

## 宏观经济研究（2011 年 3 月）

### 输入型通胀伴随双顺差，人民币升值步伐或加快

刘朝晖 分析师

电话：020-87555888-666

eMail: lzh8@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260200010122

温总理《政府工作报告》对于今年工作重点安排中，排在首位的是保持物价总水平基本稳定。当前通胀压力主要来自三方面，一是输入型通胀压力继续加大。二是双顺差导致的流动性推升通胀因素仍然突出。三是劳动力成本持续提高抬升通胀底部。鉴于当前通胀压力比较突出，货币政策将继续收紧。温总理《政府工作报告》强调要继续扩大内需特别是居民消费需求，中国人民银行副行长易纲表示“贸易顺差过大是通胀的源头”，而商务部长陈德铭提出今年外贸总的政策指导是“稳出口、扩进口、减顺差”。综合国务院、央行和商务部表述来看，在货币政策工具运用方面，上半年央行还将继续加息和上调存款准备金率，同时人民币升值步伐也可能小幅加快，人民币升值有利于增加进口，减少顺差，符合扩大内需的结构调整政策，符合商务部政策导向，同时也有利于减轻央行货币被动投放压力，缓和流动性对通胀的推动力。

#### 输入型通胀压力继续加大

全球粮价的持续大幅上涨已导致北非和中东产油国出现局势动荡，从而导致国际原油价格快速上涨。而国际油价上涨将提高粮食种植成本，增大粮价上涨动力。此外，国际油价上涨导致欧元区通胀压力上升，2 月份欧元区 CPI 同比涨幅达到 2.4%，欧元加息压力加大。而欧元加息预期上升导致美元指数持续走低，美元贬值进一步加剧全球大宗商品价格上行动力。从上述全球粮价、油价、美元指数、产油国局势动荡等因素之间可能形成恶性循环风险来看，油价上涨持续时间和幅度超预期可能性均较大。2 月份中国物流和采购联合会 PMI 购进价格指数上升至 70.1，这意味着 2 月工业品出厂价格指数 PPI 环比涨幅很可能维持在 0.9%，而 PPI 同比涨幅则很可能达到 7%。1 月份 CPI 同比上涨 4.9%，PPI 同比上涨 6.6%，PPI 超越 CPI 幅度扩大至 1.7 个百分点。如果两者之间剪刀差进一步扩大，二季度 CPI 同比涨幅可能继续回升。

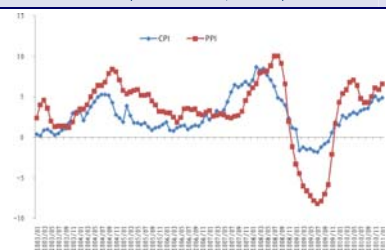
#### 人民币升值内外压力加大

全球经济继续复苏和外需回升环境下，人民币小幅升值对于出口影响有限。今年以来，人民币兑美元升值了 0.8%，1 月份出口同比增速由上月的 17.9% 回升至 37.7%。1 月份贸易顺差由上月的 130.8 亿美元回落至 64.6 亿美元，但当月金融机构新增外汇占款却由上月的 4033 亿元上升至 5016 亿元，这表明，连续加息导致热钱流入压力加大。当前，商业银行存款准备金率已经上调至 19.5%，继续依靠上调准备金率手段来回收流动性将对商业银行运营构成负面影响。在当前国际大宗商品价格大幅上涨环境下，如果适度加快人民币升值，将有利于缓和输入型通胀压力，避免过度依赖加息挤压内需，进而有利于推进扩大内需的经济结构调整。人民币小幅升值也有利于缓和贸易摩擦压力。3 月初，美国财长盖特纳再度释放出希望人民币继续升值的言论。

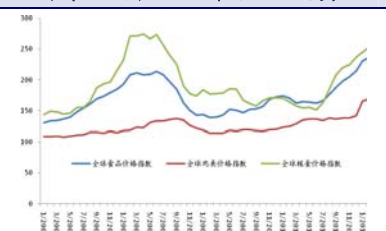
#### 2011 年 1 月经济数据

|              |      |
|--------------|------|
| 出口同比增速 (%)   | 37.7 |
| CPI 同比增幅 (%) | 4.9  |
| PPI 同比增幅 (%) | 6.6  |
| M2 同比增幅 (%)  | 17.2 |

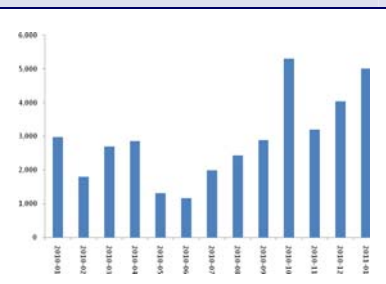
#### 月度 CPI 和 PPI 同比增幅 (%)



#### 全球食品价格水平指数走势



#### 各月新增金融机构外汇占款 (亿元)



#### 美元兑人民币中间价格 (元 / 美元)



温总理《政府工作报告》对于今年工作重点安排中，排在首位的是保持物价总水平基本稳定。当前通胀压力主要来自三方面，一是输入型通胀压力继续加大。二是双顺差导致的流动性推升通胀因素仍然突出。三是劳动力成本持续提高抬升通胀底部。鉴于当前通胀压力比较突出，货币政策将继续收紧。温总理《政府工作报告》强调要继续扩大内需特别是居民消费需求，中国人民银行副行长易纲表示“贸易顺差过大是通胀的源头”，而商务部长陈德铭提出今年外贸总的政策指导是“稳出口、扩进口、减顺差”。综合国务院、央行和商务部表述来看，在货币政策工具运用方面，上半年央行还将继续加息和上调存款准备金率，同时人民币升值步伐也可能小幅加快，人民币升值有利于增加进口，减少顺差，符合扩大内需的结构调整政策，符合商务部政策导向，同时也有利于减轻央行货币被动投放压力，缓和流动性对通胀的推动力。

图 1：月度 CPI 和 PPI 同比增幅 (%)

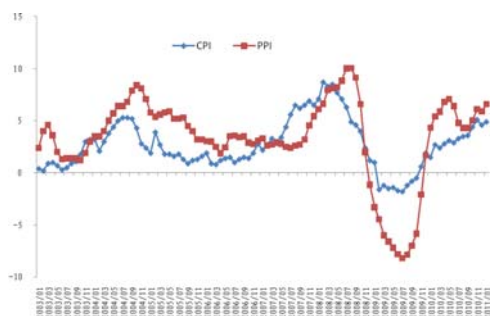
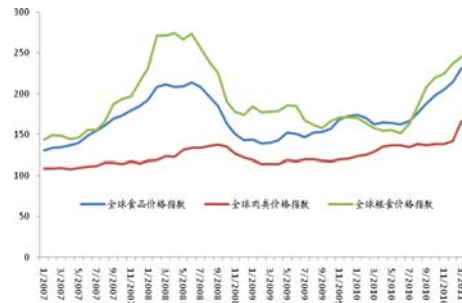


图 2：全球粮食和食品价格水平指数走势



数据来源：wind 数据、联合国粮农组织

图 3：各月新增金融机构外汇占款（亿元）

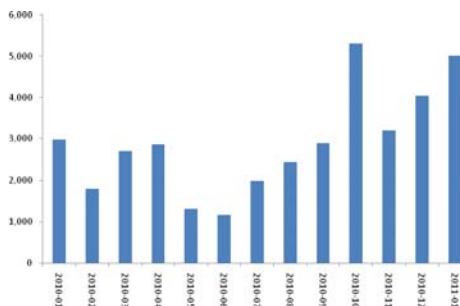
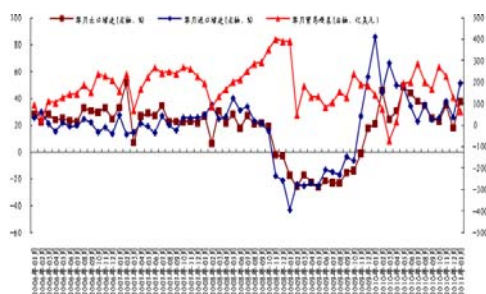


图 4：各月进出口增速和贸易顺差



数据来源：wind 数据

## 输入型通胀压力继续加大

全球粮价的持续大幅上涨已导致北非和中东产油国出现局势动荡，从而导致国际原油价格快速上涨。而国际油价上涨将提高粮食种植成本，增大粮价上涨动力。此外，国际油价上涨导致欧元区通胀压力上升，2 月份欧元区 CPI 同比涨幅达到 2.4%，欧元加息压力加大。而欧元加息预期上升导致美元指数持续走低，美元贬值进一步加剧全球大宗商品价格上行动力。从上述全球粮价、油价、美元指数、产油国局势动荡等因素之间可能形成恶性循环风险来看，油价上涨持续时间和幅度超

预期可能性均较大。2月份中国物流和采购联合会PMI购进价格指数上升至70.1，这意味着2月工业品出厂价格指数PPI环比涨幅很可能维持在0.9%，而PPI同比涨幅则很可能达到7%。1月份CPI同比上涨4.9%，PPI同比上涨6.6%，PPI超越CPI幅度扩大至1.7个百分点。如果两者之间剪刀差进一步扩大，二季度CPI同比涨幅可能继续回升。

图 5：欧元区和美国 CPI 同比增幅 (%)

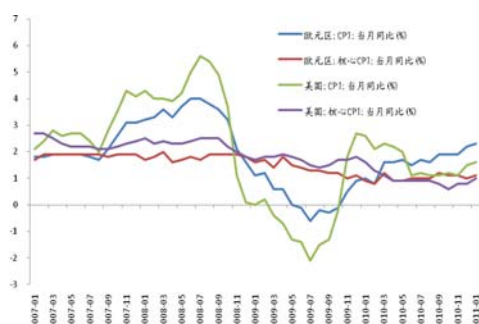
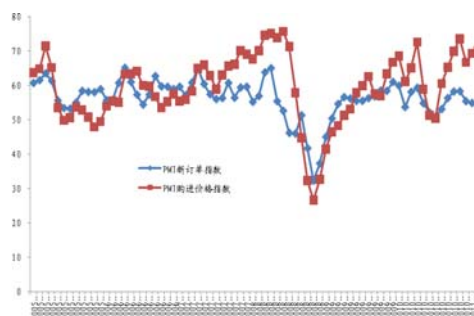


图 6：中国物流和采购联合会 PMI 购进价格指数



数据来源：wind数据

## 人民币升值内外压力加大

全球经济继续复苏和外需回升环境下，人民币小幅升值对于出口影响有限。今年以来，人民币兑美元升值了0.8%，1月份出口同比增速由上月的17.9%回升至37.7%。1月份贸易顺差由上月的130.8亿美元回落至64.6亿美元，但当月金融机构新增外汇占款却由上月的4033亿元上升至5016亿元，这表明，连续加息导致热钱流入压力加大。当前，商业银行存款准备金率已经上调至19.5%，继续依靠上调准备金率手段来回收流动性将对商业银行运营构成负面影响。在当前国际大宗商品价格大幅上涨环境下，如果适度加快人民币升值，将有利于缓和输入型通胀压力，避免过度依赖加息挤压内需，进而有利于推进扩大内需的经济结构调整。人民币小幅升值也有利于缓和贸易摩擦压力。3月初，美国财长盖特纳再度释放出希望人民币继续升值的言论。

图 7：美元兑人民币中间价格(元 / 美元)

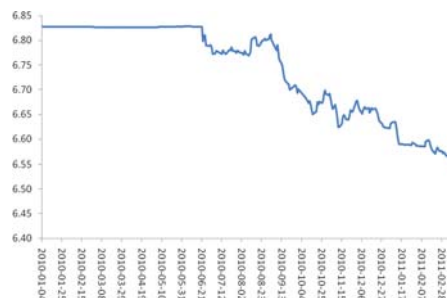
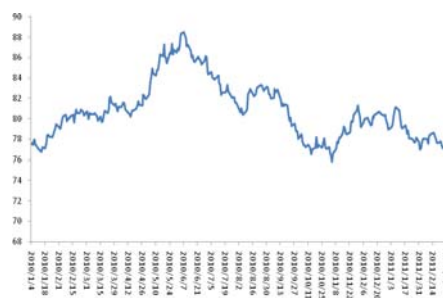


图 8：美元汇率指数



数据来源：wind数据

## 广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券研究发展中心。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hj13@gf.com.cn，020-87555888-653。

## 相关研究报告

|                       |     |            |
|-----------------------|-----|------------|
| 出口形势向好，宏观调控继续着力稳通胀    | 刘朝晖 | 2011-02-18 |
| 经济增长无忧，宏观政策将继续收紧以抑制通胀 | 刘朝晖 | 2011-01-21 |
| 紧缩力度加大导致经济短周期扩张动力转弱   | 刘朝晖 | 2011-01-06 |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。