

点评报告

通胀压力有所缓解、政策前提微妙变化

2011 年 10 月 10 日

中国人民银行货币政策委员会2011年第三季度例会点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
人民币贷款余额	19.9	14.7
1 年期存款利率	2.75	3.50
1 年期贷款利率	5.81	6.56
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (8 月)

工业	13.5
城镇投资	25.0
零售额	17.0
CPI	6.2
PPI	7.5

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

事件:

2011 年 9 月 30 日, 中国人民银行货币政策委员会 2011 年第三季度例会在北京召开。会议分析了当前国内外经济金融形势。会议认为, 当前我国经济金融运行正向宏观调控的预期方向发展, 但经济金融发展面临的形势依然复杂, 世界经济继续缓慢复苏, 但面临的风险因素仍然较多; 我国经济继续平稳较快发展, **通胀压力有所缓解**但仍处在高位。(见附件一)

评论:

1、会议新闻稿明确指出: 我国经济继续平稳较快发展, **通胀压力有所缓解**但仍处在高位。与二季度新闻稿相比, 对于经济的判断基本一致, 对于通胀的判断则有较大区别。关键在于通胀压力有所缓解。

我们预计通胀在第三季度达到高点后震荡回落, 预计第四季度 CPI 为 5.2%。当前, 通胀压力有所缓解但仍处在高位, 这一判断和现实表明稳健货币政策短期暂难有放松, 但是前提已经有所改变, 具体执行可能会较前期有所不同。

2、调控进入巩固期、十月货币政策面临尴尬选择。对于四季度稳健货币政策具体工具的运用, 我们基本维持此前的判断: 即从全球资本流动的视角来看, 由于外部资金持续流入的状况暂时不会改变, 因此会制约央行价格工具的使用, 数量工具仍将是首选。

目前的通胀预测看, 9 月 CPI 在 6.3%左右的可能性大。如果通胀水平高于 6%, 根据经验, 央行不会坐视不管需要有所行动。但从过去数周的人民币升值预期走势推测, 9 月国际资本流入规模不一定能够支持再提高一次法定存款准备金的操作。虽然由于资本流入压力减轻且美国未采取进一步的宽松货币政策为中国央行加息提供了一定的政策空间, 但从过去的经验看, 决策层对于外部的风险给的权重更高, 且其他有关部委对加息一贯推三阻四, 故加息的可能性虽不能排除但推出的概率低。

3、注意政策前瞻性, 外围因素进展可能导致政策微调。管理当局对于外围不确定性的重视程度较高, 外围因素的进展经常会导致相机抉择政策的迅速出台。最近的例子就是 2010 年欧债危机的冲击。当宏观调控政策突出强调前瞻性时, 外围风险因素的变化将是重要的参考变量。需要密切关注国际形势发展变化, 及时应对重大变化。

而微调的方向无外乎: 农业水利、小企业和保障房建设。

1、通胀压力有所缓解、稳健政策前提发生变化

会议新闻稿明确指出：我国经济继续平稳较快发展，**通胀压力有所缓解**但仍处在高位。与二季度新闻稿相比，对于经济的判断基本一致，对于通胀的判断则有较大区别。关键在于通胀压力有所缓解。

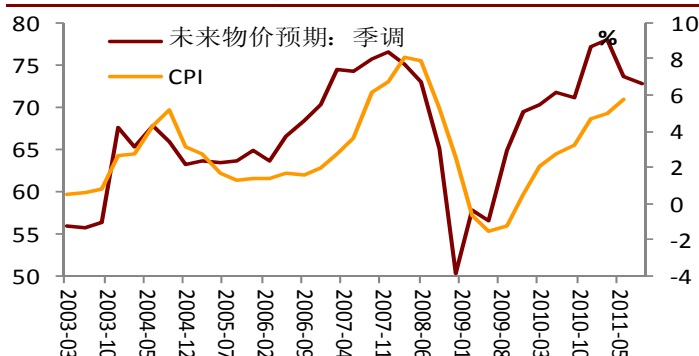
从最近公布的相关数据来看，CPI 已经开始从 7 月份 6.5% 的高点回落，虽然猪肉等食品价格带动 9 月份食用农产品价格指数连续上涨，非食品价格也仍延续前期强势，但是通胀下行的趋势已经确立。唯一值得突出的就是虽然通胀开始回落，但是回落幅度比较缓慢，从 9 月份和四季度的通胀水平来看，基本还维持在高位，我们预计 9 月 CPI 大约 6.3%，四季度大约 5.2%。

通胀在第三季度达到高点后震荡回落，预计第四季度 CPI 为 5.2%。具体原因有四：从需求端来看，近 6 个月工业产出缺口持续下降，表明需求引致通胀回落的趋势更加明确；从货币角度来看，由于 2008 - 2009 年宽松货币政策带来的货币超发，导致本轮的通胀难下，预计通胀回落的速度会放慢；从自下而上来看，食品类价格的涨幅是推高本轮通胀的主要因素，从去年以来表现突出的依次是蔬菜、水果、粮食和畜禽蛋，以猪价而言，同比涨幅的回落应是大势所趋，仅是初期幅度较小；最后，观察外围输入性通胀因素，压力已较前期大为缓解。

此前，我们提出货币政策实质性放松的三个条件是：1) 货币增速稳定在合理水平 (16% 以下)，2) 通胀水平有明显的趋势性下降；3) 季调后通胀预期出现两个季度的回落。目前来看，上述条件最早可能要到四季度中方能同时具备。

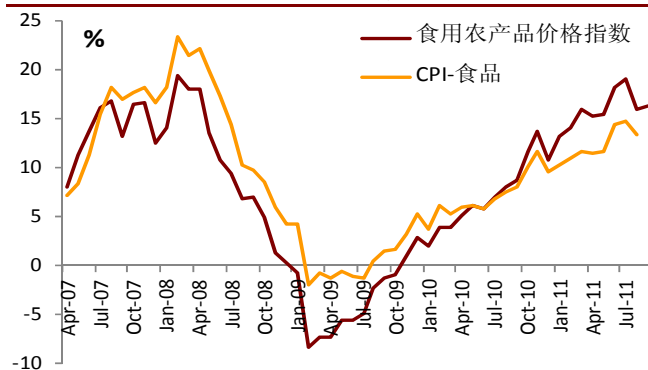
当前，通胀压力有所缓解但仍处在高位，这一判断和现实表明稳健货币政策短期暂难有放松，但是前提已经有所改变，具体执行可能会较前期有所不同。

图 1：通胀水平仍处高位、通胀预期有所回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

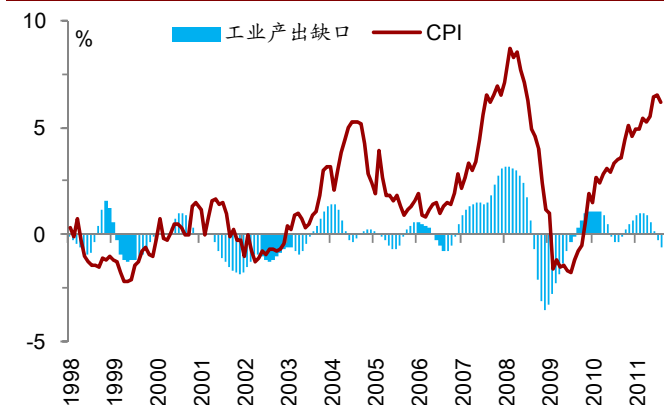
图 2：食用农产品价格持续走高



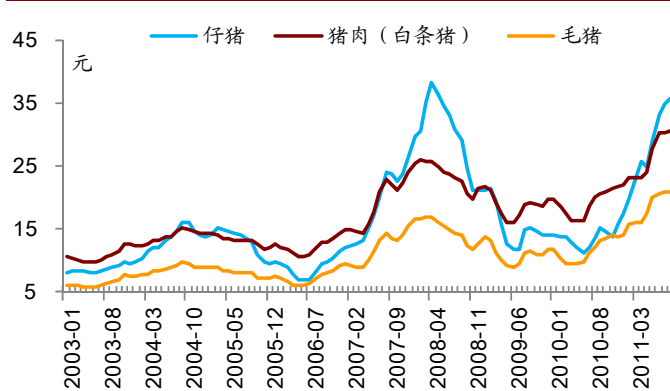
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 3：工业产出缺口持续下滑

图 4：猪肉价格维持高位

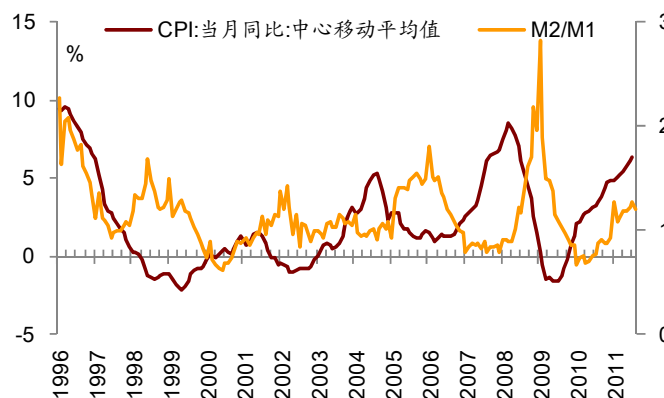


资料来源：CEIC，招商证券研发中心



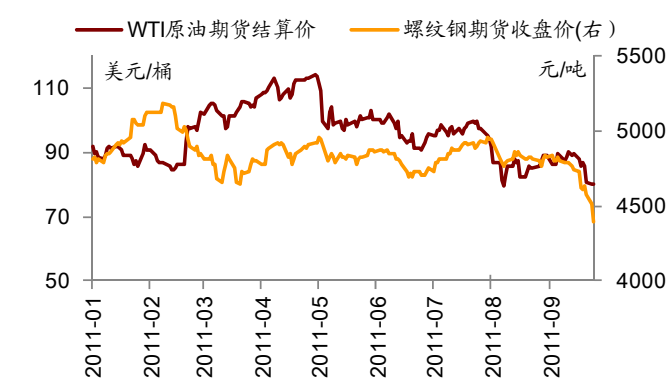
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5: 货币因素依然存在



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6: 大众商品价格近期明显下跌



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

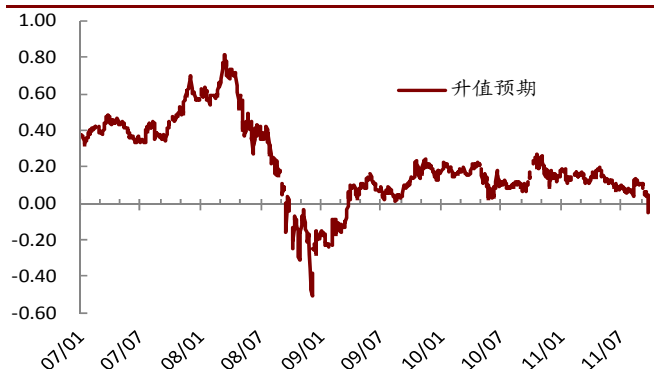
2、调控进入巩固期，十月货币政策操作面临尴尬选择

对于四季度稳健货币政策具体工具的运用，我们基本维持此前的判断：即从全球资本流动的视角来看，由于外部资金持续流入的状况暂时不会改变，因此会制约央行价格工具的使用，数量工具仍将是首选。

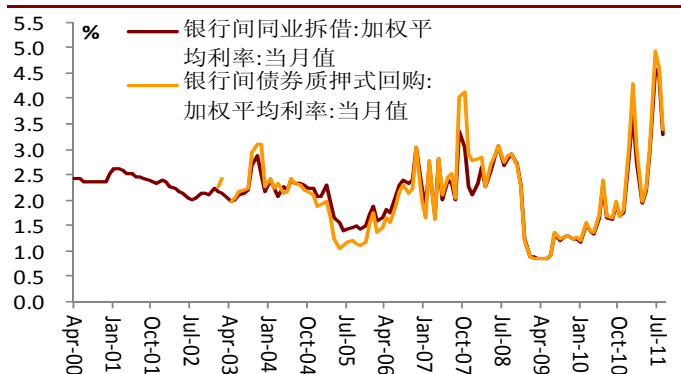
从目前的通胀预测看，9月CPI在6.3%左右的可能性大。如果通胀水平高于6%，根据经验，央行不会坐视不管需要有所行动。但从过去数周的人民币升值预期走势推测，9月国际资本流入规模不一定能够支持再提高一次法定存款准备金的操作。虽然由于资本流入压力减轻且美国未采取进一步的宽松货币政策为中国央行加息提供了一定的政策空间，但从过去的经验看，决策层对于外部的风险给的权重更高，且其他有关部委对加息一贯推三阻四，故加息的可能性虽不能排除但推出的概率低。

图 9: 人民币升值预期出现负值

图 10: 近期银行间市场流动性略有改善



资料来源: wind, 招商证券研发中心



资料来源: wind, 招商证券研发中心

3、注意政策前瞻性，外围因素进展可能导致政策微调

一直以来，管理当局对于外围不确定性的重视程度较高，外围因素的进展经常会导致相机抉择政策的迅速出台。最近的例子就是 2010 年欧债危机的冲击。当宏观调控政策突出强调前瞻性时，外围风险因素的变化将是重要的参考变量。需要密切关注国际形势发展变化，及时应对重大变化。

而微调的方向无外乎：农业水利、小企业和保障房建设。