



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2009 年 6 月 23 日

宏观经济

研究部

何日通胀再来？

哈继铭

联系人

hajiming@cicc.com.cn

邢自强

联系人

xingzq@cicc.com.cn

徐 剑

联系人

xujian2@cicc.com.cn

要点：

国内外通胀力量凸现，通胀预期明显上升：国际通胀力量包括美国的大幅货币扩张、国际大宗商品价格和农产品价格反弹、美国负债率的大幅提高、以及美国人口结构老龄化的即将到来使抑制通胀的“产出缺口”没有人们想象大。国内，货币政策的宽松程度比美国有过之而无不及，而且在经济潜在增速结构性放慢的局面下，今年的经济刺激力度较大使产出缺口几乎为零，未来将推高物价。且国内猪价目前已跌至成本线以下，导致猪肉供给减少，未来猪价上涨可能卷土重来；国内财政补贴“扛”通胀的能力在本次财政刺激后也有所减弱。**目前的通缩力量包括：**美国失业率还将进一步上升，美国储蓄率还需上升，但这两者对于通胀的抑制作用相对有限；此外中国国内产能过剩依然较为严重，但过去同样存在产能过剩的 08 年中国也出现过明显通胀。

美国通胀到来尚待时日：综合以上因素，我们的实证分析显示，09 年美国仍处于通缩，2010 年温和通胀 0.5~1.3%，直至 2011 年才显著上升至 1.1~3.1%。**中国通胀来临则可能早于美国，**今年 11 月 CPI 由负转正，2010 年升至 3.5~5%，显著高于美国同期，因为投资占主导的经济增长方式使中国更易受国际大宗商品价格的传导，CPI 中食品份额较大也使得中国更容易受到农产品价格上涨的影响。**我们预计中国短期内仍将保持宽松货币政策，**直至年底的中央经济工作会议才有可能初步释放政策调整的信号。其后也将首先使用加息以外的紧缩手段，但贷款很难有大幅紧缩，因为大量建设周期较长的基建项目目前刚开始动工，对其贷款难以骤然终止。而加息最早也要到明年下半年才有可能。

通胀与资产价格：中美两国过去的通胀周期，都呈现典型的“股价涨、楼价涨、物价涨”三部曲特征。资产价格上涨往往是通货膨胀的前奏曲，出现在通胀预期提升、但实际物价上涨尚未出现之际。通常资产类别中最灵活易变的价格——股价首先上扬；随后通胀预期促使购房需求提前预支，推高楼价；之后，财富效应和买房后关联支出推动消费，导致物价上涨，那时，货币当局将开始收紧流动性。政策收紧的初期，新兴市场资产价格往往仍有一波“最后的疯狂”，因为加息等措施可能短期内加大国内外利差，货币升值预期吸引更多资金流入；但紧缩性政策进入后半段，累积的力度将促使资产价格下降。因此物价的上涨即意味着资产价格膨胀进入尾声。

政策启示：从历史上看，美国几乎从未做到在货币大幅扩张之后及时退出而避免通胀，也从未在债务大幅上扬或美元显著贬值后避免通货膨胀。美联储加息后也要经历较长的时滞方能驯服通胀，因此寄希望于美国政策及时转向来避免通胀如水中捞月。我们建议，中国政府应吸取教训，提前调控防通胀，以规避未来资产价格大起大落带来的冲击：1) 更充分发挥资本市场的融资功能，早日恢复 IPO 发行，缓解单纯依赖银行放贷的巨大压力；2) 确保货币政策适度宽松，防止过度宽松引发资产价格泡沫；3) 鼓励资本流出，包括鼓励企业走出去，允许境外企业境内上市，允许国内投资者参与境外股权投资（例如通过 ETF 形式）；4) 深化改革，为民营资金开辟更大的投资空间，以防资金盲目涌入虚拟经济炒股炒楼；5) 降低税收刺激消费，改变经济增长模式。

目录

导言	3
一、目前的通胀力量何在.....	4
二、目前的通缩力量何在.....	12
三：通胀何时来临	14
四：通胀与资产价格的关系	19
五：政府有无能力及及时令政策转向避免通胀？	20

图录目录

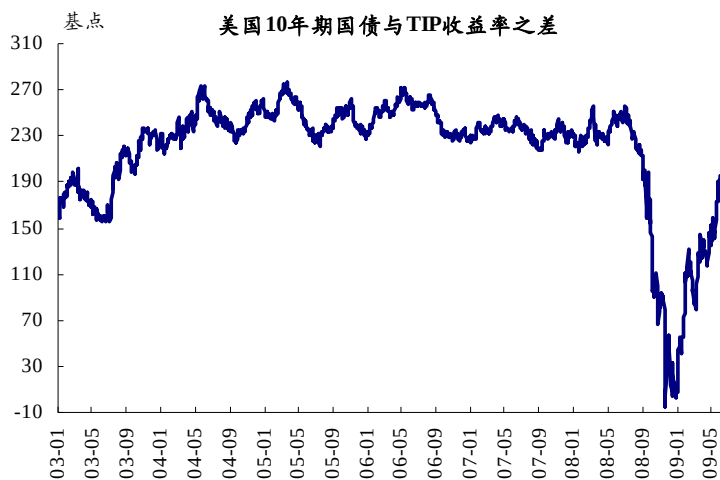
图表 1：美国国债与通胀挂钩债券收益率之差不断扩大	3
图表 2：美国目前货币增长快于名义 GDP 近 10 个百分点，创历史之最	4
图表 3：美国过去历次货币扩张引发随后通胀上升	4
图表 4：大宗商品价格近期回升	5
图表 5：美国高负债推高通胀率	5
图表 6：中国货币扩张后通胀上升	6
图表 7：中国目前货币增长快于名义 GDP 近 22 个百分点	6
图表 8：中金中国货币条件指数 (MCI) 显示：货币条件处于历史最宽松水平	7
图表 9：考虑乘数效应，美国经济减速 1 个百分点对中国的影响	7
图表 10：中国人口结构拐点即将来临	8
图表 11：人民币相对于周边国家货币升值明显	8
图表 12：中国实际工资水平涨幅也明显高于周边国家	8
图表 13：中国大力刺激之下产出缺口远小于美国	9
图表 14：中国投资率显著高于其他国家，更易受到大宗商品价格上涨影响	9
图表 15：中国国内粮价与国际粮价间存在显著的关联性	10
图表 16：中国 CPI 中的食品份额较高，易受到农产品价格上涨影响	10
图表 17：猪粮价比未来有上涨可能	11
图表 18：猪价从 08 年初的最高点下跌了 39%	11
图表 19：美国经常帐户赤字占 GDP 比重缩窄	12
图表 20：中国在 08 年产能过剩已较为严重	13
图表 21：美国产出缺口对通胀具有领先作用	14
图表 22：大宗商品价格对美国通胀亦产生影响	15
图表 23：美国通胀实证分析结果	15
图表 24：美国 2009-2011 年通胀水平情景分析	15
图表 25：硬大宗商品价格上涨领先于软大宗商品价格	16
图表 26：中国 2009-2011 年通胀水平情景分析	17
图表 27：CPI 负翘尾因素 10 月份后显著缩窄	17
图表 28：大宗商品价格今年 11 月起将出现同比正增长（假设保持目前价位）	17
图表 29：PPI 负翘尾因素 11 月份后方能显著缩窄	18
图表 30：美国通胀周期中“股价涨、楼价涨、物价涨”三部曲	19
图表 31：中国通胀周期中“股价涨、楼价涨、物价涨”三部曲	19
图表 32：美联储历次大幅降息后通胀率上升	21
图表 33：美国债务大幅上扬后难以避免之后的通货膨胀	21
图表 34：美元显著贬值期间难以避免通货膨胀	22
图表 35：美联储开始加息到通胀见顶，往往经历较长时滞	22

导言

近期全球通胀预期已明显上升，如反映投资者通胀预期的美国普通国债与通胀挂钩债券收益率之差，已从去年底年初的几乎零差异，扩大至目前的 200 个基点（图表 1）。这一担忧并非空穴来风：在过去历次通胀周期中领先于 CPI 物价的大宗商品和农产品价格，近期均显著回升；且近期美中两国货币增长均大幅高于名义 GDP 增长，过于宽松的货币政策也增加了未来通胀风险，毕竟通货膨胀最终是货币现象。我们在本报告中主要尝试回答以下问题：

目前的通胀力量何在？通缩力量何在？通胀何时到来？通胀与资产价格的关系？政府有无能力及时令政策转向避免通胀？政策何时方能做出有效反应？

图表 1：美国国债与通胀挂钩债券收益率之差不断扩大



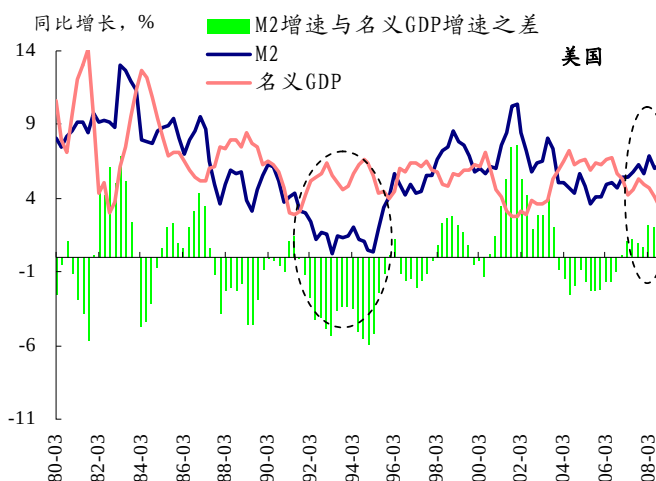
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

一、目前的通胀力量何在

• 美国方面：

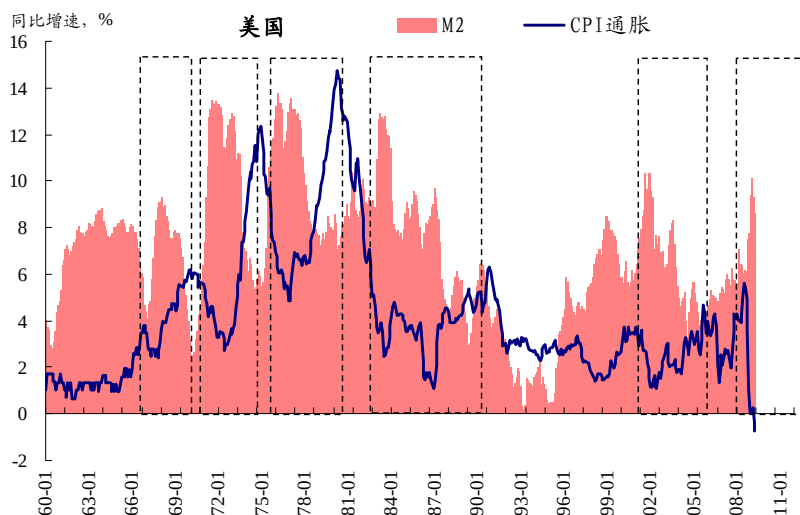
1) 货币扩张：本轮金融危机以来，美国先后采取了大幅降息至零利率、数量型宽松等措施，带动基础货币大幅上升近1倍，广义货币供应也回升至9%，高于名义GDP增速达10个百分点，创历史之最（图表2）。从历史上看，每次美国大幅放出货币，必然导致其后的通胀上升，从货币扩张到CPI物价上涨平均时滞12~20个月（图表3）。

图表2：美国目前货币增长快于名义GDP近10个百分点，创历史之最



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

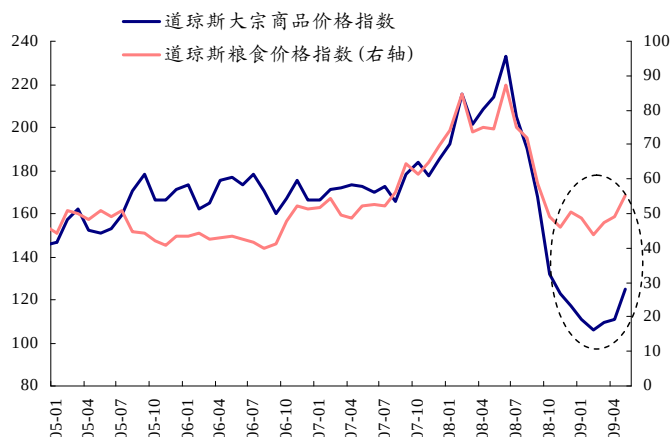
图表3：美国过去历次货币扩张引发随后通胀上升



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

2) 商品价格的上扬：大宗商品和农产品价格在过去历次通胀周期中通常领先于CPI物价，而近期均显著回升（图表4），如石油从前期35美元/桶已上涨一倍至70美元，铜、铝等金属也显著上涨；农产品如大豆、小麦和玉米也从前期低位明显回弹。这些将推高汽油、食品等消费价格。

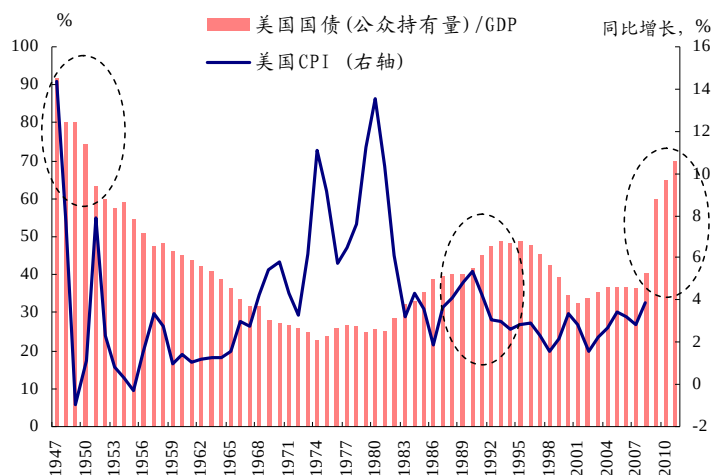
图表 4：大宗商品价格近期回升



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

3) 美国负债率的大幅提高往往导致之后通胀较高：自金融危机以来，美国采取了各种救市和经济刺激措施，财政赤字大幅攀升至占 GDP 14%，导致政府债务上升，预计 2008~2011 年间，公众持有的美国国债占 GDP 比重将上升 30 个百分点。“父债子还”意味着美国未来可能需要提高税率以偿还债务负担。而一旦税率提高则会对经济增长产生负面影响，况且美国 2010 年起进入老龄化阶段，工作年龄（同时也是纳税年龄）人占比越来越少，因此“父债子还子难还”，最终不得不采取通货膨胀的方式来稀释过去政府债务。历史上看，美国二战期间积累的高负债推高了 40 年代末、50 年代初的高通胀，80 年代后期负债率上升也推高了 1988~91 年间的通胀率（图表 5）。

图表 5：美国高负债推高通胀率



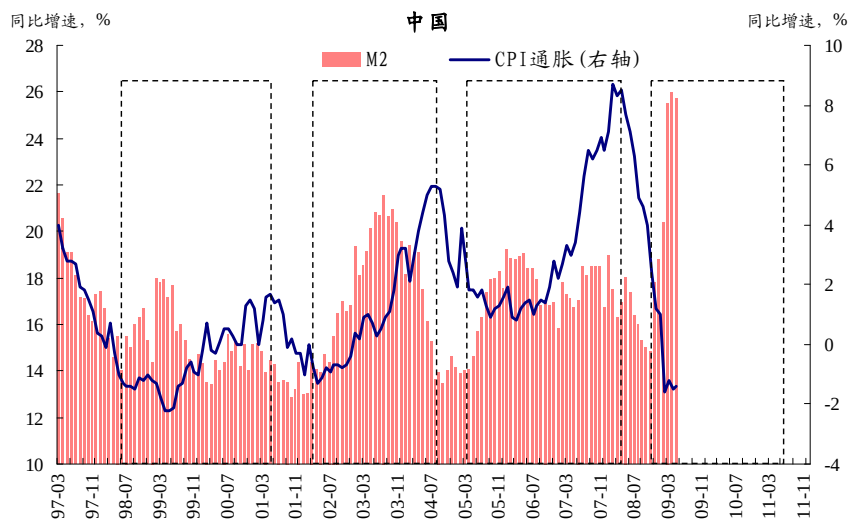
资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

4) 人口结构老龄化使得抑制通胀的“产出缺口”没有人们想象大，因为美国潜在 GDP 也进入了一个结构性下降阶段：我们在 5 月 18 日的周报《量化未来“低增长，高通胀”》中就指出，未来美国潜在经济增长率至少比过去下滑 1~1.5 个百分点，原因来自：IT 革命对劳动生产率的推动日渐衰微（IT 革命带来的技术进步过去 10 年对美国经济增长年均贡献了 0.4 个百分点）；人口结构逐渐老化（未来劳动力增速将从此前 20 年的年均 1.1% 下降至 0.6%）；以及高债务负担的打击（未来需要通过加税来偿还债务，拖累潜在经济增速）。因此尽管目前实际经济增长低迷，但与潜在增速之间的差异（即产出缺口）并不如人们想象中大。

• 中国方面：

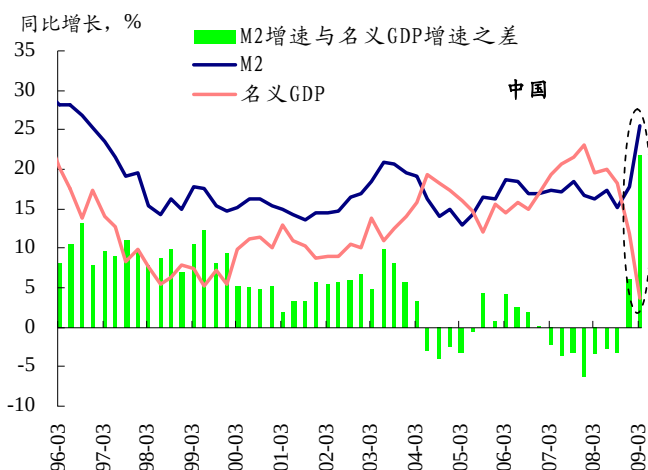
1) 中国目前货币政策的宽松程度比美国有过之而无不及：历史经验表明，大幅货币扩张也必然导致中国通胀上升（图表6）。本轮金融危机以来，中国由于政府对于银行的影响力较强，虽然利率降幅不及美国，但信贷大幅扩张，带动广义货币供应高于名义GDP增长达22个百分点，创历史之最，也远高于美国同期广义货币供应与名义GDP增速之差（图表7）。我们编制的“中金中国货币条件指数”也显示目前我国货币条件处于有史以来最宽松水平（图表8），增加了未来通胀风险。

图表6：中国货币扩张后通胀上升



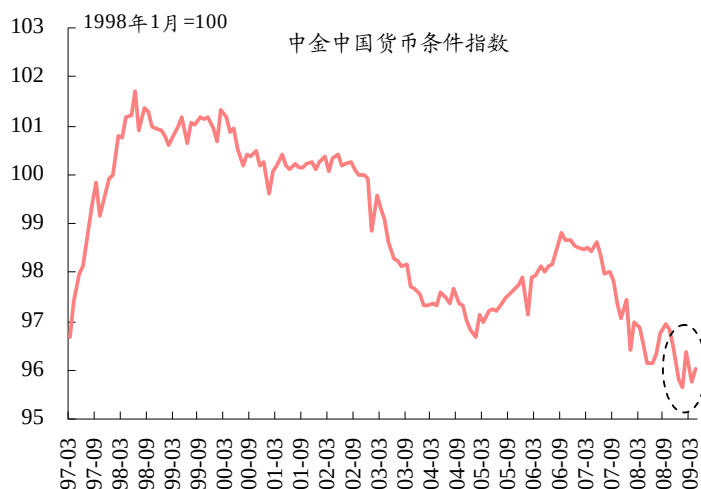
资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

图表7：中国目前货币增长快于名义GDP近22个百分点



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

图表 8：中金中国货币条件指数 (MCI) 显示：货币条件处于历史最宽松水平



资料来源：中金公司研究部

2) 经济刺激力度大，抑制通胀的“产出缺口”小：如前所述，美国未来潜在经济增长将从过去 20 年的 3~3.5% 下降至 2%，这将使出口依存度较高的中国潜在产出增速也结构性放慢 1~1.5 个百分点（我们早在 2006 年 9 月的敏感性分析显示，美国经济增速下降 1 个百分点，考虑出口乘数效应，将拖累中国 GDP 增速约 1 个百分点，图表 9）。此外，中国相对竞争力的减弱进一步打击出口前景：中国人口结构拐点将在 2015 年左右到来，人口红利逐渐衰微；而与此同时其他一些出口竞争对手国家仍处于人口红利爆发期（图表 10），中国劳动力成本相对这些国家显著上升，在中低端制造业的竞争力逐步丧失。这一趋势近几年已日益显著：人民币相对于周边国家货币升值明显（图表 11），且中国实际工资水平涨幅也明显高于周边国家（图表 12）。综合考虑以上因素，中国潜在产出增速可能从过去多年的 10% 左右下滑至 8~8.5%。而在经济潜在增速结构性放慢的局面下，中国今年的经济刺激力度较大，使产出缺口几乎为零（图表 13），相当于让病人吃了兴奋剂去跑马拉松，未来推高物价的可能性较大。

图表 9：考虑乘数效应，美国经济减速 1 个百分点对中国的影响

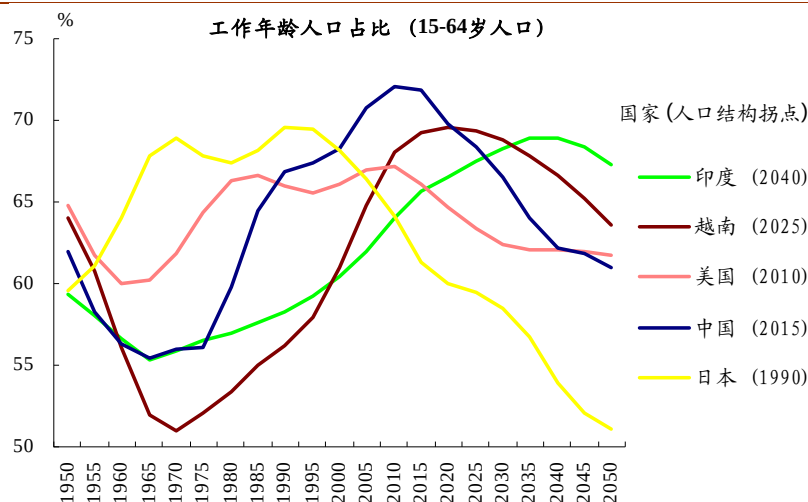
美国经济减速 1 个百分点对于中国经济的影响

比基线水平的变化，%

出口	进口	投资	消费	GDP
-2.4	-1.9	-0.8	-0.3	-1

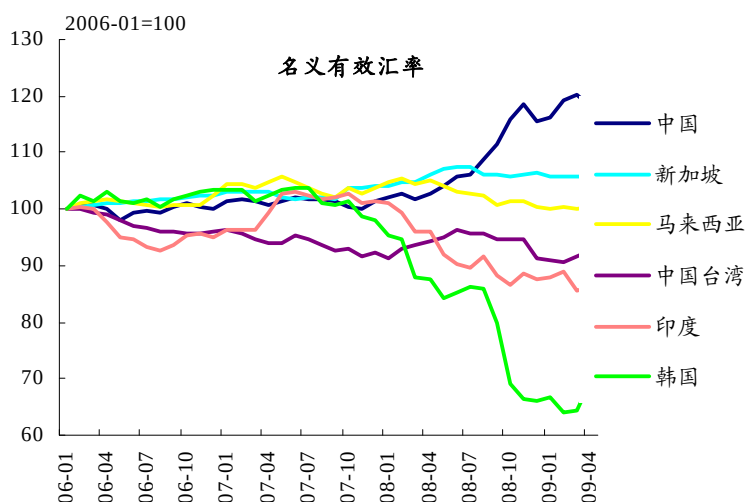
资料来源：OEF、中金公司研究部

图表 10：中国人口结构拐点即将来临



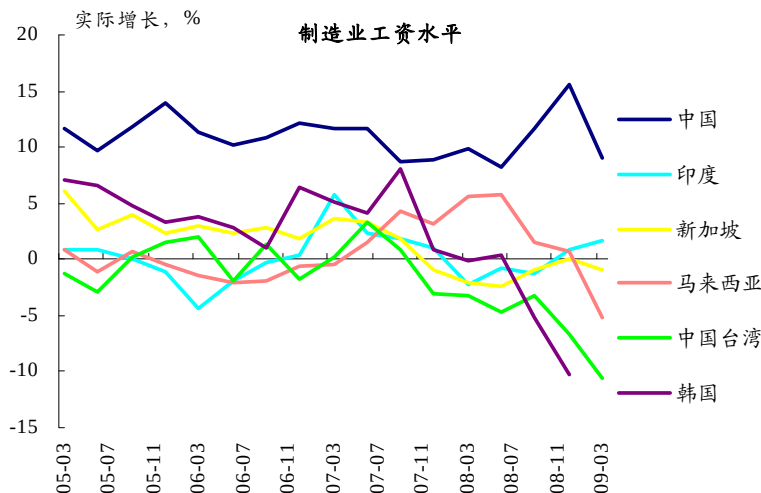
资料来源：联合国、中金公司研究部

图表 11：人民币相对于周边国家货币升值明显



资料来源：BIS、中金公司研究部

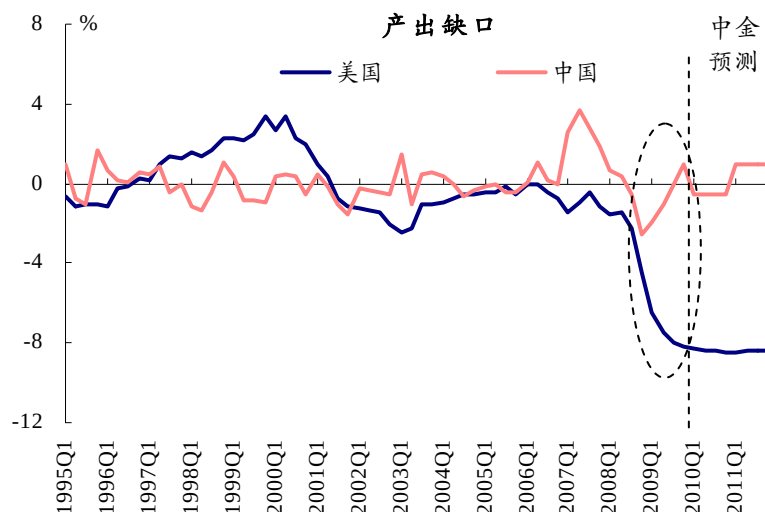
图表 12：中国实际工资水平涨幅也明显高于周边国家



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

资料来源：CEIC、中金公司研究部

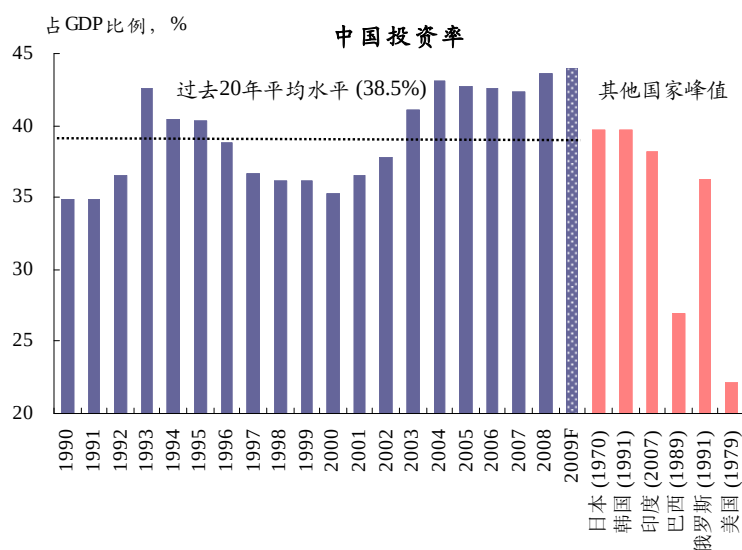
图表 13：中国大力刺激之下产出缺口远小于美国



资料来源：CEIC、中金公司研究部

3) 中国通胀更易受国际大宗商品价格的影响：以中国为代表的新兴市场国家，经济增长方式以投资为主导，投资占经济的比重和增速均显著高于其他国家（图表 14），因此物价更容易受到大宗商品价格上涨的影响；此外，硬大宗商品价格上涨也会推高国际农产品等软大宗商品价格，中国作为大豆等农产品的进口国，国内粮价受到国际市场的直接传导，而国际原油等大宗商品价格上升也会提高中国国内农产品的生产成本，间接影响中国粮价，因此国内与国际粮价之间存在显著的关联性（图表 15）。粮价上涨对于 CPI 中食品份额较大的新兴市场国家（譬如中国）造成的影响显著高于发达国家（图表 16）。

图表 14：中国投资率显著高于其他国家，更易受到大宗商品价格上涨影响



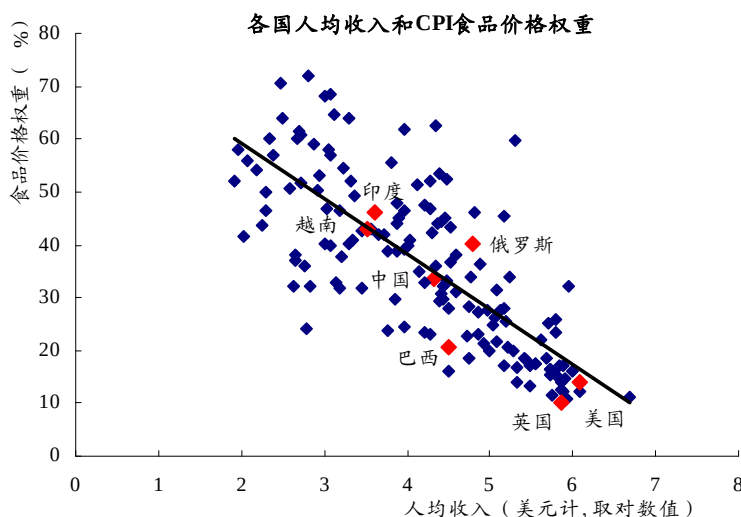
资料来源：WDI、中金公司研究部

图表 15：中国国内粮价与国际粮价间存在显著的关联性



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

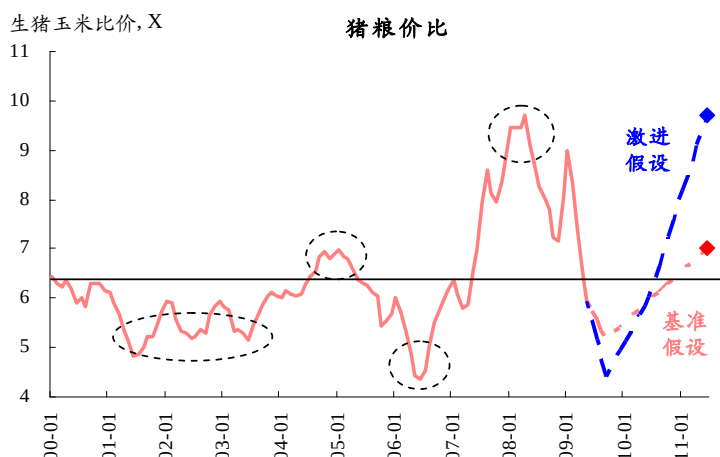
图表 16：中国 CPI 中的食品份额较高，易受到农产品价格上涨影响



资料来源：IMF-WEO、CEIC、中金公司研究部

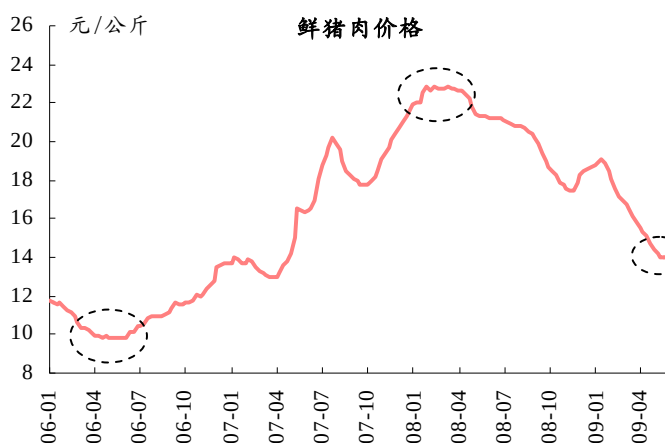
4) 猪价上涨可能卷土重来：中国猪肉价格总是大起大落，过去 10 年发生过两轮猪价上涨引领的通胀（04 年和 07 年），可观察到如下规律：1). 猪价跌至低于 6 倍猪粮价比的成本线，并持续 6~9 个月左右，猪肉供给便会减少，引发猪价回升；2). 前期猪肉降幅越大，随后的反弹就越剧烈：02~03 年，猪价下降幅度相对温和（粮价比在 5~6 倍），因此 04 年的猪价上涨也比较温和（从 5.2 倍涨至 7 倍）；05~06 年猪价下跌剧烈（猪粮价比一度跌至 4.4 倍），导致的猪肉短缺也更严重，随后猪价大幅反弹（从 4.4 倍涨至 9.7 倍）；3). 猪价上涨通常持续 18 个月左右后，新的猪肉供给才能释放，导致猪价下跌（图表 17）。**明年猪价可能重新进入上涨通道：**由于 07~08 年猪肉价格高企使养猪有利可图，以及政府的鼓励养猪措施，养猪户大量增加猪肉供给，导致猪价从 08 年下半年起回落，目前已从高点下跌了 39%（图表 18），猪粮价比跌至 5.9 倍，低于长期均衡水平（6.3 倍），养猪再次无利可图。如果进一步下跌，可能引发新一轮农户宰杀母猪、停止养猪，导致猪肉供给减少，未来两年猪肉价格很可能重演 04 年及 07 年的上涨局面。

图表 17: 猪粮价比未来有上涨可能



资料来源：农业部、中金公司研究部

图表 18: 猪价从 08 年初的最高点下跌了 39%



资料来源：商务部、中金公司研究部

5) 财政补贴“扛”通胀的能力在本次财政刺激后有所减弱：07~08 年国际大宗商品和农产品上涨中，中国依靠雄厚的财政底子对国内成品油等多种商品进行物价管制和补贴，部分缓冲了显性通胀。但当前一揽子经济刺激计划促使财政赤字增大，政府债务提高（09 年预算赤字 9500 亿，占 GDP 达 3%，需要增发国债来弥补），且财政收入下降（1~5 月同比下降 6.7%），使得政府通过补贴抵御国际价格传导的能力有所减弱。

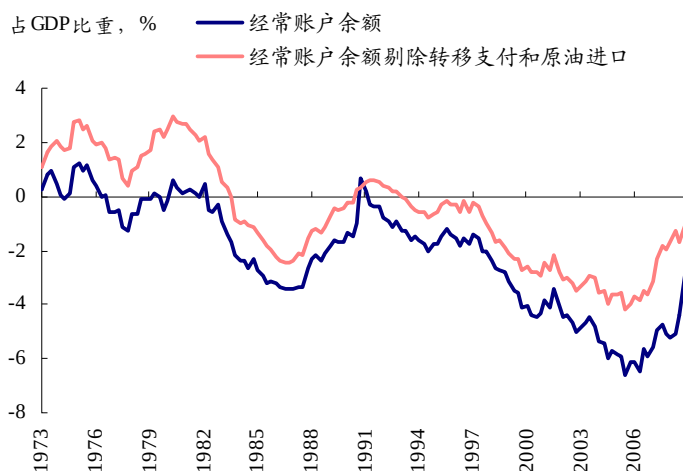
二、目前的通缩力量何在

• 美国方面：

1) 失业率还将进一步上升。然而，正如美国潜在产出结构性放缓一样，美国自然失业率也将结构性上升，因为其面临人口老化，而接近退休年龄的失业者永远不能再就业；此外，美国在本次金融危机中一些重大金融和制造业企业倒闭了，且房地产行业中期难以恢复原先的就业。但这些结构性因素带来的自然失业率上升，对于通胀的抑制作用有限。

2) 美国储蓄率还需上升，因为美国长期的巨额贸易逆差和信贷消费模式难以持续。这将抑制美国私人消费以及物价。但是，自07年以来美国经常帐户逆差占GDP比重已经有了明显调整（图表19），剔除原油的赤字已经缩小到占GDP 1.1%，接近历史平均的0.6%，距离调整到均衡水平也已不远。

图表 19：美国经常帐户赤字占 GDP 比重缩窄



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

• 中国方面：

产能过剩依然较为严重。然而，在过去同样存在产能过剩的时期，中国也出现过明显通胀，譬如08年产能过剩严重——07年多数工业行业在建产能达到当年产量的50%（图表20），这些产能在08年陆续释放，但并不妨碍CPI通胀在当年2月攀升至8.7%，PPI在当年8月攀升至10.1%。主要原因在于中国投资为主的经济增长模式，对于大宗商品、原材料价格的上涨更为敏感，且食品占CPI权重较高的局面也使得中国更易受农产品价格上涨的冲击。

图表 20：中国在 08 年产能过剩已较为严重

产品	单位	02年产量	07年产量	07年 在建 规模	在建规模占07年产量比
能源					
原煤	(万吨/年)	145500	252600	136745	54.1%
火力发电	(亿千瓦时)	13522	27229	28085	54.1%
原材料					
粗钢	(万吨/年)	18237	48929	8079	16.5%
精炼铜	(万吨/年)	163	344	98	28.5%
电解铝	(万吨/年)	432	1234	405	32.9%
水泥	(万吨/年)	72500	136117	69025	50.7%
平板玻璃	(万重量箱/年)	23446	53918	13456	25.0%
合成氨	(万吨/年)	3675	5171	1288	24.9%
乙烯	(万吨/年)	543	1028	701	68.2%
化学纤维	(万吨/年)	991	2414	684	28.3%
机械设备					
汽车	(万辆/年)	325	889	639	71.9%
传统轻工					
家用电冰箱	(万台/年)	1599	4397	1600	36.4%
家用洗衣机	(万台/年)	3135	4005	607	15.2%

资料来源：中国统计年鉴、中金公司研究部

三：通胀何时来临

综合以上因素，我们的实证分析显示，美国通胀到来尚待时日：

关于通胀的经典动态分析模型通常是基于菲利普斯曲线发展而来的“三角模型”：

$$\pi_t = \alpha + \lambda U_t + B(L)\pi_{t-L} + \lambda z_t + \varepsilon_t$$

其中 π_t 为 CPI 通胀， π_{t-L} 表示其滞后项以反映价格黏性， U_t 为体现实体经济活动的失业率， z_t 为一个有关供给冲击的向量。

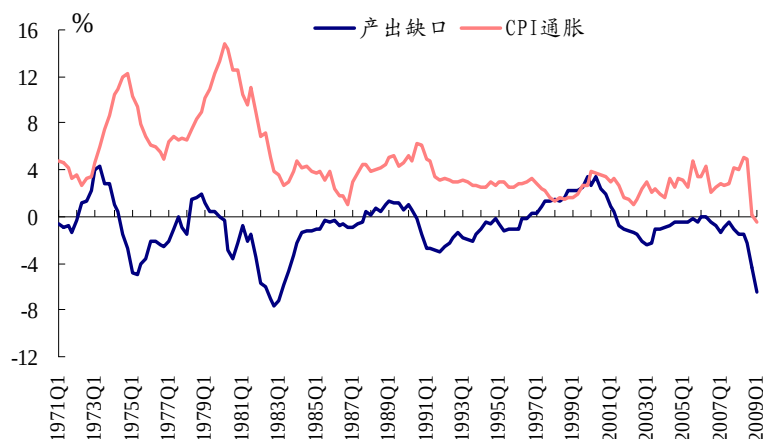
Rudd & Whelan (2005)¹ 应用“三角模型”，引入产出缺口（替代失业率）和进口价格模拟美国通胀动态变化。

我们则基于以上研究，选取产出缺口、大宗商品价格，并结合广义货币供应作为影响通胀走势的主要因素，同时以通胀前期作为控制变量反映价格黏性。以 1973 年 1 季度至 2009 年 1 季度为样本空间，我们的实证分析显示，M2 和产出缺口对通胀具有明显的领先作用（图表 21），分别领先 CPI 通胀 6 个季度和 2 个季度（根据 AIC 准则）。而以原油为主导的大宗商品价格对通胀亦产生影响（图表 22）。实证分析结果亦显示，产出缺口和流动性是影响美国通胀水平的主要因素，而大宗商品价格的影响力则相对较弱（图表 23）。在此实证分析的基础上，我们对美国 2009~2011 年 CPI 通胀进行了预测，关键假设如下（图表 24）：

- 1、美国经济自 09 年下半年走出衰退，并于 2010~2011 年微弱复苏；
- 2、伴随着经济逐步复苏和去杠杆化需求下降，货币乘数上升，进一步推高广义货币 M2；
- 3、经济回暖和美元贬值带动国际原油价格强劲攀升，进而推高大宗商品价格。1) 基准假设：遵循目前国际原油期货市场反映的油价预期（2009~2011 年底油价分别为 73、78、81 美元/桶）；2) 激进假设：国际原油价格在 2009~2011 年底分别达到 80、100、140 美元/桶，并传导至其他大宗商品价格。

结果显示美国 09 年仍将处于通缩，2010 年方能走出通缩，但通胀仍非常温和：全年 CPI 仅 0.5~1.3%，直至 2011 年通胀才显著上升至 1.1~3.1%。这主要源于：1、宽松货币政策推动通胀水平的时滞；2、产出缺口在经济微弱复苏之下难以快速收窄，抑制了价格大幅上涨。

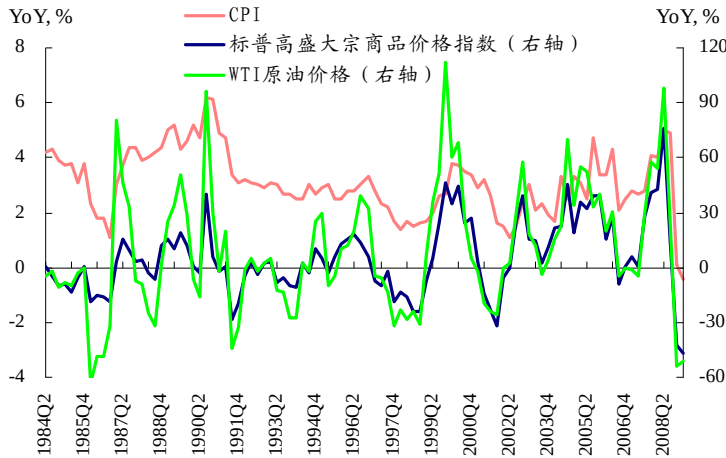
图表 21：美国产出缺口对通胀具有领先作用



资料来源：CEIC、中金公司研究部

¹ Modeling Inflation Dynamics, Federal Reserve Staff Working Paper

图表 22：大宗商品价格对美国通胀亦产生影响



资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图表 23：美国通胀实证分析结果

样本区间	1971Q1-2009Q1	
因变量	总体通胀	
统计回归结果:		
自变量	回归参数估计	p值
总体通胀 (-1)	0.930	0.00
	41.37	
产出缺口 (-2)	0.07	0.04
	2.06	
M2 (-6)	0.06	0.01
	2.78	
大宗商品价格同比增速	0.02	0.00
	5.49	
常数项	-0.19	0.27
	-1.12	

资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 24：美国 2009-2011 年通胀水平情景分析

情景假设			美国CPI通胀预测		
实体经济	流动性	大宗商品 *	2009F	2010F	2011F
美国经济增速基准假设： 2009：Q4走出衰退 2010：0.75% 2011：1.5%	M2： 2009：2H达10% 2010：12% 2011：12%	国际油价基准假设（原油期货市场目前反映的预期）： 2009年底73美元/桶 2010年底78美元/桶 2011年底81美元/桶	-1.1	0.5	1.1
美国经济增速激进假设： 2009：Q4走出衰退 2010：2% 2011：2.5%		国际油价激进假设： 2009年底80美元/桶 2010年底100美元/桶 2011年底140美元/桶	-1.0	1.3	3.1

资料来源：CEIC、中金公司研究部 *其他大宗商品和农产品价格受油价传导

中国通胀来临则可能早于美国：对于中国通胀走势，我们也构建了一个综合考虑流动性、产出缺口、国际大宗商品价格、农产品价格、猪肉价格的CPI通胀实证分析模型，对2010-2011年中国通胀走势进行情景分析。关键假设如下：

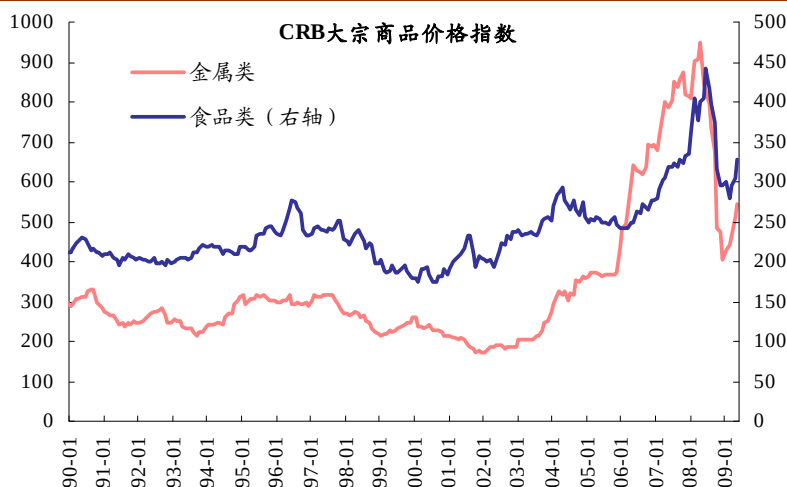
- 1、2009-2011年，国内政策刺激和全球经济逐渐复苏带动中国经济增速分别达到7.6%，7.5%和9%；
- 2、09年的爆发性信贷增长难以持续，10~11年恢复到正常水平，M2增速在2009~2011年分别达到25%，17%和16%；
- 3、国际大宗商品和农产品价格：硬大宗商品价格与原油价格之间存在显著的关联，软大宗商品（农产品）价格与硬大宗商品之间也存在显著关联（图表25），因此我们构建了一个原油价格传导至其他大宗商品价格，以及国际农产品价格的实证模型，与前文研究美国通胀的假设一致：1）基准假设：遵循目前国际原油期货市场价格反映的油价预期（2009~2011年底油价分别为73、78、81美元/桶）；2）激进假设：国际原油价格在2009~2011年底分别达到80、100、140美元/桶。
4. 中国国内粮价：中国作为大豆等农产品的进口国，国内粮价受到国际市场的直接传导，而国际原油等大宗商品价格上升也会提高中国国内农产品的生产成本，间接影响中国粮价。我们的实证分析发现，国内粮价与国际粮价之间存在显著的关联性（参见前文图表15），因此构建了基于国际粮价传导至国内粮价的实证模型。
- 5、猪肉价格：猪肉通胀是过去几轮中国通胀的重要因素，因此我们也将其考虑在内：基准情景下，我们假设政府近期的猪肉收储等措施能够缓解猪价的快速下跌，减轻未来猪肉供给短缺程度，因此猪价明后两年重演04年的温和上涨（猪粮价比在明后两年反弹至7倍左右），这意味着猪价未来两年可能上涨30%（考虑了同期粮价也在上涨），每年推高CPI约0.5个百分点。在激进情景下，我们假设政府没有出台减轻猪价下跌的措施，猪价迅速下跌，随后重演07年的急剧上涨（猪粮价比在明后两年重新升至08年的高点9.7倍），则猪价未来两年可能上涨80%，每年推高CPI达1.2个百分点。

将以上假设融入我们的模型，估算结果显示（图表26），中国2010CPI通胀将显著升至3.5%~5.0%，2011年也将高达3.3%~5.1%，显著高于我们对美国同期通胀的预期。

短期来看，CPI可望于今年11月走出通缩：未来数月受严重的负翘尾因素影响，CPI仍将处于同比通缩，直至10月~11月，负翘尾因素迅速缩窄（图表27），而届时国际大宗商品价格亦远高于去年同期水平（图表28），使得CPI可能率先迈入正区间，PPI则可能要到12月才能走出通缩（图表29）。

政策前瞻：我们预计中国短期内仍将保持宽松货币政策，直至今年12月的中央经济工作会议才有可能释放出政策初步调整的信号。其后也将首先使用数量型工具等加息以外的紧缩手段，包括信贷紧缩、发行定向央票等，但贷款很难大幅下降，因为目前大量基建项目刚开始动工（1~5月新开工项目计划投资同比上升94%），而基建项目周期通常较长，如果对其贷款骤然终止将造成烂尾工程；且明年私人部门的贷款需求也会随投资意愿回升而上升，因此贷款自然回落的可能性不大；至于加息，最早也要到明年下半年才有可能。

图表 25：硬大宗商品价格上涨领先于软大宗商品价格



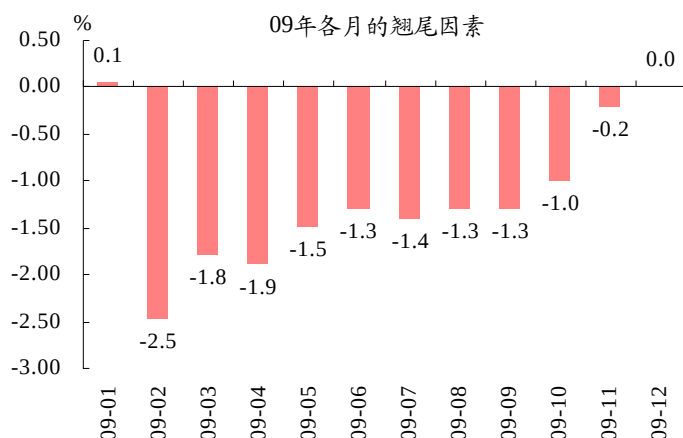
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 26：中国 2009-2011 年通胀水平情景分析

实体经济	流动性	情景假设		非食品CPI			食品CPI			CPI		
		大宗商品*	猪肉价格	2009F	2010F	2011F	2009F	2010F	2011F	2009F	2010F	2011F
中国经济增速： 2009：7.6% 2010：7.5% 2011：9.0%	M2： 2009：25% 2010：17% 2011：16%	国际油价基准假设（原油期货 市场目前反映的预期）： 2009年底73美元/桶 2010年底78美元/桶 2011年底81美元/桶	基准假设：猪粮价比 回升至7倍（04年温和 上涨局面）	-1.5%	1.5%	1.2%	1.7%	7.7%	7.5%	-0.5%	3.5%	3.3%
		国际油价激进假设： 2009年底80美元/桶 2010年底100美元/桶 2011年底140美元/桶	激进假设：猪粮价比 升至9.7倍（08年急剧 上涨局面）	-1.4%	2.0%	1.9%	1.8%	11.2%	11.8%	-0.3%	5.0%	5.1%

资料来源：CEIC、中金公司研究部 *其他大宗商品和农产品价格受油价传导

图表 27：CPI 负翘尾因素 10 月份后显著缩窄



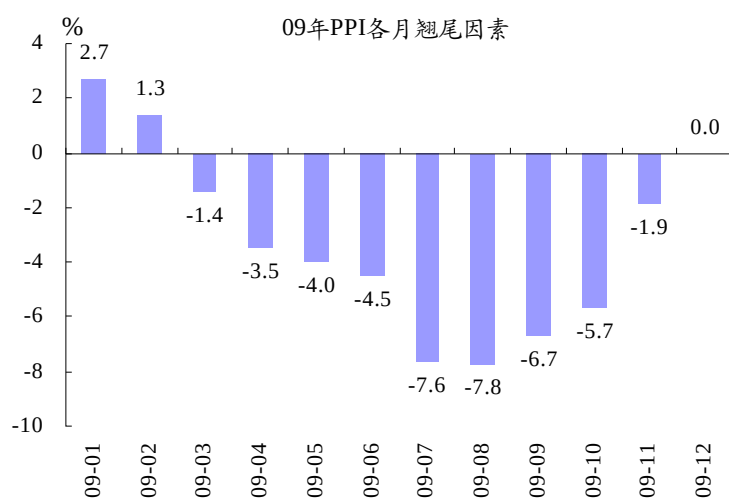
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 28：大宗商品价格今年 11 月起将出现同比正增长（假设保持目前价位）



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 29: PPI 负翘尾因素 11 月份后能显著缩窄



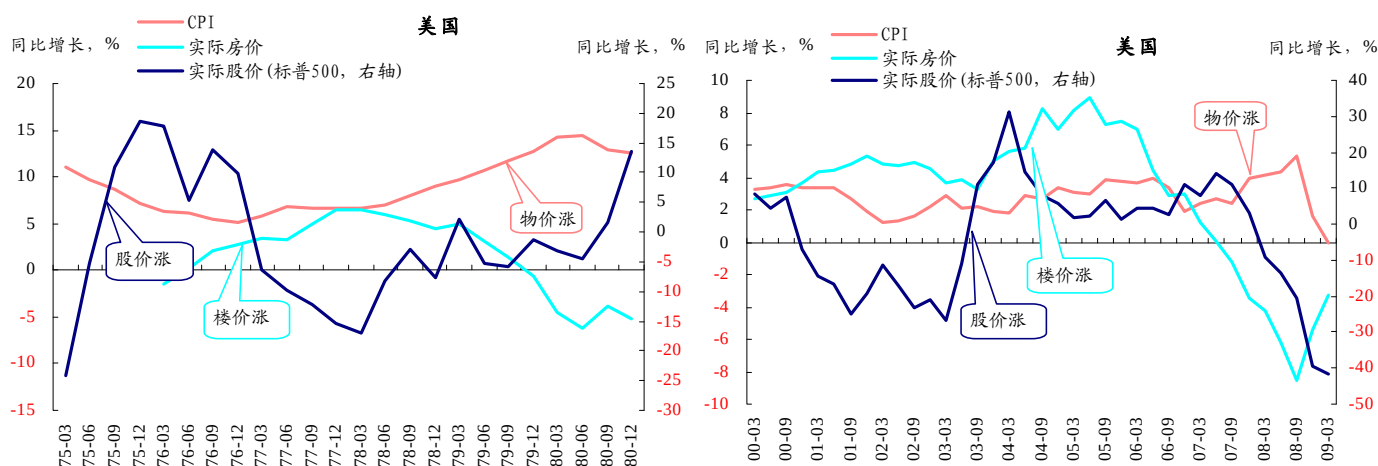
资料来源: CEIC、中金公司研究部

四：通胀与资产价格的关系

资产价格上扬往往是通货膨胀的前奏曲，一般发生于通胀预期已出现，但实际物价上涨尚未出现之际，货币政策仍较为宽松，投资者为规避未来通胀风险而购买资产，资产类别中最灵活易变的价格——股价通常首先上扬，随后通胀预期促使购房需求提前预支，推高楼价；之后，财富效应和买房后关联支出推动消费，导致物价上涨。

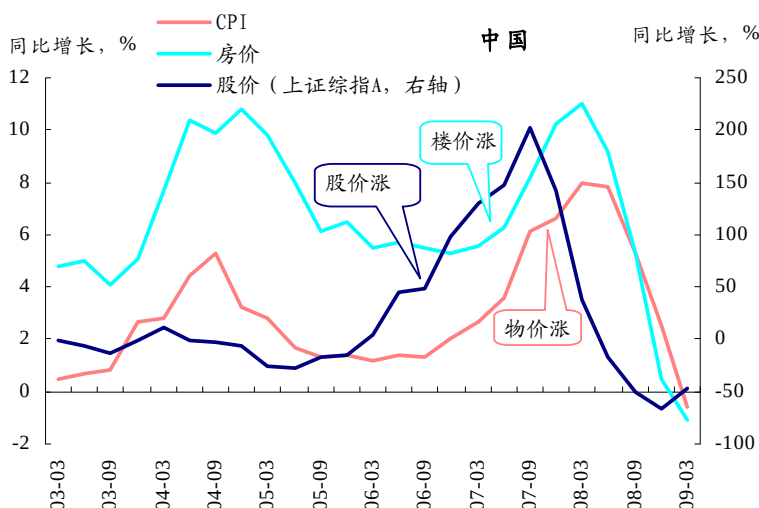
通常只有等物价上升出现之后，货币当局才认为通胀到来，届时就会开始收紧流动性，货币由宽松变成收紧。政策收紧的初期，新兴市场资产价格往往仍有一波“最后的疯狂”，因为加息等措施可能短期内加大了国内外利差，货币升值预期吸引更多资金流入本国；直至紧缩性政策进入后半段，累积的力度将促使资产价格下降。从中美两国过去的经验来看，譬如美国 70 年代、2000 年后的两次通胀周期（图表 30），中国 06~08 年的通胀周期（图表 31），都呈现典型的“股价涨、楼价涨、物价涨”三部曲特征，物价的上涨即意味着资产价格膨胀进入尾声。

图表 30：美国通胀周期中“股价涨、楼价涨、物价涨”三部曲



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

图表 31：中国通胀周期中“股价涨、楼价涨、物价涨”三部曲



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

五：政府有无能力及时令政策转向避免通胀？

从历史上看：

1) 美国几乎从未能做到在货币大幅扩张之后及时退出而避免通胀(图表 32), 譬如 74~75 年的大幅降息后产生了 77~79 年的大幅通胀, 84~86 年的大幅降息后产生了 87~89 年的通胀上升, 01~03 年的大幅降息后产生了 04~07 年通胀上升。唯一似乎成功的一次, 乃是 89~92 年大幅降息 675 个基点之后, 美国物价在 93~99 年间走势平稳, 未出现显著通胀。然而, 这源于当时 IT 革命兴起, 技术进步结构性的提高了美国潜在经济增速(根据 IMF 的研究, IT 革命带来的技术进步在 91~00 年对美国经济增速年均贡献了 0.4 个百分点), 劳动生产率的提高抑制了通胀压力。而这一因素目前不复存在。

2) 美国债务大幅上扬后从未避免之后的通货膨胀(图表 33): 二战期间积累的高负债推高了 40 年代末、50 年代初的高通胀, 80 年代后期负债率上升也推高了 1988~91 年间的通胀率。

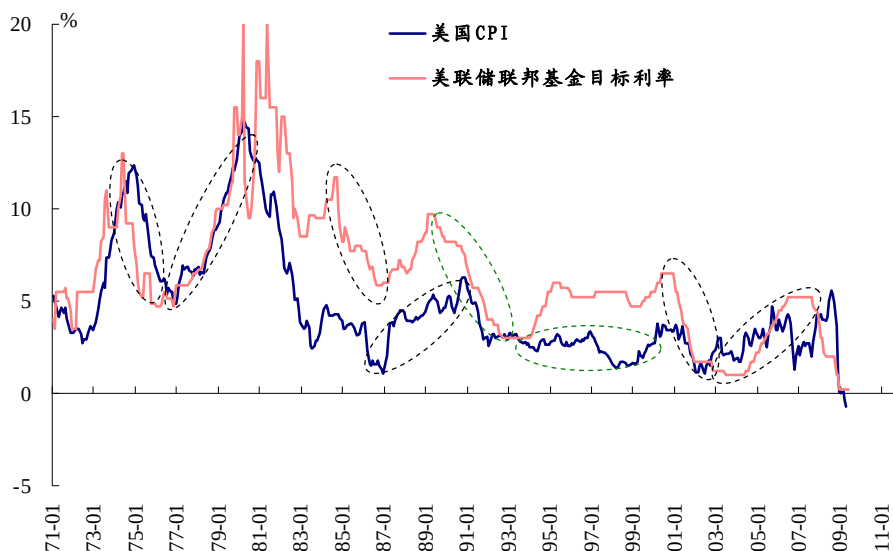
3) 美元显著贬值期间美国从未能够避免通货膨胀(图表 34): 美元贬值不仅从贸易层面提高了美国进口品价格, 而且会引发大宗商品价格上涨, 进一步加剧通胀, 因此过去历次美元进入贬值通道(如整个 70 年代, 85~90 年, 03~07 年)后, 美国通胀必定上升。

4) 即便美联储开始加息, 也要经历较长的时滞方能使通胀见顶(图表 35): 由于货币政策的滞后性, 过去历次美联储看到通胀压力开始加息后, 少则经历 1 年, 多则需要 3~4 年, 才能使得通胀见顶, 平均时滞达 27 个月。换句话说, 即使美联储在本次经济复苏后有货币政策“退出机制”, 也难以在短期内驯服通胀。

从以上种种经验来看, 寄希望于美国政策及时转向来避免通胀正如水中捞月。而中国通胀甚至早于美国来临, 因此我们建议: 政府应吸取教训, 提前调控抑制泡沫, 以规避未来资产价格大起大落带来的打击:

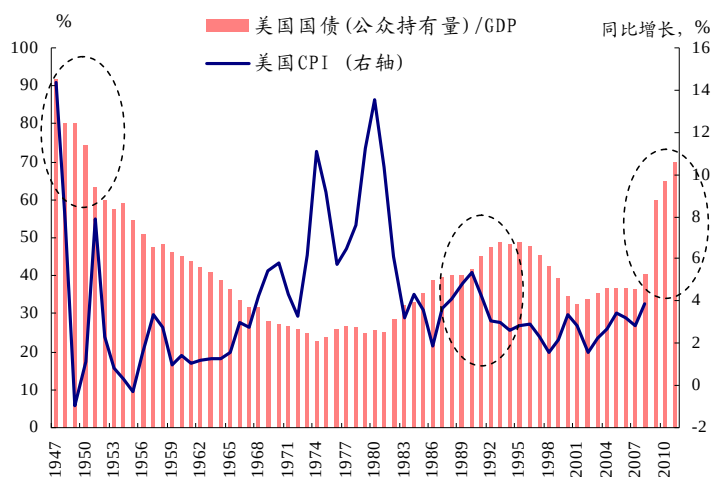
- 1) 更充分发挥资本市场的融资功能, 早日恢复 IPO 发行, 这有助于减轻单独倚赖银行放贷的压力;
- 2) 确保货币政策适度宽松, 防止货币过度宽松引发资产价格泡沫;
- 3) 鼓励资本流出, 包括鼓励企业走出去, 允许境外企业境内上市, 允许国内投资者参与境外股权投资(例如通过 ETF 形式);
- 4) 深化改革, 为民营资金开辟更大的投资空间: 过去 10 年中国两项重要改革举措: 加入 WTO 和进行房改, 使得出口制造业和房地产开发这两个行业有利可图, 吸引了大量民营资金进入; 然而当前这两个行业都不景气, 大量民营资本找不到投资方向, 因此政府应放开更多行业准入、实施价格改革, 为民营资本开创更多投资渠道, 以防资金盲目涌入虚拟经济炒股炒楼。近期国家已明确放开媒体行业, 发改委也提出加快研究民间资本进入石油、铁路、电力、电信、市政公用设施等领域, 这方面步伐应加快;
- 5) 降低税收刺激消费, 改变经济增长模式。

图表 32：美联储历次大幅降息后通胀率上升



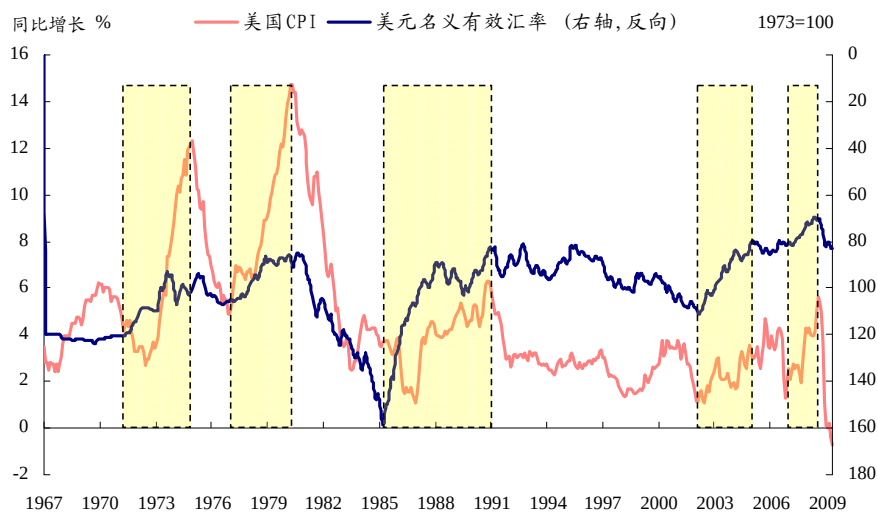
资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

图表 33：美国债务大幅上扬后难以避免之后的通货膨胀



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

图表 34：美元显著贬值期间难以避免通货膨胀



资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

图表 35：美联储开始加息到通胀见顶，往往经历较长时滞

美联储开始加息	CPI通胀见顶	时滞（月）
1972-03	1974-12	34
1976-12	1980-03	40
1983-05	1984-03	11
1986-12	1990-10	47
1994-02	1996-11	34
1999-06	2000-03	10
2004-06	2005-09	16
平均		27

资料来源：Bloomberg、CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。