

2009年7月26日
宏观策略部

全面复苏下的“结构性通胀”

◆ 开放度的提高，使我们与世界更加融合

从国内外经济环境的演变状况来看，“通缩”的风险已经逐步远去，但“通胀”我们将感受到更多的是结构性通胀，即资源和资产类价格快速上涨，反映通胀状况的经济指标 CPI 和 PPI 并不会出现大幅攀升。

随着全球大宗商品价格的回升以及国内经济的好转、房地产价格的攀升，可以说通缩已经结束，经济将步入全面性复苏。目前国内通胀的预期随之而来越来越强，但有通胀的预期并不意味着全面性通胀在今年下半年或者明年就会伴随我们，我们感受到的更多是结构性通胀。原因主要是两个方面：其一，全球货币的定量放松，导致全球货币的贬值，从而引发大宗商品价格的攀升，这会给中国带来如 08 年一样的输入型“通胀”；其二，中国信贷的放松引发需求（投资需求和消费需求）的急剧变化，但由于外需的萎缩，中间制造业产能过剩的问题当前仍很难摆脱，从而当前并没有必要去过多的忧虑全面性通胀，但由于货币的快速扩张，当预期未来存在通胀压力时，居民或投资者就更愿意通过拥有资产来抵御通胀，从而导致货币增速与实体经济的增速之间需要“通胀”去弥补的缺口就更多表现为资产去吸收，这就决定来临的通胀更呈现出结构性特征，即资产类价格快速上涨，但反映通胀状况的经济指标 CPI 和 PPI 并不会出现大幅攀升。

从 CPI 的构成来看，由于国内粮食价格和居民生活相关的水电煤气价格都受国家政策的影响，在短期内受货币的影响相对较小，这会抑制 CPI 出现大幅的波动。与此同时，尽管资产价格快速上涨，但纳入 CPI 中与地产相关的价格指数是租房价格指数，在我国，租房价格指数与购房价格指数之间的相关性并没有表现出同步性和显著性，因此，从 CPI 和 PPI 的角度来看，我们很难看到其大幅攀升（其攀升更多是由于国际大宗商品攀升所影响）。但由于国内货币的发行和全球大宗商品价格的攀升引致通胀预期加大，会使国内资源和资产类价格出现快速攀升，让居民感受到的通胀远大于经济指标 CPI 和 PPI 所显示的。

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebscn.com

相关报告：

全面复苏下的“结构性通胀”

事物的演变总是充满变幻，三个月前都还在担心“通缩”风险的时候，随着信贷的不断创出新高和全球“定量放松”的实施，当前人们又开始担心“通胀”的风险。中国和全球货币的放松，“通胀”是迟早要面对的事情，关键是看什么时候。从国内外经济环境的演变状况来看，“通缩”的风险已经逐步远去，但“通胀”我们将感受到更多的是结构性通胀，即资源和资产类价格快速上涨，但反映通胀状况的经济指标 CPI 和 PPI 并不会出现大幅攀升。

货币放松会导致经济在短期内回升，假若一国经济增长的中长期动力存在，那么货币放松在短时间内会使实体经济渡过艰难期，重新迈入高增长的通道，但同时也会伴随物价的上涨；假若一国经济增长缺乏中长期增长的动力，或者货币放松与其经济转型之间存在背离，那么货币放松后的短期经济回升就是昙花一现，随之而来的是“滞胀”。因此，作为资本市场的投资者和居民的资产配置而言，当经济开始复苏的时候，大家就会开始有通货膨胀的预期，其结果就是大家更偏向于用资源和资产来抵御未来的通胀，从而导致资源和资产的价格出现快速攀升。

随着全球大宗商品价格的回升以及国内经济的好转、房地产价格的攀升，可以说通缩已经结束，经济将步入全面性复苏。目前国内通胀的预期随之而来越来越强，但有通胀的预期并不意味着全面性通胀就会在今年下半年或者明年就会伴随我们，我们感受到的更多是结构性通胀。原因主要是两个方面：其一，全球货币的定量放松，导致全球货币的贬值，从而引发大宗商品价格的攀升，这会给中国带来如 08 年一样的输入型“通胀”；其二，中国信贷的放松引发需求（投资需求和消费需求）的急剧变化，但由于外需的萎缩，中间制造业产能过剩的问题当前仍很难摆脱，从而当前并没有必要去过多的忧虑全面性通胀，但由于货币的快速扩张，居民出于对通货膨胀的预期，会追逐资产的消费和投资，导致资产价格快速上涨。

从费雪方程式我们可以看到，当实体经济的增速赶不上货币增速的时候，他们之间的缺口就需要“通胀”去弥补。当前国内信贷的持续放松必将导致货币增速的上扬，这会引发“通胀”，但通胀的来临有一个时间问题和结构问题。在货币加快投放的初期，基础货币的放大并不意味着货币增速会出现上扬，货币增速的攀升它还受流通速度的影响，而流通速度的变化主要受经济运行状况制约，在经济体系统性复苏前，流通速度很难出现逆转，因为流通速度与居民的消费预期和居民的收入状况密切相关，而这两者与实体经济的复苏同步。但当经济开始步入系统性复苏，流通速度也将出现逆转，此时通胀将随之降临。

由于中国居民的消费习惯以及对未来的风险的忧虑，当预期未来存在通胀压力时，居民或投资者就更愿意通过拥有资产来抵御通胀。这就导致当货币出现快速扩张时，货币增速与实体经济的增速之间需要“通胀”去弥补的缺口就更多表现为资产去吸收，这就决定来临的通胀更呈现出结构性特征，即资产类价格快速上涨，但反映通胀状况的经济指标 CPI 和 PPI 并不会出现大幅攀升。

从输入型“通胀”的角度来看，去忧虑国际大宗商品的走势对我们的政策取向可以说无济于事，因为影响大宗商品攀升的主要两个方面：大宗商品的需求变化和美元的变化。而这两个方面都不是中国可以决定。首先我们从大宗商品的需求来看，尽管中国需求的增加会加大大宗商品上升的压力，但就需求总量而言，主要是受全球经济的影响，特别是受美国经济复苏的影响。其次，美元的走势也会影响大宗商品的走势。但美元的走势

主要受美国经济增长方式和美国货币政策的影响，与我国的货币政策取向和经济增长状况相关性不是特别大。从美国通过增发货币的方式来摆脱经济困境的路径来看，大宗商品将面临进一步攀升。这将加剧我国上游资源价格上涨的压力。

国内经济由于外需的急剧减少，导致很多行业出现“产能剩余”，在外需的急剧萎缩并且短期内很恢复的情况下，目前仅依靠内需就消化当前的“产能剩余”还是存在困难。能引发需求拉动型的全面通胀首先是由于下游端的行业出现需求急剧增加，供给很难满足需求，导致下游端物价的上涨，同时也导致下游端的投资需求加大，进而拉动中端制造业的产品需求和导致中游制造业产品供不应求，产生中游制造业产品价格的上涨，同时也会导致中游行业投资需求的加大，最后传导到上游，导致上游产品供不应求，出现价格的攀升。当然，这中间任何一个链条只要出现短缺，都可能会演化成整个经济体的全面通胀。从目前来看，当前阶段各链条中的产业都在去库存和恢复生产，面临的更大问题是由于外需的急剧萎缩所带来的“产能过剩”。与此同时，由于国内粮食价格和居民生活相关的水电煤气价格都受国家政策的影响，在短期内受货币的影响相对较小，这会抑制 CPI 出现大幅的波动。

从 CPI 的构成来看，尽管资产价格快速上涨，但纳入 CPI 中与地产相关的价格指数是租房价格指数，在我国，租房价格指数与购房价格指数之间的相关性并没有表现出同步性和显著性，因此，从 CPI 和 PPI 的角度来看，我们很难看到其大幅攀升（其攀升更多是由于国际大宗商品攀升所影响）。但由于国内货币的发行和全球大宗商品价格的攀升引致通胀预期加大，会使国内资源和资产类价格出现快速攀升，让居民感受到的通胀远大于经济指标 CPI 和 PPI 所显示的。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。