



2010年通货膨胀的逻辑及政策影响分析

摘要:

◇ 决定我国CPI水平的主要因素有：CPI长期增长趋势；基期数据带来的翘尾因素、“棘轮因素”影响；国内流动性过剩因素；水、电、气、土地、劳动力等基本资源和要素涨价因素；消费升级导致食品价格上涨因素；国际大宗商品价格回升因素等。

◇ 其中，国际大宗商品价格是决定我国通货膨胀水平的最重要因素，因此，我国的通货膨胀主要表现为成本推动型。推高我国2010年通货膨胀水平的最重要原因是国际金融危机的冲击淡化之后各类大宗商品价格重回长周期的上升通道，CPI也重回上升轨道。

◇ 流动性过剩对我国的通货膨胀影响并不直接，利用M2增幅来判断我国通货膨胀水平并不可靠，而依靠短期收紧流动性的货币调控政策对于控制我国通货膨胀水平的效果并不理想。

◇ 根据基期数据因素、CPI的长期增长趋势、国内食品价格短期变动趋势、短期流动性过剩因素、工业品出厂价格指数综合判断，我们预计2010年CPI全年累计同比增长在4%左右。其中，到3月CPI同比增长就可能超过3%，5月开始直到11月都可能超过5%，在12月份回落到3%以下。

◇ 根据对CPI的判断，我们预计，央行最早可能在4月初再次提高存款准备金率，而在5月可能会首次加息，在下半年还可能提高一次存款准备金率，再加息一次。即预计2010年全年提高存款准备金率三次，加息二次。

◇ 预计央行货币调控政策对于通货膨胀的调控效果仍然不会太好，但是对证券市场却有较为明显的影响。从宏观经济和调控政策方面来判断，股票市场在今年上半年的走势可能不容乐观，市场的低点会比多数研究机构年度策略的判断提前到来，而到下半年，当市场对从紧的宏观调控政策有所消化之后，才具有重回上升通道的较大可能性。

齐鲁证券有限公司
研究所
宏观研究部

分析师 边绪宝 余沿福

Tel: (8621) 5820-8344
Fax: (8621) 5830-6843
Email: yuyf@qlzq.com.cn

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

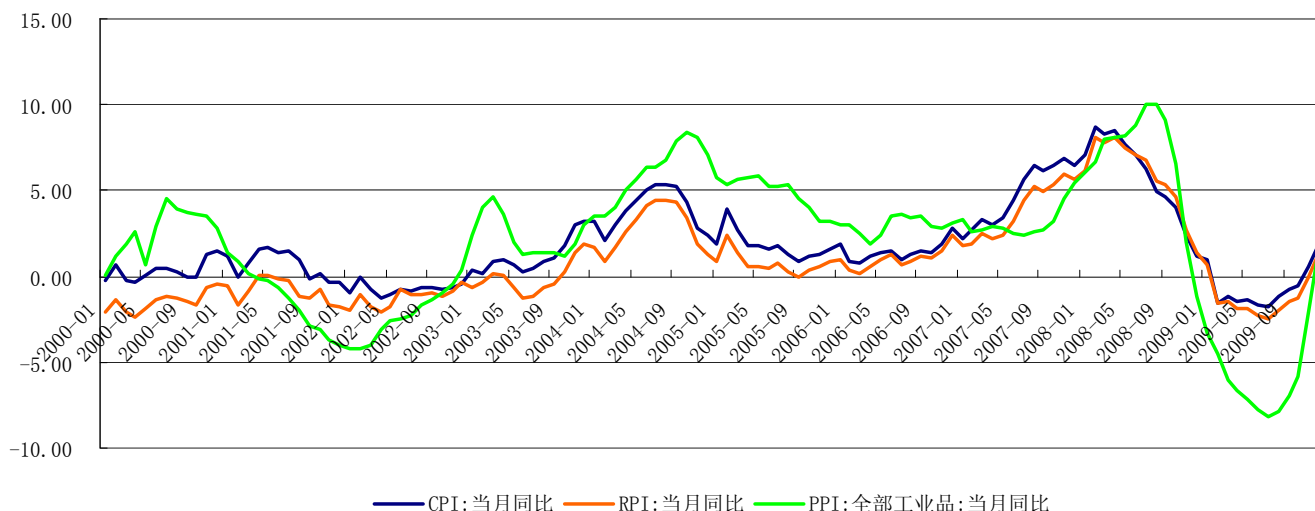


一、通货膨胀可能超预期

中央经济工作会议提出“管理通货膨胀预期”，各研究机构一般预计2010年我国CPI同比增幅在3%以下，不少机构和学者认为会出现“高增长低通胀”的良好局面。

然而，在2009年12月，CPI同比增长1.9%，PPI同比增长1.7%，RPI同比增长1.4%，三大物价指数同时大幅增长预示着2010年通货膨胀水平存在超预期的较大可能性。

图 1: CPI、PPI、RPI



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

PPI 受国际市场影响较大，“市场化”程度较高，波动明显大于 CPI 和 RPI。如果不考虑 2008 年四季度开始的国际金融危机带来的冲击，从 2000 年以后的数据来看，各价格指数明显处于一个上涨的长周期中。

2010 年通货膨胀可能超过预期的一些证据:

(1) 2009 年各种商品、各项物价指数由于受国际金融危机的影响出现较大幅度下跌，2009 年基数较低。2009 年的价格下跌属于受外力冲击后的下跌，与过快上涨之后的理性回归具有不同性质，外力撤出之后价格恢复的可能性较大。物价即使仅恢复 2007、2008 年的水平，2010 年的各项物价指数同比增幅也不会很小。

(2) 水、电、气、土地等最基础的资源价格全面上涨。





例如，国家发改委决定从2009年11月20日起将全国非居民电价每度平均提高2.8分钱，未来居民用电将逐步推行阶梯式递增电价。

全国各大、中城市全面提高水价。例如，2009年6月20日起，上海市每立方米综合水价从1.84元调整为2.3元；2010年11月20日起，再调整为2.8元，增幅高达50%以上。

天然气价格也在酝酿改革，出厂价格可能调高20-30%。

城市土地价格大幅上涨是人尽皆知。而农村土地价格上涨受到的关注还较少。在取消农业税、农地承包权可自由转让之后，农村土地价格已经开始快速上涨，将大幅增加农产品的机会成本。

(3) 主要食品的价格延续了去年末的涨势，1月出现了较大幅度上涨。

表 1: 50 个城市主要食品平均价格变动情况 (1 月 1-30 日)

商品名称	规格等级	单位	本期价格	涨跌幅
			(元)	(%)
大 米	粳米	千克	4.19	1.70
面 粉	富强粉	千克	4.14	5.08
面 粉	标准粉	千克	3.39	2.73
豆制品	豆腐	千克	3.44	0.29
花生油	压榨一级	5L 桶装	93.95	-0.21
大豆油	5L 桶装	5L 桶装	49.66	-0.26
菜籽油	一级散装	千克	10.7	0.85
猪 肉	猪肉后臀尖(后腿肉)	千克	20.54	-1.15
猪 肉	五花肉	千克	19.51	-1.56
牛 肉	腿肉	千克	35.21	0.51
羊 肉	腿肉	千克	35.4	1.90
鸡	白条鸡	千克	15.09	2.86
鸡	鸡胸肉	千克	17.76	0.23
鸭	白条鸭	千克	14.66	0.96
鸡 蛋	散装鲜鸡蛋	千克	8.15	4.09
活鲤鱼		千克	10.83	-0.28
活草鱼		千克	13.13	0.54
带 鱼		千克	19.96	9.37
大白菜		千克	2.34	20.00
油 菜		千克	4.85	-1.82
芹 菜		千克	4.42	0.45
黄 瓜		千克	5.48	-3.18



西红柿		千克	5.84	3.55
豆 角		千克	7.41	-7.72
土 豆		千克	3.42	10.32
苹 果	富士苹果	千克	7.98	4.45
香 蕉	国产	千克	4.18	11.47
巴氏牛奶	约 250 克	袋	1.68	-0.59
利乐枕奶	约 500 克	袋	3.59	-0.83

数据来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

(4) 国际大宗商品价格已经大幅回升，糖、棉花、铜等期货价格已经接近或者创出历史新高。

国际主要农产品期货价格已经回到了 2007 年的水平。特别是糖期货价格创出历史新高，比 2009 年大多数月份上涨了 50% 以上，是 2008 年的 2 倍，2007 年的 4 倍。棉花又回到了 2008 年的高位。

国际原油期货价格虽然离 2008 年的高点还有一段较大距离，但是比 2009 年的最低点涨了近 70%；铜期货价格离 2008 年历史高点已经不远；煤、铝等重要燃料、原材料期货价格都在快速回升。

(5) 各地“两会”纷传上调最低工资标准。江苏、北京、浙江、重庆及广州等地，有的已经上调，有的正在酝酿上调最低工资标准。在 2008 年中国经济遇到困难的时候，政府相关部门为了缓解企业压力，暂缓了最低工资标准向上调整。目前，随着全球经济复苏，企业订单大幅增加，“用工荒”问题重新出现，上调最低工资标准又提上议事日程。

劳动力、土地、原材料价格都有快速上涨的趋势。因此，在 2010 年，随着金融危机的阴霾逐步散去，受到金融危机冲击的各种商品价格逐步回升，通货膨胀可能超出市场预期，存在达 4% 以上的可能性。

二、我国通货膨胀的路径分析

按照经济学的观点，通货膨胀可分为需求拉动型和成本推动型两类。具体分解，还可以进一步归结为货币供给过快增长、国际大宗商品价格大幅度上涨传导进入国内等因素，如果仅看价格指数同比增幅，还得考虑与之相比的基数水平。我们把我国通货膨胀的路径具体分解如下：



（一）历史数据“引发”通货膨胀

历史数据因素包括翘尾因素，但是不仅仅是翘尾因素。因为翘尾因素只是上年下半年价格数据上涨对当年的影响，是比较短期的历史价格数据对当年价格同比增长的影响。而没有考虑上年上半年及以前的历史价格数据的影响。我们除了考虑翘尾因素这一历史数据影响因素之外，还考虑之前的历史数据影响。

我们暂且把较长时期历史价格数据的影响称为“棘轮因素”影响。因为历史价格会在人们心中形成一个标杆，例如工人工资、食品价格等都存在“棘轮效应”，上涨容易下降难，即使受到冲击暂时降下来，也较为容易恢复。例如，如果石油价格初次从 50 美元/桶涨到 100 美元/桶人们可能心理上很难接受，整个工业系统也没准备好；如果石油价格从 140 美元/桶跌到 50 美元/桶之后，然后再从 50 美元/桶涨到 100 美元/桶可能遇到的阻力就小得多，整个工业系统也比较容易接受。

1、CPI、PPI 翘尾因素

表 2：2010 年各月 CPI、PPI 翘尾因素

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
CPI	0.79	0.79	1.10	1.30	1.60	2.11	2.11	1.61	1.20	1.30	1.00	0.00
PPI	3.75	4.48	4.79	4.58	4.48	4.17	3.14	2.32	1.71	1.61	1.00	0.00

数据来源：Wind、齐鲁证券研究所

2010 年各月 CPI、PPI 存在正的翘尾因素，并且数值较大，CPI 翘尾因素在 6、7 月达到最大的 2.11；PPI 翘尾因素在 3 月达到最大的 4.79。翘尾因素将对今年各月 CPI、PPI 同比增幅数据产生重要影响。

2、CPI “棘轮因素”

中国经济从 2008 年底开始明显受到国际金融危机的冲击，2009 年所受冲击最大。致使 2008 年底至 2009 年各月价格指数数据同比大幅下降。

然而，国际金融危机冲击属于比较短期的因素，随着冲击过去，商品价格有回到原来轨道上来的要求。



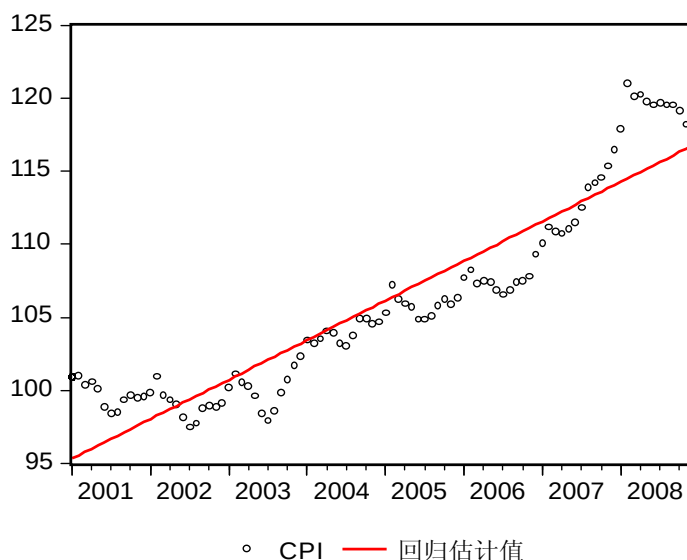
我们利用受金融危机冲击之前的定基价格指数,通过回归方法确定价格指数长期趋势,从而计算出剔除金融危机影响之后的 2009 年末的价格指数。

通过对具体经济数据分析可知,国际金融危机对我国经济的冲击始于 2008 年四季度,因此,我们利用 2001 年至 2008 年 9 月的 CPI 定基指数(以 2000 年 12 月为基期)来估计 CPI 的长期趋势,并以此测算剔除国际金融危机冲击后的 2009 年末 CPI 数据。

$$CPI = 95.45 + 0.22 T$$

$$(182.09) \quad (22.52)$$

图 2: CPI 定基指数、回归估计值



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

经过回归估计,计算得出 2009 年 12 月 CPI 定基指数为 119.16, 以此数据计算 2010 年 CPI 同比“棘轮因素”影响:

表 3: 2010 年各月 CPI “棘轮因素”

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
CPI 棘轮因素	0.08	0.08	0.38	0.58	0.89	1.39	1.39	0.89	0.49	0.59	0.29	-0.71
CPI 翘尾因素	0.79	0.79	1.10	1.30	1.60	2.11	2.11	1.61	1.20	1.30	1.00	0.00
历史数据因素影响	0.87	0.87	1.48	1.88	2.49	3.51	3.51	2.49	1.69	1.89	1.29	-0.71

数据来源: Wind、齐鲁证券研究所





除了12月之外，2010年CPI指数受历史数据的影响为正，且数值较大，在6月、7月达到高峰。

可见，如果只看CPI、PPI等价格指数的同比增幅来判断通货膨胀水平，而不考虑历史数据的影响，那么很容易误判真实价格水平。

（二）长期增长趋势“引发”通货膨胀

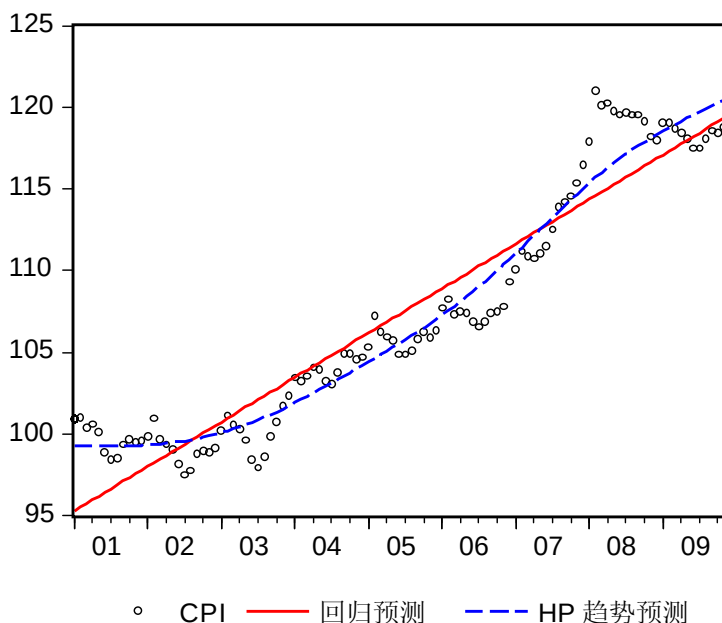
物价指数短期涨跌，显然与其所处的长周期密切相关。如果物价指数处于上涨的长周期中，那么短期就有上涨惯性。在判断通货膨胀水平时，或者预测价格指数时，首先要对物价指数的长期趋势或者说长周期做出判断。

我们利用2001-2009年CPI定基指数数据，使用回归方法估计2010年各月CPI同比增幅长期趋势（如果使用H-P滤波方法来确定CPI长期趋势，CPI同比增幅长周期趋势值会更高）。

$$CPI = 95.276 + 0.227 T$$

$$(206.69) \quad (30.51)$$

图3：CPI定基指数、回归趋势预测值、HP趋势预测值



数据来源：Wind、齐鲁证券研究所


表 4：2010 年各月 CPI 同比增幅长期趋势（%）

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
定基指数预测值	119.81	120.04	120.26	120.49	120.72	120.94	121.17	121.40	121.63	121.85	122.08	122.31
CPI 长期趋势	0.63	0.82	1.31	1.71	2.20	2.91	3.10	2.78	2.57	2.86	2.74	1.92
CPI 翘尾因素	0.79	0.79	1.10	1.30	1.60	2.11	2.11	1.61	1.20	1.30	1.00	0.00
CPI 同比增幅	1.42	1.61	2.41	3.01	3.8	5.02	5.21	4.39	3.77	4.16	3.74	1.92

数据来源：Wind、齐鲁证券研究所

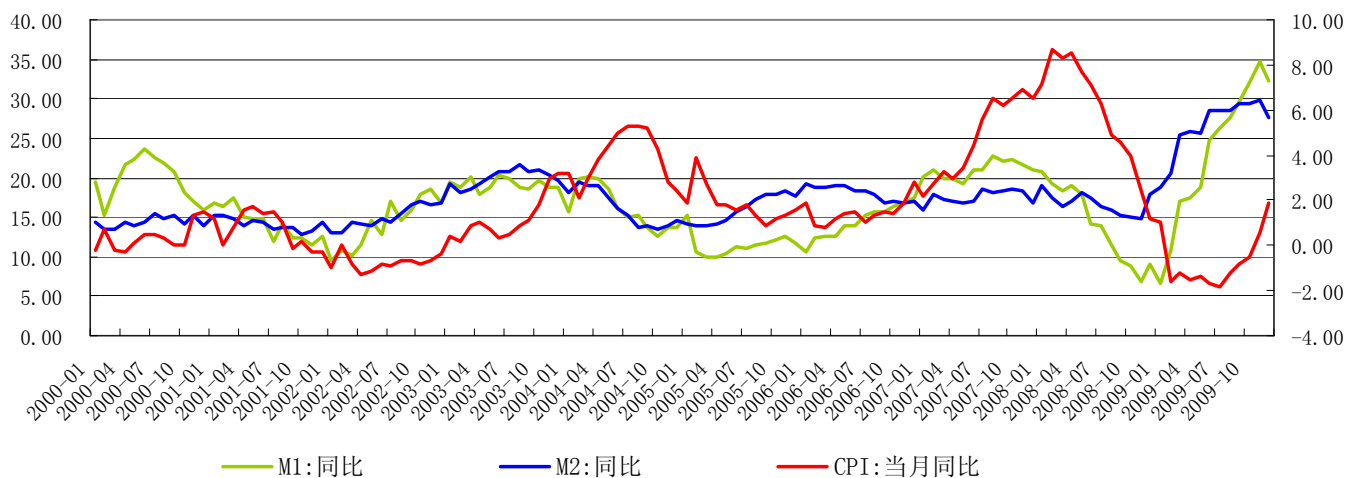
考虑 CPI 的长周期增长趋势和翘尾因素（属于短期影响，但“棘轮因素”属于长期的影响）之后，即使不考虑流动性过剩导致的需求拉动因素、国际大宗商品价格大幅回升造成的成本推动因素等短期诱发通胀的因素，2010 年的 CPI 增幅也较大，在 4 月份开始便可突破 3%，在 6 月突破 5%，不过在 12 月份开始回落到 3% 以下。在考虑短期因素之后，CPI 同比增幅还可能达到一个更高水平。

从 CPI 同比增长的历史数据因素、长期增长趋势因素来看，今年出现 CPI 累计同比大幅上涨的可能性较大。

（三）过剩流动性导致通货膨胀

谈到流动性导致通货膨胀时，一般都经济学家都会给出一个形象的比喻：全社会的商品好比一个池塘，货币好比水，水多了，池塘的水位自然就高了，商品价格就上涨了，从而导致通货膨胀，短期来看这类通货膨胀为需求拉动型通货膨胀。央行为了控制通货膨胀，就需要控制水流（属于短期限制行为）。

其实，这个比喻只是说到了一部分的情况，另外的情况是我们还有很多个池塘，例如资本市场，资本市场中的资金也不会很快进入商品市场。在我国特别需要考虑高储蓄率、消费不足的现状。高储蓄率就像一个大蓄水池，新释放的流动性并不会很顺畅地转化为居民收入或者产业资本，不会快速进入商品市场（至少短期是这样的）。我国的流动性过剩不会在短期内转化为通货膨胀，反过来看，依靠收紧流动性控制通货膨胀的效果也会大打折扣。有了这个天然的蓄水池，旨在控制短期流动性的货币政策的作用并不十分明显，也许稳定的货币政策才对经济发展更加有利。


图 4: CPI 与 M1、M2 同比增幅


数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

从走势图初步分析, CPI 同比增幅和 M1、M2 同比增幅只存在部分滞后相关关系。

我们利用 1996 年 1 月至 2009 年 12 月 M1、M2 同比增幅和 CPI 同比增幅数据, 利用时差相关分析方法, 发现 M1、M2 增幅对 CPI 增幅的滞后影响在 6 个月左右达到最大。分别估计 M1、M2 同比增幅滞后数据对 CPI 同比增幅的解释作用。

表 5: M1、M2 同比增幅对 CPI 同比增幅的解释作用

滞后期	0	-4	-5	-6	-7	-8	-9	-10
M1 相关系数	0.0521	0.2896	0.3373	0.3701	0.3741	0.3635	0.3430	0.3156
(t 检验值)	(1.04)	(5.71)	(6.81)	(7.64)	(7.74)	(7.59)	(7.14)	(6.50)
拟合优度	0.006	0.168	0.224	0.267	0.273	0.267	0.245	0.213
M2 相关系数	0.2402	0.3234	0.3402	0.3474	0.3524	0.3465	0.3355	0.3181
(t 检验值)	(4.68)	(6.53)	(6.92)	(7.04)	(7.09)	(6.94)	(6.62)	(6.16)
拟合优度	0.117	0.208	0.229	0.237	0.240	0.234	0.218	0.196

数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

虽然滞后的 M1、M2 同比增幅对 CPI 同比增幅有一定的解释作用, 即经过数个月滞后过剩的流动性会在一定程度上推动价格水平提升, 但是拟合优度都在 30% 以下。由此看来过剩的流动性并非直接导致我国通货膨胀的主要因素。主要原因还是“流动性——居民收入、产业资本——商品消费、企业实物资产”之路径并不畅通, 劳动力过剩、高储蓄率



都是阻碍因素。由此造成我国的流动性与通货膨胀之间的关系非常复杂，可能是一种比较间接的关系，直接利用流动性来判断通货膨胀水平并不可靠。

不过，需要特别注意的是，我们的结论是不能用短期流动性过剩来判断我国的通货膨胀水平。如果流动性长期处于过剩状态，资金成本变得很低，即资产未来收益的折现率会因此变低，资产价格自然会走高。因此，我国需要控制长期的流动性水平，而不是依靠货币调控政策短期收紧流动性。

但是，鉴于市场对于流动性与通货膨胀水平关系的关注，我们还是对 M2 同比增幅短期变化对 CPI 的影响做个简单测算。我们通过计算滞后 6 个月的数据，即 2009 年 6 月开始的 M2 短期趋势滞后值（其中 2010 年 1-6 月 M2 同比增速利用指数平滑法估计）与从 2001 年开始的 M2 长期趋势滞后值（利用回归方法计算）之差，来判断短期流动性因素对 CPI 的影响。

$$\begin{aligned} \text{CPI: 短期流动性因素影响} = & -4.4251 + 0.3474 * (\text{M2: 短期同比增幅} \\ & (-4.97) \quad (7.04) \\ & - \text{M2: 长期同比增幅}) (-6) \end{aligned}$$

表 6：2010 年短期流动性因素对 CPI 影响测算（%）

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
M2 长期同比增幅(-6)	11.88	12.16	12.04	12.87	12.39	9.33	5.52	4.11	0.17	-0.91	-1.59	-4.45
M2 短期同比增幅(-6)	16.51	16.33	17.21	16.59	17.25	18.25	14.50	14.98	18.28	18.62	18.52	21.14
M2 短长期同比差 (-6)	4.63	4.17	5.17	3.72	4.86	8.92	8.98	10.87	18.11	19.53	20.11	25.59
对 CPI 短期影响测算	1.31	1.25	1.56	1.34	1.57	1.92	0.61	0.78	1.92	2.04	2.01	2.92

数据来源：Wind、齐鲁证券研究所

（四）国际大宗商品涨价导致国内通货膨胀

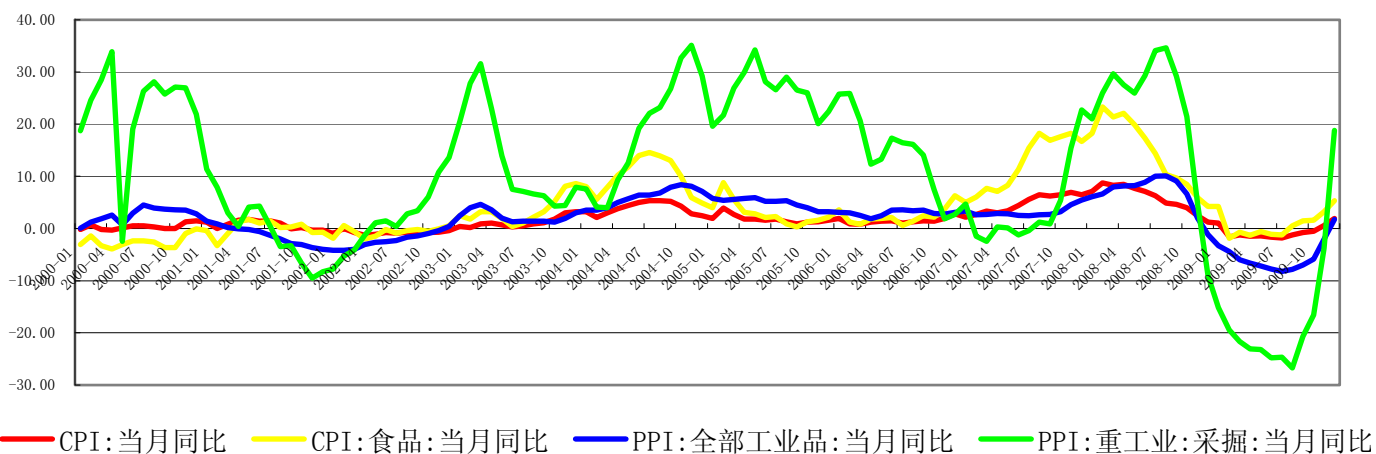
国际大宗商品，特别是石油、金属、粮食、糖、棉花等重要大宗商品价格上升，会通过各种渠道传导到国内，导致国内通货膨胀。

我国众多原材料进口依存度非常高，随着经济全球化日益深化，国外通货膨胀很容易传导至国内。除了主要粮食等少数价格管制的商品之



外，多数国际大宗商品价格在很大程度上直接决定了国内对应商品的价格。我国在国际大宗商品价格的话语权还十分有限，这类通货膨胀超出了国内宏观经济政策控制的范围。

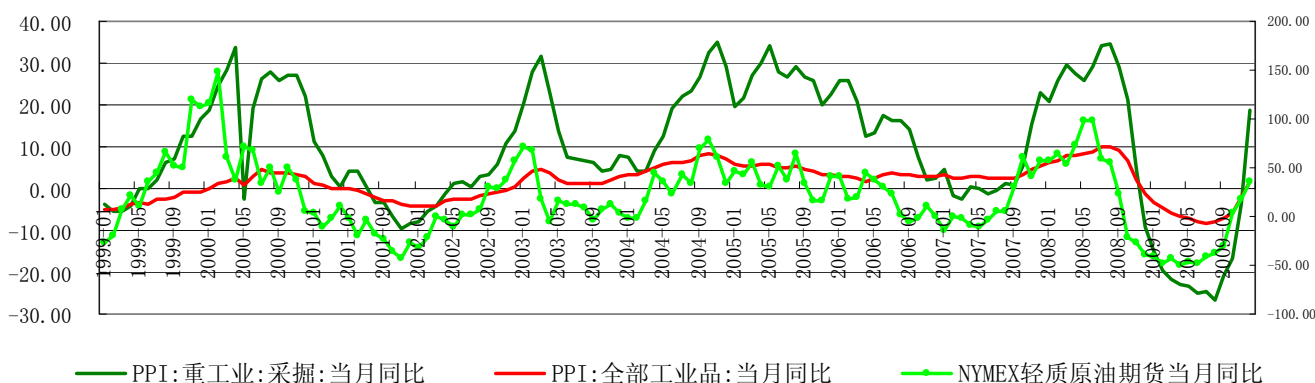
图 5: CPI、PPI 与食品、采掘业价格指数



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

食品价格对 CPI 有很强的拉动作用，而重工业特别是采掘业对 PPI 有很强的拉动作用。

图 6: PPI、采掘业价格指数、与 NYMEX 轻质原油期货价格



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

从图中可以很明显地看出，我国 PPI、采掘业价格指数同比增幅与国际原油期货价格走势周期具有很强的一致性。

利用 1999 年 1 月至 2009 年 12 月的 NYMEX 轻质原油期货价格数据、



PPI 和采掘业价格指数当月同比增幅数据估计石油价格对 PPI 进而对 CPI 解释作用。

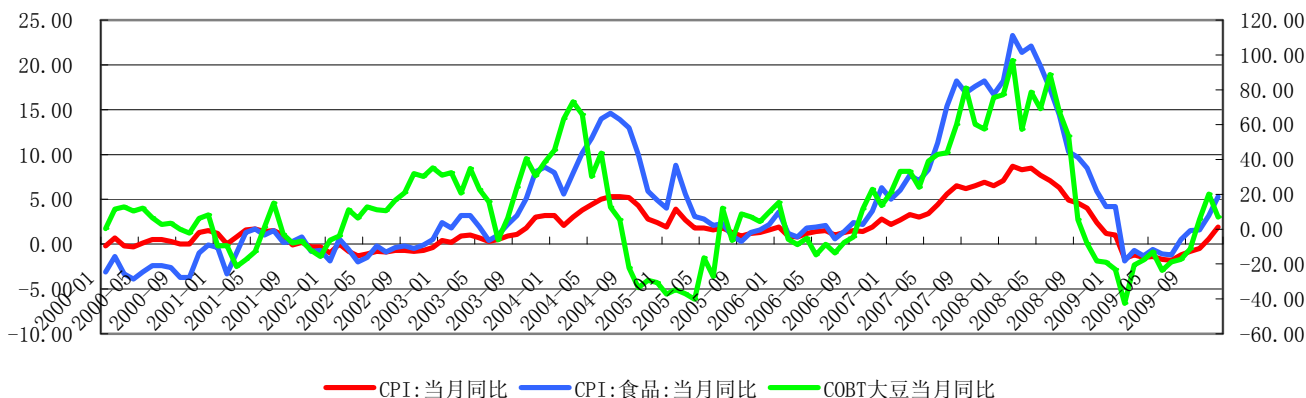
表 7: CPI、PPI、采掘业价格指数、NYMEX 轻质原油价格的传导关系

	NYMEX 原油价格同比		PPI: 采掘当月同比		PPI: 当月同比	
	系数 (t 检验值)	拟合 优度	系数 (t 检验值)	拟合 优度	系数 (t 检验值)	拟合 优度
PPI: 采掘 当月同比	0.3287 (14.62)	0.451				
PPI: 当月 同比			0.2117 (19.71)	0.712		
CPI: 当月 同比					1.1897 (15.13)	0.585

数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

国际原油价格上涨向国内传导的路径: 国际原油价格上涨, 导致国内采掘业价格指数上涨, 进而导致 PPI 上升, 再由 PPI 传导至 CPI。

图 7: CPI、食品价格指数、与 COBT 大豆期货价格



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

从图中可以看出, COBT 大豆期货价格与我国食品价格指数同比增幅具有很强的相关性, 特别是在 2006 年之后, 二者的走势几乎一致。

我们利用 2006 年 1 月至 2009 年 12 月的数据, 估计 COBT 大豆期货价格对国内食品价格和 CPI 指数的影响。

表 8: CPI、食品价格指数、COBT 大豆期货价格的传导关系

COBT 大豆价格同比	CPI: 食品当月同比
-------------	-------------



	系数 (t 检验值)	拟合优度	系数 (t 检验值)	拟合优度
CPI: 食品当月同比	0.185484 (15.80)	0.844		
CPI: 当月同比	0.075841 (14.86)	0.828	0.391797 (42.58)	0.953

数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

石油等资源类商品国际价格对我国 PPI 有重要影响,而大豆等农产品类商品国际价格对我国 CPI 有很强的解释作用,甚至可以认为大豆等农产品国际价格同比增幅直接决定了我国食品价格指数同比增幅。因此,可以认为,国际大宗商品价格是决定我国通货膨胀水平最重要的因素。

2010 年,国际大宗商品价格回升的可能性很大。到目前为止,虽然石油、煤、有色金属价格已经比最低点有了大幅度提升,糖、棉花价格已经接近或者创出新高。但是,多数大宗商品价格离前两年的最高点还有相当的距离,处于快速上升通道之中。特别是大豆、小麦、玉米等国际农产品价格基本还处在金融危机之后的较低水平,在 2010 年上升的潜力较大。

由此,通过简单的定性判断,2010 年国际大宗商品价格上涨传导至国内从而导致 CPI 大幅增长的压力较大。

我们通过 COBT 大豆期货价格上涨对国内通货膨胀水平做个简单测算,分别假设大豆期货价格达到 2008 年 6 月历史最高点 1658 美分/蒲式耳、2008 年 12 月受到金融危机冲击后最低点 783.5 美分/蒲式耳、2009 年 6 月反弹到的最高点 1274.75 美分/蒲式耳、2008 年最高与最低水平之间的均值 1220.75 美分/蒲式耳,并假设 2010 年各月 COBT 大豆期货价格匀速变化。

表 9: 2010 年各月 COBT 大豆期货价格同比增幅与 CPI 测算 (%)

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	累计
大豆期货同比 (1658)	12.27	31.61	26.22	17.04	10.05	10.40	23.85	32.29	62.45	59.16	51.56	59.42	
CPI 测算值(高)	2.28	3.74	3.34	2.64	2.11	2.14	3.16	3.80	6.08	5.83	5.26	5.85	3.84
大豆期货同比	9.01	24.30	16.16	5.10	-3.43	-5.23	4.14	9.06	31.44	26.50	18.43	22.57	





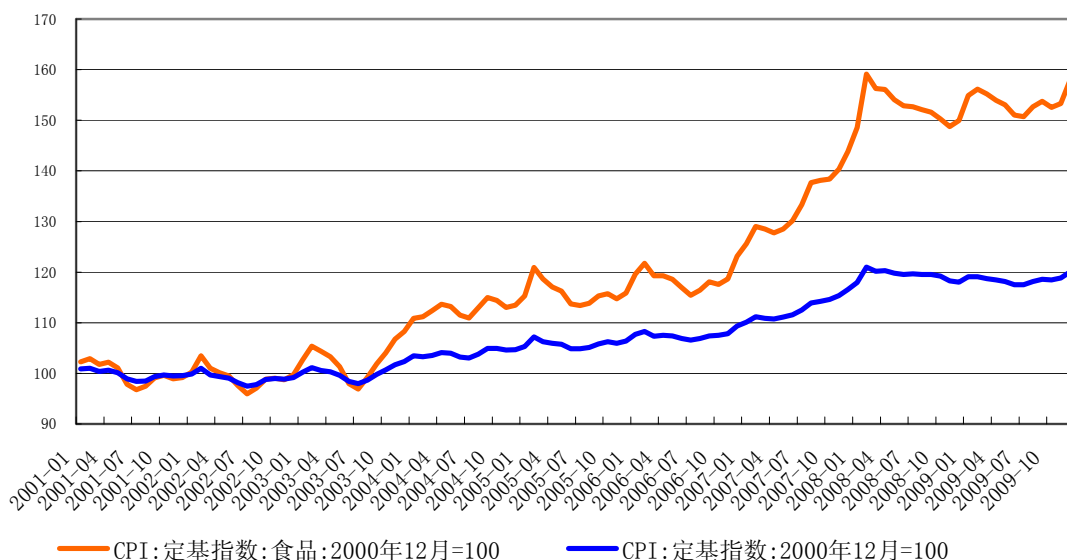
(1220.75)													
CPI 测算值(中)	2.00	3.11	2.46	1.61	0.94	0.78	1.45	1.79	3.40	3.01	2.39	2.66	2.13
大豆期货同比 (1274.75)	8.55	23.28	14.74	3.42	-5.33	-7.43	1.36	5.79	27.07	21.90	13.77	17.38	
CPI 测算值(中)	2.03	3.19	2.57	1.73	1.09	0.95	1.66	2.03	3.73	3.36	2.74	3.06	2.34
大豆期货同比 (783.5)	4.83	14.94	3.26	-10.20	-20.72	-25.26	-21.13	-20.71	-8.31	-15.35	-24.03	-24.66	
CPI 测算值(低)	1.71	2.48	1.59	0.57	-0.22	-0.57	-0.26	-0.22	0.72	0.18	-0.48	-0.52	0.41

数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

(五) 国内食品消费升级、资源稀缺导致通货膨胀

我国城镇人均 GDP、人均收入和财富积累都已经达到了消费升级的临界水平。我国的食品安全形势十分严峻, 健康、安全的食品是消费升级的首选, 绿色食品、有机食品价格高出普通食品许多, 会逐步带动普通食品质量提高、价格提升。

图 8: CPI 定基指数、食品价格定基指数



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

从 2003 年下半年开始, 我国食品价格逐步向上偏离 CPI 指数, 在 2006 年末至 2008 年初二者差距有加速扩大趋势, 之后处在一个相对稳定的水平。但是, 从 2009 年末开始, 我国食品价格又有加速上升的趋势。



绿色食品、有机食品等高质量品种正在被市场所接受，这是食品价格上涨的一个突破口，食品价格上涨的路径是从结构性上涨逐步扩展到普涨。美国等发达国家食品价格结构是我国食品价格结构的标杆。

从食品生产角度来看，水、电、气、土地等资源日益稀缺，特别是农村土地承包权自由流转之后，劳动力价格也在大幅提升，蔬菜、水果等农产品的生产成本（机会成本）大幅提升。

为了测算食品价格上涨对 2010 年 CPI 上涨的贡献，我们对食品价格上涨的长期趋势和短期趋势进行分解。我们利用 2001 年 1 月至 2009 年 12 月的数据估计食品价格的长期趋势。

$$\text{CPI: 食品定基指数} = 88.45259 + 0.608572 * T$$

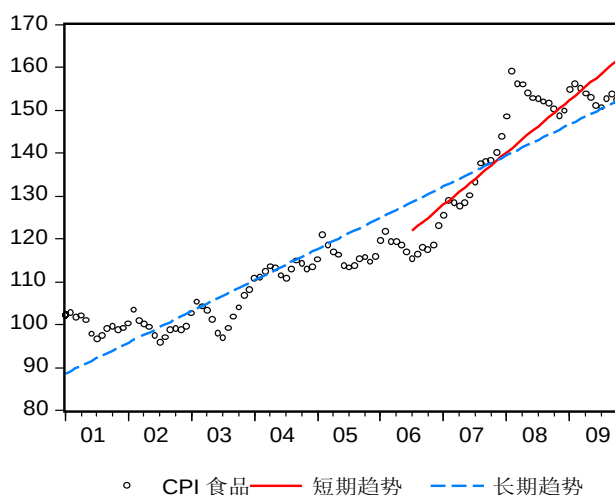
(67.13) (28.60)

而从食品价格指数走势可看出，从 2006 年下半年开始，我国食品价格开始了新一轮快速上涨。因此，我们利用 2006 年 7 月至 2009 年 12 月的数据估计我国食品价格的短期趋势

$$\text{CPI: 食品定基指数} = 56.16445 + 0.998947 * T$$

(7.69) (11.95)

图 9: CPI 食品价格定基指数预测



数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

在短期趋势中扣除长期趋势的影响之后，可得到食品价格指数的短



期驱动因素，并得出短期驱动因素对食品价格指数同比增幅的贡献。

表 10: 2010 年各月短期驱动因素对 CPI 食品价格指数同比增幅的贡献预测

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
短期趋势预测值	164.05	165.05	166.05	167.05	168.05	169.05	170.04	171.04	172.04	173.04	174.04	175.04
长期趋势预测值	154.18	154.79	155.40	156.00	156.61	157.22	157.83	158.44	159.05	159.66	160.26	160.87
短期因素贡献	6.37	6.57	6.86	7.17	7.47	7.83	8.10	8.25	8.45	8.78	8.99	8.97
对 CPI 短期影响	2.50	2.58	2.69	2.81	2.93	3.07	3.17	3.23	3.31	3.44	3.52	3.52

数据来源: Wind、齐鲁证券研究所

三、2010 年我国通货膨胀影响因素总结

通过对我国通货膨胀的路径分析，我们把 2010 年影响 CPI 同比增幅，导致我国通货膨胀的因素归为三类：一是 CPI 基期数据因素；二是国内流动性过剩、食品价格上涨、原材料稀缺等综合因素；三是国际大宗商品价格因素。

（一）CPI 基期数据因素

1、翘尾因素——2009 年后半年的 CPI 数据对 2010 年 CPI 同比增幅的影响。

2、“棘轮因素”——国际金融危机之前的 CPI 历史数据对 2010 年 CPI 同比增幅的影响，即价格“棘轮效应”带来的影响。

基期数据影响因素对 2010 年 CPI 的影响具体见表 3，在讨论通货膨胀水平时对于纯粹由基期数据因素引起的 CPI 同比上涨和真正的物价水平上涨要分开考虑。

（二）国内综合因素

3、2001 年以来、特别是 2006 年下半年以来，我国 CPI 处于增长的长周期中。长期增长的势头自然会推动 2010 年 CPI 上升。

4、2009 年及 2010 年国内货币供给的高速增长，经过一段时间滞后，对国内通货膨胀水平有复杂的影响。



5、国内水、电、气、土地、劳动力等基本资源和要素的需求竞争日益激烈，出现新一轮价格上涨，将直接或者间接推高通货膨胀水平。

6、我国处在消费升级阶段，国内食品消费升级导致食品价格结构性上涨，直接推动 2010 年 CPI 水平走高。

在讨论我国 2010 年 CPI 水平时，要结合 CPI 长期趋势和国内短期因素的影响。对于短期影响，首先要考虑流动性、食品价格的影响；同时，由于 PPI 波动幅度要明显大于 CPI，敏感性更高，因此 PPI 可以在一定程度上代表非食品的短期影响。

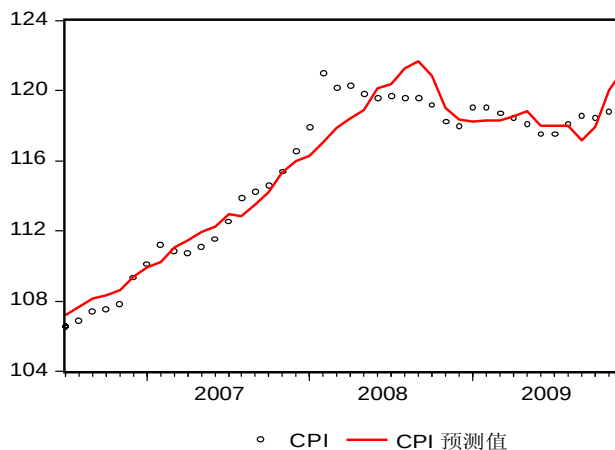
我们利用“CPI：食品同比增幅”短期趋势估计值与长期趋势估计值之差、M2 同比增幅与其长期趋势估计值之差（滞后 6 个月）、PPI 同比增幅与长期趋势估计值之差作为 CPI 短期变化的解释变量。考虑到解释变量样本长度，我们确定样本区间为 2006 年 7 月至 2009 年 12 月。

表 12: CPI 回归模型（利用国内因素）

	拟合 优度	CPI 长期趋势值		CPI：食品同比差		M2 同比差（-6）		PPI 同比差	
		系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
CPI	0.93	0.9892	465.7	0.4729	10.15	-0.3227	-4.69	0.4174	10.21
CPI-CPI 长期趋势值	0.67	——	——	0.3607	6.89	-0.1850	-2.29	0.3237	6.95

数据来源：Wind、齐鲁证券研究所

图 10: CPI 模拟（利用国内因素）



数据来源：Wind、齐鲁证券研究所



在 CPI 回归模型中, CPI 的长期趋势最为显著, 偏相关系数也最大; 而食品价格指数同比增幅短期波动和 PPI 同比增幅对于 CPI 同比增幅的短期波动有很好的解释作用; 但是, 通常最为关注的 M2 同比增速的短期波动的偏相关系数却为负, 不过并不能由此认为流动性与 CPI 呈负相关关系, 而是流动性与 CPI 之间的关系很复杂, 流动性因素可能通过对食品价格、工业品出厂价格的影响来间接影响通货膨胀水平。

在利用指数平滑法对 PPI 进行简单预测之后, 我们利用本回归模型测算 2010 年全年我国 CPI 累计同比增幅为 4.3%。

(三) 国际因素

7、在金融危机之前, 国际大宗商品处于一个牛市长周期中, 目前引起国际大宗商品价格长期上涨的原因并没有太大变化, 2010 年, 随着国际金融危机的冲击淡化, 资源类国际大宗商品将重回牛市轨道。

从表 8 可知, 国际大宗商品价格变化对我国物价水平变化有很好解释作用, 除了国内价格管制的少数几种商品外, 国际大宗商品价格直接决定了国内大宗商品的价格水平。甚至可以通过对 COBT 大豆期货价格的同比变化来测算我国 CPI 同比变化。

四、通货膨胀对宏观经济政策的影响

考虑 CPI 基数因素、长期增长趋势以及充裕流动性、短期快速上涨的商品价格(特别是食品价格)影响, 我们预计在 2010 年我国 CPI 全年累计同比可能达到 4%左右的水平, 大约相当于 2007 年的水平。但是, 如果扣除基数因素的影响, 物价水平上涨应该比 2007 年低。

在 2010 年 CPI 的 7 个影响因素中, 国家宏观调控政策仅可以对第 4 个影响因素直接产生作用, 即通过短期收紧流动性来对 CPI 产生滞后作用。

(一) 宏观调控政策预判

综合各种因素判断, 到 3 月 CPI 同比增长就可能超过 3%, 5 月开始直到 11 月都可能超过 5%。因此, 央行最早可能在 4 月初再次提高存款

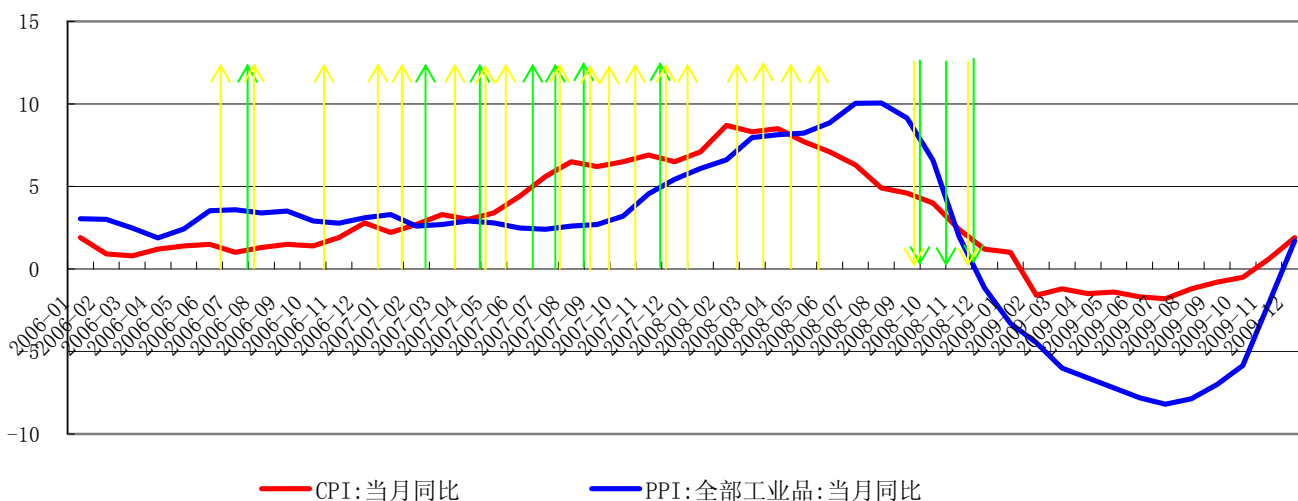


准备金率，而在 5 月可能会首次加息，在下半年还可能提高一次存款准备金率，再加息一次。即预计全年提高存款准备金率三次，加息二次。

（二）宏观调控政策效果探讨

然而，无论还是加息，还是提高存款准备金率，可能对控制通货膨胀的抑制作用都比较有限。正如上文分析，流动性水平对于 CPI 的影响并不十分直接，推高 CPI 的多个因素是不受国内流动性影响的。

图 1：CPI、PPI、货币政策（绿色箭头表示利率变化、黄色箭头表示存款准备金率调整）



数据来源：Wind、齐鲁证券研究所

可以看出 2006-2008 年紧缩的货币政策密集出台，特别是在 2007 年每月至少都有一次加息或者提高存款准备金率。然而，即使经过多月滞后，并没发现 CPI 或者 PPI 因为货币政策而发生方向改变。

虽然在美、欧等发达的市场经济国家货币政策的调控作用十分有效。但是，鉴于国内高储蓄率、低消费、国有企业占主导地位等具体国情，流动性对通货膨胀水平影响不直接且方向不确定，货币调控政策的效果并不明显。因此，执行相对稳定的货币政策对于经济发展也许更加有利，有利于实体经济和资本市场参与者形成稳定的预期，做出正确的决策。

（三）宏观调控政策对证券市场的影响分析

不过，央行执行稳定货币政策的可能性不大。面对今年的快速增长的 CPI，央行仍然会通过加息和提高存款准备金率来收紧流动性。





收紧流动性对证券市场的打击是明显的,也很容易引起投资者的担忧。由于 2010 年通货膨胀水平超出预期,央行紧缩的货币调控政策也要比年前的预期提前。因此,从宏观方面来判断,股票市场在今年上半年的走势可能不容乐观,市场的低点会比一般研究机构的 2010 年度策略预期提前到来,而到下半年,当市场对从紧的宏观调控政策有所消化之后,才具有重回上升通道的较大可能性。



重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：山东济南市经十路 17703 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

