

## 湘财证券研究所

### 宏观研究部

黄国珍

Tel: 021-68634518-8022

E-Mail: hg2879@xcsc.com

## 主要内容

- ※ 本文剖析了中国改革开放后四次主要通胀周期形成规律，并得出结论：上世纪的通胀周期中（1987-1988 与 1993-1994）名义利率调整过于僵化是通胀产生的催化剂。刚刚告别短缺经济，供给能力有限是高通胀发生的时代背景与条件。
- ※ 而结构性供给缺乏弹性与流动性泛滥是 1990 年后的若干次通胀（1993-1994、2003-2004、2007-2008）发生的主要成因。1993-1994 年间固定资产投资和房地产投资大幅攀升所导致的总需求迅速扩张；2003 年 SARS 疫情与 2007 年猪瘟导致的结构供给短缺造成食品价格大幅上涨推升了整体通胀率的上升。
- ※ 往前看，随着我国经济发展对资源依赖程度的日益加深以及国际大宗商品价格的快速上涨我国输入性通胀压力陡升；同时“普洱茶”等一般性商品也出现在了通胀炒作标的之中预示着资产价格过快上涨已经成为中国未来广义通胀的主要风险。
- ※ 在第 V 部分提出了本文观点与市场的不同之处：需要应对不同的通胀成因来开“政策药方”。
- ※ 通过对价格分解为翘尾和新涨价两部分，及 2010 年 CPI 和 PPI 翘尾因素分布态势推测今年 CPI 和 PPI 涨幅分布将较为均匀，将呈现温和上涨格局。从实际利率和产出缺口角度对历年通胀周期中加息时机选择总结后得出：CPI 趋近 5% 同时 GDP 增速达到 11% 以上时可能加息。汇率政策的立足点还是就业，在通胀没有大幅上升之前，汇率政策不会用来稳定通胀。

内容目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| I. 名义利率调整僵化是 1987-1988、1993-1994 期间高通胀的催化剂 ..... | 3  |
| II. 结构性供给缺乏弹性与流动性泛滥是 1990 年后通胀的主要成因 .....        | 7  |
| III. 输入性通胀和资产价格过快上涨是未来主要风险 .....                 | 10 |
| IV. 容易忽视的货币流通速度与通胀 .....                         | 13 |
| V. 应对潜在通胀政策需“对症下药” .....                         | 14 |
| VI. 通胀走势与决策当局可能举措 .....                          | 16 |

图表目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 我国历年物价走势与主要高通胀年份 .....                            | 3  |
| 图 2: 上世纪我国名义利率调整过于僵化 .....                             | 4  |
| 图 3: 投资和名义利率关系的结构变化 .....                              | 5  |
| 图 4: 贷款和实际利率正相关 .....                                  | 5  |
| 图 5: 1993-1994 与 2003-2004 期间固定资产投资快速大幅增长 .....        | 5  |
| 图 6: 固定资产投资和实际利率的反比关系 .....                            | 6  |
| 图 7: 实际利率与产出波动的反向关系 .....                              | 6  |
| 图 8: 消费品零售总额和实际利率的反向走势 .....                           | 6  |
| 图 9: 实际利率对消费也具有很强的调节效应 .....                           | 6  |
| 图 10: 1994 及 2004 和 2008 期间广义货币供给大幅增长 .....            | 7  |
| 图 11: 食品是消费者价格指数篮子商品上涨的主要推动力 .....                     | 8  |
| 图 12: 生产资料价格上涨幅度远大于生活资料 .....                          | 8  |
| 图 13: 采掘业产品价格上涨是生产资料价格上涨的主要原因 .....                    | 9  |
| 图 14: 能源供给比下游产业供给弹性小 .....                             | 9  |
| 图 15: 2000 年后国际能源和金属价格大幅上涨 .....                       | 10 |
| 图 16: 近年来我国原油和矿石进口大幅增长 .....                           | 11 |
| 图 17: 2004 与 2008 通胀周期中 CRB 指数先行明显上涨 .....             | 11 |
| 图 18: 危机后货币流动速度从下降到恢复的过程 .....                         | 13 |
| 图 19: 2007-2008 期间生猪价格大幅上涨 .....                       | 14 |
| 图 20: 2010 年 CPI 翘尾因素高点恰在食品价格季节性回落时 .....              | 16 |
| 图 21: 2010 年 PPI 翘尾因素前高后低 .....                        | 16 |
| 图 22: CPI 新涨价因素年中季节性回落 PPI 新涨价因素季节性的前低后高 .....         | 17 |
| 图 23: 上中下游价格演化 .....                                   | 17 |
| 图 24: M1、M2 是 CPI 的领先指标 .....                          | 18 |
| 图 25: GDP 缺口是 CPI 和 PPI 的领先指标 .....                    | 18 |
| 图 26: 实际利率负值时加息概率显著上升 .....                            | 19 |
| 图 27: 产出缺口越大加息概率越大 .....                               | 19 |
| 图 28: 2010 年 2 月工业增加值迅速攀升 .....                        | 20 |
| 表 1: 食品价格上涨对 2003-2004 与 2007-2008 期间通胀贡献率高达 90% ..... | 7  |

## 1. 名义利率调整僵化是 1987-1988、1993-1994 期间高通胀的催化剂

通货膨胀是指一般性物价普遍持续上涨。个别商品或服务的价格上涨或者价格的短暂上涨并不是通货膨胀。成因上，通胀大致可分为成本推动、需求拉动、结构调整诱发以及多种因素共同作用即所谓的混合型通胀。

我国历史通胀高峰大致包括 1987-1988、1993-1994、2003-2004 及 2007-2008 四次主要的高通胀年份。但这几次通胀的成因却不尽相同。

### 1. 名义利率调整僵化放大了物价波动幅度

上世纪我国经济对外开放程度不高，物价的市场化程度较低，很多商品价格都是行政管制，因而国际大宗商品价格波动对我国国内物价的传导效果较弱。同时我国刚刚告别短缺经济，社会生产能力较低商品供给缺乏弹性。在此背景下，由于供给缺乏弹性，需求的意外快速增长就将造成物价的大幅飙升。

而追寻需求波动的源泉，不难发现：当物价出现波动时，名义利率调整的过于僵化导致实际利率随物价的变动而大幅波动。实际利率的变动（下跌）造成投资消费需求的大幅攀升。需求高涨迅速拉动物价上行，并导致实际利率进一步下跌，进而形成恶性循环，放大物价波动幅度。

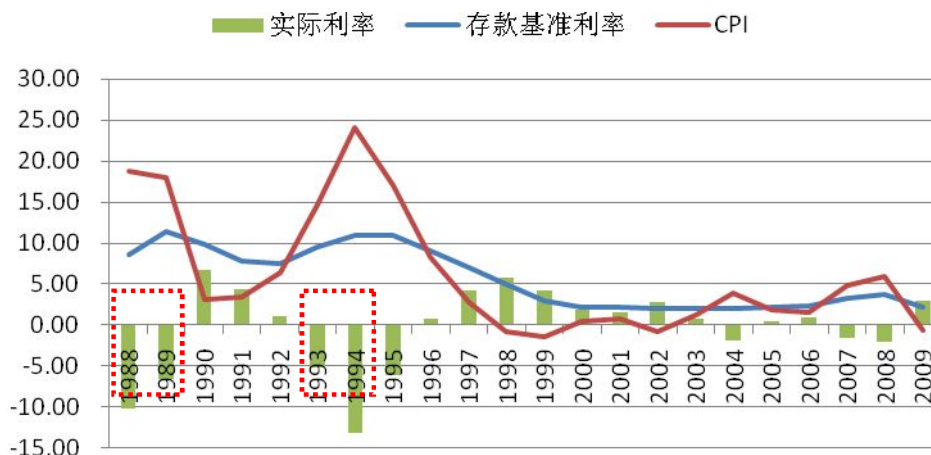
我国实际利率的两次探底均发生在上实际的两次高通胀期间：1987-1988 通胀周期中，1988 年扣除 CPI 通胀因素后，1 年期定期存款实际利率为-10.2%。1993-1994 通胀周期中，1994 年的定期存款实际利率为-13.1%。实际利率为负也意味着货币在加速贬值，因而造成了 1988 年席卷全国的商品抢购风潮和 1993-1994 年间固定资产投资和房地产投资的大幅攀升。

图 1：我国历年物价走势与主要高通胀年份



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 2：上世纪我国名义利率调整过于僵化



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

## 2. 货币政策趋于灵活与利率市场化改革逐渐减弱了利率僵化引致的通胀风险

利率是企业的借贷成本，利率的高低通过改变企业成本而在一定程度上决定了企业的未来盈利状况，从而影响投资需求与决策。我国的货币政策在相当长的时间内，相对于宏观经济形势的变化显得较为僵化，货币当局更倾向于稳定名义利率。因而当通胀率发生较大波动时，由于名义利率调整相对滞后，实际利率剧烈波动，并通过影响企业的偿债能力和贷款意愿影响投资。

随着我国货币当局宏观调控经验的积累，名义利率的调整趋于灵活。作为结果，中国的固定资产投资和名义利率的关系以 1996 年为界存在一个结构性改变：投资与名义利率的关系从逆周期转为顺周期，从而与发达国家趋同。

如果利用我国中长期贷款利率和城镇固定资产投资对趋势的偏离百分比（将长期趋势剥离后反映出来的短期波动）作图，不难发现，1996 年以前（1988-1996 期间），名义利率和投资呈现出较为明显的反向变动关系，而 1996 年以后两者变动方向趋同。而 1994 年开始的中国银行业改革，使得银行贷款更加注重效益指标，实际利率上升时贷款增加，也增加了经济的自稳定器机制（当通胀率上行，名义利率调整滞后时，实际利率走低，银行贷款意愿下降，减少了投资消费需求）。

1996 年以前，我国的存贷款利率对经济冷热程度反应相对迟缓，经济不景气或过热在达到一定程度后才被发现，随后会出现在对经济形势的分析和讨论中，然后再需要在某种程度上达到统一认识和政策调整，这个过程需要时间。

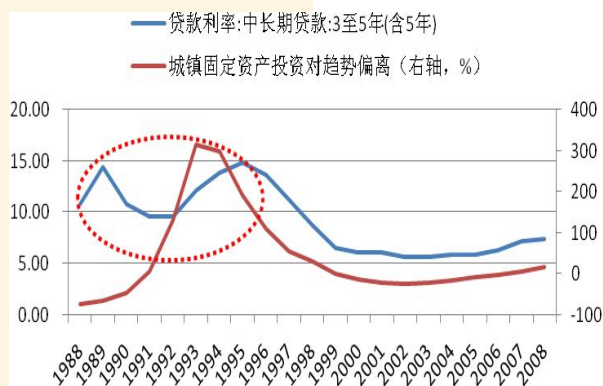
过去，宏观决策部门包括学术界对经济形势的判断较为滞后：比如，直到 1992 年底，中国人民银行综合司的人士仍认为经济虽然存在潜在的通货膨胀压力，但是总供需缺口仍不大。而在 1992 年 12 月下旬，有国家信息中心、社科院、国家统计局以及人民银行等权威机构的学者和官员参加的一个研讨会上，绝大多数人仍认为当前的经济“不存在过热和过快的问题”。专家们当时讨论的结果认为 1992 年投资的高速增长是一种恢复性增长，从几年来的平均水平来看，不是迅猛而是不足，更谈不

上通货膨胀。

到 1993 年 CPI 出现两位数的通胀时，决策当局才认识到经济确实已经是“过热”了。随后贷款额度控制，利率上调出现在了国家的宏观调控政策之中，中长期贷款利率也从 1992 年的年均约 9.5% 上升到 1996 年的 13.7%，并于 1995 年达到 14.9% 的峰值。同期，城镇固定资产投资增速在 1993 年达到 69.5% 的峰值之后缓慢下降，并于 1997 年达到 9.3% 的阶段性低谷。

利率的市场化改革使得利率能够更为真实的反映资金成本，降低了实际利率的波动幅度。我国 1993 年出台《关于建立社会主义市场经济体制改革若干问题的决定》和《国务院关于金融体制改革的决定》，最先明确利率市场化改革的基本设想。1996 年 6 月 1 日放开银行同业拆借市场利率，之后相继放开债券市场利率以及扩大金融机构利率浮动权限。

图 3：投资和名义利率关系的结构变化



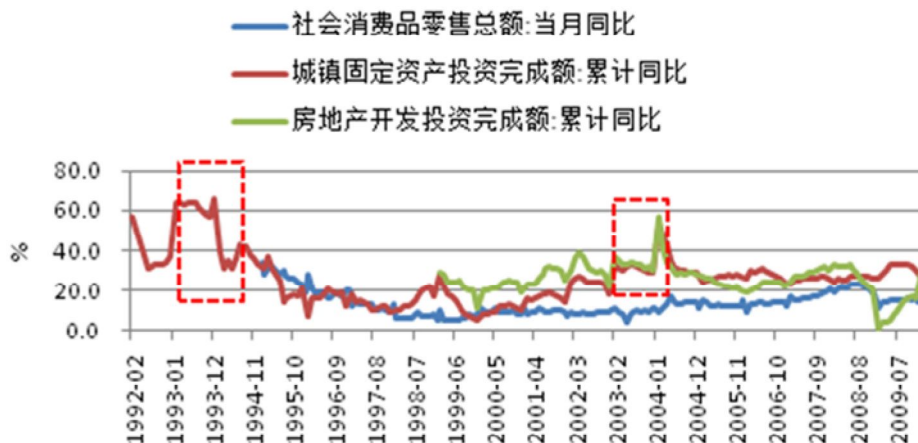
资料来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

图 4：贷款和实际利率正相关



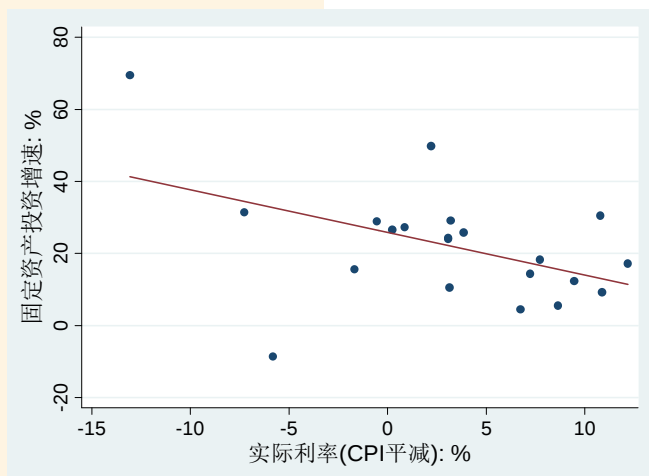
资料来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

图 5：1993-1994 与 2003-2004 期间固定资产投资快速大幅增长



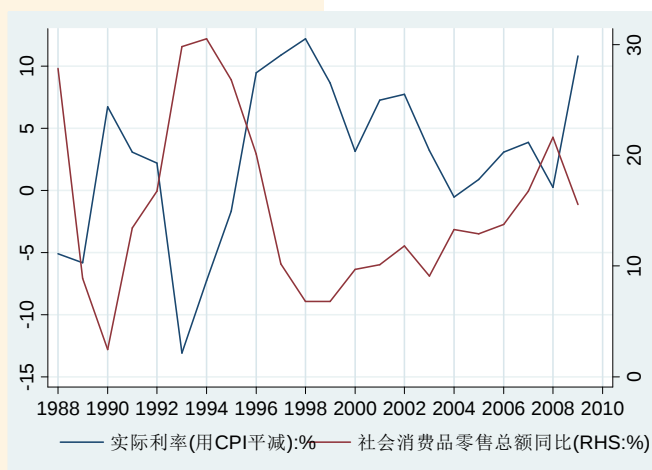
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 6：固定资产投资和实际利率的反比关系



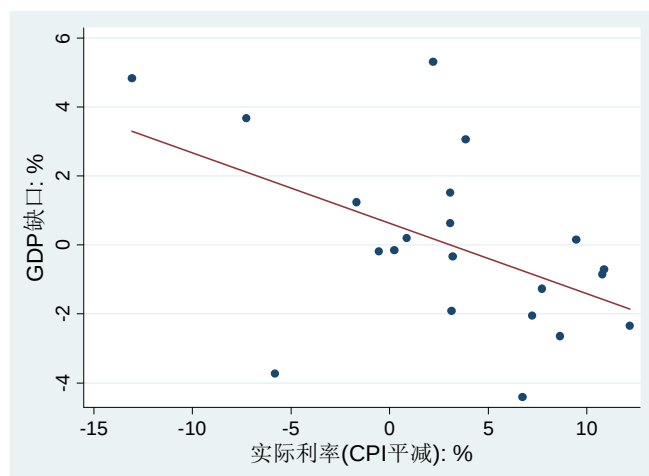
数据来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

图 8：消费品零售总额和实际利率的反向走势



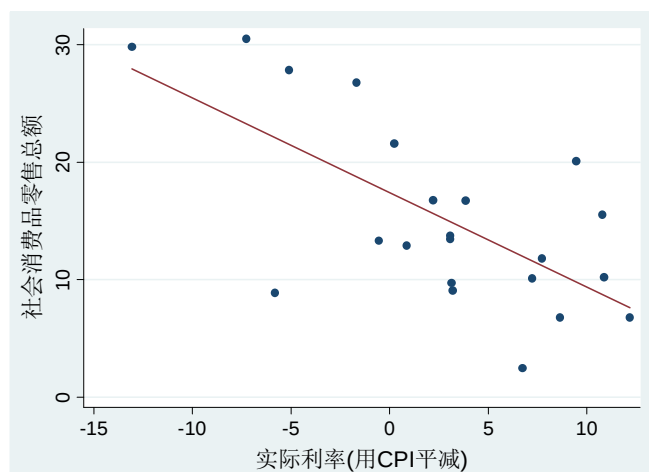
数据来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

图 7：实际利率与产出波动的反向关系



数据来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

图 9：实际利率对消费也具有很强的调节效应



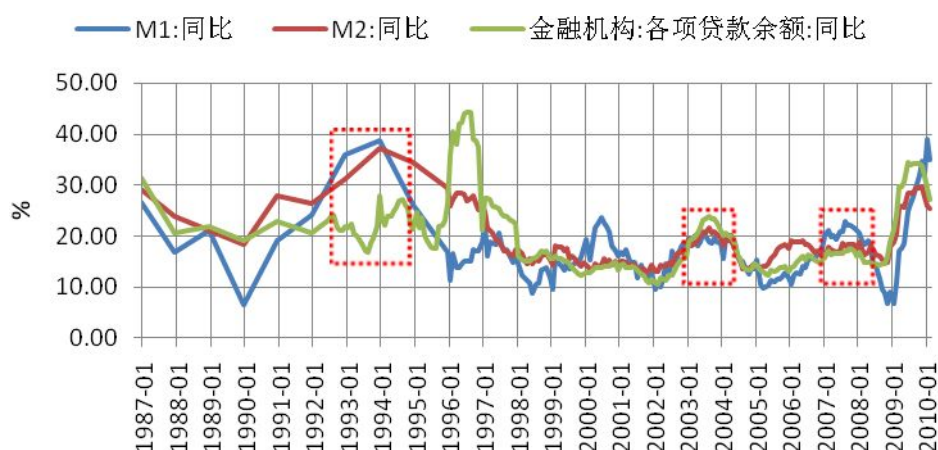
数据来源：CEIC 数据公司，湘财证券研究所

## 11. 结构性供给缺乏弹性与流动性泛滥是 1990 年后通胀的主要成因

### 1. 流动性大幅增长

流动性的大幅增长提升了社会购买能力即社会总需求。1993-1994 年间流动性增长更多的来源于基础货币 (M0) 供给的大幅增长, 而 2003-2004 与 2007-2008 期间新增贷款的大幅增长助推了广义货币 (M2) 供给的攀升。而 1987-1988 年间广义货币供给并没有增长, 但需求结构由持币转向持有商品。

图 10: 1994 及 2004 和 2008 期间广义货币供给大幅增长



数据来源: WIND 数据公司, 湘财证券研究所

### 2. 结构性供给缺乏弹性

供需相互作用决定价格。如果没有供给缺乏弹性, 需求的大幅上涨并不必然造成价格大幅攀升。分解我国消费者物价构成和生产者物价构成不难发现, 食品 (粮食和猪肉) 以及最上游的资源品的价格上涨是 1990 年后物价上涨的主要贡献力量。

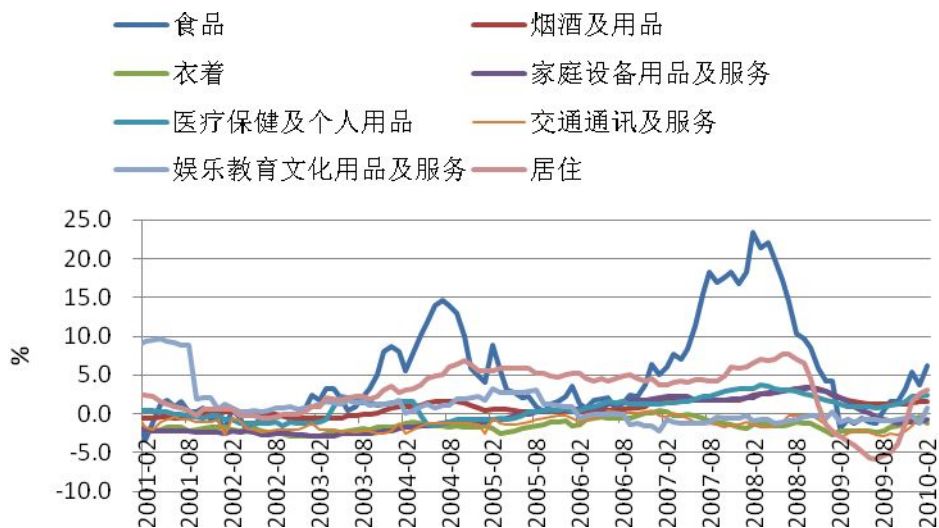
而食品和资源品的生产规模短期内难以扩大, 供给缺乏弹性是造成需求增长时此类产品价格大幅攀升的原因。2003 年春季爆发的 SARS 和 2007 年爆发的猪瘟疫导致占 CPI 权重达 33.6% 的食品价格大幅上涨是这两轮通胀 CPI 上涨的主要原因。

表 1: 食品价格上涨对 2003-2004 与 2007-2008 期间通胀贡献率高达 90%

| 单位: %  | 2003-10 | 2003-11 | 2003-12 | 2004-01 | 2004-02 | 2004-03 | 2004-04 | 2004-05 | 2004-06 | 2004-07 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI 同比 | 1.80    | 3.00    | 3.20    | 3.20    | 2.10    | 3.00    | 3.80    | 4.40    | 5.00    | 5.30    |
| 食品贡献率  | 95.2    | 90.7    | 90.3    | 84.0    | 89.6    | 88.5    | 90.2    | 90.1    | 94.1    | 92.6    |
| 非食品贡献率 | 7.4     | 8.9     | 10.4    | 14.5    | 9.5     | 11.1    | 8.7     | 9.1     | 8.0     | 10.0    |
| 单位: %  | 2007-06 | 2007-07 | 2007-08 | 2007-09 | 2007-10 | 2007-11 | 2007-12 | 2008-01 | 2008-02 | 2008-03 |
| CPI 同比 | 4.40    | 5.60    | 6.50    | 6.20    | 6.50    | 6.90    | 6.50    | 7.10    | 8.70    | 8.30    |
| 食品贡献率  | 86.3    | 92.4    | 94.1    | 91.6    | 91.0    | 88.6    | 86.3    | 86.1    | 90.0    | 86.6    |
| 非食品贡献率 | 15.1    | 10.7    | 9.2     | 11.8    | 11.2    | 13.5    | 14.3    | 14.0    | 12.2    | 14.4    |

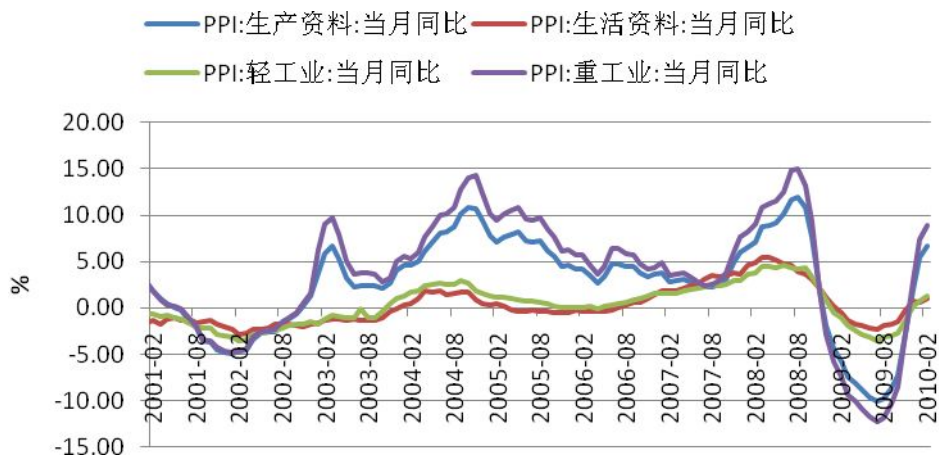
资料来源: WIND 数据公司, 湘财证券研究所

图 11：食品是消费者价格指数篮子商品上涨的主要推动力



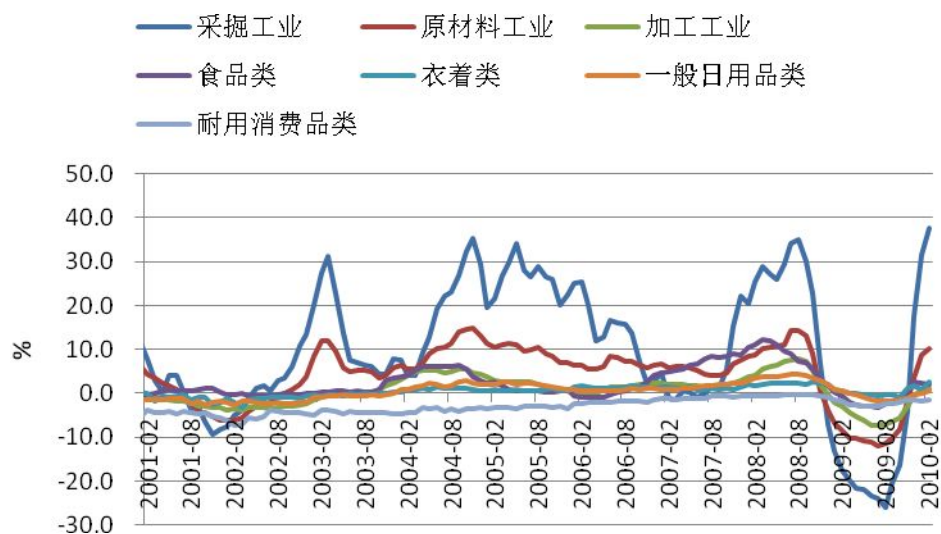
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 12：生产资料价格上涨幅度远大于生活资料



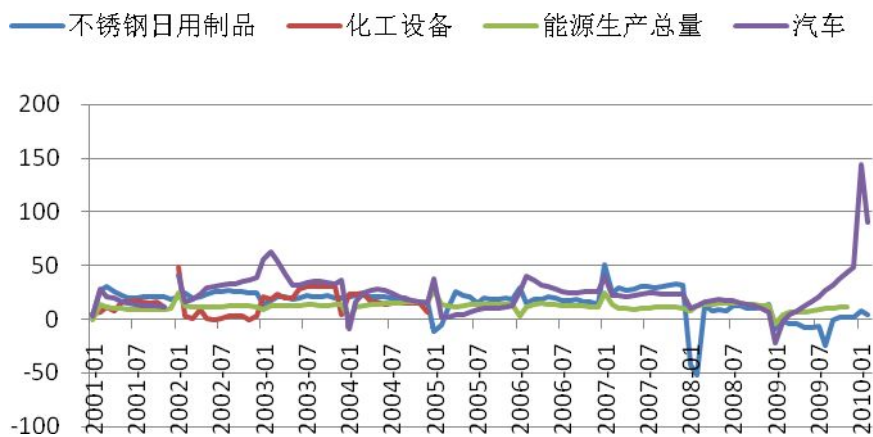
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 13：采掘业产品价格上涨是生产资料价格上涨的主要原因



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 14：能源供给比下游产业供给弹性小



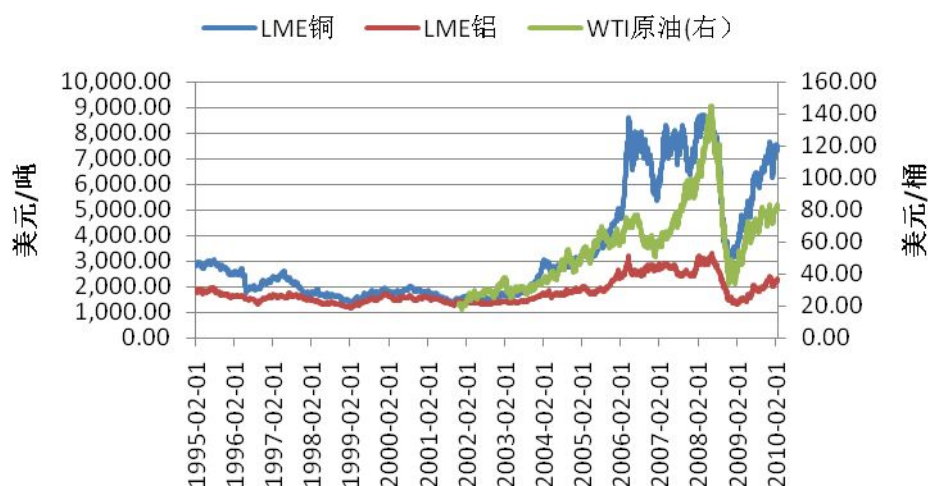
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

### III. 输入性通胀和资产价格过快上涨是未来主要风险

一方面，随着 2002 年中国加入世贸组织，对外开放程度的大幅提升；另一方面，中国经济增长对资源的依赖程度正日益加深，进口需求快速增长。加上近年来逐步推进的价格改革，我国燃料和资源品价格与国际价格逐渐接轨，国际能源和矿石等大宗商品价格波动对国内物价的影响逐步加深。相比之下，近年来大规模的投资所形成的大量产能使得供给短缺对我国通胀发生的影响逐渐减小。

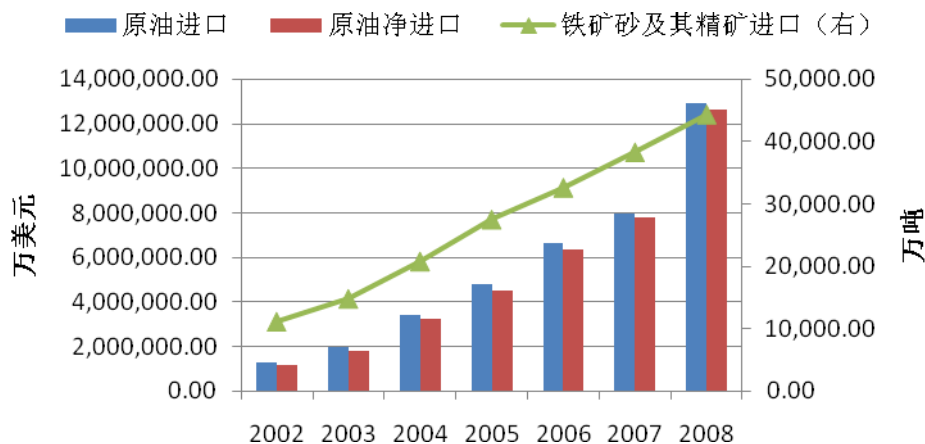
近年来国际能源和金属矿石价格大幅上涨：LME 精炼铜的价格从 2003 年年初的 1590 美元/吨上涨至 2008 年年中的 8720 美元/吨附近，涨幅高达 4.48 倍；WTI 国际原油价格则从 2003 年年初的 31.85 美元/桶上涨至 2008 年年中最高达到 145.18 美元/桶，涨幅达到 3.56 倍。能源等大宗商品价格的上涨对我国构成输入通胀威胁。

图 15：2000 年后国际能源和金属价格大幅上涨



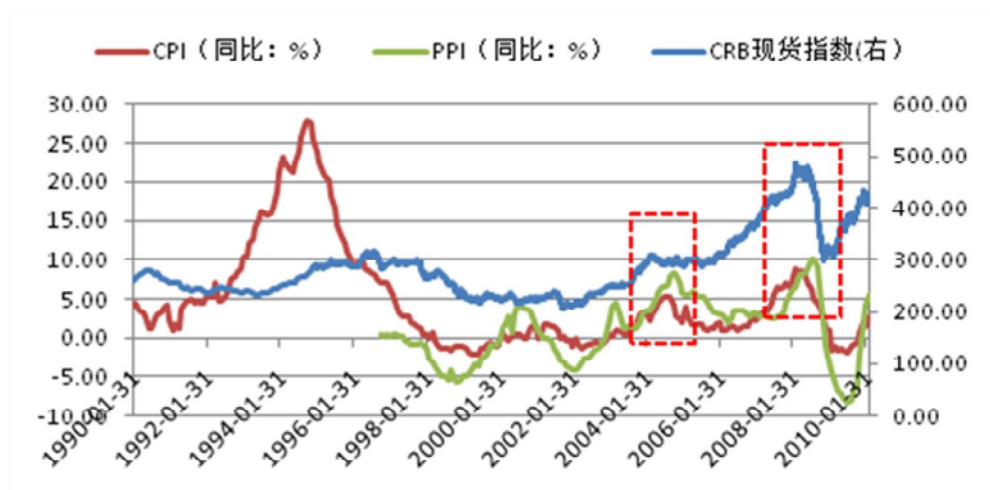
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 16：近年来我国原油和矿石进口大幅增长<sup>1</sup>



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 17：2004 与 2008 通胀周期中 CRB 指数先行明显上涨



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

随着社会生产力的发展，再像上世纪八十年代价格闯关那次一样出现一般性商品物价普遍上涨的局面可能性已经微乎其微，取而代之的是庞大的人口压力和收入增长之后资产价格（包括易于储藏而具有投资属性的一般性商品，比如 2007 年时的普洱茶）面临不断上涨的风险。

<sup>1</sup> 原油净进口是出口与进口直接相减所得数值，未考虑进口中用于出口部分的原油需求；该净进口值一定程度上高估了中国国内对进口原油的实际需求，但仍表明我国经济对资源依赖程度的日益加深。我国石油及其加工品的净进口从 2002 年的 146 亿美元上升至 2008 年的 1453 亿美元，从净进口第四大类商品变为第一。金属矿石矿砂的净进口则从第七位上升至第二位。

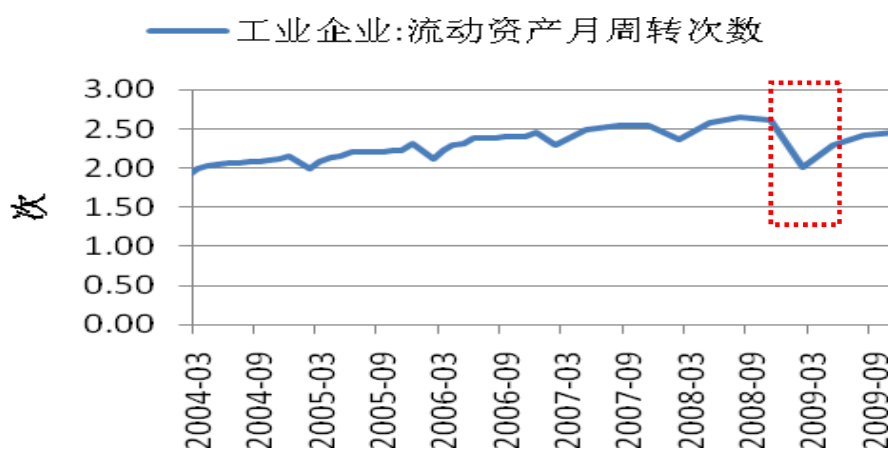
实际上，我国消费者价格指数的权重已经越来越不能反映人们的实际物价感受了。随着收入的增长消费结构的升级，食品开支占比逐渐下降，而房地产价格以及奢侈消费比如旅游等价格对生活的影响日益增加。近年来我国商品房价格大幅上涨，而笔者认为中国的房地产价格具有较大的支撑。一方面，城镇化进程的加快引致的对房屋的刚性需求逐年上升；另一方面，价格上涨较快的商品房均与地理位置的稀缺性相关，对于特定群体的消费者而言其可替代性较弱。当然这些因素也给投机者进行价格炒作创造了条件，但也决定了一旦条件成熟房地产价格的上涨将不断的成为资产价格上涨的主要风险所在。实际上，中国资产价格过快上涨的风险已经从一般意义上的投资品/资产蔓延到满足特定要求的一般性商品，比如普洱茶。2007年的时候普洱茶由于其易于储藏且具有一定的实用价值同时又满足短期供给难以大幅增加的属性就曾遭受过爆炒，其价格不断翻番，最后原本几十元一饼的茶被卖到上万元。然而当条件满足时，类似炒作在中国仍具有高发的风险，并成为今后若干年中国广义通胀的主要风险。

#### IV. 容易忽视的货币流通速度与通胀

人们对于货币供给量一般能够给予足够的重视，但却往往忽视货币流动速度对物价的影响。根据费雪方程  $MV=PY$ ，影响价格的因素不只是货币总量，货币流动速度的加快同样能够提升物价水平。

货币供给增加后物价并不必然立刻上涨，两者之间存在时间差的原因之一就是货币流动速度的加快需要时间，因为货币流动速度的恢复往往伴随着经济增长前景的明朗，而后者显然需要时间。由于暂时没有货币流动速度指标，但通过一些替代指标可以发现金融危机后我国货币流动速度也经历了从下降到恢复的过程。

图 18：危机后货币流动速度从下降到恢复的过程



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

## V. 应对潜在通胀政策需“对症下药”

通胀率作为货币政策最主要的盯住目标，其高低并不必然代表着货币政策调整的方向。如果是总需求过度扩张（对于我国现实，更多的是投资的大幅波动）而出现通胀风险则需要相应的收紧货币政策，比如通过加息来增加融资成本进而压缩投资需求或对贷款额度进行适度控制。反之，如果需求面没有大的异动而是供给出现短缺，则政策应当鼓励增加短缺部门的投资，从而使得有望在未来解除或缓解供给瓶颈。而对于输入型通胀压力，通过人民币适当的升值可能有效。

### 1. 紧缩总需求

对于 1993-1994 及 2003-2004 年的通胀来说，总需求过度扩张是根本原因。因此采取相应的紧缩总需求的货币政策及配套的财税政策是治理的根本途径。对于货币政策来说，可以通过加息、贷款额度控制进行调节。1993-1994 通胀周期中，央行实际执行的货币政策包括：将一年期的贷款利率由 8.64% 上调至 10.98%；对商业银行放贷进行额度控制，并进行监控；并实行了将人民币一次性贬值 50% 的汇率政策。对于 2003-2004 通胀周期，央行将一年期贷款利率从 3.24% 上调至 3.87%；再贴现利率由 2.97% 上调至 3.24%。

### 2. 增加供给

2007 年由于“猪瘟”流行导致中国数百万头生猪死亡，猪肉价格大幅飙升，并带动食品价格及 CPI 大幅上涨。此时政策该做的不是去收紧人们的钱袋使之不去消费猪肉，而是应该治理疫情，增加生猪供给与通过进口猪肉来缓解供应紧张。此时，一味的通过紧缩货币政策来试图缓解通胀压力将事倍功半。

图 19：2007-2008 期间生猪价格大幅上涨



资料来源：发改委，全国畜牧总站，湘财证券研究所

实际上在 2007-2008 年通胀周期期间，从 2007 年 3 月 18 日开始，央行开始出台密集的调控措施，至该年 12 月 11 日，加息 5 次，共 135Bp，在此期间 CPI 指数连续上行，直到 2007 年第四季度才开始缓解。事实上，从上图可以看出，CPI 指

数下行实际上得益于猪肉价格的逐渐稳定。加息与农户养猪之间并无直接联系。

### 3. 汇率适度升值

人民币升值对通胀的抑制可以通过以下途径发挥作用。其一，通过降低进口商品价格；其二，通过减缓外汇占款迅速增加而导致的通胀压力；其三，通过配合国内的利率政策实现紧缩效应。其中第一条和第三条能够较为迅速的发挥作用，第二条政策时滞较长。

随着我国经济对进口能源的依赖程度日益加深，国际大宗商品价格上涨所导致的成本推动型通胀风险增加。通过人民币升值来缓解国内通胀压力的声音日益响亮。但由于汇率升值对国内经济影响的过程较为复杂，目前尚难以寻找直接实证数据，只能是理论上具有一定作用。人民币升值虽然短期内不利于低附加值产业出口，但从长期来看，温和的渐进式升值有利于国内出口部门的产业升级。同时在应对输入通胀时，还需要大力发展替代能源与提倡低碳经济降低经济对能源的依赖程度即降低单位 GDP 能耗。

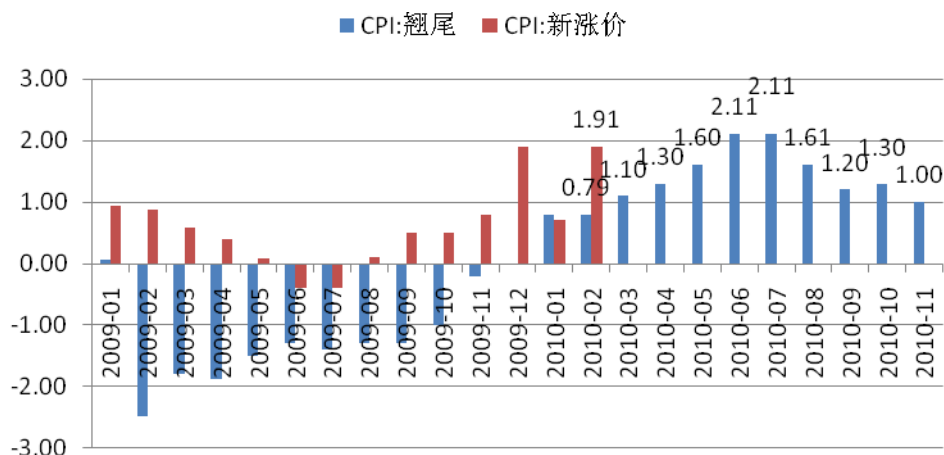
可喜的是，有迹象表明通胀不再是“谈虎色变”的话题，决策层对通胀的态度也变得更加开明与科学。适度通胀有益经济发展的观点也得到认可，但根据过去的经验，CPI 在接近 5% 时虽不必然导致紧缩性的货币政策，但决策层对政策是否适度的考量密度将必然增加。

## VI. 通胀走势与决策当局可能举措

### 1. 2010 年全年价格涨幅温和均匀

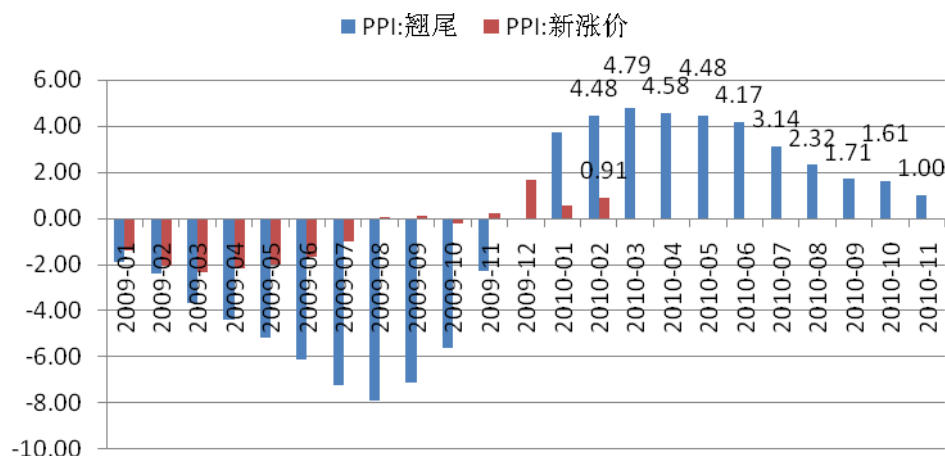
2010 年消费者价格翘尾因素高点与食品价格季节性回落的时间窗口恰好吻合有利于全年 CPI 涨幅实现均匀分布。生产者价格指数的翘尾因素分布结构在 2010 年又呈现前高后低的局面，与目前中国正处于经济回暖上升通道 PPI 新涨价因素惯性上涨趋势相配合，也大大减轻了下半年 PPI 大幅上涨的概率。

图 20：2010 年 CPI 翘尾因素高点恰在食品价格季节性回落时



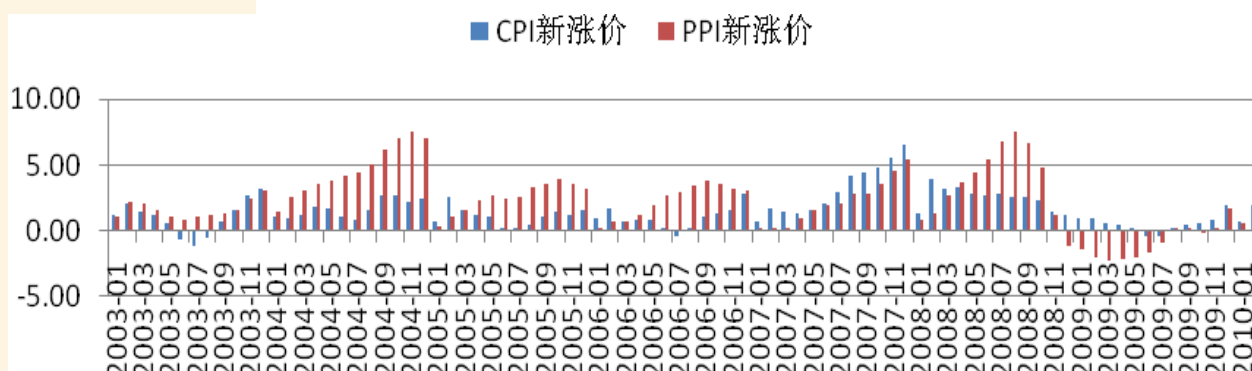
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 21：2010 年 PPI 翘尾因素前高后低



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 22: CPI 新涨价因素年中季节性回落 PPI 新涨价因素季节性的前低后高

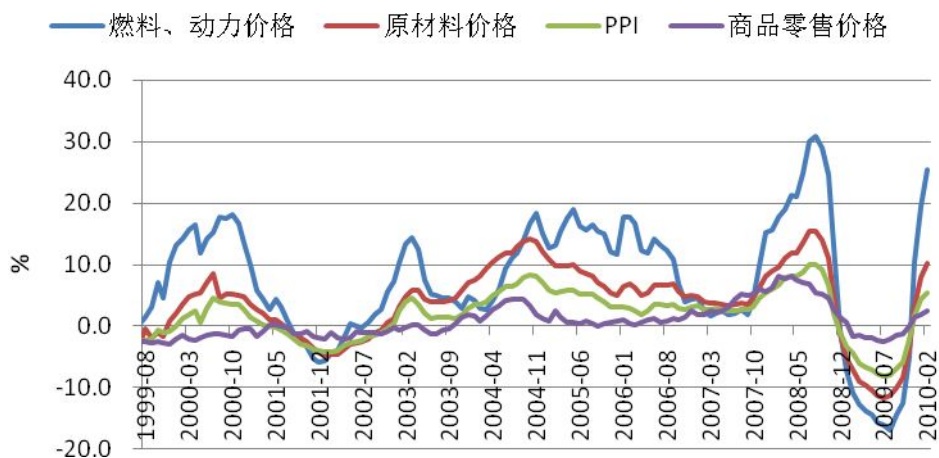


数据来源: WIND 数据公司, 湘财证券研究所

领先指标为我们提供了预测物价走势的途径。然不同的通胀成因具有不同的领先指标。对于成本推动型通胀来说, 上游价格是下游价格的领先指标, 也就是燃料、动力及原材料价格是 PPI 和 CPI 的领先指标, PPI 是 CPI 的领先指标; 而对于需求拉动型通胀, 则正好相反, PPI 是燃料、动力及原材料的领先指标, CPI 是 PPI 的领先指标。对于流动性导致的通胀, M2 或者贷款增长率也是各类价格的领先指标。而对于混合型通胀, 燃料、动力与 PPI 及 CPI 之间可能互为领先指标即相互影响。但总的来说, 无论哪种类型通胀 GDP 缺口一般均是物价的领先指标。

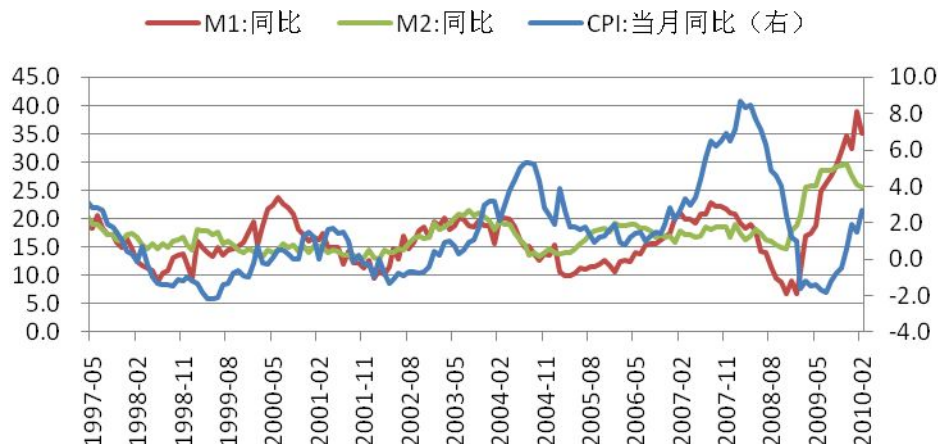
因此支持我们对 2010 年物价将温和上涨的主要论据其一, 去年的 M2 与 GDP 增速之差接近 20 个百分点远高于正常年份的 5-10 个百分点的波动范围。这个影响将在 2010 年逐渐显现; 其二, 产出缺口逐渐缩小, 但近年来大规模产能投资使得产能过剩或者说产能富裕广泛存在。再考虑到国际市场方面, 受欧洲部分国家财政状况恶化、部分国家收紧货币政策的预期增强, 美国失业率仍然高企通胀走势平稳的势头来看, 国际大宗商品价格年内大幅上涨可能不大。

图 23: 上中下游价格演化



数据来源: WIND 数据公司, 湘财证券研究所

图 24: M1、M2 是 CPI 的领先指标



数据来源: WIND 数据公司, 湘财证券研究所

图 25: GDP 缺口是 CPI 和 PPI 的领先指标

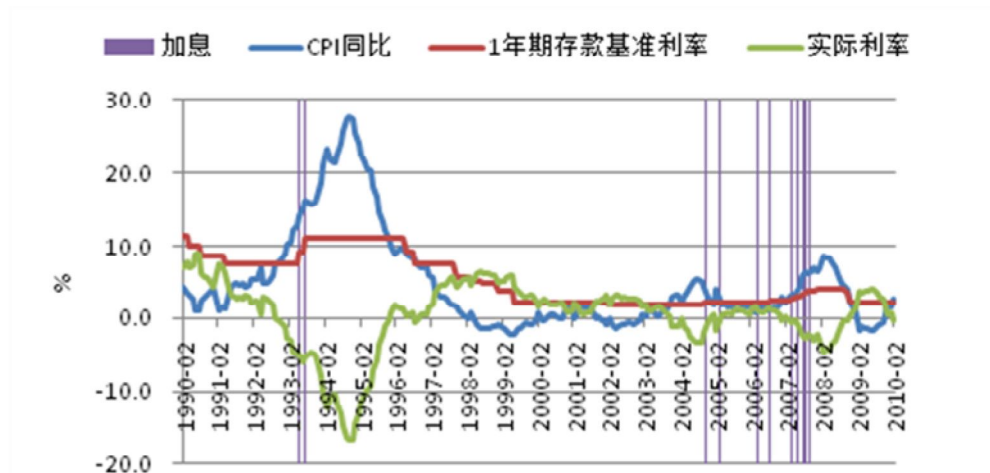


数据来源: WIND 数据公司, 湘财证券研究所

## 2. 实际利率微负产出缺口快速缩小加息条件逐渐成熟

目前一年期定期存款利率为 2.25% 已经低于 2 月 2.7% 的 CPI 当月同比涨幅, 实际利率已经为负值。从实际利率和产出缺口角度来看, 历年的加息时机一般选择在实际利率达到 -2.5%, GDP 增速 (产出缺口) 为 11.5% 以上 (2.5% 以上)。如果按照这个规律, 参考目前的存款利率, 则当 CPI 达到或接近 5% 且 GDP 增速超过 11% 时, 政策当局对政策调整的冲动将极大的增加。

图 26：实际利率负值时加息概率显著上升



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

图 27：产出缺口越大加息概率越大



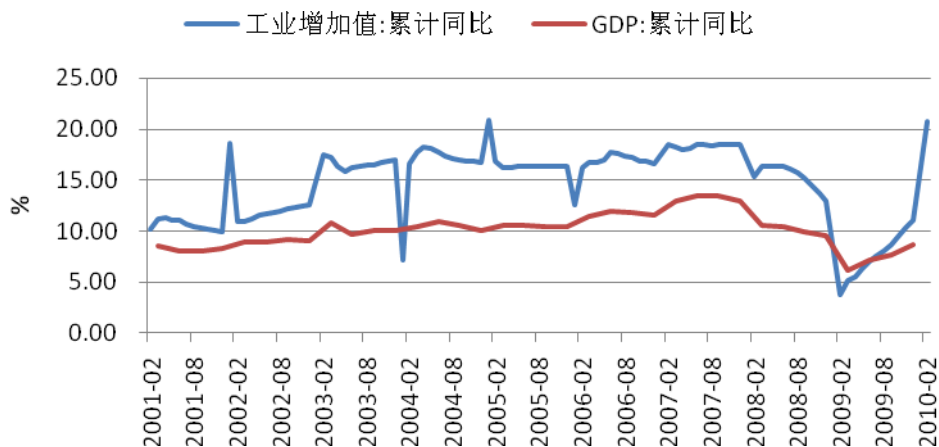
数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

2010 年上游资源品如铁矿石等价格已经出现大幅上涨苗头，但由于目前产业链中游行业产能较为富裕，上游价格的上涨或将首先表现为对中游产业利润的压缩。随着中游产业利润压缩空间逐渐缩窄，涨价逐渐开始向下游传递。因此随着涨价因素向下游传递，这一部分新涨价因素在消费者价格体系中将随着时间的推移而逐步增加，综合来看 CPI 仍将呈现总体缓慢向上，穿插着由于食品价格季节性回落而导致的阶段性放缓。综合考虑 2010 年全年 CPI 涨幅大体仍将较为均匀，可能维持在 3%-4.5%之间。但是 2010 年 1-2 月工业增加值累计同比增长率达到 20.7%，而我国工业产业在国民经济中占比接近 50%，这也从侧面反映出目前经济升温明显，且有加速迹象。但如果经济持续升温，不排除物价上涨超预期，总体来说，加息条件已经逐渐成熟。

汇率政策，笔者仍倾向于就业是汇率政策的立足点，除非出现较大幅度通胀。虽

然去年年底全国各地再次出现“民工荒”，但并不表明用工拐点已经到来。去年政府大规模的基建投资，铁路、高速公路和机场建设吸纳了大量农村劳动力加上外需回暖共同催生了用工的拐点。但能否持续仍待考察，至少从目前来看，就业仍是政府汇率政策变革的最大担忧。

图 28：2010 年 2 月工业增加值迅速攀升



数据来源：WIND 数据公司，湘财证券研究所

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。