

[2010.05.31]

总体温 and 基础上的结构性通胀

——2010 年通胀走势展望

	房振明	张 雷
SAC执业证书编号	S1150208020105	S1150109121400
✉	fangzhenm@126.com	hbzhanglei@hotmail.com

投资要点:

其一，我国通胀的实际情况显示，在决定通胀的两大基础性因素经济真实需求和货币供应量中，经济真实需求对通胀走势的影响更具决定意义；经济持续过热辅之以较高的货币供应量才会导致通胀持续、快速走高。当前，我国经济增速正在放缓，下半年甚至面临超预期下调风险，同时，货币供应量增速已经在快速回落，今年通胀失控可能性不大，全年有望保持一个相对温和状态。

其二，虽然今年通胀失控可能性不大，但是并不排除部分商品的价格出现快速上涨，“结构性”压力可能在年内持续存在并在某些时段表现得比较突出。我们认为，当前和下半年通胀结构性特征主要表现在两个方面：一是进入 5 月份，随着蔬菜和国际大宗商品价格的大幅回落，有为数不少的结构性因素给 CPI 带来下行压力，通胀的结构性压力开始减弱；二是当前粮食价格的上涨、下半年资源品价格改革的加速，以及前期猪农宰杀了部分能繁育母猪可能导致四季度猪肉价格出现过快上涨，结构性通胀压力将持续存在。

其三，经济真实需求、货币供应量和翘尾因素共同决定了今年通胀“前低—中高—后低”走势，其中峰值最可能出现在三季度。而 5 月份一些结构性因素已经开始给 CPI 带来下行压力，这很可能直接拉低今年通胀峰值的高度，导致三季度通胀“高不太高”。另一方面，猪肉价格可能的过快上涨，又可能使四季度通胀“低不太低”。初步预计，全年 CPI 有望保持在 3.15% 左右，实现政府工作报告 3% 左右预期目标的可能性在增加。从季度看，后三个季度可能保持在 3.20%、3.70% 和 3.50% 左右，通胀风险较 1 季度市场预期有所降低。

其四，通过对 24 个主要发展中国家和发达国家历史通胀情况的分析，我们发现，发展中和转型中国家通胀一般都比较低。作为一个处于转型中的发展国家，无论是从我国货币政策的非通胀目标盯住制度来看，还是从我国通胀的历史情况及其造成原因来看，所谓 3% 的通胀警戒线并没有多少科学的根据。我们当前的通胀更多的是异常天气和资源品价格改革等不可持续性因素和经济发展阶段性因素造成的，应当适度提高对通胀的容忍程度。

其五，在应对结构性通胀的政策选择上，我们认为，既要着眼于宏观经济政策，更应该着眼于保障农产品供给和遏制部分城市房价过快上涨等结构性政策。而通胀风险降低和经济超预期下调风险增加二者的叠加，扩展了“增加宏观调控灵活性”的空间，不仅加息等高强度紧缩政策出台以直接应对通胀可能失控的必要性大幅下降，甚至不排除下半年货币政策可能在某些时段和某些领域出现适度的松动。

1. 今年通胀总体温和

经济学理论表明,经济的真实需求和货币供应量是决定通胀的两大基础性因素,而我国通胀的实际情况显示,经济真实需求对通胀走势的影响更具决定意义;经济持续过热辅之以较高的货币供应量才会导致通胀持续、快速走高。当前,在我国经济增速放缓,下半年甚至面临超预期下调风险,同时货币供应量已经在快速回落的大背景下,今年通胀失控可能性不大,全年有望保持总体温和状态。

◆当前经济增速放缓,下半年甚至面临超预期下调风险,决定了今年通胀失控可能性不大,全年有望保持相对温和状态。(1)经济真实需求对通胀走势的影响更具决定意义。危机以来巨额信贷投放导致货币供应量增速持续刷新历史记录,由此产生的通胀预期自去年四季度以来开始凸现出来。但是考察我国最近三次通胀周期却发现,在影响通胀的两大基础性因素:经济真实需求和货币供应量中,经济真实需求对通胀走势的影响更具决定意义;经济持续过热辅之以较高的货币供应量才会导致通胀持续、快速走高。这和货币主义“通胀是一个货币现象”看起来有点矛盾。(2)下半年经济面临超预期下调风险,全年GDP增速将呈现“前高后稳”走势,全年通胀失控可能性不大。在国外欧洲主权债务问题不断蔓延和国内房地产调控持续深化的背景下,下半年我国经济面临超预期下调风险,尤其是经济自主增长动力还没有明显起色,全年来看,GDP增速将呈现“前高后稳”走势。因此,今年通胀失控可能性很小,全年有望保持相对温和状态。

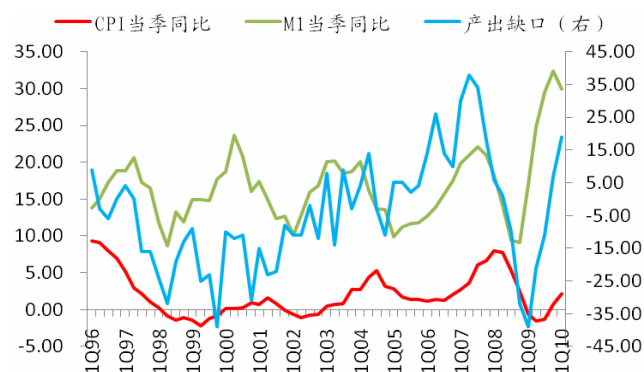
◆货币供应量增速快速回落有利于防止价格总水平过快上涨。今年以来,新增贷款大幅减少、3次上调存款准备金率和公开市场大力净回笼资金,直接导致货币供应量增速快速回落。根据全年7.5万亿元新增贷款和全年均衡投放的要求,预计M2和M1增速将分别于第三、四季度回落至20%以内,这一态势也将有助于减缓通胀压力并稳定通胀预期。

表 1: 通胀与产出缺口、货币供应量 M1 之间的动态关系

通胀周期	起止时间	产出缺口连续超过 10%时段	M1 增速最高点	CPI 连续超过 3%时段	CPI 高点
周期一	1999.5—2002.4	0 (产出缺口持续为负值)	23.70% (2000.6)	0 (CPI 高点为 1.7%)	1.7% (2001.05)
周期二	2002.4—2006.3	2004.1—2004.6 (2 个季度)	20.24% (2003.6)	2003.11—2004.10 (12 个月)	5.30% (2004.7)
周期三	2006.3—2009.7	2005.1—2008.6 (10 个季度)	22.8% (2007.8)	2007.3—2008.10 (20 个月)	8.7% (2008.2)

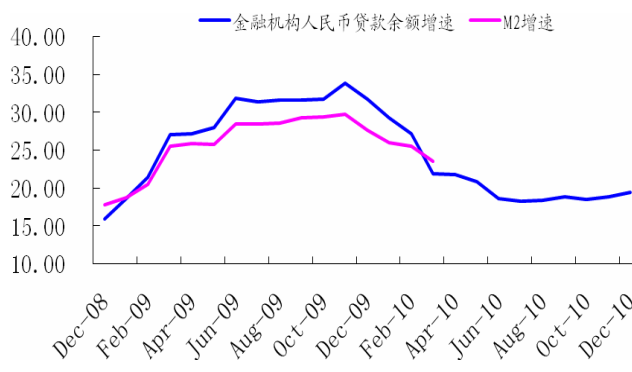
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 1: CPI 和产出缺口、M1 增速间的动态关系



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 2: M2 增速可能在年第三季度回落至 20% 以内



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 通胀结构性特点突出

虽然今年 CPI 持续、过快上涨的可能性不大,但是这并不排除其中部分商品的价格出现快速上涨,“结构性”压力可能在某些时段表现得比较突出。综合当前各方面数据,我们认为,5 月份很可能成为今年结构性通胀压力由不断增强到开始弱化的分水岭,即如果说 5 月份前,除猪肉价格外,几乎所有的结构性因素都表现为推动 CPI 上涨,那么 5 月份开始,随着蔬菜和国际大宗商品价格的大幅回落,有为数不少的结构性因素将给 CPI 带来下行压力。而另一方面,前期猪肉价格大幅下降,猪农已经宰杀了部分能繁育母猪以及国家猪肉收储政策,可能导致下半年,尤其是四季度猪肉价格出现过快上涨。

◆今年的通胀压力更多的表现为一种局部的“结构性”压力,其中食品和居住价格变化成为判断 CPI 的关键因素。5 月份很可能成为今年结构性通胀压力由不断增强到开始弱化的分水岭,即 5 月份开始有为数不少的结构性因素给 CPI 带来下行压力。(1) 今年的通胀更多地表现一种结构性特点,即不是 CPI 构成商品价格的全面上涨,二是部分商品价格的上涨。虽然今年 CPI 总体持续大幅上涨的可能性不大,但是这并不排除其中部分商品的价格可能出现快速上涨。历史经验显示,我国 CPI 的变化呈现出一种明显的“结构性”特征。通过对 2001 年 1 月—2009 年 12 月 CPI 及其八大类构成商品价格同比数据的分析,发现食品类、居住类和娱乐教育文化用品及服务类价格波动性(即方差)最大,均超过 CPI 自身的波动性。如果再考虑到食品类和居住类占比接近 CPI 的半壁江山(娱乐教育文化用品及服务占比相对较小),则食品类和居住类价格的变化基本就可以左右整个 CPI 的变化。从今年以来 CPI 的变化情况来看,诸如粮食类(特别是蔬菜、水果)、居住类等价格出现了大幅快速上涨,二者合计对 CPI 的拉动占同期 CPI 涨幅的比

重均超过 90%。总体来看,今年,尤其是下半年食品(主要是粮食、蔬菜和水果、猪肉)、居住(主要是水、电、燃气和建筑材料)、服务和大宗商品等价格的变动最有可能影响到 CPI 的变动,特别是新涨因素的变动。因此,今年的通胀压力更多的表现为一种局部的“结构性”压力。**(2) 5 月份很可能成为今年结构性通胀压力由不断增强到开始弱化的分水岭,进而新涨价因素可望减弱,拉低 CPI 峰值高度。**进入 5 月份以来,通胀结构性压力开始有所弱化主要表现在四个方面:前期迅猛上涨蔬菜和水果价格开始大幅回落;以原油为代表的国际大宗商品价格开始大幅回落;四月份后三周连续回升的猪肉价格进入 5 月份已经连续重返回落态势;随着商品房成交量的大幅下滑,下半年建筑材料价格可望逐步回落,即**如果说 5 月份前几乎所有的结构性因素都表现为推动 CPI 上涨,那么 5 月份开始有为数不少的结构性因素将给 CPI 带来下行压力。**

◆粮食价格持续上涨将给推动食品价格逐步上行,成为短期内影响 CPI 走势的最关键因素。从我国的实际情况看,历次通胀高企都有食品价格高涨的影子。由于食品价格在 CPI 中高达三分一的权重,并且粮食、猪肉、蔬菜供给等易受异常天气、突发灾害影响,食品价格常常给 CPI 带来意外的供给冲击。今年前四个月食品价格对 CPI 拉动作用占同期 CPI 涨幅的比重都超过了 60%。我们认为,下半年食品价格对通胀的冲击可能表现在三个方面:

(1) 政策因素和自然灾害可能推动粮食价格持续上涨。这主要有两个原因,一是今年国家继续提高水稻和小麦最低收购价格,平均涨幅分别为 6.4%和 3.5%;二是前期西南地区旱灾、东北和西北地区异常低温天气以及夏季可能出现的洪涝等其他自然灾害,可能导致今年夏粮减产进而推动粮食价格持续上涨。当前粮食价格的上涨更多的是政策因素的体现,而自然灾害的影响则可能在后续反映出来。但是考虑到我国粮食产量已经连续 6 年丰收,以及库存充足,今年粮食价格迅猛上涨的可能性不大。

(2) 随着气温回升,蔬菜和水果价格可望大幅回落。最近三个月蔬菜和水果价格同比涨幅都保持在 20%左右,对食品价格进而 CPI 上涨起到了重要推动作用。究其原因,前期蔬菜和水果的过快上涨,主要是因为今年异常天气(西南部地区长期干旱,全国大部分地区开春以后气温比正常年份偏低,而且不少地区出现倒春寒)对蔬菜的产供销造成了很大的困难,以及现在生产资料价格也在上涨,提高了生产成本和运输费用。预计随着气温的回升,这两项价格将会大幅回落。而商务部数据也显示,5 月份前三周蔬菜价格持续回落,较 4 月份累计回落幅度高达 14.8%。

(3) 当前在国家收储制度推动下,猪肉价格可望提前于近期(二季度末)企稳;而猪农已经宰杀了部分能繁育母猪,下半年,尤其是四季度猪肉供给可能会出现显著短缺,进而带动猪肉价格过快上涨。①供过于求是前期猪肉价格下降的主要原因。从猪肉价格三年一周期的角度来看,2007—2008 年价格疯涨和国家出台补贴政策刺激全国生猪存栏头数快速升值 4.7 亿头(历史正常水平为 4—4.4 亿头),导致猪肉供大于求,这是去年和今年猪肉价格同比增速下降的根本原因。与此同时,随着今年 2、3 月份南方部分地区发生疫情和近期饲料成本、人工费用提高产生的一些恐慌性抛售行为,则进一步使猪肉绝对价格持续下降。②我们认为,当前在国家收储制度推动下,猪肉价格可望提前于近期(二季度末)企稳;而猪农已经宰杀了部分能繁育母猪,下半年,尤其是四季度猪肉价格可能出现过快上涨。之所以说,国家收储制度会使猪肉价格企稳,而不是大幅回升,是因为猪肉收储制度的政策目标主要是平抑猪肉价格的波动,并且猪肉收储力度本身有限(全国年猪肉消费了接近 5000 万吨,国家冷冻猪储备规模在 30 万吨左右,而且要受到 12 个月保持期的限制)。另一方面,根据生猪 8 个月的一个完整周期(妊娠母猪经过 4 个月生产出仔猪,仔猪经过 4 个月出栏),今年 1、2 月份猪肉价格开始持续下降,同时伴随仔猪价格下降,养殖户开始减少仔猪繁育并且进一步对存栏生猪进行抛售,那么接下来,5、6 月份仔猪进而 9、10 月份生猪数量可能降至阶段性最低水平,也就是说,四季度可能会出现猪肉供给的显著短缺。④下半年猪肉价格涨幅可能保持在 20%以内,抬高 CPI0.6 个百分点。根据猪粮比 6:1 的盈亏平衡点以及现在 5:1 的猪粮比,假定猪粮价格不变情况下,猪肉价格可能要上涨 20%才能使猪农达到盈亏平衡,以此估算猪肉价格对后续 CPI 的影响大概为 0.6 个百分点左右(猪肉价格占 CPI 比重为 3%左右)。如果考虑到玉米等养猪的主要饲料等价格持续的上涨,猪肉价格对 CPI 的影响可能更大。

◆水、电燃气价格上涨可能推动居住类价格持续上涨,但短期内来看,其总体影响基本处于可控状态。从今年前四个月的情况看,居住类对 CPI 拉动作用占同期 CPI 涨幅比例一直保持在 20%左右,其中,水、电、燃气子项对 CPI 涨幅拉动作用都在 13%以上(因水、电、燃气子项价格变化较大以及其占居住类比重高达 40.8%)。国务院《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》将深化水、电、燃油、天然气等资源性产品价格改革作为今年九大经济体制改革任务之一,居民用资源品价格上调已经势所必然。假设 2010 年居民用水、电、燃料均上涨 10%,同时,居住类中水、电、燃料占 CPI 的比重约为 6.0%,则对 CPI 的直接影响是 0.60%。此外,各省/市上调水、电、气价格是陆续进行的,CPI 因此受到的影响可能比较平滑。

表 2: 2010 年影响 CPI 的主要结构性因素

CPI 大类	CPI 子项	占 CPI 的比重*	5 月份前对 CPI 的影响	5 月份及其后对 CPI 的可能影响
食品	粮食	3.83%	持续的上行压力	年内持续的上行压力
	蔬菜和水果	4.28%	较大的上行压力	短期内下行压力, 其后可能平稳
	猪肉	3.03%	下行压力, 4 月份小幅上行压力	短期内下行压力, 年底可能变为上行压力
居住	水、电和燃料	5.99%	较大的上行压力	年内持续上行压力
	建筑材料	3.97%	上行压力	下半年持续下行压力
服务	服务	22.90%	持续的上行压力	年内持续上行压力
交通通讯	车用燃料	0.33%	较大的上行压力	短期内下行压力, 其后可能平稳

注: *占 CPI 的比重一栏数据均为根据国家统计局公布的 2005 年 1 月—2010 年 4 月 CPI 细项数据回归所得, 因 CPI 各成分商品“五年一大变, 一年一小变”, 此数据仅为其在 CPI 中真实权重的近似值。

资料来源: 渤海证券研究所

◆随着近年低端劳动力成本的上升, 服务价格可能持续上涨进而给抬高下半年 CPI 涨幅。服务类价格上涨主要源于近年人口结构变化、劳动力需求上升以及劳动保障制度逐渐健全的影响下, 劳动力成本, 尤其是低端劳动力成本的上升。2010 年劳动力成本上升表现的可能比较突出具体有三个原因: 一是随着去年下半以来, 国内经济强劲回升, 珠三角、闽东南地区“民工荒”愈演愈烈, 今年年初表现得最为突出, 农民工资涨幅有所扩大。二是继去年因受金融危机影响, 各地暂停调整最低工资标准之后, 今年成为“最低工资调整年”。据人力资源和社会保障部透露, 今年有 20 个省/市准备上调最低工资标准。从一季度已经完成调整的七个省/市来看, 调高幅度都超过 10%。三是《工资条例》很将在年内出台, 其中的工资协商制度、同工同酬等也可能推动劳动力成本。

◆短期内, 以原油为代表的国际大宗商品价格的回落将使输入性通胀压力减轻。前期随着进口快速回复, 输入性通胀对 CPI 的影响逐渐凸显。国际油价上涨, 导致 4 月份国内成品油价格上调, 直接推高当月 CPI 同比涨幅 0.07%。但是进入 5 月份以来, 随着美元走强, 以原油为代表的国际大宗商品价格开始大幅回落。考虑到下半年美元可能持续走强以及世界经济复苏依然缓慢, 对原油等大宗商品的需求并没根本恢复, 未来大宗商品价格上涨缺乏充足动力。总体来看, 短期内大宗商品价格的回落将使输入性通胀减轻。

图 3: 食品和居住价格在 CPI 中波动性最大

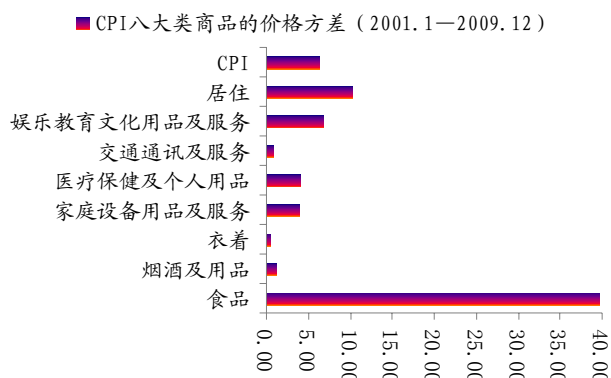
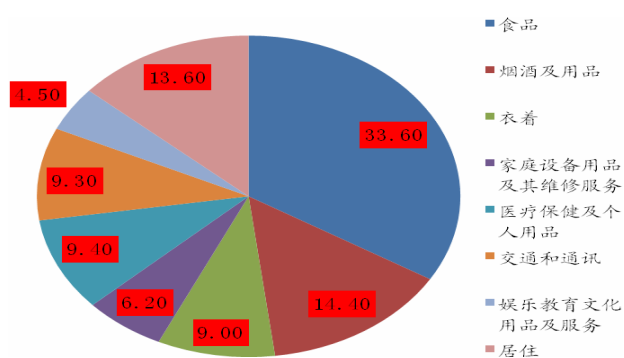


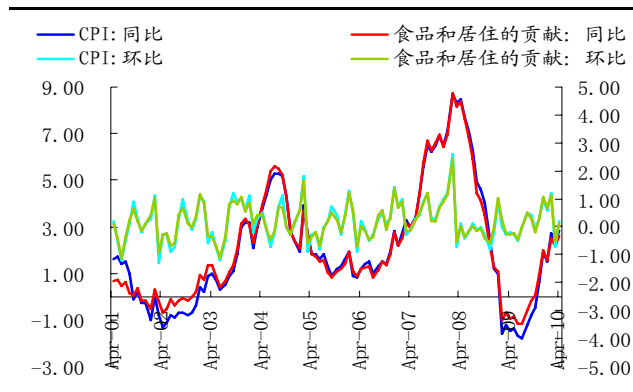
图 4: 食品和居住价格比重占 CPI 半壁江山



资料来源: 资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

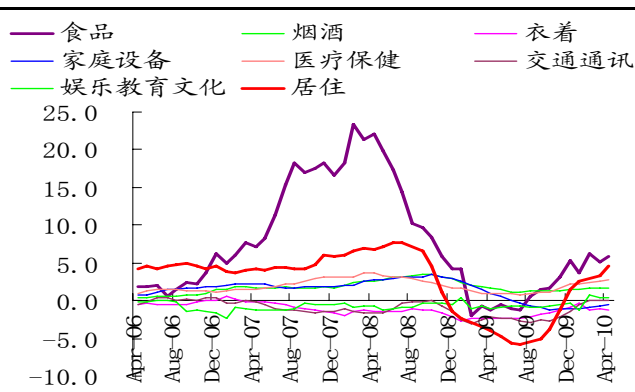
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 5: 食品和居住价格基本上主导了 CPI 的走势



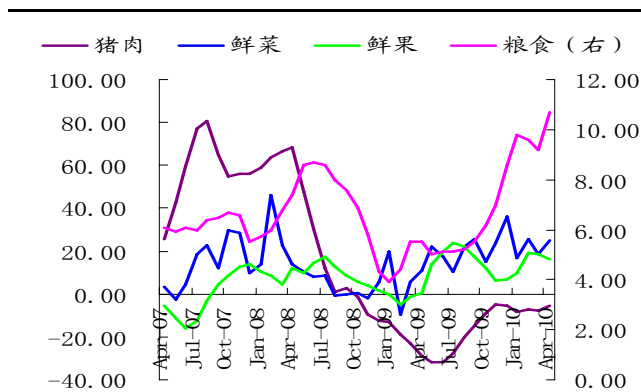
资料来源: 资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 6: 2010 年以来食品和居住价格快速上涨



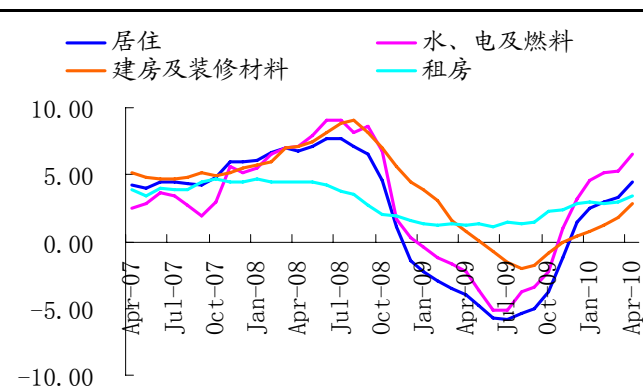
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 7: 近期粮食、蔬菜和水果成为推动CPI上涨的主力军



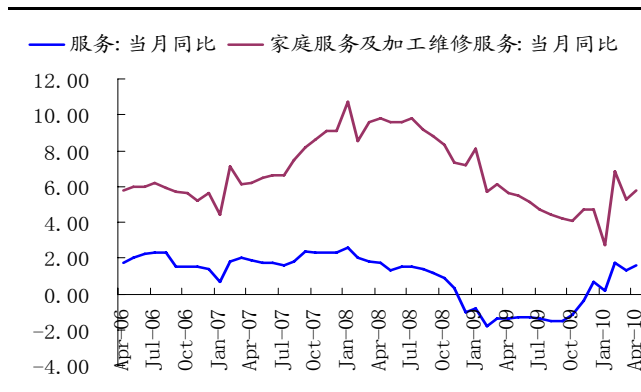
资料来源: 资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 8: 近期居住类及其各细项价格变化趋势



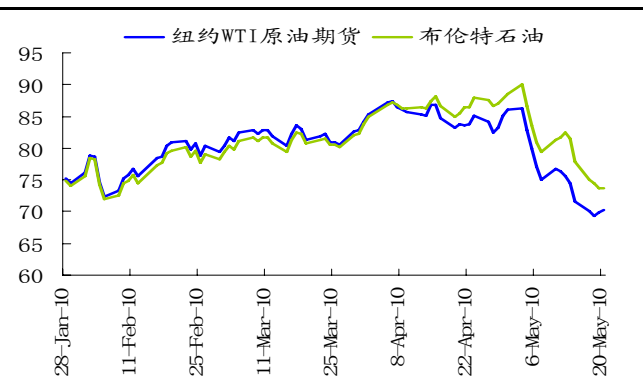
资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 9: 2010 年以来服务类价格小幅上涨



资料来源: 资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

图 10: 5 月份以来国际原油期货价格大幅下降



资料来源: 资料来源: Wind资讯, 渤海证券研究所

3. 2010 年“低—高一低”的通胀走势

经济真实需求、货币因素和翘尾因素共同决定了今年通胀“前低—中高一后低”走势，其中峰值最可能出现在三季度。而 5 月份一些结构性因素已经开始给 CPI 带来下行压力，这很可能直接拉低今年通胀峰值的高度，导致三季度通胀“高不太高”。另一方面，前期猪肉价格大幅下降，猪农已经宰杀了部分能繁育母猪，可能在四季度导致猪肉供给出现明显短缺，进而猪肉价格出现过快上涨，四季度通胀又“低不太低”。初步预计，全年 CPI 有望实现 3% 左右的预期目标（预测值为 3.2%）；其中，出现在三季度末或四季度初的峰值可能保持在 4.3% 左右；今年的通胀风险大幅降低。

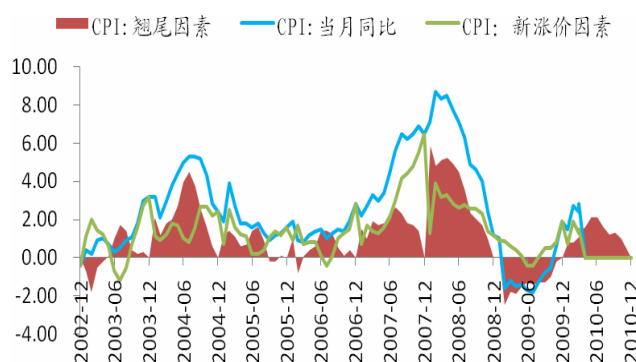
◆经济真实需求、货币因素和翘尾因素共同决定了今年通胀“前低—中高一后低”走势，其中峰值最可能出现在三季度。作为影响 CPI 走势的两大基础性因素，经济真实需求（以产出缺口来衡量）和货币供应量（以 M1 同比增速来衡量）相对 CPI 具有明显的领先效应。一般情况下，产出缺口领先 CPI 2 个季度左右，而 M1 增速领先时间大概为 5—11 个月。考虑到去年 4 季度产出缺口由负转正并在今年 1 季度达到阶段性峰值，M1 增速也从去年 6 月份开始进入 20% 以上的高位区间并在今年 1 月份达到峰值，以及 5 月份开始新涨价因素减弱后，翘尾因素对 CPI 影响增强（今年 CPI 翘尾因素呈现“低—高一低”的趋势，并在 6 和 7 月份达到年内峰值），今年 CPI 很可能呈现“前低—中高一后低”走势，并且年内峰值最可能出现在三季度。

◆下半年 CPI “高不太高，低不太低”，即三季度峰值幅度可能不会太高，四季度的回落幅度有限。我们认为，在今年通胀总体温和的基础上，CPI 的涨幅主要由食品和居住等结构性的新涨价因素决定，而从当前诸多结构性因素的表现及其未来的趋势来看，5、6 月份一些结构性因素已经开始给 CPI 带来下行压力，这很可能直接拉低三季度峰值的高度，超过 5%，甚至达到 6% 或 7% 的可能性已经大幅降低。另一方面，根据我们前述对猪肉价格未来走势的分析，四季度猪肉供给可能会出现显著短缺，届时如果猪肉价格出现快速上涨，则可能减缓 CPI 的回落力度。

◆对 2010 年 CPI 走势的预测：全年 CPI 有望实现 3% 左右的预期目标（预测值为 3.2%）；从季度来看，三季度达到高点后，四季度小幅回落；其中，出现在三季度末或四季度初的峰值可能保持在 4.3% 左右。首先，我们根据商务部农产品价格指数及其与 CPI 中食品价格环比的关系，估算出 5、6 月份 CPI 环比分别 -0.1% 和 0.0%；接着，考虑到 2004 年也是处在宏观调控之中，与当前经济环境相似，

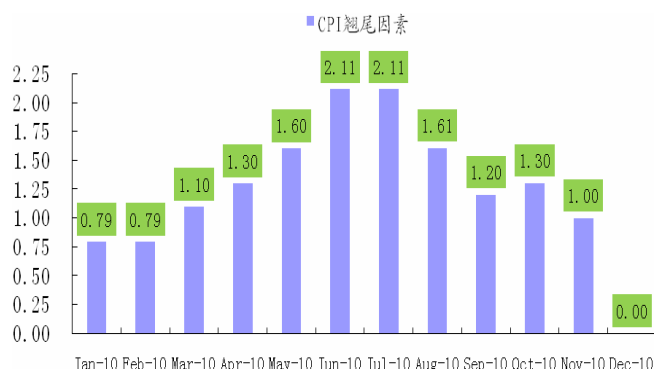
我们利用 2004 年下半年 CPI 环比增速近似替代 2010 年下半年 CPI 环比，估算了下半年 2010 年 CPI 同比数值。预测结果显示，全年 CPI 有望实现《政府工作报告》中规定的 3% 的预期目标（预测值为 3.2%），出现在三季度末或四季度初的峰值可能保持在 4.3% 左右。从季度来看，后三个季度将保持在 3.2%、3.7% 和 3.5% 左右，三季度达到高点后，四季度有所回落。其中，5 月份可能保持在 3.1% 左右，低于我们月初的预测值。

图 11: 翘尾因素基本可以决定 CPI 的走势



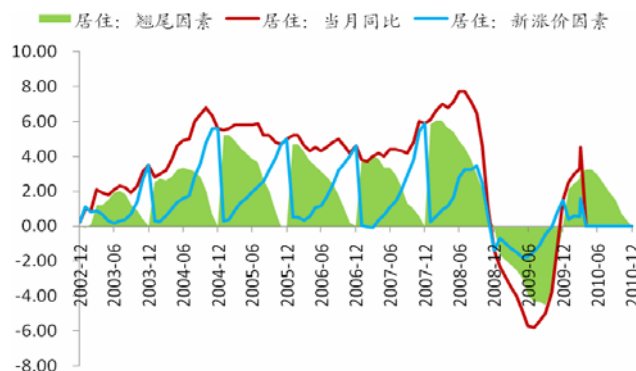
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 12: 2010 年 CPI 翘尾因素呈前“低—高—低”走势



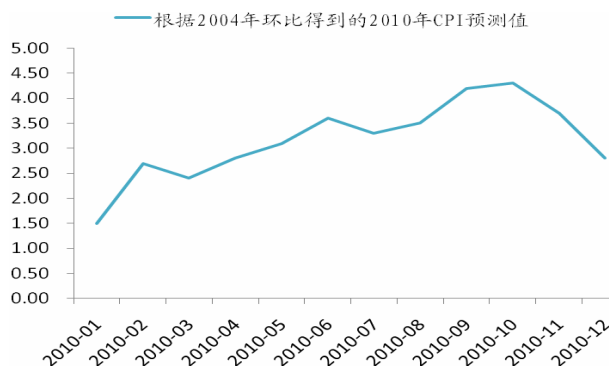
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 13: 今年前四个月翘尾因素基本决定了居住价格走势



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 14: 根据 2004 年环比得到的 2010 年 CPI 预测值



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

4. 应当适度提高对通胀的容忍程度

通过对 24 个国家或地区（包括 G7 等 8 个发达国家、12 个发展中国家和亚洲“四小龙”）近十年来 CPI 的比较分析，我们发现，发展和转型中国家通胀一般都比较低。作为一个处于转型中的发展国家，无论是从我国货币政策的非通胀目标盯住制度来看，还是从我国通胀的历史实际情况来看，从来就不存在所谓的 3% 通胀警戒线。我们当前的通胀更多的是异常天气和资源品价格改革等在不可持续

性因素和经济发展阶段性因素造成的，应当适度提高对通胀的容忍程度。

◆**发展和转型中国家通胀一般都比较**高。通过对 24 个国家或地区（包括 G7 等 8 个发达国家、12 个发展中国家和亚洲“四小龙”）近十年来 CPI 的比较分析，我们发现两个结论：一是发展中国家的 CPI 普遍都比发达国家高。1997—1999 年的数据显示，除马来西亚和泰国外，其他被考察发展和转型中国家或地区平均年 CPI 都接近或超过 5%，而所有被考察发达国家则都在 3% 以下，并且主要发展中国家最近 13 年来每轮通胀周期峰值都远超过 5%。二是中亚洲四小龙长期通胀走势显示，一个国家或地区随着发展阶段的升级，CPI 可能会逐步回落。以亚洲四小龙中，与我国最具可比性的韩国为例，随着其不同的发展阶段，其通胀大体经历四个阶段：1960 年代—1980 年代初年 CPI 基本保持在 10% 左右，1980 年代—1990 年代保持在 5% 左右，而后至至今基本保持在 2.5% 左右。我们认为，处于发展和转型中国家或地区通胀较高，主要可能是因为以下三个原因：处于发展中的国家或地区，受制于其发展水平，价格波动较大的食品在其 CPI 中食品占比较高；同时，因为历史原因，非工业品的食品价格被人为压低，随着经济发展，政府可能增加对农业的补贴，诸如提高粮食最低收购价格等；处于转型中的国家或地区，随着市场机制在其资源品价格形成过程的作用不断加大，各类资源品价格也会逐步上涨。因此，可以说发展和转型中国家或地区通胀相对较高，很大程度是一些客观原因造成的。

表3：几个主要国家食品和肉类在CPI中的比重

	中国	印度	美国	欧元	日本	加拿大
食品	32.8	55.7	14.6	16.7	16.7	17.0
肉类	11.0	7.1	3.4	4.3	4.3	3.4

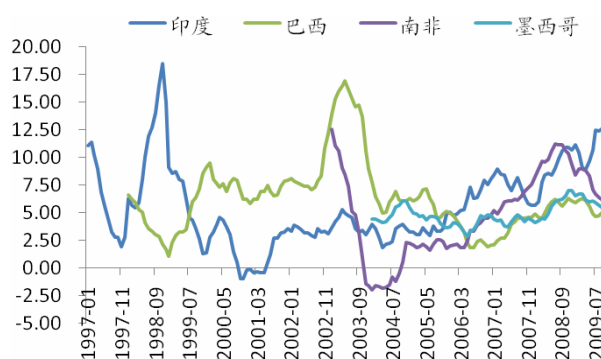
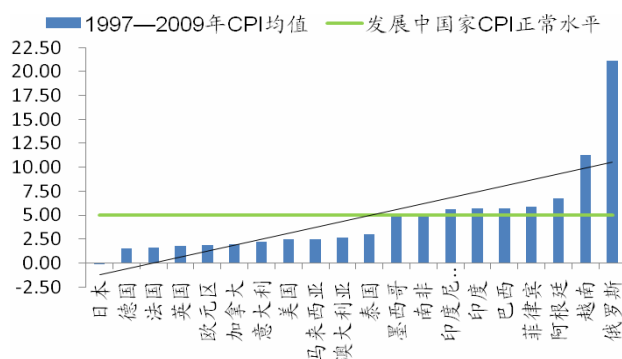
资料来源：各国国家统计局，渤海证券研究所

◆**3%从来就不是我国的通胀警戒线，应该仔细考察造成通胀的原因，适度增加对通胀的容忍程度。**作为一个处于转型阶段的发展国家，我们也面临着：食品价格在 CPI 占比过高、资源品价格改革正在推进和需要大力扶持农业生产等相同的问题。我们应该从我国所处的发展阶段和市场化改革阶段，来审视 CPI 的容忍程度。一方面，健全市场机制和转变发展方式本身客观上要求资源品价格形成机制做出调整，这不可避免地会表现在资源产品价格上涨方面。另一方面，提高农产品最低收购价格则有助于提高农民收入，缩小城乡差距，从而改善初次收入分配。不能刻意为将通胀保持在低水平，而阻碍必要的相对价格调整。此外，考察 1994 年以来我国的四轮通胀周期，除 1999—2002 年那轮周期外，每轮通胀周期峰值都远超过 3%。而 1999—2002 年那轮周期，经济整体处于持续低速增长阶段，

并不能说明通胀低就好。我们认为，无论是从我国货币政策的非通胀目标盯住制度来看，还是从我国通胀历史实际情况来看，从来就不存在所谓的 3% 的通胀警戒线。我们当前的通胀更多的是异常天气和资源品价格改革等在不可持续性因素和经济发展阶段性因素造成的，应当适度提高对通胀的容忍程度。

图 15: 发展和发达国家 CPI 呈现高低分化现象

图 16: 主要发展中国家每轮 CPI 周期峰值都会超过 5%

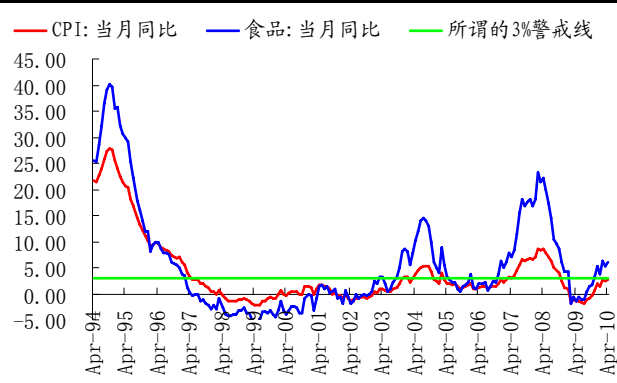
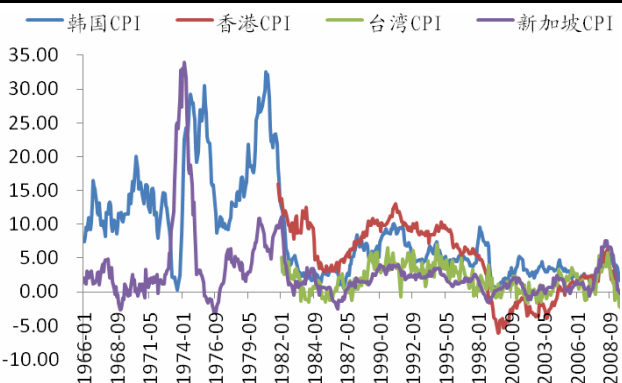


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 17: 亚洲四小龙发展历程中 CPI 呈现不断下降的趋势

图 18: CPI 3% 从来就不是我国的通胀警戒线



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

5. 多管齐下管好通胀

在下半年经济面临超预期下调风险的背景下，通胀风险可能的降低，进一步扩展了“增加宏观调控灵活性”的空间。我们认为，一方面，加息等高强度紧缩政策出台以直接应对通胀持续、过快走高的必要性大幅下降；另一方面，经济超预期下调风险增强和通胀风险降低二者的叠加，使“下半年货币政策在某些时段和某些领域出现适度松动”成为一种可能。

◆在当前“内”因房地产调控和“外”因欧洲主权债务问题，经济运行前景不确定性增加，甚至下半年可能出现超预期下调风险的背景下，包括加息在内的诸多

宏观调控政策将以防范经济超预期下调为第一目标。我国货币政策实行的是，兼顾经济增长、稳定物价、充分就业、国际收支平衡和稳定金融环境等的多重目标制，而不是单一的通胀目标盯住制。并且，从我国货币政策的实践情况来看，在大多数时间，货币政策更倾向于以经济增长为主要目标，特别是在经济出现大的内部调整和外部冲击时，尤为如此。因此，是否加息需要综合考虑经济和通胀等各方面的情况。在当前“内”有房地产调控和“外”遭欧洲主权债务问题，经济运行前景不确定性增加，甚至下半年可能出现超预期下调风险的背景下，包括加息在内的诸多宏观调控政策将以防范经济超预期下调为第一目标。我们认为，单纯因通胀加息的可能性不大。

◆考虑到货币供应量与通胀之间存在较长的时滞，现时加息对抑制通胀意义不大。首先，假定加息能够起到抑制通胀的作用，但是由于货币政策变动与通胀之间存在 5—11 个月的时滞，等到抑制效果开始显现时，今年通胀可能已经在逐步回落了（如前所述今年通胀峰值可能在三季度出现，如果现在加息，实际起作用可能要到四季度了）。从这个角度来讲，现时或更靠后的加息对抑制今年通胀的实际意义不大。其次，从加息抑制通胀的作用机制来看，加息可能通过减少投资和消费等经济的真实需求进而抑制通胀，或者直接通过减少货币供应量来抑制需求，而这些则可以通过控制信贷、公开市场操作净回笼资金、上调存款准备金率等数量型紧缩工具来实现。在经济尚未走上可持续增长轨道之前，数量型紧缩工具相对优于价格型工具。

◆结构性通胀更应该着眼于结构性政策来管理。总体看，今年价格上涨更多将呈现结构性特征。基于此，在应对通胀压力的政策选择上，既要着眼于宏观经济政策，更应该着眼于结构性政策。结构性政策重点是保障农产品供给和遏制部分城市房价过快上涨，特别是食品在 CPI 中占比较高且上涨较为显著的情况下，通过增加对低收入人群的补贴，可以缓解结构性价格上涨给宏观经济政策调整带来的过大压力。

◆不能绝对排除“通胀幅度大幅超预期情况下，象征性加息的可能”。虽然我们认为，当前是否加息需要综合考虑经济和通胀等各方面的因素，并且今年通胀风险已经有所降低，因此今年加息必要性不大。但是这个结论存在两方面的风险：一是通胀可能因为突发因素超预期短时间内过快上涨，这时央行可能象征性的、试探性的加息，以显示稳定物价的决心；二是我国的货币当局缺乏足够的独立性，并且《政府工作报告》中规定的今年 3% 的通胀预期，在一定程度上已经成为货币当局的一个政治任务，这也增加了其稳定物价的压力。因此，不能绝对排除“通胀幅度大幅超预期情况下，加息的可能”。但是，我们认为，即使届时加息付诸行动，也更多的是一种象征和试探性举动，并不意味着加息周期就此开启。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明1：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明2：本报告PDF版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn