



视其所以，观其所由，察其所安

——通货膨胀的研究逻辑

主要观点：

- **市场对 CPI 的关注就是对货币政策乃至整体宏观经济政策的关注。** CPI 对货币政策的影响似乎并不仅仅局限于加息、升值等表征指标，“通货膨胀目标制”这一新的货币政策框架已成为货币政策实践中最重要的变化，直接选择通货膨胀率作为货币政策名义锚，并向外界公布未来一段时间所要达到的目标通货膨胀率已经成为很多国家中央银行的货币政策操作实践。
- 就 CPI 权重指标的测算来看，突出的问题是低估了居住类价格指数的权重，在我们的测算中只有 16.3%，而其他国家该项权重都在 30% 以上。另一个问题就是食品所占比过重，这已不符合我国居民的消费结构，随着居民可支配收入水平的提高，食品消费占总消费支出的比重不断下降。
- **农业在我国一直受到高度重视，我国农业生产发展势头良好。** 在国家扶持农业生产、保护农民利益的大前提下，粮食价格的稳定走高是可以预期的。从农产品供应层面上讲，食品价格不具备大幅上涨的动力和空间。国家对农产品价格上涨的敏感远远超过其他产品或资产，农产品价格大幅波动的政策基础也不存在。将 PPI 指标的趋势与其与 CPI 指标的统计相关关系相结合，可以看出，PPI 指标处于回落趋势中，未来一段时间内由工业品价格传导给 CPI 的压力并不明显。
- **在我国，劳动要素的投入对经济增长的贡献更为突出。** 城镇化的一个基本逻辑是将农业生产力转移到非农部门，既提供低成本生产要素投入，又扩大内需消费。但由于我国农村人口目前主要以老年人和留守儿童为主，可供转移的潜在劳动力资源并不丰富，甚至农业生产劳动力也有“退休”和“更新”的需要，我国面临潜在劳动力资源匮乏的窘境。此外，高等教育“普及化”不仅推后了劳动力进入市场的年龄，而且进一步减少低端劳动力供给，影响劳动力供给结构。这些因素共同作用使得我国的劳动力供给在未来相当长时期都将面临严峻的处境。
- **从对未来 CPI 指标的预测来看，秋粮尚未上市，我国 8 月份 CPI 可能创出年内新高，达到 3.4% 左右，在本年度剩下的几个月将延续下行走势。** 随着劳动力成本的提高等基本生产条件的变化，我国明年及之后的 CPI 不容乐观，可能超过今年水平，达到 3.2—3.5% 的水平。

宏观研究小组

邵宇

电话：(8610) 88085949

Email: shaoyu@hysec.com

李伟杰

电话：(8610) 88085267

Email: liwei jie@hysec.com

蔡笑

电话：(8610) 88085801

Email: caixiao@hysec.com

相关研究

《劳动力市场拐点：结构调整的硬约束》.....	2010/08/10
《企业力量参与农产品市场调控》.....	2010/07/29

表：CPI 指标预计

时期	2011F	201008F
CPI (%)	3.2-3.5	3.4

目录

一、对通胀问题的理解	5
一、对通胀问题的理解	5
(一) 通胀指标关乎货币政策走向	5
通货膨胀目标制	5
(二) 通货膨胀度量指标	8
我国 CPI 统计指标权重	9
CPI 统计指标权重国际比较	13
二、通胀指标组成成分趋势分析	14
(一) 食品	14
食品价格的短期走势	15
食品大类的长期趋势	16
(二) 非食品	18
三、外部冲击	19
(一) 货币冲击	19
(二) 劳动力冲击	20
潜在劳动力资源不足	20
结构失衡	22
劳动力价格亟待重估	22
四、对未来通胀前景的判断	24
8 月份的 CPI 形势	24
2011 年 CPI 形势预测	26

插图

表: CPI 指标预计	1
图 1: CPI 指标的变化	5
图 2: 各国通货膨胀目标定位趋同性	6
图 3: 工业化国家货币政策框架演变	7
图 4: 非工业化国家货币政策制度演变	7
图 5: 通货膨胀目标制实施效果——新西兰	7
图 6: 通货膨胀目标制实施效果——加拿大	7
图 7: 通货膨胀目标制实施效果——英国	7
图 8: 预测值与残差图	11
图 9: 城镇居民消费开支比例	11
图 10: 农村居民消费开支比例	11
图 11: 我国 CPI 指标分类权重	12
图 12: CPI 动态变化方差分解图	13
图 13: 我国居民家庭恩格尔系数不断降低	14
图 14: 各子类占食品支出的比例	15
图 15: 国内菜篮子价格走势	16
图 16: 国内猪肉价格走势	16
图 17: 国内粮食产量	17
图 18: 我国农作物播种面积 (千公顷)	18
图 19: 人均粮食占有量 (公斤)	18
图 20: 人均棉花、油料占有量 (公斤)	18
图 21: 人均肉类、水产品、牛奶占有量 (公斤)	18
图 22: CPI 子类与 PPI 指标变化	18
图 23: CPI 与 PPI 的相关影响	19
图 24: 新增人民币贷款及 CPI 变化	19
图 25: GDP 与货币发行增速比较	20
图 26: M2/GDP 指标国际水平比较 (2008 年底)	20
图 27: 经济货币化指标变化	20
图 28: 人口出生率及自然增长率趋势	21
图 29: 联合国预测中国人口年龄中位数变化	21
图 30: 联合国预测各国抚养率变化	21
图 31: 岗位空缺与求职人数比率变化	21
图 32: 岗位空缺与求职人数比率变化 (分地区)	22
图 33: 岗位空缺与求职人数比率变化 (主要经济区)	22
图 34: 不同类别用工缺口	22
图 35: 平均工资水平	23
图 36: 工资总额占 GDP 比例	24
图 37: 工资指数 WAGE 与 CPI 变化	24
图 38: WAGE 与 CPI 交叉相关检验结果	24
图 39: 商务部食用农产品价格指数连续十周上涨	25
图 40: 7 月 CPI 翘尾因素最高, 随后逐月回落	25

表格

表 1: 通货膨胀目标制国家分类.....6

表 2: 通货膨胀目标制特点8

表 3: 通货膨胀度量指标.....9

表 4: 我国 CPI 统计指标体系10

表 5: 我国 CPI 指标大类权重确定（多元回归方法）10

表 6: CPI 各类指标方差分解表12

表 7: CPI 构成及权重国际比较.....14

表 8: 食品各子类对食品 CPI 影响.....15

表 9: ：历年中央一号文件.....17

表 10: 各国制造业雇员工资水平（单位：美元/小时）22

表 11: 8 月份以来中央稳定农产品价格的政策措施.....26

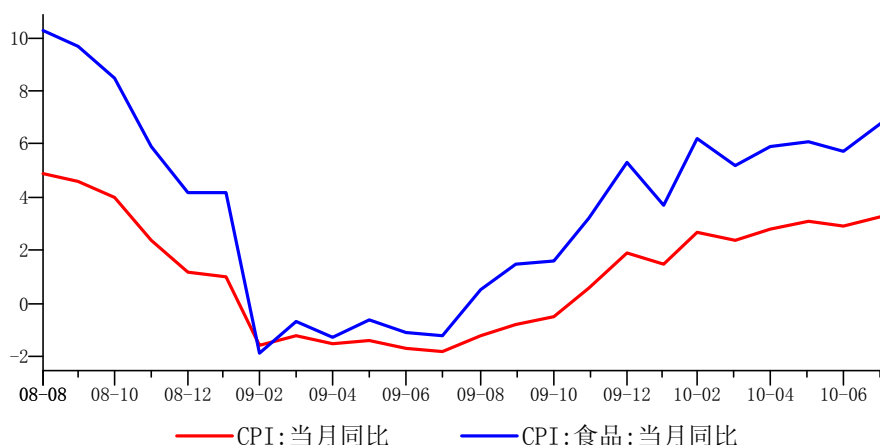
表 12: CPI 指标预测26

一、对通胀问题的理解

(一) 通胀指标关乎货币政策走向

近三月 CPI 指标的高位运行引发了市场对通货膨胀问题的普遍关注。我们认为近期 CPI 指标的变化来自两方面因素。一为偶然性冲击因素，近期自然灾害频发，粮、肉、菜、蛋等生活必需品价格明显上涨，对 CPI 指标带来短期冲击，这一冲击随着秋季的到来、秋粮的上市而渐趋减弱，通胀水平会趋于回落。再者就是长期冲击因素的影响，在我们看来，这一因素主要包括货币冲击和劳动力冲击，货币冲击即名义货币投放对通货膨胀的影响，无论对比经济总量指标还是社会消费品零售总额指标，M2 指标的涨幅都大大超出了可比区间，过量的货币供给必然要在经济活动的某些领域表现出来，房地产价格上涨、玉石籽料价格上涨、收藏品价格上涨等等都可以视作其表现形式，而农产品以其特有的受众广、门槛低、耐储存等特点更是成为资金偏爱的对象，这会更加突出对 CPI 指标构成的影响。与此同时，劳动力市场的冲击也不可忽视，进入 2010 年以来，我国已有 22 个省区提高最低工资标准，平均涨幅达 17%，其中，海南省涨幅甚至超过 40%，富士康、广州本田为代表的企业加薪潮、全国总工会推行的《工资条例》和“工资集体协商制度”，在影响劳动力市场供需平衡的同时，都对我国 CPI 构成了显著影响。

图 1: CPI 指标的变化



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

通货膨胀目标制

近年来，统计局公布的指标一直饱受社会各方质疑，“被增长”、“被就业”、“被加薪”、“被稳定”等辛辣热评屡见网端，甚至国家统计局发布的数据被好事者发调侃博文戴上“三俗”的帽子。既然如此，市场为何仍对 CPI 指标趋之若鹜？确然，《中国人民银行法》规定“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”市场对 CPI 的关注就是对货币政策乃至整体宏观经济政策的关注。在我们看来，CPI 对货币政策的影响似乎并不仅仅局限于加息、升值等表征指标。随着各国货币当局明确以物价稳定作为货币政策首要目标，“通货膨胀目标制 (inflation targeting)”这一新的货币政策框架已成为货币政策实践中最重要的变化，直接选择通货膨胀率作为货币政策名义锚 (nominal anchor)，并向外界公布未来一段时间所要达到的目标通货膨胀率已经成为很多国家中央银行的货币政策操作实践。

根据国际货币基金组织 (IMF) 的统计，已正式宣布采用通货膨胀目标制达 29 个。

而依据货币当局是否明确宣布通货膨胀目标制，以及货币政策的透明度和可信度，区分了完全通货膨胀目标制、折衷通货膨胀目标制与准通货膨胀目标制三类。其中，完全通货膨胀目标制是指货币政策可信度比较高、目标明确、透明度较高并具有明确责任，即货币当局明确宣布通货膨胀目标制的国家，如新西兰；折衷通货膨胀目标制，是指货币政策可信度较高，并能维持稳定的低通货膨胀率，但不明确宣布目标制也不对该目标负责的国家，如欧洲央行、美国和德国等；准通货膨胀目标制是指已经宣布了一个较宽的通货膨胀目标，但由于货币政策可信度不高，没有能力实现目标的国家，大多为新兴市场经济国家。显然，如果算上后两类准通胀目标制国家，通货膨胀指标对货币政策乃至对全球经济的影响就更加重要了。

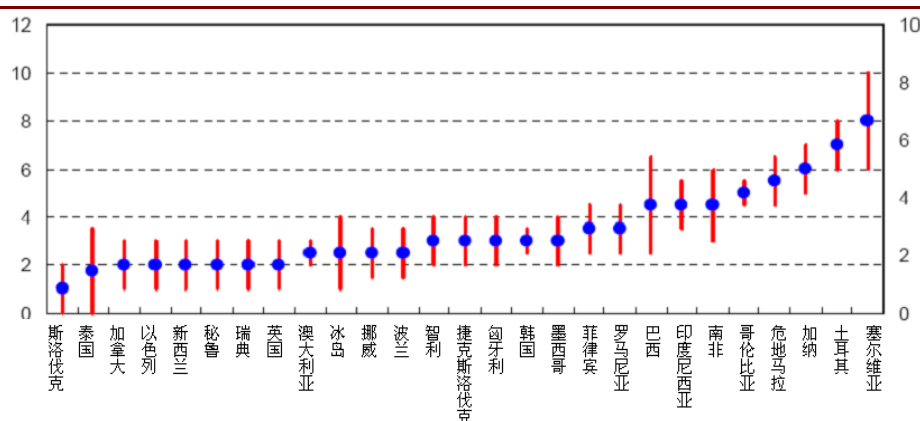
综上所述，即使 CPI 指标可能“三俗”，但就其对货币政策中介目标的影响而言，其仍是决定货币政策走向、衡量货币政策实施效果的核心变量，且显著性会越来越强。虽然我国尚未正式实施通货膨胀目标制，但就现有趋势看，利率、汇率市场化，货币政策治理通货膨胀必将是大势所趋，CPI 指标的政策含义将更加强烈。

表 1：通货膨胀目标制国家分类

类型	国家	通货膨胀目标清晰度	货币当局的公信力
完全通货膨胀目标制 (7)	工业化国家 (7)	高	中或高
折衷通货膨胀目标制 (5)	新加坡、瑞士、日本、美国、欧洲货币联盟	相当低	高
准通货膨胀目标制 (19)	克罗地亚、秘鲁、菲律宾、乌拉圭、斯洛文尼亚、阿尔及利亚、危地马拉、牙买加、斯洛伐克、多米尼加、阿尔巴尼亚、哈吉克斯坦、毛里求斯、印度尼西亚、洪都拉斯、俄罗斯、罗马尼亚、斯里兰卡、委内瑞拉	低	低

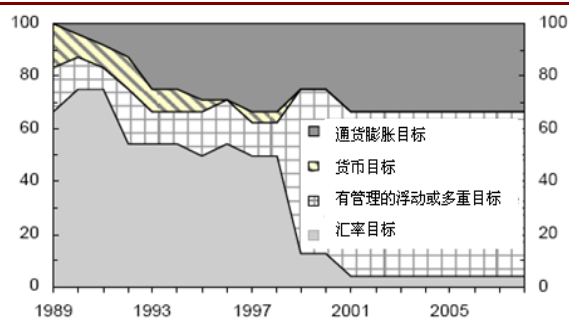
资料来源：国际货币基金组织，宏源证券

图 2：各国通货膨胀目标定位趋同性



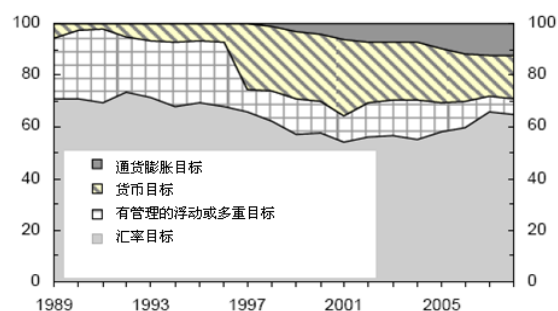
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 3：工业化国家货币政策框架演变



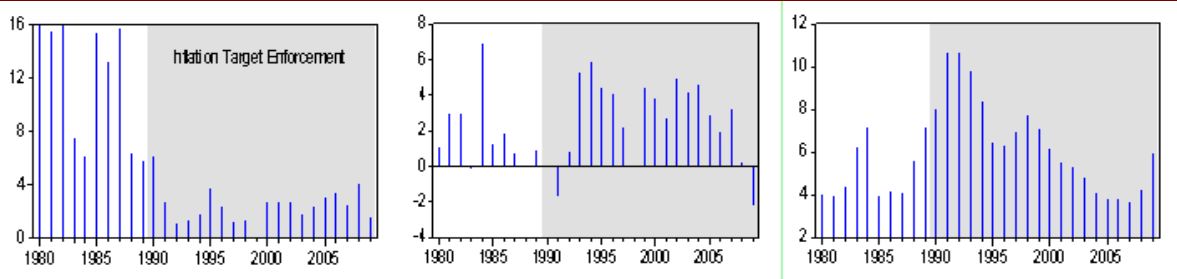
资料来源：宏源证券

图 4：非工业化国家货币政策制度演变



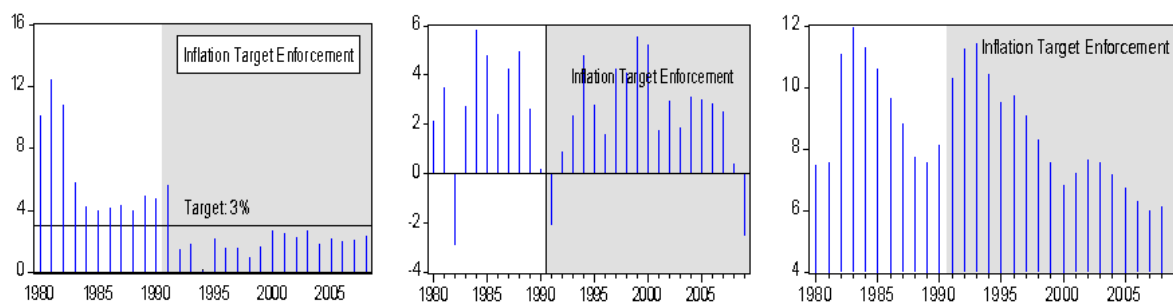
资料来源：宏源证券

图 5：通货膨胀目标制实施效果——新西兰



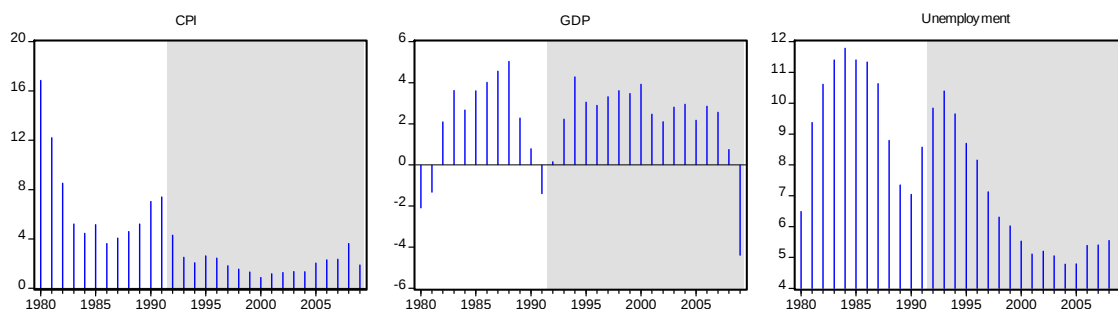
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 6：通货膨胀目标制实施效果——加拿大



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 7：通货膨胀目标制实施效果——英国



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

表 2：通货膨胀目标制特点

特点	内涵
缺少一个明确的中介目标	在政策工具与最终目标之间不再设立中间目标。 货币政策的决策依据主要依靠定期对通货膨胀的预测。 各国政府或中央银行根据预测提前确定本国未来一段时期内的中长期通货膨胀目标。 中央银行在公众的监督下运用相应的货币政策工具使通货膨胀的实际值与预测目标相吻合。
价格稳定作为首要目标	货币政策承诺维持一个具体的长期通货膨胀水平，长期价格稳定将是压倒一切的首要的政策目标。 实行通货膨胀目标制的中央银行必须通过法律形式，明确承诺把价格稳定作为货币政策的首要目标，如果该国货币政策有多个目标，那么在多个目标之间，价格稳定目标应该具有最高优先级。
公布	货币当局必须明确宣布数量化的通货膨胀目标。
数量化	通货膨胀目标可以是点目标，也可以是区间目标。
通胀目标	为了使透明度最大化，货币当局通常会选择为人们所熟悉，并且基础广泛、准确和及时的价格指数，以便将其变化率作为通货膨胀目标。
中央银行的独立性	任何考虑要采用通货膨胀目标制的国家，其中央银行都应有相当程度的独立性。 中央银行的独立性是指中央银行可以自主决定货币政策的程度，其要义在于中央银行的货币政策决策应当避免政策的干扰。 在通货膨胀目标制下的中央银行独立性属于相对独立性，表现在两个方面：一方面，在中央银行法案中明确规定中央银行的首要目标是价格稳定，但某一时期内具体的通货膨胀目标由政府制定；另一方面，中央银行在货币工具的操作上具有独立性。
中央银行的透明度	要求货币政策决策者保持实质性的开放和透明，为此中央银行应当经常、全面地与政策、市场和公众沟通，并且能够承担相应的责任。 高透明度主要表现在四方面： ① 明确中央银行责任和通货膨胀目标； ② 公开中央银行货币政策的决策过程，并定期对货币政策执行情况加以报告； ③ 及时向公众提供有关货币和金融运行的有关信息； ④ 运用相应的机制确保中央银行的责任性和诚信。
中央银行的责任性	要求中央银行在被赋予独立性和货币政策自主权的同时，必须对自己的行为负责。 一些国家通过法律强制中央银行承担相应的责任。 典型的情况是，当中央银行没能实现预先宣布的通货膨胀率目标时，公众及政府有权力对中央银行予以问责，要求中央银行做出合理解释。

资料来源：Wind 资讯，宏源证券

（二）通货膨胀度量指标

通货膨胀是一种货币现象，指货币发行量超过流通中实际所需要的货币量而引起的货币贬值，通货膨胀最为直接的结果就是物价上涨。在实际中，不可能直接计算通货膨胀，而是通过价格指数的增长率间接表示。由于消费者价格是反映商品经过流通各环节形成的最终价格，最全面地反映了商品流通对货币的需要量，因此，消费者价格指数是最能充分、全面反映通货膨胀率的价格指数。目前，世界各国基本上均用消费者价格指数即 CPI 来反映通货膨胀的程度。

表 3: 通货膨胀度量指标

指标	涵义
CPI	消费者价格指数(Consumer Price Index), 是对一个固定的消费品篮子价格的衡量, 主要反映消费者支付商品和劳务的价格变化情况, 也是一种度量通货膨胀水平的工具, 以百分比变化为表达形式。我国 CPI 调查分为食品、烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务、医疗保健及个人用品、交通通信、娱乐教育文化用品及服务、居住等八大类, 根据我国城乡居民消费模式、消费习惯, 参照抽样调查原理选中的近 12 万户城乡居民家庭的消费支出数据, 并结合其他相关资料确定的。
核心 CPI	核心 CPI 最早由 Gordon 提出的, 受第一次石油危机影响, 美国出现了较严重的通货膨胀, 食品价格和能源价格上涨推动了消费价格的上涨。当时美国发生的食品价格和能源价格上涨, 主要受供给因素的影响, 受需求拉动的影响较小, 因此其提出了从 CPI 中扣除食品和能源价格变化衡量价格水平变化的方法。美国劳工统计局自 1978 年公布从消费价格指数和生产价格指数中剔除食品和能源价格之后的上涨率。计算核心 CPI 时扣除哪些项目, 取决于项目的波动性和权重, 各国做法各有不同。美联储扣除了食品(权重为 15%)和能源(权重为 9%), 日本扣除了新鲜食品(食品的权重为 25%, 新鲜食品的权重为 4.5%), 欧洲央行则扣除了未加工的食品(食品的权重为 19.3%, 未加工食品的权重为 7.6%)和能源(权重为 8.2%)。
RPI	零售物价指数(Retail Price Index), 是指以现金或信用卡形式支付的零售商品的价格指数。美国商务部每个月对全国范围的零售商品抽样调查, 包括家具、电器、超级市场售卖品、医药等, 不过各种服务业消费则不包括在内。汽车销售额构成了零售额中最大的单一构成要素, 约占总额的 25%。
PPI	生产者物价指数是衡量制造商出厂价格变化的指数, 反映某一时期生产领域价格变动情况, 是制定有关经济政策和国民经济核算的重要依据。目前, 我国 PPI 的调查产品有 4000 多种(含规格品 9500 多种), 覆盖全部 39 个工业行业大类, 涉及 186 个调查种类。
GDP deflator	GDP 平减指数是指没有剔除物价变动前的 GDP(现价 GDP)增长与剔除了物价变动后的 GDP(即不变价 GDP 或实质 GDP)增长之商。它的计算基础比 CPI 更广泛, 涉及全部商品和服务, 除消费外, 还包括生产资料和资本、进出口商品和劳务等。因此, 这一指数能够更加准确地反映一般物价水平走向, 是对价格水平的宏观测量。
HIPS	HICP 是欧洲中央银行新建的一个反映一揽子消费品和服务价格变化的综合指数, 以消除一般 CPI 的衡量偏差。欧洲中央银行货币政策的首要目标是保持价格稳定, 为了使法律规定更具有操作性, 欧洲中央银行提出了一个价格稳定的数量化定义, 即“价格稳定是指中期内协调消费价格指数(HICP)的年增长率应该低于 2%”。

资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

我国 CPI 统计指标权重

我国 CPI 的调查内容分为食品、烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务、医疗保健及个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务、居住等八大类, 262 个基本分类(93SNA, 国际分类标准), 包含约 600 种商品和服务项目。根据我国城乡居民消费模式、消费习惯, 参照抽样调查原理, 选择近 12 万户城乡居民家庭(其中, 城市近 5 万户, 农村近 7 万户)的消费支出数据, 并结合其他相关资料确定的。CPI 调查项目中的规格品选择和每个基本分类的权重, 随着居民消费支出的结构变动而调整, 五年调整一次, 每年进行微调。但是, 就目前这个 CPI 指标体系来说, 存在不少缺陷。首先, 这个指标体系透明度不够。无论是 CPI 指标资料、信息收集和编制的过程, 还是 CPI 指标的权重等, 都应该是十分公开透明的信息, 但是, 我国目前的 CPI 指标信息透明度十分低。比如, CPI 的权重, 在其他国家统计局的网站上都容易获得, 但在中国统计局的网站上则不能够获得, 只能通过公布的数据推算出来。对于 CPI 信息收集、编制整理过程, 离信息公开更是相差甚远。

确认各分类价格指数的权重是对 CPI 指标进行分析的难点, 在此, 我们采集了国家统计局 2005 年 1 月至 2010 年 7 月的数据, 利用经济计量方法, 推导出各分类权重。

表 4：我国 CPI 统计指标体系

指标名称	代码	指标名称	代码	指标名称	代码
CPI	C0	衣着	C3	交通通讯及服务:城市间交通费	C64
食品	C1	家庭设备用品及服务	C4	交通通讯及服务:市内公共交通费	C65
食品:粮食	C11	家庭设备用品及服务:耐用消费品	C41	交通通讯及服务:通信工具	C66
食品:油脂	C12	家庭设备用品及服务:家庭服务及加工维修服务	C42	娱乐教育文化用品及服务	C7
食品:肉禽及其制品	C13	医疗保健及个人用品	C5	娱乐教育文化用品及服务:学杂托幼费	C71
食品:猪肉	C14	医疗保健及个人用品:西药	C51	娱乐教育文化用品及服务:文娱费	C72
食品:蛋	C15	医疗保健及个人用品:中药材及中成药	C52	娱乐教育文化用品及服务:旅游	C73
食品:水产品	C16	医疗保健及个人用品:医疗保健服务	C53	娱乐教育文化用品及服务:文娱用耐用消费品	C74
食品:鲜菜	C17	交通通讯及服务	C6	居住	C8
食品:鲜果	C18	交通通讯及服务:交通工具	C61	居住:水、电及燃料	C81
食品:调味品	C19	交通通讯及服务:车用燃料及零配件	C62	居住:建房及装修材料	C82
烟酒及用品	C2	交通通讯及服务:车辆使用及维修	C63	居住:租房	C83

资料来源：Wind 资讯，宏源证券

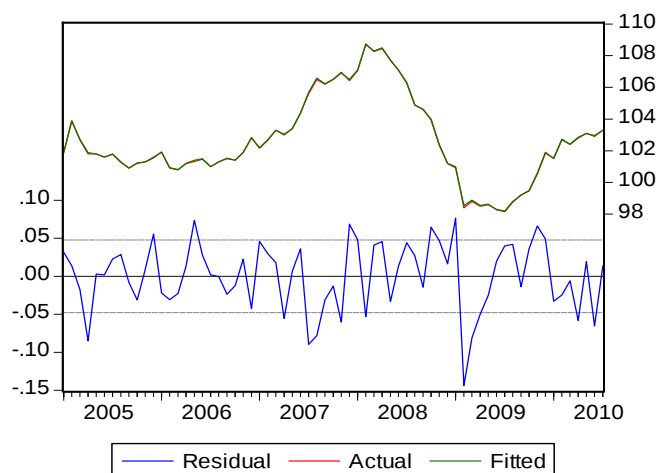
表 5：我国 CPI 指标大类权重确定（多元回归方法）

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
食品 C1	0.326635	0.002162	151.0761	0.0000
烟酒及用品 C2	0.109272	0.013286	8.224695	0.0000
衣着 C3	0.059754	0.010149	5.887472	0.0000
家庭设备用品及服务 C4	0.035986	0.007340	4.902704	0.0000
医疗保健及个人用品 C5	0.065229	0.010216	6.385323	0.0000
交通通讯及服务 C6	0.112916	0.013581	8.314116	0.0000
娱乐教育文化用品及服务 C7	0.125651	0.004837	25.97538	0.0000
居住 C8	0.163286	0.003897	41.89812	0.0000
R-squared	0.999713	Mean dependent var		102.6552
Adjusted R-squared	0.999679	S.D. dependent var		2.665906
S.E. of regression	0.047734	Akaike info criterion		-3.134681
Sum squared resid	0.134435	Schwarz criterion		-2.871434
Log likelihood	113.0118	Durbin-Watson stat		1.704167

资料来源：Wind 资讯，宏源证券

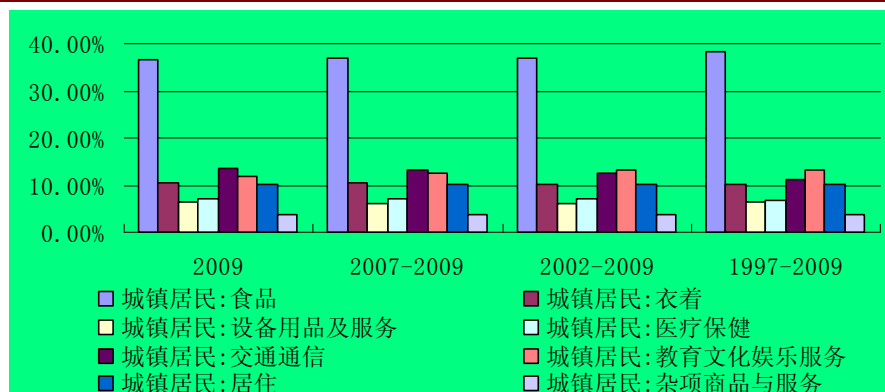
根据多元回归推导的结果，从各类价格指数的组成权重上看，食品为 32.7%，所占权重最大，其次是居住，占 16.3%，第三是交通通讯及服务，占 11.3%。根据国家统计局公布的城镇居民与农村居民的消费支出情况，可以对这一权重数据进行进一步印证。根据居民人均消费开支分析结果来看，食品支出的比例占 40%左右，居住支出的比例占 15%左右，交通通讯及服务支出约占总支出的 12%左右，除食品支出所占比例稍高外，其他与回归模型拟合结果基本相符。

图 8: 预测值与残差图



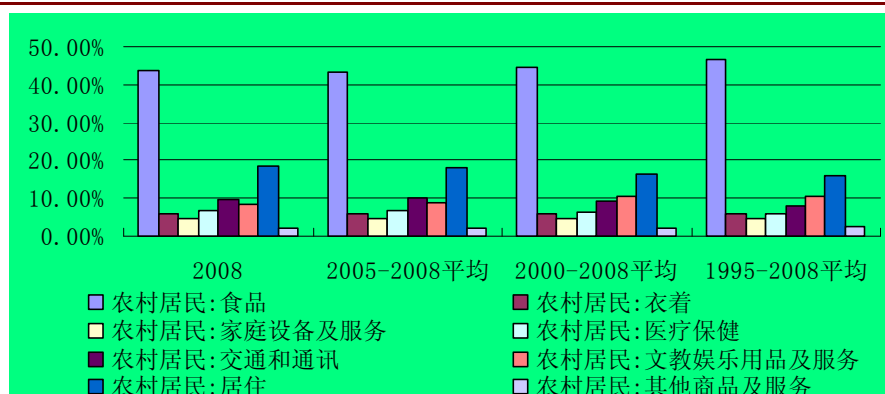
资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

图 9: 城镇居民消费开支比例



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

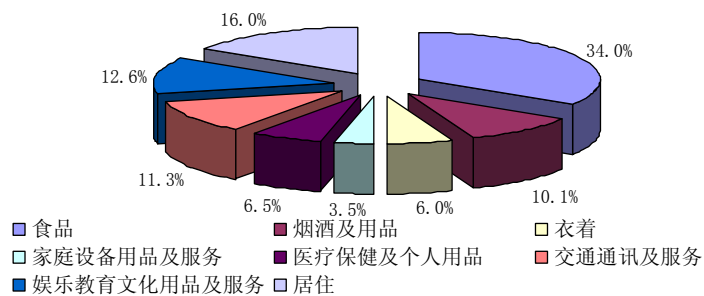
图 10: 农村居民消费开支比例



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

综合以上多重分析, 我们测算我国 CPI 指标构成比例如下:

图 11: 我国 CPI 指标分类权重



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

由于 CPI 统计指标为滞后指标, 某类价格指数以前各期的变化亦可能对当期 CPI 指标构成影响, 观察这一影响可通过建立向量自回归 (VAR) 模型, 通过方差分解的方法得到不同时期各类指标对当期 CPI 指标的影响。

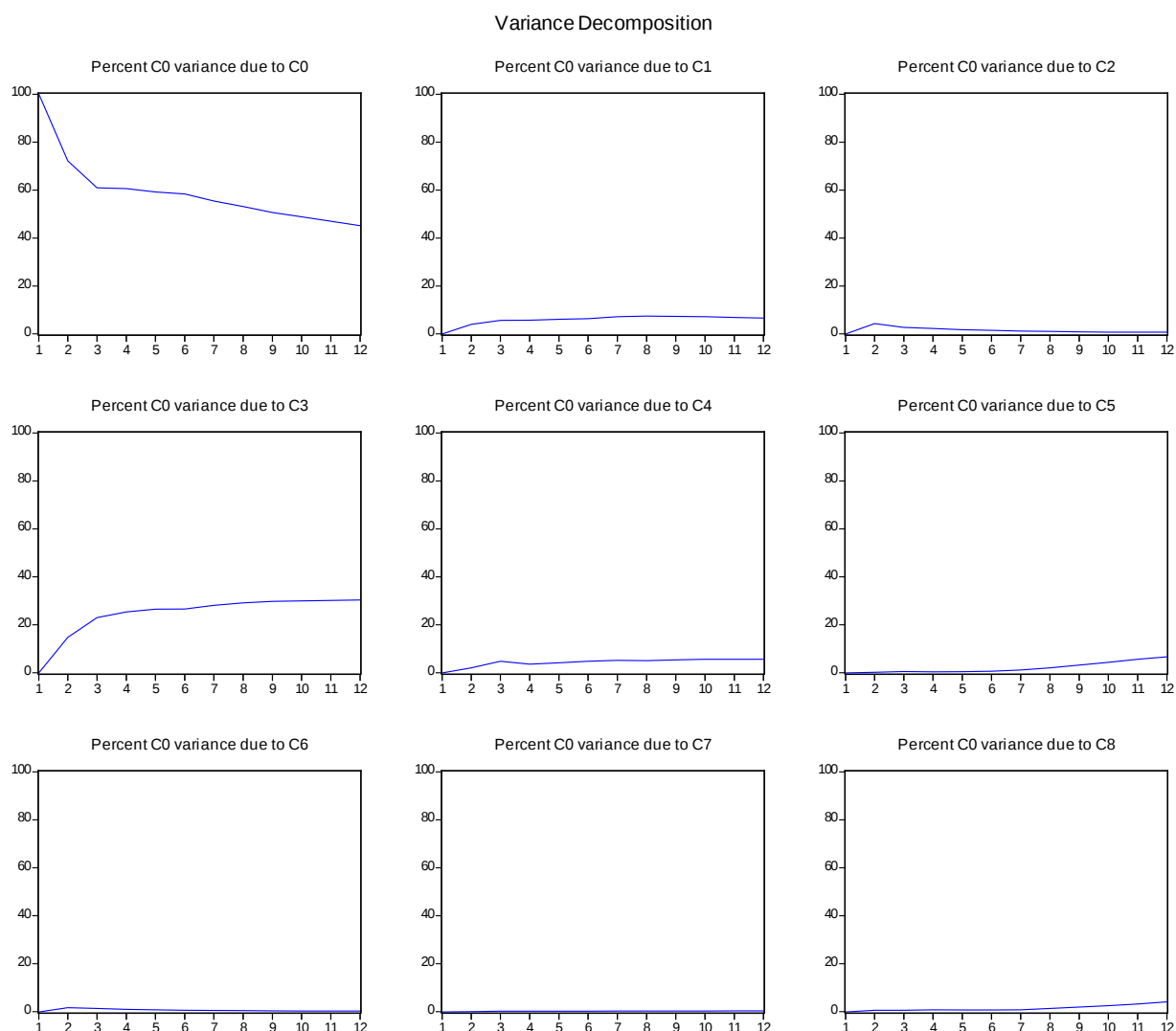
表 6: CPI 各类指标方差分解表

Period	C0	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C8
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	72.10459	3.950226	4.353461	14.81800	2.114119	0.260282	1.759333	0.004666	0.635315
3	60.94916	5.641635	2.673650	23.03181	4.834696	0.567852	1.382819	0.214853	0.703516
4	60.56548	5.696912	2.287912	25.39967	3.626943	0.377773	1.043094	0.183471	0.818746
5	59.14926	6.098717	1.746411	26.50402	4.196800	0.500628	0.809422	0.225177	0.769560
6	58.38668	6.393943	1.475030	26.57733	4.872346	0.655606	0.659201	0.244013	0.735854
7	55.40329	7.151876	1.209147	28.14476	5.221288	1.192599	0.539983	0.285406	0.851653
8	53.06785	7.443664	0.999333	29.14883	5.112657	2.106012	0.448336	0.286999	1.386316
9	50.66706	7.366455	0.862529	29.78593	5.369651	3.261693	0.390901	0.296271	1.999511
10	48.80332	7.126430	0.782544	29.98591	5.631540	4.427881	0.346867	0.342628	2.552874
11	46.98148	6.886598	0.738586	30.16017	5.683364	5.622170	0.319645	0.366790	3.241200
12	45.11225	6.633451	0.725167	30.36141	5.672299	6.738624	0.299282	0.367615	4.089910

资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

从动态变化方差分解的结果中可以看出, 食品类虽然所占权重较大, 但其变化对 CPI 指标方差贡献并不大, 这与我国对食品价格管理较严、波幅有限有关。而衣着类虽然所占权重不大, 但其对 CPI 指标方差的贡献却较大, 且对滞后各期 CPI 指标均有较为显著的影响, 这一方面与我国居民收入水平所处阶段的消费特点有关, 在满足了基本的生活需求后, 衣着消费成为重要的组成部分, 另一方面与我国 CPI 衣着大类的统计方法也有一定的关系。例如, 在选定了一种衣着商品作为 CPI 统计样本商品, 并赋予其一定权重后, 随着其上市时间的推延, 衣服不断过时, 价格也在不断下跌, 因而, 衣着大类对稳定 CPI 指标具有很大的贡献。

图 12: CPI 动态变化方差分解图



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

CPI 统计指标权重国际比较

消费习惯决定消费结构, 因而, 各国 CPI 指标中, 各类消费品被赋予了不同的权重。显然, 权重和价格指数的选择越接近实际的消费结构, CPI 就越能反映真实的通货膨胀程度, 从而为经济政策制定提供有效的指引。就我们测算的 CPI 权重指标来看, 比较突出的问题是居住类价格指数的权重较低, 在我们的测算中只有 16.3%, 即使加上“家庭设备及维修服务”一项也不超过 20%, 其他国家该项权重通常都在 30%以上。居住类指数所占的权重小与居民实际消费支出结构不符, 导致了 CPI 水平被低估。有学者(邵宇《CPI: 真实谎言》)通过租售比计算影子房租对居住大类指标赋予更高的权重后, 得到我国 CPI 水平在 10%以上, 这大大超过了我国官方所披露的水平。此外, 我国居住类消费支出中仅仅包括“租房支出”的统计, 而不包括购房支出, 其他很多国家的 CPI 统计中虽然也并不包括购房统计, 但其将自有租房视为消费支出的一部分, 按照其虚拟租金水平进入 CPI 统计体系的, 而我国在这方面的指标设置明显欠缺, 因此, 也导致了我国 CPI 不能客观反映包括房价上涨在内的很多价格的变化, 造成 CPI 统计与居民切身体会间的失真。

通过国际比较, 我们发现的另一个问题就是食品所占比重过高, 达到 32.5%, 这已经

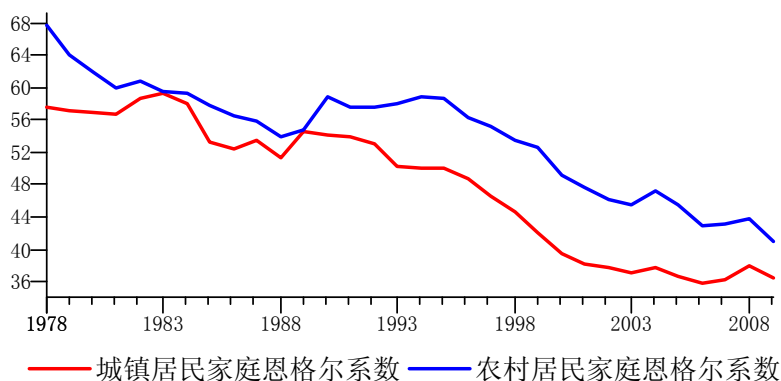
不符合我国居民的消费结构,随着居民可支配收入水平的提高,食品消费占总消费支出的比重不断下降,对我国城镇居民的恩格尔系数变化的分析也支持这一结论。

表 7: CPI 构成及权重国际比较

中国			美国		欧盟		加拿大	
构成要素	构成比例%	构成要素	构成比例 %CPI-U	构成比例 %CPI-W	构成要素	构成比例%	构成要素	构成比例%
居住	16	居住费用	33.200	31.224	居住、水电燃气及其他燃料	15.35	居住	26.62
家庭设备及维修	3.5	家具及生活用品	4.79	4.059	家具、家庭设备及房屋维修	7.57	家庭用品、家具及设备	11.1
		燃料及公共服务	5.431	6.03	酒店和餐饮	9.22		
居住大类小计	19	居住大类小计	43.421	41.311	居住大类小计	32.14	居住大类小计	37.72
食品	34	食品和饮料	15.757	16.942	食品和饮料	15.27	食品	17.04
烟酒及用品	10.1				烟酒及用品	4	烟酒及用品	3.07
衣着	6	衣着	3.691	3.979	衣着	7.27	衣着	5.36
医疗保健	6.5	医疗	6.39	5.355	医疗保健	4.03	医疗及个人保健	4.73
交通通信	11.3	交通运输	15.314	17.607	交通	15.71	交通	19.88
					通讯	2.95		
娱乐教育文化	12.6	娱乐教育文化	15.428	15.343	娱乐教育文化	18.62	娱乐教育文化	12.2
权重合计	100	权重合计	100	100	权重合计	100	权重合计	100

资料来源:《诠释CPI与通货膨胀》,宏源证券。

图 13: 我国居民家庭恩格尔系数不断降低



资料来源: 宏源证券

二、通胀指标组成成分趋势分析

(一) 食品

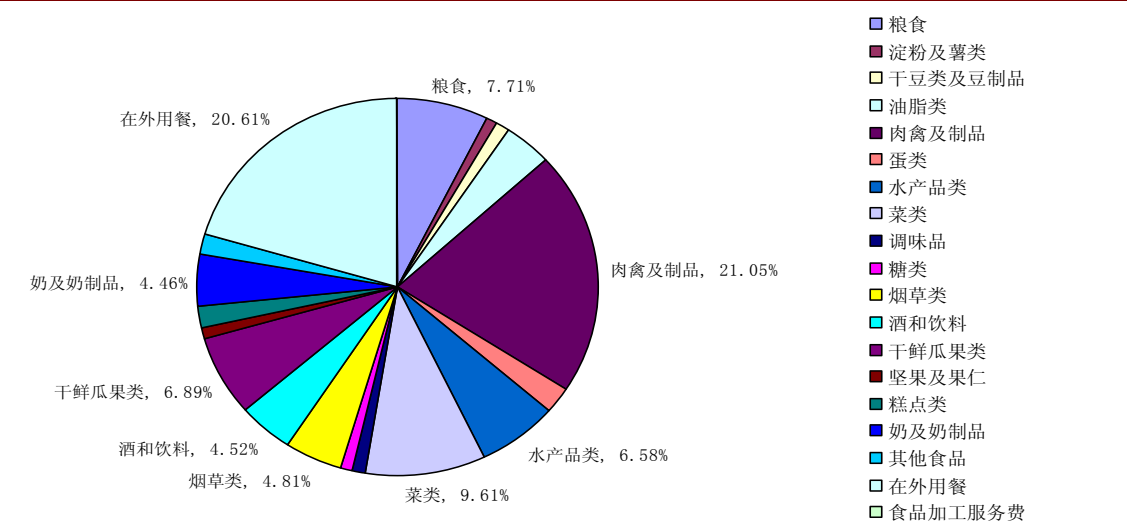
食品大类 CPI 的波动是 CPI 指标变化最重要的组成部分,按照我们的估算结果,其占 CPI 的权重达到 32.7%。食品类又可分为粮、油、肉(猪肉、禽肉)、蛋、菜、果、水产品、调味品等九大类,再次细分计算各子类指标对食品 CPI 分类指标的影响如下:

表 8: 食品各子类对食品 CPI 影响

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
截距项	-10.09645	2.888704	-3.495148	0.0009
粮食	0.155210	0.012789	12.13580	0.0000
油脂	0.074958	0.006570	11.40849	0.0000
肉禽及其制品	0.448997	0.021773	20.62194	0.0000
猪肉	-0.124519	0.013296	-9.365069	0.0000
蛋	-0.042917	0.006110	-7.024451	0.0000
水产品	0.115801	0.013733	8.432127	0.0000
鲜菜	0.088740	0.003171	27.98725	0.0000
鲜果	0.048175	0.005355	8.995923	0.0000
调味品	0.331563	0.030173	10.98887	0.0000

资料来源:《诠释CPI与通货膨胀》, 宏源证券。

图 14: 各子类占食品支出的比例



资料来源: 宏源证券

食品价格的短期走势

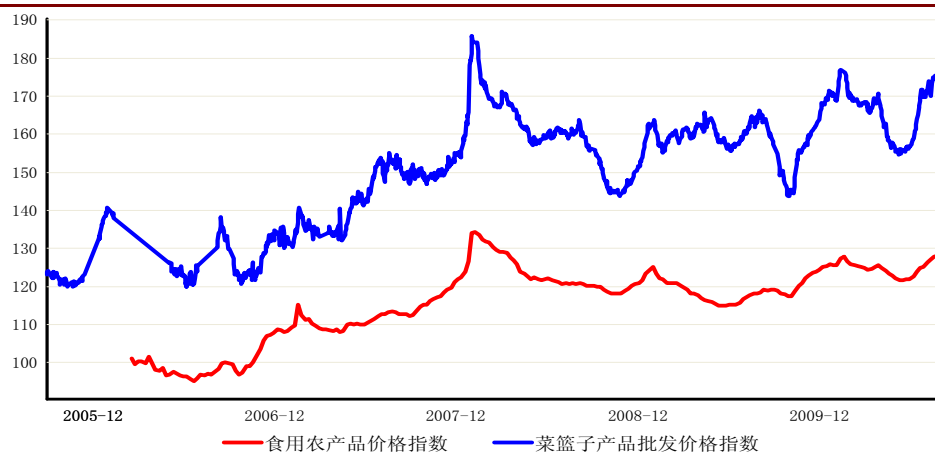
既然食品大类是影响我国 CPI 指标走势最为重要的因素，因此，我们应该对其进行重点研究。值得指出的是，在研究 CPI 指标走势时，不能将中长期趋势与短期变化混为一谈，在研究食品大类的价格变化时，尤其要重视这一点。

在短期内，国内外农产品市场的变化似乎都会推动食品大类价格的上涨。国际市场农产品价格维持上涨的走势，特别是小麦价格涨幅达到 30%以上，玉米、稻谷的价格也有 15%左右的涨幅。究其原因，主要是供给层面的影响，俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦及欧盟部分国家都遭遇高温干旱天气，导致多数产区产量大幅度下降，从 8 月 15 日期，俄罗斯粮食开始禁止出口，并将维持这一禁令到年底。此外，加拿大部分地区遭遇强降雨，澳大利亚虫灾泛滥，都成为国际市场粮食价格上涨的重要原因。

国内农业生产也不太乐观，2010 年灾害频繁，先是北方低温在成春耕推迟，影响了玉米、粳稻等秋粮作物的生产，紧接着西南地区遭遇历史罕见的特大旱灾，导致夏粮，尤其是薯类、蚕豆等杂粮减产，夏季的南方水灾对水稻生产很不利，市场上的蔬菜、肉类价格也出现了普遍上涨。这一系列因素，都导致我国未来几个月的 CPI 指标处于较高的水平，

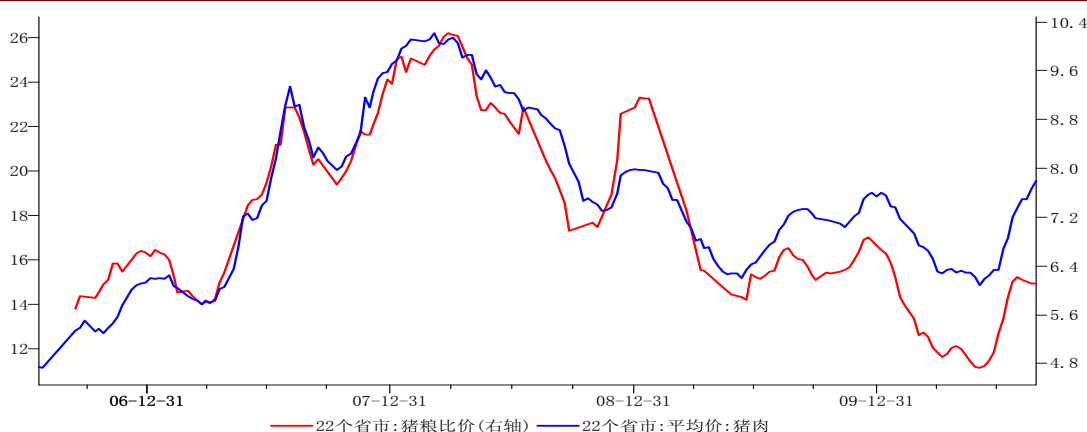
甚至在秋粮下市前创出年内新高，达到 3.5% 左右。

图 15：国内菜篮子价格走势



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 16：国内猪肉价格走势



资料来源：Wind 资讯，宏源证券

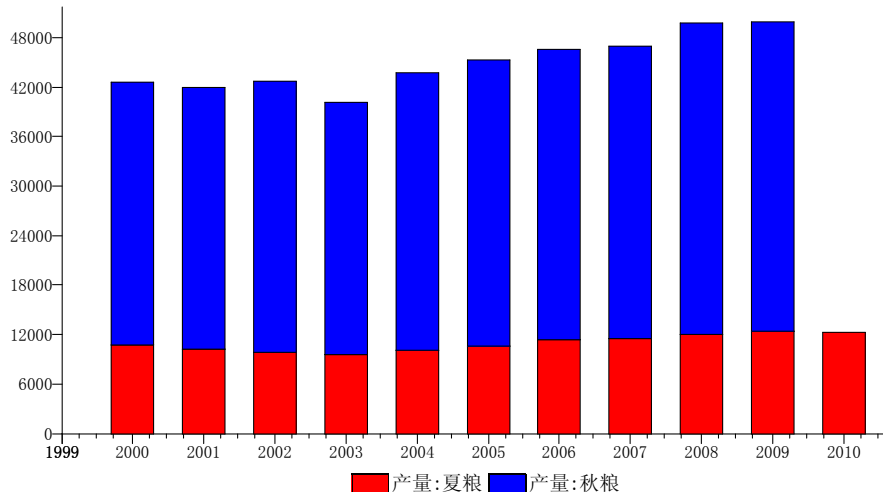
食品大类的长期趋势

从长期发展趋势上看，农业问题在我国一直受到高度重视，历年来，中央一号文件都关注农业经济发展。此外，对 18 亿亩耕地“红线”的保护、取消农业税、发放种粮补贴、提高最低收购价等保障农业生产措施保障了农业生产良好的发展势头。近年来我国农业生产发展势头良好，2010 年全国夏粮产量达 1.23 亿吨，虽比上年略有减产，但也是建国以来的第三好收成。在国家扶持农业生产、保护农民利益的大前提下，粮食生产平稳、粮食价格的稳定走高是可以预期的，从农产品供应层面上讲，食品价格不具备大幅上涨的动力和空间。

大蒜、生姜、鲜菜等农产品价格的上涨在社会上形成强烈的反响，但从有关部门的反应看，国家对农产品价格上涨的敏感远远超过其他产品或资产。如 2010 年 5 月底，发改委罕见地在十天之内三次谈到物价稳定问题，要求各地价格主管部门高度重视加强价格调控监管，切实做好各项稳定物价工作，并向低收入阶层发放临时价格补贴。2010 年 7 月下旬，发改委三箭齐发，先是鼓励和引导民间投资健康发展的“新 36 条”落实细则出台，对海量的“游资”进行“疏导”；其次，明令严禁通过各种方式抬价或变相抬级抬价收购，企业若继续违法违规操作，一经发现，立即取消政策性粮油收储资格，三年内不得从事政策

性收购；再次，主动让骨干企业参与市场的调控，调动政府和企业稳定农产品价格的积极性。一系列“组合拳”力度从严，手段翻新，凸显国家稳定农产品价格的决心。由此可见，农产品价格大幅波动的政策基础也不存在。

图 17：国内粮食产量



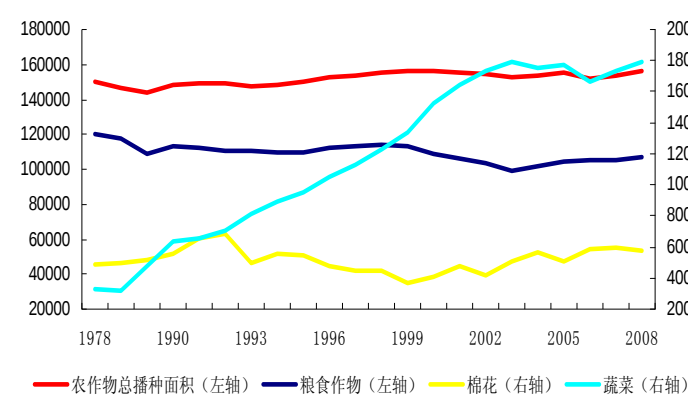
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

表 9：历年中央一号文件

时间	文件	主旨
2004 年	关于促进农民增收若干政策的意见	千方百计地增加农民收入，并提出了“少取、多予、放活”六字方针。
2005 年	关于进一步加强农村工作，提高农业综合生产能力若干政策的意见	加强农业基础设施建设，加快农业科技进步，提高农业综合生产能力。
2006 年	关于推进社会主义新农村建设的若干意见	全面部署社会主义新农村建设的各方面工作。
2007 年	关于积极发展现代农业，扎实推进社会主义新农村建设的若干意见	提出发展现代农业是社会主义新农村建设的首要任务，要用现代物质条件装备农业，用现代科学技术改造农业，用现代产业体系提升农业，用现代经营形式推进农业，用现代发展理念引领农业，用培养新型农民发展农业。
2008 年	关于切实加强农业基础建设，进一步促进农业发	切实加强“三农”投入力度；继续巩固、完善、强化强农惠农政策；提高农
2009 年	关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见	分为加大对农业的支持保护力度、稳定发展农业生产、强化现代农业物质支撑和服务体系、稳定完善农村基本经营制度、推进城乡经济社会发展一体化五部分，突出农业发展与促进农民增收。
2010 年	关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村按照稳粮保供给、增收惠民生、改革促统筹、强基增后劲的基本思路，毫不松懈地抓好农业农村工作，继续为改革发展稳定大局作出新的贡献。	

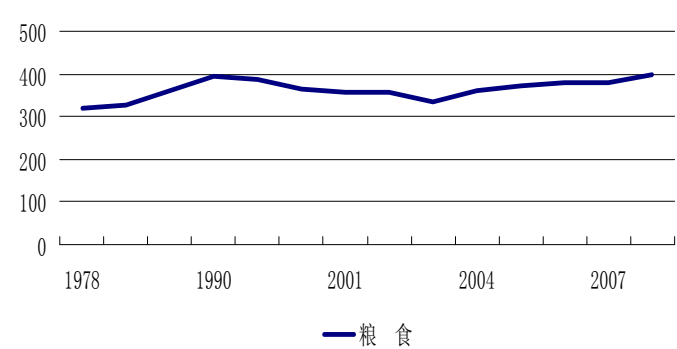
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 18: 我国农作物播种面积 (千公顷)



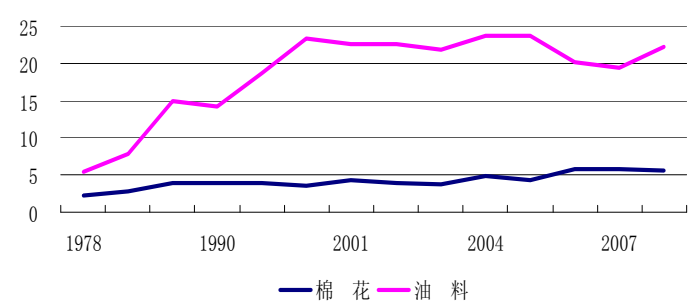
资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

图 19: 人均粮食占有量 (公斤)



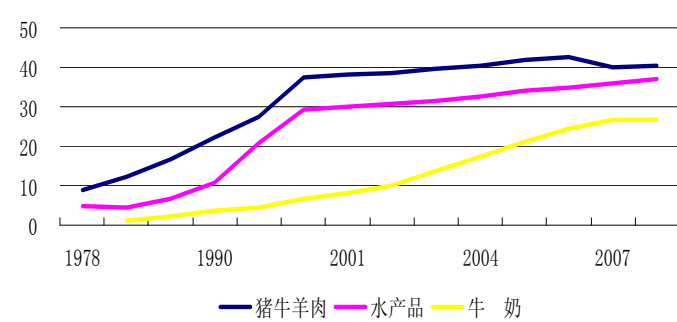
资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

图 20: 人均棉花、油料占有量 (公斤)



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

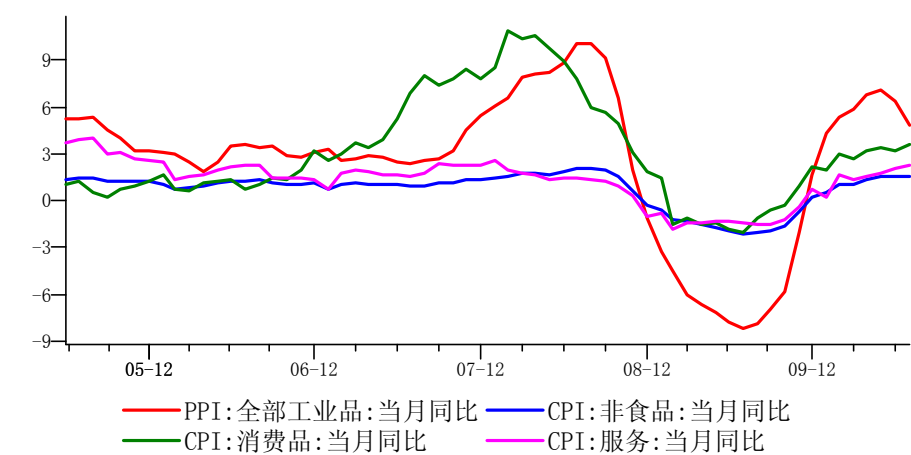
图 21: 人均肉类、水产品、牛奶占有量 (公斤)



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

(二) 非食品

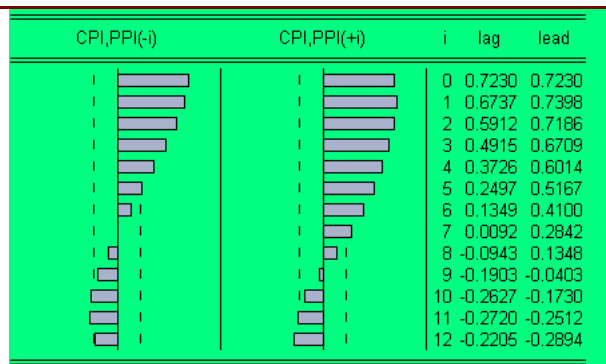
图 22: CPI 子类与 PPI 指标变化



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

非食品 (主要是工业品和服务) 价格对 CPI 的影响可看作 PPI (Producer Price Index of Industrial Products, 工业品出厂价格指数) 对 CPI 的影响。PPI 是工业品进入流通领域的最初价格, 是制定工业品批发价格和零售价格的基础, PPI 的涨跌可以通过流通领域传导到 CPI。所以 PPI 在一定程度上被视为是反映通胀压力最全面的 CPI 的先行指数。应用 2005 年至今的数据可以看出, 提前 6 期的 PPI 都可能对 CPI 指标带来显著影响。

图 23: CPI 与 PPI 的相关影响



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

将 PPI 指标的趋势与其与 CPI 指标的统计相关关系相结合, 可以看出, PPI 指标处于回落趋势中, 未来一段时间内由工业品价格传导给 CPI 的压力并不明显。相比较食品而言, 这部分消费品对通货膨胀带来的影响并不显著, 变化也更可期。

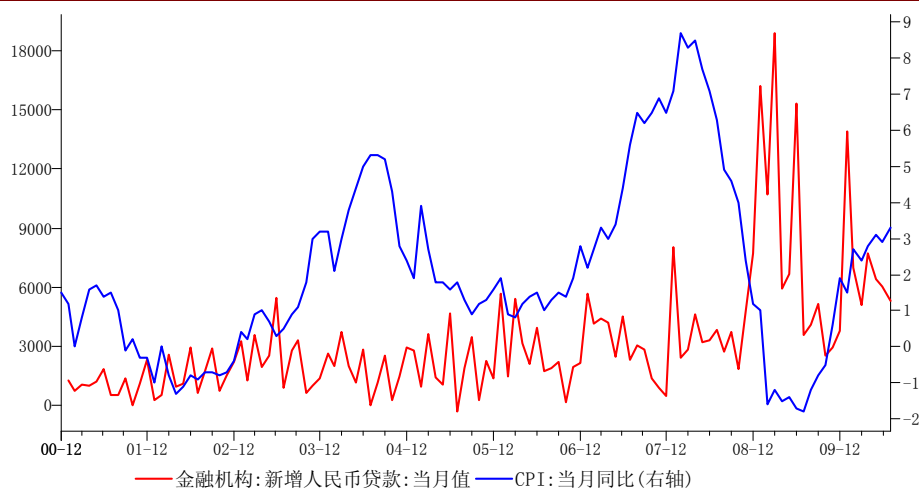
三、外部冲击

(一) 货币冲击

通货膨胀归根到底是一种货币现象, 即发行货币总量与商品需求总量间的相互关系。某种商品供需条件的变化, 可能会对短期的通货膨胀形势造成影响, 但持续的、普遍的通货膨胀一定是由于基础货币条件的变化。2008 年末以来, 为刺激经济增长, 我国开始实施定量宽松的货币政策, 国内信贷大幅增加, 很多流动性注入到实体经济和虚拟经济中, 导致了资产价格的上涨, 并引发了社会对通货膨胀的担忧。

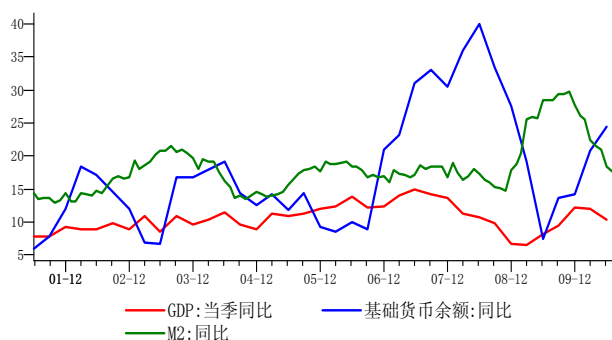
事实上, 货币投放与通货膨胀间的关系并不是简单的同升同降关系, 货币投放到实体经济领域后, 而是有一定的滞后作用, 从下图中可以看出, 但 2008 年底增加货币投放后, CPI 指数先经过了相当长时期 (约 7-9 个月) 的下行, 才转而掉头向上。

图 24: 新增人民币贷款及 CPI 变化



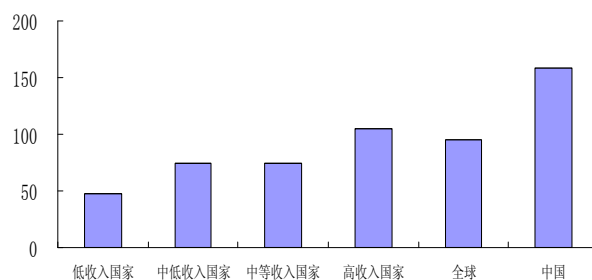
资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

图 25: GDP 与货币发行增速比较



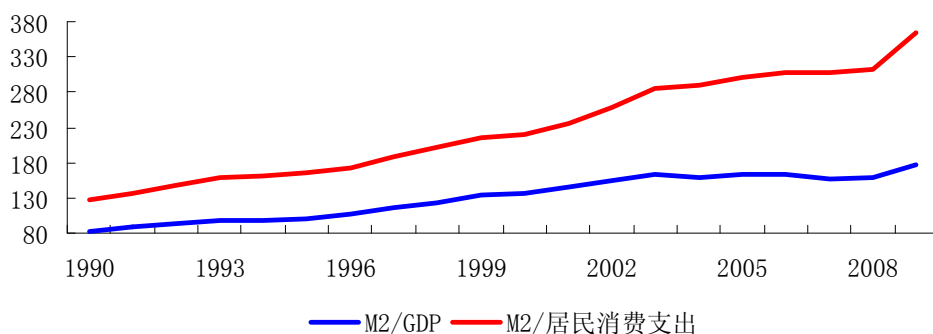
资料来源: 宏源证券

图 26: M2/GDP 指标国际水平比较 (2008 年底)



资料来源: 宏源证券

图 27: 经济货币化指标变化



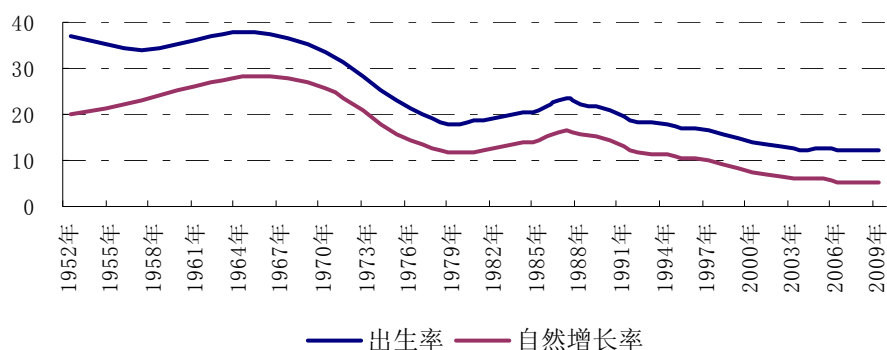
资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

(二) 劳动力冲击

潜在劳动力资源不足

按照索罗增长模型, 经济增长可分解为技术进步、资本拉动和劳动投入等三种因素投入的贡献。纵观各国经济增长数据, 劳动要素投入的贡献不容忽视, 在我国, 这一要素对经济增长的贡献更为突出。1964—1973 年“婴儿潮”长大成人带来的“人口红利”, 为我国经济提供了优质、充足、廉价的劳动力资源, 随着“婴儿潮”逐渐进入退休年龄, 我国的“人口红利期”将逐渐终结。城镇化的一个基本逻辑是将农业生产力转移到非农部门, 既提供低成本生产要素投入, 又扩大内需消费。但由于目前我国农村人口主要以老年人和留守儿童为主, 甚至农业生产劳动力也有“退休”和“更新”的需要, 可供转移的潜在劳动力资源并不丰富, 我国面临潜在劳动力资源匮乏的窘境。

图 28：人口出生率及自然增长率趋势



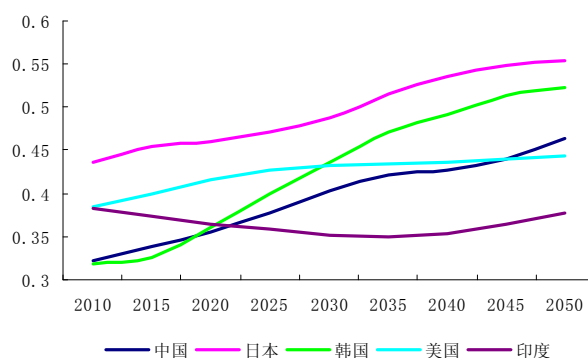
资料来源：Wind 资讯，宏源证券

图 29：联合国预测中国人口年龄中位数变化



资料来源：联合国，宏源证券

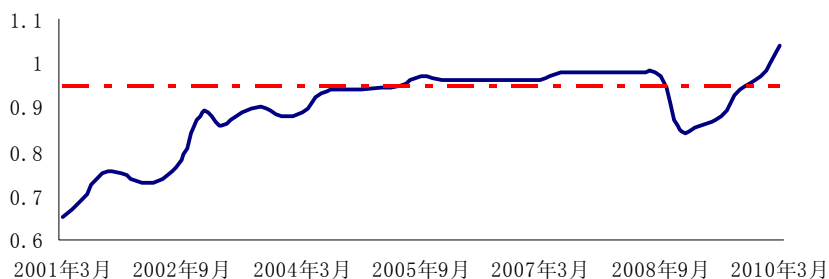
图 30：联合国预测各国抚养率变化



资料来源：联合国，宏源证券

我国劳动力市场的需求旺盛，近年来从沿海地区特别是珠江三角洲地区开始，发展到劳动力流出地区的“民工荒”、“技工荒”，是劳动力出现短缺的最初信号。2004 年春开始，“缺工”、“民工荒”等词汇频见报端，也成为沿海地区用工企业、劳动力市场中介和政府的热门话题。企业缺工最初主要发生在珠三角、闽东南、浙东南等加工制造业聚集地区，很快蔓延至长江三角洲和京津唐地区，甚至在江西、湖南这样的劳动力流出地区也出现雇工难现象。这种现象的出现，在具有劳动力无限供给特征、城乡收入差距仍然较大的中国，是前所未有的。

图 31：岗位空缺与求职人数比率变化

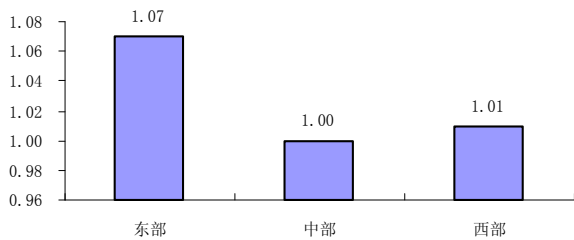


资料来源：中国人力资源市场信息网监测中心，宏源证券

2010 年一季度，中国人力资源市场信息网监测中心对全国 100 个城市的职业供求信息监测显示，岗位空缺与求职人数的比率约为 1.04，其中，东部地区尤其是闽东南地区岗

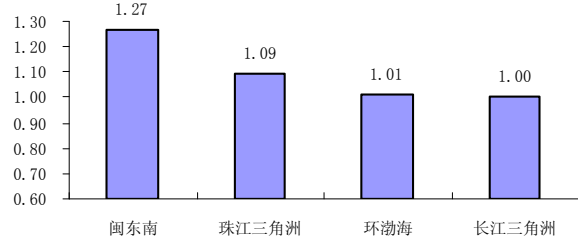
位空缺严重，岗位空缺与求职人数的比率达 1.27。

图 32: 岗位空缺与求职人数比率变化（分地区）



资料来源：中国人力资源市场信息网监测中心，宏源证券

图 33: 岗位空缺与求职人数比率变化（主要经济区）

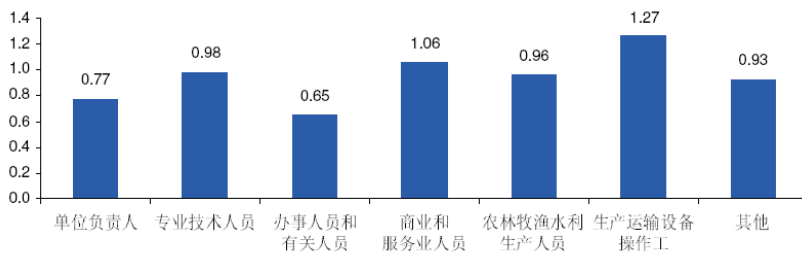


资料来源：中国人力资源市场信息网监测中心，宏源证券

结构失衡

通过用工类别来分析，低端劳动力供给缺口尤为明显，生产运输设备操作工岗位空缺与求职人数比达到 1.27，而大学生择业优先选择的办事人员和有关人员的这一比例仅为 0.65。从这一数据也可以看出劳动力需求缺口及结构失衡的情况。此外，2009 年，我国大学、硕士、博士的招生规模分别达到 639.5 万、44.9 万和 6.2 万，高等教育“普及化”不仅推后了劳动力进入市场的年龄，而且进一步减少低端劳动力供给，影响劳动力供给结构。这些因素共同作用使得我国的劳动力供给在未来相当长时期都将面临严峻的处境。

图 34: 不同类别用工缺口



资料来源：中国人力资源市场信息网监测中心，宏源证券

在“用工荒”爆发之初，很多企业热衷于到西部劳动力相对丰富的省区招工，甚至将企业搬迁到西部，但西部劳动力无限供应的时代仿佛也将近尾声，如 2010 年第一季度，西部城市用人需求增加了 13.9 万人，增长了 20.1%，其求职人数反而减少了 5.6 万人，下降了 6.6%，中部城市用人需求增加了 17.8 万人，增长了 14.8%，求职人数也减少了 9.5 万人，下降了 6.5%。

综上，我国劳动力市场需求异常旺盛，但劳动力市场总量不足与结构失衡的情形或将长期并存。

劳动力价格亟待重估

我国小时工资与发达国家、发展中国家相比较有明显差距，如下表中可看出，我国制造业工人工资水平处于较低位置，在样本中仅高于印度、巴基斯坦和埃及。

表 10: 各国制造业雇员工资水平（单位：美元/小时）

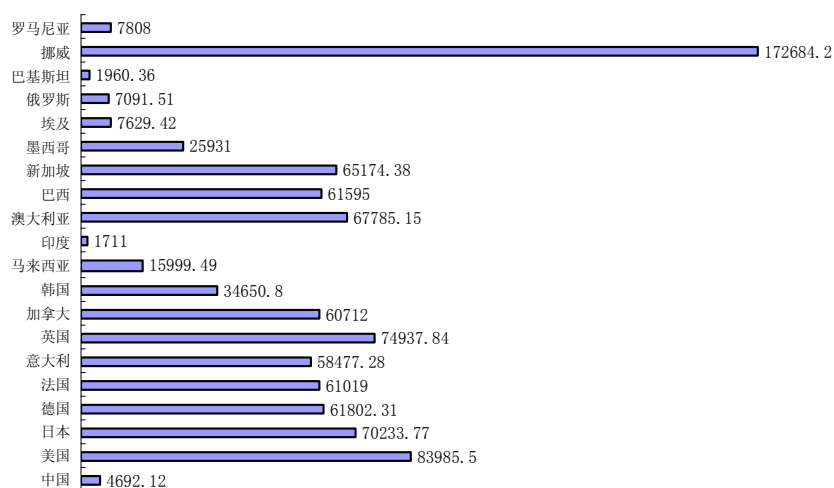
国别	2002 年	2003 年	2004 年
中国	0.67	0.75	0.84
美国	15.29	15.74	16.14

日本	16.54	16.55	--
德国	17.74	18.19	18.56
法国	12.30	--	--
罗马尼亚	0.92	1.15	--
英国	19.24	19.96	--
加拿大	17.44	17.70	18.05
韩国	8.90	9.68	10.31
马来西亚	2.78	2.90	--
印度	0.43	0.33	--
澳大利亚	15.30	--	--
巴西	2.18	--	--
新加坡	8.93	9.24	9.48
墨西哥	1.69	1.83	2.03
埃及	0.63	0.64	--
俄罗斯	0.65	0.88	--
巴基斯坦	0.42	--	--
挪威	20.19	20.93	21.69

资料来源：国际劳工组织，宏源证券

但我国劳动生产率也处于较低水平，仅高于印度、巴基斯坦。相对于发达国家，我国第二产业劳动生产率大约是美国的 1/18，英国的 1/16，日本的 1/15，德国的 1/13，法国的 1/13。相对于新兴国家，我国的劳动生产率大约是新加坡的 1/14，韩国的 1/7。相对于发展中国家，我国的劳动生产率大约是巴西的 1/12，墨西哥的 1/5，马来西亚的 1/3。

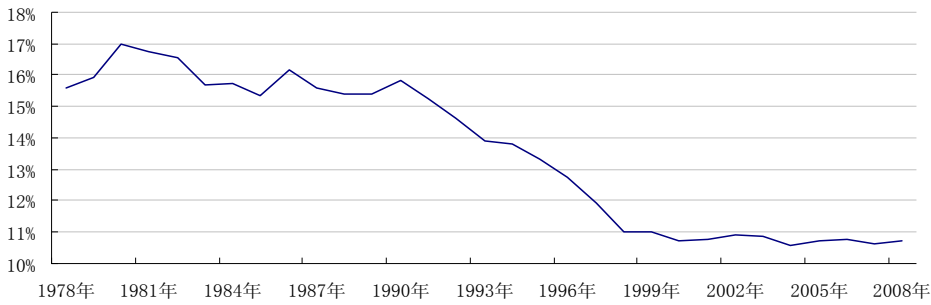
图 35：平均工资水平



资料来源：《国际比较看我国劳动力的优势与趋势》，宏源证券

我国工资总额占 GDP 比例呈现逐年递减的态势，这也是向消费型社会转变的一大障碍。劳动力市场条件的变化有望改变这一情形。

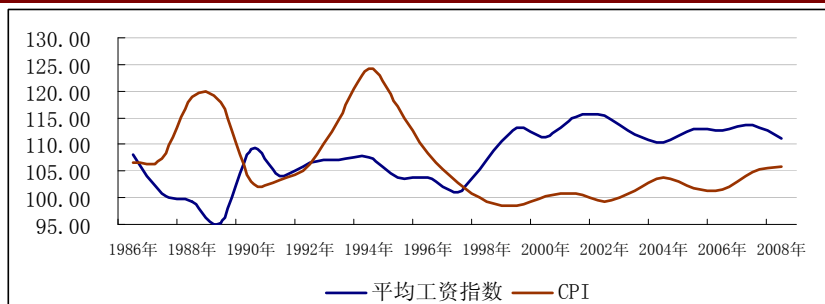
图 36: 工资总额占 GDP 比例



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

毋庸讳言, 劳动力市场条件的变化会推高劳动力生产要素的价格, 进而导致一般物价水平的提高, 甚至引发成本推动型通胀。劳动成本的提高会通过向终端产品转移引发整体物价与工资水平的螺旋式上升, 使得成本推动型通胀压力在居民消费领域和工业品价格领域体现。对平均工资指数与 CPI 指数的波动相关性分析可以看出, 平均工资指数 WAGE 与 CPI(+1) 期的相关系数比较高, 平均工资指数与 CPI 的波动基本一致, 略微先行。

图 37: 工资指数 WAGE 与 CPI 变化



资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

图 38: WAGE 与 CPI 交叉相关检验结果

WAGE,CPI(-i)	WAGE,CPI(+i)	i	lag	lead
		0	-0.6157	-0.6157
		1	-0.6055	-0.3622
		2	-0.5142	-0.1331
		3	-0.4778	-0.0242
		4	-0.1744	-0.0425
		5	0.1078	-0.2078
		6	0.2102	-0.3051
		7	0.0980	-0.2324
		8	-0.1709	-0.0134
		9	-0.1323	0.1203
		10	-0.0175	0.1035
		11	-0.0006	-0.0013
		12	0.0000	0.0000

资料来源: Wind 资讯, 宏源证券

随着劳动力市场条件的变化, 劳动成本持续提高将成为未来一段时间中国劳动力市场的基本趋势, 这也将对我国通货膨胀水平也将带来一定的压力。

四、对未来通胀前景的判断

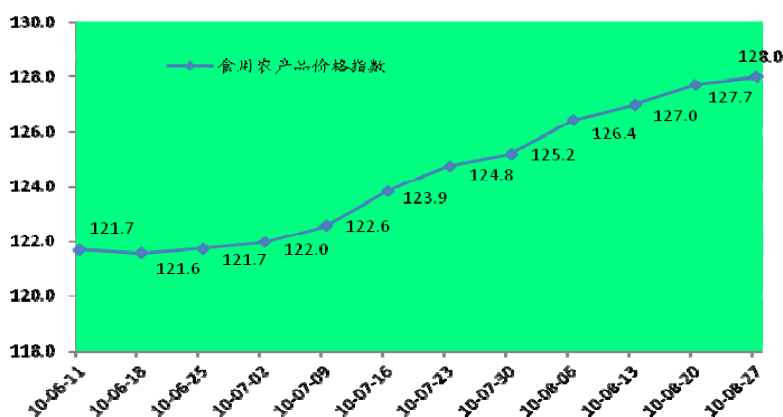
8 月份的 CPI 形势

自食品价格 (7 月上涨 6.8%) 引领 7 月 CPI 创 21 个月新高 (3.3%) 后, 市场对通胀

的担忧再次成为关注焦点，目前市场主要担忧两个方面：（1）受自然灾害影响，国内秋粮和蔬菜等农产品价格是否会再创新高，从而进一步加大通货膨胀的压力；（2）国际粮价近期的大幅上升是否会拉升国内粮食价格，从而推高通货膨胀。近日，商务部统计数据显示，食用农产品价格连续十周上涨（下图），8月CPI很可能再创年内新高，但8月份过后，CPI将延续下行趋势。

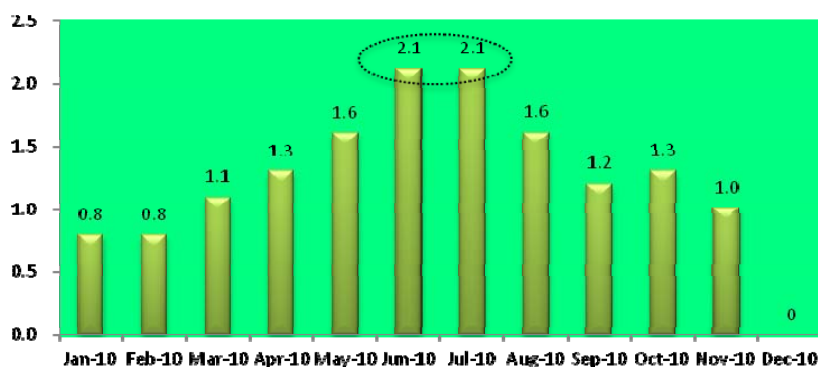
从翘尾因素看，6月、7月翘尾因素达年内最高2.1后逐月递减，翘尾因素对CPI的推动作用逐月减弱。从国际来看，受主要发达经济体复苏可能放缓的影响，今年以来国际大宗商品价格大体上比较平稳，近期大宗商品不具备大幅上涨的条件和动力。从国内来看，虽然灾害事件、夏粮减产和俄罗斯限制小麦出口等因素使当前农产品价格上涨，但灾后其价格将逐步有所回落，食用农产品价格高企不会成为长期因素。对于蔬菜价格，随着灾害的结束，可以较快的恢复生产，随着时间的推移，蔬菜价格有望保持稳定。对于粮食价格，国际市场粮价大幅波动对国内市场的冲击有限。国内主要粮食品种小麦、玉米、稻谷供需基本平衡，同时进口量尚不足国内粮食总产量的1%，国内粮食价格变动基本不受国际市场的影响。国内粮食库存充裕，库存消费比达40%以上，大大超过国际公认的17-18%的安全线水平。

图 39：商务部食用农产品价格指数连续十周上涨



数据来源：Wind 资讯 宏源证券

图 40：7月CPI翘尾因素最高，随后逐月回落



数据来源：Wind 资讯 宏源证券

中央高度重视粮食生产和蔬菜生产工作，国家对于粮食市场和蔬菜市场具有足够的市

场调控能力。近期，中央政府采取了一系列措施，稳定市场预期。

表 11：8 月份以来中央稳定农产品价格的政策措施

公布日期	部委	政策措施
8 月 11 日	国务院	研究部署进一步支持晚稻及秋粮生产的五大政策措施
8 月 18 日	国务院	部署促进蔬菜生产、保障市场供应和价格基本稳定的六大政策措施
8 月 13 日	发改委	价格司有关负责人称国际市场小麦价格上涨对国内市场粮价影响较小
8 月 20 日	国家粮食局	相关负责人称国内玉米货源充裕，国家玉米库存充足，库存布局均衡，国家拥有足够的市场调控能力
9 月 2 日	国务院	公布《关于进一步促进蔬菜生产保障市场供应和价格基本稳定的通知》

数据来源：宏源证券

综上，虽然食用农产品价格高涨将推高 CPI 在三季度达至年内高点，预计 8 月份 CPI 将达 3.4%，随着中国经济增速的进一步放缓以及食用农产品价格的逐步回落趋稳，CPI 将逐步回落，全年 CPI 有望保持在 3%左右的水平。

2011 年 CPI 形势预测

而 2011 年及其之后的通货膨胀水平很可能超过 2010 年，达到 3.2—3.5%的水平。劳动力市场的冲击将对物价水平构成重要影响，人力成本占商品价格的比例将会提高，这必然带来物价水平的上涨。

表 12：CPI 指标预测

时期	2011F	201008F	201007	201006	201005	201004	201003	201002
CPI (%)	3.2-3.5	3.4	3.3	2.9	3.1	2.8	2.4	2.7

资料来源：《诠释 CPI 与通货膨胀》，宏源证券。

分析师简介:

邵宇，宏源证券研究所首席分析师，复旦大学金融研究院研究员，复旦大学金融学博士，2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。主要研究领域：全球（开放）宏观经济学、固定收益、金融工程。

李伟杰，中国人民银行研究生部金融学硕士、博士，2010 年加盟宏源证券研究所，现从事宏观经济研究。主要研究领域：国家资产负债表、商业银行跨国经营、金融经济计量。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。