



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2010 年 11 月 22 日

中国经济

研究部

张智威

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060013

zhangzw@cicc.com.cn

徐 剑

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209120106

xujian2@cicc.com.cn

孙森玲

联系人

sunml@cicc.com.cn

鞠 娟

分析师, SAC 执业证书编号: S0080205070019

jujuan@cicc.com.cn

通胀还能走多远?

要点:

本报告从两个角度解析尽管近期物价上升超出我们预期,我们仍认为明年通胀总体温和。一是比较本轮通胀和过去 10 年两次通胀周期(2003/04 和 2007/08),我们判断通胀明年 1 季度后回落。二是提供我们的通胀分析和预测框架,包括通胀预测模型,估算货币供给,产出缺口,成本推动对 CPI 影响的相对重要性。我们的一个根本观点是本轮物价上升主要是周期性,需求拉动的,我们不应高估长期结构性的因素包括劳动力成本上升对短期通胀的影响。

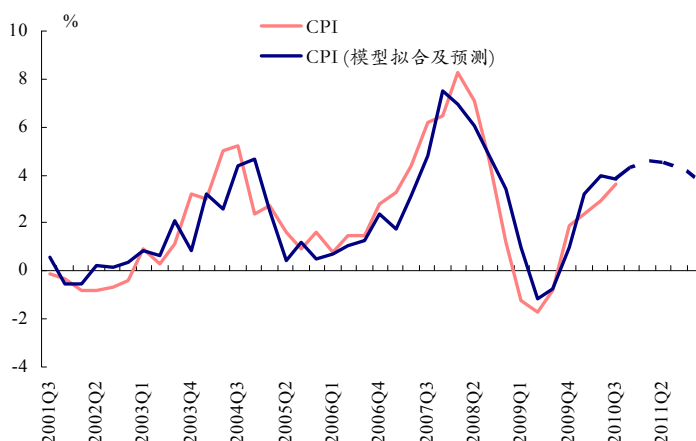
我们预测通胀未来几个月仍有较大可能处在高位,主要反映需求压力和本轮农产品价格上升的惯性动力。我们预计 CPI 通胀率在 11 月可能升至 4.8%左右,虽然 12 月份由于基数效应可能有所回落,但在明年 1 季度会有所反弹,可能至 4.5-5.0%。

政策调控措施近期频繁出台,主要集中在针对银行间流动性管理和控制信贷增长的数量型工具,部分是应对资本流入增加。对未来政策走势,我们维持 2011 年 M2 增长目标在 16%左右,未来半年有 2 次小幅加息的观点。我们预计 2011 年货币条件比 2010 年紧,但不会有太大紧缩。

我们小幅提高 2010 年增长预测,从 10%到 10.2%,反映第 3 季度以来较强的增长。政策调控对增长的影响将在 2011 年下半年逐渐显现。我们降低 2011 年第 3 和 4 季度的环比增速至 8.5%(早前预测在 9%左右),同比则在 9%以上。由于 2010 年 4 季度基数有所提高,我们维持 2011 年全年增长 9.3%的预测。

由于通胀短期内仍处高位,我们上调明年平均通胀预测至 4.3%。需求压力(产出缺口)将在 2011 年逐渐放缓,我们预计通胀将在 2011 年呈现前高后低的态势,到年底降至 4%以下。

计量模型显示通胀明年前高后低



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属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,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目录

通胀短期继续走高，明年前高后低.....	3
近期宏观政策展望.....	9
2011 年增长前景和风险.....	11

图表

图表 1：产出缺口和通胀之间有很强的正相关关系.....	5
图表 2：M2 增速与通胀关系并不明显.....	5
图表 3：劳动力市场供求归于平衡,预示通胀将下降.....	5
图表 4：生产者比率上升使得经济长期供过于求.....	5
图表 5：计量模型显示产出缺口对通胀影响最大.....	5
图表 6：计量模型显示通胀明年前高后低.....	5
图表 7：三段通胀周期的比较表.....	8
图表 8：大宗商品价格出现回落.....	8
图表 9：此轮通胀之前的流动性高于前两轮，但是今年流动性已经回落到历史正常水平.....	8
图表 10：GDP 季度走势.....	11
图表 11：产出缺口已经下降，预示通胀压力将逐步放缓.....	11
图表 12：10/11 年经济指标预测.....	12

通胀短期继续走高，明年前高后低

近期食品价格不断攀升，政府政策调整频繁。本期报告更新我们对通胀、增长、政策走势的判断，并提供我们分析通胀走势的框架，对市场上关于通胀的一些观点给出我们的看法。

我们预计 11 月 CPI 将继续攀升达 4.8%，并在明年一季度保持在 4.5-5% 的高位，主要由于短期内食品 CPI 上涨压力将持续，非食品 CPI 也将持续小幅上扬。近期政策调整显示货币条件将加速回归正常，这将对未来国内需求增长有一定制约，限制过热风险。但我们仍然认为紧缩力度不会太激烈，经济硬着陆的风险也不大。总体来讲，在经济增长与潜在增长率基本一致、过热风险不大的情况下，预计 2011 年下半年通胀将呈现回落态势，2011 年全年 CPI 通胀在 4.3% 左右。

1.1 短期内通胀压力将持续

我们预计 11 月份 CPI 可能攀升 0.4 个百分点至 4.8%。冬季农产品供给受到限制，同时新年和春节因素使得季节性需求较高，未来数月农产品价格难以回落。11 月份总体 CPI 的环比涨幅将在 0.7 个百分点左右，但翘尾因素较 10 月份下降 0.3 个百分点。预计 11 月份食品 CPI 环比增长 1.5%，非食品 CPI 环比增长 0.2%。

- ▶ 11 月前两周，商务部农产品价格指数持续小幅攀升，所涵盖的八大类农产品中，周环比涨幅呈扩大趋势的基本上就是领涨 10 月份食品 CPI 的因素(除了蔬菜价格随着大棚蔬菜陆续上市、市场供应增加，由环比上涨 4.9% 转为下跌 0.8% 外)：粮食(周环比涨幅由 0.3% 扩大至 0.6%)、食用油(0.5% 至 0.6%)、肉类(0.8% 至 1.2%)、禽类(0.3% 至 0.5%)、水果(2.0% 至 2.6%)、蛋类(0.8% 至 0.9%)。
- ▶ 往前看，非食品 CPI 方面，在目前各领涨因素中，除了燃料油可由政府部门暂缓调价外，其它因素短期内均难言消退，因此我们预计 11 月非食品 CPI 环比增速为 0.2%，较 10 月份的 0.4% 放缓，但高于往年的平均增速(约 0%)。食品 CPI 方面，由于近期蔬菜价格持续上扬已引发政府关注，为防止寒冷季节进一步推升价格，近期已有多个部委采取对策增加供给，加上对前期涨幅的回调，我们预期短期内蔬菜价格可能小幅回落，但粮食、肉类、食用油的价格仍将上扬，11 月食品 CPI 环比增速可达 1.5%。

1.2 判断通胀走势的分析框架

分析半年以后通胀走势应该综合考虑以下三个因素：需求推动，成本推动，以及货币发行量。货币数量理论(the quantity theory of money)认为一个经济体的货币数量与其产品和服务的价格水平之间存在着直接关系，“通胀归根到底只是货币现象”。凯恩斯理论模型则认为需求过旺(产出缺口)和供给冲击(生产要素成本上涨)是引发通胀的两个基本原因。我们认为货币数量理论更适合于货币供应与通胀的长期趋势性关系研究，而凯恩斯理论模型由于涵盖了需求拉动、供给推动和预期因素对通胀的作用，更适合于分析和预测中短期通胀走势。两种分析框架应结合运用，不应单独倚重其一。

仅仅依靠货币发行(M2 增速)推断短期通胀走势可能有失偏颇。当前市场上的一个流行观点是“印钱太多必然导致通胀”。我们认为这一说法适合对大的方向判断，但对具体通胀率的预测没有太大帮助。CPI 通胀率从 2009 年中-1.8% 到 2010 年 10 月的 4.4%，已有 6.2 个百分点的上升，反映了 2009 年货币增速大幅提升的影响。但我们找不到一个统计上显著的稳定的货币需求模型来帮助我们预测未来 1 年通胀的走势。

- ▶ 其实，中国过去的经历显示 M2 增速与通胀关系并不明显，而衡量需求压力的产出缺口和通胀之间有很强的正相关关系（图表 1、2）。从理论上讲，这一现象并不奇怪。货币（相对需求）超发可能通过三个途径影响 CPI：a) 直接导致消费和投资增加；b) 先刺激资产价格再通过财富效应等拉动消费和投资；c) 影响通胀预期，造成一些投机性需求，包括商品囤积，惜售。这中间从货币需求的不稳定到传导机制的不确定性，都会影响我们估算货币增长对通胀的影响。为什么 2009 年上半年 M2 大幅增加要到 2010 才逐渐显现对 CPI 的影响，根本原因是经济增长复苏，需求压力增加。总之，货币增长确实可能推动物价上涨，但是这之间需要通过一个传导机制，这个传导机制就是经济需求的上升。尤其在中国这样供给相对过剩的国家里，过剩的货币供给更可能推动资产价格而不是商品价格。
- ▶ 国际经验看，主要发达国家和新兴市场国家中央银行和国际机构预测通胀都会综合考虑需求，成本推动，以及货币发行三个因素，而不会只看货币发行一个因素。M2 增速和通胀的关系在这些国家也不稳定，因为货币需求不稳定（也就是说当 M2 增速高涨时很难断定是否总需求是在上升）。

近期市场也流行一种观点，认为中国劳动力工资加速提升，并将是长期趋势，所以通胀上升也是长期性的。我们认为这种观点混淆了长期趋势和周期性波动因素。我们不认为劳动力价格结构性上升（相当于其它价格上升）是导致当前中国通胀的主要原因。当前中国面临的通胀主要是周期性问题（包括工资受需求拉动的周期性上升）。

- ▶ 中国劳动力市场发生了从金融危机后供大于求、政府 4 万亿政策出台后供不应求、今年调控开始尤其是房地产新政后逐步供求归于平衡的过程（图表 3）。政府 4 万亿政策出台后劳动力供不应求的过程主要是周期性变化，而不是中国劳动力突然出现长期短缺。实际上劳动力供求的变化正是反映了中国经济总需求的变化。今年年初劳动力大幅供不应求，是经济短期过热导致需求上升的结果，不是因为劳动力的供给突然出现大幅减少。人口的变化是一个缓慢的过程，不会短时间内突然出现劳动力供给大幅下降。近期劳动力市场显示供需重回全球金融危机前水平。
- ▶ 人口结构决定中国未来较长时间内都处于经济生产供过于求的状态。一个经济体中生产者（25 岁到 64 岁）相对于消费者（小于 25 岁或大于 64 岁）的比例很大程度上决定了这个经济体供给与需求的相对关系。九十年代的中国，消费者多于生产者，经济长期处于短缺状态。随着生产者人口超过消费者，中国经济逐步进入供给过剩的状态（图表 4）。我国生产者人口超过消费者的趋势将会长期存在，出现短缺导致的长期通货膨胀的可能性较小。

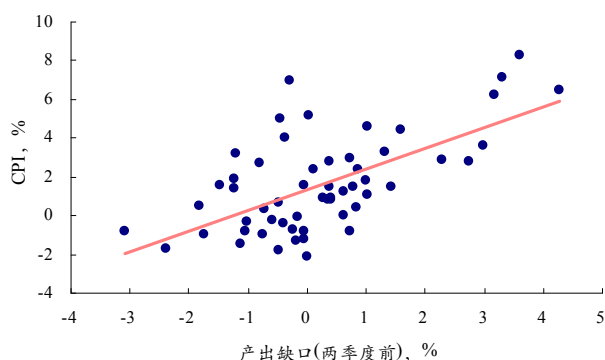
我们通过两个方法来对明年通胀走势作出判断。首先，我们构建一个综合考虑需求，成本，以及货币发行量的计量模型，通过回归分析定量检验各个因素的重要性，并利用这个模型作出预测。这个模型考虑需求（产出缺口）、货币（M2）、供给（猪粮价格比和粮食价格指数，和其它成本因素包括原材料、燃料、动力购进价格指数等。在模型中为了区分粮食价格变动的需求因素和供给因素，我们先利用产出缺口对粮食价格指数进行回归，利用残差作为粮食供给冲击的代理变量。模型通过单整检验、达宾沃森自相关检验和协整检验，R 平方为 0.78。回归结果显示（图表 5）：

- ▶ 产出缺口对 CPI 有正的显著影响，在其他因素不变的情况下，如果产出缺口增长一个百分点，将拉动通胀上升 0.88 个百分点，显示需求因素对通胀影响较大；
- ▶ 货币供给对通胀同样有正的显著影响，但系数仅有 0.19，影响力度远不如需求因素；
- ▶ 供给（粮食供给冲击和猪粮价格比）对通胀影响显著但系数较小，显示其作用不如前面两个因素大。

- 其它成本因素对通胀虽有正面的影响但是统计上不显著,可能反映原材料等价格受中国需求影响较大,和产出缺口重叠了。

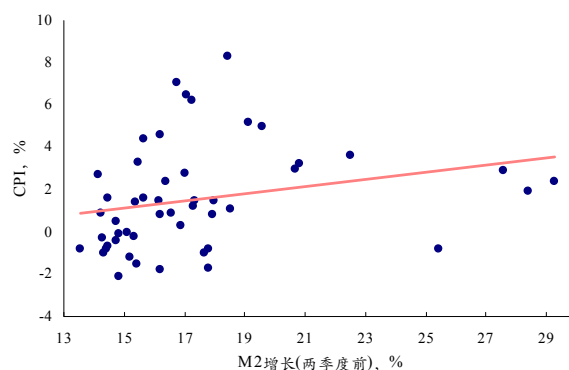
模型显示 2011 年通胀将呈前高后低的走势 (图表 6)。根据我们的预测,2011 年经济增长比 2010 年放缓,相较过去 10 年 9.5-10% 的平均增长水平也低一些。经济增速的降缓使得产出缺口比 2010 年有显著的下降。在货币供给方面,我们预计 2011 年 M2 的增长逐渐下降到 16%, 低于过去 3 年的水平。此外预计今年

图表 1: 产出缺口和通胀之间有很强的正相关关系



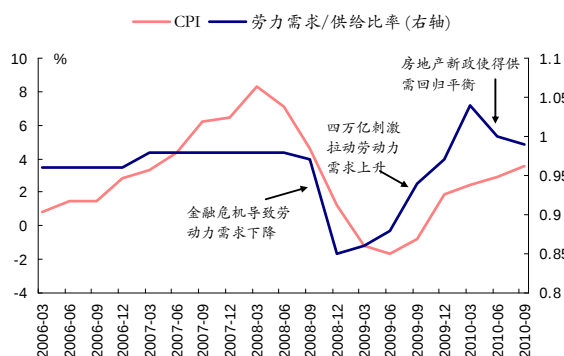
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 2: M2 增速与通胀关系并不明显



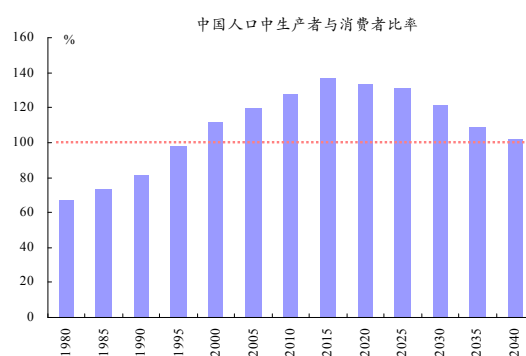
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 3: 劳动力市场供求归于平衡,预示通胀将下降



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 4: 生产者比率上升使得经济长期供过于求



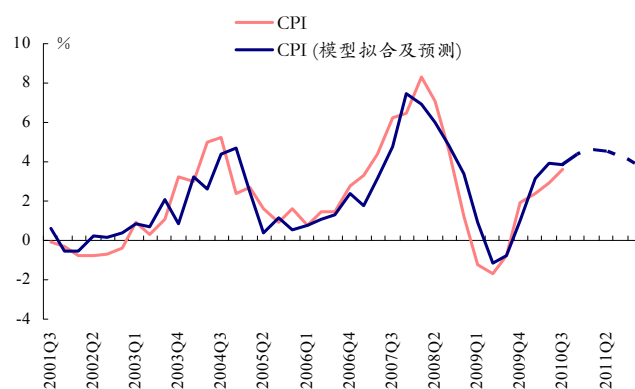
资料来源: 联合国、中金公司研究部

图表 5: 计量模型显示产出缺口对通胀影响最大

解释变量	系数	t值
产出缺口	0.88	5.91
M2	0.19	3.08
猪粮价格比	0.04	4.97
粮食价格指数	0.04	2.36
成本	0.01	0.25
R平方: 0.78		
达宾沃森统计量: 1.9		

资料来源: Wind、CEIC、中金公司研究部

图表 6: 计量模型显示通胀明年前高后低



资料来源: CEIC、中金公司研究部

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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

全年的粮食总产量将不会过大波动。综合以上需求、供给、货币等情况，我们预计 2011 年通胀相对缓和。

我们第二个判断通胀的方法是对比本次通胀与过去两次通胀周期（2003-04 年，2007-08 年，图表 7）。这种案例式的历史比较的好处是比较直观。我们发现

- ▶ **过去两次通胀上行周期持续了 13 个月和 19 个月，而本轮通胀上行周期已历时 15 个月。**2003-2004 年，CPI 从 2003 年 6 月的低点 0.3% 连续攀升至 2004 年 7 月的 5.3%，历时 13 个月，随后在高位短暂停留，于 10 月开始持续回落。2007-2008 年，CPI 从 2006 年 7 月的低点 1.0% 攀升至 2008 年 2 月的 8.7%，历时 19 个月，在高位徘徊 4 个月后才于 6 月开始进入下行周期。本轮通胀上行周期则从 2009 年 7 月的 -1.8% 持续攀升至 10 月份的 4.4%，已历时 15 个月。
- ▶ **粮食、猪肉和蔬菜等农产品价格是历次 CPI 持续上涨的主要原因，但比较而言，本轮通胀推手蔬菜的生长期较以往的粮食和肉类更短：**1) 2003-2004 年期间，CPI 涨价主推手来自肉类（03 年 SARS 导致肉禽价格的低基数）和粮食（03 年粮食歉收），二者在上升通道中分别同比上涨 12% 和 15.8%，贡献了当期 CPI 的 33% 和 18%。2) 2007-2008 年期间，CPI 涨价因素源于猪肉价格的暴涨，期间同比上涨了 24%，对当期 CPI 的贡献度高达 43%。3) 本轮通胀截至 10 月份，CPI 中蔬菜平均同比上涨 22%，对 CPI 的贡献度达 30%。而非食品类价格上涨因素的比较来看，本轮涨价因素并未出现蔓延之势，仍然以居住类价格为主，只是与前两轮政府上调水电价格不同的是，本轮更多体现为节能减排等引致的建筑装饰材料价格的上涨。
- ▶ **本轮 CPI 攀升期间，总需求增长水平低于 2007-2008 年：**2003-2004 年期间，GDP 同比涨幅达到 10.1%，总需求同比增长达 14.9%。2007-2008 年期间，实际 GDP 同比增长达到 13.2%，总需求同比增长达 17%，经济出现明显过热。本轮截至 3 季度，实际 GDP 同比涨幅达到 10.7%；总需求同比增长达 15%，需求增长低于 2007-2008 年，与 03-04 年的情况更为接近。
- ▶ **本轮输入型通胀压力小于 2007-2008 年：**2003-2004 年和 2007-2008 年期间国际大宗商品价格均出现大幅上涨，导致这两轮周期均面临明显的输入性通胀压力（图表 8）。而本轮周期中大宗商品价格同比涨幅则依然处于低位，往前看，外部经济仍然面临复苏的挑战，中国的输入性通胀风险大幅攀升的压力可能有限。
- ▶ **本轮通胀攀升前一年的流动性比前两轮周期更为充裕：**金融危机以来，中国政府为了保增长采取了强劲的刺激政策，导致信贷大幅扩张，带动广义货币供应 M2 高于名义 GDP 增长在 2009 年最高点达 23 个百分点，为本轮通胀的上升埋下流动性过剩的隐患（图表 9）。但是今年货币供应已经回落到历史正常水平。
- ▶ **从历史比较来看，由于本次通胀周期相对比较温和，目前来看政策应对措施未及 2007-2008 年严厉：**中国政府在应对通胀时似乎考虑两个因素：整体的通胀水平以及宏观经济周期的走势。目前来看，本轮控通胀的政策反应和力度均不如 07-08 年猛烈，应该更接近 03-04 年的情形。

2003-2004 年：通货膨胀相对温和，经济过热风险不明显，政府逐步、适度地调节货币政策。2003 年底 CPI 上升至 3% 以上，并在 2004 年进一步升至 5.3%，2004 年上半年经济并没有严重过热。货币政策上，政府从 2003 年底开始收紧信贷业务，并在 2003 年 9 月和 2004 年 4 月两次调高存款准备金率；而直到 2004 年 10 月，在负利率已持续 11 个月，并高达 3.32% 的情况下，政府才加息一次。而后再没有进入加息周期，2.25% 的 1 年期存款利率维持不变长达 21 个月。其间政府对货币总量进行控制，使得 M2 增速下降 5.5 个百分点。行政手段上，2004 年 4 月国家发改委出台《关于严格控制出台涨价项目的通知》，设定“两条控制线”，规定 CPI 月环比 1% 或连续 3 个月同比 4% 的地区，暂停出台提价项目 3 个月。而后再也没有出台进一步的严厉行政管控。

图表 7：三段通胀周期的比较表

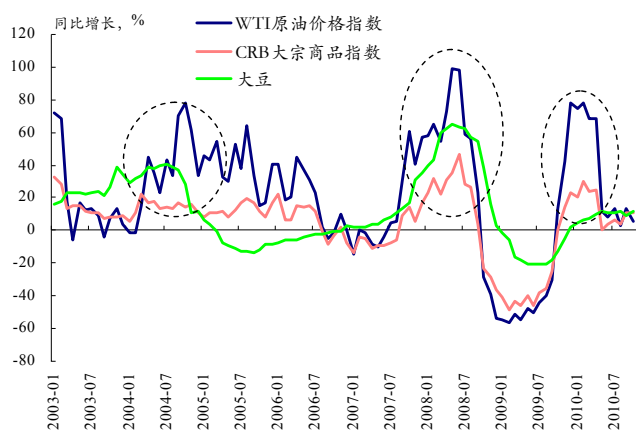
通胀周期对比		2003/2004			2007/2008			2010/2011		
CPI同比增速		低点	高点	攀升历时	低点	高点	攀升历时	低点	当前点	至今攀升历时
		2003年6月	2004年7月	13个月	2006年7月	2008年2月	19个月	2009年7月	4.4%	15个月
CPI攀升期间主要涨价因素		0.3%	5.3%		1.0%	8.7%		-1.8%		
食品CPI涨价因素		肉类、粮食			肉类			蔬菜、粮食		
原因		SARS造成03年肉价低基数、03年粮食歉收			猪肉供给冲击、国际大宗商品价格上涨			天气原因造成供给短缺		
通胀贡献率		33%和18%			43.0%			30%和16%		
非食品CPI涨价因素		水、电及燃料			水、电及燃料			建房及装修材料、中药材及中成药		
原因		水电油气价格涨价			水电油气价格上调			节能减排，游资对经济作物的炒作		
通胀贡献率		6.4%			6.1%			5%和3.3%		
CPI攀升期间经济平均增速										
GDP实际同比增速		10.1%			13.2%			10.7%		
总需求实际同比增速		14.9%			17.0%			15.0%		
政策动向										
货币政策	货币总量控制 (M2增速变化百分点)	-5.5			-0.9			-9.1		
	上调存款准备金率	2次，150个基点至7.5%			17次，950个基点至17.5%			5次，250个基点至18%		
	加息	1次，27个基点，至2.25%(1年期存款)			7次，共189个基点，至4.14%(1年期存款)			1次，25个基点，至2.50%(1年期存款)		
行政手段		2004年4月发改委规定CPI月环比1%或连续3个月同比4%的地区，暂停出台提价项目3个月			2008年1月发改委对重要商品(粮食，食用油，肉乳蛋，石油天然气等)实施临时价格干预措施			2010年11月国务院常务会议提出必要时将实行价格临时干预		
GDP Sacrifice Ratio (Δ GDP/ Δ CPI)*		0.2			0.6			—		

*政策打压下通胀每回落1个百分点，GDP回落幅度

资料来源：国家统计局、中国人民银行、CEIC、中金公司研究部

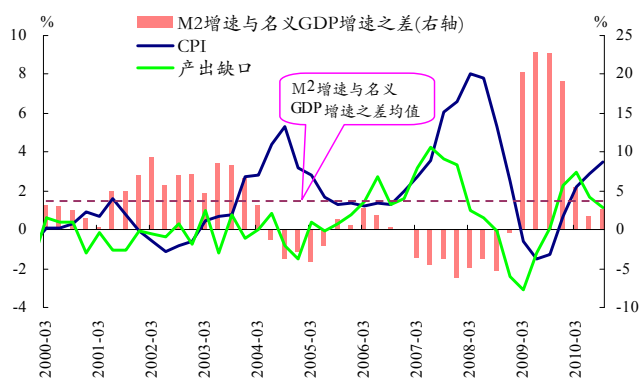
- 2007-2008 年：有两个特征分别是经济明显过热（GDP 增速持续超过 14%）和通胀持续上升（CPI 持续攀升至 8% 以上），使得政府迅速采取行动。自 2006 年 8 月开始，采取了相继 7 次加息和 17 次密集式大幅提高存款准备金率来大力收紧货币供给，最终 1 年期存款利率提高 189 个基点，从 2.25% 加到 4.14%；存款准备金率总共上调 950 个基点，从 8% 升至 17.5%。其间货币总量控制实现了 0.9 个百分点的 M2 增速降幅。行政措施也非常严厉，发改委相继出台了一系列调控物价的措施，对重要商品（粮食、食用油、肉乳蛋、石油天然气等）实施临时价格干预。
- 本轮截至 11 月，经济增长仍处于企稳回升中（并没有过热），目前政府已经开始采取措施，分别上调了 5 次存款准备金率和 1 次加息。货币总量控制上实现了 9.1 个百分点的 M2 增速降幅，当然其中不排除由于 2009 年货币大量超发使得当前对总量调控的效果较前两轮更为明显。行政手段上，2010 年 11 月 17 日国务院常务会议提出：必要时将实行价格临时干预。随后 20 日国务院公布了 16 项稳定物价措施，发放价格临时补贴¹。
- **此轮抗通胀的经济代价将小于 2007-2008 年：**我们根据对政策调控 CPI 通胀回落中，拖累 GDP 下滑幅度的测算显示，如果政策打压使得通胀回落 1 个百分点的话，则 GDP 回落幅度分别为 0.2 个百分点（2003-2004 年）和 0.6 个百分点（2007-2008 年）。可以认为，此轮打压通胀对经济带来的危害，视乎政策打压的力度和强度而定。如果此轮周期的政策应对力度不如 07-08 年那般严厉和密集，那么 GDP 受拖累的回落程度应该介于 0.2 和 0.6 个百分点之间。
- 总体来讲，通过和过去 10 年两次通胀周期的比较，考虑近期政策调整，我们认为本轮通胀明年 1 季度后会有所回落。

图表 8：大宗商品价格出现回落



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 9：此轮通胀之前的流动性高于前两轮，但是今年流动性已经回落到历史正常水平



资料来源：Wind、CEIC、中金公司研究部

¹ 国务院关于稳定消费价格总水平、保障群众基本生活的通知，国发〔2010〕40 号，2010-11-20

近期宏观政策展望

央行 11 月 19 日再次上调存款准备金，显示政府调控措施提前，同时更注重使用数量型工具，这与我们 11 月 12 日报告中的判断一致。总体来讲，我们维持对 2011 年货币政策偏紧，但对增长没有太大限制的判断。

- ▶ **财政与货币政策足以支撑经济增长。**预计 2011 年将维持积极财政政策不变。积极财政政策将有利于“十二五”计划中“推进公共服务市场化改革，增强多层次供给能力，满足群众多样化需求”的政策目标的实现。相比于今年，明年的货币政策将适度从紧，但不至于显著紧缩，整体货币条件预计将接近危机前水平（央行三季度货币政策执行报告已经首次采用了“货币条件逐步回归常态水平”的表述，表明货币政策由“适度宽松”转向“稳健”）。**我们预计 2011 年的 M2 目标增速将在 16% 左右，与危机前的平均水平相仿，足以支持 9.0% 左右的增长。**目前我们还不能确定 2011 年是否还会设定一个明确的人民币新增贷款额度指标，因为如果发生大规模资本流入，货币当局为确保 M2 目标增速将不得不购买外汇，从而对国内信贷规模造成挤出效应。然而，对于近期市场上流传的“2011 年的人民币新增贷款规模估计在 6 万亿~6.5 万亿”的说法，我们认为可能低估了。
- ▶ **维持数量型工具（如公开市场操作，存款准备金率）和信贷窗口指导仍是近期流动性管理的主要工具的判断。**加息会发生，但是空间受到资本流入压力的限制。由于国内外利差高企（目前已达过去 10 年间的最高水平），带来的热钱流入风险使得未来加息空间有限。近期资本流入正呈上升之势，我们预计这种趋势将会持续，因为国内外利差将会继续保持较高水平。在发达国家量化宽松政策的环境下，若中国单方面大幅加息，势必加大热钱流入风险，带来更大的人民币升值压力。
- ▶ **预期加息两次，时点提前。**我们预期从现在到 2011 年将可能加息两次，每次 25 个基点，加息在今年和明年上半年可能性较大。由于通胀压力短期内可能超过预期，我们认为在今年年底之前及明年年初数月加息的可能性已经增加。然而，我们不认为加息幅度会增加，而是加息时点可能提前。随着 CPI 通胀明年下半年回落，加息压力即会减轻。
- ▶ **如果 CPI 通胀超预期大幅上升，我们认为人民币升值将成为比加息更为重要的政策紧缩工具，升值速度可能加快。**我们预计人民币有效汇率未来 12 个月将上升 5%，同时升值速度可能在未来随着通胀压力上升而加快。因为大宗商品和食品价格上升是推动国内 CPI 通胀的主要因素，而人民币升值有助于舒缓大宗商品进口带来的输入性通胀。

关于央行 19 日提高人民币存款准备金率的决定，我们评论如下：

- ▶ 此次提高存款准备金率延续了近期政策，是为应对通胀压力而采取的调控措施的一部分。我们估计此次上调存款准备金率将回笼资金约 3,500 亿元。
- ▶ 央行在公告中表示，此次上调存款准备金率主要是为加强流动性管理和适度调控货币信贷投放，而本月前段时间上调存款准备金率时，央行并未做出解释。我们认为，此次上调可能主要是为对冲资本流入增加以及央行加大外汇购买力度而导致的人民币流动性上升，而前一次上调更多是由于银行贷款强劲增长所致，因为一天后公布的数据显示 10 月份银行新增贷款超出预期。
- ▶ 一个月内连续两次上调存款准备金率的确不同寻常，但实际紧缩效果可能不会非常显著。如果本次上调仅是为对冲资本流入引起的人民币流动性增加，那么与资本流入增加前相比，本次行动并不具有紧缩效应。如果本次上调是针对银行贷款超预期，那么收紧的将是银行间流动性，而未必是实体经济中的流动性（银行贷款的强劲增长已经导致实体经济流动性的增加）。11 月 10 日存款准备金率上调后银行间市场利率出现了小幅上升。

- ▶ 从高频食品价格数据来看，11 月份 CPI 可能达 4.8% 左右，并可能在未来数月维持相对高位。未来政策将对资本流入或银行贷款的增加保持高度警惕，因为两者的增加会导致流动性上升，削弱前期调控措施的效果。
- ▶ 总体而言，虽然政策调整的步伐有所加快，但我们需仔细评估其紧缩效果。对经济而言，最终要紧的是 M2 增速和存贷款利率。我们认为 2011 年货币条件将较 2010 年有所收紧，但不至于大幅紧缩。我们认为政策调控不太可能导致经济增长出现大幅放缓（硬着陆）。

2011 年增长前景和风险

鉴于今年底至明年初通胀压力居高不下，宏观调控当局对于上调存款准备金率、加息以及信贷窗口指导等紧缩性货币政策的使用，预计其紧缩作用对于实体经济的负面影响可能在明年下半年开始逐步体现，因此从季度走势来看，明年 3、4 季度季调后环比可能从 1、2 季度的 9.2% 分别小幅回落至 8.6% 和 8.4% (图表 10)，同比增速则基本维持平稳在 9-9.5%。由于今年 3、4 季度环比增速快于我们之前预期，而明年 1-2 季度仍将保持企稳态势，尽管下半年环比增速趋缓，总体来看，明年全年 GDP 增长 9.3% 依然可期。

由此，我们估算的产出缺口在 2011 年逐渐下降，预示需求对通胀的压力放缓，而**通胀明年将是前高后低的走势** (图表 11)。CPI 通胀率将从年初的 4.5-5% 的水平降到年尾 4% 以下。前文中介绍了劳动力市场供不应求的状况出现明显缓解的趋势 (图表 3)，也验证了需求正在回归正常。短期内由于春节新年的季节性因素通胀，压力依然存在，但是我们认为中国会出现结构性的长期高通胀。

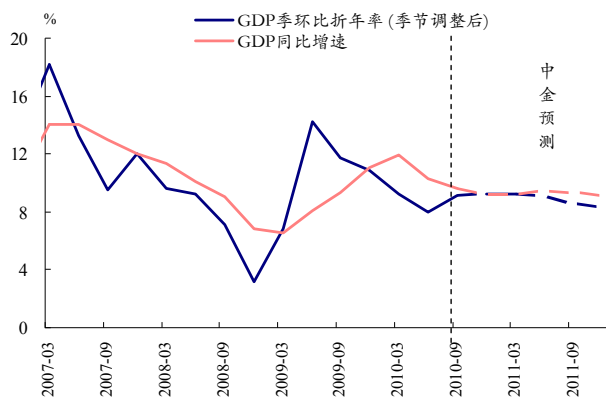
以上宏观判断的风险主要来自通胀和资产泡沫两个方面。在通胀方面，主要面临的是上行风险。

- ▶ 如果需求增长比我们预期的快 (可能由于十二五计划第一年的投资冲动或全球经济好转超预期)，通胀可能 11 年下半年也不会回落。在此情景下调控政策将持续到 2011 年下半年，经济增长将因此受损。
- ▶ 自然灾害导致农产品供给出现短缺，使得食品价格居高不下。在此情景下，通胀是由于供给因素导致，而不是需求推动，所以货币政策不应该紧缩，但是由于通胀高企，且不容易分清究竟通胀是由于供给还是需求导致，紧缩政策可能加强，导致增长降速。

通胀的下行风险主要来自国外经济下滑所可能带来的需求下降、大宗商品价格下跌的风险。

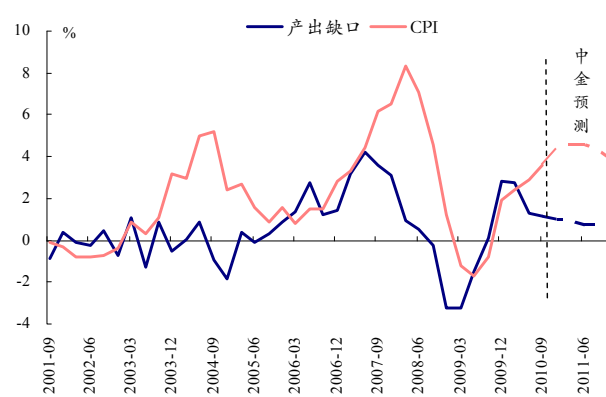
房地产市场是上述宏观经济和政策展望的一个重要的风险因素。如果房地产价格明年重返上升通道，那么更多调控政策就可能出台，政府利用收紧货币政策来达到调控目的的压力就会变大，其中包括上调基准利率。然而这不在我们的基准情形考虑之中，我们认为近期密集的房地产管控政策终将奏效，2011 年房地产市场过热的可能性不大。

图表 10: GDP 季度走势



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 11: 产出缺口已经下降，预示通胀压力将逐步放缓



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 12：10/11 年经济指标预测

实际同比增速 % (除非额外注明)	2007	2008	2009	2010F	2011F
GDP	13.0	9.6	9.1	10.2	9.3
最终消费	10.9	9.8	10.0	9.5	9.8
城镇居民	11.6	8.5	9.0	8.7	8.7
农村居民	8.2	9.0	10.0	10.5	12.0
政府	11.4	12.0	11.4	10.0	10.0
资本形成总额	13.7	11.4	20.1	12.8	11.2
私人	14.1	11.4	15.1	11.0	10.5
政府	10.8	11.1	60.0	23.0	15.0
出口	19.8	8.5	-8.0	15.5	10.0
进口	13.9	8.0	2.0	16.0	11.0
净出口（对GDP增速的贡献）	2.6	0.8	-3.9	0.5	0.2
参考项目					
社会消费品零售总额(名义)	16.8	21.6	15.5	18.3	18.5
城镇固定资产投资(名义)	25.8	26.1	30.5	25.0	20.0
CPI	4.8	5.9	-0.7	3.3	4.3
非食品	1.1	1.5	-1.4	1.2	1.2
食品	12.3	14.7	0.8	7.5	10.5
PPI	3.1	6.9	-5.5	5.0	5.0
人民币对美元（年末值）	7.30	6.82	6.83	6.62	6.29
经常项目顺差（美元，十亿）	371.8	436.1	297.1	292.2	358.0
占GDP比重（%）	10.6	9.6	6.0	5.0	5.0

资料来源：CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED