

宏观经济周报

价格管制改变了什么？

崔永 分析师

电话：010-68058790

eMail: cy30@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210090010

本期要点：

- ◆ 由于 10 月份的物价涨幅大大超出决策者的预期，使得决策层不得不采取更为严厉的价格调控措施，由此使得上证在短短 4 个交易日之内就从 3148 点下降到 2824 点，跌幅达 10%，有色、煤炭等板块跌幅更是高达 20% 左右，奈何其兴也速，其亡也忽乎？其实，当前大盘的这种急剧调整是投资者预期国务院即将采取直接价格管制措施的一种理性反应。可比的时期为 2008 年 1 月 16 日发改委宣布采取临时价格管制措施之后，上证在短短的 6 天之内就从 5504 下跌到 4512，跌幅高达 18%。从“量-价-流动性”的分析框架来看，政府所采取的直接管制措施使得企业无法通过提高价格的方式来转移利率和工资提升所增加的成本，显然就会立马使得投资者对未来盈利预期发生了改变，也就必然会使得股价出现较大幅度的调整，从而打乱了经济和股市运行的既有节奏。考虑到持续价格管制所可能带来的市场价格体系的扭曲以及可能衍生出许多寻租现象，政府的价格管制措施无疑是短期的，因而对市场的影响也是暂时的。只要投资者对未来经济增长和流动性环境不发生较大的变化，短暂的价格管制所带来的盈利预期的改变迅速就会消失。幸运的是，我们无论是从 GDP、VAI、投资、消费、出口等“量”的经济指标，还是从新增贷款、新增外汇占款、贸易顺差、FDI、财政收支、M2、M1、NDF 隐含人民币升值率等“流动性”指标来看，都没有发生较大的变化。因此，有理由期待，随着价格管制措施的逐步落实，各种囤货现象就会消失，物价过猛上涨势头也会得到遏制，价格管制措施也就会逐步退出，股市也就会回到既有的轨道。因此，维持早先在《资金转战股市了吗》中的判断：明年二季度之前，经济持续复苏，套利交易资金大量涌入、盈利预期和流动性预期显著改善，资产价格泡沫逐步放大；明年二季度前后，经济复苏受挫，套利交易资金开始平仓，盈利预期和流动性预期发生逆转，资产价格泡沫开始破裂。
- ◆ 此外，本轮股市的大幅调整除了价格管制原因之外，还与爱尔兰债务危机以及 G20 峰会召开，由此引起美元反弹预期增强有关。但目前来看，考虑到爱尔兰在全球经济的地位，爱尔兰危机所惹的祸端显然不会比迪拜危机和欧债危机更加严重，其中迪拜危机使得美元指数从 74.2 反弹到 78.5；而更加严重的欧债危机也仅仅使得美元指数由 80 反弹到 88.7，之后又大幅回落到 75.6。所以，美元指数在美联储加息预期起来、美国就业形势和财政收支形势好转起来之前是很难形成像样的反弹的，更加别提反转了。而目前来看，美联储加息预期的起来以及美国就业形势和财政形势的好转要等到明年二季度前后才能够得到确认。
- ◆ 让投资者不能够忽视的是，尽管 11 月份的 CPI 创新高的可能性较大，“滞胀无牛市”时期一再被拉长。不过，由于秋粮丰收，随着价格管制效果的显现，农民惜售情绪就会减缓，囤积居奇现象也会很快得到抑制，从而迅速抑制物价的上涨。因此，还是有足够理由期待 11 月份 CPI 同比见顶回落的。这样的话，2011 年 CPI 翘尾因素可能就只有 1.8%，而考虑到明年 GDP 增速自今年二季度以来就开始回落，2011 年的新涨价因素可能要低于今年的 2%，这意味着政府能够在明年实现 4% 以下的通胀目标。此外，从 IMF 等机构预测的情况来看，无论是发达经济体还是新兴市场经济体，明年 GDP 的同比增速都是低于今年的，这意味着明年二季度前后 GDP 环比增速必然有一个大幅向下修正的过程。中国的情况也与此类似，GDP 环比在明年二季度上升到 3% 左右之后，将再次下降到 2.5% 的平均水平附近，而明年全年 GDP 增速将达 9% 左右，考虑到经济增长中枢的下移，估计明年新增贷款规模为 7 万亿元左右，对应的 M2 增速为 15% 左右。因此，尽管明年全年不会有贯穿始终的牛市行情，但阶段性的牛市行情还是值得期待的，尤其是明年二季度之前的行情值得期待。

目 录

一、价格管制使得企业因无法转嫁成本而损失利润	6
二、价格管制作作为临时性措施对市场影响较为短暂	8

图 表

图 1:OECD 领先指数显示全球经济复苏还将持续	10
图 2 美日欧近年来的 GDP 环比折年率变动情况	10
图 3:美日欧等中心国 GDP 环比折年率变动情况	10
图 4 新兴市场经济体的 GDP 增长情况	10
图 5:中国 GDP 环比增速预计在今年四季度见底	10
图 6 中国 GDP 同比增速则将在明年上半年见底	10
图 7 本轮经济的复苏主要靠投资内需拉动	10
图 8 中国经济主要依靠内源性融资发展	10
图 9: 中国全要素生产率持续保持较好的增长	11
图 10: 中国的生产率的涨幅还能够覆盖工资涨幅	11
图 11:投资依然对中国的经济增长发挥重要作用	11
图 12: 中国经济增长已经达到 S 曲线的拐点	11
图 13: 中国 PMI 预示着 VAI 环比增速的继续提高	11
图 14: 汇丰 PMI 产出指数也同样较大程度反弹	11
图 15: 拉闸限电使得 VAI 与发电量增速开始偏离	11
图 16: 发电量环比增速呈现较强的季节性特点	11
图 17: 固定资产投资增速开始逐步企稳回升	12
图 18: 地产调控加码并未妨碍地产投资增长	12
图 19: 虽然新建投资增速继续低于在建投资增速	12
图 20: 但私人投资已经出现明显的回升迹象	12
图 21: 信贷规模控制制约了固定资产投资的增长	12
图 22: 政府投资大幅下滑的同时, 民间投资也在下滑	12
图 23: 固定资产投资来源与贷款的占比逐步减少	12
图 24: 固定资产投资环比增速的季节性特征	12
图 25: 名义消费随着物价的涨落而涨落	13
图 26: 每年的下半年一般是消费的旺季	13
图 27: 今年以来收入增速又开始低于 GDP 增速	13
图 28: 收入相对低增长使得实际消费难有较好增长	13
图 29: 中国的出口和进口总额并没有再创新高	13
图 30: 近期出口和进口的环比总体呈下降态势	13
图 31: 美国的进口与对中国的出口关系较为紧密	13
图 32: 美国经济复苏与否就决定了中国的出口情况	13
图 33: 人民币有效汇率升值将抑制中国出口	14
图 34: 广发大发中国贸易条件指数还在下降	14
图 35: PMI 出口订单指数显示未来出口还会下滑	14

图 36: OECD 领先指标也预示出口会继续下滑	14
图 37: 当前的 CPI 的增幅远远超出市场预期	14
图 38: 当前的 CPI 环比增速开始偏离正常轨道	14
图 39: PMI 购进价格反映了较大的物价反弹压力	14
图 40: PMI 新订单也反映了较大的物价反弹压力	14
图 41: 2010 年的翘尾因素对 CPI 贡献 1.2 个百分点	15
图 42: 2010 年新涨价因素对 CPI 贡献 2 个百分点	15
图 43: 2011 年翘尾因素对 CPI 贡献约 1.8 个百分点	15
图 44: 2011 年新涨价因素贡献也约为 2 个百分点	15
图 45: 商务部生产资料价格环比增速继续上涨	15
图 46: 商务部农产品价格环比增速也开始明显提高	15
图 47: 今年 11 月份以来农产品价格继续上涨	15
图 48: 猪粮比连续三个多月维持在盈亏平衡点之上	15
图 49: 粮农组织数据显示粮食价格存在上涨压力	16
图 50: CBOT 期货价格显示粮食还存在进一步上涨空间	16
图 51: 非食品价格也存在进一步上涨的可能	16
图 52: PPI 环比还会保持一定的增长	16
图 53: M1 增速的快速下行最终将迫使消费物价趋降	16
图 54: 人民币升值最终会抑制消费物价的继续上涨	16
图 55: 美联储基金利率已连续两年维持 0%-0.25%	17
图 56: 日本于 10 月 5 日时隔 4 年多重施零利率政策	17
图 57: 欧元区再融资利率持续维持在历史最低位置	17
图 58: 英国基准利率也连续维持历史最低水平	17
图 59: 1990 年以来新兴市场经济体私人资本流量	17
图 60: 流向新兴市场经济体的私人资本流量的构成	17
图 61: 欧元区再融资利率持续维持在历史最低位置	17
图 62: 1990 年以来中国私人资本流入情况	17
图 63: 2002 年以来新兴市场经济体的股市表现	18
图 64: 1990 年以来新兴市场经济体股市运行情况	18
图 65: 1985 年以来美元指数的走势情况	18
图 66: 1990 年以来发达经济体股市的表现	19
图 67: 持续保持低利率会催生股市泡沫的不断膨胀: 美国的证据	19
图 68: 持续保持低利率会催生股市泡沫的不断膨胀: 日本的证据	19
图 69: 今年 10 月下旬以来央行开始净回笼流动性	20
图 70: 截至 11 月 15 日本月净回笼流动性 300 亿元	20
图 71: 公开市场操作旨在维护货币市场利率稳定	20
图 72: 11 月 11 日当周各期限央票发行利率均提高	20
图 73: 10 月份财政渠道净投放流动性约 1400 亿元	20
图 74: 财政收入顺周期而财政支出逆周期	20
图 75: 尽管进出口环比都呈现趋势性下降	21
图 76: 但出乎意料的是贸易顺差近期不降反升	21
图 77: 尽管 FDI 累计增速依然保持较高水平	21
图 78: 但未来 FDI 余额估计不会有太大波动	21
图 79: 美国政府的施压使得近期升值预期增强	21

图 80: 楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转.....	21
图 81: 近期新增外汇占款不断走高.....	21
图 82: 新增贷款也不断超出市场预期.....	21
图 83: 真实的准备金率水平并未创新高.....	22
图 84: 准备金率上调旨在对冲新增外汇占款.....	22
图 85: 外汇占款的增加带动 10 月份货币增速的提高.....	22
图 86: 目前 M2 增速与贷款增速基本持平.....	22
图 87: 滞胀只是经济调整的一个阶段性现象.....	22
图 88: 无论债市还是股市在滞胀时期一般无牛市.....	22
图 89: 美国 GDP 环比折年率增长情况.....	23
图 90: 日本 GDP 环比折年率增长情况.....	23
图 91: 印度 GDP 环比折年率增长情况.....	23
图 92: 巴西 GDP 环比折年率增长情况.....	23
图 93: 美国新增非农就业人数由降转升.....	23
图 94: 美国初请失业金人数连续总体上呈下降态势.....	23
图 95: 美国失业率持续保持将近两位数的高位.....	23
图 96: 美国的财政赤字率处于历史罕见的高位.....	23

在过去的不到两个月的时间之内，大盘先是毫不理会房地产新政、提高准备金率、加息等严厉紧缩政策，火急火燎地上攻，煤炭、有色等板块中的个股涨幅有的甚至高达 100% 左右。之后又在 11 月 12 日峰回路转，上证在短短 4 个交易日之内就从 3148 点下降到 2824 点，跌幅达 10%，其中，有色、煤炭等板块跌幅更是高达 20% 左右。许多投资者在手忙脚乱地“空翻多”仅仅 20 天之后又迫不及待地“多翻空”了，一时间各种足以致大盘于死命的谣言满天飞。事后来看，各种传言几乎都是假象和欺骗，惟有价格管制是真实的，只是许多投资者忽视了价格管制的无穷威力。不过，现在投资者已经无需过于担心价格管制的威力了，因为国务院显然并没有实施全面的价格管制，只是表示必要时才会采取价格管制措施，而且已采取的价格调控措施显然不如 2008 年 1 月 16 日发改委采取的临时价格管制措施更为严厉。而 2008 年 1 月份所采取的价格管制措施使得大盘在短短 6 个交易日之内大跌 18%。且那时受到愈演愈烈的美国次贷危机的影响，投资者对未来盈利预期是下行的。因此，本次价格管制预期使得大盘慌不择路地大跌 10% 之后，恐慌显然已基本释放殆尽。在看到商品期货连续多天跌停以及许多农产品炒家赔本出货之后，国务院已明确表示只是在“必要时”才采取价格管制措施，而发改委则已经明确表态近期不会再有更加严厉的价格管制措施出台。

很显然，当前各种农产品和大宗商品遭到爆炒发生在秋粮大丰收以及全球经济缓慢复苏的大背景之下，不仅投资者看到这一点，决策者显然更加清楚地看到了这一点。这种严重背离供求关系的价格上涨显然是决策者所不能够容忍的，在采取种种间接调控措施始终不见成效的情况之下，直接的价格管制就成为迫不得已的选择。而一旦价格管制显现效果，农民囤粮动机削弱，囤积居奇者开始清仓出货，政府很快放弃直接的价格管制措施，重新回归到间接调控手段上来。2010 年 11 月 19 日，央行再次宣布提高准备金率，而不是采取价格管制或者资本管制的方式来对冲外部资本流入以及抑制信贷投资，似乎在一定程度上反映了政府不在万不得已情况之下也不会轻易采取直接的行政手段。

从“量-价-流动性”的分析框架来看，政府所采取的直接管制措施使得企业无法通过提高价格的方式来转移利率和工资提升所增加的成本，显然就会立马使得投资者对未来盈利预期发生了逆转，也就必然会使得股价出现较大幅度的调整，进而打乱了经济和股市运行的既有节奏。考虑到持续价格管制所可能带来的价格体系的扭曲以及可能衍生出的寻租现象，价格管制措施无疑是短期的，因而对市场的影响也是暂时的。只要投资者对未来经济增长和流动性环境的预期不发生较大变化，短暂的价格管制所带来的盈利预期的改变迅速就会消失。幸运的是，无论是从 GDP、VAI、投资、消费、出口等“量”的经济指标，还是从新增贷款、新增外汇占款、贸易顺差、FDI、财政收支、公开市场操作净投放、M2、M1、NDF 隐含人民币升值率等“流动性”指标来看，都没有发生较大的变化。因此，有理由期待，随着价格管制措施的逐步落实，各种囤货现象就会消失，物价过猛上涨势头也会得到遏制，价格管制措施也就会逐步退出，股市也就会回到既有的轨道。因此，维持原先在《资金转战股市了吗》（2010 年 11 月 4 日）中的判断：**明年二季度之前，经济持续复苏，套利交易资金大量涌入、盈利预期和流动性预期显著改善，资产价格泡沫逐步放大；明年二季度前后，经济复苏受挫，套利交易资金开始平仓，盈利预期和流动性预期发生逆转，资产价格泡沫开始破裂。**

一、价格管制使得企业因无法转嫁成本而损失利润

秋粮丰收的情况之下，农产品价格依然疯涨，使得政府部门不得不动用价格管控措施。

本轮的价格调控措施的力度显然要比2008年1月份的价格临时干预措施要轻微得多。

价格管制措施由于抑制企业的盈利空间，必然会造成股市的激烈反应。

近期，决策层先后推出一系列严厉的调控措施，比如：加息、提高准备金率、提高放贷首付比例、提高放贷优惠利率、暂停第三套放贷等等。然而这些紧缩政策效果迟迟得不到体现，各类物价频创新高，尤其是CPI同比在今年10月份再创年内新高之后，通胀预期较为强烈，使得大豆、生姜、大蒜等各类商品先后遭到爆炒。决策层显然已经注意到，这些商品遭到爆炒是发生在秋粮大幅丰收的背景之下，因此当前物价的飞速上涨可以说这在某种程度上是严重背离供求关系的上涨，且今年10月份的0.7%的CPI环比涨幅创下1990年有统计数据以来的历史次高点，所以对于决策层来讲，就有必要动用《价格法》第30条和第31条，对物价进行直接干预。

不过，从2011年11月17日公布的国务院常务会议公告以及11月20日对外发布的价格调控“国十六条”等的内容来看，本轮物价调控只是指出“必要时”要对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施，并没有像2008年1月15日那样真正采取临时价格干预措施。“国十六条”提出的十六条价格调控措施基本上都是市场化取向的调控手段，并没有真正动用《价格法》第30条和第31条所赋予的直接价格管制手段，其严厉程度相比2008年1月15日发布的《关于对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施的实施办法》轻得多。从股市的表现也能够看到这一点。今年2011年11月15日《中国证券报》报道称，近期食品价格上涨过快已引起高度关注，有关方面最近将出台政策控制食品价格过快上涨。国家发改委等部委及各地政府可能跟进出台一揽子控制物价上涨的措施，具体可能包括限价、“菜篮子”市长负责制、价格补贴以及严惩囤积居奇等，尤其加大对炒作棉花和玉米行为的惩罚力度。在此期间的6个交易日之内，上证急剧下跌近10%，而2008年1月15日发改委公布要实施临时价格管制措施之后的6个交易日之内，上证却急剧下跌18%。而且在11月20日国务院召开常务会议正式对外公布要进行价格调控之后，大盘开始企稳并略有回升。

从“量-价-流动性”的分析框架来看，政府所采取的直接管制措施使得企业无法通过提高价格的方式来转移利率和工资提升所增加的成本，显然就会立马使得投资者对未来盈利预期发生了改变，也就必然会使得股价出现较大幅度的调整，从而打乱了经济和股市运行的既有节奏。然而，考虑到持续价格管制所可能带来的市场价格体系的扭曲以及可能衍生出许多寻租现象，政府的价格管制措施无疑是短期的，因而对市场的影响也是暂时的。只要投资者对未来经济增长和流动性环境不发生较大的变化，短暂的价格管制所带来的盈利预期的改变迅速就会消失。好在本轮价格调控，国务院并没有采取严厉的直接价格干预措施，主要还是依赖于间接调控方式。因此这些间接调控措施还不至于立马使得物价变动方向逆转，只会使得物价的涨幅趋缓。因此，股市的反应显然是过于激烈了。这种过于激烈的反应也可以从债市上看得出来。2010年11月12日至11月17日，股市大跌近10%，但同期，10年期国债收益率由11月12日的3.9518%下降到11月17日的3.8629%，跌幅只有2.25%。

不过，价格管制措施是短暂的逼不得已的政策措施，因而对股市的影响也是短暂的。

美元反弹也是本轮股市调整的原因之一，但当前美元的反弹是不可持续的。

投资者需要警惕的是政府会不会推出信贷管制、资本管制和汇率重新盯住美元。而不是所谓的加息和提高准备金率等间接调控方式。

幸运的是，我们无论是从 GDP、VAI、投资、消费、出口等“量”的经济指标，还是从新增贷款、新增外汇占款、贸易顺差、FDI、财政收支、公开市场操作净投放、M2、M1、银行间拆借利率、NDF 隐含人民币升值率等“流动性”指标来看，都没有发生较大的变化。具体情况附后的图表中有所反映，正文中不再论述。因此，有理由期待，随着价格管制措施的逐步落实，各种囤货现象就会消失，物价过猛上涨势头也会得到遏制，价格管制措施也就会逐步退出，股市也就会回到既有的轨道。因此，维持早先在《资金转战股市了吗》（2010 年 11 月 3 日）中的判断：明年二季度之前，经济持续复苏，套利交易资金大量涌入、盈利预期和流动性预期显著改善，资产价格泡沫逐步放大；明年二季度前后，经济复苏受挫，套利交易资金开始平仓，盈利预期和流动性预期发生逆转，资产价格泡沫开始破裂。

此外，本轮股市的大幅调整除了价格管制原因之外，还与爱尔兰债务危机以及 G20 峰会召开，由此引起美元反弹预期增强有关。但目前来看，考虑到爱尔兰在全球经济的地位，爱尔兰危机所惹的祸端显然不会比迪拜危机和欧债危机更加严重，其中迪拜危机使得美元指数从 74.2 反弹到 78.5；而更加严重的欧债危机也仅仅使得美元指数由 80 反弹到 88.7，之后又大幅回落到 75.6。所以，美元指数在美联储加息预期起来、美国就业形势和财政收支形势好转起来之前是很难形成像样的反弹的，更加别提反转了。而目前来看，美联储加息预期的起来以及美国就业形势和财政形势的好转要等到明年二季度前后才能够得到确认。这也是我们在《强势美元归来兮》（2010 年 8 月 15 日）以及《资金转战股市了吗》（2010 年 11 月 3 日）中的判断。所以，由于避险需求所造成的美元反弹并不具有可持续性。随着爱尔兰危机得到缓和以及 G20 峰会上新兴市场经济体被允许搞资本管制取代美国停止 QE2 之后，美元的反弹就暂告一段落了。截至 2011 年 11 月 21 日，美元指数由 11 月 16 日的 79.45 再次回调到 78.12。

不过，需要引起投资者警惕的是，政府在对物价进行较为严厉的调控之后，会不会对信贷也采取管制措施，而且在 11 月 12 日召开的 G20 峰会上，作为对新兴市场经济体要求美国不再采取量化宽松政策的回报，美国允许新兴市场经济体采取包括无息准备金制度在内的资本管制措施。因此，信贷管制和资本管制将成为继价格管制之后再次牵动市场神经的重大政策。这两项政策对股市的影响绝非公开市场操作、调整准备金率、调整利率等间接调控政策所能够比拟。因为这两项政策将直接影响流动性情况，对股市的影响也是立竿见影的。从市场的表现也能够看出，股市并不担心所谓的加息、提高准备金等间接调控政策，因为这些政策从实施到发挥作用有一段时间的时滞，比如我们在之前报告中一再强调的，在加息没有完全覆盖掉未来盈利预期增长之前，股市并不会对加息政策作出明显的反应。不过直接的价格管制、直接的信贷控制以及直接的资本管制，将立马改变投资者的盈利预期和流动性预期，因此这些直接政策措施对股市的影响也将是立竿见影的。因此，我们建议投资者时刻关注这两项政策的动向。而除了这两项政策之外，投资者不必整天对加息、提高印花税、提高准备金率等传言而担惊受怕，甚至寝食难安。毕竟我们已经不止一次强调过，当前投资者对未来盈利预期总体还是向上的，利率在没有加到覆盖盈利预期的增长之前，股市是不会作出反应的。

二、价格管制作为临时性措施对市场影响较为短暂

价格管制会扭曲价格体系，并导致寻租问题，不是可持续性的政策。

消费物价 CPI 同比涨幅有望在 11 月份见顶回落。

秋粮大丰收将限制消费物价进一步上涨的空间。

猪肉价格不会成为推高 CPI 的罪魁祸首。

随着总需求的回落，2011 年的 CPI 新涨价因素很难超过今年。

政府部门显然已意识到，价格管制措施作为一种行政性的调控手段带有较强的强制性，因而可能会扭曲市场价格体系，同时也可能会带来寻租等问题，从而增大交易成本，扰乱市场经济的正常运行秩序。所以，不在万不得已情况之下，政府也不会轻易采取这样的举措。因此，从政调控意图上来看，这样的管控物价举措也是权宜之计，一旦这些举措取得显著效果，政府必然会及时退出价格管控。而且，各种迹象也表明政府也将很快退出物价管控措施。

首先，CPI 同比涨幅有望在 11 月份见顶回落，尽管在明年一季度之前通胀压力依然较大，但 CPI 同比估计很难再创新高。目前来看，11 月份的上旬，各类农产品价格依然保持较高水平，农业部农产品批发价格指数和菜篮子批发价格指数由月初的 174 左右攀升到 176 左右。不过，11 月中旬以来，农产品价格不再进一步攀升，反而略有下降。且受到物价调控政策的影响，本月下旬物价存在进一步下调的可能。所以综合判断，我们还是倾向于认为，11 月份 CPI 环比涨幅要大大低于 10 月份，而且同比涨幅突破 5% 的可能性较小。

其次，一个不容市场所忽视的事实是，今年秋粮取得了大丰收，由于秋粮占全年收成的七成，秋粮的丰收将确保本轮通胀不会失控。11 月 22 日，国家粮食局副局长曾丽瑛在接受《人民日报》海外版专访时表示，2010 年我国秋粮收成刷新纪录已成定局，粮食供需基本平稳，库存比较充裕，供求基本面不支持价格大幅度的上涨。同日，发改委在其网站上发表文章称，今年以来，我国虽然遭遇了严重自然灾害，但是粮食持续增产，有望再创历史新高，肉禽蛋奶等产品产量增加。目前我国的粮食、生猪、蔬菜、水果、鸡蛋、水产品等农产品和居民生活必需品供应是充足的，即使大豆和食用油，也有充足的政府储备，全国粮食库存占消费的比重超过 40%，远高于国际公认的 17%-18% 的安全水平，完全可以保证国内市场供应。因此，当前国务院所采取的物价调控措施一旦将物价上涨预期打压下去，农民惜售情绪得到缓解，囤积居奇者开始清仓出货，物价快速上涨的势头就会得到根本性抑制。

第三，尽管玉米价格不断攀升，但也没有能够阻止猪粮比进一步上涨的势头，目前猪粮比已经连续三个月处于应归平衡点之上，生猪出栏量会逐步增加，从而有效抑制猪肉价格的进一步上涨。近期猪粮比急剧攀升，由 10 月份的 6 左右，急剧攀升到 11 月份的 6.6 的历史高位。农民养猪的积极性很快将会明显提高，在可以预见的未来半年左右的时间里，生猪的出栏量预计也会明显增加。因此，猪肉价格将不可能成为推高 CPI 的罪魁祸首。

第四，一个市场较为一致的预期是 GDP 增速在明年是显著回落的，不仅是发达经济体，甚至新兴市场经济体，经济增速都是明显回落的。从中国的情况来看，中国的 GDP 同比增速已经从 2010 年二季度开始就明显回落，而且预计 GDP 同比增速的这种回落态势会持续到明年二季度。考虑到 CPI 新涨价因素滞后 GDP 同比增速月 6 个月左右，因此有理由期待明年二季度前后物价新涨价因素将大幅回落。毕竟当前许多农产品价格和大宗商品价格已经创下 2007 年以来的新高，且今年的农产品和大宗商品遭到疯狂爆炒，明年进一步上涨的空间有限。尽管 CPI 翘尾因素在明年一二季度处于高位，但考虑到新涨价因素的回落，

CPI 同比增速在明年二季度明显回落的态势还是比较确定的。

由于生产率的提高覆盖了工资的上涨，劳动力成本推动型通胀在目前阶段还不存在。

尽管明年全年不会有贯穿始终的牛市行情，但阶段性的牛市行情还是值得期待的。

第五，尽管近期劳动力成本是在不断上升，尤其是全国各省市纷纷提高最低工资标准也促使投资者进一步担心劳动力成本上升所可能导致的通胀问题。但这种分析逻辑的前提是总需求也在同时膨胀以至于企业可以通过成本加成定价方式转移成本。然而，在总需求萎缩的情形之下，劳动力成本的上升并不会带来物价的上涨，相反可能会使得企业缩减劳动力雇佣或者削减奖金等方式来应对，而不是通过提升最终产品价格的方式来应对。事实上，当前中国全要素生产率的提升还足以弥补劳动力成本的上升，因此劳动力成本推动型的通胀在目前阶段还不存在。

综上所述，尽管“滞胀无牛市”时期由原先预期的 10 月被拉长到 11 月份，但由于秋粮丰收，随着国务院物价调控政策的逐步显现，农民惜售情绪就会减缓，囤积居奇者也会清仓出货，从而迅速抑制食品类价格的上涨。因此，还是有足够理由期待 11 月份 CPI 同比见顶回落的。这样的话，2011 年 CPI 翘尾因素可能就只有 1.8%，而考虑到明年 GDP 增速自今年二季度以来就开始回落，2011 年的新涨价因素可能要低于今年的 2%，这意味着政府能够在明年实现 4% 以下的通胀目标。此外，从 IMF 等机构预测的情况来看，无论是发达经济体还是新兴市场经济体，明年 GDP 的同比增速都是低于今年的，这意味着明年二季度前后 GDP 环比增速必然有一个大幅向下修正的过程。中国的情况也与此类似，GDP 环比在明年二季度上升到 3% 左右之后，将再次下降到 2.5% 的平均水平附近，而明年全年 GDP 增速将达 9% 左右，考虑到经济增长中枢的下移，估计明年新增贷款规模为 7 万亿元左右，对应的 M2 增速为 15% 左右。根据这些大的经济指标，尽管明年全年不会有贯穿始终的牛市行情，但阶段性的牛市行情还是值得期待的，尤其是明年二季度之前的行情值得期待。

图 1:OECD 领先指数显示全球经济复苏还将持续

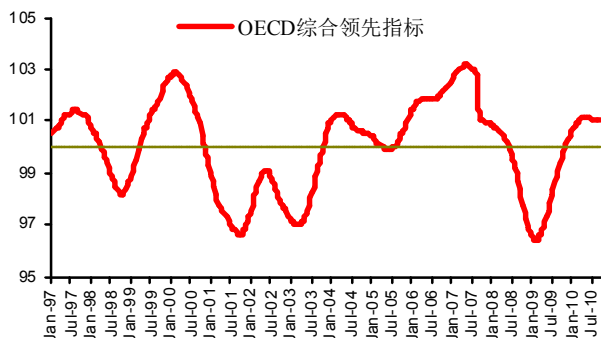


图 2: 美日欧近年来的 GDP 环比折年率变动情况

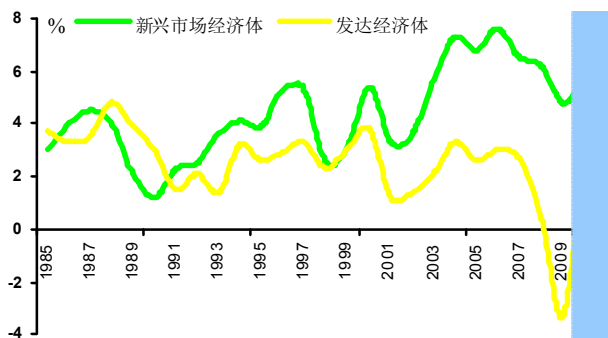


图 3: 美日欧等中心国 GDP 环比折年率变动情况

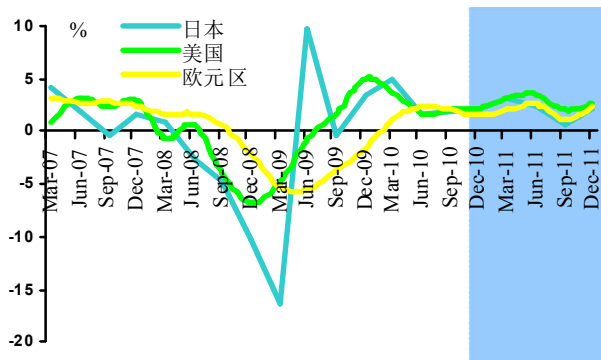


图 4: 新兴市场经济体的 GDP 增长情况

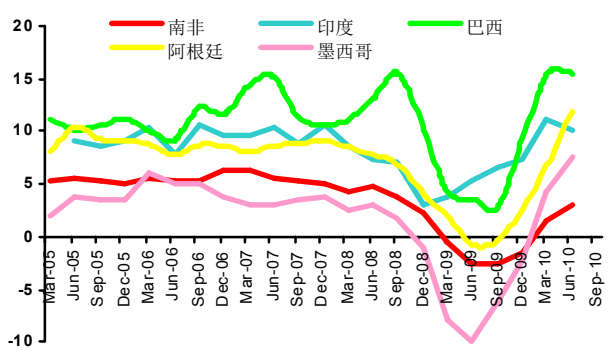


图 5: 中国 GDP 环比增速预计在今年四季度见底

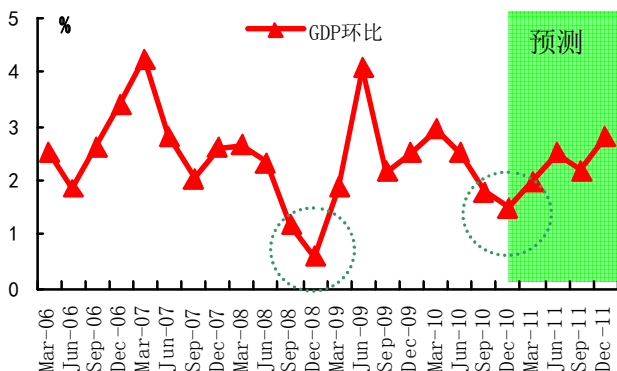


图 6: 中国 GDP 同比增速则将在明年上半年见底

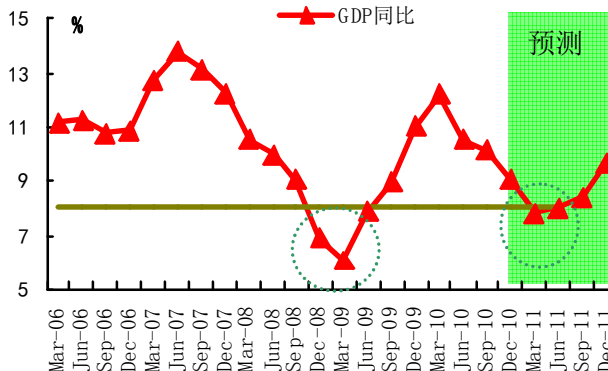


图 7: 本轮经济的复苏主要靠投资内需拉动

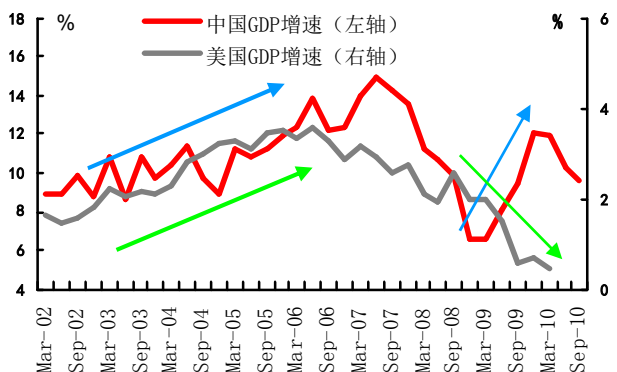
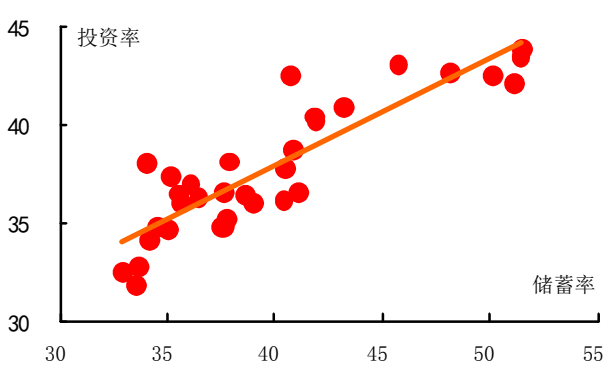


图 8: 中国经济主要依靠内源性融资发展



数据来源: IMF、IFS、CEIC、WIND、广发证券研发中心

图 9：中国全要素生产率持续保持较好的增长

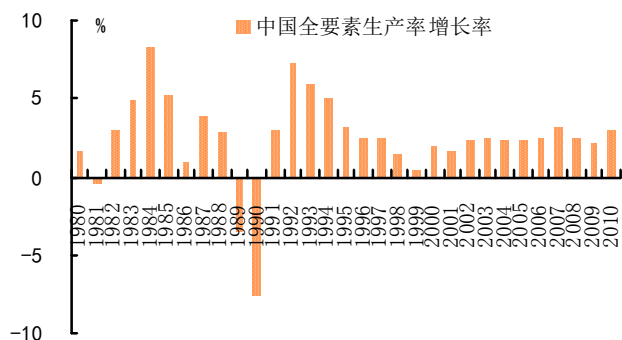


图 10：中国的生产率的涨幅还能够覆盖工资涨幅

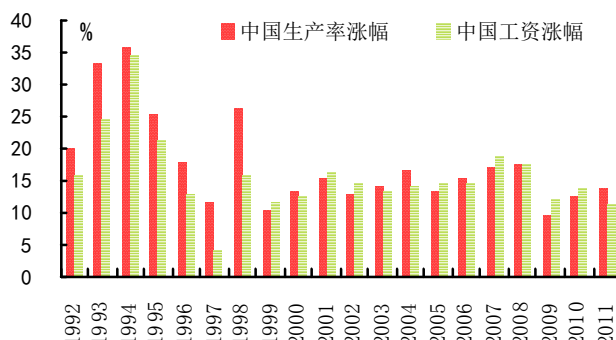


图 11：投资依然对中国的经济增长发挥重要作用

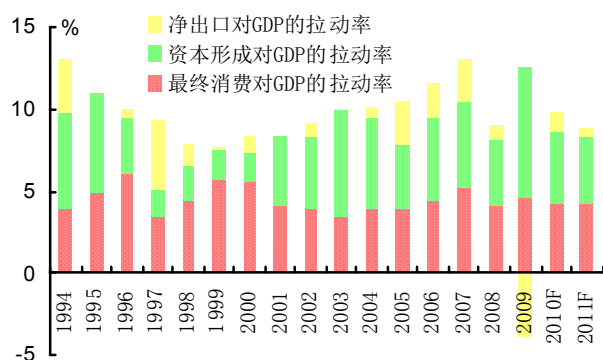


图 12：中国经济增长已经达到 S 曲线的拐点

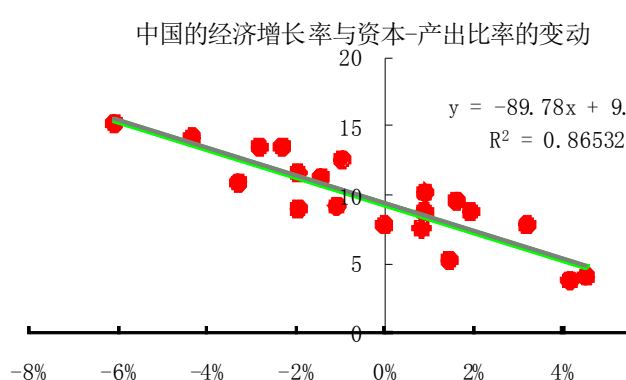


图 13：中国 PMI 预示着 VAI 环比增速的继续提高

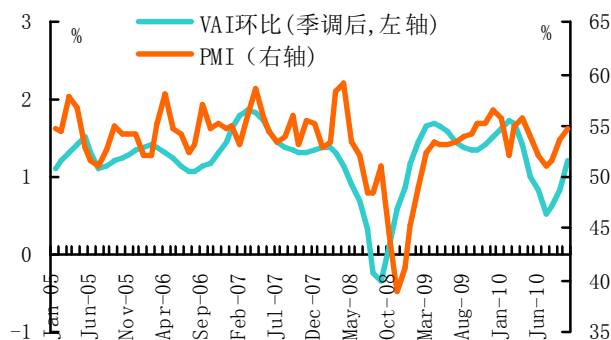


图 14：汇丰 PMI 产出指数也同样较大程度反弹

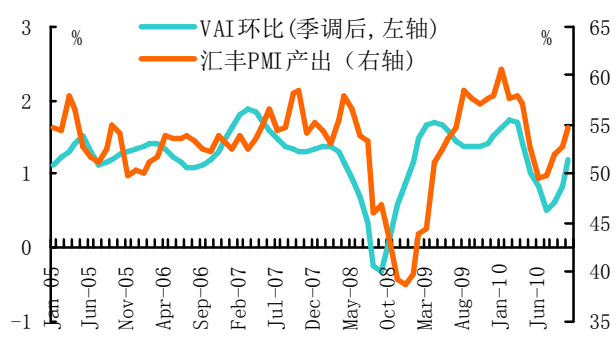


图 15：拉闸限电使得 VAI 与发电量增速开始偏离

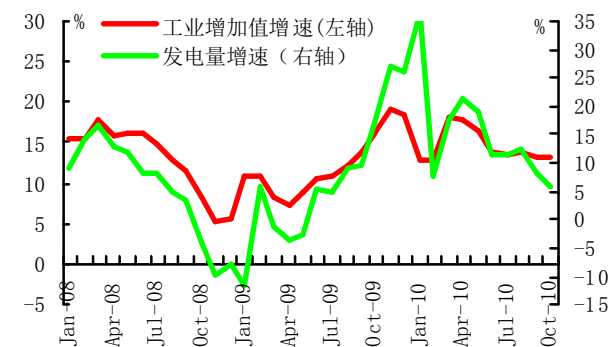
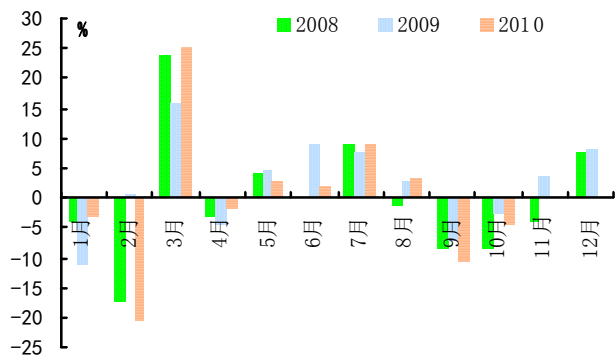


图 16：发电量环比增速呈现较强的季节性特点



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、社保部、中国物流采购协会、中电联、广发证券研发中心

图 17：固定资产投资增速开始逐步企稳回升

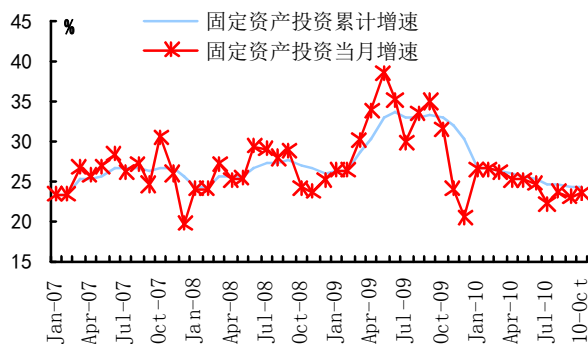


图 18：地产调控加码并未妨碍地产投资增长

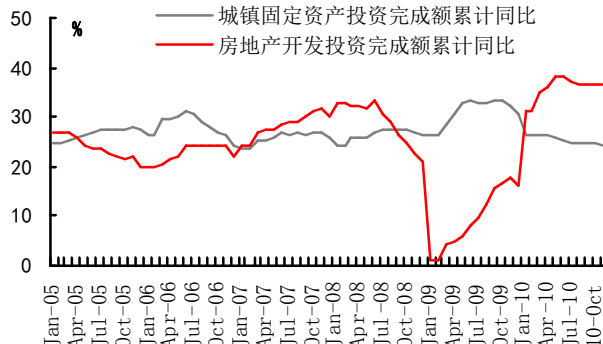


图 19：虽然新建投资增速继续低于在建投资增速

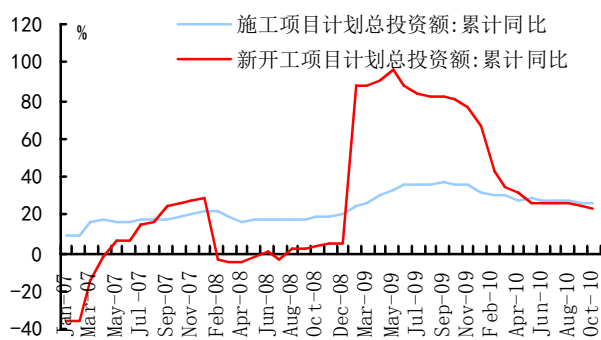


图 20：但私人投资已经出现明显的回升迹象

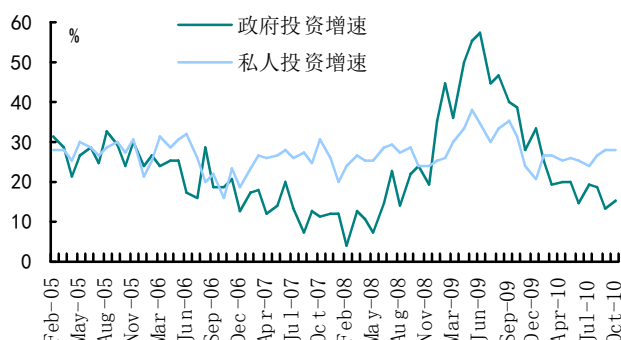


图 21：信贷规模控制制约了固定资产投资的增长

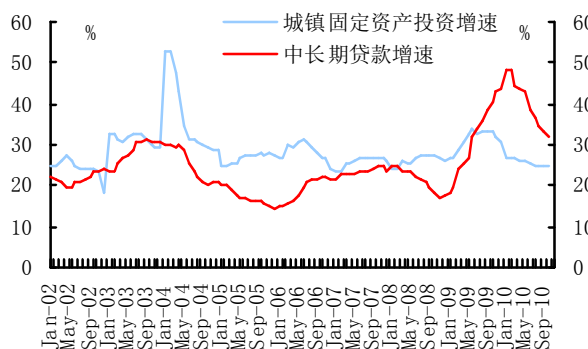


图 22：政府投资大幅下滑的同时，民间投资也在下滑

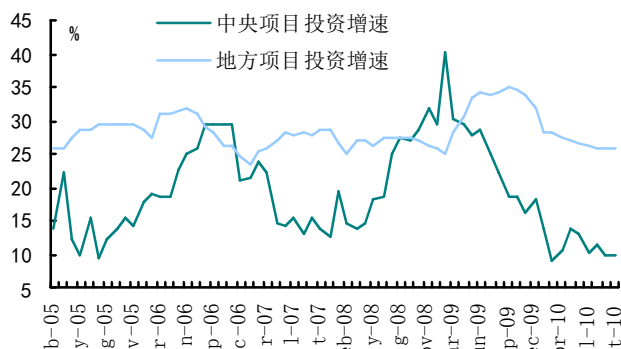


图 23：固定资产投资来源与贷款的占比逐步减少

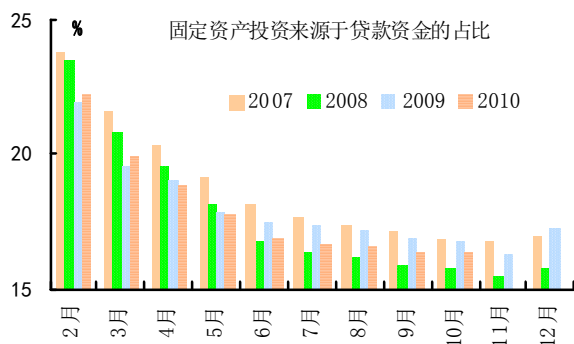
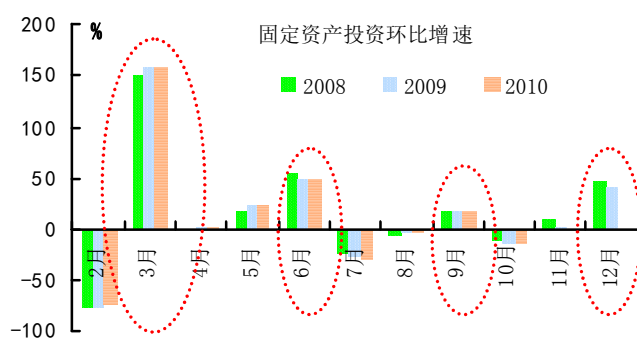


图 24：固定资产投资环比增速的季节性特征



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、广发证券研发中心

图 25：名义消费随着物价的涨落而涨落

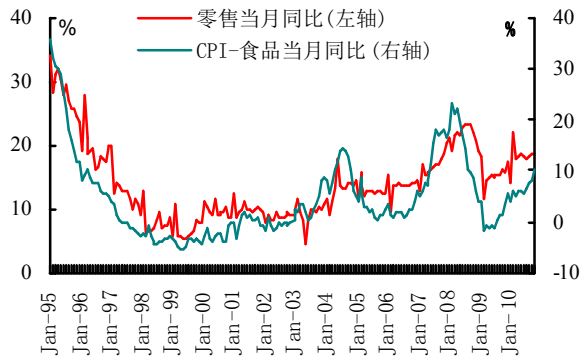


图 26：每年的下半年一般是消费的旺季

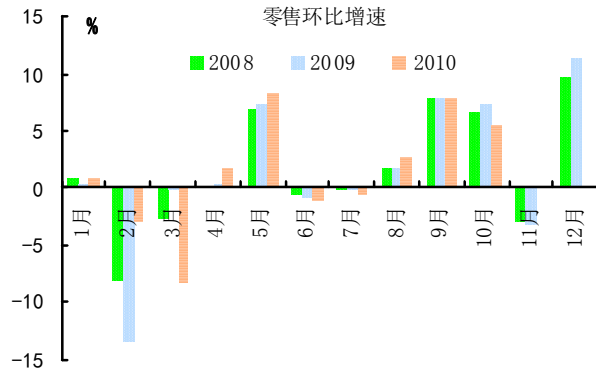


图 27：今年以来收入增速又开始低于 GDP 增速

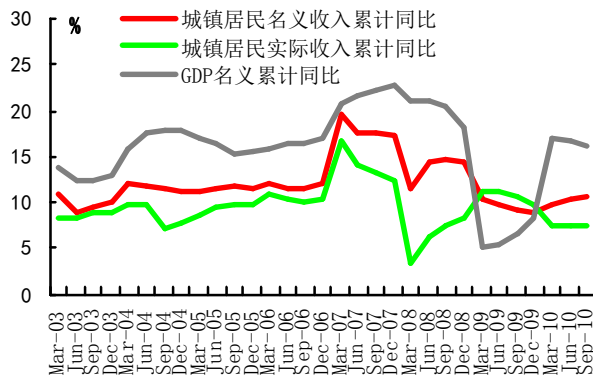


图 28：收入相对低增长使得实际消费难有较好增长

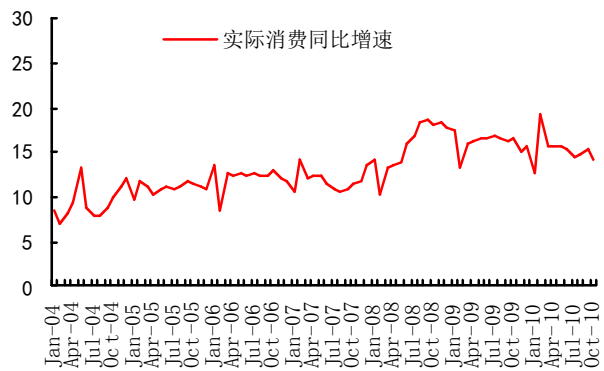


图 29：中国的出口和进口总额并没有再创新高

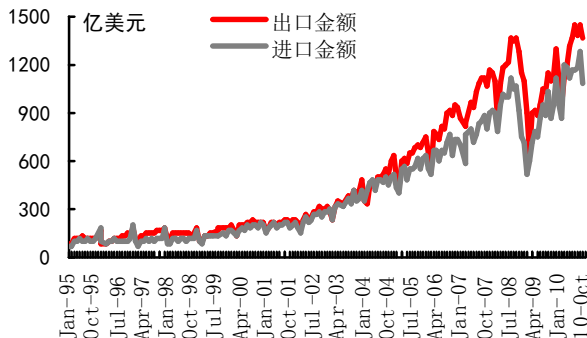


图 30：近期出口和进口的环比总体呈下降态势

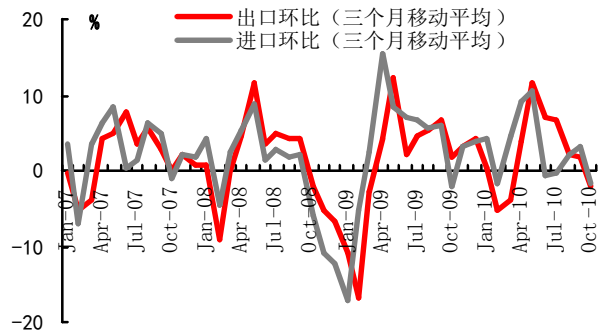


图 31：美国的进口与对中国的出口关系较为紧密

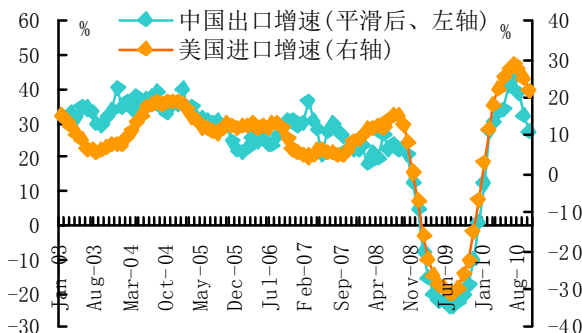
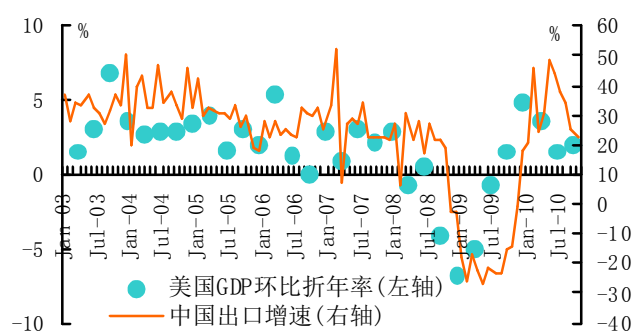


图 32：美国经济复苏与否就决定了中国的出口情况



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、海关总署、商务部、广发证券研发中心

图 33：人民币有效汇率升值将抑制中国出口

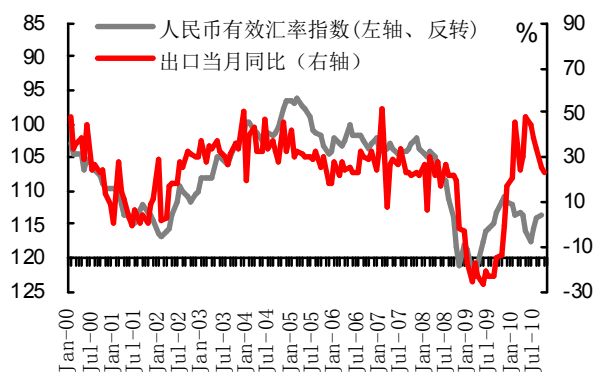


图 34：广大大发中国贸易条件指数还在下降

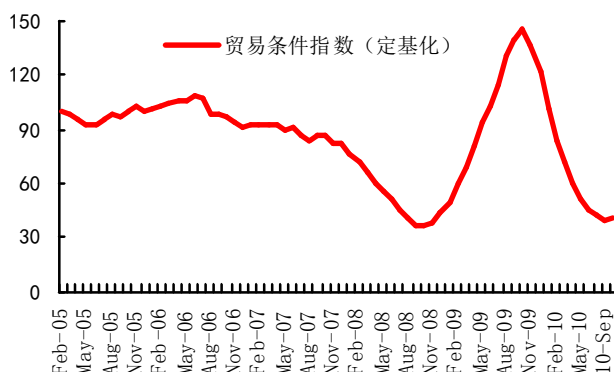


图 35：PMI 出口订单指数显示未来出口还会下滑

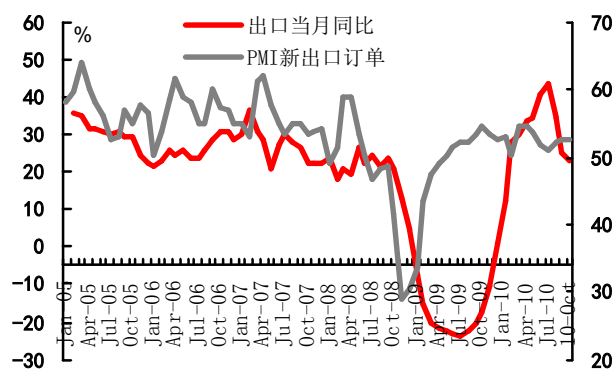


图 36：OECD 领先指标也预示出口会继续下滑

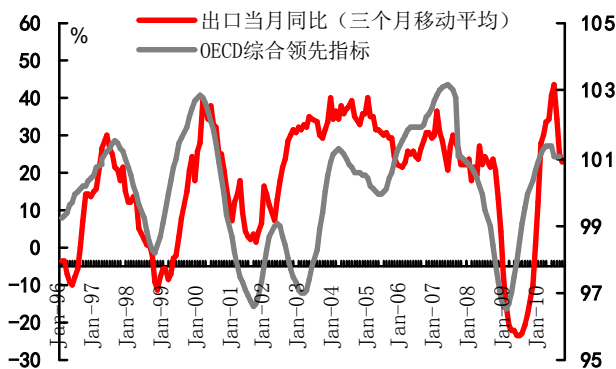


图 37：当前的 CPI 的增幅远远超出市场预期

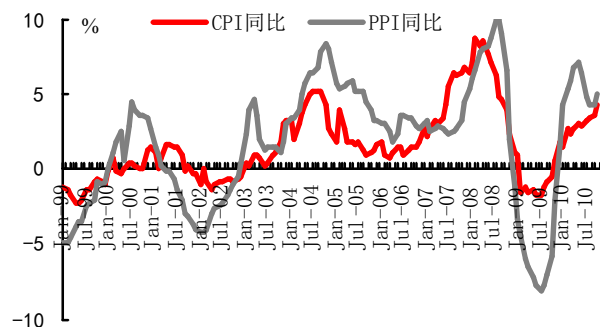


图 38：当前的 CPI 环比增速开始偏离正常轨道

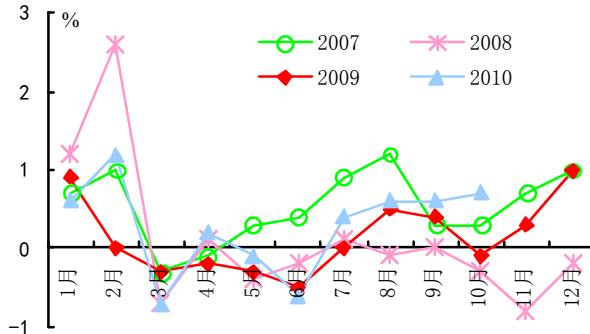


图 39：PMI 购进价格反映了较大的物价反弹压力

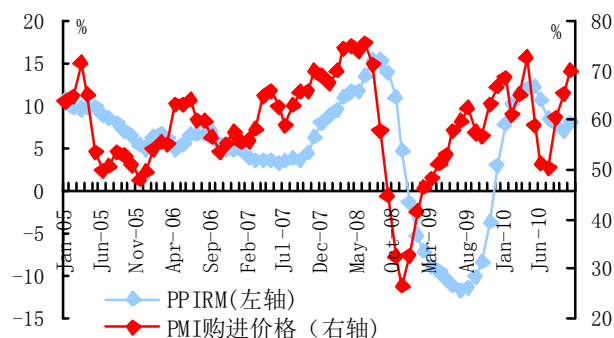
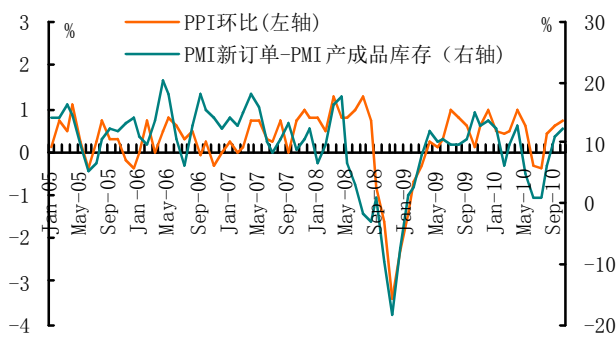


图 40：PMI 新订单也反映了较大的物价反弹压力



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、海关总署、中国物流采购协会、广发证券研发中心

图 41：2010 年的翘尾因素对 CPI 贡献 1.2 个百分点

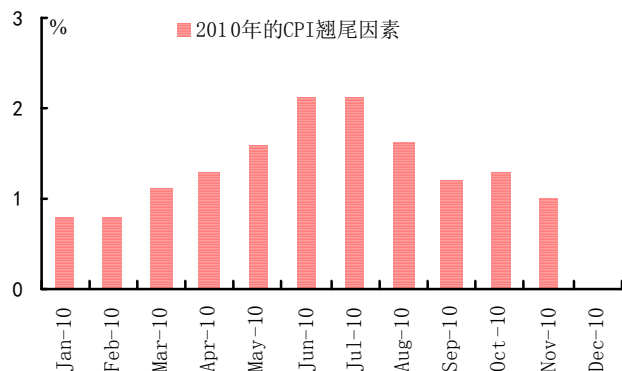


图 42：2010 年新涨价因素对 CPI 贡献 2 个百分点

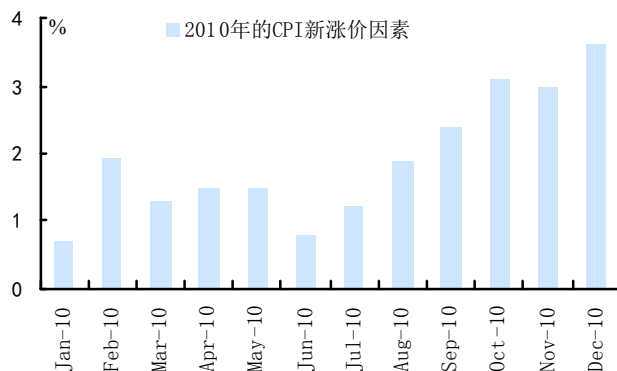


图 43：2011 年翘尾因素对 CPI 贡献约 1.8 个百分点

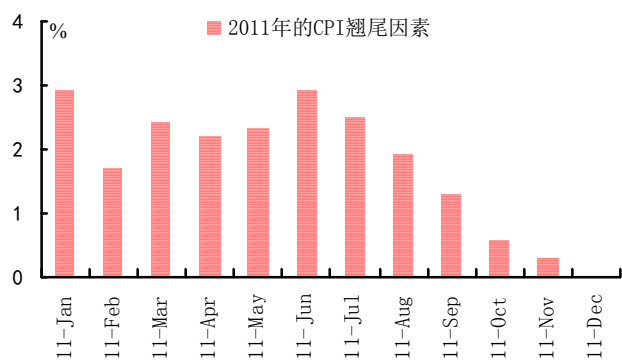


图 44：2011 年新涨价因素贡献也约为 2 个百分点

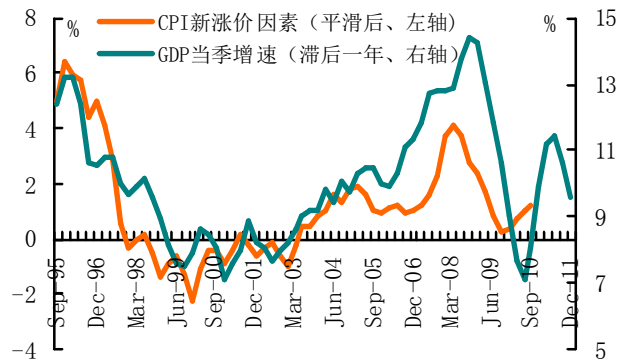


图 45：商务部生产资料价格环比增速继续上涨

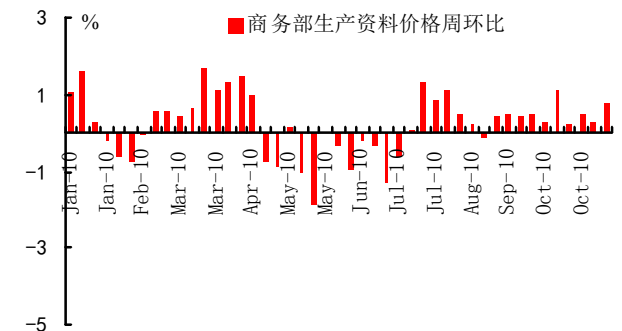


图 46：商务部农产品价格环比增速也开始明显提高

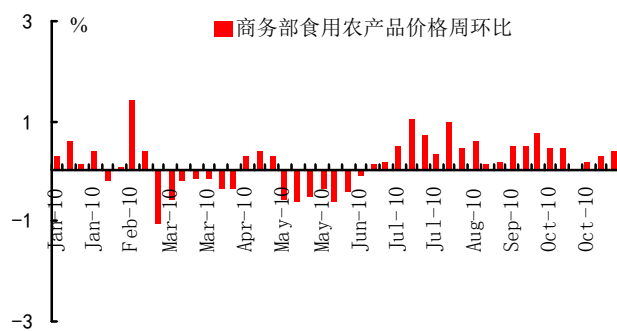


图 47：今年 11 月份以来农产品价格继续上涨

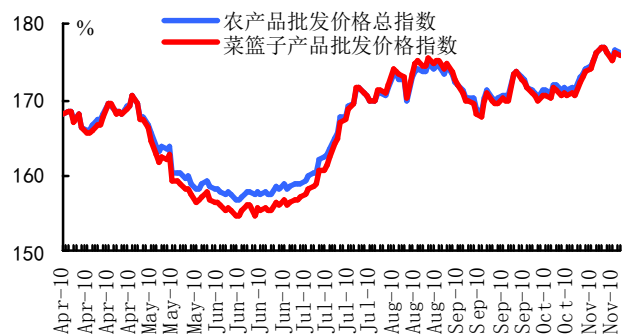
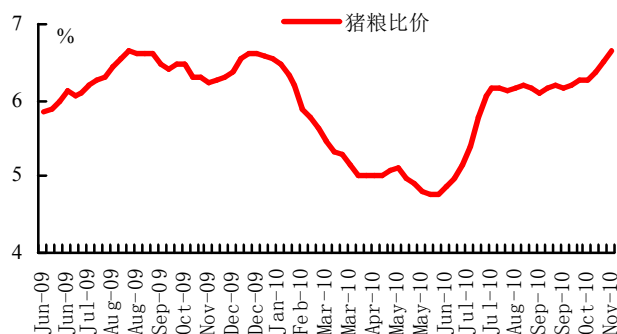


图 48：猪粮比连续三个多月维持在盈亏平衡点之上



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、商务部、农业部、发改委、广发证券研发中心

图 49：粮农组织数据显示粮食价格存在上涨压力

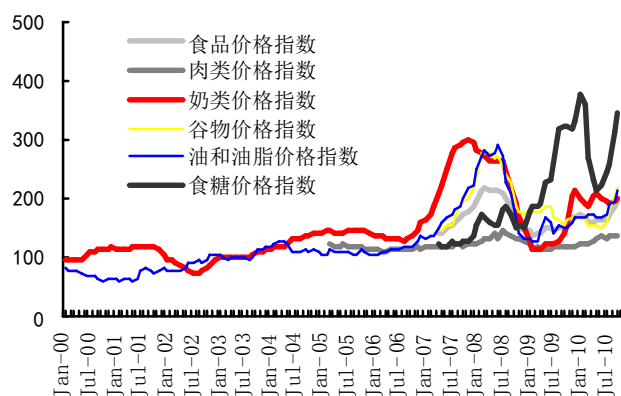


图 50：CBOT 期货价格显示粮食还存在进一步上涨空间

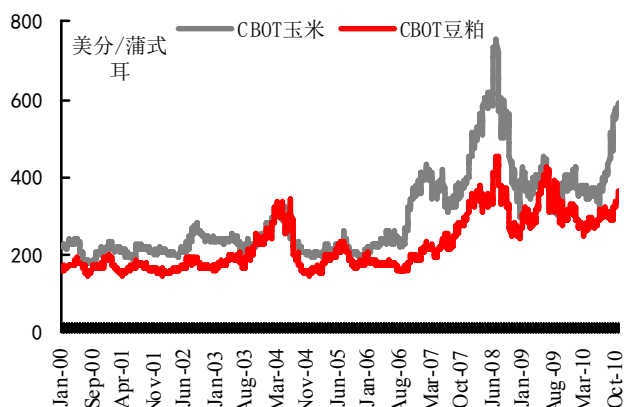


图 51：非食品价格也存在进一步上涨的可能

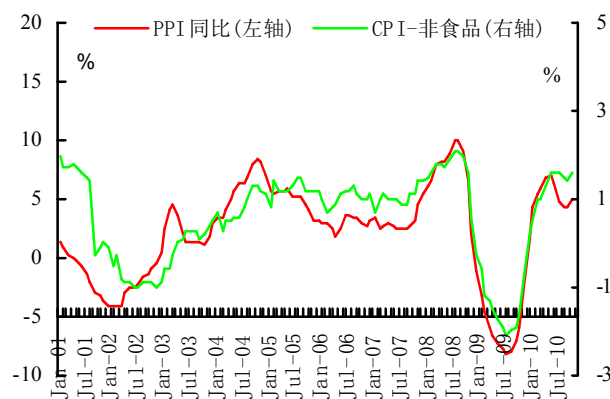


图 52：PPI 环比还会保持一定的增长

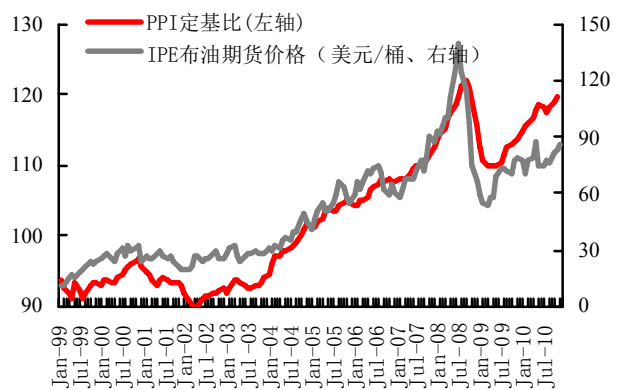


图 53：M1 增速的快速下行最终将迫使消费物价趋降

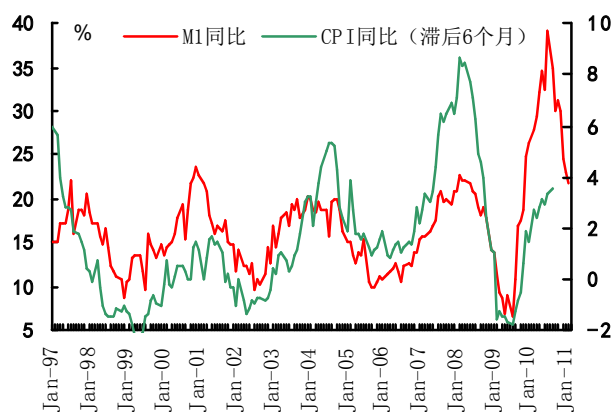


图 54：人民币升值最终会抑制消费物价的继续上涨



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、商务部、农业部、广发证券研发中心

图 55: 美联邦基金利率已连续两年维持 0%-0.25%

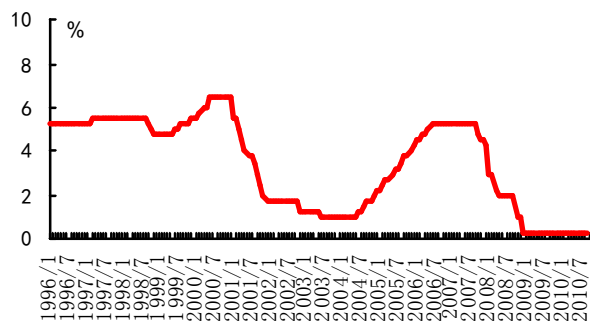


图 56: 日本于 10 月 5 日时隔 4 年多重施零利率政策

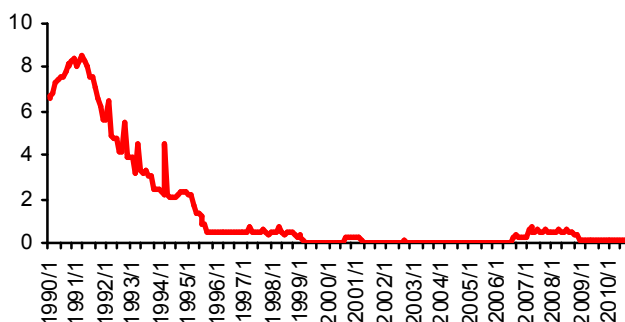


图 57: 欧元区再融资利率持续维持在历史最低位置

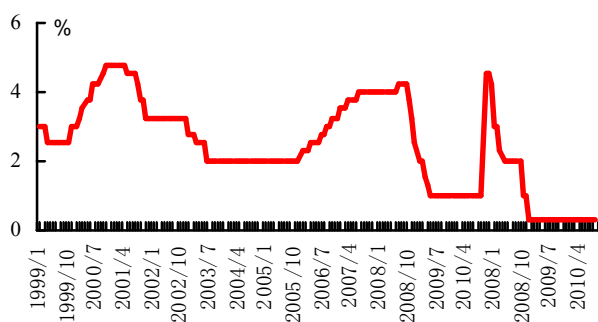


图 58: 英国基准利率也连续维持历史最低水平

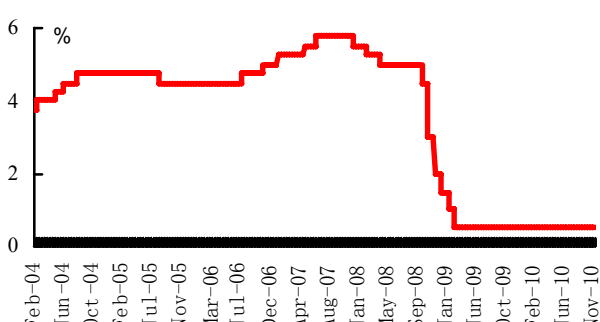


图 59: 1990 年以来新兴市场经济体私人资本流量

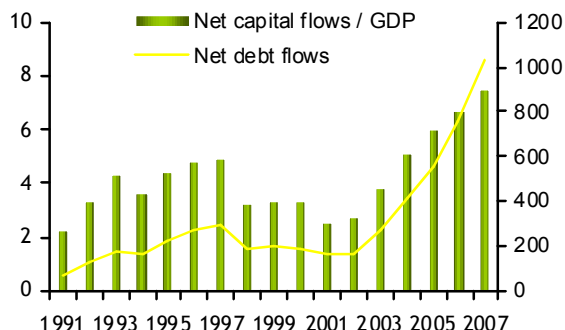


图 60: 流向新兴市场经济体的私人资本流量的构成

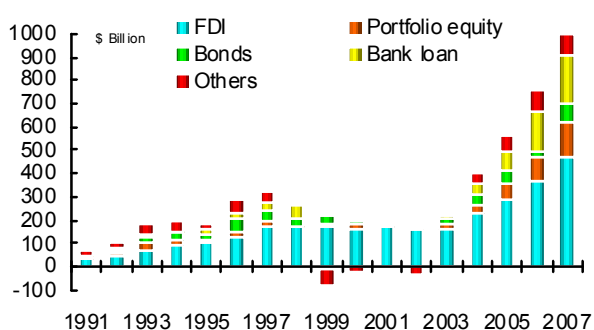


图 61: 欧元区再融资利率持续维持在历史最低位置

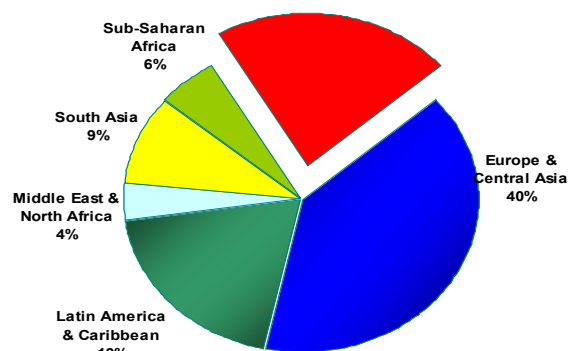
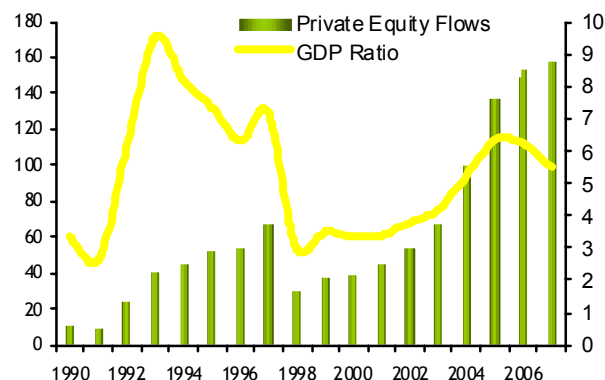


图 62: 1990 年以来中国私人资本流入情况



数据来源: IFS、CEIC、WIND、世界银行、广发证券研发中心

图 63：2002 年以来新兴市场经济体的股市表现

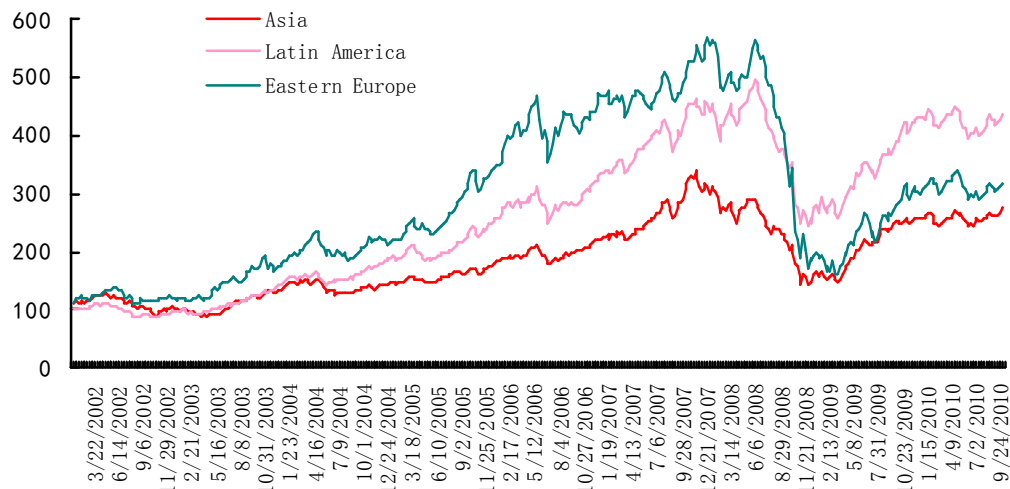


图 64：1990 年以来新兴市场经济体股市运行情况

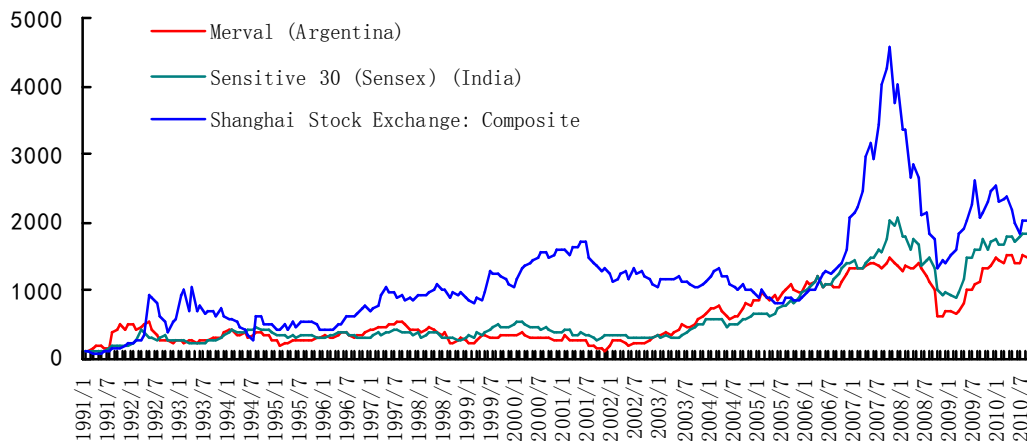
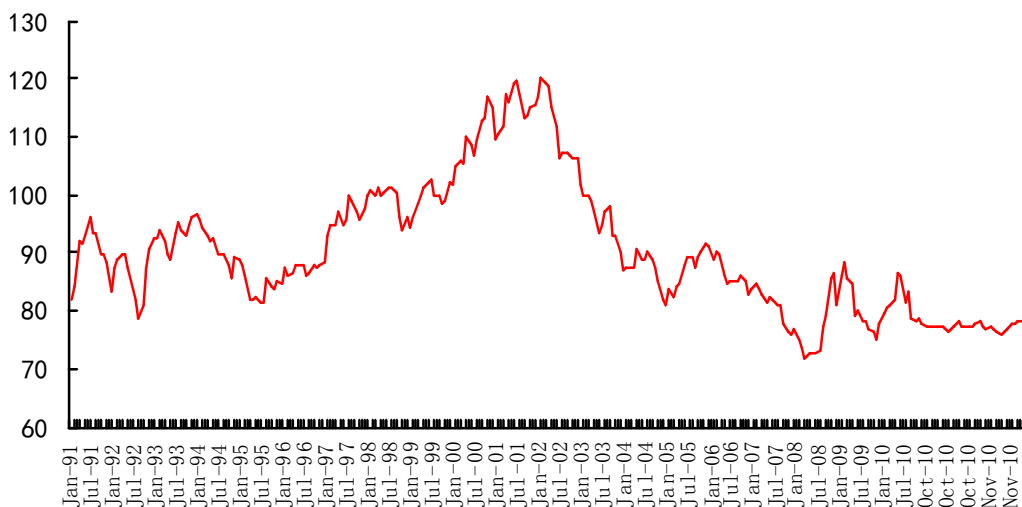


图 65：1985 年以来美元指数的走势情况



数据来源：IFS、CEIC、WIND、广发证券研发中心

图 66：1990 年以来发达经济体股市的表现

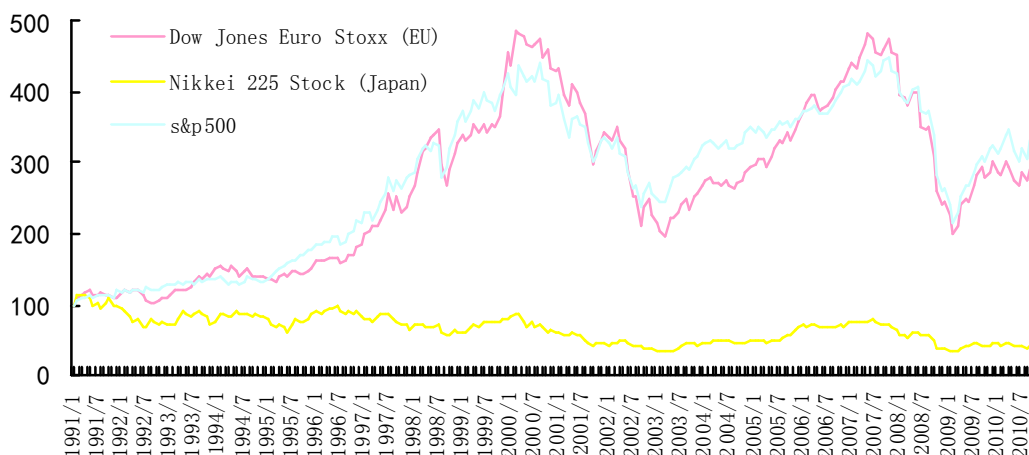


图 67：持续保持低利率会催生股市泡沫的不断膨胀：美国的证据

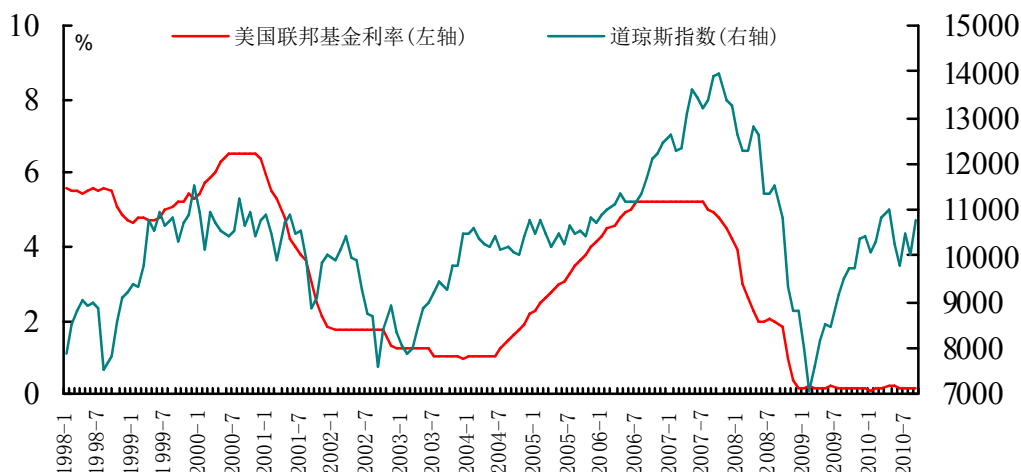
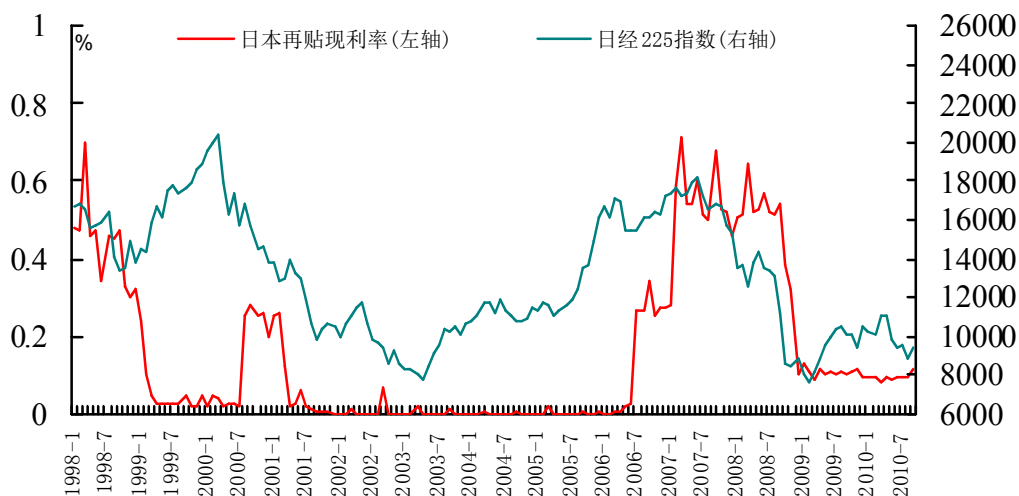


图 68：持续保持低利率会催生股市泡沫的不断膨胀：日本的证据



数据来源：IFS、CEIC、WIND、广发证券研发中心

图 69：今年 10 月下旬以来央行开始净回笼流动性

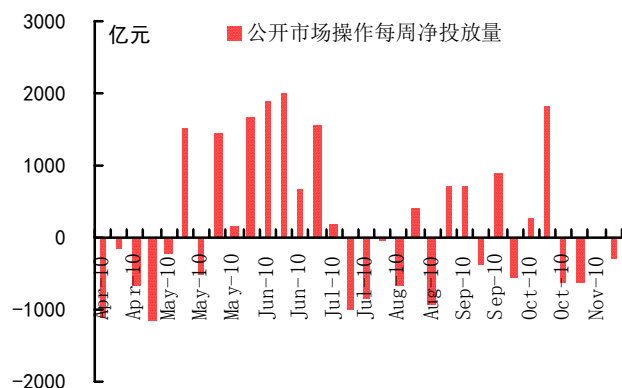


图 70：截至 11 月 15 日本月净回笼流动性 300 亿元

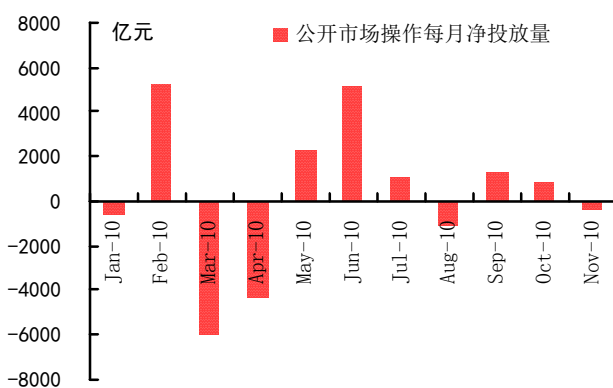


图 71：公开市场操作旨在维护货币市场利率稳定

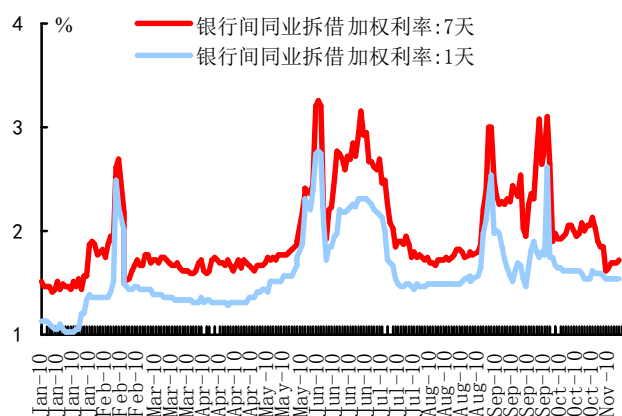


图 72：11 月 11 日当周各期限央票发行利率均提高

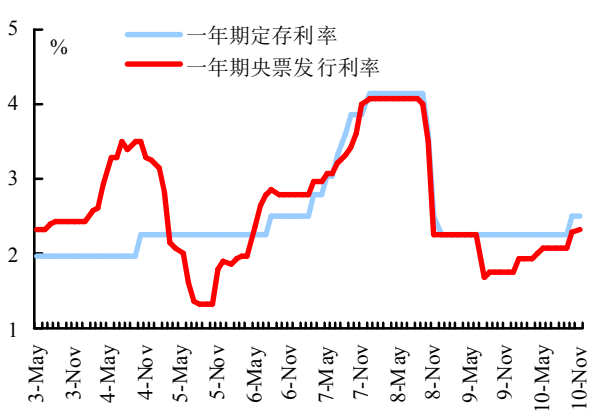


图 73：10 月份财政渠道净投放流动性约 1400 亿元

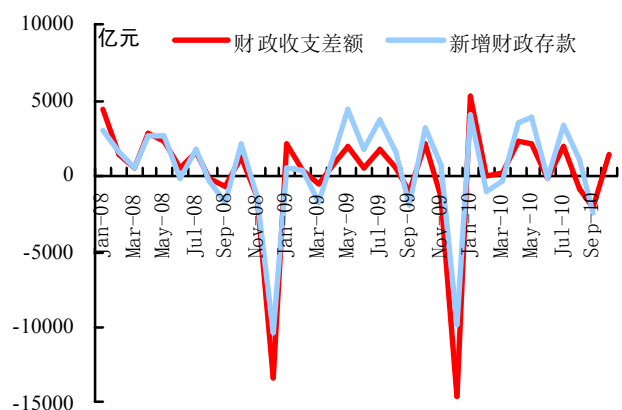
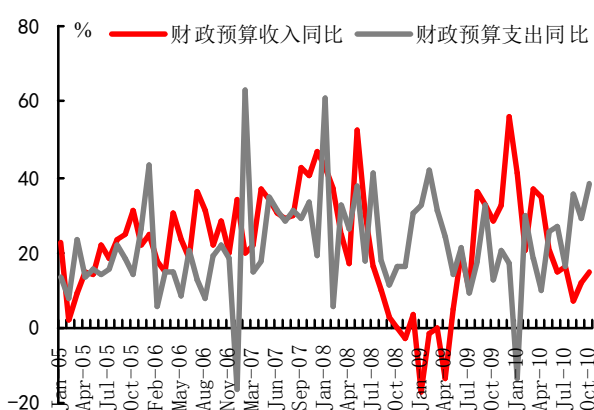


图 74：财政收入顺周期而财政支出逆周期



数据来源：CEIC、WIND、人民银行、广发证券研发中心

图 75：尽管进出口环比都呈现趋势性下降

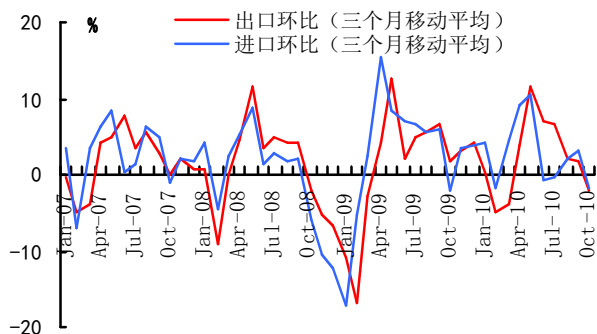


图 76：但出乎意料的是贸易顺差近期不降反升

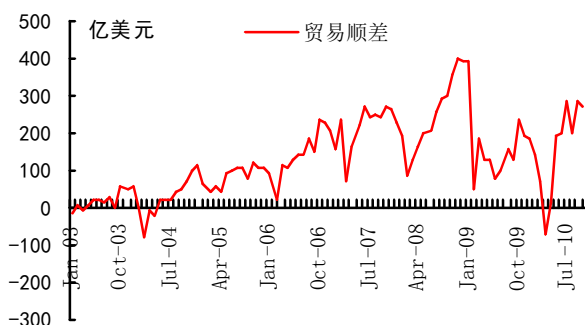


图 77：尽管 FDI 累计增速依然保持较高水平

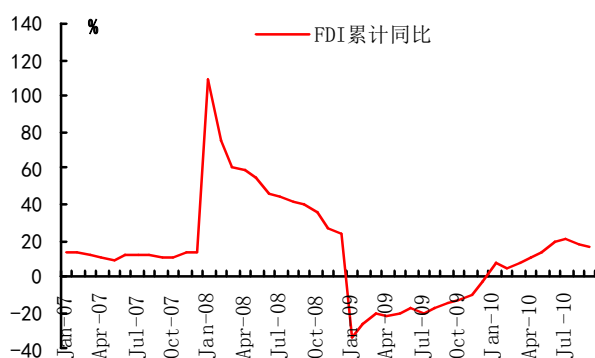


图 78：但未来 FDI 余额估计不会有太大波动

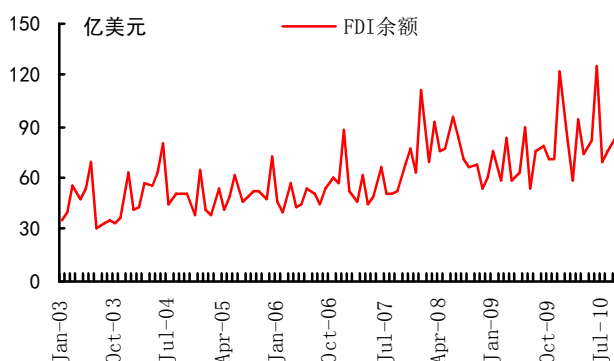


图 79：美国政府的施压使得近期升值预期增强

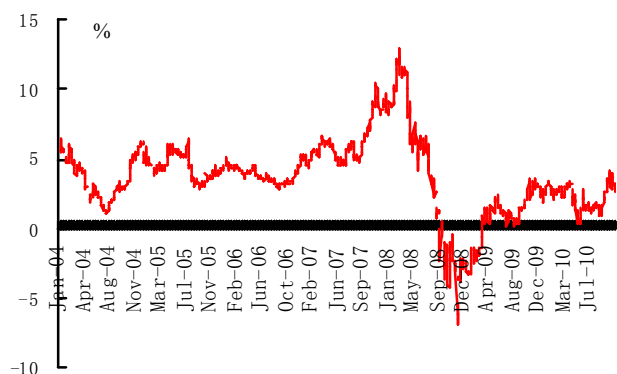


图 80：楼市和股市降温后的热钱外流提前逆转

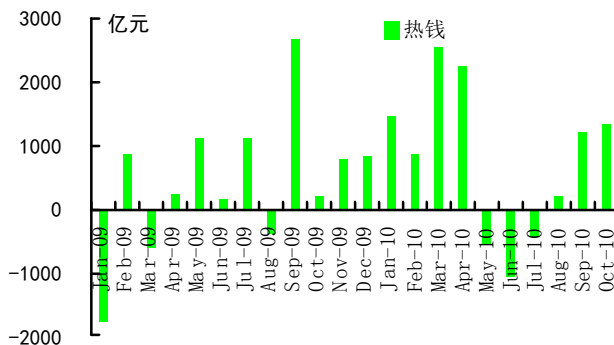


图 81：近期新增外汇占款不断走高

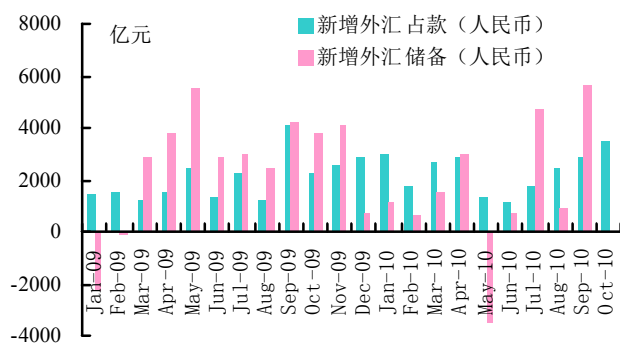
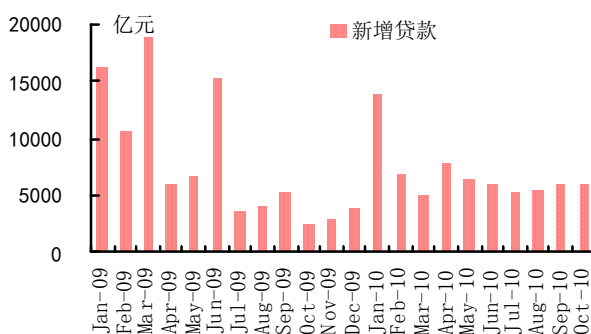


图 82：新增贷款也不断超出市场预期



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、人民银行、商务部、海关总署、广发证券研发中心

图 83：真实的准备金率水平并未创新高

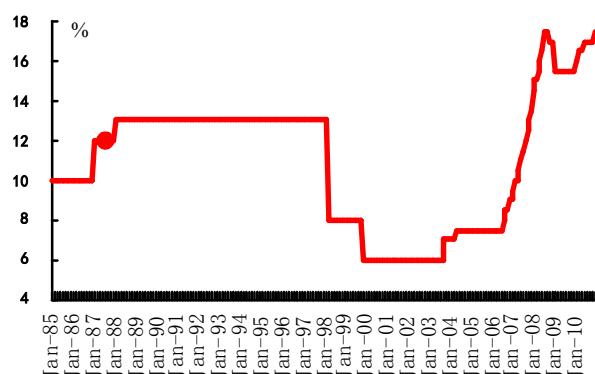


图 84：准备金率上调旨在对冲新增外汇占款

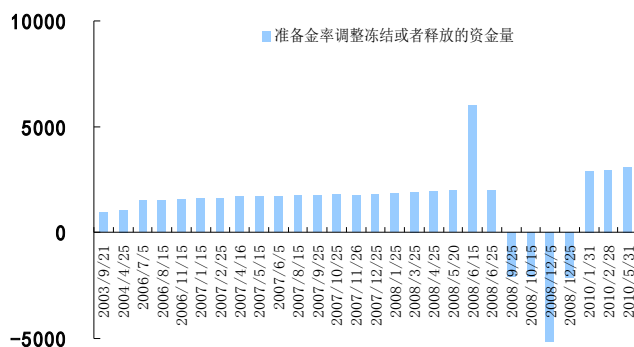


图 85：外汇占款的增加带动 10 月份货币增速的提高

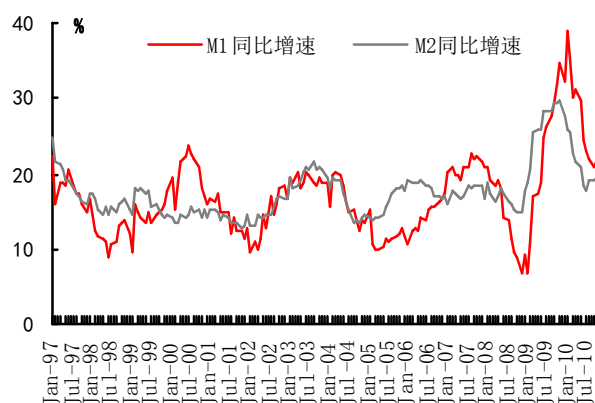


图 86：目前 M2 增速与贷款增速基本持平

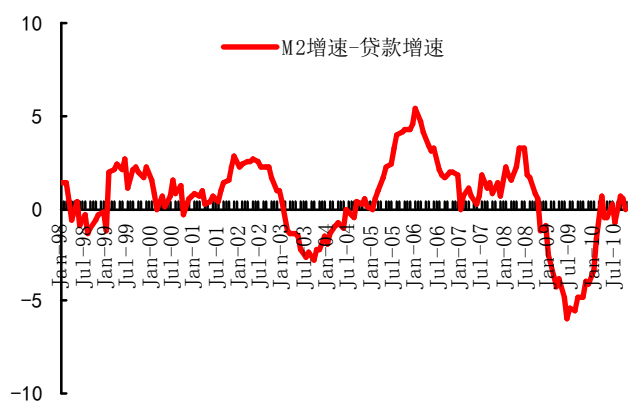


图 87：滞胀只是经济调整的一个阶段性现象

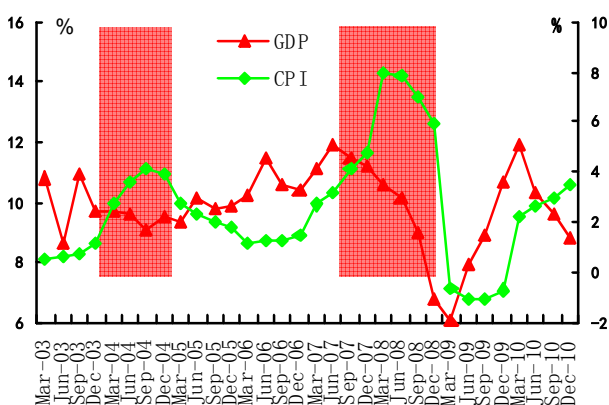
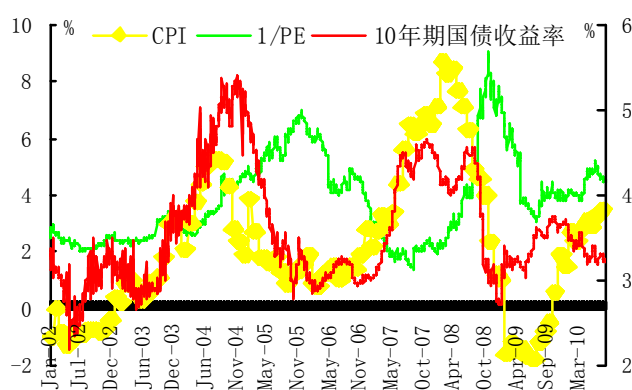


图 88：无论债市还是股市在滞胀时期一般无牛市



数据来源：CEIC、WIND、国家统计局、商务部、人民银行、国家外管局、广发证券研发中心

图 89：美国 GDP 环比折年率增长情况

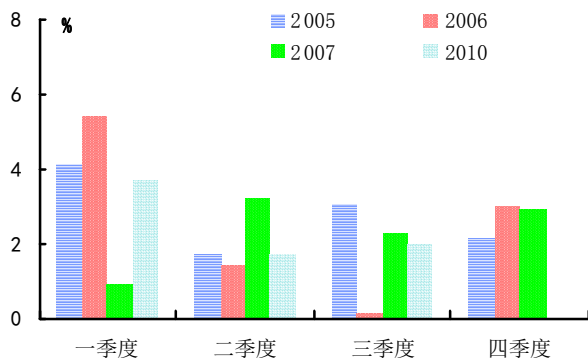


图 90：日本 GDP 环比折年率增长情况

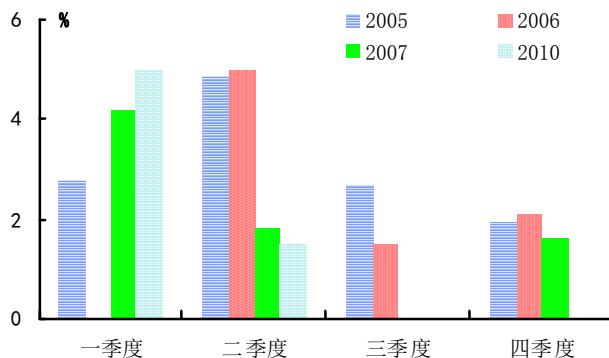


图 91：印度 GDP 环比折年率增长情况

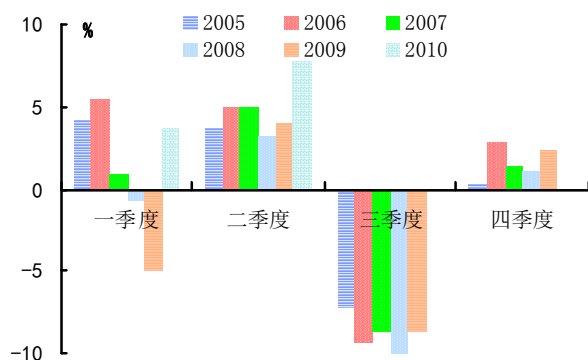


图 92：巴西 GDP 环比折年率增长情况

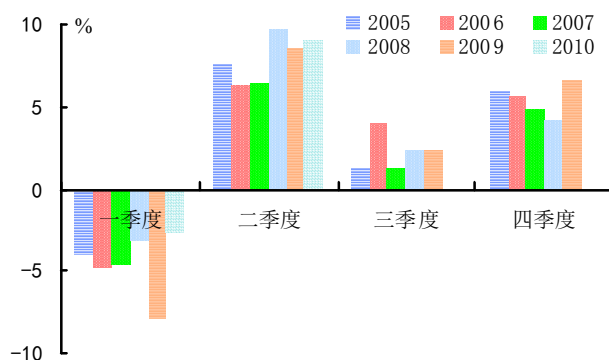


图 93：美国新增非农就业人数由降转升

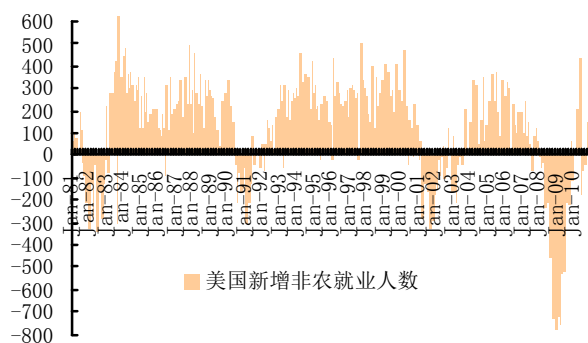


图 94：美国初请失业金人数连续总体上呈下降态势

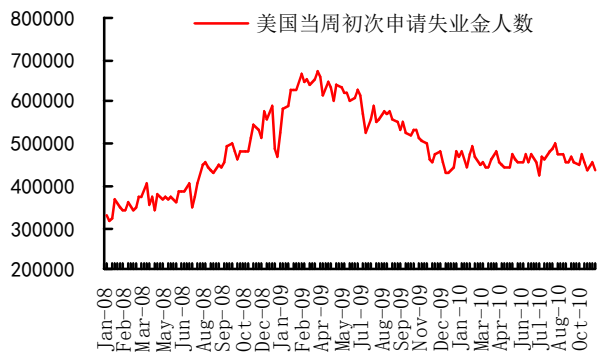


图 95：美国失业率持续保持将近两位数的高位

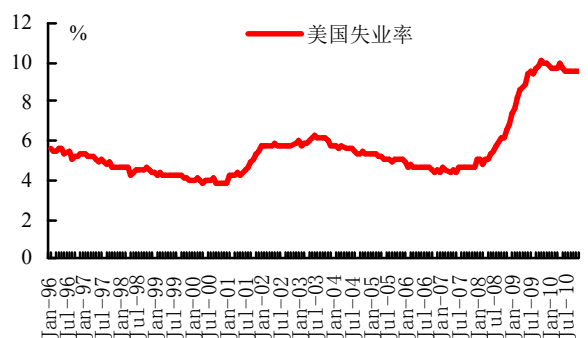
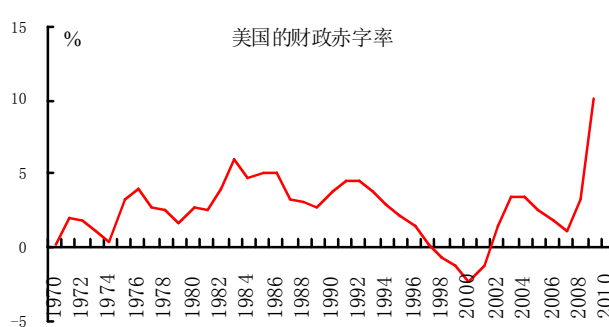


图 96：美国的财政赤字率处于历史罕见的高位



数据来源：CEIC、WIND、美国劳工部、广发证券研发中心

广发宏观经济研究小组

刘朝晖，分析师，德国斯图加特大学理学博士、高级经济师，2002 年进入广发证券发展研究中心。2007 年新财富宏观经济研究第 7 名。

崔永，分析师，中国人民大学经济学博士，先后就职于中国人民银行货币政策司、工银瑞信基金管理有限公司等单位，6 年宏观经济和投资策略研究经验，2010 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

资金转战股市了吗	崔永	2010-11-03
加息频率有多高	崔永	2010-10-25
加了准备金率又如何	崔永	2010-10-19
热钱重新回流了吗	崔永	2010-09-28

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。