



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

宏观经济周报

宏观经济研究报告

2011年1月10日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号: S0080110120040

pengws@cicc.com.cn

张智威

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210060013

zhangzw@cicc.com.cn

鞠娟

分析员, SAC 执业证书编号: S0080205070019

jujuan@cicc.com.cn

第142期

输入型通胀的风险有多大?

要点:

近期大宗商品包括农产品价格呈现上扬态势。同时,美国经济数据改善,市场对美国2011经济增长的预期提高。美国增长加快是否会加速全球经济增长,并进一步拉升大宗商品价格,为中国带来输入型通胀?

美国经济加速有利于增加其他国家的出口。另一方面,新兴市场国家为控制通胀的政策紧缩可能抑制其内部需求,而欧洲经济在债务危机的阴影下仍有较大不确定性。总体来讲,我们认为,全球经济增长不会显著超过2010年。但是,在国内通胀压力已处在较高水平的情况下,尤其需要关注输入通胀的风险。

大宗商品价格上升对CPI传导的速度和程度取决于总需求强弱和政策对一些下游价格控制的力度。我们的实证分析显示,过去10年,平均来讲,大宗商品价格上升10%拉升CPI 0.2%,而在2007和2008上半年总需求强劲的情况下,企业比较容易转嫁成本给消费者,传导相对较高。根据我们的估算,在这一期间,假设人民币名义有效汇率没有升值,则大宗商品价格上升10%会拉升CPI 0.4%。

人民币升值可以帮助控制今年的输入性通胀风险。如果大宗商品价格上升主要反映其它经济的需求旺盛,其对中国CPI的影响是输入型通胀。汇率升值有利于控制输入型通胀,而外部需求强劲会抵消升值可能对出口的影响。我们假设大宗商品价格2011年上升10%, 20%, 30%三种可能,其对CPI拉升力度分别为0.4%, 0.8%, 1.2%。传导的滞后效应可能使得对CPI的影响一部分会落在2012年。

在上述三种情况下,为抵消大宗商品价格上升对CPI的影响,人民币名义有效汇率需要升值4%, 8%, 12%。总体来讲,如果汇率升值速度适当加快,大宗商品价格上升对CPI的影响是比较温和的。如果大宗商品价格大幅上涨,而人民币升值幅度受到某些限制而不能足够抵消进口价格上升,内部货币政策紧缩的力度(包括加息幅度)有可能超出我们的预期。

上周中金宏观经济研究报告一览

1月4日：2011年宏观经济展望：抗通胀成本有多高？

本周主要经济数据及事件公布预告

1 月 10 日（星期一）：中国公布 12 月份进出口数据
本月中旬中国人民银行将公布 12 月份货币信贷数据

目录

本周中金观点.....	3
通货膨胀跟踪.....	5

本周中金观点

近期大宗商品价格持续上涨、美国经济复苏好于预期，令市场担心2011年面临输入性通胀压力

2011年全球经济增长前景好于预期，但不大可能大幅超过2010年

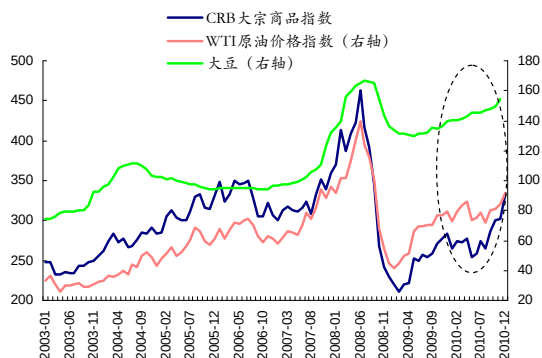
国际大宗商品价格上涨对国内CPI的传导压力相对温和

进入12月份以来，国际大宗商品价格出现持续上扬态势(图表1)。联合国粮农组织(FAO)5日公布的月报亦指出，受糖价、肉价高涨影响，该组织的农产品价格基准指数12月大幅上涨、创下名义新高，突破了2007-08年粮食危机时的水平，全球面临“粮食价格冲击”。另一方面，美国经济数据改善，市场对美国2011年经济增长的预期提高。美国增长加快是否会加速全球经济增长，并进一步拉升大宗商品价格，为中国带来输入型通胀？总体来讲，我们认为2011年全球经济增长不会显著超过2010年；如果人民币汇率升值速度适当加快，2011年大宗商品价格上升对CPI的影响是比较温和的，但在国内通胀压力已处在较高水平的情况下，须密切关注输入型通胀的风险。

近期美国经济数据超预期，美联储量化宽松政策对经济的提升作用开始显现，而减税期限的延长亦将进一步支持美国国内消费，令市场对美国2011年经济增长前景更为乐观。渐趋向好的美国经济有利于增加其他国家的出口，支撑2011年全球经济增长。然而另一方面，新兴市场国家为控制通胀而实施政策紧缩，可能抑制其内部需求，而欧洲经济在债务危机的阴影下仍有较大不确定性。根据中金海外宏观组的预计，2011年全球经济增长不大可能显著超过2010年。

过去十年的数据显示大宗商品价格指数上涨10个百分点将导致CPI通胀上升0.2个百分点，传导压力较温和。大宗商品价格对通胀影响较低的原因是：(1)CPI中服务业比重较高，这部分价格受大宗商品价格影响较小。(2)中国粮食消费对进口依存度较低，国际粮价对国内粮价传导有限。(3)国内水、电、油、气价格受到管制，大宗商品价格推动的成本压力不能迅速传导至消费者。(4)中国很多工业品生产能力过剩，消费相对不足，因此生产商不能把成本完全迅速地转移给消费者。

图表1：国际大宗商品价格出现持续上扬态势



资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

图表2：大宗商品价格对通胀影响温和

解释变量	系数	t值
产出缺口	0.73	6.06
M2	0.06	1.06
猪粮价格比	0.04	4.85
人民币名义有效汇率 (NEER)	-0.1	-2.4
CRB 大宗商品价格指数	0.02	1.87
R平方: 0.82		
达宾-沃森统计量: 2.0		

资料来源：CEIC、BIS、彭博资讯、中金公司研究部

以上判断基于一个综合考虑各项因素的计量模型

以上判断基于一个综合考虑需求、供给、汇率、国际大宗商品价格以及货币发行量的计量模型。该模型考虑需求（产出缺口）、供给（猪粮价格比）、人民币名义有效汇率（NEER）、国际大宗商品价格指数（CRB）、和货币（M2）等因素的影响。模型通过了单整检验、达宾沃森自相关检验和协整检验，R平方为0.82。回归结果显示（图表2）：

- ▶ CRB 大宗商品价格对通胀有正的显著影响，在其它因素不变的情况下，如果 CRB 大宗商品价格指数上涨 10 个百分点，将导致 CPI 通胀上升 0.2 个百分点。
- ▶ 人民币名义有效汇率对 CPI 有负的显著影响，显示人民币汇率相对一篮子货币升值可起到抑制通胀的作用（中国大宗商品大量依靠进口，人民币升值使得以人民币计价的大宗商品进口价格降低，从而控制生产成本，减轻输入性通胀）。在其它因素不变的情况下，如果人民币名义有效汇率上升 5 个百分点，将使得 CPI 通胀下降 0.5 个百分点。
- ▶ 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 1 个百分点，将拉动 CPI 通胀上升 0.73 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影响，但不显著，系数仅有 0.06，影响力度远不如需求因素；
- ▶ 供给（猪粮价格比）对通胀影响显著但系数较小（0.04），显示其作用不如产出缺口、大宗商品价格以及货币供给大。

国内需求较高时，国际大宗商品价格对国内 CPI 的传导压力相对略高

值得强调的是，上述传导率估计值是我们所选取的模型样本区间的均值，高通胀、高增长期间的传导率可能高于低通胀、低增长期间的传导率。就大宗商品价格这个因素而言，其上升对国内 CPI 传导的速度和程度取决于总需求强弱和国内政策对一些下游价格的控制力度。我们的实证分析显示，在 2007 年和 2008 年上半年，大宗商品价格上升 10% 拉升 CPI 上涨 0.4%¹，传导力度高于过去十年平均水平，反映在总需求强劲的情况下，企业比较容易转嫁成本给消费者。

如果大宗商品价格 2011 年上升 10%，预计拉升 CPI 0.4%，

当前的输入性通胀风险会有多高？我们假设大宗商品价格 2011 年上升 10%，20%，30% 三种可能，根据我们对 2007 年和 2008 年上半年数据的研究，我们判断以上三种情况对 CPI 拉升力度分别为 0.4%、0.8%、1.2%。传导的滞后效应可能使得对 CPI 的一部分影响会落在 2012 年。当前国内的经济情况与 2007 年时不同，并没有出现明显的经济过热现象，所以我们高估本轮传导力度的可能性大于低估的可能性。

如果汇率升值速度适当加快，大宗商品价格上升对 CPI 的影响是比较温和的

政策如何应对输入性通胀风险？过去十年的经验显示人民币升值可以帮助控制今年的输入性通胀风险。在上述三种情况下，为了完全抵消大宗商品价格上升对 CPI 的影响，人民币名义有效汇率需要升值 4%，8%，12%。总体来讲，如果汇率升值速度适当加快，大宗商品价格上升对 CPI 的影响是比较温和的。如果大宗商品价格出现大幅上涨，人民币升值幅度受到其他限制而不能过快，货币政策紧缩的力度有可能加大。

如果人民币加速升值应对输入性通胀风险，我们对今年经济增长 9.3% 的判断并不一定会受到影响。因为如果大宗商品价格上升主要反映其它经济的需求旺盛，外部需求强劲会抵消升值可能对出口的影响。

¹0.4%的传导力度基于人民币名义有效汇率在此期间没有升值的假设。在实际情况中人民币升值部分抵消了大宗商品对 CPI 的影响。

通货膨胀跟踪

12月最后一周农产品价格指数周环比上涨

食用农产品价格小幅上涨。12月份最后一周（2010年12月27日至2011年1月2日）商务部农产品价格指数出现环比上涨；农业部价格环比反弹0.5%（图表3）。商务部八大类价格周环比中，蔬菜价格止稳反弹1.6%；其余水果（1.35%）、食糖（1.1%）、肉类（0.7%）、蛋类（0.4%）、粮食（0.4%）、食用油（0.3%）、水产品（0.3%）、禽类（0.1%）价格小幅上涨。

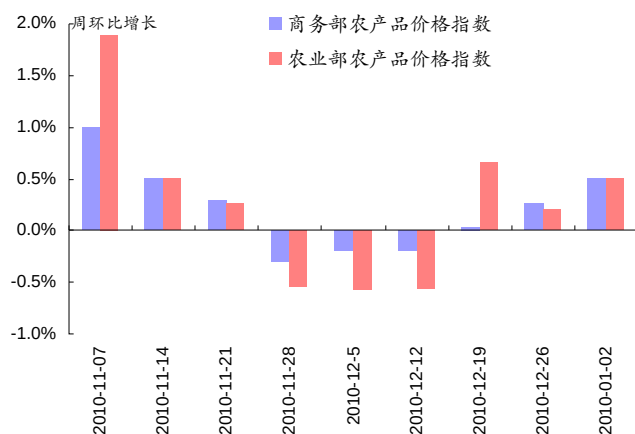
蔬菜价格止稳回升

蔬菜价格小幅反弹。具体来看，在连续5周大幅下跌和2周基本持平后，蔬菜价格上周出现小幅反弹1.6%。肉类价格周环比小幅上涨0.7%，其中猪肉批发价上涨0.8%，由于天气和节日因素影响，预计后市肉类需求稳步增加，价格将也将稳中略涨（图表4）。粮食价格周环比继续上涨0.4%，预计后市将涨幅趋缓。节前食糖备货高峰期拉动价格继续上涨1.1%，由于新糖上市量增加，以及国家投放储备糖，预计后期价格涨幅放缓。

食用农产品价格月环比下跌

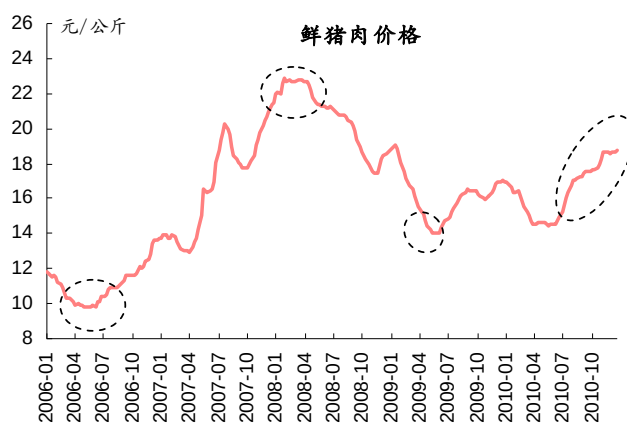
12月份总体而言，商务部和农业部农产品价格指数分别比11月份下跌0.1%和0.6%。我们维持12月份CPI同比增长率下滑至4.5%左右的判断。

图表3：12月份最后一周商务部农产品价格上涨



资料来源：商务部、农业部、中金公司研究部

图表4：肉类价格周环比略有反弹



资料来源：商务部、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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