



2 March 2011 | 6 pages

中国式通胀：成因、规律及趋势

✍ 郭磊 执业证书编号 S1230110100020
 ☎ 021-64718888-2017
 ✉ guolei@stocke.com.cn

本报告导读： 对当前通胀的解析与预测

投资要点：

- 和 1990 年以来的前几次通胀不同，2010 年开始的本轮中国通胀包含了传统通货膨胀的所有形成因素，具有明显的复杂性。“三大类型、四种因素”集中推动的通胀对于中国来说属于历史首次。
- 中国的通货膨胀有着什么样的经验规律？我们的研究显示，至少有五点规律是值得重视的，其分别代表着中国式通胀与货币供给因素、周期性因素、结构性因素、输入性因素及汇率政策的关系。
- 我们依据这些规律对本轮通胀的程度和走势做了一个判断：CPI 的全年平均水平将达到 4.2 左右，2 月附近将是峰值；再经历 3 个月的徘徊期后将明显走低；PPI 的高位将更持久些，但下半年也将回落，全年将回到 5.8 以下。
- 这一判断暗含的前提是 CRB 指数不会像目前这样一路高歌，至少会出现斜率上的放缓。而如果油价失控，通胀的周期性规律将被破坏。敏感性测试显示，如果油价上涨 10%，中国当期 PPI 将会上升 0.27，滞后 2 期 PPI 将会上升 0.76；当期 CPI 将会上升 0.35。理论上，若 WTI 原油期货价格进一步上升至 125 附近，则 CPI 会到达 6% 左右；紧缩风险将再次集聚。
- 综合而言，目前的中国式通胀相当于一个比较明晰的趋势与一个不明晰的风险因素的混合；我们认为，这将在未来一段期间内带来政策的中性。虽然准备金率仍可能进行常规性上调以对冲 3 月央票集中到期，但调控最严厉的阶段已经过去；在系统性风险不出现的情况下，流动性的缓步改善将成为一个中期趋势。

相关报告

新周期嬗变与新经济再阐释——
2011 年中国宏观经济逻辑与展望

信贷、信贷控制及监管政策趋向——
12 月货币金融数据点评

宏观经济周报：一张图解释宏观经济
年初开局

周期间软着陆的可能性：中国宏观
经济年报简评

两种逻辑下的加息：央行加息点评

数据靴子其实只落地了一半：1 月价
格、外贸及货币数据点评

报告撰写人：郭磊
数据支持人：郭磊





一、 通胀背后的“三大类型”与“四种因素” ——中国本轮通胀的复杂性

通胀是怎么产生的？根据新凯恩斯主义的视角，通货膨胀可以分为以下几种类型：

需求拉动型通货膨胀 (demand-pull inflation) 指的是由于宏观经济中的总需求大于总供给，过多的需求拉动物价水平上涨。诱发需求超出供给的因素主要有两个：实际因素和货币因素。

成本推动型通货膨胀 (cost-push inflation) 指的是由于生产资料、劳动投入等生产要素成本上升，从而推动物价水平上涨。

结构性通货膨胀 (structural inflation) 指的是在总需求并不过剩、成本显著并无上升的情况下，由经济中的一些结构性因素所带来通货膨胀。最常见的结构性通胀的情况是“斯堪的纳维亚模型”，也称北欧效应，即经济中不同部门具有不同的劳动生产率增长率，但却有相同的货币工资增长率。劳动生产率增长率较高部门的货币工资增长趋势带来了经济中各部门工资的同时增长，从而引发物价水平的上涨。

我们认为，当前的中国通胀恰恰包含了通货膨胀的所有形成因素，具有明显的复杂性。我们将它总结为“三大类型+四种因素”集中推动的通胀（如图），这对中国来说是历史首次。原因的复杂性决定了我们的相关分析必须是一个综合框架。

表 1：2010 年开始的中国通胀具有明显的复杂性





二、一次中高通胀程度的急速通胀——中国本轮通胀的特征

通胀程度的高低如何判断？根据通货膨胀的严重程度，一般可以把它分为爬行式、温和型、奔腾式、恶性等四种类型。

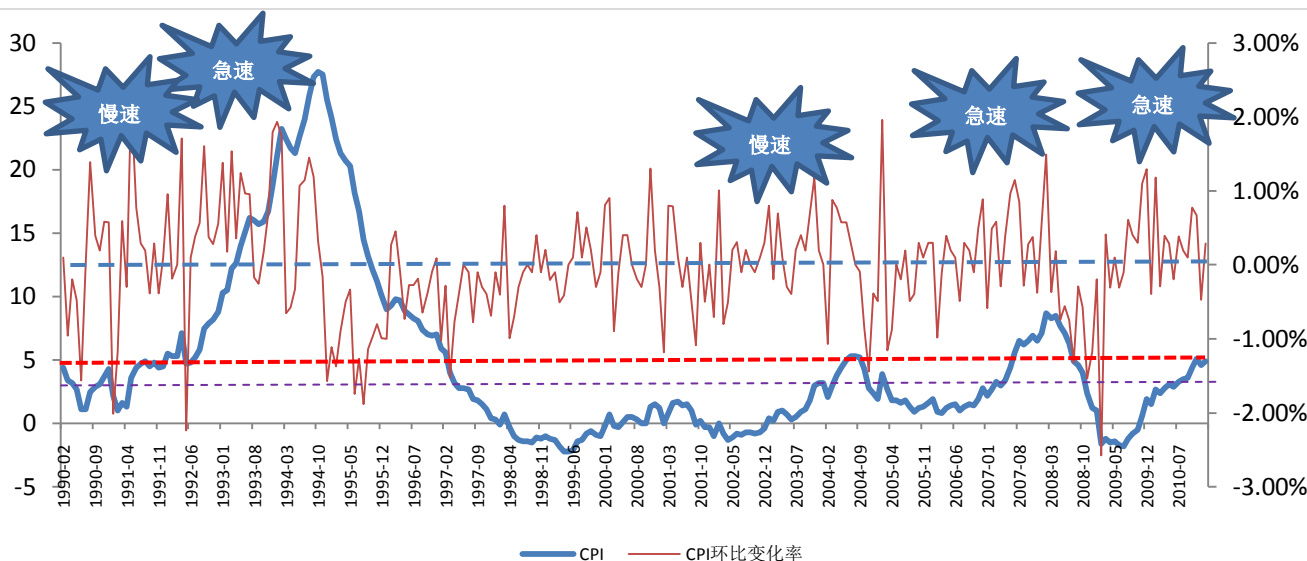
从中国的经验数据来看，在 2000 年以后就没再出现过 10% 以上的奔腾式通胀；而 5% 左右的 CPI 往往是政府对抗经济过热和“管理通货膨胀预期”的警戒位。因此，从中国情形下的实际操作意义考虑，我们将教科书模式下的温和型通胀再划分为两个区间，小于 5% 的区间为低通胀区；大于 5% 的区间为高通胀区。我们曾经的研究也显示，由于中国 CPI 的设计特点，CPI 一般可以准确反映通缩，但往往会低估通胀。5% 左右 CPI 涨幅往往意味着 GDP 平减指数 6% 以上的增幅，因此将 5% 以上划分为中国的高通胀区间也是有合理性的。

此外，通货膨胀的形成速度对带来影响上的不同。由此我们根据中国的经验情形，根据 CPI 环比变化率的情况，将通胀划分为急速通货膨胀和慢速通货膨胀。

表 2 中国通货膨胀的分类探讨

通货膨胀分类 1 (根据上涨幅度)	我们根据中国情形的细分	衡量指标
爬行式通货膨胀 (Creeping Inflation)		$CPI \leq 3\%$
温和型通货膨胀 Moderate Inflation)	中国中低通胀区	$3\% < CPI \leq 5\%$
	中国中高通胀区	$5\% < CPI \leq 10\%$
奔腾式通货膨胀 Galloping Inflation)		$10\% < CPI \leq 100\%$
恶性通货膨胀 (hyper-inflation)		$CPI > 100\%$
通货膨胀分类 2 (根据上涨速率)		
	急速通货膨胀	CPI 环比变化率连续 > 0
	慢速通货膨胀	CPI 环比变化率正负相间

图 1 1990 年以来中国经历的几次通胀



资料来源：wind 浙商证券研究所





表 3：中国 1990 年以来的通货膨胀

	背景	通胀成因	高点	特征
1990-1991	经济强劲回升；	1 种	4.4	慢速；中低
1992-1996	投资过热；信贷投放混乱	2 种	27.7	急速；奔腾式
2003-2004	粮食缺口；投资过热；大宗商品价格	3 种	5.3	慢速；中高
2007-2008	货币供给过多；热钱；大宗商品价格	3 种	8.7	急速；高
2010-2011	货币供给过多；热钱；大宗商品价格；劳动力成本	4 种	目前 5.1	急速；中高

我们可以看到，2010 年以来的这轮通胀，是四种通胀成因混合作用的、急速、中高程度的通胀。而从历史情形来看，急进则急退；急速通胀相对来说回落过程也较快，周期性规律更强。在接下来的部分，我们还将从一些经验规律出发，更全面地对通胀走势作出解析和预测。

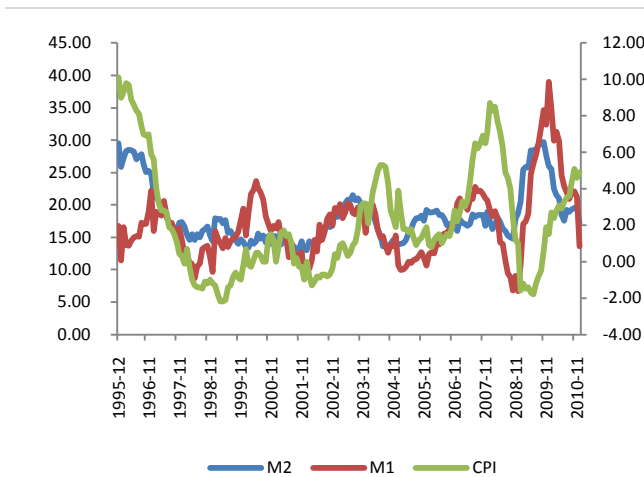
三、 五种规律的启示——中国通货膨胀的过程规律考察及未来走势判断

中国的通货膨胀有着什么样的经验规律？我们的研究显示，至少有五点规律是值得重视的。

规律之一：中国通胀的货币供给规律 通胀与货币供给有明显相关性。数据显示货币供给 M1、M2 均对 CPI 的走势有良好的相关性，CPI 与滞后 1 期 M1、滞后 3 期 M2 回归较为显著。货币的超常供给对历次通胀有很好的解释力。

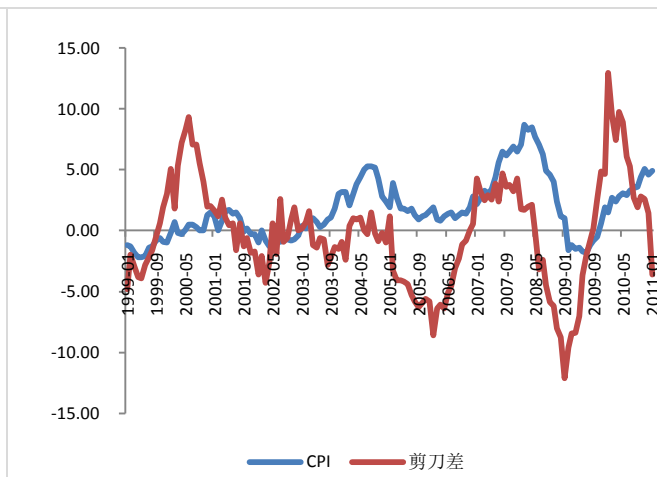
通胀与货币活性也有明显相关。如果 M1 增速大于 M2，则预示着通胀即将上升；反之则意味着通胀即将下降。CPI 与 M1-M2 剪刀差的回归结果显示 CPI 对自身滞后一期、M1-M2 剪刀差滞后 3 期比较显著。即如果 M1-M2 剪刀差出现明显异动，第四个月通胀很可能出现趋势变化。

图 1 CPI 与货币供给 M1、M2 的关系



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 2 CPI 与代表货币活性的 M1-M2 剪刀差的关系



资料来源：wind 浙商证券研究所

规律之二：中国通货膨胀的周期内规律 如果我们从前两轮（90 年代的通胀长达两年，其中因素比较复杂，并不完全反应周期性，暂不讨论）通胀周期的经验情形来看，中国的通胀是呈现出一定的周期内规律的。





从通胀开始从爬行区间进入温和型区间(即以CPI超过3%为标志),到通胀到达峰值,一般需要9个月左右的时间;然后会有三个月左右的时间在高位附近徘徊。2003年-2004年的通胀经历了8个月的时间到达了峰值,之后经历了三个月的高点才开始明显下降;2007年-2008年的通胀经历了10个月到达峰值,之后经历三个月之后的高点附近值。

规律之三:中国通货膨胀的结构性规律 除了周期性因素之外,影响中国通胀走势的还包括中国在劳动力供给领域正在发生的结构性变化。当劳动力供给出现拐点变化的时候,劳动力成本的上升和通胀重心的上移将会是同一过程。

我们以日本为例进行了经验研究,日本在人口红利结束的60年代末也出现了制造业工人工资上升的局面,而这一上升过程带来了CPI重心的上移,二者相关性颇强。

同样的情况,我们认为由于劳动力成本的上升趋势正在加速,CPI重心的趋势性上移已经开始。

图3 日本曾经经历的制造业工资上升与CPI重心上移的情形

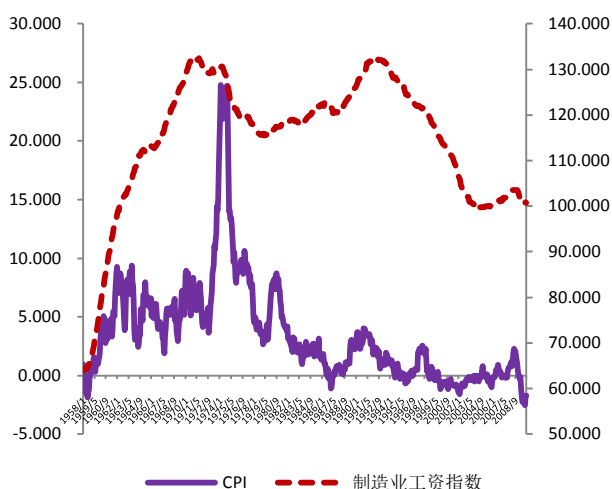
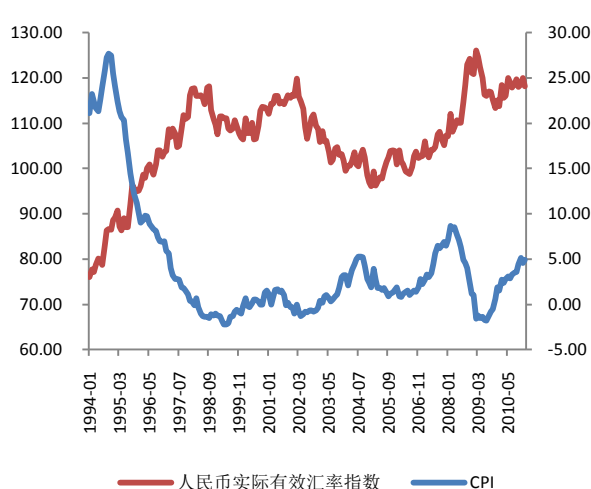


图4 人民币汇率与通货膨胀之间的关系



资料来源：CEIC 浙商证券研究所

规律之四：中国通货膨胀的汇率政策规律 在人民币存在低估的情况下,人民币加快升值将带来通胀压力的减弱。从历史数据来看,人民币升值速度与通胀之间存在较为明显的负相关关系。

值得注意的是,在2010年以来的这轮通胀周期中,汇率指数与通胀指数之间的负相关性在弱化,这部分上验证了我们前面分析的本轮通胀背后因素的复杂性。

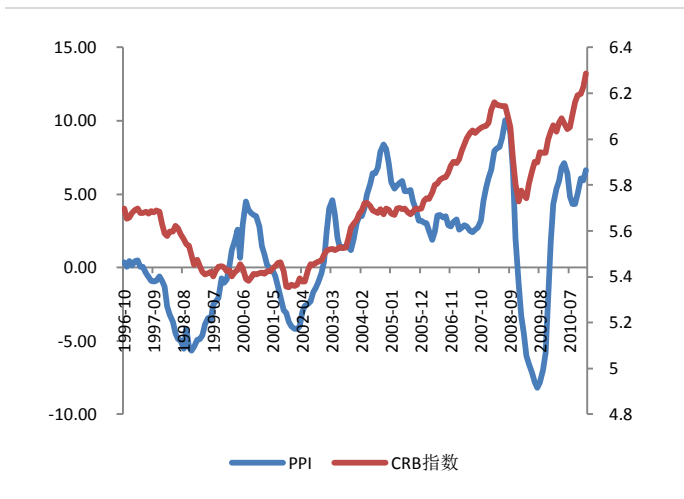
规律五：中国通货膨胀的输入性规律 国际大宗商品价格与CPI和PPI等通胀指标有明显相关性。首先,对于经济周期来说,二者受同一过程影响,比如若经济复苏预期增强,商品价格和要素价格、消费价格的上涨都会加快;其次,大宗商品价格的上涨对PPI也有直接传导作用,并会间接影响CPI。如果我们以CRB指数作为商品价格的衡量,不难发现,CRB指数对PPI有明显的先导性。

CRB对CPI的先导性不如PPI明显,但是仍然具有一定的指示意义。2009年以来商品价格的反弹助推了通胀指标的上行。



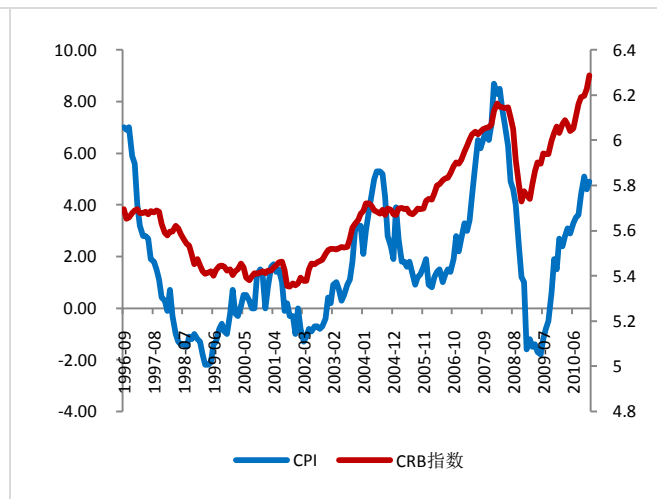


图5 CRB 对判断 PPI 的先导性



资料来源：wind 浙商证券研究所

图6 CRB 对判断 CPI 的先导性



资料来源：wind 浙商证券研究所

我们对于通胀的判断 前面的分析都将作为我们判断本次通胀走势的依据。

首先是关于通胀走势，我们依照前述周期性规律，将 CPI 增幅 3.1% 的 2010 年 5 月作为通胀的开始，则根据“9+3”，2011 年 2 月附近是峰值，之后将再经历 3 个月左右的高点徘徊，5 月之后将明显走低。

M1-M2 剪刀差规律也可以提供佐证。2010 年 12 月剪刀差出现趋势内的大幅度收窄，2011 年 1 月出现负值，这意味着 2011 年 3 月将迎来 CPI 的拐点，4 月将进一步巩固这种趋势。

其次是关于通胀整体水平，我们建立了 CPI 对自身滞后期、M1 及 M2 滞后期、PMI 滞后期、实际有效汇率的回归模型，结果比较显著。

我们看一下这几个影响变量的情况。由于 M1 和 M2 增速已经出现下滑趋势，2011 年 M2 将逐步回归到 15 - 16% 的水平；人民币处于新一轮升值过程中，预计全年实际有效汇率上涨在 5% 左右水平；CPI 环比趋势也已经放慢；以趋势均值测算，全年平均通胀将在 4.0% 左右。再考虑到劳动力成本上升因素，CPI 通胀水平可能达到 4.2 左右。关于 PPI，我们认为 PPI 的高位可能更久些，但全年也将回落到 5.8 以下。

这一判断暗含的前提是 CRB 指数不会像目前这样一路高歌，至少会出现斜率上的放缓。如果 CRB 继续以目前的斜率一路向上，则无论是 CPI 还是 PPI 都需要在我们的判断目标幅度上加上 1 或者更多。首先，CRB 的高斜率上行是以目前美元的弱势震荡为前提的，而美元筑底的因素正在进一步酝酿；其次，恶劣天气因素、国际环境的动荡都助推了商品避险的趋向，而一次性因素不会无限期地集中出现。

四、 未来主要变数

变数之一：如果油价失控 研究显示，CPI 及 PPI 与油价的相关度颇高。近期地缘政治紧张，原油期货价格出现大幅度攀升。

油价会向普通商品价格领域传导。回归分析显示，PPI 与 WTI 原油期货的当期和滞后 2 月数据有较强的相关性；CPI 与当期 WTI 数据、当期 PPI 有较强相关性。通胀指标变化对油价的变化比较灵敏。如果油价失控，则 CPI 将很快面



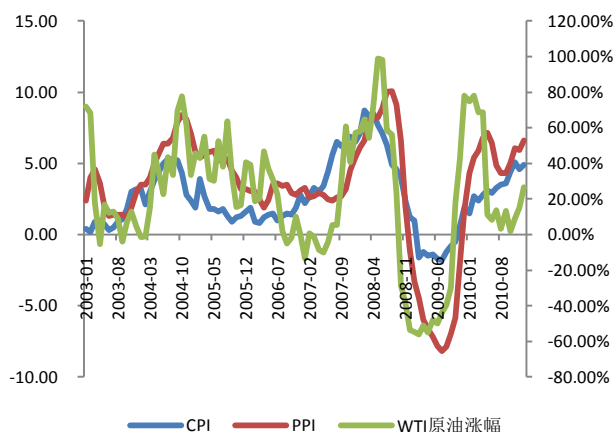


临较大压力。

粗略的敏感性测试显示，如果油价上涨 10%，中国当期 PPI 将会上升 0.27，滞后 2 期 PPI 将会上升 0.76；当期 CPI 将会上升 0.35。理论上，若 WTI 原油期货价格进一步上升至 125 附近，则 CPI 可能会到达 6% 左右。这将引发政策紧缩风险。

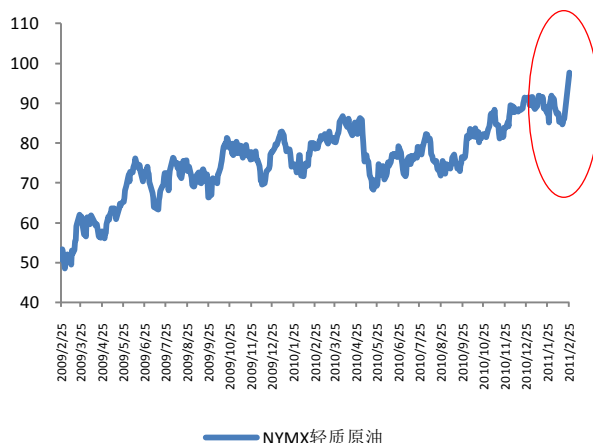
实际上，国际粮价也处于上升通道。在 2007 - 2009 年期间，国际小麦产量和库存量处于高位；而 2010 年以来至今，恶劣天气导致主要产量国普遍出现减产局面；粮价的上涨可能成为一个阶段性趋势。但考虑到中国粮价在某种意义上是一个封闭区间，受国际因素的影响相对较低。除非出现国际粮价的飙升，否则我们可以暂时忽略这一因素。

图 7 油价与 CPI、PPI 的高度相关性



资料来源：wind 浙商证券研究所

图 8 油价近期出现直线式跃升



资料来源：wind 浙商证券研究所

变数之二：如果经济硬着陆 通胀与经济增长之间具有较高的相关性。尽管敏感性测试显示如果经济增长下滑 10%，在其他条件不变的情况下，CPI 将下降 0.47；但通缩区间的数据告诉我们，更大的经济下降幅度会对 CPI 带来加速下滑效应。

变数之三：如果人民币一次性大幅度升值 如果人民币出现超出预期的升值速度，或者出现一次性大幅度升值，则通胀可能在短期内大幅加强，而接下来大幅走弱。当然，在政策已经多次强调人民币升值的渐进性的背景下，这种情况出现的概率较低。

在以上几种情形之下，我们对于 2011 年通货膨胀的判断将出现大幅度偏差；对宏观经济来说，系统性风险也将大大提升。而在这几种变数之外，通胀的趋势在逐渐明朗，我们预计政策将逐渐呈现更明显的中性特征。虽然准备金率仍可能进行常规性上调以对冲 3 月央票的集中到期，但调控最严厉的阶段已经过去，流动性的缓慢改善将成为一个趋势。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务	客户服务	服务	服务
毛亚莉	楼小飞	徐路鹏	张燕华
+86 21 6431 8893	+86 21 64716569	+86 21 6471 8888-1700	+86 21 6471 8888-1287
maoyali@stocke.com.cn	louxiaofei@stocke.com.cn	xulupeng@stocke.com.cn	zhangyanhua@stocke.com.cn
服务			
金肖男			
+86 21 6471 8888-1824			
jinxn@stocke.com.cn			

金融工程团队

金融工程与衍生品	金融工程与基金	金融工程与债券	信息技术
邱小平	陆靖昶	鲍翔	李思明
+86 21 6471 8888-1701	+86 21 6471 8888-1254	+86 21 6471 8888-1105	+86 21 6474 6780
qiuxiaoping@stocke.com.cn	lujingchang@stocke.com.cn	baoxiang@stocke.com.cn	lisiming@stocke.com.cn
信息技术			
张雷			
+86 21 6471 8888-1740			
zhanglei@stocke.com.cn			

宏观策略团队

首席经济学家	宏观	行业比较	策略研究
闻岳春	郭磊	戴康	王伟俊
+86 21 6471 6089	+86 21 6471 8888-2017	+86 21 6471 8888-1211	+86 21 6471 8888-1277
wen Yuechun@stocke.com.cn	guolei@stocke.com.cn	daikang@stocke.com.cn	wangweijun@stocke.com.cn
策略研究			
张延兵			
+86 21 6431 8952			
zhangyanbing@stocke.com.cn			

行业研究团队

房地产行业	银行业金融行业	中药 生物制药行业	电力设备行业
戴方	黄薇	金嫣	史海昇
+86 21 6471 8888-1219	+86 21 6471 8888-1813	+86 21 6471 8888-1241	+86 21 6471 8888-1737
daifang@stocke.com.cn	huangwei@stocke.com.cn	jinyan@stocke.com.cn	shihaisheng@stocke.com.cn
农林牧渔行业	食品、饮料行业	家电、传媒行业	化工行业
张俊宇	葛越	刘迟到	代鹏举
+86 21 6471 8888-1801	+86 21 6471 8888-1281	+86 21 6471 8888-1225	+86 21 6471 8888-1206
zhangjunyu@stocke.com.cn	geyue@stocke.com.cn	Liuchidao@stocke.com.cn	daipengju@stocke.com.cn
汽车行业	机械行业	煤炭行业	商贸行业
马春霞	许光兵	田加伟	程艳华
+86 21 6471 8888-1270	+86 21 6471 8888-1805	+86 21 6471 8888-1117	+86 21 6471 8888-1212
machunxia@stocke.com.cn	xuguangbing@stocke.com.cn	tianjiawei@stocke.com.cn	chengyanhua@stocke.com.cn
有色行业	钢铁行业	建筑建材行业	





林建

+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

范飞

+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

李冬

+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

