

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

刘景德 执业编号: S1500209060085

+86 10 63081289

liujingde@cindasc.com

联系人: 艾宜

+86 10 63081096

aiyi@cindasc.com

通胀类型的甄别与对策

——我国的通胀是成本推动型的吗？

2011 年 4 月 29 日

摘要

通货膨胀按照生成原因可分为需求拉动型和成本推动型两种，如果成本推动型通胀成为构成当前通胀的主要成分，那么政府在制定货币政策时将面对更为复杂的局面。通胀性质的改变可能在较大程度上影响政府调节通胀的方式。

VAR 模型脉冲—响应结构图显示 CPI 自身具有较强的惯性，CPI 对货币供给冲击有明显的正响应，货币供应量增长对 CPI 的作用时滞存在 4-5 个季度。对国际大宗商品价格变动短期也存在正响应但幅度较小，对超额工资在一年以内无正响应，长期可能存在微弱的正响应。VAR 模型的结论说明至少从近十年的统计数据来看，我国的通货膨胀主要由需求因素导致。

当前需求因素仍是拉动我国 CPI 上行的主要动力，因此随着货币供应量增速的回落，未来通胀压力将减小，以通胀对货币供应量的滞后效应为依据，我们对 2011 年下半年乃至 2012 年上半年的通货膨胀持相对乐观的态度。另一方面，成本推动型通胀在通胀中的成分占比会有所增加。尽管模型分析认为在过去十年间成本方因素对通胀只有非常微弱的正向作用，但不排除未来这种作用有增强的可能性。

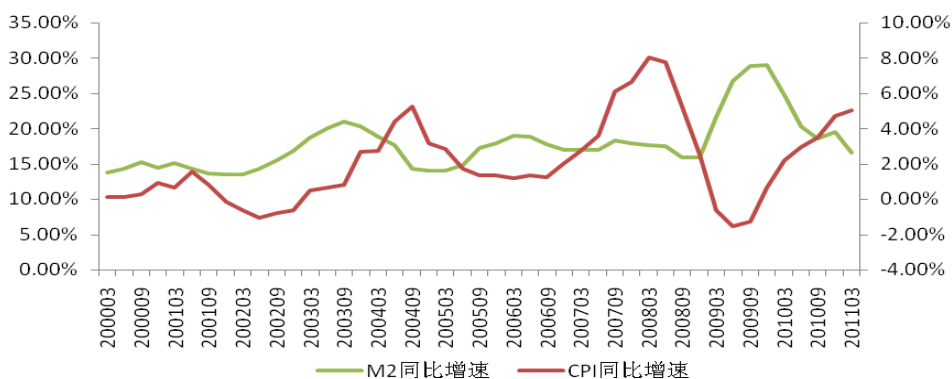
在成本冲击发生时，价格上涨是由于总供给曲线左移而导致的，如果采取紧缩型的货币政策，总需求的下降会加剧衰退，总供给曲线会继续左移，形成以低增长、高通胀为特征的经济滞胀。甚至有观点认为，在成本冲击的背景下以扩张性的货币政策补充产能、增加总供给才是保增长、抑通胀的最佳选择。在实践经验方面目前尚无一致的经验证明单一的扩张或紧缩政策在应对成本推动型通胀上是合适的。但可以确定的是，当经济增长势头较好时，政府在货币政策上将具有更大的空间。

由于主流观点仍认为本轮通胀是货币超发而导致，因此以紧缩银根方式回笼货币仍是当前通胀调节的主要思路。但随着要素价格对企业经营活动的压力日益严峻，不能排除政府已注意到潜在成本推动型通胀风险，并正尝试采取新的应对策略的可能性。即便下半年的通货膨胀率依然保持高位，央行也有可能降低货币紧缩的力度，下半年流动性回暖有相当概率。

当前通货膨胀仍处于可控范围内

尽管可预见未来通货膨胀压力仍较大，但通胀应该仍处于可控范围内。一方面，回溯过去 5 年的数据，CPI 在二季度的环比增速明显放缓，在 5 年中有 4 年出现环比下降；另一方面，央行前期已启动密集的货币政策调控，一季度央行共 4 次上调存款准备金率，两次上调存贷款利率，使得 M2 同比增速从去年一季度的 24.7% 下滑至 16.5%。在严格的流动性控制下，二季度 CPI 环比下降的局面有望维持，若平均环比降幅达到 0.35%，则通胀率同比增速将维持在 5% 以下。不过，由于每个月份的具体情况不同，高于 5% 的 CPI 同比增幅出现仍是大概率事件。

图表 1：通货膨胀需求拉动因素逐渐减弱



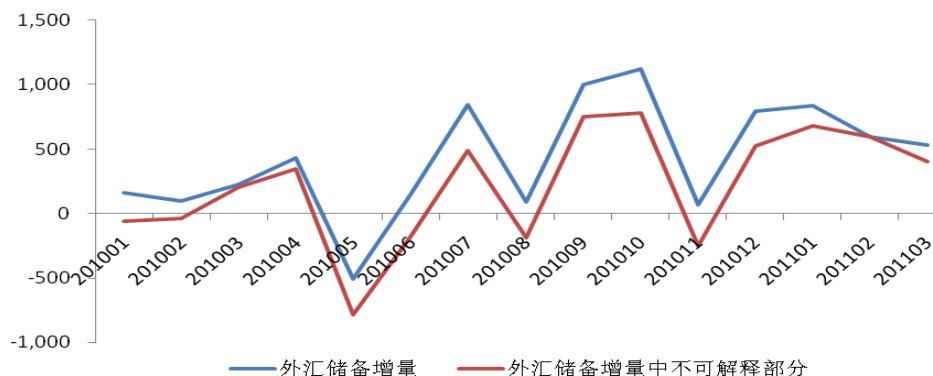
资料来源：信达证券，WIND

通胀失控的潜在风险

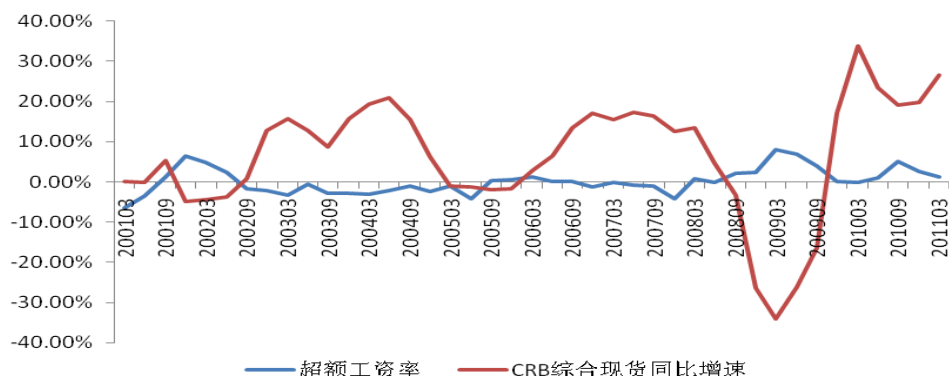
通胀失控的潜在风险主要存在于两个方面。一是国际热钱的流入，二是通货膨胀的性质发生改变。

今年一季度热钱流入规模有明显加剧的态势，在贸易出现逆差的情况下，外汇储备仍同比增长了 24.4%。1-3 月外汇储备增量中的不可解释部分分别为 679.86 亿元、693.67 亿元和 406.29 亿元，较去年同期增长迅速。如果未来热钱流入的势头延续，不排除央行会继续通过数量手段对冲被动投放的货币。

与此同时，国际大宗商品价格的快速上涨和国内工资水平的上升成为本轮通胀的伴随现象。年初至今美国 CRB 现货指数由 520.33 点上涨至 573.39 点，涨幅超过 10%，国际原油价格和农产品价格高位持续徘徊成为典型现象。而从 2008 年底开始，我国超额工资率（名义工资增长率和 GDP 增长率之间的缺口）呈现整体走高的态势，在过去的 3 年的 12 个季度里，有 10 个季度为正缺口，劳动力成本上升成为不争事实。通货膨胀按照生成原因可分为需求拉动型和成本推动型两种，如果成本推动型通胀成为构成当前通胀的主要成分，那么政府在制定货币政策时将面对更为复杂的局面。通胀性质的改变可能在较大程度上影响政府调节通胀的方式。

图表 2：热钱流入或保持高水平（单位：万美元）

资料来源：信达证券，WIND

图表 3：成本推动型通胀潜在压力加剧

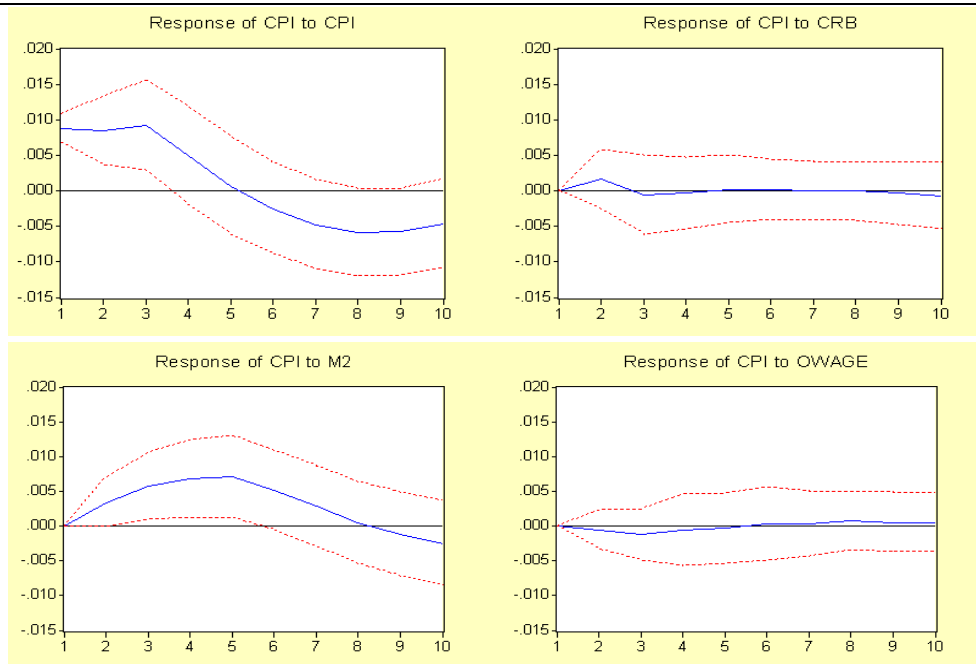
资料来源：信达证券，WIND

通货膨胀类型的甄别

不论是需求因素还是成本因素，其变化传递到 CPI 上通常有一定时滞。利用计量经济学领域中的向量自回归模型（VAR）可以较清晰的把握 CPI 和各种影响因素之间的动态相关关系。而某一影响因素的单位变动对 CPI 的冲击也可由该模型展现出来，这一步骤被称为“脉冲—响应”分析。

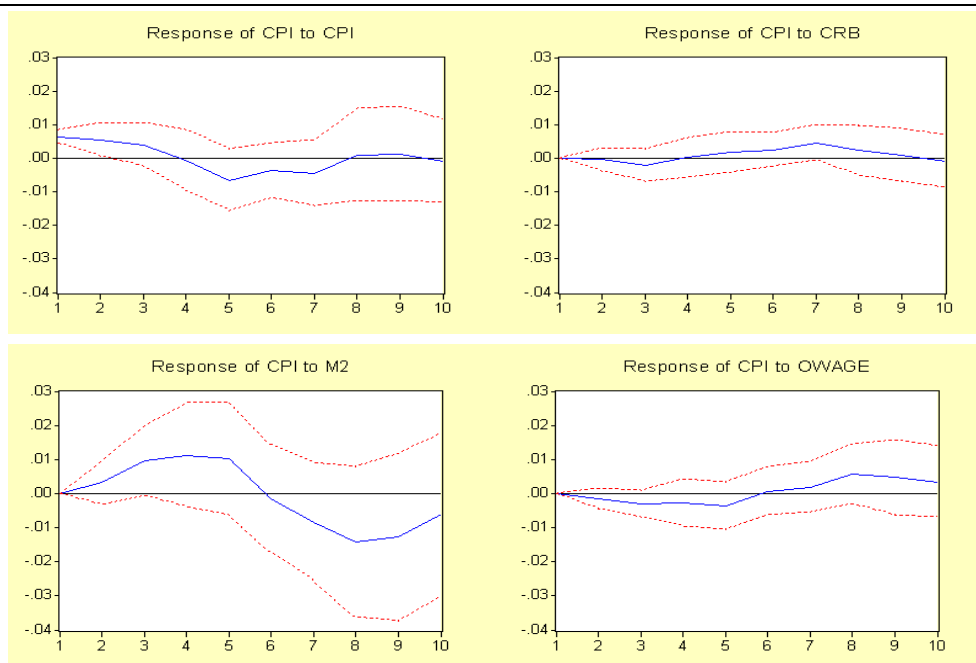
我们以超额工资率反映由劳动力成本上升导致的成本因素，以 CRB 现货指数的同比增长率（经过汇率调整）反映国际大宗商品价格上涨导致的成本因素，以货币供应量 M2 的同比增长率反映需求因素，样本取自 2001 年-2011 年的季度数据。

图表 4：2001-2011 脉冲响应分析结果



资料来源：信达证券

图表 5：2006-2011 脉冲响应分析结果



资料来源：信达证券

VAR 模型脉冲—响应结构图显示 CPI 自身具有较强的惯性, CPI 对货币供给冲击有明显的正响应, 货币供应量增长对 CPI 的作用时滞 4-5 个季度。对国际大宗商品价格变动短期也存在正响应但幅度较小, 对超额工资在一年以内无正响应, 长期可能

存在微弱的正响应。从方差分解的结果也可以看出，货币供应量对 CPI 的影响要远高于超额工资和国际大宗商品价格。这样的结论说明至少从近十年的统计数据来看，我国的通货膨胀主要由需求因素导致。

为考察近几年来结论的变化情况，我们将分析样本缩小至 2006 年至 2011 年。我们看到，在变更分析样本后，国际大宗商品价格及超额工资对 CPI 的正冲击有所增强，并主要在远期体现出来，作用时滞有 7-8 个季度左右。这样的结论或说明我国通胀变化有向成本推动型通胀转移的迹象，但即便如此以货币供应量为代表的需求因素仍是通胀最主要的引致原因。

通货膨胀的时滞效应

脉冲—响应分析显示 M2 变动对 CPI 的影响自第 2 个季度起逐渐增强，在第 5 个季度达到高峰，即可认为货币供给对通胀的拉动作用有一年左右的时滞。这种时滞通常认为是因为存量货币存在而产生的。在本轮周期中 M2 同比增速在 2009 年第 3、4 季度达到峰值，到现在恰为 5 个季度左右，由此推断本轮高通胀与货币超发关系密切。但随着之后央行加强了对流动性的调控，2010 年 1 季度起 M2 增速开始下滑，未来由货币供给引发的通胀压力应有所减小。

另一方面，成本因素对通货膨胀的推动作用可能增强。我国超额工资增长的上一个高峰为 2009 年上半年，考虑 2 年左右的时滞因素其对通胀的冲击可能在近期释放。而国际大宗商品价格持续的高速上涨也会从成本方面助推通胀。

当前需求因素仍是拉动我国 CPI 上行的主要动力，因此随着货币供应量增速的回落，未来通胀压力将减小，以通胀对货币供应量的滞后效应为依据，我们对 2011 年下半年乃至 2012 年上半年的通货膨胀持相对乐观的态度。另一方面，成本推动型通胀在通胀中的成分占比会有所增加。尽管模型分析认为在过去十年间成本方因素对通胀只有非常微弱的正向作用，但不排除未来这种作用有增强的可能性。

对于成本推动型通胀的政策反应

如果通货膨胀主要是由需求拉动导致，紧缩流动性将能有效遏制通胀。但如果通胀中成本推动因素占据主要地位，情况便复杂的多。尽管紧缩流动性仍然能够压制 CPI，但通胀治理的成本问题却使得我们对政策不得不慎重考虑。若成本冲击下紧缩性货币政策失败，将会导致经济滞涨。

在成本冲击发生时，价格上涨是由于总供给曲线左移而导致的，如果采取紧缩型的货币政策，总需求的下降会加剧衰退，总供给曲线会继续左移，形成以低增长、高通胀为特征的经济滞涨。甚至有观点认为，在成本冲击的背景下以扩张性的货币政策补充产能、增加总供给才是保增长、抑通胀的最佳选择。

相较于理论，事实显得更加复杂。以美国为代表的工业化国家在 20 世纪 60-80 年代反通胀的实践经验说明了治理成本推动型通胀的艰巨性。60 年代美国的通胀率

在工资推动下持续上升，尽管尼克松政府对价格和工资均实施了管制，但并没有取得良好的效果。70-80 年代对应于两次石油危机美国在货币政策方面采取了不同的应对措施：第一次危机后美国以扩张性政策扩大供给，在提升产出上取得了不错的效果，通胀率则在短暂攀高后逐步回落，但失业率状况并未有效改善；第二次危机后美国转而采取紧缩的货币政策（其他的工业国家也是如此），但控制通胀的效果则有限，反而在经济增长方面付出了沉重代价。

图表 6：1960-1990 的美国通过膨胀和经济增长（同比）



资料来源：信达证券，WIND

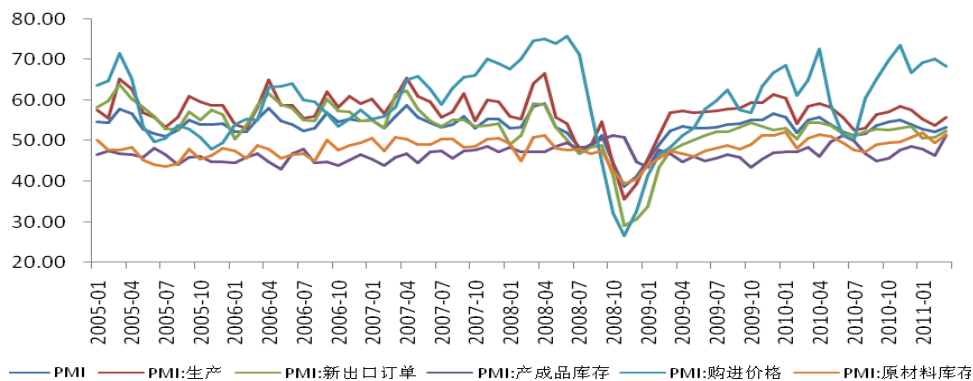
依照凯恩斯理论框架下的“菲利普斯曲线”，通胀与增长是跷跷板的两头。这使得我们对政策的效果难于进行评价。而目前尚无一致的经验证明单一的扩张或紧缩政策在应对成本推动型通胀上是合适的。唯一可以确定的是，当经济增长势头较好时，政府在货币政策上将具有更大的空间。

政策预测与 A 股市场的流动性

由于主流观点仍认为本轮通胀是货币超发而导致，因此以紧缩银根方式回笼货币仍是当前通胀调节的主要思路。但随着要素价格对企业经营活动的压力日益严峻，不能排除政府已注意到潜在成本推动型通胀风险，并正尝试采取新的应对策略的可能性。在此假设下，未来经济增长数据的下滑可能成为政策变轨的触发条件。

我国的货币政策“相机抉择”的意味深重。因此我们认为，上半年在通胀率在回落到某个合理目标（可以认为是 4%）之前，紧缩的货币政策将继续下去。但如果其间增长数据出现明显的下滑，政府能够在多大程度上承受紧缩带来的冲击成本将成为问题，毕竟“冷冻鸡”式的调控并不符合我国政策执行的一贯风格。较之通货膨胀本身，经济增长或许才是更值得关注的问题。

图表 7：中国 PMI 指数走势



资料来源：信达证券，WIND

另一方面，如果在长期调控下通胀无法得到有效控制，政府可能对通胀性质以及相应应对政策进行重新思考。按照这一逻辑，即便下半年的通货膨胀率依然保持高位，央行也有可能降低货币紧缩的力度。所以，不论发生什么情况，下半年流动性回暖都有相当概率。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102