

物价压力长期存在，企业利润增速下降

策略专题报告

2011年5月11日

主要观点：

- **通货膨胀的货币因素归因：物价上涨的货币基础持续削弱**
 - 根据CPI与M2增速之间滞后期检验结果，货币供应增速对CPI产生显著影响的时滞约在12个月左右，与目前所对应的2010年1季度货币供应增速已出现持续回落，在持续紧缩性货币政策以及信贷控制作用下，推升物价上涨的货币基础已出现显著弱化。
- **成本增加与产品提价相互作用推升物价**
 - 由于我国工业化进程以及经济发展速度较快，劳动力需求旺盛，刘易斯拐点与人口红利消失之间的间隔期较短，甚至可能出现叠加效应，导致工资水平的快速上涨。而在“十二五”期间，劳动分配制度改革继续深化。我国将长期面临劳动力成本上升压力。
 - 成本上升因素成为企业产品提价的重要源头，导致物价上涨，物价与成本之间呈现出一定的螺旋式相互作用效用，最终表现为产品价格的不断上涨。
- **生产成本提高导致粮食价格面临长期上涨压力**
 - 受原材料以及劳动力、化肥、农用机械等成本提高的影响，粮食种植业仍将面临较低的利润率，在成本以及市场经济推动压力下，我国粮食价格仍面临着较大的上涨压力。
- **弱势美元环境下输入性通胀压力仍将长期存在、控制难度加大**
 - 根据格兰杰因果关系检验结果，在国际大宗商品价格波动的同时，将直接影响到我国工业生产中原材料价格的波动，而CRB指数的持续上涨对国内物价上涨产生长期潜在影响。
 - CRB指数与美元指数走势呈明显的负相关关系，美元指数持续走低也推升国际大宗商品价格的上涨，而弱势美元对于缓解美国债务压力、稳定美国经济增长等方面具有积极作用，因此，在美国量化宽松以及零利率时代，美元难以长期大幅走强，这将有利于维持国际大宗商品价格的高位运行，同时也不利于国内输入性通胀压力的缓解。
- **物价高企、企业利润增速下降，不利股指走强**
 - 物价上涨促使企业产品提价动能增强，扩大生产、库存增加，导致企业短期利润上升，并推动股指上涨。但是，历史表明当物价处于高位运行甚至回落阶段时，去库存压力增大，产能利用率回落，企业利润下降，业绩预期变化拖累股指运行。目前，国内市场正面临着物价高企，工业企业利润增速回落的局面，这种组合不利于股指持续走强。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

目 录

一、 通货膨胀的货币因素归因	3
1.1、货币供给对通货膨胀的影响存在时滞	3
1.2、货币政策调控的中间目标	3
1.3、我国货币供给与物价指数之间的时滞检验	4
二、 成本推动因素	6
2.1、劳动力成本上升的长期趋势	6
2.2、企业产品提价转移成本压力、推升物价	10
三、 成本增加导致食品价格上升压力加大	13
3.1、我国粮食自给率高受国际粮价直接影响较小	13
3.2、我国粮食生产成本推动压力较大	15
四、 弱势美元环境下输入性通胀压力仍将长期存在	19
4.1、CRB 指数对国内工业生产价格指数的因果关系检验	19
4.2、弱势美元推升国际大宗商品价格	20
五、 物价与 A 股市场走势的关系	21
5.1、物价与 A 股市场走势呈现同步性而非负相关	21
5.2、温和通胀推动经济增长企业利润提升	22
5.3、通胀末期企业利润增速下滑、股指承压	23
六、 结论	24
6.1、物价上涨压力长期存在、输入性通胀及美元走势影响不确定性较大	24
6.2、物价高企、企业利润增速下降，不利股指走强	25

“没有什么手段比毁坏一个社会的通货能更隐蔽、更可靠地颠覆社会的现有基础了”——凯恩斯

一、 通货膨胀的货币因素归因

“通货膨胀归根结底是一种货币现象”——弗里德曼

从货币供应量对于通货膨胀的影响途径看，主要表现为以下几方面：一、根据凯恩斯学派观点，货币供应量增加导致市场利率下降，进而影响到储蓄和投资，即储蓄下降、投资需求增加，投资导致上游工业品需求增大、价格水平上升，并导致下游物价上涨；二、货币供应量增加直接导致居民通胀预期提升和财富效应蔓延，社会消费需求增大拉升物价上涨；三、货币供应量增加导致货币贬值，刺激出口抑制进口，影响商品供求关系以及价格走势，如美国量化宽松政策对全球大宗商品价格的刺激作用。

1.1、货币供给对通货膨胀的影响存在时滞

按照货币学基本原理，一个国家或地区的经济每增长出 1 元价值，对应的是作为货币发行机构的中央银行也应该供给货币 1 元，超出 1 元的货币供应则视为超发。根据货币学派观点产生通货膨胀的必要条件是货币的超量供应。由此可见，物价走势与货币供应量的变化有着较为密切的联系，但是二者之间的关系并不是瞬时的，货币供应量的变化对物价的影响存在一定时滞。

在美国，弗里德曼采用每 10 年作为一个数据点来考察美国 1867 年-1960 年货币供给(以 M2 度量)与通货膨胀(GDP 平减指数)的关系，发现高的货币供给导致高的通货膨胀，但用同样的方法去观察二者的短期关系时类似规律并不明显。此外，美国克利夫兰联储在 1999 年发表的工作论文中指出，美国通货膨胀与货币供给之间短期关系离散，但时间越长，稳定关系越显著，美国货币供给与通胀之间出现稳定关系在 8 年时间。而近年来也有研究表明，西方国家的通货膨胀时滞大约为 2-3 个季度，即 6-9 个月时间。上述研究结论差异较大，但研究结果一方面表明货币供给与通胀之间存在紧密关系，另一方面，二者之间存在一定的时滞。

1.2、货币政策调控的中间目标

货币政策调控中间目标存在多种方式，但各国采用的并不多，最为常用的就是货币供应量目标和利率目标。货币供应量代表了当时社会的有效需求量和整个社会的购买力，直接影响着货币政策目标的实现，因此说，货币供应量与货币政策最终目标之间有着密切联系。而以货币供应量作为中间目标，是建立在货币需求和货币流通速度稳定的假设基础之上，如果货币需求和货币流通速度不稳定，这种以货币供应量作为货币政策调控的观察指标就不可靠，而实际上货币需求与货币流通速度并不稳定。

基于货币政策调控中介目标的选择在发达国家不同时期也经历了变化，概括而言，上世纪 70 年代以前，一般都选用利率作为货币政策中间目标；70 年代至 80 年代末选择货币供应量作为货币政策中间目标；90 年代以后，纷纷放弃货币供应量指标，转向利率或通货膨胀率。究其原因，一方面随着金融创新等业务的快速发展，货币供应量的界定逐渐模糊，同时大量货币资金脱离实体经济流向金融市场，货币供应量与经济之间的关系受到影响；另一方面，对于货币供应量的控制导致高利率的出现，虽然短期对于抑制通货膨胀有一定作用，但长期又不利于投资以及实体经济的发展，导致货币供应量控制上难度较大。因此，美国

在 1993 年开始宣布放弃货币供应量这一政策目标，改为以联邦基金利率为中间目标；英国自 1997 年开始，顶住通货膨胀率。

表 1、部分国家货币政策中间目标选择

国家	美国	日本	英国	德国	加拿大、新西兰、瑞典、芬兰等
货币 政策 中间 目标	1993 年 7 月开始，以联邦基金利率为中间目标	1991 年废除“窗口指导”，通过利率影响信贷和货币供应	1997 年开始直接顶住通货膨胀率，以利率为主要手段	1988 年起，M3（包括流通中的现金、期限小于 4 年的国内非银行定期存款、期限 3 个月以内的国内非银行储蓄存款）	通货膨胀率

数据来源：东北证券

我国自 1998 年开始，中国人民银行取消信贷总量指标，货币供应量成为我国唯一的货币政策中间目标，在现代经济领域中，货币政策的最终目标通常概括为：经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡和金融市场稳定。因此，我国在以货币供应量为货币政策中间目标时也需要重点关注物价走势，与发达国家对于货币供应量指标的放弃相比，在以我国经济数据位基础考察货币供应量与通货膨胀之间关系也更为合理。

1.3、我国货币供给与物价指数之间的时滞检验

由于货币供给与通胀之间并非简单线性相关关系，因此需要通过统计学的方法对货币供给与通货膨胀之间的时滞进行有效分析。

首先，我们选取 1996 年 1 月至 2011 年 2 月的广义货币供应量（M2）与 CPI 当月同比（通货膨胀指标）月度数据共 181 组样本数据。

其次，对相关样本数据取其自然对数以消除异方差，各变量表示为 LNM2 与 LNCPI，采取时间序列数据减少数据处理过程中的误差。并对数据分别进行平稳性检验，之后进行协整检验，最后进行分布滞后模型检验。协整检验证实我国货币供应量与居民消费价格指数之间存在一种长期稳定的均衡关系，在滞后模型检验中我们做了 18 个月期的滞后模型估计检验，检验结果图 1 所示。

从检验结果看，在滞后期 11 个月至 12 个月时，回归系数显著异于零，在滞后 12 个月的回归系数 t 统计量为 1.415，而且在此之后，回归系数快速回落，并不显著异于零，t 统计量也变得不显著。这一结果表明，当期货币供应量变化对物价水平的影响在经过 12 个月左右时间后开始明显地显现出来。

单从货币供应量与物价指数之间的时滞关系看，在 11-12 个月较为显著。从历史货币供应增速看，我国 M2 在 09 年 11 月份达到最高值为 29.74%，而与此对应的我国 10 年 11 月份 CPI 值也创下了经济复苏以来的最高值 5.1%，自 09 年 11 月以来我国货币供应增速逐月下降，但仍保持了高位，根据货币供应量与物价指数之间时滞关系，预计在货币供应增速自高位下降过程中我国物价指数走势也将呈现高位震荡回落可能性较大，虽然今年 3 月份 CPI 再创 5.4% 的新高，但是我们认为此次物价指数更多的是受到输入性通胀因素影响，这一结果并不会影响到货币因素作为一种解释变量判断物价趋势。因此，基于统计学分析结论看，国内物价短期高位震荡后回落，物价上涨的货币基础逐渐弱化。

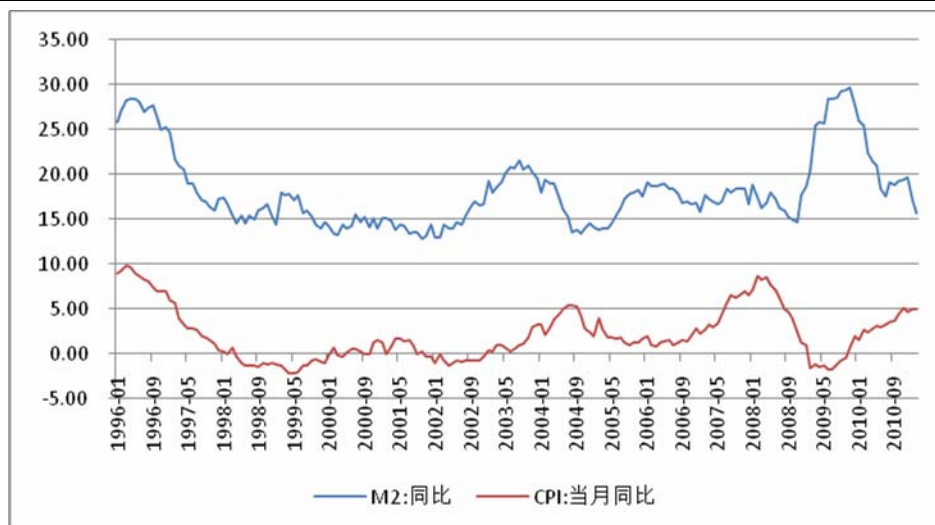
当然，从上述回归结果也可以看出，回归方程的 R^2 并不高，DW 值也偏低，表明除了货币供应量外，还有其他因素影响着物价的变化。

图 1、货币供应量与 CPI 之间的时滞检验结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.323623	0.028610	151.1213	0.0000
LN2	-0.597628	0.197310	-3.028885	0.0029
LN2(-1)	0.051035	0.277326	0.184026	0.8543
LN2(-2)	-0.069034	0.275222	-0.250832	0.8023
LN2(-3)	0.189686	0.280042	0.677346	0.4993
LN2(-4)	-0.027732	0.283112	-0.097956	0.9221
LN2(-5)	0.091076	0.281563	0.323464	0.7468
LN2(-6)	0.050365	0.274980	0.183160	0.8549
LN2(-7)	0.137271	0.256088	0.536031	0.5928
LN2(-8)	-0.034057	0.252026	-0.135132	0.8927
LN2(-9)	0.145153	0.249274	0.582303	0.5613
LN2(-10)	-0.106957	0.222583	-0.480528	0.6316
LN2(-11)	0.170975	0.201297	0.849365	0.3971
LN2(-12)	0.283107	0.200128	1.414632	0.1593
LN2(-13)	0.016570	0.204767	0.080920	0.9356
LN2(-14)	0.011517	0.205880	0.055942	0.9555
LN2(-15)	-0.074647	0.207703	-0.359391	0.7198
LN2(-16)	-0.050207	0.207130	-0.242395	0.8088
LN2(-17)	-0.008044	0.198265	-0.040574	0.9677
LN2(-18)	-0.151324	0.140584	-1.076394	0.2836
R-squared	0.510372	Mean dependent var	4.620413	
Adjusted R-squared	0.445768	S.D. dependent var	0.024030	
S.E. of regression	0.017889	Akaike info criterion	-5.095377	
Sum squared resid	0.046084	Schwarz criterion	-4.717344	
Log likelihood	437.8209	F-statistic	7.900043	
Durbin-Watson stat	0.188358	Prob(F-statistic)	0.000000	

数据来源：WIND，东北证券

图 2、货币供应增速与 CPI 走势



数据来源：WIND，东北证券

目前我国仍以货币供应量作为货币调控的中介目标，但同时我们也注意到央行已经开始逐步关注社会融资总量之一指标，虽然目前仍是一项参考指标，但央行也多次在货币政策执行报告中强调出，保持合理的社会融资规模。从目前社会融资规模及其构成看，新增人民币贷款占比由 2002 年的 92% 下降至 2010 年的 55.60%，也就意味着央行通过对新增信贷的调控达到对社会融资规模调控的力度有所减弱。而新增委托贷款以及企业债券融资等方式占比呈现逐年提升态势。目前从社会融资总量增速与新增信贷增速看，二者之间依然较为一致，新增信贷仍直接影响社会融资规模的变化。

表 2、社会融资规模总量及各项占比

指标名称	社会融资总量(亿)	新增人民币贷款占比%	新增外币贷款占比%	新增委托贷款占比%	新增信托贷款占比%	新增银行承兑汇票占比%	企业债券融资占比%	非金融企业股票融资占比%
2010	79,500.00	55.60	2.90	7.90	2.70	16.30	8.40	4.10
2009	95,900.00	68.10	6.60	4.80	3.10	3.30	9.20	3.20
2008	49,100.00	71.50	0.90	6.20	4.60	1.60	8.10	4.90
2007	36,300.00	61.30	4.90	5.70	2.90	11.30	3.90	8.10
2006	31,800.00	79.30	2.50	4.70	2.10	3.80	2.10	3.40
2005	23,500.00	82.10	3.70	3.40		0.10	7.00	1.20
2004	22,600.00	78.80	4.80	11.10		-1.00	1.80	2.30
2003	27,700.00	81.00	6.70	1.80		5.90	1.60	1.60
2002	18,000.00	92.00	3.70	0.90		-3.50	1.60	3.00

数据来源：WIND，东北证券

表 3、社会融资总量与新增信贷增速变化一致

	社会融资总量增速	新增人民币贷款增速
2003-12	53.89	55.46
2004-12	-18.41	-19.10
2005-12	3.98	3.60
2006-12	35.32	35.60
2007-12	14.15	14.25
2008-12	35.26	34.95
2009-12	95.32	95.30
2010-12	-17.10	-17.26

数据来源：WIND，东北证券

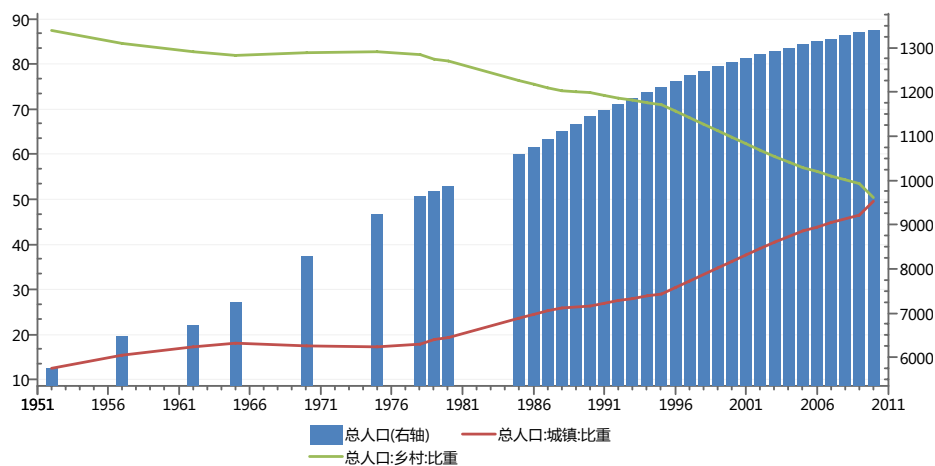
二、成本推动因素

2.1、劳动力成本上升的长期趋势

2.1.1、我国人口结构：城镇人口占比快速提升、劳动力人口逐渐下降

第六次全国人口普查数据显示，截止 2010 年 11 月 1 日，我国人口总数为 13.39 亿人，较第五次全国人口普查结果增加 7389 万人，年均增速为 0.58%，而 1982 年至 1990 年年均增速接近 1.46%，整体上我国人口增速出现大幅下降。从城乡人口占比看，1996 年与 2010 年我国城镇人口占比出现快速提升，2010 年城镇人口占比为 49.68%，乡村占比为 50.32%。

图 3、我国城乡人口比重接近



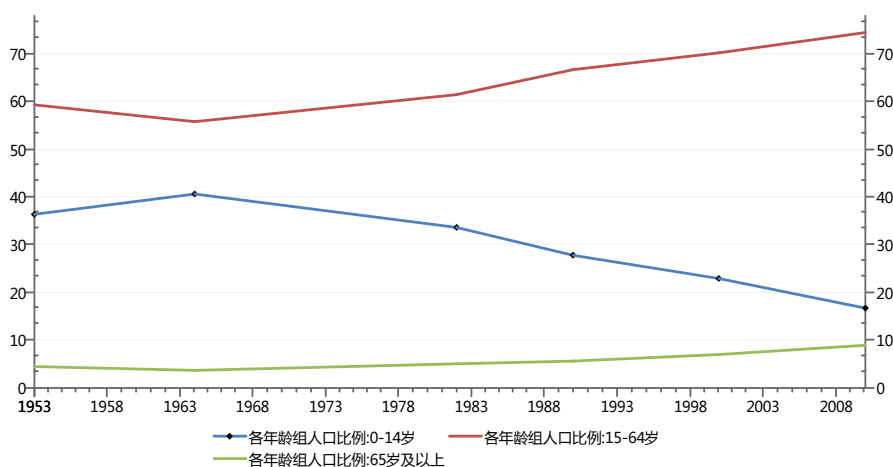
数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

从人口年龄构成上看, 2010 年劳动力人口(15-64)占比较 2000 年提升了 4.38%, 0-14 岁下降了 6.29%, 65 岁以上人口上升 1.91%。人口变化趋势看, 老龄人口提升、低龄人口下降, 我国面临着劳动力供应下降的趋势。从 2009 年的抽样数据看, 2009 年我国 35-44 年龄段的人口比重为 18.4%, 与此相比 25-34 岁年龄段人口占比为 13.24%, 60 岁以上人口占 14.49%。从人口构成逐年变化过程看, 2003 年至 2009 年 60 岁以上人口由 11.96% 上升至 14.49%, 而 30-34 岁年龄段人口由 9.71% 下降至 6.76%, 25-29 岁年龄段人口由 7.6% 下降至 6.48%。我国中青年年龄段劳动人口占比呈现下降趋势。

从我国人口抚养趋势看, 我国总抚养比由 04 年的 38.63% 逐步下降至 36.21%, 少年儿童抚养比下降速度更快, 由 26.76% 下降至 22.98%, 而老年人口抚养比则出现明显上升已有 11.87% 上升至 13.24%, 我国的老年人口正呈现快速增长态势。

图 4、第六次人口普查我国人口结构



数据来源:Wind资讯

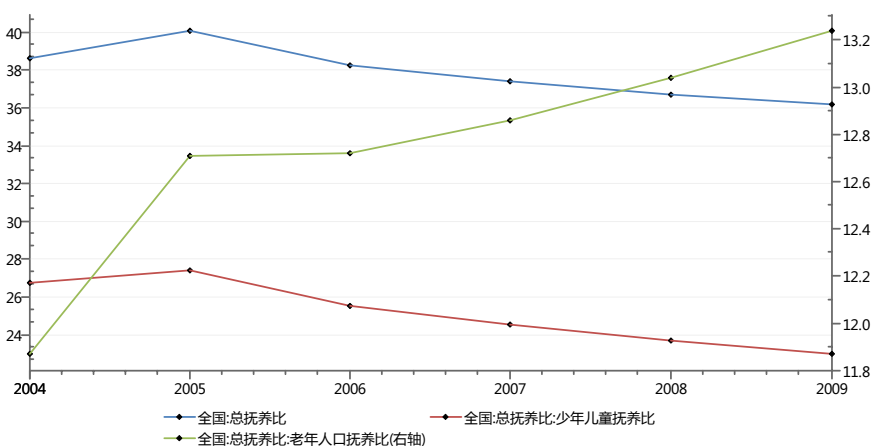
数据来源: WIND, 东北证券

图 5、我国人口年龄结构（2009 年抽样人数）



数据来源：WIND，东北证券

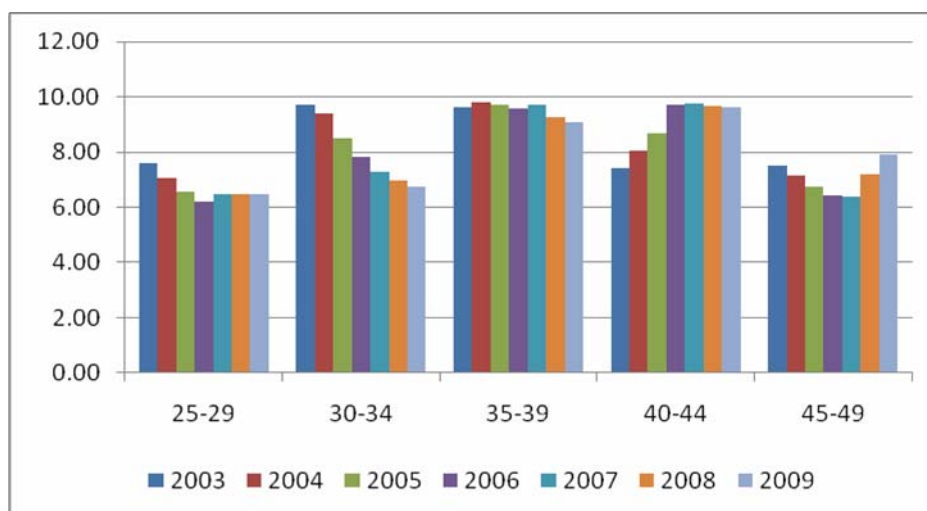
图 6、我国近年来人口抚养比



数据来源: Wind资讯

数据来源：WIND，东北证券

图 7、我国各年龄段人口占比变化趋势

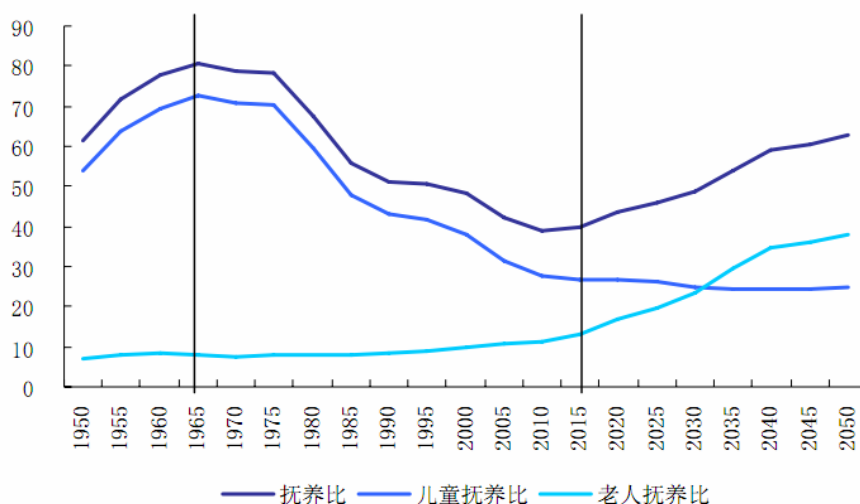


数据来源：WIND，东北证券

2.1.2、我国将长期面临劳动力成本上升压力

从我国人口变迁发展过程看，自改革开放以来我国总抚养比呈现明显的下降趋势，近些年来我国总抚养比已经由 2001 年的 43.58% 下降至 2009 年的 36.21%，根据联合国预测数据，我国总抚养比将在 2010 年至 2015 年间达到底部，而后上升。这也就意味着我国人口红利目前已经处于末期，未来我国将逐步面临劳动力人口增速下降，老龄化问题凸显等。

图 8、联合国预测我国未来人口抚养比变化



数据来源：WIND，东北证券

从横向比较看，在发展的过程中所面临的人口因素的变化同时也曾在日本、韩国等亚洲发达国家出现过。在工业化过程中，大量农村劳动力源源不断的向城市转移，在工业经历快速增长的过程中并未伴随工资的同步提升，而随着工业化进程将劳动力持续吸纳之后，工业企业只有通过提高工资水平而吸纳更多劳动力，这一过程转变的出现也就是通常所说的“刘易斯拐点”。但同时，我们也注意到，刘易斯拐点的出现并不意味着人口红利的结束，也就是在刘易斯拐点出现之后，社会整体劳动力供给仍然较为充裕，只是表现为结构上的差异以及工资的持续性上涨，在工业企业工资上涨后也继续促进了劳动力的转移。但随着人口结构的变化，即总抚养率转折出现之后，劳动力工资上涨与劳动力短缺也同时出现。

与韩国以及日本刘易斯拐点与人口红利消失之间曾出现的 20 年左右时间间隔不同，由于我国工业化进程较快，经济发展速度较快，导致对劳动力需求旺盛，劳动力工资上涨以及人口红利消失的同步出现。

图 9、韩国人口抚养比变化

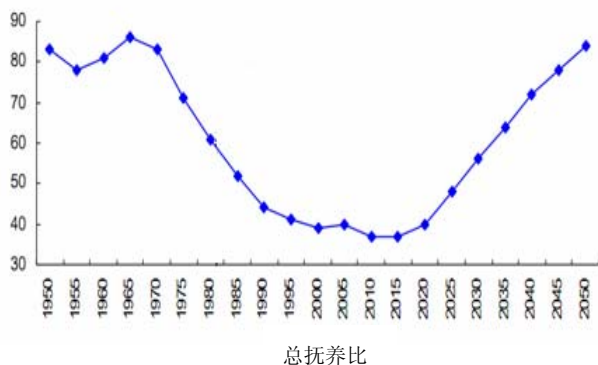
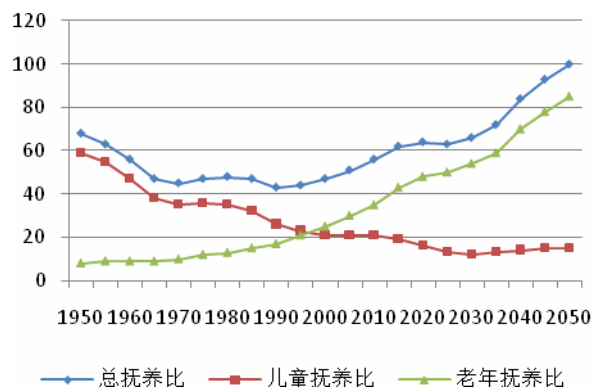


图 10、日本人口抚养比变化

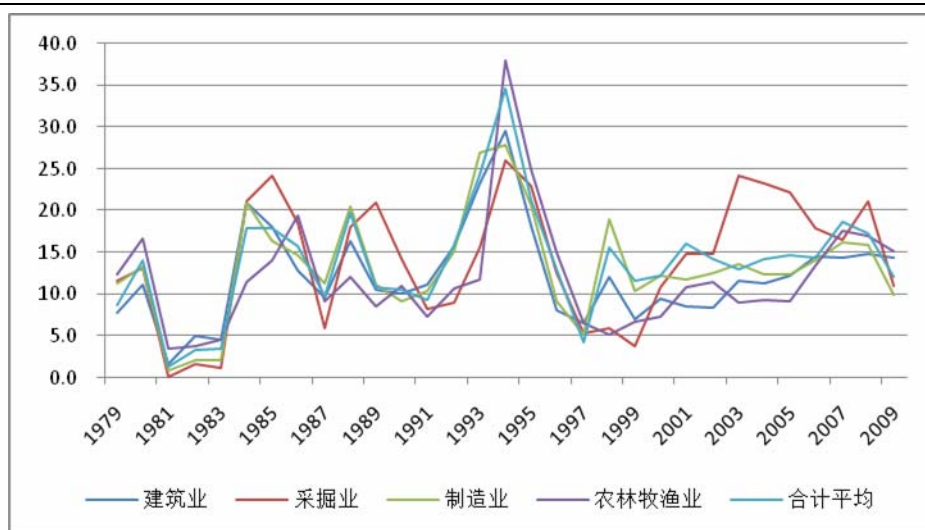


数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

2009 年以及之前的工资增速数据显示，建筑业、农林牧渔业等劳动密集型行业工资增速快于平均工资增速，而近年来采掘业平均工资也保持快速增长，但制造业平均工资增速相对较低，低于平均水平。09 年之后我国多个地区纷纷上调最低工资标准，而且上调幅度较大，我国整体上工资水平已经处于一个快速上升阶段，在“十二五”期间，随着劳动分配制度改革的延续，我国劳动力成本将呈现明显的上升态势。我国将长期面临劳动力成本上升压力。

图 11、2009 年及之前部分行业工资增长幅度



数据来源：WIND，东北证券

表 4、2010、2011 年我国部分省市最低工资上调幅度(%)

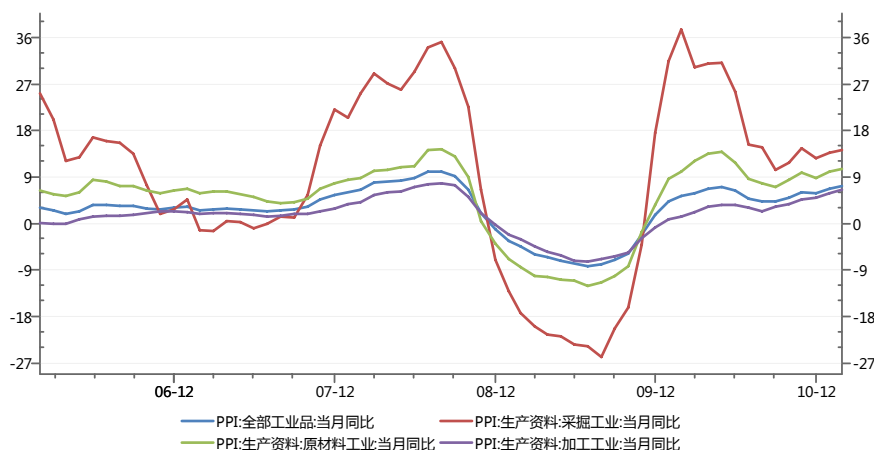
地区	北京	上海	天津	重庆	浙江	广东	辽宁	江苏	山东
2009	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2010	20.0	16.67	12.19	0	15.94	24.53	30.0	17.54	20.0
2011	20.83	14.28	26.09	36.54	18.75	28.79	—	19.40	33.33

数据来源：WIND，东北证券

2.2、企业产品提价转移成本压力、推升物价

自去年年中国内工业生产者出厂价格指数出现了持续性上涨，其中工业生产中的采掘、原材料以及生产资料均出现上涨，反映了我国企业所面临的原材料价格成本压力的显著提升。此外，PMI 购进价格指数同样在去年 7 月底也出现了快速上升，先行指标以及同步指标均反映出企业生产过程中所承受的成本上升压力。

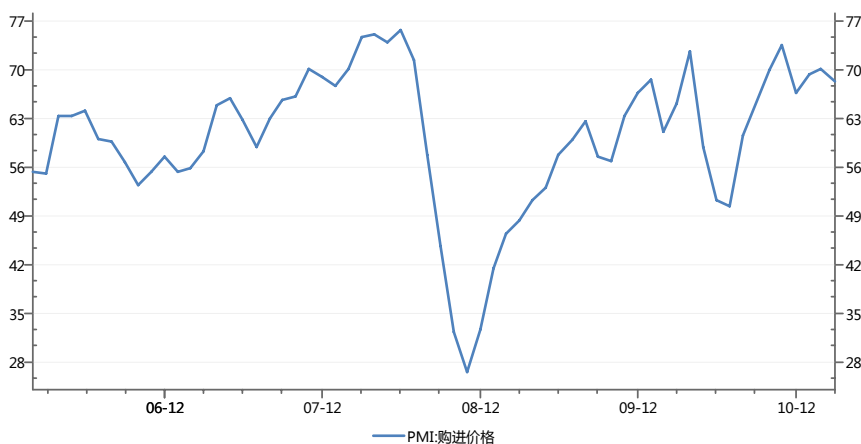
图 12、我国工业生产者出厂价格指数持续上升



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 13、PMI 购进价格指数高位运行



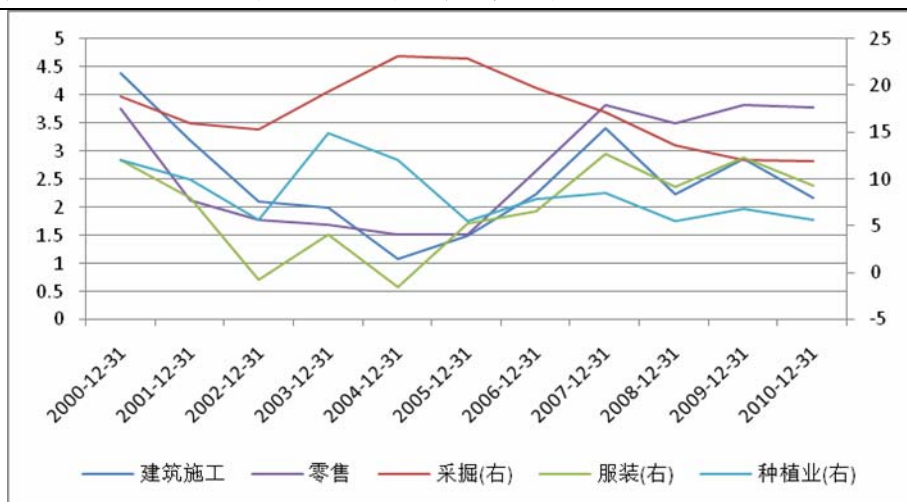
数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

在成本提高的过程中我们看到部分行业净利率出现回落，如受劳动力成本影响较大的建筑施工、采掘、服装等行业，盈利能力出现了逐步回落的态势，而从行业整体的管理能力看，期间三大费用率整体上并未出现大幅上涨，反而部分行业出现下降，如采掘、种植业等，但这种管理效率的提升并未抵消成本上升压力，导致行业整体净利率的下降，表明相关行业成本转嫁能力相对较弱。

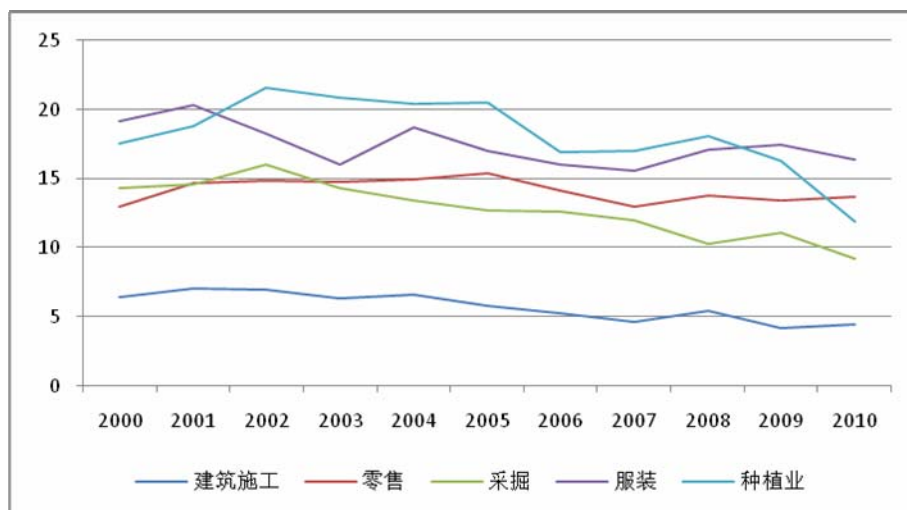
与此相比，更多的行业并未因成本因素的上升而出现营收能力快速下降，反而出现净利率提升的局面，如餐饮旅游、轻工制造、白酒、纺织、普通机械等。这主要是由于企业通过提价手段转移成本上升压力，并且价格提升幅度高于成本上涨幅度，导致企业净利率的上升，从行业期间费用变化看，三大费用占比并未出现显著下降，也证明了企业净利率的提升并非是由于管理效率提高所致。典型的例子如轻工制造、纺织、餐饮旅游等行业，通过提价获取更高的净利率。由此可见，成本上升因素成为企业提价的重要源头，也导致了物价的上涨，物价与成本之间呈现出一定的螺旋式相互作用效用，最终表现为产品价格的提升。

图 14、部分劳动密集型行业受成本上升影响净利率出现回落



数据来源：WIND，东北证券

图 15、期间费用的下降也未能保持行业净利率的稳定



数据来源：WIND，东北证券

表 5、更多行业在成本上涨时通过涨价转移成本推升净利率

	餐饮旅游	轻工制造	食品加工	纺织	半导体	零售	啤酒	普通机械	白酒	家用电器	建筑材料
2000	6.32	11.48	7.5	8.31	13.05	3.76	8.37	7.85	17.2	2.43	11.84
2001	8.48	2.53	6.12	5.95	8.72	2.12	4.41	2.23	14.57	-0.13	5.98
2002	6.65	5.25	0.84	1.56	5.61	1.77	5.37	-0.32	8.44	2.63	5.68
2003	2.29	4.49	4.89	3.55	6.13	1.7	-4.52	3.53	6.54	2.64	7.89
2004	-0.85	5.85	4.16	1.79	4.81	1.53	3.51	4.17	10.17	-0.92	7.07
2005	4.82	4.66	1.53	0.87	-0.84	1.52	4.74	3.33	11.65	-1.74	3.25
2006	5.17	4.76	4.18	1.72	5.43	2.64	5.2	3.52	16.88	-0.5	5.06
2007	8.6	7.09	3.66	3.93	9.12	3.82	5.86	8.6	24.41	2.43	8.33
2008	8.13	4.52	2.82	0.96	-9.6	3.5	5.52	7.51	28.96	2.09	7.81
2009	10.01	6.05	4.06	3.31	5.15	3.81	7.18	9.02	31.85	4.20	10.28
2010	12.84	6.11	7.00	8.75	12.08	3.78	8.35	10.11	32.78	4.58	12.03

数据来源：WIND，东北证券

表 6、行业净利率的提高并非由期间费用下降所致

	餐饮旅游	轻工制造	食品加工	纺织	半导体	零售	啤酒	普通机械	白酒	家用电器	建筑材料
2000	32.13	13.04	12.03	9.13	12.24	12.97	21.44	13.73	18.9	16.14	21.33
2001	25.18	17.18	12.57	10.71	12.01	14.66	24.76	18.05	19.43	18.33	24.33
2002	27.34	16.25	13.98	12.6	10.1	14.84	23.84	20.16	22.82	16.12	20.48
2003	30.04	15.36	10.97	9.97	9.79	14.8	31.1	15.77	25.85	14.98	18.66
2004	33.04	13.44	8.56	10.34	11.2	15	23.86	14.29	24.47	17.42	17.16
2005	29.77	13.51	9.34	10.38	12.82	15.42	22.43	15.38	22.98	17.17	16.83
2006	24.51	12.9	9.8	9.51	10.49	14.14	21.49	14.49	21.2	15.28	15.19
2007	22.85	12.1	9	10.13	10.84	13.01	21.38	12.71	17.76	14.96	14.53
2008	26.23	12.8	9.16	10.71	13.67	13.8	22.44	13.74	19	15.88	14.81
2009	24.92	13.58	8.72	10.42	14.34	13.38	22.97	13.76	19.23	16.83	14.43
2010	41.37	13.94	15.89	10.69	13.17	13.67	23.54	13.93	19.16	15.51	12

数据来源：WIND，东北证券

三、成本增加导致食品价格上升压力加大

3.1、我国粮食自给率高受国际粮价直接影响较小

从国际农产品期货市场价格走势看，自 2010 年 6 月开始，国际农产品价格出现了一轮明显的上涨行情，国际粮价的上涨最初是受到俄罗斯国内旱情导致其停止出口引发，而澳大利亚遭受洪涝灾害，也进一步推升了国际粮价的上涨。此外，在国际油价大幅上涨的同时，以美国为首的发达国家加大生物制乙醇燃料进一步导致国际粮食供给端下降（据美国农业部预计，11 年美国乙醇燃料的玉米消耗占比将从 08 年的 30% 提升至 43%），多重因素共同推升国际粮食价格的上涨。

在此期间，国际农产品期货价格中，小麦最高涨幅达 97%、玉米最高涨幅达 106%，大豆最高涨幅为 56%。与此同时，国内粮食价格也出现了一定幅度的上涨，其中在现货市场中，小麦平均价涨幅为 8%、玉米平均价涨幅为 7%、大豆平均价涨幅为 15%。国内粮食市场价格涨幅显著低于国际市场价格涨幅，主要是由于我国粮食供给中玉米、小麦基本保持了自给自足，自给率较高，因此受国际粮价波动直接影响相对较小，而大豆进口依存度较高，涨幅也明显高于其他品种。

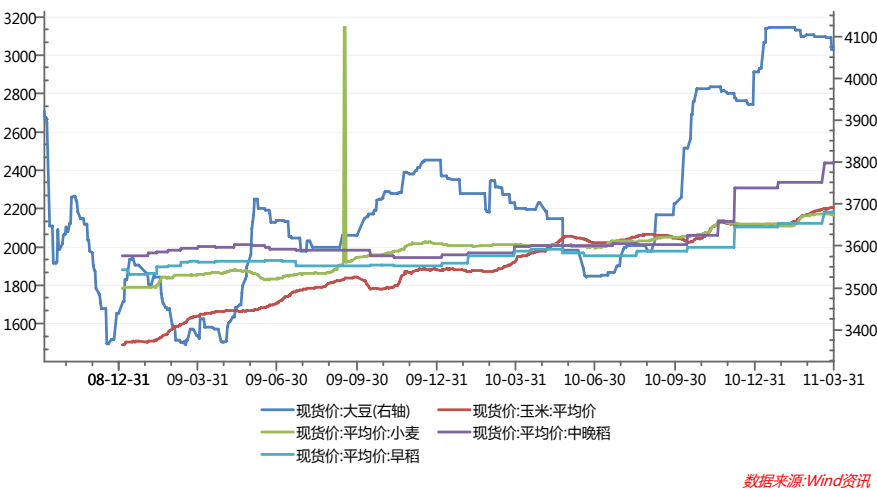
从国内玉米、小麦等主要粮食作物供需情况看，基本保持供需稳定，而且库存充足，能够保证国内的需求，因此，受国际市场的影响也相对较小，随着国家对于粮食安全的重视，未来我国仍将保持相对稳定的供需结构。

图 16、国际主要粮食期货价格大幅上涨



数据来源：WIND，东北证券

图 17、国内主要粮食品种价格涨幅较小



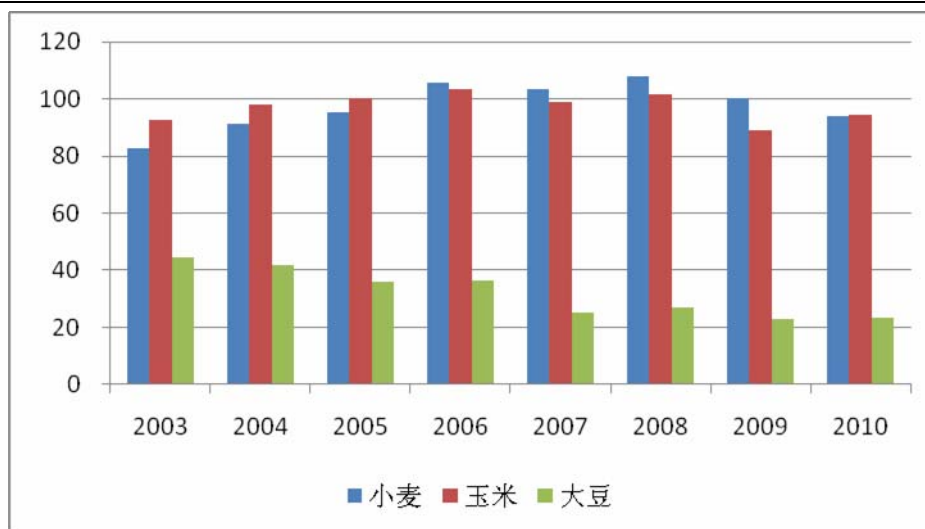
数据来源：WIND，东北证券

表 7、我国主要粮食品种产量、消费量以及净进口量（单位：千吨）

品种	玉米			小麦			大豆		
指标	产量	总消费量	净进口量	产量	总消费量	净进口量	产量	总消费量	净进口量
2010	153,290.0	162,318.0	5,330.0	100,300.0	106,730.0	1,470.0	15,600.0	66,510.0	50,850.0
2009	138,350.0	155,391.0	1,145.0	101,400.0	101,030.0	1,369.0	14,050.0	60,795.0	50,165.0
2008	154,100.0	151,869.0	-125.0	112,460.0	104,312.0	440.0	14,500.0	53,942.0	40,701.0
2007	152,300.0	154,354.0	-507.0	109,300.0	105,854.0	-1,538.0	12,725.0	50,317.0	37,368.0
2006	151,603.0	146,427.0	-5,254.0	108,470.0	102,868.0	-1,377.0	15,967.0	44,040.0	28,294.0

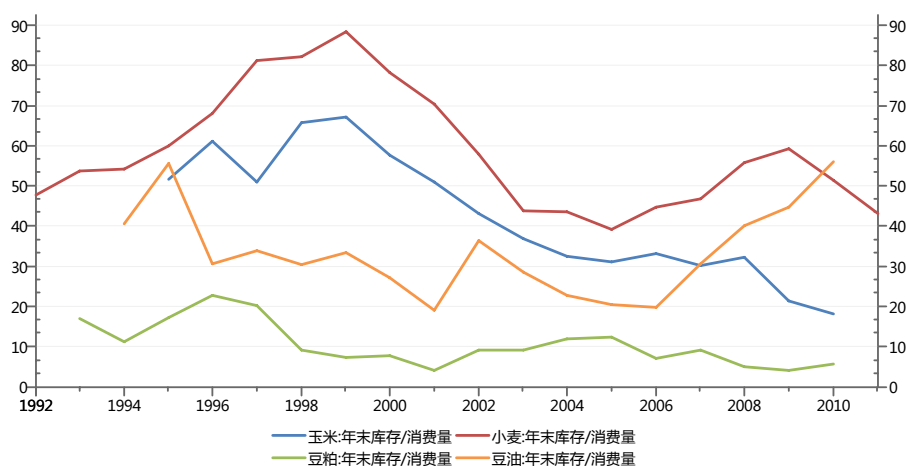
数据来源：WIND，东北证券

图 18、我国良粮食自给率出现略微下降



数据来源：WIND，东北证券

图 19、我国粮食库存消费量比出现下降



数据来源:Wind资讯

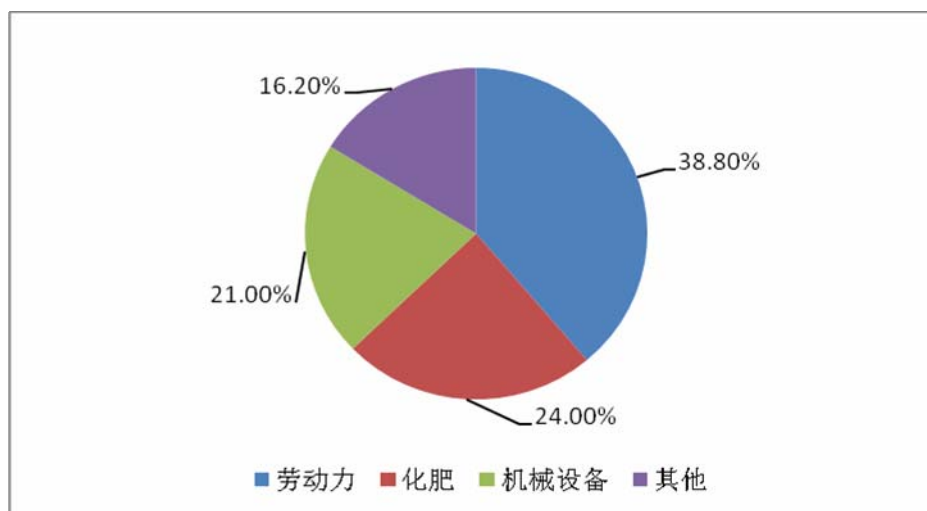
数据来源：WIND，东北证券

3.2、我国粮食生产成本推动压力较大

虽然我国国内粮食作物供需结构相对平衡，受国际市场价格波动影响较小，但粮食生产的成本推升压力仍然不可忽视，农产品价格上涨的内在因素或将长期存在。

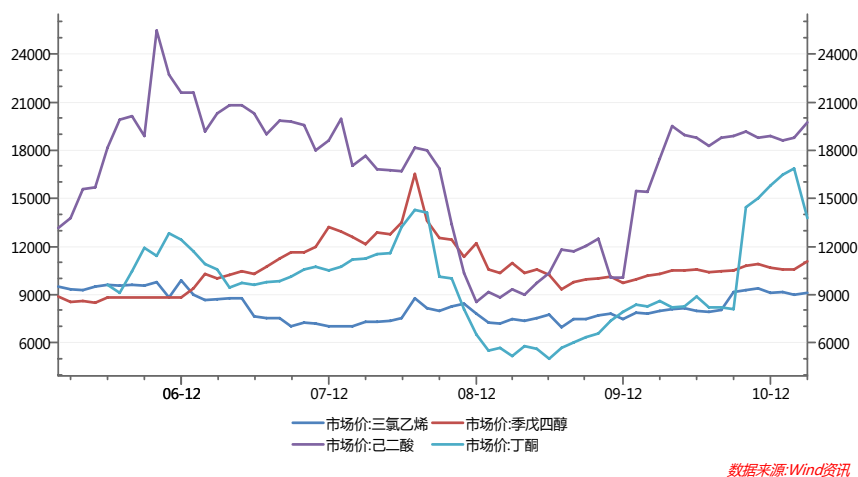
从粮食生产过程中成本占比分布看，主要表现为劳动力、化肥以及机械设备，从三个要素的价格变动趋势以及影响因素看，成本推动压力较为明显。

图 20、2009 年三种粮食成本占比



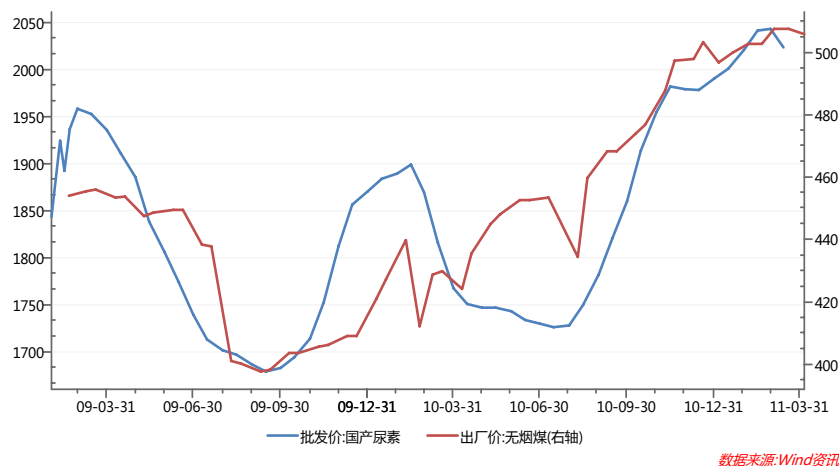
数据来源：WIND，东北证券

图 21、原油价格上涨推升部分农用化工产品价格



数据来源：WIND，东北证券

图 22、无烟煤价格上涨推升尿素价格上涨



数据来源：WIND，东北证券

从我国近年来粮食的平均成本收益情况看,呈现明显的上升态势,其中人工成本、土地成本上涨明显,从三种两市生产过程中的平均费用以及用工费用情况看,种子、化肥、农药以及机械作业费,上升较快,其中种子、机械费用持续增长,此外燃料动力费增速明显。由于我国粮食供应并未完全市场化,价格仍受政府管制,在种植成本上升过程中导致净利润增速较慢,而且成本利润率连续两年出现回落。在 08 年总成本提升 16.91%时,成本利润率下降 5.35%,而 09 年总成本涨幅回落至 6.75%,净利润提升了 3.2%,但成本利润率继续下降 1.1%。从粮食成本与出售价格的关系看,08 年与 09 年每 50 公斤主产品售价分别增长 5.99%与 9.31%,而同时期总成本上升幅度分别为 10.26%与 10.22%,价格上涨不能完全抵消成本的上升,从整体上看我国粮食种植业面临着严峻的盈利能力低下的困局,而价格因素也制约了农民整体收入水平的提高。

在全社会劳动力成本上升时,种植业较低的利润率导致更多的农民选择脱离粮食种植业,而实际上随着机械化设备的使用,每亩用工数量也出现持续性下降。在劳动力成本以及化肥、农用机械等成本提高的过程中,导致粮食种植业仍将面临较低的利润率,这并不利于国内粮食安全,因此,在成本推动压力下,我国粮食价格面临着较大的上涨压力。

表 8、近年来国内三种粮食平均成本收益情况

项 目	单位	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2008 年比 2007 年±%	2009 年比 2008 年±%
每亩								
主产品产量	公斤	393.10	403.90	410.80	436.60	423.50	6.28	-3.00
产值合计	元	547.60	599.86	666.24	748.81	792.76	12.39	5.87
主产品产值	元	529.48	581.46	647.60	729.49	773.45	12.65	6.03
副产品产值	元	18.12	18.40	18.64	19.32	19.31	3.65	-0.05
总成本	元	425.02	444.90	481.06	562.42	600.41	16.91	6.75
生产成本	元	363.00	376.65	399.42	462.80	485.79	15.87	4.97
物质与服务费用	元	211.63	224.75	239.87	287.78	297.40	19.97	3.34
人工成本	元	151.37	151.90	159.55	175.02	188.39	9.70	7.64
家庭用工折价	元	140.00	140.10	145.67	158.33	171.05	8.69	8.03
雇工费用	元	11.37	11.80	13.88	16.69	17.34	20.24	3.89
土地成本	元	62.02	68.25	81.64	99.62	114.62	22.02	15.06
流转地租金	元	5.80	6.64	7.91	10.09	11.31	27.56	12.09
自营地折租	元	56.22	61.61	73.73	89.53	103.31	21.43	15.39
净利润	元	122.58	154.96	185.18	186.39	192.35	0.65	3.20
现金成本	元	228.80	243.19	261.66	314.56	326.05	20.22	3.65
现金收益	元	318.80	356.67	404.58	434.25	466.71	7.33	7.47
成本利润率	%	28.84	34.83	38.49	33.14	32.04	-5.35	-1.10
每 50 公斤主产品								
平均出售价格	元	67.35	71.98	78.82	83.54	91.32	5.99	9.31
总成本	元	52.27	53.39	56.91	62.75	69.16	10.26	10.22
生产成本	元	44.65	45.20	47.25	51.63	55.96	9.27	8.39
净利润	元	15.08	18.59	21.91	20.79	22.16	-5.11	6.59
现金成本	元	28.14	29.18	30.96	35.09	37.56	13.34	7.04

现金收益	元	39.21	42.80	47.86	48.45	53.76	1.23	10.96
附：								
每亩用工数量	日	9.59	8.68	8.18	7.69	7.22	-5.99	-6.11
每亩主产品出售数量	公斤	186.20	213.20	225.30	253.40	252.13	12.47	-0.50
每亩主产品出售产值	元	241.44	299.60	348.46	414.40	450.91	18.92	8.81
商品率	%	55.90	64.50	67.50	70.80	74.27		
每亩补贴收入	元			24.93	49.19		97.31	
每亩成本外支出	元	2.76	1.87	1.42	1.30	1.09	-8.45	-16.15

数据来源：《2010 年全国农产品成本收益资料汇编》，东北证券

表 9、三种粮食平均费用和用工情况

项 目	单位	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2008 年 比 2007 年±%	2009 年 比 2008 年±%
一、每亩物质与服务费用	元	211.63	224.75	239.87	287.78	297.40	19.97	3.34
（一）直接费用	元	203.62	218.54	233.93	281.71	290.35	20.42	3.07
1、种子费	元	24.90	26.29	27.57	30.58	33.58	10.92	9.81
2、化肥费	元	84.31	86.81	90.80	118.49	117.55	30.50	-0.79
3、农家肥费	元	9.03	8.89	7.63	8.60	8.54	12.71	-0.70
4、农药费	元	14.38	16.15	18.17	20.61	20.66	13.43	0.24
5、农膜费	元	2.01	2.10	2.17	2.37	2.05	9.22	-13.50
6、租赁作业费	元	63.26	73.28	82.98	96.20	102.20	15.93	6.24
机械作业费	元	37.73	46.73	54.44	68.97	72.60	26.69	5.26
排灌费	元	15.27	16.79	18.48	16.28	19.45	-11.90	19.47
其中：水费	元	6.57	6.86	7.04	6.08	6.69	-13.64	10.03
畜力费	元	10.26	9.76	10.06	10.95	10.15	8.85	-7.31
7、燃料动力费	元	0.42	0.33	0.16	0.23	1.12	43.75	386.96
8、技术服务费	元	0.09	0.07	0.05	0.02	0.02	-60.00	
9、工具材料费	元	2.60	2.71	2.74	3.09	3.26	12.77	5.50
10、修理维护费	元	1.63	1.49	1.42	1.51	1.36	6.34	-9.93
11、其他直接费用	元	0.99	0.42	0.24	0.01	0.01	-95.83	
（二）间接费用	元	8.01	6.21	5.94	6.07	7.05	2.19	16.14
1、固定资产折旧	元	4.49	4.11	3.79	3.97	4.19	4.75	5.54
2、税金	元	0.74						
3、保险费	元	0.24	0.14	0.28	0.39	1.35	39.29	246.15
4、管理费	元	0.76	0.34	0.36	0.38	0.36	5.56	-5.26
5、财务费	元	0.37	0.24	0.20	0.16	0.15	-20.00	-6.25
6、销售费	元	1.41	1.38	1.31	1.17	1.00	-10.69	-14.53
二、每亩人工成本	元	151.37	151.90	159.55	175.02	188.39	9.70	7.64
1、家庭用工折价	元	140.00	140.10	145.67	158.33	171.05	8.69	8.03
家庭用工天数	日	9.15	8.29	7.79	7.33	6.90	-5.91	-5.87
劳动日工价	元	15.30	16.90	18.70	21.60	24.80	15.51	14.81
2、雇工费用	元	11.37	11.80	13.88	16.69	17.34	20.24	3.89
雇工天数	日	0.44	0.39	0.39	0.36	0.32	-7.69	-11.11
雇工工价	元	25.84	30.26	35.59	46.36	53.69	30.26	15.81

三、附记								
1、每亩种子用量	公斤	6.47	6.46	6.48	6.48	6.60	0	1.85
2、每亩化肥用量	公斤	20.29	20.96	21.67	21.28	21.74	-1.80	2.16
3、每亩农膜用量	公斤	0.18	0.18	0.17	0.17	0.16	0	-5.88

数据来源：《2010 年全国农产品成本收益资料汇编》，东北证券

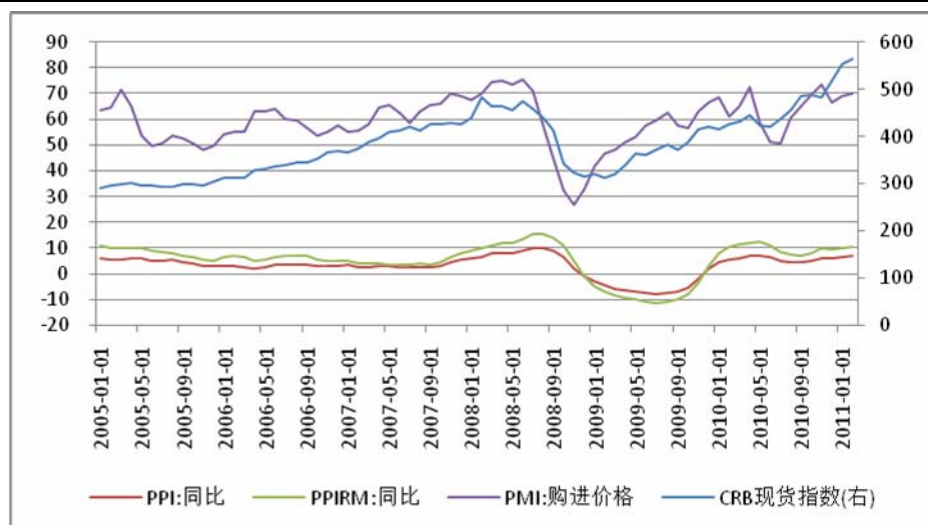
四、 弱势美元环境下输入性通胀压力仍将长期存在

4.1、CRB 指数对国内工业生产价格指数的因果关系检验

从国际市场角度看，CRB 指数综合反映了国际市场大宗商品价格波动趋势，而随着我国快速的融入世界经济，国际大宗商品价格走势已经直接关系影响到国内商品尤其是原材料进口价格走势，并通过企业生产程序后传导至国内商品价格，进而影响到国内物价走势。因此可以从国际大宗商品价格对国内 PPI、PPIRM、PMI 购进价格指数三者之间关系进行统计学分析。

首先，我们分别选取了 CRB 现货价格指数、工业品出厂价格指数（PPI）、工业生产者购进价格指数（PPIRM）、中国制造业采购经理指数中购进价格指数（PMI）作为检验对象。选取时间为 2005 年 1 月至 2011 年 2 月的月度数据。

图 23、CRB 指数与 PMI 走势



数据来源：WIND，东北证券

其次，计算各指数的同比增速，并对上述变量采取相对变化速率进行分析，即同比增速的一阶差分，得到变量分别表示为 ΔCRB 、 ΔPPI 、 ΔPMI 、 $\Delta PPIRM$ 。

第三，对各数据进行稳定性检验，ADF 单位根检验结果显示各数列为平稳数列，通过协整检验。

最后，分别对 ΔCRB 与 ΔPPI 、 ΔCRB 与 ΔPMI 、 ΔCRB 与 $\Delta PPIRM$ 三组数列进行格兰杰因果关系检验，检验结果如表 5 所示。

表 10、格兰杰因果检验结果

	零假设 \ 滞后期	1	2	3	4	5
检验一	Δ PPI 不是 Δ CRB 变动的格兰杰原因	0.7524	0.8587	0.9189	0.0992	0.1362
	Δ CRB 不是 Δ PPI 变动的格兰杰原因	1.6E-11***	3.4E-10***	2.9E-09***	5.9E-09***	5.0E-08***
检验二	Δ PMI 不是 Δ CRB 变动的格兰杰原因	0.9743	0.6613	0.4268	0.7857	0.4288
	Δ CRB 不是 Δ PMI 变动的格兰杰原因	0.0056***	0.0146**	0.0109**	0.0069***	0.0189**
检验三	Δ PPIRM 不是 Δ CRB 变动的格兰杰原因	0.7251	0.9131	0.2078	0.0805	0.0830
	Δ CRB 不是 Δ PPIRM 变动的格兰杰原因	4.3E-11***	2.3E-10***	3.8E-09***	5.0E-08***	6.8E-08***

数据来源：东北证券(注:***表示概率小于 1%，**表示概率小于 5%；EViews5.0 计算)

检验结果表明，在各滞后期中， Δ CRB 变动对 Δ PPI、 Δ PMI 以及 Δ PPIRM 的传导关系均通过因果检验，期传导关系明显，而且在滞后 1-5 期的传导关系均为显著。

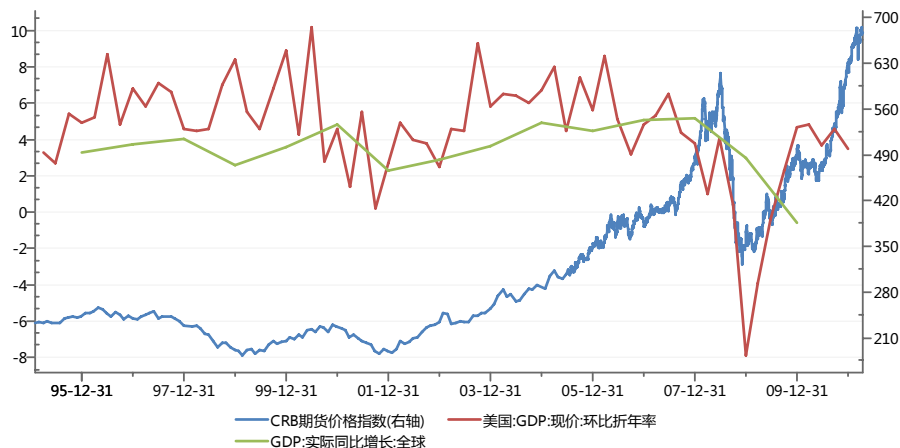
由此可见，在国际大宗商品价格波动的同时，将直接影响到我国工业生产过程中原材料的价格，为国内物价上涨产生长期潜在影响，而 CRB 指数对国内物价指数的传导关系，也反映了中国经济对资源等上游原材料的依赖度较高。实际上，在构成 CRB 指数的 19 种商品中，14 种是中国净进口商品，净进口商品权重占 CRB 全部商品权重在 80%左右，此外，由于我国存在大量加工贸易，即进口部分原材料加工后出口，也导致部分商品处于间接净进口状态。因此，由于对于国际资源的依赖程度较高导致了我国输入性通胀压力持续增大。

4.2、弱势美元推升国际大宗商品价格

从 CRB 影响因素看，基于需求与供给理论，大宗商品价格的波动应该与经济的波动向吻合，而从实际走势看，虽然 CRB 指数与全球经济增长呈现出一定的相关关系，整体上符合经济波动的节奏，但 CRB 指数的波动幅度远远超过经济的波动幅度，尤其是自 04 年以来呈现出明显的快速上涨态势，当然 CRB 指数的波动也受到全球政治局势的波动。

此外，由于目前大部分大宗商品价格仍以美元标价，在弱势美元作用下，进一步推升国际大宗商品价格的上涨。历史数据也充分显示了美元指数与 CRB 指数之间呈现明显的负相关关系，CRB 指数受美元指数走势的影响更为明显。而由于美元指数持续走低也推升近期国际大宗商品价格的快速上涨，虽然近期国际大宗商品价格出现大幅下挫，美元指数也出现小幅反弹，但是弱势美元对于缓解美国债务压力、稳定美国经济增长等方面具有积极作用。因此，在美国量化宽松时代，美元短期难以快速走强，这将有利于维持国际大宗商品价格的高位，同时也不利于国内输入性通胀压力的缓解。

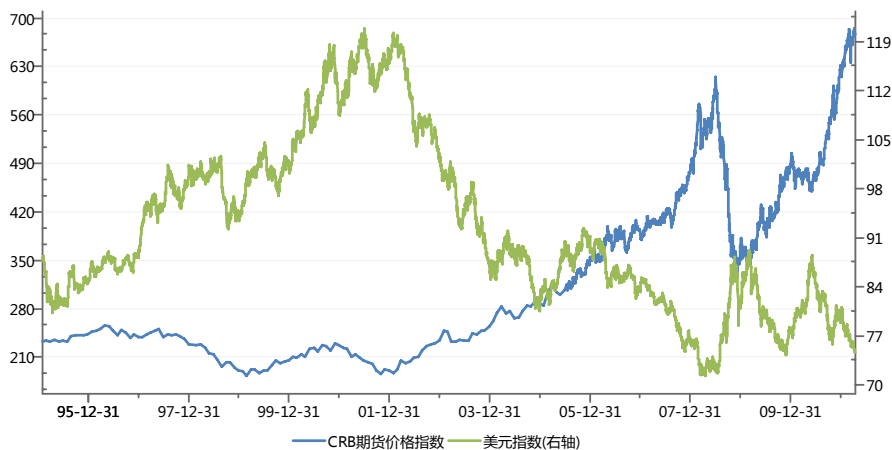
图 24、CRB 指数与美国以及全球经济增长关系显著性较差



数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 25、CRB 指数与美元指数走势显著负相关



数据来源: Wind 资讯

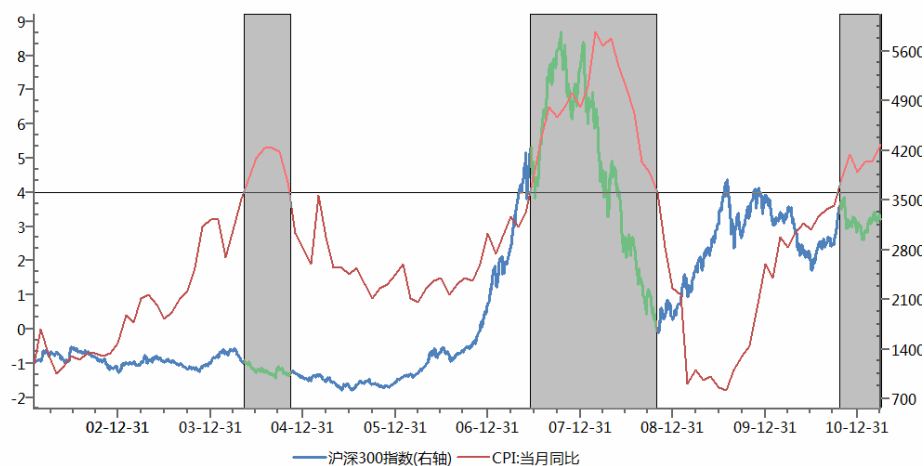
数据来源: WIND, 东北证券

五、 物价与 A 股市场走势的关系

5.1、物价与 A 股市场走势呈现同步性而非负相关

从近年来物价走势与沪深 300 指数走势关系看，二者之间呈现一定程度的同步走势，从证券市场对于物价的反应看，物价的上涨并没有完全阻止股指的上涨。但二者之间的关系仍存在一定的滞后关系，如 04 年 4 月初股指先于 CPI 见顶后回落，随后 CPI 也由 7 月份的高点 5.3% 逐步回落；05 年 7 月股指先于 CPI 见底后上涨，而 CPI 同样震荡筑底后反弹，并出现一轮牛市行情；同样在 07 年与 08 年，股指均是先于 CPI 达到顶部或底部。由此可见，股指的运行并未因为 CPI 的上行或预期 CPI 持续上涨而出现相反走势，二者之间更多的表现为股指的运行领先于 CPI 走势。

图 26、沪深 300 与 CPI 指数走势



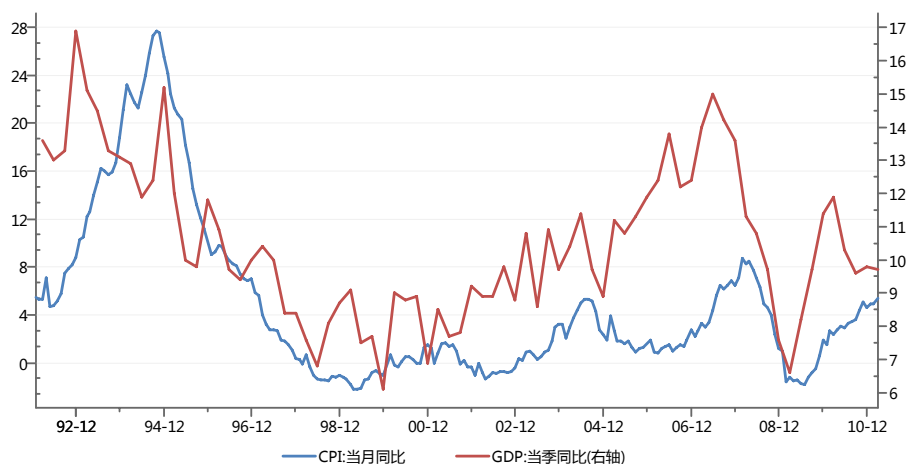
数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

5.2、温和通胀推动经济增长企业利润提升

物价与证券市场走势之间的同步性，主要是由于温和通胀有助于推动经济增长，根据宏观经济理论，政府可以通过增加财政赤字、增加货币发行量，扩大社会需求，进而带动整个社会的产出增加，但是这种政策效果的前提条件是经济长期处于有效需求不足、生产要素尚未充分有效利用、劳动者没有充分就业、实际经济增长率低于潜在经济增长率。从我国经济历史走势看，物价保持在合理的增长水平上是有利于经济增长的。

图 27、温和通胀有利于经济增长



数据来源:Wind资讯

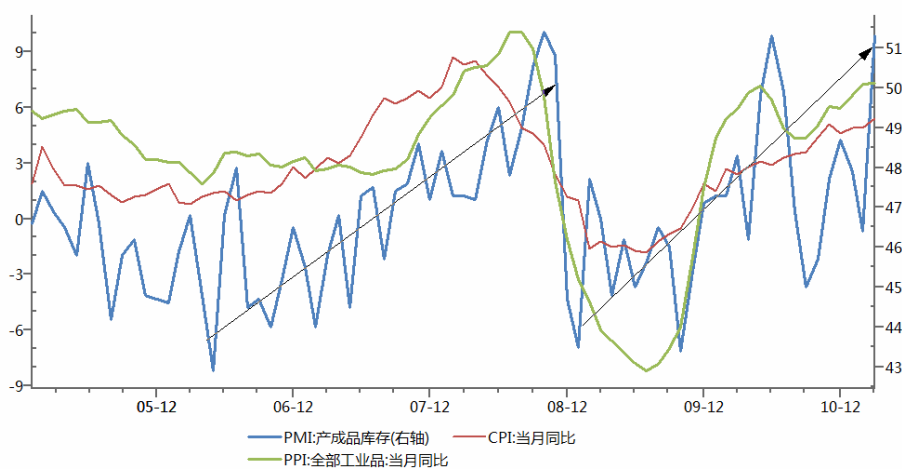
数据来源: WIND, 东北证券

5.3、通胀末期企业利润增速下滑、股指承压

数据表明，消费者物价指数与工业生产者出厂价格指数之间存在同步性，而在物价上涨过程中企业产成品库存也是处于增加的过程。这表明在物价上涨过程中，由于存在原材料价格上涨预期以及产品出厂价格提升预期，导致企业越是价格上涨就越是希望扩大生产，增加库存，以获得更多的利润，即表现为产成品库存与工业品出厂价格的同步提升。

因此，在物价上涨周期内，企业的整体利润不减反增，部分行业通过提高产品价格不仅可以全部转移成本增加压力，并可以获取更高的利润率。

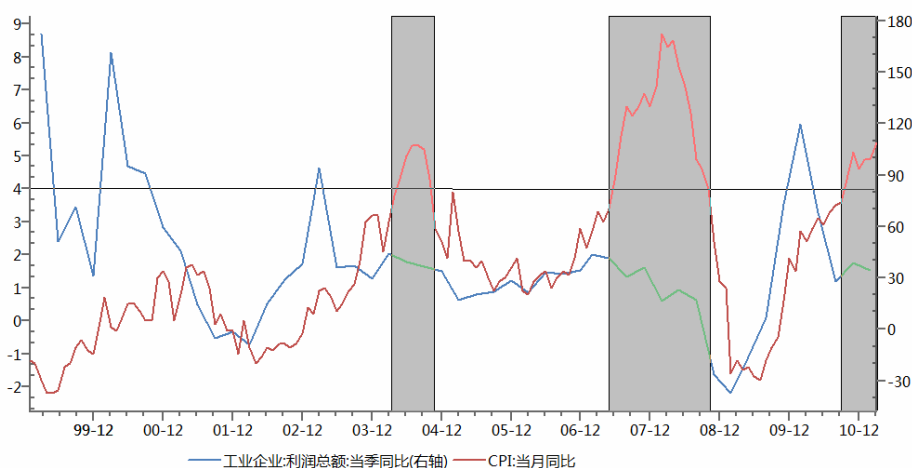
图 28、物价上涨过程中企业生产扩大、库存增加



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

图 29、物价大幅上涨下企业利润下降



数据来源:Wind资讯

数据来源: WIND, 东北证券

从历史数据看，在物价上涨的过程中工业企业利润也呈现出一定程度上的同步波动态势，但是值得注意的是，当物价指数高于 4%时，工业企业利润总额季度同比出现明显的回落或停止上涨，由此可见，过高的物价水平并不利于企业利润的持续提升，并拖累股指的上涨空间，如 07 年 6 月至 08 年 3 月物价高企，

企业利润同比下降，股指大幅下挫；以及 04 年 4 月至 04 年 9 月，物价突破 4% 后，工业企业利润回落，股指下跌。目前，市场同样面临着物价高企，而工业企业利润回落的局面，或将拖累股指运行。

六、 结论

6.1、物价上涨压力长期存在、输入性通胀及美元走势影响不确定性较大

1、物价上涨的货币基础持续削弱

根据物价指数与货币供应量增速之间的滞后期检验结果，货币供应增速对 CPI 产生显著影响的时滞 12 个月左右，与目前所对应的 2010 年 1 季度货币供应增速已出现持续回落，因此，央行在持续紧缩性货币政策以及信贷控制作用下，推升物价上涨的货币因素已出现显著弱化。

2、劳动力成本上升将是长期趋势

从我国人口变迁发展过程看，自改革开放以来我国总抚养比呈现明显的下降趋势，根据联合国预测数据，我国总抚养比将在 2010 年至 2015 年间达到底部，而后上升。这也就意味着我国人口红利目前已经处于末期，未来我国将逐步面临劳动力人口增速下降，老龄化凸显等问题。

我国人口特征与韩国以及日本刘易斯拐点与人口红利消失之间曾出现的 20 年左右时间间隔不同，由于我国工业化进程以及经济发展速度较快，导致对劳动力需求旺盛，劳动力工资上涨以及人口红利消失二者的间隔时间较短，甚至可能出现叠加效应，导致工资水平的快速上涨。

此外，从政策角度看，在“十二五”期间，随着劳动分配制度改革的深化，我国劳动力成本也将呈现明显的上升态势，因此我国将长期面临劳动力成本上升压力。

3、成本增加与产品提价相互作用推升物价

在物价上涨的过程中，原材料价格的上涨无疑增加了企业的生产成本，先行指标以及同步指标均反映出企业生产过程中所承受的成本上升压力。在成本提高的过程中我们看到部分行业净利率出现回落，而从行业整体的管理能力看，期间三大费用率整体上并未出现大幅上涨，反而部分行业出现下降，说明这种管理效率的提升并未抵消成本上升压力，表明相关行业成本转嫁能力相对较弱。

但同时我们也看到，更多的行业并未因成本因素的上升而出现营收能力快速下降，反而出现净利率提升的局面。这主要是由于企业通过提价手段转移成本上升压力，并且价格提升幅度高于成本上涨幅度，导致企业净利率的上升，从行业期间费用变化看，三大费用占比并未出现显著下降，部分行业甚至出现上升，也证明了企业净利率的提升并非是由于管理效率提高所致。

由此可见，成本上升因素成为企业提价的重要源头，也导致了物价的上涨，物价与成本之间呈现出一定的螺旋式相互作用效用，最终表现为产品价格的提升。

4、弱势美元环境下输入性通胀压力仍将长期存在

根据格兰杰因果关系检验结果，在国际大宗商品价格波动的同时，将直接影响到我国工业生产过程中原材料价格的波动，而 CRB 指数的持续上涨对国内物价上涨产生长期潜在影响，CRB 指数对国内物价指数的传导关系，也反映了中国经济对资源等上游原材料的依赖度较高。因此，由于对于国际资源的依赖程度较高导致了我国输入性通胀压力持续增大，并且这种输入性通胀压力调控难度较大。

国际大宗商品价格与美元指数走势相关性较高，历史数据显示美元指数与 CRB 指数之间呈现明显的负

相关关系。由于美元指数持续走低也推升近期国际大宗商品价格的快速上涨，而弱势美元对于缓解美国债务压力、稳定美国经济增长等方面具有积极作用，因此，在美国量化宽松时代，美元短期难以快速走强，这将有利于维持国际大宗商品价格的高位，同时也不利于国内输入性通胀压力的缓解。

5、生产成本提高导致粮食价格面临长期上涨压力

虽然我国粮食整体上基本保持了供需平衡，但近年来也出现了些许微妙变化，小麦自 08 年开始出现净进口、玉米 09 年出现净进口，大豆长期依赖进口，自给率不足 30%，虽然我国对玉米、小麦的净进口绝对量并不多，占比也较低，但未来我国粮食生产仍面临一定压力。

由于我国粮食价格的非市场化因素，导致粮食生产利润率较低，农民种粮积极性不高，近年来原材料生产成本提升导致利润率连续下降，在劳动力成本以及化肥、农用机械等成本提高的过程中，导致粮食种植业仍将面临较低的利润率，这并不利于国内粮食安全，因此，在成本推动压力下，我国粮食价格仍面临着较大的上涨压力。

从我国物价核心影响因素看，国内物价上涨的货币基础已经得以削弱，但是在弱势美元格局下，国际大宗商品价格的上涨所导致的输入性通胀压力依然较大，并且这种输入性通胀的政策调控难度较大，而从长期看，在全球石化能源逐步减少的背景下，国际大宗商品价格或将长期维持高位，并导致我国工业、农业生产资料价格的高位，同时在劳动力成本上升压力下，工业品以及农产品价格上涨动能仍将长期存在。

6.2、物价高企、企业利润增速下降，不利股指走强

物价上涨导致企业产品提价动能增强，扩大生产、库存增加，导致企业短期利润率上升，并推动股指上涨。但是，历史表明当物价处于高位运行甚至回落阶段时，或者是在通胀末期，去库存压力增大，产能利用率回落，企业利润下降，拖累股指运行。目前，国内市场正面临着物价高企，而工业企业利润回落的局面，这种组合不利于股指持续走强。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益±5%之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。