

2011 年物价分析预测报告

民生精品---宏观深度研究报告

2011 年 2 月 24 日

报告摘要:

- 四层过滤模型表明,劳动力成本上升15%对我国CPI影响中值约1.94%,劳动力成本上升对物价的影响被夸大。
- 四层过滤模型表明,输入原材料价格上涨15%对CPI影响约0.3%,输入性原材料价格上涨对物价影响被夸大。
- 四层吸收模型表明,本轮货币高投放对物价的影响较大,但影响高峰出现在2010年,对物价的压力2011年小于2010年。
- 我国本轮物价上涨的主要原因仍是局部性的短期食品价格上涨。食品价格具有典型的周期性和阶段性特点,随着春天食品价格回落,通胀压力减弱。
- 除劳动力价格上涨是影响物价上涨的长期因素外,其余因素都是周期性因素或预期因素,其中短期可能发生变化的是:一是春季蔬菜价格回落,二是货币调控见效,货币因素影响趋缓,三是汽车、房地产等支柱产业的供需发生变化。
- 预测上半年上涨4.77%,下半年3.12%,全年3.94%。“民生核心CPI”上半年1.5%,下半年1.2%。
- 调控通胀的关键,一是管理通胀预期,二是保持食品价格稳定,三是管理好货币。

民生证券研究所

滕泰 首席经济学家
 执业证号: S0100210050003
 电话: (8610)85127628
 邮箱: tengtai@mszq.com

郝大明 宏观分析师
 执业证号: S0100511010011
 电话: (8610)85127658
 邮箱: haodaming@mszq.com

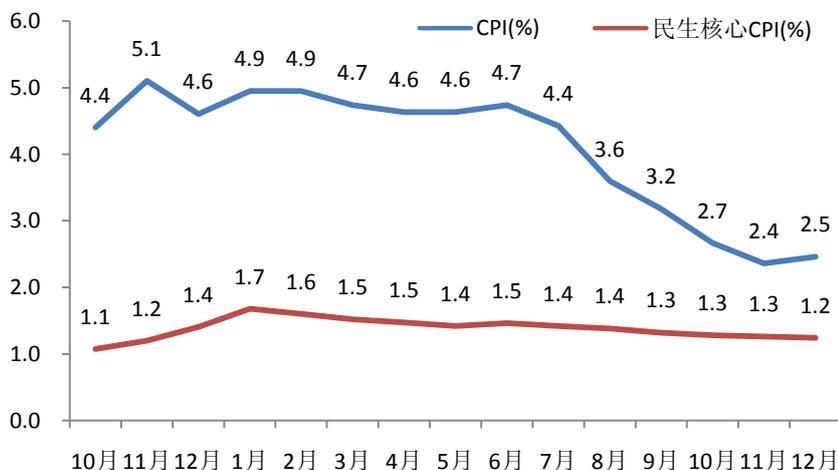
张琢 策略分析师
 执业证号: S0100511010002
 电话: (8610)8512 7665
 邮箱: zhangzhuo@mszq.com

联系人: 张磊
 电话: (8610)85127662
 邮箱: zhanglei_yj@mszq.com

联系人: 钟正生
 电话: (8610)85127656
 邮箱: zhongzhengsheng@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

图: 2011 年 CPI 和“民生核心 CPI”预测



资料来源: 民生证券研究所

相关研究

1. 《四层过滤模型: 劳动力成本上升对物价影响有限》2011.2
2. 《四层过滤模型: 输入原材料价格上涨对物价影响有限》2011.2
3. 《四层吸收模型: 2011 年货币因素对物价影响小于 2010 年》2011.2

目 录

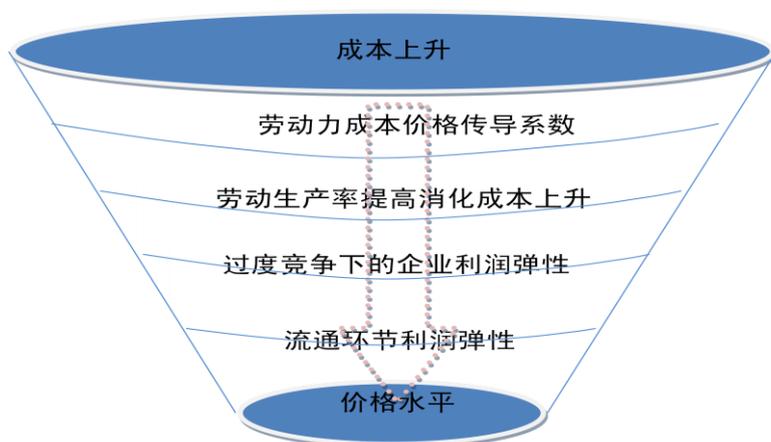
一、劳动力成本上升对物价影响被夸大，实际影响中值约 1.94%.....	3
二、输入原材料价格上涨对物价影响被夸大，影响仅 0.3%.....	4
三、货币对物价的影响 2011 年小于 2010 年.....	5
四、本轮通胀的主因：短期、局部的食品通胀.....	7
(一) 局部性：CPI 上涨主要是食品价格上涨.....	7
(二) 短期性：蔬菜周期 vs 猪肉周期.....	7
五、CPI 与核心 CPI 预测.....	9
(一) 春节后食品价格上涨压力减弱.....	9
(二) “民生核心 CPI” 上半年 1.5%，下半年 1.2%.....	12
(三) 货币因素影响将逐步减弱.....	13
(四) 2011 年 CPI 上半年上涨 4.77%，下半年 3.12%.....	13
六、调控通胀的关键，管理好食品价格和货币投放总量.....	14
(一) 稳定通胀预期.....	14
(二) 管理好食品价格.....	14
(三) 管理好货币投放总量.....	15
插图目录.....	16
表格目录.....	16

去年下半年以来我国物价上涨成因复杂，但总的来看主要是短期食品价格上涨。引发通胀预期的劳动力成本上升和输入性原材料价格上涨等长期因素影响被显著夸大。食品价格上涨具有周期性和阶段性特点，春节后食品价格上涨压力将减弱；“民生核心CPI”将随着汽车、房地产等行业的供求变化而回落；货币对物价的影响2011年将小于2010年。预测2011年上半年CPI上涨4.77%，下半年明显回落，在3.12%左右，全年3.94%左右。

一、劳动力成本上升对物价影响被夸大，实际影响中值约1.94%

劳动力成本上升是通胀预期产生的一个重要原因。但劳动力成本上升经过劳动力成本比重变化、劳动生产率变化、供给者市场竞争和流通环节利润弹性变化四层过滤，才传导到最终价格。名义工资上升并不必然导致产品价格上涨。

图 1: 劳动力成本与物价的四层过滤模型



资料来源：民生证券研究所

从劳动力成本比重看，在其他条件不变的情况下，劳动力成本上升15%，CPI约上涨2.98%；以农业总产值增长速度保守预计，劳动生产率提高可消化劳动力成本上升对物价影响的1/3，即劳动力成本上升对物价影响降低至2.0%。

在过度竞争，供给者保市场份额而不涨价、利润率被挤压而下降15%的情况下，劳动力成本上升15%对物价影响可进一步下降到1.78%。

在流通环节过度竞争，批发商和零售商为保市场份额不涨价的情况下，利润率被挤压，物流成本下降15%的情况下，劳动力成本上升15%对物价的影响可进一步降低至0.89%。

表 1: 四层过滤模型中劳动力成本上升与物价的关系

成本构成	人工成本涨幅		
	10%	15%	20%
一层过滤：劳动力成本比重	1.99	2.98	3.96
二层过滤：劳动生产率提高	1.33	1.99	2.64
三层过滤：供给者利润弹性	1.19	1.78	2.37
四层过滤：流通环节利润弹性	0.59	0.89	1.18

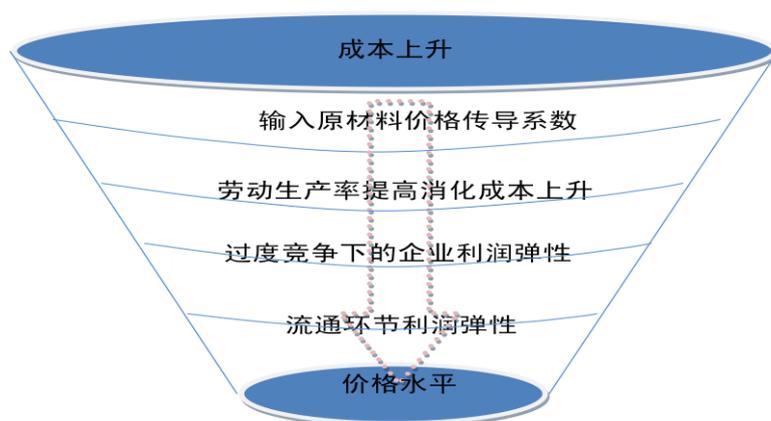
资料来源：民生证券研究所

正常情况下，如果每年劳动力成本上升15%，CPI上涨中值约1.94%。如果劳动力成本上升15%而CPI涨幅高于1.94%，则CPI变化可能是由货币、需求、其他成本推动或预期等因素造成的。

二、输入原材料价格上涨对物价影响被夸大，影响仅 0.3%

进口原材料价格上涨对我国物价的影响同样需要经过进口原材料成本价格传导系数、劳动生产率提升、竞争格局下的企业利润弹性及流通环节利润弹性四层过滤。

图 2: 输入原材料价格上涨对国内 CPI 影响的四层过滤模型



资料来源：民生证券研究所

我国对外依存度最高的是铜矿石，2010年大约81.5%，其次是大豆，约75%，石油约54%，再次是棉花，约50%，铁矿石约42%，纸浆37.5%。

表 2: 铜矿石进口成本上升对 CPI 影响有限

进口铜矿石价格上涨幅度	10%	15%	20%	30%	50%
铜矿石成本占铜成本比重	85%	85%	85%	85%	85%
铜矿石进口依存度	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%
铜材成本上涨幅度	6.93%	10.39%	13.86%	20.78%	34.64%
空调成本上涨幅度	1.38%	2.07%	2.77%	4.16%	6.93%

资料来源：民生证券研究所

进口原油价格上涨 15% 时，约拉动 CPI 上涨 0.07%。

表 3: 进口原油价格上涨对物价影响有限

进口原油价格上涨幅度	10%	15%	20%	30%	50%
吨成品油原油成本占比	71.45%	71.45%	71.45%	71.45%	71.45%
原油进口依存度	54.41%	54.41%	54.41%	54.41%	54.41%
成品油成本上涨幅度	3.89%	5.83%	7.78%	11.66%	19.44%
交通通讯及服务占 CPI 比重	11.53%	11.53%	11.53%	11.53%	11.53%
车用燃料及配件子项占比	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%	10.81%
进口原油价格上涨对 CPI 影响程度	0.05%	0.07%	0.1%	0.15%	0.24%

资料来源：民生证券研究所

进口大豆成本上涨 15% 时，会拉动 CPI 上升 0.23 个百分点。

表 4: 大豆进口价格上涨 15% 拉动 CPI 上涨 0.23%

进口大豆价格上涨幅度	10%	15%	20%	30%	50%
大豆成本占豆油成本比重	46.2%	46.2%	46.2%	46.2%	46.2%
大豆进口依存度	72.56%	72.56%	72.56%	72.56%	72.56%
豆油成本上涨幅度	3.35%	5.03%	6.7%	10.06%	16.76%
油脂消费占城镇人均消费支出比重	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%
豆油消费占油脂消费比重	40%	40%	40%	40%	40%
对 CPI 影响	0.15%	0.23%	0.3%	0.46%	0.77%

资料来源: 民生证券研究所

比较静态测算表明, 对于产业链较长行业, 有足够的成本消化空间, 劳动生产率提高 5%, 基本上可以消化铜矿石、棉花、铁矿石和纸浆价格上涨 30% 对我国物价的影响, 但石油和大豆对外依存度高, 成本比重高, 产业链短, 直接影响最终消费, 因而对物价具有一定的影响。

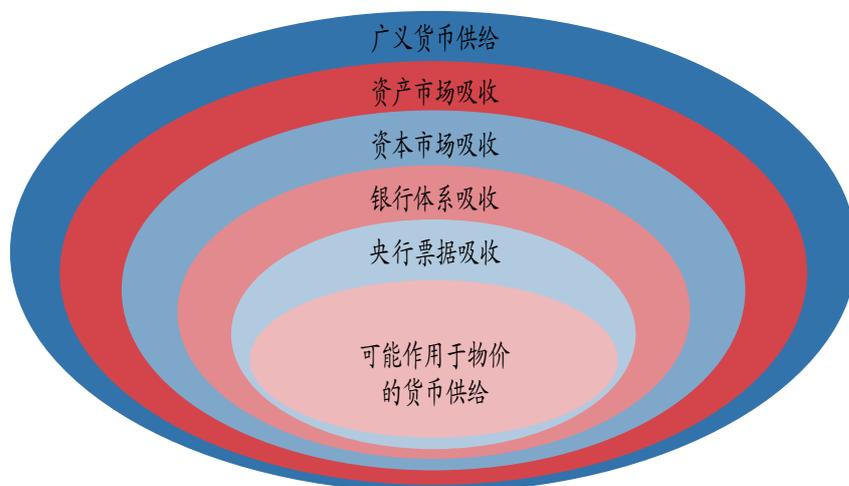
因此, 静态计算结果表明, 进口原材料价格上涨 15%, 对 CPI 的影响仅 0.3% 左右。如果考虑再考虑榨油企业劳动生产率提高对进口成本上升的消化, 豆油、菜籽油和花生油之间的替代关系和企业竞争关系, 挤压利润消化一部分成本上涨压力, 以及成品油企业为保市场份额不涨价和降低流通成本, 进口原材料价格上涨 15%, 对 CPI 的影响将低于 0.3%。

三、货币对物价的影响 2011 年小于 2010 年

早在 1993 年, 著名经济学家麦金农就将中国货币供应量增长大大超过经济增长率, 但却能够在保持金融高速增长的同时成功控制通货膨胀的现象称为“中国超额货币之谜”。

四层吸收模型可以解释从货币投放到最终物价上涨的过程。第一层吸收指房地产、收藏品、艺术品等资产市场对货币的需求, 第二层吸收指股票市场、期货市场、金融衍生产品等资本市场对货币的吸收, 第三层吸收指以存贷差形式被银行体系吸收的货币, 第四层吸收指央票和存款准备金对货币的吸收。

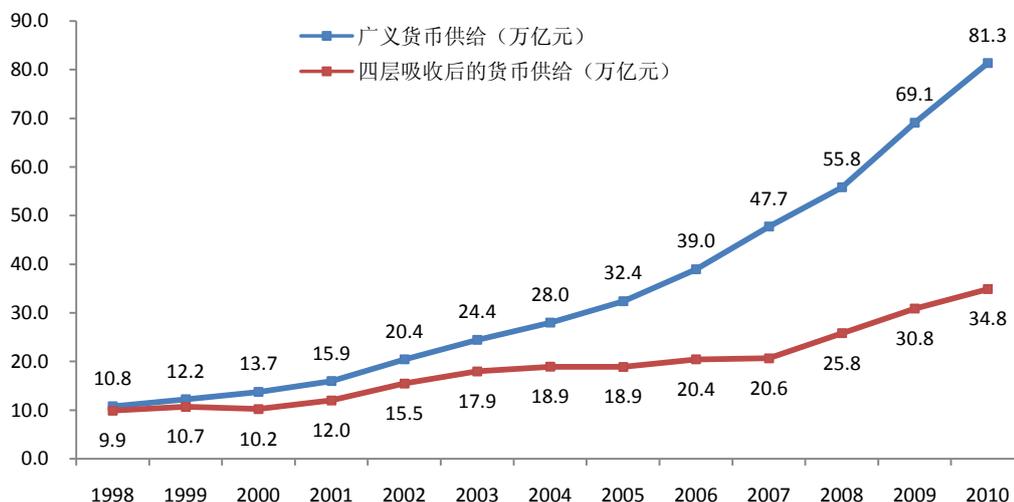
图 3: 从货币投放到物价上涨的四层吸收模型



资料来源: 民生证券研究所

2010年底广义货币供给为81.3万亿元，四层吸收后，流入实体经济对物价起作用的货币为34.8万亿元，仅为吸收前的43%。

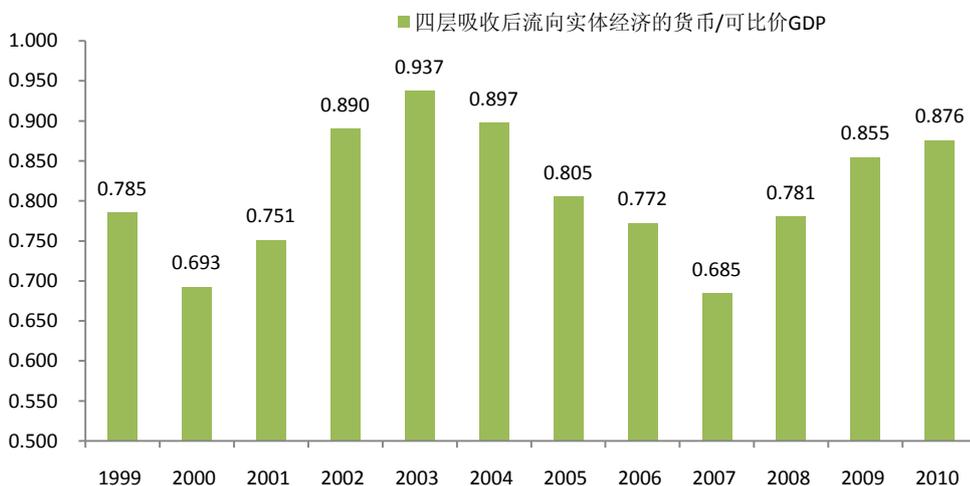
图 4: 四层吸收后的货币供应量大幅减少



资料来源: Wind, 民生证券研究所

我国四层吸收后的2003年单位GDP货币量为0.937元，2007年低至0.685元，之后三年连续上升，2010年达到0.876元。

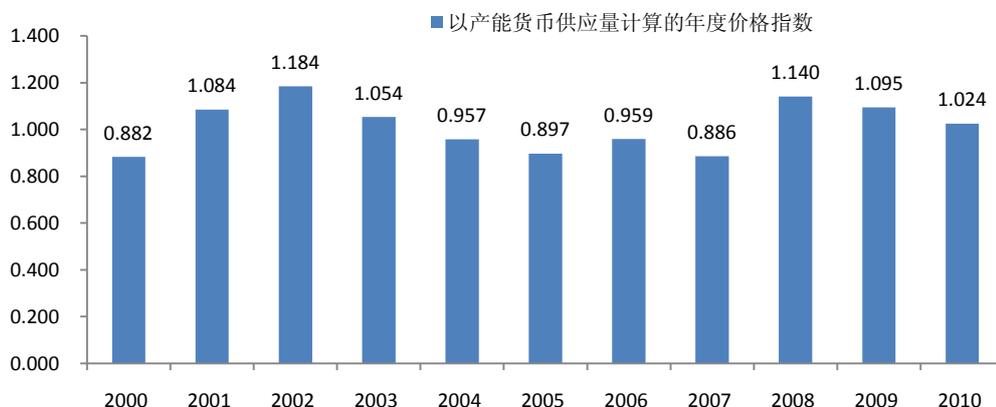
图 5: 四层吸收后的单位 GDP 货币量的变化



资料来源: Wind, 民生证券研究所

以单位 GDP 货币量计算的年度价格指数，2010 年为 102.4%，明显低于 2009 年。

图 6: 以单位 GDP 货币量指数计算的年度物价水平



资料来源: Wind, 民生证券研究所

从滞后两期的单位GDP货币量对物价的影响来看, 2010年度货币对物价的压力最大, 2011年这一压力会明显减小。

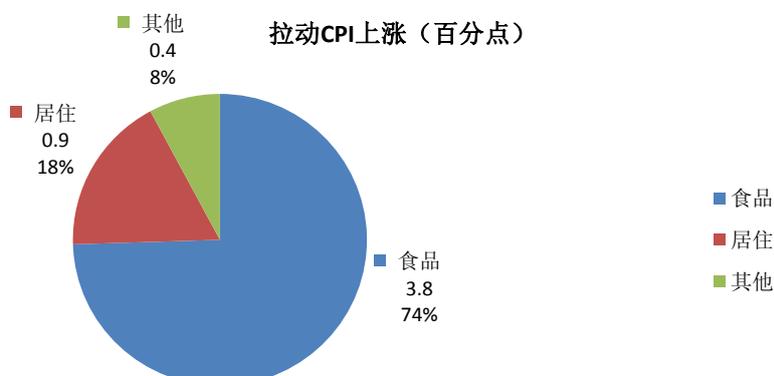
四、本轮通胀的主因: 短期、局部的食品通胀

当前我国物价上涨的主要原因是食品价格的结构性和阶段性上涨, 对 CPI 上涨贡献度超过 70%, 并且上涨压力将逐步减弱。

(一) 局部性: CPI 上涨主要是食品价格上涨

2010年11月, 我国CPI同比涨幅扩大, 构成CPI的八大类商品和服务价格中, 只有交通通信和娱乐教育文化用品及服务同比涨幅回落或降幅扩大, 食品、居住和衣着上涨较为明显。其中食品类价格上涨11.7%, 拉动CPI上涨3.8个百分点, 贡献率是74%。

图 7: CPI 上涨主要是食品价格上涨



资料来源: 民生证券研究所

(二) 短期性: 蔬菜周期 vs 猪肉周期

食品价格涨跌的特点是, 受生长周期影响, 呈现明显的季节性和周期性, 从快速上涨

到快速回落前后经历差不多一个生长周期。

1、春节前蔬菜价格大幅上涨

我国本轮物价上涨的一个重要特点是蔬菜价格大幅上涨。蔬菜价格波动的周期性和阶段性强。一般在春节前3-4个月快速上涨，如2000年，2003年，2006年，2008年，之后快速回落3个月回归常态。去年6月到8月底，12月初到今年2月初，蔬菜价格大幅上涨，是食品价格和CPI价格上涨的重要原因。

图8：2010年蔬菜价格大涨是通胀重要原因



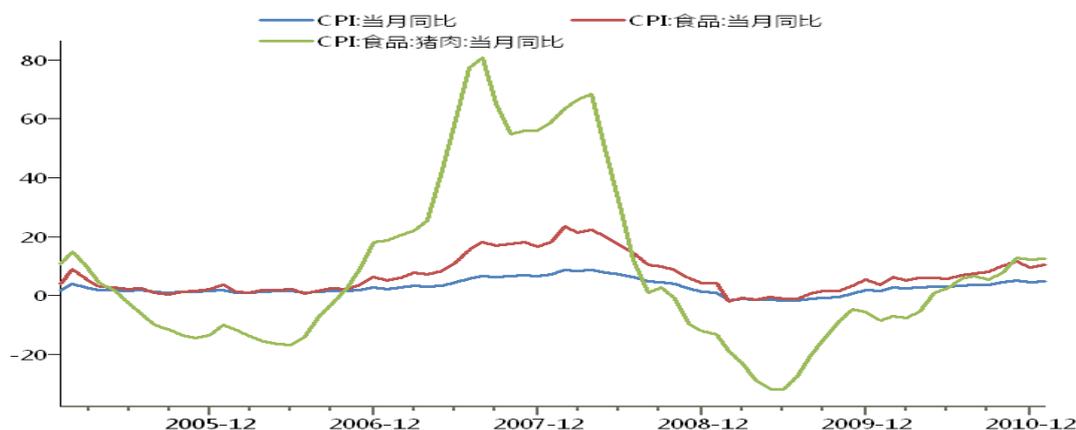
资料来源：民生证券研究所

2、上半年蔬菜价格 vs 猪肉价格

我国猪肉价格的波动周期性和阶段性也强。近10年来最为突出的是，2007年下半年到2008年上半年，猪肉价格暴涨导致CPI大涨。

三四月份天气转暖，春节后蔬菜价格涨幅将有明显回落，由于蔬菜价格的新涨价压力将明显减弱。但猪肉价格存在一定的不确定性，粮食价格居高不下和各种成本上涨，猪肉价格存在着一定的上涨压力。因此，上半年食品价格取决于猪肉价格上涨幅度与蔬菜价格回落幅度。

图9：2008年猪肉价格大涨是通胀主要原因



资料来源：民生证券研究所

五、CPI 与核心 CPI 预测

(一) 春节后食品价格上涨压力减弱

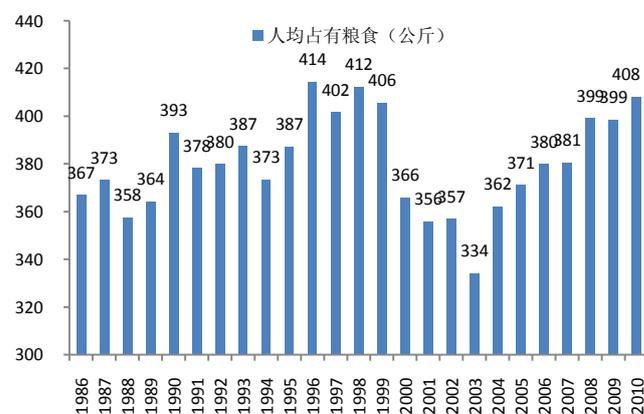
1、粮食价格趋于稳定

一是粮食连续 7 年丰收，人均占有粮食创 1998 年来新高。2010 年全国粮食总产量为 54641 万吨（10928 亿斤），比上年增加 1559 万吨（312 亿斤），增产 2.9%。人均粮食占有量约 408 斤，创 1998 年以来的新高。因为我国工业用粮特别是乙醇用粮受到严格限制，因此，理论上我国粮食价格大幅上涨的可能性不大。

图 10：2010 年全国粮食产量创历史新高



图 11：2010 年我国人均占有粮食创 1998 年来新高



资料来源：Wind，民生证券研究所

二是我国粮食库存充足。截止 2010 年底，我国粮食库存 6001 万吨，比 2006 年增长 56%，而 2010 年我国粮食消费量 10880 万吨，并且我国粮食年消费量非常稳定，2010 年仅比 2006 年增长 6.7%。

图 12：我国粮食库存不断增加

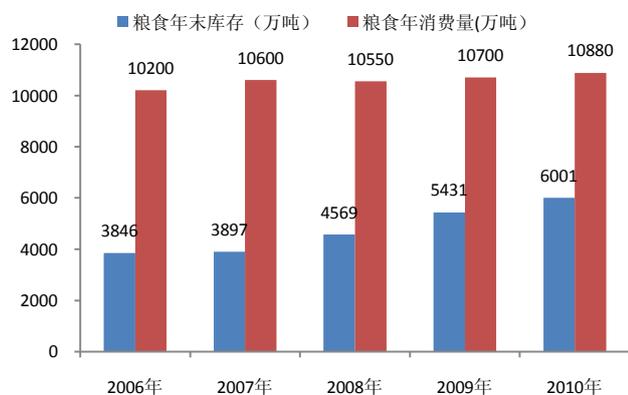
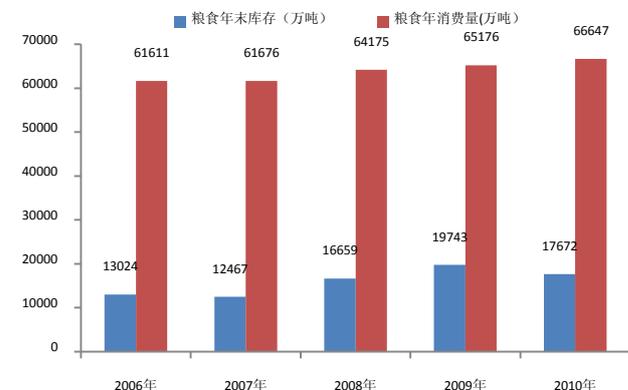


图 13：世界粮食库存增加缓慢

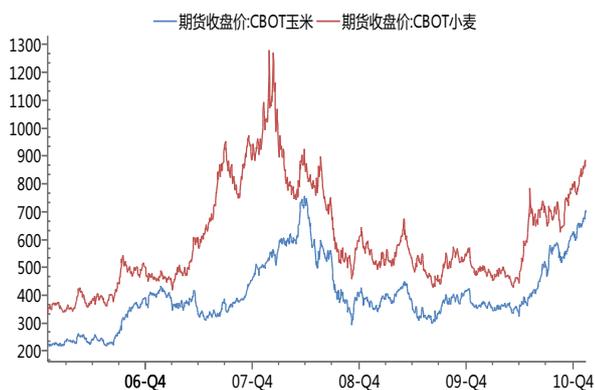


资料来源：美国农业部，民生证券研究所

三是我国粮食价格受国际市场影响较小，2011 年影响也不会大。受国际市场粮食价格大涨和国内夏粮减产、美联储推出第二轮量化宽松政策等多重影响，6 月 10 日到 8 月 5

日,国际小麦价格大幅上涨 97.6%,7-10 月玉米价格大幅上涨 76.8%,即使在这种情况下,我国粮食价格仍保持相对稳定,同期最大涨幅仅为 12.76%。这就表明,在连续 7 年丰收,我国本轮粮食价格上涨的高峰已接近尾声,今年再度大幅上涨的可能性较小。

图 14: 国际粮食价格大幅上涨



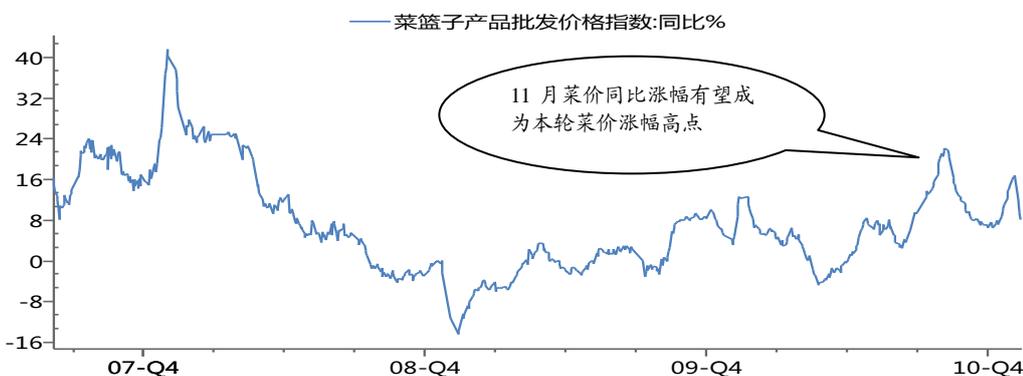
资料来源: Wind, 民生证券研究所

四是从政府对粮食生产的重视程度看,春节后对粮食生产和水利建设的扶持力度空前加大,今年粮食价格大幅上涨的可能性不大。

2、春节后蔬菜价格同比回落

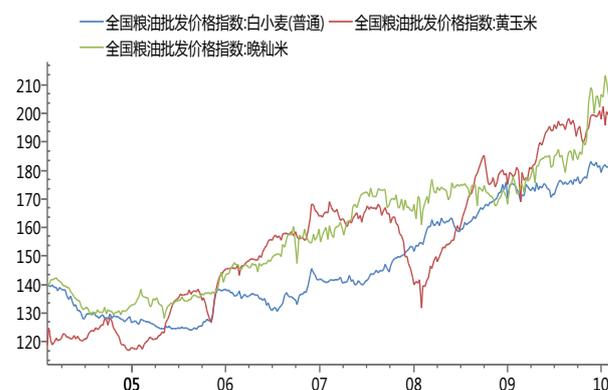
春节后菜价同比涨幅回落的可能性较大。一是今年冬春我国蔬菜种植面积将同比增长 7%,在不发生严重自然灾害的情况下,这将使我国未来蔬菜产量有所增加。二是为保障蔬菜等主要农产品供应和价格稳定,农业部要求努力扩大冬种面积,尤其是蔬菜面积,大力开发南方冬季农业,引导农民利用冬闲田发展冬油菜、鲜食玉米、冬马铃薯、蔬菜等高效作物;扩大南菜北运蔬菜种植面积,增加速生蔬菜生产,增加市场供应量;增加北方设施蔬菜生产,统筹抓好菜篮子产品供应。三是立春后天气转暖,南方冰冻天气基本解除,运输条件明显好转。

图 16: 11 月蔬菜批发价格同比涨幅是本轮蔬菜价格上涨的高点



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 15: 国内粮食价格涨幅有限



上半年菜价下跌，同比涨幅将稳定。因为去年前4个月菜价居高不下，5月和6月天气转暖，菜价大幅下跌，同比涨幅来看，今年前4个月，菜价同比涨幅会较低，5月和6月菜价天气转暖，菜价同比涨幅仍保持稳定。总体而言，今年上半年菜价同比涨幅将低于去年4季度，并比较稳定。

3、猪肉价格今年上半年将保持稳定

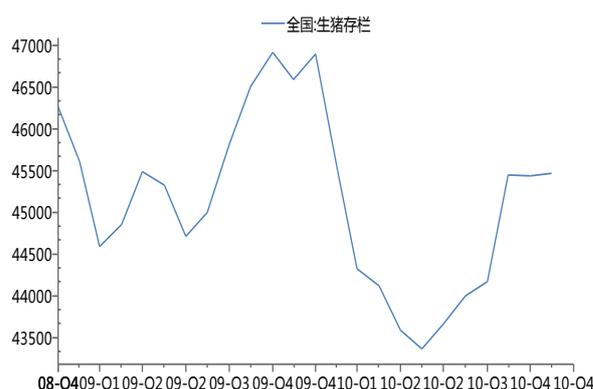
一是从生猪存栏看，1月底生猪存栏数44510万头，比2010年11月底全国生猪存栏45470万头，少960万头，而2010年春节前2个月生猪存栏减少2570万头，这说明，目前的生猪存栏数较多，生猪价格难以大幅上涨。

二是从能繁母猪存栏看，1月底为4740万头，比去年11月底多80万头，而在2010年春节前的1月底，母猪存栏数与2009年11月底相同，均为4870万头，即没有增加。这说明，目前的母猪存栏数是稳定的，能够支持仔猪价格的基本稳定。

图 17: 玉米价格 6 月以来保持稳定，豆粕最大涨幅 15%



图 18: 生猪存栏量 9 月以来保持稳定



资料来源: Wind, 民生证券研究所

三是从目前养猪成本看，最近半年来，我国玉米价格比较稳定，比去年一季度上涨10%左右，豆粕价格自去年12月以来低于去年11月，也与去年一季度基本持平，但猪肉价格目前比去年11月上漲了12%左右，比去年一季度上漲25%左右，因此，目前养猪是有比较收益的，春节后猪粮比价在2月中旬连续二周超过7.0，目前的养殖收益能够保证生猪生产的稳定。

四是春节后，猪肉消费转为淡季，届时如果猪肉价格高企，则会刺激生猪供应增加。因此，2011年上半年，猪肉价格趋于稳定的可能性较大。

图 19: 猪肉价格同比涨幅保持稳定

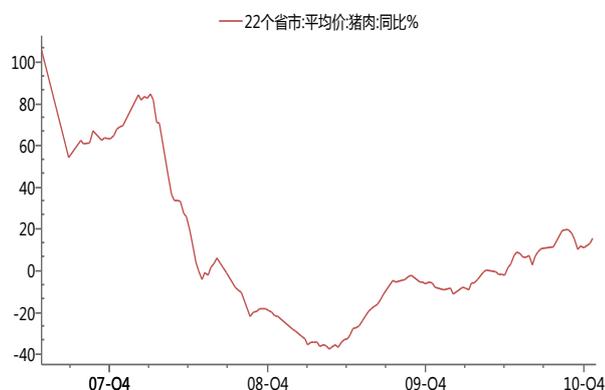


图 20: 猪肉价格春节前后较高



资料来源: Wind, 民生证券研究所

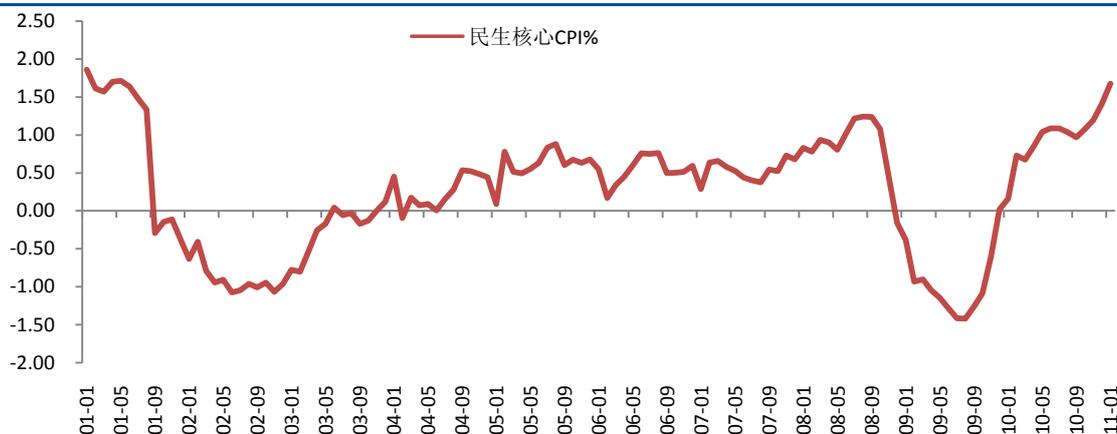
综上所述,造成2011年下半年以来食品价格快速上涨阶段很大程度上已经过去,春节后将进入同比回落阶段,同比涨幅的大部分来源于翘尾因素较高,新涨价因素不大。

(二) “民生核心 CPI” 上半年 1.5%, 下半年 1.2%

近二个月“民生核心 CPI” 上涨加快, 并超过 2008 的高点。

2010 年前 11 个月“民生核心 CPI” 上涨缓慢, 但最近 2 个月快速上涨。2010 年“民生核心 CPI” 9 月同比涨幅为 0.97%, 10 月为 1.07%, 11 月为 1.20%, 6 月和 7 月均为 1.09%, 因此, 前 11 个月我国“民生核心 CPI” 涨幅是十分有限的。但 12 月上涨 1.41%, 超过 2008 年经济高峰和大宗商品价格暴涨时的 1.24%, 今年 1 月权数调整后, 由于涨幅较大的居住类价格较高, 权数调高 4.4 个百分点, “民生核心 CPI” 同比涨幅上升到 1.68% (权数调整约为 1.54%)。

图 21: 2010 年 12 月“民生核心 CPI” 超过 2008 年高点



资料来源: 民生证券研究所

上半年“民生核心CPI” 1.5%, 下半年1.2%。

需求压力将于上半年缓解。今年上半年通胀压力大, 紧缩力度增强, 商品房销售和汽

车供求关系将发生变化，需求不会象去年四季度持续旺盛较长时间。

供给将比2010年11月好转。今年是“十二五”开局之年，节能减排没有2010年“十一五”最后一年大，上游产品供给将比2010年四季度宽松。

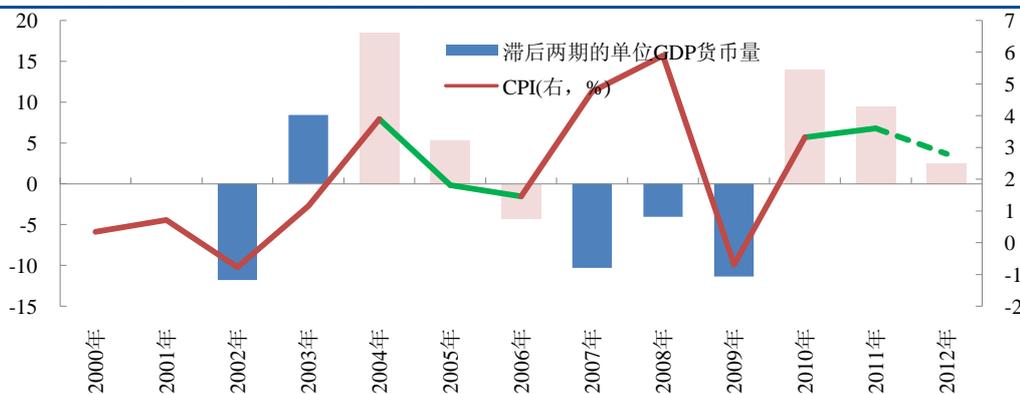
结合供给需求两方面分析，“民生核心 CPI”今年上半年仍保持较高，预测为 1.5%，下半年回落到 1.2%左右。

（三）货币因素影响将逐步减弱

2002年-2004年，单位GDP货币量的增速从阶段性高点逐步回落，分别为18.4%、5.4%、-0.43%，对应的2004-2006年物价逐步回落，分别为3.9%、1.8%、1.5%。

从最近三年的情况看，2008年和2009年单位GDP货币量的增速分别为14%和9.5%，2010年大幅回落到2.4%，这也意味着2010年货币对物价的压力将到达阶段性高点，2011年有所回落，2012年将明显回落。

图 22: 货币对物价影响 2011 年小于 2010 年



资料来源: Wind, 民生证券研究所

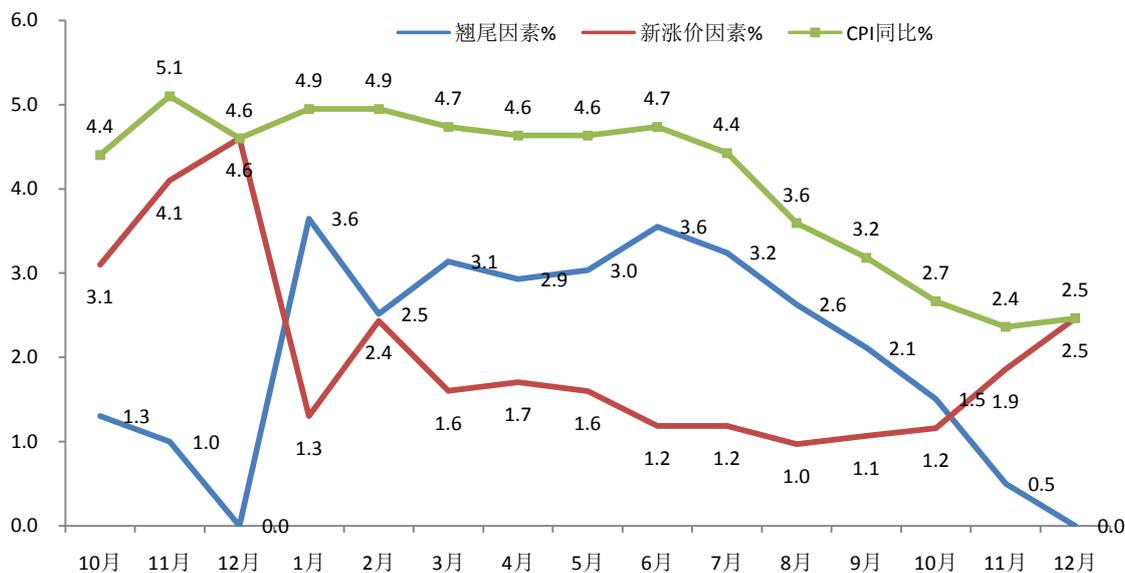
2011 年，不仅信贷收紧，央行还从社会融资总量这一总量指标上，对信贷外的货币投放严加调控管理，因此，货币供给增长将非常有限，与此同时，经济仍能保持一定的增长，单位 GDP 货币量将比 2010 年有所下降，对物价的压力将进一步减弱。

（四）2011 年 CPI 上半年上涨 4.77%，下半年 3.12%

根据前面的讨论，除了劳动力价格上涨影响物价上涨 1.94%外，其余因素都是周期性因素或预期因素，其中短期可能发生变化的是：一是春季蔬菜价格可能回落，二是货币调控见效，货币因素影响趋缓，三是汽车、房地产等支柱产业的供需发生变化。

综合考虑各方面影响，我们预测，一季度 CPI 较高。2 月 CPI 涨幅与 1 月持平，同比上涨 4.9%，3 月，CPI 将回落到 4.7%左右。预测一季度 CPI 同比上涨 4.8%。

图 23: 2011 年 CPI 走势预测



资料来源：民生证券研究所

二季度 CPI 小幅回落。随着天气转暖，蛋类和蔬菜价格明显下跌，新涨价因素减弱，但 6 月受翘尾因素影响，同比涨幅会比较高。预测 2011 年二季度 CPI 同比涨幅为 4.7%。

下半年，CPI 同比涨幅将有明显回落，通胀压力明显缓解。预测三季度 CPI 同比涨幅为 3.7%，四季度为 2.5%。

预测上半年 CPI 上涨 4.77%，下半年 3.12%，全年为 3.94%。

六、调控通胀的关键，管理好食品价格和货币投放总量

通胀是当前经济运行的主要矛盾。如果不做量化分析，很容易从一些表面现象出发夸大通胀预期，对通胀演化推波助澜。目前劳动力成本上升、进口原材料价格上涨对物价上涨的推动都被夸大，未来调控通胀的关键，是稳定通胀预期、管理好食品价格和货币投放总量。

（一）稳定通胀预期

通胀预期是导致通胀的重要原因之一。一旦消费者和投资者形成强烈的通胀预期，就会改变其消费和投资行为，进一步加剧通胀，造成通胀螺旋式的上升。

总体来看，本轮通胀既有劳动力、土地等要素价格上升的长期因素，也有季节短期因素。虽然形势比较复杂，但不能把短期因素长期化，更不能把长期因素夸大化。在当前的物价问题上，劳动力成本上升、进口原材料价格上涨和货币超发等长期因素对物价上涨的推动都被夸大，这又进一步推高了通胀预期。客观的量化分析各种影响因素对物价的影响，才能全面的认识到通胀的本质，并稳定通胀预期。

（二）管理好食品价格

当前治理通胀的关键是管理好食品价格。在 CPI 的三大构成中，工业品产能过剩价格上涨幅度有限，劳动力整体供给平衡并且存在结构性过剩，短期波动幅度最大的就是食品价格。

从我国历次通胀情况来看，食品价格都是推高物价水平的核心因素之一。长期内，我国粮食库存充足，社会总供给与总需求基本平衡，政府完全有能力抑制物价过快上涨。但是短期内，不排除局部因素干扰食品价格，包括天气异常、国际市场价格上涨等。因此，在目前通胀压力仍未消除的环境下，管理好食品价格是当前政策调控的重中之重，尤其是抗旱确保夏粮的丰收。

（三）管理好货币投放总量

经过资产市场、资本市场、银行体系和央行票据四层吸收后，单位 GDP 货币量是物价的领先指标。造成本轮物价上涨的一个原因是前期货币信贷的大量投放。2011 年，货币对物价的影响明显小于 2010 年，但是影响仍然存在。当前通胀压力尚处于高位，管理货币信贷，不仅有利于稳定通胀预期，也是减缓未来通胀压力的关键所在。

目前货币供给和需求都出现新变化，呈现多样性的特点，货币供给已经不是央行专利，货币需求除了实体经济以外还包括资本市场、资产市场等。因此，管理好货币信贷，除了央行和商业银行要管好“笼中虎”以外，适当引导资金流向对于当前以及未来的通胀管理也是十分重要的，比如，如果实体经济的资金适当流向资本市场，有利于阶段性化解通胀压力。

插图目录

图: 2011 年 CPI 和“民生核心 CPI”预测.....	1
图 1: 劳动力成本与物价的四层过滤模型.....	3
图 2: 输入原材料价格上涨对国内 CPI 影响的四层过滤模型.....	4
图 3: 从货币投放到物价上涨的四层吸收模型.....	5
图 4: 四层吸收后的货币供应量大幅减少.....	6
图 5: 四层吸收后的单位 GDP 货币量的变化.....	6
图 6: 以单位 GDP 货币量指数计算的年度物价水平.....	7
图 7: CPI 上涨主要是食品价格上涨.....	7
图 8: 2010 年蔬菜价格大涨是通胀重要原因.....	8
图 9: 2008 年猪肉价格大涨是通胀主要原因.....	8
图 10: 2010 年全国粮食产量创历史新高.....	9
图 11: 2010 年我国人均占有粮食创 1998 年来新高.....	9
图 12: 我国粮食库存不断增加.....	9
图 13: 世界粮食库存增加缓慢.....	9
图 14: 国际粮食价格大幅上涨.....	10
图 15: 国内粮食价格涨幅有限.....	10
图 16: 11 月蔬菜批发价格同比涨幅是本轮蔬菜价格上涨的高点.....	10
图 17: 玉米价格 6 月以来保持稳定, 豆粕最大涨幅 15%.....	11
图 18: 生猪存栏量 9 月以来保持稳定.....	11
图 19: 猪肉价格同比涨幅保持稳定.....	12
图 20: 猪肉价格春节前后较高.....	12
图 21: 2010 年 12 月“民生核心 CPI”超过 2008 年高点.....	12
图 22: 货币对物价影响 2011 年小于 2010 年.....	13
图 23: 2011 年 CPI 走势预测.....	14

表格目录

表 1: 四层过滤模型中劳动力成本上升与物价的关系.....	3
表 2: 铜矿石进口成本上升对 CPI 影响有限.....	4
表 3: 进口原油价格上涨对物价影响有限.....	4
表 4: 大豆进口价格上涨 15% 拉动 CPI 上涨 0.23%.....	5

分析师简介

滕泰，经济学博士，先后毕业于复旦大学和上海社会科学院。曾在美国沃顿商学院做访问学者，中国人民大学、中央财经大学兼职教授，现任民生证券副总裁、首席经济学家，中国证券业协会分析师委员会副主任委员。主要研究领域为宏观经济、国际经济和财富战略等，代表著作有《财富的觉醒》、《新财富论》、《投资银行》等。

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张琛，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

钟正生，宏观经济分析师。经济学博士，毕业于中国人民大学，师从中国人民大学经济学院院长杨瑞龙教授。2007年7月-2010年10月在中国人民银行从事宏观经济和货币政策研究工作，对宏观经济形势有较好把握，对货币政策运行有较深理解。2010年10月加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有我国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璿	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。