

CPI仍将高位运行

五月底六月初或再加息

□东吴证券研究所副所长 黄琳

在保障性住房未能全面开工、工业去库存、部分地区拉闸限电的背景下，宏观紧缩政策累积效应应在二季度逐步显现。笔者预计，二季度经济增速将有所回落。随着紧缩效应的逐渐显现及翘尾因素的减弱，CPI同比增速在三季度以后将有所回落。但周期因素（蔬菜价格反弹）、结构性因素（劳动力成本、租金）及国际因素使通胀具备长期化趋势。

二季度CPI仍将高位运行

国内经济中最需担忧的仍是通胀问题。3月CPI同比上涨5.4%，创32个月新高。综合国内外因素及翘尾因素，二季度CPI仍将在高位运行，且通胀具备长期化趋势。

国内方面，物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在。从周期性因素来看，CPI中食品分项大幅下行概率较小。虽然蔬菜价格环比回落幅度较大，但肉类、禽类、粮食等价格环比上涨趋势仍在，生猪存栏量连续4个月走低，日本地震导致猪肉出口增加，猪肉价格将继续上行；蔬菜价格的大幅下滑或导致后期减产，为下半年的通胀增加不确定性因素。从历史数据看，二季度食品价格通常会回落，季节性效应可能使得CPI食品价格部分环比小幅回落，但同比增幅预计仍在11%以上。从结构性因素来看，劳动力成本上升趋势尚无减弱迹象、房地产调控政策导致CPI中被调高比重的房租明显上涨、水电等资源类价格上调等因素都将进一步推高新涨价因素。

国际方面，欧元区先于美国进入加息周期，而美国核心通胀率 2月份为1.2% 1月份低位、失业率 3月份为8.3%）虽有所下降但仍处高位，美国货币政策年内转向的可能性不大。因此，美元长期走弱趋势不变。利比亚战争导致高品质原油供给存在缺口，投机资金趋势推波助澜，国际油价上涨态势依旧。日本灾后重建及世界经济进一步复苏导致需求增加，日本央行向市场大量注入流动性等因素都将继续推动大宗商品价格高位运行。因此，输入性通胀压力仍然十分严峻。

翘尾高企、新涨价动力的惯性特征及难以缓解的输入性通胀压力，将使使得CPI在二季度达到年内新高，预计4月CPI同比涨幅大约为5.3%，6月出现峰值概率较大，或达6%左右。随着紧缩效应的逐渐显现及翘尾因素的减弱，CPI同比增速在三季度以后将有所回落。但周期因素（蔬菜价格反弹）、结构性因素（劳动力成本、租金）及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计实现全年4%的调控目标困难重重。

五月底六月初或再次加息

在通胀居高不下的背景下，政策紧缩难言放松。央行3日发布的《2011年一季度中国货币政策执行报告》指出，准备金工具针对由外汇流入等导致的偏多流动性，其运用力度和调整空间取决于多个可变的条件，因此并不存在绝对上限。由此推断，存款准备金率仍有上调空间。资金面宽裕的情况正在发生变化，在4月21日上缴存款准备金后，银行间市场利率大幅上行。这与前几次调准后市场反应平淡不同，说明在连续上调存款准备金后，资金宽松局面出现拐点。5月公开市场到期资金量将达5410亿元，比4月到期资金量9110亿元大幅下降。在人民币加速升值的背景下，虽资金流入较快，但是企业集中报税带来的财政存款季节性增加可能抽走约4000亿元，对流动性产生一定对冲，因此，目前资金充裕程度与3月、4月相比有较大幅度减弱，如果公开市场操作力度放大，则存款准备金率近期再次上调的可能性变小。

近期市场盛传5月初将加息，我们认为在流动性出现拐点而通胀继续上行的背景下，央行可能转而更多运用利率政策，因此5月初也可可能成为加息窗口再次打开的时点。但由于4月已加息一次，央行需要一段时间对加息效果进行观察，预计5月上旬加息的可能性较小，但随着CPI继续上行，五月底六月初或再次加息25个基点。

企业利润下滑势头显现

紧缩效应使企业资金成本不断上升，大宗商品价格上涨导致企业原材料成本增加，在双重挤压下企业利润增长呈现下滑势头。从3月工业企业利润指标来看，月度同比增速仍未摆脱自2010年开始的下滑趋势，从2010年2月的11.9%一路下滑至2011年3月的32%。从PMI来看，4月PMI为52.9%，比上月下滑0.5个百分点，为2005年至今4月最低水平，旺季不旺“表明制造业经济已有所回落，宏观调控效应已传导到实体经济。实体经济增速虽放缓，但整体经济增长仍无忧，下半年保障性住房及“十二五”开局之年基础设施建设大面积开工，将对房地产调控带来的经济总量下滑进行对冲，GDP仍将保持9%以上的平稳较快增长。因此，我国经济全年可能实现GDP高位运行、企业基本难看的背离局面。这将制约A股市场向上攀升的高度。

□中国宏观经济学会秘书长 王建

在通胀 破5”之后，宏观调控当局之所以下决心即使牺牲部分增长也要压住通胀，很大程度上是担心未来的通胀会失去控制，会演变成年率超过10%的恶性通胀过程。其实，这样的担心是不必要的，因为由输入、食品与工资所推动的“成本推进型通胀”，与由于货币超发所形成的“需求拉动型通胀”是不同的通胀类型，所以不可能演变成恶性通胀。

从输入型通胀看，源头在国外，是当代发达资本主义国家在进入虚拟资本主义阶段后，用衍生金融工具创造出天价货币，并用这些货币抬高国际大宗商品价格的结果，也是金融资本分割产业资本利润的一种新方式。但如果金融资本用不断拉高国际大宗商品价格的方式，对产业资本的利润分割得过多，甚至侵蚀到生产成本，就会导致产业资本由于生产成本过高而被迫收缩生产规模，从而导致对国际大宗产品的实际需求减少。此外，资源产品价格上升向下游产品的传导，最终也会引起居民实际消费水平的收缩，而生产企业与居民的实际需求收缩，都会反过来压抑大宗商品金融泡沫的膨胀，甚至刺破这些泡沫。到了爆发金融危机的时候，由于正常的生产过程被破坏，金融机构也纷纷倒闭，国际大宗商品价格就会从暴涨转为暴跌，这就是我们看到的在美国次债危机爆发后，国际原油期货价格从接近150美元/桶下跌到40美元/桶。

所以，由于国际大宗商品的价格泡沫不会被持续无限度地拉升，而是有实际需求的抑制，以及金融危机的打压，输入型通胀就不会是单边上升的态势，而是会表现为大起

□巴曙松 华中炜 杨现领

我们一直认为，总需求的回落、流动性的良好控制和农产品价格的回落是中国通胀能得到良好控制的三个条件。然而，从一季度特别是3月份的实际情况来看，外部不确定、不稳定因素在一定程度上扰动了国内紧缩政策的实施力度与节奏，这些外部冲击事实上使宏观紧缩在操作中预留了缓冲空间，严厉的紧缩政策基调在3月没有得到延续，特别是从货币供应等角度考察出现了货币条件宽松的迹象。叠加的外部影响导致通胀水平回落不及预期的现象，必然导致控制通胀的政策紧缩期延长进入“加时赛”，5%左右的物价水平可能会延续到三季度。我们预计，二季度政策力度只是一季度基础上的延续，继续实施更为严厉的紧缩政策的可能性不大。在4月21日上调存款准备金率之后，预计在二季度接下来的时间内调整存款准备金率3次，加息1-2次。

5%左右的物价水平可能延续到三季度

当前国内政策面临的约束环境是：GDP回落幅度有限，为了打消通胀持续攀升的实体经济环境，紧缩政策将会继续以抑制总需求的过快扩张为主基调；CPI新涨价因素将逐步切换到非食品类价格和外部因素，货币政策必须消除通胀攀升的货币条件。

因此，以下政策选项将在二季度被选择性使用。综合运用“三率”即存款准备金率、利率和汇率等多种机制和数量工具，进一步完善人民币汇率形成机制，增强人民币汇率弹性，消除通胀的货币条件。由于整个二季度通胀水平都会徘徊在5%左右的高位并可能延续到三季度，预计二季度从紧政策基调仍会延续。从政策工具看，利率和存款准备金率均会合理使用。同时，一季

上世纪80年代中国的通胀率平均值是7%，90年代是7.2%，新世纪以来才降到年均2.1%。但国内外经济环境都发生了很大变化，人地矛盾和劳动力供给都开始发生阶段性变化，世界资本主义也是在新世纪初显著进入到了一个新阶段。这些大的历史阶段性变化集中出现在最近十年里，深刻改变了通胀的性质，所以长期忍受5%-10%之间的通胀率，可能是继续保持经济长期较快发展的必然前提

大落，底部逐步抬高的过程。

从由食品价格上涨推动的通胀过程看，其源头在于中国的人地矛盾，即由土地所提供的农产品供给增长率，赶不上由人口增长与人均收入水平增长所共同构成的食品需求增长率。在人与地这对矛盾中，矛盾的主要方面是地而不是人，因为不能不让人吃饭，也不能不让人生孩子。虽然耕地有限，但可以通过提高耕地的产出率来增加食品供给。比如2010年与1998年相比，中国的耕地面积减少了6.5%，粮食总产量却提高了6.6%，棉花产量提高了32.7%，油料产量提高了40%。所以，土地产出率的提高是耕地减少的对冲因素，也是缓和人地矛盾的关键因素。

人口的增长与土地的减少都是缓慢发生的，所以是经济中的慢变量。仍从1998-2010这12年看，中国人口的年均增长率是0.6%，耕地年均下降速度是0.5%，再加上由于农业科技发展与农业生产投入的增加，不断推动着土地产出率的提升，在很大程度上缓和着人地矛盾。这就决定了人地矛盾所导致的通胀过程，必然是一个缓和的过程。

货币紧缩进入“加时赛”

度进口增速较快，输入型通胀压力加大，汇率也可能适当加大升值幅度。从政策力度看，二季度政策力度只是一季度基础上的延续，继续实施更为严厉的紧缩政策的可能性不大，同时要充分估计政策叠加带来的负面影响。

美国的QE2即将到期，引发了关于美国国债市场走向的激烈分歧；欧洲债务危机则面临4月、7月、10月三个密集再融资窗口的考验。从一季度公布的各项数据对照分析看，这些外部的不稳定性冲击事件某种程度上对中国货币和信贷政策的紧缩力度、节奏产生了明显的影响，促使决策者在事实上预留了政策紧缩的缓冲空间。1、2月份严厉的紧缩政策基调在3月没有得到延续，特别是从货币供应等角度考察出现了货币条件宽松的迹象，叠加上外部的影响，导致了总需求并未如期放缓而是持续保持在高位、通胀水平回落不及预期的现象，从而必然导致控制通胀的政策紧缩期延长进入“加时赛”，5%左右的物价水平可能会延续到三季度。

管理好通胀的货币条件是控制通胀的前提，这也是目前政策决策者的共识。但从3月的情况来看，外汇占款的增加、信贷增量超过预期，预计在内外因素的综合影响下，3月份的货币条件在紧缩基调下事实上有所放松。

外部因素可能主导新涨价趋势

总体来说，3月份总体物价的环比回落较为缓和。从目前引发CPI冲高的驱动力因素判断，二季度外部因素可能将主导新涨价因素的变动趋势。展望二季度及下半年的CPI变化趋势，以下四个特点值得关注。

一是CPI中低位置抬升、波动加剧的趋势将延续。从2001年5月开始至今，CPI经历

了三个下降期，计48个月；三个上升期，计70个月。从期末减期初的变动幅度来看，CPI变化呈现中枢位势抬升、波动加剧特征。分年看CPI的变动，2004、2007、2008和2010年的CPI均值较大，也即是说这四年的通胀较为激烈。在对十年总的CPI均值的解释上，食品解释了CPI均值的80.59%。分阶段来看，下降期和上升期中食品解释了76.49%和85.41%的均值。

二是根据此前食品价格波动的趋势，食品在二季度新涨价的因素中将呈现环比回落趋势，但非食品特别是居住类的环比上涨趋势值得关注。一季度的涨价中，较为显著的是食品类和居住类价格分别上涨了11.7%和6.6%。对于关键的三类食用农产品来说，进入二季度之后粮食市场供应充足，预计粮食价格增幅保持平稳；天气持续转暖，蔬菜上市量不断增加，价格将连续回落；气温上升，肉类消费将进入淡季，预计肉类价格将小幅下降。

然而，仅从当前的情况来看，按照历史经验，节后食品价格通常会出现明显的环比回落，而2011年3月仅仅0.2个百分点的回落幅度非常有限。这暗示着如果3月透支了食品价格的上涨压力，那么，食品价格环比会在二季度呈现较为明显的回落幅度，因此食品新涨价因素对二季度CPI的影响将有所减弱。对于非食品来讲，虽然一季度的通胀中食品价格推动很大，但导致3月CPI涨幅超预期的是非食品价格。尤其要注意的是，在非食品中，居住类价格一季度涨势明显，并且居住类价格在计算CPI中的比重在2011年1月起上调为17.82%，未来二季度居住类价格对CPI的拉动值得关注。

三是国际原油价格上涨对CPI的推动作用具有一定的滞后效应，预计二季度及

担。由于劳动力的短缺是进入到所谓“刘易斯”转折点，即劳动力的增长由于人口结构的阶段性变化，开始赶上经济规模扩张对劳动力的需求，所以这种基于人口结构变化所产生的矛盾，仍然不是一个“慢变量”。同时，在成本上升推动下，企业也不会只走提价这条路，越往长期看，企业消化劳动力供给不足的方法就越会向产品、技术与管理升级方面发展，寻求降低成本和增加利润的道路。工业化国家的历史经验证明，劳动力短缺与成本上升，往往是一个国家企业与产业升级的动力。

综上所述，由输入、食品与工资推动的成本推进型通胀，其诱惑因素或者是“慢变量”，或者是有较强制约。所以我认为，这三方面的力量所复合形成的通胀，不会导致年均10%甚至更高的通胀率。一般的情况下可能是在6%上下浮动，在国内外经济都“过热”，且大宗商品价格泡沫严重膨胀的时候，可能会接近10%，但是如果发生金融风暴和经济危机，也不排除发生通缩的可能。

中国的通胀率，上世纪80年代平均是7%，90年代平均是7.2%，只是新世纪以来才降到年均2.1%。但进入到经济发展的现阶段，中国的国内外经济环境都发生了很大变化，人地矛盾和劳动力供给都开始发生阶段性变化，世界资本主义也是在新世纪初显著进入到了一个新阶段，这些大的历史阶段性变化集中出现在最近十年里，由此也深刻改变了通胀的性质，所以长期忍受5%-10%之间的通胀率，可能已经是继续保持中国经济长期较快发展的必然前提。看不到这么大的变化，仍然沿用以往的宏观调控理论与政策，就难免犯“刻舟求剑”的错误，从而不利于中国经济的正常发展。

下半年的新涨价因素有可能切换到外部因素。如果用通胀低谷到峰值的周期长度来度量，2006-2008年的上一轮CPI通胀周期共持续了23个月，推动因素主要是猪肉价格上涨、国际大宗商品价格上涨，并最终在19次上调存款准备金率、7次加息之后，且在金融危机的外部冲击下走向周期终点。对比而言，本次CPI通胀周期长度已跨过19个月，且到目前为止，核心的推动力在于粮食和蔬菜价格及居住类价格上涨，国际原油价格上涨对CPI的推动作用具有一定的滞后效应，预计二季度开始将逐步有所显现，成为接替粮食价格推动CPI维持在高位的主导力之一。因此，未来一段时期，国际大宗商品价格持续上升对能源和原材料价格的冲击将逐步传导至下游，未来物价上涨将更多地受到外部因素的影响。

四是从整个经济结构的变化趋势看，随着刘易斯拐点的逐步临近，劳动力成本正在逐步上升，城市化的持续推进，国际经济所出现的一系列变化也促使中国的发展面临较高的资源价格环境，以及更高的供应链成本。这会使得中国经济的总体CPI水平较之改革开放以来会逐步出现中位数抬升的趋势。如果说在过去十年，中国的平均通胀率为1.8%的话，那么，如果考虑到今后十年经济中正在出现的结构性变化，平均通胀率可能会上升到4%左右。对于一个保持9%左右快速增长的经济体来说，这样一个较之原来稍高的通胀率水平应当也是可以接受的。

作者简介：

巴曙松，国务院发展研究中心金融研究所副所长，中国银行业协会首席经济学家，华创证券首席经济学家。

华中炜，华创证券研究所宏观分析师。杨现领，华创证券研究所宏观分析师。

（上接A01版）销售1,364.48万辆，成为世界第一汽车生产大国，2010年，汽车产量达到1,826.47万辆，销售1,806.19万辆，同比分别增长32.44%和32.37%。目前我国汽车消费量占全球总消费量比例已达12%以上，并有望继续保持高速增长。

汽车零部件工业是汽车工业发展的基础。目前全球汽车零部件的市场规模接近1万亿美元。从国内来看，近些年来国内汽车零部件行业快速增长，2009年工业总产值已达12万亿元，比2002年增长了5倍以上，我国汽车零部件单个企业收入规模十年间成长了10倍。据有关部门统计，截至2009年底，我国汽车保有量已达7,619.31万辆，2002年至2009年，售后零部件市场的销售规模已从700亿增加到1,700亿元。随着汽车保有量的增加，售后零部件市场的关注度也在迅速升温，特别是汽车零部件市场全球化和专业化发展，还显稚嫩的我汽车零部件产业还有巨大的国际合作和国际贸易空间，发展潜力非常巨大。

俗话说，女怕嫁错郎，男怕选错行。企业亦然，有了巨大的市场基础，企业就获得了巨大的腾挪空间。

承诺盈利 20元以下不减持

与原方案相比，新方案更加关注上市公司的可持续发展能力，提高了向大股东定向发行股票的价格，均胜集团还对未来的股份减持价格作出了特别承诺。均胜集团及其一致行动人还与公司签署了《盈利补偿协议》，承诺注入资产在2011年、2012年和2013年归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于15,058.35万元、17,646.12万

元、19,322.09万元，并特别承诺，若*ST得亨股票的二级市场价格低于20元/股（若公司发生派发股利、送红股、转增股本、增发新股或配股等除息、除权行为，将按相应比例调整该价格），不进行减持。

均胜集团还承诺，将通过自身优势进行海外并购，并在本次重组完成后且海外收购顺利实现后三年内择机启动将均胜集团所拥有的海外资产权益注入*ST得亨的相关工作。

公司负责人表示，重组方对于注入的资产质量及盈利能力充满信心。不在20元以下减持股份，目的是不与中小股东争利。重组方决不以一城一地论得失，为的是公司持续的实力增强和盈利提升。重组后，公司将持续努力，将*ST得亨进一步做大、做强，确保公司及中小股东在公司的成长中获得资产增值。

合理溢价 土地估值有保留

资料显示，本次注入的汽车零部件资产的净资产账面值为35,810.03万元，评估值为87,903.30万元，评估增值1.45倍。

就此问题，有关负责人说，按照相关规则，公司用资产基础法和收益现值法对注入资产进行了评

风物长宜放眼量

——走访*ST得亨负责人

□马越

估测算，按资产基础法的评估值为62,835.56万元，增值率75.47%。按收益现值法的评估值为87,903.30万元，增值率145.47%。

评估增值主要有三方面原因：一是评估只是针对母公司的股东权益，均胜股份旗下还有长春华德公司和浙江博声电子公司，华德塑料旗下还有上海麟刚汽车后视镜公司；二是均胜汽车零部件业务的无形资产，包括的土地和专利体量均比较大，像专利的入账成本仅为一些手续费，远低于实际开发投入的成本以及未来所能给公司带来的收益；三是考虑到均胜零部件业务处于高速发展阶段，远高于同行业的平均增速。随着中国汽车行业的快速增长，均胜股份处于高速发展期，产品系及产品供应规模不断的扩大，且企业较注重加强技术开发实力及发展高附加值化和高新技术化的产品，未来将扩展自己的产品系。收益现值法评估结论较资产基础法评估结论更能准确地反映企业的价值。

据该负责人透露，均胜股份地处宁波国家高新技术产业开发区，由于开发区近两年土地供应量大幅减少，实际的土地增值远远高于现在的评估值，按照目前在该区域的政府实际的土地回购价格来计算，这块土地还会大幅度的增值。另外，华德塑料

也面临同样的情况，其上海市振园路269号83044平方米土地的评估值也远远小于相应的实际交易价值。仅仅这两块地产，可能会有数亿元的增值。

打造中国汽配行业的旗舰企业

对于公司未来的发展，公司负责人表示，本次重组注入的资产都是国内最优值的汽车零部件企业。这些年来，均胜集团综合运用自主创新、合资、合作、并购等多种资源整合手段，使汽车电子集成产品系得到极大的丰富和加强，企业跃居行业领先地位。

至今均胜汽车有以下几项技术国内领先的产品，将成为未来几年新的增长点：

A、增加行驶安全的大灯清洗系统产品，此前该产品技术掌握在国外企业手中，而国内市场基本处于空白状态，均胜是国内极少数几家拥有技术专利并能自主设计开发能力的生产厂家，目前已投入自动生产线批量生产。

B、低炭环保的涡轮增压管路系统延伸产品，在国际能源紧张要求低碳环保的大背景下，同时又要求不牺牲操控级动力性的需求，涡轮增压系统将得到越来越广泛的应用。均胜为国内主流主机厂独家开发，成为拥有这项技术和专利的国内生产的厂商。

C、人性化设计的电子EC Mirror（自动防眩后视镜），可自动减弱后面的汽车的前大灯发出的亮光照射到用户汽车后视镜后反射回来的光线，从而提高夜间行车的安全性。公司2011年计划投资建立一条国际先进水平的电子EC 镜片的自动化生产流水线，产品集成电子多功能模块，技术处于国内领先水平。

D、智能电子感应式拉手，集成了无钥匙进入系统PKE(PASSIVE KEYLESS ENTER)；采用RFID 射频识别技术和车辆身份编码识别系统，融合遥控系统和无钥匙系统，沿用整车电路保护，实现双重射频系统及双重防盗保护。均胜汽车已实现该产品的量化生产，随着国内中高档车的应用，该产品市场占有率不断提升。

公司负责人称，均胜未来的目标是掌握汽车电子的核心技术，现在已迈出重要的两步：一是已与德国sabbellenhutt（德国新能源电池电源管理系统著名供应商之一）合资合作，成立宁波均胜伊莎贝尔电源管理系统有限公司。成立后公司将专注于汽车新能源电池管理控制系统研发、生产。二是已与德国PREH 合资成立宁波普瑞均胜汽车电子有限公司。公司将专注于研发制造集成的驾驶控制系统（奥迪的MMI、宝马的 i-Drive）、传感器、电子控制单元ECU、空调控制系统、油箱及电池管理ECU。

本次重组完成后，公司将积极利用产业整合的机会，适时推进并购，推动产业经营和资本运作的双轮驱动，通过内修和外延成为全球细分市场领袖及优秀的供应链管理者。将*ST得亨打造成为中国汽配行业的旗舰企业。

—企业形象—