



中国银河证券股份有限公司 研究所
China Galaxy Securities Company Limited



2007年四季度投资策略报告



中国银河证券研究中心

二〇〇七年十月

目 录

国际经济：美经济放缓压低全球增长前景·····	1
国内经济：透视第三次通胀浪潮·····	12
投资策略：高估值下的资金博弈·····	30
金融业：通胀预期下的变奏曲·····	49
零售业：内需增长加速行业将持续受益·····	78
煤炭行业：静待王者归来·····	85
环保行业：碧水蓝天的呼唤·····	96
农业行业：重点关注最上游的公司·····	106
汽车行业：资产注入和景气提高推动业绩增长·····	121
焦化行业：行业景气上升，重点关注煤焦化一体化公司·····	138
电力行业：景气周期回暖在望 “节能 + 整合” 催生亮点·····	154
家电行业：寻找从资源优势向竞争优势过渡的企业·····	169
纺织行业：关注行业分析化中的投资机会·····	180
钢铁行业：拥有铁矿石资源的企业价值凸现·····	195
贸易行业：完善产业链，发展多元化·····	206
软件行业：关注相对估值偏低的优质公司·····	222
造纸行业：选择最有涨价潜力的子行业·····	234
房地产行业：行业景气和资产注入提升上市公司业绩·····	243
石油化工行业：抓住产品价格上涨与并购重组两条主线·····	258
食品饮料行业：高品牌价值、高成长龙头——寻求投资安全边际·····	293
电力设备行业：增长趋势明确的输变电设备龙头企业投资价值凸显·····	301
汽车配件行业：行业整体好转，关注子行业龙头·····	314
基金：以积极的心态做好对于基金的稳健投资·····	322
权证：相约冬季，挖掘权证市场的“金矿”·····	346
股指期货：风险管理利器助推资本市场成长·····	357



国际经济：美经济放缓压低全球增长前景

● 中国银河证券股份有限公司 研究所

2007 年 10 月 8 日

■ 内容摘要

最近以来，在次级债危机的影响下，全球金融市场有紧缩的迹象。美联储降低基准利率 50 基点缓和金融市场的紧张情绪，并有利于美国未来的经济成长。但房地产、消费、就业和领先指标表明，美国经济放缓似乎不可避免。不过，美元汇率和美国双赤字有所减少，以及资本国际流动等因素有利于美国经济。因此，综合判断，预计美国经济将在四季度以后进入放缓阶段而非衰退。

在美国经济减速情况下，中国等新兴经济体经济保持高速增长尤为重要。中国和印度的投资率高，它们的快速经济增长在今后若干年内可能还要持续下去。对于其他亚洲新兴经济体来说，较多外汇储备和较低的公共债务比率，有助于新兴经济体抵御次贷危机的冲击，保持经济增长稳定性。对于其他主要经济体而言，相信欧洲随美国经济下滑，增长速度下降的可能性相当大，日本则不一定。预计未来一年欧盟经济将增长将下降到 2.5% 左右，日本经济将维持 2% 左右的增长。全球的经济增长可能在 3% 以上，仍处于良好的成长中。

一、次级债影响犹在

次级债问题恶化的关键也许并不在于持有者因为房地产违约而导致的直接损失，其严重的后果首先可能是会影响到金融市场的信心，使风险溢价急剧上升，提高了投资成本，导致金融市场动荡，影响金融安全；其次是次级债危机会造成信贷紧缩，损失的扩大将使金融系统的运行受到影响，出于安全考虑，银行等机构会减少放款数量，提高贷款利率和贷款门槛，减少对高风险产品的投资，增加国债等风险较低产品的投资；最后，次贷危机造成证券市场负财富效应，对消费者信心产生负面影响，对主要依赖消费拉动的美国经济增长产生实质性影响。

次级债问题已经开始对美国经济运行产生负面影响，加之房地产长时间低

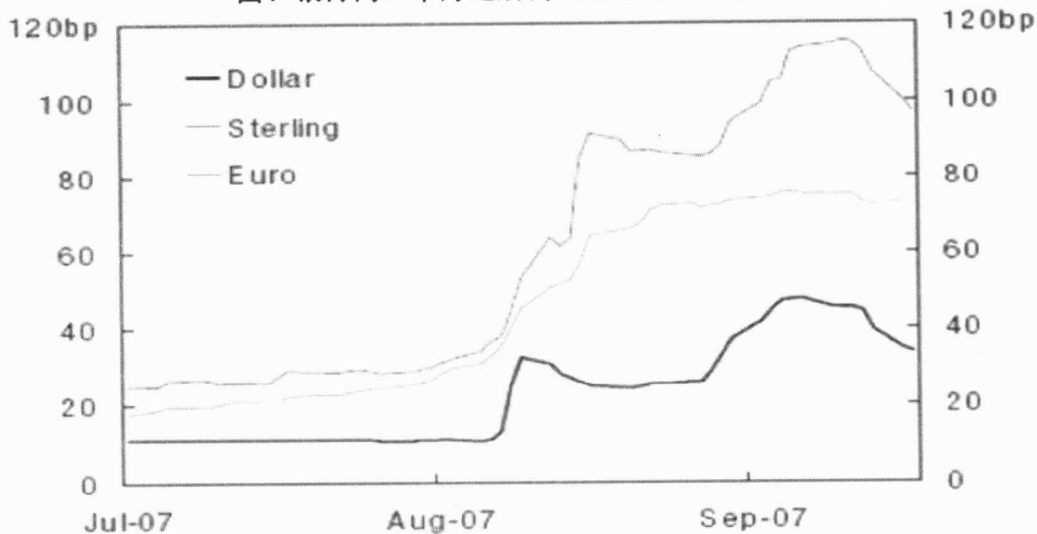
宏观部 周世一
E-mail:zhoushi1@chinastock.com.cn
Tel:(8610)6656 8471



迷并无见底的迹象，两者可能相互影响，导致次级债和房地产进一步恶化。这将会打击对美国经济最为重要的消费者的开支，并致使公司对未来预期恶化减少雇佣，从而影响到就业。在这种情况下，出于对经济可能出现的衰退的担忧，美联储最终决定在前期降低联邦贴现利率 50 基点的情况下，如期在 9 月 18 日的联储会议上结束长达 15 个月的基准利率水平不动，宣布将联邦基金利率降低 50 基点，由 5.25% 降至 4.75%。投资者对此反应正面，在联储宣布降息的两周以来，美国股市强劲反弹，道琼斯指数和标普 500 指数目前不仅已经收复次级债影响下跌的失地，并都已经再次创出历史新高。市场显然是看好美联储预期的降息动作将协助提振美国经济。

但是，次级债的影响仍未过去，特别是德国 3 家银行传出因次级债导致的损失可能高达净资本的 5% 以上、瑞银损失超过 40 亿美元、以及英国北岩银行出现挤兑消息后，目前市场流动性在美联储降息后依然紧张。这从银行间同业拆借利率可以看出。在当前情况最严重的英国，其 3 月远期的同业利率高于 BoE 基准利率约 100 基点，欧元区高出 70 多个基点，美国仍高出 30 多基点。

图：银行间 3 个月远期同业利率与基准利率的利差：



来源：BBA、Haver

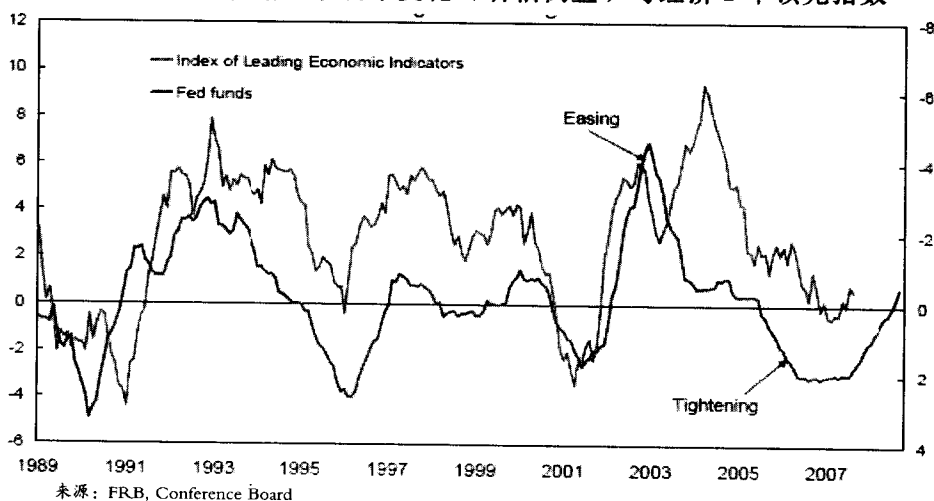
这表明，尽管各国在次级债问题后先后通过货币市场注入近 7000 亿美元的资金，市场流动性在依然不足。因此，预计 FED 将于年内至少还有一次 25 基点降息。当前的宏观经济走势，与 1987、1998 年有类似之处。当时，美联储为对付突发金融市场动荡而采取了紧急的大幅减息措施，并随着经济增长放缓，进入减息周期。我们认为，美联储为应对当前的金融动荡和房地产



下跌带来的经济前景不明朗，在结束加息周期后，进入减息周期的可能性非常大。同时，尽管欧洲的通胀压力仍高于美国，但随着欧元快速升值带来的竞争力下降和劳动力成本上升，预期欧元区将结束加息周期，并可能在年内进入减息周期。对于英国来说，由于北岩银行挤兑事件以及金融结构和监管问题，流动性紧缩最为严重，预期年内至少减息一次。

从联邦基准利率 12 个月变化率与经济 12 个月领先指数之间的关系看，联邦利率变化是 1 年期宏观经济领先指数的领先指标，因此，减息带来的对经济增长的刺激效用，至少也要一年以后才能体现出来。在当前房地产市场未有见底迹象、金融市场后势不能确定、就业市场出现下滑和消费开支增速下滑的情况下，伴随着联储进入减息周期的可能是宏观经济增速的下滑。

图：12 个月联储基准利率变化（右轴倒置）与经济 1 年领先指数



二、领先指标表明经济前景不容乐观

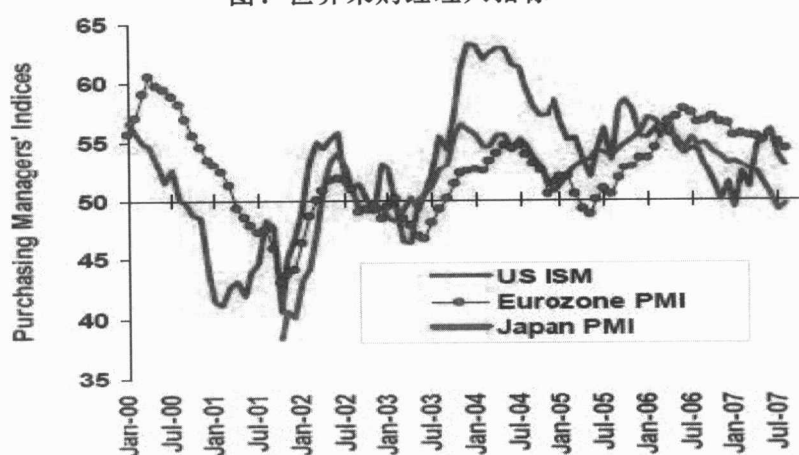
从经济领先指标的工业生产情况看，美国商务部 9 月 26 日公布的 8 月耐用品订单以七个月来最快速度下降，几乎各主要分项产品的需求下滑。8 月耐用品订单下降 4.9%，远高于华尔街分析师预期的下降 3.1%；7 月修正后为增长 6.1%。耐久品订单疲弱，表明工业生产情况不容乐观，加剧了对于经济正在走向衰退的担忧。8 月整体耐用品订单以及扣除运输的订单下滑幅度，双双创下 1 月以来最大降幅，扣除国防的订单骤降 5.9%。这些数据暗示了各企业不愿意投资新设备。当月扣除飞机后的非国防资本品订单在 7 月上涨 0.9% 后下滑 0.7%，表明企业对未来经济增长信心下降，四季度可能继续下滑。美国经济商会 20 日公



布,美国8月领先指标下降0.6%,至137.8。8月份,美国工业产值仅微幅增长0.2%,升速为三个月来最低水平。但是,虽然经济成长似乎正在放慢,也还没有证据支持经济可能滑入更为严重的低迷时期。所有的数据似乎都似乎说明了第三季度经济仅仅是增长放缓

受到全球次级债冲击和美国经济可能放缓的影响,世界采购经理人指数全部下降。日本的采购指数在中小企业减少资本支出和劳动雇佣下降的情况下,目前已跌到50以下,表明经济增长未来有进入衰退的危险。欧元区的指数连续3个月下降,美国也在经历了6、7月的反弹后,近期大幅下降。采购经理指数作为一个领先指标,预测了未来的资本开支增长情况。目前采购指数下降预示着未来企业的资本开支增长下降,表明未来宏观经济形势不容乐观。

图：世界采购经理人指标



来源：ISM，路透

三、消费、就业情况不佳

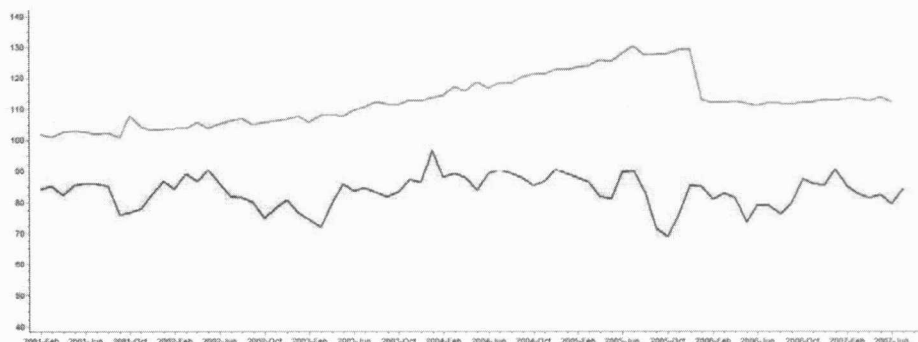
作为美国经济的最大引擎,美国的消费数据不容乐观。对于金融市场状况的担忧加重,加上就业数据疲弱,9月25日公布当月美国消费者信心指数下降到99.8,而8月的修正数据为105.6,远低于此前路透访问分析师预期估计中值的104。衡量消费者信心的所有指标在8月均下降。消费者信心在7月下半月就开始下降,因当时次优抵押贷款危机开始向整个金融市场扩散,到了8月跌势更甚,不仅在每周调查中下跌,经济谘商会8月消费者信心指数跌幅更是高达7个点。

同时,美联储9月初报告显示,美国消费者7月借贷势头一般,信贷增加75亿美元,增幅低于市场预期。6月消费者信贷被下修为增加119亿美元。



Redbook Research 公布的一项报告显示，9月8日止当周大型连锁店销售经季节调整后较去年同期增长2.8%，今年9月迄今的销售较去年同期增加2.8%，较8月增长1.1%。从截至到9月初的零售数据看，表现一般，但消费者信心数据的下降，表明未来的消费不佳，零售增长的数据将下降。

图：美消费者信心指数与零售总量指数（以2000年100为基准）



来源：Wind

同时，9月份就业情况表现也很一般，非农就业下降预示着衰退来临。美国劳工部公布的修正数据显示，美国第二季度生产力快速增长，基本符合市场预期，但同时劳工成本增长缓慢，非农生产力年升2.6%，单位劳工成本上升1.4%，低于市场预期的上升1.6%。数据显示美国8月非农就业人数下降4000，为4年来首次下滑。而市场对8月就业人数的预期为增长11万，非农就业人数在2003年8月下降42000人以后便从未出现减少的情况。与此同时，美国7月非农就业数据大幅下修至增加6.8万，初值为增加9.2万；6月数据下修至增加6.9万，初值为增加12.6万。5月-8月间，美国7月非农就业人数平均增加4.4万，从1-5月的平均值增加14.7万急剧下降。

表：美二季度以来就业情况

就業項目	8月	7月 (修正前值)		6月 (修正前值)	5月		4月
非農就業人口變動(千人)	-4	68	92	69	126	188	122
失業率(%)	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5
每周平均工時	33.8	33.8	33.8	33.9	33.9	33.8	33.8
平均時薪(美元)	17.5	17.45	17.45	17.4	17.39	17.32	17.25
平均時薪變動(%)	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.2

这些数据说明了劳动市场已经疲软到足以使工人失业的程度，因此4.6%的失业率没有全面地反映劳动市场的疲软。然而，将数据进一步细分，这种看法的疑问明显地增加。数据表明就业增长过去六个月里年龄为25岁的已经达



到平均增长 141,000, 高于四月份的 53,000; 家庭年龄在 16-24 岁的, 就业已经在过去的六个月里下降到每个月平均 113,000, 说明了年轻人的就业恶化。这些学校适龄人群的失业增加, 表明未来就业将恶化。

四、房地产销售数量、价格继续下滑

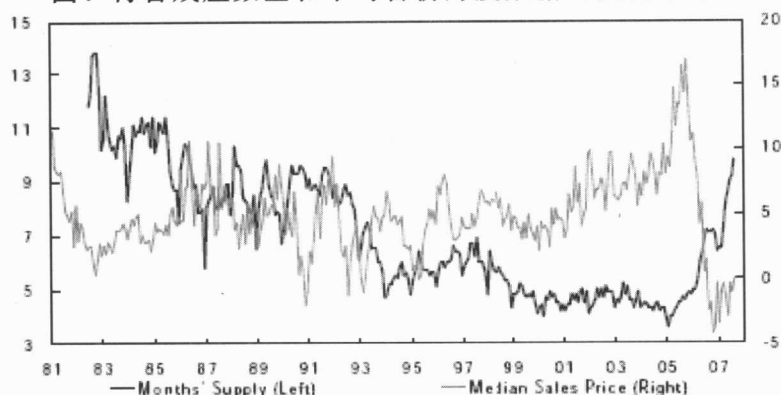
标普 Case Shiller 在 9 月 25 日公布的全国房价指数报告显示, 美国独栋住宅成屋价格在 7 月进一步下挫, 其中 10 大都市地区房价的年度降幅为 16 年来最大。7 月 20 大都市地数据表明郊区房价综合月度指数较 6 月下跌 0.4%, 较上年同期下降 3.9%。大都市地区房价综合月度指数较 6 月下跌 0.6%, 较上年同期则下降 4.5%, 降幅为 1991 年 7 月以来最严重。10 大都市和 20 大都市的房价指标自年初以来就一直处于下降趋势。

在价格下跌的情况下, 销售数量进一步减少。全美不动产协会(NAR)9 月 25 日公布, 8 月成屋销售减少 4.3%, 年率为 550 万户, 7 月年率修正后仍为 575 万户。8 月份成屋销售数量是自 2002 年以来的最低点, 而未售出的独栋房屋存量升至 18 年以来的最高位。

另外一项需求方面的数据突显了美国房地产市场问题的严重性。美国抵押贷款银行协会(MBA)公布的数据显示, 9 月 21 日截至当周经季节调整的抵押贷款申请活动指数下滑 2.8%, 这是申请新贷款数量在连续上升三周后下降。购房贷款需求的减少令此前再融资需求连涨四周的势头黯然失色。

房地产价格的继续下跌, 加上待售房屋的库存急剧增加, 以及次级债带来的信贷环境紧缩, 这都损害了本就疲弱的美国房屋市场人气, 房屋营建商不得不降价, 以处理掉手中的库存, 这将进一步打压房地产价格。

图：待售成屋数量和平均售价月度数据（变化年率）：



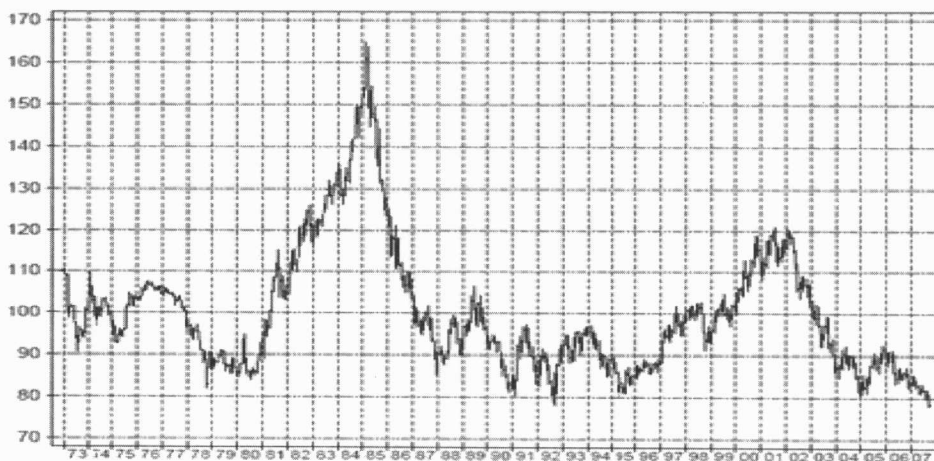
来源：NAR

五、美国经济的有利一面

但是，在领先指标、劳动、消费、房地产不佳的情况下，美国经济也有有利的一面。主要来源美元汇率和双赤字改善，以及公司盈利看起来增长依然良好。

美元下跌有助于美国出口增长，带动经济成长。调降利率打击最大的莫过于美国市场。在联储减息的影响下，美元指数一举突破 14 年来最低的 80 点底部，不断创出 60 年来的最低新记录。

图：美元指数连创新低



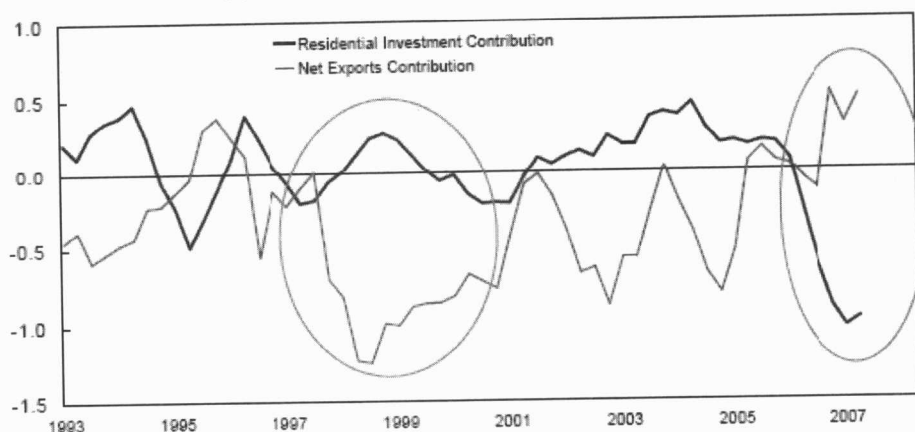
来源：Wind

长期的贸易不平衡是美元长期弱势的主要原因，但美元的弱势，有利于美国出口增长，改善对外均衡。从最新数据看，美国经常项赤字有所减少，这其中美元不断下跌运行应该是功不可没。美国商务部 9 月 14 日公布的报告显示，今年第二季度，美国经常项目逆差比前一个季度下降 3.1%，降到 1908 亿美元。当季经常项目逆差占美国国内生产总值的比例为 5.5%，低于前一个季度的 5.8%。这一比例的历史最高纪录是 2005 年第四季度创下的 7.0%。据修正后的数据，第一季度的经常项目逆差为 1971 亿美元，高于原来估计的 1926 亿美元。

而从美国经济增长的组成看，净出口对美 GDP 的贡献在 2006 年开始，超过了房地产。因此，弱势美元对美国经济是一大利好。



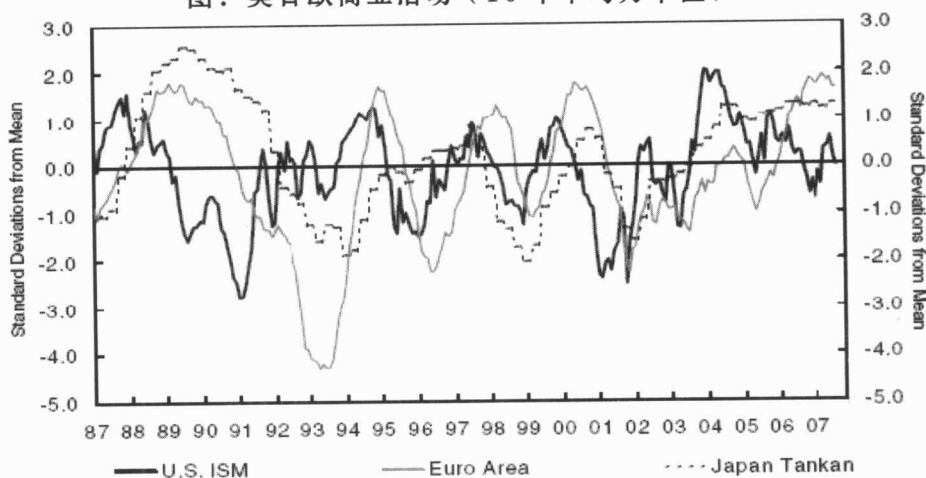
图：净出口和住宅投资对 GDP 的贡献



来源：NBER

从劳动成本看，以 9 月份美元对欧元的平均汇率计算，美国劳动力成本仅相当于欧法国的 70% 多、德国的 80% 左右。成本优势十分明显。同时，由于亚洲新兴经济体依然保持相当高速的增长，日本欧洲的商业周期依然保持较高的活动水平，有利于美国通过美元贬值拉动美国出口增长，从而减少美国经常项逆差，减小经济进入衰退的风险。

图：美日欧商业活动（10 年平均为中值）

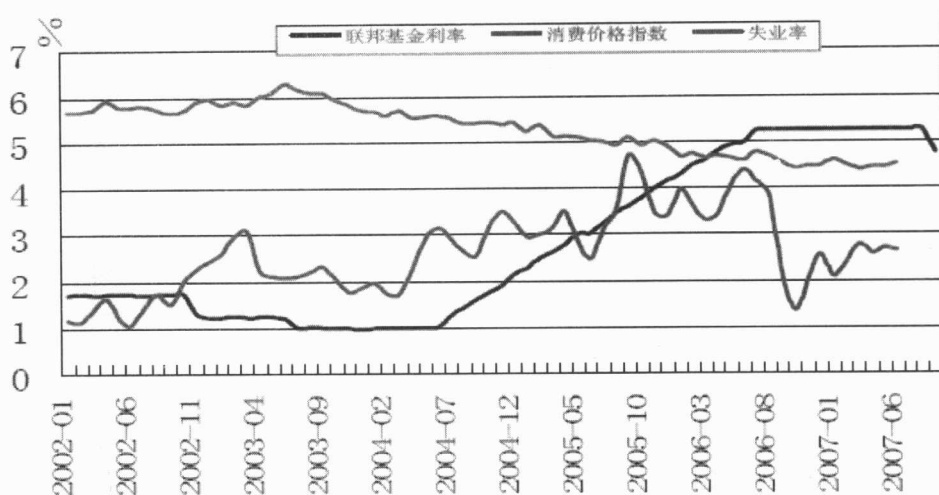


来源：美国供应商协会、日本央行、欧盟委员会、花旗银行

同时，数据显示，美国通货膨胀压力减弱，有利于美联储持续减息，刺激经济增长，防止进入衰退。



图：美联邦基准利率、CPI 与失业率



来源：Wind

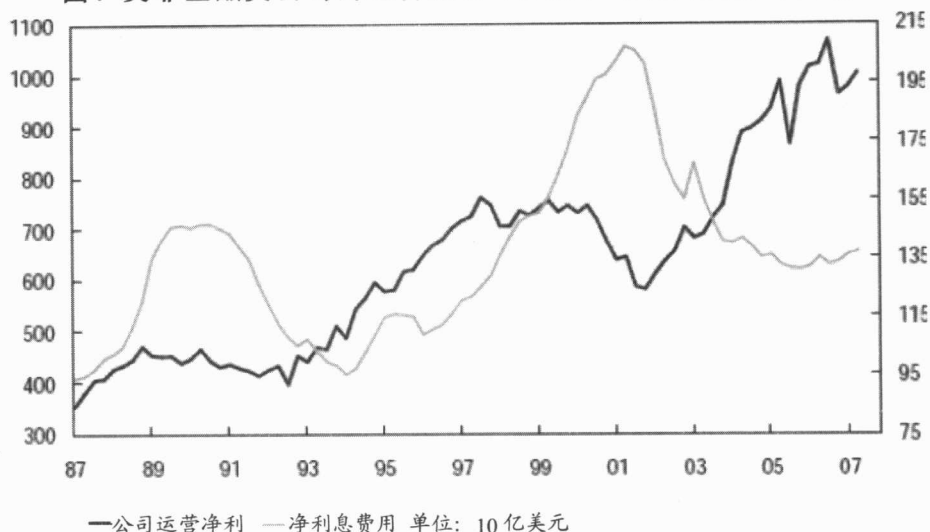
从资金国际流动情况，美国经济仍保持活力，并从国际资本流入中受益。在次级债危机中，欧洲遭受的实际损失可能最大。这从需要救助或承认损失的银行名单上可以看出。从当前情况看，美元弱势并没有伤害到美元在世界经济中的地位。美元资产仍然是世界各国主要的储备货币。自欧元实施到现在，欧元、日元在各国储备中的地位并未很多提升，美元持有比例依然维持在 65% 左右，没有多少变化。美国财政部最新报告显示，7 月净流入美国的外资本达到 1038 亿美元，高于 6 月份的 344 亿美元。同时公布的数据显示，海外投资者 7 月份净卖出 30 亿美元的长期美国证券，6 月份为净买入 818 亿美元。该月度报告着重强调长期证券的跨境交易状况，包括某些非市场渠道的外资流入，如换股和资产担保证券本金的偿付等。据美国财政部国际资本流动数据的月度报告，不包括上述非市场渠道交易的证券，7 月份海外投资者净买入美国长期证券总额为 192 亿美元，低于 6 月份的 973 亿美元。7 月份海外投资者净卖出了 94 亿美元美国国债，6 月份为净买入 247 亿美元。7 月份海外私人投资者净卖出 25 亿美元美国国债，6 月份则为净买入 201 亿美元。与此同时，中央银行等海外官方机构净卖出 69 亿美元的美国国债，6 月份净买入 64 亿美元。显然，源源不断的资本流入，使得美国经济运行总体保持相对的活力。

从美公司的盈利情况看，盈利增长依然良好。尽管在次级债危机后，各研究机构调低了公司的盈利增长，但普遍预期的明年公司盈利增长仍在 4% 左右。以此计算的标普 500 指数，仍有 10% 左右的上涨空间。在美联储进一步



减息情况下，预期公司的净利增长将有所加快，这反映在最近的美国资本市场良好表现上。

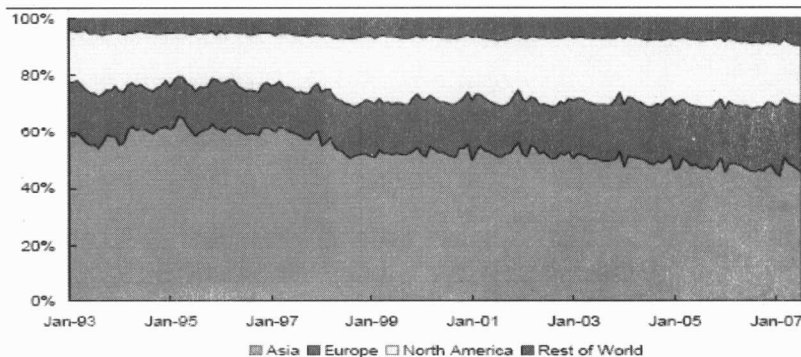
图：美非金融类公司的运营盈利（左轴）与利息支付（右轴）



六、美经济放缓影响有限

总体而言，美国经济未来将减速，但并非就是进入衰退，是市场的共识。但是，美国经济放缓对全球另一主要经济增长拉动的中国也有着一定影响。据研究，美国经济每放慢 0.8%，则会导致中国经济增速减少 1.4%，这主要是因为美国经济放缓，会导致中国出口增速下降，并压低中国出口产品的出口价格。但是，中美两国的经济并非同步，当前中国经济正处于加速期，这从美联储减息的同时，中国央行正在加息的货币政策不同可以看出。同时，中国的出口结构变化，有利于减轻美国经济减速对中国的不利影响，使中国经济稳定增长。

图：中国出口市场情况





对于当前世界经济而言，在美国经济减速，并有可能进入衰退的情况下，中国经济保持高速的增长尤为重要。有关的研究已经证明，在今年二季度开始，中国经济增长对全球经济的贡献已经超过了美国。因此，只要中国目前的经济增长趋势能够维持下去，今后一段时期，全球经济就仍将继续保持稳定增长。对于其他亚洲新兴经济体来说，较多外汇储备和较低的公共债务比率，有助于新兴经济体抵御次贷危机的冲击，保持经济增长稳定性。世行预期 2007 年世界经济将增长 3.4%，是连续第五年增长。主要是中国和印度的经济增长率预计将分别为 10.5% 和 8.5% 的拉动。由于这两个国家的投资率高，它们的快速经济增长在今后若干年内可能还要持续下去。对于其他主要经济体而言，相信欧洲随美国经济下滑，增长速度下降的可能性相当大，日本则不一定。预计未来一年欧盟经济将增长将下降到 2.5% 左右，日本经济将维持 2% 左右的增长。全球的经济增长可能在 3% 以上，仍处于良好的成长中。



国内经济：透视第三次通胀浪潮

● 中国银河证券股份有限公司 研究所

2007年10月08日

■ 内容摘要

事实逐一地验证了一年来我们对通胀趋势的正确判断，中国已步入温和通胀时代。事实上，我们可能已经迎来自改革开放以来的第三次通胀浪潮。

近几个月CPI的加速上行，表明目前我们尚处于这一轮通胀浪潮的前中期，物价的温和上涨至少还要持续一年的时间，但发展成奔跑式通货膨胀的可能性很小。

此轮通胀从成因上看比较复杂，不同于历史上的任何一次。一方面有成本推动的因素，农副产品的价格上涨，表面上看是产不足需而引起，其实深层次原因是其生产成本上升导致的供给不足和价格上涨。虽然劳动力成本的上升还没有超过劳动生产率提升的幅度，但已开始成为支撑通胀走高的因素。另一方面，又有需求拉上的特征，与货币超量供应、总需求过快增长有关。因为，基于GDP的观察，显示出实际总需求大于潜在产出水平，存在较大的需求拉上型的通货膨胀压力；基于货币供需的观察，则显示货币供给被动扩张，通胀预期明显。

尽管从CPI结构上看，主要是食品价格在上涨，还没有出现全面的消费品价格上涨，但由于CPI导致的“负利率”现象加剧，在流动性过剩的背景下，已经引发了资产价格的持续大幅上涨，这又使得此轮通胀与历史上的任何一次都不相同。

治理这次通胀起码应从两方面入手，一是加大紧缩性货币政策的执行力度，抑制总需求，并使实际利率水平达到起码的正值，以从根本上扭转人们的通货膨胀预期；二是增加供给，运用必要的财政补贴和税收手段刺激供给，使潜在的产出水平与实际总需求相适应。

可以预计，抑制通胀、纠正负利率的进程将会贯穿于今后一年的时间。挖掘温和通货膨胀背景下的受益行业，将成为2007年四季度乃至更长一段时间内市场投资的一大主题。这些行业包括：

张新法 高鹤

E-mail: gaoh@chinastock.com.cn

Tel: (8610) 66568470

一，煤炭、有色金属、钢铁、石油、房地产等资源类行业；

二，产品溢价能力强、成本上涨压力不大或者可以转嫁的机械、化工、运输、电力、批发、金融等行业龙头；

三，受益于财富效应的汽车、金银珠宝手饰、酿酒、食品、饮料、酒店旅游、传媒娱乐、电子信息等行业中的高档消费类公司。



■混合型温和通胀还将持续至少一年的时间

在2006年12月初我们撰写的《2007年宏观经济分析报告》中指出，中国的温和通胀已初露端倪。在今年6月初《2007年下半年宏观研究报告》中明确提出，中国步入温和型通胀已成定局。眼下的事实逐一地验证了一年来我们对通胀趋势的正确分析：中国目前的确已步入了温和通胀时代。事实上，我们可能不得不面对自改革开放以来的第三次通胀浪潮的来临。

从CPI指标看，自今年3月份在时隔两年之后首次突破3%之后，呈现出加速上行的态势，8月份更是高达6.5%（图1），创下11年来的新高，CPI环比也出现连月的正增长（图2）。CPI在近几个月的加速上行，表明目前我们尚处于这一轮通胀的前中期，此轮物价的温和上涨至少还要持续一年的时间。

图1

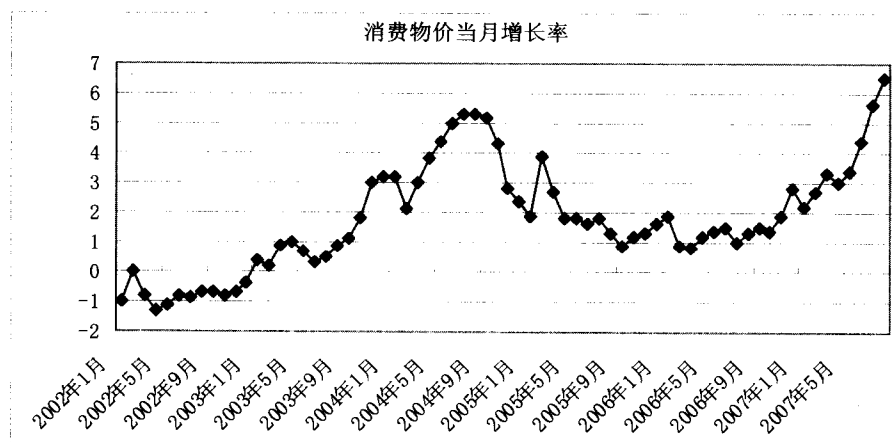
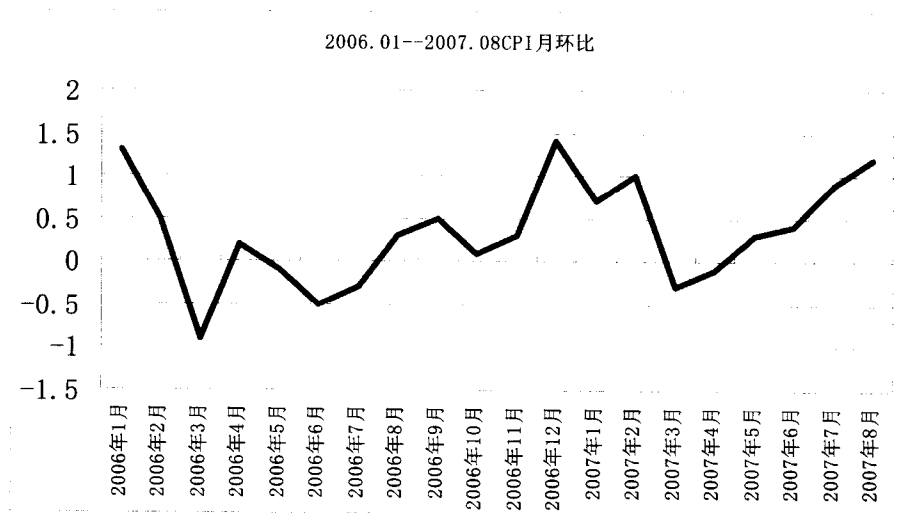


图2



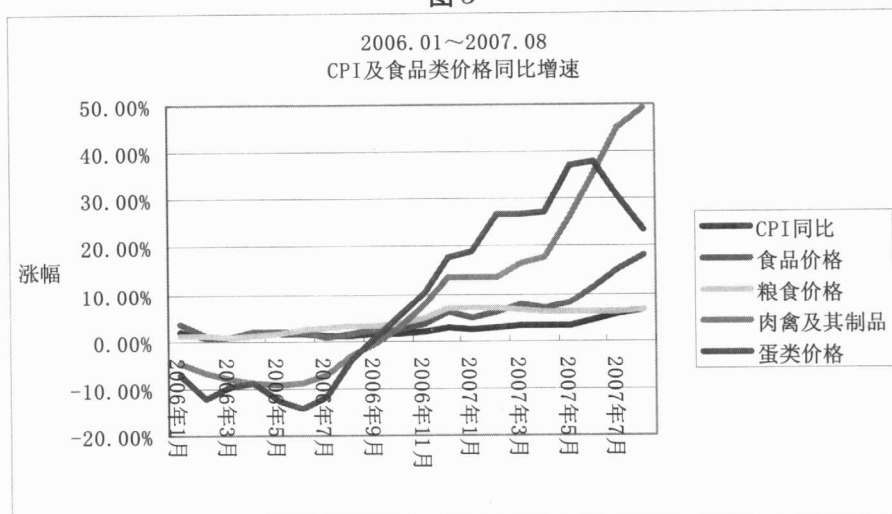


从CPI结构分析,成本推动是此轮通胀的一大成因

农副产品价格上涨的深层次原因是生产成本上升导致的

直接地来看,此轮物价上涨主要表现为食品类价格的上涨。近几个月粮价开始保持稳定,但是肉禽、油脂、鲜蛋等细分项目上涨明显(图3),尤其是猪肉价格涨幅最大。我们认为,这种局面在未来几个月内不会发生根本改观。

图3



以上数据来源: 银河证券研究所

首先,粮食价格仍将在高位保持稳定。从国际因素看,由于主要产粮国受旱灾影响,2007年全球粮食减产已成定局,粮食价格上涨趋势不会改变,在我国处于粮食净进口的情况下,国内粮食价格涨幅不可能下降。从国内情况看,2007年夏粮播种面积与2006年相比几乎没有增加,夏粮只是微幅增收,但鉴于今年下半年以来全国旱涝灾害频发,给秋粮的增产增收平添了更大的不确定性,期待秋粮上市以缓解粮价上涨很可能成为一厢情愿的想法。另外,遏制工业用粮的努力刚刚开始,结果如何尚待观察,工业用粮需求对粮食价格的拉动作用不会马上消失。其次,肉禽制品尤其是猪肉价格的上涨仍会持续。因为,要增加生猪的供应一般需要6个月左右的生产周期,而且还要看政府出台相关配套措施的效力如何。

实际上,食品类价格的上涨具有恢复性增长的性质,也具刚性和可持续性,表面上看是供不应求造成的。其实,种粮和养猪的成本上升才是深层原因。近年来,随着化肥等农资价格的放开,粮食生产者价格指数在不断攀



升，粮价上涨带动饲料价格上行，农户养猪远不如外出务工划算。

要警惕劳动力成本上升逐步演变成物价上升的动因。

劳动力价格的上涨将会从成本和需求两方面推动物价上升。劳动力价格提升在提高成本的同时，还将增加消费品需求，推动消费品价格上涨，二者共同作用形成通胀压力。尽管从现在看，没有充分的、令人信服的数据表明劳动力成本的上升幅度已超出了劳动生产率的提高幅度，但是，今年以来，包括公务员、军人、企事业单位人员甚至退休人员的工资水平确实有了明显的提高，应是一个不争的事实。

在制造业以劳动密集型为主的经济背景下，劳动力成本的上升，对加大通货膨胀压力无疑具有更直接的作用。原因在于：其一，劳动力成本上升会导致企业成本上升。工资是企业生产成本的重要组成部分。特别是在那些劳动密集型企业，工资所占比重较高。劳动力成本上升除表现在工资这一块外，伴随着我国劳动者权益保障的逐步加强，企业在落实劳动者权益方面也将支付另一块人工成本。其二，企业成本的上升，在其他方面变化不大的情况下，意味着企业利润空间也随之缩小，尤其是对那些利润空间本来就很小的企业来说，带来的冲击会更大些。在这种情况下，企业将考虑如何转嫁成本，而最可行的做法就是提高产品价格。如果企业生产的是生活消费品，那将引起居民消费支出的增长，直接表现为CPI的上涨；如果企业生产的是工业投入品，其价格的上涨必然会传递给下游产品，后一种情况经历多次，将会引起大范围的物价上涨，这种现象在我国已经出现过多次。

基于GDP的观察：实际总需求大于潜在产出水平，存在较大的需求拉上型的通货膨胀压力

为从总体上观察中国经济波动情况，我们采用根据实际GDP数据计算产出缺口方法的来观察经济波动。我们利用1978年到2006年年度实际GDP的数据，选择HP滤波方法，采用消除趋势法来估算产出缺口。消除趋势法是目前估算产出缺口的主要方法之一，它可以将实际产出分解为趋势成分与周期成分，其中趋势成分即被作为潜在产出水平。HP滤波方法估算得到的产出缺口变化曲线如图4所示（估算中参数选择29）。