



对大宗商品和 2010 年通胀压力的判断

宏观分析师

吴土金

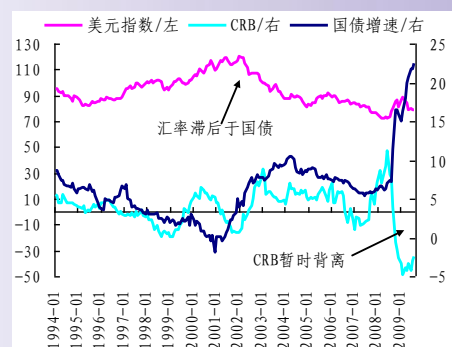
☎86-755-83516212

✉wtj@cgws.com

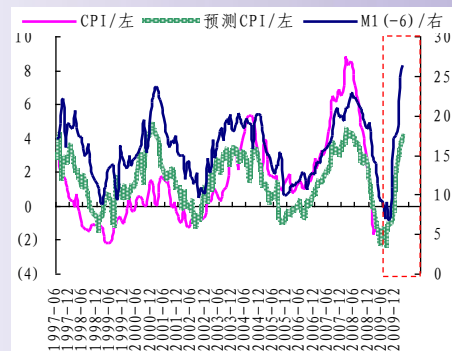
要点:

- **低利率、弱美元、强商品:** 作为发行货币的“基石”，美国国债的膨胀速度主导着货币环境、美元汇率和大宗商品价格。美联储的货币政策将在较长时间内受制于庞大的美国政府和民间债务规模，低利率和宽松货币延续的时间可能超出预期。美元汇率从 02 年初开始步入贬值通道，贬值的时点大约滞后国债拐点 4-6 个季度，本轮国债急剧上升可能意味着另一个美元走弱的起点。历史上大宗商品价格与国债膨胀速度较为一致，尽管 08 年金融危机的冲击使得两者走势出现了暂时的背离，但我们相信在不久的将来，在实体经济稍微转好之后，大宗商品与国债的走势将会重新趋于一致，商品价格正在重新回到上升通道。
- **从资产收益率看大宗商品走强:** 宽松货币对资产价格有着深刻的影响，一方面，低利率和宽松货币通过对负债的刺激扩张了实体经济的总需求，增加了对大宗商品的需求；另一方面，不同种类资产收益率趋同意味着美元低利率将促使资产收益率下降（抬高包括大宗商品在内的资产价格）。当前极低的基准利率，以及 10Y-3M 美债收益率差所代表的货币宽松度指标目前都处在历史极端水平，可以推断金融危机形成的大宗商品价格低估正在得到修正。在担忧美国国债膨胀的情形下，未来全球大类资产配置向非美元方向的转移是可以预期的，一旦这种配置转移以较明显的趋势出现，目前连升十年的黄金价格可能继续突破 1000 美元后再度大幅上扬，甚至不排除金油价格同步攀升局面的出现。
- **国内物价探底后开始回升:** 本轮通胀周期 PPI 和 CPI 已经分别在 4 月和 7 月触底，预计 8 月份工业增加值增速将达到 12.5%，CPI 同比降幅为 1.2%，而由于基数效应，8 月份的 PPI 可能创出 -8.8% 的新低（真实的 PPI 绝对值低点是今年 4 月份），年内 CPI 大概在 11 月将由负转正，全年 CPI 为 -0.8%，全年 PPI 降幅约 5.8%，根据 M1 领先于 CPI 大约 6 个月的特征，月度货币模型预示着 2010 年中单月 CPI 涨幅可能会超过 4%。
- **货币扩张蕴含着未来的通胀:** 目前国内接近 30% 的 M2 增速远高于金融危机后信用机制遭受重创的发达国家，巨额的货币创造已经在 09 年表现为金融资产和不动产价格的大幅上升，根据普通商品价格滞后于货币和资产价格的历史经验，物价将跟随实体经济一同回升，尽管当前在复苏的初期价格回升步伐受到了产能、产品过剩的抑制，但在总需求逐渐扩张，经济复苏趋势不断延续的条件下，可以预见的是 2010 年的通胀压力将逐步显现，我们预测 2010 年 CPI 增速将达到 3.2%。

美元指数、CRB 与美国国债同比增速



CPI、预测 CPI 与 M1 (-6) 增速, %



相关报告

2009年08月12日

《透过环比看复苏，期待外需接力》

2009年07月17日

《货币带来繁荣，GDP 扩张已回到 07 年水平》

2009年01月14日

《货币点评：从流动性底部到市场底部》

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



基于美国国债急剧膨胀的逻辑起点,我们认为目前货币宽松、美元疲软和大宗商品价格走强的格局将会在未来较长时间内延续。中国经济从 08 年末开始,在政策的强力拉动下出现了非常强劲的复苏,近两个月环比扩张的速度有所放缓,但复苏趋势仍在延续,本轮通胀周期 PPI 和 CPI 分别在 4 月和 7 月触底,随着实体经济的进一步好转,通胀压力将从年末开始逐步显现,预计 8 月份 CPI 和 PPI 分别为-1.2 和-8.8% (真实的 PPI 绝对值低点是 4 月份),年内 CPI 大概在 11 月由负转正,全年 CPI 为-0.8%, PPI 降幅约 5.8%,而货币模型预示着 2010 年中单月 CPI 涨幅可能会超过 4%,在一般假设之下,09 年天量货币供应蕴含的 2010 年通胀水平大概为 3.2%。

一、低利率、弱美元、强商品的基本逻辑

货币的本质是债务(永不偿还的公共债务/需要偿还或核销的民间债务),作为发行货币的“基石”,美国国债的膨胀速度主导着货币环境、美元汇率和大宗商品价格。

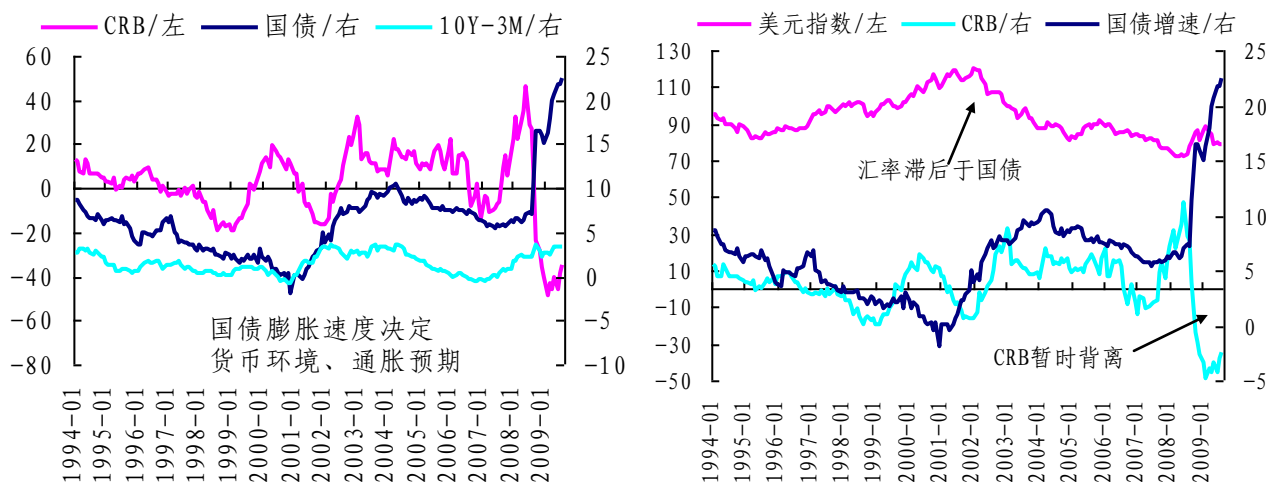
(1)利率对实体经济的调控作用是通过调节储蓄-透支的平衡来实现的,美联储的政策取向不仅需要考虑居民、企业等民间债务对于利率变化的承受能力,更需要开始考虑政府债务利息支出的压力。80 年代美联储有过两位数高利率打压通胀的历史,但在美国整体依靠亚洲储蓄,政府债务极其庞大(国债占 GDP 比例在 80%左右),民间部门依赖透支和债务维持繁荣多年之后,美联储未来的反通胀空间已经被封杀了许多,当然,另一方面亚洲制造也一直在以其低价格缓解了很大一部分的全球通胀压力,美联储的货币宽松可能会成为较长时间里的唯一选项。90 年代以来,表征货币环境和通胀预期的长短债(10Y-3M)收益差与美国国债膨胀速度存在较高的相关度(图 1),这一货币现实表明日益膨胀的美国国债规模将进一步限制美元的利率水平,并造成较高的通胀预期。

(2)作为货币的源头,美国国债膨胀的速度主导着美元的走势,在整个 90 年代,国债扩张速度呈现逐渐下降态势,甚至在克林顿末期,财政赤字的扭转使得国债绝对额出现了萎缩。与 90 年代国债膨胀放缓相对应的是美元币值的不断走强,直到小布什上台和科网泡沫破灭,美国国债重新出现了较快的膨胀,美元汇率从 02 年初开始步入贬值通道,贬值的时点大约滞后国债拐点 4-6 个季度。而从 07 年末次贷问题露出苗头以来,美国政府重新实施宽松的货币和财政政策,直至 08 年四季度开始出现历史罕见的国债大爆发,目前赤字占 GDP 比重超过两位数的格局一两年内难以改变,这正是我们在早前推断 09 年一季度会成为美元漫长贬值路上另一个起点的理由,美元本轮贬值周期相对于国债的滞后期同样是 4-6 个季度(图 2),而作为本身就处低估水平的人民币,继续紧盯美元将使得人民币币值进一步偏离其合理位置,而币值低估也将成为未来国内通胀压力的另一个源头。

(3)在国债膨胀、美元弱势通道的基础上,我们自然地联想到未来大宗商品价格走强的态势。一方面,美元贬值导致大宗商品价格上升的逻辑极为简单,另一方面,我们也看到在这个逻辑背后,同样存在着大宗商品价格与国债膨胀速度较为一致的现象,尽管 08 年金融危机的冲击使得两者走势出现了暂时的背离,但我们相信在不久的将来,在实体经济稍微转好之后,大宗商品与国债膨胀的走势将会重新趋于一致,商品价格正在重新回到上升通道。



图 1. CRB、国债同比增速与美国 10Y-3M 国债收益率差 图 2. 美元指数、CRB 与美国国债同比增速;

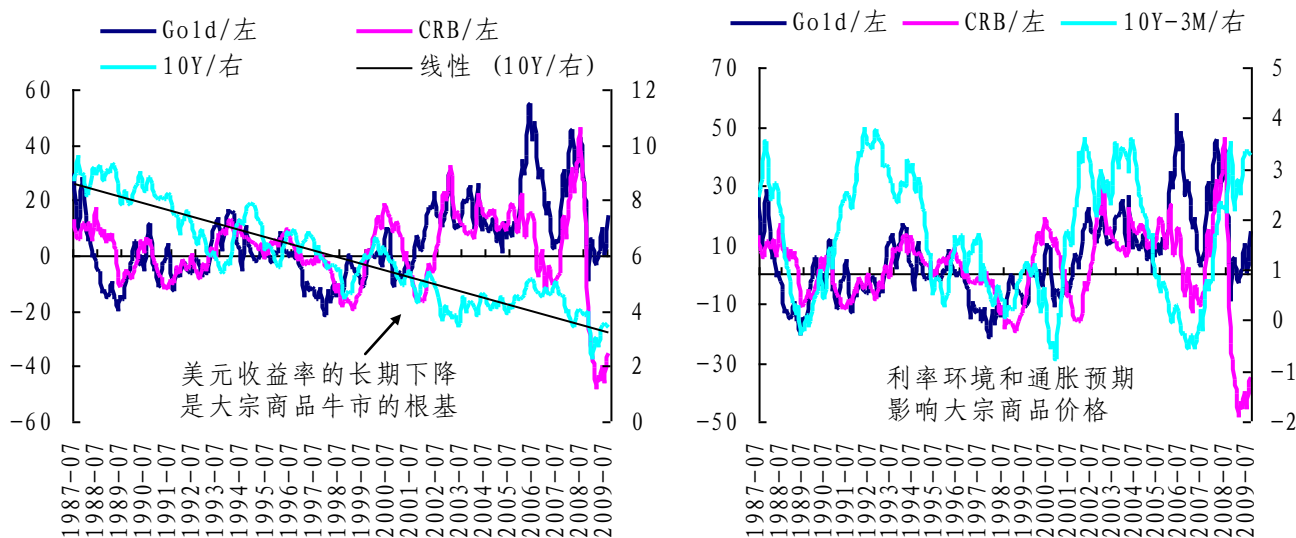


数据来源: Bloomberg 长城证券研究所, 截至 09 年 8 月

从另外的角度来看, 作为全球主导货币, 美元的利率和宽松程度对资产价格有着深刻的影响, 一方面, 低利率和宽松货币通过对负债的刺激扩张了实体经济的总需求, 增加了对基础大宗商品的需求; 另一方面, 不同种类资产收益率趋同意味着美元低利率将促使资产收益率下降 (抬高包括大宗商品在内的资产价格)。过去十年的大宗商品牛市, 除了亚洲地区工业化带来的强劲需求之外, 离不开美元收益率持续回落的时代大背景, 因为亚洲国家的高出口和高储蓄, 美国具备了以较低收益率获得融资透支消费的条件。从历史上来看, 大宗商品的价格波动与美国的货币环境存在较高的相关性, 考虑到当前极低的基准利率, 以及 10Y-3M 美债收益率差所代表的货币宽松度指标目前都处在历史极端水平, 也可以推断金融危机形成的大宗商品价格低估正在得到修正。

图 3. 黄金、CRB 同比增速与美国 10Y 国债收益率;

图 4. 黄金、CRB 同比与 10Y-3M 美国国债收益率差



数据来源: Bloomberg 长城证券研究所, 截至 09 年 8 月



实际上, 这些观点在近期大宗商品价格的走势上也得到了印证, 金融危机导致实物属性较重的原油、基本金属的价格遭遇了重创, 但金融属性较重的黄金价格维持了大体的稳定, 使得目前原油相对黄金价格处在历史较低水平(金油价格比在长期趋势上方, 图 5), 从原油和黄金价格趋于一致的历史规律也可以看出, 当前大宗商品价格相对贵金属的估值洼地应该得到填补。在目前金融市场基本恢复稳定, 美元通过信用机制重新源源不断创造出来的情形下, 全球投资主体势必重新审视美元资产和实物资产的配置, 尤其是以亚洲各大央行为主的美元头寸持有者, 无不对美国国债的快速膨胀形成了很大的担忧, 全球大类资产配置向非美元方向的转移是可以预期的, 一旦这种配置转移以较明显的趋势出现, 目前连升十年的黄金价格可能继续突破 1000 美元后再度大幅上扬, 甚至不排除金油价格同步攀升的局面出现。

图 5. 黄金-原油价格之比

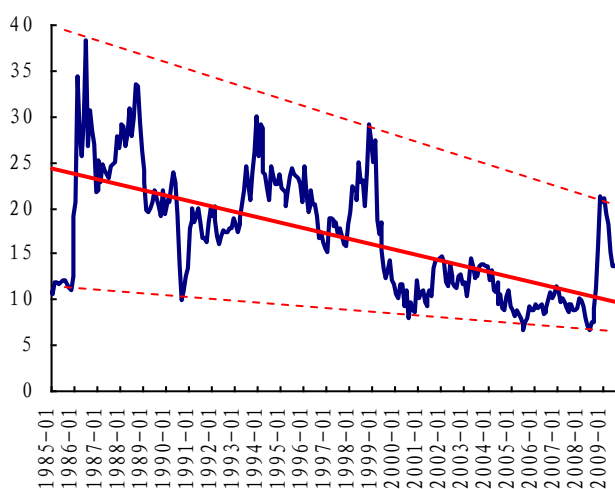
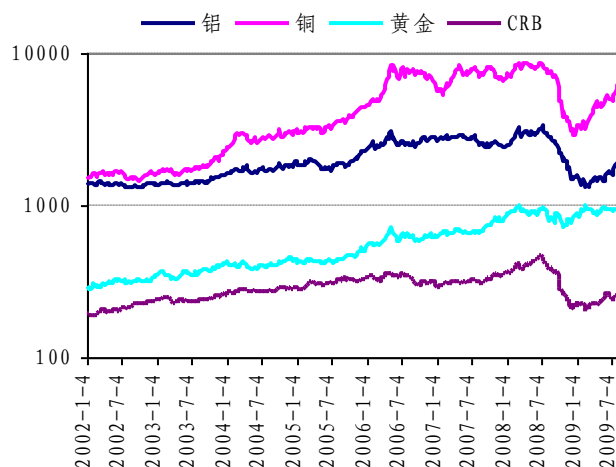


图 6. LME 铝、铜、黄金现货价格和 CRB 指数 (对数图)



数据来源: Bloomberg 长城证券研究所, 截至 9 月 4 日

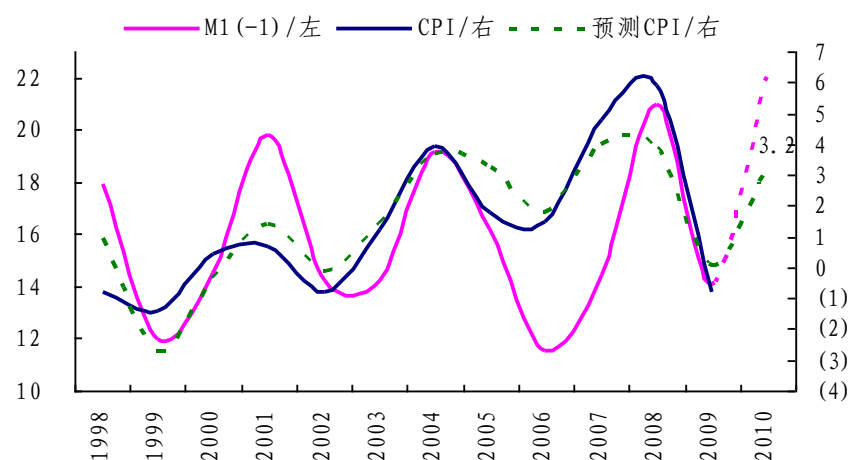
二、 货币泛滥蕴含着较高的通胀压力

从国内来看, 尽管我们在表面上维持着赤字占 GDP 比重 3% 的警戒线, 但毫无疑问的是 09 年很大一部分的银行信贷和地方融资事实上充当了“准赤字”的功能, 保守估计 09 年中央赤字再加上“准赤字”融资的总额超过了 3 万亿, 因此可以说 09 年中国的赤字规模并不逊于美国占 GDP 比重 12% 的水平。从货币增速的角度来看, 中国目前接近 30% 的 M2 增速远高于金融危机后信用机制遭受重创的发达国家, 巨额的货币创造已经在 09 年表现为金融资产和不动产价格的大幅上升, 根据普通商品价格滞后于货币扩张和资产价格的历史经验, 物价将跟随实体经济一同回升, 尽管当前在复苏的初期价格回升步伐受到了产能、产品过剩的抑制, 但在总需求逐渐扩张, 经济复苏趋势不断延续的条件下, 可以预见的是 2010 年的通胀压力将逐步显现。

根据货币和经济景气度决定通胀高低的规律, 我们可以看出近十来年的 CPI 与头一年的狭义货币 M1 平均增速和当年的 GDP 高度相关, 在产品供给过剩的格局下, 经济低谷时期的过剩货币供给往往不会形成当期的通胀压力, 而在后期宏观景气度回升的时候释放为通胀压力。在外部复苏和宏观调控政策取向中性的假设下, 根据这一模

型预测的 2010 年 CPI 增速为 3.2%。

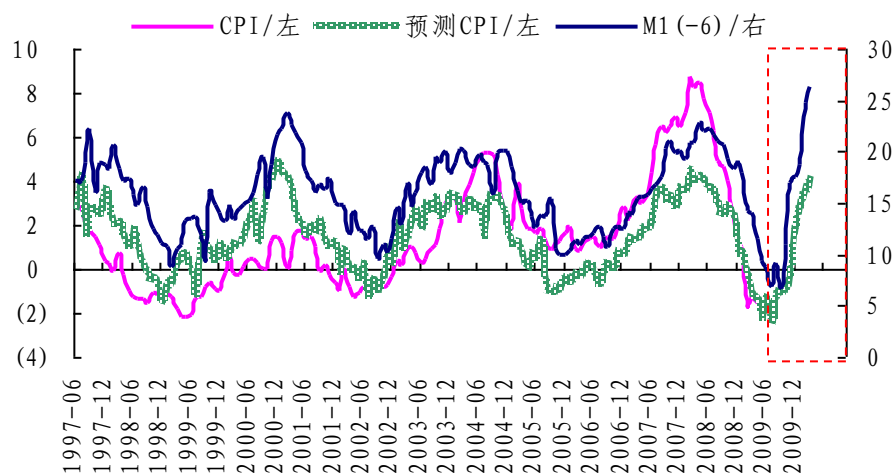
图 7. CPI、预测 CPI 和 M1 (-1) 同比增速 (年度), %



数据来源: Wind, 长城证券研究所,

在月度数据的层面, 狭义货币 M1 同样表现出对 CPI 的领先特征, 这一领先期大约为 6 个月, 在经济周期高点时期, 货币供应能在很大程度上释放为 CPI 的上涨, M1 与 CPI 之间的差值较小, 而在景气度较低时期 (如 2001 年), 商品价格无法充分地反映货币的膨胀, M1 和 CPI 之间的差值较大。我们根据此月度模型预测 09 年 7 月份即是本论 CPI 周期的谷底, 这一时间拐点恰好是和短期 CPI 预测相一致的, 我们预计 8 月份 CPI 同比降幅为 1.2%, 而由于基数效应, 8 月份的 PPI 可能创出 -8.8% 的新低 (真实的 PPI 绝对值低点为 4 月份), 年内 CPI 大概在 11 月将由负转正, 全年 CPI 为 -0.8%, PPI 降幅约 5.8%, 而月度货币模型预示 2010 年中单月 CPI 涨幅可能会超过 4%, 与 2010 年 3.2% 的年度 CPI 预测值基本一致。

图 8. 真实 CPI、预测 CPI 和 M1 (-6) 同比增速 (月度), %



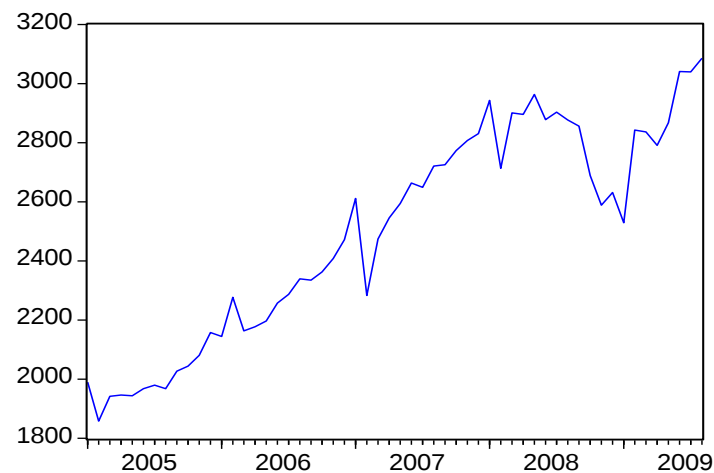
数据来源: Wind, 长城证券研究所, 截止 2010 年 4 月

除货币之外, 总需求和实体经济的景气度是影响通胀水平的重要因素, 从季调后的单月发电量数据来看, 我们有理由相信实体经济已经处在 08 年末以来的快速复苏路上, 今年上半年发电量月均环比增速 2.4%, 显示经济总量从休克状态下回升的步伐



甚至比 07 年过热时期还要快。近两个月宏观经济指标出现了轻微的波动，7 月份当月投资回落，发电量也出现了零增长，但 8 月份发电量重新出现了 1.5% 的环比回升，预示着 8 月份的工业增加值同比增速可能超过 12.5%，但从 8 月份发电量分地区来看，高耗能地区除河北、河南受益于钢铁增速较高之外，其余高耗能地区普遍低于全国平均 3 个百分点，说明重工业恢复仍有压力。另外，从钢铁、有色等行业过剩仍主导供需关系的格局也可以看出当前经济复苏仍处在初期阶段，在出口尚未大幅好转之前，终端需求的旺盛主要停留在汽车、地产、家电和固定资产投资领域，正因如此，目前货币转化为通胀的效应仍没有完全显现，在内需逐级扩散、投资存量继续拉动和外需有望逐步好转的情形下，通胀压力从年底开始逐步显现也是可以预期的。

图 9. 当月发电量（季调/截至 8 月），亿千瓦时%



数据来源：Wind，长城证券研究所，季调未剔除春节因素影响

（完）

研究员介绍及承诺:

吴士金: 男, 2006年毕业于北京大学地理信息系统专业(本科), 北京大学中国经济研究中心双学位, 2008年毕业于香港中文大学经济系(硕士), 同年加入长城证券金融研究所, 任宏观、策略分析师。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	推荐	说明
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。