

中国固定收益证券

物价研究

第一创业固定收益研究组

分析师: 李怀军

电话: 010-68059680

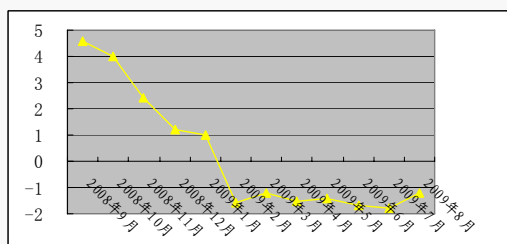
邮件: lihuaijun@fcsc.cn

9 月 CPI 同比回升至-0.8%

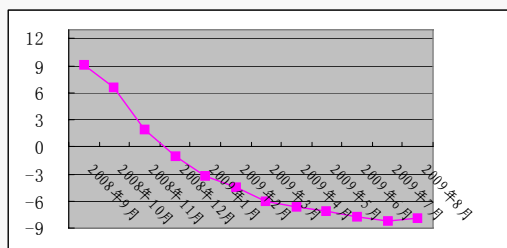
上月和本月物价变化

CPI 同比增长 (%)	
2009 年 8 月	-1.2
2009 年 9 月	-0.8
PPI 同比增长 (%)	
2009 年 8 月	-7.9
2009 年 9 月	-7.6

一年来的 CPI 同比走势



一年来的 PPI 同比走势



相关报告

8 月物价报告——8 月 CPI 同比回升至 -1.2% (2009.7.29)

投资要点:

- 我们预测 2009 年 9 月 CPI 同比上涨-0.8%。其中, 食品价格同比上涨 1.5 个百分点, 对 CPI 贡献 0.5 个百分点; 非食品价格同比上涨-1.9 个百分点, 对 CPI 贡献-1.3 个百分点。从月环比看, 2009 年 9 月 CPI 环比为 0.4%。另外, 我们预测 9 月 PPI 同比上涨-7.6%。
- 就食品价格而言, 在 9 月 25 日之前的平均价较 8 月平均价, 蔬菜类的涨幅最高, 达到 10%, 蛋类次之, 达到 3%, 肉类的涨幅最低, 达到 1%; 在下跌的品种中, 水果有 4% 以上的跌幅, 水产品 and 食用油有 1% 以上的跌幅; 其它品种的涨跌幅均不大。对工业品出厂价而言, 原油、成品油和有色金属价格的价格上涨, 钢铁的价格下跌, 化工产品的价格涨跌互现。
- “超额货币 (M2-GDP-CPI)” 在改革开放以来的中国宏观经济中扮演着重要的角色, 该指标能够非常准确地预测出未来将出现经济紧缩或扩张的趋势。超额货币的高积累总是先于高通胀而发生。而高通胀通常都是在发生在 GDP 增长率达到周期高峰后的第二年或第三年。
- 从 2009 年 1-2 季度看, 超额货币已经达到了 28.8% 的历史新高。而历史数据表明, “超额货币” 的最高点往往对应着物价指数的最低点, 然后随着 “超额货币” 的下降, 物价指数开始上升。但由于经济增速在回升, 也在吸收 “超额货币”, 因而物价的回升有限, 物价水平仍然不高。
- 这是因为 $P=MV/Y$, 物价水平由以下三个方面的因素决定, 货币供应量 M、货币流通速度 V 和经济增长速度 Y。我们已经先看到货币供应量 M2 的上升, 然后是货币流通速度 V 的上升。等到经济增速回升到潜在水平之上后, 遇到 “天花板” 即资源约束后不再上升转而下降后, 我们将看到物价的快速上升, 物价也将上升到 “通胀” 的水平上。
- 在 8 月的经济数据中, 我们已经看到随着经济增速的回升, “超额货币” 已开始下降并逐渐作用于物价, 物价指数的拐点已现, 物价上涨将逐渐吸收 “超额货币” 的冲击。我们预计, CPI 同比将在 11 月转正, 并在明年 6 月份达到 3% 左右的 “通胀” 水平。



■ 上月物价指数回顾

从同比上看, 09 年 8 月三大物价指数明显已摆脱了低位徘徊的局面, 出现向上的拐点。图 1 显示, 反映上游的工业品出厂价格 (PPI) 同比, 由 09 年 7 月的-8.2% 上升到 8 月的-7.9%, 回升 0.3 个百分点; 反映中游的企业间商品批发价格 (CGPI) 同比, 由 7 月的-8.0% 上升到 8 月-7.1%, 回升 0.9 个百分点; 而反映下游的居民消费价格 (CPI) 同比, 由 09 年 7 月的-1.8% 上升到 8 月的-1.2%, 回升 0.6 个百分点。从环比上看, 三大物价指数继续保持反弹的势头。在图 2 中, 09 年 8 月 PPI 的环比为 0.8%; 8 月 CGPI 的环比为 0.7%; 8 月 CPI 的环比为 0.5%。

图 1 从同比看 8 月三大物价指数出现向上的拐点

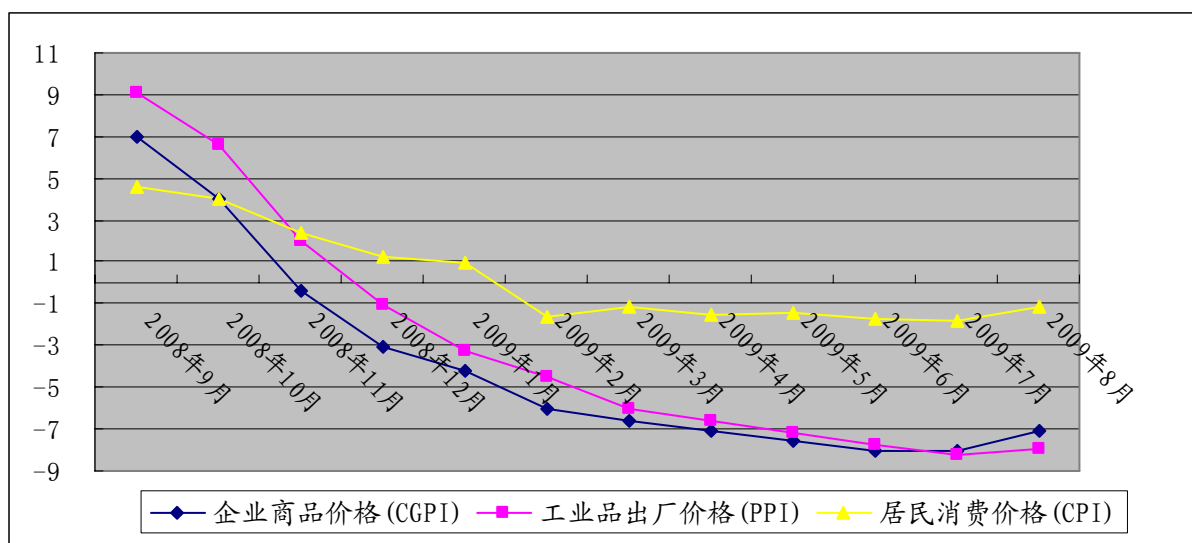
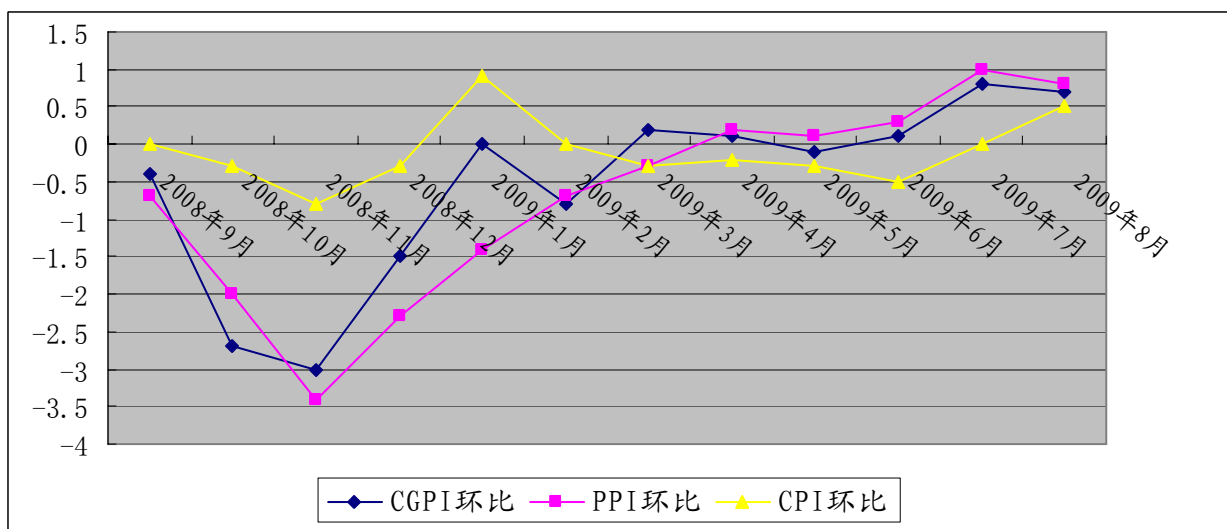


图 2 从环比看 8 月三大物价指数出现明显的反弹迹象



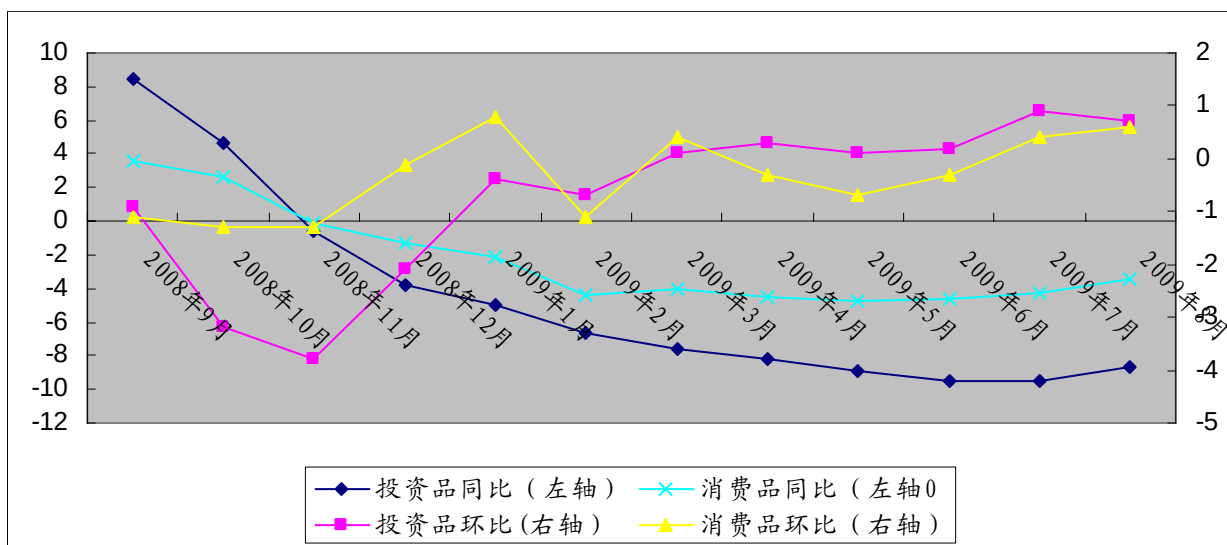
资料来源: 国家统计局和中国人民银行 第一创业整理

同样, 从央行编制的 8 月 CGPI 中的投资品和消费品的价格走势看, 投资品的同比价格指数明显地低于消费品, 但也跟随消费品呈现出触底回升的态势。从环比价格上



看，投资品价格指数要高于消费品，但消费品价格的回升幅度更大。

图3 从CGPI构成看投资品和消费品的价格走势



资料来源：中国人民银行 第一创业整理

■ 物价形势评述

“超额货币”冲击开始作用于物价

“超额货币 (M2-GDP-CPI)”在改革开放以来的中国宏观经济中扮演着重要的角色，该指标能够非常准确地预测出未来将出现经济紧缩或扩张的趋势。“超额货币”冲击作用的顺序，依次是资产—产出—物价。中国经济在经过“低增长、低通胀”的经济复苏期后，将迎来“高增长、低通胀”的经济扩张期。

弗里德曼有一个著名的断言，即通货膨胀无论何时、何地都是一个货币现象。他认定，所有的通货膨胀都根源于高的货币供给增长率。因此，通胀预期本身并不能造成通货膨胀，通胀预期突变对物价上升有一定的强化作用，但只有超额货币积累到一定程度才会发生作用，超额货币的高积累总是先于高通胀而发生。而高通胀通常都是在的发生在 GDP 增长率达到周期高峰后的第二年或第三年，我们从 GDP 增速的周期性低点到高点之间的年份，来计算积累的超额货币。

表1 超额货币的积累对来年物价水平的影响

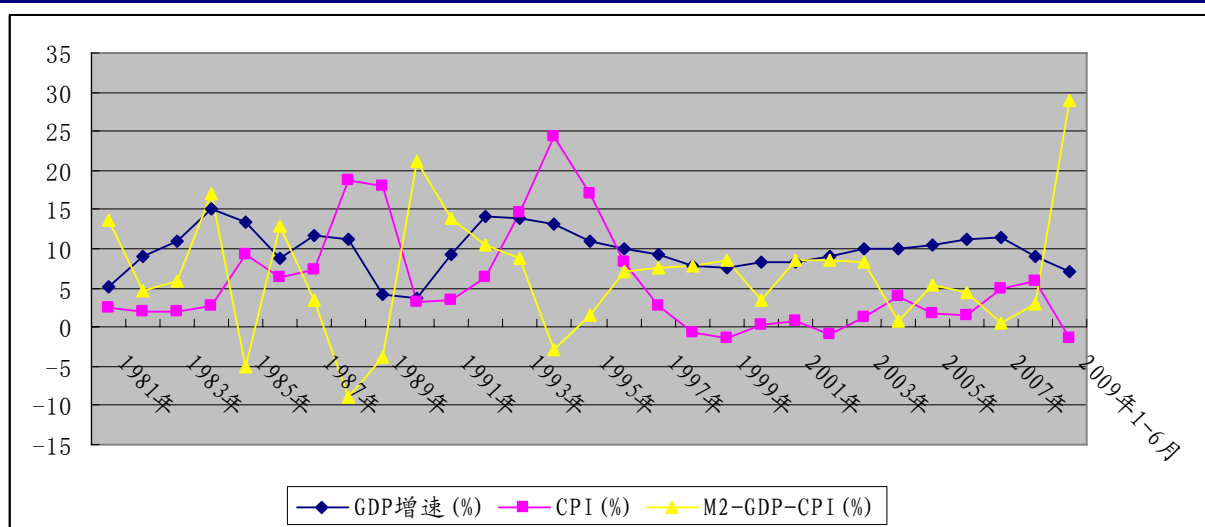
年份	超额货币的积累 (%)	GDP 增速 (%)	CPI (%)	来年的 CPI
1981-1984	42.2/10.6	5.2-15.2	2.5-2.7	9.3 (1985)
1986-1987	20.6/10.3	8.8-11.6	6.5-6.7	18.8 (1988)
1990-1992	38.3/12.8	3.8-14.2	3.1-6.4	14.5/24.3 (1993/1994)
1999-2007	32.8/3.6	7.6-11.4	-1.4-4.8	5.9 (2008)
2009年1-2Q	28.8	7.1	-1.5	? (2010)

资料来源：国家统计局和中国人民银行 第一创业整理



从表 1 中，我们可以看出，在 1981-1984 年期间的超额货币的积累达到 42.2%，四年平均值为 10.6%。1986-1987 年和 1990-1992 年之间的年平均值分别为 10.3% 和 12.8%，因而在 1995、1998、1993 和 1994 年的通胀率接近或超过了两位数。而 1999-2007 年期的年平均值只有 3.6%，因而 2008 年的通胀率只有 5.9%。从 2009 年 1-2 季度看，超额货币已经达到了 28.8%，创出历史新高，这是相当危险的水平。从图 1 上看，“超额货币”的最高点对应着物价指数的最低点，然后随着“超额货币”的下降，物价指数开始上升。在 8 月的经济数据中，我们已经看到随着经济增速的回升，“超额货币”已开始下降并逐渐作用于物价，物价指数的拐点已现，物价上涨将逐渐吸收“超额货币”的冲击。

图 4 “超额货币” (M2-GDP-CPI) 的下降对应着 CPI 的上升



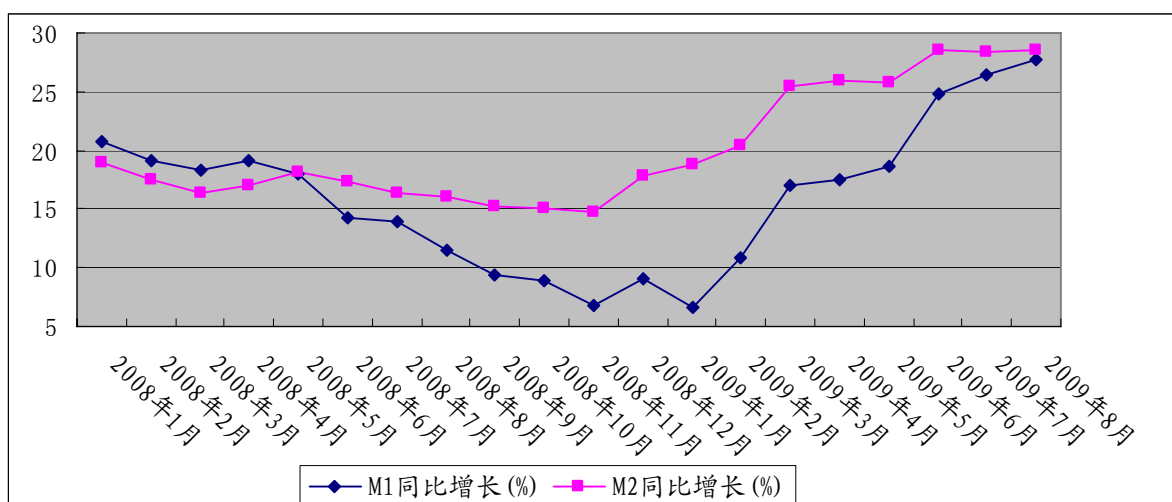
数据来源：国家统计局和中国人民银行，第一创业证券整理

实际上，超额货币是由货币交易方程式 $MV = PY$ 推导而来，超额货币的变化实际显示的是货币流通速度 (V) 的变化。从定义上看， $M1$ 是通常所说的狭义货币量，流动性较强； $M2$ 是广义货币量， $M2$ 与 $M1$ 的差额是准货币，流动性较弱。图 5 显示，从 08 年 1 月到现在， $M2$ 和 $M1$ 增速之差，呈现出逐渐扩大之后，又逐渐收缩的过程。这表现出货币流通速度由逐渐放慢后又逐渐加快的过程，这中间的拐点在 2009 年 1 月。 $M1$ 和 $M2$ 增速本身在今年上半年的变化，就说明货币流通速度的明显上升，这预示着货币“超额货币”的下降即将到来。

从由货币交易方程式 $MV = PY$ 推导出 $P = MV/Y$ ，得出物价水平由以下三个方面的因素决定，货币供应量 M 、货币流通速度 V 和经济增长速度 Y 。我们已经先看到货币供应量 $M2$ 的上升，然后是货币流通速度 V 的上升。此时，由于经济增速在回升，也在吸收“超额货币”，因而物价的回升有限，物价水平仍然不高。但等到经济增速回升到潜在水平之上后，遇到“天花板”即资源约束后不再上升转而下降后，我们将看到物价的快速上升，物价也将上升到“通货膨胀”的水平上。



图 5 2008 年 1 月至今的 M1 的 M2 同比增速变动示意图



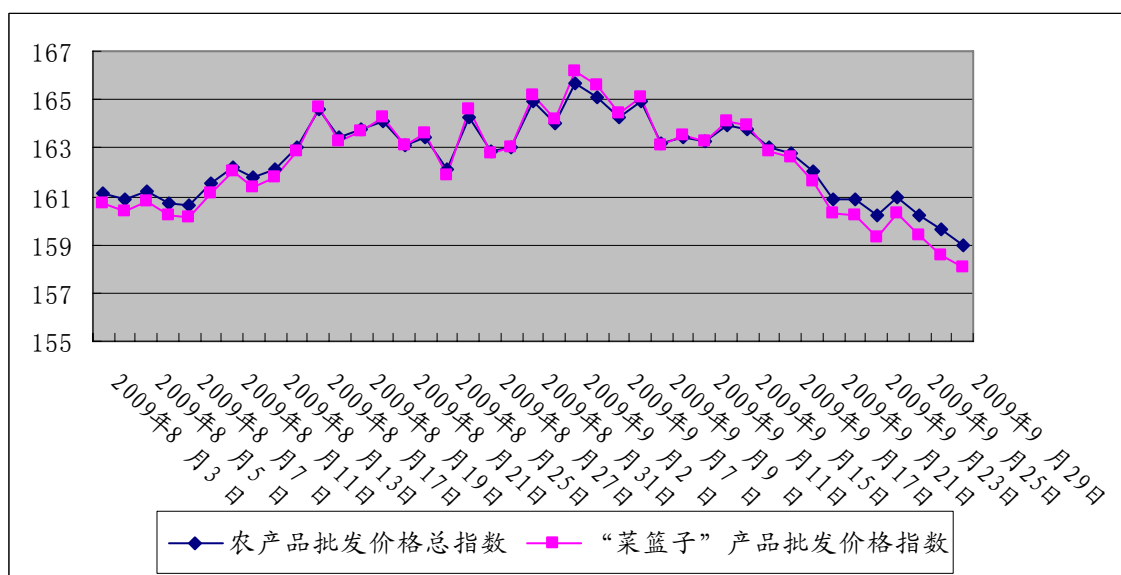
资料来源：国家商务部 第一创业证券计算整理

■ 09 年 9 月物价指数的预测

CPI 同比：由上月的-1.2%回升到本月的-0.8%

从农业部 2009.8-2009.9 月的“全国农产品批发价格指数”日度定基比走势图中，我们可以看出，2009 年 9 月该指数在近期有所回落，但就平均值而言，与 2009 年 8 月相比基本持平（图 6 所示）。

图 6 农业部“全国农产品批发价格指数”2009.8-9 月定基比价格走势图



资料来源：中国农业信息网 第一创业整理

在商务部监测的 10 个食品品种中，在 9 月 25 日之前的平均价较 8 月平均价，有 4 个下跌、6 个上涨。具体而言：在上涨的品种中，蔬菜的涨幅仍最高，达到了 10%，蛋



类次之，达到了 3%，肉类的涨幅最低，达到了 1.0%；在下落的品种中，水果的跌幅仍最高，为-4.6%，水产品次之，为-1.8%，植物油的跌幅最低，为-1.4%；其它品种的涨跌幅均不超过正负 1%。

从统计局监测的 50 个城市主要食品价格变动情况看，9 月 20 日之前的平均价较 8 月平均价，从总体上来看，与商务部监测的结果一致，蔬菜、鸡蛋、肉禽和粮食的价格上涨，水果、食用油和水产品的价格下跌。其中，蔬菜和鸡蛋的涨幅较大，在 5%左右；水果的跌幅较大，为-10%左右。

因此，考虑到各品种在 CPI 食品大类中所占的权重，我们预测 2009 年 9 月 CPI 中食品环比为 0.7 个百分点，同比上涨 1.5 个百分点，对 CPI 同比贡献 0.5 个百分点。

2001-2008 年 9 月的非食品价格平均值为全年最高 0.3%，考虑到近期非食品价格的变动情况，我们预计 2009 年 9 月核心 CPI 环比为 0.2 个百分点，同比上涨-1.9 个百分点，对 CPI 环比贡献-1.3 个百分点。

综合食品和非食品因素，我们预计 2009 年 9 月 CPI 同比上涨-0.8 个百分点，环比为 0.4 个百分点。

PPI 同比：由上月的-7.9%回升到本月的-7.6%

进入 2009 年 9 月，国内外钢材价格未能延续上月升势，呈现回落的态势。上周国内市场钢材价格综合指数为 102.05，比上月末回落 6.04 个百分点。从环比上看，9 月环比涨幅为-5.7%，比 8 月-1.8%的环比涨幅下降不少。

从统计局对部分重点企业工业品出厂价的监测情况看，原油和成品油价格分别有 13%和 4%左右的涨幅，铜、和锌的价格则有 4%的上涨，铝和煤炭的价格与上月基本持平，化工产品中烧碱的价格有 4%左右的较大跌幅，但乙烯的价格有 10%左右的涨幅，硫酸的价格与上月基本持平。

考虑以上因素，我们预计 9 月 PPI 的环比下跌 0.4 个百分点，而根据我们的计算，PPI 去年同期的环比为-0.7 个百分点。因此，我们预测 2009 年 9 月 PPI 同比上涨-7.6%左右。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120