

系列报告

CPI走势判断的逻辑

2010年8月2日

对话宏观经济

主要预测

%	09A	10E
GDP	9.1	9.8
CPI	-0.7	3.5
PPI	-5.4	5.5
社会消费品零售	15.5	18.0
工业增加值	11.0	16.0
出口	-16.0	10.9
进口	-11.2	15.7
固定资产投资	30.5	22.8
M2	27.7	17.1
人民币贷款余额	31.7	18.8
1年期存款利率	2.25	2.52
1年期贷款利率	5.31	5.58
人民币汇率	6.83	6.62

最新数据(6月)

工业	13.7
城镇投资	25.5
零售额	18.3
CPI	2.9
PPI	6.4

资料来源: CEIC, 招商证券

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090209060287

问题: 最近市场对 **CPI** 走势非常关注, 有人认为, 农产品价格的上升, 自然灾害的影响, 加上充足的流动性, 会造成下半年 **CPI** 持续走高。这种判断合理吗?

讨论:

判断 **CPI** 的走势, 主要有三种方法: 一是自上而下, 二是自下而上, 第三是部分自上而下, 部分自下而上。

采用自上而下的方法, 主要根据经济增长和货币供应的变化来预测 **CPI** 的趋势。从这种角度看, 中国的 **CPI** 可能在近期见顶后逐步回落。主要原因是宏观调控和外围复苏放缓的背景下经济增速下滑, 以及 08 年以来货币流通速度的下降。

采用自下而上的方法, 主要是看农产品价格的变化。农产品价格对当前月份的 **CPI** 具有一定的领先预测功能, 但这种功能是建立在农产品价格的高频数据之上的, 对判断稍长的价格趋势作用有限, 且容易过分夸大 **CPI** 构成中某几个成分的价格“片段”的影响。

第三种方法部分地同意“自上而下”的分析结论, 即中国经济增速将会放缓, 同时, 又部分接受“自下而上”的观点, 认为中国的 **CPI** 将会持续上升, 由此产生“滞涨”之说。这种看法最不靠谱, 对于中国这样一个处在工业化和城市化进程中的发展中国家, “滞涨”出现的几率近乎为零。

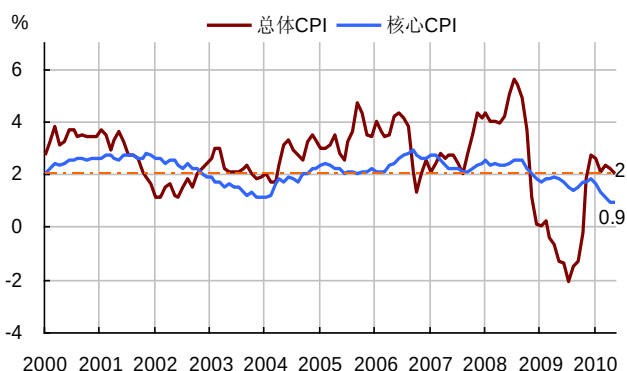
我们认为, 对于 **CPI** 的走势, 运用自上而下的方法, 根据经济增长和货币供应的变化进行判断更为合理, 当然, 短期可以结合农产品价格数据帮助预测。我们预测, 下半年 **CPI** 将在 7、8 月见顶回落, 7 月 **CPI** 预计为 3.7%, 全年 **CPI** 为 3.5% 左右。

CPI 走势判断的逻辑

判断 CPI 的走势，主要有三种方法：一是自上而下 (top down)，二是自下而上 (bottom up)，第三种是部分自上而下，部分自下而上。

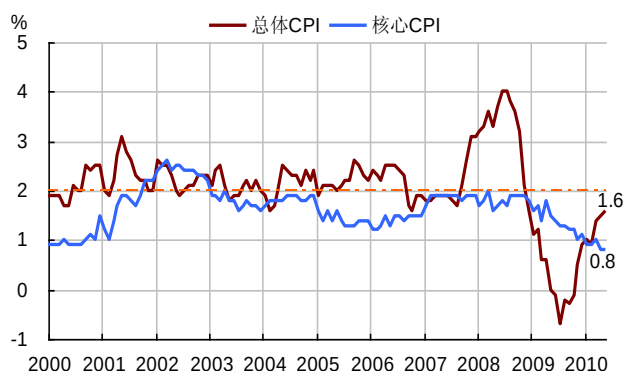
采用自上而下的方法，主要是观察经济增长和货币供应的变化，以此推断 CPI 的发展趋势，这是经济学教科书提供的经典方法。从这种角度看，中国的 CPI 在近期可能会见顶后逐步回落。为什么呢？原因在于，二季度以来，受到宏观调控的影响，我国的经济增长速度在放缓。同时，经济增长放缓还是一个全球性的现象，一方面各国的经济刺激政策在逐步退出，另一方面库存调整对经济复苏的拉动作用正在逆转，加上欧债危机的影响，导致全球经济增长放缓，通胀压力明显减轻。目前主要经济体（美国、欧洲、英国、日本）的 CPI 仍在低位，原材料和大宗商品价格也从高位回落。在这种情况下，中国的 CPI 不可能出现大的攀升，因为中国市场上大部分商品是“可贸易品” (tradable products)，这些产品在国际市场定价，在国际价格稳定或下降的情况下，套利机制会制约中国产品价格的上升而使之趋于均衡。可见中国 CPI 的走势，与外围也是相关的。

图 1：美国通胀水平处于低位



资料来源：CEIC，国家统计局，招商证券研发中心

图 2：欧洲面对的主要风险，根本不是通胀问题

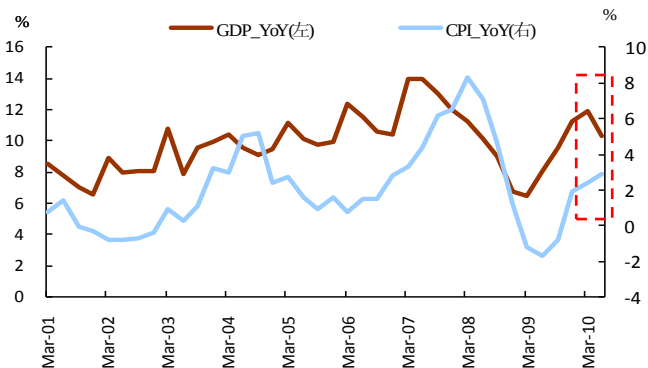


资料来源：CEIC，中国人民银行，招商证券研发中心

除了经济增长放缓这个因素之外，另一个从上到下的观察因素就是货币供给。现在市场上认为通胀不可避免的一个主要依据就是，中国去年的货币供应量上升太快。但是，货币数量方程式 $M \cdot V = P \cdot Q$ 告诉我们，通货膨胀水平不仅取决于货币供给绝对量的大小 (M)，还取决于货币流通速度的快慢 (V)。我们的分析发现，中国的货币流通速度在 08 年以来，处于一种持续下降的态势，这就可以解释为什么虽然有大量的货币供应，但 CPI 仍在可控的范围之内。今年以来，一方面货币流通速度还在下降，另一方面市场的流动性受制于宏观调控变得吃紧，所以 CPI 持续上升的可能性就很小了。

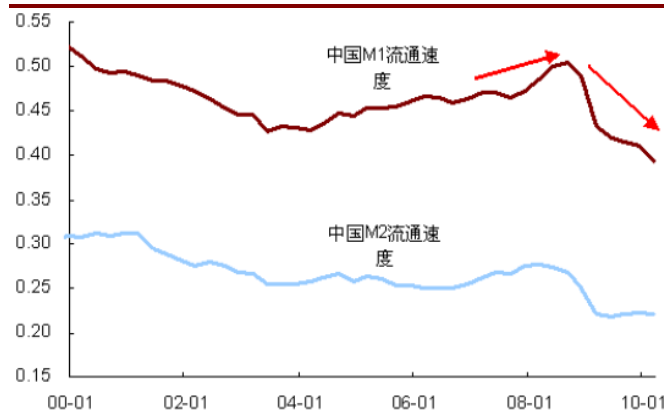
综上，从自上而下的观点来看，不支持 CPI 会持续走高的判断。

图 3: 经济增速放缓, 通胀压力减轻



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

图 4: 08 年以来货币流通速度持续下降



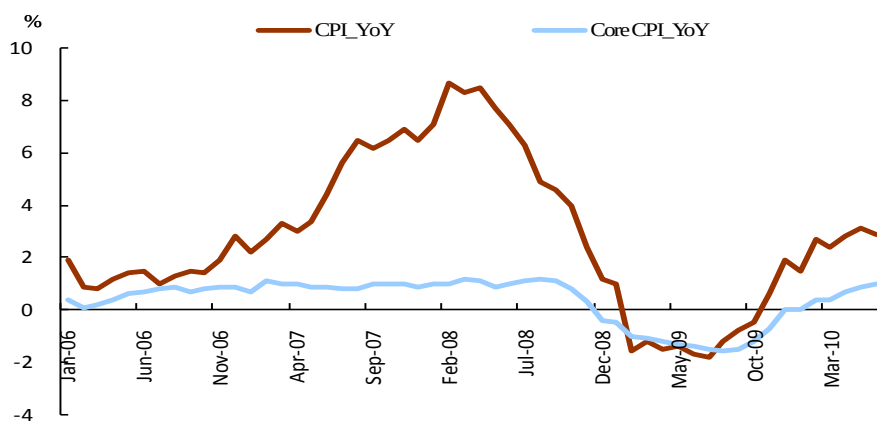
资料来源: CEIC, 中国人民银行, 招商证券研发中心

采用自下而上的方法，主要是看农产品价格的变化，来判断 **CPI 的短期走势**。商务部公布了一些主要农产品价格的高频数据，目前各个机构都是依据这类数据来对 **CPI 的短期走势**进行预测。今年以来，我国的自然灾害较多，年初是西南地区干旱，入夏以来则是全国大范围暴雨和洪水。夏粮小幅减产，秋粮减产概率也很高，短期粮价上涨是大概率事件。加之市场轮番炒作，绿豆、大蒜等小品种的农产品价格波动明显。部分人据此认为下半年 **CPI** 会持续走高。

这种自下而上的观察方法，对预测短期，尤其是当前月份的 **CPI** 有一定的参考价值，但这种预测功能是建立在农产品价格数据的高频度之上的。对于预测稍长周期的通货膨胀水平，这种方法作用有限。究其原因，主要是，第一，“见树不见林”而容易判断失误，过于关注价格“片段”波动，通常会失之毫厘谬以千里。第二，农产品价格受季节气候、和自然灾害因素影响较大而波动剧烈，这种波动属于短期扰动。为了消除这种价格“噪音”，准确把握整体价格变化的趋势，我们经常要剔除食品和能源价格变化的影响，采用“核心 **CPI**”来衡量通货膨胀。第三，某些农产品已成为大宗商品交易的对象，投机资金驱动其价格的上落，这使得价格趋势的预测变得复杂困难。综上所述，自下而上的分析方法，是一种直观观察法，在宏观经济学中没有形成什么理论流派。这种方法在短期预测上可能有一定价值，但在观察稍长的价格趋势上作用有限，它往往夸大某些价格“片段”的影响，而忘记 **CPI** 作为一个整体价格指数的作用。

为什么采用核心通货膨胀的衡量方法？这里的经济学基础，就是要构建某种“货币政策”的概念框架，即将货币政策与通货膨胀率的关系建立起来。尤其是，将货币供应与价格变动的关系，在实证中予以检验。真正的经济学家都知道，经济决策只能承担与之相应的后果，而天气季节、自然灾害和能源危机显然不是他们所能预知的领域。所以，货币政策只能对那个所谓的“核心通胀率”负责，这是自知自明。推而论之，对寻求独立性和问责制的“中央银行”而言，认识这点非常重要。央行当然不能对政治决策的结果负责，更不能对自然灾害的结果负责。

图 5: 核心 CPI 剔除食品和能源价格的短期扰动, 更好的反映整体价格走势



资料来源: CEIC, 国家统计局, 招商证券研发中心

第三种方法,可以说是“博采众长”,因此更具戏剧效果。现在有不少人认为,中国可能出现“滞涨”。究其推理的背景,就是他们部分地同意“自上而下”的分析结论,即中国的经济增长将会明显放缓,也就是“滞”;同时,他们又部分接受“自下而上”的观点,认为中国的CPI将会持续上升,那就是“涨”。“滞涨”之说由此产生了。

这种说法最不靠谱,对于一个处在工业化和城市化进程中的发展中国家,“滞涨”出现的几率近乎为零。“滞涨”的前提是经济在一段时期内失去增长的动力,与此同时,由于外部的供应冲击导致价格水平持续上涨,这些前提在目前中国并不成立。今年中国实现8%的GDP增长还是绰绰有余的,我们的分析师到地方调研发现,中国经济从根本上是容易“偏热”的。因此,不管“滞涨”论者多么有前瞻性,他们所谈论的肯定不是目前我们所处的这个时期。

综上所述,我们认为,对于CPI的走势,运用自上而下的分析方法,根据经济增长和货币供应的变化进行判断更为合理,当然,短期可以结合自下而上的农产品价格数据帮助预测。从这一逻辑出发,我们认为下半年CPI不会持续走高,预计在7、8月见顶回落,7月CPI预计为3.7%,全年CPI预计为3.5%左右。

参考报告:

- 1、《长株潭调研纪实-中国经济增长的内在动力充足》2010/7/25
- 2、《2010 年 6 月宏观数据点评-经济增长加速回落》2010/7/16
- 3、《2010 年 6 月份金融货币数据点评-信贷投放节奏可能加快》2010/7/14
- 4、《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第二季度例会点评-半年调控目标基本实现、下半年管理通胀预期》2010/7/12
- 5、《2010 年 6 月份进出口数据点评-进出口增速呈现明显回落》2010/7/12
- 6、《人民银行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革点评-重启汇改显示央行对经济复苏的信心》2010/6/21
- 7、《2010 年 5 月宏观数据点评-产出增速稳步回落》2010/6/11
- 8、《宏观经济 2010 年中期投资策略-在刀锋上跳舞》2010/6/11
- 9、《2010 年 4 月份 PMI 点评-经济过热的风险正在减弱》2010/5/4
- 10、《海外宏观经济点评-希腊走向穷途末路，欧洲债务危机加速蔓延》2010/4/30
- 11、《宏观经济专题报告-关于中国货币流通速度的几个事实》2010/4/29
- 12、《2010 年二季度宏观经济报告-被宏观政策烫平的经济增长》2010/4/14

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁安华：招商证券首席经济学家，兼任招商证券（600999）董事。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商轮船（601872）董事。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。