



通胀将超预期，政策暂难放松

——7月份经济数据前瞻

分析师

吴士金

☎0755-83516212

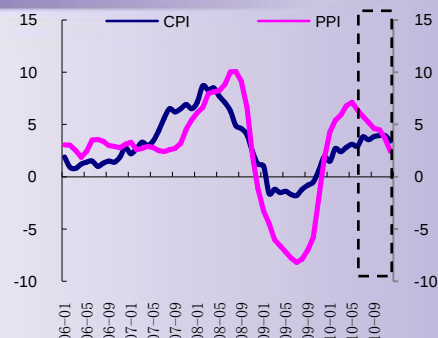
✉wtj@cgws.com

PCN: S1070210080002

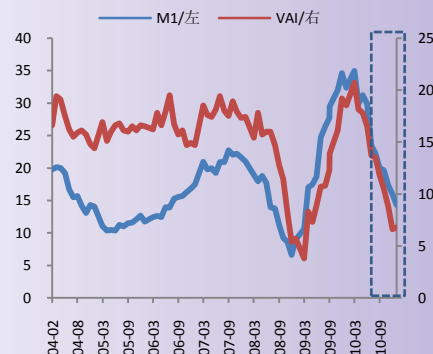
要点:

- **农产品价格逆势上涨，通胀压力增大：**按照往年的季节表现，6-7月份往往是粮食、蔬菜等农产品价格趋于回落的时间段，但由于洪涝等原因，今年7月份粮食、肉禽、蔬菜等农产品价格出现了大幅的上扬，7月末农业部公布的农产品价格指数较月初上升了8%，22个省市平均猪肉价格从月初的15.5/千克回升到了接近18元/千克的水平。如果考虑到自然灾害的后续影响，以及较低的猪粮比和生猪存栏驱动的猪肉价格稳步回升的趋势，今年下半年的通胀压力可能较原先市场预期的要大，预计7月份CPI可能达到3.5%以上的水平，三、四季度CPI指标将继续在3.5-4%的高位徘徊。
- 由于CPI统计指标本身的局限性，国内食品价格的波动对消费者物价指数CPI的解释度接近90%，7月份农业部的菜篮子产品价格指数均值较上个月环比回升了4.7%，再考虑到本月非食品价格回升的影响，我们测算7月份的CPI将从上个月2.9%的水平攀升至3.5%以上，而翘尾因素将带动当月PPI回落至5.8%的水平。从下半年CPI和PPI的走势来看，很可能出现PPI持续回落，而农产品价格带动CPI缓步回升的背离走势，多个月份的CPI指标可能会超过4%，CPI的高点也可能推迟到四季度才会出现。
- **经济指标继续回落：**8月11日将公布7月份的工业增加值、投资、物价等经济指标，我们预计7月份工业增加值等指标较上个月会有略微回落，最值得关注的是7月份的通胀指标CPI是否会大幅超过预期，如果CPI如预期般上升至超过3.5%的较高水平，市场对政策重新松动的预期会遭到打击。从下半年经济格局来看，经济增速指标下降，通胀指标走高，某种意义上的“滞胀阶段”正在显现，而工业增加值这些宏观一致指标的下行趋势将贯穿整个下半年，通胀CPI指标将会持续徘徊在高位，我们预计到10月份工业增加值指标才会跌至10%以下，因此年底的时候，政策放松的动机才有机会得到实质增强。
- 总体来看，下半年或者在更远的未来，宏观政策的两难矛盾将会表现得越来越突兀，这种矛盾一方面表现在过快的信用扩张推高了房价和要素价格，而由于劳动力相对价格的不断下降，在没有非市场力量强力干预的条件下，高房价、高通胀带来的社会压力只会不断增大，基建、房地产等任何领域伴随着信用扩张的政策宽松都不得不考虑到通胀的副作用；在宽松政策副作用增大的同时，政策的两难矛盾另一方面表现为宽松政策对实体经济的拉动效应不断减弱，过剩的产能和资本回报率的下降改变了过去宽松政策拉动经济的立竿见影效果，在经济结构调整的背景之下，政策对GDP增速下滑的容忍度可能正在提高。

年内CPI、PPI同比增速预测，%



M1、工业增加值增速预测走势，%



相关报告

2010年07月16日

经济指标“量价齐跌”，政策两难延续

2010年04月15日

《GDP环比增速回落至10%，资产泡沫调控压力大增》

2010年04月02日

《紧缩政策呼之欲出，长期通胀堪忧》

2009年01月22日 四季度宏观数据点评

《增长高峰已过、通胀抬头、货币向下、投资萎缩》

2009年12月03日 年度宏观年度报告

《总量好治，结构难调——从西药到中医》

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。



通胀将超预期，政策暂难放松

——7 月份经济数据前瞻

农产品价格逆势上涨，通胀压力增大：按照往年的季节表现，6-7 月份往往是粮食、蔬菜等农产品价格趋于回落的时间段，但由于洪涝等原因，今年 7 月份粮食、肉禽、蔬菜等农产品价格出现了大幅的上扬，7 月末农业部公布的农产品价格指数较月初上升了 8%，22 个省市平均猪肉价格从月初的 15.5/千克回升到了接近 18 元/千克的水平。如果考虑到自然灾害的后续影响，以及较低的猪粮比和生猪存栏驱动的猪肉价格稳步回升的趋势，今年下半年的通胀压力可能较原先市场预期的要大，预计 7 月份 CPI 可能达到 3.5%以上的水平，三、四季度 CPI 指标将继续在 3.5-4%的高位徘徊。

图 1. 商务部食用农产品价格指数，粮食指数

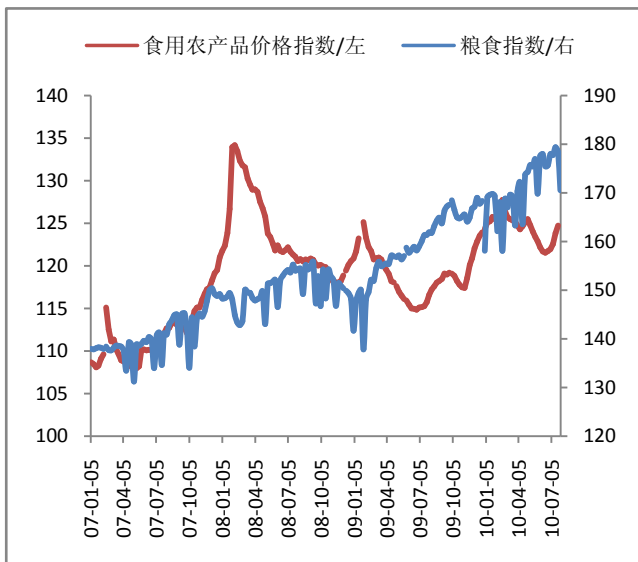
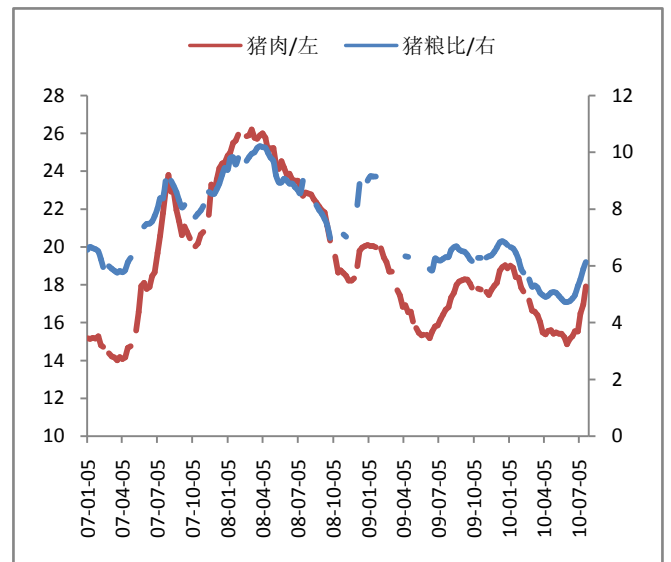


图 2. 22 省市猪肉均价，猪粮比



数据来源：Wind 长城证券研究所

由于 CPI 统计指标本身的局限性，国内食品价格的波动对消费者物价指数 CPI 的解释度接近 90%，7 月份农业部的菜篮子产品价格指数均值较上个月环比回升了 4.7%，再考虑到本月非食品价格回升的影响，我们测算 7 月份的 CPI 将从上个月 2.9%的水平攀升至 3.5%以上，而翘尾因素将带动当月 PPI 回落至 5.8%的水平。从下半年 CPI 和 PPI 的走势来看，很可能出现 PPI 持续回落，而农产品价格带动 CPI 缓步回升的背离走势，多个月份的 CPI 指标可能会超过 4%，CPI 的高点也可能推迟到四季度才会出现。

图 3. 菜篮子产品批发价、CPI 食品环比增速, %

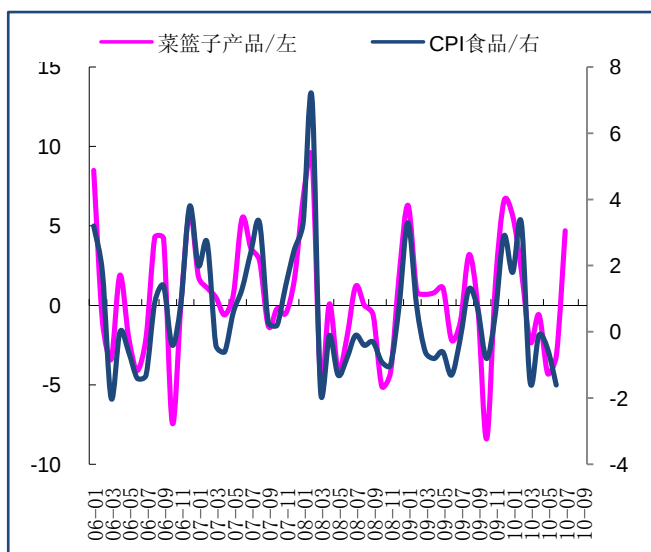
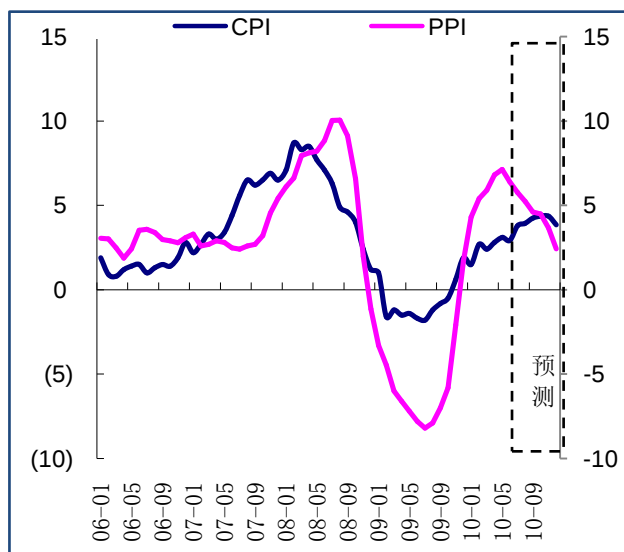


图 4. 当月 CPI、PPI 年内走势预测, %



数据来源: Wind 长城证券研究所

透过近期农产品价格上涨的现象,一方面,我们看到了流动性泛滥对要素价格的实质推动效应,“蒜你狠”“逗你玩”“姜你军”等农产品领域的价格现象,其实质与房价、土地价格的飙升并无差异,都仅仅是一种“货币现象”;另一方面,从不同要素、产品对货币敏感度的关系来看,农产品价格主要蕴含的是农村劳动力成本,85-90 年生育高峰带来的劳动力供应冲击正在过去,随着农村真实劳动人口的逐步减少,刘易斯拐点逐步显现,农产品价格的上升从另一个侧面反映了低端劳动力价格上扬的历史趋势,在货币超额扩张和资源土地等稀缺要素价格已经大幅上涨的背景下,人口结构变化带来的通胀压力将成为中长期的趋势。

图 5. 农村人口占比(%), 历年人口出生率

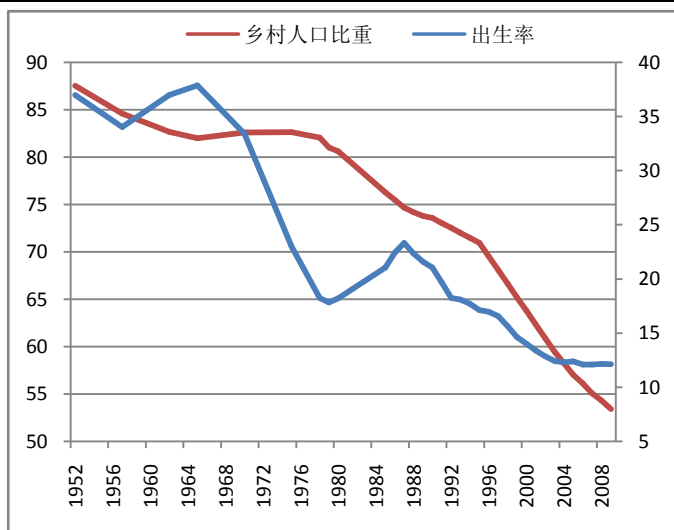
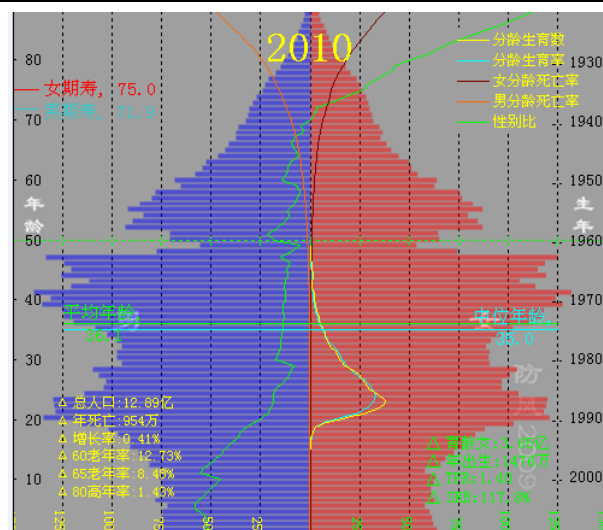


图 6. 中国 2010 年人口结构图, %



数据来源: Wind 长城证券研究所

经济指标继续回落: 我们测算的 6 月份发电量环比萎缩了 2.2%, 发电量出现了本轮经济复苏以来的第一个明显下滑, 7 月份的 PMI 指标从上个月 52.1 的水平继续下滑到了 51.2, 反映企业经营现金流和活期资金情况的 M1 指标从 5 月份 29.9% 的水平回落

到了 24.6%。8 月 11 日将公布 7 月份的工业增加值、投资、物价等经济指标，我们预计 7 月份工业增加值等指标较上个月会有略微回落，最值得关注的是 7 月份的通胀指标 CPI 是否会大幅超过预期，如果 CPI 如预期般上升至超过 3.5% 的较高水平，市场对政策重新松动的预期会遭到打击。从下半年经济格局来看，经济增速指标下降，通胀指标走高，某种意义上的“滞涨阶段”正在显现，而工业增加值这些宏观一致指标的下行趋势将贯穿整个下半年，通胀 CPI 指标将会持续徘徊在高位，我们预计到 10 月份工业增加值指标才会跌至 10% 以下，因此年底的时候，政策放松的动机才有机会得到实质增强。

图 7. 季度 GDP、CPI 同比增速，%

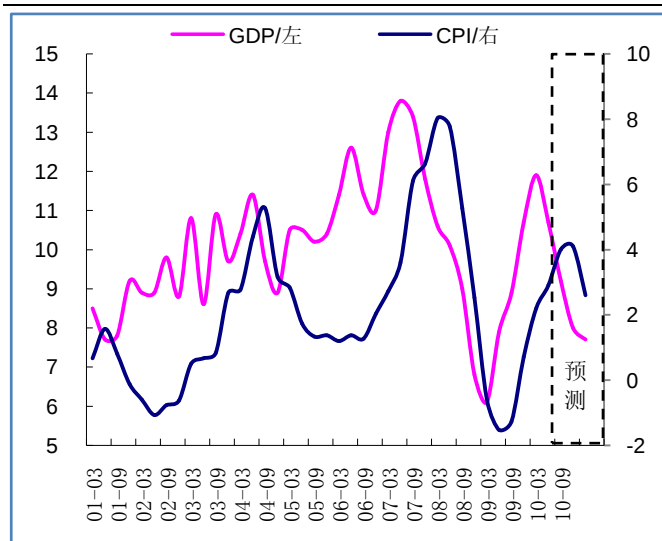
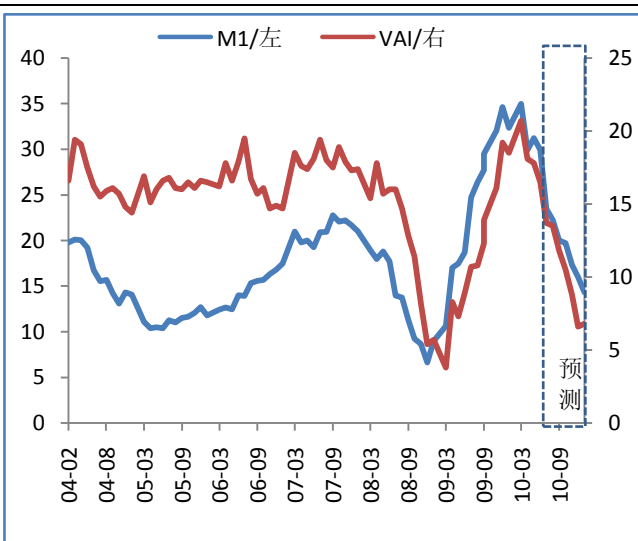


图 8. 工业增加值、M1 同比增速走势，%



数据来源：Wind 长城证券研究所

总体来说，下半年或者在更远的未来，宏观政策的两难矛盾将会表现得越来越突兀，这种矛盾一方面表现在过快的信用扩张推高了房价和要素价格，而由于劳动力相对价格的不断下降，在没有非市场力量强力干预的条件下，高房价、高通胀带来的社会压力只会不断增大，基建、房地产等任何领域伴随着信用扩张的政策宽松都不得不考虑到通胀的副作用；在宽松政策副作用增大的同时，政策的两难矛盾另一方面表现为宽松政策对实体经济的拉动效应不断减弱，过剩的产能和资本回报率的下降改变了过去宽松政策拉动经济的立竿见影效果，在经济结构调整的背景之下，政策对 GDP 增速下滑的容忍度可能正在提高。



附表 1. 长城证券宏观预测体系（季度指标） 日期：2010-08-03

指标	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010 年
GDP	8.9	10.7	11.9	10.3	9.2	8.0	9.9
CPI	-1.3	0.7	2.2	2.9	3.7	3.8	3.2
PPI	(7.7)	-2.2	5.2	6.8	5.2	3.5	5.2
工业	12.4	17.9	19.6	16.0	11.9	7.4	13.8
投资	32.9	24.7	26.5	25.2	24.5	23.2	24.5
消费	15.4	16.6	19.8	18.3	18.5	18.2	18.7
出口	-20.5	0.16	28.7	40.9	33.5	20.5	30.4
进口	-11.6	22.6	64.5	43.9	26.1	11.8	33.0
M1	27.9	33.0	34.5	28.5	21.7	16.8	25.4
M2	28.7	28.9	24.7	20.3	17.7	16.0	19.7
利率	2.25	2.25	2.25	2.3	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.82	6.79	6.75	6.72	6.72

说明：

- 1、除利率、汇率外，其余指标为当期同比增长率。其中，GDP 和工业同比增长率按可比价格计算，投资和零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
- 2、工业指规模以上工业增加值，投资指城镇固定资产投资，零售指社会消费品零售总额。
- 3、利率和汇率指标分别指最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。

附表 2. 长城证券宏观预测体系（月度指标） 日期：2010-08-03

	200910	200911	200912	201002	201003	201004	201005	201006	201007
GDP			10.7		11.9			10.3	
CPI	-0.5	0.6	1.9	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9	3.5
PPI	-5.9	-2.1	1.7	5.4	5.9	6.8	7.1	6.4	5.8
工业	16.1	19.2	19.4	20.7	18.1	17.8	16.5	13.7	13.5
投资	33.1	32.1	31.0	26.6	26.4	26.1	25.9	25.5	25.2
消费	16.2	15.8	16.9	17.9	18.0	18.5	18.7	18.3	18.5
出口	-13.9	-1.2	17.7	31.4	24.2	30.4	48.5	43.9	41.0
进口	-6.4	26.7	55.9	63.6	66.2	49.8	48.3	34.1	30.9
M1	32	34.6	32.4	35.0	29.9	31.3	29.9	24.6	23.3
M2	29.4	29.7	27.6	25.5	22.5	21.5	21.0	18.5	18.3
利率	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
汇率	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83	6.79	6.78

说明：

- 1、除利率和汇率外，其余指标为当月同比增长率。其中，GDP 和工业同比增长率按可比价格计算，投资同比增长率按名义价格计算，零售同比增长率按名义价格计算，出口和进口同比增长率按美元价格计算。
- 2、工业指规模以上工业增加值，投资指城镇固定资产投资，零售指社会消费品零售总额。
- 3、M1、M2 为当期数据同比，利率和汇率指标分别指季末最后一天 1 年期储蓄存款利率和人民币美元汇率。

研究员介绍及承诺:

吴士金: 北京大学理学学士, 香港中文大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任宏观分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>