

宏观快报

2010 年 08 月 12 日

农产品涨价将给通胀预期管理增压

宏观分析师：李明亮

SAC 执业证书号：

S0850203100099

lml@htsec.com

021-23219434

表 1 居民消费价格指数涨幅情况 (%)

	2009												2010
	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
居民消费价格同比涨幅	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5	2.7	2.4	2.8	3.1	2.9	3.3
居民消费价格环比涨幅	0	0.5	0.4	-0.1	0.3	1.0	0.6	1.2	-0.7	0.2	-0.1	-0.6	0.4

资料来源：CEIC，海通证券研究所

7 月份，居民消费价格同比上涨 3.3%，涨幅比 6 月份扩大 0.4 个百分点。其中，城市上涨 3.2%，农村上涨 3.5%；食品价格上涨 6.8%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 3.6%，服务项目价格上涨 2.3%。1-7 月份，居民消费价格同比上涨 2.7%，比上半年扩大 0.1 个百分点。7 月份，居民消费价格环比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.4%，农村上涨 0.3%；食品价格上涨 0.9%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 0.2%，服务项目价格上涨 0.7%。

从 7 月份的居民消费价格总水平来看，呈现如下特点为：

第一，CPI 同比涨幅达到今年以来的高点。2010 年 7 月份 CPI 涨幅为 3.3%。实际上，自 2009 年 11 月份以来，居民消费价格总水平涨幅已经持续 9 个月为正。

第二，食品价格环比涨幅高于非食品。7 月份食品价格环比增长 0.9%。

我们认为，如下因素将使得下半年物价上涨压力将有缓解，理由如下：

第一，经济回落趋势明显。今年 7 月份公布的宏观数据表明内需正在减缓，与 6 月份相比，城镇固定资产投资和社会消费品零售总额同比增长率均有不同程度回落。我们认为，今年第三、四季度经济增速将有所放慢，一是去年三四季度的基数原本就比较高；二是中国在调整产能过剩的过程中也会放慢增长速度。

第二，季节性因素减弱。随着天气的好转，前期一些农产品季节性的上涨所推动的物价上涨动力是在减弱的，对 CPI 环比的下降起到了重要作用。

第三，输入性通胀压力减缓。随着国际金融危机，特别是欧洲债务危机的深化，一些大宗商品价格出现了下降，输入性通胀压力有所缓解。

第四，今年下半年翘尾因素对物价的影响将有所减弱。

从中期来看，我国还是需要警惕一些潜在的导致物价上升的因素：

第一，境外资本的流入将加速。作出这一判断的主要理由包括：首先，2010 年美联储加息可能不大，中美利差不会进一步收窄；其次，从今年上半年起，部分发达国家重新要求人民币升值。人民币升值的外部压力将会重新点燃人民币升值预期，而这将吸引更多热钱流入。因为大规模的资本净流入会造成我国外汇占款的迅速扩大，增大基础货币的投放，带来新

的通胀压力。持续的热钱流入将增加市场流动性。根据我们测算,中国自 2003 开始,国际热钱一直在加速流入,2003-2009 年国际热钱流入规模 9000 亿美元左右。从中美利差、人民币升值预期等基本面对,至少在今年中国都会持续吸引“热钱”流入。未来,虽然主要经济体重新陷入衰退的可能性不大,但是金融领域风险尚未完全消除,全球经济复苏之路难以一帆风顺,国际资本跨境流动可能出现较大波动。受此影响,未来一段时期,中国国际收支仍将面对复杂的国际环境,外汇净流入趋势仍将持续。

一旦人民币升值预期重起,大量游资会通过各种方式,如虚设项目的直接投资、服务贸易往来(无法审查合理价格)、商品贸易虚假合同、个人项下汇入等各种方式进入中国,形成国际收支的顺差反映。一旦升值预期无法控制,必将导致全球赋闲的资本重回战场。05 至 08 年中国外汇储备的飙升,房地产和股市的暴涨,其背后的核心变量都是汇率升值。事实已经证明,资本管制的方法无法控制热钱的进出。外汇资金的大举流入,将导致我国物价和房地产等资产价格失控,货币政策失效。

第二,全球流动性继续维持充裕。次债危机发生以后,各国均扩大输入货币,美国央行、日本央行都投入了大量的货币,原来说今年退出,但现在看没有退出的迹象,基本保持非常宽松的状态。

第三,低碳经济发展模式下,资源和环境保护更为重视,资源性商品价格上涨,以及对碳排放加征税收是一种趋势,成本压力将进一步上升。预计将推行居民用电阶梯价格,电费将有所上涨。居民用水、用气价格也将在年内调整。

第四,在未来相当长时期内,全球将迎来高粮价时代。首先,全球小麦面临减产的压力。联合国粮农组织已下调了对 2010 年全球小麦产量预测,预测产量为 6.51 亿吨,较上年减少 2500 万吨。而荷兰合作银行也在近日发布报告预计 2010/11 年度全球小麦产量为 6.442 亿吨,比上年减少 3560 万吨,也比 6 月份预测的 6.6 亿吨减少了 1600 万吨,降幅为 2.4%。炎热天气席卷俄罗斯,造成 1000 万公顷即 20%的耕地面临绝收,导致今年俄罗斯小麦产量预期从去年的 6200 万吨下降 27%至 4500 万吨。一直以来,俄罗斯小麦出口仅次于美国和加拿大,位居第三。而今年乌克兰、哈萨克斯坦、加拿大等国产量都有所减少,整个欧盟区小麦也有减产。其次,从中长期来看,我国粮价缓慢上涨是不可避免的。随着中国老百姓收入水平的提高,饮食结构逐步升级。居民对于谷物的消费增长不快,而对于肉类消费明显增长。这意味着粮食的间接消费会远远超过直接消费,吃 1 斤猪肉相当于消耗 6 斤粮食,1 斤牛肉则将消耗 13 斤粮食,从而粮食需求将会有明显的拉升。目前小麦市价已超过了国家保护收购价。过去 6 年里推动粮价上涨动力主要来自政府,但今年由于民间粮商大量抢购,不仅使粮价显著高于国家收购价,而且国家收购占市场的份额也大幅下降。最后,除了供需缺口外,货币因素影响也不可忽略。在近期金融市场上,资金对于粮食产品追捧正热。玉米、稻谷、大豆等价格都因为游资的炒作价格一路走高。

我们认为,未来粮价的持续上涨可能会引领小麦、汽油等其他产品价格上涨,从而相互叠加,产生放大效应,将增大未来通胀的压力。

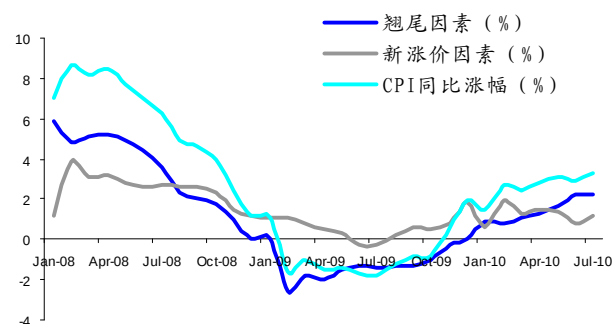
第五,猪肉价格处于周期底部,但波动性和上涨动力明显。

第六,中长期来看,工资水平的上升可能对我国通胀构成一定压力。目前我国劳动力市场正逼近“刘易斯拐点”,制造业劳动力供不应求的现象时而出现。眼前来看这尚未构成明显的通胀压力。但劳动力市场趋紧的方向是明确的,未来劳动力成本的上涨会更多蔓延到非制造业行业,我国对这部分产业的定价能力是比较高的,工资上涨将会不可避免地影响到物价。

总体上,我们认为,年内 CPI 上涨持续性不强。7 月份,国内遭遇强降雨等自然灾害的范围持续扩大,蔬菜等农产品生产、存储和运输都受到一定程度影响,与此同时,生猪存栏量有所降低,短期内推动了农产品、蔬菜、猪肉价格的上涨。但这些推涨因素尚在可控范围内,并不构成持续通胀的基础,随着雨季的结束,9 月或 10 月 CPI 涨幅可能会有所回落。由此来看,CPI 涨幅只是短暂冲高,难以导致宏观政策的总体转向。

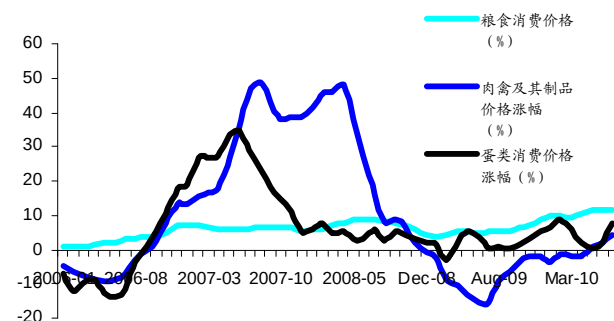
由前面分析可以看出,经济增速回落、季节性因素减弱、输入性通胀压力减缓等因素将导致 2010 年下半年我国物价上涨压力减小。根据我们预测模型结果显示,2010 年 8 月份、9 月份 CPI 涨幅分别为 3.4%、3.2%。

图 2 翘尾因素与新涨价因素对 CPI 的影响



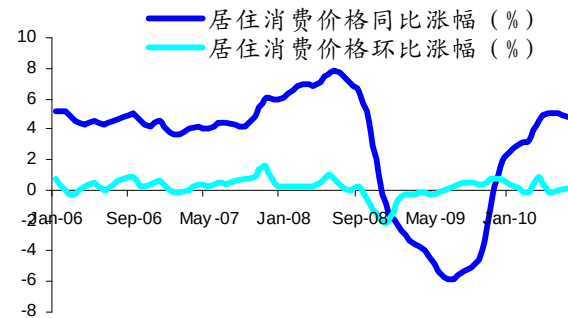
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 4 粮食、肉禽及其制品、蛋类消费价格同比涨幅



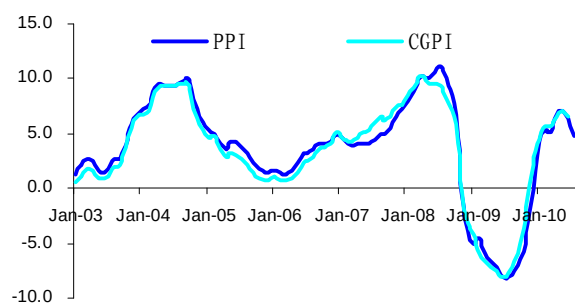
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 6 居民居住消费价格同比、环比涨幅



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 7 PPI 与 CGPI 涨幅



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。