

中国固定收益证券

物价研究报告

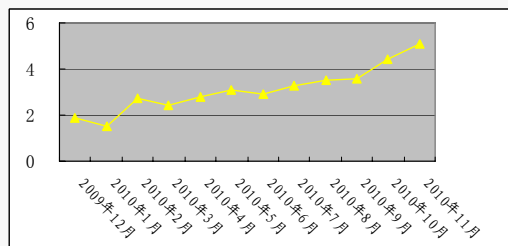
第一创业证券研究所
 李怀军 S1080200010009
 电话: 010-63197789
 邮件: lihuaijun@fcsc.cn

料 12 月 CPI 同比回落至 4.4%

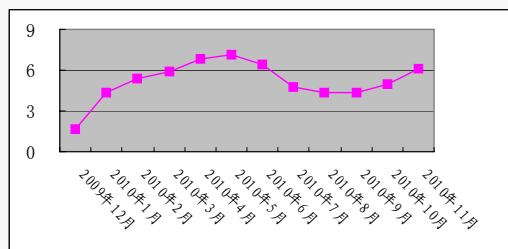
上月和本月物价变化

CPI 同比增长 (%)	
2010 年 11 月	5.1
2010 年 12 月	4.4
PPI 同比增长 (%)	
2010 年 11 月	6.1
2010 年 12 月	5.5

一年来的 CPI 同比走势



一年来的 PPI 同比走势



相关报告

11 月物价报告——料 11 月 CPI 同比上
 升至 3.9% (2010.10.25)

投资要点:

- 我们预测 2010 年 12 月 CPI 同比上涨 4.4%。其中,食品价格同比上涨 9.8 个百分点,对 CPI 贡献 3.2 个百分点;非食品价格同比上涨 1.8 个百分点,对 CPI 贡献 1.2 个百分点。从月环比看,2010 年 12 月 CPI 环比为 0.3%。另外,我们预测 12 月 PPI 同比上涨 5.5%。
- 就食品价格而言,12 月除蔬菜价格有达 10% 的较大跌幅外,其它品种的价格大都上涨,但涨幅均不大,其中水果的涨幅最高,环比在 4% 左右。就 12 月工业品出厂价而言,统计的品种除铁矿石和有色金属价格有所下跌外,大部分品种也都上涨,其中水泥价格的涨幅较大,环比达 9% 左右。
- 中国未来的通胀压力仍将主要来自于农产品价格的上涨,而这种价格上涨主要是成本推动型的。中国农产品价格的上涨压力来自于两种形式的“剪刀差”:即传统的工业品与农产品价格的“剪刀差”和农民外出打工与种粮效益的“剪刀差”。
- 传统形式的“剪刀差”使农业生产资料的价格上涨快于农产品价格的上涨;新的“剪刀差”使得农村劳动力成本的上涨快于农产品价格的上涨。从缩小两种形式的“剪刀差”的要求看,当前我国农产品价格的上涨具有“补涨”性质。而且,这种上涨会从农业部门逐渐传导到非农部门。
- 超额货币在刚开始时由于流动性陷阱,既不作用于产出,也不作用于物价。随着通胀预期的突变,超额货币开始作用于产出;当经济增长恢复到潜在 GDP 之上时,最后将全部反映在物价上。此时,超额货币将“消失”,这时的通胀率反而是最高的。
- 1985、1988、1994、2004 和 2007 年,中国超额货币都出现接近于零或小于零的情况,而在这些年份或之后一年的通胀率都较高。而 2010 年前三季度的超额货币再次出现从 2009 年的高点大幅度回落的情况,而通胀率又开始出现上升。假定 2011 年的 M2 增速为 16%、GDP 增速为 9.5%、CPI 为 4.6%,则超额货币为 1.9%,又将出现接近于零的情况,超额货币的回落是物价上涨的前奏。
- 综合考虑明年的翘尾因素和新增因素,我们预测 2011 年的 CPI 同比为 4.6%,1-4 个季度同比分别为 4.9%、5.0%、4.8%、3.7%。CPI 同比的各月预测值如图 9 所示,最高点可能出现在明年 1 月,为 5.3%;最低点可能出现在明年 11 月,为 3.3%



■ 上月物价指数回顾

从总体上看,今年11月CPI和PPI同比指数,与上月相比均有较大幅度的上涨。图1显示,反映下游的居民消费价格(CPI)同比,由今年10月的4.4%上升到11月的5.1%,上升0.7个百分点;而反映上游的工业品出厂价格(PPI)同比,由今年10月的5.0%上升到11月的6.1%,上升1.1个百分点。从环比上看,11月CPI和PPI指数也均较上月有所提高。在图2中,今年11月CPI的环比为1.1%,与今年春节所在的2月仅差0.1个百分点;11月PPI的环比为1.4%,创出了四年来的最高值。而10月CPI和PPI环比均为0.7%。

图1 从同比看11月CPI和PPI指数比上月有较大涨幅

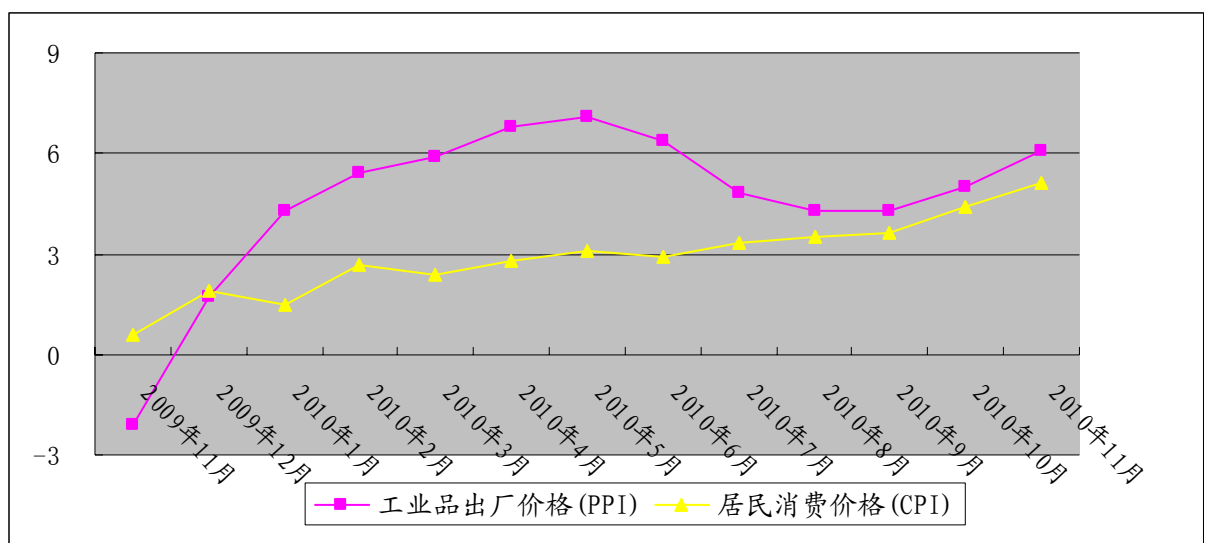
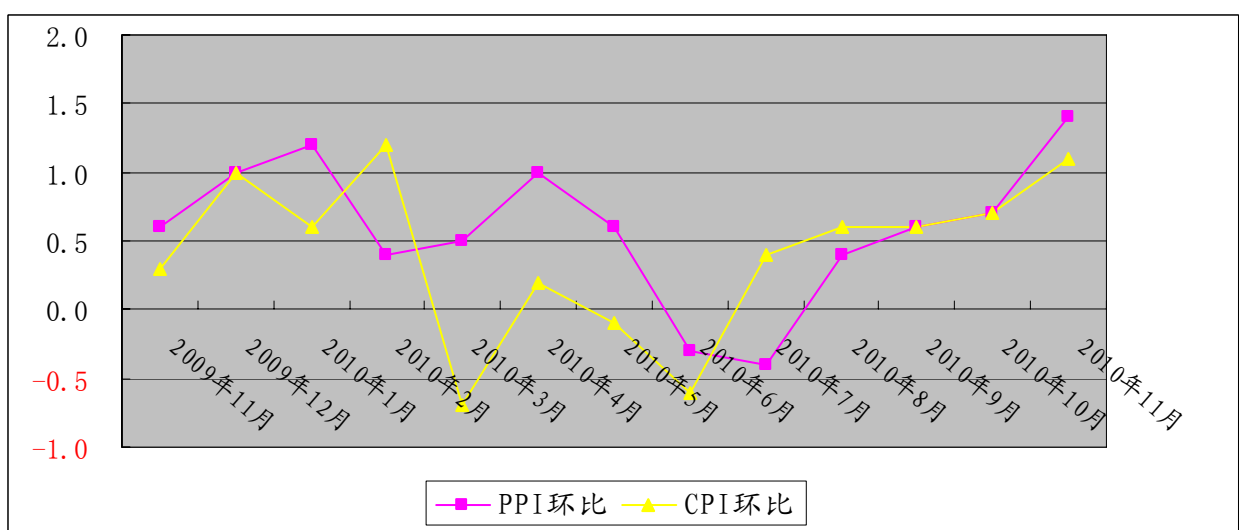


图2 从环比看11月CPI和PPI指数均处于历史高水平



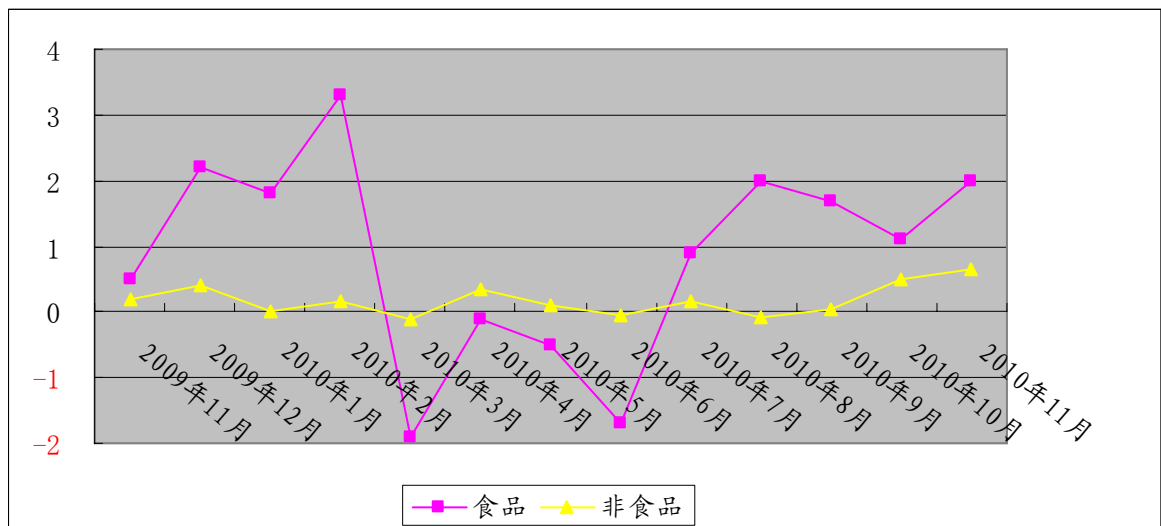
资料来源：国家统计局 第一创业整理

从CPI中食品和非食品价格的构成看,11月食品价格环比上涨2.0%,达到了今年春节期间的水平;而非食品价格环比上涨0.6%,也创了四年来的新高(图3所示)。非



食品价格的上涨超出预期，说明涨价的商品品种已由食品扩散到非食品。其中，11月住宅类涨幅最大，达到1.8%；其次是衣着类，达到1.6%；最后是医疗保健和个人用品，达到0.7%。涨幅最大的这三类与10月相同，只是前两类互换了顺序。

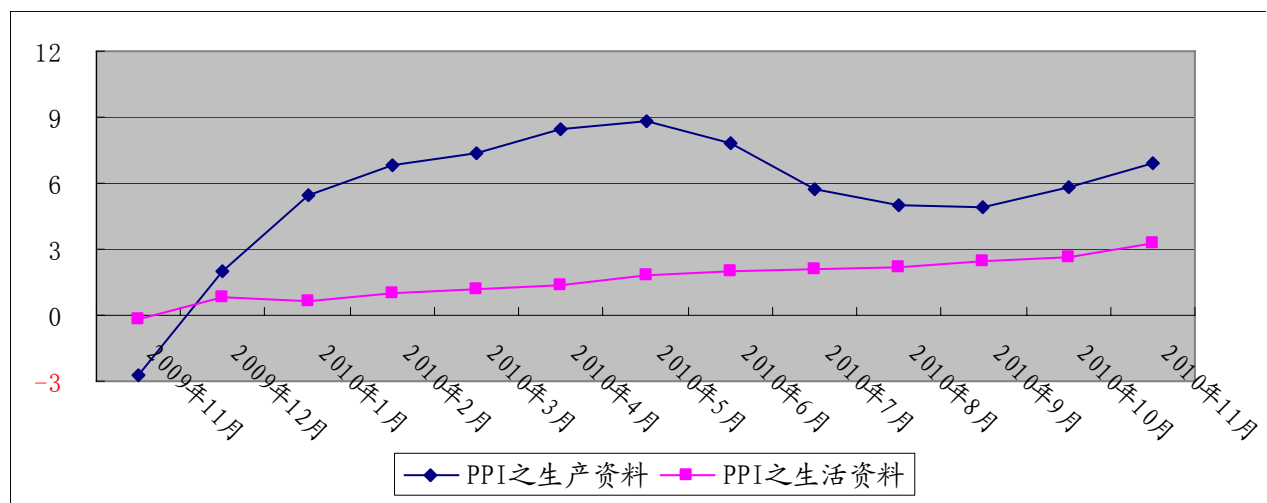
图3 从CPI构成看11月非食品类价格环比上涨创多年来新高



资料来源：国家统计局 第一创业整理

从PPI构成中的生产资料和生活资料的同比价格走势看（图4所示），11月生产资料价格继续触底回升，而生活资料价格也在稳步上升。11月PPI中生产资料价格同比上升6.9%，比上月回升1.1个百分点；而11月生活资料价格同比上升3.3%，也比上月上升0.7个百分点。

图4 从PPI构成看11月生产资料价格继续回升



资料来源：国家统计局 第一创业整理



■ 物价形势评述

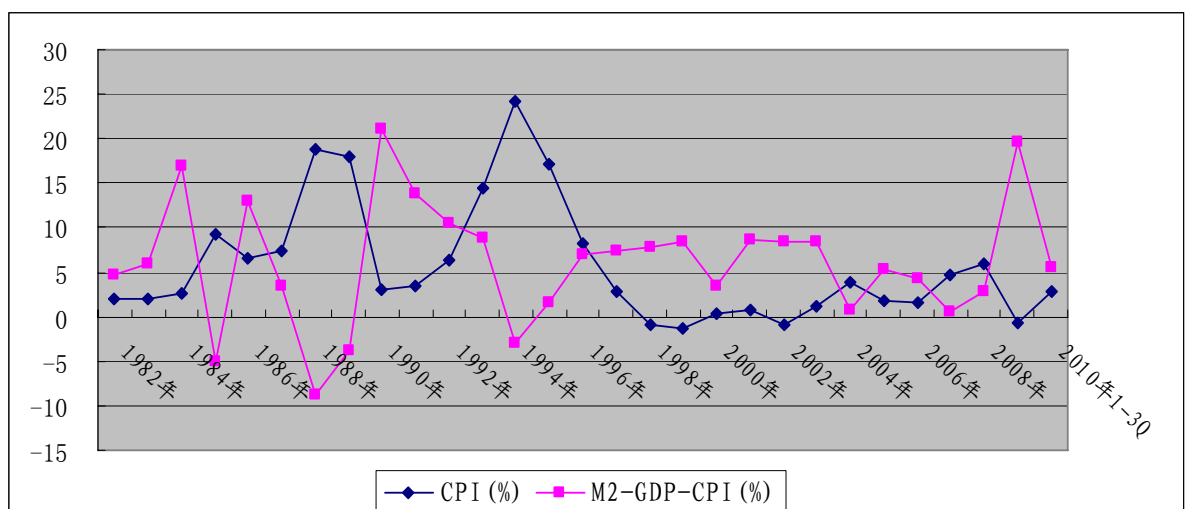
超额货币的回落是物价上涨的前奏

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。从长期来看，所有的通货膨胀都根源于高的货币供给增长率。易纲在 1991 年的“中国经济改革过程中的货币化进程”一文中，指出在改革开放期间，无论用何种货币衡量 (M0、M1 和 M2)，货币供给的增长率始终大于 GNP 增长率和通货膨胀率之和。为解释这一现象，首次对交易方程式 $MV = PY$ 两边取导数，推导出用货币供应增长率减去真实 GNP 增长率和官方通货膨胀率之和后的部分定义为超额货币 (excess money)。

从理论上讲，超额货币在刚开始时由于流动性陷阱，既不作用于产出，也不作用于物价，而且此时还可能出现通缩现象。图 5 显示，在超额货币较高的年份，通胀率往往较低。如 2009 年的超额货币达到 22.7%，而 CPI 同比只有 -1.1%；而在 1979、1984、1990 年这几个超额货币仅次于 2009 年的年份，这种现象同样可以看到，这三个年份的超额货币分别为 16.3%、16.9% 和 20.8%，但 CPI 同比同样只有 1.9%、2.7% 和 3.1%。

但随着通胀预期的突变，超额货币开始作用于产出；当经济增长恢复到潜在 GDP 之上时，最后将全部反映在物价上。此时，超额货币将“消失”，这时的通胀率反而是最高的。1985、1988、1994、2004 和 2007 年，超额货币都出现接近于零或小于零的情况，而在这些年份或之后一年的通胀率都较高。而 2010 年前三季度的超额货币再次出现从 2009 年的高点大幅度回落的情况，而通胀率又开始出现上升。假定 2011 年的 M2 增速为 16%、GDP 增速为 9.5%、CPI 为 4.6%，则超额货币为 1.9%，又将出现接近于零的情况，超额货币的回落将是物价上涨的前奏。

图 5 改革开放以来超额货币的“消失”伴随着通胀水平的大幅上升



资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理



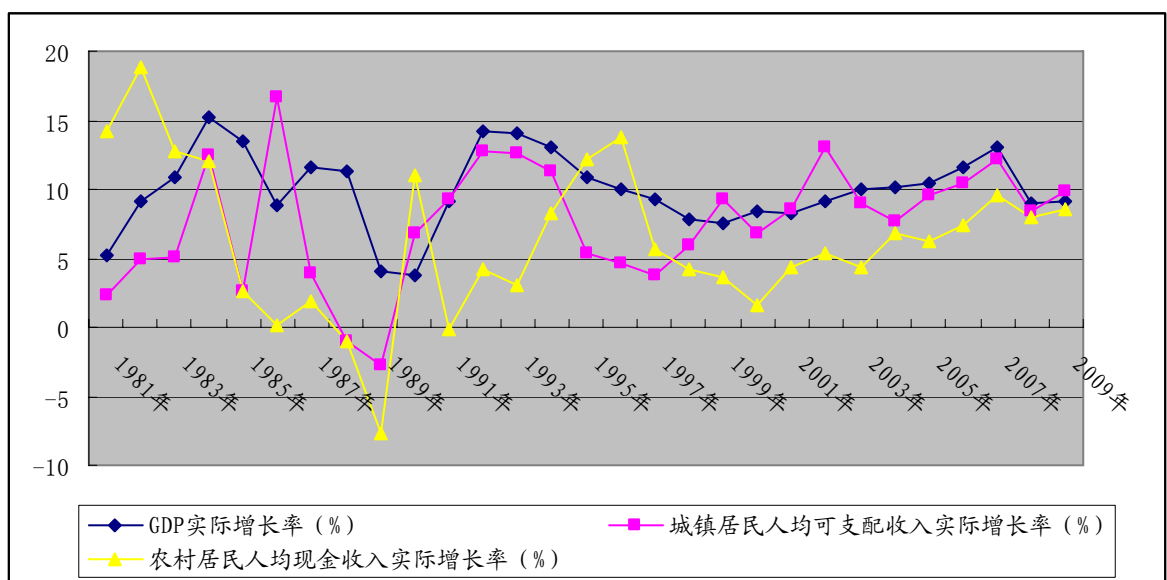
新旧两种“剪刀差”是目前通胀的根源

目前，中国劳动力短缺现象日益突出，中国普遍劳动力的供给已从“全面过剩”转向“结构短缺”。2010年以来，北京、上海、广州等27个省区市纷纷上调或计划上调最低工资标准。数据显示，已经宣布上调最低工资标准的11个省份，平均涨幅达17%。在最低工资标准上涨这种现象的背后，是中国居民收入增长率长期低于GDP增长率的现实。

从图6中，我们可以看出，在1981-2009年的近三十年间的大部分年份，中国城镇和农村居民收入的实际增长率均低于GDP的实际增长率。而且，农村居民的收入的实际增长率，除在80年代早期和90年代中期的个别年份外，也均低于城镇居民收入的实际增长率。研究表明，农村居民收入增长的主要来源，是外出务工收入为代表的工资性收入，农民从农产品中获得的收入增长甚微，这主要是由于工农业产品“剪刀差”的存在。

这种传统形式的“剪刀差”是指工农业产品交换时，工业品价格高于价值，农产品价格低于价值所出现的差额。因用图表表示呈剪刀张开形态而得名。它的具体表现是：当一般物价上涨时，虽然农产品价格也同时上涨，但它上涨的幅度往往低于工业品价格上涨的幅度。而当一般物价下跌时，虽然工业品的价格也同时下跌，但它下跌的幅度往往低于农产品价格下跌的幅度。

图6 1981-2009年中国城镇和农村居民收入实际增长率的对比

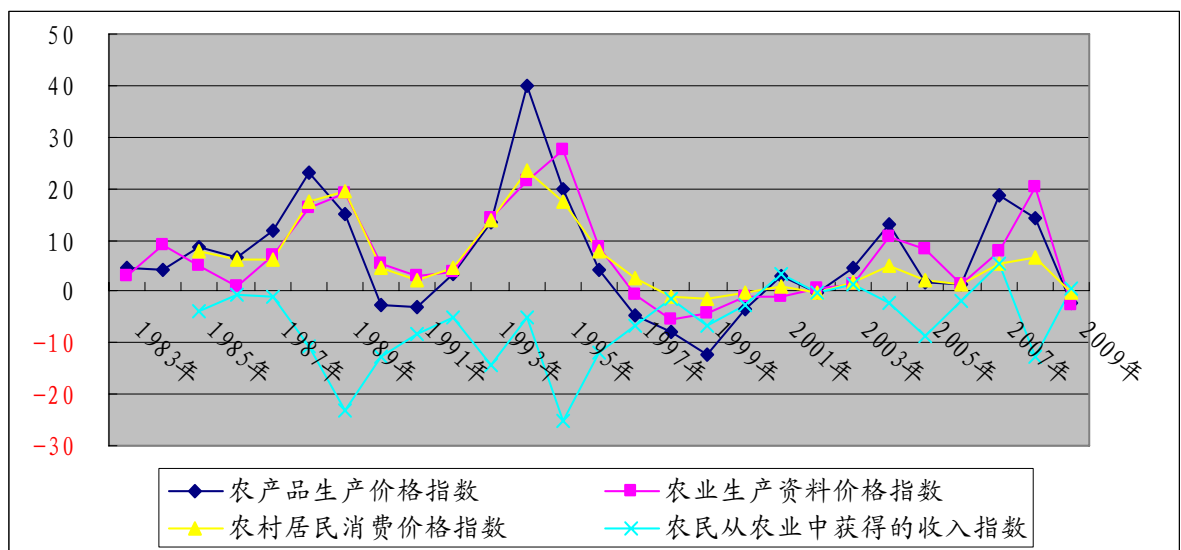


资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理

农产品生产价格指数是反映一定时期内，农产品生产者出售农产品价格水平变动趋势及幅度的相对数。在图7中，我们用农产品生产价格指数减去农业生产资料价格指数，以及农村居民消费价格指数后，得到农村居民在扣除生产资料和生活资料后，从农产品中可获得的收入增长，其结果是除在01、03、07和09年外，其余年份均为负数。



图7 1983-2009年农村居民从农产品中获得的收入增长情况



资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理

这说明，工业品和农产品之间的“剪刀差”在历史上始终存在，只是在近年来由于政府对农业加大了财政支持力度，采取了包括最低粮食收购价保护、税收减免、农机补贴等转移支付手段，使这种形式的“剪刀差”在近年来有缩小的趋势，使农业生产获得了较大发展。

但另一种新的形式的“剪刀差”，即农民外出打工与种粮效益的剪刀差却在逐步扩大。有数据表明，目前有 1.5 亿农民在城镇务工，每年收入在 11200 亿元左右，邮回农村的收入在 4000 亿左右，农民增收的 80% 以上来自外出务工收入。不管“刘易斯拐点”是否到来，我国农村劳动力不足已成现实。在农村中种田的大都是老、弱、病、残，青壮劳力大都外出打工。

劳动力的短缺使农民工工资随着最低工资标准的上升而上涨，数据表明 2007 年以来的农民工工资增长较快。农民工工资的上涨可导致多方面的传导作用。一方面，使在农村务农的劳动力工资随之上涨，使规模生产的农产品的生产成本出现上升，进而使食品价格出现上涨；另一方面，导致劳动密集型产业工资的上涨，使贸易部门的成本上升，进而传导到非贸易部门

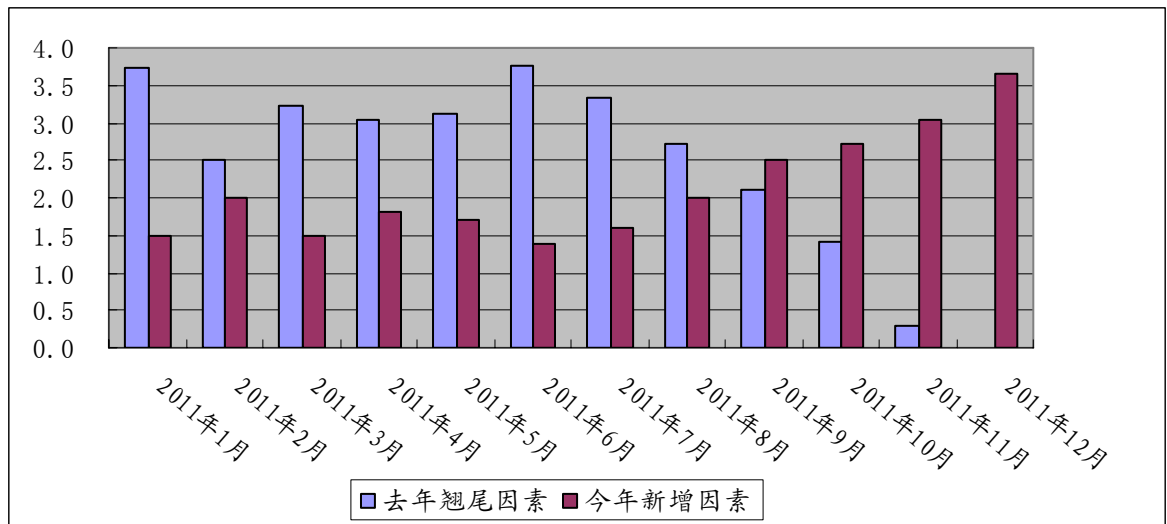
当通胀预期的形成使增加劳动报酬成为劳动者的普遍预期时，非贸易部门将承受更大的经营压力。这是由于贸易部门的劳动生产率远高于非贸易部门，贸易部门可通过劳动生产率的增长来实现劳动报酬的增长；而非贸易部门的劳动生产率改革空间有限，只能通过提高单位劳动成本来提高劳动报酬。一方面中国水、电、气等非贸易部门的人员过多、包袱过重等垄断性国企特征十分明显，劳动生产率低下；另一方面，贸易性较低的中国农业部门由于人多地少、缺乏规模优势使劳动生产率比美国低很多，在国际贸易中处于不利的地位。因此，当通胀来临时农产品和水、电、气等资源产品更多地是通过涨价来消化成本上涨的压力。目前的行政干预措施只能起到暂时作用，从长期来看，价格管制必然导致供给短缺，对缓解长期通胀压力反而不利。



2011 年 CPI 同比的预测

图 8 显示，从明年翘尾因素的影响看，基本上已经确定了，呈现“前高后低”逐渐减弱的趋势。1 月和 6 月的翘尾因素最高，达到 3.3%，7-12 月翘尾因素的影响迅速减小，为 CPI 同比的下降提供了契机。但从新增因素来看，则是下半年高于上半年。

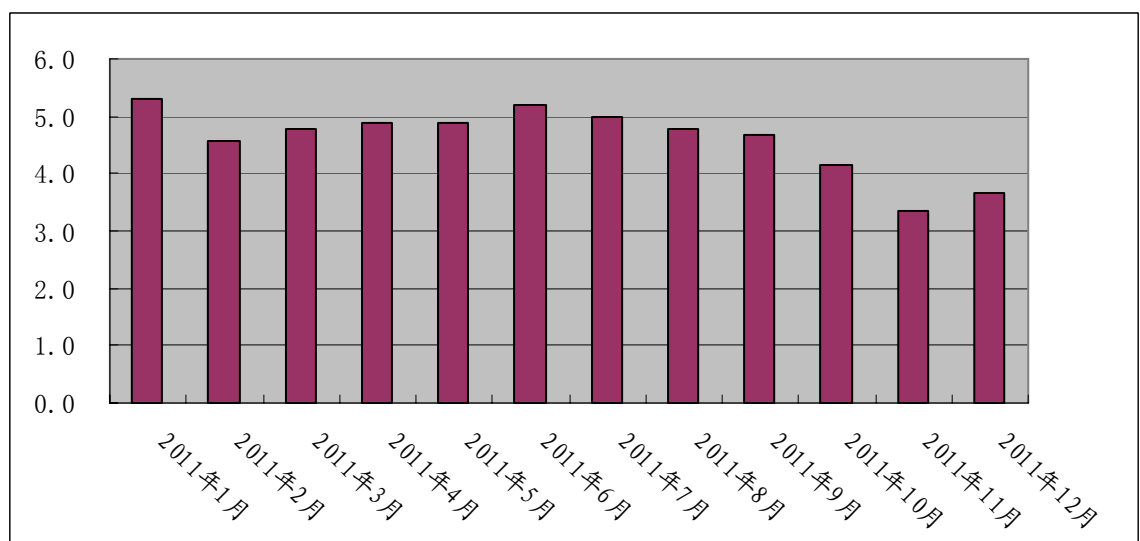
图 8 2011 年 CPI 同比中的翘尾因素和新增因素的影响示意图



资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理

综合考虑明年的翘尾因素和新增因素，我们预测 2011 年的 CPI 同比为 4.6%，1-4 个季度同比分别为 4.9%、5.0%、4.8%、3.7%。CPI 同比的各月预测值如图 9 所示，最高点可能出现在明年 1 月，为 5.3%；最低点可能出现在明年 11 月，为 3.3%。

图 9 2011 年 1-12 月 CPI 同比的预测值



资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理

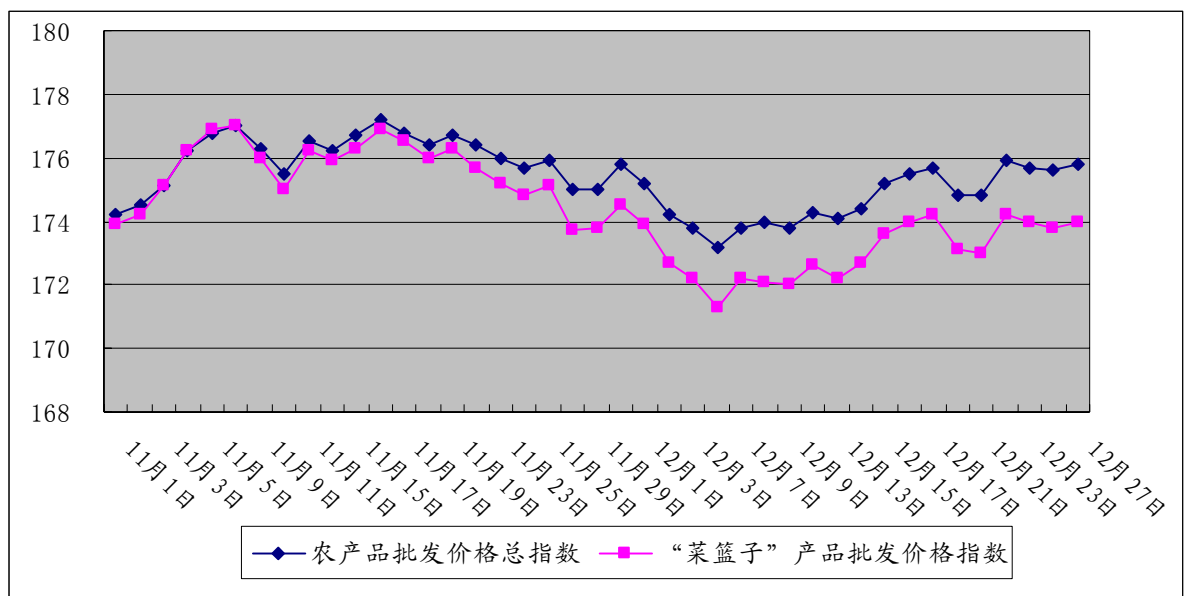


■ 10 年 12 月物价指数的预测

CPI 同比：由上月的 5.1% 回落到本月的 4.4%

从农业部 2010.11-12 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，该指数出现回落的走势（图 10 所示）。具体而言，2010 年 12 月 27 日之前的月平均的农产品批发价格总指数和“菜篮子”产品批发价格指数分别为 174.7 和 173，较 11 月分别有 0.7% 和 1.4% 的回落幅度。

图 10 农业部“全国农产品批发价格指数”2010.11-12 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 11 个食品品种中，在 12 月前三周的平均价较 11 月平均价，10 个品种中 9 个上涨，1 个品种下跌。具体而言：涨幅最高的是水果和食糖，达到 3.8% 左右；其次是蛋类，涨幅达到 2.4% 左右；再次是粮食、食用油和禽类，涨幅为 1.7% 左右；接着是肉类，涨幅达到 1.3%；最后是食盐，涨幅约为 1.1%。其它品种的涨幅，不超过 1%。唯一的下跌品种是蔬菜，跌幅达到 13%。

从统计局监测的 50 个城市主要食品价格变动情况看，12 月 20 日之前的平均价较 11 月平均价，统计的 9 个品种中 7 个上涨，2 个品种下跌。其中，水果价格涨幅最高，达到 4.4%；其次是食用油，涨幅约为 1.8%；再次是粮食和禽类，涨幅达到 1.4%；最后是猪肉，涨幅达 1.2% 左右。下跌品种中蔬菜的跌幅达到 12.4%。其它品种的涨幅，不超过 1%。

因此，考虑到各品种在 CPI 食品大类中所占的权重，我们预测 2010 年 12 月 CPI 中食品环比为 0.3 个百分点，同比上涨 9.8 个百分点，对 CPI 同比贡献 3.2 个百分点。

2001-2009 年 12 月的非食品价格平均值为 0.1%，考虑到近期酒类、交通和居住类等非食品价格的均有所上涨，我们预计 2010 年 12 月核心 CPI 环比为 0.3 个百分点，



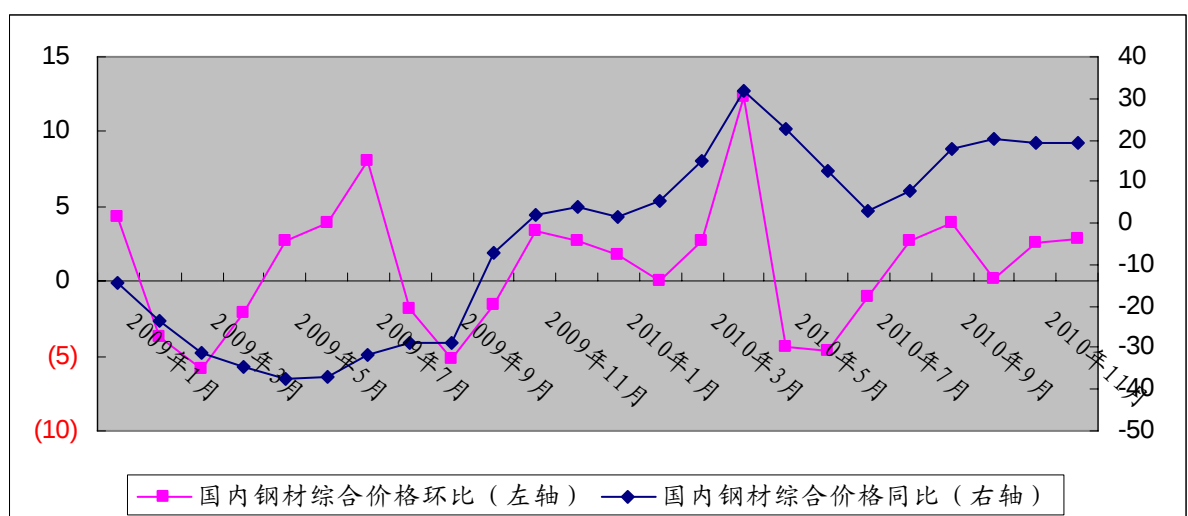
同比上涨 1.8 个百分点，对 CPI 环比贡献 1.2 个百分点。

综合食品和非食品因素，我们预计 2010 年 12 月 CPI 同比上涨 4.4 个百分点，环比为 0.3 个百分点。

PPI 同比：由上月的 6.1% 回落到本月的 5.5%

进入 2010 年 12 月，国内钢材价格承接 11 月，继续呈现反弹走势，环比涨幅与上月差不多。12 月前四周国内市场钢材价格综合指数为 128.1，比上月末上涨近 2.9 个百分点。从同比价格看（图 11 所示），回升幅度与上月也差不多。

图 11 2009 年 1 月至今的国内钢材综合价格环比和同比价格走势



资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理

从统计局对部分重点企业工业品 12 月 20 日前出厂价的监测情况看，与 11 月同期相比，6 类品种中有 4 个上涨 2 个下跌。其中，涨幅最大的是水泥，达到 9% 左右；其次是煤炭，涨幅达到 1.4%。下跌品种中，跌幅最大的是铁矿石和有色金属，跌幅达到 6.7%。其它品种涨幅均在 1.0% 以下。

考虑以上因素，我们预计 12 月 PPI 的环比上涨 0.4 个百分点，而根据我们的计算，PPI 去年同期的环比为 1.0 个百分点。因此，我们预测 2010 年 12 月 PPI 同比上涨 5.5% 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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

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

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

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