

迟到的菜价大跌与迟到的物价回落拐点

民生精品---宏观经济报告

2011 年 4 月 25 日

报告摘要:

● 迟到的蔬菜价格大幅下跌

商务部监测, 4月11日至17日这一周蔬菜价格比前一周下降9.8%, 连续第三周回落, 三周累计下降16.2%。农业部监测, 农产品批发价格指数春节后持续下跌。4月蔬菜价格大幅下跌说明劳动力成本上升、原材料价格上涨和货币超发等因素与物价上涨并不存在明显相关关系, 物价涨跌最终取决于供求关系而非成本。

● 迟到的物价回落

我们在2月24日《2011年物价分析预测报告》中明确提出的物价回落的三个依据(春季蔬菜价格回落, 货币调控见效, 汽车、房地产等支柱产业的供需发生变化)仍然成立, 4月通胀预期将随着菜价大跌而发生改变, 货币信贷紧缩和消费需求增速回落, 将会促使物价回落。

● 货币调控是关键

过去2年大量货币投放对今年物价的压力仍然存在, 3月通胀预期增强的一个重要原因是新增货币信贷超预期。货币信贷调控是二季度物价调控的关键所在。

● 4月有望成为本轮通胀拐点

从4月蔬菜价格持续大幅下跌看, 货币超发、劳动力成本上升、进口原材料价格上涨对物价上涨的推动被夸大, 未来调控通胀的关键, 是稳定通胀预期、管理好食品价格和货币投放总量。4月CPI将回落到5%以下, 如果调控得当, 4月有望成为本轮通胀的拐点。

民生证券研究所

滕泰 首席经济学家
执业证号: S0100210050003
电话: (8610)85127628
邮箱: tengtai@mszq.com

郝大明 宏观分析师
执业证号: S0100210110001
电话: (8610)85127658
邮箱: haodaming@mszq.com

联系人: 张磊
电话: (8610)85127662
邮箱: zhanglei_yj@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座16层 100005

相关研究

1. 《四层过滤模型: 输入原材料价格上涨对物价影响有限》2011.2
2. 《四层过滤模型: 劳动力成本上升对物价影响有限》2011.2
3. 《四层吸收模型: 单位GDP货币量与物价走势》2011.2
4. 《2011年物价分析与预测报告》2011.2

目 录

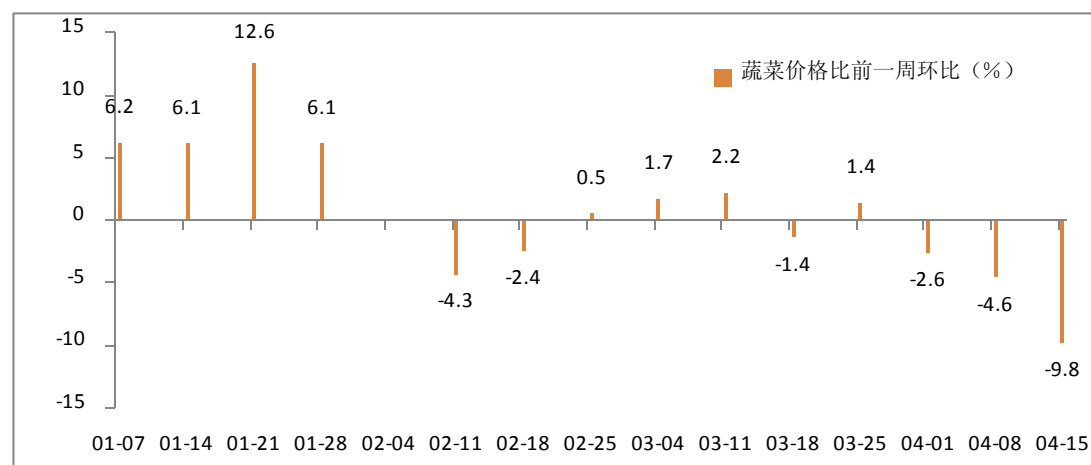
一、迟到的蔬菜价格大幅下跌.....	3
二、迟到的物价回落.....	4
（一）通胀预期将发生改变.....	4
（二）货币紧缩将持续.....	5
（三）消费需求减速.....	6
三、货币调控成关键.....	6
（一）货币信贷仍对今年物价形成较大压力.....	6
（二）目前是货币信贷调控的关键时刻.....	8
四、4月有望成CPI同比拐点.....	8
（一）稳定通胀预期.....	8
（二）管理好食品价格.....	9
（三）管理好货币投放总量.....	9
（四）4月物价有望回落到5%以下.....	9
插图目录.....	11

早在一个月前的3月21日，根据春节后农产品批发价格特别是菜篮子批发价格持续回落，以及投资、消费和出口增速介于1月和2月之间等指标监测情况，我们预测3月CPI将回落到4.7%。但是受日本大地震和利比亚战争影响，国际原油价格持续上涨，国内通胀预期不断增强，物价环比下跌幅度比我们预测的小，CPI上涨5.4%，大幅超出我们的预测。4月以来，蔬菜零售价格持续大幅下跌，我们预测4月物价将回落到5%以下。

一、迟到的蔬菜价格大幅下跌

商务部监测，4月蔬菜价格大幅下跌。4月11日至17日这一周蔬菜价格比前一周下降9.8%，降幅比前一周扩大5.2个百分点，18种蔬菜平均批发价格连续第三周回落，三周累计下降16.2%。

图 1：4 月蔬菜价格快速大幅下跌



资料来源：Wind，民生证券研究所

如果按2007年7月底定基指数计算，上周（4月11日至17日）蔬菜价格指数为168.1，比前一周大幅回落18.2个百分点，相当于今年年初第一周水平。

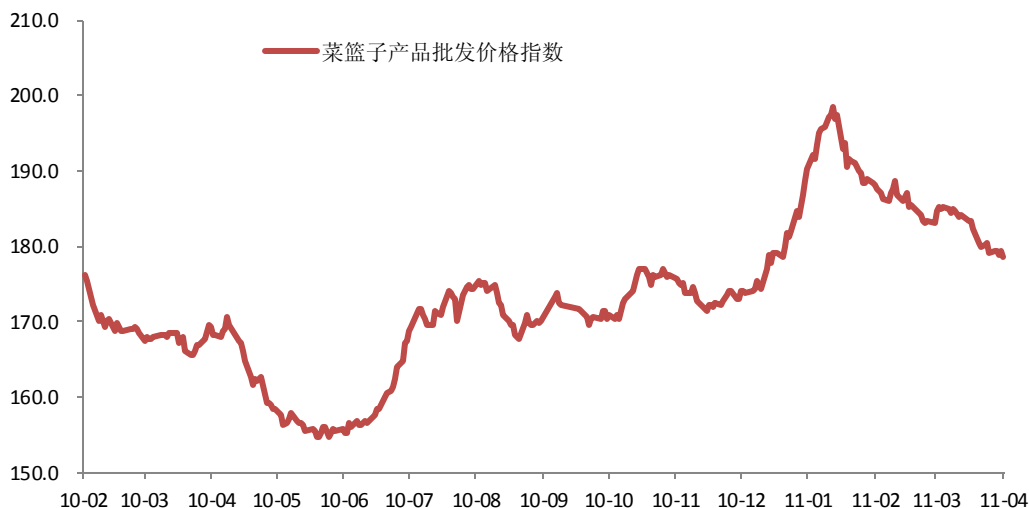
图 2：4 月蔬菜价格大幅下跌



资料来源：Wind，民生证券研究所

其实,根据农业部的监测,春节后蔬菜价格持续下跌。4月22日,菜篮子批发价格指数回落到178.5,比3月31日下降3.30%,回落到了去年年底水平。自春节以来,蔬菜批发价格自最高点回落10.0%。

图 3: 4 月以来菜篮子批发价格持续下跌



资料来源: Wind, 民生证券研究所

蔬菜消费价格比批发价格晚一个月下跌,并且大幅下跌,究竟是什么原因?主要原因是,受日本大地震和利比亚战争影响,国际油价持续上涨,国内劳动力成本上升和货币流动性过剩严重,通胀预期不断增强,这使得3月在批发价格不断走低的情况下,蔬菜零售价格还能有所上涨。但是蔬菜毕竟是生活必需品,其需求弹性小,在价格高涨的刺激下,生产供应激增,最后导致白菜、卷心菜、油菜、芹菜、包菜等部分应季蔬菜价格暴跌。

二、迟到的物价回落

我们在2月24日《2011年物价分析预测报告》中明确提出了物价回落的三个依据,一是春季蔬菜价格回落,二是货币调控见效,货币因素影响趋缓,三是汽车、房地产等支柱产业的供需发生变化。3月CPI环比下降,新涨价因素为负,这些依据对判断物价回落仍然成立,实际物价超出预测的主要原因是,3月物价环比下降的幅度较小。

通胀预期将随着蔬菜价格大跌发生根本改变。

(一) 通胀预期将发生改变

在货币超发、劳动力成本上升、原材料价格上涨和资金成本不断上升等所有一切都指向物价上涨时,都支持通胀预期不断增强时,蔬菜价格大跌甚至是暴跌,无疑是对不断增强的通胀预期的否定。

其实,供求关系最终决定蔬菜价格。去年4月,受北方天气偏冷影响,蔬菜价格居高不下,去年10月到春节前,蔬菜价格大幅上涨,刺激了今年蔬菜种植,导致春节后蔬菜批发价格持续下跌,4月天气转暖,蔬菜大量上市,导致部分应季蔬菜价格暴跌。

劳动力成本上升、原材料价格上涨和资金成本不断上升等导致蔬菜种植成本上升，但并不必然导致销售价格上涨，种植成本与销售价格并不存在明显相关关系，销售价格涨跌取决于供求而不取决于成本。

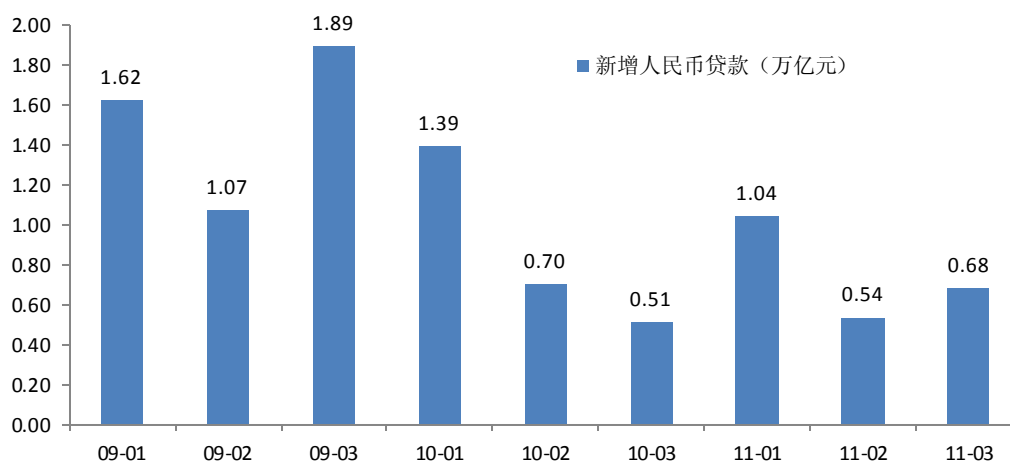
（二）货币紧缩将持续

3月物价超预期的一个重要原因是新增信贷超预期，但4月不会持续。

今年前2个月，我国人民币新增贷款10400 万亿和 5356 亿元，分别比去年同月减少 25.2%和 23.5%，投放节奏与去年前二个月保持一致，2月是1月的50%左右。据此我们预测，如果今年3月新增贷款按照去年一季度的节奏，将低于4000 亿元，略超3900 亿元。

但3月新增贷款6794 亿元，超过之前预期数2900 亿元，超出74%。新增贷款大幅超预期，成为通胀预期高涨的一个重要原因。

图 4：3 月新增人民币贷款超预期



资料来源：Wind，民生证券研究所

另外，3月央票到期6200 亿元，新增外汇占款4079 亿元，流动性非常宽松，这是导致通胀预期增强的重要原因。

但4月货币信贷将会比3月紧缩得多。

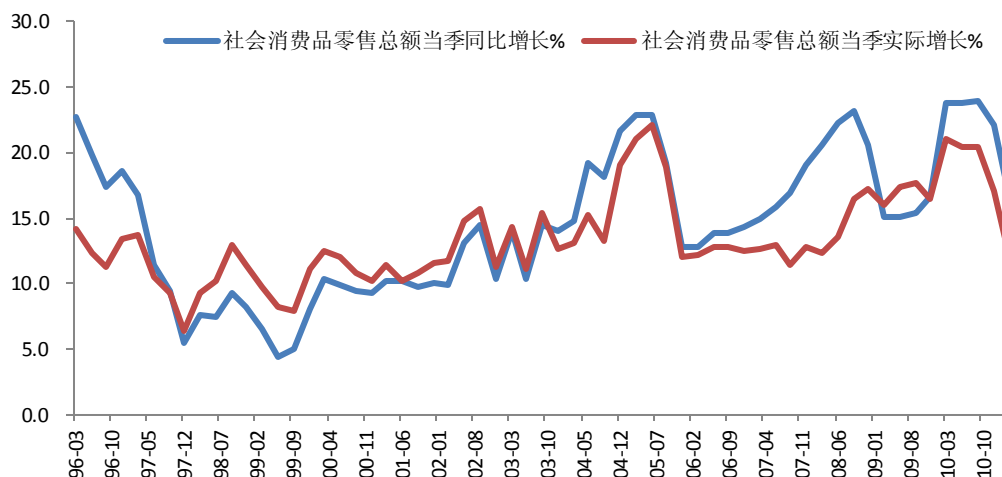
首先，自4月6日起上调金融机构人民币存贷款基准利率，一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，此次加息后，一年期存款利率达到3.25%。另外由于信贷额度紧张，房贷利率普遍比基准利率有所上浮。

其次，信贷额度紧张。4月13日的国务院常务会议提出切实实施好稳健的货币政策，将社会融资规模控制在合理范围之内。近期房贷利率普遍上调，与信贷额度紧张有关。

（三）消费需求减速

今年一季度社会消费品零售额同比增长 17.1%，扣除物价上涨因素，实际增长 12.4%，比去年一季度低 8.7 个百分点，比去年四季度低 4.7 个百分点，基本上回到了 2005 年四季度到 2008 年一季度平均水平。

图 5：一季度消费增速大幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究所

一季度 GDP 增速较高，主要是工业生产增速较高，主要原因是去年四季度节能减排影响，部分重工业产品价格高涨的刺激。今年一季度消费增速大幅回落，将会影响轻工业增速，继而影响重工业增速，最后使工业生产、GDP 增速和物价回落。

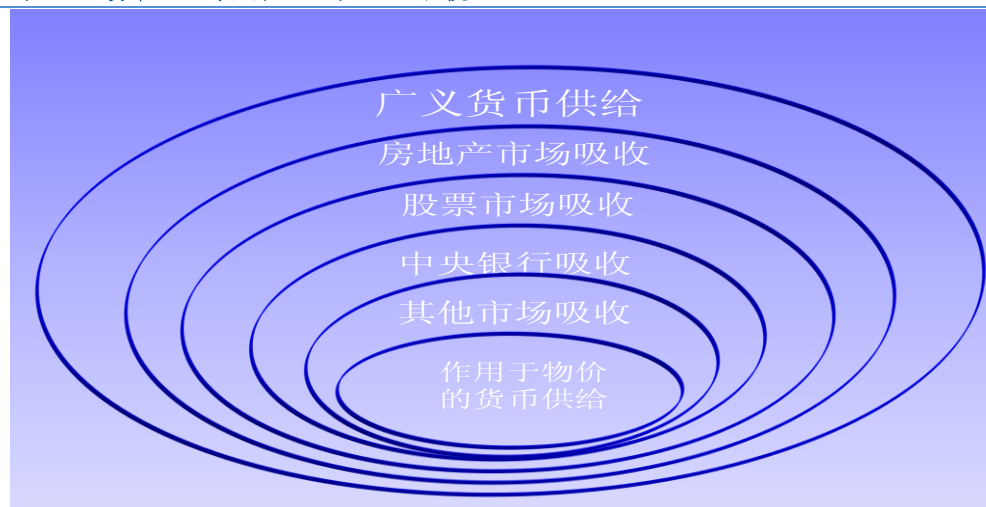
三、货币调控成关键

过去2年大量货币投放对今年物价的压力仍然存在，货币信贷调控是今年物价调控的关键所在。

（一）货币信贷仍对今年物价形成较大压力

货币经过四层吸收才会最终体现在实体经济物价变化上。第一层是房地产市场对货币的吸收，第二层是股票市场对货币的吸收，第三层是中央银行对货币的吸收，第四层是库存现金、期货市场等其他市场对货币的吸收。

图 6：从货币投放到物价上涨的四层吸收模型

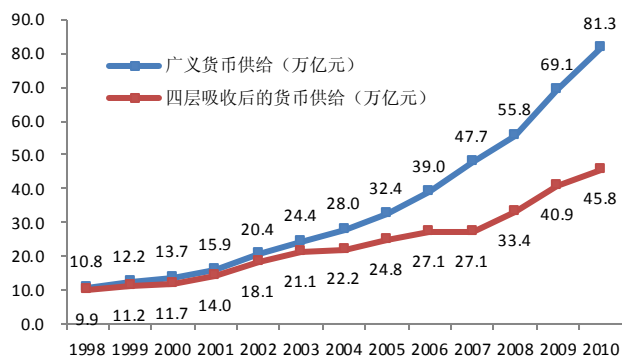


资料来源：民生证券研究所

2010年底我国广义货币供给为81.3万亿元，经过四层吸收后，实际流入实体经济的货币为45.8万亿元，减少43.7%。

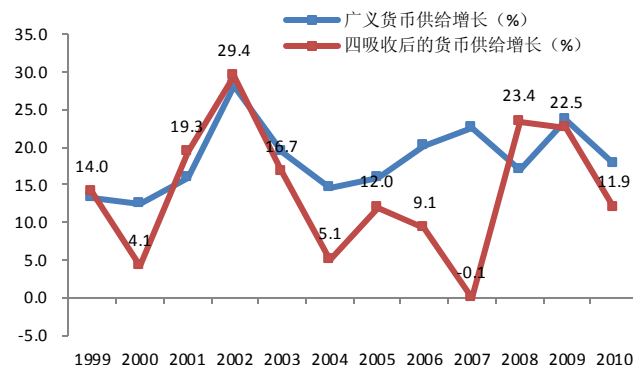
从节奏来看，四层吸收后的货币增长速度在过去十年间有两个高点，第一个高点是2002年的29.4%，第二个是2008年的23.4%。从最近三年的情况来看，2008年增速高于吸收前，主要原因是股市暴跌，流出资金进入实体经济，2009年和2010年吸收后的货币增长速度较高，主要原因是货币总供给增速较高。

图 7：四层吸收后的货币供给总量



资料来源：民生证券研究所

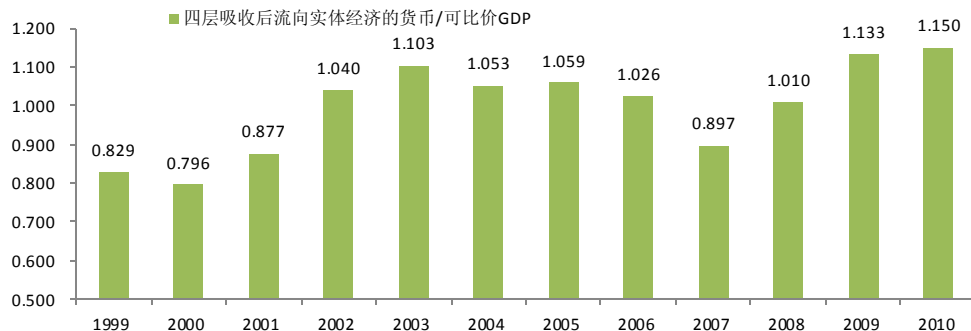
图 8：四层吸收后的货币供给增速



经过四层吸收后货币量除以GDP总量，最终的单位GDP货币量才会体现在实体经济的物价变化上。单位GDP货币量是物价的领先指标，考虑到时滞影响，2011年货币对物价的压力略小于2010年，仍然较大。

用四层吸收后流入实体经济中的货币和可比价GDP，来计算单位GDP货币量。测算结果表明，四层吸收后的2007年单位GDP货币量为0.897元，2008-2010年连续三年上升，2010年达到1.150元。

图 9：四层吸收后的单位 GDP 货币量

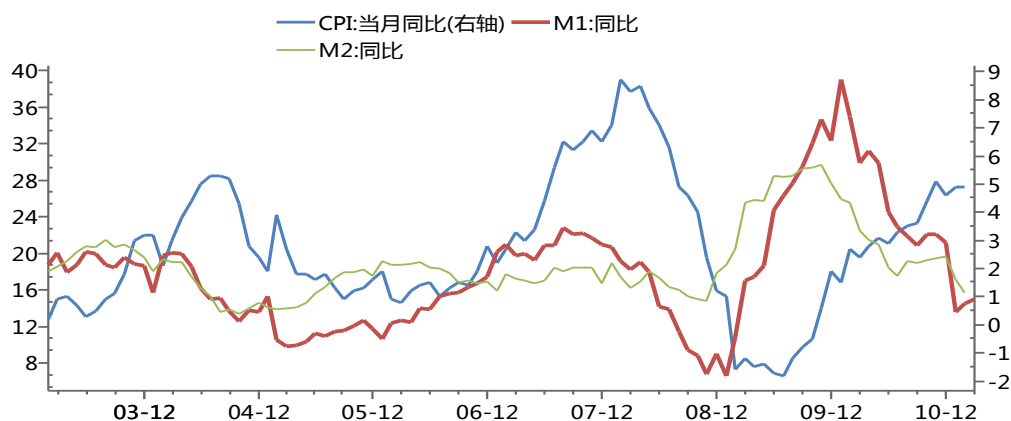


资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）目前是货币信贷调控的关键时刻

2004 年 9 - 11 月，2008 年 5 - 11 月，M1 增速连续 3 个月低于 M2 增速，物价加速下行。

图 10：M1 增速连续 3 个月低于 M2 增速，则会引起物价的加速下行



资料来源：Wind，民生证券研究所

今年 1 - 3 月，M1 增速连续 3 个月低于 M2 增速，物价并未加速下行，反而大幅反弹，一个重要原因即是 M1 增速连续 2 个月反弹，而 M1 增速反弹与信贷大幅增加有关。目前是货币信贷调控的关键时刻。

四、4 月有望成 CPI 同比拐点

从 4 月蔬菜价格持续大幅下跌看，货币超发、劳动力成本上升、进口原材料价格上涨对物价上涨的推动都被夸大，未来调控通胀的关键，是稳定通胀预期、管理好食品价格和货币投放总量。如果调控得当，4 月有望成为本轮通胀的拐点。

（一）稳定通胀预期

通胀预期是导致通胀的重要原因之一。一旦消费者和投资者形成强烈的通胀预期，就

会改变其消费和投资行为，进一步加剧通胀，造成通胀螺旋式的上升。

从3月蔬菜批发价格下跌但消费价格仍然上涨来看，劳动力成本上升、进口原材料价格上涨和货币超发等长期因素对物价上涨起到了推波助澜的作用，是通胀预期加强的很重要原因。但他们对物价的影响明显被夸大。4月蔬菜价格大幅下跌对稳定通胀预期无疑具备积极作用。

（二）管理好食品价格

当前治理通胀的关键是管理好食品价格。食品价格是CPI上涨的主要动力。

从我国历次通胀情况来看，食品价格都是推高物价水平的核心因素之一。长期内，我国粮食库存充足，社会总供给与总需求基本平衡，政府完全有能力抑制物价过快上涨。但是短期内，不排除局部因素干扰食品价格，包括天气异常、国际市场价格上涨等。因此，在目前通胀压力仍未消除的环境下，管理好食品价格是当前政策调控的重中之重，尤其是抗旱确保夏粮的丰收。

（三）管理好货币投放总量

经过资产市场、资本市场、中央银行等四层吸收后，单位GDP货币量是物价的领先指标。造成本轮物价上涨的一个原因是前期货币信贷的大量投放。2011年，货币对物价的压力略小于2010年，但是压力仍然较大。当前通胀压力尚处于高位，管理货币信贷，不仅有利于稳定通胀预期，也是减缓未来通胀压力的关键所在。

目前货币供给和需求都出现新变化，呈现多样性的特点，货币供给已经不是央行专利，货币需求除了实体经济以外还包括资本市场、资产市场等。因此，管理好货币信贷，除了央行和商业银行要管好“笼中虎”以外，适当引导资金流向对于当前以及未来的通胀管理也是十分重要的，比如，如果实体经济的资金适当流向资本市场，有利于阶段性化解通胀压力。

（四）4月物价有望回落到5%以下

预计二季度随着应季水果上市，水果价格涨幅将比3月春节月份明显回落。食用植物油在国家宏观调控下，价格将保持稳定，同比涨幅有所提高，肉禽及其制品去年同期价格下跌，今年二季度同比涨幅仍将扩大，水产品和调味品价格稳定。综合测算，二季度食品价格上涨9.68%，比3月底，食品价格拉动CPI上涨3%。

表 1: 二季度食品价格上涨测算表

	Coefficients	2011 年二季度		2011 年 3 月	
		分类价格涨幅	拉动 CPI 涨 (%)	分类价格涨幅	拉动 CPI 涨 (%)
Intercept	-0.639				
粮食	0.029	14.0	0.409	15.00	0.438
油脂	0.065	14.0	0.908	13.30	0.863
肉禽及其制品	0.239	16.0	3.819	17.30	4.129
水产品	0.228	9.0	2.055	10.20	2.329
鲜菜	0.093	-6.0	-0.558	4.30	0.400
鲜果	0.075	20.0	1.507	29.90	2.252
调味品	0.435	5.0	2.175	5.50	2.393
合计			9.68		12.16

资料来源: 民生证券研究所

预测二季度非食品价格上涨 2.5% 左右, 拉动 CPI 上涨 1.7%。预测二季度 CPI 同比上涨 4.7%。

插图目录

图 1: 4 月蔬菜价格快速大幅下跌.....	3
图 2: 4 月蔬菜价格大幅下跌.....	3
图 3: 4 月以来菜篮子批发价格持续下跌.....	4
图 4: 3 月新增人民币贷款超预期.....	5
图 5: 一季度消费增速大幅回落.....	6
图 6: 从货币投放到物价上涨的四层吸收模型.....	7
图 7: 四层吸收后的货币供给总量.....	7
图 8: 四层吸收后的货币供给增速.....	7
图 9: 四层吸收后的单位 GDP 货币量.....	8

分析师与联系人简介

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

分析师承诺

作者具有我国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。