

证券研究报告—动态报告/经济快评

宏观经济

宏观快评

2011 年 7 月 27 日

下半年 CPI 形势展望

证券分析师:	周炳林	0755-82130638	zhoublin@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120066
证券分析师:	林松立	010-66026312	linli@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120050
证券分析师:	崔嵘	021-60933159	cuirong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120057

事项:

下半年 CPI 形势展望。

评论:

■ 对于 7 月 CPI 的初步评估: 6.4-6.6%

从商务部 7 月各周的食品价格以及 CPI 非食品近期的数据看: 7 月 CPI 月环比的预测建议为 0.3-0.5%; 在环比为 0.3%的情况下, 7 月 CPI 同比为 6.38%; 环比 0.5%的情况下, 同比为 6.58%。

考虑 7 月份情况的变化, 今年 8 月份至 12 月份, CPI 概率偏大的预测值为 6.27、5.91、5.21、4.30、4.44%。我们认为, 资本市场对于 CPI 精度的要求已超出了任何中期模型所能达到的水平, 上述数值仅供参考, 未来根据每月的周数据变化跟踪监测是更为重要的任务。

表1: 7月份之后的CPI预测

单位: %

时间	CPI 环比	1+环比%	CPI 同比测算	12 个月环比累乘	累乘与实际同比的误差 (经核实的原因在于统计局环比的小数点后两位四舍五入)	累积翘尾	备注
2010-01	0.60	1.006	1.50				
2010-02	1.20	1.012	2.70				
2010-03	-0.70	0.993	2.40				
2010-04	0.20	1.002	2.80				
2010-05	-0.10	0.999	3.10				
2010-06	-0.60	0.994	2.90				
2010-07	0.40	1.004	3.30				
2010-08	0.60	1.006	3.50				
2010-09	0.60	1.006	3.60				
2010-10	0.70	1.007	4.40				

2010-11	1.10	1.011	5.10				
2010-12	0.50	1.005	4.60				
2011-01	1.00	1.010	4.90	4.99		0.09	
2011-02	1.20	1.012	4.90	4.99		0.09	
2011-03	-0.20	0.998	5.40	5.52		0.12	
2011-04	0.10	1.001	5.31	5.41		0.10	
2011-05	0.10	1.001	5.52	5.62		0.10	
2011-06	0.30	1.003	6.40	6.58	0.18 (误差突变, 无法解释)		7月之后已知涨幅
2011-07	0.3-0.5	1.003-1.005	6.38-6.58	6.48-6.68	0.10	6.06	11个月累积涨价
2011-08	0.40	1.004	6.27	6.37	0.10	5.42	10个月累积涨价
2011-09	0.26	1.003	5.91	6.01	0.10	4.79	9个月累积涨价
2011-10	0.04	1.000	5.21	5.31	0.10	4.06	8个月累积涨价
2011-11	0.22	1.002	4.30	4.40	0.10	2.93	7个月累积涨价
2011-12	0.64	1.006	4.44	4.54	0.10	2.42	6个月累积涨价

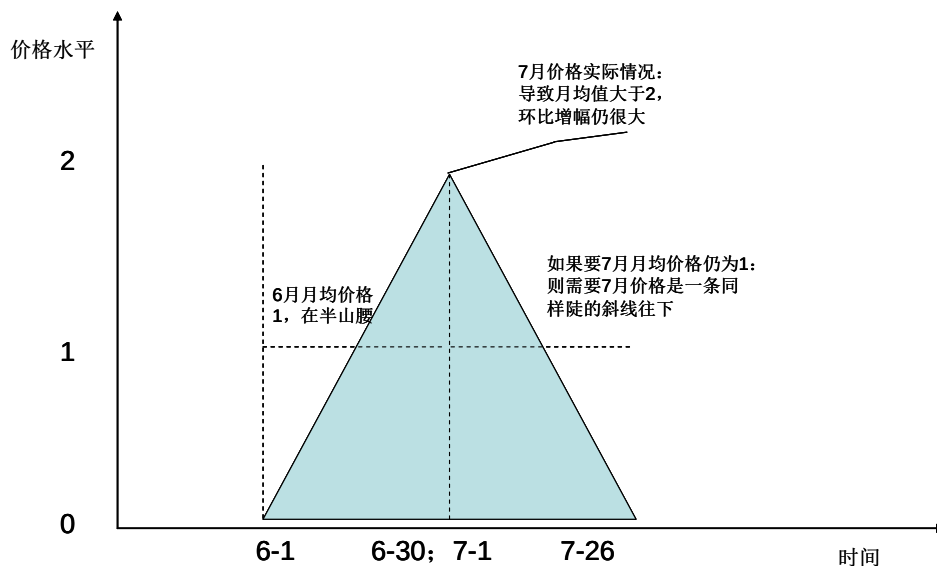
资料来源：国家统计局，商务部，国信证券经济研究所整理

■ 可能超预期创新高的主要导因：月内翘尾因素

此前市场普遍预期 CPI 从 7 月开始就缓慢回落，然而，7 月即将结束，CPI 却有可能超预期再创新高，其中的主要导因是，以肉禽为主的价格 6 月份各天是一条很陡的斜线往上，月均值在半山腰，由此，除非本月是一条同样陡的斜线往下，两月均值才持平。7 月大家看到肉价趋稳（前期仅涨幅缩小），这意味着本月价格的均线在上月末斜线的峰值还要往上一一点，由此造成月度均价涨幅比较高。（见下图）

以上提示，月度各天之间，也有翘尾机制存在。特别值得举一反三的是，以后遇到环比快速上升或者下降的月份，随后一个月的预测需要对“月内的翘尾因素”予以高度关注！

图1: 月内的翘尾因素示意



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

■ 下半年 CPI 下来的趋势依然明确

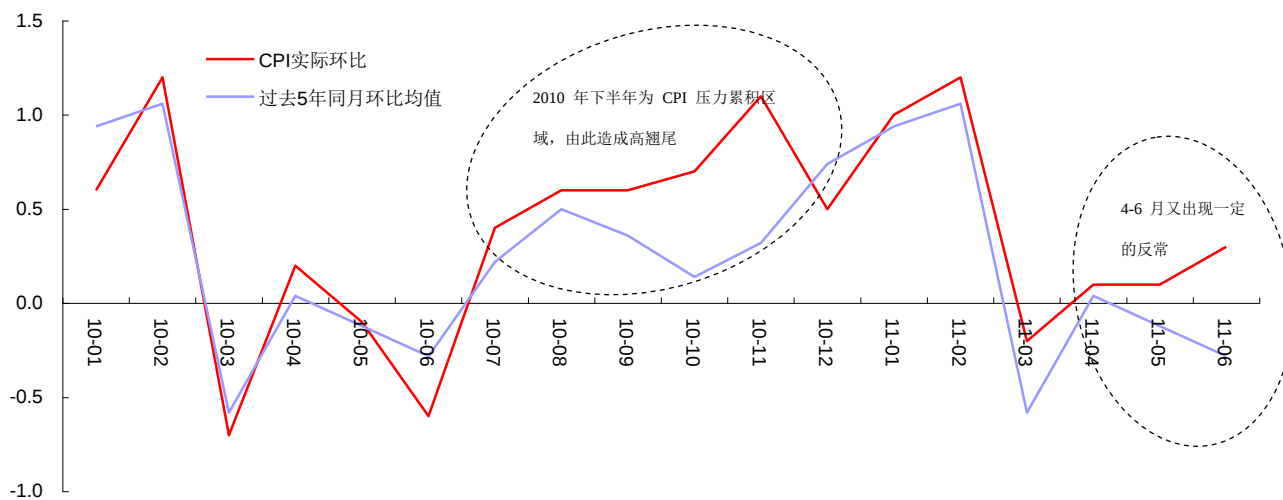
其一，按照大概率情景，第一部分提及的中期预测模型得出的8月份后CPI数值在缓慢回落；

其二，如上图所示，由于7月各天之间本身比较平缓，至8月，那种由上月传导而来的月内翘尾因素就不会那么强烈；

其三，CPI周期峰值的检验才刚刚开始，2010年是从7月份才启动一轮持续的CPI环比异常增长的，由于这段时间的上涨均累积至2011年上半年的同比中，由此，上半年CPI唯有不断攀高，不存在周期峰值检验的前提，下半年开始，每月同比的基数均会较快抬高，只要新的环比因素一受控制，同比即行回落，由此，不可因7月的小挫折而对下半年CPI回落的大趋势过度担心；

图2：2010年以来CPI环比与历史平均环比的对比

单位：%



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

其四，社会产品供应极大丰富，出口量巨大，而中国货币当局并非无节制的货币当局，未发生没有尽头的货币超发，上半年中国名义GDP增长近18%，而M2已经持续降至15%左右的水平，而且可见的数个季度内，M2增速的谨慎控制可能均将持续进行。

其五，从周期长度规律上CPI上升也渐入尾声。观察近20年国内每轮CPI同比持续上升的四个案例分别是，91-02至94-10、99-04至01-05、02-04至04-08、06-03至08-02。90年代初物资短缺环境下信贷过度放松，物价在91年2月到94年10月期间，曾出现过连续44个月的攀升，但近12年三个CPI上升周期延续的时间一般为23-28个月。本轮CPI抬高自09-07开始，单纯从时间来看，目前这一轮物价上行已经持续了23个月，从周期规律上渐进尾声。

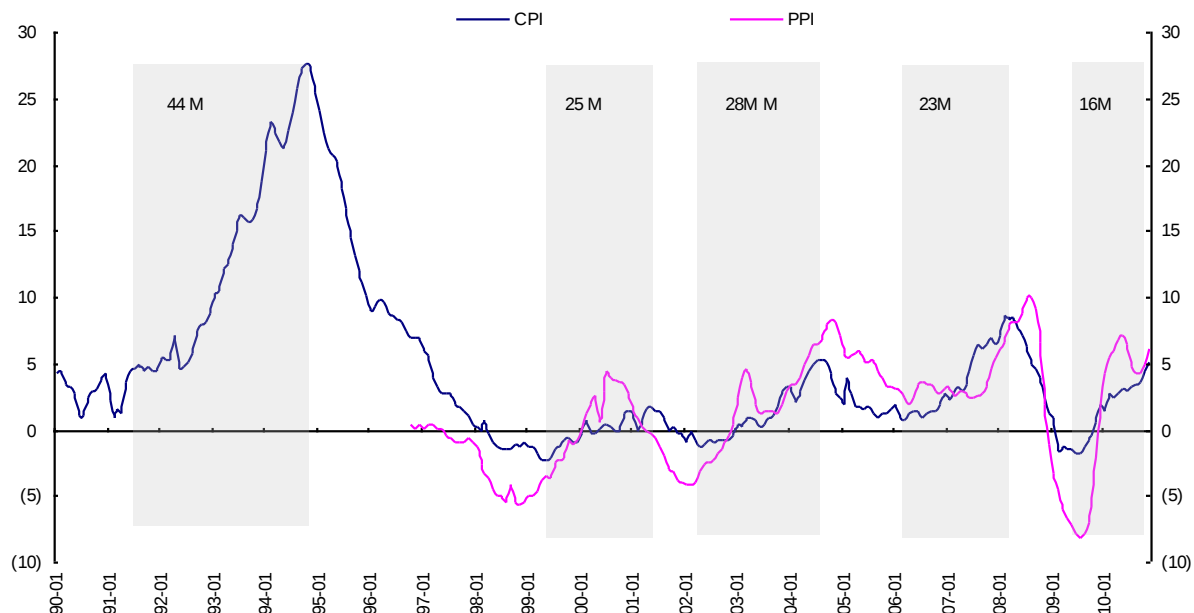
表2：国内每一轮通胀上升期情况

时期	91M2-94M10	99M4-01M5	02M4-04M8	06M3-08M2	09M7-至今
CPI低点(%)	1.0	-2.2	-1.3	0.8	-1.8
CPI高点(%)	27.7	1.7	5.3	8.7	6.4(6月份)
上升时长(月)	44	25	28	23	23
本轮时间(月)	23	23	23	23	23
差距(月)	21	2	5	0	?

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3: 中国CPI、PPI月度同比增速

单位: %



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

萨缪尔森曾把通胀描述成类似《猫和老鼠》的大狗斯派克:“我们可以用一条又懒又老的狗来比喻‘惯性通货膨胀’。如果这条狗不被人踹一脚或者被一只猫吸引过去,它就会一直在原地呆着不动。一旦受到搅扰,这条狗可能会跳起追猫,而随后又会在另一个地方躺下,并在那里一直躺到下一次受到冲击为止。”

过去一年多,我们看到,“通胀狗”逐一地追过大宗商品、蔬菜、棉花、粮食、水果、房租等,现在追猪,细心的朋友一定记得,猪价在上述产品快速上涨时是不动的,目前发生的类似一个过头的补涨(过头指养猪毛利率已经过高),总体上,经过这么长时间的折腾,我们看到,通胀这条狗也已经气喘吁吁,估计不久将躺下。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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。

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。