

宏观经济

物价研究报告

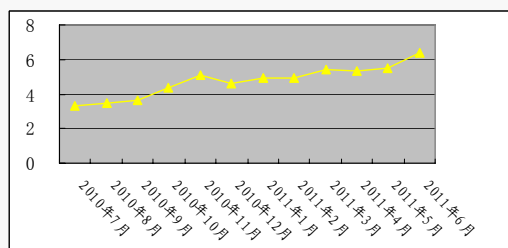
第一创业证券研究所
 李怀军 S108050120001
 电话: 010-63197789
 邮件: lihuaijun@fcsc.cn

预计 7 月 CPI 同比上涨 6.4%

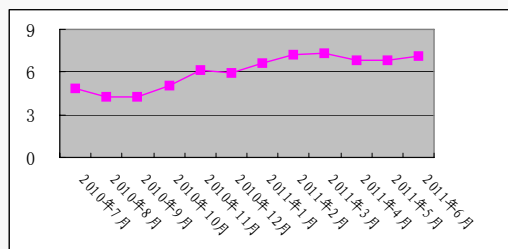
上月和本月物价变化

CPI 同比增长 (%)	
2011 年 6 月	6.4
2011 年 7 月	6.4
PPI 同比增长 (%)	
2011 年 6 月	7.1
2011 年 7 月	7.2

一年来的 CPI 同比走势



一年来的 PPI 同比走势



相关报告

6 月物价报告——料 6 月 CPI 同比回升至 6.2% (2011.6.27)

投资要点:

- 我们预测 2011 年 7 月 CPI 同比上涨 6.4%。其中, 食品价格同比上涨 14.5 个百分点, 对 CPI 贡献 4.3 个百分点; 非食品价格同比上涨 3.0 个百分点, 对 CPI 贡献 2.1 个百分点。从月环比看, 2011 年 7 月 CPI 环比为 0.4%。另外, 我们预测 2011 年 7 月 PPI 同比上涨 7.2%。
- 就 7 月食品价格而言, 估算各品种的环比价格, 仍是涨多跌少, 涨幅排名居前的是肉类 (5-6%)、蔬菜 (4-5%) 和水产品 (3-4%); 而下跌品种主要为水果, 跌幅达到 6%。就 7 月工业品出厂价格而言, 除铁矿石和有色金属价格有小幅上涨外, 其它品种均下跌, 但大部分跌幅均不大。
- 从货币交易方程式推导出物价总水平 $P=MV/Y$ 看, 货币供应量 M 从高点回落已有一年半时间, 货币流通速度 V 也已大幅度下降。而实际产出 Y 在今年三季度还会有所上升, 因而物价总水平在下半年的下降总体上是值得期待的大概率事件。预计到年底 CPI 同比可降至 4% 水平, 全年 CPI 同比在 5.2% 左右。
- 中国属于典型的投资驱动型经济, 下半年有以下三个因素有利于投资的增长: 一是从政治周期看, 今年是“十二五”计划的第一年, 从以往规律看投资增速都不低; 二是今年的 1000 万套保障房要在 11 月底以前全部开工, 从上半年 56% 的开工率看, 下半年的房地产投资增速有保障; 三是中央再次加大对水利的投资力度, 据预测今后每年的水利投资至少在 4000 亿元以上。
- 从近几个月的投资数据看, 新开工项目计划总投资从今年以来已连续五个月见底回升, 而固定资产投资到位资金今年以来已连续四个月见底回升。由于固定资产投资与 GDP 实际增长的相关性很强, 投资仍应为下半年经济增长的主要动力。
- 从经济增速的环比折年率来看, 去年第三季度要明显低于第二季度, 因而只要维持目前的环比增速, 由于基数的原因, 今年三季度的同比增速就会比第二季度高。而综上所述, 由于下半年投资增速不减, 维持目前的环比增速应问题不大。



■ 上月物价指数回顾

从总体上看，今年6月CPI同比与5月相比有较大上涨，而PPI同比与5月相比有小幅上涨。图1显示，反映下游的居民消费价格（CPI）同比，由今年5月的5.5%上升到6月的6.4%，并创出年内新高，上涨0.9个百分点，上涨幅度略超预期；而反映上游的工业品出厂价格（PPI）同比，由今年5月的6.8%上涨到6月的7.1%，上涨0.3个百分点。从环比上看，6月CPI与5月相比有所上升，PPI环比则继续下降。在图2中，今年6月CPI的环比为0.3%，较5月上涨0.2个百分点，远高于往年的平均水平；而今年6月PPI的环比为0.0%，较5月下跌0.3个百分点，继续呈现逐月回落的态势，是今年以来继续第五个月下降。

图1 从同比看今年6月CPI创出一年来新高而PPI维持在高位

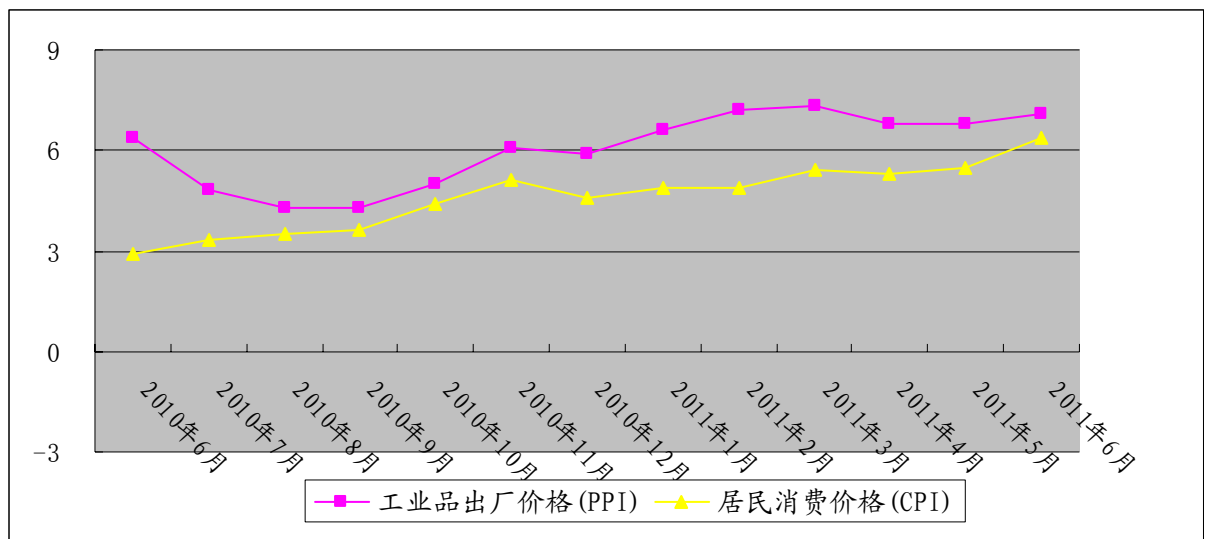
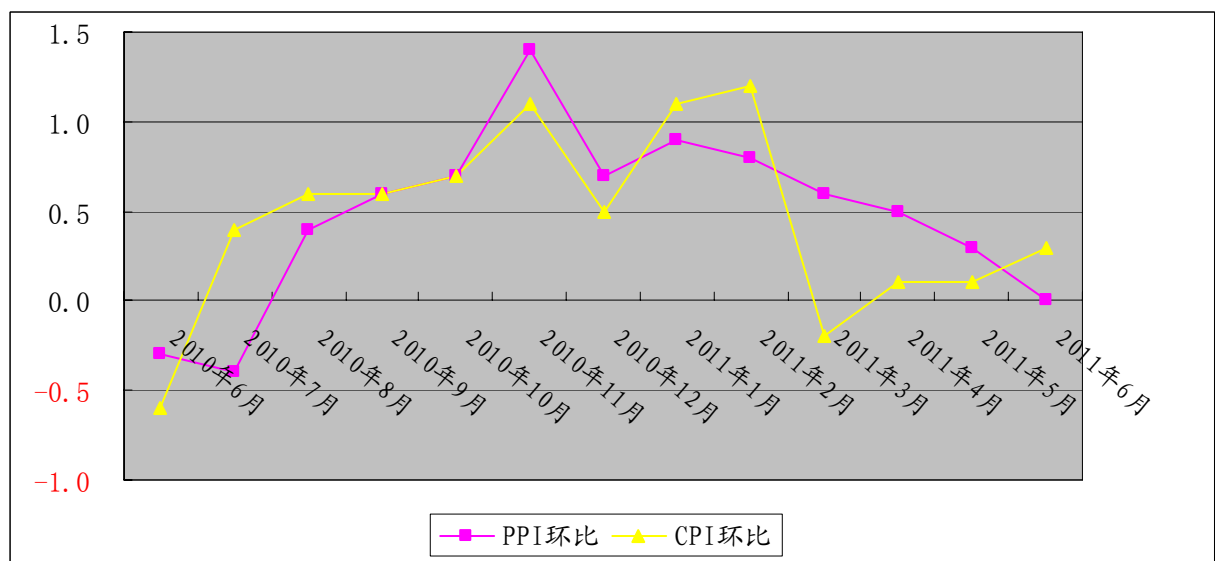


图2 从环比看今年6月CPI有所上升而PPI指数呈现逐月回落态势



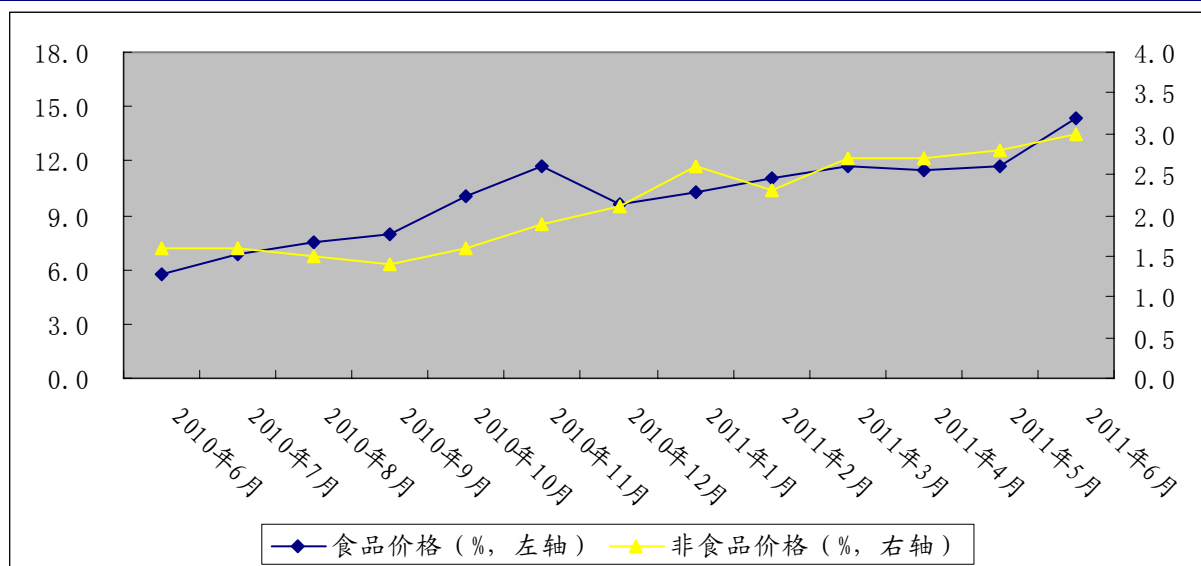
资料来源：国家统计局 第一创业整理

从CPI中食品和非食品价格的构成看（图3所示），今年6月食品价格同比上涨



14.4%，较5月上涨2.7个百分点；而今年6月非食品价格同比上涨3.0%，较5月上涨0.1个百分点。从环比上看，6月食品价格的环比为0.9%，远高于往年平均水平，其中猪肉价格环比上涨较多，达到11.4%；鲜蛋、水产品价格上涨也较多，分别达到4.6%和2.0%；而鲜果价格环比下跌也较多，达到13.5%。6月非食品的环比为0.0%，同样高于往年平均水平。非食品中七大类项目3类上涨、3类下跌、1类持平，显示非食品上涨有所减缓。

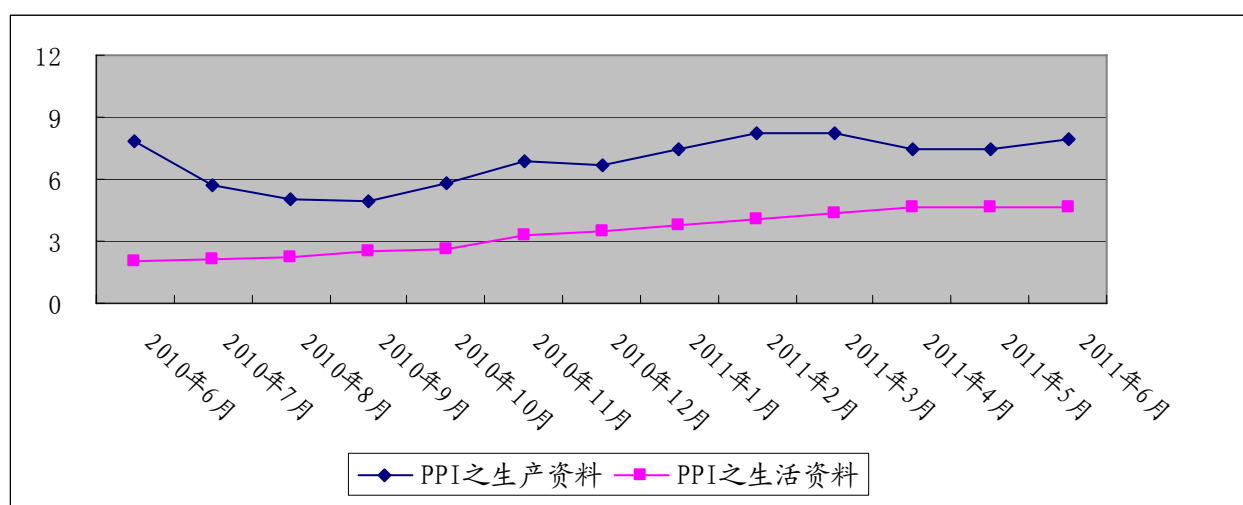
图3 从CPI构成看6月食品价格上涨较多而非食品类价格上涨有所减缓



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），今年6月生产资料价格有所上涨，而生活资料价格与5月持平。今年6月PPI中生产资料价格同比上升7.9%，较5月上涨0.4个百分点；而今年6月生活资料价格同比上升4.6%。

图4 从PPI构成看今年6月生产资料价格有所上涨而生活资料与上月持平



资料来源：国家统计局 第一创业整理



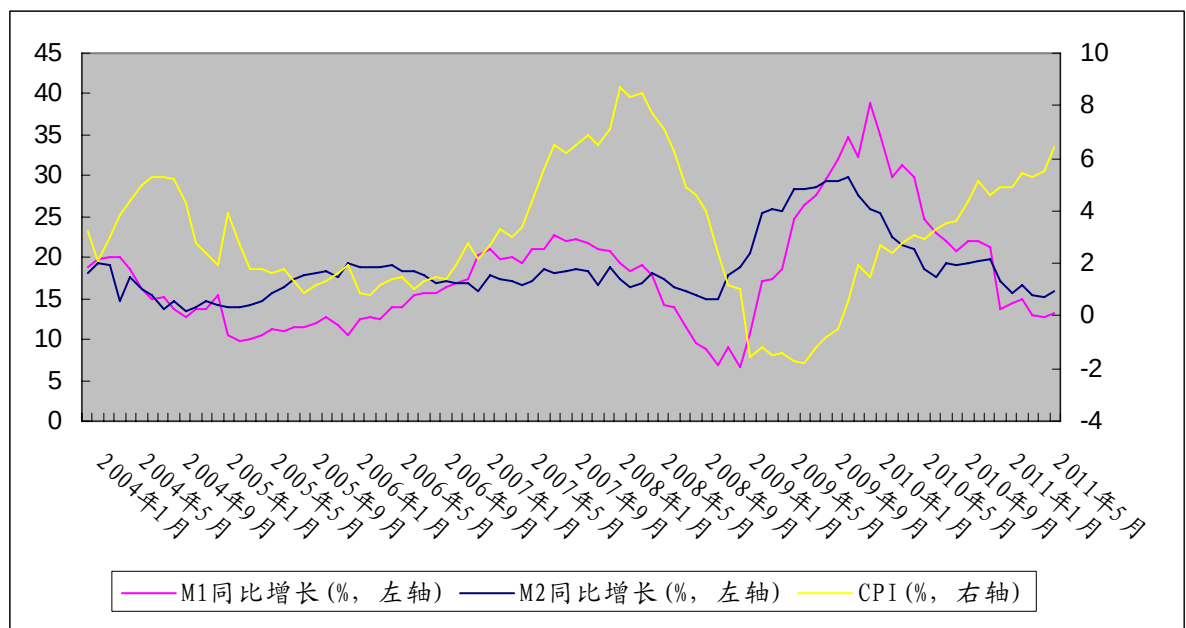
■ 物价形势评述

从交易方程式看下半年通胀压力将缓解

货币数量论最著名的交易方程式可以表示为： $MV = PY$ ，那么物价总水平 $P = MV/Y$ 。该式中，M 表示流通中的货币量，V 表示货币流通速度，Y 表示商品和劳务的交易总量，即实际产出量。费雪在这里认为 Y 总是维持在充分就业的水平上，所以它在短期内是不变的，V 是由支付制度、个人习惯等因素决定的，由于这些影响因素在短期内是稳定的，所以在短期内可视为不变的常量，这样决定物价水平的是市场上的货币量。费雪主要就是要说明物价水平的变动仅源于货币数量的变动。

从图 5 中，我们可以看出，物价水平的变动要明显地滞后于货币供应量的变动，从 08 年的前一轮通胀的情况看，CPI 同比高点要滞后于 M1 和 M2 同比高点一年半左右的时间，而此轮通胀中目前已距 09 年底的货币供应量的高点有一年半时间，CPI 同比在当下见顶已在情理之中。

图 5 物价水平的变动滞后于货币供应量的变动



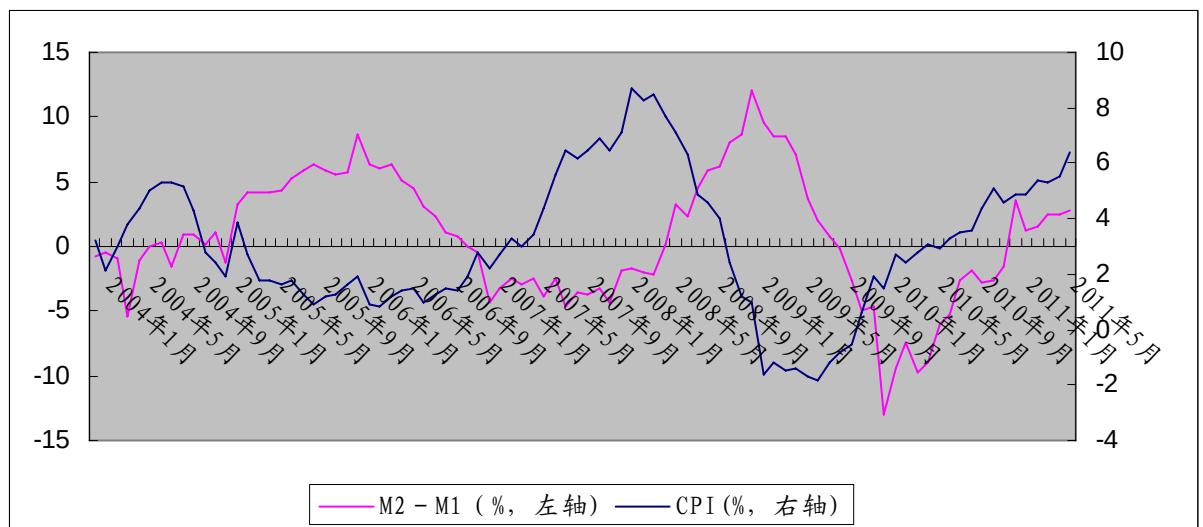
资料来源：中国统计局和中国人民银行 第一创业证券计算整理

正是对货币流通速度的不同理解，是划分各种经济理论的重要分水岭。古典货币数量论认为，货币流通速度是不变的，货币的增加仅影响到实物部门的价格，对实物部门的产出没有任何影响，实物部门和货币部门没有内在的联系。在凯恩斯货币理论中，价格是粘性的，在较短的时间内可视作固定不变，货币部门和实物部门之间存在着内在的联系，货币供应的增加不仅仅影响到实物部门的价格，还影响到实物部门的产出，而这一影响还是不确定的，这就使得货币流通速度也就变得不确定了。而现代货币主义学派的代表人物弗里德曼认为，货币速度速度是是确定稳定可知的函数，从长期看，货币数量的增加，并不会影响实物部门的产出，而只会影响实物部门的价格。



从定义上看，M1 是通常所说的狭义货币供应量，流动性较强；M2 是广义货币供应量，流通性较弱；M2 与 M1 的差额是准货币，流通性同样较弱。图 6 显示，M2-M1 与 CPI 同比呈现反向关系：即 M2-M1 由正转负时，货币流通速度上升，CPI 开始上升；而 M2-M1 由负转正时，货币流通速度下降，CPI 开始下降。目前，M2-M1 由负转正已有六个月时间，表明货币流通速度趋于下降，CPI 的下降可期。图 5 显示，今年以来的 M1 同比增速比 M2 下降得更快，从另一面验证了图 6 的结论。

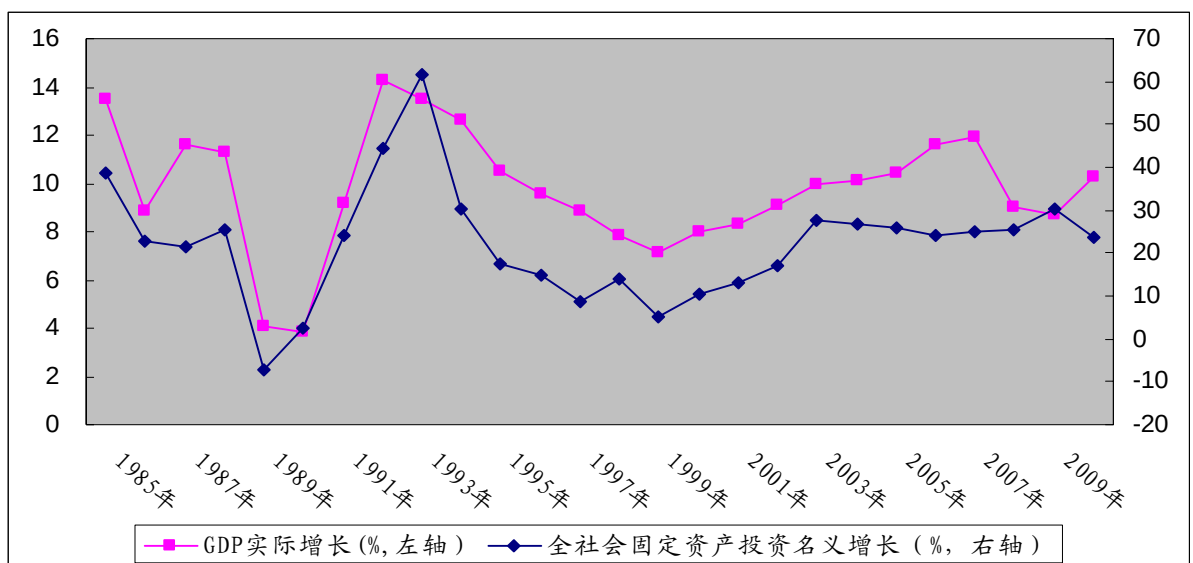
图 6 M2 与 M1 之差回到正值显示货币流通速度已减慢



资料来源：中国人民银行 第一创业证券计算整理

从实际产出 Y 看，与固定资产投资的相关性较大(图 7 所示)，这是因为中国属于典型的投资驱动型经济，消费和净出口的贡献远没有投资的影响大。

图 7 固定资产投资与 GDP 实际增长的相关性很强



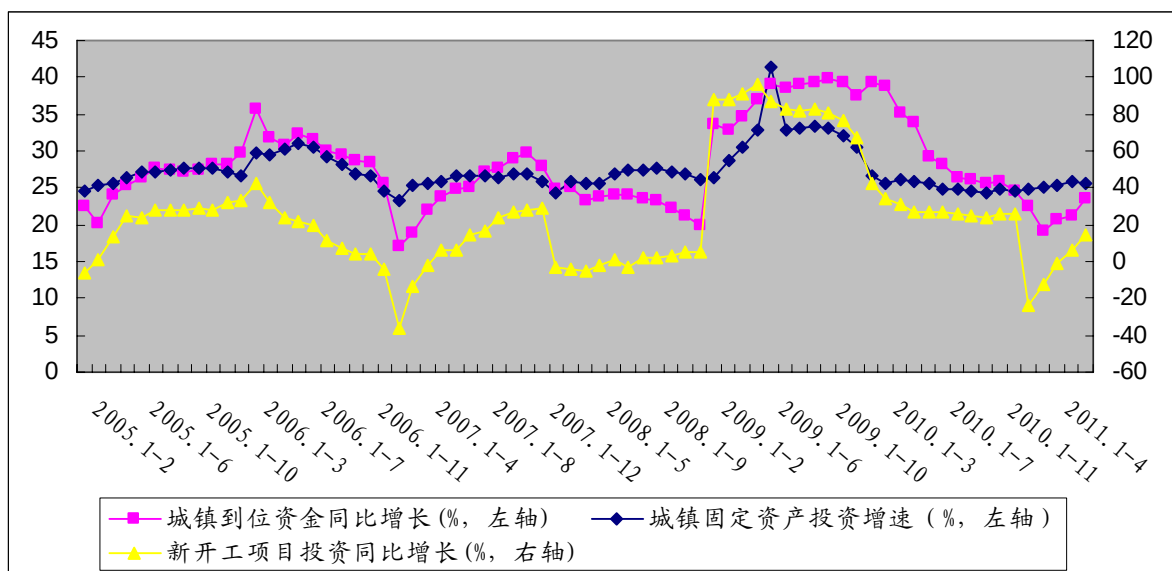
资料来源：国家统计局 第一创业证券计算整理



下半年有以下三个因素有利于投资的增长：一是从政治周期看，今年是“十二五”计划的第一年，从以往规律看投资增速都不低；二是今年的 1000 万套保障房要在 11 月底以前全部开工，这是中央高度重视的民生工程，从上半年刚过 50%的开工率看，下半年的房地产投资增速有保障；三是 7 月 9 日中国最高规格的水利工作会议在北京闭幕，这是年初中央一号文件锁定水利后，中央再次给出的投资转向重要信号。据预测，中国今后每年的水利投资至少在 4000 亿元以上，而且这一速度将连续保持十年。

从近几个月的投资数据看，图 8 显示，新开工项目计划总投资从今年以来已连续五个月见底回升，而固定资产投资到位资金今年以来已连续四个月见底回升，从以往的经验看，随着新开工项目计划总投资和固定资产投资到位资金的见底回升，固定资产投资增速也将见底回升。

图 8 新开工项目和固定资产投资到位资金的见底回升迹象明显



资料来源：WIND 资讯 第一创业证券计算整理

从 PMI 指标看，已连续三个月下降，而 6 月工业增加值增速和发电量增速出现上升，这种指标间的不一致的情况预示在中国国内将再次出现宏观(经济)好于微观(企业)的情况。

从环比折年率来看，去年第三季度为 7.2%，要明显低于去年第二季度的 10.4%，因而只要维持目前的环比增速，由于基数的原因，今年第三季度的同比增速就会比第二季度高。而综上所述，由于下半年投资增速不减，维持目前的环比增速应问题不大。

从物价总水平 $P=MV/Y$ 看，货币供应量 M 和货币流通速度 V 都已呈下降趋势。而实际产出 Y 在未来还有会上升，因而物价总水平在下半年的下降总是可以期待的大概率事件。预计到年底 CPI 同比可降至 4% 水平，全年 CPI 同比在 5.2% 左右。

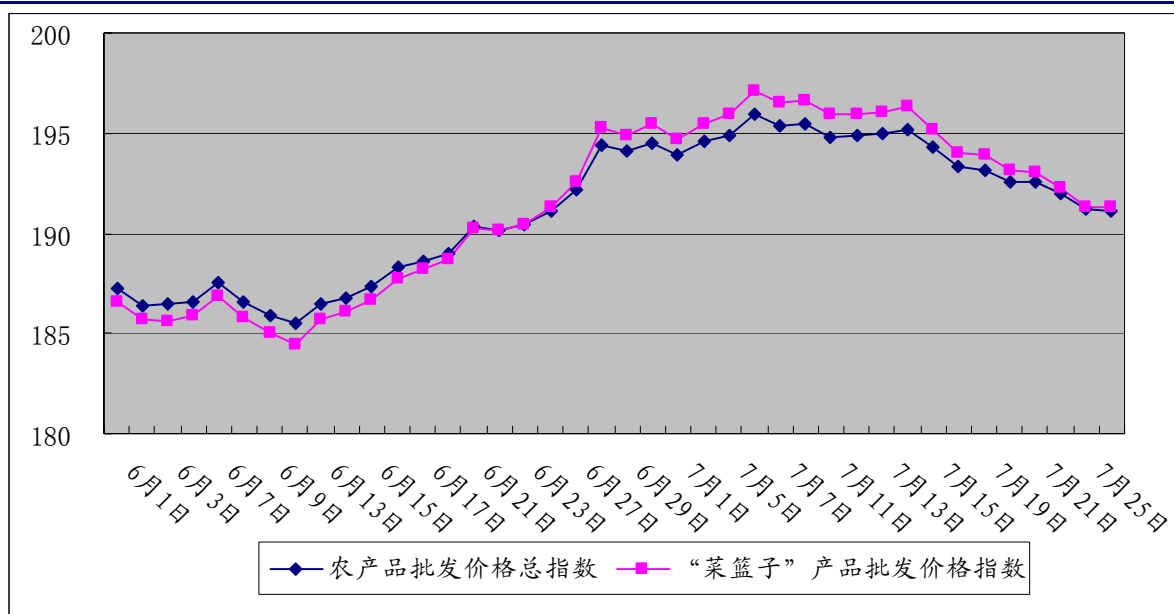


■ 物价指数的预测

CPI 同比：与上月的 6.4%持平

从农业部 2011.6-7 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，该指数在 7 月继续延续着 6 月的反弹走势，只是近期有所回落（图 9 所示）。具体而言，2011 年 7 月 26 日之前的 7 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 193.9 和 194.7，较 6 月分别有 2.6%和 3.2%的上涨幅度。

图 9 农业部“全国农产品批发价格指数”2011.6-7 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，在今年 7 月前三周的平均价较 6 月平均价，11 个品种中 9 个品种上涨、2 个品种下跌。具体而言：涨幅最高的是肉类，达到 7%；其次是禽类，涨幅达到 2%左右；其它品种的涨幅，在 1%左右。下跌品种中，跌幅最大的是水果，达到 2.8%左右。

从统计局监测的 50 个城市主要食品价格变动情况看，今年 7 月 20 日之前的平均价较 6 月平均价，统计的 9 个品种有 7 个品种上涨，2 个品种下跌。其中，肉类价格涨幅最大，约为 5.6%，其次是蔬菜，涨幅约为 4.1%；再次是水产品，涨幅在 3.4%，最后是禽类，涨幅在 1.8%；在下跌品种中，水果跌幅最大，达到 6.6%。其它品种的涨跌幅，在 0.5%以下。

因此，考虑到各品种在 CPI 食品大类中所占的权重，我们预测 2011 年 7 月 CPI 中食品环比为 1.0 个百分点，同比上涨 14.5 个百分点，对 CPI 同比贡献 4.3 个百分点。

2001-2010 年 7 月的非食品价格平均值为 0.1%。考虑到近期非食品价格的变动情况，估算 7 月衣着类环比下跌 0.5%，娱乐教育类环比上涨 0.5%，其它各大类环比涨幅在 0.1-0.2%。因此，我们预计 2011 年 7 月核心 CPI 环比上涨 0.1 个百分点，同比上涨



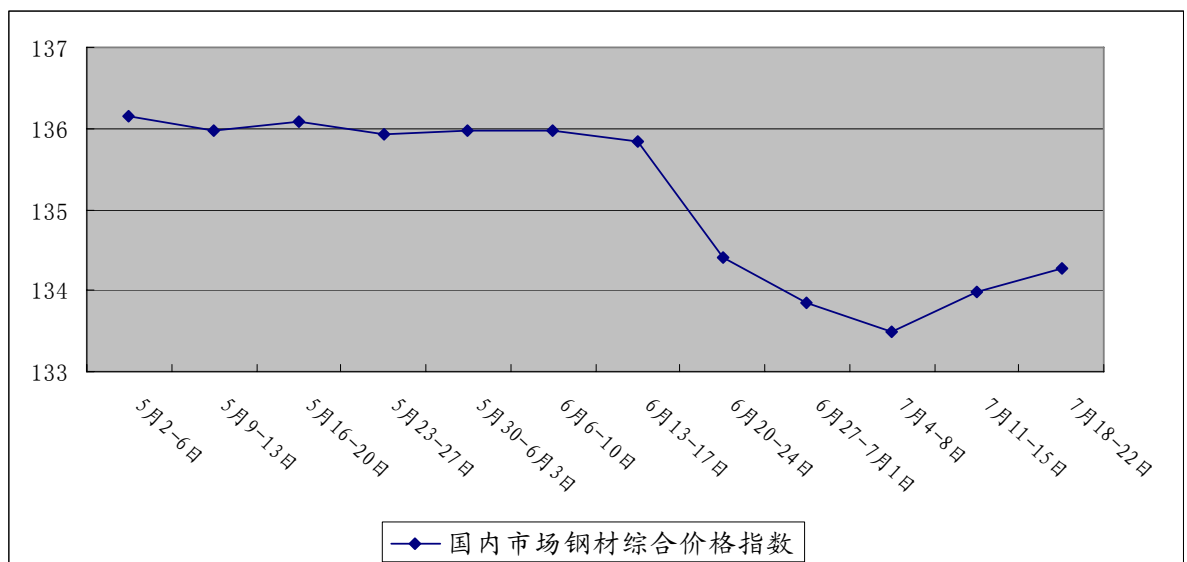
3.0 个百分点，对 CPI 环比贡献 2.1 个百分点。

综合食品和非食品因素，我们预计 2011 年 7 月 CPI 同比上涨 6.4 个百分点，环比为 0.4 个百分点。

PPI 同比：由上月的 7.1%回升到本月的 7.2%

图 10 显示，在 2011 年 5 月至 6 月中旬，国内钢材价格一直比较稳定；而在 6 月中旬后国内钢材综合价格指数出现下降趋势。进入 7 月，国内钢材价格开始触底反弹，出现企稳迹象。7 月第三周国内市场钢材价格综合指数为 134.27，比上月末高 0.43 个百分点。

图 10 今年 5-7 月来的国内钢材综合价格走势图



资料来源：中国钢铁工业协会 第一创业整理

根据国家统计局对部分重点企业主要工业品出厂价格变动情况的统计，与 6 月同期相比，7 月 20 日前六大类品种中，除铁矿石和有色金属价格有平均 2.6% 的小幅上涨外，其余品种全部下跌，但大部分跌幅均不大，只有化工产品的跌幅为 2.2%，其它品种跌幅均在 1% 以下。

考虑以上因素，我们预计今年 7 月 PPI 的环比下跌 0.3 个百分点，而根据我们的计算，PPI 去年同期的环比为 -0.4 个百分点。因此，我们预测 2011 年 7 月 PPI 同比回升至 7.2% 左右。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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目标价格不能达成的风险。

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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

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