

大宗商品和食品价格“绘制”未来通胀轨迹

预计2月CPI同比增速约为2.2%—2.6%

加息升值将延长“观察期”

□中证证券研究中心 徐建军

鉴于趋势极不明朗的对欧出口形势和美元走势,预计我国政府对货币、汇率政策的调整将极为谨慎,加息、升值在上半年难以成行。

数量紧缩挑大梁

根据中证证券研究中心的测算,2月份CPI同比增长率有望达到2.2%—2.6%,低于预期,降低了加息的必要性。

不考虑二季度CPI较高的翘尾因素,在新涨价因素中,由于食品价格上涨压力在去年冬天已经得到较大的释放,今后几个月再次出现大幅上行的可能性不大,而今后数月国际大宗商品价格和出口形势引致的产能利用率变化可能带来的价格压力不确定性很大。

除了价格走势需要继续观察之外,经济稳定增长,特别是出口的稳定增长也存在较大不确定性。尽管近两月出口同比保持较快增长,但是基数较低是一个重要因素。出口额以及出口同比增长速度在2009年上半年形成了一个“底”,在较低的基期因素结束后,出口能否保持合适的增长速度还要等到今年年中才能作出较为稳妥的判断。从出口所面临的海外经济形势看,愈演愈烈的欧洲主权债务危机无论是否被参与投机欧元的对冲基金所夸大,但是它已经给欧盟的经济预期和金融稳定带来了潜在的严重负面影响;加之近期公布的德、法、英经济数据显示欧元区经济复苏几乎处于停滞状态。

因此尽管近两个月我国出口形势尚可,但考虑到经济形势和预期对国际贸易的滞后影响,在目前经济增长内生动力不足的情况下,应该在出口形势明朗以后再决定是否加息。在改变负利率与维护经济增长之间,往往后者是政策优先目标,而且从历史上看,出现负利率并不构成加息的充分条件。

从市场表现来看,近期债市火爆,反映出市场已预期加息将延后,同时也反映出市场资金较为充裕。

当然,加息可能延后并不代表数量型紧缩的停止。由于今年整体上将呈现“宽货币、紧信贷”的流动性格局,为防止金融机构内部较为充裕的流动性蔓延至实体经济,央行预计将继续在公开市场上回收流动性,而且不排除第二季度继续提高存款准备金率。

升值缺乏“天时”

2008年7月以来,人民币停止了美元的升值而基本保持稳定的汇率,这一“特殊的汇率形成机制”被认为是应对全球金融危机的一揽子政策中的一个组成部分。可以看出,人民币停止升值与美元结束相对于欧元的贬值并开始升值在时间点上几乎重合。2005年7月以后,尽管人民币对美元在不断升值,但是对欧元保持震荡贬值态势,这对稳定对欧盟的出口有重要意义。国际金融危机后美元兑欧元升值,如果此时人民币继续升值,就会出现对欧元和美元的“双重升值”,在海外需求已经下降时对中国出口将是“雪上加霜”。

同时,目前美元相对于欧元走强,在这个时候启动人民币升值无疑对出口的冲击比较大,更会给刚出现复苏迹象,但复苏基础并不巩固的中国经济增长带来较大不确定性。因此,退出这一“特殊的汇率形成机制”也将至少等到年中确认出口形势企稳时。而且,由于预期欧元在中期内将对美元保持弱势,本轮升值可能无法获得“对美升,对欧贬”的机遇,因此政府预计将更加谨慎地选择时间点。



□中证券研究中心 李波

流动性和国际大宗商品价格无疑是影响国内通胀水平的两大关键因素。对此,我们通过时差相关、线性回归等方法定量测算了其对CPI的影响,并根据回归方程分别预测了非食品CPI和食品CPI的走势,结合二者的权重,我们可以估算未来通胀的节奏和高度。

流动性： 通胀的必要非充分条件

由于我国的高储蓄率,过剩的流动性不会在短期内转化为通货膨胀,M1、M2同比增速与CPI同比增速之间存在一定时差(图1)。因此,我们运用时差分析法,来计算M1、M2同比与CPI同比的滞后相关关系,并按照最大相关关系的滞后周期进行回归,来定量观察流动性对通胀的影响。

结果显示,M2同比对CPI同比的滞后影响均在5个月左右达到最大,不过回归方程的拟合优度只有20%,显示货币对物价的解释效果不够理想,不适于预测。

实际上,迅速扩张会导致通货膨胀的货币是指能转化为有效购买力的货币;而M2增速未计算家庭资产在现金和股票方面的配置变化,因此不能准确反映用于交易的货币供应变化。这就需要我们将计算不受股市影响的“真实M2”,并进行回归和预测。

我们以季节调整后的居民储蓄为因变量,名义GDP为自变量进行回归分析,得出衡量居民家庭用于交易存款的拟合值;将居民储蓄与该拟合值相减,得到居民用于投资的存款;广义M2与投资存款之差则成为衡量购买力的“真实M2”,其与广义M2存在一定差别。

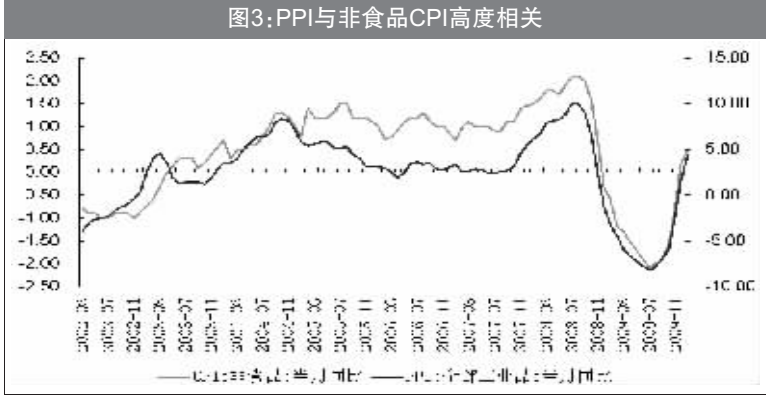
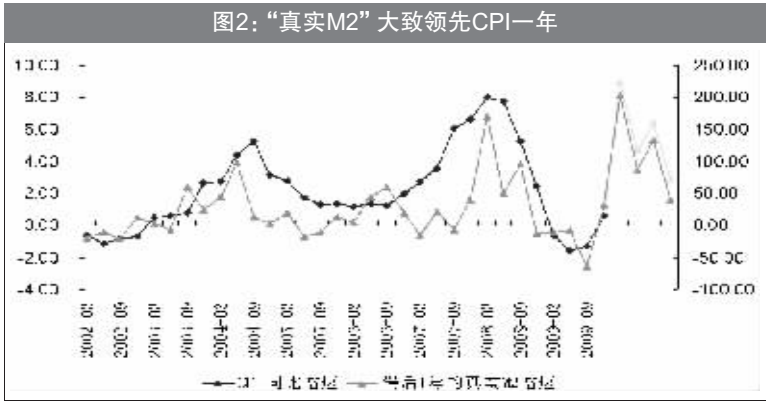
进一步来看,真实M2同比和CPI同比的回归结果显示,真实M2滞后1年时与CPI相关系数最大,回归方程拟合优度为39%,高于广义M2与CPI的拟合优度。这表明滞后1年的真实M2能够更好地解释通胀,叠加图也可显示该规律(图2);不过,39%的拟合优度依然显示解释程度一般,不适于预测。由此可见,导致通货膨胀的因素众多,货币并不是直接解释通胀水平的唯一因素。

商品食品价格： 决定通胀节奏和高度

鉴于通过流动性预测CPI缺乏准确性,我们尝试从物价角度测算通胀水平,将CPI分解为非食品CPI*66.4%+食品CPI*33.6%,分别对两部分的数值进行预测。

对于非食品CPI,最大可能的威胁来自国际大宗商品价格的冲击,即输入型通胀,其传导路径为:原油—CRB—PPI—非食品CPI。我们拟通过回归分析找寻最优方法预测非食品CPI走势。

按照时差相关分析和回归分析,CRB同比对PPI同比的滞后影响



在3个月达到最大(相关系数74%),回归方程的拟合优度为61%;油价同比增速对PPI同比的滞后影响在2个月达到最大(相关系数86%),回归方程的拟合优度为78%。因此,我们选择解释程度更好的油价来预测PPI走势。

而PPI和非食品CPI的相关系数高达93%,回归方程的拟合优度为86%,解释效果较好,二者走势也呈现高度一致(图3)。因此,我们可以根据原油—PPI—非食品CPI这一路径,通过回归方程来预测非食品CPI的走势。我们对油价同比与非食品CPI同比进行了回归分析,结果显示,前者对后者的滞后影响在2个月左右

达到最大,相关系数为76%,回归方程拟合优度为63%,解释程度较好。

对于食品CPI,我们选择食用农产品价格指数和农产品批发价格指数这两个指标,来比较其对食品CPI的解释程度。回归结果显示,滞后1个月的食用农产品价格指数对食品CPI的结实程度更好,相关系数为96%,回归方程拟合优度为93%。实际上,二者走势也存在高度一致(图4)。我们可以根据食用农产品价格的周数据得到月度同比,结合回归方程计算2月份食品CPI的预测值。

根据非食品CPI和食品CPI的预测值以及权重,我们预测2月份的CPI同比增速为2.2%—2.6%。

指数小波动 题材大机会

□中证证券研究中心 丛榕

上周市场行情验证了我们“轻指数重个股”的操作思路,全周沪深股指微幅下跌,但新产业、重组概念和部分区域题材类股票依然能为投资者带来可观正收益。基于对通胀变化、货币政策和市场结构的分析,预计大盘股仍然难以形成持续有效的需求,短期内指数将窄幅震荡;挖掘并炒作题材股仍是资金的主攻方向。

货币政策搭配复杂化

宏观经济“最复杂的一年”,决定了货币政策微调力度和手法变得更为复杂。在对内看利率对外看汇率的基本框架下,升值和加息的不同搭配组合就是四种,如果再涉及到时点的先后顺序和具体调节内容,组合的结果似乎更难预料。

下结论是艰难的,但我们认为至少有以下三点比较明确:首先,短期内物价层面的通货膨胀还不明显甚至可能低于预期,经济复苏的基础也有待观察更谈不上全面过热,利率调整并非急不可待;其次,对内货币价格不动但信贷监管将会继续严格,宽货币紧信贷确保资金流入实体经济;最后,只有出口持续好转等条件具备,汇率变动才水到渠成,否则也仅限于“梦想”而不能“照进现实”。

对于A股市场来说,这三条判断的意义在于不要指望能有过剩货币流入股市,但也不必担心资产价格的流动性大环境,鉴于宏观经济的不确定性,货币政策将坚持边走边看灵活处理的原则,年初央票量价齐升和准备金率上调带来的恐慌已经逐渐消散,发生超预期严厉场景的可能性不大。

大盘股有需要欠需求

经济学上把购买之前的欲望称

为“需要”,把加上充分的购买力的需要称之为“需求”。相似的,虽然从各项市场行为指标看,大盘股相对走强的风格转换有充分需要,但却难以形成持续有效的“需求”,原因在上周策略周报中我们已经谈到了——制度和

技术层面的支撑只能暂时勉强对冲“就差价”的压力。需要说明的是,这种“就差价”是相对的;资金风险厌恶上升时,更容易形成对大盘股的偏好,此时往往对大盘股需求更为强烈;资金越加充裕,风险偏好上升,往往是题材股的乐园。历史上看,基金减仓阶段中大盘股更容易缩窄与小盘股的差距,最近的证据是,虎年首周大盘股落后小盘股4.61个百分点,伴随上周基金整体主动性减仓2.83%(据银河证券基金研究中心),这一差距收窄至0.14个百分点。

根据我们对宏观形势的分析,货币退出将体现为数量手段,利率和汇率变动的经济基础还不稳固。上周一系列传闻最终未被验证也预示,在经济实质性好转之前,资金风险偏好还将继续维持高位,市场特征将继续表现为“指数小波动而个股大机会”。这一判断可能存在的风险是,经济过热超出预期或者市场供给速度超出承受力,资金风险厌恶迅速上升,系统性风险下大盘股表现为相对走强。

个股方面,我们认为将出现一些变化:首先,区域概念已经渡过集体爆发的高潮,未来或许会进入休整期,剩下的成渝、鲁北等难以掀起海南、海西一般的大行情;其次,新兴产业新技术行业注定经久不衰,后续有关“三网融合”、物联网”、“低碳”的具体政策可能会层出不穷,成为资金炒作个股的噱头;最后,2010年将是上市公司重组和资产注入的一年,军工、煤炭个股值得关注。

CPI温和增长

上半年零售家电业有“升”机

□中证证券研究中心 张泰欣

市场普遍预期2月份CPI将在2.0%—2.3%之间,当前实际利率在正负临界点徘徊。我们认为,CPI温和式增长将进一步助推零售、家电等消费行业的利润增长,5、6月份翘尾因素的作用很有可能出现全年CPI的峰值,届时零售家电业毛利率的增长将随之走高。建议配置百货及白电行业相关公司。

RPI与实际利率高度负相关

从1990年以来RPI(商品零售价格指数)与实际利率的走势看,每当实际利率开始转负时,将进一步助推RPI的上涨,二者几乎同时到达峰谷和峰顶,我们认为,实际利率的转负,将会促使更多的消费者加大现期消费的比重,由于担心货币贬值及投资的门槛限制还有不确定因素等,耐用消费品便成为大众资金流向的主要渠道。这一时期,汽车、家电等行业的零售增长一直强于其他细分行业的增长。

CPI的上行不但推进了商品零售的增速还将提升零售、家电行业的销售毛利率。从CPI与百货、连锁业的销售毛利率走势看,零售行业毛利率的增长一般先于CPI的峰值,我们认为,今年CPI的峰值有可能在年中出现,因此在二季度左右,零售行业仍将维

持强劲的利润增长。

再从家电行业的情况看,CPI的上升不会导致产品成本的提升,虽然铜、线材等原材料的价格在不断上涨,但家电行业能很好的分摊上游行业的成本,未来行业的利润空间仍有保障。此外随着家电下乡政策的继续落实,我们认为,家电行业的结构升级将在城乡间更广泛的推广,今年行业的利润增速有可能超预期。

关注区域概念和行业龙头

在风格转换尚未完成的期间内,家电、零售等弱周期行业仍将持有持续的市场表现。

今年以来,我们统计的东部零售百货公司整体涨幅为5.13%,中西部百货零售公司为8.2%,同期A股整体涨幅为-6.46%。从零售行业内部看,中西部的百货龙头公司一直表现抢眼。我们认为,那些估值不高,又有区域投资热点的相关公司在今后还将强于大市,如新华百货、合肥百货、重庆百货等。

而家电行业中节能、低碳也将推动部分创新产品入市,进而加快产品的更新换代,引导大众的需求,近期公布的空调新能效比标准将进一步扩大龙头公司的市场份额,这些公司的产品更具成本优势、利润率提升的空间较大,我们看好格力电器和美的电器。

