

新涨价因素收敛，结构分化加剧 ——3 月份物价数据评论



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

张 晶

SAC 执业证书编号: SAC0116174

(0755) 8249 2011
zhangjing@lhqz.com

事件

一季度，CPI 同比上涨 2.2%，3 月份同比上涨 2.4%。一季度，PPI 同比上涨 5.2%，3 月份同比上涨 5.9%。从环比看，CPI3 月下降 0.7%，PPI3 月份上涨 0.5%。一季度，原材料、燃料、动力购进价格同比上涨 9.9%，3 月同比上涨 11.5%。

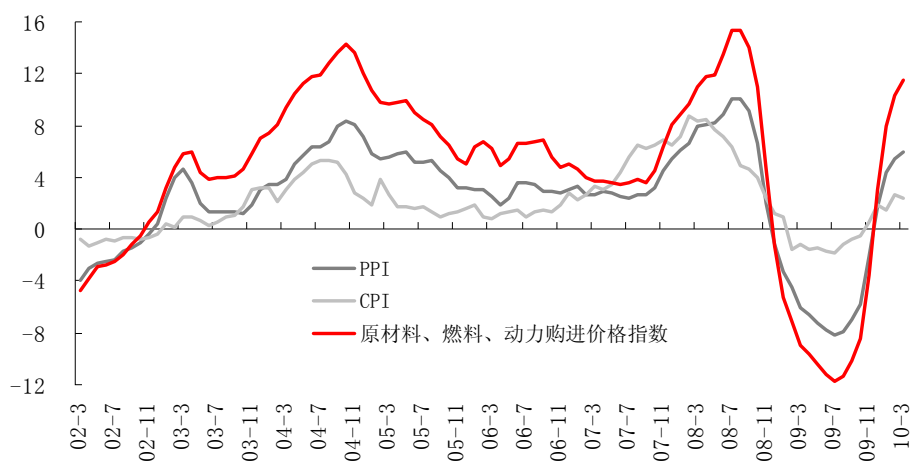
主要结论

从 3 月物价数据看，上游涨幅领先中游，中游涨幅领先下游的趋势仍在延续。具体来看，CPI 新涨价因素有所收敛，食品价格仍然是最关键的驱动因素；国际大宗商品价格的持续上涨拉动我国 PPI 上行。未来，猪肉价格或反弹，以及大旱天气对通胀预期的影响可能成为 CPI 的主要上行推力。而 PPI 仍将维持上行趋势，但结构分化趋势将加剧。

分析

总体而言，3 月份，上中下游物价仍然延续自去年 4 季度来的趋势，即上游涨幅领先中游，中游涨幅领先下游。这一格局对企业利润的压制值得警惕。

图 1、上、中、下游物价走势

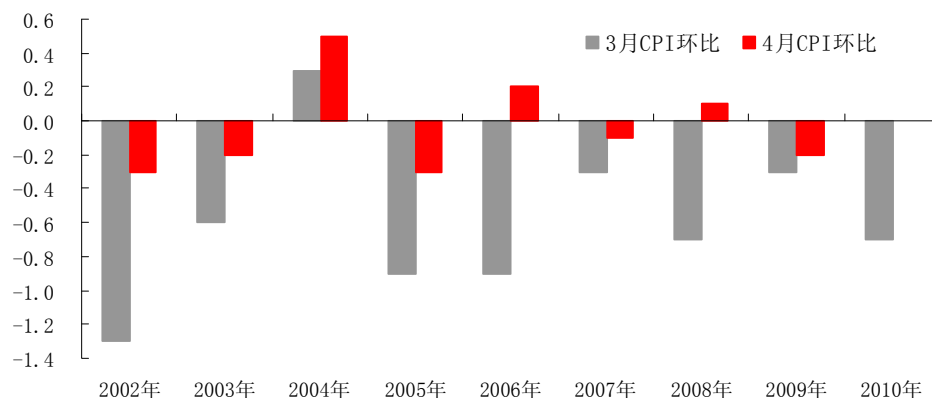


数据来源：联合证券研究所

3 月 CPI：新涨价因素收敛

3 月 CPI 环比-0.7%，主要是因为春节因素消退以及雨雪恶劣天气影响的明显减弱所致。回顾历年 3 月份 CPI 的环比数据，可观察到明显的季节性因素。但 4 月的 CPI 环比数据则无明显规律。

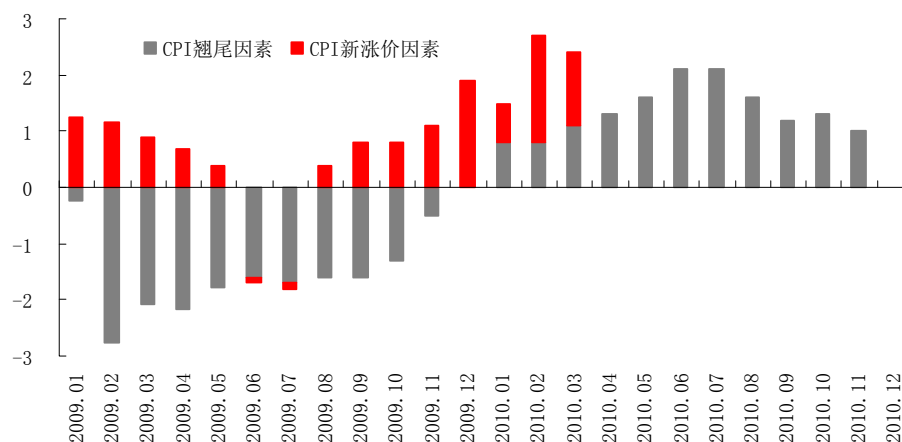
图 2、各年 3 月 CPI 环比基本均为负值，4 月份无明显规律



数据来源：联合证券研究所

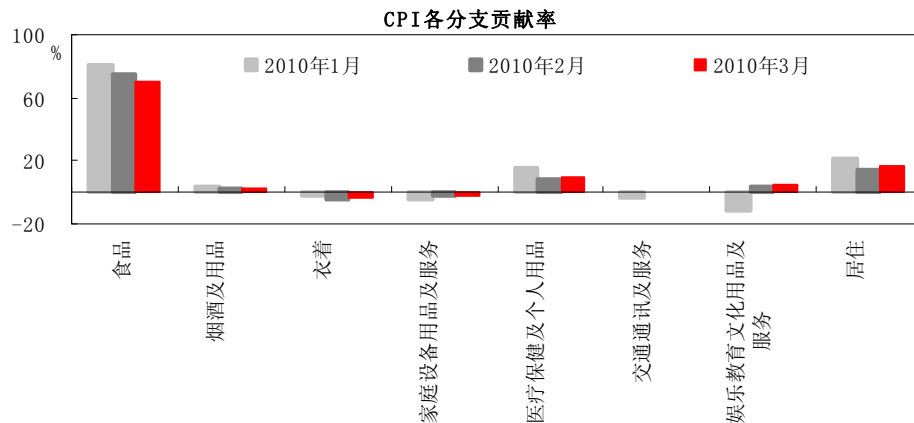
3 月 CPI 同比数据中，新涨价因素较 2 月份明显有所收敛，且从具体项目来看，食品类的贡献度仍近 71%，而综合 1 季度的整体水平，食品的贡献度则到达 74.5%。另外，值得关注的是，居住类对 CPI 的贡献度在加大。3 月份居住类对 CPI 的贡献度达到 16.8%。2010 年正值国家统计局启动新一轮 CPI 权重大调整，居住类权重将加大。因此，该部分贡献率还将继续增加。

图 3、3 月 CPI 新涨价因素有所收敛



数据来源：联合证券研究所

图 4、1 季度 CPI 各分支贡献率



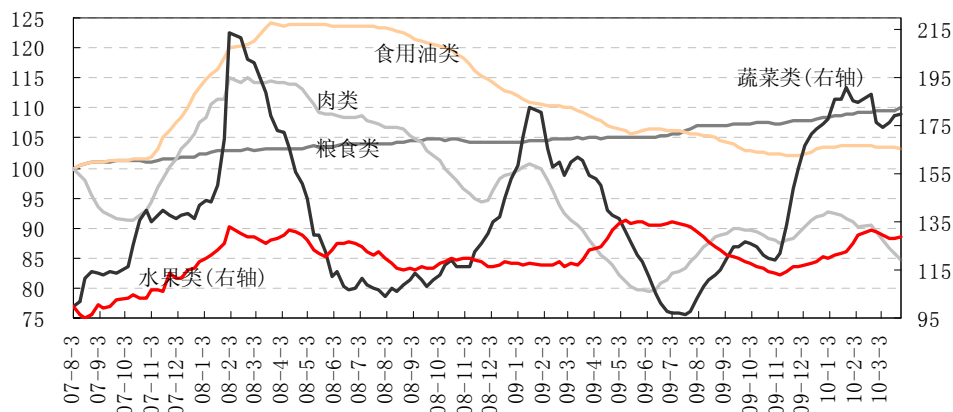
数据来源：联合证券研究所

4 月 CPI 的关注点

1、猪肉价格或将反弹

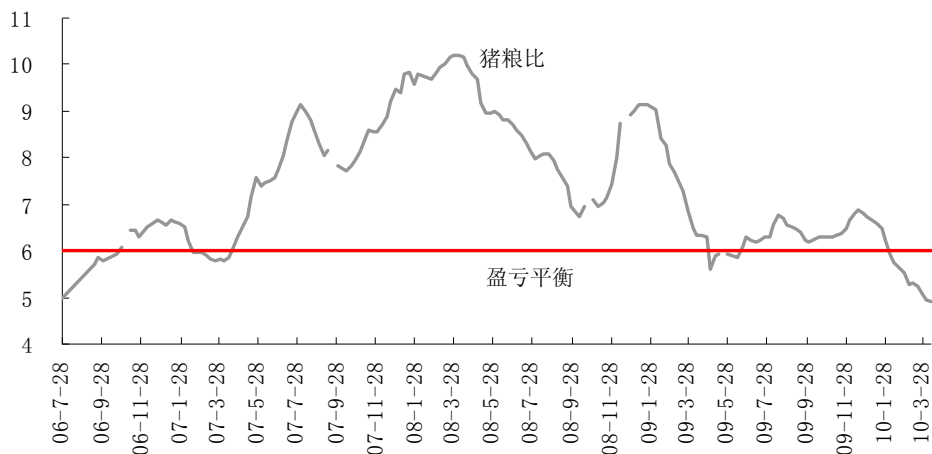
从食品的具体情况看，肉蛋禽、油脂类价格趋于下降，水产品类及水果类维持稳定，粮食类价格继续稳定上升，蔬菜类价格亦上升。猪肉价格连续走低是导致 3 月份食品类价格涨幅较 2 月回落的重要原因。猪粮比已连续 9 周低于 6: 1 的盈亏平衡点，这一现象从成本收益角度看，我们认为是不可长期维持的。而从政策角度看，国家近期已启动了《防止生猪价格过度下跌调控预案》规定的响应机制，启动了中央储备冻肉收储措施。目前，已在受旱情影响较大的云南地区开展了冻猪肉收储，其他地区的收储工作也将陆续展开。未来猪肉价格的逐步反弹将对 CPI 构成一定的向上推动。

图 5、食用农产品价格定基指数



数据来源：商务部、联合证券研究所

图 6、猪粮比连续 9 周低于盈亏平衡点



数据来源：联合证券研究所

2、西南地区旱情依然严峻，东南亚大旱影响农作物价格，关注通胀预期的变化

我们在《西南大旱改变物价预期》（2010 年 3 月 25 日）的报告中具体分析了西南旱灾对国内物价的影响。其主要结论是受灾地区粮食生产及主要农作物减产已成定局。粗略估计，如果受灾地区粮食减产 10%，全国粮食减产预计在 1.8% 左右。由于我国粮食库存充裕，且西南地区粮食产量占全国比重较小，因此整体而言，西南地区干旱对 CPI 的影响并不大。

加之东南亚地区今年以来的持续大旱，东南亚作为全球最大的稻米、天然橡胶和棕榈油的出口地，旱情已经开始影响国际农产品价格。尽管各种“突发因素”是否是趋势性的尚未可知，但各类事件势必将对通胀预期造成一定影响。

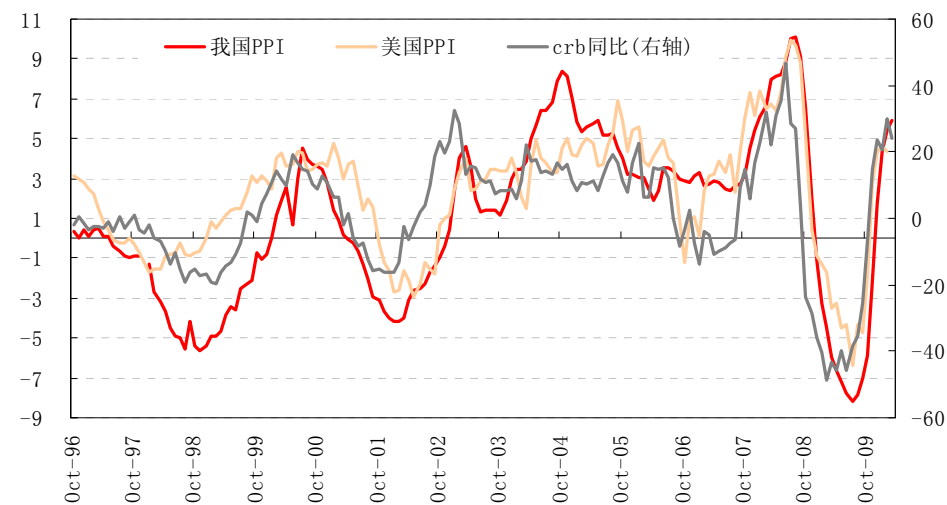
PPI：仍将继续上行，但结构继续分化

在国际大宗商品价格持续走高的带动下，3 月份我国 PPI 继续上行。钢材、部分化工产品以及水泥等产品的出厂价格都出现较明显的上升。去年底以来形成 PPI 上升趋势逐步形成，从工业结构来看，重工业成为主要的拉动因素，轻工业上升力度较弱。重工业中，又以采掘类、原料类为主要驱动力。

我们维持国内 PPI 仍将继续上行的判断。主要理由有三：一是经济基本面的逐步恢复将推动需求上升；二是当前大宗商品的价格相对水平仍低于 2006-2008 年的平均价格，未来仍有进一步上升空间；三是铁矿石谈判已基本形成一致预期，未来价格上升还将进一步带动 PPI 上行。

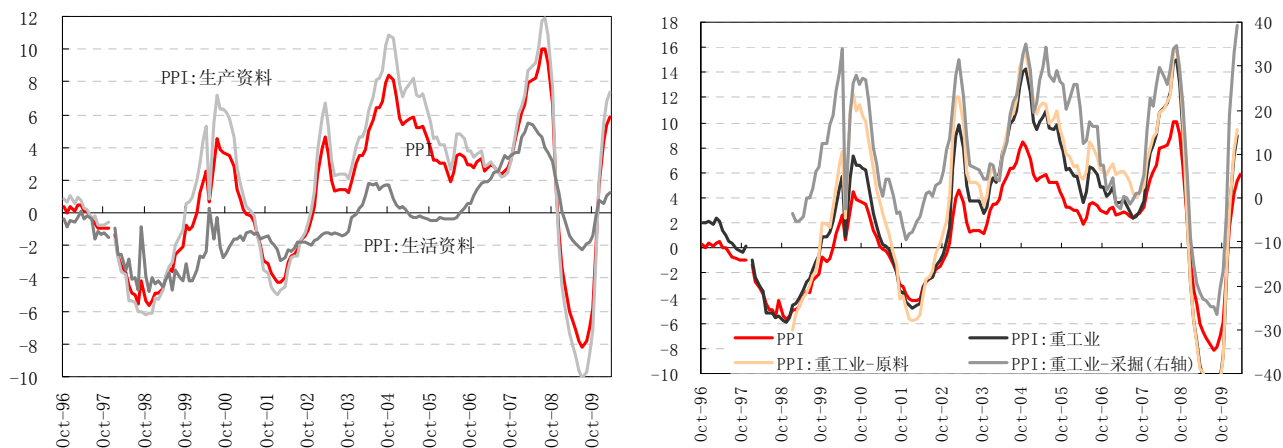
但值得一提的是，PPI 的结构分化趋势还将持续，即重工业出厂价格同比继续大幅上行，而轻工业出厂价格尽管在去年基数已较低的基础上，同比涨幅仍然维持小幅上涨趋势。

图 7、大宗商品价格上涨带动我国 PPI 上行



数据来源：CEIC、联合证券研究所

图 8、生产资料价格快速上涨拉动 PPI 上升



数据来源：CEIC、联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com