

对于当前通货膨胀预期的点评

CPI上行缺乏持续性 央行加息可能性低

李虹蓉

S1060208080107
0755-22626170
Lihongrong002@pingan.com.cn

吴杰

联系人
S1060110070149
0755-22621379
Wujie520@pingan.com.cn

■ 事项:

近期,大多数机构预期,7月CPI将超过3%,因此央行下一步的政策动向成为市场猜测的重要内容。

■ 平安观点:

1. 7月份通胀水平超过3%是大概率事件,但持续性不足。根据我们的测算,在目前水灾影响范围扩大,食品价格上行的情况下,7月份CPI同比可能达到3.5%左右;但翘尾因素减弱,CPI持续上涨的缺乏动力、新涨价因素可控。
2. 经济运行处于调整状态,国内总需求增长状况不足以持续推升价格,货币政策倾向稳定。投资、信贷、货币供应以及PPI都处于下行调整状态,海外经济复苏的不确定性仍然很大,价格持续上涨的宏观经济基础不足,所以年内加息的可能性较低,公开市场的操作力度和窗口指导力度将有所降低。
3. 对市场的基本判断:宏观经济的基本面和流动性增量,均不支持市场出现很强的行情。受估值因素和经济结构转型的刺激,市场可能演绎出阶段性和局部性机会。当市场反弹达到一定高度后,经济指标、信息面的变化,可能引发市场的波动加剧。7月通胀指标预期创出新高,市场会更加追逐抗通胀的板块。

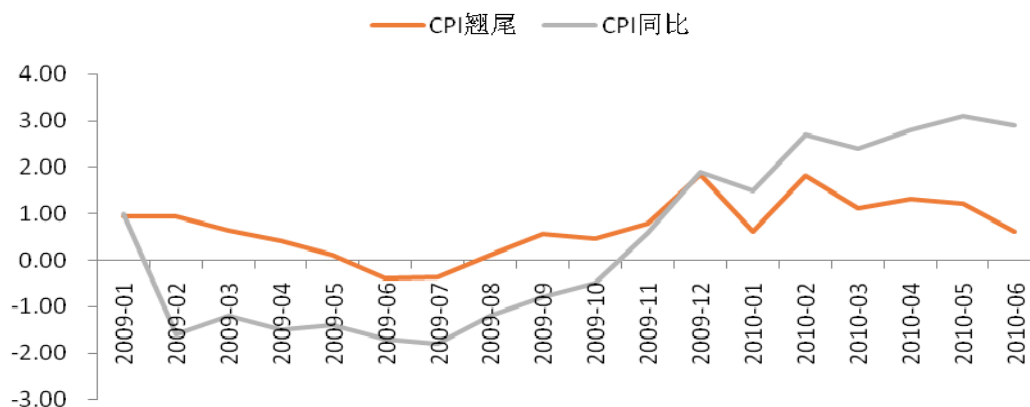
1、7 月通胀预期上升，但通胀持续性有限

(1) CPI 翘尾因素趋弱，已不构成支撑 CPI 持续上涨的动力。

由于 2009 年 2 月份到 10 月份 CPI 均为负数，对推动 2010 年 CPI 的上涨形成基数效应。而从 CPI 翘尾因素的情况看，从今年 4 月份开始，翘尾因素的影响已逐渐趋弱，难以成为 CPI 持续上涨的动力（图表 1）。

图表1 CPI翘尾因素趋弱，已不构成支撑CPI持续上涨的动力

单位：%



资料来源：CEIC，平安证券研究所

(2) 新涨价因素处于可控状态

今年以来由于恶劣天气、洪灾、疫病等的影响，主要农产品情况发生了如下变化：夏粮结束了连续 6 年的增产、生猪存栏量降低、蔬菜等农产品的生产受到一定程度的影响，这些因素助推了 6、7 月份猪肉和蔬菜价格上涨。但是，我们通过分析主要粮食品种、猪肉和蔬菜的情况后，认为今年的新涨价因素依然处于可控状态。

- **粮食：供给充足，难有持续上涨动力。**根据美国农业部（USDA）和联合国粮农组织（FAO）最新发布的全球谷物供需报告，中国今年除小麦预计略有减产外，大米和玉米两种主粮保持稳定或者增产（图表 2），从供给的角度，无法看出粮价在年内有大涨的趋势；同时政府在过去 5 年内，针对主要粮食品种实施了积极的政策性收储，掌握了大量粮源，能有效保证粮食市场价格的稳定（图表 3）。
- **猪肉：价格上涨可控。**关于猪肉价格近期的表现，我们在先前的报告（见 7 月 13 日《九月猪价有望大涨，涨幅可能不及 07 年》）中，对猪肉价格上涨的情况作了较详细的分析。伴随着生猪存栏量的减少、猪肉消费旺季的到来，猪肉价格有望在 9 月迎来大幅反弹。但由于以下三个因素的共同作用：A、养殖规模化程度提升，养殖户抵御风险能力增强；B、国家陆续出台扶持生猪生产政策，避免大规模屠宰母猪现象的出现；C、政府收储猪肉，增强调控市场能力；我们认为猪肉价格仍然处于可控的上涨通道，重现 2006、2007 年暴涨局面的可能性较小。
- **蔬菜：价格虽然近期涨幅较大，但对 CPI 影响有限。**我们认为，其一，蔬菜在 CPI 构成中占比很小，其价格波动对 CPI 影响很有限；其二，蔬菜生长周期相对较短，供给的改变相对较快，历史数据亦显示，蔬菜价格的波动较为剧烈，没有必要对短期内的价格波动给予过分的关注和解读。

综上两点，随着 CPI 翘尾因素趋弱、新的涨价因素处于可控状态，我们认为支撑未来通货膨胀率持续上升的动力不足，维持我们先前对于 2010 年全年通胀水平温和可控的判断。

图表2 中国三种主要粮食生产情况稳定

单位：百万吨

	2010/11年度		2009/10年度	
	USDA预估	FAO预估	USDA预估	FAO预估
小麦	114.5	113.0	115.0	115.0
大米	-	137.3	-	135.1
玉米	166.0	158.0	155.0	158.0

资料来源：USDA，FAO

图表3 政策性收储量巨大，政府有能力保证粮食价格稳定

单位：万吨，%

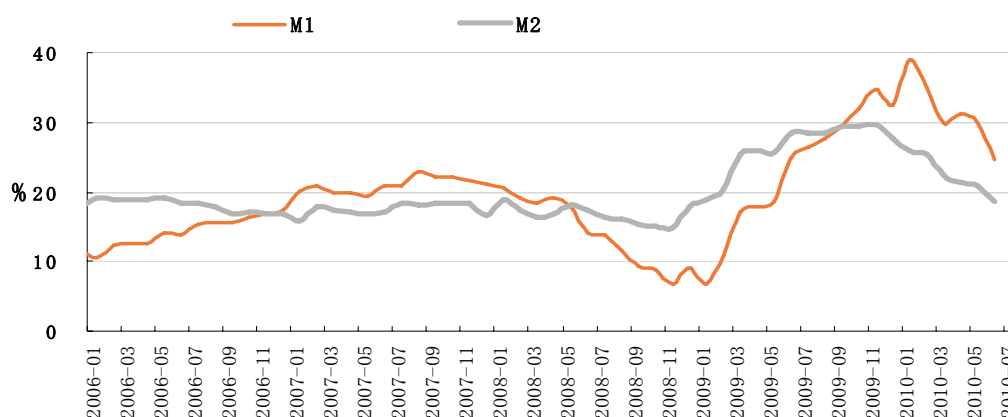
	小麦收储量	小麦收储/产量	大米收储量	大米收储/产量
2005	-	-	1130.0	8.9
2006	2034.5	18.76	426.8	3.4
2007	1447.5	13.2	24.5	0.2
2008	4175.0	37.1	-	-
2009	4091.0	35.7	1117.0	8.2

资料来源：中国储备粮管理总公司，平安证券研究所

2、经济增速放缓，总需求不足以大幅推升价格

从国家统计局已经公布的 2010 年上半年经济运行数据和金融运行数据来看，随着经济增速放缓、信贷增量受控（图表 4）、投资增速的回落，总需求已不足以大幅推升价格。

图表4 信贷增量受控



资料来源：中国人民银行

3、对于市场的基本判断

（1） 左右当前股市大方向的是宏观经济走向和流动性

宏观经济目前还处于逐季向下的过程，其向下的程度和见底的时间还不是非常明朗，因此，宏观经济的基本面并不支持市场有很强的行情；

而流动性增量看，如果按照央行全年 7.5 万亿元的信贷规模，四个季度按照 3: 3: 2: 2 的放贷节奏，3 季度信贷增速在 20%以内，与前两个季度比只是一个增速回落后企稳的过程，而其他的潜在流动性因素（比如热钱等）并没有很突出的表现迹象，因此可以说，流动性增量也难以支撑市场出现大的行情。

（2） 受估值因素和经济结构转型的刺激，市场存在阶段性和局部性机会的

市场超跌后所凝聚的反弹情绪，会在阶段性时间内，对市场上涨形成助力。而市场反弹达到一定高度后，经济指标、信息面的变化，可能导致市场波动加剧。

在这样的经济和市场背景下，7 月通胀指标创出新高，这已经为市场所预期，而央行加息的预期也不强，可能引发市场对抗通胀板块的追逐。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257