

对中期通胀趋势的评估

莫倩¹ 刘海东² 景晓达³

2010 年 8 月 4 日

内容提要

基于我们对于 CPI 领域主要影响因素，诸如粮食价格、猪肉价格、蔬菜价格等因素的预判，本文给出了从 2010 年第三季度开始至 2011 年年中为止这段时间内 CPI 趋势的评估。

从结果来看，我们认为大概率的事件将是 CPI 季度同比数据将呈现逐渐攀高的走势；同时，约到 2011 年年中，CPI 季度同比将可能达到 4.5% 左右的水平。之后，经济层面的不确定性增加了进一步预测的难度；不过随着猪肉价格届时很可能已经转入下跌周期，CPI 同比增速将走过此轮高点，进入逐渐回落的通道。

¹ S1450210010312

² S1450209070221

³ S1450210040002

我们对于从 2010 年第三季度开始至 2011 年年中为止这段时间内，CPI 趋势的评估基于以下几个层面的假设。

预测一，对于粮食价格。自 2006 年，粮食价格的同比涨幅稳定在 5%-6%的区间内，普遍认为这大部分归因于国家稳步抬升粮食的收购价格。但 2010 年初，粮食价格的同比涨幅平台抬高至 10%以上，明显超越了趋势水平；加之天气灾害可能会对粮食产量形成影响，因此未来在粮食价格领域存在着非常大的不确定性，值得密切留意。在此，结合历史经验，我们给予保守的季度环比涨幅 1%的估计。

图 1: CPI 粮食价格同比涨幅 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

预测二，对于猪肉价格。从猪粮比的角度出发，以普遍认为的 6.2 的均衡位置为中枢计算，此轮猪肉价格下跌使得猪粮比下探至 4.7 的低点，相当于超跌幅度在 24%左右；那么相对应的，由于存货调整引发的存栏量下降将会使得未来价格上涨也出现超调，猪粮比达到 7.5 应当并不是一个非常激进的估计。在此背景下，不考虑饲料价格的涨幅，猪肉价格从最低点的涨幅在 60%左右。

需要说明的是，上述猪肉价格是指生猪出场价，对应到零售端的价格涨幅需要在 60%基础上考虑 0.7 的弹性系数，即零售价格涨幅约在 42%。此外，考虑猪肉自身养殖周期以及借鉴 2006 年的价格超调案例，这一轮价格的上涨将持续 1 年

左右的时间。

以上述的讨论为背景，我们给出 CPI 中猪肉价格季度环比涨幅 10% 的估计。

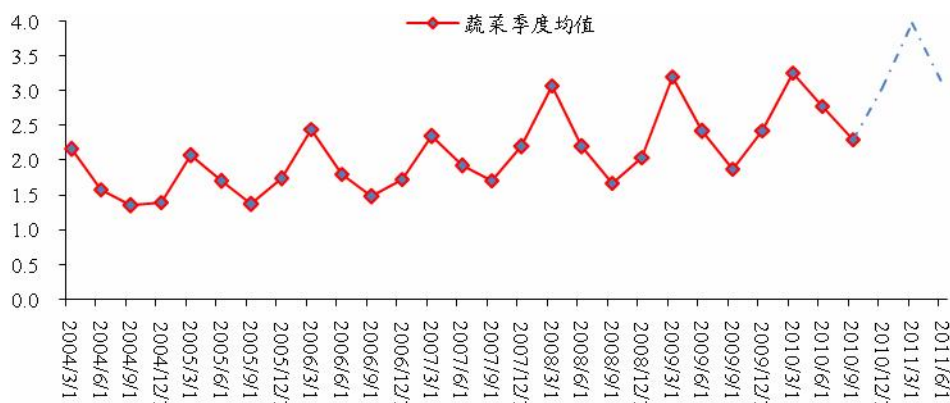
图 2: 2010 年 Q3 至 2011 年 Q2 猪粮比预测 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

预测三，对于蔬菜价格。借鉴 2004 年以来的季节模式，以及 2006 年以来季度价格低点到高点之间的环比涨幅均值数据，我们给出蔬菜价格未来涨跌估计值，见下图。

图 3: 2010 年 Q3 至 2011 年 Q2 蔬菜价格季度涨跌预测 (%)



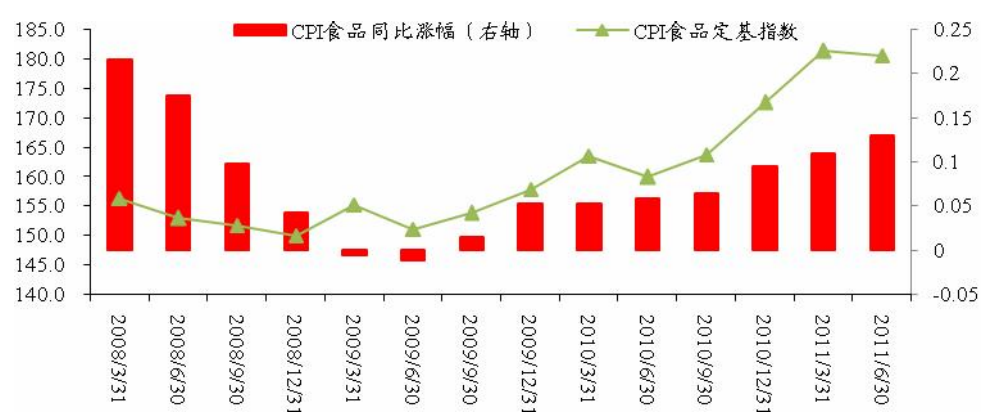
数据来源: CEIC, 安信证券

预测四，对于非食品价格。出于简洁考虑，我们以历史季度的平均涨幅估计未来一年非食品领域环比涨幅。

综上所述，依据 CPI 食品的定基指数，并考虑上述食品领域的主要新涨价因素，我们给出 2010 年第三季度至 2011 年第二季度的 CPI 食品指数预测值，以及

相对应的同比涨幅。

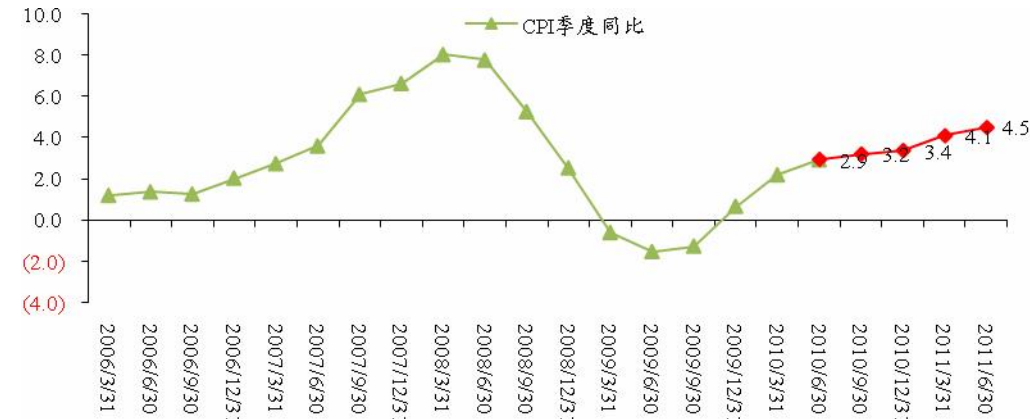
图 4：2010 年 Q3 至 2011 年 Q2 食品指数及同比涨幅预测（%）



数据来源：CEIC，安信证券

结合非食品领域的涨幅估计，我们给出上述区间段 CPI 同比涨幅的预测。需要说明的是，在 2011 年下半年，经济层面的不确定性进一步增加了预测的难度；不过随着猪肉价格届时很可能已经转入下跌周期，CPI 同比增速将有可能走过此轮高点，进入逐渐回落的通道。

图 5：2010 年 Q3 至 2011 年 Q2 CPI 同比涨幅预测（%）



数据来源：CEIC，安信证券

基于谨慎考虑，我们对上述关键变量给出情景分析，以观察在不同背景下，这轮通胀上升高点的差异。

第一大类情景，蔬菜价格维持前文的涨跌幅判断。

情景分析表一（%）	
	生猪出场价

		20%	40%	60%
粮食价格	4%	2.9	3.8	4.5
	8%	3.1	3.9	4.8
	12%	3.3	4.1	5.0

数据来源：安信证券

注：图中生猪出场价 60%以及粮食价格 4%对应的 CPI 同比涨幅为前文给出的情景。

第二大类情景，蔬菜价格涨幅向下修正，绝对价格高点与 2008 年和 2009 年相近。

情景分析表二（%）				
		生猪出场价		
		20%	40%	60%
粮食价格	4%	2.6	3.3	4.2
	8%	2.5	3.6	4.4
	12%	2.7	3.7	4.6

数据来源：安信证券

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司固定收益研究团队撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司固定收益研究团队所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券宏观研究团队，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司固定收益研究团队对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	曹加	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn