



西部证券股份有限公司

CPI 将再冲新高，年内恐难回落至较低水平

报告要点：

● 一月 CPI 增速再冲新高，再次加息时间窗口临近

一月份前两周的农产品价格指数和菜篮子价格指数均表现出加速上涨的趋势，蔬菜价格环比增速达到了 6% 以上，我们预计一月份 CPI 同比增速将再冲新高。2010 年四季度 GDP 可比价格增速为 9.8%，经济增长总体呈现良好态势，意味未来央行再度进行货币政策调控的动力增加；我们预计 11 年第一个加息时间窗口预计在二月份中下旬到三月份月末之间。

● 农产品生产成本持续上升，生猪价格下半年存在继续上行风险

伴随着刘易斯拐点的到来，我们认为未来劳动力成本的上涨将会是中长期的，劳动密集型的农业产品价格增速的中轴会出现趋势性的上移；随着经济增长进入新周期的起点和全球流动性宽松背景下大宗商品价格上涨，农产品物质生产资料的价格将继续上涨。能繁母猪的存栏量去年 8 月份能繁母猪存栏量下滑到阶段性低位，中期猪肉价格上涨风险加剧，我们预计今年中秋节过后，猪肉价格开始逐步上涨。

● 输入性因素将继续提升生产成本，紧缩背景下存量货币仍是“高悬之剑”

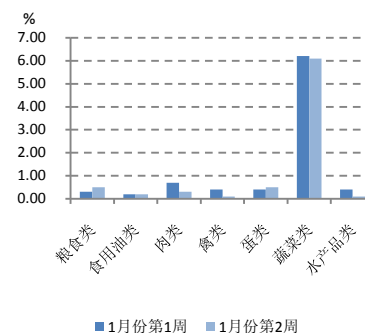
在全球流动性宽松的背景下，国际大宗商品价格继续上涨仍然是今年通胀走势可能超预期的因素之一。无论是美国未来复苏乏力资产购买计划继续实施，还是美国经济全面复苏增加对商品的需求，我们都认为今年大宗商品价格存在较大上涨压力，提升生产成本。在我国，我们发现较高的投资相对收益率对应着较高的非主动信贷创造型固定投资增速，投资资金来源中不仅包括新增贷款，还包括直接融资和留存收益；10 年投资的相对收益率接近 04 年和 07 年的水平，预计今年的投资意愿即使在紧缩背景下也不会太弱，货币存量仍是“高悬之剑”。

● 年内 CPI 增速恐难回落至较低水平，下半年仍在 3.5% 以上

年初全国多地出现低温天气，农产品价格预计会超预期增长，一季度 CPI 预计达到 5% 左右，下半年 CPI 环比增速会较二季度显著提升，食品价格在三、四季度的环比上涨压力较大，其中猪肉价格预计从三季度末开始继续上涨；我们认为未来农产品价格和大宗商品价格都存在一定的超预期风险，CPI 同比增速年内难以回落至较低水平，下半年仍保持在 3.5% 以上，全年增速预计高于 4.5%。

关键图表：

图：一月份前两周蔬菜价格环比增速超 6%



数据来源：wind, 西部证券

近期相关研究

CPI 将再创新高，货币政策调控进入密集期（11.15）

紧缩背景下货币政策调控在平衡中前行（12.13）

成本因素接替货币推动，通胀未来有限回落（12.20）

研究员：宋振平

执业证书编号：S0800110050101

021-68866210-883

songzhenping@xbmail.com.cn

研究员：刘彦召

执业证书编号：S0800109071237

021-68866210-815

liuyanzhao@xbmail.com.cn

一、1月CPI增速再冲新高，春节过后即是加息时间窗口

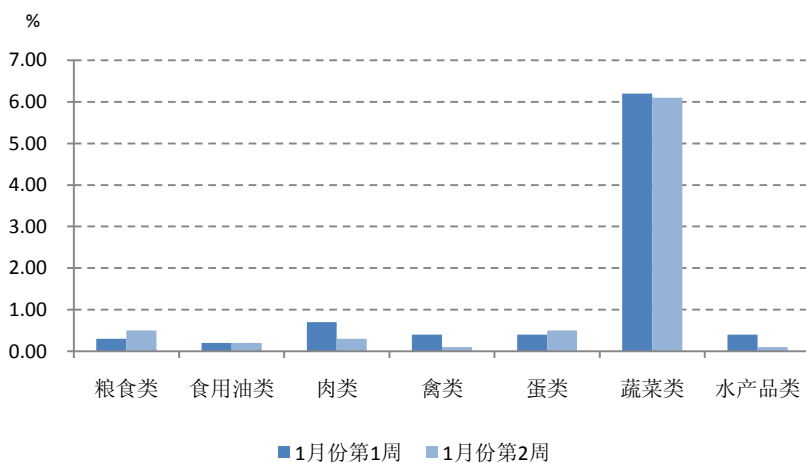
近日统计局公布的数据显示，10年CPI全年增速3.3%，12月份同比增速4.6%，略高于市场的预期水平，根据我们的计算1月份CPI翘尾因为达3.95%；1月份前两周的农产品价格指数和菜篮子价格指数均表现出加速上涨的趋势，从商务部的农产品分项周度数据来观察，1月份前两周蔬菜类产品的环比增速已经达到了6%以上，与低温天气和季节效应有关，我们预计1月份CPI同比增速将再冲新高。

图1：1月份农产品价格加速上涨



资料来源：Wind，西部证券

图2：1月份前两周蔬菜类环比增速超过6.0%



资料来源：Wind，西部证券

国家统计局公布的最新经济数据显示，2010 年四季度 GDP 可比价格增速为 9.8%，高于三季度 9.6% 的水平，经济增长总体呈现良好态势。

今年通胀形势非常严峻，货币政策已在去年从适度宽松转为稳健，最新的数据显示国内经济增长态势良好，意味未来央行再度进行货币政策调控的动力增加；我们认为春节前加息概率低于春节后，11 年第一个加息时间窗口预计在 2 月份中下旬到 3 月份月末之间。

二、农产品生产成本持续上升，生猪价格下半年存在继续上行风险

2000 年后发生的三轮通货膨胀，从分项数据上看食品都是居民消费价格上涨的主要贡献因素，根据我们的测算，食品价格占 CPI 的权重为 33% 左右，占比最大；前三轮通胀食品类价格上涨对整体 CPI 上涨的贡献率都达到了 70% 以上，主要是因为供给短缺和生产成本增加以及经济增长较快导致的，较快的经济增速会加快物质生产资料价格的增速，我们认为食品价格上涨与非食品包括生产资料价格上涨之间是相互作用的。

表 1：食品类价格上涨对 CPI 的贡献率非常高

时间	食品类价格贡献度	时间	食品类价格贡献度
2003	94%	2004	84%
2005	53%	2006	52%
2007	85%	2008	80%
2009	N. A	2010	72%

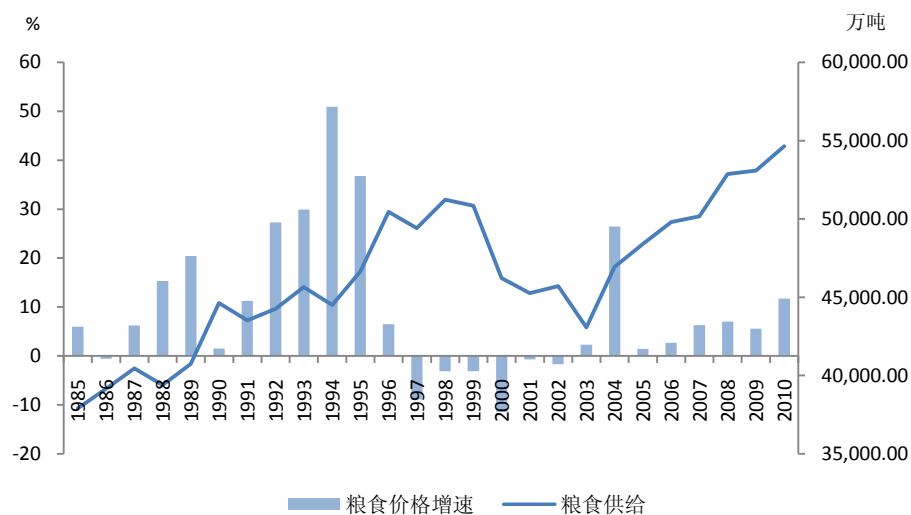
资料来源：西部证券

04 年食品价格涨幅为 9.9%，其中粮食价格上涨 26.4%，肉禽类价格上涨 17.6%；粮食价格的上涨与 03 年粮食产量大幅减产和库存消费比连续几年持续下降有直接关系，这是供给方面的因素，但是仅仅依靠供给减少并无法解释 2000 至 2002 年粮食产量连续减少，而粮价并未出现明显上涨的现象。

我们继续从经济增长方面来分析，2000 至 2002 年虽然粮食减产，但是整体经济增速相对较低，处在 8-9%左右的水平，经济增速较慢促使农产品生产资料价格增速也较低。04 年投资过热，对生产资料品需求强劲，当年农业生产资料价格指数上涨 10.6%，因此当时推动粮食价格上涨的另一个重要因素是经济增速较快背景下的生产资料成本增加。

07 年粮食价格上涨主要原因是生产资料成本的大幅增加，具体包括劳动力成本和化肥、地膜、杀虫剂等农用化工类生产资料价格上涨，这些与我国人口结构的逐步演变和大宗商品价格飙升有关。

图 3：粮食供给减少并不能完全解释粮食价格的波动



资料来源：Wind，USDA，西部证券

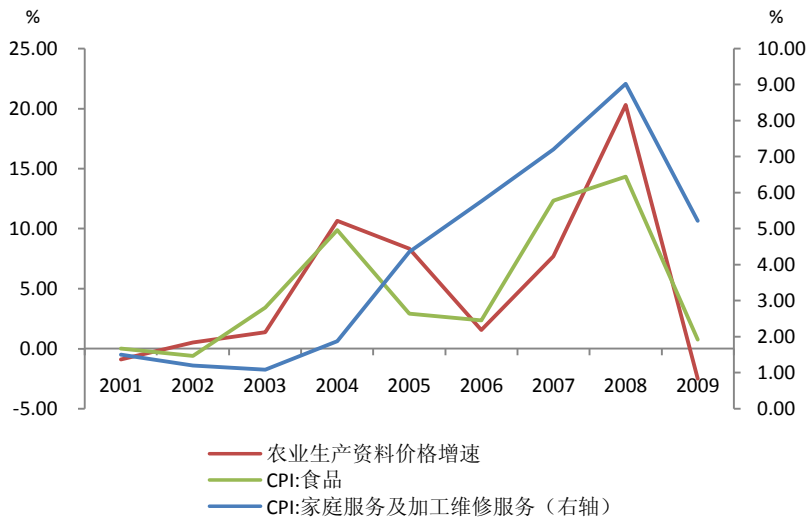
07 和 08 年肉禽类价格增速分别为 31.7%和 21.7%，肉禽类价格我们以最重要的猪肉价格为例来说明，供给方面，母猪存栏量的下降意味未来供给存在一定的风险，能繁母猪补栏积极性下降一般是由于猪肉价格下降造成养猪利润下降或者是生猪疫病爆发造成，07 年生猪供给显著下降就是因为 06 年开始传播的蓝耳病。

成本方面，生猪饲养中将近一半的成本来自于饲料，其中玉米和豆粕是最主要的，与劳动力成本，国际大宗商品价格，国内经济增长情况都有较直接的关系。

07 年原油价格上涨直接拉动化肥等一些农用化工品生产资料价格上涨，国内经济增速较快拉动对生产资料的需求，这些都会间接或直接影响生猪的养殖成本；虽然现在规模化养猪比重增大，直接劳动力需求减少，但是饲料生产中劳动力成本占比较高，代表中低端劳动

力成本的家庭服务及加工维修服务 07 年涨幅达到了 9%-10%，大幅高于 04 年 2%左右的水平，可以认为 07 年劳动力成本上涨对通胀的影响作用明显强于 04 年。

图 4： 劳动力成本与农业生产资料价格对食品价格增速影响作用明显

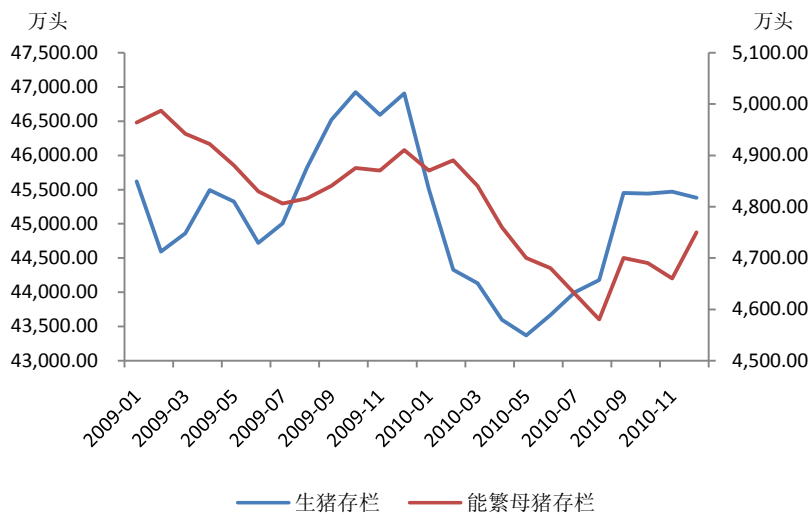


资料来源：Wind，西部证券

本轮物价持续上涨，西南旱灾及南方水灾对农产品的供给和供给预期造成影响，在早稻和夏粮均出现减产的背景下，市场预期 10 年全年粮食减产，我们认为供给因素只是本轮通胀的诱发因素，最主要的原因还是来自于成本的上涨。今年初大范围的低温天气和生猪疫病的传播增大了年内农产品供给减少的风险。

能繁母猪的存栏量近两年整体处于下降的过程，母猪补栏的积极性不强，我们认为主要是因为养殖成本增加；去年 8 月份能繁母猪存栏量下滑到阶段性低位，从能繁母猪补栏到生猪出栏大概需要 13-14 个月的时间，考虑到猪肉价格在三季度末至次年春节前后需求会出现季节性增加，中期猪肉价格上涨风险加剧，我们预计今年中秋节过后，猪肉价格开始逐步上涨。

图 5：10 年年中能繁母猪存栏量较低加大 11 年下半年猪肉价格上涨压力



资料来源：Wind，西部证券

成本方面，05 年之后劳动力成本上涨速度较快，除金融危机期间外，整体表现为加速上涨；10 年粮食价格上涨 11.8%，与种粮成本增加直接相关；我们认为伴随着刘易斯拐点的到来，未来劳动力成本的上涨将会是中长期的，未来劳动密集型的农业产品价格上涨幅度的中轴应该会出现趋势性的上移；物质生产资料成本方面，随着经济增长进入新周期的起点和全球流动性宽松背景下大宗商品价格上涨，农产品生产资料的价格上涨压力较大。

从资产配置的角度分析，农村家庭主要是在现金存款和商品资产之间进行选择，若农户观察到目前通胀压力较大，而在存款利率较低并且实际利率为负的情况下，更偏好于增加自己所生产的农产品的库存，库存增加主要集中在一些易于保存的农产品中，农村家庭的惜售行为会加剧由供给和成本因素导致的价格上涨。

我们预计 11 年粮食价格上涨仍会超过 9%，目前猪粮比处在 6.6 至 6.7 左右的水平，是合理区间范围内较低的水平，今年在粮食价格上涨和猪粮比进一步提升的双重压力下，预计猪肉价格涨幅会大幅超过去年的平均水平。

三、输入性因素将继续提升生产成本，紧缩背景下存量货币仍是“高悬之剑”

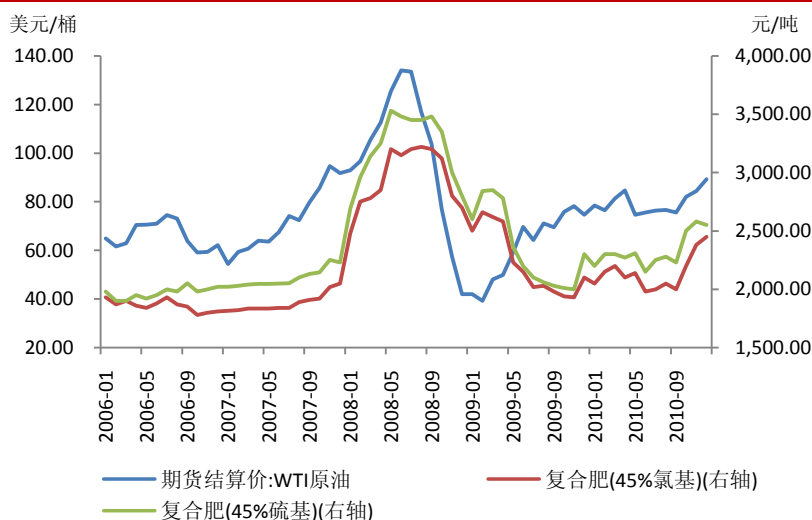
09 年 M2 增速达到了惊人的 27.7%，10 年 M2 增速也接近 20%，这意味着货币量至少相对于国内可以购买的商品总量存在明显的超发，如果在封闭经济体中，超量发行的货币追求相对稀缺的商品，那么只会出现通货膨胀一个结果，但是在实际开放经济体中存在两方面不同：

第一，如果超量发行货币的汇率相对坚挺，能够在市场上以平价或者相对更低一些的价格购买到同质的商品，那么国内通胀压力不大，目前进口金额占 GDP 的比重大约在 28% 左右，09 年高货币增速背景下还出现轻微通缩与国际商品价格相对较低直接相关，但是 11 年这种外部情况肯定是发生了变化。

大宗商品价格方面，在全球流动性宽松的背景下，国际大宗商品价格继续上涨仍然是今年通胀走势可能超预期的因素。

07 年下半年至 08 年年中期间国际油价、铁矿石价格、主要化工产品价格迅速上涨，其中农用化工产品中化肥、薄膜等农产品生产资料价格也出现了明显上涨，我们认为生产成本增加和工业化需求增加是造成当时我国玉米价格出现上涨的主要原因，对生猪价格成本上升的推动作用非常直接；另外，大宗商品价格的上涨会直接增加工业生产的成本，例如铁矿石价格的上涨，中上游产品价格的上涨会逐步传导到下游。

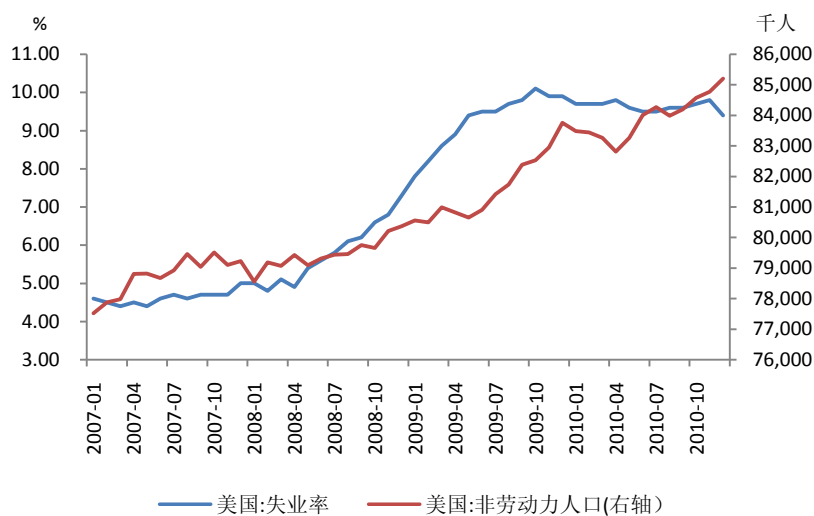
图 6： 国际原油价格上涨带动国内化肥价格上行



资料来源：Wind，西部证券

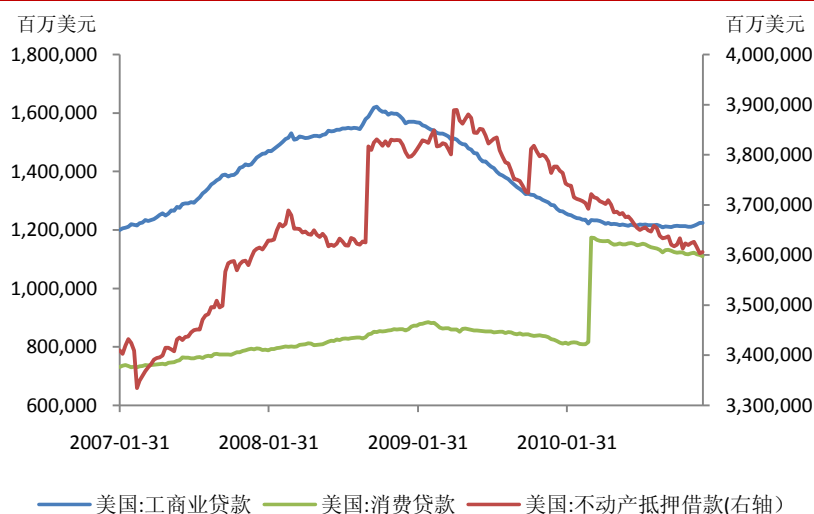
美国经济目前依然维持复苏势头，积极的方面包括零售额出现持续的增长，制造业和服务业复苏形势良好；不乐观的方面包括房地产市场仍旧低迷，失业率数据高企，虽然 12 月份美国失业率下降到 9.4%，但是很大程度上是因为部分失业的劳动力人口退出了劳动市场成为非劳动力人口，我们预计未来失业率还会出现再度回升和反复的情况；从金融体系的信贷层面到目前还未出现明显的松动，金融机构“惜贷”情绪较高，并且美国未来财政政策的实施由于其财政赤字占 GDP 的比重非常高，实施空间相对有限。

图 7： 失业率回落与非劳动力人口增加有关



资料来源：Wind，西部证券

图 8： 美国商业银行惜贷情绪依然较高



资料来源：Wind，西部证券

总体的判断是：

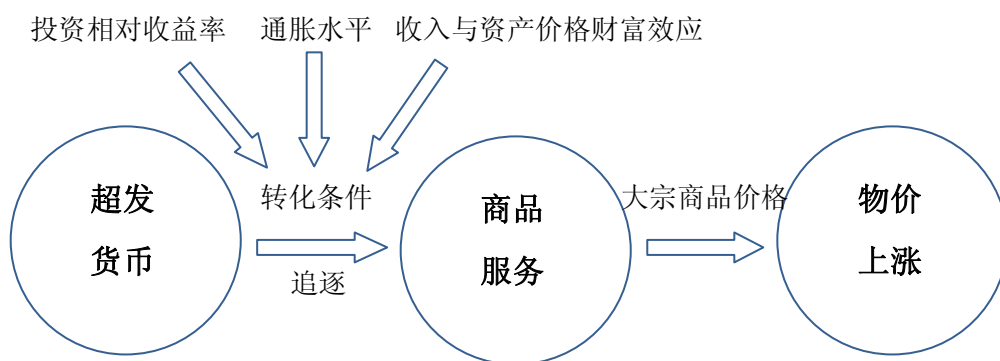
如果未来美国经济复苏表现一般，随着补库存的动力逐步减弱，失业率的下降缓慢并伴随反复，依然不排除在 QE2 到期后美联储继续实行资产购买计划，如果继续实行资产购买计划，那么国际大宗商品会继续上涨。

如果未来美国经济超预期复苏，虽然新兴市场国家会出现部分资金回流的现象，会对新兴市场的资产价格造成负面影响，但是美国经济的复苏会显著增加对大宗商品的需求，大宗商品价格持续上涨的局势将维持。

由此看来，我们认为 11 年大宗商品价格总体上涨是大概率事件，由此带动生产资料价格上涨，对生产成本的影响显著。

第二，如果经济个体将货币转化为商品的投资或消费动力不强的情况下，即使货币存在超发，但是只有较少数的超发货币都去追求相对稀缺的商品和服务时，通货膨胀可能依然会维持在低位；我们认为 11 年这种货币主动转化的意愿并不弱，存量货币仍是“高悬之剑”，下面我们具体分析这种货币转化的意愿。

图 9： 货币因素通过对商品和服务的需求转化为物价上涨



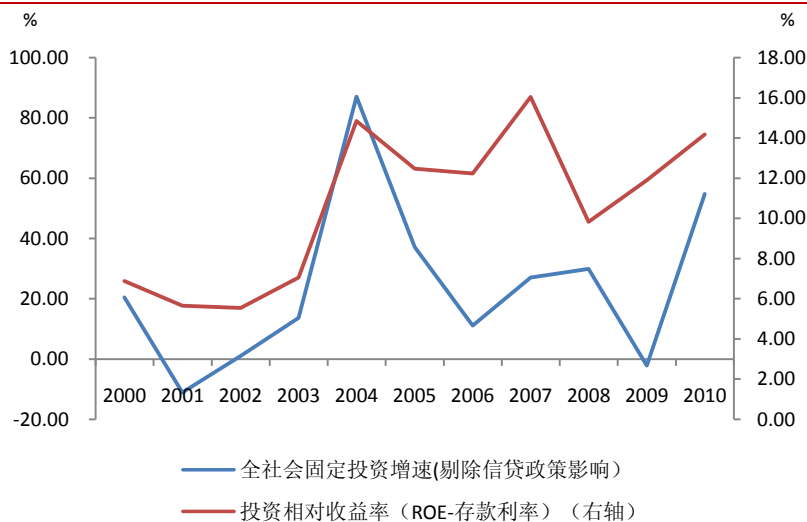
资料来源：西部证券

货币向需求的主动转化方面，我们认为这种意愿主要由几方面决定：

第一，货币对投资品的需求与投资所能获得的相对收益率有关，这个相对收益率一般将投资收益率与无风险收益率相比较，预期相对收益率高，则进行投资的动机更强烈；日本进入老龄化社会的一个结果就是预期投资回报率下降，那么即使宽松的货币政策也无法有效刺激投资。

在我国，以上市公司为例，较高的相对投资收益率与固定投资增速并不高度匹配，我们认为这是由于政府针对宏观经济形势实行了反周期的信贷政策；我们从固定投资总额中剔除了银行信贷额度的影响来表示企业的自主投资意愿，发现较高的投资相对收益率对应着较高的非主动信贷创造型固定投资增速；10年投资的相对收益率接近04年和07年的水平，预计今年的投资意愿即使在紧缩背景下也不会太弱。

图 10： 10 年较高的投资相对收益率预示今年投资意愿不会太低



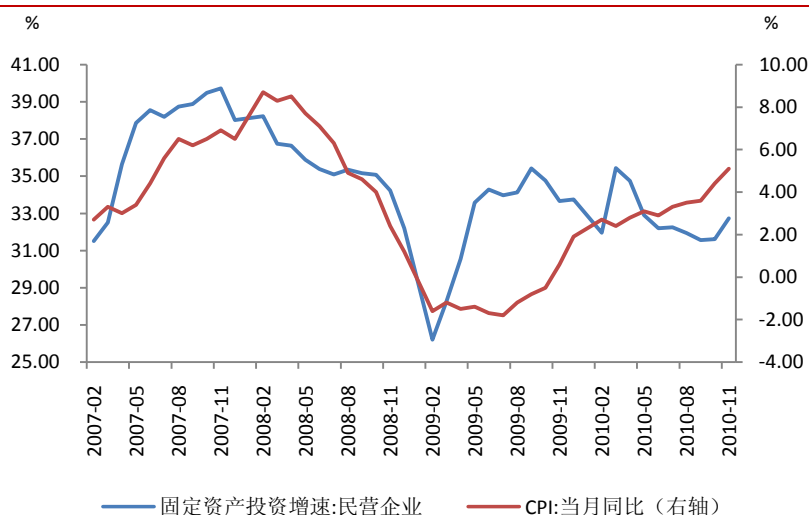
资料来源：Wind，西部证券

第二，货币对消费品的需求与消费者的收入情况或者预期收入情况改善相关，如果资产价格大幅上涨，带来的财富效应会促进货币对消费品的需求，07年社会消费品零售总额增速较高与前期迅速上涨的资产价格带来的财富效应有关；11年，我们认为无论是房地产市场还是股票市场，出现较大幅度上涨的概率都较低，消费增速预计与去年相比较为平稳。

第三，与通货膨胀水平相关，当经济体出现通缩时，比如09年CPI同比增速连续9个

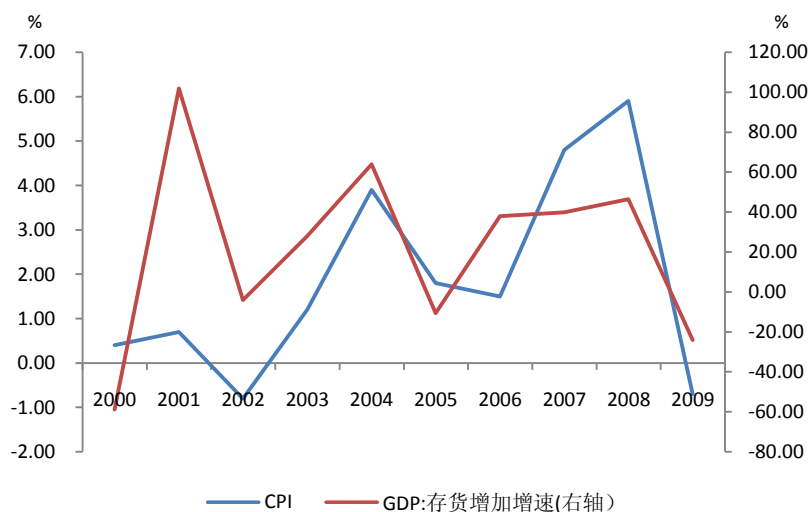
月维持在负值，民营企业的投资意愿较低，但此时政府往往进行逆周期的调控，表现为国有企业的投资增速明显的上行；而 11 年我国通胀压力非常大，通胀预期下非国有经济体的投资意愿和存货投资意愿会有一定程度的增加。

图 11：通胀水平较高时民营企业固定投资意愿较强



资料来源：Wind，西部证券

图 12：通胀水平较高时存货投资增速较高



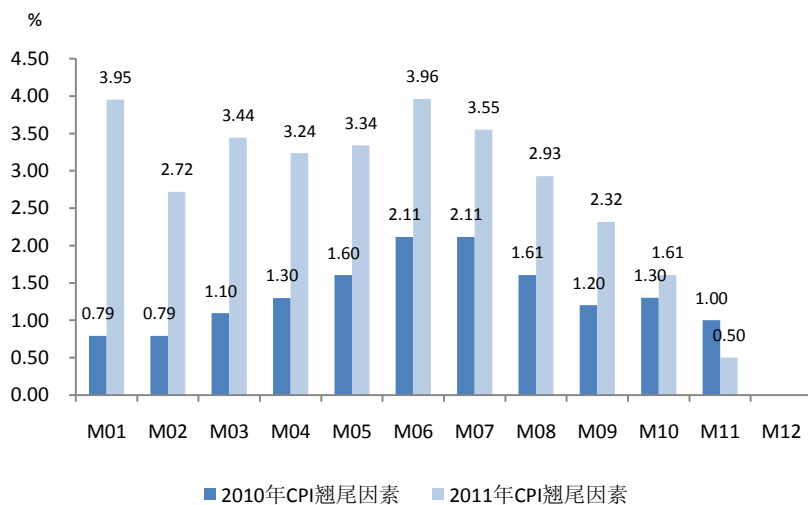
资料来源：Wind，西部证券

四、年内 CPI 增速恐难回落至较低水平，下半年仍在 3.5% 以上

从 10 年和 11 年的 CPI 翘尾因素来看，我们认为市场预期下半年 CPI 增速回落更多的是基于翘尾因素快速回落的基础上，11 年 CPI 翘尾因素确实比 10 年在下半年回落的速度更加快速，但是这并不能排除下半年 CPI 不会显著回落或者出现先回落后再上行的走势。

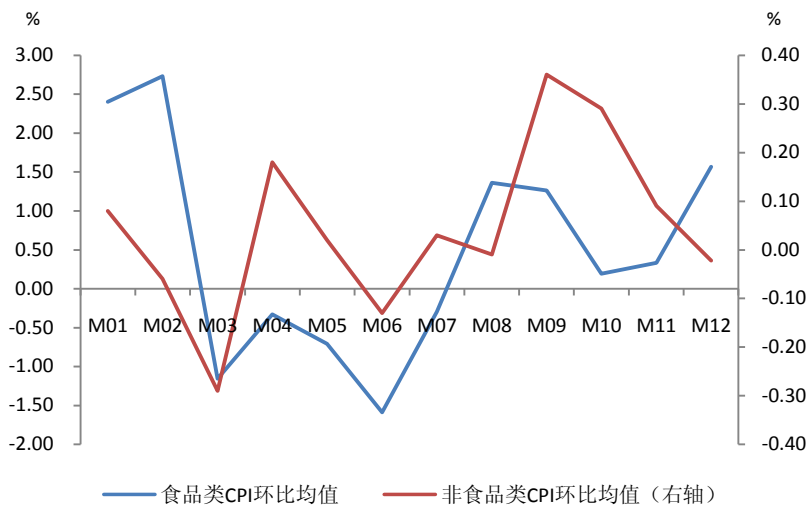
对于新涨价因素的走势，一季度由于季节效应环比增速会比较高，另外，今年全国多地出现低温天气，农产品价格预计会超预期增长，一季度 CPI 增速预计达到 5%；下半年的压力仍然较大，特别是食品价格在三、四季度的环比上涨压力较大，三季度末随着猪肉消费旺季的到来，考虑到 10 年下半年能繁母猪存栏量处于较低的水平，猪肉价格预计将继续开始上涨，下半年 CPI 环比增速会较二季度显著提升；我们认为未来农产品价格和大宗商品价格都存在较大的超预期风险，下半年 CPI 增速难以回落至较低水平。

图 13: 2011 年下半年翘尾因素回落较 2010 年更加迅速



资料来源: Wind, 西部证券

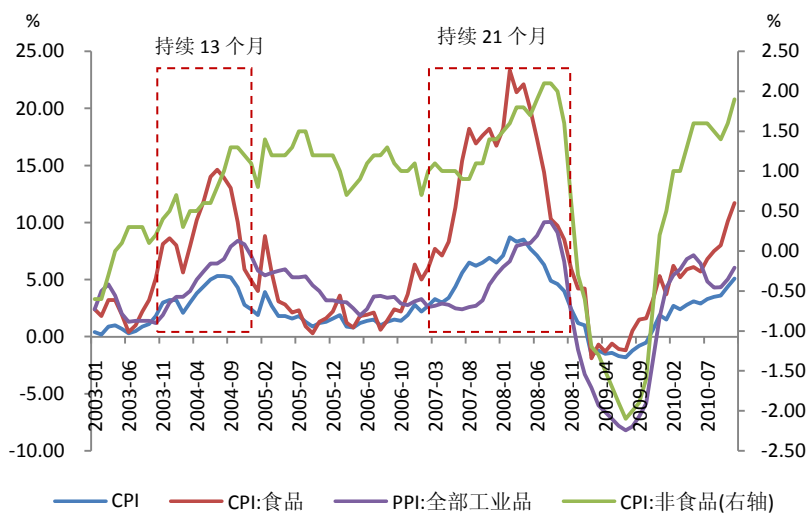
图 14: 下半年食品和非食品类 CPI 环比增速均值相对较高



资料来源：西部证券

如果以 CPI 同比增速 3% 为基准，那么过去的两轮通胀经历的时间段分别为：2003 年 11 月至 2004 年 11 月，2007 年 3 月至 2008 年 11 月；分别持续了 13 个月和 21 个月。本轮通胀从 2010 年 7 月算起持续时间为 7 个月，持续时间相对短暂，下半年 CPI 同比增速预计依然会维持在 3.5% 以上的水平。

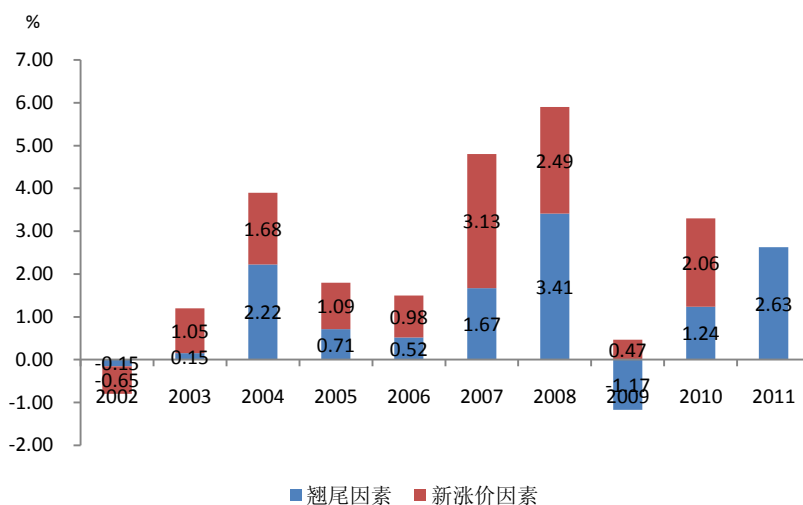
图 15: 预计下半年 CPI 增速将维持在 3.5% 以上



资料来源：Wind, 西部证券

市场比较关心 CPI 同比增速的水平和变动趋势, 因为 CPI 的走势和水平高低与央行的货币政策存在较密切的联系; CPI 同比增速根据翘尾因素和新涨价因素决定, 04 年翘尾因素为 2.22%, 07 和 08 年分别为 1.67%和 3.41%, 而 2011 年的翘尾因素为 2.63%, 我们认为今年政府设定 4%的通胀目标并不意味着政府对通胀的容忍程度加大, 而是在这么高的翘尾因素背景下像去年一样设定 3%的目标实现起来不符合实际; 我们预计 11 年 CPI 增速将高于 4.5%。

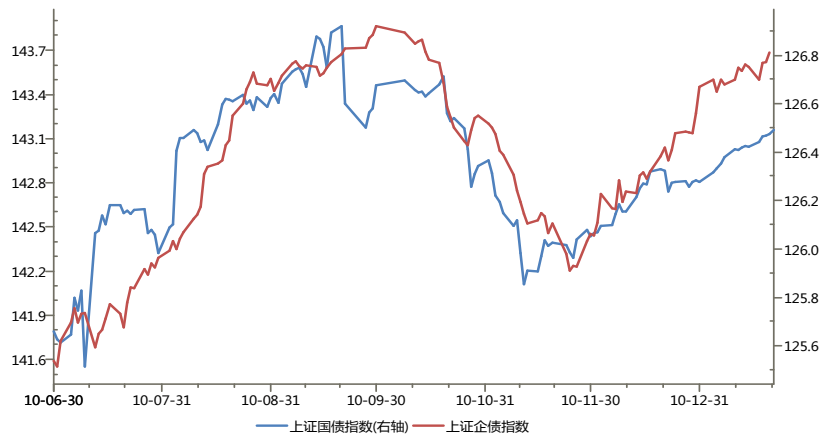
图 16: 2011 年翘尾因素对 CPI 的贡献作用增大



资料来源: 西部证券

本周宏观数据跟踪

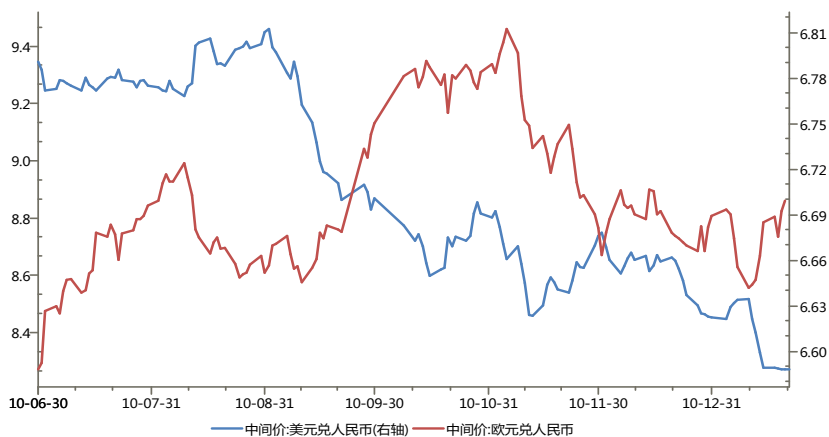
债券市场



数据来源:Wind资讯

国债指数、企债
指数本周呈现震
荡上行走势

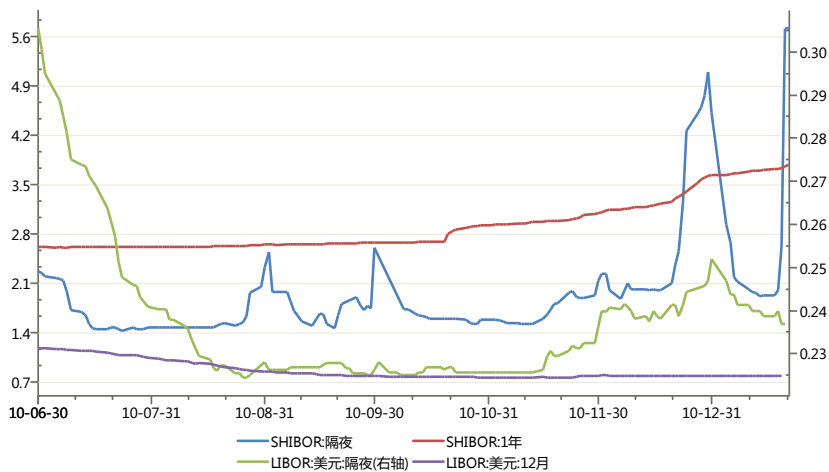
外汇市场



数据来源:Wind资讯

人民币对美元继
续升值，对欧元
略有贬值

利率市场



数据来源:Wind资讯

人民币拆借利率
大幅上行，美元
拆借利率下调

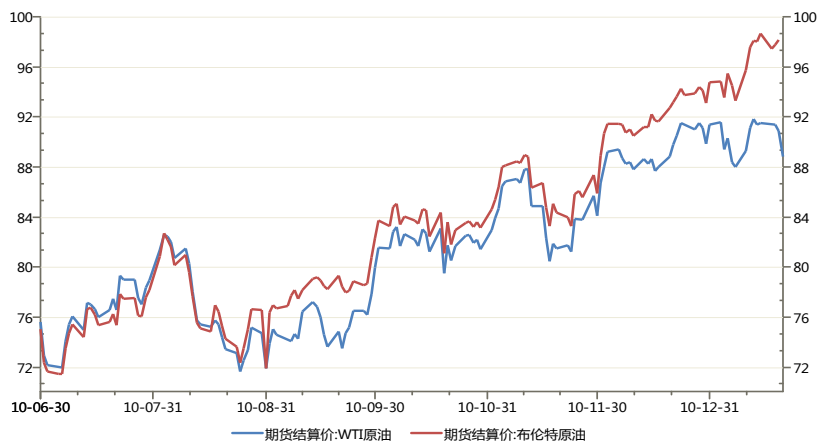
航运市场



数据来源: Wind资讯

本周航运市场指数均出现下跌

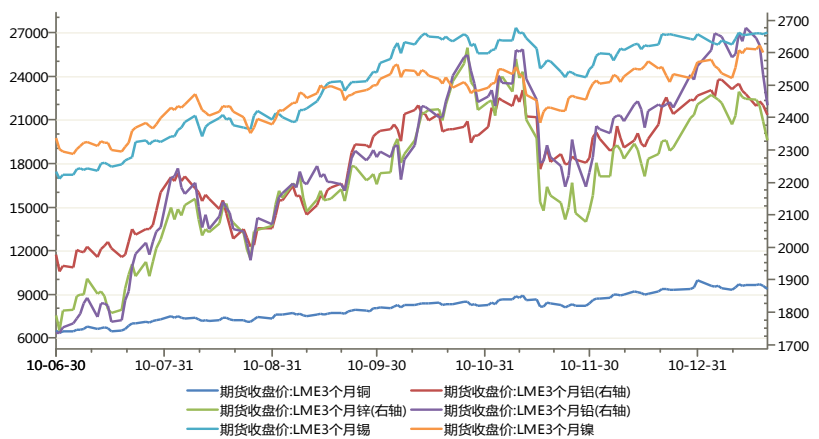
原油期货



数据来源: Wind资讯

原油期货价格本周高位下行

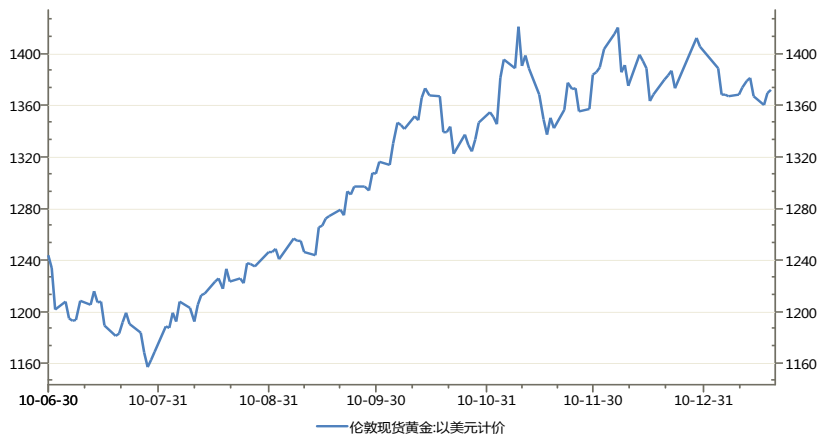
有色金属



数据来源: Wind资讯

有色金属价格本周出现回调

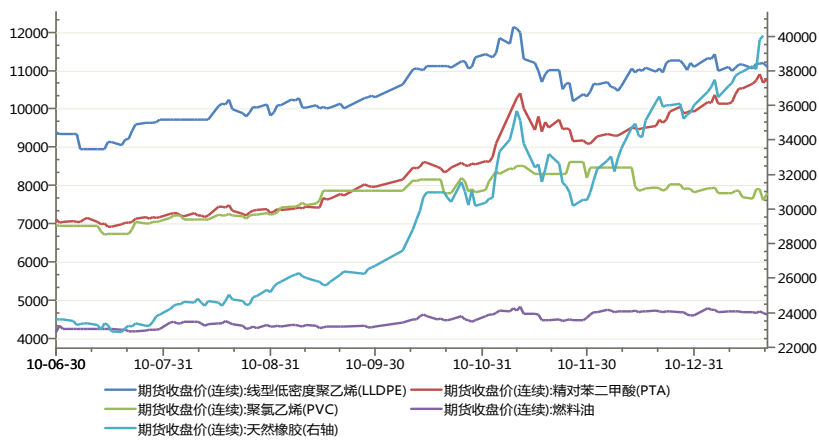
黄金价格



数据来源:Wind资讯

黄金价格出现回调

化工品期货

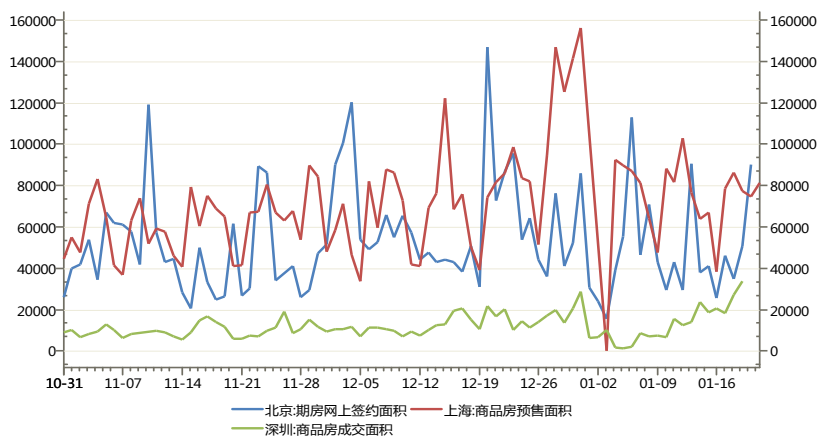


数据来源:Wind资讯

化工品期货价格走势出现分化

房地产

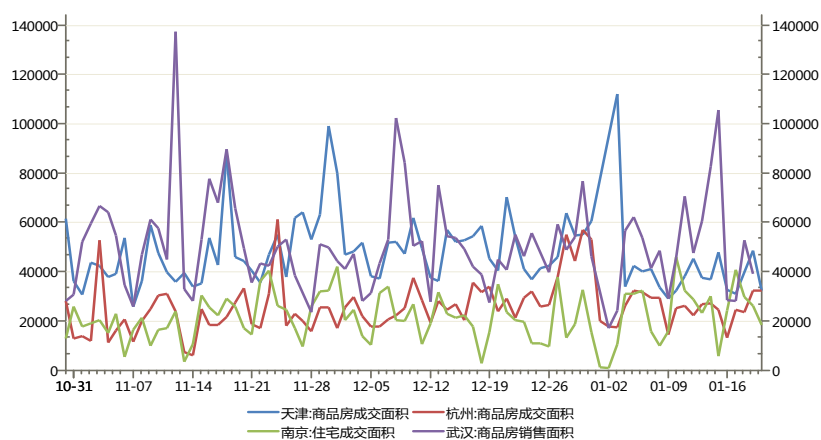
北京、上海、深圳



数据来源:Wind资讯

深圳成交面积处于高位

天津、杭州、南京、武汉



本周交易量未出
现显著变化

西部证券投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
看 淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%
谨 慎 推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

西部证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为西部证券研发中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。