

宏观报告

“低于预期”难解通胀之渴

——1月宏观数据点评

事件：2011年1月宏观经济数据出台。

摘要：

1月份部分的宏观经济数据公布，其中物价指数显著低于预期，当然从统计局公布的说明来看，这并非出于统计调整的关系，我们也尝试对此做出一定的分析和解释。不过，即便这样的低于预期可能也无法改变短期内通胀的压力。

2011年1月起的CPI，其统计标准出现了一定的调整。其中相对重要的是构成权重的调整。主要是居住提高4.22个百分点，食品降低2.21个百分点，其他项目权重也有相应的小幅调降。用给出的变动简单测算了下，新权重对于CPI整体值有0.032个百分点的提升，影响不大。然而，在低增幅的非食品类权重被调高，而高增幅的食品类权重被调低后，新CPI不仅不低估反而高估的现象：我们的解释是由于唯一被调高权重的是居住项类，其同比增幅达6.8%，因此理论上由此可能。调整后，食品权重约在30.8%的水平，居住的权重在20%的水平。

食品涨幅远低于预期。根据农业部公布的批发价格指数的情况，其同环比涨幅均远超过11月（目前为止本轮通胀高点），因此，根据其测算的食品价格将接近高点水平，甚至新高。但CPI中1月食品价格涨幅弱于11月1.4个百分点。**新涨价贡献大幅减小。**12月翘尾因素贡献为0，1月为4%，换言之，新涨价因素贡献减小的程度较为惊人。**非食品价格涨幅扩大。**即使扣除上调居住权重的影响，非食品价格涨幅依然比上期有所扩大。从国际惯例更看重扣除食品、燃料后的核心物价指数来看，非食品价格的上涨更具有说服力。

另外，央行公布的金融统计数据也低于预期，全月新增贷款1.04万亿。很显然，信贷管制起到较好的效果，下半月的信贷受到压缩的幅度很大。由于房地产市场的胶着，居民户的贷款远逊于去年同期水平，而短期贷款大幅增加。企业贷款需求相对较为旺盛。货币方面，M0的高企，以及M1不寻常的走低，我们认为这是季节性因素、通胀预期和强力紧缩共同作用的异常结果，2月份就会有所修复。M2下滑显示货币乘数有所弱化，但对照全年货币增长目标和通胀水平，依然需要货币信贷从紧政策的延续。

本次物价数据确实较低，这在一定程度上与预期及实际物价感受存在较大的差距，但是面对国内粮食供应的短缺、国际大宗价格的迅猛上涨以及强烈的货币需求也都将使得管理层对通胀形势的担忧难以减轻。我们维持之前对于通胀1、2、6、7月呈现压力高点的判断和1-2次加息和2次上调准备金的政策操作。

请务必阅读正文之后的重要声明

报告日期： 2011年2月16日

周欣瑜

SAC执业证书编号：S0820209120025

电话 021-32229888*3508

邮箱 zhouxinyu@ajzq.com

相关报告

《经济走出回落阴霾，稳舵以对通胀洪波》

——2011年宏观经济报告

2010.12.17

《主动调整迎来增速回落》

——2010年下半年宏观经济

2010.6.17

《经济复苏步调“走稳”，转变发展方式“加快”》

——2010年二季度宏观经济

2010.3.22

《货币大赛 谁先退出》

表 1、主要宏观经济数据

项目	1 月	1 月同比*	1 月同比	12 月同比	月环比
CPI	-	5.4%	4.9%	4.6%	1%
PPI	-	6.5%	6.6%	5.9%	0.9%
进出口: 亿美元	2950.07		43.9%	21.4%	
出口: 亿美元	1507.34	28%	37.7%	17.9%	
进口: 亿美元	1442.73		51%	25.6%	
M2: 万亿	73.56	18.3%	17.2%	19.7%	-2.5%
M1: 万亿	26.31		13.6%	21.2%	-7.6%
M0: 万亿	5.81		42.5%	16.7%	
新增人民币贷款: 亿		1.12 万	1.04 万	4870	

数据来源: 统计局 爱建证券

注: 1 月同比* 为爱建证券预测值, 一般在统计局数据公开前一周早会公布。

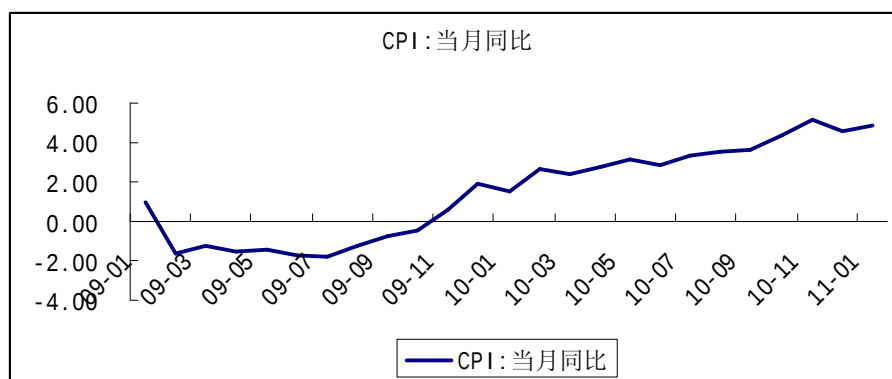
表 2、CPI 权重调整表

	权重调整值	同比增长	加权影响
居住	+4.22	6.80%	0.28696
食品	-2.21	10.30%	-0.22763
烟酒	-0.51	1.80%	-0.00918
衣着	-0.49	-0.20%	0.00098
家庭设备	-0.36	1.40%	-0.00504
医疗保健	-0.36	3.20%	-0.01152
交通通信	-0.05	-0.10%	0.00005
娱乐教育	-0.25	1.00%	-0.0025
CPI	-0.01		0.032
公布值			0.024

表 3、农业部食品价格指数对照

	11 月同比上涨	11 环比上涨	1 月同比上涨	1 月环比上涨
农产品批发价格总指数	18	2.4	25.3	19.4
菜篮子产品批发价格指数	18	1.6	26.5	22.9
食品价格	11.7	2	10.3	2.8

图 1、CPI 及食品价格涨幅



数据来源: wind 爱建证券

图 2: 食用农产品价格涨幅显示 1 月价格压力显著

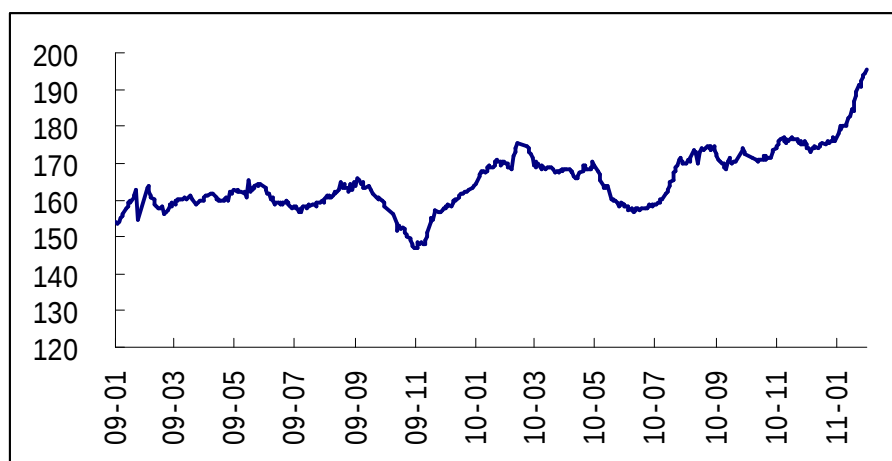
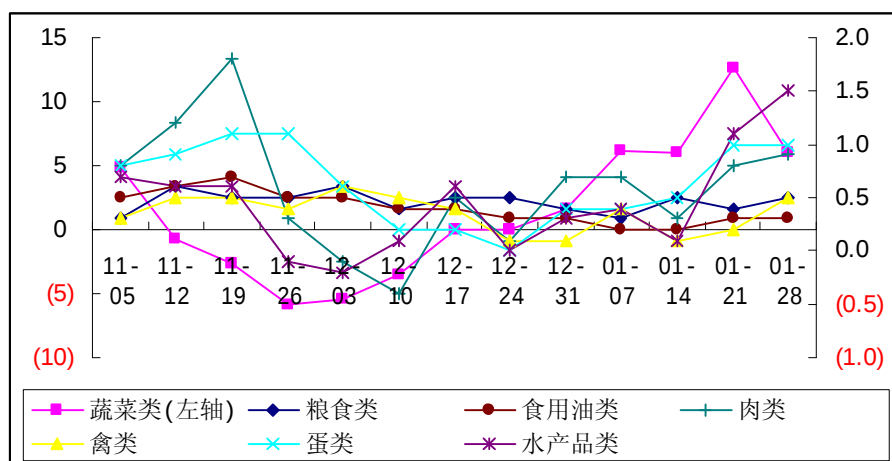
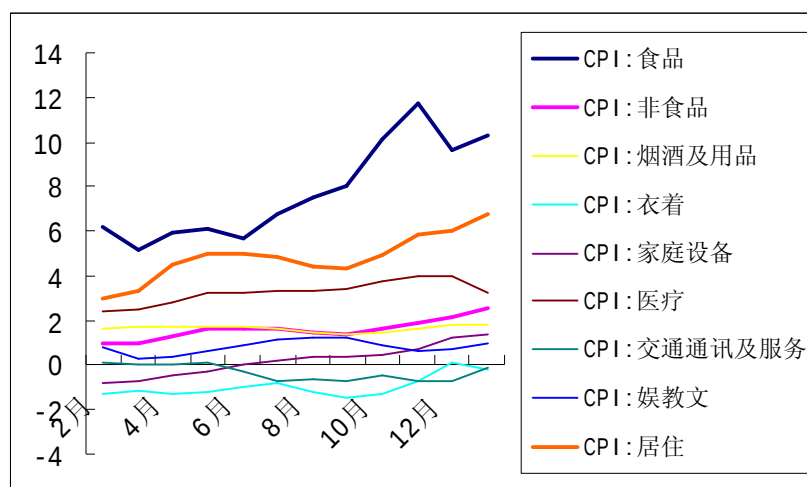


图 3: 食用农产品价格指数细分项环比涨幅集中在蔬菜、水产



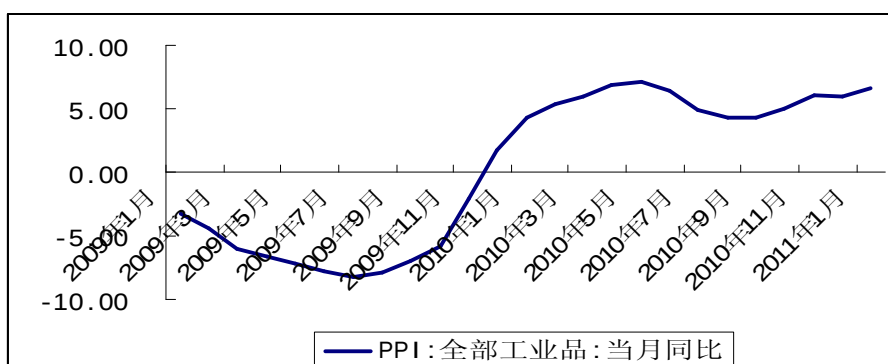
数据来源: wind 爱建证券

图 4、食品上涨显著弱与预期 (%)



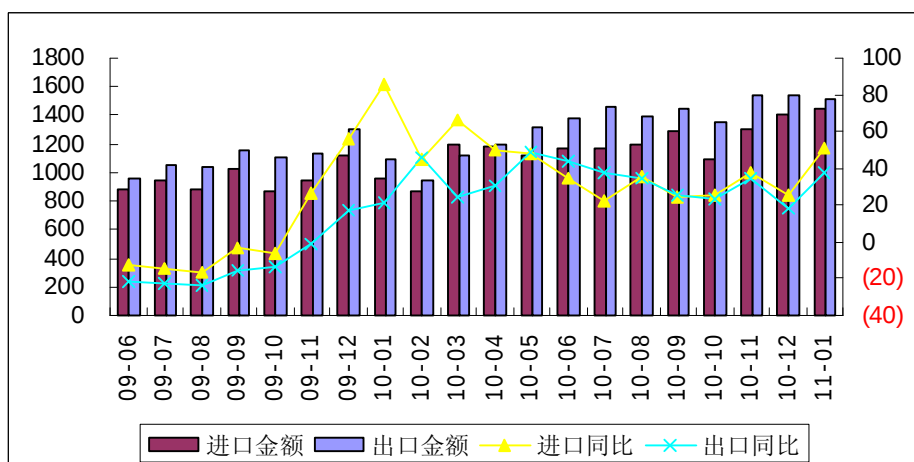
数据来源: wind 爱建证券

图 5、PPI 符合预期继续上扬 (%)



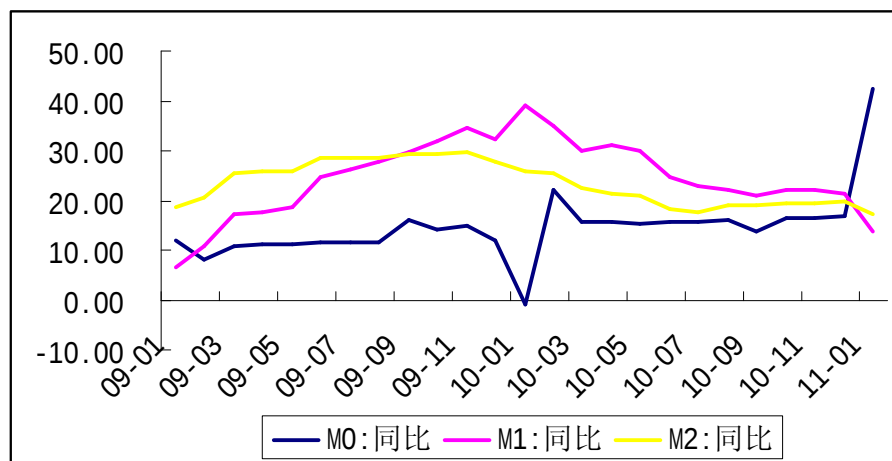
数据来源: wind 爱建证券

图 6、节前赶出口导致进出口大幅好于预期 顺差收窄 (亿)



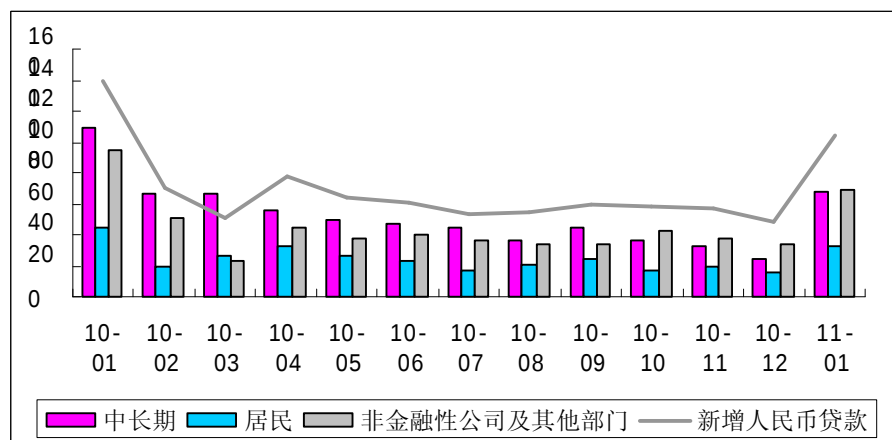
数据来源: wind 爱建证券

图 7、货币受多重因素影响表现异常 (%)



数据来源: wind 爱建证券

图 8、调控导致信贷量减 (亿)



数据来源: wind 爱建证券

分析师简介:

周欣瑜: 2007年加入爱建证券有限责任公司, 现从事宏观经济研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。