

通胀压力开始显现

——2011 年 1 月价格数据点评

2011 年 2 月 16 日

报告要点：

1、由于 8 大项对 CPI 的贡献率差异较大，食品对 CPI 的贡献率基本上在 70% 以上，而居住对 CPI 的贡献率在 20% 以下（图表 2、3）。主要降低食品权重，同时只提高居住的权重，就导致了按照新的权重对 CPI 计算时，产生了下拉，体现在 1 月份中，则为 0.2 个百分点。

2、1 月份 CPI 4.9%，处于高位，究其原因有三：第一，所谓的“千年寒冬”导致了蔬菜价格在 1 月份环比大幅上升，在商务部公布的农产品批发价格指数环比分项中，蔬菜价格变动最为明显，1 月份环比甚至高达 30% 以上；第二，春节因素。去年春节在 2 月中旬（2 月 14 日），1 月份食品环比是 1.8%，2 月为 3.3%，跟后 3 月回落至 -1.5%。而今年春节在 2 月上旬（2 月 3 日），春节的集中采购基本上是在 1 月份完成；第三，翘尾因素。1 月份的翘尾因素为 3.64%，全年最高。

3、核心 CPI 的趋势性上升，将会带动整个 CPI 中枢的上升。这也是我们对于 2011 年通胀形势不容乐观的一个重要理由。我们对未来非食品对 CPI 拉动看高的理由：PPI 同比继续高企，1 月份为 6.6%，创出了近 7 个月的新高。而未来 2 个季度，PPI 较大幅度回落的可能性不大。大宗商品继续走高，短时间内还没有回落的迹象，铁矿石和石油等则一直保持了趋势性的上扬。

4、2 月份随着节日因素消退，食品对 CPI 的贡献率将会有所回落，同时翘尾因素也大幅回落 1.12 个百分点，2 月份 CPI 应该有所回落，但是处于 4.5% 以上是大概率事件。同时，我国目前的旱情较为严重，据传减产在 30% 左右，这样将会对下个季度粮价造成较大的推动力量。高粮价导致猪肉等主要食品价格上扬，推升 CPI。这种因素对 CPI 来说，则是成本推动型了，而不仅仅是短期的供给和需求变化可以解释的了。

5、1 月份 CPI 高企，主要是由于寒冷天气和春节因素的影响导致，这些都不属于货币现象，由其导致的 CPI 变动则超出了央行货币政策调整的范围。由于存在政策时滞，货币政策也很难调控这种短期价格波动。

但是，考虑到我国利率政策弹性较低，以及央行目前在 OMO 市场的被动，我们预期 3 月份将会有一次加息，同时在第二季度的 5、6 月份还有一次加息，届时 1 年定存将会达到 3.75% 左右。

联系方式

研究员：	李明忠
SAC 职业证书：	S0020108051094
电 话：	021-51097188-1835
电 邮：	limingzhong@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@ygqz.com.cn

事件: 1 月份, 居民消费价格总水平同比上涨 4.9%。其中, 城市上涨 4.8%, 农村上涨 5.2%; 食品价格上涨 10.3%, 非食品价格上涨 2.6%; 消费品价格上涨 5.0%, 服务项目价格上涨 4.6%。居民消费价格总水平环比上涨 1.0%。其中, 食品价格上涨 2.8%, 食品中鲜菜价格上涨 14.4%、鲜蛋价格上涨 2.3%。

分析:

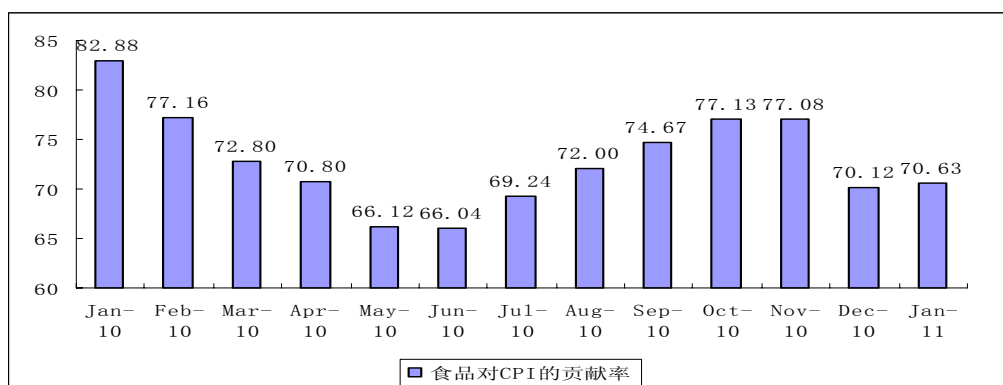
1、关于权重变动的说明。从 2011 年 1 月起, 我国 CPI 开始计算以 2010 年为对比基期的价格指数序列。这是自 2001 年计算 CPI 定基价格指数以来, 第二次进行基期例行更换, 首轮基期为 2000 年, 第二轮基期为 2005 年。居住提高 4.22 个百分点, 食品降低 2.21 个百分点, 烟酒降低 0.51 个百分点, 衣着降低 0.49 个百分点, 家庭设备用品及服务降低 0.36 个百分点, 医疗保健和个人用品降低 0.36 个百分点, 交通和通信降低 0.05 个百分点, 娱乐教育文化用品及服务降低 0.25 个百分点 (图表 1)。

图表 1: CPI 各项指标权重变动 (%)

	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及服务	医疗保健及个人用品	交通通讯及服务	娱乐教育文化用品及服务	居住
2011 年	31.39	13.89	8.51	5.84	9.04	9.25	4.25	17.82
2006 年	33.60	14.40	9.00	6.20	9.40	9.30	4.50	13.60
变动	-2.21	-0.51	-0.49	-0.36	-0.36	-0.05	-0.25	4.22

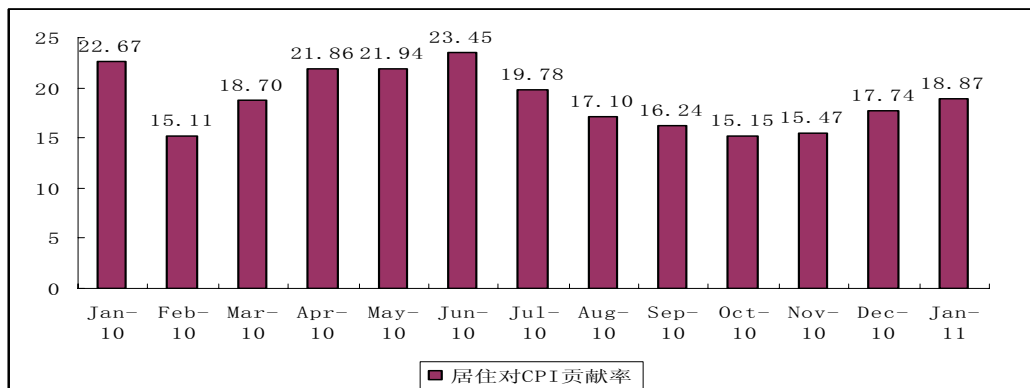
由于 8 大项对 CPI 的贡献率差异较大, 食品对 CPI 的贡献率基本上在 70%以上, 而居住对 CPI 的贡献率在 20%以下 (图表 2、3)。主要降低食品权重, 同时只提高居住的权重, 就导致了按照新的权重对 CPI 计算时, 产生了下拉, 体现在 1 月份中, 则为 0.2 个百分点。

图表 2: 食品对 CPI 的贡献率 (%)



资料来源: wind, 国元证券研究中心

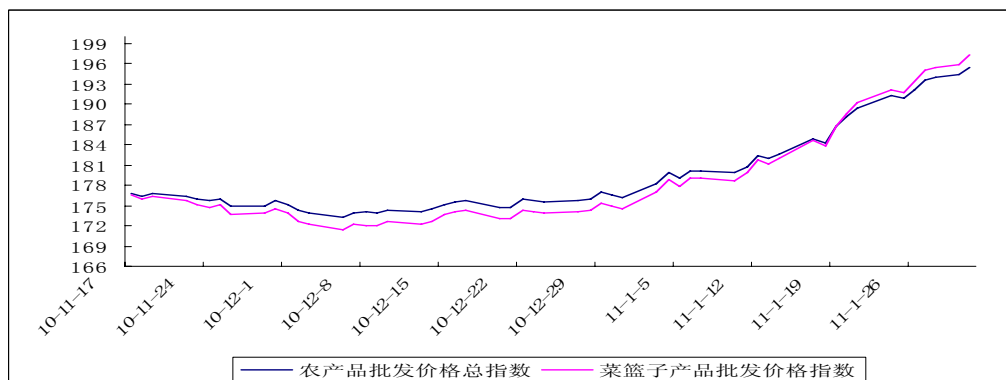
图表 3：居住对 CPI 的贡献率（%）



资料来源: wind, 国元证券研究中心

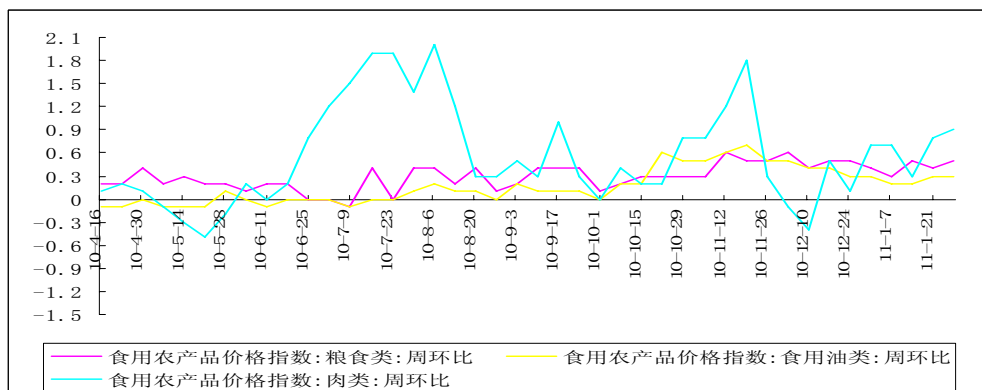
2、1 月份 CPI 上涨 4.9%，普遍低于市场预期（5.3~5.5%）。即使考虑到新权重因素 0.2 个百分点，超预期的部分也有 0.3 个百分点。主要是食品价格上涨同比 10.3%，比我们预期的要低 1 个百分点，这也可以解释 0.3 左右的超预期了。1 月份公布的食物环比为 2.8%，与我们观察到的数据有所差异，农业部公布的两大批发价格指数，在 1 月份农产品批发价格指数环比上升 6.2%，菜篮子批发价格指数也环比上升 7.3%，商务部公布的肉类月度环比也上升了 2.73%。

图表 4：农业部两大批发价格指数



资料来源: wind, 国元证券研究中心

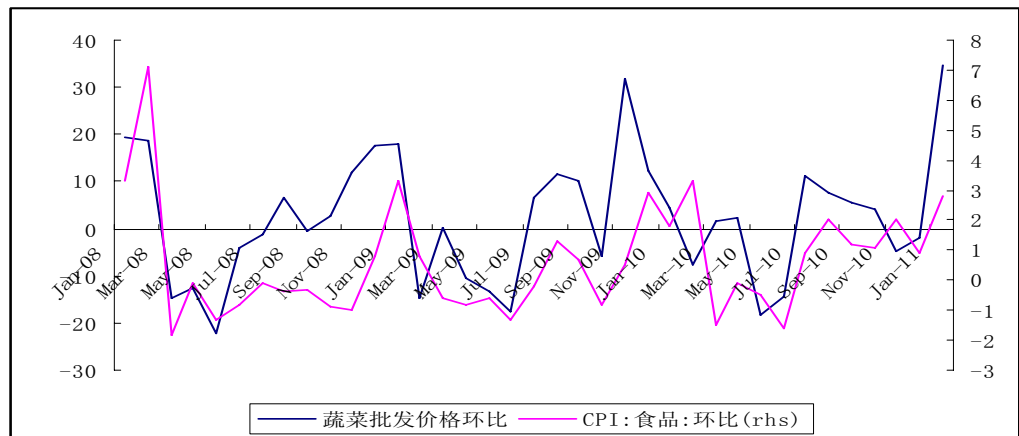
图表 5：农业部食用农产品价格指数主要品种周环比（%）



资料来源: wind, 国元证券研究中心

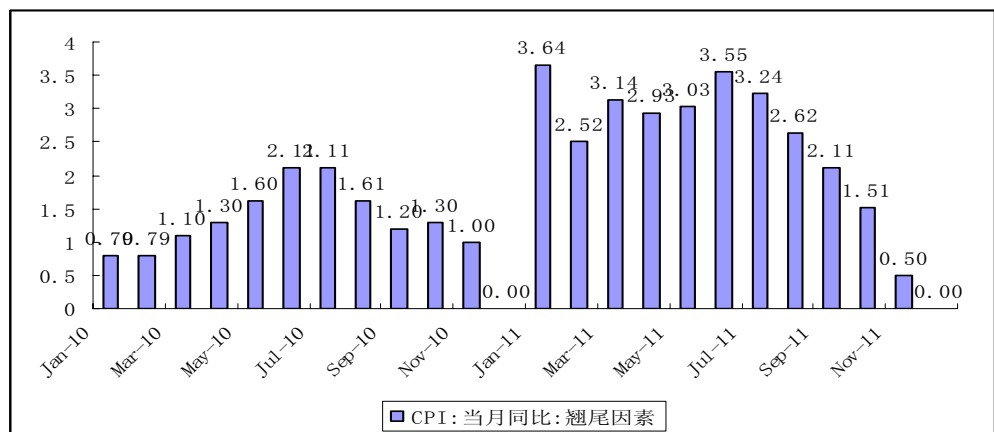
3、1 月份 CPI4.9%，处于高位，究其原因有三：第一，所谓的“千年寒冬”导致了蔬菜价格在 1 月份环比大幅上升，在商务部公布的农产品批发价格指数环比分项中，蔬菜价格变动最为明显，1 月份环比甚至高达 30%以上（图表 6）；第二，春节因素。去年春节在 2 月中旬（2 月 14 日），1 月份食品环比是 1.8%，2 月为 3.3%，跟后 3 月回落至-1.5%。而今年春节在 2 月上旬（2 月 3 日），春节的集中采购基本上是在 1 月份完成；第三，翘尾因素。1 月份的翘尾因素为 3.64%，全年最高（图表 7）。

图表 6：蔬菜批发价格环比与 CPI 食品环比（%）



资料来源: wind, 国元证券研究中心

图表 7：2010、2011 年翘尾因素对比（%）

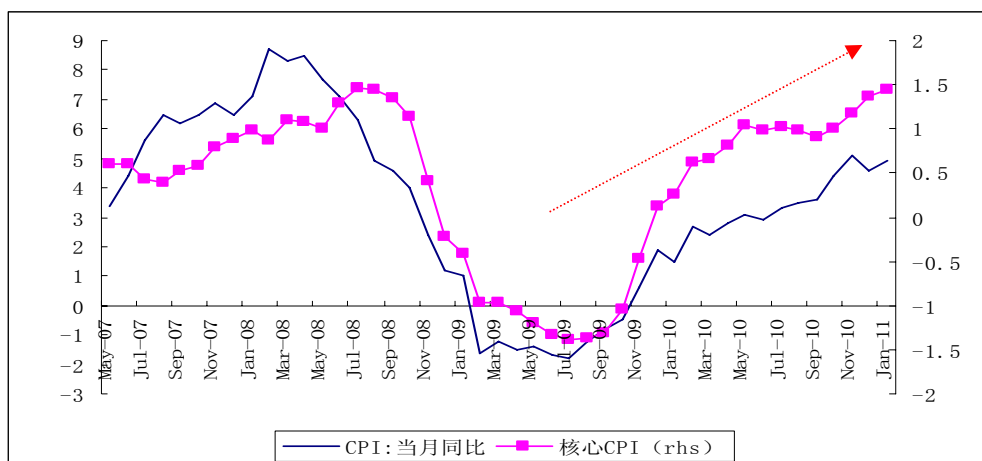


资料来源: wind, 国元证券研究中心

4、核心 CPI 继续攀升，进一步得到趋势性的确认（图表 8）。本文所指核心 CPI 主要指剔除了食品对 CPI 拉动之后的非食品对 CPI 的拉动，从我国的 CPI 组成来看，还较难剔除能源价格的变动因素。核心 CPI 的趋势性上升，将会带动整个 CPI 中枢的上升。这也是我们对于 2011 年通胀形势不容乐观的一个重要理由。

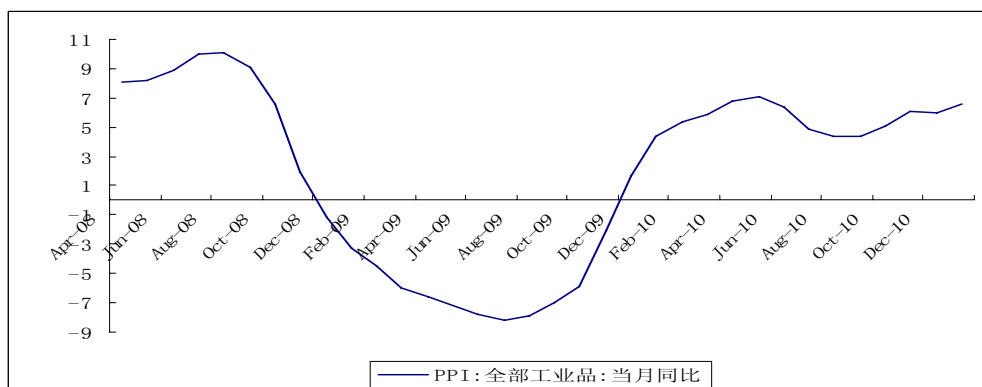
我们对未来非食品对 CPI 拉动看高的理由：PPI 同比继续高企，1 月份为 6.6%，创出了近 7 个月的新高。而未来 2 个季度，PPI 较大幅度回落的可能性不大。大宗商品继续走高，短时间内还没有回落的迹象，铁矿石和石油等则一直保持了趋势性的上扬。

图表 8: CPI 与核心 CPI



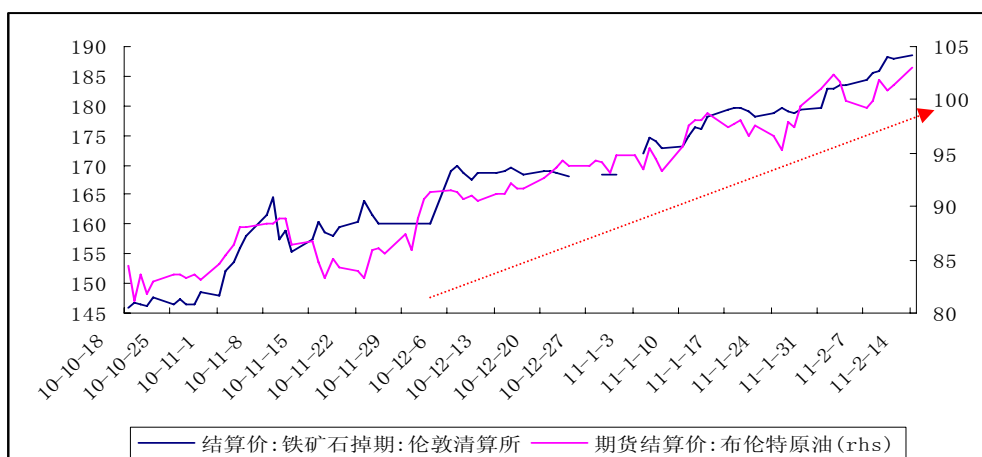
资料来源: CEIC, 国元证券研究中心

图表 9: PPI 走势 (%)



资料来源: CEIC, 国元证券研究中心

图表 10: 铁矿石与原油价格



资料来源: CEIC, 国元证券研究中心

5、2 月份随着节日因素消退，食品对 CPI 的贡献率将会有所回落，同时翘尾因素也大幅回落 1.12 个百分点，2 月份 CPI 应该有所回落，但是处于 4.5%以上是大概率事件。

同时，我国目前的旱情较为严重，据传减产在 30%左右，这样将会对下个季度粮价造成较大的推动力量。高粮价导致猪肉等主要食品价格上扬，推升 CPI。这种因素对 CPI 来说，则是成本推动型了，而不仅仅是短期的供给和需求变化可以解释的了。

6、1 月份 CPI 高企，主要是由于寒冷天气和春节因素的影响导致，这些都不属于货币现象，由其导致的 CPI 变动则超出了央行货币政策调整的范围。由于存在政策时滞，货币政策也很难调控这种短期价格波动。

但是，考虑到我国利率政策弹性较低，以及央行目前在 OMO 市场的被动，我们预期 3 月份将会有一次加息，同时在第二季度的 5、6 月份还有一次加息，届时 1 年定存将会达到 3.75%左右。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强 烈 推 荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn