



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011年2月24日

中国经济

研究部

彭文生

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010001

pengws@cicc.com.cn

张智威

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010039

zhangzw@cicc.com.cn

孙淼玲

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080511010052

sunml@cicc.com.cn

食品价格节后超预期回落, 2月CPI预测下调至4.8%

预计2月CPI同比通胀4.8%，略低于1月水平（4.9%）。

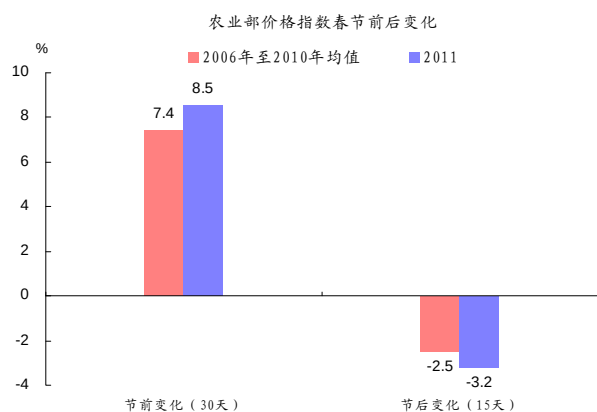
- 我们此前预计，2月CPI通胀可能略高于1月水平（2月14日第146期周报《通胀压力持续，货币条件趋紧》），主要考虑到今年春节后价格变化趋势可能接近往年平均水平，使得2月份CPI整体环比涨幅能够弥补当月翘尾因素的下降。
- 然而，从近期农业部数据看，春节后15天，MoA农产品价格指数的跌幅3.2%，超出往年平均水平（2.5%，图表1）。商务部数据显示一些农产品价格2月也出现下降，但是由于春节时期信息没有完全公布而较难准确推测2月份变化。
- 综合以上，我们下调2月份整体CPI环比增速至1%，低于历史可比年份的2月环比平均水平（过去10年间，凡春节在2月初的年份（03/05/08年），2月份整体CPI环比平均上涨1.7%）。综合考虑翘尾和环比因素（2月份翘尾因素下降1.1个百分点），2月份CPI同比通胀为4.8%，略低于1月水平（4.9%）。

我们维持对全年CPI走势的基准情景判断：全年平均4.5%，前高后低。从季度走势看，1季度最高（4.9%），2季度略有下降（4.8%），3、4季度明显回落（依次为4.5%、3.5%）。全年高点出现在3月份（5.1%），比较而言，尽管6月份翘尾因素高过3月份，但我们预计6月份新增因素较大可能弱于3月份，使得6月份整体CPI（5%）略低于3月份。预计下半年翘尾因素减弱趋势将主导CPI同比通胀呈现出持续回落态势（图表2），年底在3.1%左右。上述基准情景预测的主要风险是：

- 旱灾推高通胀上行风险。我们基准情景判断是基于3月到6月食品价格环比下降，使得3月和2季度CPI环比下降。然而，近期国内旱灾灾情较往年严重，未来几个月的天气因素将给夏粮收成带来较高的不确定性，需要继续关注天气变化以及政府近期推出的促进粮食生产措施对食品产量的影响。
- 中东局势紧张推动油价攀升。我们认为油价上涨对国内CPI通胀和增长的影响较小。假设其他情况不变，如果国际油价上涨到100和130美元并停留在高位，推高国内通胀最多不超过0.2个和1个百分点。现实情况下通胀上涨幅度可能更小，因为（1）厂商不能把成本完全转移给消费者；（2）130美元的油价可能使得经济增长降速，抑制通胀的上升。根据国际货币基金组织关于高油价对世界经济影响的研究，我们估算：油价升至100美元对中国GDP增长影响不明显；在油价升至130美元且长期持续高位的情况下，世界经济增长将减少0.6%，中国GDP增长会降低0.3%左右，主要由于出口减少。

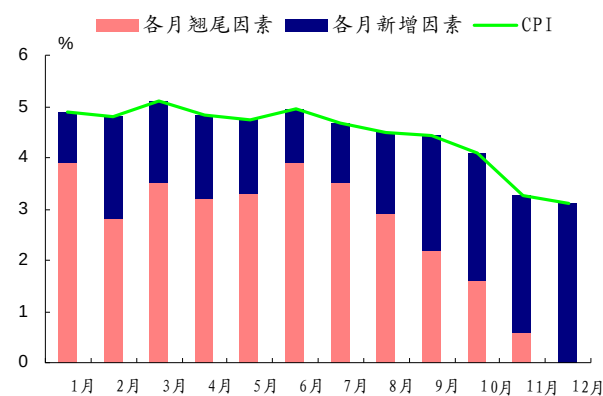
我们维持对货币政策的基本判断不变。近期通胀率仍将处于相对较高位置，预计上半年基准利率再上调1次是大概率事件。时间点来讲，不能排除三月份，但我们判断更可能在第2季度，关键不仅要看未来两个月的CPI走势，还要看货币和信贷增速是否被持续地控制住。从加息幅度来看，我们认为未来会加息1次，因为（1）我们认为政府会继续严格控制货币和信贷增长，数量型政策已经有助于控制通胀；（2）本轮调控和2004/05，2007/08的一个差别是总体融资成本的上升大于基准利率提高的幅度（体现为贷款加权平均利率上扬显著超过基准贷款利率的上升；近期三次加息非一年期的存款利率上升幅度高于一年期定存利率；其他市场利率，如Shibor利率、3年期互换利率以及10年期国债利率普遍上浮），我们认为下次加息也会出现类似情况，因此虽然加息幅度有限，对总体融资成本影响不可低估。我们维持2011年人民币升值5-7%的预测。近期国际原油价格的上涨不改变我们上述对加息的基本判断，但如果油价持续上扬，汇率升值的幅度可能加快，以此应对油价造成的输入型通胀风险。

图表 1: 节后农业部农产品价格指数跌幅超出往年平均



资料来源：农业部、Wind、中金公司研究部

图表 2: 预计翘尾因素主导 CPI 同比在下半年持续回落



资料来源：CEIC、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED