

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

署名人: 邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《紧缩紧箍咒又起, 反弹或临分化》
2010-2-21

《野百合也有春天》2010-2-14

《美国就业复苏加快, 全球两级分化收窄》2010-11-14

《美国 10 月就业数据超预期 商品短多长空》2010-11-7

宏观研究报告

政治动荡引油价大涨 政府或重启价格管制

- 从 2010 年 12 月 22 日突尼斯革命以来, 这波动荡迅速席卷阿拉伯世界, 随后阿尔及利亚、伊朗、也门、利比亚、巴林、吉普提都发生示威游行和骚乱。这导致国际油价和金价大涨, 国际股市下跌
- **全球政治动荡以及极端天气推动大宗商品行情。**我们曾指出, 随着美就业复苏加快以及美联储紧缩预期的出现, 大宗商品在 2011 年将进入调整。意外出现的政治动荡近期将继续推动大宗商品行情
- **国际原油、粮食价格通过成本传导和直接影响两渠道双重“夹击”CPI。**原油上涨引致 PPI“见顶”时间延后, 成本压力向终端需求传导。由于国际原油价格领先 PPI 3 个月, 预计 2、3 月份 PPI 仍是上行走势, 这将对企业成本形成进一步上升压力, 目前成本压力已传导到终端需求。而食品权数调整影响较小, 食品价格上涨仍是 CPI 上行主要动因。我们认为年中前国内 CPI 仍是上行态势。由于 1 月份 CPI 增长 4.9%, 考虑新涨价因素低于预期, 我们估计一、二季度 CPI 至 4.9%与 5.3%
- **通胀问题或上升至民生和维稳层面。**从去年四季度的情况来看, 我国紧缩的力度和效果不足。国际政治动荡引发的国际原油大涨, 更加重通胀的上行压力。在目前的国际环境下, 高通胀增加了底层人民的生活成本, 不利于社会稳定
- **控通胀或压过保增长, 临时价格干预或将重启。**2011 年, 我国控通胀的紧缩力度已加强。在目前通胀压力大增背景下, 控通胀或取代保增长成为政府首要目标, 和 2008 年初一样全面限价。临时价格干预将压缩企业的盈利空间, 使市场盈利驱动力弱化。而从板块影响来看, 临时价格干预政策的全面推出将打压农林牧渔、化肥、煤炭、电力、石油石化、糖类等临时价格干预直接影响的板块, 而利好出口导向型企业以及旅游、家电、汽车配件等不易受价格干预影响的消费类企业
- **风险提示:**
临时价格干预的力度和范围超预期, 企业盈利全面下滑引发资产价格大幅下跌

政治动荡及极端天气延后大宗商品行情

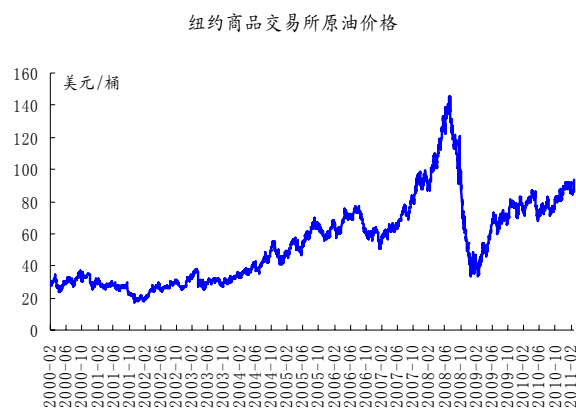
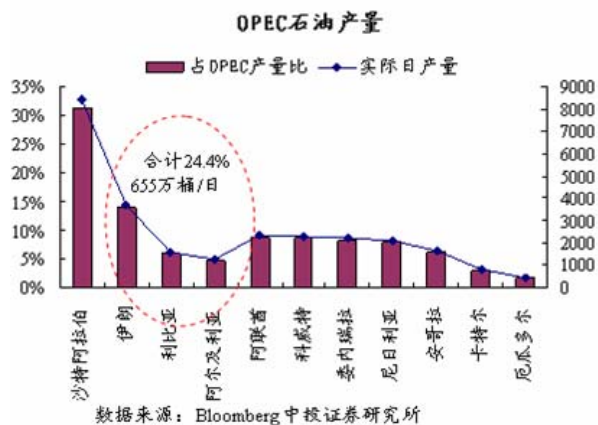
从2010年12月22日突尼斯革命以来，这波动荡迅速席卷阿拉伯世界，随后阿尔及利亚、伊朗、也门、利比亚、巴林、吉普提都发生示威游行和骚乱。2月21日，利比亚军队开始镇压，总统警告内战可能性，导致国际油价和金价大涨，国际股市下跌。

利比亚等国动乱对石油冲击将两倍于埃及或有影响。1月份埃及的骚乱也引发过国际商品价格的暴涨，但由于埃及军方保持中立，埃及较快结束混乱状态，原油价格也应声回落。数据显示，埃及的石油日产量仅为70万桶，加上苏伊士运河和苏伊士——地中海管道在亚洲和欧洲之间运送到300万桶石油，合计370万桶。但这次骚乱的利比亚原油日产量达158万桶/日，占OPEC总产量的6%。若考虑伊朗以及阿尔及利亚，三国合计原有产量达655万桶/日。若这三国出现问题，对石油供应的冲击将两倍于埃及或有的影响。由于利比亚政府对军队控制力更强，预计这次动乱会更严重，若利比亚动乱激化伊朗和阿尔及利亚的局势，则国际市场有更多理由做多原油。

全球政治动荡以及极端天气延后大宗商品行情。2010年以来，包括原油在内的大宗商品延续上涨行情。我们曾指出，随着美就业复苏加快以及美联储紧缩预期的提前出现，大宗商品在2011年将进入调整。但是，极端天气以及全球政治动荡延后大宗商品行情。埃及、利比亚等国的动乱引发国际油价大涨。另外一方面，各国的极端天气引发国际粮食价格持续、大幅上涨。国际原油、粮价价格上涨，国内通胀形势严峻。

图 1：利比亚骚乱对石油供应冲击将两倍于埃及

图 2：近期国际原油价格上涨加快



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

国际原油、粮食价格上涨“夹击”CPI

原油上涨引致 PPI“见顶”时间延后，成本压力向终端需求传导。包括原油在内的大宗商品延续上涨行情将导致国内 PPI“见顶”时间延后，进一步增大 CPI 上升压力。由于国际原油价格领先 PPI 3 个月，预计 2、3 月份 PPI 仍是上行走势。这将对企业成本形成进一步上升压力。春节前后，乳品、饮料、餐饮、服装、物

流、中药等企业纷纷调价，表明巨大的成本压力已传导到终端需求。

食品价格上涨仍是主要动因，年中前 CPI 上行态势难改。2011 年 1 月份，我国的 CPI 是 4.9%，低于此前预期。但是，经过测算表明，权数调整不影响 CPI 未来趋势，食品价格上涨仍是 CPI 上行主要动因。国际原油、粮食价格通过成本传导和直接影响两渠道双重“夹击”CPI。另外，2010 年四季度物价预期指数创新高与储蓄存款活期化率达 70%表明通胀压力趋升，技术指标 CPI 季调环比趋势项上行至 0.61%，我们认为年中前国内 CPI 仍是上行态势。由于 1 月份 CPI 增长 4.9%，考虑新涨价因素低于预期，我们估计一、二季度 CPI 至 4.9%与 5.3%，

图 3：国际粮食价格持续、大幅上涨

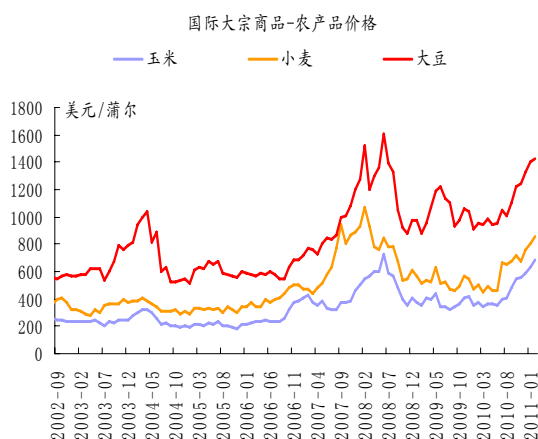


图 4：最新数据显示去年世界玉米库存消费大幅下滑

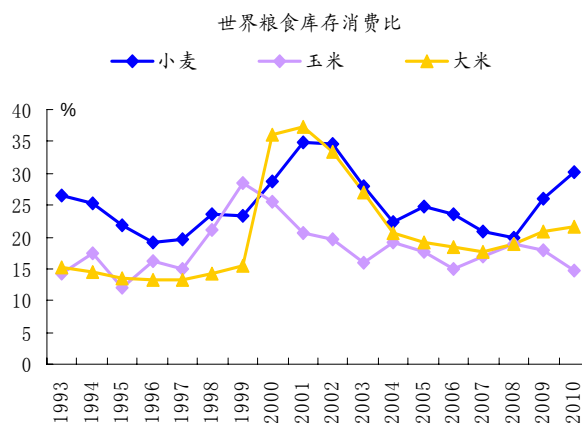


图 5：PPI 对非食品价格有显著影响

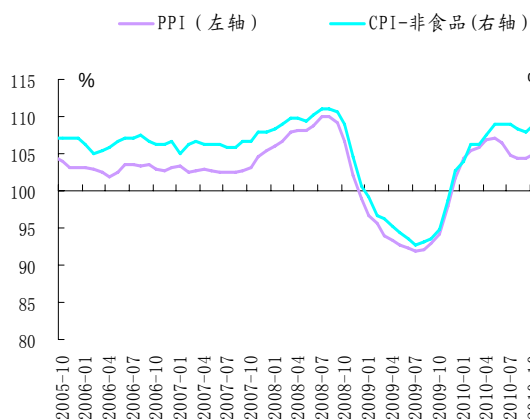
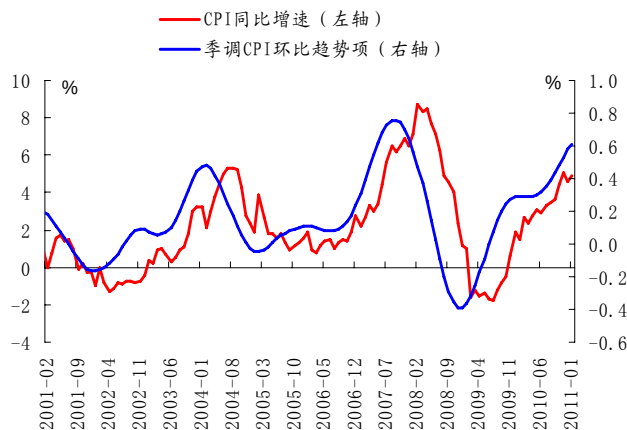


图 6：CPI 环比趋势项上行预示短期 CPI 走高



资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

调控不足伤民生，控物价添民生含义

我们在年报中指出了我国今年上半年控制通胀是“紧缩过度伤经济，紧缩不足伤民生”。从去年四季度的情况来看，虽然我国三次提高利率，多次提准备金率，但是紧缩的力度是不够的。力度的不够必然效果不足，虽然 1 月份 CPI 低于预期，但其上行的趋势未改，“紧缩不足伤民生”，快速增长的物价必然增加底层劳动人民的生活成本，成为引发社会不稳的潜在因素。

国际政治动荡引发国际原油、粮价或将持续上涨,加重 CPI 上行压力,粮价飞涨、高通胀是中东地区政治动荡的主因,这给我国控制物价增加更多的民生含义。

春节过后,我国紧缩力度悄然加强,在加息后再提准备金率,同时央行对 40 多家金融机构已动用了差别准备金动态调整工具。但是,从目前对抗通胀的三大工具来看,其边际紧缩力度的空间狭小。(1) 准备金率上调空间越来越小。金融机构存款准备金率升至历史最高,预计 3 月仍有上调可能,但空间已经越来越小;(2) 一、二级市场利率倒挂成常态,公开市场操作难当紧缩大任。政策持续紧缩必然导致资金价格上扬和一、二级市场利差倒挂,如果央行提高发行利率,则增加调控操作成本,调控不可持续;反之,则会限制发行规模,同样无法达到很好的紧缩效果。

图 7: 央票发行利率近期继续上升可能性不大

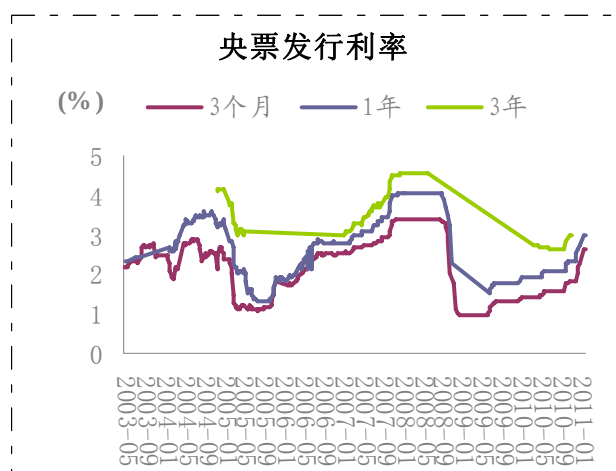
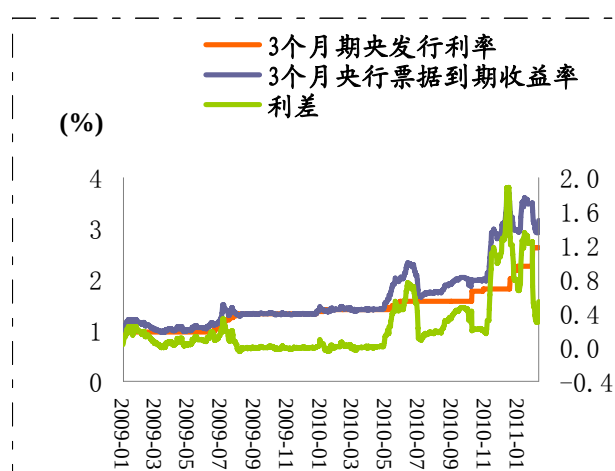


图 8: 一、二级市场利差近期可能重新扩大



资料来源: CEIC、国家统计局、中投证券研究所

我们曾在年报中指出,“伴随着 2010 年 10 月的第一次加息,就意味着已经进入了紧缩控制通胀的轨道”。同时,我们也对紧缩的两种情况做了分析,从目前的情况来看,更多的倾向于第二种情况,但稍有不同的是,我国经济增长保持着较好的态势,这也从一个侧面表明紧缩不足。从历次通货膨胀的调控上看,政府都倾向于重拳调控,目前,相比于经济增速而言,通胀调控明显地摆在前面,控制物价的民生和维护社会稳定的含义凸显。2011 年,我国控通胀的紧缩力度悄然加强。而在目前全球政治动荡、以及 CPI 上行压力不减的情况下,政府将不吝重拳,倾向于损失部分经济增速来达到通胀调控的效果。

图 9：强压政策下 1 月份信贷增速有所放缓

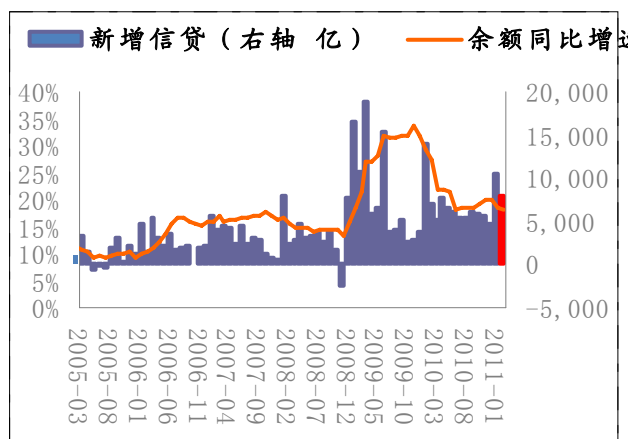


图 10：CPI 环比趋势项上行预示短期 CPI 走高

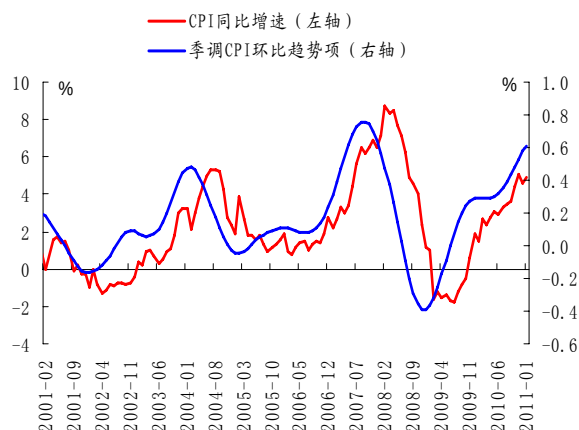


图 11：3 月份准备金率上调空间越来越小

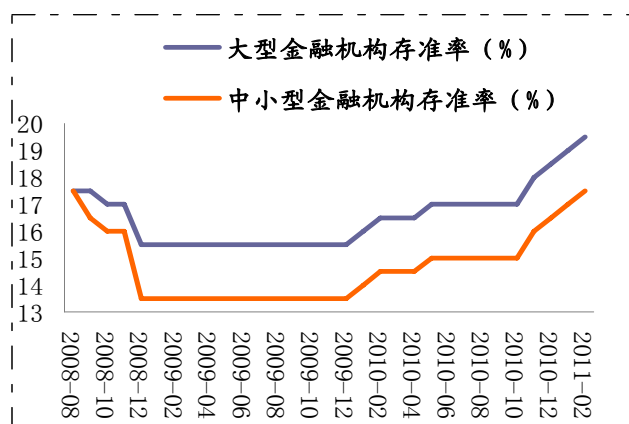
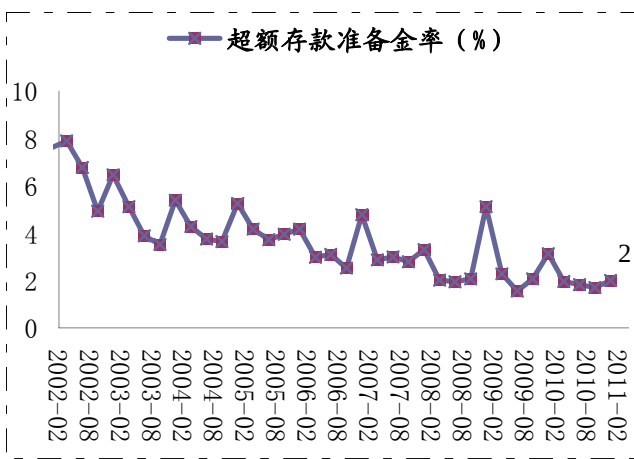


图 12：1 月份超额率降至 2% 以下



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

政府或重启价格管制

2008 年 1 月份，同样在国内物价持续上涨，国际商品价格大涨以及“粮食危机”呼声不断的背景下，政府出台了大规模的限价措施（详细政策见表 1）。商务部拟对《突发事件生活必需品应急管理暂行办法》进行修订，2011 年 2 月 17 日，商务部发布《生活必需品市场供应应急管理办法》（修订征求意见稿），为新一轮价格管制埋下伏笔。

图 13: 08 年价格管制对价格上涨有一定抑制作用



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

结合历史上出现的几次价格管制，我们总结其特点如下：

1.临时价格干预适用范围特定。目前，我国市场调节价格的商品占 96%，而政府定价目前仅占 4%。而在临时价格干预的产品选择限于对居民生活影响较大的生活必需品和生产资料。临时价格干预如果实施，首要的现价对象农产品、粮、油等。

2.临时价格干预的具体措施。一般来说，有限定差价率或者利润率、规定限价、实行提价申报制度和调价备案制度三种手段。一般来说，对价格市场化调节比较高的一般实行提价申报制度和调价备案制度，而对关系民生的煤电油运等则用规定现价的直接管制手段。但不论哪种手段，都将直接压缩企业的盈利空间，造成企业盈利下降。

3.临时价格干预的辅助性。临时价格干预只能作为一种辅助手段，因此，在控物价的工具箱中，利率的价格手段和准备金率仍将继续发挥作用。

临时价格干预却具有行政性和直接性，全面的临时价格干预将使得 CPI 的回落早于预期。整体上来讲，临时价格干预政策的推出将压缩企业的盈利空间，使市场盈利驱动力弱化，增加市场下行压力。而从板块影响来看，临时价格干预政策的全面推出将打压农林牧渔、化肥、煤炭、电力、石油石化、糖类等临时价格干预直接影响的板块，而利好出口导向型企业以及旅游、家电、汽车配件等不易受价格干预影响的消费类企业。

表 1: 我国 08 年以来主要限价措施

时间	推出机构	限价目标	内容
2010 年 12 月	国家发改委	煤炭	2011 年年度重点电煤合同价格维持上年水平不变, 不得以任何形式变相涨价
2010 年 5 月	云南发改委	面条米线等食品	2010 年 5 月到 10 月底, 1、各地集贸市场和商铺业主对摊位租赁者、餐饮企业收取的摊位和铺面租赁费, 今年内一律不得提高, 租赁费标准维持在去年的水平; 2、各地米线加工、牛奶、桶装水、饲料等生产、销售企业不得擅自涨价, 实行提价申报和调价备案制度, 达到一定规模的生产企业提高价格时, 需要向当地州市发改委提前 10 个工作日申报
2010 年 1 月	云南政府	蔬菜	贵阳市两城区 47 家农贸市场及 8 家主要大型超市已接到通知, 要求保持大众蔬菜的价格基本稳定, 特别是白菜、萝卜、莲花白价格。农产品经营户则不得串通、合谋涨价, 不得操纵价格或人为抬高价格。
2008 年 7 月 24 日	国家发改委	煤炭	1、对主要港口和集散地动力煤实行最高限价。规定秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格, 不得超过 6 月 19 日价格水平, 即发热量 5500 大卡/千克动力煤限价水平分别为每吨 860 元、840 元和 850 元; 2、加强对重点电煤合同兑现率的监管。3. 加强电煤价格检查
2008 年 6 月 19 日	国家发改委	煤炭	从决定之日到 12 月 31 日, 1、全国煤炭生产企业供发电用煤, 包括重点合同电煤和非重点合同电煤, 其出矿价(车板价)均以 2008 年 6 月 19 日实际结算价格为最高限价; 当日没有交易的, 以此前最近一次实际结算价格作为最高限价; 2、煤炭供需双方已签订合同的, 要严格按照合同约定的数量、质量和价格履行电煤合同
2008 年 6 月 2 日	山东省政府	煤炭	1、实行全省煤炭价格临时干预政策, 凡供应省内电厂电煤的省内煤炭生产企业不得随意涨价; 2. 7、8、9 三个月, 每月再追加 256 万吨电煤计划, 所供电煤在 6 月价格基础上每吨下调 10 元
2008 年 1 月 15 日	国家发改委	粮食及制品, 食用油, 肉类及肉制品, 乳品, 鸡蛋, 液化石油气, 其它重要商品和服务	1、对涉及商品和服务实施提价申报和(或)调价备案; 2、列入提价申报目录的经营者提高商品及服务价格, 应当在提价前 10 个工作日按规定将提价申请书面报告送达价格主管部门; 3、在实施临时价格干预措施期间, 经营者申请提价的商品及服务单位提价额不得高于单位成本增加额; 4、实施临时价格干预措施期间, 涉及商品和服务的零售商和批发商应当向所在地的市或者县人民政府价格主管部门履行调价备案程序

资料来源: 互联网、中投证券研究所整理

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上

推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内

回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上

中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

张捷, 中投证券研究所策略分析师, 中国社会科学院金融学博士。研究成果发表于《财经研究》、《南开经济研究》等期刊。目前研究领域涵盖宏观经济、产业策略等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434