

## 中国固定收益证券

## 物价研究报告

第一创业证券研究所

李怀军 S1080200010009

电话: 010-63197789

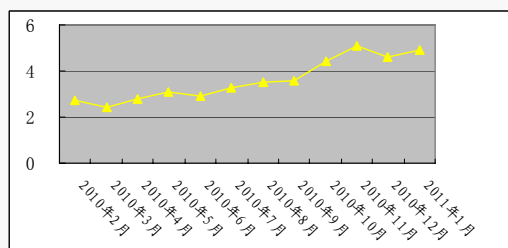
邮件: lihuaijun@fcsc.cn

## 料 2 月 CPI 同比回落至 4.7%

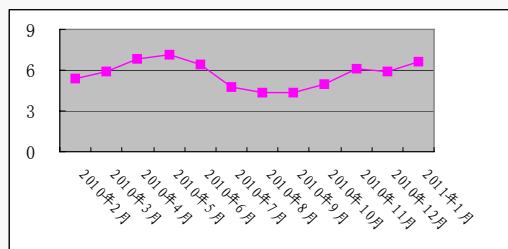
### 上月和本月物价变化

| CPI 同比增长 (%) |     |
|--------------|-----|
| 2011 年 1 月   | 4.9 |
| 2011 年 2 月   | 4.7 |
| PPI 同比增长 (%) |     |
| 2011 年 1 月   | 6.6 |
| 2011 年 2 月   | 6.9 |

### 一年来的 CPI 同比走势



### 一年来的 PPI 同比走势



### 相关报告

1 月物价报告——料 1 月 CPI 同比上升至 5.2% (2011.1.26)

### 投资要点:

- 我们预测 2011 年 2 月 CPI 同比上涨 4.7%。其中，食品价格同比上涨 8.8 个百分点，对 CPI 贡献 2.6 个百分点；非食品价格同比上涨 3.0 个百分点，对 CPI 贡献 2.1 个百分点。从月环比看，2011 年 2 月 CPI 环比为 0.9%。另外，我们预测 2011 年 2 月 PPI 同比上涨 6.9%。
- 就食品价格而言，2011 年 2 月统计各品种的价格全都上涨，其中除蔬菜价格有达 8% 的较大涨幅外，水果价格的环比涨幅也达到 4% 左右，其它品种的涨幅大多在 1-2.5% 之间。就 2 月工业品出厂价格而言，除水泥外其余品种全部上涨，其中化工产品、有色金属和铁矿石、以及煤炭的环比涨幅较大，而成品油价格受本月 20 日调价影响也有所上涨。
- 国家统计局对 CPI 权重构成进行了调整，主要是增加居住类的权重，其它各类的权重都有不同程度的减少。其中，以食品的减少幅度最大。考虑到近年来人们的粮食消费占整个消费支出比重的下降，食品权重的下降将主要表现为粮食权重的下降。而居住类增加的权重，将主要表现在自有住房和房租上。
- CPI 权重调整对今后走势的影响，主要取决于住房市场和粮食市场的价格走势。从房屋销售价格指数和农产品生产价格指数的对比中，我们可以看出近几年来房价已经涨得太高了，在国家严厉调控政策密集出台的背景下，今年几年再向上的空间已不大；而粮食价格刚接近前些年的历史高点，处于起涨阶段，上涨的空间还很大。
- 为保证被调查商品的代表性，需要对已经升级换代的代表规格品进行替换，而这种调整主要体现在耐用消费品上，如由 CRT 电视转变为 LCD 电视。随着时间的推移和技术的进步，代表规格品的价格会逐步下降，直到这种规格品的代表性又被更新的主流产品所取代。
- 虽然 CPI 权重调整和部分代表规格品的变化，有利于降低通胀的预期。但随着劳动力成本的上升和国际市场能源价格的上涨，中国未来的通胀压力仍然较大，而且这种来自内外两方面的压力将长期存在。但这种压力不会在短时间内集中释放，而是会分散到今年若干年。



## ■ 上月物价指数回顾

从总体上看，今年1月CPI和PPI同比指数，与去年12月相比均有所上涨。图1显示，反映下游的居民消费价格（CPI）同比，由去年12月的4.6%上涨到今年1月的4.9%，上涨0.3个百分点，显著低于预期；而反映上游的工业品出厂价格（PPI）同比，由去年12月的5.9%上涨到今年1月的6.6%，上涨0.7个百分点，显著高于预期。从环比上看，今年1月CPI和PPI指数也均较去年12月有所上涨。在图2中，根据我们的计算，今年1月CPI的环比为1.1%，较去年12月上涨0.6个百分点；而今年1月PPI的环比为0.9%，较去年12月上涨0.2个百分点。

图1 从同比看今年1月CPI和PPI指数比去年12月有所上涨

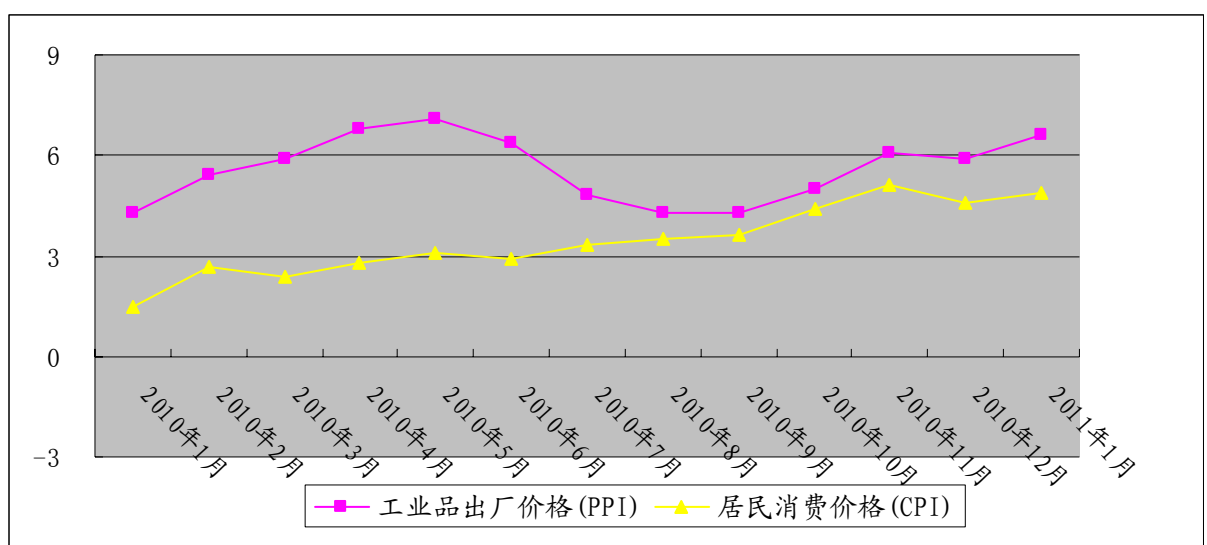
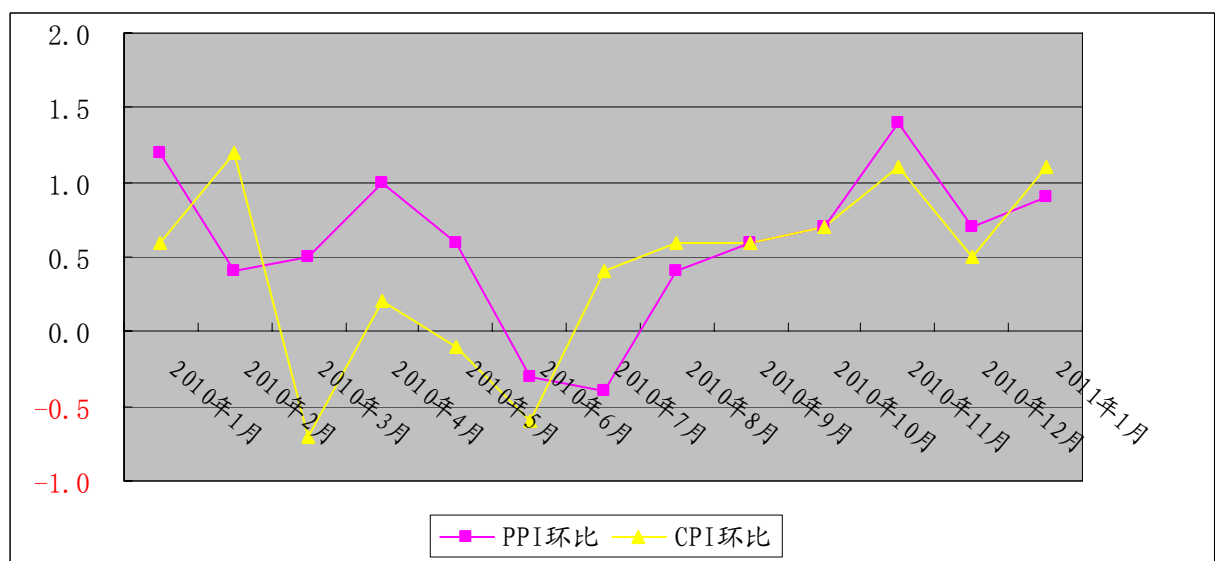


图2 从环比看今年1月CPI和PPI指数也较去年12月有所上涨



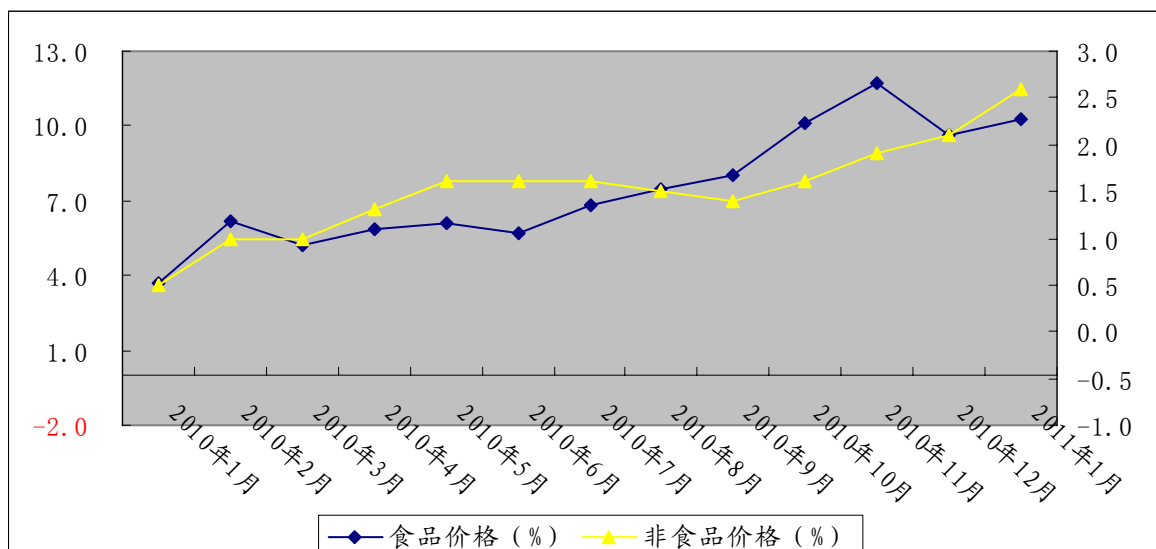
资料来源：国家统计局 第一创业整理

从CPI中食品和非食品价格的构成看，今年1月食品价格同比上涨10.3%，较去年12月上涨0.7个百分点；而今年1月非食品价格同比上涨2.6%，较去年12月上涨0.5



个百分点，已创出 2001 年以来的新高（图 3 所示）。非食品价格的上涨超出预期，进一步说明涨价压力已由食品扩散到非食品。其中，今年 1 月的服务项目同比上涨 4.6%，而去年 12 月仅为 2.8%，大幅上涨 1.8 个百分点，显得十分异常，估计其中有规格品和权重调整的因素。

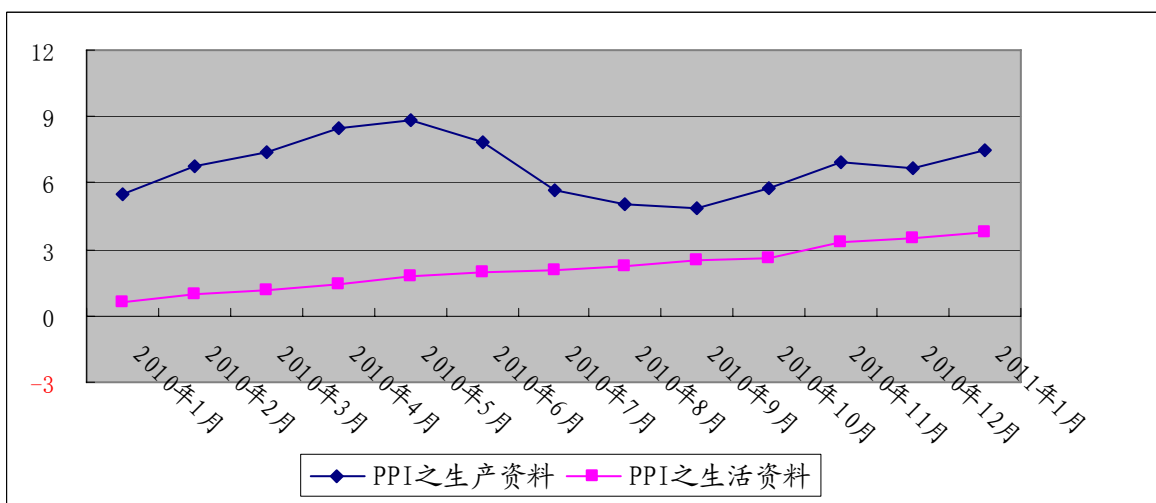
图 3 从 CPI 构成看 1 月非食品类价格同比创出 2001 年以来的最高水平



资料来源：国家统计局 第一创业整理

从 PPI 构成中的生产资料和生活资料的同比价格走势看（图 4 所示），今年 1 月生产资料价格较去年 12 月有较大幅度上涨，而生活资料价格仍在稳步上升。今年 1 月 PPI 中生产资料价格同比上升 7.5%，比上月上涨 0.8 个百分点；而今年 12 月生活资料价格同比上升 3.8%，比上月上升 0.3 个百分点。

图 4 从 PPI 构成看今年 1 月生产资料价格也有较大幅度上涨



资料来源：国家统计局 第一创业整理



## ■ 物价形势评述

### 权重和部分代表规格品调整有助于降低通胀预期

为了提高物价指数的准确性，各国选择的指数基期离计算期不应过远，国际上通行的做法，是每隔几年作适时的调整。与此同时，物价指数的权重应根据基期的住户消费支出的调查资料为基准，进行适度的调整。根据国家统计局的惯例，这样的调整每五年进行一次。虽然每年也会做一些细微调整，但 2011 年恰逢 2006 年之后的大调整之年。

表 1 中国 CPI 调查类别（各子项）、新权重（此次变化）及性质

| 类别            | 新权重(变化)      | 子项          | 性质  | 备注    |
|---------------|--------------|-------------|-----|-------|
| 一、食品类         | 30.5 (-2.21) | 粮食          | 消费类 |       |
|               |              | 油脂          | 消费类 |       |
|               |              | 肉禽及其制品      | 消费类 |       |
|               |              | 鲜蛋          | 消费类 |       |
|               |              | 水产品         | 消费类 |       |
|               |              | 鲜菜          | 消费类 |       |
| 二、烟酒及用品类      | 3.0 (-0.51)  | 烟草          | 消费类 |       |
|               |              | 酒类          | 消费类 |       |
| 三、衣着类         | 8.5 (-0.49)  | 服装          | 消费类 |       |
| 四、家庭设备用品及维修服务 | 6 (-0.36)    | 耐用消费品       | 消费类 |       |
|               |              | 家庭服务及加工维修服务 | 服务类 |       |
| 五、医疗保健及个人用品类  | 9.5 (-0.36)  | 西药          | 消费类 |       |
|               |              | 中药材及中成药     | 消费类 |       |
|               |              | 医疗保健服务价格    | 服务类 |       |
|               |              | 个人用品及服务     | 消费类 |       |
| 六、交通和通讯类      | 10.5 (-0.05) | 交通工具        | 消费类 |       |
|               |              | 车用燃料及零配件    | 消费类 | 与能源相关 |
|               |              | 车辆使用及维修     | 服务类 |       |
|               |              | 交通费用        | 服务类 | 与能源相关 |
|               |              | 通信工具和服务     | 消费类 |       |
| 七、娱乐教育文化用品及服务 | 14 (-0.25)   | 教育费用        | 服务类 |       |
|               |              | 文娱费用        | 服务类 |       |
|               |              | 旅游及外出       | 服务类 |       |
|               |              | 文娱用耐用消费品    | 消费类 |       |
| 八、居住类         | 18 (+4.22)   | 水、电及燃料      | 服务类 | 与能源相关 |
|               |              | 建房及装修材料     | 消费类 |       |
|               |              | 自有住房        | 消费类 |       |
|               |              | 租房          | 服务类 |       |

资料来源：第一创业证券估算

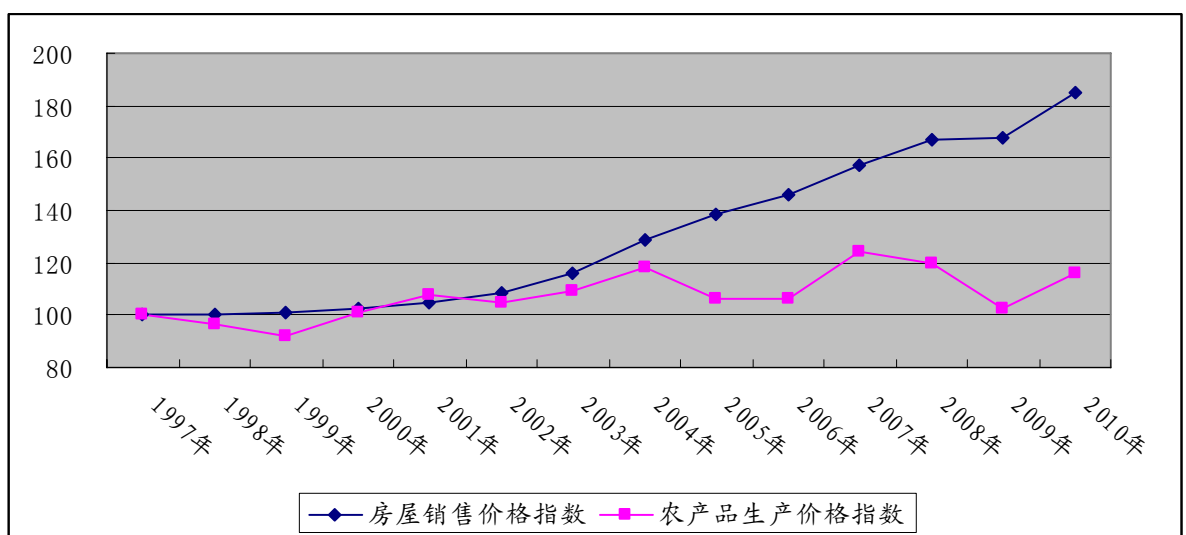
从表 1 中，我们可以看出此次调整主要是增加居住类的权重，其它各类的权重都



有不同程度的减少。其中，以食品的减小幅度最大。而此前在食品中粮食的权重达到 11%，占食品权重的三分之一，考虑到近年来人们的粮食消费占整个消费支出比重的下降，食品权重的下降将主要表现为粮食权重的下降。而居住类增加的权重，将主要表现在自有住房和租房上。

因此，权重调整对今后 CPI 走势的影响，将主要取决于住房市场和粮食市场的价格走势。图 5 中是以 1997 年为基期（100）的房屋销售价格定基比指数和农产品生产价格定基比指数的对比，从中我们可以看出近几年来房价已经涨得太高了，在国家严厉调控政策密集出台的背景下，今年几年再向上的空间已不大；而粮食价格刚接近前些年的历史高点，处于起涨阶段，上涨的空间还很大。在 2010 年 9 月和 12 月的报告中，我们已经指出了两种形式的“剪刀差”的存在，是粮食价格上涨的根本原因。因此，我们认为此次权重调整，无论从短期还是从长期来看，都能降低今后 CPI 的涨幅，有利于降低预期的预期。

图 5 1997 年以来房屋销售价格指数和农产品生产价格指数的对比



资料来源：中国农业部和国家统计局 第一创业证券计算整理

市场把注意力都集中在权重调整上，而对部分代表规格品的调整，没有引起足够重视。代表规格品的调整主要体现在耐用消费品上。为什么要调整代表规格品呢？这是因为有一些代表规格品已经升级换代，不具有代表性了。举个例子来说明更容易理解一些。正如以前呼机被手机取代一样，现在的电视的代表规格品也将由 CRT 电视转变为 LCD 电视。而一旦调整后，为了保证数据的前后一致性，五年内代表规格品将不再变化。

正因为如此，随着时间的推移和技术的进步，代表规格品的价格会逐步下降，直到这种规格品的代表性又被更新的产品所取代，条件是这种新产品必然成为主流产品。因此，部分代表规格品的变化，也有利于降低通胀的预期。

春节过后，中国东部部分地区又出现了“用工荒”，企业招不到工人；而在本月 20



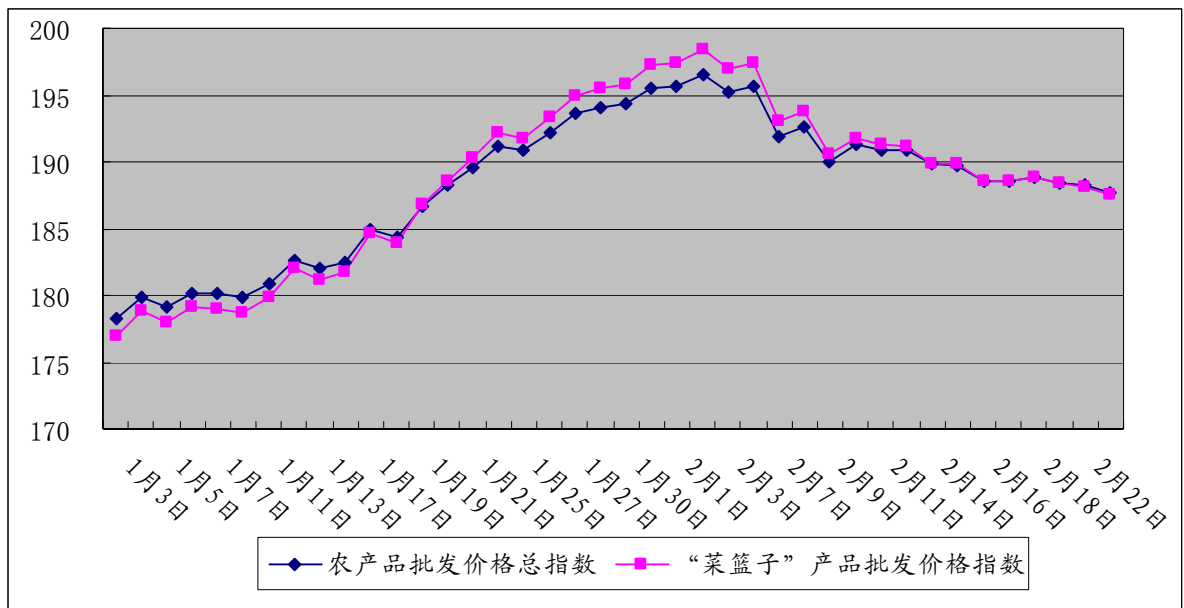
日，国家发改委年内首次将国内汽柴油零售价每吨上调 350 元。这使我们看到，随着劳动力成本的上升和国际市场能源价格的上涨，来自内外两方面的压力，使中国未来的通胀压力仍然较大，而且这种压力将长期存在。但由于劳动力市场总体上还是供大于求以及政府对能源价格的行政管制，这种压力不会在短时间内集中释放，而是会分散到今年若干年。

## ■ 11 年 2 月物价指数的预测

### CPI 同比：由上月的 4.9% 回落到本月的 4.7%

从农业部 2011.1-2 月的“全国农产品批发价格指数”日度定基比走势图中，我们可以看出，该指数由于受春节因素的影响，在进入 2011 年 2 月后出现冲高回落的走势（图 6 所示）。具体而言，2011 年 2 月 24 日之前的 2 月平均的农产品批发价格总指数和“菜篮子”产品批发价格指数分别为 191.1 和 191.7，较 1 月分别有 2.8% 和 3.1% 的上升幅度。

图 6 农业部“全国农产品批发价格指数”2010.12-2011.1 月定基比价格走势



资料来源：中国农业信息网 第一创业整理

在商务部监测的 11 个食品品种中，在今年 2 月前三周的平均价较 1 月平均价，11 个品种全部上涨。具体而言：涨幅最高的是蔬菜，达到 8.6% 左右；其次是水果，涨幅达到 3.9% 左右；再次是水产品和肉类，涨幅为 2.5% 左右；接着是蛋类和食糖，涨幅达到 2.0% 左右；然后是粮食和食盐，涨幅约为 1.3% 左右；最后是禽类，涨幅在 1.1% 左右。其它品种的涨幅，不超过 1%。

从统计局监测的 50 个城市主要食品价格变动情况看，今年 2 月 20 日之前的平均



价较 1 月平均价，统计的 9 个品种除奶制品有约 2% 的下跌外，其它品种全部上涨。其中，蔬菜价格涨幅最高，达到 11%；其次是水果，涨幅约为 9%；再次是猪肉和水产品，涨幅达到 4% 左右；最后是禽类，涨幅达为 2.4% 左右。其它品种的涨幅，在 0.5% 以下。

因此，考虑到各品种在 CPI 食品大类中所占的权重，我们预测 2011 年 2 月 CPI 中食品环比为 1.8 个百分点，同比上涨 8.8 个百分点，对 CPI 同比贡献 2.6 个百分点。

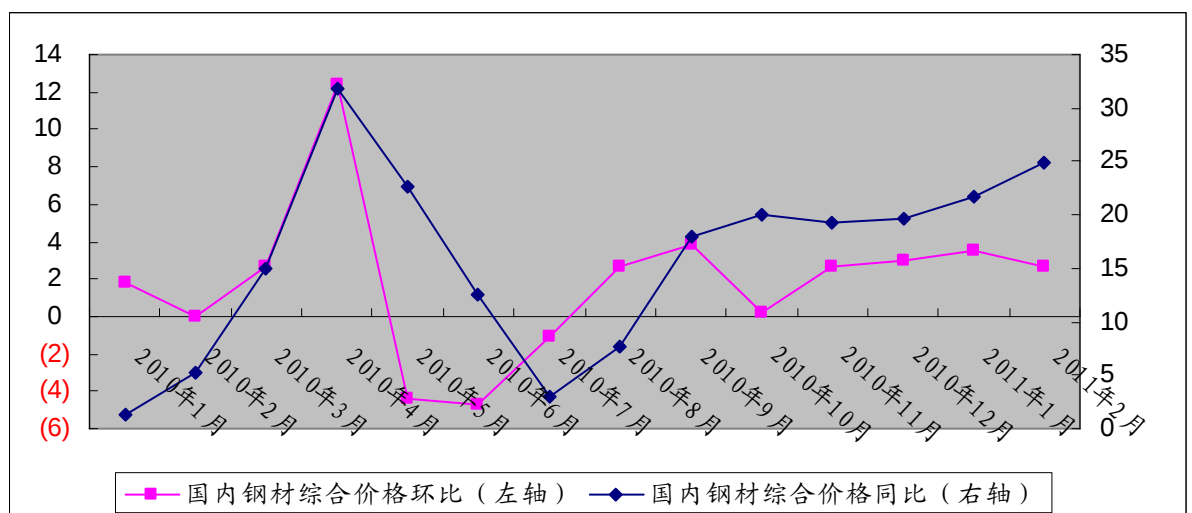
2001-2010 年 1 月的非食品价格平均值为 0.2%。考虑到近期房租价格的上涨以及各地优惠贷款利率的取消，估算 2 月居住类环比上涨 2.5%，交通通信和娱乐教育类各上涨 0.9% 和 0.6%，而考虑换季和春节因素，估算衣着类环比下跌 0.9%，医疗保健环比下跌 0.5%，其它各大类涨跌幅均不大。因此，我们预计 2011 年月核心 CPI 环比上涨 0.5 个百分点，同比上涨 3.0 个百分点，对 CPI 环比贡献 2.1 个百分点。

综合食品和非食品因素，我们预计 2011 年 2 月 CPI 同比上涨 4.7 个百分点，环比为 0.9 个百分点。

### PPI 同比：由上月的 6.6% 回升到本月的 6.9%

进入 2011 年 2 月，国内钢材价格承接去年 8 月以来的反弹走势，在 1 月的基础上继续小幅走高，但环比涨幅与上月相比略有下降。2 月第三周国内市场钢材价格综合指数为 136.3，比上月末上涨近 3.5 个百分点。从同比价格看（图 7 所示），回升幅度继续呈扩大趋势。

图 7 2010 年 1 月至今的国内钢材综合价格环比和同比价格走势



资料来源：中国钢铁工业协会 第一创业证券计算整理

由于国家统计局 2 月 20 日的重点企业工业品出厂价尚未公布，根据我们的估算，与 1 月同期相比，2 月六大类品种中除水泥价格有所下跌外，其余全部上涨。其中，涨幅最大的是煤炭和化工产品，涨幅约为 1.8%；其次是铁矿石和有色金属，涨幅约为 1.2%；



再次是成品油，受本月 20 日调价影响，涨幅约为 0.6%。

考虑以上因素，我们预计今年 2 月 PPI 的环比上涨 0.7 个百分点，而根据我们的计算，PPI 去年同期的环比为 0.4 个百分点。因此，我们预测 2011 年 2 月 PPI 同比上涨 6.9%左右。

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                         |
|--------|------|------------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数         |

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120