

通胀未消停

——兼评 2011 年政府工作报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

姓名 陈勇

SAC 执业证书编号: S1000510120044

Tel: 021-5010 6011

Email: chenyonysz@mail.htlhsc.com.cn

分析师

姓名 张晶

SAC 执业证书编号: S1000208100156

Tel: 0755-82492011

Email: zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

• 2011 年政府工作报告的四个看点:

- 通胀: 目标实, 手段虚。总理在政府工作报告中明确提到控通胀的重要性, 不仅有经济方面的含义, 还有政治含义。但就控通胀措施而言, 我们发现, 除了持续的流动性紧缩, 五个措施很难在短期内对通胀发挥作用。通胀形势和政策应对的组合是不平衡的, 这是我们再次提示通胀和政策不确定性的主要原因。
- 内需: 重心下移, 消费重农村, 投资重结构。在扩大内需的 7 个措施里, 有 4 个方面提到改善农村和低收入者的消费能力和消费环境。对于投资需求, 我们对新 36 条的实施效果不乐观, 政府对投资总量是还是以控为主, 防止经济大的波动, 首先防止“大起”, 因为大起的后果就是大落。
- 保民生: 重措施, 轻制度。报告对改善民生提出多方面措施, 但对于资本市场期望的收入分配制度改革, 无论是具体内容还是实施进度, 都看不到显著进步。
- 外贸: 促升级, 重进口。对于进出口贸易, 有两个新的提法: 一是明确强调劳动密集型产品出口, 二是强调进口, 贸易摩擦是我们进口政策的一个主要考量, 进口增长将持续快于出口。
- 通胀没有消停:
- 通胀是未来一段时间经济的主要矛盾, 需要对未来通胀和政策保持警惕: 第一, 农产品价格 3 月份止跌; 第二, 食品价格向非食品的传导还将持续; 第三, 由原油价格拉动的 PPI 向 CPI 的传导有可能扩大; 第四, 基于较弱的假设, 3 月份 CPI 可能创突破 5.1%。

目 录

一、政府工作报告的虚与实	4
二、3 月份 CPI 可能创新高	5

图表目录

图 1: 农产品价格 3 月份止跌 (2000 年=100)	5
图 2: 食品价格领先于非食品价格 (上年=100)	6
图 3: 原油价格与中国 CPI 和 PPI 相关性显著 (上年=100)	6
图 4: 如果 3 月份 CPI 环比为 0, CPI 可能破本轮新高.....	7

2011 年 3 月 5 日，一年一度的政府工作报告出炉。在按照惯例进行点评之余，我们发现了通胀问题可能反复的更多证据。因此，报告着重就两个方面展开：第一，对政府工作报告进行解读；第二，注意到通胀是未来一段时间经济的主要矛盾，我们对通胀数据和观点进行更新。

一、政府工作报告的虚与实

本年度政府工作报告显著特点有二：一是内容更“实”，二是保民生的更突出。细读报告，一些重要的目标下，不仅有具体措施，还有对指标的分解和量化。不过这些内容市场预期还有不一致之处，以下是主要看点：

通胀：目标实，手段虚

通胀仍是当前经济的主要矛盾。如前文提到，总理在政府工作报告中明确提到控通胀的重要性，不仅有经济方面的含义，还有政治含义。

报告中提到控通胀五个方面的措施：一是有效管理市场流动性，控制物价过快上涨的货币条件；二是大力发展生产，保障主要农产品、基本生活必需品、重要生产资料的生产和供应；三是加强农产品流通体系建设；四是加强价格监管，维护市场秩序；五是完善补贴制度。

就措施而言，我们发现不出有超预期之处。而且，除了持续的流动性紧缩，这些措施很难在短期内对通胀发挥作用。通胀形势和政策应对的组合是不平衡的，这是我们再次提示对通胀和政策不确定性的主要原因。

内需：重心下移，消费重农村，投资重结构

显然，管理层已经把内需作为未来繁荣周期的引擎之一（另一个引擎应该是产业升级）。在扩大内需的 7 个措施里，有 4 个方面提到改善农村和低收入者的消费能力和消费环境。

“积极扩大消费需求。继续增加政府用于改善和扩大消费的支出，增加对城镇低收入居民和农民的补贴。继续实施家电下乡和以旧换新政策。加强农村和中小城市商贸流通、文化体育、旅游、宽带网络等基础设施建设。大力促进文化消费、旅游消费和养老消费。推动农村商业连锁经营和统一配送，优化城镇商业网点布局，积极发展电子商务、网络购物、地理信息等新型服务业态。大力整顿和规范市场秩序，切实维护消费者权益。深入开展打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品的专项治理行动。”

对于投资需求，管理层的考虑有两点：一是扩大民间投资需求，落实去年的新 36 条，我们对这一政策的实施效果并不乐观；二是引导投资结构调整，优先保证重点在建、续建项目的资金需求，有序启动“十二五”规划重大项目建设。这意味着，政府对投资总量是还是以控为主，防止经济大的波动，首先防止“大起”，因为大起的后果就是大落。

保民生：重措施，轻制度

在保民生方面，报告列出了多方面措施：第一，在宏观调控方面，注重补贴，防止低收入者生活水平显著降低；第二，在提高内需方面，注重提高农村和低收入者的消费能力和消费环境；第三，在“三农”方面，确保农产品供给，增加农民收入，加强农村基础设施建设，加大三农投入。第四，结构调整方面，提出“在把有稳定劳动关系

并在城镇居住一定年限的农民工，逐步转为城镇居民。对暂不具备落户条件的农民工，要解决好他们在劳动报酬、子女就学、公共卫生、住房租赁、社会保障等方面的实际问题”。

但是，在资本市场热切期望的收入分配制度改革方面，报告无论是具体内容还是实施进度，都看不到显著进步。收入分配制度改革涉及经济基础和上层建筑的多方面，其进展将是对我们经济转型的一大考验。

外贸：促升级，重进口

对于进出口贸易，有两个新的提法：一是明确强调劳动密集型产品出口，要“继续发挥劳动力资源优势，都要减少能源资源消耗，都要向产业链高端延伸，都要提高质量、档次和附加值”；

二是强调进口。“扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，促进从最不发达国家的主要顺差来源国增加进口，逐步改善贸易不平衡状况，妥善处理贸易摩擦”。

这意味着，贸易摩擦是我们进口政策的一个主要考量，进口增长可能持续快于出口。

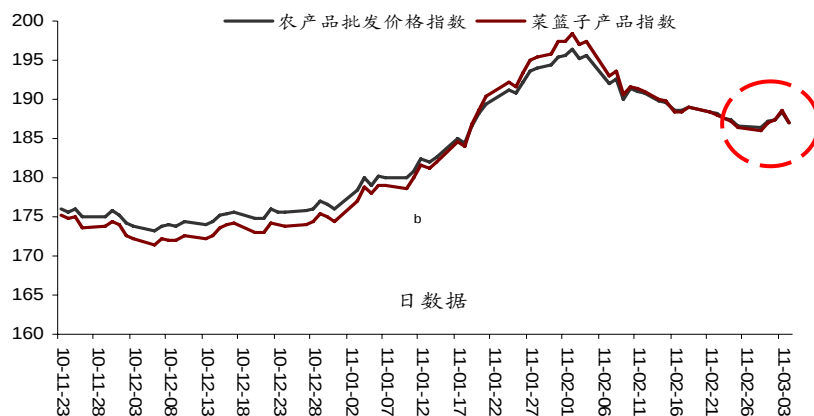
二、3 月份 CPI 可能创新高

总理在政府工作报告中指出：“物价上涨较快，通胀预期增强，这个问题涉及民生、关系全局、影响稳定。要把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”。管理层如此明确地把通胀问题置于首要位置，这种情况少见。

我们注意到，一些投资者因为预期到 1-2 月份的 CPI 没有创新高，从而对通胀和政策紧缩的担忧有所放松。虽然我们一直强调通胀可控，农产品价格按周期度量已到上涨后期，货币“超发”因素正持续弱化，但就短期而言，放松对通胀和政策的警惕仍有较大风险：

第一，农产品价格 3 月份止跌。2 月 28 日以后，农产品批发价格指数和菜篮子产品指数连续反弹，这种情况值得警觉。由于存在需求的季节性规律，春节后的农产品价格回落是规律性现象。联系到国际农产品价格连续创新高，国内人工成本和土地成本持续上升，农产品价格仍没有到趋势性回落的时候。

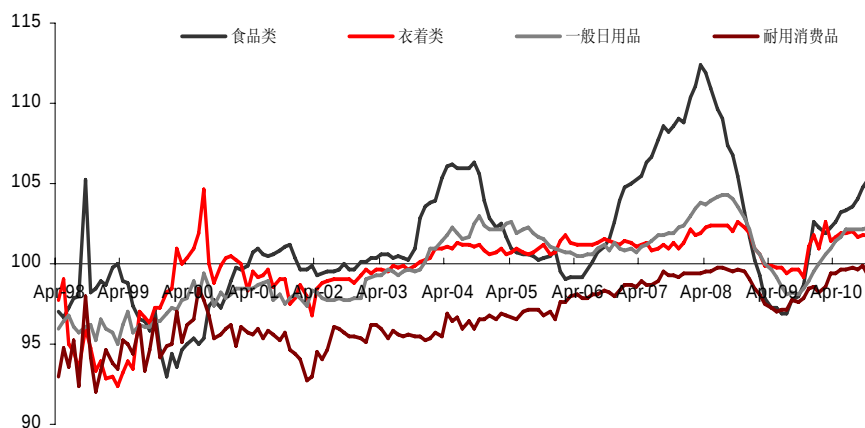
图 1： 农产品价格 3 月份止跌（2000 年=100）



资料来源：Bloomberg，CEIC，华泰联合证券研究所

第二，食品价格向非食品的传导还将持续，我们曾做过研究表明（《新权重下我国 CPI 中各项商品价格的传导拆解》，2011/2/14），食品向非食品价格传导一般有 2-3 个月。也就是说，只有食品价格见顶回落后 2-3 个月，我们才能期望非食品类商品价格回落。

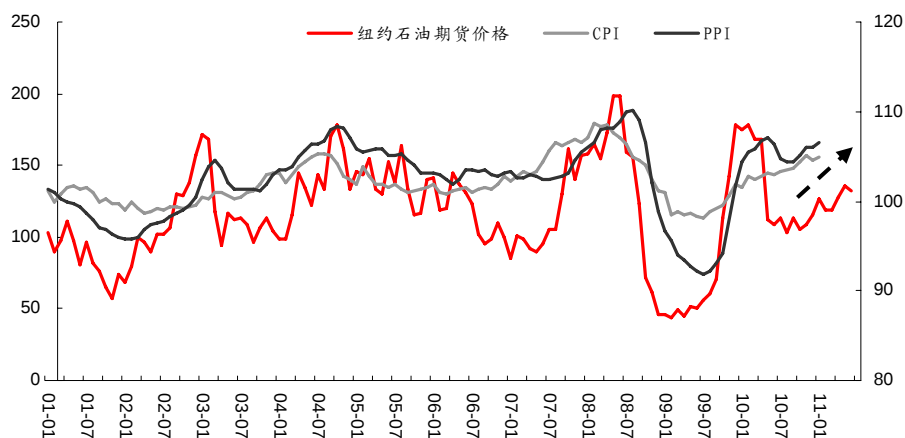
图 2： 食品价格领先于非食品价格（上年=100）



资料来源: Bloomberg, CEIC, 华泰联合证券研究所

第三，由原油价格拉动的 PPI 向 CPI 的传导有可能扩大。其中的逻辑显而易见，石油作为广泛使用的能源和工业原材料，一方面直接影响 CPI，另一方面通过对 PPI 的传导间接影响 CPI，我们的曾测算，国际油价每上涨 10%，中国 PPI 将因此上升 1.7 个百分点，CPI 将直接增加 0.4 个百分点，考虑 PPI 对 CPI 的传导，这将导致中国 CPI 增加约 1.1 个百分点（《第 X 次石油危机？》，2010/02/28）。

图 3： 原油价格与中国 CPI 和 PPI 相关性显著（上年=100）



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所。左轴为油价同比，右轴为 CPI 和 PPI 同比。

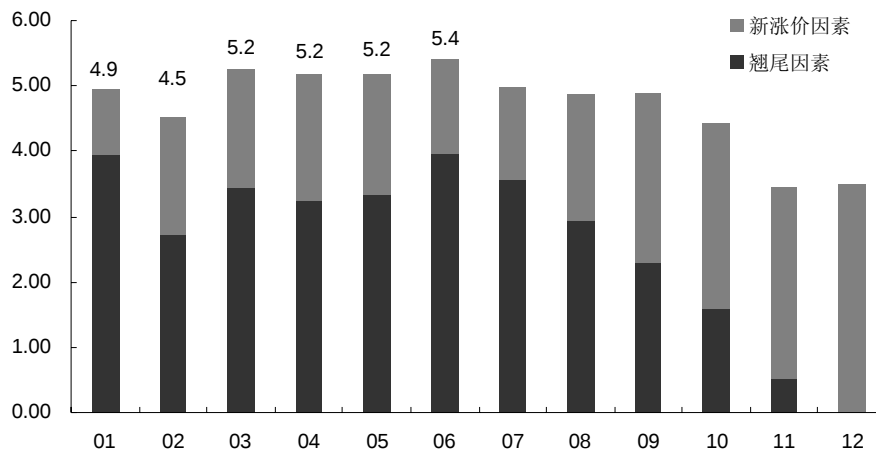
原油价格 1 月份以后为模拟数据，2-6 月分别为 100,110,100,100,90。

第四，3 月份 CPI 可能创新高。基于一个很弱的假设：2 月份 CPI 环比 0.8%，同比 4.5%，3 月份 CPI 环比为 0，我们测算的 3 月份 CPI 将达 5.2%，创本轮新高。

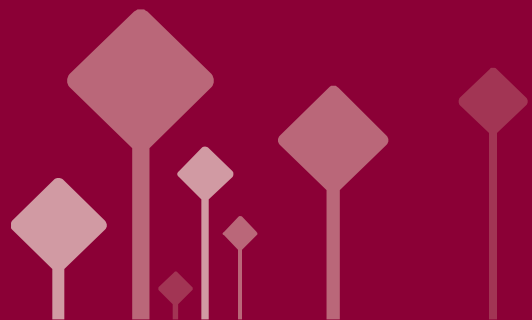
3 月份 CPI 环比为 0 的可能性有多大？上文说到的四个理由，应该能提供一些证据。

如果 3 月份 CPI 再创新高，对政策的含义是显而易见的。

图 4： 如果 3 月份 CPI 环比为 0，CPI 可能破本轮新高



资料来源：Bloomberg，CEIC，华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn