

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050209110150

Tel: 010-59355914

Email: chenwei@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)

相关研究

《央行加息累积效果显现》 2011-02-09

《PMI 持续下滑确认经济增长势头放缓》

2011-02-01

《宏观月报：经济下滑可控 通胀并未远去》
2010-07-30《宏观周报：转型期投资的契机和希望》
2010-07-26

《通胀水平仍有冲高潜力》 2010-07-19

CPI 涨幅空间和持续性有限

投资要点

- 今年近期公布的 2 月 CPI 上涨 4.9%，尽管没有如市场预期的下滑，但我们认为，这并不表明通胀形势还在持续恶化，实际上近期数据表明无论从食品价格还是非食品价格来看，未来上涨的动能都将逐渐减弱，CPI 继续上行的空间和持续性有限。
- 食品价格未来持续上涨空间不足，其原因包括：前期旱灾导致的粮食减产因素逐渐淡化，今年小麦应该不会减产，仍很有希望迎来一场丰收；3 年一轮回的猪肉周期已接近尾端。
- 非食品价格回落的原因包括：PPI 受国际大宗商品价格涨幅回落，投资增速逐渐下行影响，涨势已近尾声；中下游消费需求的回落也将使得 PPI 向非食品价格的传导受到更多限制。
- 鉴于未来物价回落的前提仍需要政策层面的紧密配合，如贷款和地方投资项目的控制，保证各类食品供给的充足等，目前仍是调控物价比较关键的时期，这也意味着今年 3-4 月份还有加息或提高存款准备金率的可能。

正文目录

食品价格上涨空间有限	3
非食品价格涨势逐渐得到控制	4

图表目录

图 1: 猪肉价格上涨周期	3
图 2: 居住价格开始拖累非食品价格	4
图 3: 投资增速难以延续	4
图 4: CRB 指数涨幅放缓	5
图 5: 房地产投资增速下行	5
图 6: PPI 下行减轻非食品价格上涨压力	6
图 7: 汽车消费增速下行拖累社会消费品增速	6

近期公布的2月CPI上涨4.9%，尽管没有如市场预期的下滑，但我们认为，这并不表明通胀形势还在持续恶化，实际上近期数据表明无论从食品价格还是非食品价格来看，未来上涨的动能都将逐渐减弱，CPI继续上行的空间和持续性有限。

食品价格上涨空间有限

推高2月CPI上涨的主要因素是食品价格，当月同比上涨11.0%，比上月提高0.7%，环比更是大涨3.7%。但是考虑到2月所在的春节因素，如2000年以来历年春节所在2月份的CPI环比平均高达3.96%，3.7%的环比涨幅并不突出。

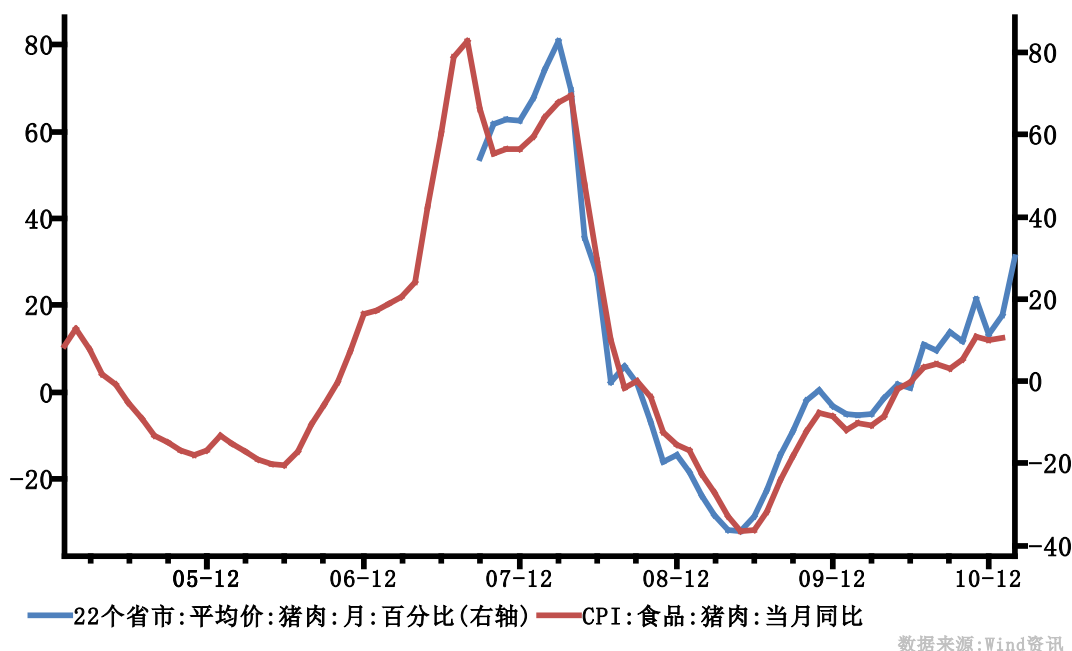
未来随着节日因素和天气冲击因素的减退，食品价格将明显回落，如2月环比大涨15.2%的蔬菜价格近期出现了明显回落，3月以来农产品批发价格和菜篮子产品批发价格指数持续走低，可以预期3月食品环比下降将是大概率事件，而根据近年历史经验，2月春节后的3月CPI食品环比将下降1.16%。

而从未来诱发食品价格上涨的因素来看，也并没有令人十分担忧的因素。

如随着全国小麦主产区普遍降雨，前期旱灾导致的粮食减产因素逐渐淡化，今年小麦应该不会减产，仍很有希望迎来一场丰收。

再如猪肉价格去年底以来快速反弹的趋势也有望在未来3个月之内得到抑制，原因在于尽管年前生猪大量出栏，致使年后生猪供应不足，但较高的猪粮比已使得养殖户的补栏积极性大幅上涨，这会增加后期的生猪存栏量，预计3月份后生猪存栏量会有明显增加，供求形势得到缓解；猪肉价格波动大致为3年一轮回，上一轮的高点是08年3月，这意味着今年3、4月份应是猪肉价格反弹的最高点；政府高度关注物价的变化，春节后猪肉反常的上涨趋势肯定已经引起相关部门的重视，相关稳定物价措施肯定会很快提出。

图1：猪肉价格上涨周期



当然也有一些不利于抑制食品价格上涨的因素，如今年2月世界粮食价格指数创20年新高，目前全球粮食价格指数仍居高不下，这会对国内粮食价格形成上涨压力，但考虑到我国总体粮食储备比较充足，只要控制好通胀预期，粮食价格因此大涨的可能性不大。

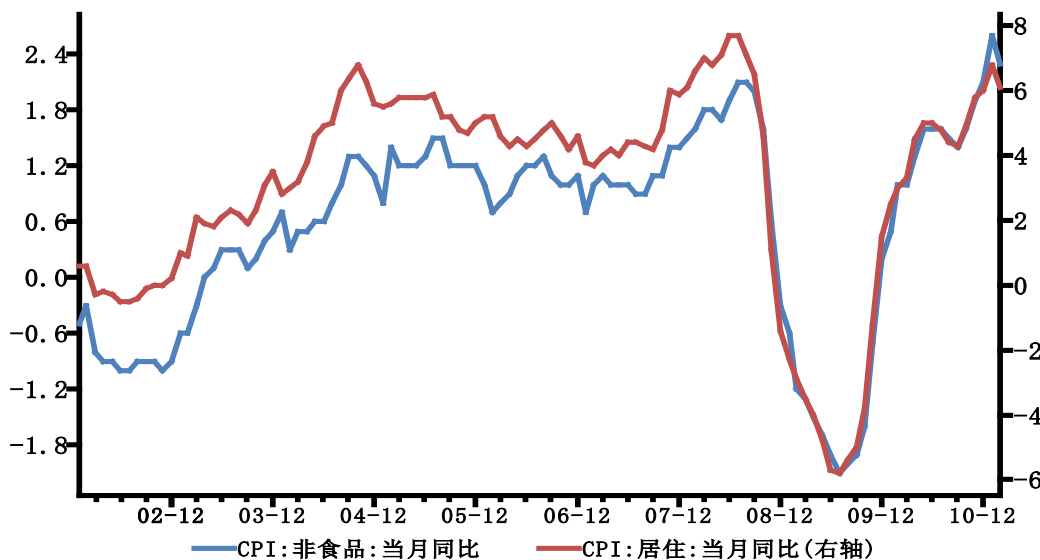
而从社会通胀预期来看，在当前央行等部门严控信贷以及货币需求的政策作用下，刺激通胀预期强化的货币因素正在逐渐减弱，如2月人民币新增信贷大约为5500亿，延续了1月新增贷款递减的态势，由此也将使得M2增速正加快向央行年初制定的16%的增速目标回归。

非食品价格涨势逐渐得到控制

2月非食品价格上涨并没有特别突出的因素，同比来看，上涨2.3%，相比于1月的2.6%已有所回落；环比来看，增速为0.1%，低于今年1月环比0.2%，也低于历史可比年份均值0.2%。

从非食品种类来看，所有种类的非食品价格环比涨幅都呈现缩减态势，同比相对于1月还在持续上涨的也只有受季节因素影响较大的烟酒用品。其中，前期涨势比较突出的居住类价格涨幅回落迹象明显，同比从上月的6.8%回落到6.1%，而环比也仅上涨0.3%，延续了去年底以来的回落态势。这表明随着第三轮房地产调控的深入，房地产市场出现的降温已经开始影响居住价格，未来随着房地产市场热度的持续下行，居住价格还将有回落空间。

图 2：居住价格开始拖累非食品价格



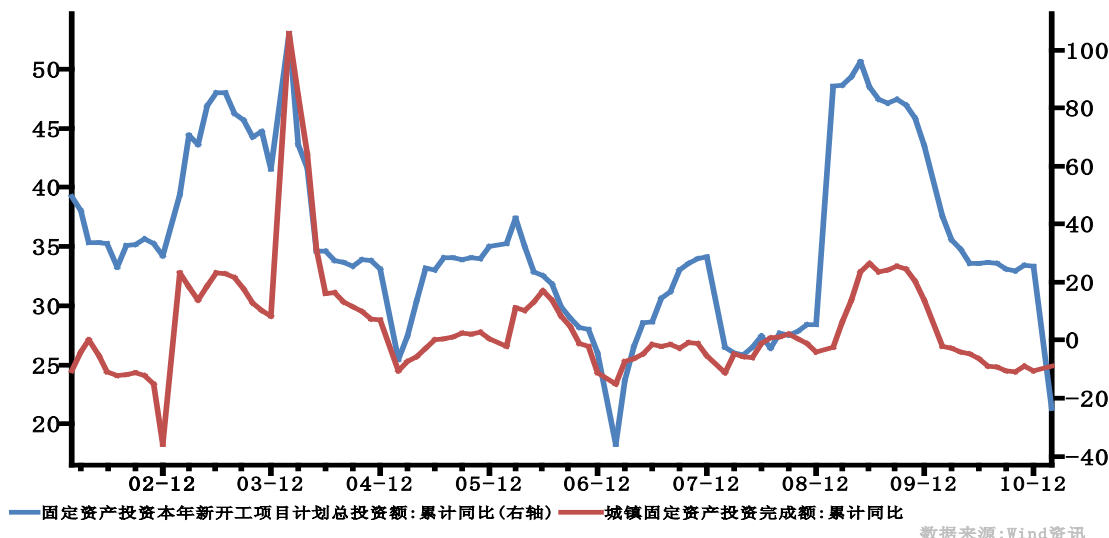
数据来源: Wind资讯

而从未来影响非食品价格上涨的几大因素来看，它们推动非食品价格上涨的空间也较小。

如虽然当前对诸多CPI非食品种类价格传导有较大影响的PPI价格还在持续上涨，2月涨幅高达7.2%，比上月提高近0.6个百分点。但我们认为，鉴于以下理由，PPI持续上行空间将会很有限。第一，从翘尾因素来看，3、4月的翘尾会明显回落，分别为4.79和3.75，比2月低0.51和1.55个百分点。

第二，从PPI新涨价因素来看，国际和国内刺激它上涨动力并不足，如当前受美国可能提前退出宽松政策，新兴市场需求开始减少等因素影响，国际大宗商品价格涨势近期有回落迹象，CRB指数3月以来从最高的572回落到3月11日的560，而实际上从同比、环比走势来看，该指数已经更早地出现了逐渐下行态势，2月同比从上月的33.5%回落到32.3%，环比从去年末的最高7.5%回落到2月的2%。考虑到它是国内采掘工业价格的先行指数（一般提前2-3月），国内采掘工业目前上涨的态势未来难以持续；再如从国内来看，当前推动PPI原料工业上涨的主要因素是投资需求的旺盛，如1-2月累计固定资产投资总额同比增长24.9%，较去年12月当月值的同比增速20.4%有显著回升，但我们认为，年初投资反弹的态势难以延续，这将遏制当前工业品价格的上涨。

图 3：投资增速难以延续



主要原因包括：对固定资产投资增速具有领先意义的新开工项目投资增速08年8月以来第一次出现了明显的下降，新开工项目计划总投资9264亿元，同比下降23.6%；在房地产市场景气度因第三轮调控持续走弱背景下，1-2月高达35.1%的房地产投资增速将难以延续，未来会随着新开工面积增速的下行而逐渐下滑；在当前货币政策仍严控信贷使得投资资金来源增速快速回落，如用于投资的国内贷款增速已回落到08年12月以来的最低值14.5%，以及中央政府严防地方政府借“十二五”启动初期盲目铺摊子的情况下，年初地方项目投资增速的反弹也将难以延续。

图 4: CRB 指数涨幅放缓

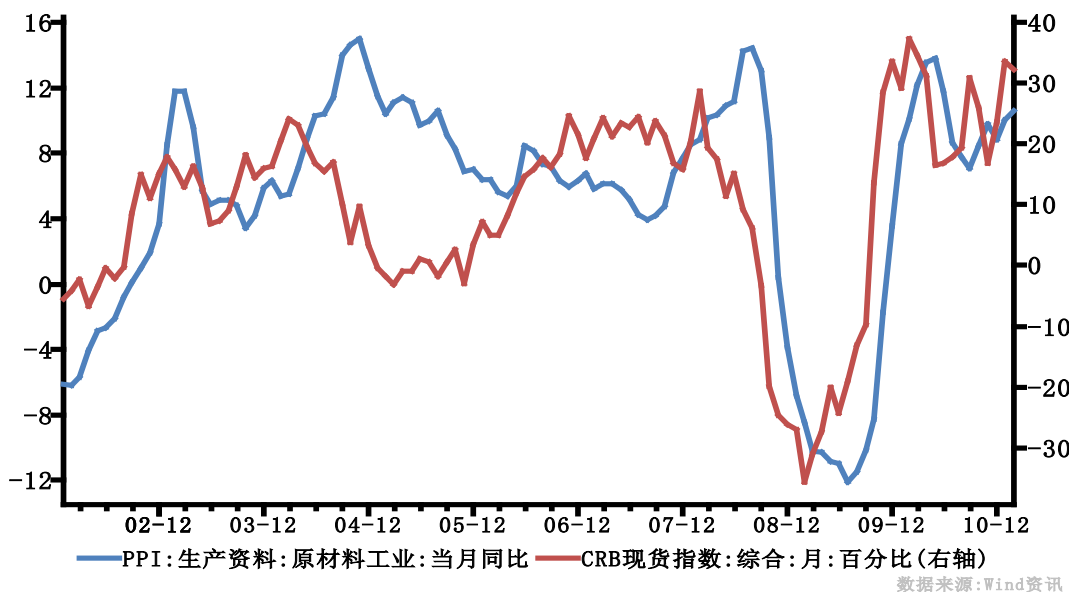
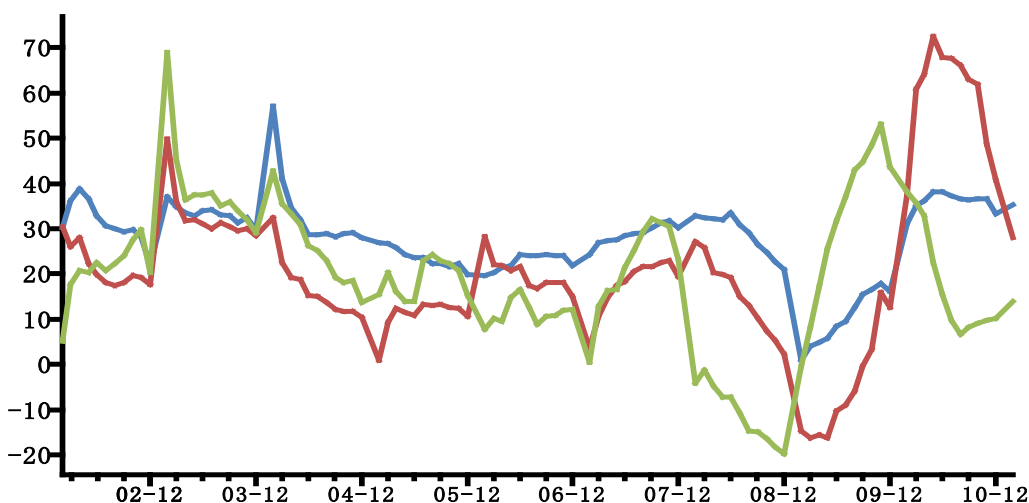
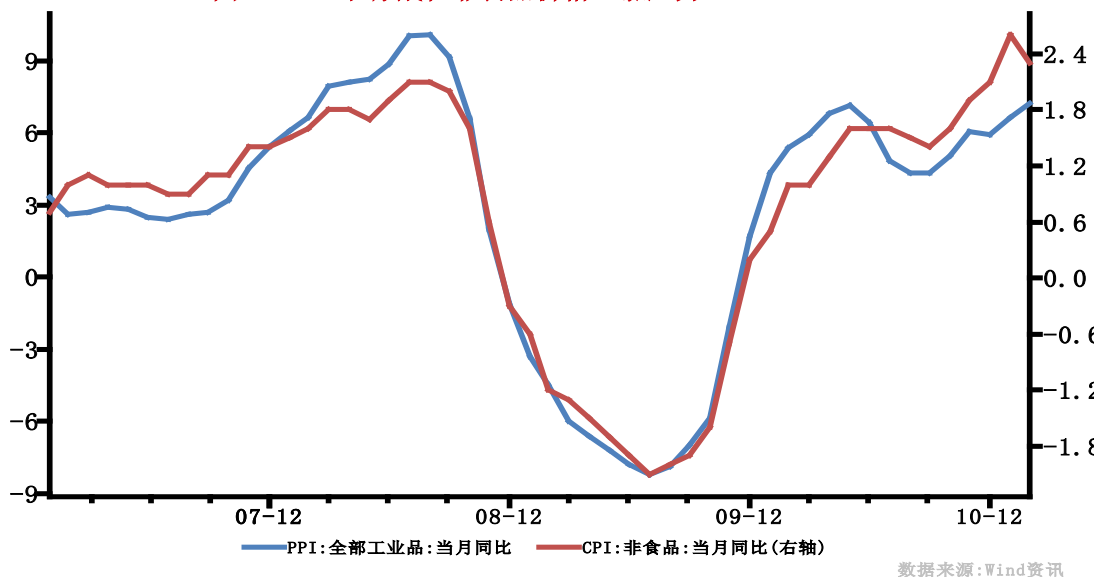


图 5: 房地产投资增速下行



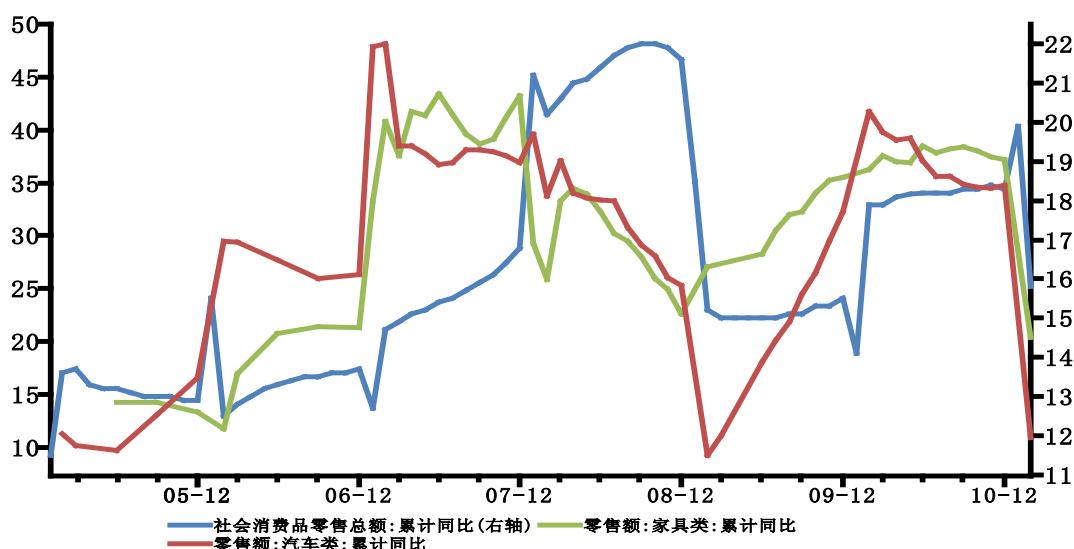
综上所述，PPI未来1-2月见顶回落的可能性较大，它对于非食品价格上涨的压力将会减轻，而由于中下游消费需求的回落，PPI向非食品价格的传导还将受到更多限制。

图 6：PPI 下行减轻非食品价格上涨压力



如今年 1-2 月，社会消费品零售总额 29018 亿元，同比增长 15.8%，较去年 12 月的 19.1% 有较大下滑，扣除物价上涨因素，消费品零售总额的实际值同比增长只有 10.9%，创下 2008 年 2 月以来的低点。而在未来主要耐用消费品增速受增长基期和政策影响下，总体消费增速仍难以明显企稳回升，如受汽车购买优惠政策的取消以及前 2 年汽车消费因为政策刺激充分释放影响，社会消费品零售总额 10% 左右的汽车消费 1-2 月增速只有 10.9%；受住房景气度下滑影响的家具，装修材料等产品的消费增速近期也呈明显下降趋势。

图 7：汽车消费增速下行拖累社会消费品增速



因此，未来非食品价格涨幅将难以反弹，延续继续回落趋势的可能性较大，这也会明显抑制今后 CPI 的上涨，使得即使未来 1-2 个月 CPI 虽然还会由于翘尾，价格惯性等因素再创反弹新高，但持续上行空间将会相当有限，二季度后期 CPI 将会逐渐见顶回落。

当然，这并不意味着当前政策调控物价的力度会放缓，鉴于未来物价回落的前提仍需要政策层面的紧密配合，如贷款和地方投资项目的控制，保证各类食品供给的充足等，目前仍是调控物价比较关键的时期，这也意味着今年 3-4 月份还有加息或提高存款准备金率的可能。

分析师简介

陈伟：2002年毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，6年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

王小军：2007年毕业于天津大学数量经济专业，硕士学历，具有3年证券从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。2007年7月至2009年1月曾任职于天相投资顾问有限公司，负责全球宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn
-----	--------------	-------------	---------------------