

2011年4月15日

分析师：黄琳
联系电话：010-66290440
邮箱：huangl@gsiq.com.cn
执业证书编号：s0600200010037
联系人：李雅娜
联系电话：021-63122950
邮箱：liyn@gsiq.com.cn
相关研究报告：

《3月或将继续上调存款准备金率》

《通胀压力未减，惯性加强》

《3月或将继续上调存款准备金率》

《PMI：“紧缩”效应显现，警惕超调

风险》

《稳物价、保民生、调结构

——2011年政府工作报告解读》

《贸易平衡格局正在改善》

《需求或趋弱，通胀仍高企——2月经济数据

点评》

《日本311灾难对我国经济影响有限，A股承

压主因仍是货币紧缩预期》

《货币政策：控制流动性为主，加息仍谨慎》

《形势复杂，政策收紧，市场受压——3月宏

观经济月报》

《3月PMI回升幅度低于预期，调控政策效应

正向实体经济传导》

《清明加息符合预期，二季度或再现

紧缩》

《贸易逆差对股市影响偏正面——3

月进出口贸易数据点评》

CPI全年调控目标或难以实现

- **多重原因导致CPI高企。**3月CPI涨幅高于预期，可能存在以下原因：（1）国际大宗商品价格高企，输入性通胀压力增大，PPI价格上涨逐渐向下游产品渗透；（2）流动性依然充裕；（3）因生猪存栏量的减少和地震导致的出口增加使得猪肉价格在3月上涨1.5%以上，农产品价格仅在高位小幅下行；（4）房地产调控政策导致租金上涨。

- **通胀具备长期化趋势。**综合国内外因素及翘尾因素，二季度CPI仍将继续高位运行。国内方面，物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在，二季度新涨价因素不会明显减弱。从周期性因素来看，今年自然灾害严重，农产品价格大幅下行概率较小。从结构性因素来看，劳动力成本上升趋势没有减弱迹象，而房地产调控政策导致被调高比重的房租明显上涨，都将进一步推高新涨价因素。

国际方面，大宗商品价格将居高不下，输入性通胀压力继续增强，这是支撑CPI高位运行的重要因素。全球性通胀是本轮通胀的一大特征，但市场对大宗商品后续走势开始产生分歧。东吴证券宏观组认为，短期促使大宗商品价格上涨和下跌的因素同时存在。从美元走势来看，虽然欧洲央行加息促使美元进一步走弱，但二季度随着葡萄牙等国还债高峰的到来，欧债危机隐患将再度走到台前，美元或受到一定支撑；从基本面来看，利比亚及巴林局势短期难以平息，将支撑国际油价继续上扬，日本向市场注入流动性将进一步推升大宗商品价格。但是，由于筹措资金困难，日本灾后重建短期难以拉动经济，再加上新兴经济体的紧缩政策累积效应的逐渐显现，短期内将导致大宗商品价格的震荡。但从中长期来看，欧元区先于美国进入加息周期，美元长期走弱趋势不变，支撑国际大宗商品价格继续上扬；利比亚战争导致高品质原油供给存在缺口，投机资金趁势推波助澜，国际油价上涨态势依旧；日本灾后重建及世界经济进一步复苏导致需求增加，都将继续推动大宗商品价格的上行。

因此，国际大宗商品在长期看涨的背景下，短期内的震荡也必然处于高位，输入性通胀压力难以缓解。翘尾高企、当前新涨价动力的惯性特征及难以缓解的输入性通胀压力，将使得CPI在二季度达到年内新高，6月出现峰值概率较大，或达6%左右。随着紧缩效应的逐渐显现及翘尾因素的减弱，CPI同比增速在三季度以后将有所回落。但是，上述结构性因素及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计全年4%的调控目标或难以实现。

- **货币紧缩预期不变。**在经济增长无忧，通胀高企的背景下，政策紧缩难以放缓。预计5月底6月初或再次加息25个基点，本月将再次上调存款准备金率以减少流动性冲击带来的通胀压力。同时，二季度人民币将加速升值，幅度或达1.5%。

目录:

评论: 结构性因素及国际因素使通胀具备长期化趋势, 预计全年 4% 调控目标或难以实现。	3
--	---

图表目录:

图 1:CPI 同比增速创 32 个月新高	4
图 2:二季度翘尾因素维持高位	4

评论：结构性因素及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计全年 4% 调控目标或难以实现。

- **CPI 同比创出 32 个月新高。**国家统计局数据显示，2011 年 3 月 CPI 同比上涨 5.4%，创 32 个月新高，高于市场预期涨幅 5.2%（与东吴证券宏观组预期值 5.5% 几乎一致）。其中翘尾因素贡献 3.14 个百分点，新涨价因素贡献 2.26 个百分点；CPI 环比下降 0.2%，降幅低于历史平均值（从 2001 年起）0.45%。从分项数据来看，食品价格环比下降 0.01%，降幅低于 3 月环比历史均值 -1.16%，食品价格对 CPI 同比增幅的贡献达到 3.67 个百分点；非食品价格环比基本持平，而 3 月环比涨幅历史均值为 -0.29%，非食品价格对 CPI 同比增幅的贡献达到 1.73 个百分点，其中居住价格贡献了 1.18 个百分点。
- **多重原因导致 CPI 高企。**3 月 CPI 涨幅高于预期，可能存在以下原因：（1）国际大宗商品价格高企，输入性通胀压力增大，PPI 价格上涨逐渐向下游产品渗透。全球经济复苏导致需求上升；欧元区加息使得美元进一步走软；利比亚战争升级、沙特出兵巴林使原油减产；日本灾后向市场注入大量流动性，这些因素共同导致 3 月 CRB 指数连创新高，大宗商品价格加速上涨。而我国的经济发展模式决定了对大宗商品的需求刚性，3 月我国进口创历史新高。（2）流动性依然充裕。虽然年初以来央行连续三次上调存款准备金率，但是由于人民币加速升值，热钱流入步伐加快，市场流动性依然充裕，目前 7 天回购利率仅在 2% 的低位，过分充裕的流动性不仅推升物价，而且激发了更高的通胀预期；（3）因生猪存栏量的减少和地震导致的出口增加使得猪肉价格在 3 月上涨 1.5% 以上，农产品价格仅在高位小幅下行；（4）房地产调控政策导致租金上涨。据报道，由于房地产调控，许多不能买房的居民转而租房，导致房租迅猛上涨，特别是一线城市，涨幅高达三四成。
- **通胀具备长期化趋势。**综合国内外因素及翘尾因素，二季度 CPI 仍将继续高位运行。国内方面，物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在，二季度新涨价因素不会明显减弱。从周期性因素来看，今年自然灾害严重，农产品价格大幅下行概率较小。同时生猪存栏量连续 4 个月走低，而日本地震导致猪肉出口增加，猪肉价格将继续上行。但从历史数据看，二季度食品价格通常会回落，季节性效应可能使得 CPI 食品价格部分环比小幅回落。从结构性因素来看，劳动力成本上升趋势没有减弱迹象，而房地产调控政策导致被调高比重的房租明显上涨，都将进一步推高新涨价因素。

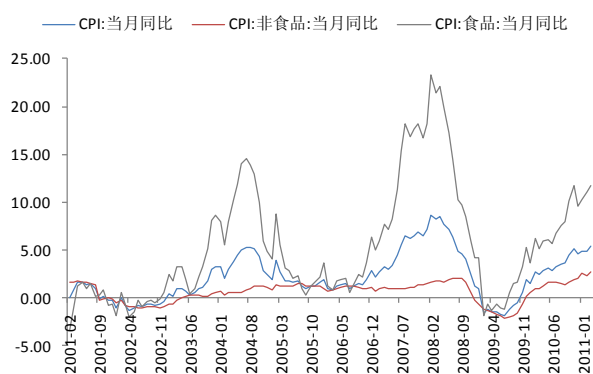
国际方面，大宗商品价格将居高不下，输入性通胀压力继续增强，这是支撑 CPI 高位运行的重要因素。全球性通胀是本轮通胀的一大特征，但市场对大宗商品后续走势开始产生分歧。东吴证券宏观组认为，短期促使大宗商品价格上涨和下跌的因素同时存在。从美元走势来看，虽然欧洲央行加息促使美元进一步走弱，但二季度随着葡萄牙等国还债高峰的到来，欧债危机隐患将再度走到台前，美元或受到一定支撑；从基本面来看，利比亚及巴林局势短期难以平息，将支撑国际油价继续上扬，日本向市场注入流动性将进一步推升大宗商品价格。但是，由于筹措资金困难，日本灾后重建短期难以拉动经济，再加上新兴经济体的紧缩政策累积效应的逐渐显现，短期内将导致大宗商品价格的震荡。但从中长期来看，欧元区先于美国进入加息周期，而美国失业率仍居高位，美联储短期内加息可能性较小，因此美元长期走弱趋势不变，支撑国际大宗商品价格继续上扬；利比亚战争导致高品质原油供给存在缺口，投机资金趋势推波助澜，国际油价上涨态势依旧；日本灾后重建及世界经济进一步复苏导致需求增加，都将推动大宗商品价格的上行。因此，国际大宗商品在长期看涨的背景下，短期内的震荡也必然处于高位，输入性通胀压力难以缓解。

结合翘尾因素来看，二季度三个月的翘尾因素分别达到 2.93%、3.03% 和 3.55%，均处于较高位置。翘尾高企、当前新涨价动力的惯性特征及难以缓解的输入性通胀压力，将使得 CPI 在二季度达到年内新高，6 月出现峰值概率较大，或达 6% 左右。随着紧缩效应的逐渐显现及翘尾因素的减弱，CPI 同比增速在三季度以后将有所回落。但是，上述结构性因素及国际因素使通胀具备长期化趋势，预计全年 4% 的调控目标或难以实现。

- **货币紧缩预期不变。**国家统计局数据显示，一季度国内生产总值同比增长 9.7%，较去年四季度下滑 0.1 个百分点，但高于市场预期；GDP 环比增长 2.1%，环比增速在去年四季度触顶后小幅回落但仍处高位。在经济增长无忧，通胀高企的背景下，政策紧缩难以放缓。由于 3 月数据公布之前央行已加息一次，预计近期加息的可能性较小，但随着 CPI 继续上行，5 月底 6 月初或再次加息 25 个基点。另外，目前流动性充裕状况依旧，4 月公开市场到期资金达 9110 亿元，人民币加速升值预期使得外汇占款规模扩大，虽然公开市场加速回笼货币，4 月前两周共回笼资金 5040 亿，但是回购利率和同业拆借利率仍处于较低位置，公开市

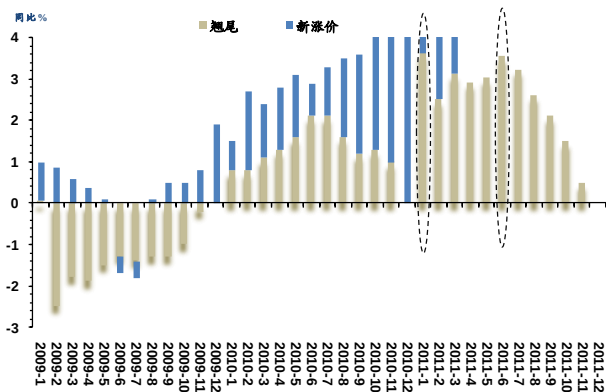
场操作对冲力度有限,预计本月将再次上调存款准备金率以减少流动性冲击带来的通胀压力。同时,汇率政策是治理输入性通胀的重要工具,虽然人民币升值有利有弊,但在治理通胀成为政策首要目标的当下,人民币升值利大于弊。预计二季度人民币将升值 1.5%。

图 1:CPI 同比增速创 32 个月新高



数据来源: Wind,东吴证券研究所。

图 2:二季度翘尾因素维持高位



数据来源: Wind,东吴证券研究所。

宏观研究团队:

黄琳: 北京大学学士、硕士、中国人民大学博士, 东吴证券研究所副所长。

邮箱地址: hl-huang@yeah.net 联系方式: 010-66290440

强琪菁: 中国人民大学金融学学士、硕士, 2010 年 7 月加盟东吴证券。

邮箱地址: qqjdangdang@yahoo.com.cn 联系方式: 010-66290442

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息, 本公司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, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东吴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:**行业投资评级:**

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码: 100140

传真: (010) 66290653

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>