



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011年11月16日

海外经济

研究部

彭文生¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

林暾

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111040011
lintun@cicc.com.cn

印度通胀为何反弹?

要点:

印度近三个月通胀有所反弹,引发了一些投资者对新兴市场总体通胀是否反复的疑问。我们的分析显示,此次反弹反映了印度自身的特殊情况,并不具有广泛的代表性。8-10月的反弹主要由燃油价格上调的一次性因素以及天气情况导致部分食品价格上升的短期因素贡献,而核心通胀则稳中有降。我们维持此前的观点,受外部经济大幅放缓、紧缩政策效果逐步显现,以及秋粮可能丰收等因素影响,新兴市场总体通胀未来几个月将逐步回落。

正文:

怎么理解印度的通胀形势?

受能源与食品价格上涨影响,8-10月印度WPI通胀反弹。印度周一公布的10月WPI同比增速连续第三个月超过9.7%,在5-7月受夏粮丰收等因素影响有所下滑后(从4月的9.7%降至9.4%),8-10月又小幅反弹(图表1)。近三月WPI平均环比增长0.6%,高于十年均值的0.4%。通胀反弹主要受能源和食品价格上升的影响,在8-10月WPI同比增速上升的近0.4个百分点中,食品和能源通胀分别贡献了0.5和0.4个百分点,而核心通胀贡献了-0.5个百分点(图表2-3)。然而,从总体通胀形势来看,对比2009年中至2010年4月的大幅上升(同比增速从-0.4%升至10.9%),或者2010年11月至今年4月的上升(同比增速从8.2%升至9.4%),此次通胀上升的幅度仍较小。

受天气与季节因素影响,食品价格大幅上涨。10月食品WPI同比增速由7月的8.2%上升到9.9%,环比增长1.5%,大幅高于0.8%的十年均值。由于冬季来临以及暴雨突袭南部一些邦,导致果蔬、禽蛋、内陆鱼等价格同比与环比增速大幅上升。同时,国际食用油价格的上涨推升新豆价格,豆类同比增速由7月的-7.5%上涨到10月的9.6%,环比增速由1.5%升至5.4%,但据印度大豆加工商协会估计,2011/12年度大豆可能增产2.5%,未来将压制豆类价格的涨势。(图表4)

受燃油价格上调的滞后影响,能源价格大幅上升。10月能源WPI同比增速由7月的12%上升到14.8%,环比增长1%,大幅高于0.3%的十年均值。今年5月以来,国有能源企业已经上调了4次油价,主要是为了弥补石油零售和冶炼的损失(图表5)。

► **价格管制使得石油企业在国际油价上涨后损失惨重。**印度的柴油和烹饪燃料价格由政府设定,去年开始政府才向零售商放开汽油自主定价权。由于印度80%的原油需求来自进口,今年以来国际原油价格上涨了近15%,使得石油企业按政府限价出售两类燃油损失惨重。联邦石油部长Jaipal Reddy 11月2日称,三家大零售商以政府价格出售两类燃油预计已损失1.3万亿卢比。

► **财政压力较大导致政府对油企损失的补贴不到位。**由于危机后的一系列刺激政策使得印度财政压力较大,2010年财政赤字占GDP的比重高达8.8%,大幅高于危机前(06年时的5.5%)以及新兴市场平均水平(3.7%),IMF最新财政监测报告预计印度2011年财政赤字仍将高达8%。政府至今尚未就本财政年度(于2012年3月31日结束)的低价销售给予这些零售商现金补贴,迫使他们数次提高汽油价格。

核心通胀则稳中有降。10月核心通胀同比增速由7月的9.2%持续下滑至8.3%,环比增长0.1%,低于十年均值的0.2%。随着经济活动放缓,预计核心通胀将进一步回落。

往前看,短期通胀仍有压力,但预计明年将逐步回落。11月初,印度国有石油零售企业再次提高汽油价格2.7%,近期国际油价反弹(10月以来由反弹了7.5%)以及印度卢比贬值(8月以来已经贬值了14%)的影响仍需要一段消化

¹报告贡献人: 黄文静(huangwj@cicc.com.cn)

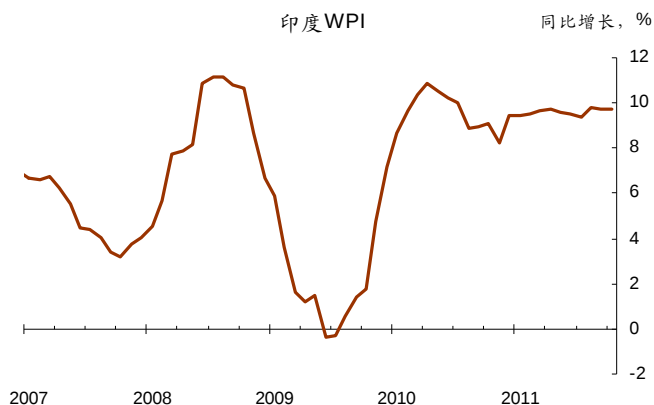
时间。但印度央行 10 月 25 日表示，其货币紧缩政策将有助于遏制通货膨胀，在 12 月议息会议上加息的可能性“相对较低”。随着短期因素的逐步消失以及紧缩政策效果显现，预计明年通胀将逐步回落。

如何看待新兴市场的总体通胀形势？

我们维持新兴市场总体通胀未来几个月将逐步回落的观点。我们预计新兴 10 国 CPI 通胀将从今年的 5.7% 下降到 4.5%，中国将从 5.5% 下降到 3.6%，印度将从 9.1% 下降到 6.9%。主要有如下几个原因：

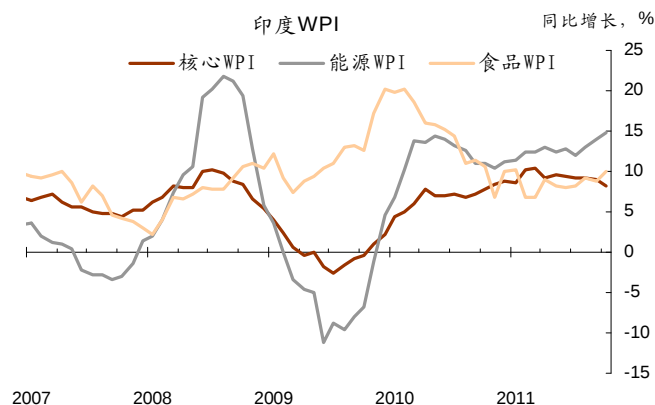
- ▶ **首先，新兴市场经济将逐步软着陆。**随着外部经济大幅放缓和国内紧缩政策的效果显现，内需外需都在放缓，需求对通胀的拉动小。
- ▶ **其次，秋粮可能会丰收。**尽管泰国洪水对稻米影响仍不好判断，但 FAO 近期仍上调了 2011 年全球谷物产量预估 3.7% 至 232.5 万吨创纪录水平，因全球小麦增产 6%，全球稻米产量将创纪录，此外，小麦年底库存将明显超过 10 年均值，水稻库存也将升至 10 年来最高。
- ▶ **再者，货币政策短期内大幅转向可能性不大。**主要原因一是新兴国家目前实际利率仍远低于历史均值，多数国家仍然为负；二是外汇风险将给大幅降息构成挑战，近三个月新兴货币贬值已迫使一些国家着手干预，以防止贬值过快引发外资撤离危及金融稳定，而大幅降息会加剧这一趋势；三是新兴国家政府尚有很多其他可选的政策工具来保增长，新兴市场总体财政仍有空间，外汇储备高企，结构调整可期。

图表 1: 印度 8-10 月通胀反弹



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 2: 能源与食品通胀上升, 核心通胀稳中有降



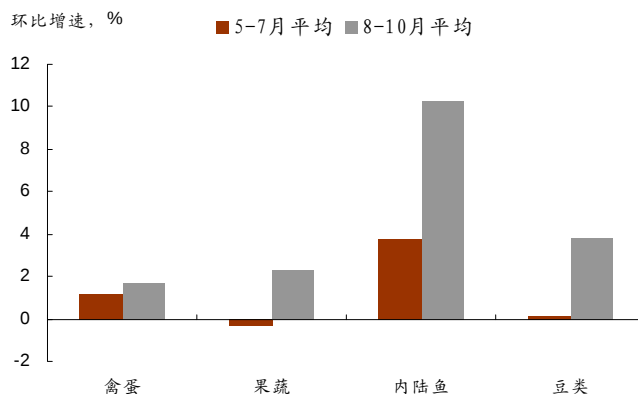
资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 3: 8-10 月通胀反弹主要由食品与能源贡献

	通胀同比增速 (%)	食品项目	能源项目	核心项目
7月	9.4	2.3	1.9	5.3
8月	9.8	2.6	2.0	5.3
9月	9.7	2.5	2.2	5.2
10月	9.7	2.8	2.3	4.8
7-10月变化	0.4	0.5	0.4	-0.5

资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 4: 部分食品价格近月大幅上涨



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 5: 今年以来印度已经上调了四次能源价格

2011 年印度四次提高燃油价格	
5月15日	印度三大石油炼化和零售企业均宣布上调汽油价格超过8%
6月25日	印度政府宣布上调部分柴油、燃油和天然气价格
9月16日	印度国有石油零售企业上调汽油价格5%
11月4日	印度国有石油零售企业上调汽油价格2.7%

资料来源: 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED