

证券研究报告—动态报告/经济快评

宏观经济

经济数据预判

2011 年 11 月 29 日

11 月 CPI 预判：3.8%-4.0%

 证券分析师：周炳林 0755-82130638 zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120066

 证券分析师：崔嵘 021-60933159 cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

事项：

11 月每周食品价格数据公布

评论：

■ 11 月 CPI 预判：3.8%-4.0%

表1：11月份之后的CPI预测更新

单位：%

时间	CPI 环比	1+环比%	CPI 同比测算	12 个月环比累乘	累乘与实际同比的误差	累积翘尾	备注
2010-01	0.60	1.006	1.50				
2010-02	1.20	1.012	2.70				
2010-03	-0.70	0.993	2.40				
2010-04	0.20	1.002	2.80				
2010-05	-0.10	0.999	3.10				
2010-06	-0.60	0.994	2.90				
2010-07	0.40	1.004	3.30				
2010-08	0.60	1.006	3.50				
2010-09	0.60	1.006	3.60				
2010-10	0.70	1.007	4.40				
2010-11	1.10	1.011	5.10				
2010-12	0.50	1.005	4.60				
2011-01	1.00	1.010	4.90	4.99	0.09		
2011-02	1.20	1.012	4.90	4.99	0.09		
2011-03	-0.20	0.998	5.40	5.52	0.12		
2011-04	0.10	1.001	5.30	5.41	0.11		
2011-05	0.10	1.001	5.50	5.62	0.12		
2011-06	0.30	1.003	6.40	6.58	0.18		
2011-07	0.50	1.005	6.50	6.69	0.19		
2011-08	0.30	1.003	6.20	6.37	0.17		
2011-09	0.50	1.005	6.10	6.26	0.16		
2011-10	0.10	1.001	5.50	5.63	0.13		11 月之后已知涨幅
2011-11	-0.37	0.996	3.93	4.09	0.16	4.48	11 个月累积涨价
2011-12	0.44	1.006	3.88	4.24	0.16	3.96	10 个月累积涨价

资料来源：国家统计局，商务部，国信证券经济研究所整理。注：“累乘与实际同比的误差”经核实的原因在于统计局环比的小数点后两位四舍五入

CPI 涨幅下滑的趋势和原因基本为市场所料，但多数预期在 4.2-4.5% 之间，按照现在测算的最终下跌幅度超出市场预期。

一个微妙的机制值得玩味：CPI 从 4% 上升至 5% 以上本身直接逼出加息、提准等紧缩政策，是充分条件。但 CPI 从 5% 显著下滑至 4% 时，政府乐见其成，下滑提供的是降准、降息等政策得以施行的基础，是一种必要非充分条件。市场关注 CPI 在于关注政策，两个方向上作用机制的不同需要牢牢把握。

逼出政策放松的充分条件来源于经济增长范畴，本质是社会经济稳定，以民众就业最为重要。目前企业效益出现了较大的压力，但由于本轮变化从前期劳动力供不应求开始，企业经营压力传导至就业可能有一定时滞，这提示虽然预调微调可以期待，CPI 涨幅快速下降会加强这种期待，但政策放松步伐可能会相对于 08/09 年从容很多。

■ 预计 11 月食品价格环比为 -1.21%

预计 11 月食品价格环比涨 -1.21%，其中粮食、肉禽及其制品、蛋、水产品、鲜菜、鲜果、油脂分别增长 0.12%、-4.00%、-2.10%、-1.09%、-5.58%、5.30%、-0.03%。各分项环比主要参考商务部食品各分项周环比的月度均值，再结合统计局 50 个城市农副食品平均价格、农业部农产品批发价格指数、其他价格数据综合得出。食品各分项占食品篮子的权重则是根据 9 月统计局公布的数据计算得到。

表2：食品及其各分项11月环比预测

单位：%

指标名称	CPI:食品	粮食	肉禽及其制品	蛋	水产品	鲜菜	鲜果	油脂
11 月环比预测	-1.21	0.12	-4.00	-2.10	-1.09	-5.58	5.30	-0.03

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3：根据9月统计局公布数据计算食品各分项的权重

单位：%

	通胀同比增幅	对总体 CPI 同比增幅的贡献	占 CPI 篮子的权重	占食品篮子的权重
食品：	13.4	4.1	30.2	100.0
粮食	11.9	0.3	2.8	9.2
肉禽及其制品：	28.4	1.9	6.5	21.7
猪肉	43.5	1.2	2.9	9.4
蛋	14.2	0.1	0.8	2.8
水产品	14.1	0.3	2.3	7.5
鲜菜	2.1	0.1	2.9	9.5
鲜果	6.2	0.1	1.8	5.9
油脂	18.0	0.2	1.1	3.7
上述分项权重合计				60.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 猪肉和蔬菜价格大幅下降

在商务部食用农产品价格分项周环比中，粮食类、食用油类、肉类、禽类、蛋类、蔬菜类、水产品类 11 月环比 10 月分别为 0.12%、-0.03%、-4.00%、0.25%、-2.10%、-5.58%、-1.09%，其中肉类和蔬菜价格下降幅度很大。参考了其他价格数据后，发现商务部、统计局、农业部三大部门统计的价格数据大致相互吻合，这增强了本月判断的可靠性。

按照农业部农产品批发价格总指数和菜篮子产品批发价格指数，食品价格 11 月环比继续负增长，大约在 -3.5% 左右；其次，统计局 50 个城市农副食品平均价，猪后腿肉、猪五花肉、大白菜、油菜、芹菜、西红柿环比分别增长 -4.65%、

-4.69%、-22.15%、-14.41%、-16.70%、-4.94%，价格下降幅度非常明显。

表4: 商务部公布食品各分项周环比数据

单位: %

指标名称	粮食类	食用油类	肉类	禽类	蛋类	蔬菜类	水产品类
11月环比	0.12	-0.03	-4.00	0.25	-2.10	-5.58	-1.09

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表5: 统计局公布50个城市农副食品平均价 (截至11月20日)

单位: %

粮食油脂类	面粉:标准粉	面粉:富强粉	大米	豆制品:豆腐	花生油:压榨一级	大豆油:5L桶装	菜籽油:一级散装
11月环比	-0.12	-0.13	0.12	0.13	0.31	-0.15	0.28

肉禽类	猪肉:后腿肉	猪肉:五花肉	牛肉:腿肉	羊肉:腿肉	鸡:白条鸡	鸡:鸡胸肉	鸭
11月环比	-4.65	-4.69	0.39	2.80	-1.30	-0.89	-0.54

蔬菜类	大白菜	油菜	芹菜	黄瓜	西红柿	豆角	土豆
11月环比	-22.15	-14.41	-16.70	4.27	-4.94	0.70	-0.64

其他	鸡蛋	活鲤鱼	活草鱼	带鱼	苹果:富士	香蕉:国产
11月环比	-3.97	-3.09	-2.93	-0.07	0.36	7.28

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

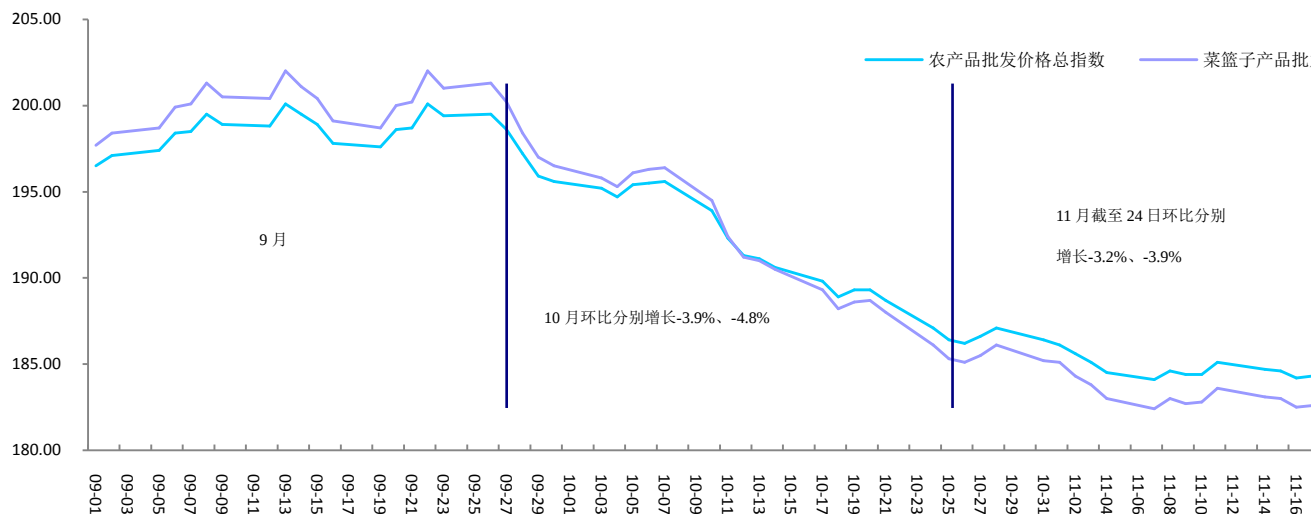
表6: 11月水果价格环比增速仍在高位运行

单位: %

指标名称	cpi 食品: 鲜果	哈密瓜	富士苹果	西瓜	香蕉	鸭梨
2011-01	7.5	-15.5	6.2	6.7	8.8	17.9
2011-02	8.7	6.7	1.5	11.6	9.4	10.4
2011-03	-0.7	5.7	-7.4	-1.6	6.3	-2.5
2011-04	3.9	-5.3	-4.7	2.3	19.3	-1.3
2011-05	-3.0	-20.1	-3.0	-26.2	-2.5	7.1
2011-06	-13.5	-29.8	0.6	-39.8	-24.0	-2.5
2011-07	-10.2	-15.8	-13.7	-29.3	-22.6	4.3
2011-08	-4.1	0.8	-8.1	-4.1	-0.9	-5.8
2011-09	3.1	2.3	10.0	6.5	16.5	-13.1
2011-10	5.7	28.8	4.5	58.9	22.7	-9.0
2011-11	5.3	8.1	4.8	43.0	5.0	2.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图1: 11月食品价格继续环比负增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 预计 11 月非食品环比零增长

从 2011 年 7 月起，大部分 CRB 指数指标都开始环比负增长，而 CPI 非食品部分一直保持环比正增长，背后体现的是二者的传导时滞，目前这种时滞已经长达 4 个月，按照以往的规律，这种时滞一般在 1-3 个月，故我们判断 11 月 CPI 食品部分的环比增长很有可能会下来，谨慎赋予非食品部分环比增速为零。

表7: CRB指数环比与CPI非食品环比已经连续4个月反向运行

单位：%

指标名称	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	CPI: 非食品
2011-01	5.9	9.7	16.6	10.6	5.8	3.4	0.7	0.2
2011-02	4.4	5.4	1.5	2.2	5.6	3.7	5.4	0.1
2011-03	0.8	1.0	2.0	4.5	-1.8	0.6	1.7	0.2
2011-04	1.8	2.4	1.4	5.5	3.0	1.5	-1.8	0.4
2011-05	-2.9	-1.9	1.5	-1.7	-5.8	-3.6	-3.6	0.2
2011-06	-0.3	0.0	3.2	2.8	-1.0	-0.6	-2.1	0.0
2011-07	-0.7	-0.3	0.0	1.7	3.9	-1.0	-7.3	0.1
2011-08	-2.1	0.6	-1.6	-1.9	-6.3	-3.9	-2.7	0.2
2011-09	-2.5	-2.8	-2.0	-1.2	-5.2	-2.3	-0.3	0.2
2011-10	-4.0	-3.8	-5.4	-1.3	-7.4	-4.2	-2.2	0.2
2011-11	-1.8	-2.4	-6.2	-6.7	-0.2	-1.3	-1.0	0.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取

服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。