

CPI 环比趋稳，同比加速回落

——11 月份 CPI 预测

核心要点:

- 2011 年 11 月份 CPI 同比增速约为 4.5%，波动范围在 **4.4%-4.6%**。其中翘尾因素影响 4.4 个百分点，新增因素影响 0.1 个百分点。
- 11 月份 CPI 环比小幅上升主要是因为非食品价格上涨。而食品价格方面，除水果价格外，其他价格基本保持平稳。猪肉和鸡蛋价格继续下跌，但是跌幅有所减少，预计未来大幅下降空间有限。
- 未来两个月是春节前后，食品价格会季节性大幅上涨，预计 4 季度通胀在 4.7% 左右。
- CPI 同比加速下探，使得宏观调控政策多出更多空间，政策进入微调期。

分析师



潘向东

☎: (8610) 8357 4197

✉

panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0930510120027

特此鸣谢

许冬石 (8610) 83574134

(xudongshi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关阅读:

《5 月 CPI 预测: 物价环比不变, 翘尾主导 CPI》 2011/06/01

《6 月 CPI 预测: CPI 迎来峰值, 加息迎来“收官”》 2011/06/30

《7 月 CPI 预测: 物价趋于平稳, 通胀进入下降通道》 2011/08/01

《8 月 CPI 预测: 物价季节性回落, 通胀已经下行》 2011/09/01

《9 月 CPI 预测》: 翘尾下行, 食品价格普涨

《10 月 CPI 预测》: CPI 回落, 政策开始微调

一、11月CPI同比增速在4.5%

11月份的翘尾因素为4.4%，11月份经测算新涨价因素拉高CPI 0.07个百分点左右，四舍五入后11月份CPI同比增长4.5个百分点。同时考虑到新涨价因素中有一部分很难做出准确估算，其波动区间值为4.4%-4.6%。

本月CPI同比增速在4.5%，环比增速在0.1个百分点。本月新涨价因素上升，主要是因为非食品价格上涨，而各类食品价格小幅下跌。

表1: CPI中各分类价格对CPI影响预判(单位: %)

	食品	居住	其他六类
涨幅	-0.17	0.1	0.2
对CPI影响	-0.05	0.02	0.1

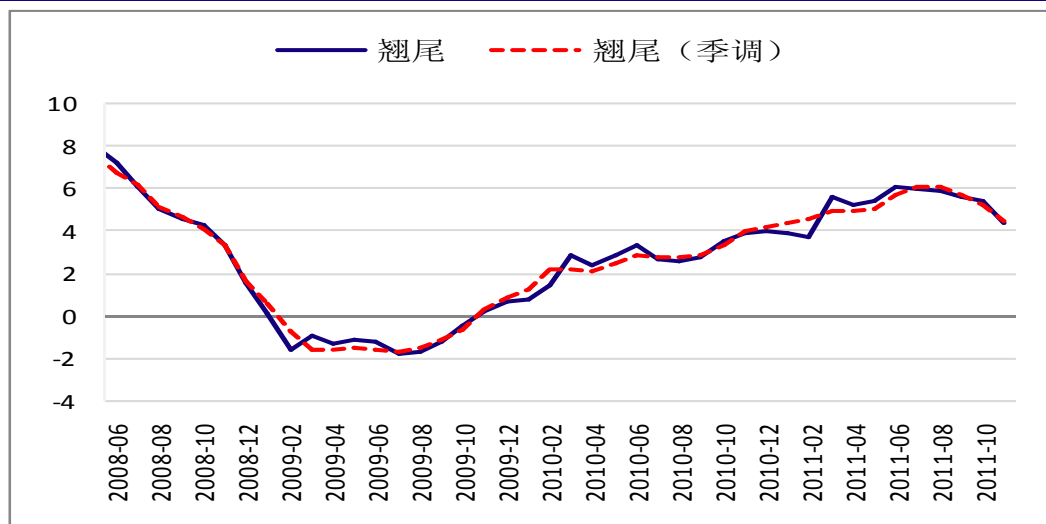
资料来源: 中国银河证券研究部

本月CPI同比回落迅速，翘尾因素加速回落。12月份CPI翘尾下降到4.0%左右，到四季度CPI同比增速在4.7%左右。

二、11月份CPI翘尾因素的测算

本月翘尾因素对CPI的影响为4.4个百分点，对比上个月5.4个百分点的翘尾影响下降1个百分点，下降幅度较大。到本年年末，CPI翘尾因素为下降最迅速的时期。考虑季节因素的影响，过去11个月对2011年11月份CPI翘尾数据的非季节影响大概在4.5个百分点，本月季调后的翘尾高于未季调翘尾0.1个百分点，11月份季节因素虽然影响了CPI，但是其影响幅度非常小。

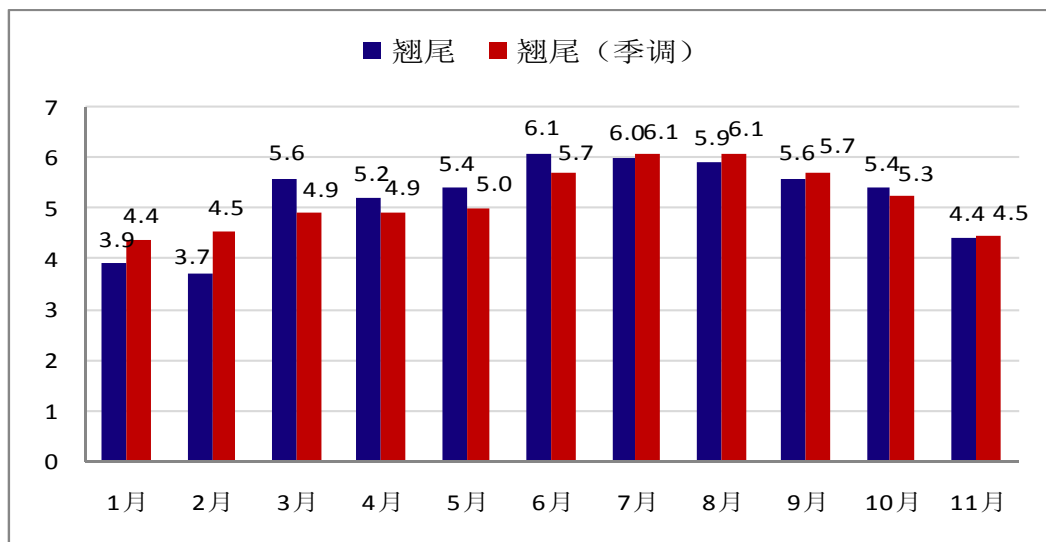
图1: CPI翘尾因素从本年下半年起回落，四季度下降幅度最快(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

11月份的翘尾水平回落速度加快，整个翘尾影响处于下降通道中(图1)。四季度翘尾水平会下降较快，会带动整体CPI回落，预计12月份翘尾影响在4.0%左右。

图2: 11月季调后翘尾影响本月略大于未季调翘尾(单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

三、11月份新涨价因素的测算

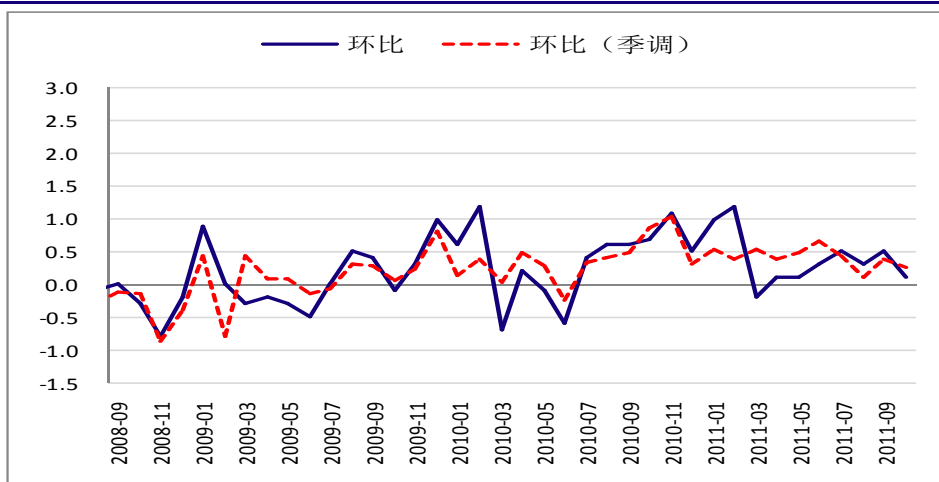
1、新涨价因素 10 月份环比上升

2011 年 10 月份, CPI 环比上升 0.1 个百分点。10 月份食品 CPI 环比下跌 0.2 个百分点, 比 9 月份相差了 1.3 个百分点, 两个月中波动幅度较大。上月涨幅比较大的肉类开始出现下跌, 蔬菜和鸡蛋价格也出现环比下跌。水果价格的季节性上涨并未抵消其他食品下跌所带来的价格变动, 10 月份食品 CPI 环比符合我们预期。

10 月份居住类价格环比小幅上涨 0.1 个百分点 (表 2), 符合我们预期, 变动较为平稳。我们预计房地产市场会收到来自政策和资金面的持续打压, 房租等价格将保持平稳。但是随着 CPI 进入下降通道, 发改委对各种公用事业的限价将有所松动。进入冬季, 电价和天然气价格预计未来有小幅上升。

非食品居住类项目价格两跌四升, 总体对 CPI 的影响超出我们预期, 其拉动 CPI 0.14 个百分点, 与本年 4 月份持平, 但是单一个月的数据很难判断非食品居住类价格将进入持续上涨通道。我们判断随着我国经济增速下滑, 非食品居住类价格持续上涨的概率较小。而历史上来看, 这六类价格波动幅度一直比较稳定。

图 3: 新涨价因素 10 月份小幅上升 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

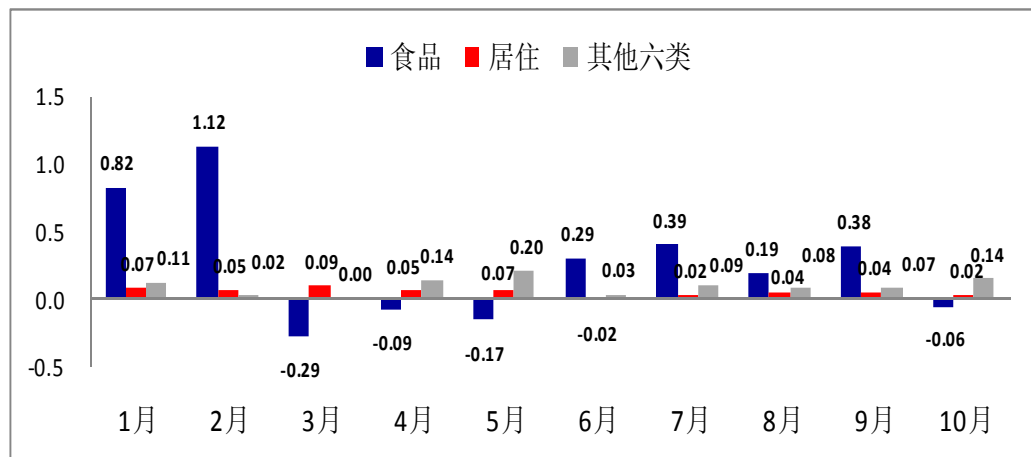
表 2:2011 年调整后 CPI 各项权重及环比增长率 (单位: %)

	CPI	食品	居住	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及维修服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化用品及服务
比例		31.4	18.9	4	8	5.3	8.9	9.3	14.2
2011-1	1	2.8	0.4	0.3	-0.5	0.4	0.3	0.5	0.4
2011-2	1.2	3.7	0.3	0.2	-0.8	0.2	0.2	0.1	0.3
2011-3	-0.2	-1	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0	-0.6
2011-4	0.1	-0.4	0.4	0.3	0.6	0.2	0.3	0.4	0.4
2011-5	0.1	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4	0.1	0
2011-6	0.3	0.9	-0.1	0.3	-0.2	0.2	0.3	-0.1	0
2011-7	0.5	1.2	0.1	0.2	-0.6	0.2	0.3	0	0.6
2011-8	0.3	0.6	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.6	0	0.1
2011-9	0.5	1.1	0.2	0.6	0.9	0.1	0.2	-0.1	-0.3
2011-10	0.1	-0.2	0.1	0.5	1.6	0.1	-0.1	-0.3	0.2

数据来源: 统计局 中国银河证券研究部

我们将通过对各分类指标的分析来预测 11 月份 CPI 的运行。调整权重后, 食品的价格变动仍然是推动 CPI 变动的第一要素。本年初, 食品和居住类价格变动对 CPI 的贡献率高过 90% (图 4)。6 月份, 由于猪肉、水产品 and 鸡蛋的上涨, 食品价格重新抬头, 拉动 CPI 继续上涨, 而非食品居住类价格重新平稳。10 月份食品类价格继续下跌, 拉动 CPI 下跌 0.06 个百分点, 主要是因为蔬菜、猪肉和鸡蛋类价格的出现下跌, 水果类价格涨幅比较大, 抵消了其他食品价格下跌幅度 (图 4)。居住类价格环比小幅上涨, 主要由于房价调控抑制了房租继续上涨, 而占居住类 60% 多的水电煤气价格一直比较平稳。10 月份非食品居住类价格涨幅超出预期, 拉动 CPI 上涨 0.14 个百分点。CPI 各项价格在 10 月份表现稳定, 衣着类价格上升幅度较大, 涨幅达到 1.6 个百分点, 但是预计此种涨势不可延续。

图 4:2011 年八大分类对 CPI 环比增加值的贡献 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

2、11 月份食品价格监测

影响 CPI 中食品价格变动的指标, 我们以商务部 50 大中城市食用农产品价格监测来获得数据。11 月份各种农产品价格变动中 (表 3), 蔬菜价格小幅回落。猪肉价格 11 月份仍在高位震荡, 但是价格有所回落, 但是近期大幅下降的可能性较小。

表 3: 11 月份食品价格普遍下跌 (单位: %)

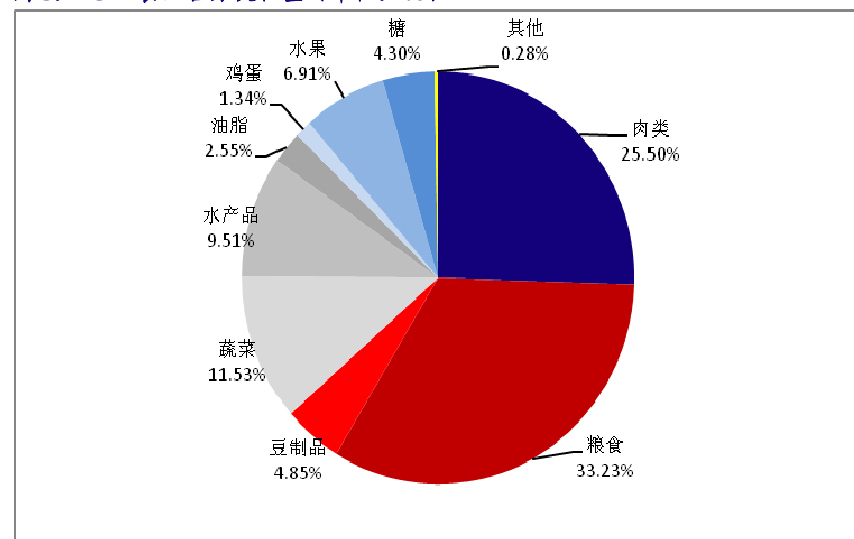
	18 种蔬菜平均批发价格	鸡蛋	8 种水产品	大米	面粉	食用油	食糖	猪肉	牛肉	羊肉
2011-01	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2011-02	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
2011-03	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
2011-04	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
2011-05	-6.18	3.85	5.20	1.00	1.00	0.10	0.80	4.55	-0.90	-0.20
2011-06	-11.24	3.33	4.26	1.10	1.41	0.80	1.31	13.27	1.30	0.70
2011-07	-6.65	2.12	2.31	0.60	1.21	1.81	1.10	1.79	1.51	2.01
2011-08	4.87	3.34	-2.67	1.21	0.40	1.51	0.90	0.50	0.50	1.51
2011-09	12.53	2.62	0.30	1.00	0.60	1.41	1.41	0.60	2.62	1.91
2011-10	-7.87	-2.08	-0.11	0.80	0.40	0.30	0.80	-3.95	0.70	2.32
2011-11	-0.34	-1.89	-0.50	0.00	-0.20	-0.10	0.00	-5.30	0.20	2.83
10/31-11/6	-2.20	-0.50	-0.40	0.00	-0.20	-0.10	0.00	-1.80	0.00	1.00
11/7-11/13	0.40	-0.60	0.20	0.00	0.00	0.00		-1.90	-0.30	1.00
11/14-11/20	1.50	-0.80	-0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.70	0.50	0.80

数据来源: 商务部 (11 月份食品价格截至至 11 月 20 日) 中国银河证券研究部

11 月份各类食品价格出现普遍下跌。其中, 水产品价格小幅波动, 环比下跌了 0.5 个百分点。由于国外大豆丰收, 本月食用油价格环比下跌 0.1 个百分点。鸡蛋由于供应充足, 已连续 7 周下跌, 11 月鸡蛋价格下跌了 1.89 个百分点。由于商务部公布的食品价格样本过小, 但是其有先行预警作用, 所以对食品价格的测算以商务部公布数据为基准进行调整。

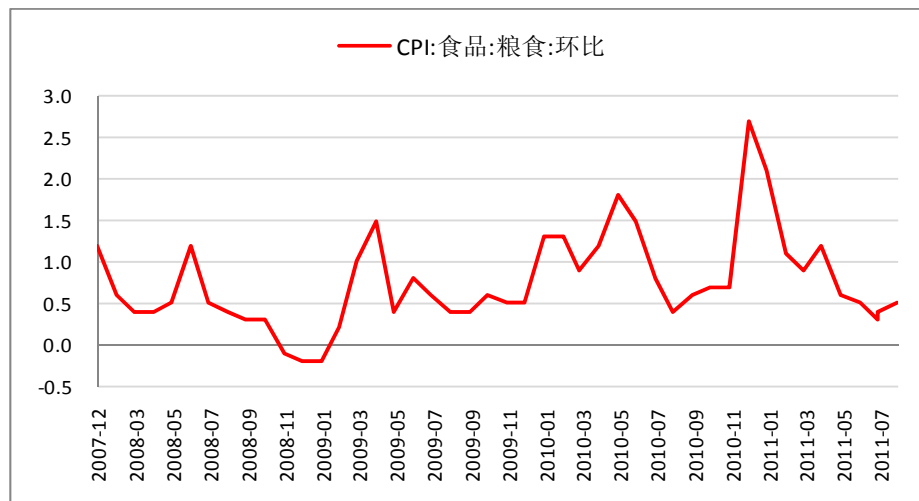
食品分类中各细项所占食品比重, 以肉类和粮食居首(图 5), 排在第三位的即是蔬菜。由于粮食关系到国家民生, 所以大幅上涨和下跌的可能性很小, 基本保持在小幅波动。今年以来, 商务部面粉和大米零售价格保持稳步小幅上涨态势, 但是截至本月 20 日为止, 大米零售价格与月初持平, 面粉零售价格小幅下降。但是自 2009 年以来, 我国粮食零售价格(图 6) 每月都保持正向小幅增长, 11 月份价格虽然有小幅下跌, 但是粮食价格未来依然会小幅稳步上涨。

图 5: CPI 食品各分类权重 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

图 6: 粮食价格自 2009 年以来一直环比为正 (单位: %)

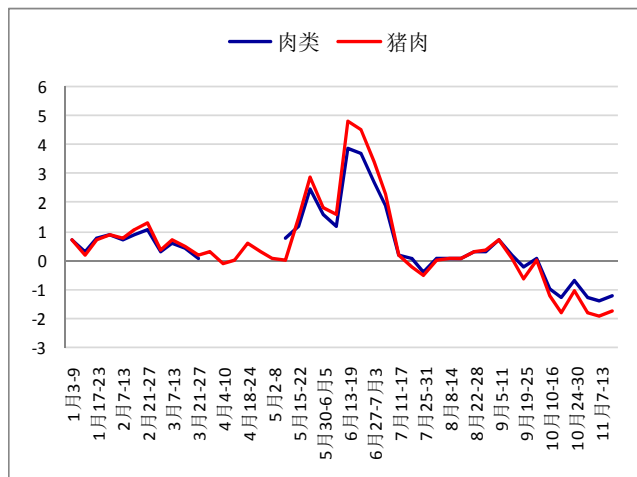


数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

11月,猪肉价格仍在高位运行,但是已出现小幅下降(图7)。数据显示截至11月17日,全国出栏肉猪均价为16.44元/千克,比上月末16.82元/千克有所下降。搜猪网显示,截至11月17日普通肉猪批发价格为26.88元/千克,比月初27.81元/千克有所下降。但是要注意到仔猪价格近两个月出现暴跌(图8),仔猪价格暴跌会影响养猪户的补栏热情,不利于未来猪肉价格稳定。

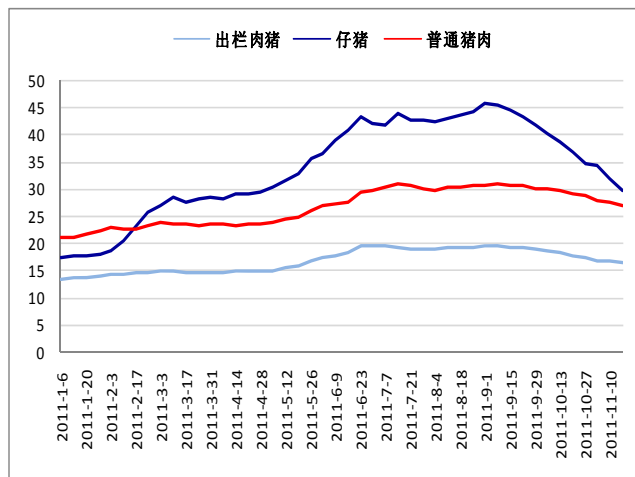
商务部猪肉零售价格下跌1.7个百分点,但是由于季节原因,牛羊肉价格持续上涨,牛肉价格11月平均上涨0.2个百分点,羊肉价格平均上涨2.8个百分点。本月肉类价格约下跌2.8个百分点,拉低CPI 0.1个百分点。

图7: 猪肉价格有所下跌(单位: %)



资料来源: 商务部 中国银河证券研究部

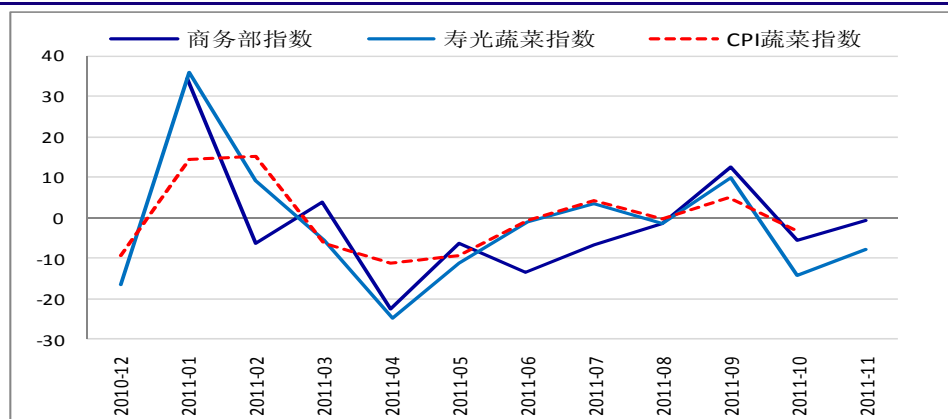
图8: 仔猪价格近期出现暴跌(单位: 元/千克)



资料来源: 搜猪网 中国银河证券研究部

商务部数据显示本月蔬菜价格下跌幅度为0.34%,寿光蔬菜价格指数本月平均下跌7.62%(图9)。本月寿光蔬菜价格指数比商务部50大中城市调查指数方向一致。蔬菜价格在本月下半旬有明显上涨趋势。

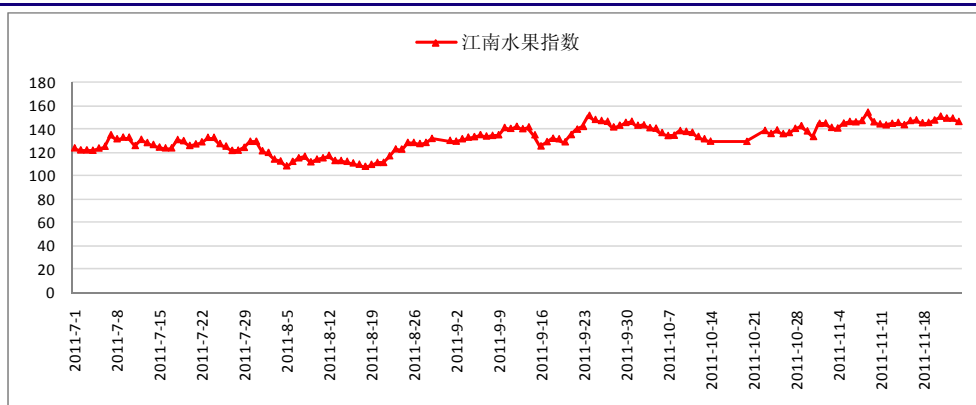
图9: 11月份蔬菜价格小幅下跌(单位: %)



寿光蔬菜采用日价格基数，截至日期为2011年11月28日，商务部数据截至日期为2011年11月20日

数据来源：商务部 CEIC 寿光蔬菜网 中国银河证券研究部（寿光蔬菜采用日价格定基指数）

图 10: 江南水果指数本月持平 (单位: %)



数据来源：广东价值指数平台（水果价格指数截至2011年11月26日）中国银河证券研究部

11月份鸡蛋价格继续下跌，商务部统计跌幅为1.89%，近期鸡蛋市场供应充足，鸡蛋价格在本月继续下跌，但是跌幅比上月有所降低。水产品价格小幅下降，价格下降了0.4个百分点。本月水果价格有所上升，广州江南水果批发价格指数显示11月份水果平均价格指数比10月上涨6.34个百分点（图10）。

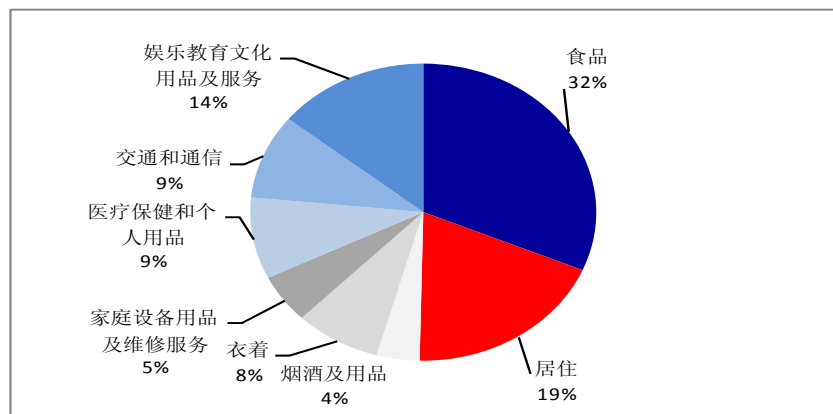
以各分类食品影响食品CPI的权重计算（图5），11月份食品CPI下跌了0.17个百分点，食品价格出现普跌。依据食品价格指数在CPI中所占权重（图11），我们得出11月份食品价格环比拉低CPI约为0.05个百分点。

表 4: 本月各分类价格对食品CPI的影响 (单位: %)

	粮食	猪肉	鲜菜	鸡蛋	水产品	水果	食用油
涨幅	-0.10	-2.28	-1.89	-0.50	-0.40	7.95	-0.10
拉动食品CPI	-0.03	-0.41	-0.08	-0.09	-0.04	0.48	0.00
拉动CPI	-0.01	-0.13	-0.02	-0.03	-0.01	0.15	0.00

数据来源：中国银河证券研究部

图 11: CPI 各分类权重 (单位: %)

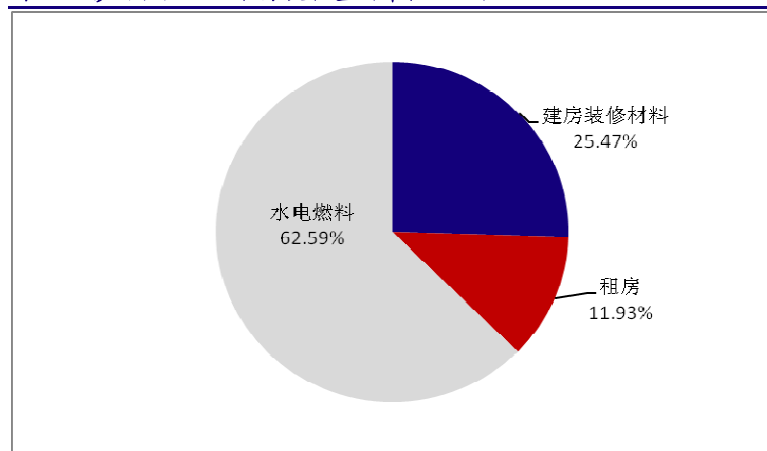


数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

3、11 月份其他因素分析

影响 CPI 变动的第二大类别为居住类价格的变动 (图 12)。11 月份，政策面对房地产保持不变，房地产开发减速，房地产价格环比小幅下跌，我们预计租赁价格会保持平稳。本月，与居住相关的水电煤气价格并未进行大范围价格调整，预计此类价格稳定。我们判断本月居住类价格环比小幅上涨 0.1 个百分点，依据居住类权重 (本年初调整后居住类权重占 CPI 权重大概为 18.7%)，居住类价格 8 月份小幅拉高 CPI 0.02 个百分点。

图 12: 影响居住 CPI 各分类权重 (单位: %)



数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

历史数据显示 (表 5)，在 CPI 八大类分项中，食品的波动幅度最大，其占 CPI 权重最多，对 CPI 的影响最显著。统计来看，其他六项分类价格 10 年月平均变动在 -0.11-0.10 个百分点之间。通过移动平均法，我们计算得到 11 月份非食品居住类价格环比上涨 0.2 个百分点，拉升 CPI 0.09 个百分点左右。

表 5: 2001 年以来，在 CPI 八大类分项中食品波动幅度最大 (单位: %)

	CPI	食品	居住	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及维修服务	医疗保健和个人用品	交通和通信	娱乐教育文化用品及服务
平均	0.20	0.51	0.26	0.09	-0.11	0.00	0.10	-0.09	0.03
标准差	0.67	1.74	0.52	0.14	0.62	0.20	0.27	0.43	0.61

数据来源: CEIC 中国银河证券研究部

四、12 月份 CPI 分析

12 月份 CPI 翘尾影响下下降到 4.0 个百分点。我们判断，12 月份 CPI 环比仍然上行。食品方面，12 月份各类食品价格上升，由于临近春节，预计食品价格涨幅较大。12 月份水果价格会继续上升，而冬季到来各种蔬菜价格也开始回升。猪肉仍然高位运行，近期仔猪价格暴跌不利于后期补栏热情，节日是猪肉的销售旺季，预计猪肉价格大幅下跌的可能性较小。食品价格整体会环比向上。

居住价格方面，由于 CPI 进入下降通道，同时冬季采暖季节的到来，预计下个月开始电费和天然气费用会有小幅上升。而近期持续的电荒也会倒逼上网电价上调，从而居民用电价格上涨。而通胀形势的下降正好利于各种价格机制的理顺，下个月电价上调为大概率事件。另一方面，对房地产的持续打压也抑制了租金进一步的上涨，我们估计居住类价格在本季度会保持平稳。

非食品居住价格方面，由于我国经济开始减速，我们判断非食品居住六类价格会有升有降。

五、测算可能出现的误差

由于数据本身带来的误差，导致最后的测算结果可能会与未来统计局实际公布的存在差异。产生误差的原因主要体现在：

第一，由于我们对 CPI 中食品和居住类价格指数之外的六大类价格指数采用的是移动平均的算法进行预测，这很难避免某一单月会出现较强的噪声，这会影响到最后的测算结果。

第二，我们采用的数据是商务部监测的数据，同时参考了农业部公布的数据与其他机构发布的分类价格指数，但由于 CPI 的数据最终是由统计局公布，由于样本的选取和样本数等方面的影响，最终的统计结果也可能会产生差异。

第三，由于我们对于居住类价格指数的测算采用的是小样本抽样调查，这可能与统计局大样本调查的结果会存在差异。

第四，由于是预测数据，我们所观察的数据基本上忽略了每个月最后一个星期的价格变化，这会使最后结果产生一定的误差。

表 6：本年度统计局商务部食品指标比较（单位：%）

商务部食品价格（累计环比）	18 种蔬菜 平均批发价格	鸡蛋	8 种水产品	粮食		食用油	食糖	肉类		
				大米	面粉			猪肉	牛肉	羊肉
1 月	34.62	1.00	1.61	2.22	1.41	0.70	1.91	2.52	1.81	2.62
2 月	-6.13	0.70	-0.40	1.41	1.00	0.30	0.40	0.40	0.80	3.23
3 月	3.92	-4.52	-3.00	1.81	0.60	0.00	1.30	1.81	-0.20	-0.30
4 月	-22.43	-0.80	0.00	1.00	0.60	-0.10	2.01	0.80	0.90	0.50
5 月	-6.18	3.85	5.20	1.00	1.00	0.10	0.80	4.55	-0.90	-0.20
6 月	-11.24	3.33	4.26	0.90	1.00	0.80	1.31	13.27	1.30	0.70
7 月	-6.65	2.12	2.31	0.60	1.21	1.81	1.10	1.79	1.51	2.01
8 月	4.87	3.34	-2.67	1.21	0.40	1.51	0.90	0.50	0.50	1.51
9 月	12.53	2.62	0.30	1.00	0.60	1.41	1.41	0.60	2.62	1.91
10 月	-7.87	-2.08	-0.11	0.80	0.40	0.30	0.80	-3.95	0.70	2.32
统计局 (CPI 环比增速)	蔬菜	鸡蛋	水产品	粮食				肉禽及制品		
1 月	14.40	2.30	3.90	1.10				1.30		
2 月	15.20	0.80	6.20	0.90				3.70		

3 月	-6.20	-7.00	-2.30	1.20	-1.10
4 月	-11.20	-1.30	0.70	0.60	0.50
5 月	-9.30	4.60	0.50	0.50	1.60
6 月	-0.80	4.20	2.00	0.30	6.30
7 月	4.10	0.80	1.20	0.40	4.70
8 月	-0.20	4.40	-0.70	0.50	1.50
9 月	5.20	2.40	-0.60	0.50	1.20
10 月	-3.40	-3.80	-1.50	0.40	-0.60

数据来源: CEIC 商务部 统计局

六、通胀进入下降通道，政策出现小幅微调

四季度 CPI 翘尾下降较快，通胀进入下降通道。我们判断四季度 CPI 同比增速在 4.7% 左右。

由于我国经济增速回落，明年通胀水平回落，但是各种刺激政策出台预计通胀水平回到 3 的可能性较小。另一影响未来 CPI 运行的不确定性因素是大宗商品价格的运行，如果大宗商品价格重新高企，会给我国带来输入性通胀压力。

CPI 同比增速已经开始缓慢回落，近期内央行货币政策会有小幅调整。

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

许冬石，宏观助理研究员，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。

潘向东，宏观经济分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn