

# 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12月26日

## 12月CPI约3.9-4.1%，菜价快速上涨延缓通胀回落

证券分析师：周炳林 0755-82130638

[zhoublin@guosen.com.cn](mailto: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](mailto:cuirong@guosen.com.cn)

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120057

**事项：**

12月CPI预判

**评论：**

### ■ 12月CPI预判：3.9%-4.1%

表1：12月份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        |
|--------|--------|-------|----------|----------|------------|------|-----------|
| Jan-10 | 0.60   | 1.006 | 1.50     |          |            |      |           |
| Feb-10 | 1.20   | 1.012 | 2.70     |          |            |      |           |
| Mar-10 | -0.70  | 0.993 | 2.40     |          |            |      |           |
| Apr-10 | 0.20   | 1.002 | 2.80     |          |            |      |           |
| May-10 | -0.10  | 0.999 | 3.10     |          |            |      |           |
| Jun-10 | -0.60  | 0.994 | 2.90     |          |            |      |           |
| Jul-10 | 0.40   | 1.004 | 3.30     |          |            |      |           |
| Aug-10 | 0.60   | 1.006 | 3.50     |          |            |      |           |
| Sep-10 | 0.60   | 1.006 | 3.60     |          |            |      |           |
| Oct-10 | 0.70   | 1.007 | 4.40     |          |            |      |           |
| Nov-10 | 1.10   | 1.011 | 5.10     |          |            |      |           |
| Dec-10 | 0.50   | 1.005 | 4.60     |          |            |      |           |
| Jan-11 | 1.00   | 1.010 | 4.90     | 4.99     | 0.09       |      |           |
| Feb-11 | 1.20   | 1.012 | 4.90     | 4.99     | 0.09       |      |           |
| Mar-11 | -0.20  | 0.998 | 5.40     | 5.52     | 0.12       |      |           |
| Apr-11 | 0.10   | 1.001 | 5.30     | 5.41     | 0.11       |      |           |
| May-11 | 0.10   | 1.001 | 5.50     | 5.62     | 0.12       |      |           |
| Jun-11 | 0.30   | 1.003 | 6.40     | 6.58     | 0.18       |      |           |
| Jul-11 | 0.50   | 1.005 | 6.50     | 6.69     | 0.19       |      |           |
| Aug-11 | 0.30   | 1.003 | 6.20     | 6.37     | 0.17       |      |           |
| Sep-11 | 0.50   | 1.005 | 6.10     | 6.26     | 0.16       |      |           |
| Oct-11 | 0.10   | 1.001 | 5.50     | 5.63     | 0.13       |      |           |
| Nov-11 | -0.20  | 0.998 | 4.20     | 4.27     | 0.07       |      | 11月之后已知涨幅 |
| Dec-11 | 0.25   | 1.003 | 3.97     | 4.02     | 0.05       | 3.70 | 11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预测中值3.97%，食品同比8.64%，非食品1.90%

根据我们的CPI测算模型，预计12月CPI为3.97%。其中食品环比涨0.83%，同比涨8.64%，受寒冷天气影响，

今年 12 月蔬菜价格大幅上涨，环比高达 11.65%，成为阻碍本月 CPI 继续大幅下行的主要原因。

非食品环比涨 0%，同比涨 1.90%。非食品环比为零的判断有充分依据，其一，前几月 CRB 低迷传导到非食品价格的时滞已到，其二，11 月非食品环比表面上由 10 月的 0.2% 降至 0.1%，但按照分项涨幅附加权重仔细测算，降幅实际上更大，由 0.24-0.25% 降至 0.5-0.6%，四舍五入的原因致使其降幅看上去不明显，按此情况推算，12 月非食品环比涨幅降至 0% 仍较有把握。

#### ■ 预计 12 月食品价格环比涨 0.83%，其中蔬菜环比涨 11.65%

预计 12 月食品环比涨 0.83%，其中粮食、肉禽及其制品、蛋、水产品、鲜菜、鲜果、油脂分别涨 -0.27%、-0.92%、-2.84%、0.37%、11.65%、0.64%、0.01%。各分项环比数据主要参考商务部食品价格周环比数据以及统计局 50 个城市主要农副食品平均价数据。食品各分项占食品篮子的权重则是根据 11 月统计局 CPI 涨幅公告计算得到。不难看出，除鲜菜外，多种食品价格环比维持前期特征，非下降则涨幅较小，由此看出，12 月问题主要来自寒冷天气的季节性因素。

表 2: 食品及其各分项 12 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   |
|----------|---------|-------|--------|-------|------|-------|------|------|
| 12 月环比预测 | 0.83    | -0.27 | -0.92  | -2.84 | 0.37 | 11.65 | 0.62 | 0.01 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 根据 11 月统计局 CPI 涨幅公告计算食品各分项的权重

| 指标名称              | 总食品    | 粮食   | 肉禽制品  | 猪肉   | 蛋类   | 水产品  | 新鲜蔬菜  | 新鲜水果 | 油脂   | 统计数据可得<br>的食品分项指<br>数的权重合计 | 统计不可得<br>的其他食品权重 |
|-------------------|--------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|----------------------------|------------------|
| 食品分项价格同比上涨 (%)    | 8.8    | 8.9  | 19.6  | 26.5 | 4.4  | 10.8 | -11.0 | 10.8 | 8.9  |                            |                  |
| 对总体 CPI 同比的贡献 (%) | 2.70   | 0.25 | 1.31  | 0.78 | 0.04 | 0.24 | -0.31 | 0.20 | 0.11 |                            |                  |
| 占 CPI 篮子的权重       | 30.7%  | 2.8% | 6.7%  | 2.9% | 0.9% | 2.2% | 2.8%  | 1.9% | 1.2% |                            |                  |
| 占食品篮子的权重          | 100.0% | 9.2% | 21.8% | 9.6% | 3.0% | 7.2% | 9.2%  | 6.0% | 4.0% | 60.4%                      | 39.6%            |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据商务部周环比数据，粮食、肉禽、蛋、水产品、蔬菜、油脂 12 月价格环比为 -0.27、-1.12、-2.48、1.01、16.69、0.18%；由统计局 50 个城市主要农副食品平均价数据，粮食、肉禽、蛋、水产品、蔬菜、油脂 12 月价格环比为 -0.20、-0.58、-2.94、-0.14、14.47、-0.15%。两个部门的数据大体上是相互吻合的。

参照历史对应情况反复测试，取上述两个结果平均值与公布的 CPI 分项值进行回归，效果较好，我们以此最终得到分项环比的综合预测值。

鲜果价格环比的处理方法与前述分项一样，但由于商务部已不再发布鲜果价格环比，在处理过程中，我们用水果批发价格环比来代替商务部水果分项环比。

表4: 12月食品各分项环比数据

单位: %

| 指标名称                  | 粮食    | 肉禽    | 蛋     | 水产品   | 蔬菜    | 鲜果    | 油脂    |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 商务部数据结果(截至12月16日)     | -0.27 | -1.12 | -2.48 | 1.01  | 16.69 | 2.71  | 0.18  |
| 统计局50城市数据结果(截至12月20日) | -0.20 | -0.58 | -2.94 | -0.14 | 14.47 | -0.99 | -0.15 |
| 统计局50城市与商务部结果平均值      | -0.23 | -0.85 | -2.71 | 0.43  | 15.58 | 0.86  | 0.01  |
| 按照对应规律的综合预测值          | -0.27 | -0.92 | -2.84 | 0.37  | 11.65 | 0.62  | 0.01  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 商务部已不发布鲜果环比, 本报告用水果批发价格环比代替。

### ■ 预计12月非食品环比继续下降至0

预计12月非食品环比继续下降至0, 不排除负增长的可能。2011年7月起, CRB指数开始环比负增长, CPI非食品部分一直保持环比正增长, 体现二者传导存在时滞。随着时间推移, CRB至CPI非食品的传导在11月已有所体现: 根据统计局公布非食品各分项环比涨幅及相应权重, 可知, 11月环比已从0.24-0.25%下降约0.19个百分点至0.04-0.05%。预计12月CRB的传导效应将继续, 12月非食品价格环比将继续下降。

目前, 房地产价格面临越来越大的下行压力, 其对租金的传导也在进行, 占非食品分项权重高达26%的居住价格在11月环比零增长, 12月价格将继续下降; 另外, 按照各年12月非食品分项历史环比规律, 另一个权重很大(20.6%)的娱乐教育文化用品及服务价格在12月继续下降可能性很大, 这进一步加强了12月非食品环比继续下降的可能性。

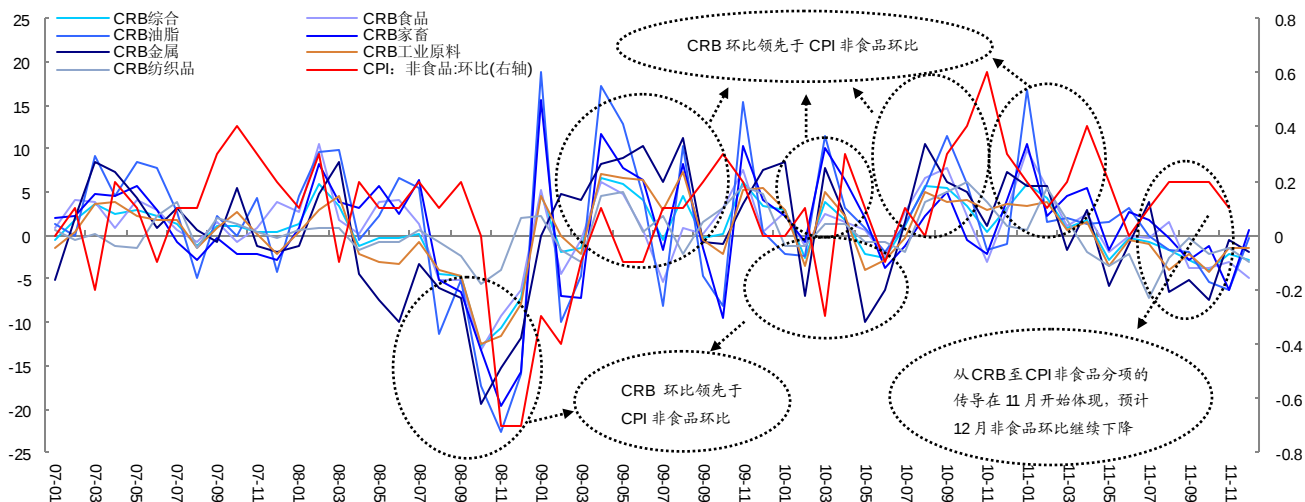
表5: 从CRB至CPI非食品分项的传导在11月开始体现

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 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|----------|
| 2011-07 | -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 | -2.1   | -3.1   | -6.4   | -6.2   | -0.6   | -1.5     | -1.4    | 0.1      |
| 2011-12 | -2.9   | -5.0   | -0.3   | 0.5    | -1.8   | -1.5     | -3.0    | 0.0      |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 12月数据截至12月21日, 12月CPI非食品为预测值

图1: 从CRB到CPI非食品价格的传导存在时滞



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表6: 根据统计局公布非食品各分项环比以及相应权重计算, 11月环比已降0.2个百分点

单位: %

| 指标名称    | 烟酒及用品 | 衣着    | 家庭设备用品及服务 | 医疗保健及个人用品 | 交通通讯及服务 | 娱乐教育文化用品及服务 | 居住    | 根据权重计算值 | 统计局公布值 |
|---------|-------|-------|-----------|-----------|---------|-------------|-------|---------|--------|
| 2011-01 | 0.30  | -0.50 | 0.40      | 0.30      | 0.50    | 0.40        | 0.40  | 0.28    | 0.2    |
| 2011-02 | 0.20  | -0.80 | 0.20      | 0.20      | 0.10    | 0.30        | 0.30  | 0.11    | 0.1    |
| 2011-03 | 0.30  | 0.50  | 0.30      | 0.20      | 0.00    | -0.60       | 0.50  | 0.14    | 0.2    |
| 2011-04 | 0.30  | 0.60  | 0.20      | 0.30      | 0.40    | 0.40        | 0.40  | 0.39    | 0.4    |
| 2011-05 | 0.30  | 0.50  | 0.30      | 0.40      | 0.10    | 0.00        | 0.20  | 0.22    | 0.2    |
| 2011-06 | 0.20  | -0.20 | 0.20      | 0.30      | -0.10   | 0.00        | -0.10 | 0.00    | 0.0    |
| 2011-07 | 0.20  | -0.60 | 0.20      | 0.30      | 0.00    | 0.60        | 0.10  | 0.14    | 0.1    |
| 2011-08 | 0.20  | -0.10 | 0.20      | 0.60      | 0.00    | 0.10        | 0.20  | 0.17    | 0.2    |
| 2011-09 | 0.60  | 0.90  | 0.10      | 0.20      | -0.10   | -0.30       | 0.20  | 0.16    | 0.2    |
| 2011-10 | 0.50  | 1.60  | 0.10      | -0.10     | -0.30   | 0.20        | 0.10  | 0.25    | 0.2    |
| 2011-11 | 0.30  | 1.40  | 0.30      | 0.20      | -0.20   | -0.80       | 0.00  | 0.05    | 0.1    |
| 权重:     | 5.8   | 12.4  | 8.5       | 13.2      | 13.5    | 20.6        | 26.0  |         |        |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表7: 各年12月非食品各分项环比: 10年中有9年娱乐教育文化用品及服务价格在12月环比负增长

单位: %

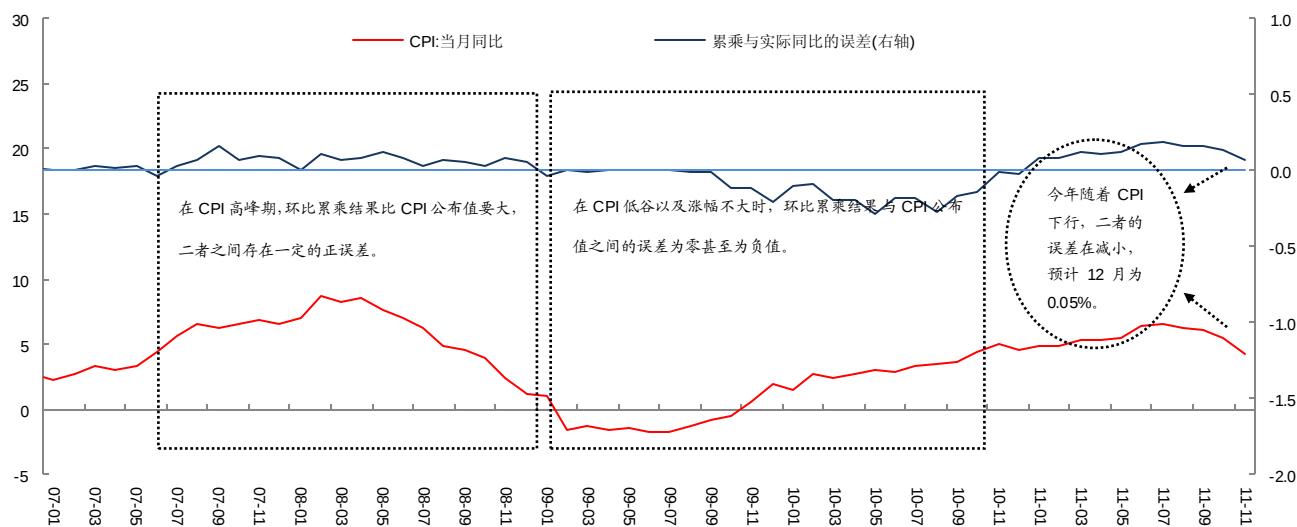
| 指标名称    | 烟酒及用品 | 衣着   | 家庭设备用品及服务 | 医疗保健及个人用品 | 交通通讯及服务 | 娱乐教育文化用品及服务 | 居住   |
|---------|-------|------|-----------|-----------|---------|-------------|------|
| 2001-12 | 0.0   | 0.0  | -0.1      | -0.1      | -0.3    | -0.3        | 0.2  |
| 2002-12 | 0.0   | 0.0  | -0.1      | 0.0       | -0.2    | -0.2        | 0.4  |
| 2003-12 | 0.4   | -0.1 | 0.0       | 0.0       | 0.0     | -0.1        | 0.7  |
| 2004-12 | 0.0   | 0.1  | 0.0       | 0.2       | -0.1    | 0.1         | 0.0  |
| 2005-12 | 0.0   | 0.2  | 0.0       | 0.4       | -0.1    | -0.2        | 0.2  |
| 2006-12 | 0.4   | 0.3  | 0.1       | 0.1       | 0.0     | -0.3        | 0.6  |
| 2007-12 | 0.4   | 0.0  | 0.2       | 0.2       | 0.1     | -0.3        | 0.5  |
| 2008-12 | 0.0   | -0.6 | -0.1      | 0.0       | -0.6    | -0.7        | -2.0 |
| 2009-12 | 0.1   | -0.2 | 0.0       | 0.5       | 0.1     | -0.4        | 0.7  |
| 2010-12 | 0.3   | 0.5  | 0.4       | 0.4       | 0.1     | -0.3        | 0.8  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

#### ■ 预计 12 月累乘与实际同比之间的误差继续缩小至 0.05%

我们之前观察到的“累乘与实际同比的误差”在 11 月下降非常明显,在今年 6、7、8 月的通胀高峰期,此误差接近 0.2%,随着通胀的消退,此误差在不断减小,11 月已降至 0.07%。从历史规律看,在 CPI 高峰期,此误差为正值,而在 CPI 低谷以及涨幅不太大时,此误差会降至零甚至为负值。预计今年 12 月该误差将降至 0.05%,我们在 12 月的 CPI 预测中进行了相应调整。

图2: 11月环比累乘方法得到的同比与CPI之间的误差几乎消失



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<br>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<br>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。