

2012 年 6 月 15 日

# 阶梯电价：CPI 影响不大，电力企业受益明显

——宏观日报 2012.06.15

## 相关研究

项目先行，资金正在跟进——宏观日报 2012.06.14

预计 6 月份 CPI 涨幅将回落到 2.6%——宏观日报 2012.06.13

中长期贷款规模和占比提升，稳增长效果开始显现——宏观日报 2012.06.12

经济好于预期，企稳仍有待政策发力——宏观日报 2012.06.11

降息，不仅仅是降息——宏观日报 2012.06.08

《经济加速回落 倒逼政策加码——2012 年 4 月经济数据分析》2012-5-14

## 分析师

李慧勇 A0230203100029

[lihy@swsresearch.com](mailto:lihy@swsresearch.com)

孟祥娟 A0230511090004

[mengxi@swsresearch.com](mailto:mengxi@swsresearch.com)

## 研究支持

张承启

[zhangcq@swsresearch.com](mailto:zhangcq@swsresearch.com)

徐有俊

[xuyi@swsresearch.com](mailto:xuyi@swsresearch.com)

谢伟玉

[xiewy@swsresearch.com](mailto:xiewy@swsresearch.com)

## 联系人

吉灵浩

(8621)23297336

[jilh@swsresearch.com](mailto:jilh@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

- 日前发改委发布公告，从当前开始，各地区居民阶梯用电价格制度将陆续出台，从今年 7 月开始全国全面试行。我们主要从三个方面分析阶梯电价的影响：
- 首先，居民用电消费总支出会有显著的上升，一定程度上提高电网收入。大致估计若 40% 的居民用电量“被阶梯”，第二档电价涨价 5 分钱/度，第三档涨价 0.2 元/度，以全国平均居民用电价格 0.5 元/度计算，平均涨幅约 15%，居民用电量占全社会总用电量 1/8，则电网总收入提高  $40\% \times 15\% \times 1/8 = 0.75\%$ ；
- 其次，阶梯电价对 CPI 增幅有限。居住价格占 CPI 的比重不到 1/5，而且因为其中包含了房租价格，所以水电煤等资源品占比就更小，再加上阶梯电价影响的人群只占 20% 到 10%，因此影响进一步被缩减。我们基于去年《电价上调对工业成本和 CPI 的投入产出表分析》中测算的结果估算这次阶梯电价制度对 CPI 影响的远低于 0.05 个百分点。
- 第三，电价上涨对电力消费以及居民购买家用电器行为的影响总体上比较有限。价格上涨会有两个效应，一是收入效应，二是替代效应，收入效应导致用电边际价格上升，用电需求下降，相应的会影响家用电器的需求；替代效应则表明，电价上涨后家用电器的替代品需求会因此上升，例如更多的家庭采用太阳能热水器替代电热水器。这只是对于收入超过 80% 未能“有幸被阶梯”，且收入低于最高 1% 的那部分家庭而言。对于，收入特别高的那 1% 左右的家庭而言，他们根本不介意电费多一点还是少一点，电价变动对于他们几乎没有影响——这意味着定位最高端家庭的高耗能家电基本不会受到阶梯电价影响。
- 其他关注：1、一季度我国国际收支经常项目、资本和金融项目呈现“双顺差”，但是结构出现分化。2、欧美 5 月 CPI 大幅回落，为进一步刺激经济奠定基础。3、工信部表示，正在制定新一轮汽车刺激政策，将择日出台。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

## 1、阶梯电价对 CPI 影响有限，电力企业受益明显

日前发改委发布公告，从当前开始，各地区居民阶梯用电价格制度将陆续出台，从今年7月开始全国全面试行。不同省份阶梯用电价格制度有所差异，主要体现在三个方面：

- 1、第一档用电量标准差异，有的地区第一档用电量覆盖 80%的居民户，有的地区覆盖到 90%以上的居民户；
- 2、不同规模家庭用电量标准差异。有的地区允许人口数量较多家庭经过一定审批程序后通过一定的方式提高用电标准。
- 3、季节性用电需求差异。有的地区将按照季节差异设定不同的用电标准，也有地区直接设定全年总用电标准。

在年初政府工作报告中，居民阶梯电价作为今年资源品价格改革的重要一环受到各界广泛关注。经过5月底6月初，各地密集的居民阶梯用电听证会之后，阶梯用电制度最终迅速推出。

所谓阶梯电价，其本质还是涨价，只是第一档不涨价的用电量覆盖超过 80%甚至 90%的居民，因此对于大多数人而言影响不大，但是对于总量的影响需要另外“斤斤计较”。依据发改委自身的数据，我国 5%的高收入家庭消费了约 24%的电量，由此推算超出第一档的用电总量占比可能达到 40%，这意味着阶梯用电制度的至少从三个方面影响经济：

首先，居民用电消费总支出会有显著的上升，一定程度上提高电网收入，大致估计若 40%的居民用电量“被阶梯”，第二档电价涨价 5 分钱/度，第三档涨价 0.2 元/度，以全国平均居民用电价格 0.5 元/度计算，平均涨幅约 15%，居民用电量占全社会总用电量 1/8，则电网总收入提高  $40\% \times 15\% \times 1/8 = 0.75\%$ ；

其次，阶梯电价对 CPI 增幅有限，居住价格占 CPI 的比重不到 1/5，而且因为其中包含了房租价格，所以水电煤等资源品占比就更小，再加上阶梯电价影响的人群只占 20%到 10%，因此影响进一步被缩减。我们基于去年《电价上调对工业成本和 CPI 的投入产出表分析》中测算的结果估算这次阶梯电价制度对 CPI 影响的远低于 0.05 个百分点。

最后，边际电价提高是否会影响电力消费及家用电器消费？这其实是一个很复杂的问题，需要微观计量的结论，在这个比较简短的日评报告中，我们暂且放弃复杂的量化分析，只是简单地从逻辑角度看影响的可能渠道。对于占人口比重 10%的高用电消费、高收入的家庭而言，实行阶梯电价后，边际用电价格要提高 10%（以第二档提高 5 分钱计算），甚至提高 40%（以第三档提高 0.2 元计算）。19 世纪 70 年代边际效用学派展开的边际革命告诉我们，重要的不是用电的平均价格，而是最后一度电的边际价格；同样，微观经济学也告诉我们，价格上涨会有两个效应，一是收入效应，二是替代效应，收入效应导致用电边际价格上升，用电需求下降，相应的会影响家用电器的需求；替代效应则表明，电价上涨后家用电器的替代品需求会因此上升，例如更多的家庭采用太阳能热水器替代电热水器。当然，这只是对于收入超过 80%未能“有幸被阶梯”，且收入低于最高 1%的那部分家庭而言。对于，收入特别高的那 1%左右的家庭而言，他们根本不介意电费多一点还是少一点，电价变动对于他们几乎没有影响——这意味着定位最高端家庭的高耗能家电基本不会受到阶梯电价影响。

## 2、一季度我国国际收支经常项目、资本和金融项目呈现

### “双顺差”，但是结构出现分化。

一季度我国国际收支经常项目、资本和金融项目呈现“双顺差”，但是结构出现分化。其中国际收支经常项目顺差 235 亿美元。其中，货物贸易顺差 219 亿美元，服务贸易逆差 181 亿美元，收益顺差 173 亿美元，经常转移顺差 25 亿美元。资本和金融项目顺差 561 亿美元。其中，直接投资净流入 489 亿美元，证券投资净流入 93 亿美元，其他投资净流出 35 亿美元。

经常项目方面，虽然货物贸易和收益增速比去年同期有所提升，但服务贸易和经常转移出现大幅逆差，其增速显著下滑，综合作用使得 1 季度经常项目同比降低 18.4%，连续 3 个月负增长，但是下滑幅度呈逐步收窄走势。

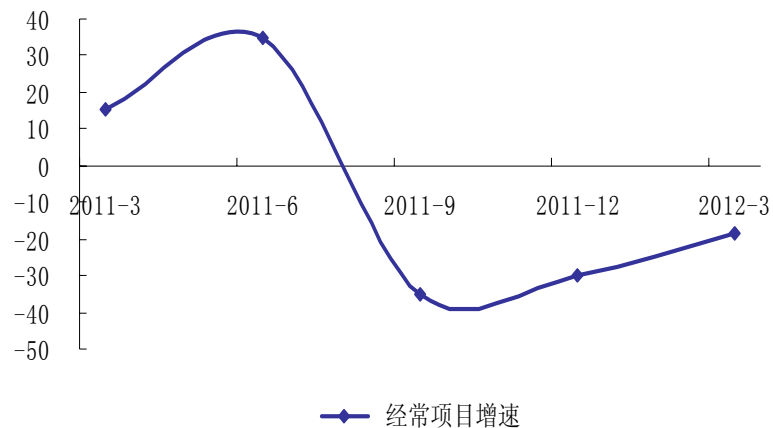
资本与金融账户方面，外商对我国投资转正增加，增速大幅提升，达到 9.2%，表明我国在吸引外资方面仍具有较强优势和竞争力。外商对我国投资提升是推动我国资本与金融项目顺差的主要原因。证券投资流入 93 亿美元，较去年 4 季度多增 80 亿美元，环比增加 6.15 倍。至今年 5 月，我国 QFII 机构总数达到 170 家。经国务院批准，证监会、央行及外管局近期新增 QFII 投资额度 500 亿美元，从而使得 QFII 总投资额度达到 800 亿美元。QFII 投资机构数量和投资金额的增加加快了国内资本市场的对外开放程度，同时也缓解了

市场对资金外流的担忧。而且从历史数据看，QFII 倾向对资产进行长期配置，波动幅度低，有利于我国股票市场的稳健发展。

交易国际储备资产继续增长，达 746 亿美元，较去年 4 季度出现大幅回升，环比增长 500%，国际储备资产增加主要受到资本与金融账户顺差增大的影响。

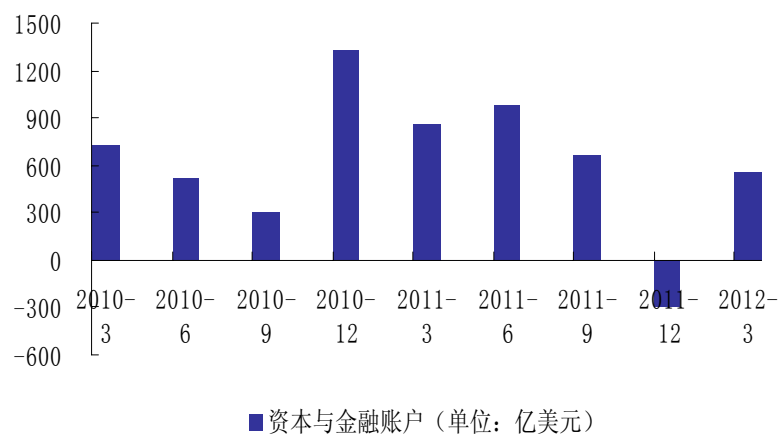
就未来情况看，随着欧债危机逐步缓和、全球经济缓慢复苏，我国对外贸易将有所好转，同时，外商直接投资增加和 QFII 资金进入我国，预计未来我国国际储备资产仍将延续增长势头。

图 1：1 季度经常项目增速



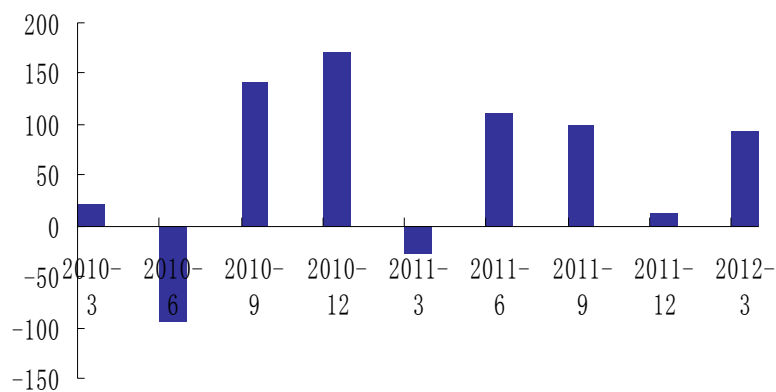
资料来源：CEIC，申万研究

图 2：资本与金融账户大幅增加



资料来源：CEIC，申万研究

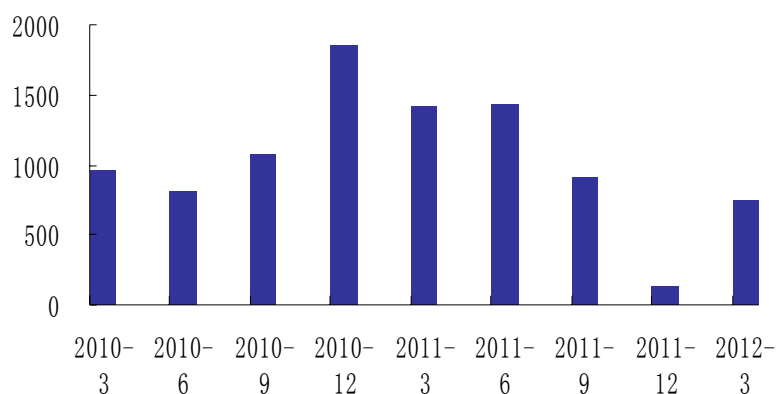
图 3：1 季度证券投资资金流入我国增加



■ 证券投资 (单位: 亿美元)

资料来源: CEIC, 申万研究

图 4: 1 季度交易性国际储备资产大幅增加



■ 交易性国际储备资产 (单位: 亿美元)

资料来源: CEIC, 申万研究

### 3、欧美 5 月 CPI 大幅回落, 为进一步刺激经济奠定基础。

欧美 5 月 CPI 大幅回落, 为进一步刺激经济奠定基础。美国 5 月 CPI 环比增速从 0 下滑至 -0.3%, 同比增速从 2.3% 下滑至 1.7%, 和我们预期完全一致, 比市场预期均低 0.1 个百分点; 但核心 CPI 环比增长 0.2%, 同比增速维持在 2.3%。这是美国 CPI 两年以来首次环比下跌, 并创三年多以来最大跌幅; 也是 2011 年以来首次同比回到美联储规定的目标水平 2% 以下。这也延续了通胀加速下滑的趋势, 印证了我们的判断, 为下半年推行冲销式 QE3 扫清了最大障碍。

具体来看, 5 月美国通胀大跌主要因为能源价格环比大跌 -4.3% 和运输价格下滑 -2.1%, 特别是汽油和天然气分别下滑 -6.8% 和 -4.1%。但预计 6 月开始油气价格跌幅趋缓, 带动 CPI 下滑趋缓。而食品价格和房价环比不再上涨。核心 CPI 环比上行 0.2%, 主要受汽车和机票价格均上涨 1%, 而且租金已连续 18 月上升, 加上空置率下降, 这也反映了二手房租赁市场持续向好。据此推算, 5 月个人消费支出物价指数 (PCE) 和核心 PCE 均回落至 1.8%,

而二季度实际消费支出增速从一季度的 2.4% 下滑至 1.8%，维持美国消费拖累经济二季度回落的判断。

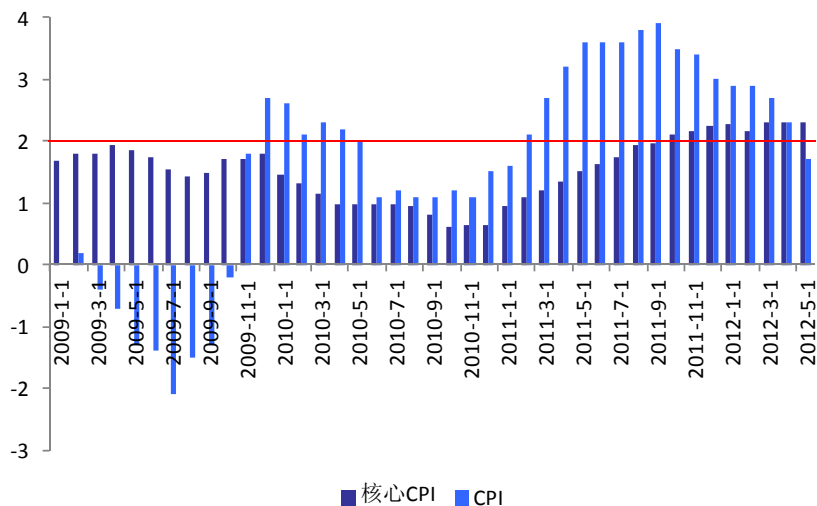
欧元区 5 月通胀同比增速从 2.6% 下滑至 2.4%，核心通胀也今年以来首次回落 0.1 个百分点至 1.8%，呈现加速下滑的趋势，但仍高于欧央行的目标水平 2%。这次下滑主要因为能源价格下滑-1.4% 并带动运输成本下滑-1%，通讯价格也下降-0.6% 至-3.3% 的年度，为通胀中拖累最大的部分。这也增加了欧央行进一步放松货币政策以促进经济的空间。

继穆迪下调西班牙主权评级三级至 Baa3 后，西班牙 10 年期国债收益率延续本周的涨势，首次突破 7% 这一重要心理关口，意味着西班牙因救助银行而债务负担加重，即使将获得 1000 亿欧元二级市场融资成本已不可持续，需要进一步救助来稳定市场情绪，例如欧央行重启证券市场计划（SMP），购买西班牙国债以压低收益率。

美国上周首次申请失业救济人数为 38.6 万，高于市场预期的 37.5 万，同时将 6 月第一周数据从 37.7 万上调至 38.0 万，这意味着美国就业延续了近 3 个月明显恶化的势头。失业改善缓慢，通胀加速下行，强化了我们以及市场对下半年推行冲销式 QE3 的预期。

另外，美国一季度经常项目逆差扩大 186 亿美元至 1373 亿美元，创三年新高，主要因为收入差额减少和商品、服务逆差增加。这也使经常账户赤字占 GDP 的比重由去年四季度的 3.1% 升至 3.6%，预示这美国国际收支状况的恶化，对美国经济复苏形成拖累。

图 5：美国通胀 5 月大幅回落，为 QE3 奠定基础



资料来源：彭博，申万研究

#### 4、其他关注：

国家统计局发布 50 个城市主要食品平均价格变动情况（2012 年 6 月 1 日-10 日）显示，本期所统计主要食品中，共有 13 类食品价格较上期（2012 年 5 月 21-30 日）上涨，2 类持平，12 类下跌。其中，鸡蛋升 15.2%，豆角跌逾 16.6%。综合起来看，上旬食品价格环比继续回落，6 月份 CPI 有望回落至 2.6%。端午节即将到来，部分地区的猪肉价格开始反弹，但预计涨幅不大，后期将企稳回落。

财政部继续发布支持中型、小型和微型企业扶持政策，鼓励担保机构和再担保机构为中小企业特别是小型微型企业提供担保、再担保服务，并给予在保金额 3% 以下补助。从去年开始，国家就不断出台促进中小企业的政策，但是汇丰 PMI、统计局 PMI、以及规模以上工业企业财务指标，均显示中小企业的生存环境并没有明显改善，反而是国有企业改善明显。

工信部装备司司长张相木近日表示，新一轮汽车刺激政策正在制定中，具体方案尚在多部委讨论过程中，出台时间尚未确定。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济。

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。