

2011 年 2 月 15 日

分析师：黄琳
联系电话：010-66290440
邮箱：huangl@gsiq.com.cn
执业证书编号：s0600200010037
分析师：强琪菁
联系电话：010-66290442
邮箱：
qqjdangdang@yahoo.com.cn
执业证书编号：s0600110100006
联系人：李雅娜
联系电话：021-63122950
邮箱：liyn@gsiq.com.cn

相关研究报告：

《PMI：节日效应推动内需“阶段性”
回暖--宏观经济周报》

《软着陆趋势逐渐确认，CPI 已近年
内峰值--宏观经济周报》

《PMI 回升源自“季节性”和“小对
冲”--宏观经济周报》

《调控微分化，经济软着陆，挖掘对
冲的前瞻性信号--宏观经济周报》

《第二次“周期撞车”提前驶至--宏观
经济周报》

《“修复”的尾声，震荡期的开始，
风格将再次转换》

《逆周期思维的再诠释：现在开始前
瞻强周期行业的“重估性”修复--宏观
经济周报》

《“胀”将延续，“滞”正显现-》

《PMI：“紧缩”正在起作用》

《质变正在酝酿中》

通胀压力未减，惯性加强

■ **CPI 显示通胀实际压力并未减缓。**国家统计局数据显示，1 月 CPI 同比上涨 4.9%，较 2010 年 12 月高出 0.3 个百分点，低于市场预期涨幅 5.3%。其中翘尾因素贡献 3.95 个百分点，新涨价因素贡献 0.95 个百分点；CPI 环比上涨 1.0%，是近一年来环比价格涨幅第三高的月份（2010 年 2 月上涨 1.2%，11 月上涨 1.1%）。CPI 价格高企主要源于节日效应和极端天气。

1 月 CPI 涨幅低于预期，可能存在两大原因：一是 CPI 权重调整，价格涨幅较大的食品部分降低了 2.21 个百分点；二是从历史的规律来看，在没有严重灾害的情况下，春节当月食品价格环比涨幅都在 3.3% 左右，而今年自然灾害严重，食品价格环比涨幅却不及往年，存在着低估的可能。

从一季度物价的趋势来看，物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在，整体一季度新涨价因素不会明显减弱。从周期性因素来看，今年自然灾害严重，北方大部分地区延续干旱天气，存在夏粮减产隐忧，农产品价格下行概率较小；从结构性因素来看，劳动力成本上升趋势没有减弱的迹象，因此，新涨价因素依旧压力较大。从翘尾因素来看，2 月翘尾因素将贡献 2.72 个百分点，较 1 月份低 0.23 个百分点。由于权重调整的累积效应和较低的翘尾，我们预计 2 月 CPI 可能将回落到 4.5 附近。但 3 月随着翘尾上行以及当前新涨价动力的惯性特征，预计 CPI 可能再度回到 5% 这一较高的水平线上。

■ **PPI 显示通胀惯性加强。**1 月全国工业生产者出厂价格（PPI）环比上涨 0.9%，为 2010 年 9 月以来的第二高位（第一高位在 2010 年 11 月出现，环比上涨 1.4%）；1 月 PPI 同比上涨 6.6%，高于预期值 6.3%，同比涨幅为 2010 年 6 月以来的最高值；其中翘尾贡献 5.73 个百分点，新涨价因素贡献了 0.87 个百分点。PPI 的高企主要源于上游原材料价格的上涨，工业生产者购进价格环比上涨 1.2%，同比上涨 9.7%，同比涨幅为 2010 年 7 月以来的最高值（2010 年 11 月同比也为 9.7%）。

从结构上看，生产资料出厂价格同比上涨 7.5%，其中，采掘工业价格上涨 13.7%、原料工业价格上涨 10.0%、加工工业价格上涨 5.8%。自 2009 年三季度以来，采掘工业和原材料工业波动较大，主要受国际大宗商品价格走势影响，而加工工业呈现持续的向上趋势，显示当前通胀成本推动的特征。生活资料出厂价格同比上涨 3.8%，其中，食品类价格上涨 6.6%、衣着类价格上涨 3.8%、一般日用品类价格上涨 4.2%、耐用消费品类价格下降 0.8%。生活资料同比增幅从 2009 年二季度开始直线上升，也显示出劳动力成本上升带来的通胀压力。从历史的两轮通胀周期来看，生活资料上涨呈现惯性特征，一旦进入上升通道，将持续两年左右。因此，PPI 结构数据显示劳动力成本上升对通胀的推动正在持续，该结构性因素将导致通胀惯性加强。

目录:

评论: 通胀压力未减, 惯性加强

3

图表目录:

图 1:CPI 同比增速为 4.9%	4
图 2:翘尾因素在 2 月大幅下降, 预计 2 月 CPI 将回落	4
图 3: 生活资料同比上升趋势明显	4
图 4: 加工工业呈现出持续的向上趋势	4

事件:

2011 年 1 月 15 日国家统计局公布 1 月份 CPI 和 PPI。

评论: 通胀压力未减, 惯性加强

- **CPI 显示通胀实际压力并未减缓。**国家统计局数据显示, 1 月 CPI 同比上涨 4.9%, 较 2010 年 12 月高出 0.3 个百分点, 低于市场预期涨幅 5.3%。其中翘尾因素贡献 3.95 个百分点, 新涨价因素贡献 0.95 个百分点; CPI 环比上涨 1.0%, 是近一年来环比价格涨幅第三高的月份 (2010 年 2 月上涨 1.2%, 11 月上涨 1.1%)。CPI 价格高企主要源于节日效应和极端天气。从分项数据来看, 食品价格环比上涨 2.8%, 食品价格对 CPI 同比增幅的贡献达到 3.46 个百分点。北方干旱天气和南方霜冻天气导致粮食、蔬菜和水产品价格大幅上涨, 1 月粮食价格上涨 1.1%, 鲜蛋价格上涨 2.3%, 水产品价格上涨 3.9%, 鲜菜价格上涨 14.4%, 鲜果价格上涨 7.5%。

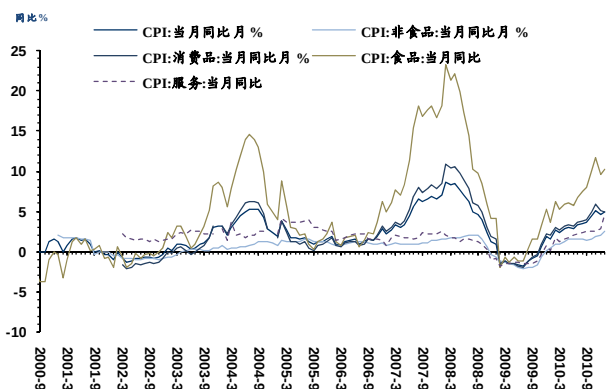
1 月 CPI 涨幅低于预期, 可能存在两大原因: 一是 CPI 权重调整, 价格涨幅较大的食品部分降低了 2.21 个百分点; 二是从历史的规律来看, 在没有严重灾害的情况下, 春节当月食品价格环比涨幅都在 3.3% 左右, 而今年自然灾害严重, 食品价格环比涨幅却不及往年, 存在着低估的可能。

从一季度物价的趋势来看, 物价上涨的周期性因素和结构性因素依然存在, 整体一季度新涨价因素不会明显减弱。从周期性因素来看, 今年自然灾害严重, 北方大部分地区延续干旱天气, 存在夏粮减产隐忧, 农产品价格下行概率较小; 从结构性因素来看, 劳动力成本上升趋势没有减弱的迹象, 因此, 新涨价因素依旧压力较大。从翘尾因素来看, 2 月翘尾因素将贡献 2.72 个百分点, 较 1 月份低 0.23 个百分点。由于权重调整的累积效应和较低的翘尾, 我们预计 2 月 CPI 可能将回落到 4.5 附近。但 3 月随着翘尾上行以及当前新涨价动力的惯性特征, 预计 CPI 可能再度回到 5% 这一较高的水平线上。

- **PPI 显示通胀惯性加强。**1 月全国工业生产者出厂价格 (PPI) 环比上涨 0.9%, 为 2010 年 9 月以来的第二高位 (第一高位在 2010 年 11 月出现, 环比上涨 1.4%); 1 月 PPI 同比上涨 6.6%, 高于预期值 6.3%, 同比涨幅为 2010 年 6 月以来的最高值; 其中翘尾贡献 5.73 个百分点, 新涨价因素贡献了 0.87 个百分点。PPI 的高企主要源于上游原材料价格的上涨, 工业生产者购进价格环比上涨 1.2%, 同比上涨 9.7%, 同比涨幅为 2010 年 7 月以来的最高值 (2010 年 11 月同比增幅也为 9.7%)。

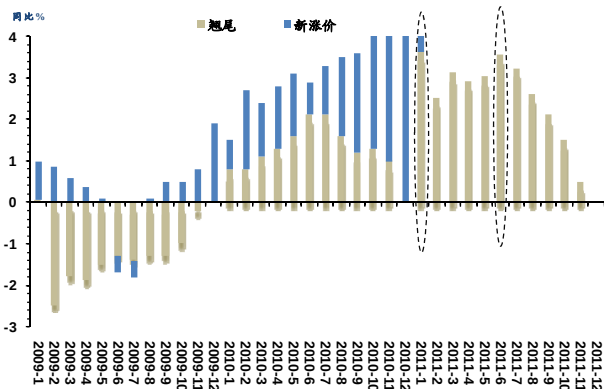
从结构上看, 生产资料出厂价格同比上涨 7.5%, 其中, 采掘工业价格上涨 13.7%、原料工业价格上涨 10.0%、加工工业价格上涨 5.8%。自 2009 年三季度以来, 采掘工业和原材料工业波动较大, 主要受国际大宗商品价格走势影响, 而加工工业呈现持续的向上趋势, 显示当前通胀成本推动的特征。生活资料出厂价格同比上涨 3.8%, 其中, 食品类价格上涨 6.6%、衣着类价格上涨 3.8%、一般日用品类价格上涨 4.2%、耐用消费品类价格下降 0.8%。生活资料同比增幅从 2009 年二季度开始直线上升, 也显示出劳动力成本上升带来的通胀压力。从历史的两轮通胀周期来看, 生活资料上涨呈现惯性特征, 一旦进入上升通道, 将持续两年左右。因此, PPI 结构数据显示劳动力成本上升对通胀的推动正在持续, 该结构性因素将导致通胀惯性加强。

图 1: CPI 同比增速为 4.9%



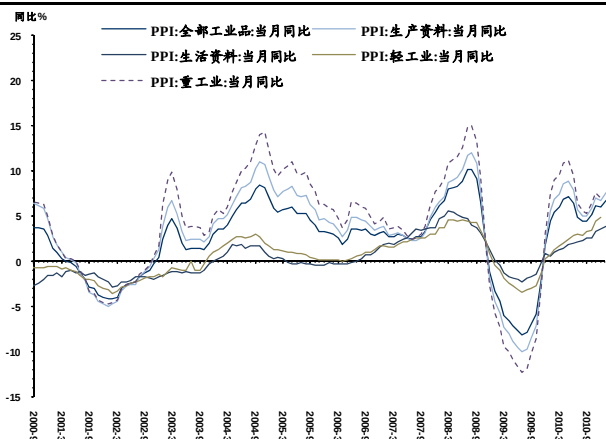
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 2: 翘尾因素在 2 月大幅下降, 预计 2 月 CPI 将回落



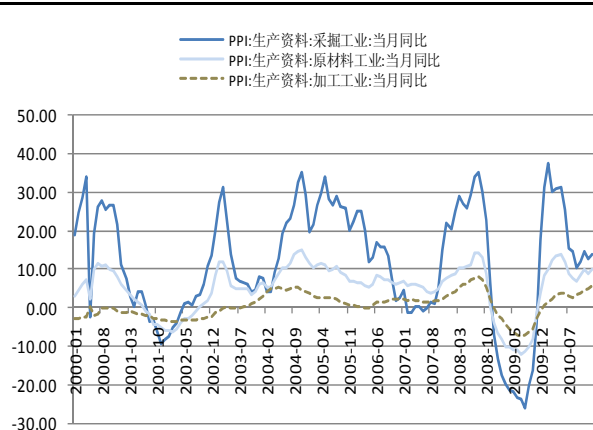
数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 3: 生活资料同比上升趋势明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

图 4: 加工工业呈现出持续的向上趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所宏观部

北京市西城区金融大街 17 号

邮政编码：100140

传真：（010）66290653

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>