

中国点评

2010年12月16日

研究报告

作者感谢北京大学教授、北京高华证券有限责

任公司特别顾问宋国青教授对本文的贡献

<https://portal.ghsl.cn>

宋宇

yu.song@google.com

乔虹

helen.qiao@google.com

852-2978-1941

张胤对本报告亦有贡献

通胀快报：恶劣天气和财政支出剧增加大短期通胀风险

中国通胀状况近来一直是市场的关注焦点，我们在本报告中旨在向读者及时提供通胀最新发展和前景展望。

我们认为，过去几个月 CPI 通胀率的上升是以下因素综合作用的结果：1) 天气因素（尤其是 7 月份的洪灾）推高了食品、尤其是蔬菜的价格；2) 7 月份以来货币和财政政策的双放松推动了总需求迅速恢复；3) “十一五”规划中节能减排目标相关领域以及最近亚运会期间的限产措施导致总体供应受限，从而推高上游原材料和制造业产品价格。

过去几周食品价格环比不断走低...

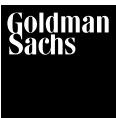
过去几周里食品价格不断走低，这似乎表明通胀压力可能没有原先想象的那样大。受蔬菜价格迅速下跌的影响，商务部每周食品价格数据显示上周总体食品价格继续环比下滑（见图表 1）。鉴于每年这个时候食品绝对价格往往会出现季节性上涨，食品绝对价格的下滑意味着季调后水平和同比增幅下降。虽然农业部公布的日度价格指数自上周末以来开始小幅反弹（见图表 2），但其涨幅仍低于正常季节性水平，因此同比增幅依然在下降。

...这是受到良好的天气状况以及政府释放国家储备等政策的影响

由于这些因素常常相互作用，我们认为其相对影响很难量化。在我们看来，市场反应有可能比政府措施的影响还要大，因为在政府开始采取大规模行动出售储备并降低运输和零售成本之前，蔬菜价格已经开始回落。另一方面，国家储备主要集中在粮食、食用油、糖和猪肉领域。虽然政府也出售了部分土豆和洋葱储备，但鉴于蔬菜储存难度更大而且成本较高，政府在这一领域的影响力可能较小。

但是天气状况最近变差，值得高度关注

过去几天中国很多地区都遭遇了恶劣天气，浙江、江西、湖南、福建及安徽等南方省份普降大雪。虽然年底降雪并不反常，但在南方地区大面积大量降雪相对少见，而且由于这些地区应对雪灾和严寒天气的能力相对较差，暴雪往往会造成较大影响。虽然本轮降温和降雪有望迅速结束，但国家气象局预报一周后（12 月 22-23 日）可能出现新一轮降雪，这“有可能”直接影响农产品生产及运输，从而加剧食品价格的上行压力。虽然天气状况和食品价格之间的关联并不稳定，但食品价格上行风险加大，值得在未来几天乃至几周予以密切关注。



与此同时，非食品 CPI 通胀率环比迅速上升...

尽管非食品 CPI 同比增幅仍处在低于 2%的相对较低水平，但环比增幅已经迅速升至 7%。

...受大规模财政刺激和依然宽松的货币状况推动...

尽管出台多项紧缩政策，但 11 月份货币和信贷同比及环比增长均保持强劲势头。我们对商业银行的调研显示，12 月份贷款增长仍然强劲。尽管我们预计政府将采取措施避免新增贷款达到上月水平（我们预计 12 月贷款额在人民币 3,000-4,000 亿元左右，使全年贷款总额略低于人民币 8 万亿元），但外汇流入规模却不易受政府控制。尽管中国有资本账户管制，但中国经济的高度开放意味着政府很难阻止资本流动。此外，11 月的财政支出增长从 10 月份的 38.5% 剧升至 66.9%，这意味着季调后折年月环比增长 1000% 以上（图表 3）。鉴于财政收入增长并没有像这样大幅增加，这意味着中国经济被新注入了大量的流动性。尽管我们最初猜测向低收入家庭提供社会保障以及完成人民币 4 万亿元刺激计划可能是财政支出大幅增加的原因，但实际数据显示，政府支出的增加涉及从“一般公共服务”到“社会保障和就业”和“交通”的广泛领域（图表 4）。鉴于此，财政支出大幅增长更多的可能是因为年底前各政府机构突击花钱，以避免资金被收回以及明年预算削减。如果事实果真如此，那么这一势头可能在 12 月份继续，这无异于对通胀火上加油。

...珠三角地区限产力度加大

亚运会期间珠三角地区加大了停产限产力度。虽然此类措施已在全国范围内持续了数月，但珠三角地区进一步限产对 CPI 通胀率的影响可能更直接，因为与其他限产地区相比，珠三角地区消费品制造业更为集中，从而直接影响 CPI。尽管亚运会已于 11 月 27 日闭幕，但限产措施要到 12 月 20 日亚残会闭幕之后才会取消。

2011 年通胀总体上可能呈环比下行走势，但短期内通胀压力依然较大

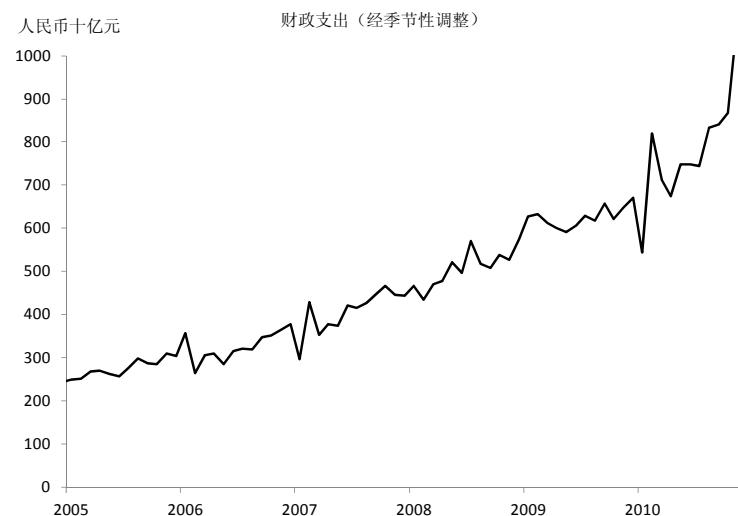
我们预计进入 2011 年后将出现以下几方面变化：1) 财政部门年底突击花钱的现象将会停止；2) 亚运会相关限产措施将于 12 月 20 日取消，跟五年规划相关的节能减排相关措施也将降低力度；3) 我们认为年初可能再次出现冲贷款的现象，如果发生这实际上意味着货币政策立场的放松。虽然从历史经验来看，基数变动预示着 CPI 同比增幅将在 2011 年 6 月触顶，但从今年的情况可以明显看出环比增幅变动很可能会成为基数效应的主导因素。具体而言，明年 2 月份 CPI 通胀率将受到春节效应以及预期中一月份货币政策放松的影响，因而导致同比增幅较高。但是我们认为，明年通胀率目标从 3% 上调至 4% 并不意味着政府对通胀的容忍水平上升（请参见 2010 年 12 月 13 日发表的“中国点评：解读中央经济工作会议”），一旦通胀高于预期，我们预计政府将进一步采取更严厉的紧缩措施最终导致 CPI 下降。

图表 1: 财政支出明细

	总支出	一般公共服务	教育	科技	社保与就业	医疗卫生	城乡社区事务	农林水利	交通运输
	同比%	月环比%	同比%	月环比%	同比%	月环比%	同比%	月环比%	同比%
10年1月	-13	-92	-17	-68	4	-56	-20	-99	-42
10年2月	30	13344	28	297	42	311	120	4335941	12
10年3月	18	-81	6	-66	12	-56	84	-80	47
10年4月	10	-49	0	-12	10	5	108	1314	5
10年5月	26	241	11	100	20	126	138	-79	41
10年6月	27	2	7	-17	21	13	13	-69	25
10年7月	17	-7	-2	-19	19	17	5	-100	7
10年8月	35	283	5	-4	16	25	30	113877	57
10年9月	29	12	3	89	18	112	45	-12	12
10年10月	39	47	5	25	38	220	140	8954	13
10年11月	67	1467	23	189	41	140	-8	-100	58

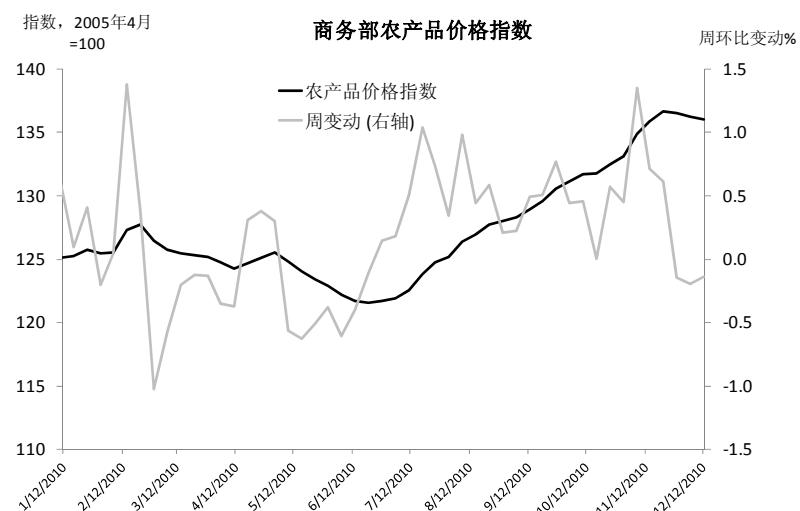
资料来源: CEIC、高盛全球经济、商品和策略研究

图表 2: 总财政支出



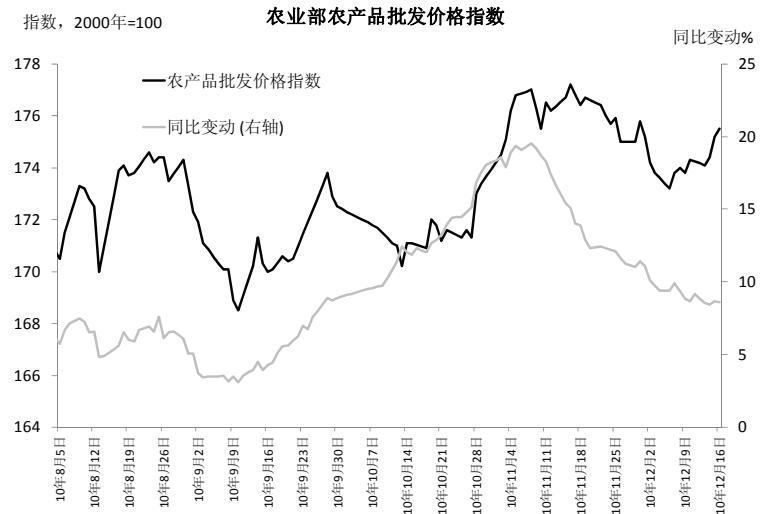
资料来源: CEIC、高盛全球经济、商品和策略研究

图表 3: 商务部农产品价格指数



资料来源: CEIC、高盛全球经济、商品和策略研究

图表 4: 农业部农产品批发价格指数



资料来源: CEIC、高盛全球经济、商品和策略研究

全球产品：分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户并根据某些合同安排制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。

本研究报告在澳大利亚由 Goldman Sachs & Partners Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 代表高盛分发；股票及其他研究在加拿大由高盛集团分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由 Goldman Sachs & Partners New Zealand Limited 代表高盛分发；在俄罗斯由高盛 OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

欧盟：高盛国际（由英国金融服务局监管）已批准本研究报告在英国和欧盟分发；高盛集团德国公司（由联邦金融监管局监管）可能也会在德国分发。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。高盛是美国证券投资者保护基金组织 (SIPC) 的成员 (<http://www.sipc.org>)。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的资产管理部门，自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票和信贷分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担责任。有关个股的所有研究报告，请联络您的销售代表或登陆 <http://360.gs.com>。

披露信息可以查阅 <http://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取，地址是 200 West Street, New York NY 10282

© 版权所有 2010 年 高盛集团公司

未经高盛集团公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。

高华证券信息披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易战略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师，将不时地对本研究报告中所涉及公司的证券或其衍生工具（包括期权和认股权证）持有多头或空头头寸、担任上述证券或衍生工具的交易对手、或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

© 版权所有 2010 年 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。