

2016年2月19日

宏观

固定收益研究组

陈健恒分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn**范阳阳**分析员, SAC 执业证书编号:
S0080514040001
Yangyang.Fan@cicc.com.cn

我们对 CPI 权重调整的理解

事件

2016 年 1 月开始统计局调整 CPI 分项权重。

评论

今天市场对 CPI 权重调整的讨论很多,但存在分歧。根据统计制度要求,统计局每 5 年对 CPI 的权重做一次较大调整。2016 年 1 月开始使用 2015 年作为新的基期,也即 2016~2020 年 CPI 权重将以 2015 年住户消费结构为基准,这导致 CPI 分项权重出现较大调整。与此同时,CPI 大类划分方法也出现较大调整,现在 CPI 分类基本符合《居民消费支出分类(2013)》,也与全国居民调查分类一致,这可能导致部分指标的含义发生变化,这篇报告我们简单讨论一下 CPI 权重调整相关内容。

具体而言:

1、如何计算 CPI 权重?

根据消费价格数据调查方案,CPI 权重主要是根据住户调查的消费支出结构计算的,当然统计局对最终权重会略做调整。由于统计局基本不公布 CPI 权重数据,对于 CPI 历史权重只能自己估计,主要有两种方法,一是根据住户调查数据估计,二是根据历史数据用计量方法估计,并且这两者通常会有差异。例如对于上一轮基期,根据 2010 年住户调查数据估计的食品权重约 32.4%,根据计量方法估计的食品权重约 33%。值得注意的是,在每轮基期里 CPI 权重也会有所调整,例如根据数据估计 2011 年食品权重为 31%,2015 年食品权重则为 33.8%。

2、调整后的食品 CPI 权重有一定幅度下调。

今年统计局没有公布 CPI 权重调整情况,我们只能通过相关数据进行估计,估计的核心是食品权重变化。首先,根据统计局公布的食物烟酒对 CPI 同比拉动数据(新闻稿提到:1 月份食物烟酒价格同比上涨 3.6%,影响 CPI 上涨约 1.07 个百分点),考虑数据四舍五入误差,食物烟酒权重范围为 29.2~30.3%,同时根据环比拉动数据(新闻稿提到:1 月份食物烟酒价格环比上涨 1.4%,影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点)估计的范围为 28.6~31.5%,理论上根据环比拉动估计的更准确但误差更大,综合估计食物烟酒权重大约为 30%。其次,根据 2013 年全国居民调查数据,烟酒在居民消费支出约占 3%,并且最近变化不大,据此可以得到食品权重约为 27%(注意,这里的食品含义跟我们以往分析 CPI 所理解的食品含义是一致的)。再者,根据同样方法可以得到部分食品分项权重,鲜菜 2.6%,鲜果 1.6%,蛋类 0.7%,水产品 1.7%,畜肉类 4.3%,其中猪肉 2.3%,也有小幅下调。

3、当前的“食品”不再是过去的“食品”。

对于统计局公布的 1 月 CPI 食品和非食品数据(食品同比 4.1%,非食品同比 1.2%,CPI 同比 1.8%),不考虑数据四舍五入误差,计算得到的食品权重仅为 20.7%。与上文提到的食品权重 27% 有所差异。我们认为出现这种差异的主要原因是 CPI 分项口径发生变化。根据《居民消费支出分类(2013)》,食物烟酒支出主要分为四大类,食品、饮料、烟酒和餐饮服务,根据 2013 年的居民消费支出数据,这四项在全部消费支出中分别占 22.4%、0.6%、3.1%和 5%。我们估计统计局今年 1 月公布的“食品”很可能是狭义的食品,不包含饮料和餐饮服务,也就是说当前的“食品”不再是过去的“食品”。我们估计狭义的食品权重在 21% 左右;如果加上饮料和餐饮服务(权重合计接近 6%),那么传统口径的食品权重在 27%;如果再加上烟酒 3% 左右的权重,那么食物烟酒的权重在 30% 左右,与上面的分析基本一致。因此,统计局并没有大幅下调食品的权重,如果按照传统可比口径来看,大体上是从 33% 下调到了 27%,下调 6 个百分点。并非是像市场理解的从 33% 下调到 21%。食品权重的下调也主要是与居民消费结构的变化相关,即随着生活水平提高,食品占生活消费的比重下降。食品权重的下调也会使得蔬菜、肉类等容易波动的食品对 CPI 的影响减弱,CPI 的波动幅度会有一定的缩小。我们预计今年在粮食价格走低和肉类价格高位回落,食品同比会逐步走低,结合就业和收入恶化背景下服务类价格涨幅走弱,整体 CPI 未来一两个季度会逐步下行。

4、CPI 权重调整还有哪些值得关注?

从食物烟酒权重看,当前 CPI 权重与全国居民调查的消费结构比较一致,2014 年住户调查数据显示,食物烟酒占 31%,衣着占 7.6%,居住占 22.1%,生活用品及服务占 6.1%,交通通讯占 12.9%,教育文化娱乐占 10.6%,医疗保健占 7.2%,其他用品及服务占 2.5%。我们估计 2015 年基期 CPI 大类权重基本与此相符,其中居住类占比可能继续上升。如果当前 CPI 细分项权重基本符合居民调查的消费结构,居民购房支出在 CPI 中权重大幅上升,根据 2013 年调查数据自有住房折算租金支出在 CPI 权重达 13.6%,房价波动将在 CPI 中得到更多体现。不过与美国 CPI 居住类权重超过 40% 相比,居住对我国 CPI 的影响还没有那么大。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

