

通胀压力有增无减，货币政策将使用组合拳 ——10月份物价数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010年11月11日

闫伟

首席经济学家

yanwei@orientsec.com.cn

李立峰

执业证书编号：S0860110070052

021-63325888-6066

lilifeng@orientsec.com.cn

冯玉明

执业证书编号：S0860200010045

事件：

国家统计局11日发布10月份经济数据，其中，10月居民消费价格(CPI)同比增长4.4%，涨幅比上月扩大了0.8个百分点。工业品出厂价格(PPI)同比增长5%。

研究结论

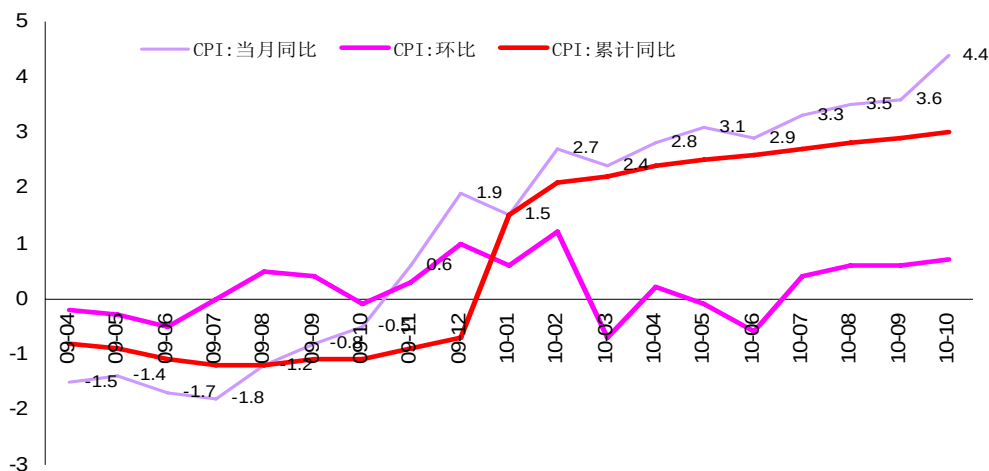
- **10月份食品价格助推CPI创年内新高，CPI4.4%超市场预期。**10月份CPI同比上涨4.4%，涨幅创25个月以来的新高，CPI环比上涨0.7%，较9月份环比扩大了0.1%。由此，今年前10个月CPI累计同比上涨3.0%。从分项来看，食品类价格同比涨幅达10.1%，相比9月份扩大2.1%，拉动CPI3.39%，成为推升10月份CPI的主要因素，贡献度达77%。食品类中以蔬菜类涨幅最为显著（相关资料显示，10月份蔬菜类环比8%，肉类环比1.6%，粮食类环比1.2%）；非食品价格及其他商品价格同比涨幅1.6%，较9月份亦有所上涨，其中居住类当月同比4.9%，较上月回升0.6个百分点。从结构上看，10月份翘尾因素相比9月份有所增强，达1.3%，新涨价因素在食品价格上涨推动下，继续攀升至3.1%。
- **大宗商品持续走高导致PPI同比、环比继续攀升，输入型通胀压力进一步显现。**10月份，工业品出厂价格同比上涨5.0%，增幅与上月4.33%有所扩大，环比上涨0.7%，较上个月环比高0.1%，1-10月PPI累计同比上涨5.5%，数据略超市场预期。一方面由于余下两个月（11月、12月）翘尾因素分别为1%、0%，这将直接抑制PPI上行空间；另外一方面，考虑到近期受海外主要经济体国家进一步实施定量宽松货币政策的影响，黄金、石油、有色金属等国际大宗商品价格和国内购进价格都在快速增长（10月份PMI：购进价格指数69.9%，连续3个月攀升），我们判断，未来推动物价持续上涨的因素可能会逐步出现结构性转换，将由前期单纯农产品价格推动逐步向输入型通胀、工业部门的传导和农产品价格推动三力并举的可能性在增大，但由于传导存在时间滞后性，预计PPI传导CPI的压力尽管在逐步加强，但年内影响有限。
- **农产品价格上涨幅度超市场预期，预计年内11月份CPI有创新高可能，12月份CPI才开始回落。**目前农产品价格出现较为异常波动态势，10月并未重现以往环比下降的趋势，各类主要农产品价格目前依然保持较快的上升趋势。我们认为这一方面是受部分农产品供不应求，游资炒作囤积以及气候等因素的影响，另一方面，影响农产品价格的农资价格、燃料动力价格以及雇工价格夜均出现快速上涨。从11月最新的数据看，11月第一周蔬菜价格周环比上涨4.9%，肉类价格周环比上涨0.8%。考虑到11月、12月份CPI翘尾因素分别达1%和0，我们判断11月的CPI有创新高可能，12月CPI才有可能开始回落。我们维持全年CPI达3.2%的观点。
- **国内通胀压力有增无减，货币政策将使用组合拳。**随着海外宽松货币政策的实施所产生的充裕货币会加大输入型通胀压力、国内食品价格的进一步走高以及由收入分配改革所导致的劳动力成本的快速上涨，国内资源价格改革所导致的生产资料价格上涨，这些潜在因素均会推升国内物价通胀。预计央行将进一步增大紧缩力度。关于货币政策工具选择问题上，我们认为国内加息的负面效应较大，预判货币政策还是会使用组合拳，一方面公开市场操作的力度还会更大，另一方面存款准备金率由于其作用直接、效果明显、副作用小的优点，仍将被作为最重要的手段被多次使用。近期上调存款准备金率的次数会大于加息的次数。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：10 月份 CPI 同比相比 9 月份有所扩大

单位：%



资料来源：国家统计局， 东方证券研究所

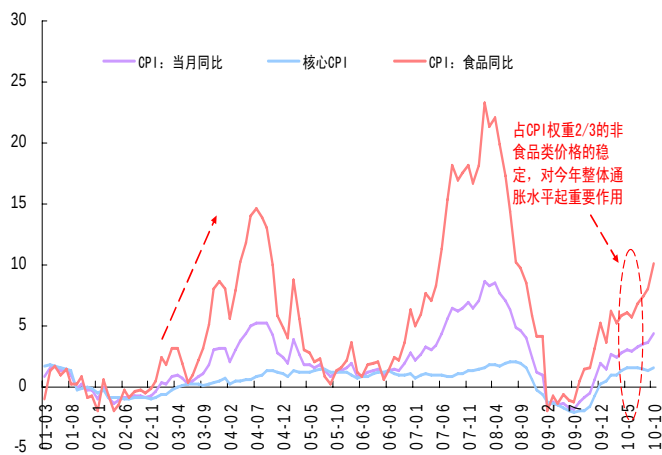
10 月份 CPI 涨幅同比 4.4%，比 9 月份扩大 0.8 个百分点，创 25 个月以来新高，CPI 环比上涨 0.7%。1—10 月份同比累计上涨 3.0%。

图 2：10 月份食品 CPI、非食品 CPI 同比继续上扬

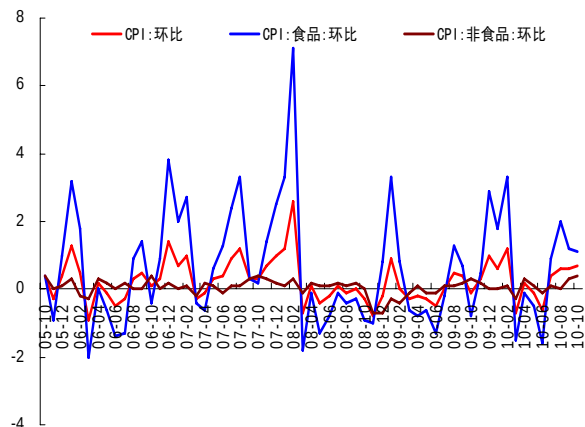
单位：%

图 3：10 月份食品价格、非食品价格续涨

单位：%



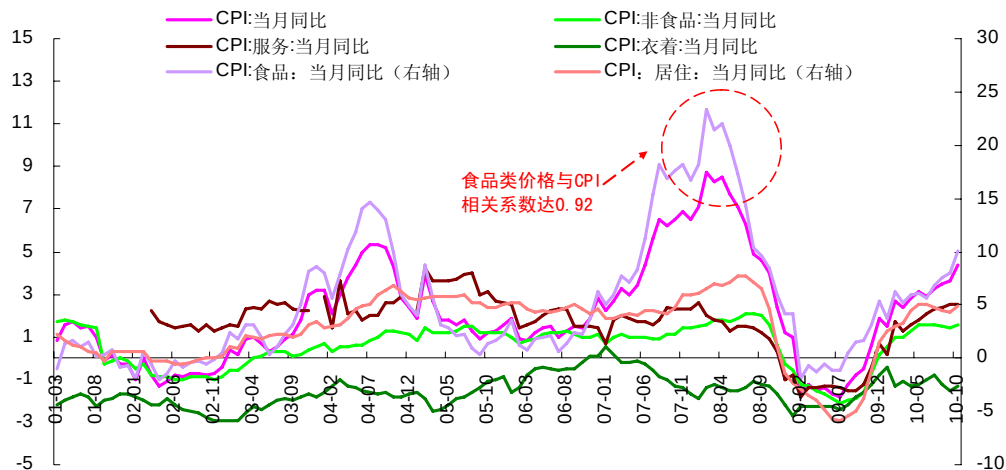
资料来源：国家统计局， 东方证券研究所



资料来源：国家统计局， 东方证券研究所

图 4：10 月份食品与居住类上涨最为明显

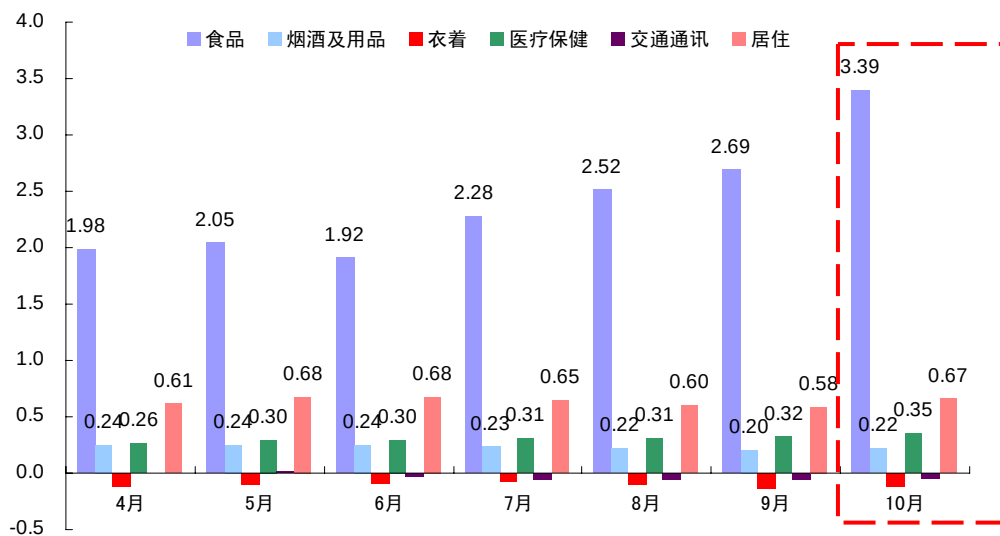
单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 5：各分项对 CPI 拉动作用

单位：%

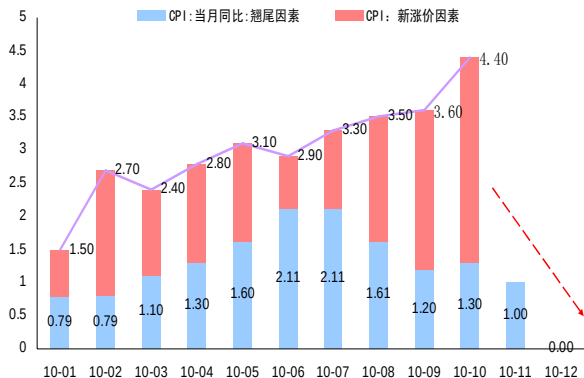


资料来源：东方证券研究所

CPI 结构分析显示，10 月份食品价格同比上涨 10.1%，拉动 CPI 上涨 3.39 个百分点，成 CPI 大幅上涨的主要因素，其次居住类价格拉动 CPI 0.67%，医疗保健拉动 CPI 0.35%，烟酒及用品拉动 CPI 0.22%，衣着拉动 CPI -0.12%。

图 6：CPI 翘尾因素将逐月下降

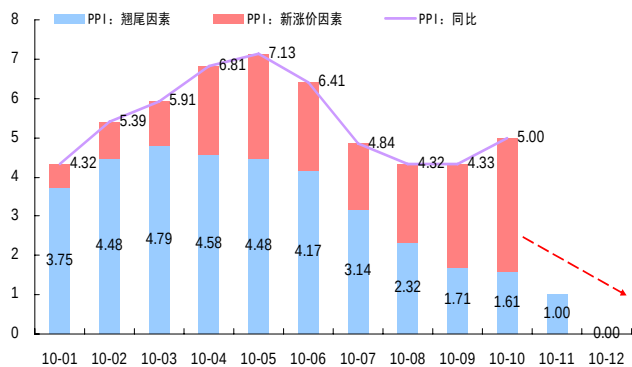
单位：%



资料来源：东方证券研究所

图 7：PPI 翘尾因素逐月下降

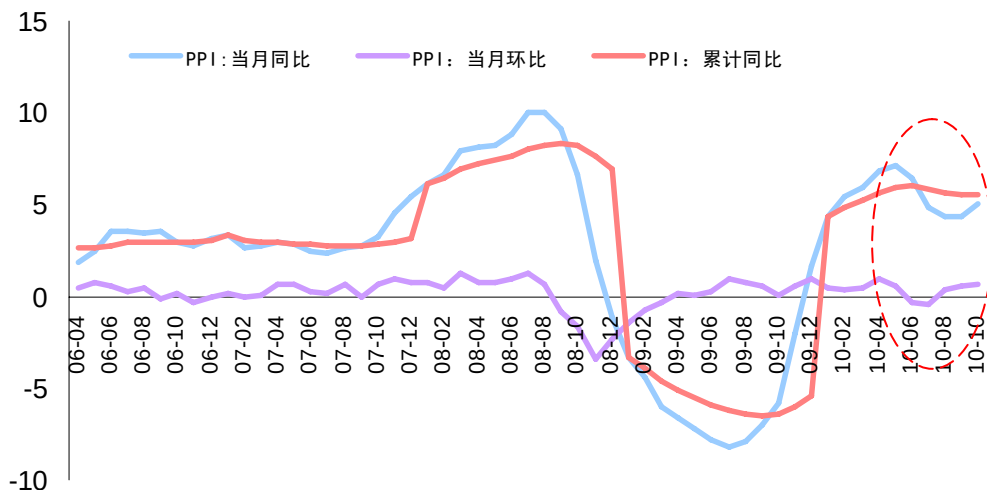
单位：%



资料来源：东方证券研究所

图 8：10 月份 PPI 与 9 月份相比有所上升

单位：%

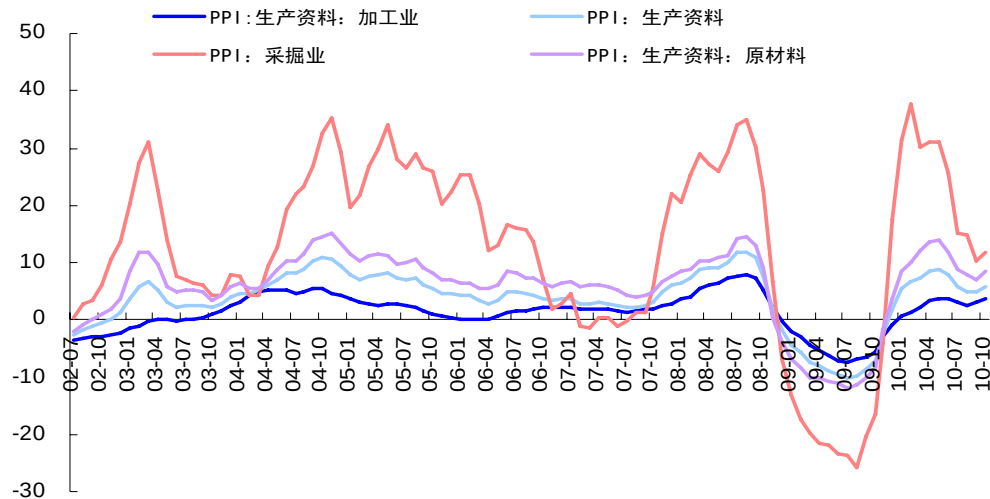


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

10 月份 PPI 涨幅同比 5%，与 9 月份同比涨幅有所扩大，PPI 环比上涨 0.7%。1—10 月份同比累计上涨 5.5%。

图 9：10 月份生活资料继续升势

单位：%

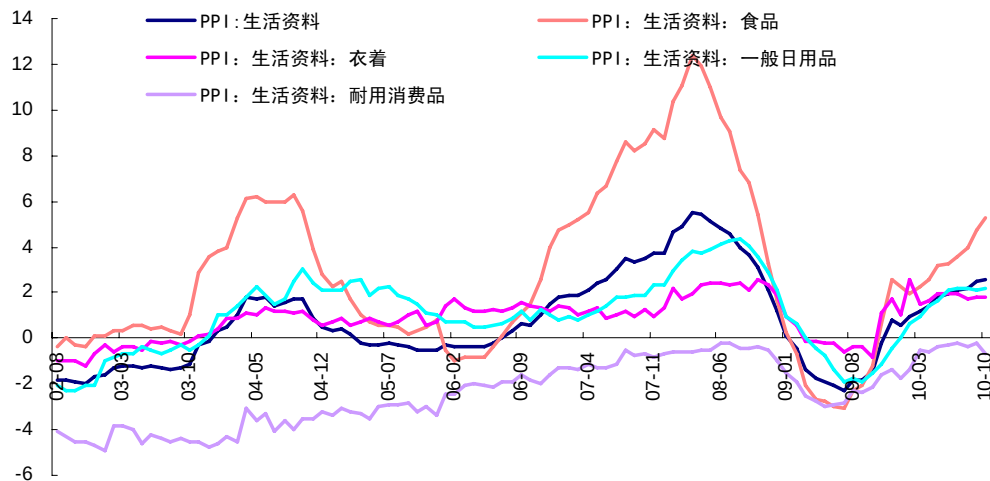


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

10 月份生产资料出厂价格同比上涨 5.8%，其中采掘工业上涨 11.8%，原料工业上涨 8.5%，加工工业上涨 3.8%。

图 10：10 月份生活资料继续升势

单位：%



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

在食品价格上涨带动下，生活资料出厂价格同比上涨 2.6%，较 9 月份涨幅有所扩大。其中食品类上涨 5.3%，衣着类上涨 1.8%，一般日用品类上涨 2.2%，耐用消费品类下降 0.7%。

附表 1：C P I 分类指数同比（单位：%）

	201001	201002	201003	201004	201005	201006	201007	201008	201009	201010
CPI	1.50	2.70	2.40	2.80	3.10	2.90	3.30	3.5	3.60	4.40
城镇	1.40	2.60	2.30	2.70	2.90	2.80	3.20	3.4	3.5	4.2
农村	1.80	2.90	2.60	3.00	3.30	3.20	3.50	3.7	3.90	4.70
非食品	0.50	1.00	1.00	1.30	1.60	1.60	1.60	1.5	1.40	1.60
消费品	2.00	3.00	2.70	3.20	3.40	3.20	3.60	3.8	4.00	5.00
服务	0.20	1.70	1.30	1.60	1.80	2.10	2.30	2.4	2.50	2.50
食品	3.70	6.20	5.20	5.90	6.10	5.70	6.80	7.5	8.00	10.10
粮食	9.80	9.60	9.20	10.70	11.50	11.70	11.80	12.0	12.10	
油脂	-1.90	-1.20	0.00	2.30	2.40	0.70	1.10	2.8	5.00	
肉禽及其制品	-3.50	-1.60	-2.20	-1.80	0.80	1.80	4.10	5.4	5.40	
猪肉	-8.60	-7.00	-7.70	-5.60	0.80	2.30	5.70	6.6	5.40	
蛋	6.20	8.70	5.70	1.80	0.20	2.20	7.50	9.6	9.90	
水产品	3.90	8.80	6.30	5.50	5.60	6.50	7.60	8.5	10.90	
鲜菜	17.10	25.50	18.50	24.90	21.30	14.60	22.30	19.2	18.00	
烟酒及用品	1.50	1.60	1.70	1.70	1.70	1.70	1.60	1.5	1.40	1.50
烟草	0.50	0.60	0.60	0.60	0.60	0.50	0.40	0.4	0.30	
酒类	3.30	3.40	3.70	3.60	3.80	3.90	3.90	3.5	3.20	
衣着	-0.40	-1.30	-1.10	-1.30	-1.20	-1.00	-0.80	-1.2	-1.50	-1.30
服装	-0.40	-1.30	-1.10	-1.20	-1.10	-0.90	-0.80	-1.2	-1.50	
家庭设备用品及服务	-1.10	-0.80	-0.70	-0.50	-0.30	0.00	0.20	0.4	0.40	0.50
耐用消费品	-2.40	-2.40	-2.20	-2.00	-1.90	-1.50	-1.20	-0.9	-1.10	
家庭服务及加工维修服务	2.70	6.80	5.30	5.80	6.00	6.50	6.70	7.4	7.50	
医疗保健及个人用品	2.30	2.40	2.50	2.80	3.20	3.20	3.30	3.3	3.40	3.70
西药	2.30	1.00	1.00	1.00	1.10	1.00	0.80	0.8	0.80	
交通通讯及服务	-0.50	0.10	0.00	0.00	0.10	-0.30	-0.70	-0.6	-0.70	-0.50
交通工具	-1.30	-1.10	-1.00	-1.00	-1.10	-1.20	-1.30	-1.5	-1.50	
车用燃料及零配件	18.50	19.70	19.40	18.50	20.00	12.20	5.40	7.5	4.60	
娱乐教育文化用品及服务	-1.20	0.80	0.30	0.40	0.60	0.90	1.10	1.2	1.20	0.90
学杂托幼费	1.10	1.00	1.00	1.00	1.10	1.20	1.20	1.2	1.60	
文娱费	1.30	1.90	2.60	2.70	2.60	2.70	2.60	2.4	2.10	
居住	2.50	3.00	3.30	4.50	5.00	5.00	4.80	4.4	4.30	4.90
水、电及燃料	4.60	5.20	5.30	6.50	7.20	6.80	5.80	4.7	4.30	
建房及装修材料	0.80	1.20	1.80	2.80	3.20	3.30	3.30	3.3	3.50	
租房	2.90	2.80	2.90	3.40	3.60	4.30	5.90	6.5	6.70	

资料来源：东方证券研究所

附表 2：8 大分项对 CPI 的拉动

单位：%

%	食品	烟酒及用品	衣着	家庭设备用品及其维修服务	医疗保健及个人用品	交通和通讯	娱乐教育文化用品及服务	居住
CPI 权重	32.79	14.22	9.00	6.20	9.40	9.20	4.50	14.69
对 CPI 拉动								
2010-03	1.75	0.24	-0.10	-0.04	0.24	0.00	0.01	0.45
2010-04	1.98	0.24	-0.12	-0.03	0.26	0.00	0.02	0.61
2010-05	2.05	0.24	-0.11	-0.02	0.30	0.01	0.03	0.68
2010-06	1.92	0.24	-0.09	0.00	0.30	-0.03	0.04	0.68
2010-07	2.28	0.23	-0.07	0.01	0.31	-0.07	0.05	0.65
2010-08	2.52	0.22	-0.11	0.02	0.31	-0.06	0.05	0.60
2010-09	2.69	0.20	-0.14	0.02	0.32	-0.07	0.05	0.58
2010-10	3.39	0.22	-0.12	0.03	0.35	-0.05	0.04	0.67

资料来源：东方证券研究所

附表 3：我国 PPI/PPIRM 分类指数的同比

单位：%

	201002	201003	201004	201005	201006	201007	201008	201009	201010
PPI	5.39	5.91	6.81	7.13	6.41	4.84	4.30	4.33	5.00
生产资料	6.76	7.38	8.50	8.79	7.79	5.69	5.00	4.90	5.80
采掘工业	37.62	30.25	30.91	31.14	25.54	15.22	14.80	10.43	11.80
原材料工业	10.12	12.15	13.56	13.80	11.80	8.67	7.80	7.05	8.50
加工工业	1.26	2.26	3.29	3.61	3.67	3.10	2.50	3.21	3.80
生活资料	0.97	1.17	1.40	1.80	1.96	2.09	2.20	2.46	2.60
食品类	1.96	2.30	2.56	3.22	3.30	3.57	4.00	4.72	5.30
衣着类	2.61	1.47	1.64	1.94	1.94	1.97	1.70	1.80	1.80
一般日用品类	0.62	0.92	1.42	1.66	2.14	2.19	2.20	2.10	2.20
耐用消费品类	-1.38	-0.55	-0.58	-0.34	-0.30	-0.20	-0.40	-0.17	-0.70
PPIRM:全部原材料	10.26	11.46	11.99	12.21	10.80	8.48	7.50	7.10	8.10
燃料、动力类	25.44	25.61	23.98	23.43	19.52	12.00	10.20	8.25	8.90
黑色金属材料类	-2.35	1.40	8.31	10.86	10.16	8.43	6.50	7.44	9.00
有色金属材料类	30.13	32.81	29.12	25.98	21.11	19.52	16.60	14.83	15.80
化工原料类	5.38	6.88	7.39	7.81	7.17	6.65	5.90	6.01	7.20
建筑材料类	1.74	2.87	3.33	3.37	3.89	4.26	4.30	4.09	5.00
农副产品类	7.53	8.02	8.58	9.40	10.09	10.41	10.05	4.25	5.80
纺织原料类	3.72	4.53	5.53	5.70	5.89	6.25	6.10	6.50	11.80

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，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，若有必要应寻求专家意见。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。

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。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn