

通胀压力下的货币紧缩

----2010 年 10 月经济数据分析

报告要点

■ 通胀压力推升货币紧缩

10 月份的数据总体符合我们的预期。固定资产投资增速 24.4%，工业增加值 13.1%，呈现季节性的小幅回落态势，显示经济运行尚正常，考虑加息的滞后影响，预计年底工业增速仍将回落，但是回调的深度有限。10 月社会消费品零售稳定在 18.6%，黄金周后的消费热情退潮是正常的，预计下月仍将保持平稳，年底伴随春节来临再次上升。本月略超我们预期的，在于 CPI 上涨 4.4%、PPI 上涨 5%，CPI 受季节因素影响出现全年高点，PPI 受输入性通胀干扰快速反弹，这是毫无悬念的。但是考虑新增长因素的异常，预计 11-12 月通胀小幅回落但维持高位，全年 CPI 为 3.1%，央行的紧缩显然是剑指明年的通胀预期。

■ 食品价格和输入通胀导致物价大幅回升

与上月一样，食品价格和新涨价因素是推升 CPI 的主因，商务部公布的最新信息显示：10 月份全国猪肉价格与去年同期相比上升了 11.12%；而农业部 10 月中旬公布的全国生猪存栏数据和能繁母猪头数均反映出猪肉市场的供给只是处于回升初期，而且考虑到消费旺季来临，未来的猪肉价格存在继续上涨的可能。此外，月初美联储实施的第二轮量化宽松政策使得美元一直处于低位震荡态势，大宗商品也因此反复震荡，10 月存在一定程度的上涨，其中原油价格上涨较快。考虑近期国内成品油调价对企业成本的影响，以及国际大宗商品价格上涨的输入压力，我们预计生产价格指数仍将逐渐反弹，并将伴随经济的环比起稳在年底继续回升。

■ 季节因素下投资和消费双双回稳

10 月份的社会消费总额达到 14285 亿元，同比增长 18.6%，比 9 月份回落 0.2 个百分点，累计同比为 18.3%，考虑四季度是传统的消费旺季，我们认为消费零售仍然维持平稳较快增长。1-10 月份，城镇固定资产投资 187556 亿元，增长 24.4%，比前三季的增速回落 0.1 个百分点。在高基数和节能减排压力下 10 月份传统产业投资延续第三季度以来的回落是正常的。但是从投资的季节因素来看，未来随着基数的回落以及新增长因素的回升，预计回落最快的时期已过，接下来 11 月和 12 月份的投资将逐渐起稳。

相关研究

《经济是否起稳有待后续确认——2010 年三季度经济数据分析》，2010 年 10 月

分析师：

李冒余

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

国家统计局：10 月份宏观经济数据

通胀数据：1-10 月份，居民消费价格同比上涨 3.0%，比 1-9 月份扩大 0.1 个百分点。10 月份，居民消费价格同比上涨 4.4%，较上月上升 0.8 个百分点，环比上涨 0.7%。1-10 月份，工业品出厂价格同比上涨 5.5%，与 1-9 月份持平。10 月份，工业品出厂价格同比上涨 5.0%，较上月上升 0.7 个百分点，环比上涨 0.7%。

消费数据：1-10 月份，社会消费品零售总额 125313 亿元，同比增长 18.3%，与 1-9 月份持平。10 月份，社会消费品零售总额 14285 亿元，同比增长 18.6%，比 9 月份回落 0.2 个百分点。

投资数据：1-10 月份，城镇固定资产投资 187556 亿元，同比增长 24.4%，比 1-9 月回落 0.1 个百分点。其中，国有及国有控股投资 77950 亿元，增长 19.2%；房地产开发投资 38070 亿元，增长 36.5%。

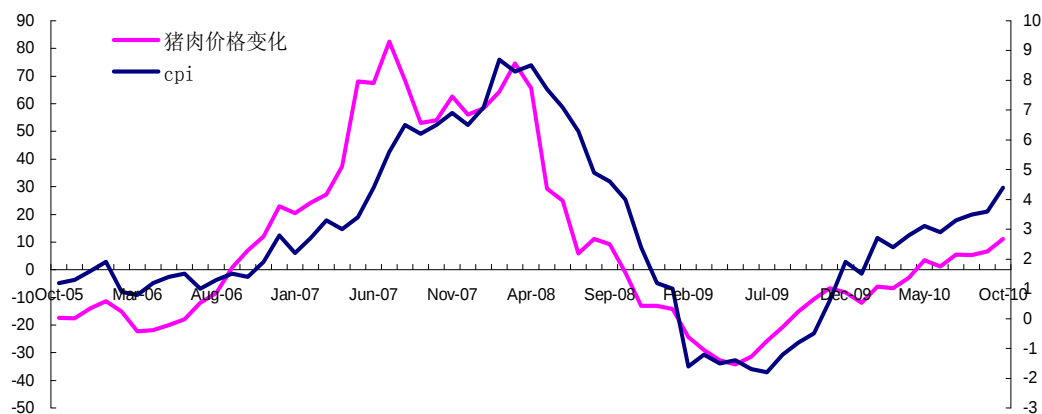
点评：通胀压力下的货币紧缩

10 月份的数据总体符合我们的预期。固定投资增速 24.4%，工业增加值 13.1%，呈现季节性的小幅回落态势，显示经济运行尚正常，考虑加息的滞后影响，预计年底工业增速仍将回落，但是回调的深度有限。10 月社会消费品零售稳定在 18.6%，黄金周后的消费热情退潮是正常的，预计下月仍将保持平稳，年底伴随春节来临再次上升。本月略超我们预期的，在于 CPI 上涨 4.4%、PPI 上涨 5%，CPI 受季节因素影响出现全年高点，PPI 受输入性通胀干扰快速反弹，这是毫无悬念的。但是考虑新增长因素的异常，预计 11-12 月通胀小幅回落但维持高位，全年 CPI 为 3.1%，近期央行的紧缩显然是剑指明年的通胀预期。

食品价格和输入通胀导致物价大幅回升

与上月一样，食品价格和新涨价因素是推升 CPI 的主因，商务部公布的最新信息显示：10 月份全国猪肉价格与去年同期相比上升了 11.12%；而农业部 10 月中旬公布的全国生猪存栏数据和能繁母猪头数均反映出猪肉市场的供给只是处于回升初期，而且考虑到消费旺季来临，未来的猪肉价格存在继续上涨的可能。

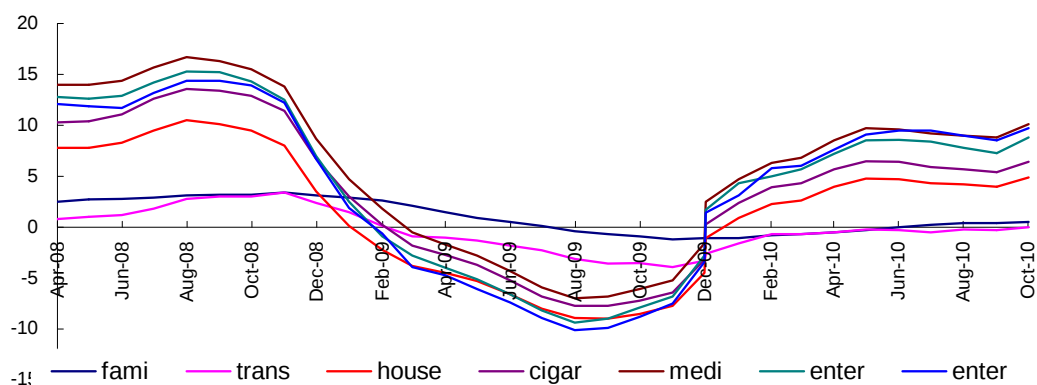
图 1：猪肉价格上涨依然是物价冲高的主因



资料来源：CEIC，长江证券研究部

分类别看，除食品外其他各项相对比较稳定。其中食品价格同比上涨 10.1%，烟酒及用品类价格同比上涨 1.5%，衣着类价格同比下降 1.3%，家庭设备用品及维修服务价格同比上涨 0.5%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 3.7%，交通和通信类价格同比下降 0.5%，娱乐教育文化用品及服务类价格同比上涨 0.9%，居住价格同比上涨 4.9%。我们认为，食品价格上涨导致本月 CPI 大幅脉冲的主要因素，而从其他大项如医疗保健和居住等方面来看，仍旧保持同比上升势头，但是幅度相比上月趋缓，这也是我们判断目前就是通胀高点的一个重要依据。

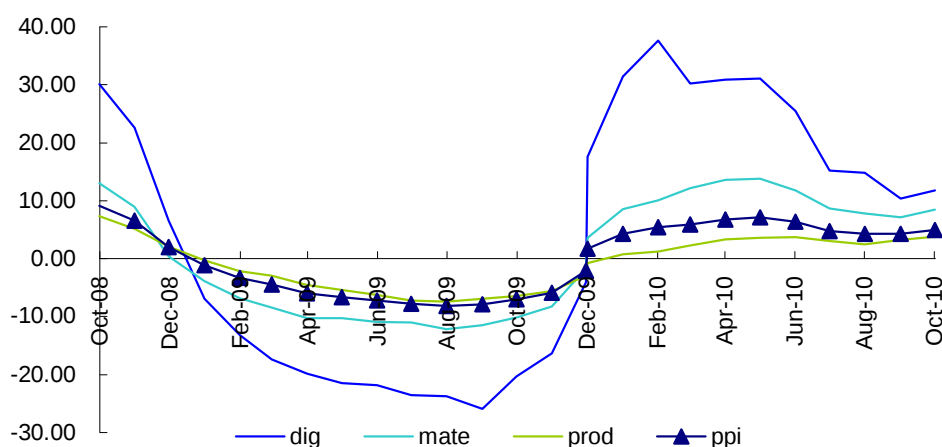
图 2: CPI 除食品外其他 7 大主项价格波动平稳 (单位: %)



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究部

10 月份工业品出厂价格同比上涨 5.0%，环比上涨 0.7%。分项来看，采掘同比上涨 11.8%，原材料上涨 8.5%，加工上涨 3.8%，环比回落幅度逐渐趋缓。

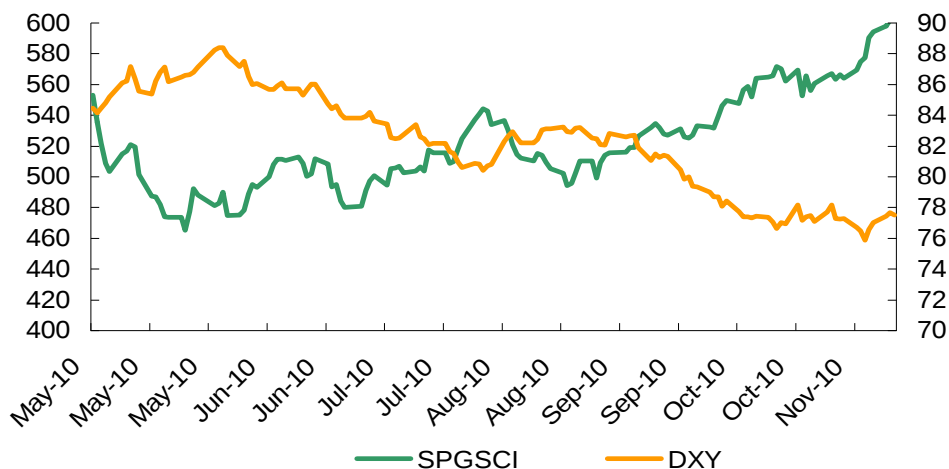
图 3: PPI 及其核心分项走势



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

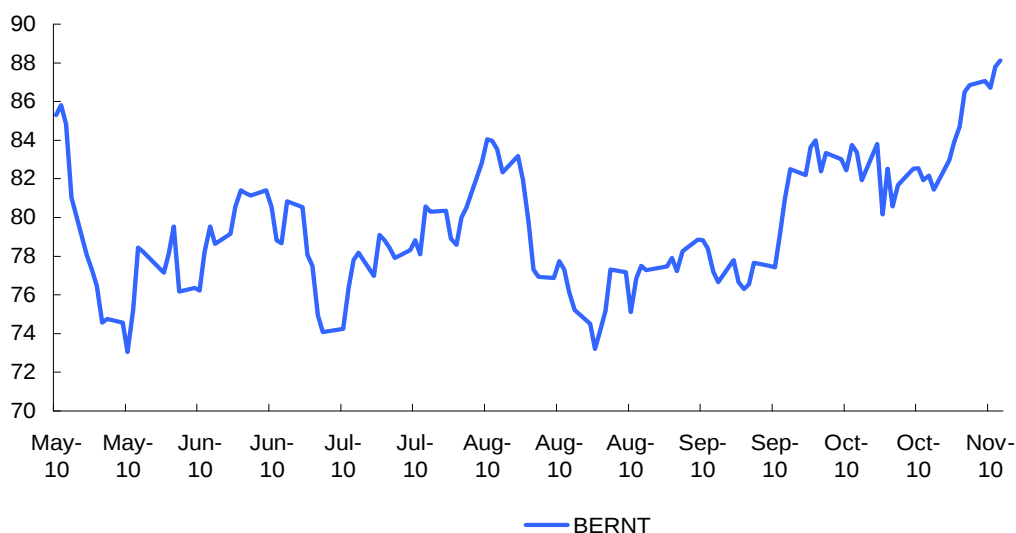
10 月份的外围市场显示，本月初美联储实施的第二轮量化宽松政策使得美元一直处于低位震荡态势，大宗商品也因此反复震荡，10 月存在一定程度的上涨，其中原油价格上涨较快。考虑近期国内成品油价调整对企业成本的影响，以及国际大宗商品价格上涨的输入压力，我们预计生产价格指数仍将逐渐反弹，并将伴随经济的环比起稳在年底继续回升。

图 4：美元回落导致大宗商品 10 月上涨



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 5：BERNT 原油现货价格 9 月反复震荡（单位：美元/桶）

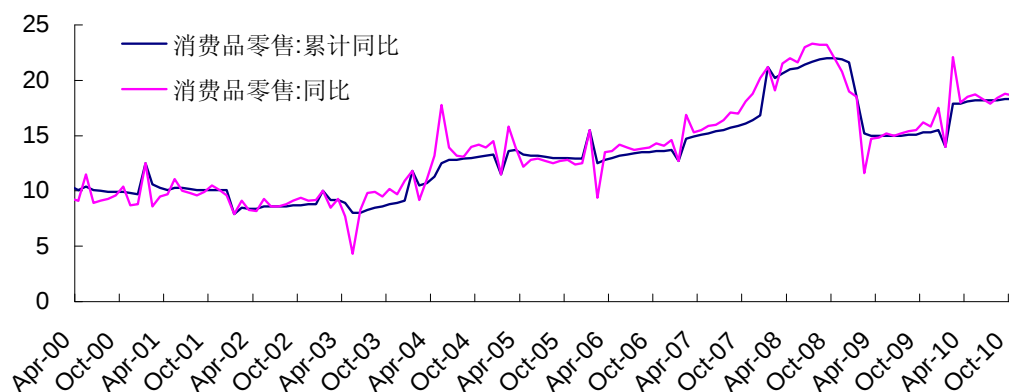


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

季节因素下投资和消费双双回稳

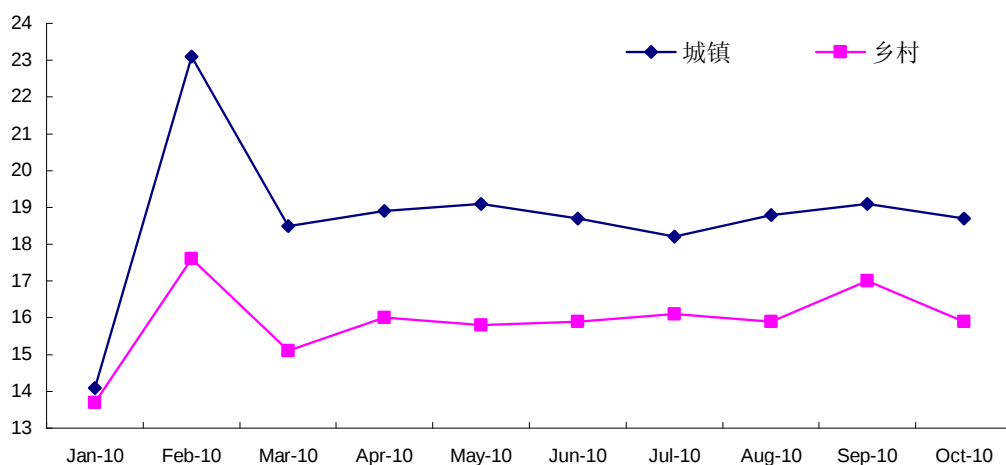
10 月份的社会消费总额达到 14285 亿元，同比增长 18.6%，比 9 月份回落 0.2 个百分点，累计同比为 18.3%。其中，城镇消费品零售额 12396 亿元，同比增长 18.9%；乡村消费品零售额 1889 亿元，增长 16.8%，10 月份农村消费的增长相比 9 月份有所下降，与城镇增速之间的差距有所拉大。总体上，考虑四季度是传统的消费旺季，我们认为消费零售仍然维持平稳较快增长。

图 6: 社会消费品零售增长平稳 (单位: 亿, %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

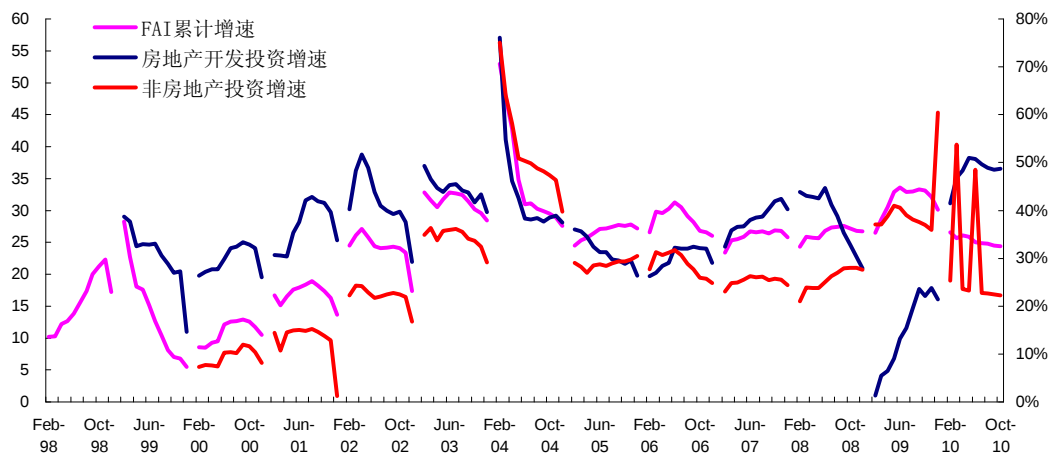
图 7: 城乡消费零售增长差距有所扩大 (单位: 亿, %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

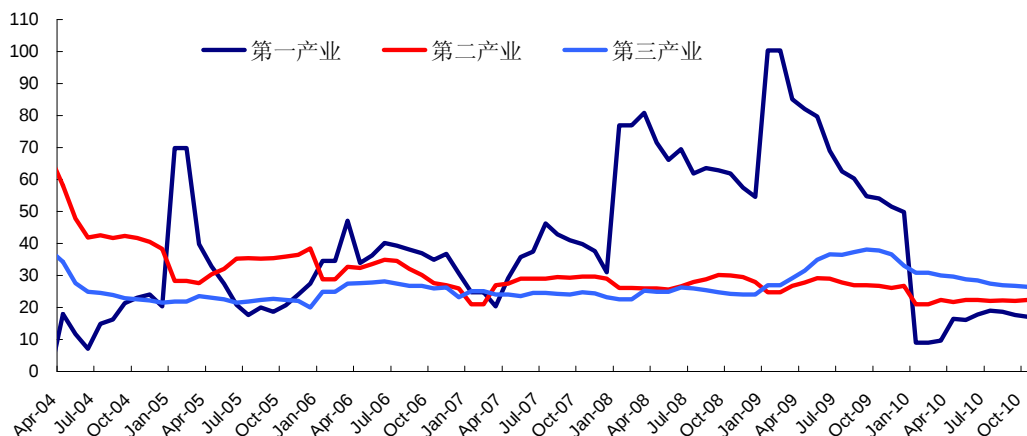
从最新公布的投资数据来看, 1-10 月份, 城镇固定资产投资 187556 亿元, 增长 24.4%, 比前三季的增速回落 0.1 个百分点。前十个月, 在城镇固定资产投资中, 第一产业投资增长 17.2%, 第二产业投资增长 22.3%, 第三产业投资增长 26.4%。分项目隶属关系来看, 前 10 个月中央项目投资 14845 亿元, 同比增长 10.0%; 地方项目投资 172711 亿元, 增长 25.9%。前 10 个月房地产开发投资 38070 亿元, 增长 36.5%。

图 8：地产增长和 FAI 累计增速一起回落（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 9：三大产业投资增速（单位：%）

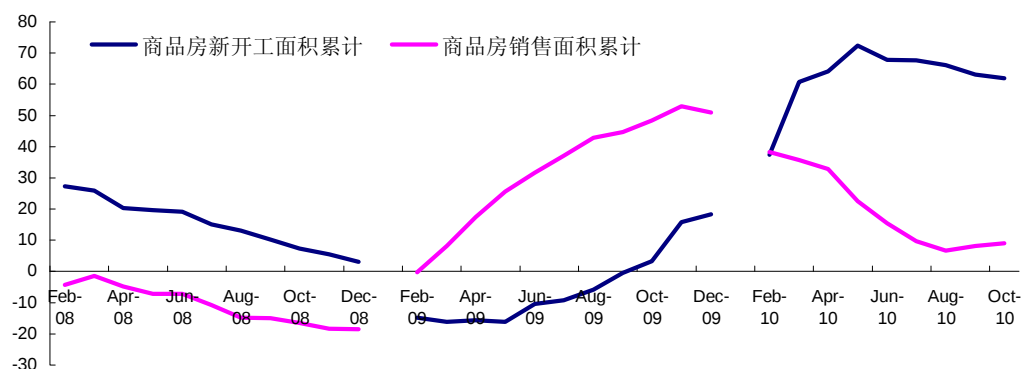


资料来源：CEIC，长江证券研究部

我们认为在高基数和节能减排压力下 10 月份传统产业投资延续第三季度以来的回落是正常的。但是从投资的季节因素来看，未来随着基数的回落以及新增长因素的回升，预计回落最快的时期已过，接下来 11 月和 12 月份的投资将缓慢起稳。

此外，1-10 月份全国商品房销售面积 7.24 亿平方米，同比增长 9.1%，增幅比前三季度提高 0.9 个百分点。其中，商品住宅销售面积增长 6.8%，办公楼增长 26.6%，商业营业用房增长 34.5%。10 月份完成商品房销售面积为 9278.32 万平方米，环比下跌了 11.18 个百分点。1-10 月，房地产开发投资总额为 38070 亿元，同比增长 36.5%，其中商品住宅投资占到了投资总额的 70.1%。在房地产调控的背景下，我们认为明年的房地产投资增速相比于今年会有所下降的可能性较大。

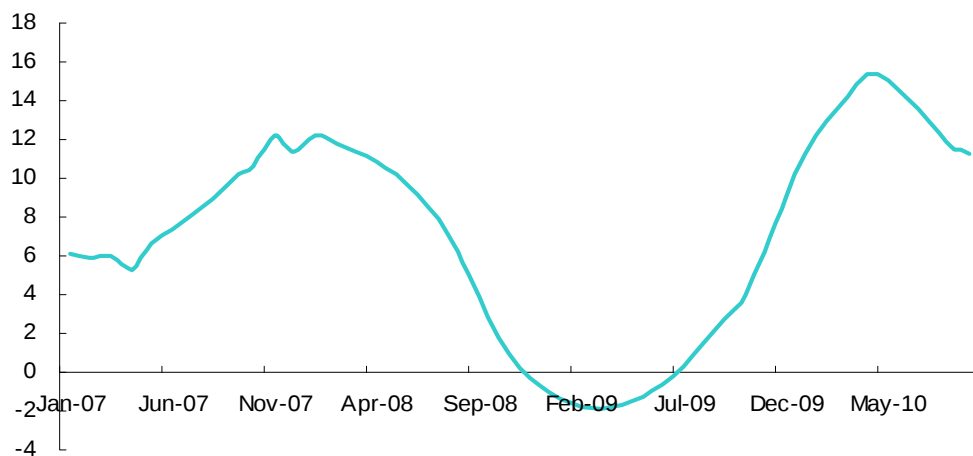
图 10: 商品房新开工面积与销售面积累计同比 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

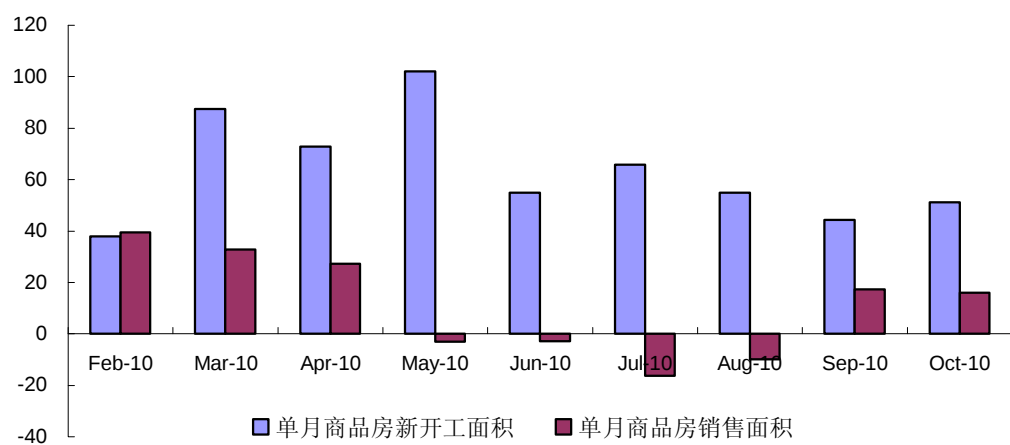
10 月份, 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 8.6%, 涨幅比 8 月份缩小 0.5 个百分点; 环比上涨 0.2%。其中, 新建住宅销售价格同比上涨幅度为 11.9%, 二手住宅销售价格同比涨幅为 5.9%。虽然 10 月份房价总体仍然保持了一定的上涨势头, 但是成交量大幅走低, 环比下跌幅度超过 10%; 其中北京、上海、广州和深圳等主要一线城市新房价格出现滞涨现象。在国家房地产调控政策的影响之下, 预计四季度房地产市场将保持下行趋势, 加上 11 月和 12 月为传统的房地产销售淡季, 并结合政府政策的紧缩, 预计接下来的两个月房地产价格环比可能有所下降。

图 11: 商品房销售价格同比增长 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 12: 商品房新开工面积与销售面积单月同比 (单位: %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。