

2010.12.02

11 月通胀仍高、12 月或将企稳

——年内物价数据预测更新及政策展望

**姜超**

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880108023056

陈岚

021-38676055

chenlan7474@gtjas.com

S0880210100004

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

本报告导读：

结合最新的物价数据，对 11 月、12 月的物价数据进行预测修正

摘要：

- 根据最新的食品和生产资料价格指数，我们预测 11 月 CPI 为 4.8%、PPI 为 5.1%，均比 10 月继续上升；但 12 月 CPI 将降至 4.1%、PPI 将降至 4.2%，即通胀将在 12 月短期企稳。
- 从 PPI 看，11 月 PPI 的两大现行指标——商务部生产资料价格指数和 PMI 购进价格均有所上升，因此，我们预计 11 月 PPI 环比涨幅为 0.7%，带动 PPI 同比上涨 5.1%。
- 但由于 11 月以来美元指数反弹，导致近期油价有所回落；国内有色金属和钢价也出现止涨回落，因此我们预计 12 月 PPI 环比涨幅将降至 0.1%，带动 PPI 同比涨幅降至 4.2%。
- 从 CPI 看，由于商务部食用农产品价格 11 月环比涨幅为 3%，再创近几月的新高，因此我们预测 11 月 CPI 中食品价格环比上涨 1.8%，同比上涨 11.5%，带动 11 月 CPI 同比上涨 4.8%。
- 但由于近期国家的价格调控措施多管齐下，蔬菜价格明显回落，我们预测 12 月食品价格环比涨幅将回落至 1%，同比涨幅将回落至 9.5%。
- 即使考虑到 12 月由于处于春节前一个月，节日因素将导致食品价格继续上涨，我们认为 12 月 CPI 同比的回落仍是大概率事件，我们预计 12 月 CPI 同比涨幅为 4.1%。
- 11 月中旬以来回购利率持续上行有准备金率频繁上调、准备金缴款和月末存贷比考核等多方面的影响，展望 12 月份，考虑到央行目前在公开市场上回笼能力较弱，静态来看财政存款和外汇占款将带来 1.5 万亿左右的巨量流动性释放。
- 考虑到年末巨量流动性释放和目前货币政策回归稳健趋势，我们认为年内准备金率仍有上调的空间，但预计资金面很难出现 11 月末的紧张局势。
- 鉴于 12 月 CPI 同比的短暂回落，而年内资金面也很难再出现 11 月末的紧张局面，我们预计 10 年期国债将在目前的水平上短暂企稳甚至回落。即使由于 11 月通胀再创新高，使得 12 月再加息一次，也不排除在加息之后会出现超调带来的短期交易性机会。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

《对冲热钱控制信贷，加息升值仍将持续——点评央行再次上调存款准备金率》

2010.11.20

《工业持续回升，投资动力仍在》

2010.11.12

《温和通胀助推消费增长》

2010.11.12

《信贷超增储蓄分流》

2010.11.12

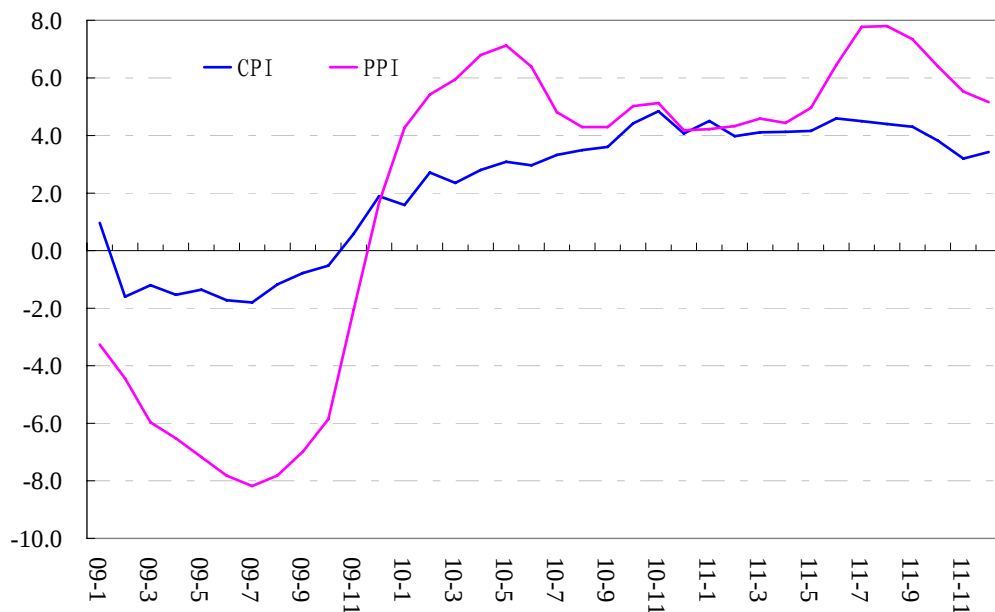
《10 月 CPI 超预期，上调明年物价预测——点评 10 年 10 月物价数据》

2010.11.12

图 1:
CPI、PPI 预测值
 (2009-2010)
 单位: %

一、通胀 11 月上升、12 月企稳

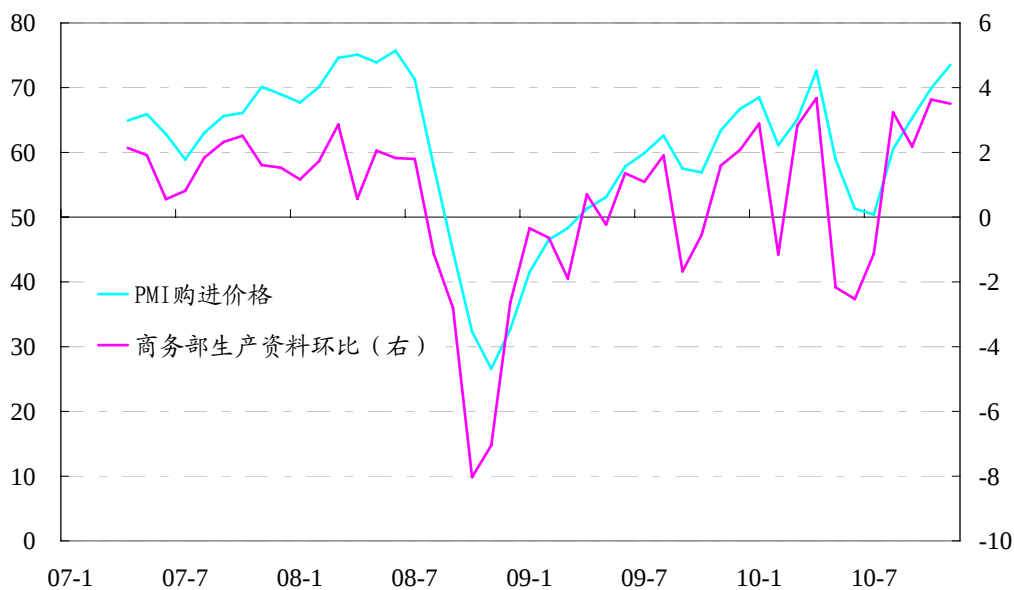
根据最新的食品和生产资料价格指数，我们预测 11 月 CPI 为 4.8%、PPI 为 5.1%，均比 10 月继续上升，但 12 月 CPI 将降至 4.1%、PPI 将降至 4.2%，即通胀将在 12 月短期企稳。



二、11 月 PPI 将继续回升

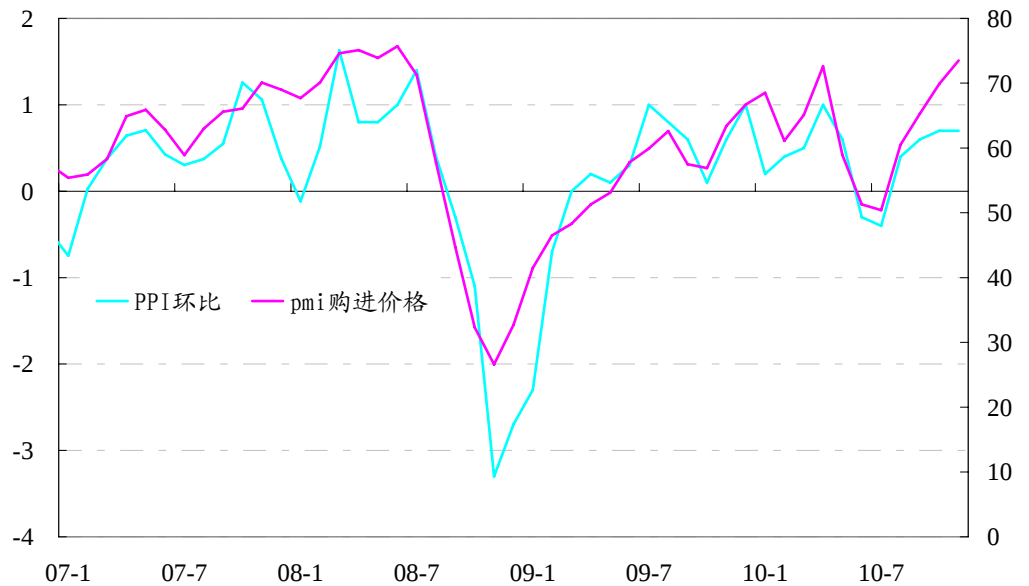
首先，从 PPI 看，我们发现其先行指标有两个，一为商务部生产资料价格指数；二为 PMI 购进价格。前者在 11 月环比为 3.5%，与 10 月相当；后者在 11 月的值为 73.5，高于 10 月的 69.9，两者均表明 11 月的 PPI 环比涨幅至少将与 10 月持平。

图 2:
PMI 购进项价格、商务部生产资料价格环比
 (2007-2010)
 左轴单位: 1
 右轴单位: %



综合以上 PPI 的现行指标，我们预计 11 月 PPI 环比涨幅为 0.7%，与 10 月持平，并带动 PPI 同比上涨 5.1%。

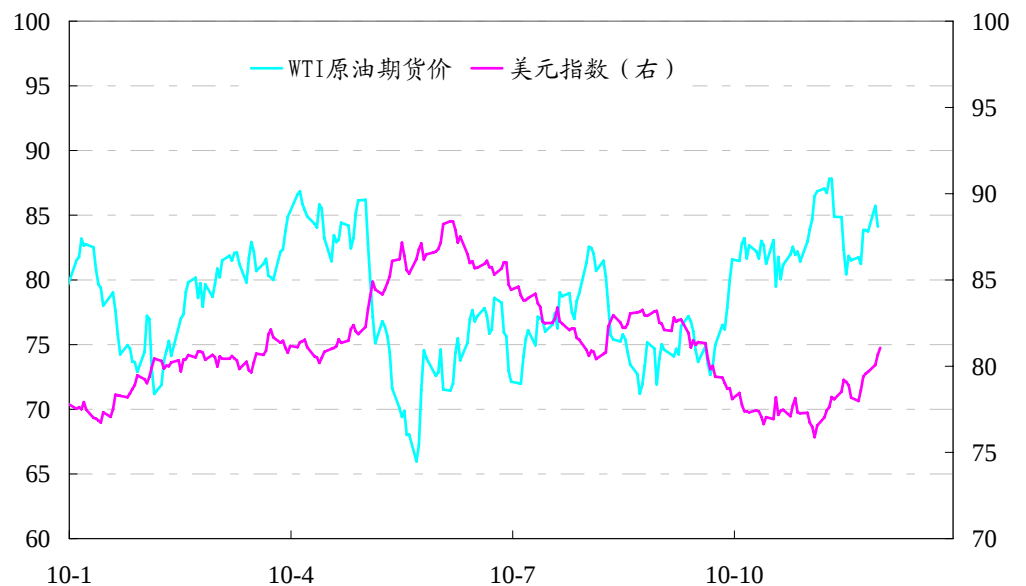
图 3:
PPI 环比、PPI 购进项价格
 (2006 - 2010)
 左轴单位: %
 右轴单位: 1



三、12 月 PPI 将止涨回落

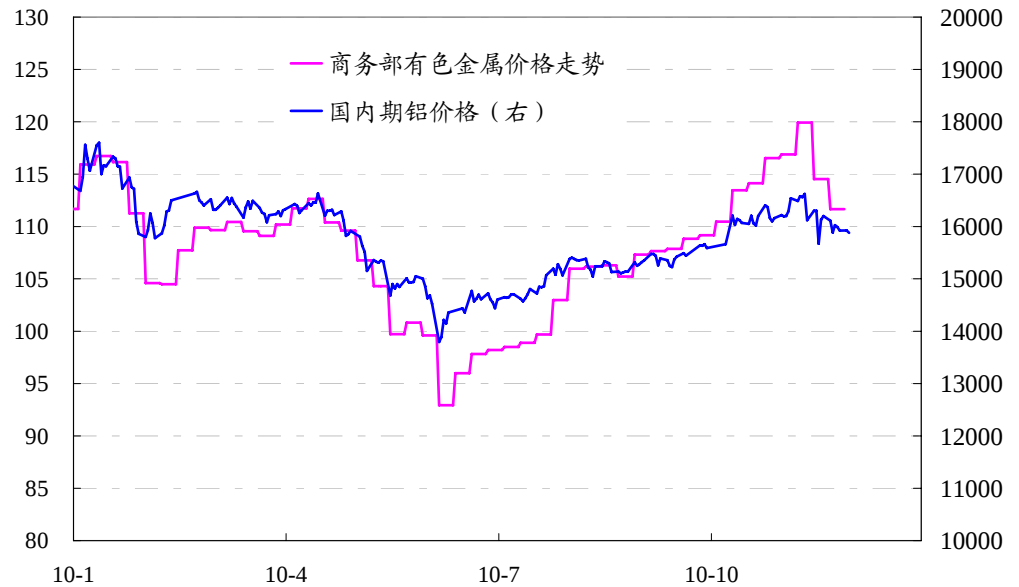
但从最新的生产资料价格走势来看, 已经出现止涨回落的迹象。首先, 11 月以来美元指数反弹, 导致近期油价有所回落。

图 4:
WTI 原油期货价格、美元指数
 (2010)
 左轴单位: 美元/桶
 右轴单位: 1



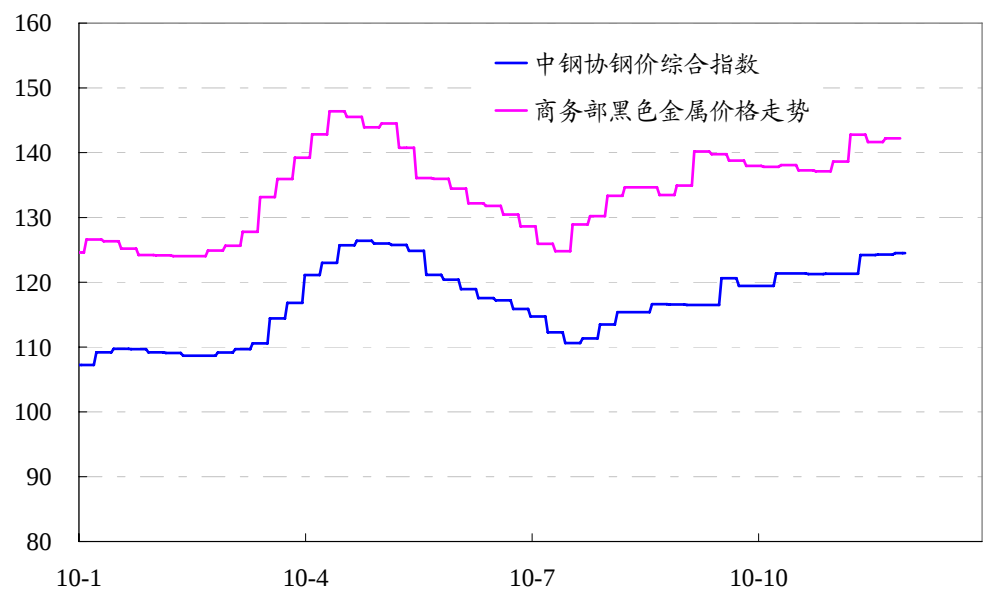
其次, 从国内有色金属现货和期货价格走势看, 11 月已经出现回落迹象。

图 5:
 商务部有色金属价格走势、国内期铝价格走四环
 (2010)
 左轴单位: 1
 右轴单位: 元/吨



再次，从中钢协钢价综合指数以及商务部黑色金属价格走势看，目前的上涨势头也已经趋缓。

图 6:
 中钢协钢价综合指数、商务部黑色金属价格走势
 (2010)
 单位: 1

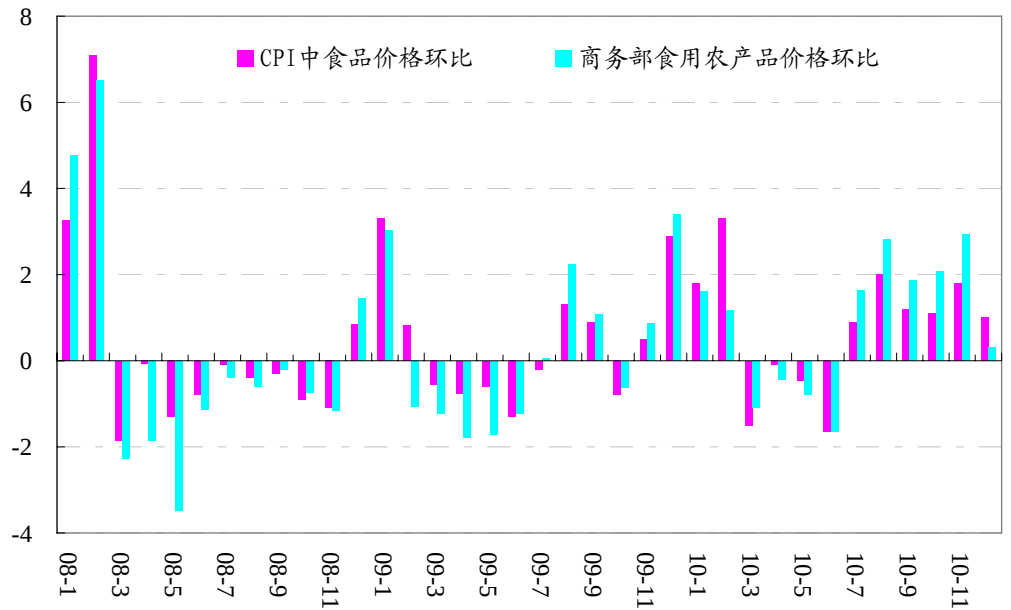


考虑近期生产资料价格已经出现止涨回落的迹象，因而我们预计 12 月 PPI 环比将降至 0.1%，带动 PPI 同比涨幅降至 4.2%。

四、11 月 CPI 将继续回升

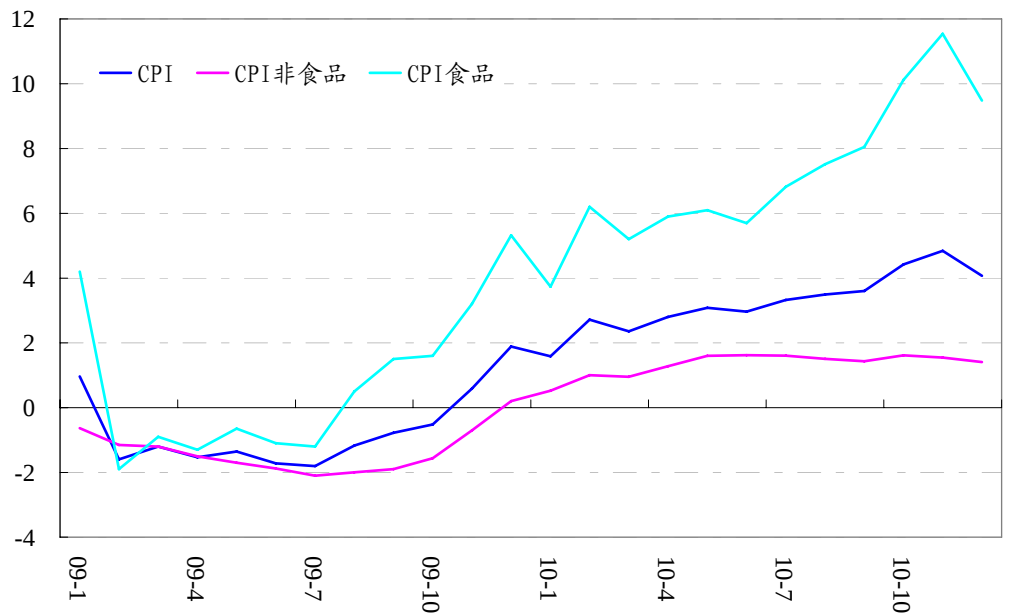
从 CPI 看，商务部食用农产品价格 11 月环比涨幅为 3%，再创近几月的新高。从过去 5 个月的环比涨幅看，CPI 中食品价格环比涨幅约为商务部的 60%，因而我们预测 11 月 CPI 中食品价格环比上涨 1.8%。

图 7:
CPI 中食品价格环比、商
务部食用农产品价格环比
 (2008-2010)
 单位: %



结合最新的食品价格数据, 我们预测 11 月 CPI 为 4.8%, 其中食品价格同比上涨 11.5%, 环比上涨 1.8%。

图 8:
CPI、CPI 食品、非食品同
比增速预测
 (2009-2010)
 单位: %

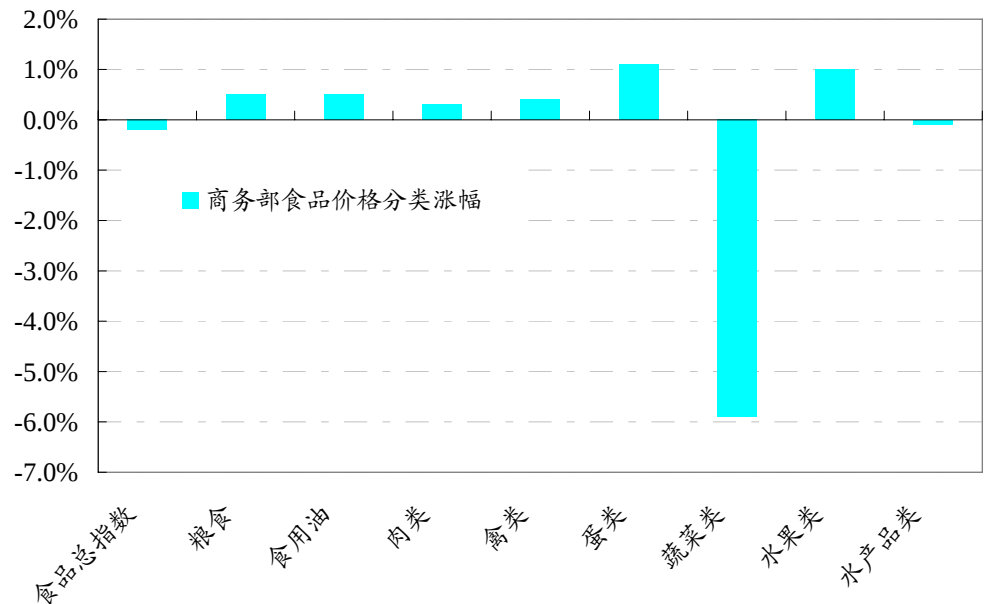


五、12 月 CPI 将短暂回落

尽管 11 月的 CPI 将再创新高, 但我们预测 12 月食品价格环比涨幅将有所回落。

其主要理由在于, 随着近期国家的价格调控措施多管齐下, 蔬菜价格明显回落。商务部食用农产品周度价格显示, 11 月 22-28 日一周的食品价格首次出现回落, 其中蔬菜价格回落明显, 但由于其余农产品基本保持上涨, 食品整体环比降幅仅有 -0.2%。

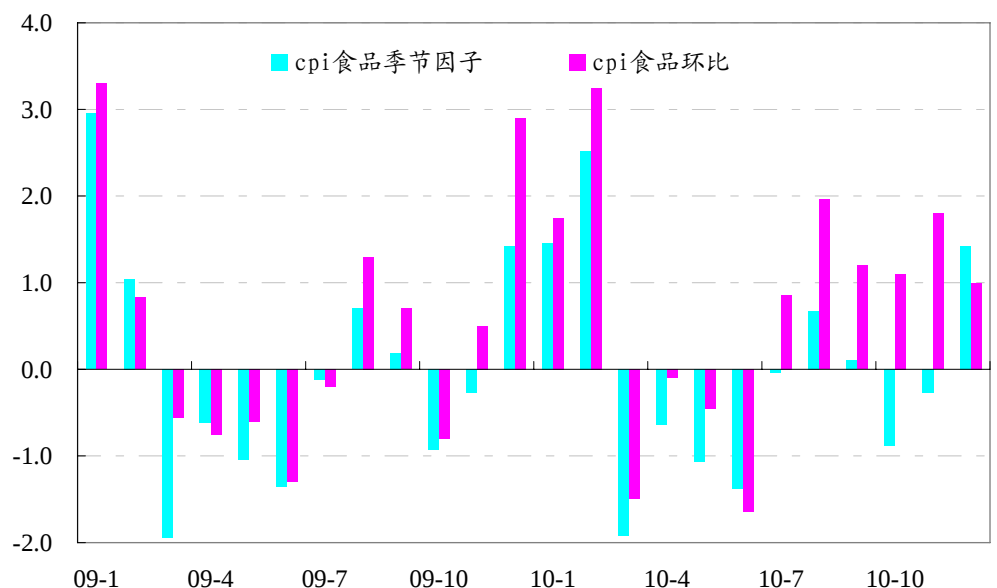
图 9:
商务部食品价格分类涨幅
(2010.11.22-28)
单位: 1



我们预测, 12 月的食品价格环比涨幅为 1%, 同比涨幅为 9.5%。

预测 12 月食品环比仍上涨的原因是 12 月属春节前一个月, 从历史季节因素看价格上涨压力依然较大, 因而食品价格仍会有一定惯性上涨。但即便食品价格继续上涨, 12 月 CPI 同比的回落仍是大概率事件, 我们预计 12 月 CPI 同比涨幅为 4.1%。

图 10:
CPI 食品季节因子、CPI 食品环比
(2009-2010)
单位: %



六、年内资金面难再紧

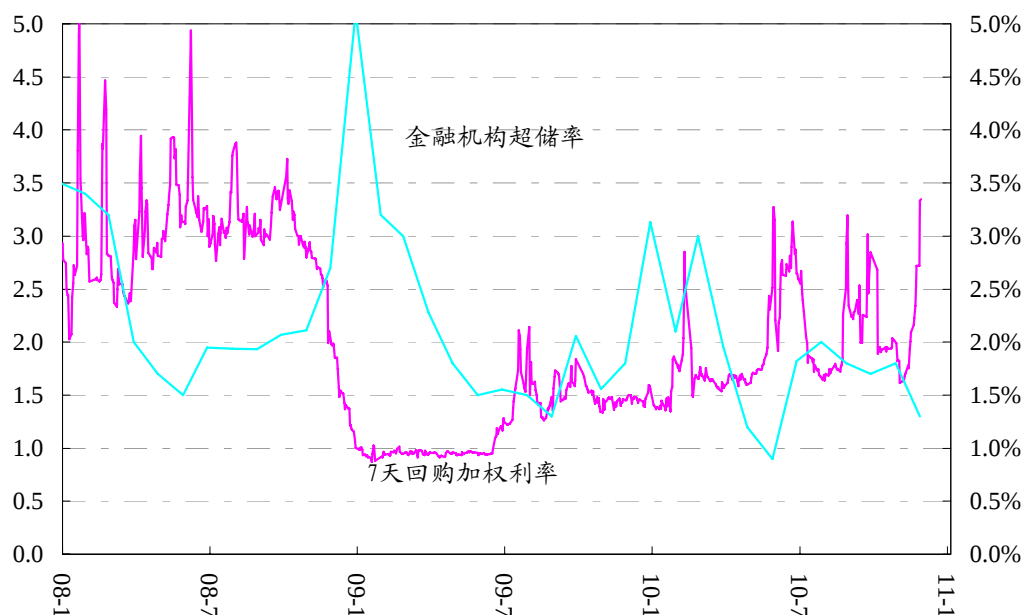
11 月中旬以来, 银行间资金面紧张局面愈演愈烈, 表现在回购利率持续上行, 且临近月末上行速度有所加快, 特别是 11 月 30 日银行间 7 天回购加权平均利率达到了 3.3%, 创下了 2008 年以来的新高。

我们认为, 11 月中旬以来的回购利率持续上行, 主要是由于 11 月准备金率的两次上调使得 11 月金融机构超储率已经降至 1.3% 左右的历史新低, 资金面的趋紧直接推高了回购利率。

而临近月末回购利率的加速上行一方面源于 11 月 29 日是准备金的缴款时间; 另一方面源于 11 月 30 日为月末最后一天, 存贷比的考核压力也

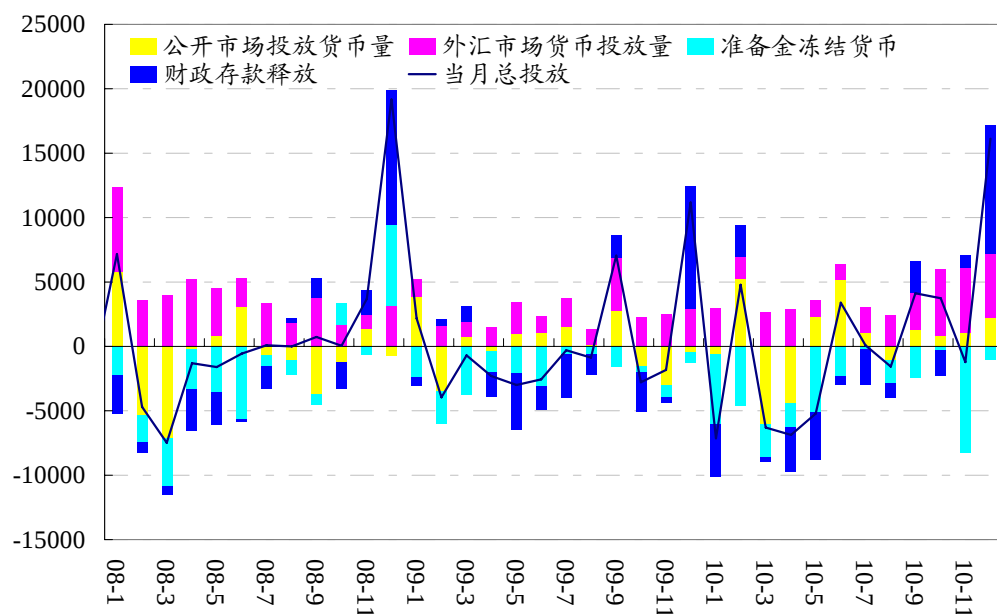
图 11:
金融机构超储率、7 天回购加权利率
 (2008-2010)
 左轴单位: %
 右轴单位: 1

使得银行对短期资金的渴求大大增强。



展望 12 月份, 如果不考虑准备金率的再次上调, 则银行体系将面临巨量的流动性释放。这主要来源于三个方面: 首先, 每年的 12 月都是财政存款的释放月, 届时将有 10000 亿左右的财政存款得以释放, 直接增加基础货币量; 其次, 由于热钱的持续涌入, 10 月的新增外汇占款达到了 5190 亿, 预计 11 月的外汇占款也将达到 5000 亿左右; 最后, 12 月的公开市场到期资金量将达到 2220 亿, 在央票利率的严重倒挂下, 目前央行通过公开市场操作来进行回笼的能力将十分有限。

图 12:
**公开市场投放货币量、外
 汇市场投放货币量、准备
 金冻结货币、财政存款释
 放、当月总投放**
 (2008-2010)
 单位: 亿元

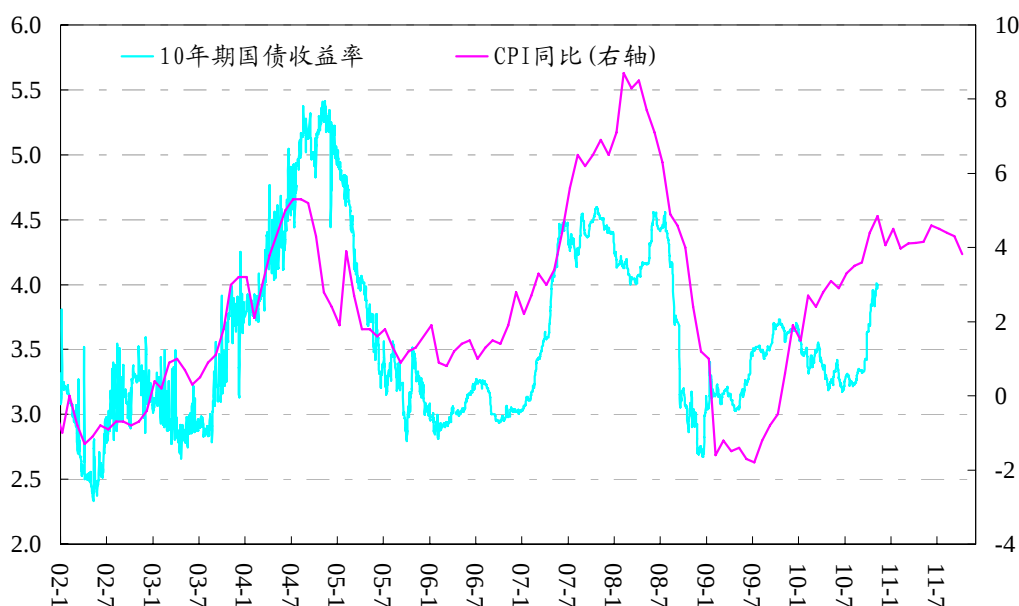


尽管静态考虑, 12 月将有 1.5 万亿左右的巨量流动性释放, 但考虑到目前货币政策回归稳健的趋势, 我们认为年内准备金率仍有上调的空间。但是, 由于准备金率的上调仍是为了冻结年内新增的巨量流动性释放, 预计整体资金面将很难出现 11 月末的紧张局势。

七、长债短期交易性机会

近期 10 年期国债收益率大幅上行，目前已经达到了 4% 左右，鉴于 12 月 CPI 同比的短暂回落，而年内巨量流动性的释放使得即使考虑 2 次左右的准备金率上调，资金面也很难再出现 11 月末的紧张局面，因此我们预计无风险利率将在目前的水平上短暂企稳甚至回落，即使由于 11 月通胀再创新高，使得 12 月再加息一次，也不排除在加息之后会出现超调带来的短期交易性机会。

图 13:
10 年期国债收益率、CPI
同比
 (2002-2010)
 单位: %



作者简介:**姜超:**

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名。

陈岚:

复旦大学经济学硕士，08年加入国泰君安证券，09年、10年获新财富债券最佳分析师第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		