

2011年10月17日

通胀回落趋势确立 政策转松有待数据

——2011年9月份物价及金融数据短评

相关研究

上调全年 CPI 涨幅至 5.5% 2011 年 8 月份主要经济数据及政策分析
2011-09-12

外围动荡 政策或进入观察期—2011 年 7 月份主要经济数据及政策分析
2011-08-10

CPI 如期创新高, 7 月通胀压力仍大—2011 年 6 月 CPI 与 PPI 数据分析
2011-07-12

通胀继续上行 政策仍需应对—2011 年 5 月份主要经济数据及政策分析
2011-06-15

通胀处于高位 经济调整明显—2011 年 4 月份主要经济数据及政策分析
2011-05-12

增长超预期 仍存紧缩压力—2010 年 1 季度及 3 月份主要经济数据及政策分析
2011-04-17

从通胀到增长—2011 年春季宏观报告
2011-03-23

分析师

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

021-23297396

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

021-23297327

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chenguo@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号

电话: (8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

结论或者投资建议:

I 9 月份物价继续回落, CPI 和 PPI 已经连续两个月呈现回落格局, 在外围经济放缓、国内持续的紧缩调控下, 通胀回落的趋势已经确立, 四季度物价将继续回落。9 月信贷投放低于预期, M1 与 M2 增速大幅回落, 央行遏制突击揽储是重要原因之一。未来宏观政策取决于 CPI 和经济增长的组合, 如果通胀回落到 5% (最好是 4%) 以下, 工业生产出现 2-3 个百分点的跳跃式下跌, 政策将放松。而在之前, 政策放松的可能性不大。

I 原因及逻辑:

I 9 月份 CPI 为 6.1%, 比上月回落 0.1 个百分点。9 月份食品价格涨幅为 13.4%, 与上月持平。从分项数据看, 9 月环比涨幅比 8 月份继续扩大是干鲜瓜果、菜、干豆类及豆制品。粮食价格环比上涨 0.5%, 涨幅与上月持平; 肉禽及其制品、蛋类的环比涨幅分别为 1.2% 和 2.4%, 分别比上月回落 0.3 和 2 个百分点。非食品价格涨幅为 2.9%, 比上月回落 0.1 个百分点, 娱乐教育文化用品及服务、居住的同比涨幅分别为 0% 和 5.1%, 均比上月下降 0.4 个百分点, 是带动非食品价格涨幅比上月回落的主要原因。CPI 已经连续 2 个月出现小幅回落, 物价回落的拐点已经确立, 10 月份预计 CPI 为 5.8% 左右, 11-12 月份预计为 4.7% 左右, 全年 CPI 预计为 5.5%。

I 9 月 M1 增速与 M2 增速分别为 8.9% 和 13%, 分别比上月回落 2.3 和 0.5 个百分点。导致 M2 大幅回落的主要原因: 第一, 信贷投放回落。9 月信贷投放为 4700 亿元, 低于我们的预期值 5500 亿元, 比去年同期少增 1311 亿元; 第二, 新增外汇占款回落。9 月新增外汇占款为 2473 亿元, 比去年同期少增 423 亿元; 第三, 央行新规遏制突击揽储, 导致 9 月份存款并未出现历史上季末存款大幅增加的情况。9 月人民币存款增加 7303 亿元, 而 8 月新增 7066 亿元, 二者仅相差 237 亿元, 而去年同期 9 月新增量比 8 月新增量增加 3804 亿元。此前据报道央行要求“各银行要保持存贷比平稳, 而且 9 月 30 日的存款余额与 10 月 8 日的存款余额不能相差超过 5%”。

I 本月的企业中长期贷款新增量继续低于短期贷款, 已经连续 5 个月维持这样的格局。原因之一是银行加大了中小企业的信贷投放; 原因之二是企业的中长期贷款需求出现回落, 自 9 月份以来, 多领域均出现旺季不旺的情况, 加大了这种可能性。

I 伴随着经济下行, 通胀回落趋势确立, 中国经济正式从滞胀进入衰退, 紧缩政策告一段落。未来 3-6 个月自上而下的主旋律是在弱周期中寻找增长、通胀和政策拐点。未来宏观政策取决于 CPI 和经济增长的组合, 如果通胀回落到 5% (最好是 4%) 以下, 工业生产出现 2-3 个百分点的跳跃式下跌, 政策将放松。而在之前, 政策放松的可能性不大。

本公司不持有或交易股票及其衍生品, 在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务; 本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 持有比例可能超过已发行股份的 1%, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客

9月份物价继续回落，CPI 和 PPI 已经连续两个月呈现回落格局，在外围经济放缓、国内持续的紧缩调控下，通胀回落的趋势已经确立，四季度物价将继续回落。9月信贷投放低于预期，M1 与 M2 增速大幅回落，央行遏制突击揽储是重要原因之一。未来宏观政策取决于 CPI 和经济增长的组合，如果通胀回落到 5%（最好是 4%）以下，工业生产出现 2-3 个百分点的跳跃式下跌，政策将放松。而在之前，政策放松的可能性不大。

表 1:2011 年 8 月主要经济数据预测

公布日期	项目	申万预测	实际公布	上期	上上期	去年同期
10月18日	3季度GDP增长率	9.3		9.5	9.7	9.6
10月14日	9月工业品出厂价格涨幅%	6.6	6.5	7.3	7.5	4.3
10月14日	9月CPI涨幅%	6.2	6.1	6.2	6.5	3.6
	9月份出口增速%	24	17.1	24.5	20.4	25.1
	9月份进口增速%	29.5	20.9	30.2	22.9	24.1
10月13日	9月贸易顺差亿美元	132.6	145.1	177.6	314.8	168.8
	9月M2增速%	13.8	13	13.5	14.7	19
	9月M1增速%	11.5	8.9	11.2	11.6	20.9
	9月M0增速%	13.7	12.7	14.7	14.3	13.8
	9月各项贷款余额增速%	16.1	16	16.5	16.7	18.7
10月15日	9月人民币贷款余额增速%	16	15.9	16.4	16.6	18.5
	9月份新增人民币贷款亿元	5500	4700	5485	4926	5955
	9月各项存款余额增速%	15.7	13.9	15.3	16.1	19.8
	9月人民币各项存款余额增速%	15.9	14.2	15.5	16.3	20
	9月居民储蓄存款余额增速%	13.4	12.4	12.98	13.5	17
10月18日	1-9月实际利用外资增速%	16.4		17.7	18.6	16.6
10月18日	1-9月份工业增速%	14.1		14.2	14.3	16.3
10月18日	1-9月固定资产投资增速%	24.8		25	25.4	24.5
10月18日	1-9月社会消费品零售总额增速%	16.9		16.9	16.8	18.3

资料来源：申万研究

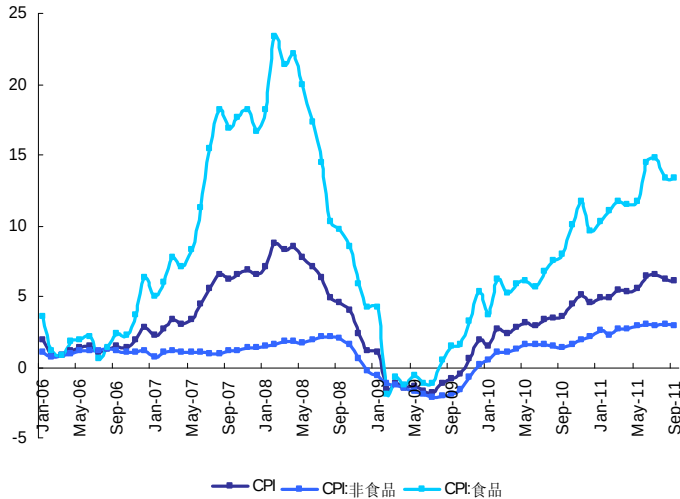
1、9月物价继续回落，物价回落趋势确立

9月份CPI为6.1%，比我们的预测值略低0.1个百分点，从食品和非食品的价格涨幅看，食品价格涨幅为13.4%，与我们的预期值完全一致，非食品价格同比涨幅为2.9%，比我们的预期值低0.1个百分点，比上月回落0.1个百分点。

9月份CPI环比上涨0.5%，低于2001-2010年平均0.7%的环比涨幅，显示物价压力有所缓解。

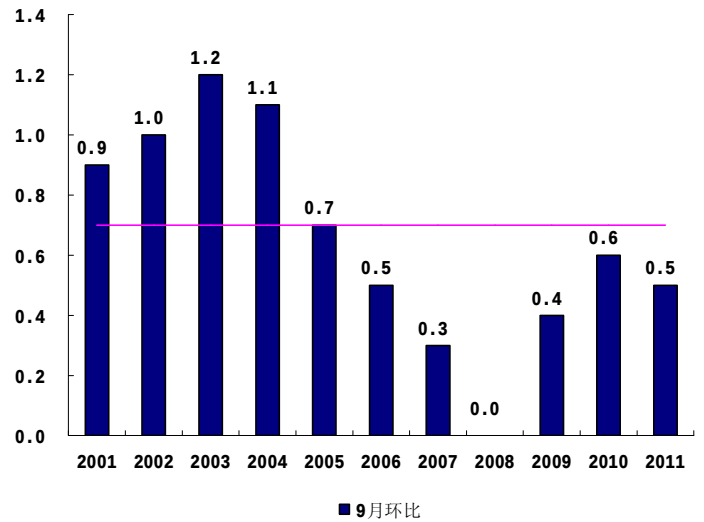
导致CPI涨幅低于我们预期的主要原因是，非食品价格涨幅低于我们的预期。

图 1: 9 月份非食品价格涨幅有所回落



资料来源: 国家统计局, 申万研究

图 2: 2011 年 8 月份环比创 2005 年以来新高



资料来源: 国家统计局, 申万研究

从公布的非食品价格涨幅看, 非食品中的娱乐教育文化用品及服务、居住的同比涨幅分别为 **0%**和 **5.1%**, 均比上月下降 **0.4** 个百分点, 是带动非食品价格涨幅比上月回落的主要原因。其他项目, 烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及维修服务的同比涨幅比上月分别扩大 **0.5**、**0.3** 和 **0.2** 个百分点, 医疗保健和个人用品、交通和通信的价格同比涨幅与上月持平。

表 2: 2011 年 7-8 月份的 CPI 及其细项的环比

	2011 年 8 月	2011 年 9 月	9 月比 8 月相比
居民消费价格指数	106.2	106.1	-0.1
食品	113.4	113.4	0
烟酒及用品	102.9	103.4	0.5
衣着	102.9	103.2	0.3
家庭设备用品及维修服务	102.8	103	0.2
医疗保健和个人用品	104.1	104.1	0
交通和通信	101	101	0
娱乐教育文化用品及服务	100.4	100	-0.4
居住	105.5	105.1	-0.4

资料来源: CEIC, 申万研究

食品价格环比上涨 **1.1%**, 比上月的涨幅扩大 **0.5** 个百分点, 是受正常的节假日推动所致, 该涨幅低于 **2001-2010** 年平均 **1.3%** 的平均水平, 显示压力也不大。

从分项数据看, **9** 月环比涨幅比 **8** 月份继续扩大是干鲜瓜果、菜、干豆类及豆制品。

粮食价格环比上涨 **0.5%**，涨幅与上月持平；肉禽及其制品、蛋类的环比涨幅分别为 **1.2%**和 **2.4%**，分别比上月回落 **0.3** 和 **2** 个百分点。

猪肉价格的环比和同比在今年 **6** 月份达到高点之后，至 **9** 月份，已经连续 **3** 个月维持回落态势。对于后期走势，维持此前的判断，即猪肉绝对价格在春节之前有望继续维持高位，但是随着供给的逐步改善，以及去年高基数效应，猪肉价格的同比涨幅将会继续回落，对 **CPI** 的拉动逐渐减弱。

表 3:2011 年 8-9 月份的食品分项及其涨幅

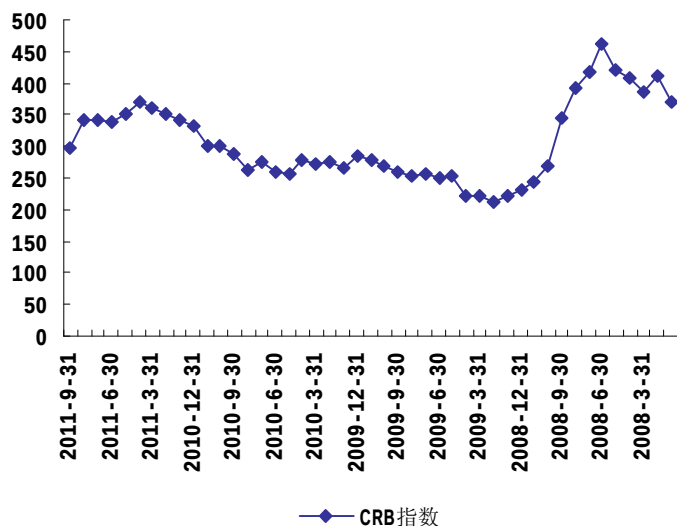
主要食品类别	2011年8月	2011年9月	9月相比8月
食品	113.4	113.4	0
食品:干鲜瓜果:鲜瓜果	104	106.2	2.2
食品:菜:鲜菜	100.1	102.1	2
食品:菜	100.6	102.2	1.6
食品:肉禽及其制品:牛肉	110.9	112.4	1.5
食品:干鲜瓜果	107.7	109	1.3
食品:油脂	117.1	118	0.9
食品:其他食品	106.5	107.2	0.7
食品:干豆类及豆制品	103.8	104.2	0.4
食品:糖	113.2	113.6	0.4
食品:茶及饮料:饮料	105.3	105.4	0.1
食品:茶及饮料	104.8	104.9	0.1
食品:在外用膳食品	109.5	109.6	0.1
食品:调味品	105.9	106	0.1
食品:糕点饼干	109.3	109.3	0
食品:茶及饮料:茶叶	103.9	103.9	0
食品:液体乳及乳制品:奶粉	104.2	104.1	-0.1
食品:淀粉	117.9	117.7	-0.2
食品:粮食	112.2	111.9	-0.3
食品:液体乳及乳制品	105.5	105.2	-0.3
食品:粮食:大米	113.5	113.1	-0.4
食品:液体乳及乳制品:巴氏杀菌奶或消毒奶	105.7	105.3	-0.4
食品:水产品	114.7	114.1	-0.6
食品:粮食:面粉	110.1	109.3	-0.8
食品:肉禽及其制品	129.3	128.4	-0.9
食品:肉禽及其制品:猪肉	145.5	143.5	-2
食品:蛋	116.3	114.2	-2.1
食品:蛋:鲜蛋	116.5	114.2	-2.3

资料来源: CEIC, 申万研究

CPI 已经连续 2 个月出现小幅回落，物价回落的拐点已经确立，10 月份预计 CPI 为 5.8% 左右，11-12 月份预计为 4.7% 左右，全年 CPI 预计为 5.5%。

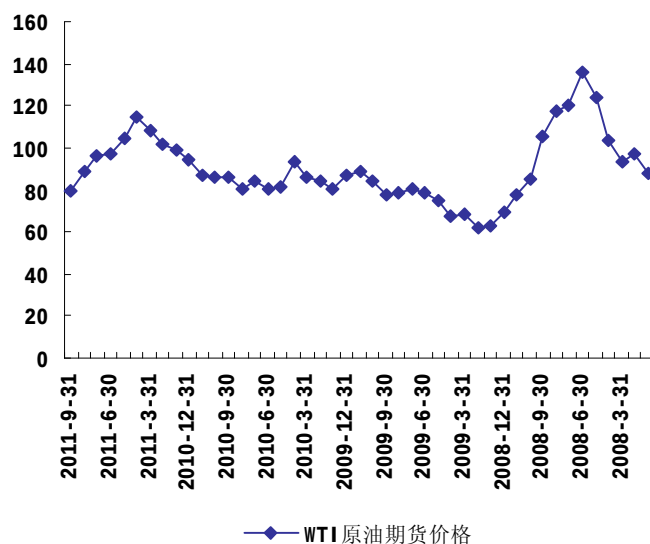
9 月份 PPI 为 6.5%，比我们的预期值低 0.1 个百分点。受需求放缓影响，国际大宗商品价格及国内主要生产资料价格小幅回落，带动 PPI 的持续回落。

图 3: CRB 指数环比小幅回落



资料来源: Bloomberg, 申万研究

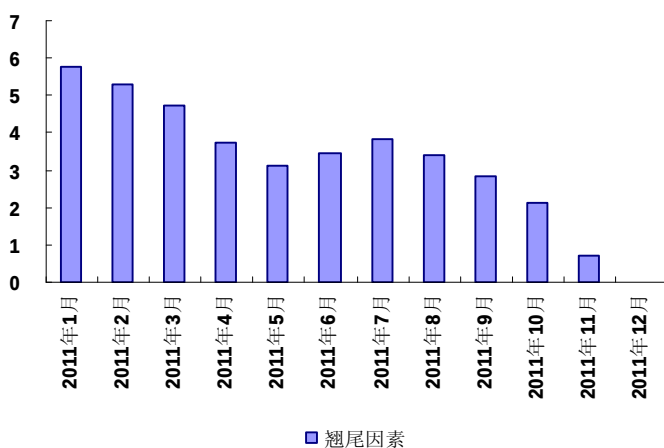
图 4: 油价环比回落



资料来源: Bloomberg, 申万研究

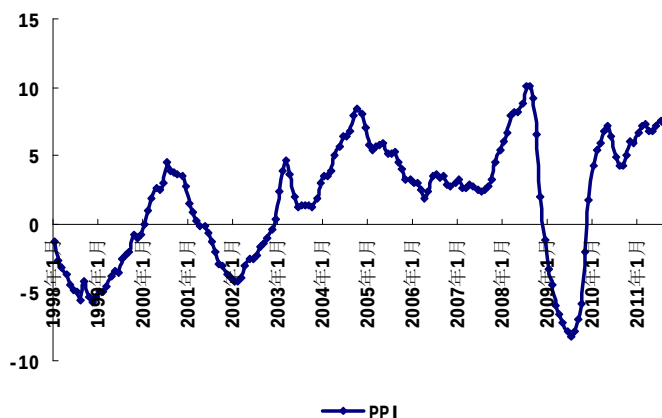
年内剩余月份的 PPI，预计仍会维持持续回落的走势，全年 PPI 涨幅预计为 6.5%。

图 5: PPI 的翘尾因素



资料来源: 申万研究

图 6: PPI 高位回落



资料来源: 国家统计局, 申万研究

2、信贷投放创新低，M2 增速继续大幅下滑

9 月 M1 增速与 M2 增速分别为 8.9%和 13%，分别比上月回落 2.3 和 0.5 个百分点。导致 M2 大幅回落的主要原因：第一，信贷投放回落。9 月信贷投放为 4700 亿元，低于我们的预期值 5500 亿元，比去年同期少增 1311 亿元；第二，新增外汇占款回落。9 月新增外汇占款为 2473 亿元，比去年同期少增 423 亿元；第三，央行新规遏制突击揽储，导致 9 月份存款并未出现历史上季末存款大幅增加的情况。9 月人民币存款增加 7303 亿元，而 8 月新增 7066 亿元，二者仅相差 237 亿元，而去年同期 9 月新增量比 8 月新增量增加 3804 亿元。此前据报道央行要求“各银行要保持存贷比平稳，而且 9 月 30 日的存款余额与 10 月 8 日的存款余额不能相差超过 5%”。

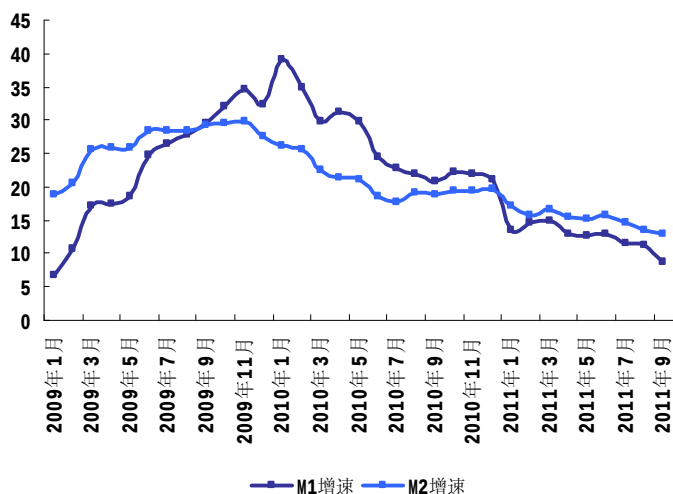
此外，今年以来，理财产品等金融创新导致了存款分流，这些替代性的资产并没有计入 M2，所以导致 M2 的统计比实际状况低估。

本月的企业中长期贷款新增量继续低于短期贷款，已经连续 5 个月维持这样的格局，导致这样的状况的可能原因，我们此前已经做过分析：原因之一是，在持续紧缩的宏观调控下，中小企业资金周转困难，银行加大了中小企业流动资金的支持力度；原因之二是在外围经济增长放缓，国内持续紧缩的宏观调控下，企业中长期投资意愿降低，导致中长期贷款需求下降。9 月份以来，多领域均出现旺季不旺的情况，企业中长期贷款需求出现回落的可能性非常大；原因之三是，在信贷资金紧张的情况下，短期贷款周转快，银行加大了短期贷款投放。

9 月份新增信贷 4700 亿元，1-9 月共投放信贷 5.68 万亿，占全年信贷目标 7.5 万亿的 75.7%，低于去年同期的 79.4%，今年以来的月度贷款投放更加均衡。

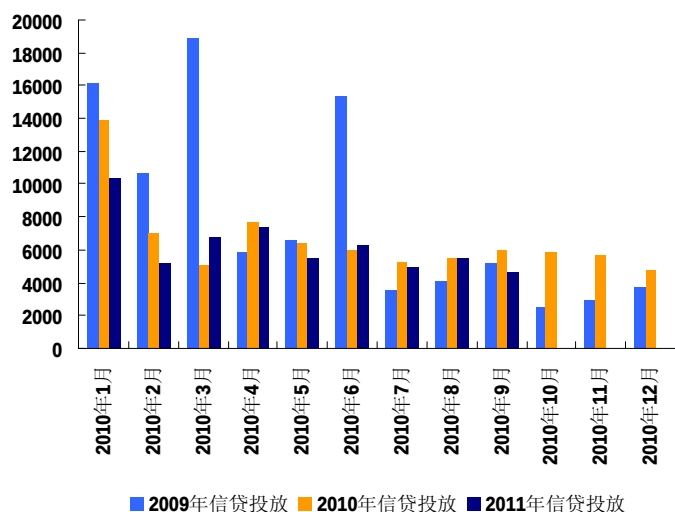
2011 年四季度，我们预计经济和通胀将会呈现缓慢回落格局，政策总体放松的可能性不大，但有望在中小企业、保障房等领域定向放松，在这种情况下，今年新增信贷有望在 7 万亿-7.5 万亿之间。

图 7: M1 与 M2 增速均呈现不断下滑趋势



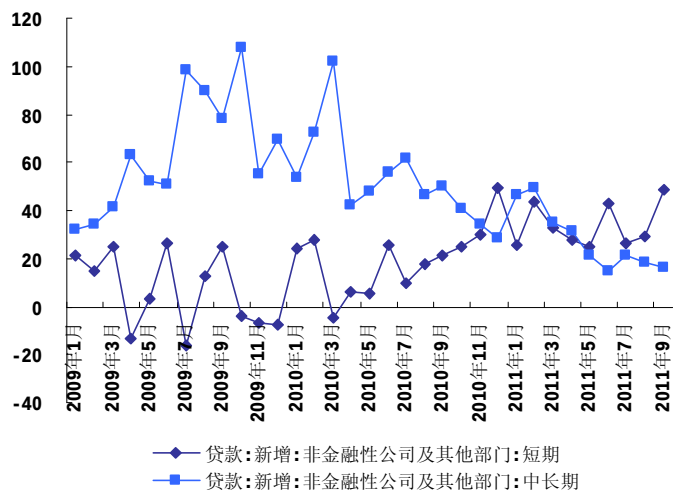
资料来源：申万研究

图 8: 2011 年的月度信贷投放更加均衡



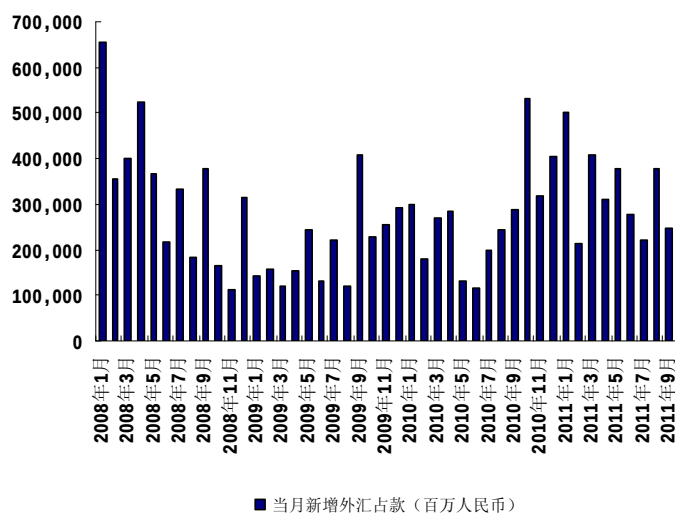
资料来源：国家统计局，申万研究

图 9: 短期贷款占比连续 5 个月高于中长期贷款的占比



资料来源：申万研究

图 10: 9 月新增外汇占款 2473 亿元



资料来源：国家统计局，申万研究

3. 短期内政策不会转向

伴随着经济下行，通胀回落趋势确立，中国经济正式从滞胀进入衰退，紧缩政策告一段落。未来**3-6**个月自上而下的主旋律是在弱周期中寻找增长、通胀和政策拐点。佛山限购试放松、温州民间借贷的治理、加大对中小企业的支持政策可视为政策调整的试探。但试探并不意味着转向。我们坚持我们前期的观点，如果通胀回落到**5%**（最好是**4%**）以下，工业生产出现**2-3**个百分点的跳跃式下跌，政策将放松。而在之前，政策放松的可能性不大。以通胀为标准，**11**月份通胀将回落到**5**以下，满足第一个条件。明年**4**月前后将回落到**4**以下构成第二个条件。

信息披露

证券分析师承诺

孟祥娟，李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。