

Report | Macro Analysis

Comment Report

14 October 2011

Inflation is easing gradually

Comments on September CPI and PPI data

Key Data

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
Retail Sales	18.4	18.0
Industrial Value Added	15.7	14.0
Export	31.3	12.3
Import	38.7	16.5
FAI	23.8	20.0
M2	19.7	16.5
RMB Loans	19.9	14.7
1 yr Deposit Rate	2.75	3.50
1 yr Lending Rate	5.81	6.56
RMB Exchange Rate	6.62	6.30

Latest Data (August)

Industrial Value Added	13.5
Urban Investment	25.0
Retail Sales	17.0
CPI	6.2
PPI	7.3

Source: CEIC, CMS(HK)

Dr. David XIE

 86-755-83295524
 xieyx@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO

 852-31896126
 wenlizhao@cmschina.com.cn

Dr. Binbin SUN

 86-21-68407302
 sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yiping ZHANG

 86-755-82944676
 zhangyiping@cmschina.com.cn

Dr. Wenwen ZHAN

 852-31896130
 zhanww@cmschina.com.cn

➤ **September inflation is slightly lower than our expectation.** Pork prices are still the main factor which pushes up food prices, affecting the overall price level rose 1.24%. But it has dropped for two consecutive months to 1.2%. The biggest increase comes from fresh fruit prices, up 5.2% QoQ, and the prices of fresh vegetables, up 3.1% QoQ. Clothing and tobacco and liquor prices increase 0.9% QoQ and 0.6% QoQ, respectively. Although the overall weakness of international bulk raw materials in September is conducive to the decline in non-food price, it normally takes a relative long time for raw material price fluctuations transmitted to the end consumer goods. Additionally, the government's price control of the non-food items also leads to strong non-food price rigidity.

➤ **We maintain our view about the gradual decline of inflation since 3Q.** Food prices will continue to impact on the trend of inflation. As feed prices continue to rise, the gross margin of feeding sow continues to decline, resulting in a low enthusiasm for farmers to add extra, and the disease has not radically improved, it is expected that pork price remain high until the middle of next year. As the poultrys are highly affected by the upstream diseases, which cause egg production rate and survival rate to decline, therefore, we expected the price of poultry eggs will remain high. In the higher inflation pressure, the primary goal of macro-control is still stabilizing inflation, but the pressure has eased.

We believe that inflation will continue to decline, beside the factor of supply and costs, the gradual decline in demand is also the main reason, which implies that the economic growth drops gradually. Due to the pessimistic global economic outlook, the internal bulk commodities will keep declining, and PPI will also drop steadily.

Based on our view of "global inflation prompts for a global solution", we maintain our view that the inflation trends as high at the beginning and low toward the end of this year.

点评报告

通胀压力逐步缓解

2011年10月14日

2011年9月份CPI、PPI数据点评

主要预测

%	10	11E
GDP	10.3	9.5
CPI	3.3	4.5
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.4	18.0
工业增加值	15.7	14.0
出口	31.3	12.3
进口	38.7	16.5
固定资产投资	23.8	20.0
M2	19.7	16.□
人民币贷款余额	19.9	14.7
1年期存款利率	2.75	3.50
1年期贷款利率	5.81	6.56
人民币 率	6.62	6.30

最新数据(8月)

工业	13.5
城镇投资	25.0
零售额	17.0
CPI	6.2
PPI	7.3

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩 博士

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn

赵文利 博士

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn

孙彬彬 博士

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平 博士

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

詹文雯 博士

852-31896130
zhanww@cmschina.com.cn

事件:

2011年10月14日, 国家统计局发布9月份宏观经济运行数据。9月份, 全国居民消费价格总水平同比上涨6.1%, 环比上涨0.5%; 其中, 食品价格同比上涨13.4%, 环比上涨1.1%; 非食品价格同比上涨2.9%, 环比上涨0.2%。全国工业生产者出厂价格比去年同月上涨6.5%。工业生产者购进价格比去年同月上涨10.0%, 环比上涨0.1%。

评论:

1、9月通胀水平略低于我们的预期。猪肉价格仍是推动食品价格持续走高的主要因素, 影响价格总水平上涨 1.24%, 但是涨幅已连续两个月持续回落, 至 1.2%; 涨幅居前的是鲜果环比上涨 5.2%, 鲜菜环比上涨 3.1%。衣着和烟酒及用品类商品价格涨幅居前, 环比分别上涨 0.9%和 0.6%。虽然 9 月份国际市场大宗原材料的整体走弱也有利于非食品环比的下降, 但是由于原材料价格波动传导到终端消费品有较长时滞, 同时, 政府对非食品中包含的诸多分类项存在价格管制, 导致非食品价格刚性较强。

2、维持我们之前通胀从三季度开始逐步回落的走势判断。食品价格仍然给后续 CPI 变化带来持续的压力。由于饲料价格的不断高涨, 养殖毛利不断降低, 导致养殖户补栏母猪的积极性不高, 而疫病也没根本性好转, 预计猪肉价格高位运行要持续到明年中。禽类方面因为受上游疫病影响导致产蛋率、存活率下降, 预计禽类蛋类价格也会持续高位。在较高的通胀压力下, 宏观调控的首要目标仍然是控通胀, 不过压力已有所缓解。

我们认为通胀会继续缓慢回落, 除了供给和成本的因素外, 需求缓慢回落应该也是重要原因, 侧面印证经济下行缓慢。在全球经济低迷的情况下, 国际大宗商品市场的持续疲软, PPI 会逐步回落。

按照我们全球通胀全球同治的观点, 我们维持全年通胀前高后低的走势判断。

1、通胀持续回落，压力逐步缓解

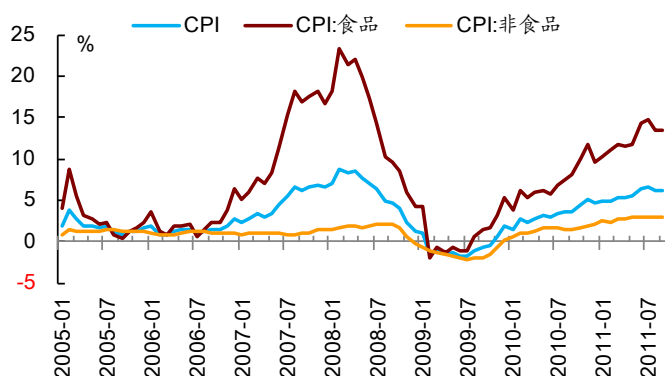
9月CPI持续回落，为6.1%，相比8月份下降0.1个百分点，环比则上升0.5%。略低于我们此前的判断6.3%，主要是食品价格涨幅对CPI的影响低于预期，而非食品价格符合预期。

受到国庆节和中秋节的影响，食品价格同比涨幅与上月持平，为13.4%，环比则上升1.1%。从具体细类商品价格对比来看，猪肉价格仍是推动食品价格持续走高的主要因素，影响价格总水平上涨1.24%，但是涨幅已连续两个月持续回落，至1.2%；涨幅居前的是鲜果环比上涨5.2%，鲜菜环比上涨3.1%。

非食品价格同比增速略有下降至2.9%，环比则并上涨0.2%。其中，衣着和烟酒及用品类商品价格涨幅居前，环比分别上涨0.9%和0.6%。虽然9月份国际市场大宗原材料的整体走弱也有利于非食品环比的下降，但是由于原材料价格波动传导到终端消费品有较长时滞，同时，政府对非食品中包含的诸多分类项存在价格管制，导致非食品价格刚性较强。

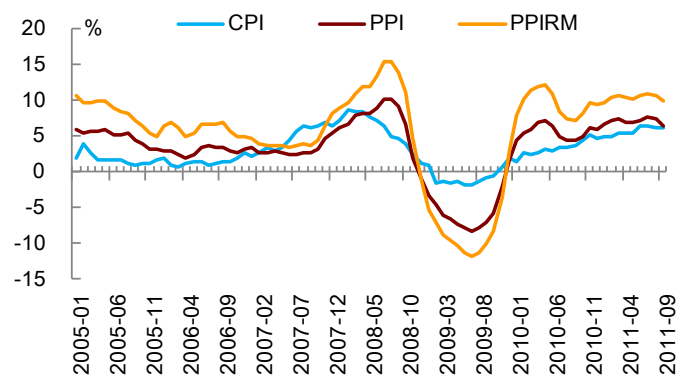
从季调后的环比增速来看，季调后环比从8月份低点之后略有反弹。商务部数据显示，食用农产品价格模拟指数略有上升。

图 1：食品价格增幅低于预期



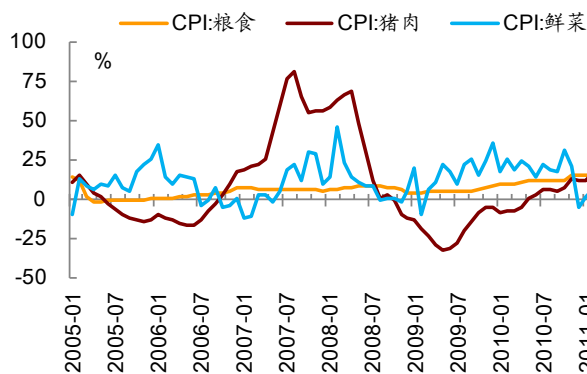
资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券(香港)

图 2：整体通胀仍处高位



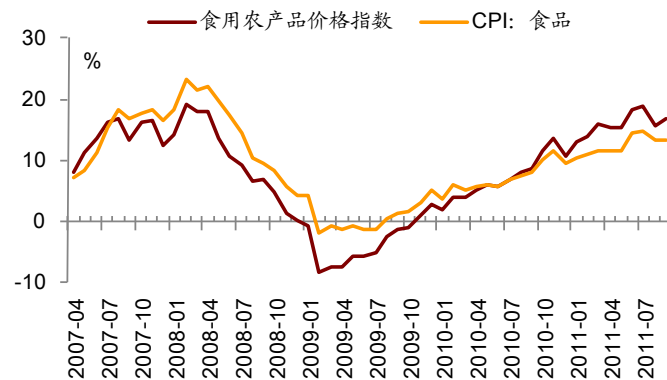
资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券(香港)

图 3：猪肉价格环比涨幅连续两月下滑至 1.2%



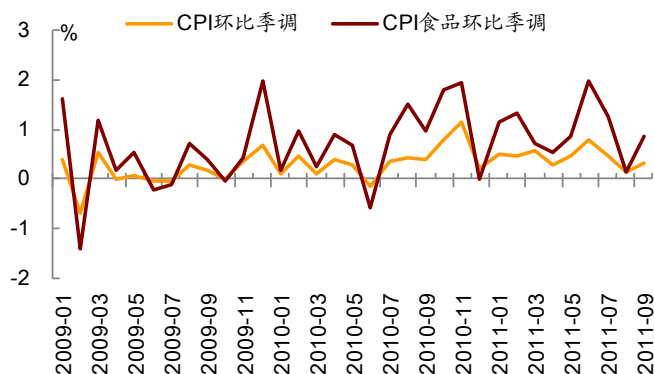
资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券(香港)

图 4：商务部食用农产品价格指数涨幅高于统计局



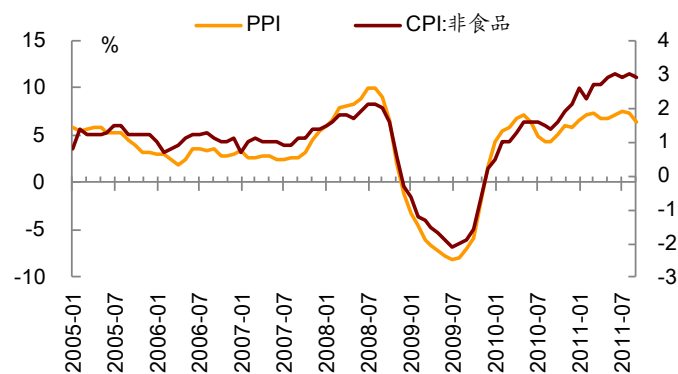
资料来源：国家统计局，商务部，CEIC，招商证券(香港)

图 5: 季调后价格环比略有反弹



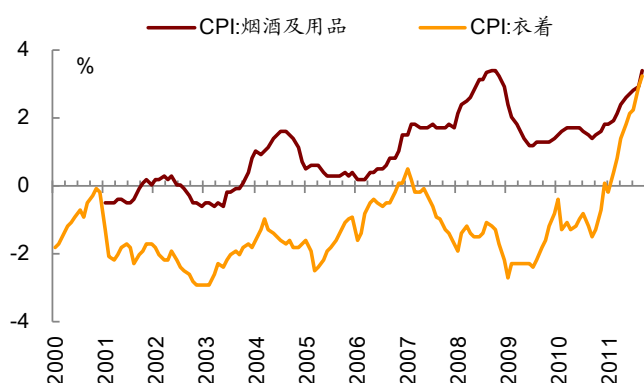
资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

图 6: 非食品价格略有下降



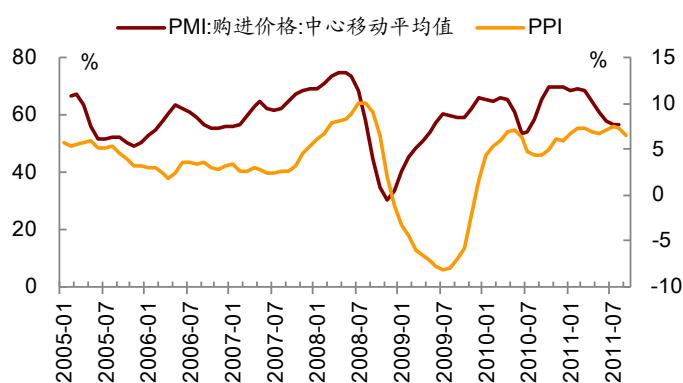
资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

图 7: 衣着和烟酒及用品增幅领先



资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

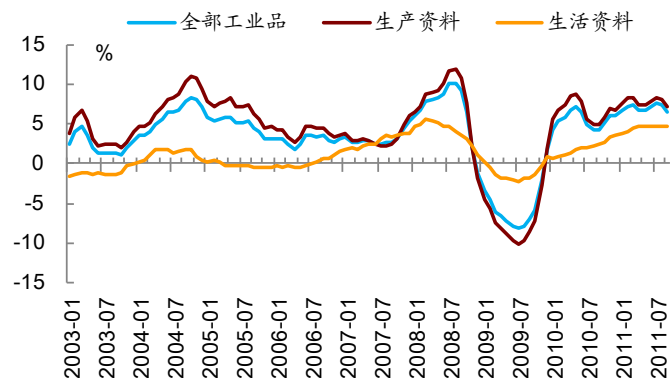
图 8: 先行指标预示未来 PPI 上涨压力相对较小



资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

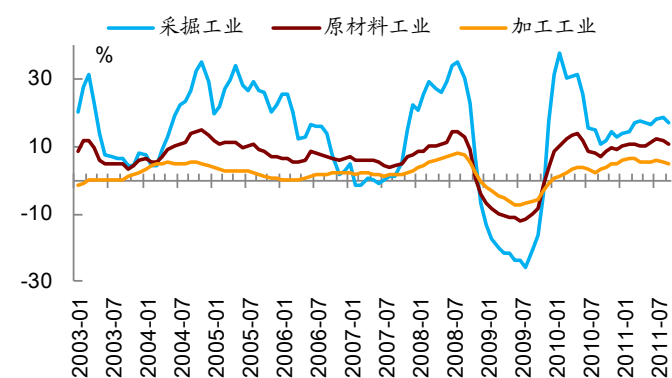
从工业生产者价格变动情况来看, 由于国际大宗商品市场的持续疲软, PPI 同比迅速回落, 为 6.5%, 环比则为 0%; PPIRM 同比继续下降, 从 PMI 购进价格移动平均指数持续回落的趋势来看, 企业层面通胀预期有所缓解。

图 9: 生产资料和生活资料出现全面回落



资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

图 10: 上游价格出现回落



资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

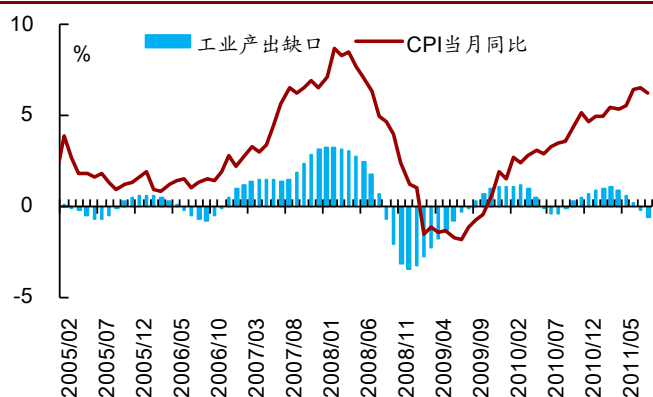
2、维持全年通胀走势前高后低的判断

从我们一贯的逻辑来看，近几个月工业产出缺口持续下降，表明需求端已开始回落，从传导的滞后性角度，通胀应该就会看到回落的态势。当前整体通胀压力依然较高。对于通胀进一步的走势，我们认为全年农产品价格带来的物价不确定因素相对可控，主要理由来自国内持续的流动性收缩和外围逐步的流动性环境改变。而非食品价格的此前的上涨更多来自结构性问题，如劳动力成本上升、资源类价格改革和房地产调控，存在一定不确定性，但是随着国际大宗商品的持续疲软，逐渐从原材料价格传导至终端消费品，非食品价格的涨幅会趋缓。数据本身可以反映数据的自我规律，我们从季调后 CPI 的趋势值环比来看，基本上可以领先通胀同比 8-9 个月，从这一领先指标来看，通胀高点从 8 月份开始逐步回落。

特别需要进一步说明的是，对于当前关注的食品价格走势，我们采用商务部食用农产品价格指数的历史环比数据进行模拟，按照 2006-2009 年的情况分析，食品价格今年涨幅前高后低应该是历史趋势。根据我们向农林牧渔行业组的了解，短期粮食价格或面临回调，但是生猪的价格要持续到明年年中。此次生猪价格高涨的主要推手是养殖积极性低和疫病影响，如今饲料价格的不断高涨，养殖毛利不断降低，养殖户补栏母猪的积极性不高，而疫病也没根本性好转，因此预计持续时间较长。禽类方面也是因为受上游疫病影响导致产蛋率、存活率下降，出现了禽类价格高涨的行情。在较高的通胀压力下，宏观调控的首要目标仍然是控通胀，不过压力已有所缓解。我们认为通胀会继续缓慢回落，除了供给和成本的因素外，需求缓慢回落应该也是重要原因，侧面印证经济下行缓慢。在全球经济低迷的情况下，国际大宗商品市场的持续疲软，PPI 会逐步回落。

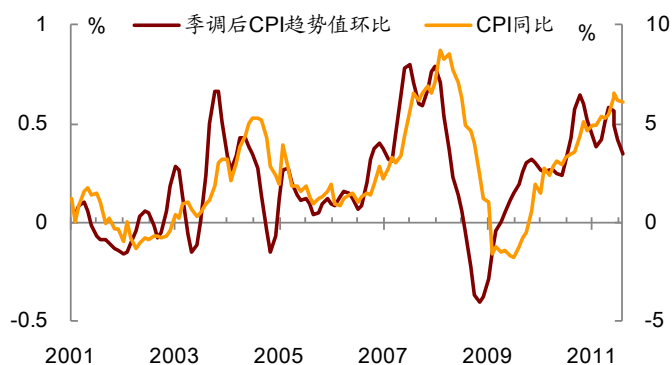
按照我们全球通胀全球同治的观点，我们维持全年通胀前高后低的走势判断。

图 11: 工业产出缺口持续下降



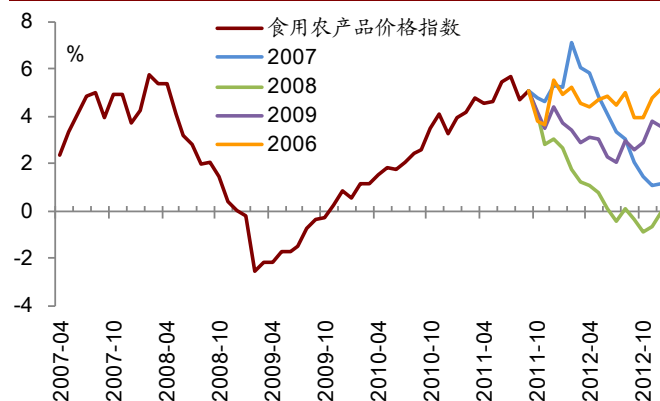
资料来源：CEIC，招商证券(香港)

图 12: 通胀稳步回落



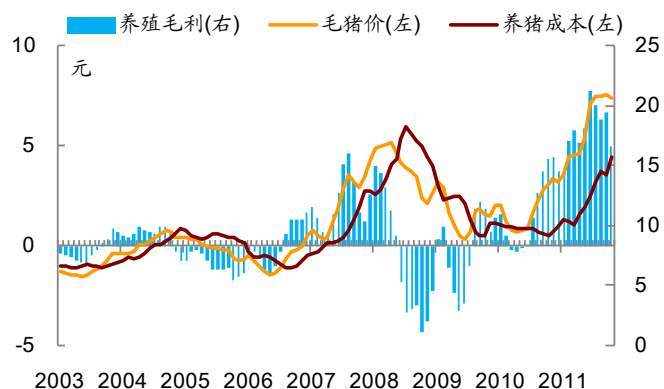
资料来源：CEIC，招商证券(香港)

图 13: 食品农产品价格的未来趋势模拟



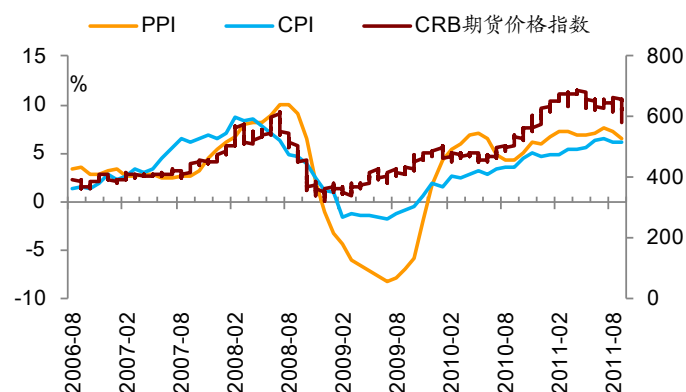
资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

图 14: 从养殖毛利来看, 未来猪价涨幅将面临压力



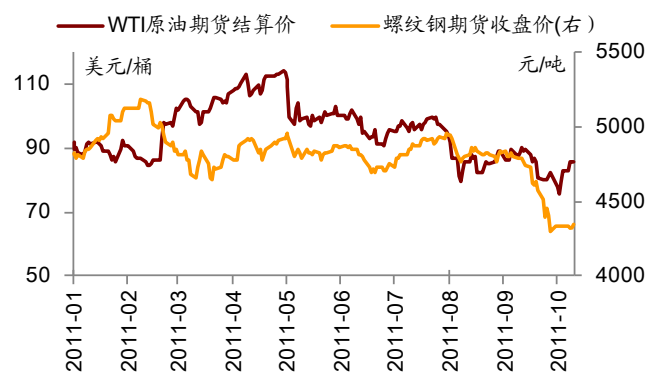
资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

图 15: CRB 期货价格指数持续向下趋势



资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

图 16: 国际石油期货价格大幅下跌



资料来源: CEIC, 招商证券(香港)

参考报告:

1. 《政策微调的信号--近期出台相关措施以解决温州中小企业困境的点评》2011/10/14
2. 《人民币升值预期连续第二周出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第1周)》2011/10/9
3. 《高处不胜寒--2011年9月份CPI数据预测》2011/9/30
4. 《政府债务问题专题研究之六-美债的黄金岁月还有多久?》2011/9/27
5. 《地方政府债务问题研究报告之五-欧洲主权债务危机三部曲:拿什么拯救欧洲?》2011/9/27
6. 《欧元区债务危机发展动向追踪-欧洲债务危机进入新阶段亟待政策有效应对》2011/9/26
7. 《人民币升值预期出现负值--国际资本与国内流动性监测周报(2011年9月第4周)》2011/9/25
8. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011年8-9月)》2011/9/22
9. 《欧元区债务危机发展动向追踪-跌宕起伏 危机犹存》2011/9/19
10. 《中国病人--宏观经济视角看中国地方政府债务问题--政府债务问题专题研究之四》2011/9/18
11. 《2011年8月份进出口数据点评-价格因素导致进口超预期》2011/9/13
12. 《2011年8月份宏观数据点评-经济如期回落,调整趋势确认》2011/9/13
13. 《9月份欧洲央行议息会议声明点评-经济增长放缓,加息步伐暂停》2011/9/13
14. 《M2增速继续走低,仍未到货币政策拐点--2011年8月份金融货币数据点评》2011/9/13
15. 《人民币升值预期处于走弱趋势--国际资本与国内流动性监测周报(2011年9月第2周)》2011/9/13
16. 《1998年俄罗斯债务危机的前因后果及其启示-政府债务问题专题研究之三》2011/9/9
17. 《升值预期对外汇占款有较强预测力--对9月至明年2月外汇占款增量的预测》2011/9/7
18. 《国际资本与国内流动性监测周报-预计9月外汇占款增量将明显回升(2011年9月第1周)》2011/9/5
19. 《2011年8月份PMI数据点评-三季度经济将延续前期调整走势》2011/9/1
20. 《全球宏观经济图册(2011年8月份)》2011/9/1

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
推荐	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
回避	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人谢亚轩、赵文利、孙彬彬、张一平、詹文雯未持有报告中所提及的公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828