

点评报告

通胀下行势如破竹

2011年11月9日

2011年10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	16.5
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
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据（10月）

工业	13.2
城镇投资	24.9
零售额	17.2
CPI	5.5
PPI	5.0

资料来源：CEIC，招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

研究助理：

孙彬彬

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

张一平

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

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

事件：

2011年11月9日，国家统计局发布10月份宏观经济运行数据。10月份，全国居民消费价格总水平同比上涨5.5%，环比上涨0.1%；其中，食品价格同比上涨11.9%，环比下降0.2%；非食品价格同比上涨2.7%，环比上涨0.2%。全国工业生产者出厂价格同比上涨5.0%。工业生产者购进价格同比上涨8.0%，环比下降0.7%。

评论：

1、10月通胀水平符合我们此前的预期。从具体细类商品价格对比来看，由于本月集中上市，鲜菜价格领跌，同比下降6.8%，环比下降3.4%；肉禽及其制品价格环比下降0.6%，其中猪肉价格环比下降1.8%；蛋环比下降3.8%，水产品价格环比下降1.5%；仅油脂和鲜果环比价格分别略涨0.5%和5.7%。

非食品价格中衣着和烟酒及用品类商品价格涨幅居前，环比分别上涨1.6%和0.5%；医疗、娱乐教育和居住环比则略降。衣着价格的上涨主要由于前期原材料上涨，造成秋冬季服装提价的影响，而且秋冬季服装一般会比夏季服装贵；而烟酒及用品的价格上升主要是由于终端消费提振的影响。

2、PPI同比迅速回落至5%，环比下降0.7%，低于我们此前的预期。从PMI购进价格移动平均指数持续回落的趋势来看，企业层面成本持续降低。欧元区经济低迷；而美国经济复苏有限。10月原油价格有小幅反弹，但国际市场大宗原材料价格仍持续疲软，随着国内经济的下行，预计PPI同比增幅会持续回落。

3、我们预计CPI会持续回落。其中，11月份同比数据约为4.6%，12月份同比4.5%左右。据此推算，明年1季度的翘尾因素是2.9%，则一季度整体通胀水平可能回到4%以内。货币政策有放松迹象，但目前的宏观经济还不支持全面放松，经济还在高位运行，考虑到货币的滞后作用，至少1季度前，通胀下行的趋势明确；需求稳步回落趋势明确，而且不排除明年年初会加快回落。

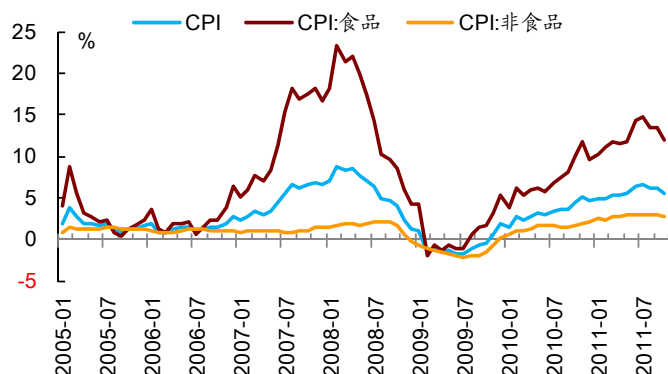
1、通胀迅速回落至 5.5%，与我们此前判断一致

10 月 CPI 迅速回落为 5.5%，相比 9 月份下降 0.6 个百分点，环比则上升 0.1%，与我们此前的判断一致。

食品同比涨幅下降，为 11.9%，环比则下降 0.2%。从具体细类商品价格对比来看，由于本月集中上市，鲜菜价格领跌，同比下降 6.8%，环比下降 3.4%；肉禽及其制品价格同比上涨 26.1%，环比下降 0.6%，其中猪肉价格同比上涨 38.9%，环比下降 1.8%；蛋环比下降 3.8%，水产品价格环比下降 1.5%；仅油脂和鲜果环比价格分别略涨 0.5% 和 5.7%。

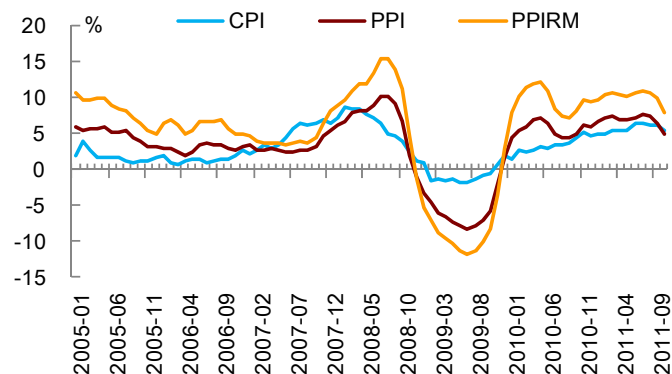
非食品价格同比增速略有下降至 2.7%，环比则并上涨 0.2%。其中，衣着和烟酒及用品类商品价格涨幅居前，环比分别上涨 1.6% 和 0.5%；医疗、娱乐教育和居住环比则略降。衣着价格的上涨主要由于前期原材料上涨，造成秋冬季服装提价的影响，而且秋冬季服装一般会比夏季服装贵；而烟酒及用品的价格上升主要是由于终端消费提振的影响。

图 1：食品价格环比下降 0.2%



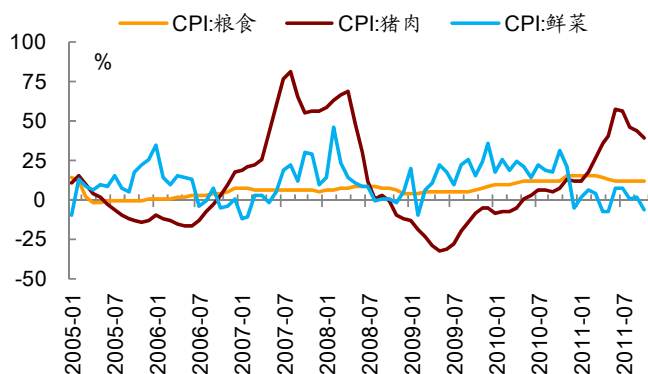
资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

图 2：整体通胀水平迅速下降



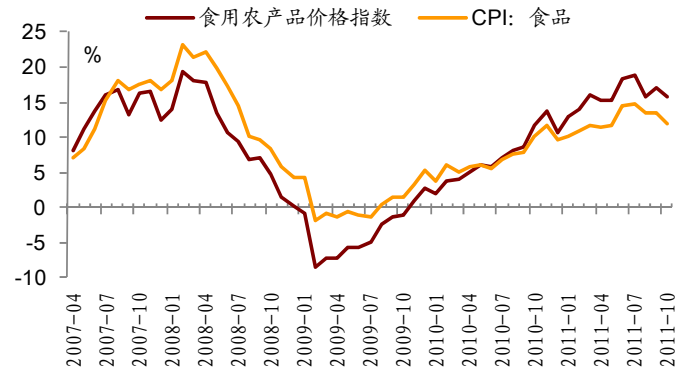
资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

图 3：鲜菜价格同比下降 6.8%



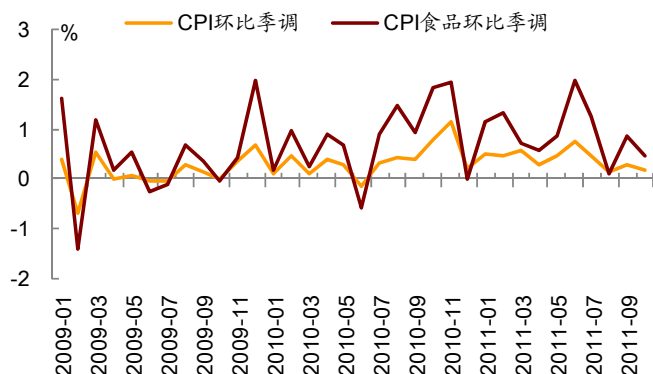
资料来源：国家统计局，CEIC，招商证券研发中心

图 4：食用农产品价格和食品类价格同步下跌



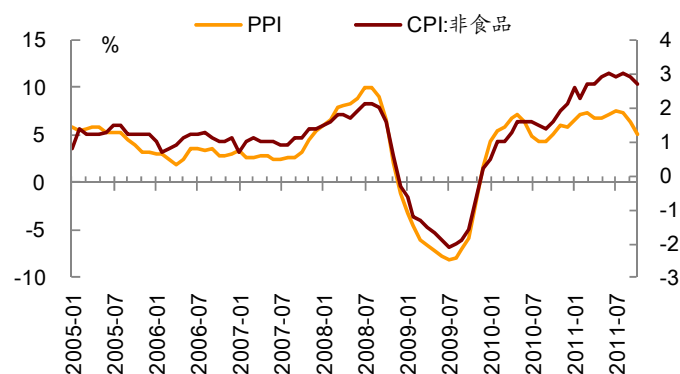
资料来源：国家统计局，商务部，CEIC，招商证券研发中心

图 5: 季调后价格环比涨幅缩小



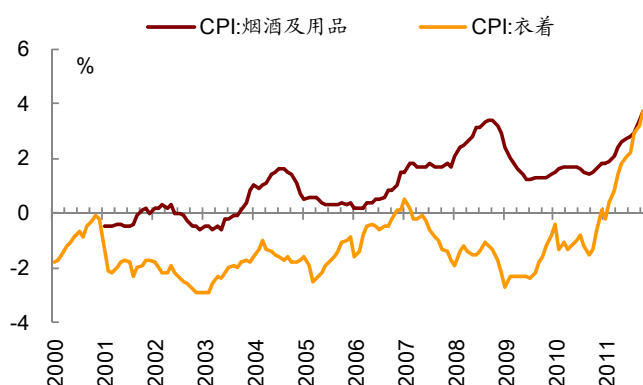
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 6: 非食品价格同比略降



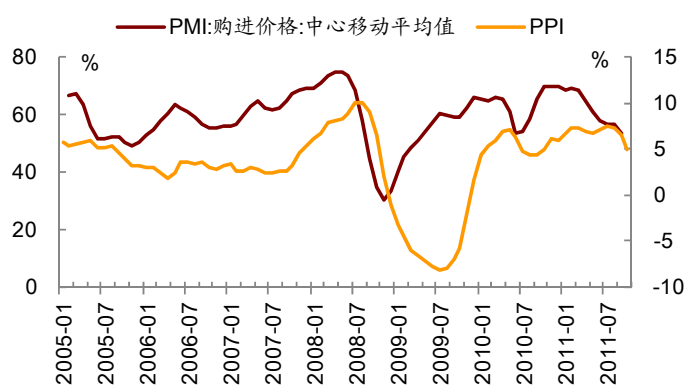
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 7: 衣着和烟酒及用品增幅领先



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 先行指标预示未来 PPI 会继续下滑

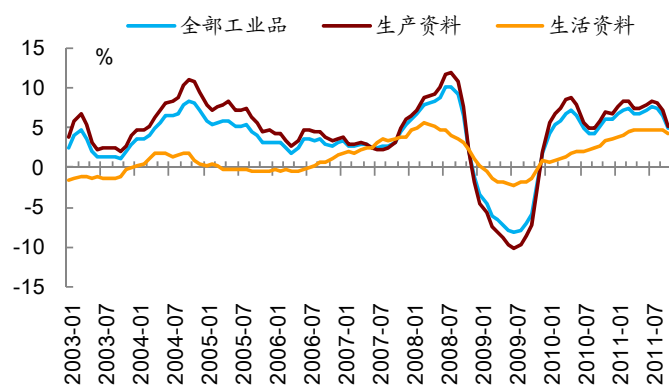


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、PPI 快速下降至 5%，低于我们此前的预期

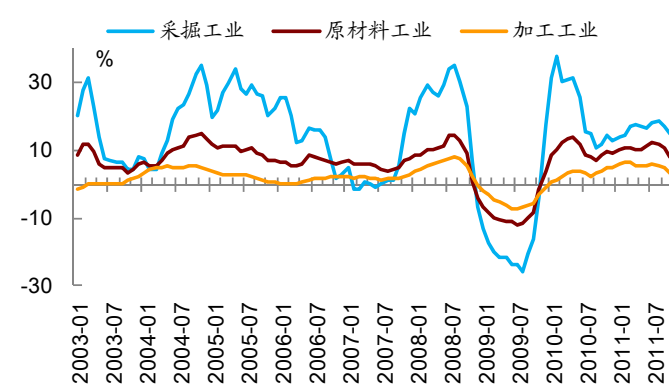
从工业生产者价格变动情况来看，PPI 同比迅速回落，为 5%，环比下降 0.7%，低于我们此前的预期；PIRM 同比继续下降至 8%，从 PMI 购进价格移动平均指数持续回落的趋势来看，企业层面成本持续降低。欧元区经济低迷；而美国经济复苏有限。10 月原油价格有小幅反弹，但国际市场大宗原材料价格仍持续疲软，随着国内经济的下行，预计 PPI 同比增幅会持续回落。

图 9：生产资料和生活资料继续全面回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 10：上游价格持续回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

3、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，传导有一定的滞后性，通胀从 8 月份开始逐步缓慢回落，至 10 月份迅速回落。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，我们预计 CPI 第四季度的走势会持续回落，11 月份通胀同比至 4.6%，年底至明年 1 月份，由于春节的影响，通胀同比的回落趋势减缓，12 月份同比 4.5% 左右。据此推算，明年 1 季度的翘尾因素是 2.9%，则一季度整体通胀水平可能回到 4% 以内。

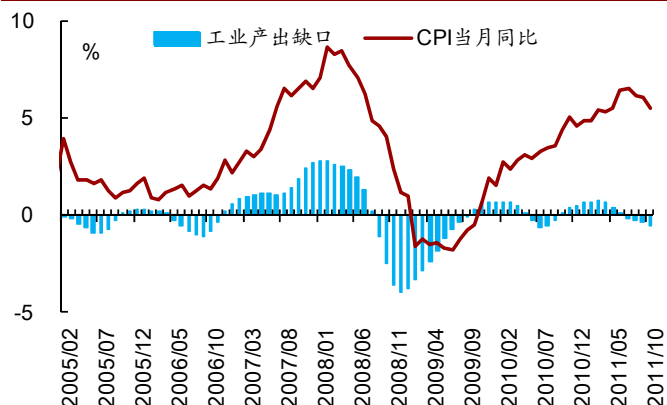
理由如下：

- 1) 对于食品价格：今年粮食丰收，虽然政府会有补贴、托市收购等养民政策，粮食的价格预计维持稳中略升的趋势，而外围经济和泰国洪灾对国内粮食价格影响较小。禽类及其制品的价格在 6 月份达到高点后持续回落，特别是猪肉价格由于前期集中补栏后，现在到了出栏时期，另外受到冬季病疫的影响也会引发提前出栏，猪肉目前供应充足。预计食品价格同比 11 月份会继续下降。
- 2) 对于非食品价格：非食品的刚性较强，我们认为不会出现类似于 2008 年底非食品价格大幅回落，预计随着经济的下行，非食品价格环比会略有微降。2008 年跌幅居前的是居住价格，主要原因是经济出现大幅下滑趋势，国家从宏观经济调控的角度大幅下调了贷款利率。而现在统计局计算的居住的价格主要取决于房租价格，而非贷款利率，虽然目前房地产调控措施严厉，在不少城市的郊区价格已经出现松动，但目前还没有传导至房租价格，即使房价后期出现松动，房租的价格也出现大幅下降的可能性较低。而 08 年降幅较大的衣着类价格，由于今年成本引致的秋冬季服装提价，所以降幅有限。

货币政策有放松迹象，但目前的宏观经济还不支持全面放松，经济还在高位运行，考虑到货币的滞后作用，至少 1 季度前，通胀下行的趋势明确；需求稳步回落趋势明确，而且不排除明年年初会加快回落。

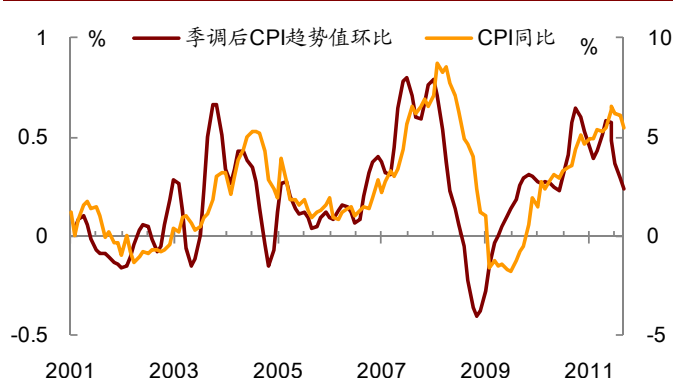
按照我们全球通胀全球同治的观点，我们维持全年通胀前高后低的走势判断。

图 11: 工业产出缺口持续下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 12: 通胀稳步回落



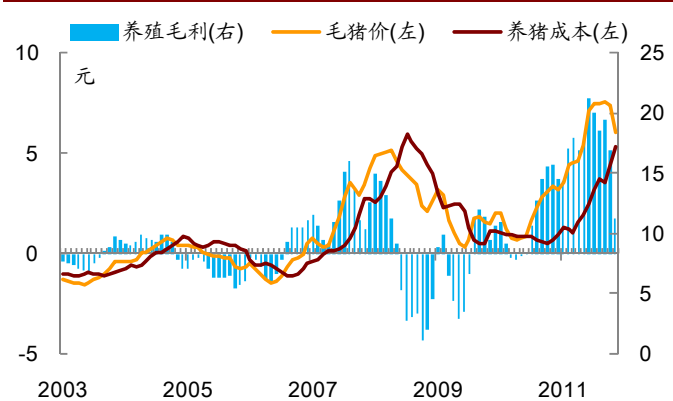
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 食品农产品价格的未来趋势模拟



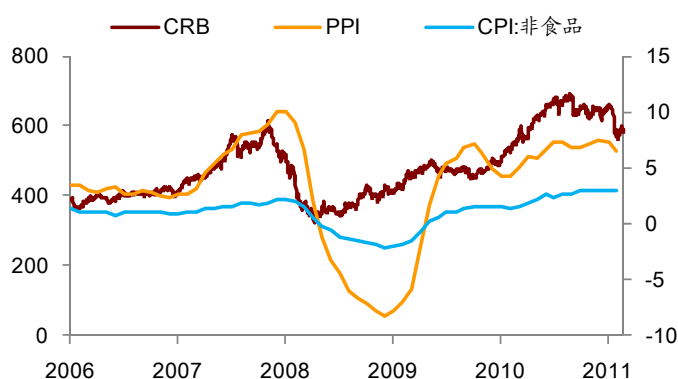
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 养殖毛利快速下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: CRB 期货价格指数持续向下趋势



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 国际石油期货价格大幅下跌



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

参考报告:

1. 《从中央和地方政府博弈看增值税改革-评点上海增值税扩大征收范围改革试点》 2011/11/6
2. 《汇率市场发出的信号更灵敏--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第1周)》 2011/11/6
3. 《2011年10月份PMI数据点评-通胀水平下移,库存再次调整》 2011/11/1
4. 《全球宏观经济图册(2011年10月份)》 2011/10/31
5. 《通胀迅速回落--2011年10月份CPI数据预测》 2011/10/28
6. 《欧元区债务危机发展动向点评-雷声大雨点小》 2011/10/27
7. 《银行表外融资规模压缩--2011年前三季度社会融资规模点评》 2011/10/21
8. 《货币政策出现微调信号--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第3周)》 2011/10/21
9. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011年9-10月)》 2011/10/20
10. 《2011年三季度宏观数据点评-经济维持稳步调整态势》 2011/10/18
11. 《货币政策或将进入政策微调期-2011年9月金融货币数据点评》 2011/10/16
12. 《票据直贴利率显著回落--国际资本与国内流动性监测周报(2011年10月第2周)》 2011/10/17
13. 《通胀压力逐步缓解--2011年9月份CPI、PPI数据点评》 2011/10/17
14. 《2011年9月份进出口数据点评-新兴市场国家需求下滑,出口增速快速回落》 2011/10/14
15. 《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
16. 《2011年9月份PMI数据点评-旺季不旺,经济延续前期调整趋势》 2011/10/10
17. 《10月份欧洲央行议息会议声明点评-欧洲央行出招救银行,力度有限》 2011/10/10
18. 《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
19. 《海外宏观经济2011年第四季度报告-诗债渐少酒债多》 2011/09/30
20. 《高处不胜寒--2011年9月份CPI数据预测》 2011/9/30

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫 玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。