

点评报告

通胀加速下行

2011年11月30日

2011年11月份CPI、PPI预测数据

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

核心观点:

1、我们预计 11 月份 CPI 食品环比为-1.2—-1.0%，非食品环比为 0.1%左右，CPI 环比大概率为-0.3%，同比为 4.1%。

从分项来看，11 月前四周，蔬菜、水果和水产品涨幅居前；粮食和食用油环比增长减缓，今年粮食丰收，预计年底前粮食价格将保持稳定，食用油的价格主要受到豆类价格的影响，目前来看由于世界经济疲软，国际大宗农产品出现了明显的回落，近期美国农业部公布的供需报告基调偏空，外围市场大豆供应充足，所以食用油的价格受到了明显的压制。而前期涨幅居前的肉、禽、蛋出现了价格回调，其中猪肉价格本月初三周环比加速下跌，主要是处于生猪流行性疾病的爆发期，养殖户出售意愿强烈，生猪出栏数量增加，我们农林牧渔小组认为后期价格或出现一个缓慢下调的过程，但受春节的影响，供应紧平衡的状态会持续至年中，所以我们预计 12 月至 1 月猪肉价格会止跌回升。我们预计 12 月食品价格环比会由负转正，但是涨幅有限。

从历史平均来看，11 月非食品价格环比增长 0.1%。PPI 的变化对 CPI 非食品的变化有领先意义，PPI 从 8 月同比增幅开始下降。所以，我们预计 11 月份 CPI 非食品环比应该 0.1%左右，低于 10 月的 0.2%，且大幅低于 2010 年 10 月份环比 0.6%。

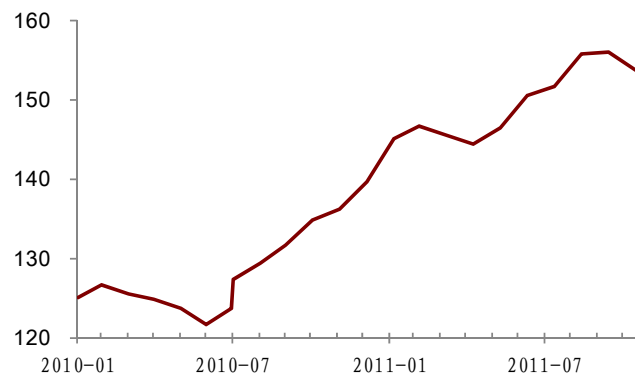
2、我们预计 11 月份 PPI 环比为-0.3%，PPI 同比为 3.3%。

商务部公布 11 月份前 4 周生产资料价格环比数据，根据此数据测算，模拟生产资料指数出现逐步下降的过程。欧元区 PMI 指数已经连续三个月跌至 50 以下，欧债危机最糟糕的阶段还没有过去；美国目前宽松的货币政策、家庭和企业资产负债表的改善、社会需求的增加将支持经济复苏。然而房地产市场和就业市场的复苏过程缓慢，欧洲主权债务危机或将蔓延都会抑制美国经济复苏的速度。11 月原油价格继续有小幅反弹，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。

1、预计 11 月 CPI 同比回落至 4.1%

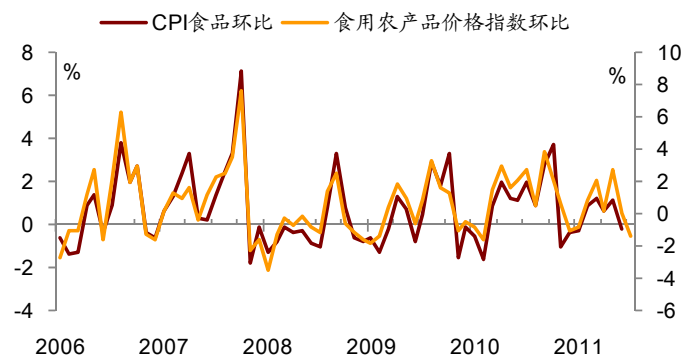
商务部公布 11 月份前 4 周食用农产品价格环比数据，根据此数据测算，11 月份食用农产品价格指数环比为-1.4%。根据历史的规律，统计局公布的 CPI 食品环比的数据大概率会低于这个水平。预计 10 月份 CPI 食品环比大概率落在-1.2% — -1.0%的区间内。

图 1：模拟食用农产品指数持续下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

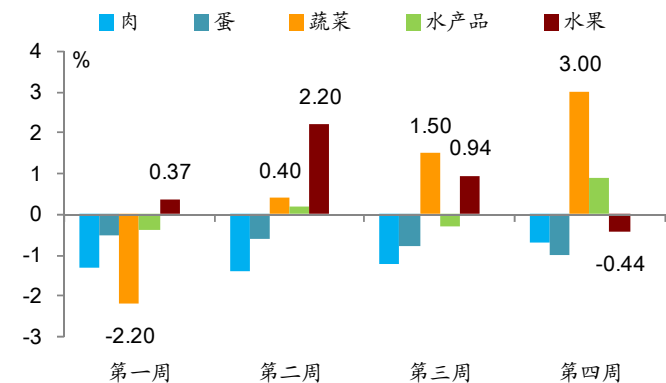
图 2：食用农产品价格指数环比下降



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

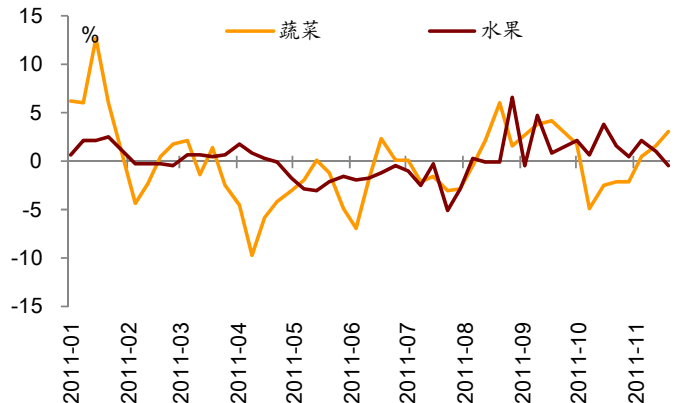
从分项来看，11 月前四周，蔬菜、水果和水产品涨幅居前；粮食和食用油环比增长减缓，今年粮食丰收，预计年底前粮食价格将保持稳定，食用油的价格主要受到豆类价格的影响，目前来看由于世界经济疲软，国际大宗农产品出现了明显的回落，近期美国农业部公布的供需报告基调偏空，外围市场大豆供应充足，所以食用油的价格受到了明显的压制。而前期涨幅居前的肉、禽、蛋出现了价格回调，其中猪肉价格本月前三周环比加速下跌，主要是处于生猪流行性疾病的爆发期，养殖户出售意愿强烈，生猪出栏数量增加，我们农林牧渔小组认为后期价格或出现一个缓慢下调的过程，但受春节的影响，供应紧平衡的状态会持续至年中，所以我们预计 12 月至 1 月猪肉价格会止跌回升。我们预计 12 月食品价格环比会由负转正，但是涨幅有限。

图 3：肉和蛋的价格不断下降



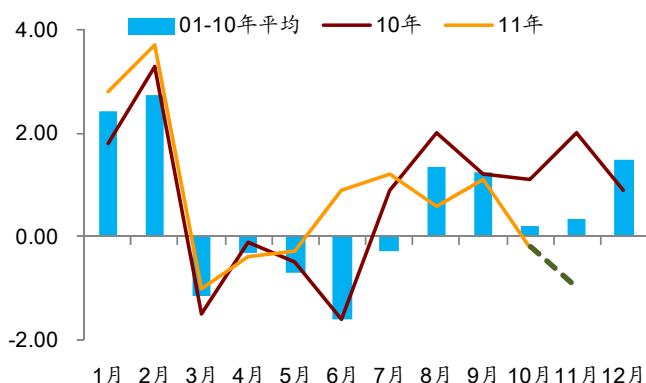
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 4：蔬菜价格止跌回升



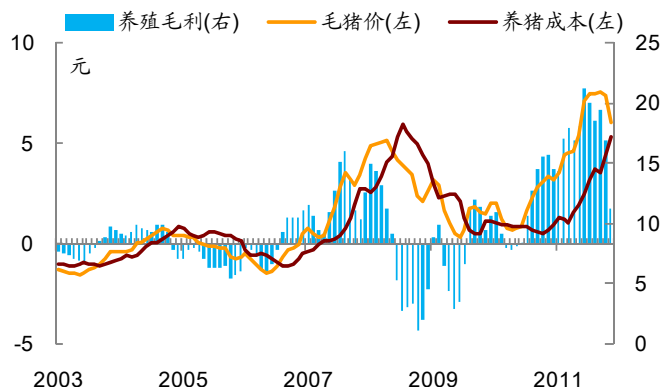
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 5: CPI 食品环比历年平均



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

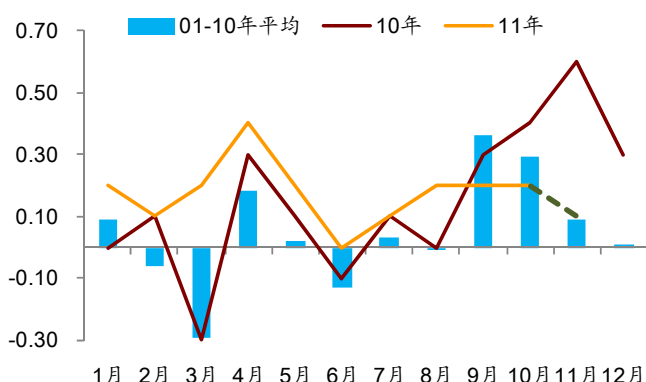
图 6: 养殖毛利率快速下滑



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

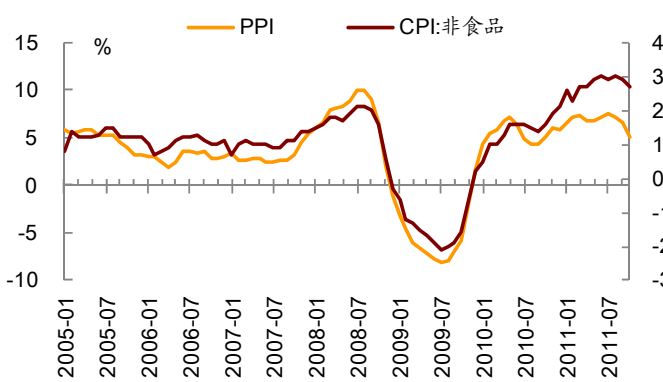
由于政府对非食品中包含的诸多分类项存在价格管制，导致非食品价格刚性较强，变化幅度有限。我们从历史同期比较的角度来考虑非食品价格环比，11 月的非食品历史平均价格环比处低于 10 月份。从产业链的传递来看，工业品出厂价格指数 PPI 反映的是企业的批发价格，而 CPI 的非食品反映的是销售者的购买价格，因此 PPI 的变化对 CPI 非食品的变化有领先意义，PPI 从 8 月同比增幅开始下降。我们预计，11 月份 CPI 非食品环比应该 0.1% 左右，低于 10 月的 0.2%，且大幅低于 2010 年 10 月份环比 0.6%。

图 9: 历年 CPI 非食品价格环比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: PPI 同比增幅已连续三月下降



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

我们预计 11 月份 CPI 食品环比为 -1.2—-1.0%，非食品环比为 0.1% 左右，CPI 环比大概率为 -0.3%，同比为 4.1%。

表 1: CPI 敏感度分析

CPI 敏感分析		CPI:食品:环比			
		-1.40%	-1.20%	-1.00%	0.00%
非食品环比	-0.10%	-0.49	-0.43	-0.37	-0.07
	0.00%	-0.42	-0.36	-0.30	0.00
	0.10%	-0.35	-0.29	-0.23	0.07
	0.20%	-0.28	-0.22	-0.16	0.14

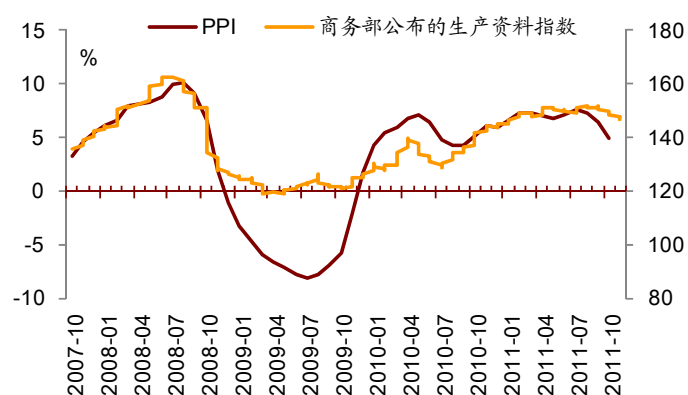
资料来源: 招商证券研发中心

2、预计 PPI 同比下降至 3.3%

商务部公布 11 月份前 4 周生产资料价格环比数据，根据此数据测算，模拟生产资料指数出现逐步下降的过程。欧元区 PMI 指数已经连续三个月跌至 50 以下，欧债危机最糟糕的阶段还没有过去；美国目前宽松的货币政策、家庭和企业资产负债表的改善、社会需求的增加将支持经济复苏。然而房地产市场和就业市场的复苏过程缓慢，欧洲主权债务危机或将蔓延都会抑制美国经济复苏的速度。11 月原油价格继续有小幅反弹，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。

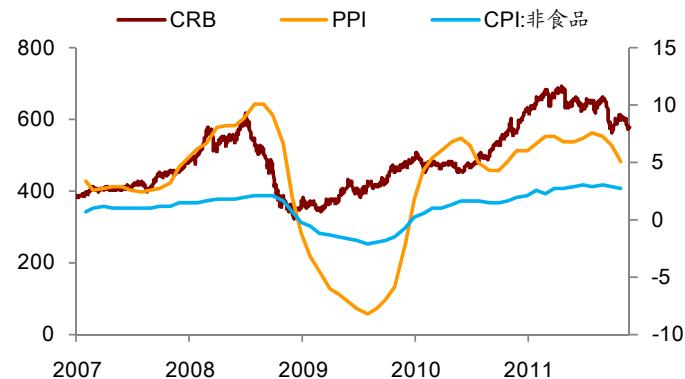
我们预计 11 月份 PPI 环比为-0.3%，PPI 同比率为 3.3%。

图 11: 11 月模拟生产资料指数下降



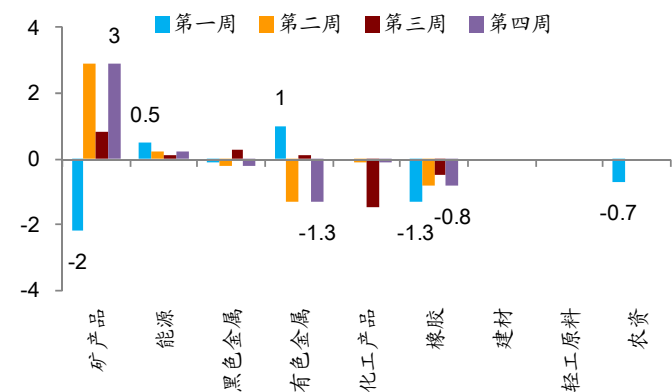
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 12: 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 13: 矿产品价格止跌回升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 螺纹钢价格有小幅回升



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

参考报告:

1. 《欧元区债务危机发展动向点评-欧元区债券出现抛售潮，欧盟峰会难有有效措施》 2011/11/29
2. 《持汇意愿增强是外汇占款下降的重要原因--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第4周)》 2011/11/28
3. 《不宜过度解读10月外汇占款的负增长-2011年10月外汇占款点评》 2011/11/24
4. 《香港股票市场资金流动状况月度报告(2011年10-11月)》 2011/11/24
5. 《人民币汇率升值可能将进入平台期--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第3周)》 2011/11/24
6. 《2011年第三季度中国货币政策执行报告点评》 2011/11/17
7. 《流动性闸门有所松动--2011年10月份金融货币数据点评》 2011/11/13
8. 《降低法定存款准备金还为时尚早--国际资本与国内流动性监测周报(2011年11月第2周)》 2011/11/13
9. 《2011年10月份进出口数据点评-欧债危机不断升级，出口增速持续回落》 2011/11/12
10. 《通胀下行势如破竹--2011年10月份CPI、PPI数据点评》 2011/11/10
11. 《2011年10月份宏观数据点评-工业生产活动明显收缩》 2011/11/10
12. 《美联储十一月议息会议声明点评-QE3：屏息以待》 2011/11/08
13. 《地方政府债务问题的治理：巴西经验-政府债务问题专题研究之七》 2011/11/7
14. 《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
15. 《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
16. 《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
17. 《全球宏观经济图册(2011年10月份)》 2011/10/31
18. 《通胀迅速回落--2011年10月份CPI数据预测》 2011/10/28
19. 《欧元区债务危机发展动向点评-雷声大雨点小》 2011/10/27
20. 《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

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。