

通货膨胀加速回落

——兼评 2011 年 11 月 PPI 和 CPI

尤宏业¹

2011 年 12 月 13 日

摘要：受国内外经济减速影响，11 月份 PPI 回落超出预期。考虑到工业品价格受全球因素牵引较大，外需变动对中国 PPI 和企业盈利的影响需要加以重视。食品和工业品价格同步回落，反应了两者之间交互作用的重要性，即食品价格趋势并不取决于食品市场自身因素。通胀加速下行的趋势已确立，但考虑到劳动力成本上升和大宗商品市场的瓶颈，我们认为明年出现通缩的可能性并不大。

一、PPI：外需因素不可忽视

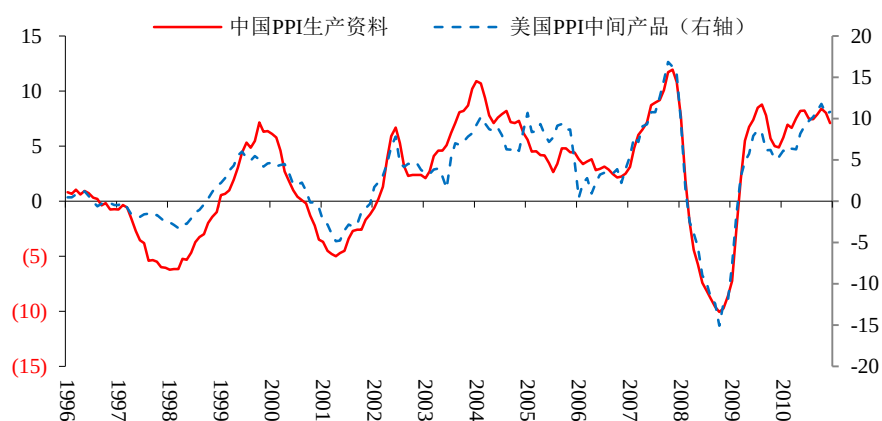
11 月份 PPI 同比 2.7%，降幅超出预期。虽然有去年翘尾衰减的原因，但连续两个月环比下滑 0.7 个百分点是历史上罕见的现象，引发了大家关于经济失速的担忧和讨论。

国内经济减速是不争的事实。从工业到草根数据无不指向需求的走弱。但考虑到工业品价格全球的同步性，把 PPI 回落完全归结于中国需求放缓是有瑕疵的。我们要问的是，PPI 跳水到底反应了多少内需的衰减？

¹ 高级宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511080007

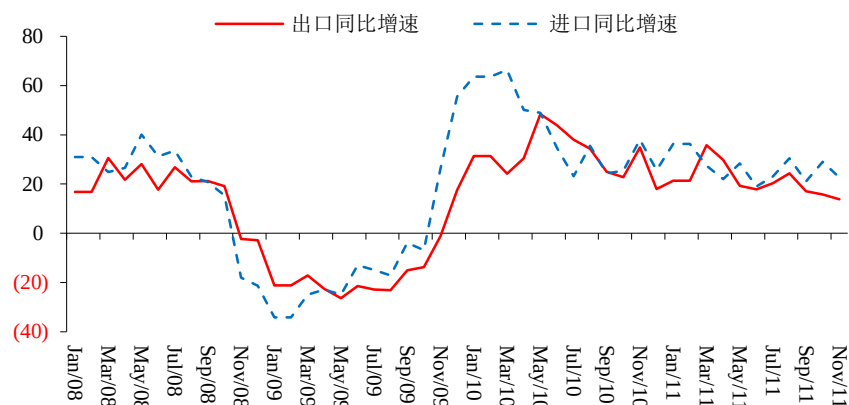
我们观察中国生产资料和美国 PPI 中间产品在过去十五年的月度波动(图 1), 发现其具有高度的一致性。价格一致性的原因可能较为复杂, 可能与贸易、预期和金融信息系统联系在一起。我们很难认为中国的房地产投资决定了美国 and 全球的 PPI 波动。在价格回落的背景下, 把进口高增长和贸易顺差的收窄联系在一起, 我们认为外需快速下降至少是不可忽视的原因。

图1: 中国进出口的同比增速 (MA3) (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图2: 中国进出口的同比增速 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

如果我们观察和内需更相关的一些商品，比如煤炭、水泥、“三酸两碱”、沥青等。虽然这些产品因为去年的价格上行，同比回落明显，但剔除掉季节性以后的环比跌幅并不太。部分化工品价格坚挺可能和局部电力的短缺存在一定的关联，但综合考虑我们相信内需并未出现非常快速的下降。

我们认为，中国 PPI 受海外需求牵引作用较大。从这个角度出发，如果未来海外经济较预期略好，那么对中国的 PPI 和工业企业盈利可以看得更乐观一些。否则，即使国内经济下降温和，企业盈利也会比预期更悲观。

二、CPI：食品和工业品的同步回落

11 月份的 CPI 回落是超出预期的，环比向下有所加速。主要的贡献来自于食品价格的下跌。剔除季节性以后，猪肉、蔬菜和鸡蛋有明显的跌幅。

图3： 中国生猪养殖的猪粮比（%）



数据来源：国家统计局，安信证券

我们认为食品价格的下跌是由 PPI 回落等因素导致的通胀预期回落。通胀预期通过库存调整等机制使得食品价格的波动和工业品高度同步。（详细论述请参考

我们 2011 年 8 月的论述中国通货膨胀理解框架的报告《揭开货币的面纱三》)。如果猪肉价格是由猪肉市场本身供需主导的，我们无法理解为何猪肉和工业品价格具有如此强的同步性。

之前有较多的草根观察认为本轮母猪存栏量补充不足，猪肉价格将持续涨至明年二季度。从本轮的案例以及历史数据可以判断的是，宏观趋势对猪肉市场的作用比猪市场自身的因素来得更为重要。

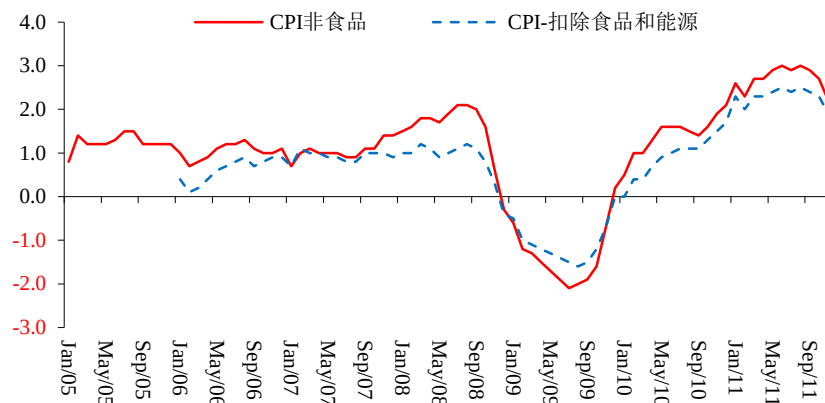
三、是否会引发通缩？

在全球经济减速的背景下，生产资料价格将继续维持弱势，PPI 将带动食品价格将继续回落。最近两个月物价回落幅度超出预期，如果保持此趋势明年 CPI 增速是否会明显低于 2%，整个经济是否将呈现通缩态势？

我们认为在经济增长不会出现硬着陆的前提下，明年的 CPI 增速明显低于 2% 的可能性不大。主要原因是劳动力价格上涨等因素推高了通货膨胀的中轴水平。本轮通货膨胀的大宗商品价格压力要比 2008 年弱不少，但 CPI 非食品的价格涨幅明显更高（图 4）。CPI 衣着的高点比过去十年的高点上升了近 4 个百分点。

非食品价格在最近两年显著趋势更强，可能反映了劳动力成本等因素的影响。在经济温和减速的背景下，这一因素将会持续作用于明年物价的形成。进一步考虑全球大宗商品市场供应的紧张，形成了对未来工业品通胀的支撑。我们认为整个通货膨胀的中轴较过去出现了上升。在一定假设条件下，明年全年的 CPI 可能在 3% 左右。

图4： 中国的 CPI 非食品同比 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

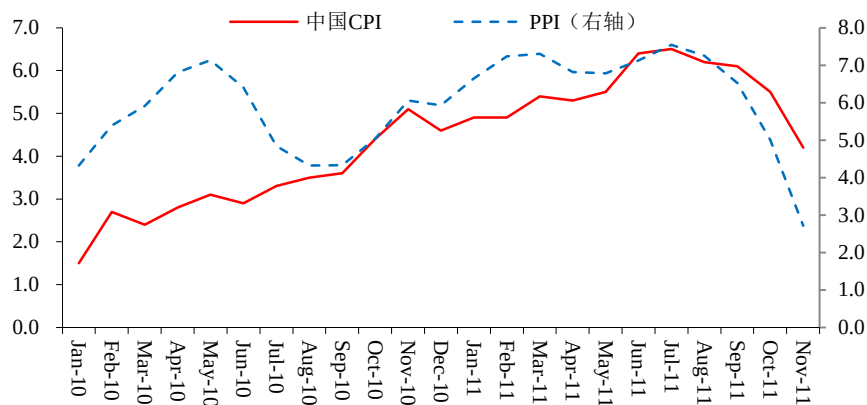
图5： 中国 CPI 衣着的同比增速 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

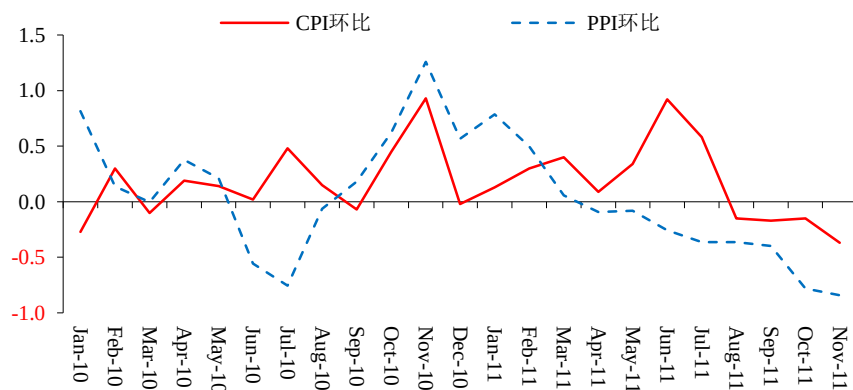
附录图表：

图6： 中国 CPI 和 PPI 的同比增速（%）



数据来源：CEIC，安信证券

图7： 中国 CPI 和 PPI 环比较历史平均的增速差（%）

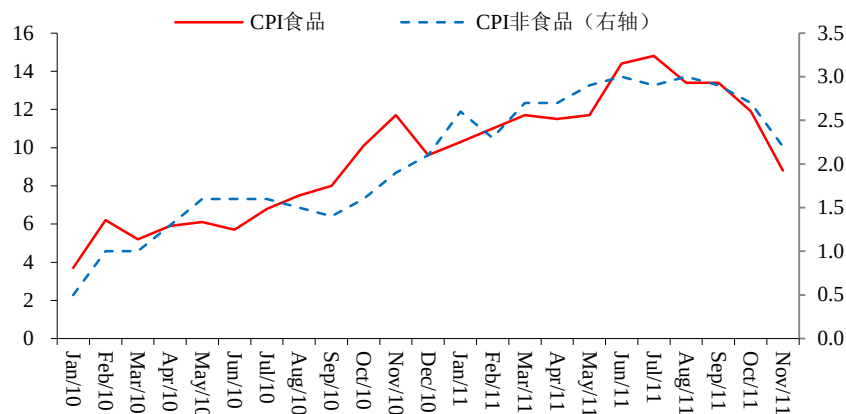


数据来源：CEIC，安信证券

数据说明：CPI 历史平均环比取 2001-2010 年

PPI 历史平均环比取 2003-2010 年

图8： CPI 食品和非食品的同比增速（%）



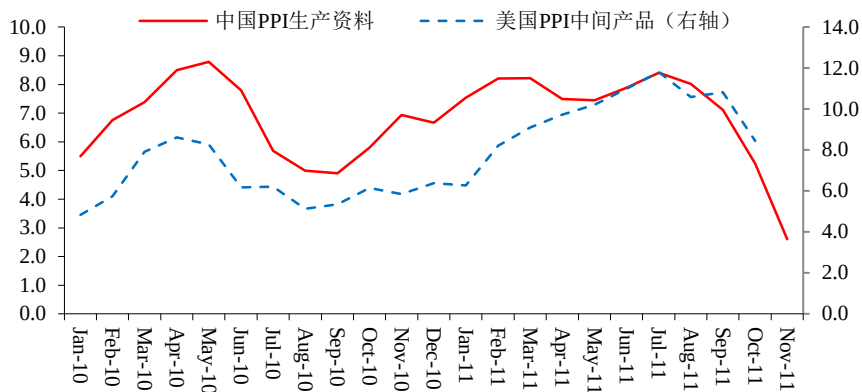
数据来源：CEIC，安信证券

图9： 中国生猪养殖猪粮比（%）



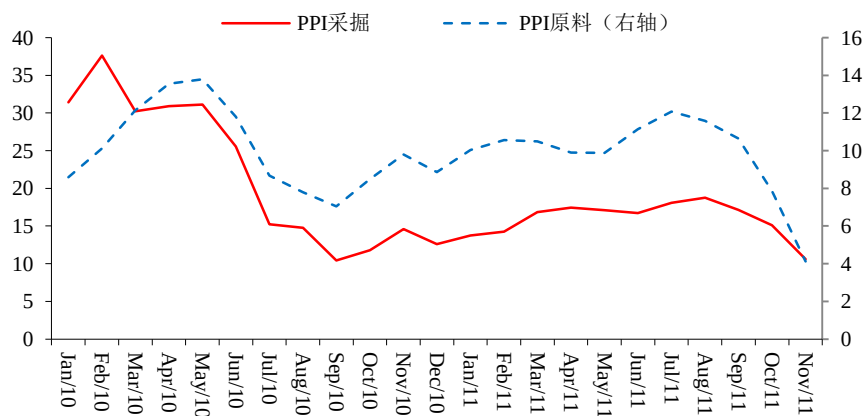
数据来源：CEIC，安信证券

图10： 中国 PPI 生产资料和美国 PPI 中间产品同比增速 (%)



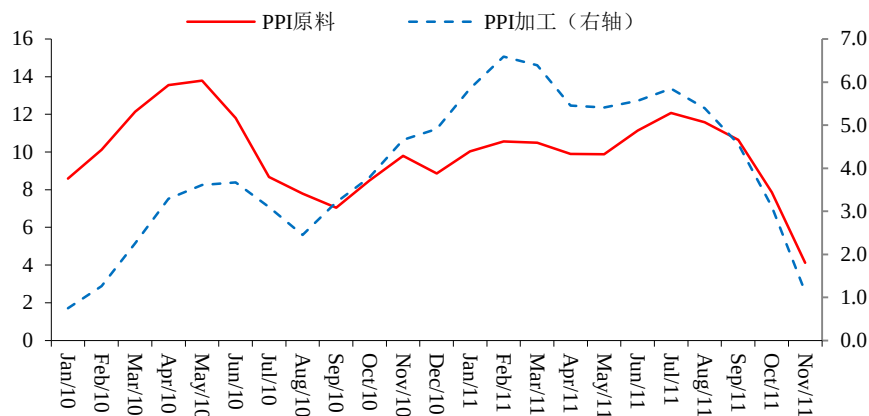
数据来源：CEIC，安信证券

图11： PPI 原料和采掘的同比增速 (%)



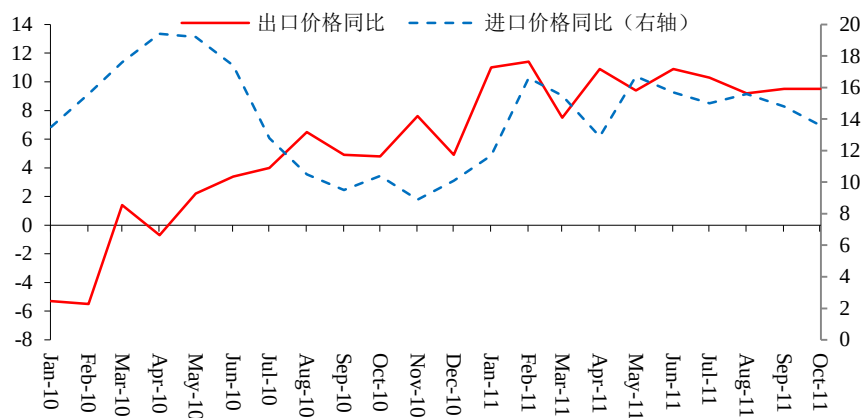
数据来源：CEIC，安信证券

图12: PPI 原料和加工的同比增速 (%)



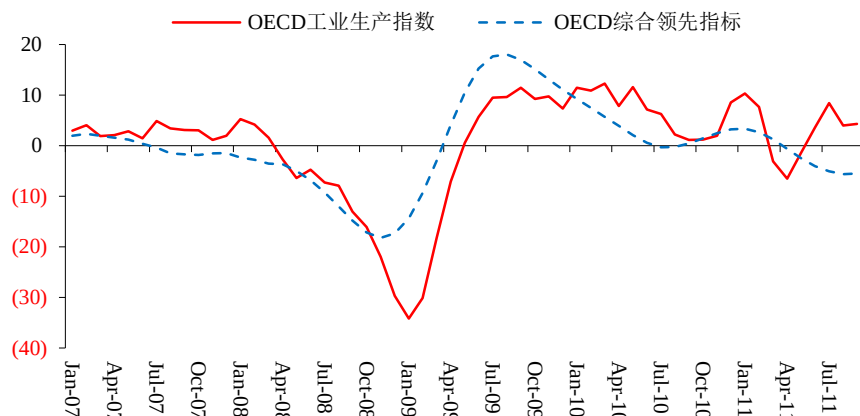
数据来源: CEIC, 安信证券

图13: 中国进出口的价格同比 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图14: OECD 工业生产指数和领先指标环比折年 (MA3) (%)



数据来源: Wind, 安信证券

表 1: CPI 大项同比增速 (%)

	CPI	非食品	食品	烟酒	衣着	家庭设备	医疗保健	交通通信	教育娱乐	居住
2011 年 7 月份	6.5	2.9	14.8	2.8	2.2	2.7	3.6	0.9	0.5	5.9
2011 年 8 月份	6.2	3.0	13.4	2.9	2.9	2.8	4.1	1.0	0.4	5.5
2011 年 9 月份	6.1	2.9	13.4	3.4	3.2	3.0	4.1	1.0	0.0	5.1
2011 年 10 月份	5.5	2.7	11.9	3.7	3.7	3.1	3.5	0.8	0.0	4.4
2011 年 11 月份	4.2	2.2	8.8	3.8	3.5	2.9	3.2	0.5	0.1	3.0
2001-2010 均值	2.2	0.6	5.3	0.9	-1.5	-0.3	1.0	-1.2	1.0	2.9

来源: CEIC, 安信证券

表 2: CPI 食品大项同比增速 (%)

	食品	粮食	油脂	肉禽	蛋	水产品	菜	干鲜瓜果	在外用膳	其他食品
2011 年 7 月份	14.8	12.4	15.2	33.6	19.7	15.0	7.3	8.1	8.8	5.9
2011 年 8 月份	13.4	12.2	17.1	29.3	16.3	14.7	0.6	7.7	9.5	6.5
2011 年 9 月份	13.4	11.9	18.0	28.4	14.2	14.1	2.2	9.0	9.6	7.2
2011 年 10 月份	11.9	11.6	15.8	26.1	12.6	12.4	-5.8	12.3	9.4	7.4
2011 年 11 月份	8.8	8.9	8.9	19.6	4.4	10.8	-9.7	11.1	8.2	7.1
2001-2010 均值	6.7	5.8	5.4	8.3	6.3	6.2	11.8	9.4	4.9	3.1

来源: CEIC, 安信证券

表 1: CPI 大项环比较历史平均 (%)

	CPI	非食品	食品	烟酒	衣着	家庭设备	医疗保健	交通通信	教育娱乐	居住
2011 年 7 月份	0.3	-0.1	1.0	0.1	0.2	0.1	0.1	-0.3	0.0	-0.2
2011 年 8 月份	-0.2	0.2	-0.7	0.0	0.5	0.1	0.5	0.1	0.0	-0.2
2011 年 9 月份	0.1	-0.1	0.3	0.4	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.4	-0.4
2011 年 10 月份	-0.1	-0.1	-0.1	0.4	0.7	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3
2011 年 11 月份	-0.4	0.0	-1.3	0.1	0.5	0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.6

来源: CEIC, 安信证券

表 3: PPI 大项同比增速 (%)

	PPI	重工业	轻工业	生活资料	生产资料	采掘工业	原材料工业	加工工业
2011 年 7 月份	7.5	8.0	6.4	4.8	8.4	18.1	12.1	5.8
2011 年 8 月份	7.3	7.7	6.1	4.8	8.0	18.8	11.6	5.4
2011 年 9 月份	6.5	6.8	5.9	4.6	7.1	17.2	10.6	4.6
2011 年 10 月份	5.0	5.0	4.9	4.2	5.2	15.1	7.9	3.1
2011 年 11 月份	2.7	2.7	2.7	3.1	2.6	10.6	4.1	1.1
2001-2010 均值	2.3	3.9	0.5	0.4	3.0	10.7	4.7	0.9

来源: CEIC, 安信证券

表 4: PPI 重要行业同比增速 (%)

	PPI	煤炭	石油加工	化学原料	非金属制品	黑色金属	有色金属	金属制品	通用设备	纺织服装
2011 年 7 月份	7.5	9.9	18.3	13.7	8.9	13.5	21.6	5.1	3.1	3.7
2011 年 8 月份	7.3	10.8	18.1	13.6	8.4	12.3	18.7	5.2	3.1	3.8
2011 年 9 月份	6.5	10.3	17.7	12.2	7.2	9.4	15.5	4.6	3.2	3.6
2011 年 10 月份	5.0	10.4	15.7	8.6	5.9	6.1	6.2	4.1	3.0	3.8
2011 年 11 月份	2.7	9.0	10.4	2.9	3.0	1.2	2.9	2.9	2.5	3.1
2001-2010 均值	2.3	11.3	9.6	3.0	1.3	4.7	5.8	1.7	0.7	0.4

来源: CEIC, 安信证券

分析师简介

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

尤宏业声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034