

专题策略—潜在的通胀

美元仍是幕后最大推手

前言：

08 年最后一个月的经济数据即将公布，CPI 可能回落至 1.5，PPI 可能进入同比负增长阶段（-1.7）。回首 08 年，物价风云变幻，市场多数机构都没有预料到曾经急速上升的通胀转眼间就变化为近在眼前的通缩。进入 09 年，通缩已然成为市场普遍预期，对此我们并不否认，但物价真的就“不再折腾”、“一路通缩到底”了吗？要完全排除这种可能性似乎仍有困难。因此，本文对当前的通缩预期和未来的物价变动进行了分析，希望能对投资者全面把握 09 年物价变动趋势以及相关投资主题有所帮助。

- **通缩预期或过于严重。**历史上国内通胀往往是常态，央行政策存在经济增长与通胀的非对称偏好。尽管 08 年物价经历了见顶回落的过程，但造成物价上涨的需求、成本和结构等因素只是暂时中断，09 年可能逐步回升，从而对物价上涨产生压力。我们认为，多种因素影响下，CPI 可能在 7 月见底，PPI 可能在 3 月见底；二者都将经历见底回升过程，预计全年 CPI 为 1-2%，PPI 为 -1.3%。我们并不否认通缩的可能性，但认为本轮通缩可能没有预期严重，特别是 PPI 可能更多表现为基数原因下的“数字型通缩”。
- **潜在通胀将逐步显现。**市场普遍预期欧美经济可能在一季度后有所好转，二三季度逐渐回升；国内存货调整可能在一二季度基本完成；美元可能随着避险情绪及去杠杆化过程的消失而重回贬值通道；结合环比数据情景分析及流动性复苏等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度逐步显现。而历史经验表明，一旦物价从低点开始反弹，在到达阶段高点之前，大约需要两年时间。如果 CPI 在 09 年三季度见底，那么预计 10 年 CPI 也将处于上升阶段，11 年下半年才会完成这一上升周期。
- **潜在通胀下的投资主题。**结合 09 年可能发生潜在通胀以及基本面来看，**有色金属、农产品、石油有望成为下一轮潜在通胀的受益者，有色金属公司中，我们较为看好锌、铜和黄金。**有色金属：随着潜在通胀的释放，基本金属价格将在 09 年触底，2010 年基本金属价格将恢复上涨趋势。石油：随着 09 年全球大规模经济刺激方案的推出，对于石油等大宗原材料的需求将迅速增加，当需求和供给出现再平衡时，投机性资金对于原油价格的上涨将再次起到助推的作用。相关上市公司存在较好的投资机会。农产品：国家日益重视粮食安全的战略地位，农产品刚性需求与不稳定供给格局将长期存在，国家收粮力度将进一步加大，09 年粮食收购价格有望稳重趋涨。国际市场农产品价格经过大幅下跌后，已脱离了供需基本面，主要农产品价格和通胀预期有较高的相关性，随着全球流动性的再次充裕，全球农产品价格有望企稳回升。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2009 年 1 月 19 日

邓宏光

股票策略师

021-63325888#6058

denghq@orientsec.com.cn

高义

宏观经济高级分析师

021-63325888#6106

gaoyi@orientsec.com.cn

刘俊

宏观策略资深分析师

021-63325888#6109

lj1@orientsec.com.cn

王晓李

宏观策略助理分析师

021-63325888#6108

wangxiaoli@orientsec.com.cn

相关研究报告

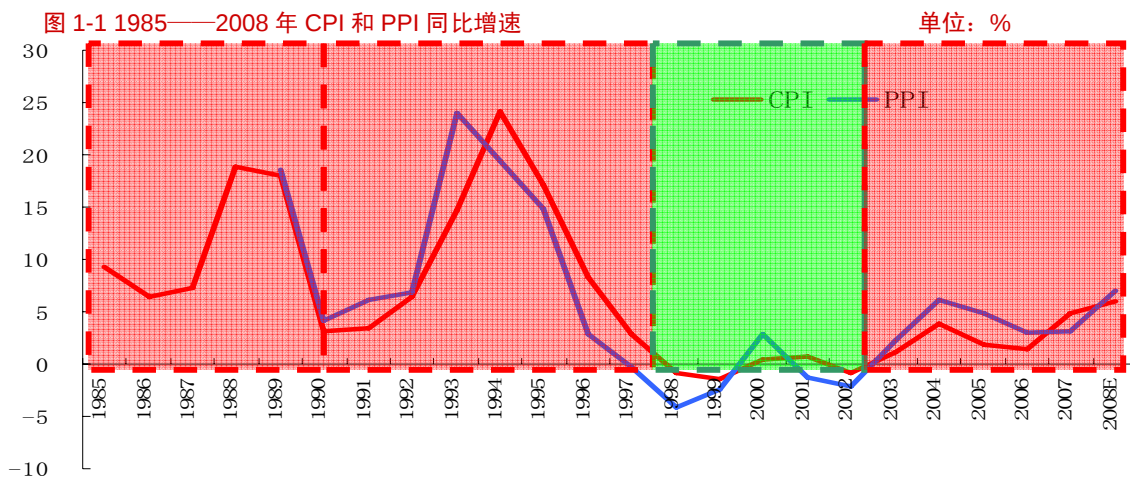
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1. 通缩可能没有预期严重

(1) 我国历史上通胀更为常见

回顾我国近三十年来的物价走势，和中国改革开放的历史进程密切联系，大致可以分为四个明显的周期。第一，1985-1989 年通胀周期。改革开放初期，政府逐步提高农产品收购价，加上 84 年价格双轨制改革启动，物价逐渐上升，88 年价格闯关失败后出现严重通货膨胀并最终导致 89 年的政治事件和物价回落。第二，1990-1997 年通胀周期。92 年南方讲话后，全国掀起新一轮投资和下海高潮，导致 93-95 年出现恶性通货膨胀。同期宏观调控不断加大力度，96 和 97 年年成功软着陆。由于这两个周期中，政府大力推动市场经济改革，物价波动幅度较大，“急涨急跌”现象明显。第三，1998-2002 年通缩周期。这轮通缩表面上似乎是亚洲金融危机造成的，但更多体现了中国市场经济改革的成果——多年的市场化改革下，技术得到进步、市场更加开放和竞争日趋激烈，过去的商品供求矛盾得到逐步解决。张五常也认为，如果考虑商品质量的提高，这一时期通缩比实际数据还要严重。因此，这一时期的通货紧缩并不是因为重复建设、生产能力过剩造成的，而是一种温和的良性的通货紧缩。人民币贬值预期下资本外逃以及此前的宏观调控也对这种通缩产生了一定影响。第四，2003-2008 年通货膨胀。中国在 2001 年底正式加入 WTO，与世界经济的联系日趋紧密，出口导向成为经济增长主要动力之一。2003-2008 年的前四年，我国经历了高增长、低通胀的黄金时期，但 07 年后物价从温和上涨逐渐演变为明显的通货膨胀，需求拉动、成本推动和结构性通胀均不同程度存在。



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

因此，国内通货膨胀或正常物价上涨往往是常态，1998-2002 年作为仅有的一轮通缩也较温和（幅度在-1.4 到 0.7 之间）。相关学术研究（赵进文，中国社会科学 2006.02）表明，1993 年以来央行货币政策存在经济增长和通货膨胀的非对称性偏好，即偏好不要过高的经济增速和不要太低的通货膨胀。原因可能在于，作为发展中国家，经济增速往往较高，因而政府会更积极的控制产出过快的不合理的增长，更多追求增长的内在质量，追求可持续的、与资源环境协调的和谐发展。由于经济增速较高，发展中国家通胀往往成为常态，这和成熟的发达国家明显不同，这些国家更注重保持较低的通胀率和物价水平的基本稳定。相对于通胀而言，通缩却可能对发展中国家带来更大危害。

表 1-1 1985——2008 年 CPI 和 PPI 同比增速

单位：%

时期	年均 CPI	CPI 区间	持续时间
1985-1989 年	11.98	[6.5,18.8]	5 年
1990-1997 年	9.99	[2.8,24.1]	8 年
1998-2002 年	-0.38	[-1.4,0.7]	5 年
2003-2008 年	3.20	[1.2,6.0]	6 年

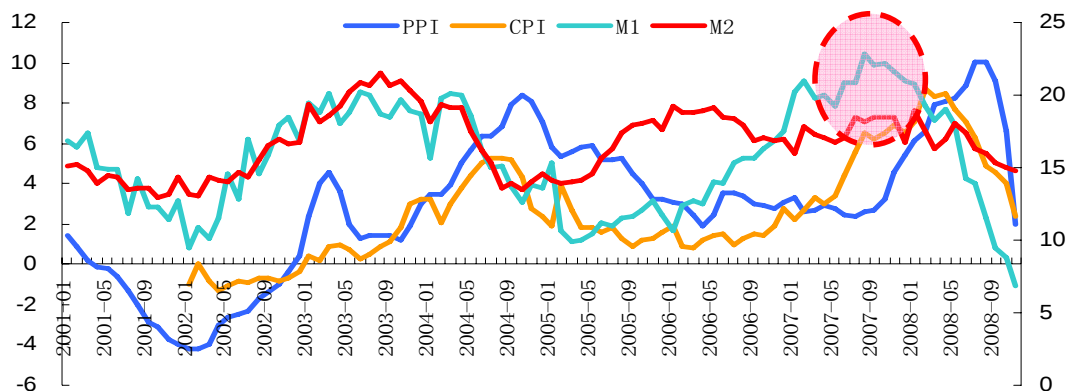
资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

(2) 2008 年物价经历了见顶回落的过程

2008 年物价经历了一个见顶回落的过程。CPI 自 2007 年初开始逐渐上升，在 2008 年 2、3、4 月份超过 8% 以后就逐渐开始回落，而 PPI 和原料燃料和动力价格则同时在 7、8 月份见顶后回落。造成物价见顶回落的因素也可以分为以下几个方面：第一，需求因素。次贷危机影响下，美欧日等经济体都出现严重衰退，并最终传导到中国的出口；07 年执行的从紧政策最终发挥了作用；08 年 4 季度的库存清理加速了物价回落的趋势。第二，成本因素。受全球需求放缓因素影响，以石油为代表的国际大宗商品价格也在 08 年年中出现回落。第三，结构因素。猪肉、粮食价格在国家多项政策支持下趋于稳定。第四，翘尾因素。07 年基数过高也是 08 年物价必然回落的一个重要因素，能解释 08 年物价走势的 6 成以上。

图 1-2 物价走势和货币供应量增速

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

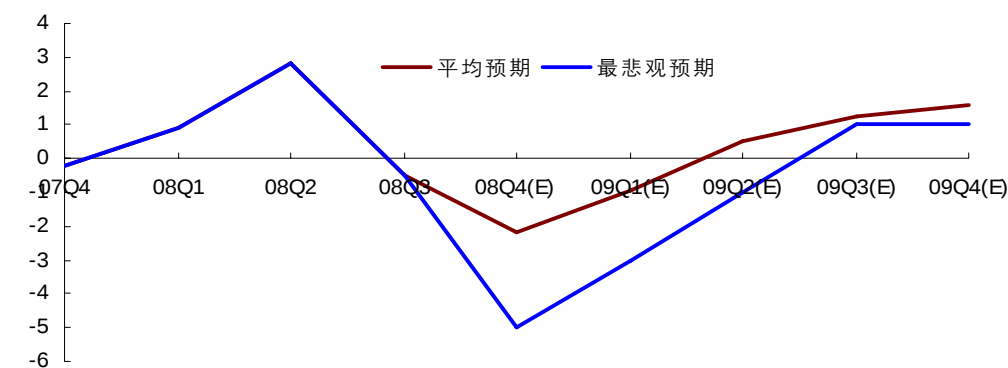
(3) 2009 年通缩可能没有预期严重

我们认为，造成 08 年物价回落的因素将逐渐反转。

从需求因素看，外部需求中，08 年四季度欧美经济衰退的幅度会进一步明显加深，但 09 年一季度以后情形会好转。如市场平均估计，四季度美国经济会环比（折年率）负增长 2.2，较三季度下滑 1.5 个百分点，09 年一季度虽然仍会负增长，但幅度会缩窄至 -1%；悲观一点的预期认为四季度会负增长 5%，此后逐步回升。同样，市场预期四季度欧盟经济衰退的幅度也会进一步加深，悲观一点的预期认为会在 -4%，到 09 年二季度以后会有所回升。

图 1-3: 市场对美国经济增长的预期

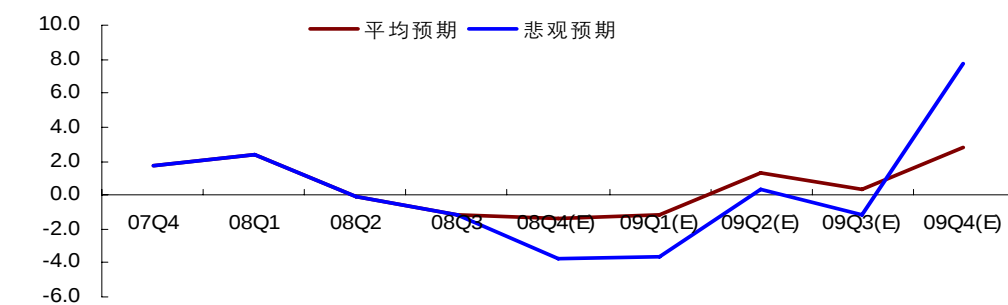
单位: %



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 1-4: 市场对欧盟经济增长的预期

单位: %

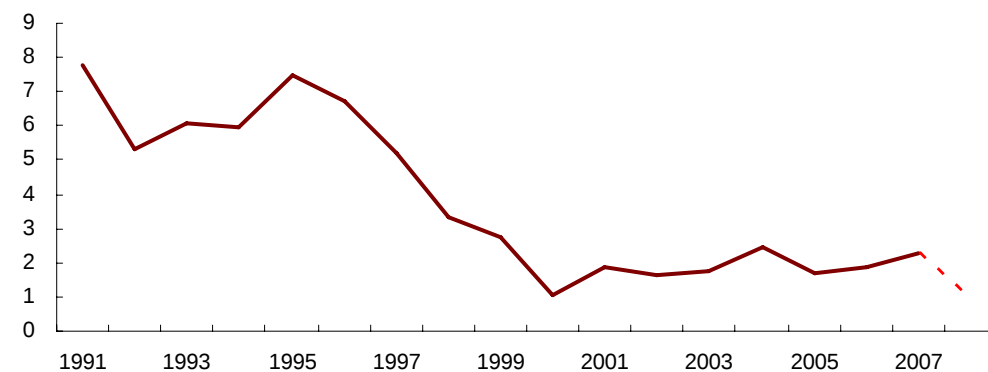


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

国内需求方面, 我们估计到 08 年年底, 当年存货增加占 GDP 的比重将只有 0.9%, 处于近 20 年来的最低水平, 接近于 2000 年的 1.03%, 存货进一步下降的空间已很有限, 存货调整可能于 09 年一二季度基本完成。大规模投资计划会弥补固定资产投资下滑的缺口, 这使得物价不会下降太多。

图 1-5: 存货增加占 GDP 比重的估算 (以 2000 年价格计)

单位: %

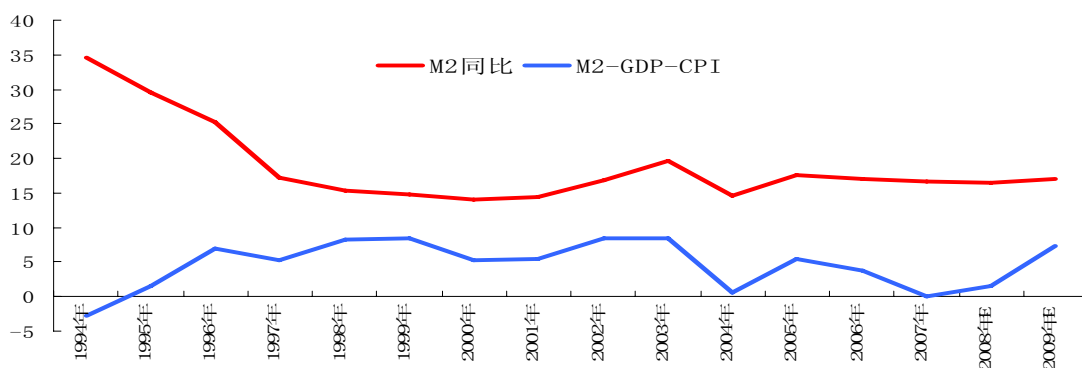


资料来源: CEIC, 东方证券研究所

适度宽松的货币政策也会促进需求的增长。国务院要求 09 年货币供应总量超过 GDP 增长率与物价之和约 3-4 个百分点，并力争达到 17% 的增长速度。目前市场的普遍预期是 GDP 增长 8-9%，而根据经验，M2 增速达到 15% 问题不大，因此这种计算方式下物价超过 2% 也是可能的。

图 1-6 广义货币供应量与 GDP 和 CPI 的关系

单位：%

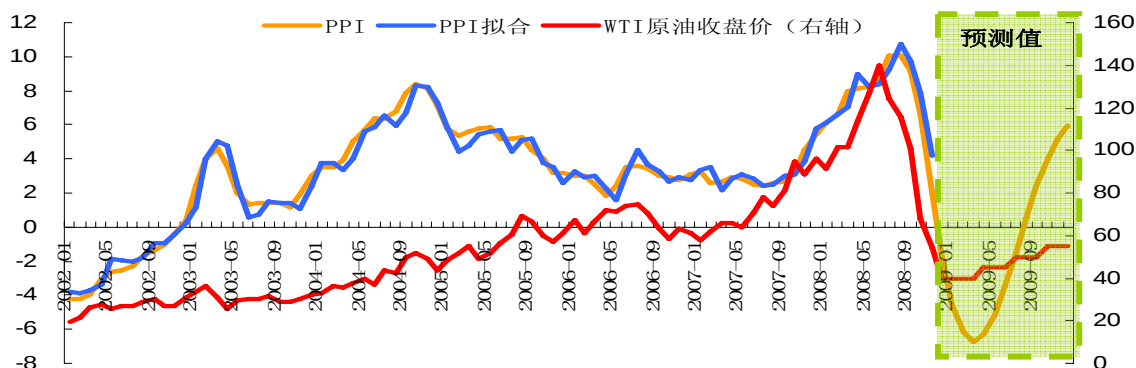


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

从成本因素看，09 年各月 WTI 原油期货价逐月走高，四个季度大致水平为 40、45、50、55 美元/桶，反映了市场对全球需求恢复的信心。假定原油价格按照这种趋势变化，我们预计 09 年 PPI 将出现“见底回升”的走势，上半年多数月份 PPI 将负增长，其中 3 月份 PPI 最低可能达到 -6.7%，全年预计为 -1.3% 左右。而乐观情况下，如果油价按照 40、50、60、70 美元/桶的走势，则预计全年 PPI 为 -1% 左右。悲观预期下，如果油价维持 40 美元不变，则全年 PPI 为 -1.65% 左右。但我们同时也认为，PPI 出现多数月份为负的情况，更多的是因为基数原因的影响，这是一种“数字型的通缩”，实际价格可能更多的是趋于稳定并逐渐回升。

图 1-7 2009 年 PPI 走势预测图

单位：美元，%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

从物价构成看，CPI 主要由食品和非食品部分组成。假定油价按照前述 40-55 美元/桶的走势，CPI-非食品部分全年约 0.62%（乐观油价下为 0.7，悲观油价下为 0.54）。考虑到 09 年发改委将提高粮食最低收购价 15% 左右，而粮食在 CPI 中的比例不到 5%，因此对 CPI 的影响大约是 0.75 个百分点左右。因此，综合食品和非食品价格可能出现的变动来看，预计 09 年 CPI 约 1-2% 之间。

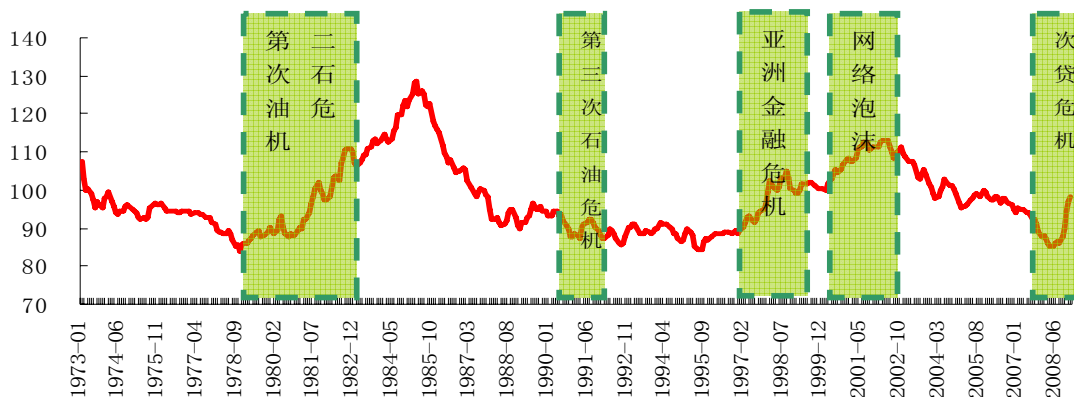
2. 潜在通胀可能逐步显现

我们并不否认 09 年发生通缩的可能性，但认为通缩的程度可能低于预期。基于全球经济转暖、存货调整结束、美元走弱、环比数据情景分析及流动性复苏等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度左右逐步显现。前两点已在前文有所论及，以下重点分析后三点。

(1) 美元可能重回贬值通道

全球经济危机往往导致美元升值。1974 年布雷顿森林体系正式瓦解，美元对多数货币不再实行固定汇率制度，此后美元指数走势直接反映了市场供求力量的影响。从全球经济看，74 年之后发生了多次经济危机：1979-82 第二次石油危机导致世界性经济危机；1990-1992 海湾战争爆发导致第三次石油危机；1997-1998 亚洲金融危机；2002-2002 网络泡沫；2007 爆发持续到现在的次贷危机。每次危机都伴随着全球 GDP 增长率的大幅下降，而同期美元指数则往往出现明显的上升趋势。

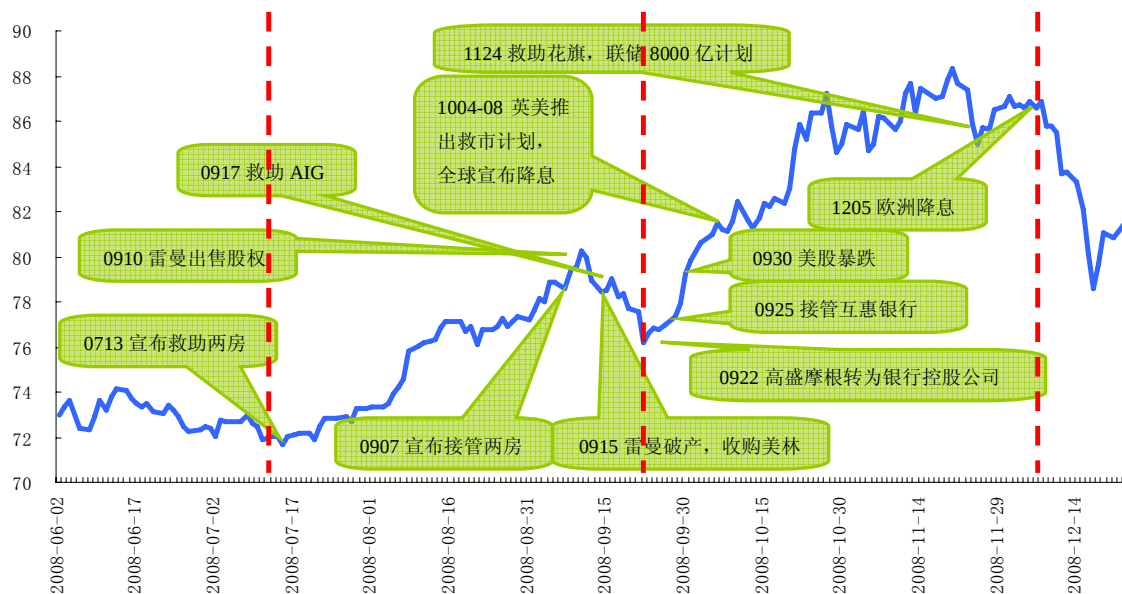
图 2-1 广义实际美元指数（月）



资料来源：WIND，东方证券研究所

美元阶段升值的原因在于，美国具备其他国家所无法比拟的政治和经济优势，全球经济危机发生时，美国出现经济崩溃和政治动荡的可能性较小，而其他国家反而可能受到更大冲击，全球资金由于避险情绪的影响倾向于流入美国。我们认为，随着美国及全球经济将探底回升，避险情绪将逐渐消退，美元“避险情绪溢价”因素将不复存在，而过去导致美元长期贬值的因素，如贸易赤字和财政赤字仍将发挥作用，美元可能在 09 年重新回到长期贬值的通道。

图 2-2 美元指数（日线，1973 年 3 月=100）



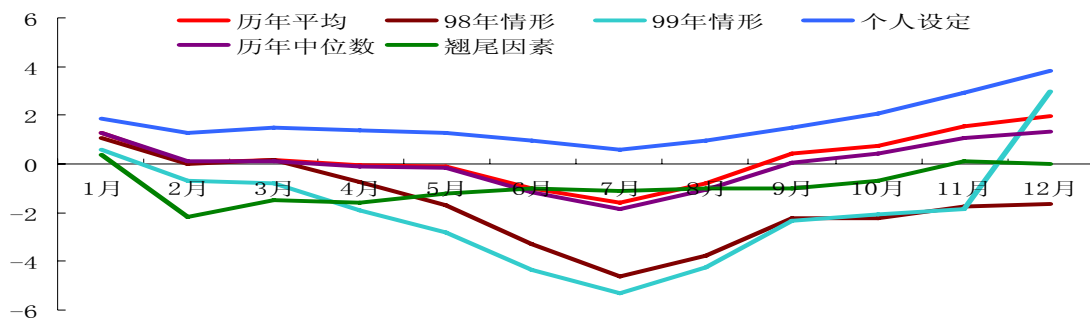
资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

(2) 环比和基数原因

环比和基数原因可能导致 CPI 在 7 月见底。我们假定 09 年 CPI 各月环比数据为如下几种情形，一是 1995-2008 年共 14 年的各月平均环比数据，二是用这 14 年的中位数代替，三是我们根据自身的合理设定，四是用 98、99 年的环比增速代替。各种情形下，CPI 都表现出类似 V 形反转趋势，二三季度特别是 7 月份很可能成为年内 CPI 的低点。环比数据和基数影响是导致这种趋势的主要原因，但不排除政府在特定时段对部分商品价格的调整，从而对这种走势形成影响。

图 2-3 各种假定环比情形下的 2009 年 CPI 走势

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

(3) 流动性复苏是潜在通胀的重要推动力。

金融恐慌情绪逐渐缓解下，全球刺激经济计划将导致流动性逐渐复苏。各国大规模金融市场救助计划及经济刺激计划不断推出，全球基础货币泛滥的趋势已经非常明显。初步不完全统计，全球推出的经济刺激计划和救助金融市场规模已经超过 4.9 万亿美元之巨。美国已经明确表示，赤字和未来的

潜在通胀已经不是关注重点，美国政府财政赤字 2009 财年将轻易超过 1 万亿美元，2010 年则甚至更高。

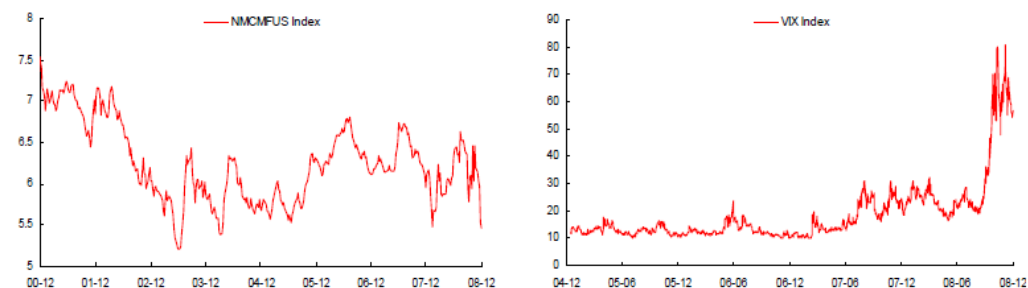
表 2-1: 各国刺激经济计划和救市计划金额

国家	经济刺激计划金额		救市计划金额
	金额	主要内容	
美国	估计 1 万亿 \$	公共建筑节能改造，基础设施建设，改造学校硬件设施，推广互联网应用，改善医院设施	7000 亿 \$
日本	6075 亿 \$	增加政府开支，向民众发放补助金，对住房贷款减税，减轻中小企业税负，以及降低公路收费	1200 亿 \$
欧盟	419 亿 \$ (300 亿欧元)		
英国	298 亿 \$ (200 亿英镑)	以减税为核心	745 亿 \$ (500 亿英镑)
法国	363 亿 \$ (260 亿欧元)	扩大公共投资以及对房地产和汽车行业提供援助等	5032 亿 \$ (3600 亿欧元)
德国	447 亿 \$ (320 亿欧元)	为汽车购买者提供税收优惠及加强对能源优化项目资金投入	6989 亿 \$ (5000 亿欧元)
意大利	1118 亿 \$ (800 亿欧元)	向信贷机构提供流动性资金担保，减少企业税负，基础设施建设投资，为低收入家庭提供补助等	不详
印度	600 亿 \$	提振出口、房地产和基础设施行业	250 亿 \$
荷兰	83 亿 \$ (60 亿欧元)	加快基础设施投入，及时清偿企业债务	不详
西班牙	153 亿 \$ (110 亿欧元)	市政基础设施及公共建设工程，支持汽车工业	419 亿 \$ (300 亿欧元)
俄罗斯	2000 亿 \$	重点转向小型银行和实体经济领域	不详
澳大利亚	32 亿 \$ (47 亿澳元)	基础设施建设	不详
中国	5844 亿 \$ (4 万亿 ¥)	基础设施建设，灾区重建，民生工程，以及安居工程等	不详
合计	27432 亿 \$		21635 亿 \$

资料来源：东方证券研究所

随着对金融恐慌的逐步缓解，巨额基础货币将逐步释放出来，潜在的通胀压力将逐步显现。一旦银行信贷开始明显放松，将使得货币乘数逐步回复到正常水平，货币乘数的提升将有助于通缩预期的缓解，从而形成一个良性循环，使得全球金融市场和实体经济回到正常状态中来。

图 2-4 国民抵押贷款协会 30 年固定利率房贷利率和 VIX 指数

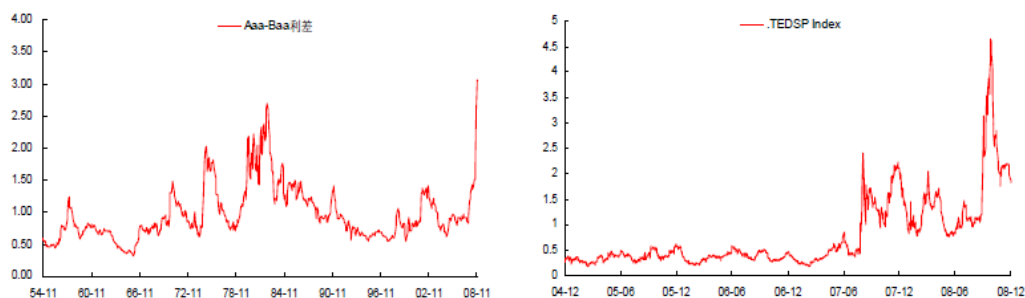


资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

银行信贷意愿的变化可以从一系列先行指标中进行观察，以下是我们选择出重要的先行指标：美国 30 年定息住房抵押贷款平均利率、信用利差、美元 LIBOR-联邦基准利率利差。此外，VIX 指数，芝加哥采购经理人指数、美国房屋价格和房屋销售量也是重要的基本面先行性指标。

由于全球可能在 4 季度录得最差的季度增长记录，因此投资者避险情绪可能仍然浓厚。但是，近期美国 30 年放贷利率、VIX、信用利差、LIBOR-联邦基准利率等指标都已经出现好转迹象，我们将密切关注其最新变化。信用利差的回落有望成为 ERP 回落的先行指标；VIX 和 LIBOR-联邦基准利率的回落则表明投资者避险情绪减弱、资产配置将趋于正常化；PMI 和美国房价的企稳则是基本面发生明显改善的重要指标。

图 2-5 穆迪 AAA 债券与 BBB 债券利差、美元三月 LIBOR 与联邦基准利率的利差

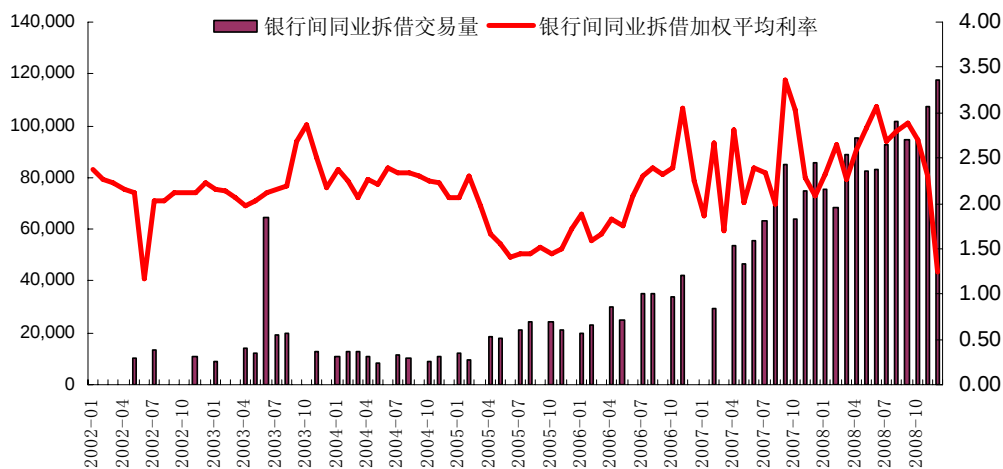


资料来源：彭博资讯，东方证券研究所

近期国内金融机构的流动性正在恢复。08 年四季度央行货币政策开始转向，9 月份之后连续大幅降低存贷款利率和准备金率，减少和停发部分央行票据，取消贷款额度控制并大力推动商业银行的贷款。缘于政策影响以及惜贷心理，金融机构流动性正逐渐恢复。

图 2-6 银行间同业拆借情况

单位：亿元，%



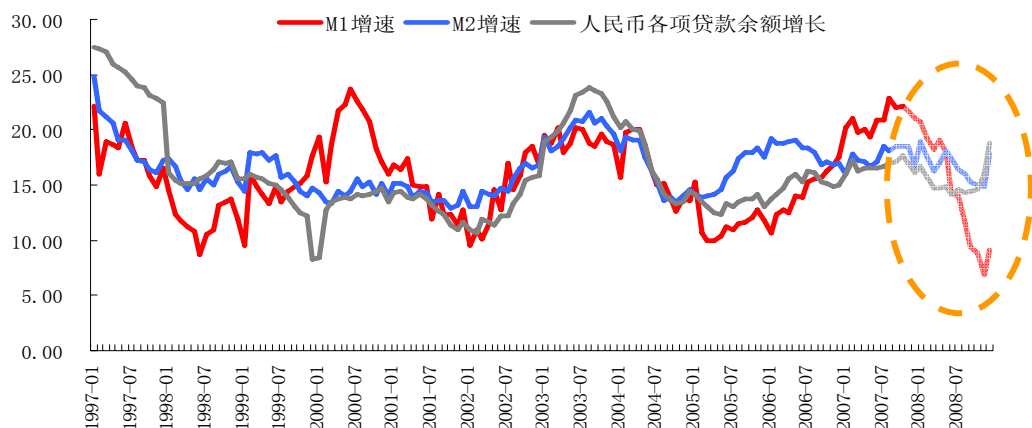
资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

货币信贷数据已经发生反转。08 年 12 月新增贷款 7718 亿元，同比多增 7233 亿元，比上月多增 2949，超过市场普遍预期。人民币贷款余额按可比口径同比增长 18.76%，继上月大幅反弹后，继续保持回升趋势。M1 同比增长 9.06%，M2 同比增长 17.82%，分别比上月高约 2 和 3 个百分点。

M1 增速的回升，部分反映出宏观经济面有略微好转的迹象，这和近期发电量增速回升以及钢铁等原材料价格企稳也能相互印证。从未来看，虽然不排除春节期间 M1 增速因季节因素再次回落的可能，但随着政策刺激作用的更多显现、存货调整的逐渐结束以及企业信心的日渐恢复，微观经济活动将趋于活跃，货币流通速度将逐步加快，我们预计 M1 和 M2 的增速将随之继续回升。

图 2-7 广义、狭义货币供应量及人民币贷款同比增速

单位：%

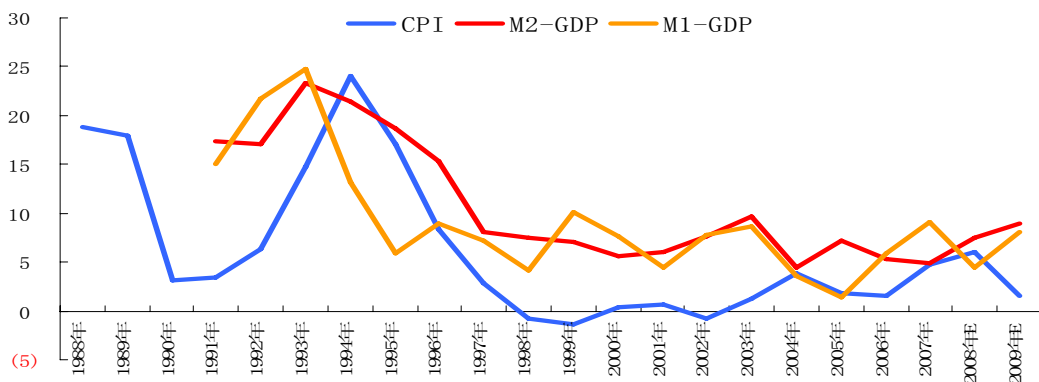


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

央行有多种手段推动货币供应的恢复。根据历史经验，我们认为 M2 增速达到 17% 的目标是可能的，央行有多种政策工具可以利用：第一，经过 08 年的 5 次降息后，目前的利率水平已经接近历史的最低点，09 年降息空间已不大，预计下次降息 27-54 个基点后是否再降息将依据一季度经济数据的情况；第二，存款准备金率还位于 07 年 11 月左右的水平，比历史最低高出一倍多，未来还有较多的下调空间，预计 09 年还要降低 3-4 个百分点（每下降 1 个百分点，大约增加银行可贷资金约 4600 亿元）；第三，09 年到期的央行票据总和约 22210 亿元（1 年期 20315 亿元，6 月期 735 亿元，3 月期 1160 亿元）；第四，08 年新增贷款预计达 4.5 万亿元，在政府的大力推动下，预计 09 年新增贷款可能达到 4.6-5 万亿元；第五，在进口增速快于出口增速下降的情况下，贸易顺差仍将增加较多，我们预计可能超过 3000 亿美元，这将进一步增加外汇占款。

图 2-8 CPI 和货币供应扣除 GDP 后过剩货币的走势

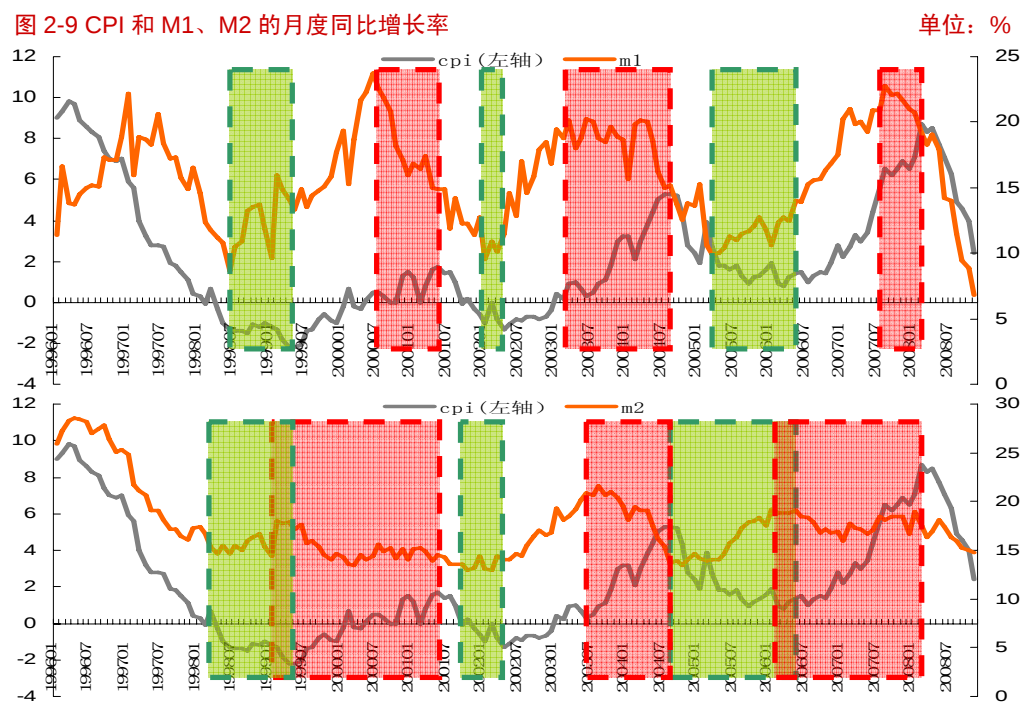
单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

货币供求的变化孕育潜在通胀的可能。古典货币数量论认为货币流通速度不变，根据 $MV=PY$ ，则货币供应的增长直接反映为名义产出的增加，隐含着物价的上涨。我们否认在经济下行周期的过程中，货币流通速度是会出现一定下降，但随着经济预期的好转，货币流通速度会很快回升，从而带动物价的上涨。弗里德曼的现代货币数量论认为，物价、恒久性收入、债券、股票和商品相对货币的收益率高低（这里的商品，实际上预期的通货膨胀率），都是决定货币需求的重要因素，因此在货币供应大幅增长的情况下，货币需求端自然也会发生相应的变化。在弗里德曼的理论体系下，恒久性收入有比较稳定的增长率，因而对货币需求的变化影响不大，因而货币供应最终会反映到物价及各类资产相对货币的收益率上来。这也是造成潜在通胀的因素之一。

图 2-9 CPI 和 M1、M2 的月度同比增长率



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

从政策影响时滞看，CPI 在 09 年 3、4 季度探底回升的可能性较大。从货币供应量与 CPI 的关系看，相对 M2 而言，我们发现 M1 增速的变化与 CPI 的关系更加密切。这也是合理的，因为 M2 反映了总体货币供应规模，和经济的长期趋势保持一致，不太容易出现较大的变动。而 M1 中包括企业的活期存款，是企业经营状况的直观反映，企业经营活动的恢复和扩张，最终必然会反映到物价的变化上来。这从图形和数据分析也能直观反映出来。从历史看，M1 一般会提前 CPI 反映 10 个月左右，而 M2 和 CPI 的关系则波动较大，最短 3 个月，最长达 27 个月。

表 2-2 CPI 和 M1、M2 的月度同比增长率

单位：%

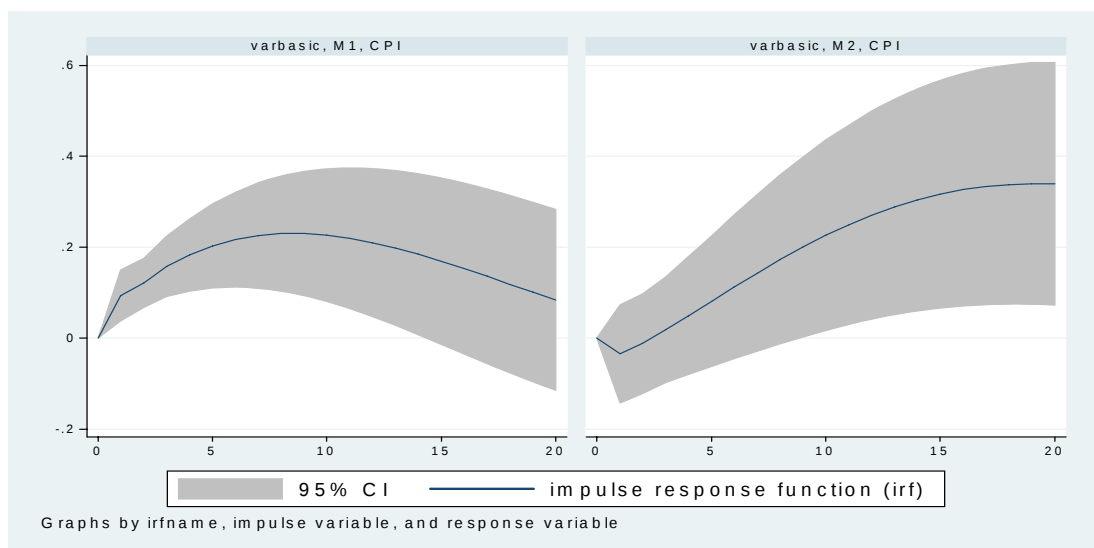
低点			高点		
m1 低点月	CPI 低点月	M1 提前月数	m1 高点月	CPI 高点月	提前月数
199806	199904	10	200006	200105	11
200201	200204	15	200306	200407	11
200503	200603	12	200708	200802	6
m2 低点月	CPI 低点月	M2 提前月数	m2 高点月	CPI 高点月	提前月数
199901	199904	3	199902	200105	27
200110	200204	6	200308	200407	11
200410	200603	17	200601	200802	25

资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

从更加严格意义的模型研究看，我们利用 VAR 模型和脉冲效应函数，通过 1996-2008 年的月度数据分析后发现，在平均意义上，M1 同比增速的一个变化将在 8-9 个月后对 CPI 形成最大的影响，M2 同比增速的一个变化将在 18-19 个月后对 CPI 形成最大的影响。因此，如果我们判断 M1 和 M2 增速在 09 年 1 季度开始见底反弹，那么根据货币供应对 CPI 影响时滞看，CPI 很可能在 09 年四季度开始上升。这和我们之前通过 CPI 环比数据的预测结论基本一致。

图 2-10 CPI 对 M1 和 M2 扰动的脉冲反应

单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

物价反弹后可能持续上升到 11 年下半年。从历史经验看，CPI 从阶段低点到高点大约需要 2 年时间才能完成。因此，如果 CPI 按我们预期的在 09 年三季度左右见底，那么预计 10 年 CPI 也将处于上升阶段，11 年下半年才会完成这一上升周期。反过来看，CPI 从阶段高点到低点的持续时间则波动性较大。

表 2-3 CPI 波谷和波峰变化幅度和所用时间

单位：%

CPI 低点月份	CPI 高点月份	最低	最高	所花时间
199904	200105	-2.2	1.7	25 个月
200204	200407	-1.3	5.3	27 个月
200603	200802	0.8	8.7	21 个月
CPI 高点月份	CPI 低点月份	最高	最低	
199603	199904	9.8	-2.2	37 个月
200105	200204	1.7	-1.3	9 个月
200407	200603	5.3	0.8	21 个月
200802	200907 (E)	8.7	0.6 (E)	17 个月

资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

总体上，我们认为，受翘尾因素和环比变化的影响，CPI 可能在 7 月见底；国际大宗商品影响下，PPI 可能在 3 月见底；二者都将经历见底回升过程，预计全年 CPI 为 1-2%，PPI 为 -1.3%。我们并不否认通缩的可能性，但认为本轮通缩可能没有预期严重，特别是 PPI 可能更多表现为基数原因下的“数字型通缩”。基于全球经济转暖、存货调整结束、美元走弱、环比数据情景分析及流动性复苏等对物价的影响，我们认为潜在通胀可能在 09 年四季度逐步显现。

3. 潜在通胀（Potential inflation）投资主题

我们认为，结合 09 年可能发生潜在通胀以及基本面来看，有色金属、农产品、石油有望成为下一轮潜在通胀的受益者，有色金属中，我们较为看好锌、铜和黄金。

有色金属：随着潜在通胀的释放，基本金属价格将在 09 年触底，2010 年基本金属价格将恢复上涨趋势。有色金属行业的盈利将追随价格趋势，在 2009 年二季度触底，随后逐渐恢复。估值看，我们预期 08 年行业 ROE 为 12.22（包括黄金行业，08 年 3 季度 ROE 为 10.94%），09 年 ROE 水平大幅下滑至 6.38%，略高于上个周期性低点（2002-2003 年）时的 ROE，PB 值则略低于当时的 2.66X，因此以具备一定投资价值。由于金属价格短期内的大幅下跌，使企业 08 年面临大量库存减值。我们认为这一因素的消化，将为 09 年的投资带来较好的安全边际，现在行业已进入价值投资区间。09 年的 3-4 月上市年报公布期间将为投资者提供良好的安全边际。从目前的基本金属价格看，除了铜、锡外，其他金属价格已接近近 20 年来的历史低位。当前的价格已跌破大多数企业的生产成本，尤以锌为甚。如果价格在此低位持续更长时间，我们预计将有更多的企业加入的减产行列。子行业看，基于金属价格反弹空间看，我们相对看好锌子行业；基于美元贬值的金融环境看，我们认为黄金行业也存在一定交易型机会。

石油：目前市场上对于 09 年国际原油 2009 年均价预期由之前的过分乐观转向了过分悲观，之前投资者屡次提到的石油资源的稀缺性，地缘政治的紧张，美元的汇率走势的影响已经无人提到。2008 年的 147 美元/桶和目前的 30 多美元/桶都不是国际原油价格的合理水平，我们预测 2009 年国际油价全年的均价将保持在 50-55 美元/桶。随着 09 年全球大规模经济刺激方案的推出，对于石油等大宗原材料的需求将迅速增加，当需求和供给出现再平衡时，投机性资金对于原油价格的上涨将再次起到助推的作用。随着油价的止跌回升，相关上市公司存在较好的投资机会。

农产品：09 年将是农业政策密集出台的时期，在“稳粮、增收、强基础、重民生”的政策方针指导下，农民收入将稳步增加，农村消费的启动也将是政府重点关注的领域。随着国家日益重视粮食安全的战略地位，以及农产品刚性需求与不稳定供给格局的长期存在，国家收粮力度将进一步加大，

09 年粮食收购价格有望稳重趋涨，以提高农民种粮积极性稳定农民种粮预期。国际市场农产品价格经过大幅下跌后，已脱离了供需基本面，主要农产品价格和通胀预期有较高的相关性，随着全球流动性的再次充裕，全球农产品价格有望企稳回升。

分析师承诺

邓宏光：策略分析师

高义：宏观经济研究员

刘俊：宏观策略研究员

王晓李：策略研究助理

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。

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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn