

惯性通缩逐步展开

——2009 年 1 月份宏观价格数据点评

报告要点

■ CPI 稍高于预期值源于春节因素扰动

1 月份 CPI 同比增长 1.0%，环比去年 12 月份环比上涨 0.9%，其中基数效应为 0.1%，新增长因素 0.9%，处于市场普遍预期的上端区间。其中，新增长因素略高于市场预期，这主要源于今年的春节提前，从而把节前消费带来的新增长因素扰动提前到 1 月份。由春节提前带来的扰动，也将使得 2 月份的新增长因素将受到向下的压力，考虑到 2 月份的基数效应将达到-2.6%，因此，虽然短期内旱灾会带来部分地区的粮食价格上涨，但是由于我国粮食收购和出售都是国家调控价格，因此 2 月份 CPI 可能将会出现低于-2%的年内低值。实际上，从基数效应看，2009 年上半年都有可能延续出现通货膨胀奇异点滞后的惯性通缩。

■ PPI 负增长符合预期

1 月份 PPI 同比下降 3.3%，其中原材料、燃料和动力购进价格同比下降 5.3%，和 PPI 上升期一样，也是继续带动 PPI 大幅下降的主要动因。从 PPI 分类数据看，生产资料出厂价格继续快速回落，回落幅度大于生活资料出厂价格，显示出其更高的弹性，因此，虽然短期内去库存化过程正在步入尾声，出现的新采购需求带动部分大宗商品和原材料价格企稳，但是考虑到一方面由于外需疲软，目前经济是否会出现持续的需求增长尚不确定，另一方面 2008 年的 PPI 上涨从历史规律看是整个长波周期的奇异点也是最高点，因此我们认为在 2008 年上半年 PPI 增速都将维持在负值区间内，这也是长波周期奇异点出现后的必然现象。

■ 加息出台可能性小

考虑到减息对于信贷的引导作用，以及惯性通缩的低点更有可能在 2009 年 2 月份，而真实信贷数据观测点在 3 月份左右，因此 3 月份时对于 2 月份数据的公布期将是更好的决策点。从基数效应数据看，走出通缩更有可能在 2008 年的 3 季度以后出现，因此，我们维持全年降息【27，54】个基点的判断，第一降息敏感点在 3 月份的价格数据公布前后。

2009 年 1 月份宏观经济数据

PPI	-3.3
CPI	1.0

相关研究

《全球通胀演绎经济底部》

< PPI 演绎利润轮动 >

《经济增长变革期的产业轮动——基于潜在需求的 09 年资产配置报》
 《双底演绎——PPI 回落后的实体经济和虚拟经济》

分析师：

李冒余

(8621) 63238478

limy@cjsc.com.cn

周金涛

(8621) 33130733

zhoujt@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

正文目录	2
图表目录	2
事件：2009 年 1 月份宏观经济数据公布	3
点评：惯性通缩逐步展开	3
CPI 稍高于预期值源于春节因素扰动	3
PPI 负增长符合预期	4
加息出台可能性小	5

图表目录

图目录：

图 1：2009 年 CPI 各月基数效应	3
图 2：CPI 食品类和居住类分行业价格走势	4
图 3：PPI 分行业价格走势	5

事件：2009 年 1 月份宏观经济数据公布

1 月份，CPI 同比上涨 1.0%。其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 1.5%；食品价格上涨 4.2%，非食品价格下降 0.6%；消费品价格上涨 1.5%，服务项目价格下降 0.8%。从月环比看，居民消费价格总水平比 2008 年 12 月份上涨 0.9%；食品价格上涨 3.3%，其中鲜菜价格上涨 22.4%，鲜蛋价格上涨 0.8%。

1 月份，PPI 同比下降 3.3%，原材料、燃料、动力购进价格下降 5.3%。在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比下降 4.4%。其中，采掘工业下降 13.2%，原料工业下降 6.8%，加工工业下降 2.2%。生活资料出厂价格同比微涨 0.1%。其中，食品类价格上涨 0.2%，衣着类上涨 0.9%，一般日用品类上涨 1.0%，耐用消费品类下降 1.5%。

点评：惯性通缩逐步展开

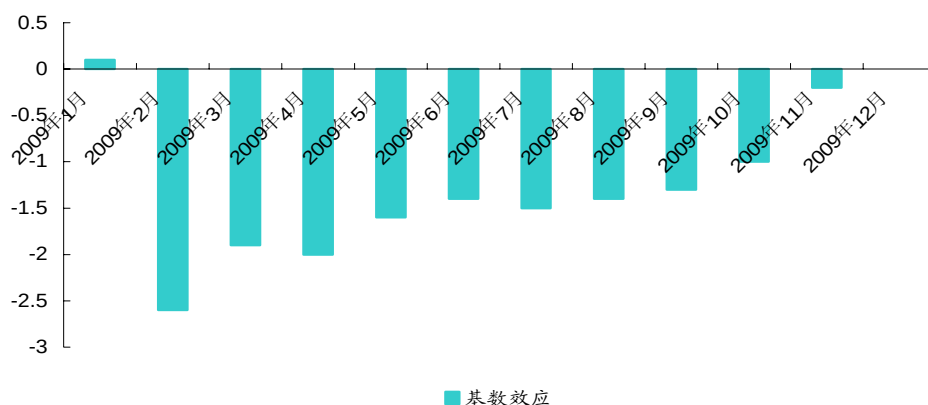
正如我们在前期的双底演绎中所提到的，2009 年一季度将是通货膨胀负增长的季度，实际上，从公布的 1 月份价格数据来看，PPI 的同比继续负增长是在我们预期之内的，实际上在经历了 2008 年 3 季度之前的通胀大幅波动奇异点之后，随之而来的必将是去库存化过程中的大幅回落；而另一方面，CPI 则稍高于预期值，尤其是环比增长 0.9%，主要由春节扰动因素导致。

CPI 稍高于预期值源于春节因素扰动

1 月份 CPI 同比增长 1.0%，环比去年 12 月份环比上涨 0.9%，其中基数效应为 0.1%，新增长因素 0.9%，处于市场普遍预期的上端区间。其中，新增长因素略高于市场预期，这主要源于今年的春节提前，从而把节前消费带来的新增长因素扰动提前到 1 月份。

由春节提前带来的扰动，也将使得 2 月份的新增长因素将受到向下的压力，考虑到 2 月份的基数效应将达到 -2.6%，因此，虽然短期内旱灾会带来部分地区的粮食价格上涨，但是由于我国粮食收购和出售都是国家调控价格，因此 2 月份 CPI 可能将会出现低于 -2% 的年内低值。实际上，从基数效应看，2009 年上半年都有可能延续出现通货膨胀奇异点滞后的惯性通缩。

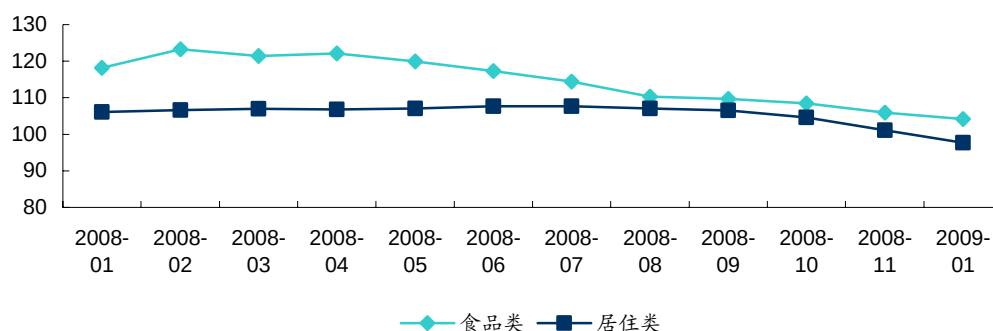
图 1：2009 年 CPI 各月基数效应



资料来源：长江证券研究部

由于 2008 年 12 月份的数据并未公布 CPI 八大项数据的月度同比变动值，因此很难比较短期内八大项的环比变动。但是从趋势看，2008 年 2 月份以后，CPI 呈现出明显的食品价格与居住类价格博弈主导的局面，考虑到食品价格依然将出现随基数效应波动的特征，至少目前没有出现大的趋势，而同时居住类和交运类则在 2008 年 10 月份以后受 PPI 拉动持续下滑，因此我们从分行业价格指数看，依然验证我们对于 2008 年上半年 CPI 惯性通缩的观点，而考虑到 2009 年 2 月份将是食品价格同比基数效应最低值，因此 2009 年 2 月份也很有可能成为整个上半年的 CPI 最低值。

图 2: CPI 食品类和居住类分行业价格走势



资料来源: WIND, 长江证券研究部

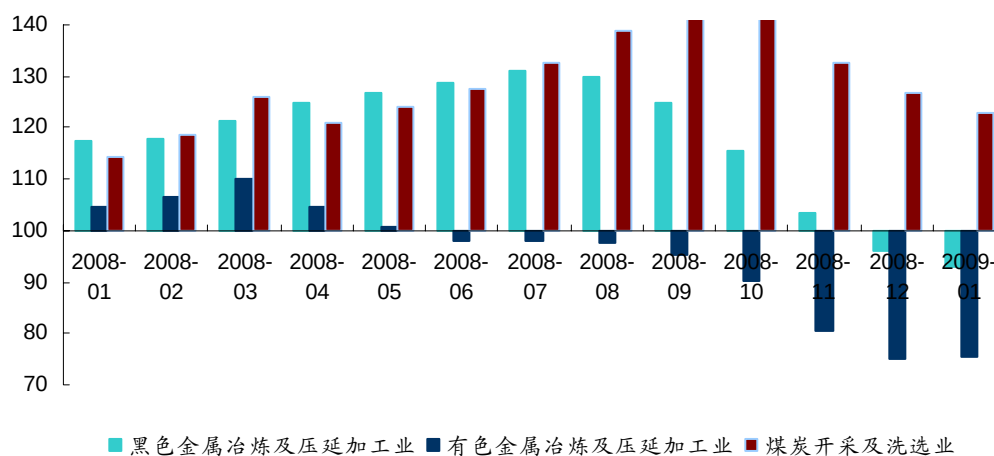
PPI 负增长符合预期

1 月份 PPI 同比下降 3.3%，其中原材料、燃料和动力购进价格同比下降 5.3%，和 PPI 上升期一样，也是继续带动 PPI 大幅下降的主要动因。

从 PPI 分类数据看，生产资料出厂价格继续快速回落，回落幅度大于生活资料出厂价格，显示出其更高的弹性，因此，虽然短期内去库存化过程正在步入尾声，出现的新采购需求带动部分大宗商品和原材料价格企稳，但是考虑到一方面由于外需疲软，目前经济是否会出现持续的需求增长尚不确定，另一方面 2008 年的 PPI 上涨从历史规律看是整个长波周期的奇异点也是最高点，因此我们认为在 2008 年上半年 PPI 增速都将维持在负值区间内，这也是长波周期奇异点出现后的必然现象。

从分行业数据看，作为制造业中游偏上的黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格和有色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比分别下降 7.2% 和 24.6%，继续呈现出快速下滑趋势，这主要是与 2008 年年初这两个行业价格的基数因素以及行业产能过剩有关，但是价格跌幅与 2008 年 12 月份相当，一定程度上反映出去库存化后新的采购需求带来价格指数暂时企稳。相应的煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨 22.7%，显示出煤炭行业依然处在较好的供需状态中，当然这更多的与我国的能源供需结构有关。

图 3: PPI 分行业价格走势



资料来源: BLOOMBERG, 长江证券研究部

加息出台可能性小

从本月的价格指数看,基本上符合之前的预期,虽然伴随着CPI的快速回落,造就了减息的压力,但是从货币政策的目的和效果看,我们认为近期出台减息政策的可能性还是偏小的。

首先,考虑到减息对于信贷的引导作用而言,目前据传一月份信贷突破了1万亿元,短期内显然是没有进一步刺激预期。即使1月份信贷中可能40%以上属于票据融资,但是考虑到我国投资项目一般于1季度后期开工的规律,因此真实信贷需求本身就需要1季度末左右才能得到具体数据的支持,因此短期内无降息刺激信贷的必要。

其次,考虑到惯性通缩的低点更有可能在2009年2月份,而真实信贷数据观测点在3月份左右,因此3月份时对于2月份数据的公布期将是更好的决策点。从基数效应数据看,走出通缩更有可能在2008年的3季度以后出现,因此,我们维持全年降息【27, 54】个基点的判断,第一降息敏感点在3月份的价格数据公布前后。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。