



2009年2月10日

中国经济/数据分析

中金公司研究部

联系人:

哈继铭 hajiming@cicc.com.cn

邢自强 xingzq@cicc.com.cn

徐剑 xujian2@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

PPI 通缩逐渐传导至 CPI

——1 月份 CPI、PPI 数据评述

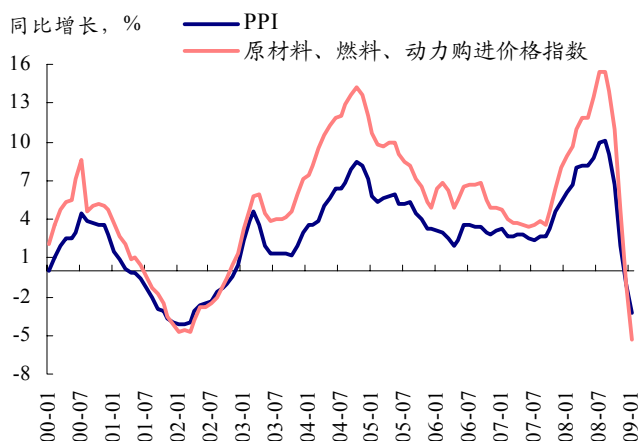
表 1: 近期通货膨胀数据

同比增长, %	09-01	08-12	08-09	08-06	08-03	07年	06年
CPI	1.0	1.2	4.6	7.1	8.3	4.8	1.5
CPI:食品	4.2	4.5	9.7	17.3	21.4	12.3	2.3
CPI:非食品	-0.6	-0.5	2.0	1.9	1.8	1.1	1.0
PPI	-3.3	-1.1	9.1	8.8	8.0	3.1	3.0
原材料、燃料、动力购进价格指数	-5.3	-1.1	14.0	13.5	11.0	4.4	6.0

资料来源: 国家统计局、CEIC、中金公司研究部

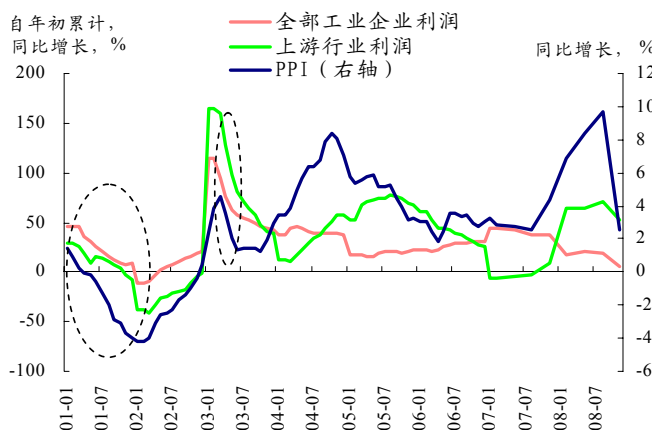
- ◆ **PPI 通缩程度进一步加深:** 1 月份 PPI 同比降至-3.3%, 略低于市场 (-2.6%) 与我们的预期 (-2~-3%) (图 1)。需要指出的是, 春节对于 CPI 和 PPI 产生不同方向的影响: 春节消费推高 CPI (尤其是食品价格), 但假期工厂停工则压低 PPI (尤其是生产资料价格)。因此, 1 月剔除春节因素后 CPI 实际下滑幅度更大, 而 PPI 的下滑程度可能略有夸大。其中石油、钢铁以及耐用消费品是 PPI 下滑的主力 (表 3)。PPI 的大幅放缓将继续对工业企业利润产生较大冲击 (图 2)。
- ◆ **PPI 通缩逐渐传导至 CPI:** 1 月份 CPI 进一步回落至 1.0% (图 3), 完全符合我们的预期, 略高于市场预期 (0.8%), 距通缩仅一步之遥。受春节因素影响, 食品价格环比上涨 3.3% (主要是蔬菜价格环比上涨 22.4%), 但非食品价格环比继续下降 0.3%, 彰显季节性因素不改物价通缩趋势。根据我们此前的分析, PPI 对于 CPI 具有传导作用 (大约滞后 3 个月), 因此未来 CPI 还将受 PPI 大幅通缩的传导进一步下行, 预计 2 月份起步入通缩。
- ◆ **1 月份 CPI 与 PPI 走势进一步验证了我们“08 年胀, 09 年缩”的判断, 我们维持 PPI 通缩-6.3%、CPI 通缩-1% 的预测** (参见我们 11 月 24 日的报告《政策保八解近忧》)。我们认为近期的北方旱灾可能影响某些农产品价格, 但难以逆转通缩周期: 1). 旱灾主要影响的小麦在粮食消费中比重不超过一半, 而粮食占食品 CPI 比重不到 10%, 占整体 CPI 比重仅为 3% (表 2)。因此尽管近期小麦价格上涨, 但其它在 CPI 中占比较高的食品, 如肉禽蛋、食用油等价格继续下跌, 抵消了其影响 (图 7)。目前全国猪粮价比约为 7.2 倍, 仍高于 6 倍左右的历史平均水平, 猪肉供给的改善使得其价格仍可能继续下降, 抑制食品价格; 2). 历史经验也显示灾害难以逆转通缩周期: 1998 年夏长江流域爆发百年一遇的洪灾 (受灾农田达 3.18 亿亩, 作为对比, 本次旱灾截至目前受灾农田 2.76 亿亩), 但并未改变当年通缩趋势 (图 4)。且近期的就业形势进一步加剧了通缩压力: 如果计入官方透露的失业农民工 2000 万, 我们估算中国目前实际城镇失业率达 8.5%, 是官方登记失业率的两倍。作为对比, 1997-98 年, 中国下岗职工约为 1000 万, 实际城镇失业率约为 8%, 且当时每年毕业找工作的大学生仅有 80 多万, 远低于目前每年 500-600 万的数目, 因此目前失业压力比当初更为严峻, 进一步带动物价下行。
- ◆ **尽管通缩仍是 09 年的主要风险, 我们将近年后继降息幅度预期调整为全年降息 54 个基点, 显著低于市场预期的 108 个基点。**原因在于: 1. 近期的信贷爆发性增长部分降低了眼前继续大幅降息的必要性, 降息更可能发生于未来信贷回落之后; 2. 中国的利率具有“向上刚性”, 在过去历次周期中降息容易升息难 (图 5), 且与其他国家相比, 过去多年中国的利率水平平均远低于名义 GDP 增速, 不符合利率的黄金法则 (图 6)。因此如果本轮降息幅度过大, 将来通胀再起之时加息步伐未必能快速跟上; 3. 贸然大幅降息对币值稳定和资金流动可能造成负面影响, 这方面俄罗斯的教训深刻, 值得吸取: 俄罗斯前期大幅降息造成卢布大幅贬值, 资金外流, 局面难以收拾; 俄国不得不于 2 月 9 日宣布加息 100 个基点以稳定卢布, 尽管其国内经济正处于最困难的时刻。这显示贸然降息造成的后果可能是未来在经济最困难的时刻不得不加息, 对经济造成较大伤害。

图 1: PPI 继续大幅回落



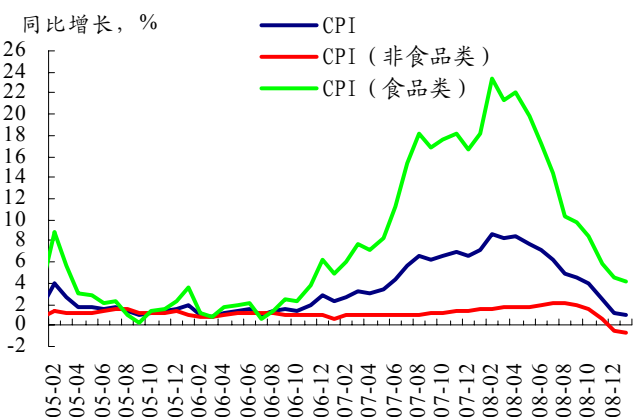
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 2: PPI 大幅放缓打击企业利润



资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

图 3: 食品与非食品 CPI 双双回落



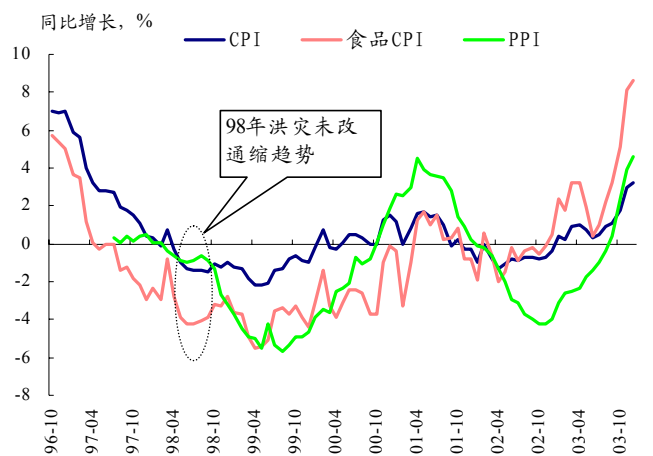
资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 2: 旱灾影响的小麦在 CPI 中比重较低

	权重
CPI	100%
食品	32.7%
粮食	3.1%
肉禽	7.5%
鲜蛋	1.0%
鲜菜	2.5%
鲜果	2.5%
其它	16.1%
非食品	67.3%

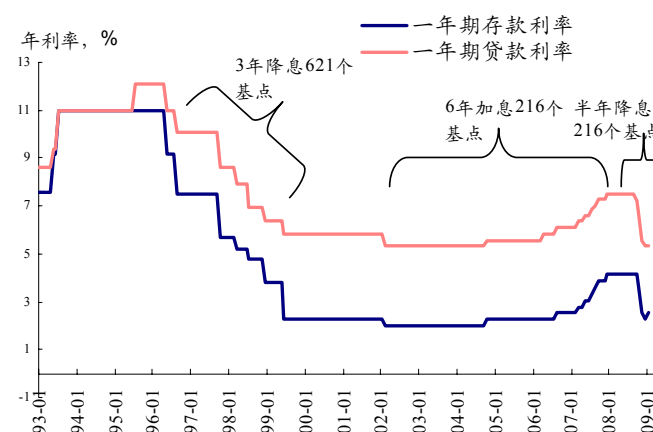
资料来源：国家统计局、中金公司研究部

图 4: 98 年洪灾未改通缩趋势



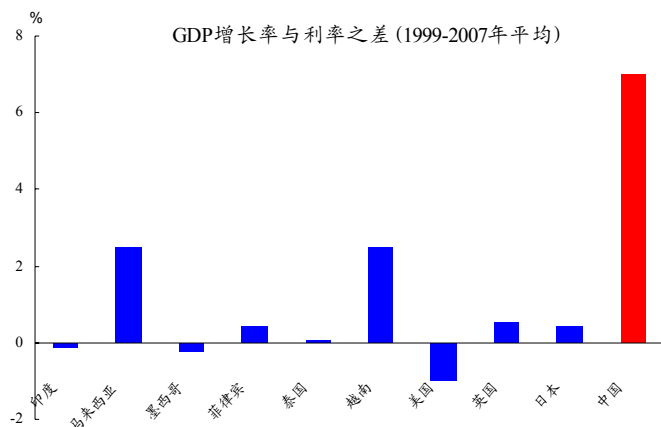
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 5: 中国利率具有“向上刚性”，降息容易加息难



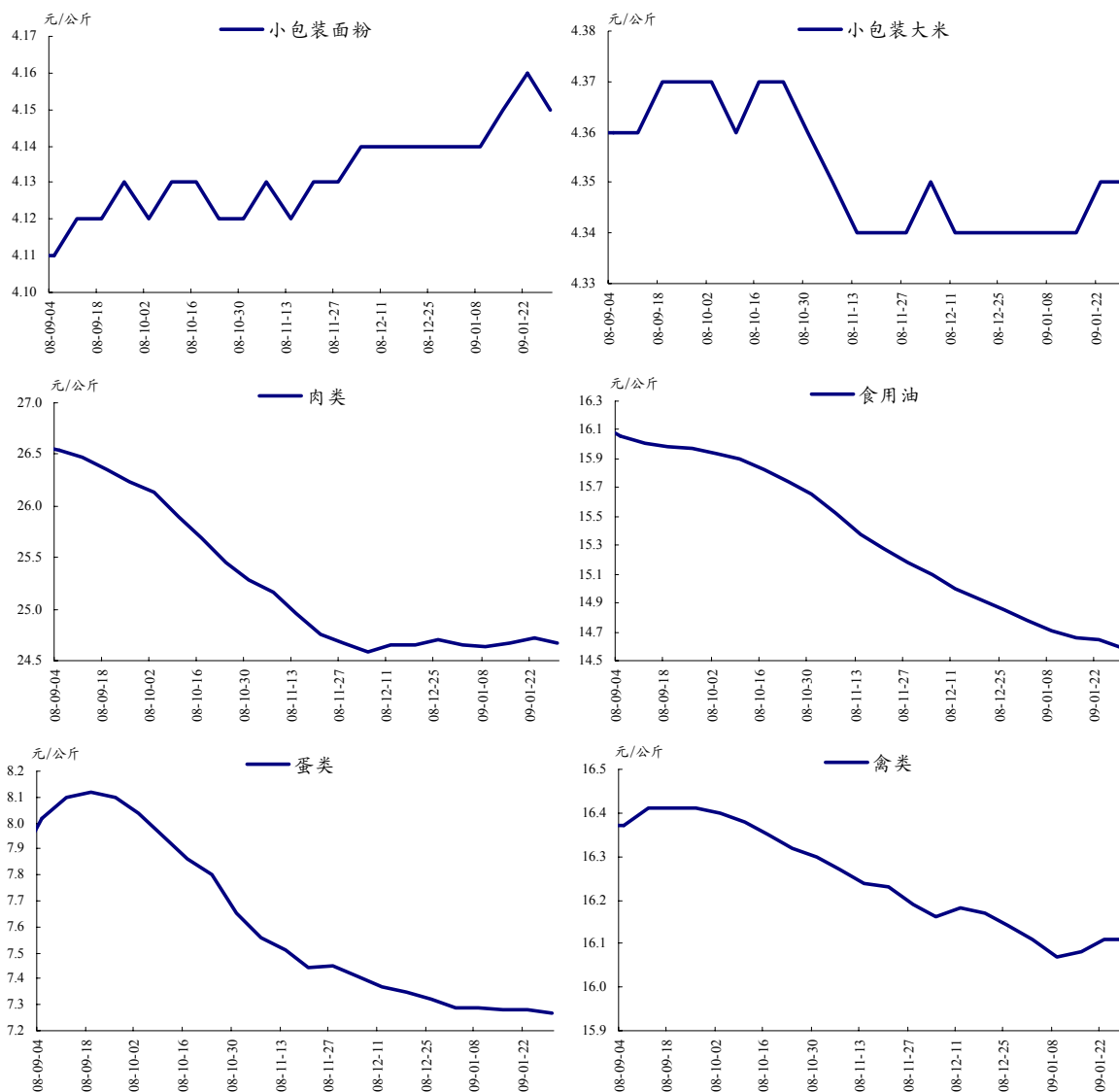
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图 6: 国际比较显示中国利率远低于经济增速, 不符合黄金法则



资料来源: CEIC、WDI、中金公司研究部

图 7: 尽管面粉价格有所上涨, 但肉禽蛋、油脂价格继续下跌



资料来源: 商务部、中金公司研究部

表 3: PPI 各成分涨幅

同比增长, %	2006	2007	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
工业品出厂价格指数	3.0	3.1	6.1	6.6	8.0	8.1	8.2	8.8	10.0	10.1	9.1	6.6	2.0	-1.1	-3.3
轻工业	0.5	2.2	3.6	3.7	4.5	4.5	4.3	4.6	4.4	4.2	4.3	3.4	2.2	0.8	
重工业	5.2	4.0	8.2	9.1	10.8	11.2	11.5	12.5	14.8	15.0	13.2	9.3	1.8	-2.8	
生产资料	3.9	3.2	6.5	7.2	8.7	9.0	9.2	10.1	11.7	12.0	10.8	7.7	2.0	-1.9	-4.4
采掘工业	14.8	3.8	20.5	25.3	29.0	27.2	25.9	29.3	34.1	35.1	30.1	22.7	6.6	-7.0	-13.2
原料工业	6.7	5.6	8.5	8.8	10.2	10.4	10.9	11.2	14.3	14.4	13.0	9.0	0.4	-3.9	-6.8
加工工业	1.1	2.0	3.8	4.1	5.5	6.0	6.3	7.2	7.7	7.9	7.3	5.1	2.1	-0.3	-2.2
生活资料	0.1	2.8	4.6	4.9	5.5	5.4	5.1	4.8	4.6	4.0	3.7	3.1	2.1	1.2	0.1
食品	0.3	7.0	10.4	11.0	12.3	11.9	11.0	9.7	9.1	7.4	6.8	5.4	3.3	1.7	0.2
衣着	1.3	1.2	2.2	1.8	2.0	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1	2.6	2.3	1.9	0.9
一般日用品	0.8	1.5	3.0	3.4	3.8	3.7	3.9	4.1	4.3	4.3	4.0	3.6	2.9	2.1	1.0
耐用消费品	-2.0	-1.0	-0.6	0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-1.0	-1.5
分品种:															
煤炭开采	5.0	3.8	14.3	18.5	26.0	20.9	24.1	27.5	32.6	39.0	41.1	41.1	32.7	26.9	22.7
石油天然气开采	21.9	2.0	29.3	36.7	37.1	37.1	30.2	35.1	40.2	37.4	25.1	11.2	-14.1	-39.7	-49.9
黑色金属矿采选	-3.1	10.3	27.7	30.9	37.0	37.1	41.1	44.4	52.4	49.9	39.2	20.2	2.6	-5.8	
有色金属矿采选	23.4	12.6	10.4	9.8	11.3	11.5	9.7	8.8	9.7	6.6	5.0	1.3	-11.6	-15.4	
非金属矿采选	2.5	3.1	5.6	6.7	8.5	10.3	11.1	11.8	14.8	16.5	16.9	14.9	9.5	5.3	
农副产品加工	0.0	13.3	19.3	20.2	22.9	21.5	19.5	16.9	16.1	12.7	11.2	8.4	3.6	0.5	
食品制造	1.1	2.6	6.3	7.4	7.6	8.0	8.6	9.1	9.2	8.9	9.0	8.3	7.4	6.2	
饮料制造	0.5	1.2	3.0	2.9	3.2	4.1	4.1	4.0	3.9	4.2	4.3	4.1	3.6	3.0	
烟草加工	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.4	0.6	0.4	0.7	0.6	0.4	0.8	0.5	
纺织业	2.1	0.8	1.9	1.4	2.1	2.1	1.8	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5	0.2	-0.6	
衣服、鞋帽制造	0.9	0.7	1.8	1.8	1.7	2.4	2.4	2.6	2.7	2.5	1.6	2.5	2.1	1.8	
羽毛、毛皮、绒及相关产品	1.2	2.4	3.4	2.2	2.4	2.7	3.1	2.5	1.8	2.3	2.1	1.9	1.7	1.1	
木材加工及竹、藤等加工	2.3	3.6	3.8	3.3	4.5	4.5	4.3	4.3	4.8	4.6	4.7	4.3	3.4	2.8	
家具制造	0.3	1.5	2.9	2.9	3.1	3.4	3.6	4.3	3.6	3.7	3.4	3.3	3.4	2.6	
造纸及纸制品业	0.7	1.0	3.4	3.8	4.4	6.1	6.6	7.7	7.8	8.1	7.7	6.9	4.7	2.1	
印刷和记录媒介复制业	-0.2	0.5	1.3	2.3	2.1	1.7	2.9	3.5	3.0	3.0	3.0	3.4	2.8	2.0	
文化、教育及运动产品	1.4	1.5	1.3	0.6	1.1	1.7	2.1	2.3	2.9	1.8	2.8	2.1	2.3	1.7	
石油、炼焦及核燃料加工	17.9	5.0	14.0	14.7	16.7	17.9	19.2	20.5	32.9	34.2	32.2	27.3	10.2	3.9	
化学原料及化学制品制造业	0.4	3.7	9.2	9.7	11.7	13.3	14.8	17.0	17.8	18.2	16.4	10.8	0.8	-5.5	
医疗及药品	-1.4	2.1	4.0	4.5	4.8	5.1	5.6	4.7	4.3	3.6	3.1	2.4	1.6	1.5	
化纤业	1.2	3.3	3.5	3.1	3.3	3.3	2.0	1.9	1.8	0.4	-0.5	-2.5	-9.6	-14.1	
橡胶制品	4.7	3.3	2.7	3.0	3.4	3.8	3.4	5.2	5.7	6.3	7.4	7.5	6.6	3.8	
塑料制品	1.0	2.0	2.3	2.4	2.4	2.6	2.6	3.4	4.4	4.4	4.6	2.9	0.7	-1.0	
非金属矿物制品	1.5	1.3	3.9	4.6	6.2	6.4	6.5	7.6	10.4	11.1	11.6	10.1	8.3	8.1	
黑色金属冶炼及加工	-4.0	7.9	17.3	17.9	21.2	24.8	26.7	28.7	31.0	29.9	24.7	15.3	3.3	-3.9	-7.2
有色金属冶炼及加工	22.5	13.9	4.7	6.6	10.0	4.7	0.6	-1.9	-2.1	-2.3	-4.6	-9.8	-19.4	-24.9	-24.6
金属制品	1.0	2.6	4.0	4.3	6.0	6.4	7.7	8.8	9.4	9.8	8.9	7.5	4.9	2.5	
通用设备制造	0.2	1.3	2.5	2.7	3.7	4.2	4.9	5.6	5.9	6.6	6.5	6.3	5.2	3.7	
专用设备	1.2	1.5	2.4	2.6	2.9	3.1	2.9	3.5	3.8	4.4	4.0	3.9	3.7	2.7	
交通设备	-0.5	0.0	0.8	0.7	0.7	1.0	1.7	1.6	2.0	1.9	2.2	2.5	1.8	1.7	
电气机械及器材制造业	7.4	3.7	1.2	1.9	2.2	1.9	1.8	1.8	1.7	2.0	1.9	0.6	-1.3	-2.9	
通讯、计算机及其他电子器件	-3.4	-2.5	-1.7	-2.2	-1.3	-1.8	-1.9	-1.0	-2.4	-1.8	-0.8	-1.9	-1.3	-2.5	
仪器仪表及文化、办公用机械制造业	-0.8	-1.2	0.0	-0.2	0.3	0.6	0.3	0.7	0.4	0.3	0.5	0.0	0.4	-0.4	
工艺品及其他制造业	2.5	4.3	5.8	6.3	6.6	7.0	6.7	5.4	5.6	6.1	6.1	4.5	3.6	2.6	
废弃资源和废旧材料回收加工业	3.4	4.4	6.4	6.4	10.6	14.3	14.4	14.6	16.0	12.4	15.6	6.4	-7.3	-6.7	
电力、热力生产供应业	2.8	2.2	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.5	1.0	3.2	3.5	3.9	3.8	
气体生产加工	6.8	4.8	5.8	5.8	6.0	6.3	6.8	7.3	7.0	6.4	6.6	6.1	3.9	2.6	
水的生产和供应	6.4	4.7	3.9	3.8	3.8	3.4	3.2	2.6	2.6	3.2	2.4	2.2	2.3	2.5	

资料来源：国家统计局、CEIC、中金公司研究部

表 4: CPI 各成分涨幅

同比增长, %	比重	2007	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	08-06	08-07	08-08	08-09	08-10	08-11	08-12	09-01
总体CPI	100%	4.8	7.1	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0
食品	32.7%	12.3	18.2	23.3	21.4	22.1	19.9	17.3	14.4	10.3	9.7	8.5	5.9	N.A	4.2
粮食	3.1%	6.3	5.7	6.0	6.8	7.4	8.6	8.7	8.6	8.0	7.6	6.9	5.8	N.A	3.9
油脂	NA	26.6	37.1	41.0	50.7	46.6	41.4	34.0	30.8	22.7	16.2	10.9	-0.1	N.A	-13.9
肉禽	7.5%	31.5	41.2	45.3	45.8	47.9	37.8	27.3	16.0	8.0	8.5	6.7	2.0	N.A	-2.8
鲜蛋	1.0%	23.9	4.6	6.0	3.4	3.6	2.0	2.1	5.9	2.7	5.5	4.2	2.9	N.A	1.3
水产品	NA	5.1	8.7	13.8	11.0	16.1	18.3	18.3	18.3	16.4	14.7	12.7	11.2	N.A	11.6
鲜菜	2.5%	8.9	13.7	46.0	22.7	13.6	10.3	8.3	8.4	1.7	1.9	0.2	-2.1	N.A	19.6
鲜果	2.5%	0.8	10.3	8.7	4.3	12.1	10.0	14.2	17.4	13.0	8.9	5.5	4.2	N.A	-0.4
调味品	NA	3.8	4.1	4.1	4.5	5.1	5.4	5.6	5.9	6.2	6.3	6.3	6.2	N.A	5.6
烟酒及用品	3.9%	1.7	2.1	2.4	2.5	2.6	2.8	3.1	3.1	3.3	3.4	3.4	3.2	N.A	2.4
烟草	NA	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	N.A	0.2
衣着	9.1%	-0.6	-1.9	-1.4	-1.2	-1.4	-1.5	-1.5	-1.4	-1.1	-1.2	-1.3	-1.7	N.A	-2.7
服装	NA	-0.6	-1.9	-1.6	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5	-1.2	-1.4	-1.6	-2.0	N.A	-3.1
家庭设备用品及维修服务	6.0%	2.0	2.1	2.1	2.5	2.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.2	3.4	3.1	N.A	2.6
耐用消费品	NA	1.6	0.7	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.5	1.7	1.5	1.6	1.2	N.A	0.6
家庭服务及加工维修服务	NA	7.2	10.7	8.5	9.6	9.8	9.6	9.6	9.8	9.2	8.8	8.3	7.3	N.A	8.1
医疗保健及个人用品	10.0%	2.1	3.2	3.2	3.7	3.6	3.3	3.1	3.1	2.9	2.6	3.4	2.0	N.A	1.6
西药	NA	-0.9	0.5	0.7	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.2	N.A	1.0
中药材及中成药	NA	7.8	11.4	10.7	10.7	9.9	7.9	6.4	5.4	4.9	4.5	3.9	3.6	N.A	3.3
医疗保健服务	NA	2.2	0.9	3.2	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.6	N.A	0.7
交通和通信	10.4%	-0.9	-1.1	-1.4	-1.7	-1.7	-1.6	-1.1	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	-0.7	N.A	-2.5
交通工具	NA	-2.3	-2.9	-3.0	-2.4	-2.1	-1.6	-1.3	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.3	N.A	-1.3
车用燃料及零配件	NA	3.7	6.8	7.5	7.8	7.9	8.1	12.9	22.2	22.2	22.2	22.4	14.3	N.A	-8.2
车辆使用及维修	NA	2.4	1.9	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	N.A	0.9
城市间交通费	NA	3.0	6	4.2	3.3	3.9	3.0	3.6	4.8	4.7	4.8	5.3	4.3	N.A	2.3
市区交通费	NA	1.4	0.4	0.4	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8	N.A	0.9
通信工具	NA	-18.3	-19.6	-19.9	-19.5	-19.7	-19.7	-19.3	-19.0	-18.6	-18.7	-18.8	-19.0	N.A	-18.8
娱乐教育文化用品及服务	14.2%	-1.0	-0.3	-0.9	-0.7	-0.7	-1.2	-1.0	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.3	N.A	0.3
学杂托幼费	NA	-0.4	0.5	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	1.0	1.1	N.A	1.1
教材及参考书	NA	-0.9	-1.3	-1.0	-0.3	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.4	2.6			N.A	
文娱费	NA	2.7	2.1	2.3	2.5	2.2	2.2	2.9	2.0	1.3	2.2	1.9	1.6	N.A	3.2
旅游	NA	2.4	5.1	1.8	2.5	2.4	-2.2	-0.4	-0.1	0.9	0.6	0.7	2.0	N.A	5.7
文娱用品	NA	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	0.1	-7.5	-7.9	-8.2	-8.6	N.A	-9.5
居住	13.2%	4.5	6.1	6.6	7.0	6.8	7.1	7.7	7.7	7.1	6.5	4.6	1.1	N.A	-2.3
水、电及燃料	NA	3.0	5.5	6.5	7.0	7.1	7.9	9.1	9.1	8.2	8.6	6.8	1.7	N.A	-0.4
建房及装修材料	NA	5.1	5.7	5.9	7.0	7.1	7.4	8.1	8.8	9.1	8.2	7.0	5.6	N.A	3.9
租房价格	NA	4.2	4.7	4.5	4.5	4.5	4.4	4.2	3.8	3.5	2.7	2.0	1.9	N.A	1.3
城市CPI	NA	4.5	6.8	8.5	8.0	8.1	7.3	6.8	6.1	4.7	4.4	3.7	2.2	N.A	0.7
农村CPI	NA	5.4	7.7	9.2	9.0	9.3	8.5	7.8	6.8	5.4	5.3	4.6	2.9	N.A	1.5
消费品	NA	5.7	8.5	10.9	10.4	10.6	9.8	8.9	7.8	6.0	5.7	4.9	3.1	N.A	1.5
服务类	NA	1.9	2.6	2.0	1.8	1.7	1.3	1.5	1.5	1.4	1.2	0.9	0.3	N.A	-0.8
非食品	NA	1.1	1.5	1.6	1.8	1.8	1.7	1.9	2.1	2.1	2.0	1.6	0.6	N.A	-0.6

资料来源：国家统计局、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。