

## 中国经济

## “数字型”通缩是纸老虎

——2009年2月物价数据点评



**事件：**2月份，居民消费价格总水平同比下降1.6%。其中，城市下降1.9%，农村下降0.8%；食品价格下降1.9%，非食品价格下降1.2%；消费品价格下降1.5%，服务项目价格下降1.8%。从月环比看，居民消费价格总水平与1月份持平；食品价格上涨0.8%，其中鲜菜价格上涨4.0%，鲜蛋价格下降0.8%。2月份，工业品出厂价格同比下降4.5%，原材料、燃料、动力购进价格下降7.1%。在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比下降5.7%。其中，采掘工业下降17.4%，原料工业下降8.4%，加工工业下降3%。生活资料出厂价格同比略降0.4%。其中，食品类价格下降0.7%，衣着类与一般日用品类价格均上涨0.6%，耐用消费品类下降1.9%。

对此我们点评如下：

- **翘尾因素主导本月CPI走势。**2月CPI同比增长-1.6，正式进入同比负增长阶段，符合市场和我们的预期。从基本因素来看，由于CPI环比与上月持平，因此主导本月CPI走势的完全是翘尾因素。从细项看，2月食品价格有一定反弹，主要是粮食价格、蔬菜价格等出现环比回升，而非食品价格有所回落。3月初以来的数据看，蔬菜、水果类价格环比继续回升，而其他食品价格略有下降，农业部的价格指数有回升迹象，考虑到下月翘尾因素为-1.84，我们预计3月CPI在-0.5~-1.0之间。
- **PPI同比继续大幅回落。**2月PPI同比增长-4.5，与我们此前的预期完全一致。具体来看，生产资料价格回落较大，其中采掘类和原料类价格回落较多。从更能反映真实情况的实际价格来看，化工类产品受油价回升的影响，有所企稳，部分产品价格如甲醇出现了较大反弹；钢铁产品价格在前期反弹后近期出现较大回落；煤炭价格基本维持稳定。因此，我们仍然维持前期的判断，即同比数据的下行更多反映的是基数原因影响下的“数字型通缩”，环比价格对未来物价走势和宏观经济的判断更有意义，需要进一步观察。我们认为，1-3月的PPI数仍将呈现“-3，-4，-5”的格局，预计3月PPI为-4.8，将继续回落，但进入4月后，PPI同比下行趋势可能发生改变。
- **预计近期货币政策进入真空期。**易纲副行长判断当前是“非典型性”通缩，我们认同此观点。我们一直提到“数字型通缩”的概念，当前的通缩更多只是一种基数原因导致的物价下降，而货币信贷实际上是在大幅扩张，新增贷款将继续大幅增长已成为市场共识，未来可能对潜在通胀的产生形成较大压力。从央行相关表态看，货币政策在近期可能进入真空期，利率和准备金率调整的可能性都较小，央行可能会更多考虑在公开市场上的回笼操作，以均衡流动性在全年各月的分布。

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。

报告日期 2009年3月10日

高义 宏观经济高级分析师  
021-63325888 # 6106  
[gaoyi@orientsec.com.cn](mailto:gaoyi@orientsec.com.cn)

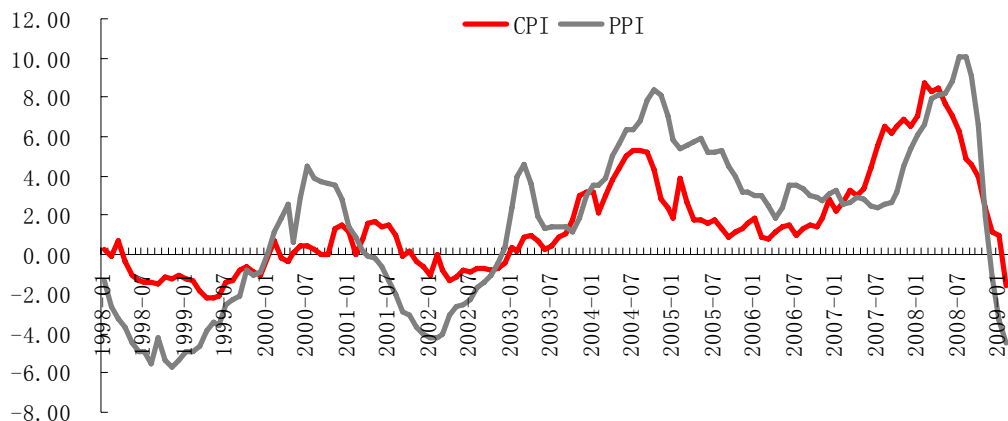
冯玉明 宏观经济首席分析师  
021-63325888#6110  
[fym@orientsec.com.cn](mailto:fym@orientsec.com.cn)

## 相关研究报告

- 《通缩背后隐藏复苏玄机——  
2009年1月物价数据点评》 2009年2月10日
- 《当前通缩预期或过于严重——  
2008年12月物价数据点评》 2009年1月22日
- 《通货紧缩风险继续加大——  
2008年11月物价数据点评》 2008年12月11日
- 《通货紧缩风险显著增加——  
2008年10月物价数据点评》 2008年11月12日
- 《翘尾因素再成通胀下降主因——  
2008年9月份物价数据点评》 2008年10月20日
- 《通货膨胀不再成为首要问题——  
2008年8月份物价数据点评》 2008年9月10日

图表 1 CPI 和 PPI 当月同比增速

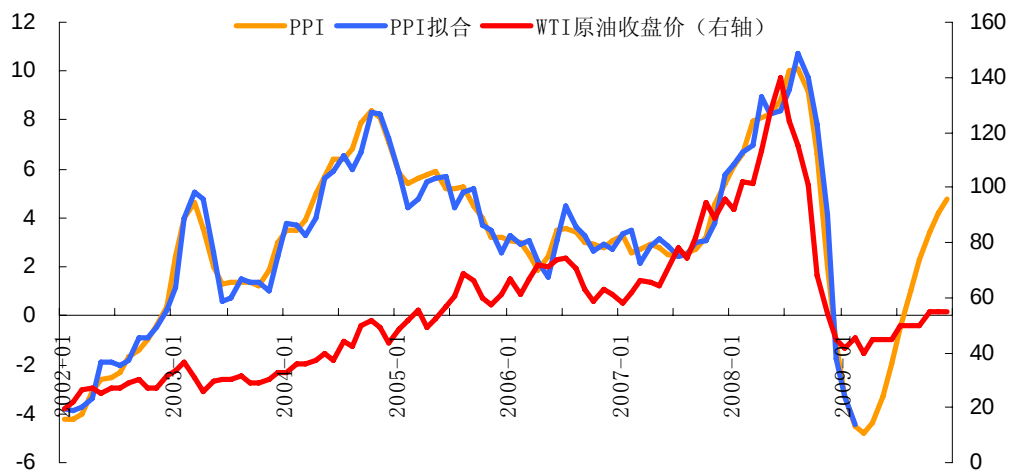
单位：%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

图表 2 WTI 原油收盘价与 PPI 走势预测（蓝色为拟合值）

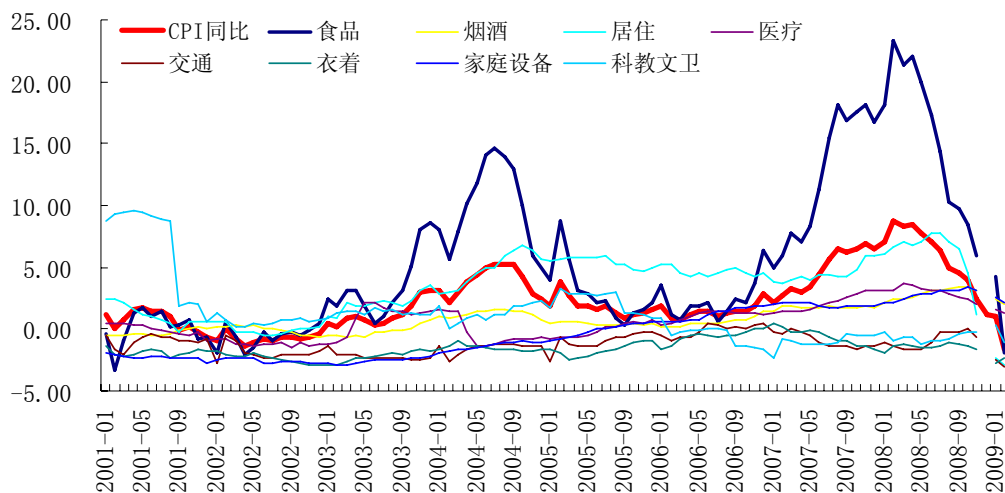
单位：美元、%



资料来源：国家统计局，WIND 资讯，东方证券研究所

图表 3 CPI 同比数据及细项

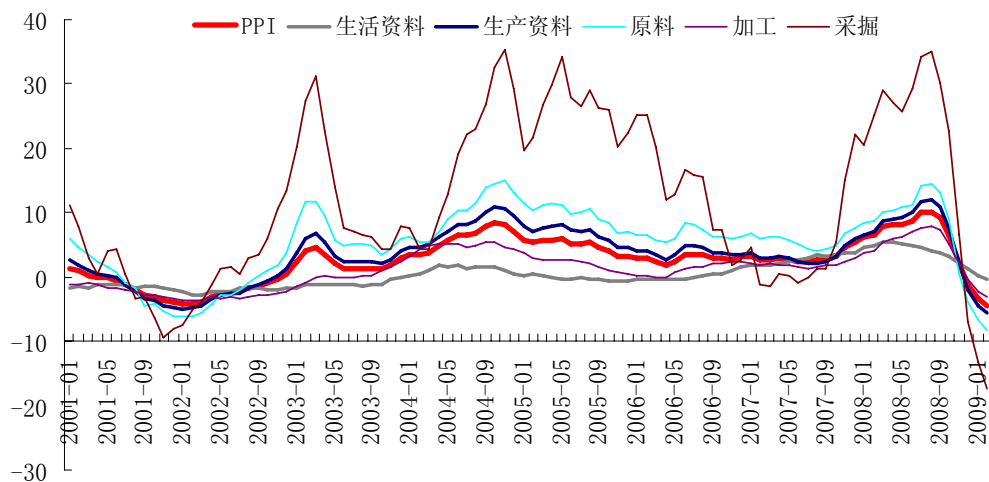
单位：%



资料来源：商务部，WIND 资讯，东方证券研究所

图表 4 PPI 同比数据及细项

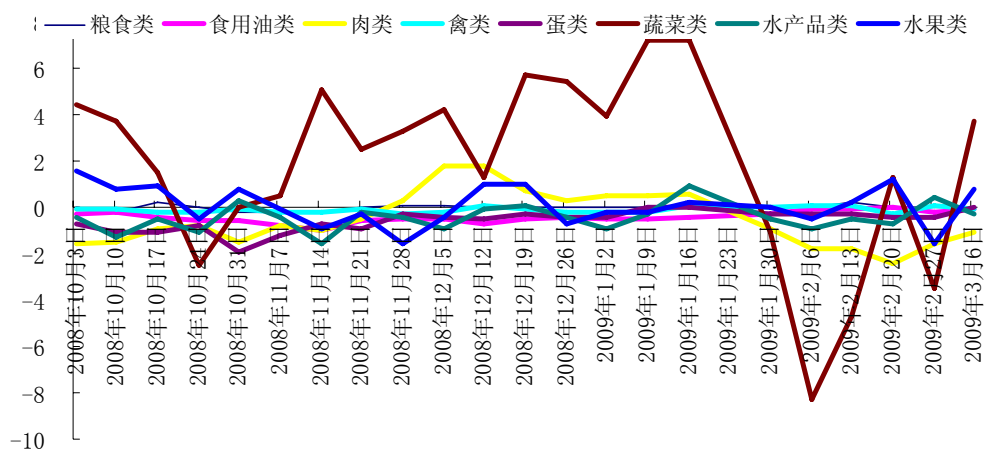
单位：%



资料来源：商务部，WIND 资讯，东方证券研究所

**图表 5 商务部食用农产品价格指数环比**

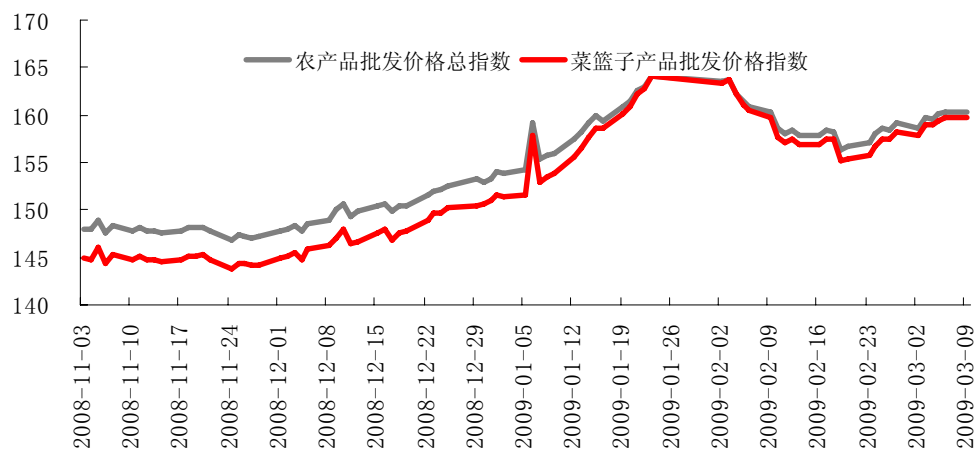
单位：%



资料来源：商务部，WIND 资讯，东方证券研究所

**图表 6 农业部农产品批发价格指数**

单位：%



资料来源：农业部，WIND 资讯，东方证券研究所

## 分析师承诺

**高义、冯玉明：宏观经济分析师**

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](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)