



2 月份 CPI 点评：物价负增长，降息概率增大

要点：

- 2 月份居民消费价格指数 CPI 同比下降 1.6%，环比持平，工业品出厂价格 PPI 同比下降 4.5%，六年来首次进入物价指标负增长的区间。从 CPI 分项来看，出现了食品（同比-1.9%）和非食品价格（同比-1.2%）同步下滑的现象，月环比来看，食品价格环比上涨 0.8%，非食品价格环比下降 0.4%。在国际大宗商品价格继续低位徘徊，总需求制约宏观景气度的背景下，预计上半年食品和非食品两类消费品仍面临着价格环比下降的压力。
- 在保持物价绝对水平不变的假设下，09 年各月 CPI 同比负增长的局面将一直持续到四季度（图 3）。从物价领先指标 M1 的走势来看，我们判断 1 月份为 M1 的周期底部，CPI 同比数据也将从 3 月份开始筑底，全年 CPI 可能出现轻微负增长。
- 对于宽松流动性对物价水平的影响，目前的货币大量增发并不一定等同于在 09 年就会推动物价上升。CPI 的负增长为央行进一步减息提供了充分的空间，在当前流动性积压于银行体系的背景下，央行的货币政策有转向价格型工具的内在要求。从中美息差和实体经济的角度来看，目前高达 2% 的中美基准利差可以理解成金融危机条件下的一种“货币异常”，减息也有助于降低实体经济的资金成本，刺激居民和企业透支以拉动总需求。
- 98 年东南亚金融危机的时候，央行基准利率全年曾下调三次，下调幅度达到 189 个基点，同样考虑到 09 年大概需要发行 1.8 万亿的国债，而 5-7 月为国债发行的高峰期，因此我们维持全年降息 54-81 个基点，一年存款基准利率下调至 1.44-1.71 的预期，降息可能集中在 3-4 月和下半年信贷回落的时候。

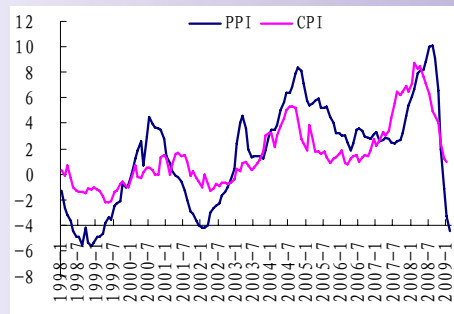
宏观分析师

吴士金

☎86-755-83516212

✉ wt.j@cgws.com

PPI、CPI 同比增速，%



相关报告

2009 年 02 月 10 日

《1 月 CPI 点评：物价走在股价之后》

2009 年 01 月 14 日

《货币点评：从流动性底部到市场底部》

2008 年 07 月 17 日：

《经济减速、通胀高企、宏观调控错位》

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



物价负增长驱动央行降息

2 月份居民消费价格指数 CPI 同比下降 1.6%，环比持平，工业品出厂价格 PPI 同比下降 4.5%，六年来首次进入物价指标负增长的区间。从 CPI 分项来看，出现了食品（同比-1.9%）和非食品价格（同比-1.2%）同步下滑的现象，月环比来看，食品价格环比上涨 0.8%，非食品价格环比下降 0.4%。在国际大宗商品价格继续低位徘徊，总需求制约宏观景气度的背景下，预计上半年食品和非食品两类消费品仍面临着价格环比下降的压力。

图 1：农产品批发价格定基指数

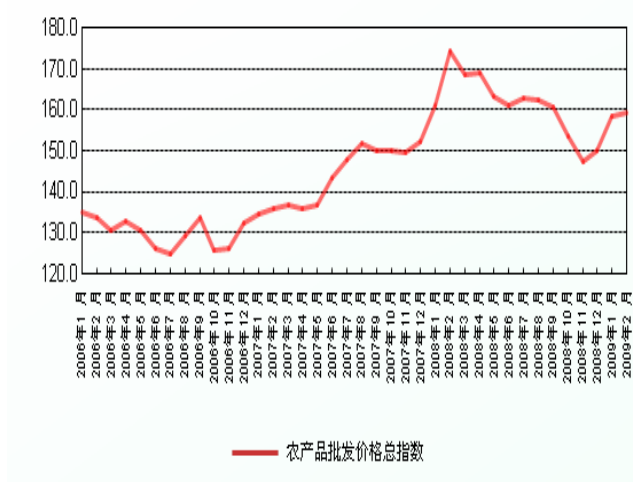
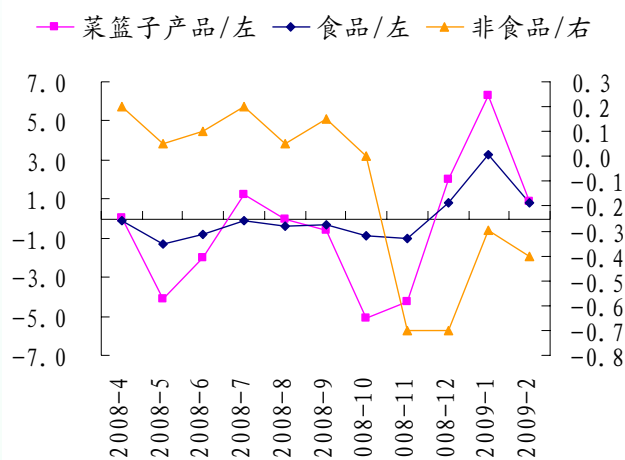


图 2：近期菜篮子产品、CPI 食品、非食品子类环比%



数据来源：农业部、Wind、长城证券研究所

进一步考虑去年的基础效应，在保持物价绝对水平不变的假设下，09 年各月 CPI 同比负增长的局面将一直持续到四季度（图 3）。从物价领先指标 M1 的走势来看，我们判断 1 月份为 M1 的周期底部，CPI 同比数据也将从 3 月份开始筑底，全年 CPI 可能出现轻微负增长。

图 3：假设物价不变的 CPI 模拟，%

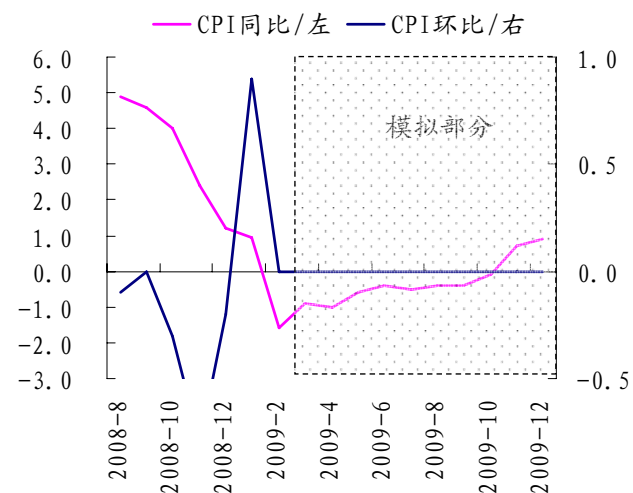
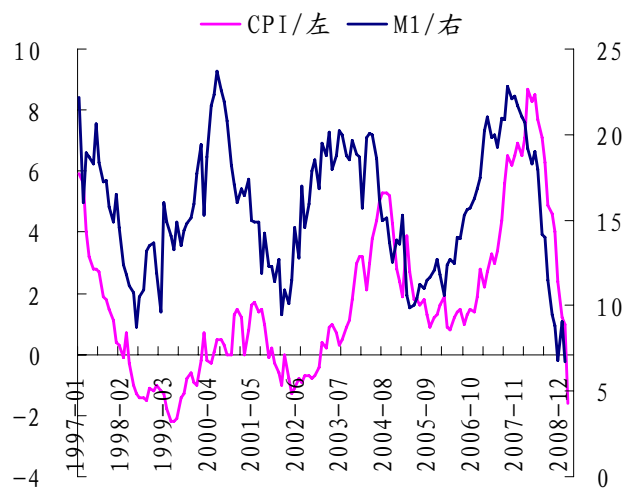


图 4：CPI、M1 月同比增速，%



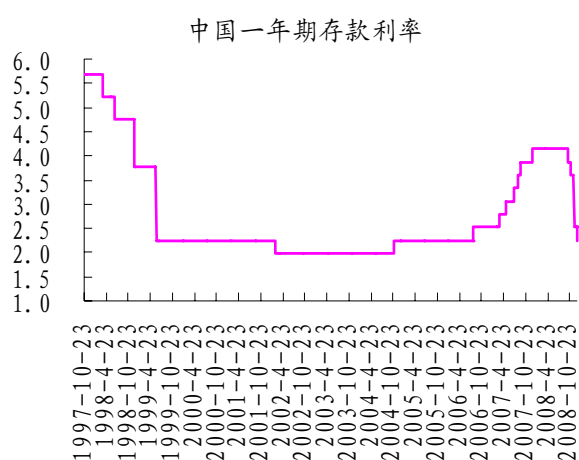
数据来源: Wind, 长城证券研究所

对于宽松流动性对物价水平的影响,我们认为目前的货币大量增发并不一定等同于在 09 年就会推动物价上升,原因主要有三个:(1)在总需求不足、劳动力供需矛盾突出的情形下,劳动力价格会有显著下滑;(2)新增货币从信贷释放到注入实体经济和资本市场,再到推动资产价格和商品价格上升需要一定的时间,因此,商品价格往往滞后于货币和金融资产;(3)大宗商品价格很大程度上会受到国际市场的影响,而国外的金融危机严重破坏了发达国家金融机构通过信用关系增发货币的机制,因此境外的信用收缩会制约国际大宗商品价格的回升,除非美元币值出现大幅下滑,否则国际大宗商品价格筑底仍需要时间。

从货币政策的角度来说,CPI 的负增长为央行进一步减息提供了充分的空间,在当前流动性积压于银行体系的背景下,央行的货币政策有转向价格型工具的内在要求。从中美息差和实体经济的角度来看,目前高达 2% 的中美基准利差可以理解成金融危机条件下的一种“货币异常”,减息也有助于降低实体经济的资金成本,刺激居民和企业透支以拉动总需求。98 年东南亚金融危机的时候,央行基准利率全年曾下调三次,下调幅度达到 189 个基点,同样考虑到 09 年大概需要发行 1.8 万亿的国债,而 5-7 月为国债发行的高峰期,因此我们维持全年降息 54-81 个基点,一年存款基准利率下调至 1.44-1.71 的预期,降息可能集中在 3-4 月和下半年信贷回落的时候。

图 5: 中国一年定期存款基准利率, %

图 6: 中美基准利差, %



数据来源: Wind, 长城证券研究所

(完)



免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表达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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>