

CPI 同比增长将继续为负 不会发生严重通缩

宏观分析师：李明亮 陈露

lml@htsec.com

021-23219434

表 1 居民消费价格指数涨幅情况 (%)

	2008												2009
	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
居民消费价格同比涨幅	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	-1.6
居民消费价格环比涨幅	2.6	-0.7	0.1	-0.4	-0.2	0.1	0.1	0	-0.3	-0.8	-0.25	0.9	0

资料来源：中经网，海通证券研究所

2009 年 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 月份食品类价格同比下降 1.9%，烟酒及用品类价格同比上涨 2.0%，衣着类价格同比下降 2.3%，家庭设备用品及维修服务价格同比上涨 2.1%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 1.3%，交通和通信类价格同比下降 3.0%，娱乐教育文化用品及服务类价格同比下降 1.1%，居住类价格同比下降 2.9%。

2009 年 2 月份 CPI 涨幅为 -1.6%，呈现继续回落的态势。实际上，自 2008 年 5 月份以来，居民消费价格总水平涨幅已经持续回落了 10 个月。

2 月份 CPI 涨幅加速回落，基本符合我们的预期。导致 CPI 涨幅回落的主要原因有两个方面：一方面，由于去年 2 月份较高的基数效应，使得翘尾因素为负值。另一方面，食品价格在春节后的持续回落也拉动了 CPI 下行。商务部的监测结果显示，2 月食用农产品价格环比下降 2.8%。而农业部的监测数据显示，全国农产品批发价格定基指数由 1 月的 158.5 略升为 2 月的 159.2 (以 2000 年价格为 100)。

2009 年 3 月份、4 月份 CPI 涨幅将连续为负，理由如下：

首先，翘尾因素继续弱化。2008 年 3 月份、4 月份 CPI 涨幅分别高达 8.3%、8.5%，为 2008 年峰值。经我们初步测算，2009 年 3 月份、4 月份翘尾因素对当月 CPI 的影响分别为 -1.9 个百分点和 -2.0 个百分点。

其次，新涨幅因素逐步减少。从环比数据来看，我们认为未来两个月食品价格涨幅将逐步回落，非食品价格将继续出现负增长。特别是最近 PPI 持续负增长，将对非食品价格产生明显的下拉作用。

我们认为，2009 年 3 月 - 10 月份 CPI 涨幅将均为负。根据我们预测模型结果显示，2009 年 3 月份、4 月份 CPI 涨幅分别为 -1.4 %、-1.5%。

经济加速下滑引发的产能过剩和失业压力，以及全球大宗商品价格泡沫的破灭，增加了中国 2009 年通缩风险。通缩预期最大的风险是，可能引起的需求不足将最终拖累消费和投资，导致企业利润更明显下滑。特别是从企业商品价格指数来看，未来一段时间 PPI 与 CPI 将继续走低。企业商品价格指数是央行发布的反映国内企业间商品集中交易价格变动趋势的指数。观察历史数据显示，企业商品价格指数对工业品出厂价格指数 (PPI) 有比较明显的领先意义，其拐点出现时间一般领先 PPI 约六个月。2004 年 5 月企业商品价格指数已经见底，但 PPI 在 2004 年 10 月才到最低点；2005 年 11 月企业商品价格指数见底，但 PPI 在 2006 年 4 月才见底。这一轮周期中，企业商品价格指数在 2008 年 3 月已经见顶部，但 PPI 在 8 月才至最高点。2009 年 1 月份企业商品价格指数 (CGPI) 显示，CGPI 同比下降 4.2%，已连续三个月出现同比下降。作为

与 PPI 和 CPI 并列的三大价格指数之一，CGPI 是反映国内企业之间物质商品集中交易价格变动的统计指标，是比较全面地测度通货膨胀水平和反映经济波动的综合价格指数。作为 PPI、CPI 传导的中间环节，CGPI 近三个月的走势均出现同比下降，同比降幅大于 PPI。

我们认为，虽然 2009 年一些月份 CPI 同比增长为负，但不会出现严重的通缩，理由如下：

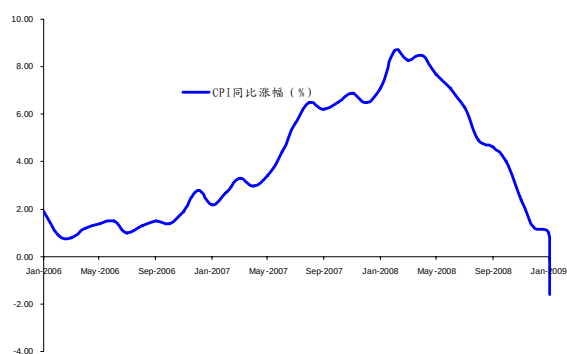
首先，2008 年下半年政府及时出台了庞大的刺激经济计划，特别是未来两年新增投资 4 万亿，这将防止经济过快回落起到重要作用，当然对防止发生通缩将起到积极的效应。一是从目前情况来看，正在加紧实施的积极财政政策已经对钢材、水泥等原材料以及能源的需求也会有所回升，从环比数据来看，部分商品已出现正增长了。2009 年前两月用电量同比下滑约 5%，但用电量下滑的趋势有所放缓。二是今年前两月用电量 4973 亿千瓦时，同比下降 5% 左右，发电量为 4874 亿千瓦时，同比降低 4.30% 左右。从去年 10 月开始的用电量加速下滑，目前有趋稳的迹象。三是 PMI 指数已经连续三个月回升，中国物流与采购联合会 (CFLP) 发布的 2 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.0%，比上月上升了 3.7 个百分点。该数据已经是连续三个月出现回升。分项指数上，新订单指数、生产指数已经回升到 50% 的临界点以上。

其次，货币供给将在 1 月份基础上继续延续较为强劲的势头，2 月份狭义货币供应量 (M1) 增速将大幅反弹至 9% 以上。对于货币投放量可能达到 8000 亿元，市场流动性充裕状况并未改变。2 月新增信贷有望保持在 8000 亿元以上。虽比 1 月有较大回落，但无论与同期比还是从总量看，信贷高增长的情况并未改变。

最后，2009 年初，中国出现了干旱天气，粮食生产受到一定影响。

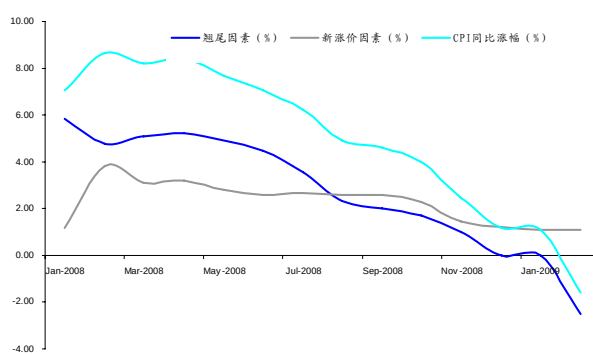
我们认为，通过以上分析，政府庞大的刺激计划将对 CPI 和 PPI 有一定的支撑。我们预计 2009 年全年 CPI 涨幅 -0.5% 左右。从货币政策来看，央行降息的预期在加强，存款准备金率也有望继续下调。

图 1 CPI 同比涨幅 (2006.01 - 2009.02)



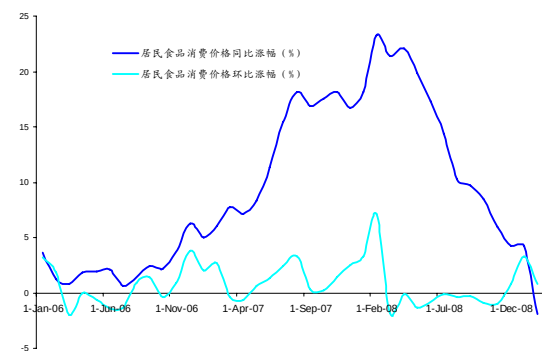
资料来源：中经网，海通证券研究所

图 2 翘尾因素与新涨价因素对 CPI 的影响



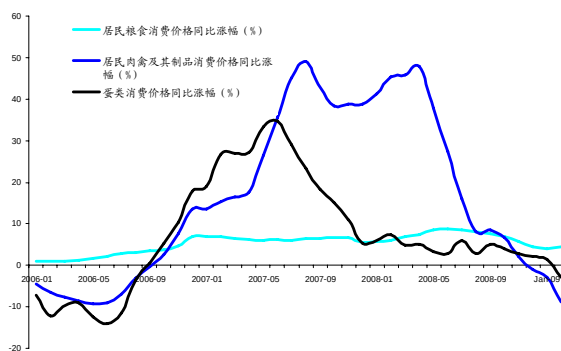
资料来源：中经网，海通证券研究所

图 3 居民食品消费价格同比、环比涨幅



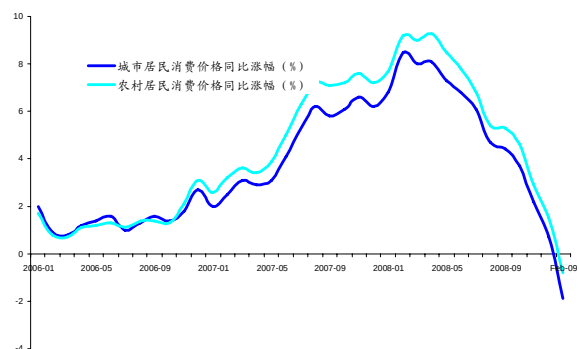
资料来源：中经网，海通证券研究所

图 4 粮食、肉禽及其制品、蛋类消费价格同比涨幅



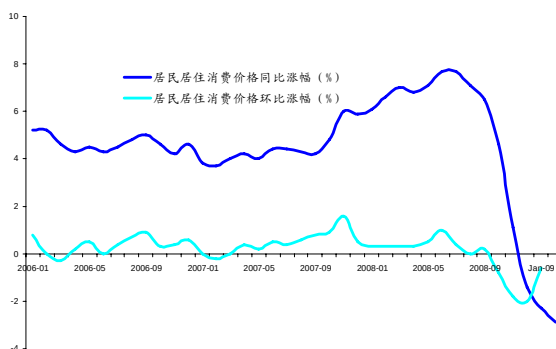
资料来源：中经网，海通证券研究所

图 5 城市居民与农村消费价格同比涨幅



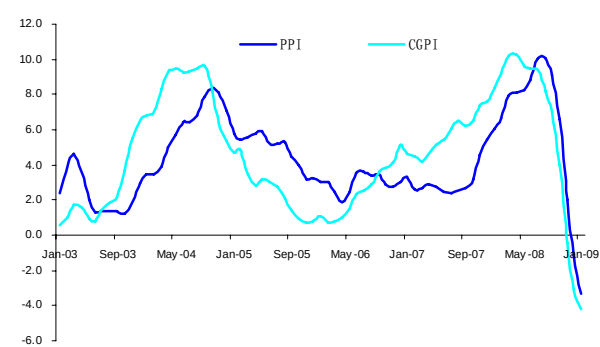
资料来源：中经网，海通证券研究所

图 6 居民居住消费价格同比、环比涨幅



资料来源：中经网，海通证券研究所

图 7 PPI 与 CGPI 涨幅



资料来源：中经网，海通证券研究所

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。