

研究员：
陶敬刚
宏观经济
(8621)64718888-
1104

联系人
张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

CPI 如期负增长

数据：

国家统计局 10 日发布数据，2 月份 CPI、PPI 同比分别为-1.5%、-4.5%，原材料燃料动力购进价格同比下滑 7.1%。

CPI 中食品价格下降 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%。PPI 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%。在原材料、燃料、动力购进价格中，有色金属材料类、燃料动力类、化工原料类和黑色金属材料类购进价格同比分别下降 29.7%、10.9%、8.3% 和 6.3%。

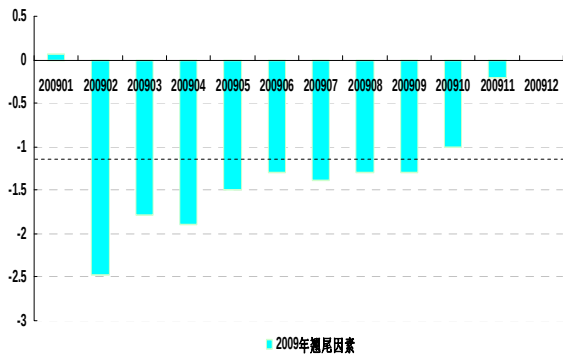
点评：

- 2 月份物价数据基本符合我们的预期。CPI、PPI、购进价格的负增长主要来源于高基数，即 2008 年的翘尾因素。2 月份 CPI 翘尾因素达到 -2.5%，环比价格持平。食品价格虽然环比上升 0.8 个百分点，但是非食品价格环比下滑 0.4 个百分点抵消了食品价格的上涨。
- PPI 继续下滑也主要是翘尾因素的作用。工业品价格在 2008 年前 8 个月逐步上升，此后下滑，意味着负的翘尾因素将在 2009 年前 8 个月呈现逐月扩大态势，从而加大 PPI 的下跌幅度。虽然财政刺激导致的需求提高，但是从宝钢全线下调 3 月份钢价（约 5%）来看，工业品价格还未发生趋势性的反转。我们依然坚持 PPI 在 6、7 月份见底的判断，下半年 PPI 将逐渐回升。我们维持全年 PPI 为 -5.5% 的预期。
- PPI 的下滑对 CPI 构成向下的压力，占 CPI 比重达 2/3 的非食品价格受压尤其严重，使得 CPI 将维持低位。1998、2001 两次通缩均是 PPI 先行见底，意味着 PPI 持续性走高前 CPI 难以走出独立走势。由于 PPI 的底部要到年中才能出现，意味着 CPI 最早在第四季度可能伴随 PPI 的向上而持续性回升。从货币角度而言，M2 大约领先 CPI 一年，M2 从 2008 年 12 月份连续两个月反弹，向 CPI 的传导效果亦需要到今

年第四季度才能较为明显。我们维持全年CPI为-0.8%的判断，预计3月份CPI将在-1.3%左右。

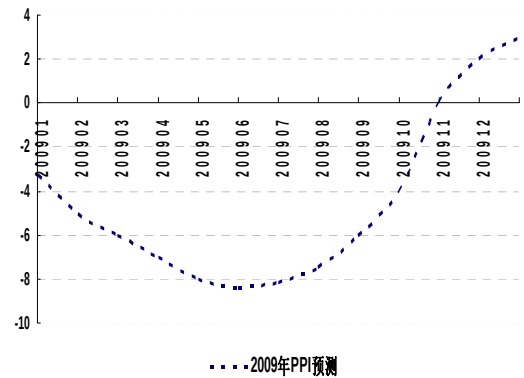
- 基准利率还有可能下调，但是下调空间有限。虽然PPI持续负增长，而且CPI也将长期保持低迷，但是利率下调的空间并不大。目前，隔夜和3个月期的Shibor利率与Libor美元利率相比基本持平，甚至低于欧元、英镑。我们维持年内还有1~2次降息，每次降息27个基点，共计54个基点的判断。由于贸易顺差以及FDI流入趋势的放缓，未来央行下调准备金率以释放货币的空间较大。

图 1: 翘尾因素主导 CPI 下降



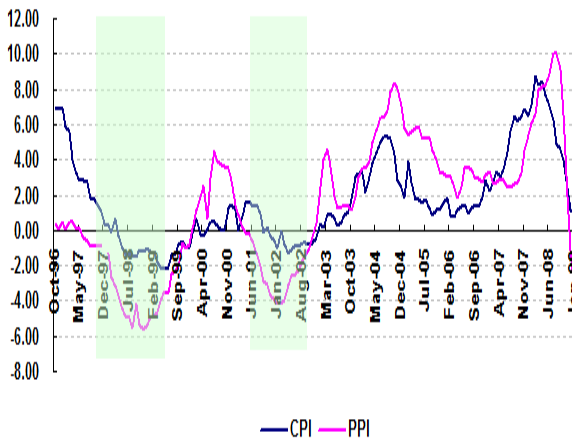
资料来源: 浙商证券研究所

图 2: 2009 年 PPI 走势预测



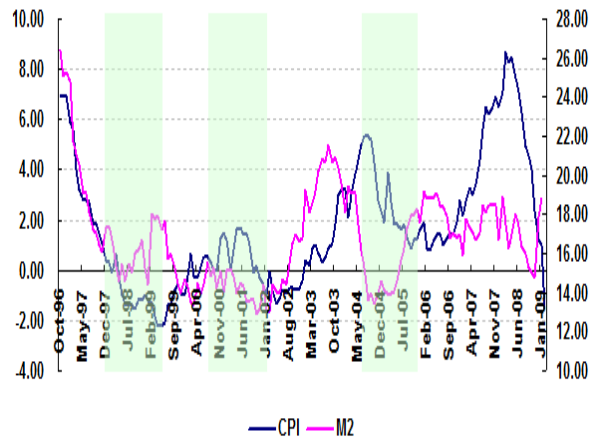
资料来源: 浙商证券研究所

图 3: PPI 向下压制 CPI



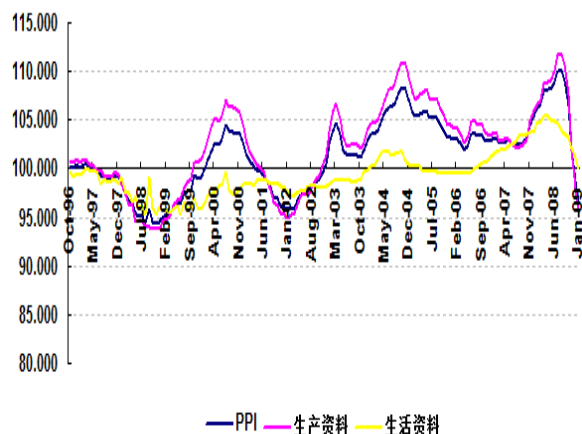
资料来源: 浙商证券研究所

图 4: CPI 滞后 M2 约一年



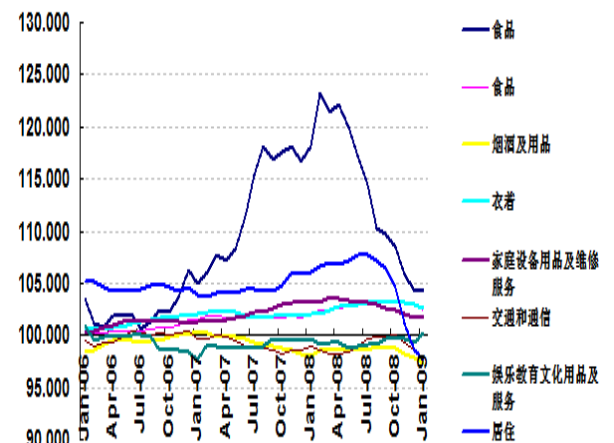
资料来源: Wind 浙商证券研究所

图 5: PPI 分项指标



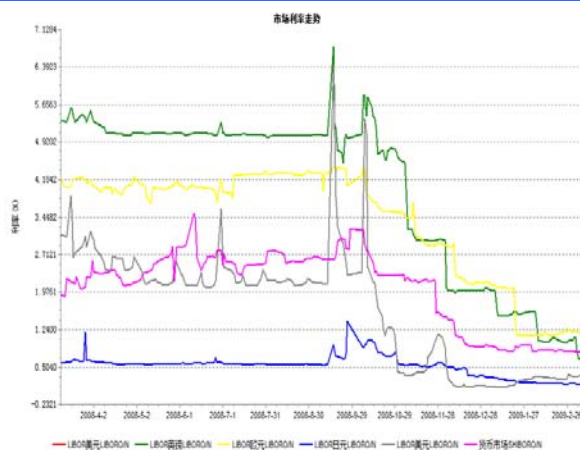
资料来源: CEIC 浙商证券研究所

图 6: CPI 分项指标



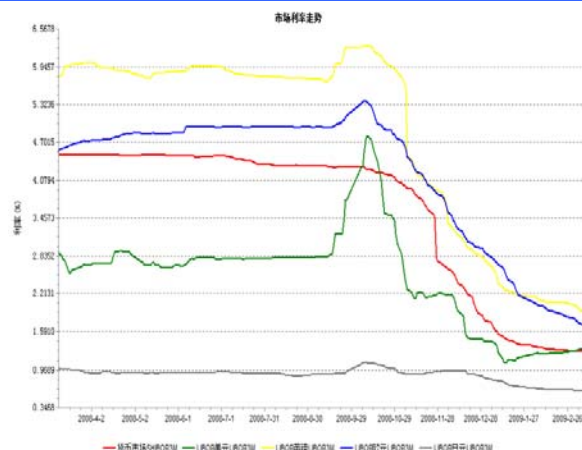
资料来源: CEIC 浙商证券研究所

图 7: 主要币种隔夜拆借利率



资料来源: Wind 浙商证券研究所

图 8: 主要币种 3 月期拆借利率



资料来源: Wind 浙商证券研究所

研究员介绍：陶敬刚，上海财经大学经济学（金融学专业）硕士，现为浙商证券宏观经济研究员。

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。