

2009年3月10日

宏观策略部

降息周期已近尾声

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

从数据可以看出，继1月份CPI环比上升0.9%之后，2月份的CPI环比与1月份持平，因此考虑到春节因素，把1-2月份结合在一起分析，不难得出，物价已经出现了环比上升。从PPI的构成来看，影响PPI下跌的主要因素是原材料、燃料和动力价格指数的下跌，这些价格指数主要受全球经济萎缩的影响。

对于未来CPI的走势，我觉得09年CPI有望全年维持1%左右，全年呈现“U”型走势，全年CPI单月最低出现在2-4月份之间。对于未来PPI的走势，预计09年PPI将达到-5.5%左右，单月最低有望达到-8%左右（将出现在8-9月份），前三季度将步入持续的负增长，全年将呈现“V”型走势。

物价的走势历来是影响利率变化的最为重要的因素，假若出现持续的通缩，那么利率下调的压力将会加大，但我们对未来物价的分析发现，未来CPI持续走低的可能性较小，4月份之后，物价将迈入正增长的通道。同时，PPI出现负增长也不是中国国内的货币政策可以决定，受全球经济衰退的影响较大，从这个角度来看，目前没有必要采用利率这一价格手段来防通缩。

从08年11月份以来信贷的投放来看，也没有必要去启动降息。由于政府对商业银行信贷投放的鼓励，我们以前所担心的信贷会出现收缩的状况已经完全被政府的措施所稀释，信贷不仅没有出现收缩，还出现了投放规模超出市场的普遍预期，1月份新增贷款达到1.63万亿，据了解，2月份的信贷投放依然迅猛。因此，目前再去通过降息来进行货币扩张就显得没有任何意义。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebsecn.com

相关报告：

如何看待物价负增长

国家统计局最新数据显示：2月居民消费价格总水平(CPI)同下降1.6%，6年来首度出现负增长。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%；2月份，PPI同比下降4.5%，原材料、燃料、动力购进价格下降7.1%，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%。

从数据可以看出，继1月份CPI环比上升0.9%之后，2月份的CPI环比与1月份持平，因此考虑到春节因素，把1-2月份结合在一起分析，不难得出，物价已经出现了环比上升。从PPI的构成来看，影响PPI下跌的主要因素是原材料、燃料和动力价格指数的下跌，这些价格指数主要受全球经济萎缩的影响。

对于未来CPI的走势，我觉得09年CPI有望全年维持1%左右，全年呈现“U”型走势，全年CPI单月最低出现在2-4月份之间。主要理由：

第一，未来CPI的下跌，翘尾因素将起到主导作用。从全年的翘尾作用来看，2月份的翘尾拖累作用将达到谷底，达到-3.4%，之后尽管仍会处于零以下的水平，但作用在减弱。

第二，由于全球总需求下滑，导致工业品价格和原材料价格均出现大幅下滑，这会影响到CPI的下滑。但下半年，随着全球大量投放货币刺激经济复苏，未来全球经济体将有望起稳，那么工业品价格和原材料价格反弹向上的概率要高于继续下探的概率。

第三，前一段时间以来，食品价格的下降特别是肉类价格和进口较多食用油价格的下降导致CPI下降，同时秋粮的丰收和国际农产品价格的大幅下滑也抑制了食品价格的攀升。但我们要看到，上一轮国际农产品价格大幅上涨的时候国内农产品价格并没有出现暴涨，此时国际市场价格下跌的时候，国家为了实现农民增收，政策向“三农”倾斜，将提高农产品收购价格，这将出现与国际农产品走势相背离，农产品价格出现环比上涨。

第四，国家为了理顺多年以来的价格不合理状况以及2009年会进一步理顺水电煤气等居住类价格，这也会抑制物价处于通缩状态。

对于未来PPI的走势，预计09年PPI将达到-5.5%左右，单月最低有望达到-8%左右（将出现在8-9月份），前三季度将步入持续的负增长，全年将呈现“V”型走势。主要理由：

其一，原料价格的大幅下降主要是国际大宗原材料出现了急剧的下滑，而加工类产品价格快速下降主要是由于出口需求的急剧下滑。由于全球步入通缩，中国以外的经济体目前还很难看到09年会有复苏的迹象，因此，大宗原材料会步入一个较长时期的低迷期。同时，加工类产品由于全球步入通缩也很难出现向上扭转。

其二，09年年底PPI同比有望企稳回升，但这种回升并非经济基本面好转的趋势性回升，而是由于基数的影响。

物价的走势历来是影响利率变化的最为重要的因素，假若出现持续的通缩，那么利率下调的压力将会加大，但我们对未来物价的分析发现，未来CPI持续走低的可能性较小，4月份之后，物价将迈入正增长的通道。同时，PPI出现负增长也不是中国国内的货币政策可以决定，受全球经济衰退的影响较大，从这个角度来看，目前没有必要采用利率这一价格手段来防通缩。

从08年11月份以来信贷的投放来看，也没有必要去启动降息。由于政府对商业银行信贷投放的鼓励，我们以前所担心的信贷会出现收缩的状况已经完全被政府的措施所稀释，信贷不仅没有出现收缩，还出现了投放

规模超出市场的普遍预期，1 月份新增贷款达到 1.63 万亿，据了解，2 月份的信贷投放依然迅猛。因此，目前再去通过降息来进行货币扩张就显得没有任何意义。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。