

张忆东 高远（实习）

宏观策略研究员

021 - 38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

经济不会陷入全面通缩

2009年3月10日

报告关键点

投资要点

- **基数效应与春节因素**拖累2月CPI，同时PPI也拉低非食品价格指数。
- **CPI进一步大幅大跌不太可能。**首先，M2的高速扩张会逐渐对CPI有拉动作用。其次，央行还可以采取降息和降低存款准备金来影响货币供应量。第三，负翘尾因素影响逐渐减弱。
- **我们判断，经济不会进入全面通缩时代。**虽然，未来数月经济会面临通缩压力，CPI仍会负增长，但跌幅超过2个百分点的可能性不大。持续的通缩不太可能，CPI可能在三季度就能实现由负转正。
- 未来数月PPI仍将负增长，但是加速下跌的概率小。一方面，国际经济形势持续低迷，加上08年高基数带来的负翘尾作用，会拖累PPI；另一方面，国际大宗商品价格低位启稳、美元汇率在年内贬值的概率较小，对PPI有一定领先意义的商务部生产资料价格指数有启稳迹象。

相关报告

20081120《无畏的希望》

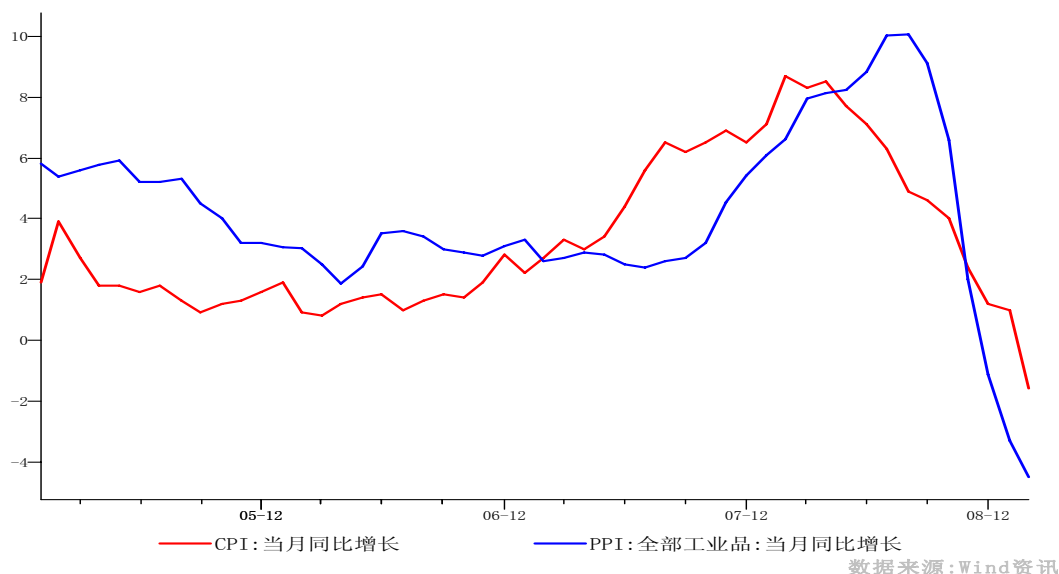
目 录

事件：CPI、PPI 同比负增长	- 3 -
CPI 六年来首次增速为负	- 3 -
PPI 进一步下跌，环比降幅收窄	- 3 -
CPI 数据点评：	- 4 -
基数效应和春节因素拖累 CPI	- 4 -
PPI 也拉低非食品价格指数	- 5 -
经济不会陷入全面通缩	- 6 -
PPI 数据点评：	- 6 -
国际大宗商品价格大幅下跌，拉低 PPI	- 6 -
基数效应影响 PPI	- 7 -
未来数月 PPI 加速下跌的可能性不大	- 8 -
图 1、近期物价指数大幅下跌	- 3 -
图 2、CPI 翘尾因素	- 4 -
图 3、CPI、CPI 食品、CPI 非食品关系	- 5 -
图 4、PPI 下跌也拉低非食品价格指数	- 5 -
图 5、M2 与 PPI 关系	- 6 -
图 6、大宗商品价格下跌拉低 PPI	- 7 -
图 7、进口价格指数与 PPI	- 7 -
图 8、生产资料价格指数与 PPI	- 8 -
图 9、企业商品价格指数 CGPI 与 PPI	- 9 -

事件：CPI、PPI 同比负增长

国家统计局 3 月 10 日发布 2 月数据显示，居民消费价格总水平同比下降 1.6%。从月环比看，居民消费价格总水平与 1 月份持平。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%。

图 1、近期物价指数大幅下跌



数据来源：兴业证券研发中心，WIND

CPI 六年来首次增速为负

2 月 CPI 持续下跌，同比下降 1.6%，六年来首次增速为负，但是好于市场预期（市场预期 2 月 CPI 同比下降 1.7%~2%）。其中，食品价格下降 1.9%，非食品价格下降 1.2%。

食品类中，猪肉价格下降较大，导致肉禽及其制品价格下降 8.8%。鲜菜价格由 1 月的同比上涨 19.6% 转为下降 9.3%，下降较多。粮食价格上涨 4.4%，油脂价格下降 17.2%，水产品价格上涨 3.3%，鲜果价格下降 5.1%，鲜蛋价格下降 2.9%，调味品价格上涨 5.4%。

PPI 进一步下跌，环比降幅收窄

2 月 PPI 继续回落，同比降幅相比 1 月扩大 1.2%。至此，PPI 已经是第三个月增速为负，但基本在市场预期之内（市场预期 2 月 PPI 为 -4%~-5%）。从环比来看，PPI 降幅收窄，2 月份 PPI 环比下降 0.7%，降幅分别比 2008 年 11 月、12 月和 2009 年 1 月缩小 2.7%、1.6% 和 0.7%。

生产资料出厂价格同比下降 5.7%，相比 1 月加快下跌 1.3%，相比前几月，下降速度进一步减缓。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%。煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨 18.8%，比 1 月上涨幅度减少 3.9%。化工产品价格下降幅度 30% 左右，下降幅度减缓。受国际原油价格下跌影响，原油出厂价格下降较大，同比下降 56.3%。黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业也加速下跌。

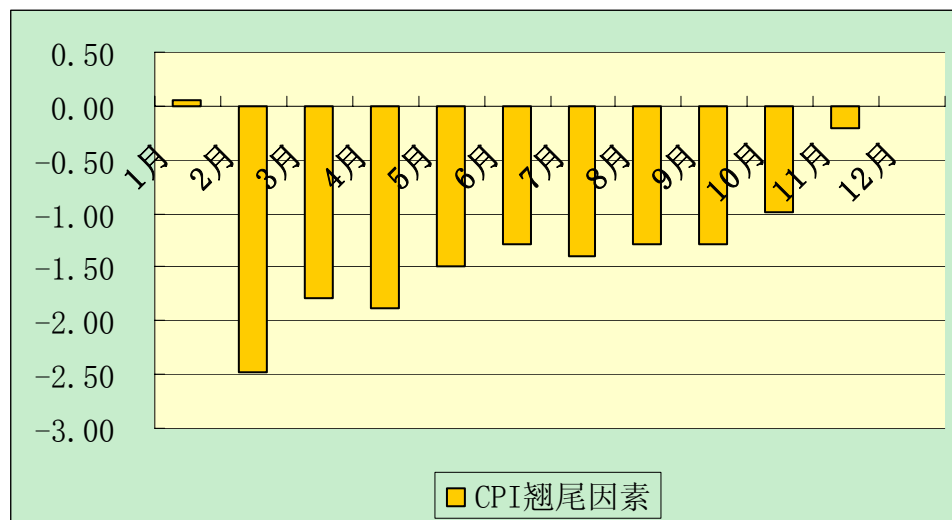
生活资料出厂价格同比略降 0.4%，首次出现负增长。其中，食品类价格下降 0.7%，衣着类与一般日用品类价格均上涨 0.6%，耐用消费品类下降 1.9%。食品类首次出现负增长，下降幅度较大。耐用消费品仍然维持较大幅度下降，拖累生活资料出厂价格。

CPI 数据点评：

基数效应和春节因素拖累 CPI

从 08 年 5 月开始，CPI 同比增速开始下降，这对今年 CPI 产生负的翘尾因素。根据计算，2 月的翘尾因素为 -2.5%，为 2009 年各月中最高值，它拉低了 2 月 CPI 的增速。2 月的新涨价因素为 0.9%。

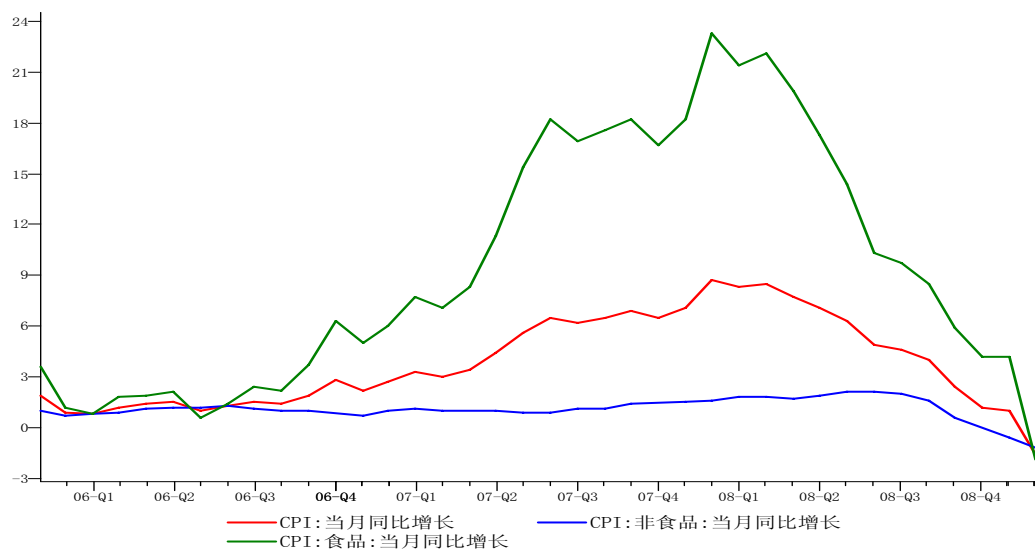
图 2、CPI 翘尾因素



数据来源：兴业证券研发中心

食品价格下降幅度较大，这主要是因为去年 2 月是春节，根据经验，春节期间食品价格会明显上涨，因此基数较高，导致今年 2 月食品价格大幅下降也是情理之中。因为 CPI 和食品价格走势大致相似，食品价格的大幅下降拖累 CPI 下降。

图 3、CPI、CPI 食品、CPI 非食品关系



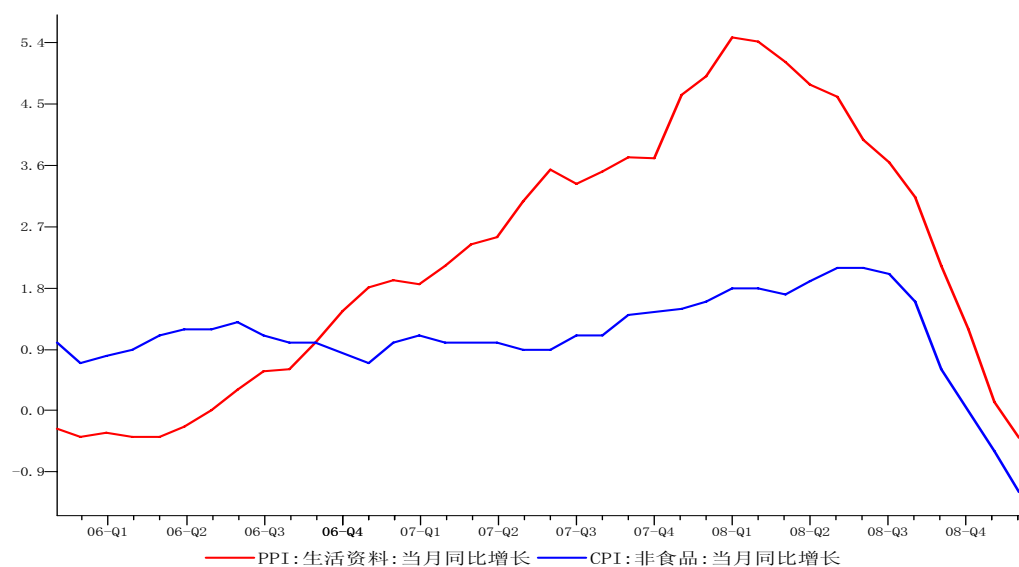
数据来源: Wind资讯

数据来源: 兴业证券研发中心

PPI 也拉低非食品价格指数

PPI 对于 CPI 中非食品价格指数有一定的传导作用。PPI 大幅下跌必然会带动非食品价格指数下跌, 从而拉低 CPI。

图 4、PPI 下跌也拉低非食品价格指数



数据来源: Wind资讯

数据来源: 兴业证券研发中心

经济不会陷入全面通缩

首先，宽松的信贷政策使得 CPI 进一步大幅大跌不太可能。信贷扩张，使得 M2 增速从 2008 年 12 月起止跌回升，并且我们几乎能肯定 M2 在 09 年上半年将维持在高位。而 M2 的高速扩张会逐渐对 CPI 有拉动作用。

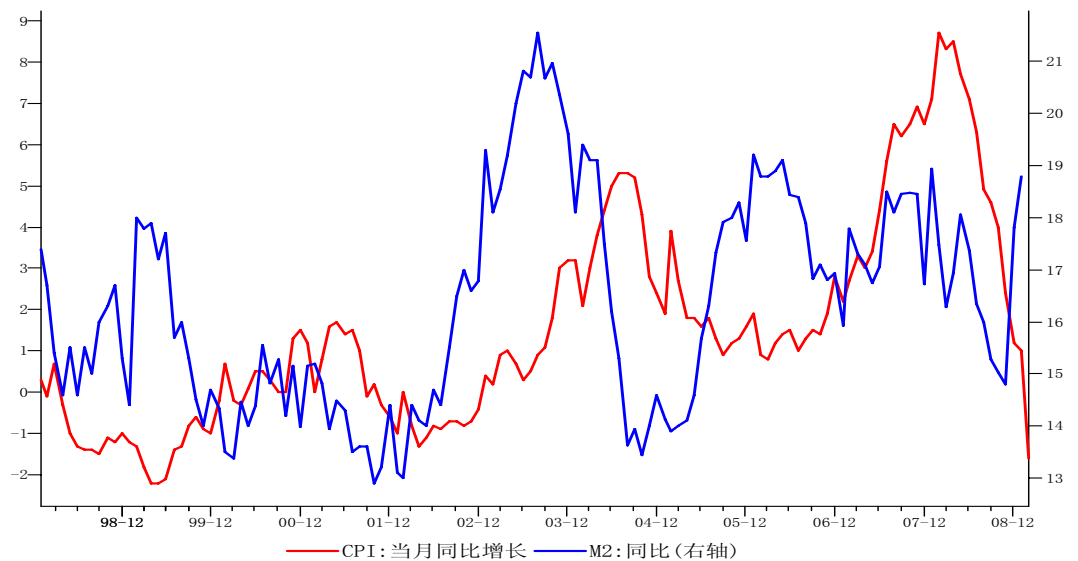
其次，央行还可以采取降息和降低存款准备金来影响货币供应量。

第三，负翘尾因素影响逐渐减弱也阻止了 CPI 进一步大幅下滑的可能性。

因此，我们判断，2009 年经济中国不会进入全面通缩时代，考虑到基期因素和 M2 对 CPI 的影响有一定的时滞性，CPI 可能在三季度 CPI 就能实现由负转正。从图 5 看，M2 触底反弹将逐步累积能量，在 10 到 12 个月后会刺激 CPI 实现反转。

我们预计，虽然在未来数月经济会面临通缩压力，CPI 仍会有一定下跌，但下跌幅度在 2 个百分点以内的可能性很大。

图 5、M2 与 PPI 关系



数据来源: Wind 资讯

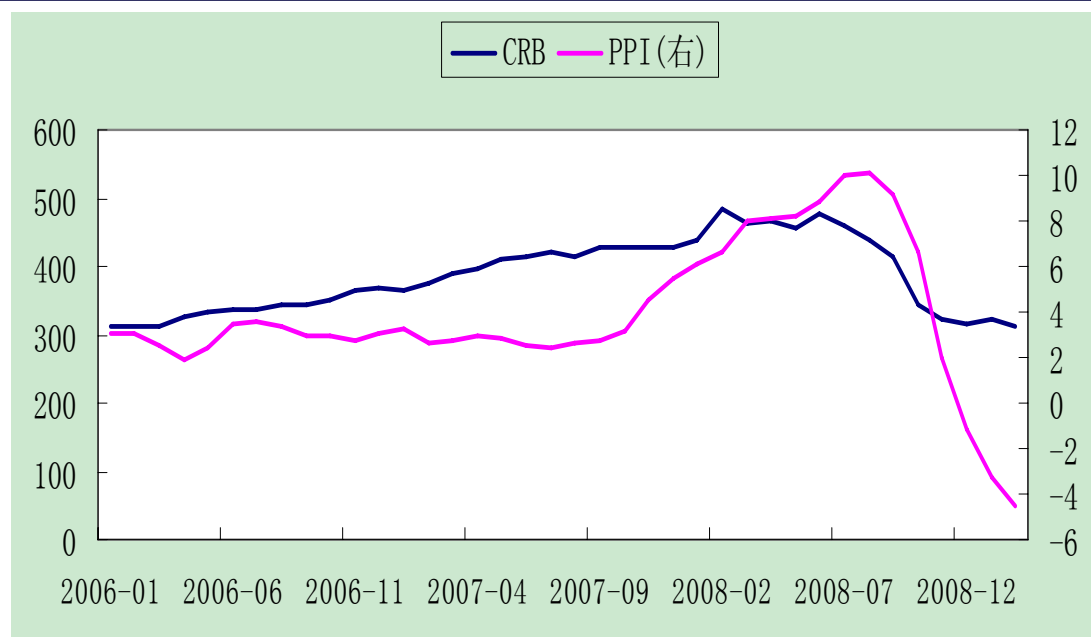
数据来源: 兴业证券研发中心

PPI 数据点评:

国际大宗商品价格大幅下跌，拉低 PPI

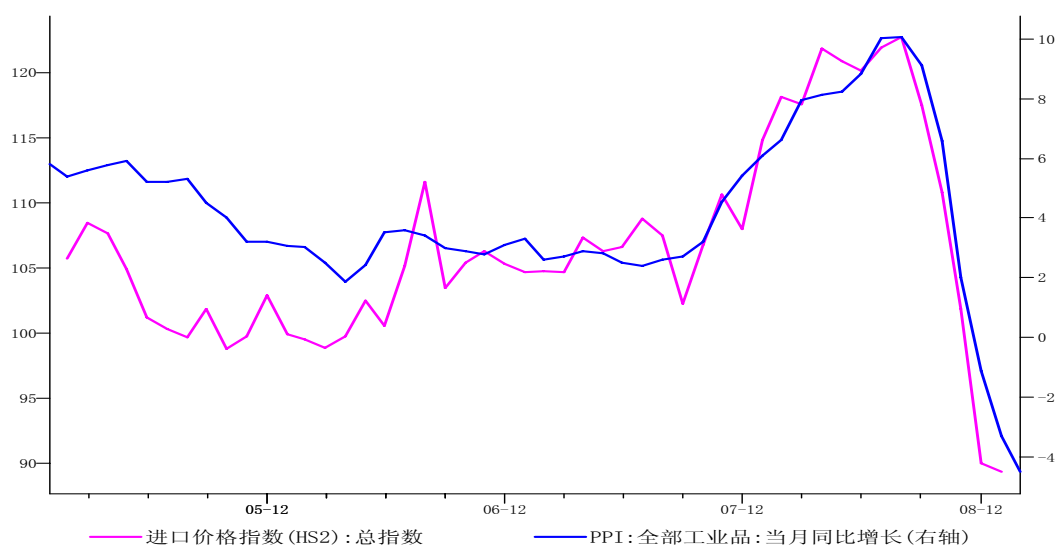
PPI 的进一步降低，主要源于全球经济增长的下滑，国际大宗商品价格大幅下跌，导致生产资料价格下跌，对我国 PPI 产生滞后影响。我们从大宗商品价格指数与 PPI 的关系图和进口价格指数与 PPI 关系图中可以看到这点。

图 6、大宗商品价格下跌拉低 PPI



数据来源：兴业证券研发中心

图 7、进口价格指数与 PPI



数据来源: Wind 资讯

数据来源：兴业证券研发中心

基数效应影响 PPI

高基数效应也是导致 PPI 下跌的一个因素。PPI 在去年前 8 个月持续上涨，形成较大基数，而 9 月以后开始快速下跌。因此，在 2009 年 8 月之前，PPI 的负翘尾因素较高，这可能会拖累 PPI 跌幅加深。

同时，去年 2 月是中国传统春节，消费相对旺盛，提升出厂价格，形成较大基数。

未来数月 PPI 加速下跌的可能性不大

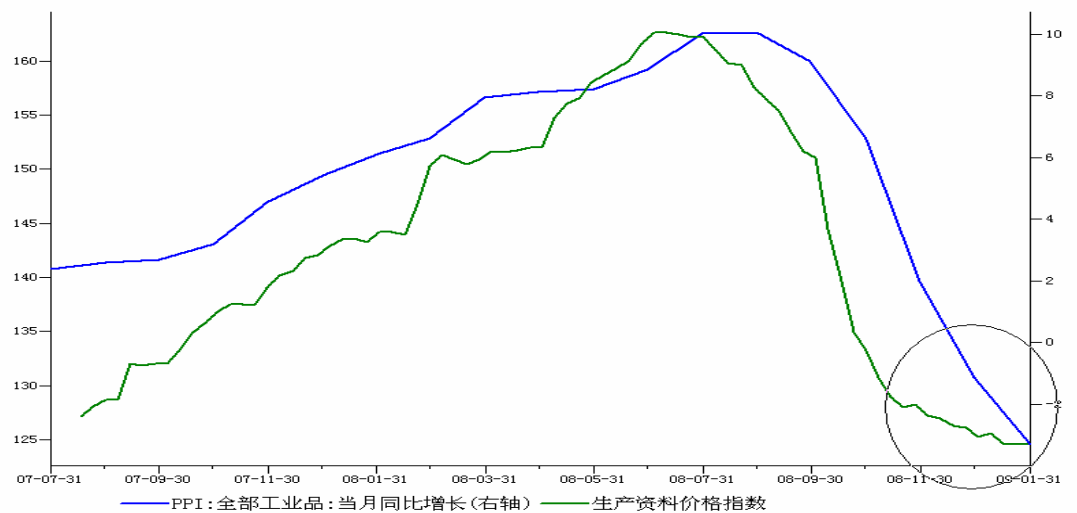
由于国际经济仍然低迷，短期内改善的可能性不大；再考虑到 08 年高基数带来的负翘尾作用，我们预计未来数月 PPI 将继续下跌。但是，未来数月 PPI 加速下跌的可能性小，同比跌幅不会比 2 月份的 4.5% 差很多。

首先，国际大宗商品价格低位启稳，根据大宗商品对 PPI 的滞后效应，PPI 加速下跌的可能性不大。特别是受生产成本约束，国际油价进一步下跌的空间非常小，目前全球石油生产成本平均为每桶 35 美元左右。

其次，美元汇率在年内贬值的概率较小，因为各国间利差大大缩小，主要的发达国家经济体经济表现同步进入衰退。据 IMF 研究，按美元名义价格计算，美元每贬值 1%，一个月后石油价格将上涨 0.9%，一年后会上涨 1.1%，反过来说，美元升值也会引起同样的油价下跌效应。

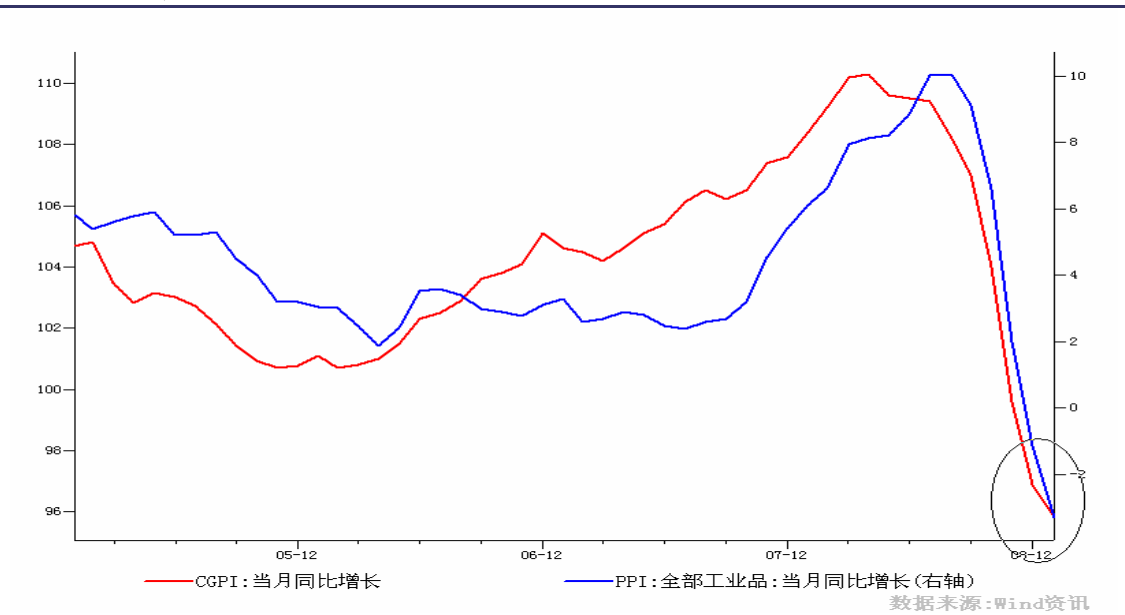
第三，商务部公布的生产资料价格指数对 PPI 有一定领先。根据近期数据显示，生产资料价格指数有启稳迹象，这有利于 PPI 后续走势（图 8）。同时，对 PPI 有领先作用的企业商品价格指数（CGPI）近期下跌速度也开始减缓（图 9）。

图 8、生产资料价格指数与 PPI



数据来源：兴业证券研发中心

图 9、企业商品价格指数 CGPI 与 PPI



数据来源: 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。