



多个角度看物价：今年物价走势分析

—宏观专题研究报告

要点：

- 对于今年的物价形势，我们的总体判断是：今年物价涨幅总体将保持在一个较低的水平，全年平均涨幅出现负值的概率较大，涨幅预计在-0.2%左右。从2月份开始的CPI负增长预计将持续到三季度，进入四季度随着翘尾因素的减弱以及政策效果的显现，经济的逐步回暖有助于新涨价因素的回升，CPI有望开始转为正增长，全年物价涨幅将呈现前低后高走势。
- 具体来看，从居民消费价格指数与经济增长的波动来看，CPI对经济增长变动的反映有一定的滞后期。从我国季度CPI与季度GDP的历史变化情况看，也体现出这种特征。受制于经济增长的下行压力，物价指数近期将继续反映经济增长的调整和减速。
- 从居民消费价格指数与货币供应量增速的关系看，1996年以来的CPI和M1增速数据显示，我国的M1增速与滞后6个月的CPI涨幅相关度较高。前期M1增速持续下行并于今年1月份达到了6.68%新低。从这个角度看，预计CPI的低位运行还将持续半年左右的时间。
- 从居民消费价格指数与未来物价预期指数的变动关系看，从去年四季度以及今年一季度的未来物价预期指数持续低位运行，CPI在未来一到两个季度内仍将继续面临下行压力。
- 从CPI主要类别的价格变化情况看，预计今年粮食价格整体仍将维持平稳运行，食品价格涨幅预计不会呈现2004年、2007年、2008年的大幅上涨格局。非食品价格今年受国际市场大宗商品价格显著回落的影响，预计呈低位运行态势。
- 从物价涨幅构成的翘尾和新涨价因素看，翘尾因素全年平均有-1.2%左右。全年的新涨价因素预计在0.6%-1.4%之间。综合来看我们预计全年的CPI涨幅在-0.2%左右。

刚刚过去的 2008 年，年度 CPI 涨幅达到了 5.9%，创下 1997 年以来的新高，月度涨幅的变动更是经历了大起和大落，从 2 月份的 8.7% 持续回落到 12 月份的 1.2%，波动幅度达 7.5 个百分点。进入 2009 年，2 月份开始我国月度 CPI 出现近六年来的首次负增长，在国际经济受危机影响日渐疲弱、国内经济面临减速调整背景下，我国的物价走势将会呈现何种变动是市场广为关注的话题之一。下面我们就主要从以下几个角度对今年的物价走势做初步的分析：

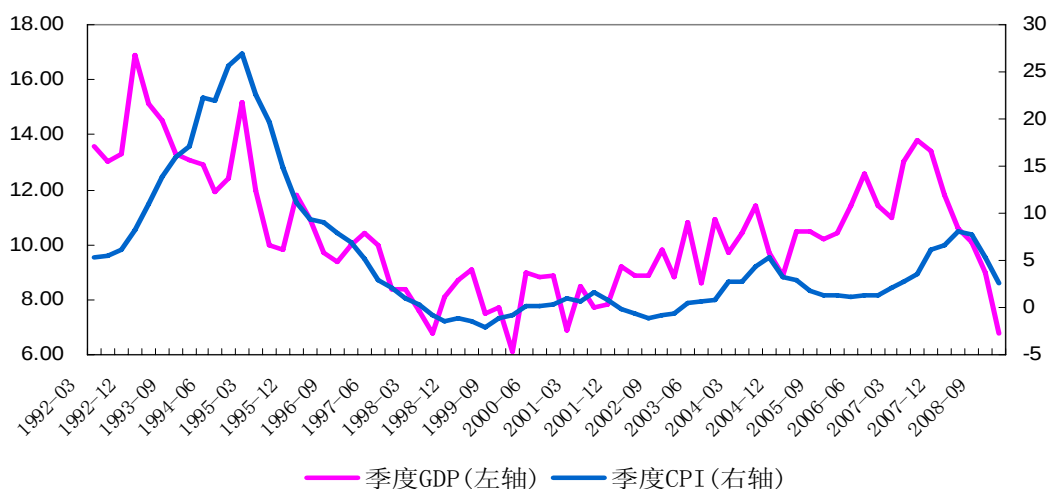
一、从与经济增长周期性波动来看

从居民消费价格指数与经济增长的波动来看，在经济处于扩张态势中的时候，CPI 总体也逐步呈现出上升走势。在经济处于回落调整态势中的时候，CPI 逐渐亦呈现出下行走势，CPI 对经济增长变动的反映有一定的滞后期。

从我国季度 CPI 与季度 GDP 的历史变化情况看，也体现出这种特征。在 1992 年四季度 GDP 增速达到 16.9% 的高点，随后从 1993 年开始到 1999 年底总体呈现出震荡下行的态势，这期间 CPI 的季度增速于 1994 年底达到了 26.9% 的高位，随后到 2002 年底总体一直呈震荡下行的态势。其中 1999、2002 年的 CPI 年度涨幅分别为 -1.4% 和 -0.8%。2000 年之后，我国的 GDP 增速总体呈震荡上升走势，并一直持续到 2007 年上半年，GDP 增速在 2007 年二季度达到了 13.8% 的高位，随后开始震荡下行。这期间，CPI 从 2003 年开始震荡上行，于 2008 年一季度达到 8% 的高位，随后也开始了下降走势。实证分析表明，GDP 与滞后七个季度的 CPI 相关系数最高。

目前，我国经济正处于来自外部需求明显萎缩和自身经济增长周期性调整压力的双重影响下，经济增长的下行压力明显加大，去年四季度 6.8% 的 GDP 增速是 2000 年以来的最低水平。从物价形势看，受制于经济增长的下行压力，物价指数将继续反映经济增长的调整和减速。预计物价指数在今年出现大幅上涨的可能性并不大。

图 1：我国季度 CPI 涨幅与 GDP 增速的变化情况（单位：%）

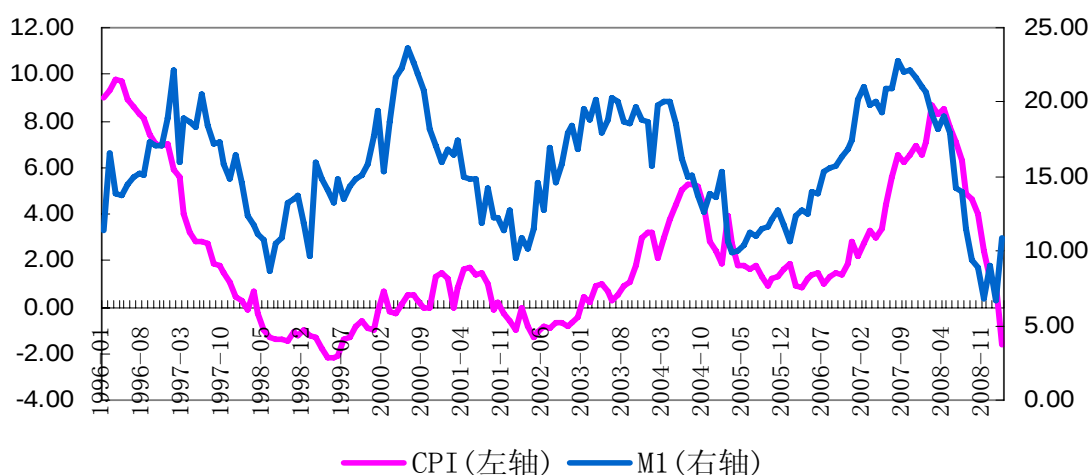


数据来源：根据 WIND 资讯数据整理计算。

二、从与 M1 增速的变动看

由于物价走势与货币现象密切相关，由此可以从货币供应量增长的角度来分析物价走势情况。1996 年以来的 CPI 和 M1 增速数据显示，我国的 M1 增速与滞后 6 个月的 CPI 涨幅相关度较高。2007 年 8 月 M1 增速达到 22.8% 的近期新高，2008 年 2 月份 CPI 也随即创出了 8.7% 的月度新高。我们注意到，由现金和企事业单位活期存款构成的 M1，其增速的起落实际上反映了企业生产经营以及投资活动活跃度的高低。2008 年 5 月份以来，M1 增速开始低于 M2 增速，前期持续了一年半多的 M1 增速高于 M2 增速的情况开始逆转，随后 M1 增速持续下行并于今年 1 月份达到了 6.68% 新低。从这个角度看，预计 CPI 的低位运行还将持续半年左右的时间。

图 2：CPI 与 M1 增速变动情况（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

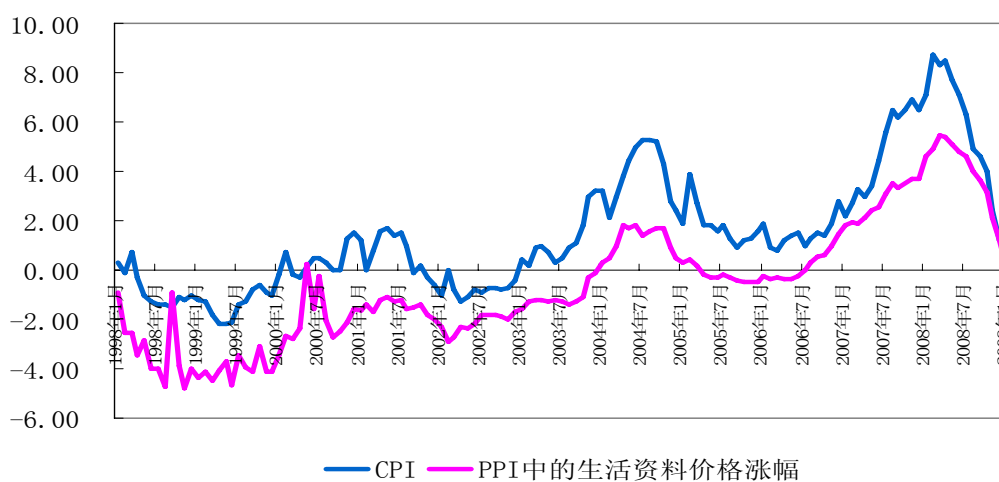
三、从与 PPI 的关系来看

从 CPI 与 PPI 的关系来看，这两个价格指数既有联系又有不同，工业品出厂价格指数是衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度的指数，是反映某一时期生产领域价格变动情况的重要经济指标。从其构成看，主要分为两类，即生产资料和生活资料，其中用于居民最终消费的生活资料只占三分之一，其价格变动对 PPI 的总体影响不到 30%。CPI 是反映居民购买并用于消费的商品和服务项目价格水平的变动趋势和变动幅度的指数。从类别看，既包括消费品也包括各类服务项目，其中工业消费品大约只有一半。由此看出，PPI 的变动主要受生产资料价格变动的影响，而 CPI 则主要受食品价格变动的影响，两者的走势往往并不一致。

从 PPI 向 CPI 的传导机制来看，主要通过两个方面：一是 PPI 当中的生活资料出厂价格变动直接影响 CPI 的变化。实证分析显示，1998 年以来 CPI 与 PPI 当中的生活资料出厂价格

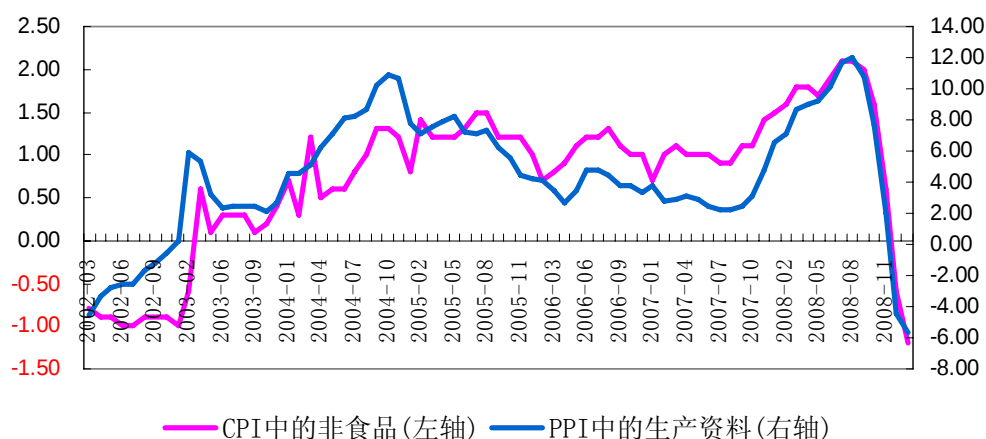
相关系数达到 0.93，相关程度非常高。但生活资料出厂价格的变动对 CPI 的变动并不具有明显的领先关系。二是生产资料出厂价格的变动会引起企业生产成本的变化，进而会影响到消费品和服务价格的变化，从而可能导致 CPI 价格的变动。但是这种成本变动对最终产品价格的影响能否实现以及实现程度大小还受到市场供求关系等因素的制约。我们发现，PPI 中生产资料出厂价格的变动与 CPI 中的非食品价格变动相关性较高，相关系数有 0.84。但生产资料出厂价格变动对非食品价格的领先关系并不十分明显。当前受国际大宗商品价格显著回落的影响，PPI 中的生产资料价格涨幅从去年 12 月份开始已连续 3 个月持续负增长，受此影响，CPI 中的非食品价格涨幅今年 1、2 月份也呈负增长态势。

图 3：CPI 与 PPI 中的生活资料出厂价格的月度涨幅（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 4：CPI 中的非食品与 PPI 中的生产资料价格涨幅（单位：%）



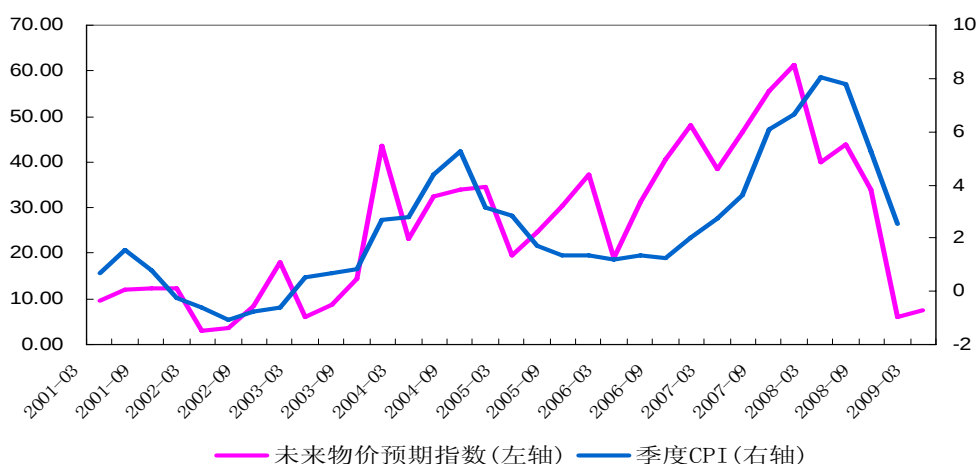
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

四、从通货膨胀预期的变化看

通货膨胀预期是公众对通货膨胀在未来的变动方向和变动幅度的一种事前估计，它能影响消费、储蓄和投资行为，从而影响未来真实的通货膨胀水平。通过分析央行每个季度发布的未来物价预期指数与 CPI 的变动关系可以发现，两者之间有较强的相关关系，相关系数达到了 0.73。而且未来物价预期指数与滞后一个季度的 CPI 相关性则更高，这表明未来物价预期指数往往领先于实际物价水平的变动。

最近的数据显示，去年四季度的未来物价预期指数降至 6.1% 的低位，这一水平是 2002 年三季度以来的最低水平，仅略高于 2002 年一、二季度的 3.1% 和 3.5%。今年一季度为 7.5%，仍维持在低位。这表明当前居民预计未来物价水平将有明显回落。在较强的通缩预期下，经济主体往往会推迟购买生产资料和生活资料，持币待购使得需求进一步下行，进而使价格水平面临继续下行压力。因此，从未来物价预期指数的变化来看，CPI 在未来一到两个季度内仍将继续面临下行压力。

图 5：未来物价预期指数与 CPI 的变动（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

五、从主要类别的价格变化看

在 CPI 的八大类别当中，权重较大的主要有三类，即食品、娱乐教育文化用品及服务、居住，它们的权重分别为 33.6%、14.5% 和 13.6%。从这三类价格涨幅对 CPI 的拉动情况看，波动最大的就是食品。2004、2007、2008 年物价的高增长，食品价格贡献率都在 80% 以上，平均在 84%。因此，从类别角度看，最值得关注的就是食品价格涨幅的变动情况。

食品类主要包括粮食、肉禽及其制品、鲜菜、油脂、水产品、鲜果、鲜蛋、调味品。2004 年食品价格的上涨主要是粮食价格上涨的带动，2007、2008 年主要是肉禽及其制品价格上涨的带动。当前随着肉类价格涨幅的趋稳，最值得关注的应该是粮食价格的变动。从 2006 年城镇居民家庭平均每人全年消费性支出构成看，粮食支出占到食品类支出的 8% 左右，按照食品支出在 CPI 中的权重推算，粮食类价格大概占到 CPI 权重的 3% 左右，即粮食价格上涨 1% 对

CPI 的直接拉动大概在 0.03 个百分点左右。2004 年粮食价格的大幅上涨直接导致食品价格涨幅达到了 10%，拉动当年 CPI 上涨 3.36%。

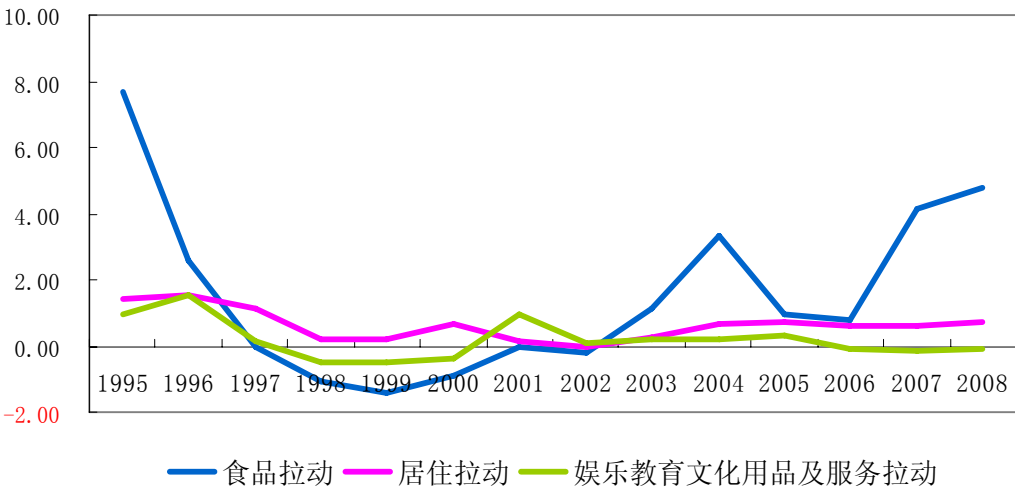
从今年的情况看，国际金融危机的影响下，国际市场粮食价格出现下行。出口需求和工业需求的萎缩都将不利于粮食价格的走高。而石油价格的下降则进一步减轻了农业生产资料价格上涨的压力。政策面，为了稳定粮食市场价格，保护种粮农民利益，今年继续大幅度提高粮食最低收购价，同时进一步加大对粮食市场供需的调节力度，政策面将对粮食价格起到重要支撑作用。两方面因素的综合影响，预计今年粮食价格整体仍将维持平稳运行，食品价格涨幅预计不会呈现 2004 年、2007 年、2008 年的大幅上涨格局。另一方面，非食品价格今年受国际市场大宗商品价格显著回落的影响，预计呈低位运行态势，今年 1、2 月份的非食品价格同比涨幅已呈现负增长走势。

表 1：CPI 构成及权重变化情况

类别	权重（单位：%）		
	1995 年	2004 年	权重变化
食品	44	33.6	-10.4 个百分点
烟酒及用品	/	4.4	/
衣着	13.1	9	-4.1 个百分点
家庭设备用品及维修服务	/	6.2	/
医疗保健及个人用品	/	9.4	/
交通和通信	/	9.3	/
娱乐教育文化用品及服务	10.6	14.5	+3.9 个百分点
居住	7.8	13.6	+5.8 个百分点

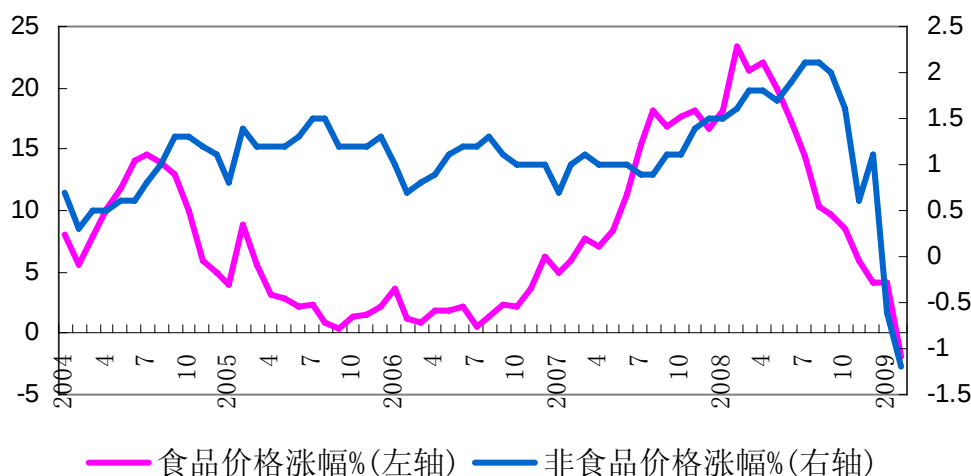
数据来源：根据国家统计局数据整理。

图 6：CPI 中权重较大的三个类别对 CPI 的拉动情况（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理计算。

图 7: CPI 中食品以及非食品价格涨幅 (单位: %)



数据来源: 根据 WIND 资讯数据整理。

六、从与 1998-1999 年、2001-2002 年的比较看

今年 2 月份, 我国 CPI 月度涨幅开始出现了自 2003 年以来的首次负增长, 与 1998-1999 年以及 2001-2002 年期间出现的负增长有何异同, 我们从以下几个方面做了分析和比较。

从国际经济背景来看, 国际经济环境的变化均对当时的价格走势产生外在的影响和推动。1998-1999 年有亚洲金融危机的冲击, 2001-2002 年受互联网泡沫破裂的影响, 世界经济增长率 2002 年降至 1.8% 的低位, 全球性通缩压力增大, 2002 年大多数国家和地区通货膨胀率显著低于 20 世纪 80 年代和 90 年代平均水平。外需对我国经济的拉动总体在这期间表现的都比较偏弱, 实现贸易顺差额持续减少, 对经济增长的拉动率这四年间平均只有 0.5%, 其中 2001 年的拉动率为零。2008 年以来美国次贷危机在金融和实体经济领域不断蔓延, 全球经济深陷衰退, 目前仍尚未见底。美国经济去年三、四季度已连续两个季度负增长, 其中去年四季度的 GDP 环比折年率修订后仅有 -6.2%, 表明经济恶化情况较初步数据显著加剧, 这一降幅也是 1982 年以来最大的一次。同时, 经济衰退也重创欧洲, 尤其是以往大量依赖外资的一些中欧、东欧经济体不断陷入困境, 种种迹象都表明这次金融危机对全球经济的影响将远远超过以往, 我国经济面临的外部环境更加严峻。IMF 在最新报告中认为, 今年世界经济将下降 0.5% 至 1%, 为 60 年来首次负增长。世界贸易组织近日发布的报告认为, 今年世界贸易额预计将下降 9%, 为二战以来最大降幅。在 2008 年净出口对经济增长的拉动率大幅下降至 0.8 个百分点之后, 今年很有可能继续回落至零附近甚至负拉动。

从国内经济环境看, 1998-2002 年均面临明显的社会有效需求不足、就业压力较大的问题。从消费需求来看, 总体比较平稳, 消费实际增速平均在 11% 左右, 消费需求对经济的拉动率比较稳定, 一直不低于 4 个百分点, 平均在 4.7 个百分点左右。从投资需求看, 1998-2002 年固定资产投资实际增速在 11.6%, 投资需求对经济的拉动率在 2.9 个百分点。从就业情况

看，城镇登记失业率 1997-2000 年一直稳定在 3.1%，2001 年、2002 年则扩大到 3.6%、4%。

从当前的情况看，去年下半年以来，经济在外需减缓以及周期性调整的综合作用下开始出现明显下滑。去年全年固定资产投资实际增速为 15.2%，是 2003 年以来首次回落至 20% 以下的区间，显示投资增长的势头有所放缓，但仍基本保持在近些年来的平均水平左右。今年前 2 个月，我国的城镇固定资产投资 10276 亿元，同比增长 26.5%，高出去年同期 2.2 个百分点，如果再考虑固定资产投资价格回落的影响，则投资的实际增长还将更显著，投资的高增长强于市场的预期，表明去年四季度开始实施的一系列扩大投资政策措施开始显示积极成效。在政府投资发力之后，社会自主性投资能否被引导和带动将是关键。从消费来看，去年消费实际增速 14.8%，是近年来的最高水平，今年前 2 个月，消费名义增速 15.2%，实际增速高于去年同期，但较去年三、四季度水平略低，显示消费实际增速正在受到经济增速回落的影响。从就业情况看，去年的城镇登记失业率为 4.2%，同比上升 0.2 个百分点。这是自 2003 年以来首次呈现上升趋势，显示经济下行调整对就业的影响比较明显，今年的就业形势更加严峻。今年的政府工作报告中就业的预期目标紧接在 GDP 增速预期目标之后，表明政府对就业问题的重视程度。全力确保就业形势的稳定，成为今年经济工作的重要内容。

另外，我们看到与当时的情况相比较，当前一方面微观主体适应调整变化的能力明显提高，市场的自我适应、自我调整的能力在增强。另一方面，政府宏观调控的能力较之以往也有了加强和改善，如去年下半年宏观调控政策的及时转向，未来两年 4 万亿元经济刺激方案投资方向更加侧重于民生，十大产业振兴规划则既应对当前困难又着眼于长远发展。还有一点是，在去年通胀压力较大时一些暂缓出台的提价项目今年则有望陆续开闸。今年资源性产品价格改革将继续推进，从政府工作报告内容来看，将主要涉及到电价、水价等领域的改革。

最后，值得关注的是输入型通胀压力当前有所加大。目前为应对国际金融危机，美国实行了定量宽松货币政策，不断的向金融体系注入大量资金。而美联储最近宣布的计划推出一系列重大措施刺激经济和改善信贷，包括在未来六个月收购 3000 亿美元长期美国国债，同时将现有的收购“两房”发行或担保抵押贷款相关证券的规模扩大至 1.45 万亿美元的举措更是震动全球市场，货币供给的大量增加势必会引发对美元贬值和通胀回升的担忧，由此产生的输入型通胀压力将有可能使我国物价开始回升的时间推前。

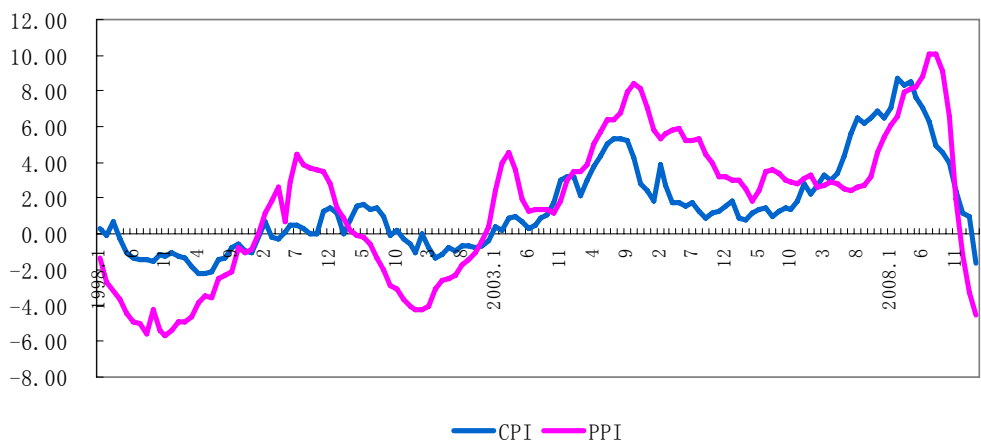
另外，随着近期国际市场原油价格的反弹，发改委按照新的成品油价格形成机制自 3 月 25 日起将汽、柴油价格每吨分别提高 290 元和 180 元，幅度分别为 5.3% 和 3.7%。这是今年 1 月份小幅降低成品油价格之后的第二次成品油价格调整。今年随着国际市场原油价格波动的增大以及国内成品油价格调整频率的加快，成品油价格的调整对我国物价的短期影响和扰动也将随之增大。

表 2：1998-1999 年、2001-2002 年期间 CPI 与 PPI 的表现

时间	CPI 持续负增长的时间	PPI 持续负增长的时间
1998-1999 年	22 个月 (从 1998 年 4 月到 2000 年 1 月)	24 个月 (从 1998 年 1 月到 1999 年 12 月)
2001-2002 年	10 个月 (从 2002 年 3 月到 12 月)	20 个月 (从 2001 年 4 月到 2002 年 11 月)

数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 8：我国 CPI、PPI 月度涨幅（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

七、从翘尾与新涨价因素角度看

从物价涨幅构成的翘尾和新涨价因素看，今年最明显的一个特点就是翘尾因素的负拉动非常显著。今年与去年在物价结构方面一个显著区别是，去年翘尾因素的正拉动明显，而今年翘尾因素的负拉动明显。主要原因在于去年整体的物价水平是持续回落的，CPI 月度环比从 3 月份开始有 7 个月都是负增长，因此对今年物价的翘尾影响是负拉动，全年平均有-1.2%左右。从月度分布情况看，上半年翘尾因素的负拉动要大于下半年，上半年平均为-1.5%左右，下半年平均为-0.9%左右。

从新涨价因素看，2002 年以来的年度新涨价因素平均水平在 1.4 个百分点左右。除去物价水平上涨明显的 2004 年、2007 年、2008 年之后的平均水平在 0.6%左右。综合分析，我们

预计全年的新涨价因素大概在 0.6%-1.4%之间，结合翘尾因素，我们预计全年的 CPI 涨幅在 -0.2%左右。

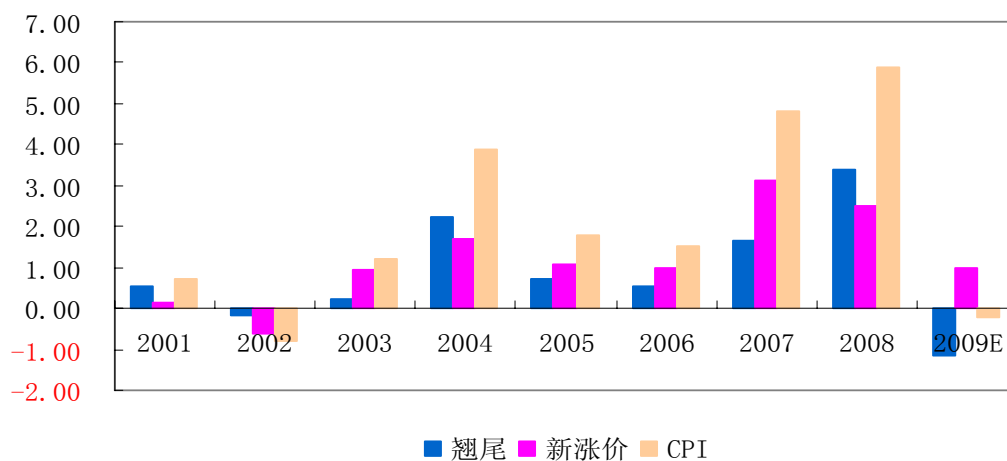
整体来看，通过以上多个角度的综合分析，我们认为今年物价涨幅总体将保持在一个较低的水平，全年平均涨幅出现负值的概率较大，涨幅预计在-0.2%左右。从 2 月份开始的 CPI 负增长预计将持续到三季度，进入四季度随着翘尾因素的减弱以及政策效果的显现，经济的逐步回暖有助于新涨价因素的回升，CPI 有望开始转为正增长，全年物价涨幅将呈现前低后高走势。

表 3：各年度物价涨幅的结构分析

单位：%	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
CPI	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.2*
其中： 翘尾因素	0.54	-0.16	0.25	2.22	0.72	0.52	1.67	3.4	-1.2
新涨价因素	0.16	-0.64	0.95	1.68	1.08	0.98	3.13	2.5	0.6-1.4*

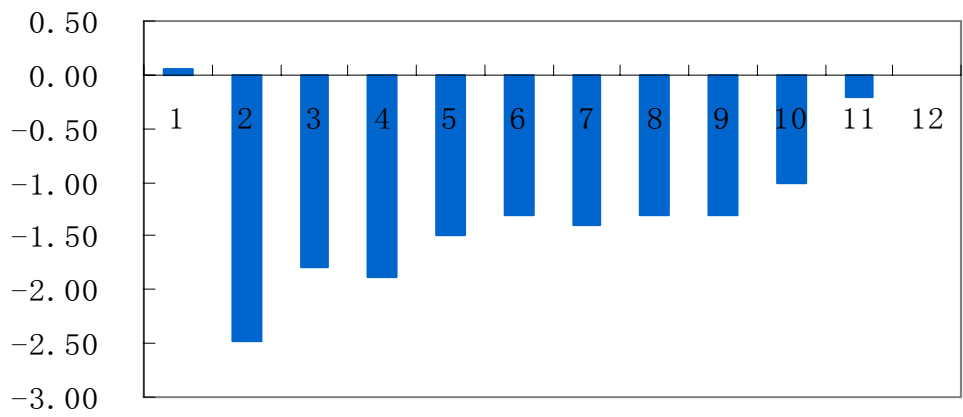
数据来源：根据 WIND 资讯数据计算整理。*为预测数据。

图 9：年度 CPI 涨幅的结构比较（单位：%）



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理计算。

图 10：今年 CPI 涨幅中的翘尾因素（单位：%）



数据来源：根据 2008 年月度环比涨幅计算。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。