

日期: 2009 年 4 月 16 日



李剑峰
021-53519888-1972
Lijianfeng86@hotmail.com

通缩风险未消除 继续关注企业盈利

—3 月份 CPI、PPI 数据点评

■ 主要观点:

三大指数继续负区间运行 通缩风险未消除

3 月份 RMPPI 继续回落至-8.9%，主要是由于 3 月中上旬国际大宗商品价格持续回落所致。PPI6%的同比降幅高于之前市场预期的 5%，CPI 的同比与环比降幅虽与市场预期基本一致，但 CPI 已连续两个月环比下降，这都表明通缩风险依然存在。自 3 月下旬起，国际大宗商品价格迅速回升，预计后期 RMPPI 同比降速会趋缓。从商务部对生产资料和食用农产品价格的监测情况看，预计后期 PPI 同比降速也会有所减缓，而 CPI 继续环比下降，三大指数仍然会在负区间运行。

关注价格下行期的企业盈利情况

在价格下行期内，价格和需求的双降必然带来工业企业营业收入的萎缩，同时前期的高库存和产能扩张又导致现期的利润缩水。我们依旧提示，继续高度关注价格下行期的工业企业盈利状况。未来微观企业盈利恢复滞后于宏观经济增长的表现可能会对市场走势产生影响。

继续为宽松的货币环境创造条件

预计三大价格指数后期仍会在负区间运行，通缩风险仍旧没有消除，这为继续保持宽松的货币环境营造了空间。货币政策的重点依然聚焦于配合积极的财政政策来保证经济增长目标的实现，货币政策将关注于如何在后期信贷投放减少情况下维持 M2 的增速不致大幅降低。我们认为后期货币政策在降低存款准备金率以及超额存款准备金利率方面有更多地调整空间。

报告编号: LJF09-HGSJ006

相关报告:

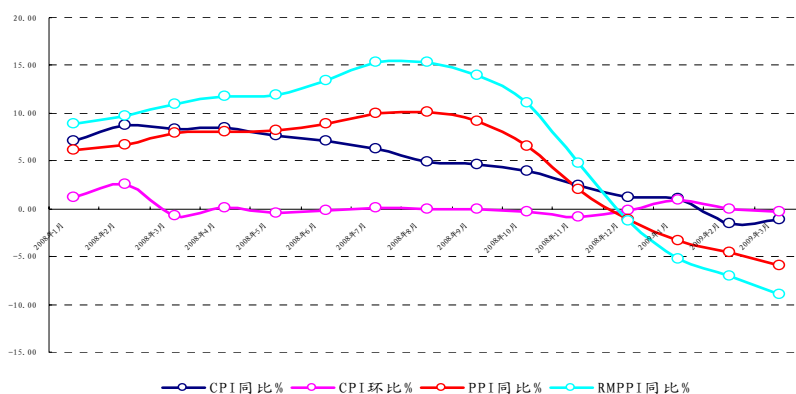
《三大指数跌入负区间 货币政策重在实效
——2 月份 CPI、PPI 数据点评》
《价格走势分化 降息预期趋弱
——1 月份 CPI、PPI 数据点评》

统计局数据显示，今年3月份，我国原材料、燃料、动力购进价格指数（RMPPI）同比下降8.9%；工业品出厂价格指数（PPI）同比下降6%；消费者价格指数（CPI）同比下降1.2%。从一季度情况看，RMPPI同比下降7.1%，PPI同比下降4.6%，CPI同比下降0.6%。

一、三大指数继续负区间运行 通缩风险未消除

从3月份的情况看，RMPPI同比由2月份的-7.1%继续回落至-8.9%，主要是由于3月中上旬国际大宗商品价格持续回落所致。PPI 6%的同比降幅高于之前市场预期的5%，CPI的同比与环比降幅虽与市场预期基本一致，但CPI已连续两个月环比下降，这都表明通缩风险依然存在。

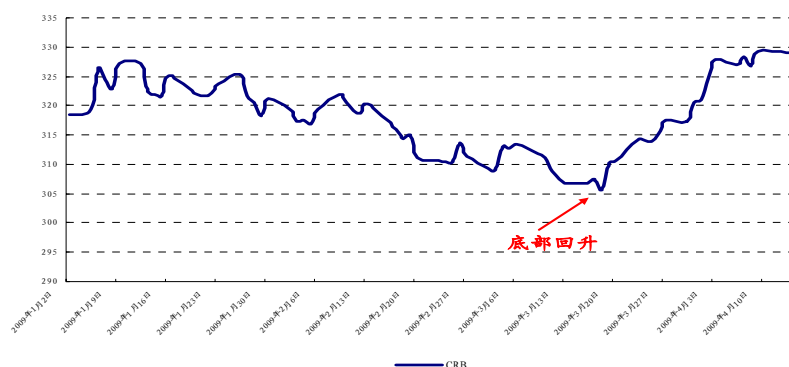
图1 生产与消费价格走势分化



数据来源: Wind 上海证券研究所

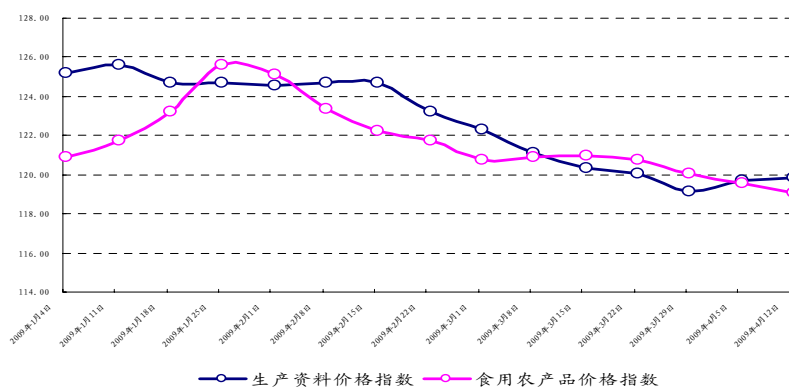
自3月下旬起，国际大宗商品价格迅速回升（图2），目前已高于年初水平。受此影响，预计后期RMPPI同比降速会趋缓。从商务部对生产资料和食用农产品价格的监测情况看，4月份的前两周二者走势分化，生产资料价格连续两周走高，而食用农产品价格连续两周走低。由此预计后期PPI同比降速也会有所减缓，而CPI继续环比下降，三大指数仍然会在负区间运行。

图2 3月下旬起大宗商品价格底部回升



数据来源: Bloomberg 上海证券研究所

图3 4月前两周生产资料与农产品价格走势各异

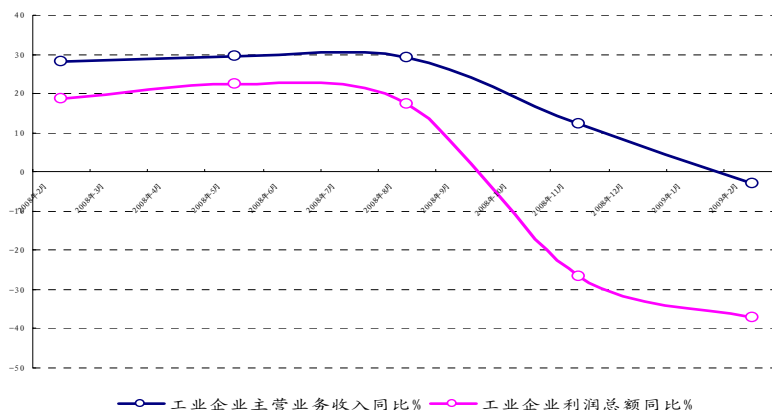


数据来源: 商务部 上海证券研究所

二、关注价格下行期的企业盈利情况

在价格下行期内, 价格和需求的双降必然带来工业企业营业收入的萎缩, 同时前期的高库存和产能扩张又导致现期的利润缩水。我们依旧提示, 继续高度关注价格下行期的工业企业盈利状况, 在需求恢复较慢的情况下, 后期工业企业盈利能力的恢复主要取决于库存的消耗以及过剩产能的摧毁。未来微观企业盈利恢复滞后于宏观经济增长的表现可能会对市场走势产生影响。

图 4 价格下行期工业企业盈利情况堪忧



数据来源：统计局 上海证券研究所

三、继续为宽松的货币环境创造条件

如前所述，我们预计三大价格指数后期仍会在负区间运行，通缩风险仍旧没有消除，这就为继续保持宽松的货币环境营造了空间。货币供应快速增长带来的通货膨胀并不是马上就能发生的事情，目前货币政策的重点依然聚焦于配合积极的财政政策来保证经济增长目标的实现。当前我国货币环境依然非常宽松，由于信贷投放会呈现前高后低的局面，因此货币政策将关注于如何在后期信贷投放减少情况下维持 M2 的增速不致大幅降低。由于我国利率市场化程度不够，利率在调节流动性方面的效果非常有限，我国货币政策的中介目标是货币供应量，因此，我们认为后期货币政策在降低存款准备金率以及超额存款准备金利率方面有更多地调整空间。这也延续了我们前期报告的观点。

分析师承诺

分析师 李剑峰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。