

中国固定收益证券

物价研究

第一创业固定收益研究组

分析师: 李怀军

电话: 010-68059680

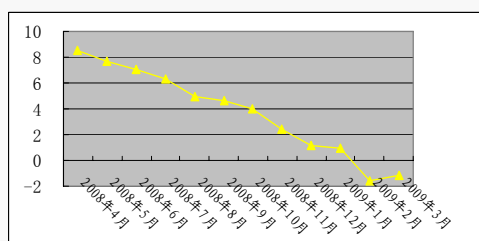
邮件: lihuaijun@fcsc.cn

4 月 CPI 同比回落至-1.5%

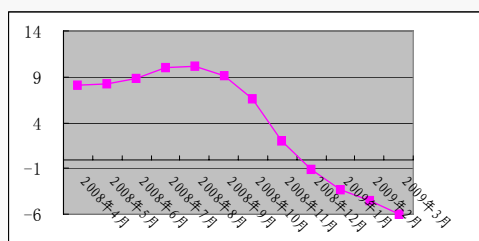
上月和本月物价变化

CPI 同比增长 (%)	
2009 年 3 月	-1.2
2009 年 4 月	-1.5
PPI 同比增长 (%)	
2009 年 3 月	-6.0
2009 年 4 月	-6.2

一年来的 CPI 同比走势



一年来的 PPI 同比走势



相关报告

巨额货币供给冲击即将作用于产出——对 2009 年一季度宏观经济数据的回顾和展望 (2009.4.16)

投资要点:

- 我们预测 2009 年 4 月 CPI 同比上涨-1.5%。其中,食品价格同比上涨-1.4 个百分点,对 CPI 贡献-0.5 个百分点;非食品价格同比上涨-1.5 个百分点,对 CPI 贡献-1.0 个百分点。从月环比看,2009 年 4 月 CPI 环比为-0.2%。另外,我们预测 4 月 PPI 同比上涨-6.2%, 环比为 0.5%。
- 综合商务部、统计局和农业部的监测结果,对食品零售价而言,在 4 月前三周之前的平均价较 3 月平均价,水果和鸡蛋的价格上涨,而肉类、食用油和蔬菜的价格下跌。对工业品出厂价而言,成品油和有色金属的价格上涨,而钢材和化工产品的价格下跌。
- 在一个经济周期的复苏阶段,一般而言,只有下游指数比上游指数回升得更快,才能使投资者有利图,才更有利于经济的复苏;而也正是由于上游指数的上涨快于下游之后,导致经济的减速。
- 从同比上看,在 08 年 5 月 PPI 上涨幅度超过 CPI 后,经济出现了明显的回落;而在 08 年 12 月 PPI 回落幅度超过 CPI 后,市场的预期逐渐好转,认为经济会见底回升的。但从环比上看,目前上游指数比下游指数回升得更快对经济复苏不利。
- 从实证研究上看, M2 - M1 与 CPI 呈反向关系,说明 M2 - M1 这部分货币并没有进入流通领域或进入流通领域也只作用于产出,与物价指数的涨跌关系不大。目前由信贷爆发性增长所导致的货币供应量的快速增加,所造成的货币供给冲击并没有反映在物价之上。
- 从货币作用的先后次序看,由于投机者最为敏感,因而资本市场应最先反映货币供给的冲击,即股票价格应在实体经济好转之前就开始上涨;而只有在人们改变对经济前景的预期后,货币供给的扩张才开始作用于产出;而只有当产出上升到潜在经济增长水平之上时,货币供给的冲击才会体现在物价上。
- 对于未来物价的走势,我们预测由于最近的猪流感疫情和进口大豆的冲击,猪肉和食用油价格仍将回落,未来几个月的 CPI 仍将在低位徘徊。而由于国际原油价格在低位徘徊,使石油勘探投资严重不足,一旦经济预期好转,油价的上涨是可以预期的。而油价对于 PPI 的影响巨大,因而我们预期 PPI 在未来的回升也是可以预期的。



■ 上月物价指数回顾

从同比上看，09 年 3 月各物价指数的走势是涨跌互现，下游指数比上游指数回升更快。图 1 显示，反映上游的工业品出厂价格（PPI）同比，由 09 年 2 月的-4.5%下跌到 2 月的-6.0%，回落 1.5 个百分点；反映中游的企业间商品批发价格（CGPI）同比，由 09 年 2 月的-6.0%下跌到 3 月的-6.6%，回落 0.6 个百分点；而反映下游的居民消费价格（CPI）同比，由 09 年 2 月的-1.6%上涨到 3 月的-1.2%，回升 0.4 个百分点。

但从环比上看，恰恰相反，上游指数比下游指数回升的更快。从图 2 中，我们可以看出，09 年 3 月 PPI 的环比为-0.3%，是自 08 年 11 月以来的连续第四个月回升；3 月 CGPI 的环比为 0.2%，是自 08 年 8 月以来首次出现正值；而 3 月 CPI 的环比为-0.3%，而 1 月和 2 月都为正值，但这里面有春节因素的影响。因此，如果剔除季节性因素的影响，各物价的环比总体是上升的。

图 1 从同比看下游指数比上游指数回升得更快

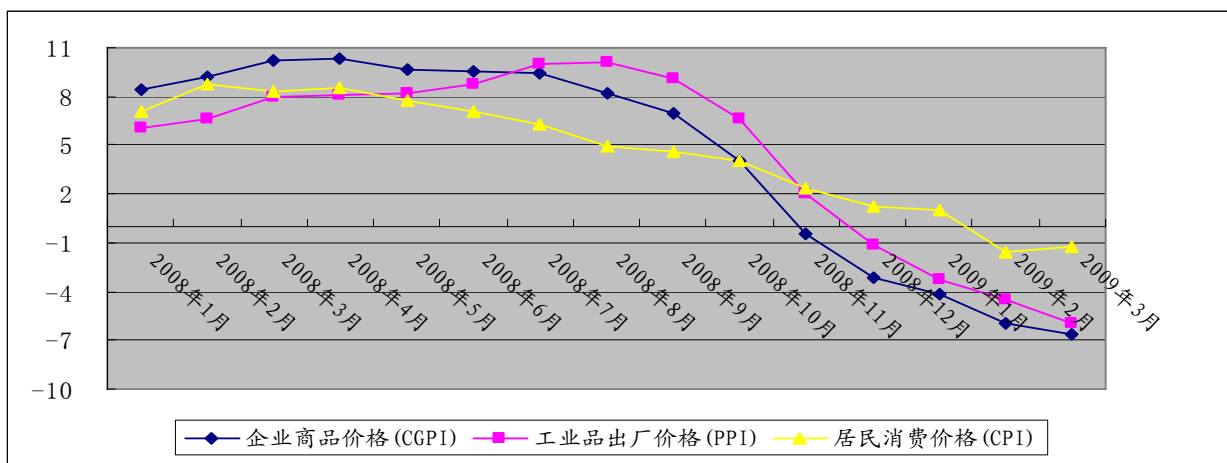
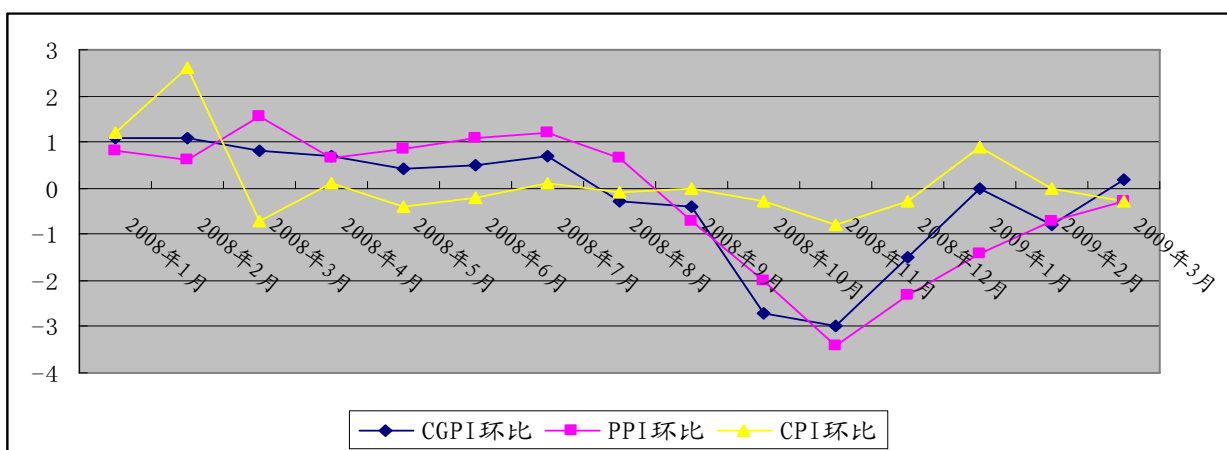


图 2 从环比看上游指数比下游指数回升得更快



资料来源：国家统计局和中国人民银行 第一创业整理

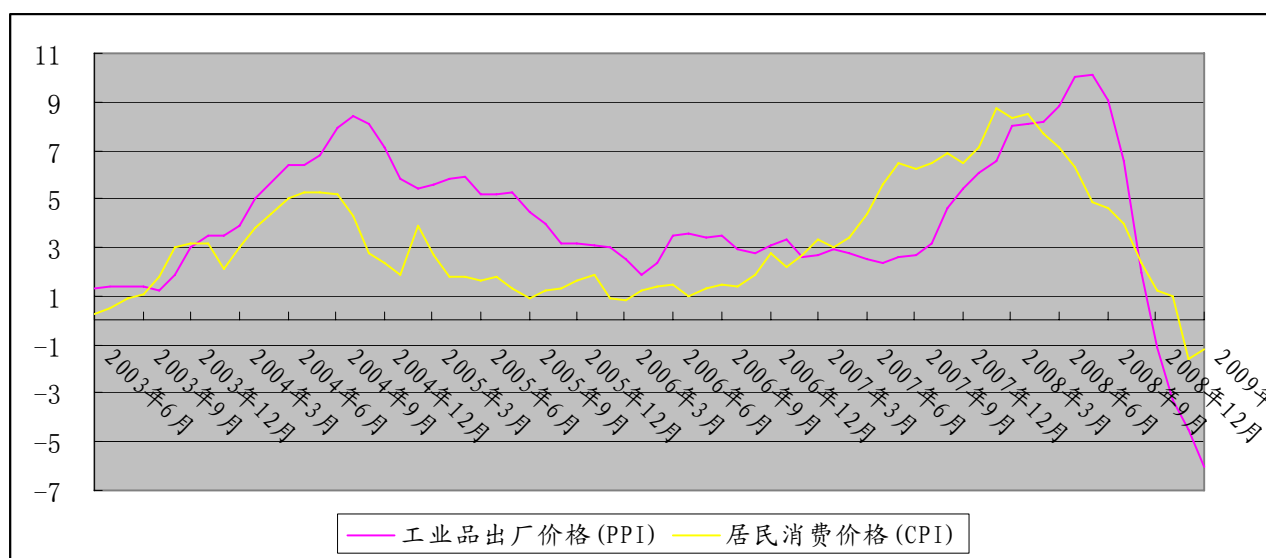


■ 物价形势评述

经济周期中上下游指数的关系

在一个经济周期的复苏阶段，一般而言，只有下游指数比上游指数回升得更快，才能使投资者有利图，才更有利于经济的复苏；而也正是由于上游指数的上涨快于下游之后，导致经济的减速。在图 3 中，我们也可以看出 CPI 和 PPI 的关系基本上符合以上判断。在 08 年 5 月 PPI 上涨幅度超过 CPI 后，经济出现了明显的回落；那么在 08 年 12 月 PPI 回落幅度超过 CPI 后，经济是否有望见底回升呢？至少现在大家的预期是经济会见底回升的。但从环比上看，上游指数比下游指数回升得更快对经济复苏不利。

图 3 从 CPI 和 PPI 看上游指数的涨跌皆滞后于下游指数



资料来源：中国人民银行和国家统计局 第一创业计算整理

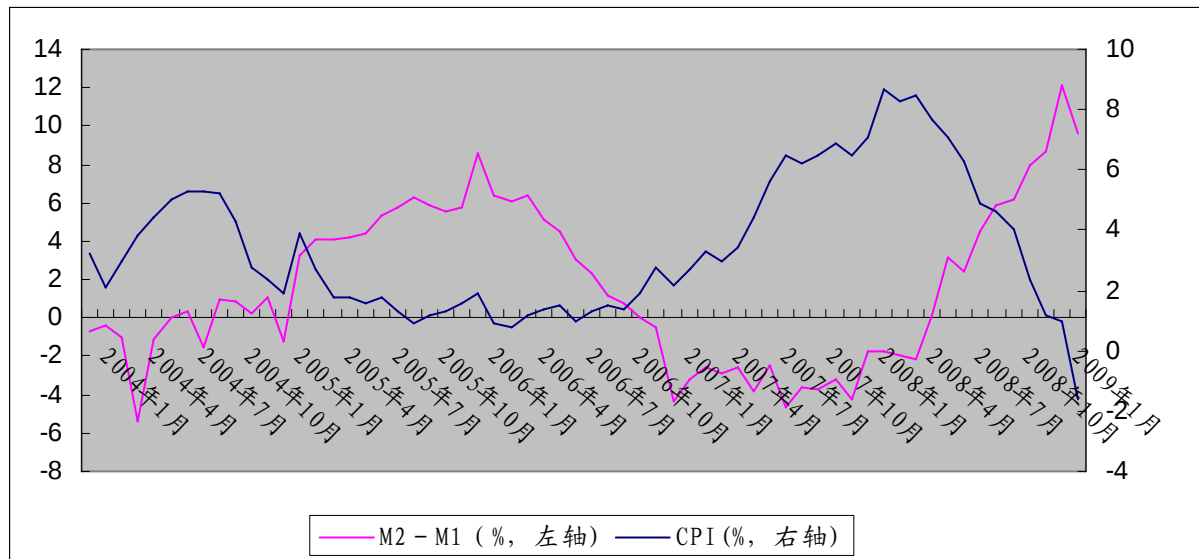
M2 - M1 流向何处？

从定义上看，M1 是通常所说的狭义货币量，流动性较强；M2 是广义货币量，M2 与 M1 的差额是准货币，流动性较弱。从图 4 中，我们还发现，当 M2 与 M1 增速之差与 CPI 呈反向关系。这说明，M2 - M1 这部分货币并没有进入流通领域或进入流通领域也只作用于产出，与物价指数的涨跌关系不大。

由货币交易方程式 $MV = PY$ 推出 $M = PY/V$ 看，如果 M 的增长没有表现在物价指数的上涨上，最终 M2 - M1 的流向只有三条：一是流向实体经济只作用于产出，具体表现为 GDP 的增长；二是停留在银行体系内，具体表现为货币流通速度 V 的减慢；三是流向资本市场，具体表现有股市和债市的上涨。



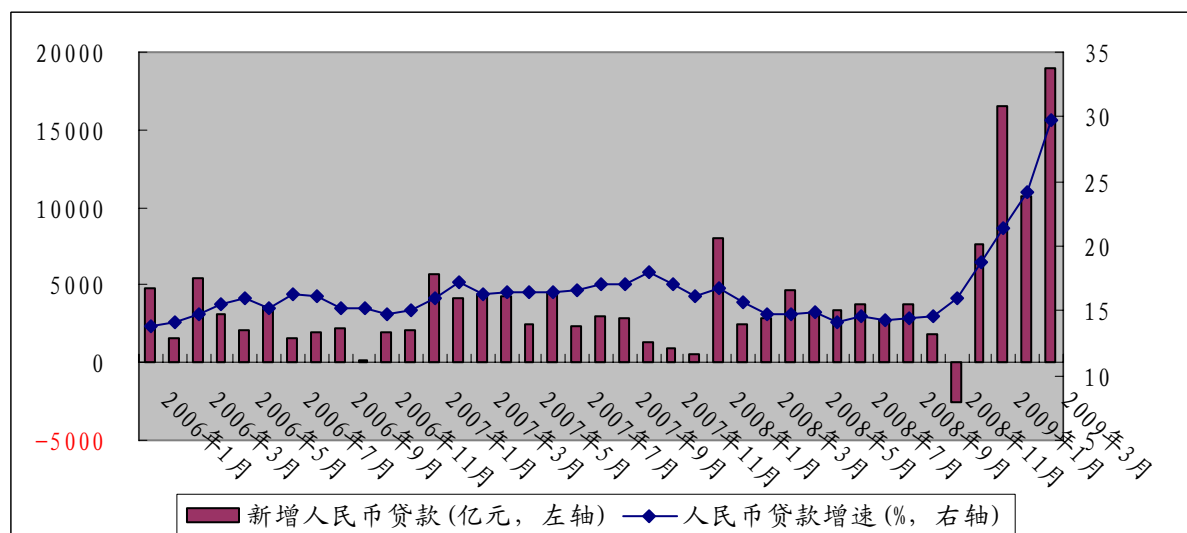
图4 M2 - M1 与 CPI 的呈反向关系



资料来源：中国人民银行和国家统计局 第一创业计算整理

从货币作用的先后次序看，由于投机者最为敏感，因而资本市场应最先反映货币供给的冲击，即股票价格应在实体经济好转之前就开始上涨，股市的这种领先性质是被中外很多次经济周期所证实的。而只有在人们改变对经济前景的预期后，货币流通速度开始上升后，货币供给的扩张才开始作用于产出；而只有当产出上升到潜在经济增长水平之上时，货币供给的冲击才会体现在物价上。

图5 今年以来信贷的爆发性增长使货币供应量大增造成货币供给冲击



资料来源：中国人民银行 第一创业证券计算整理

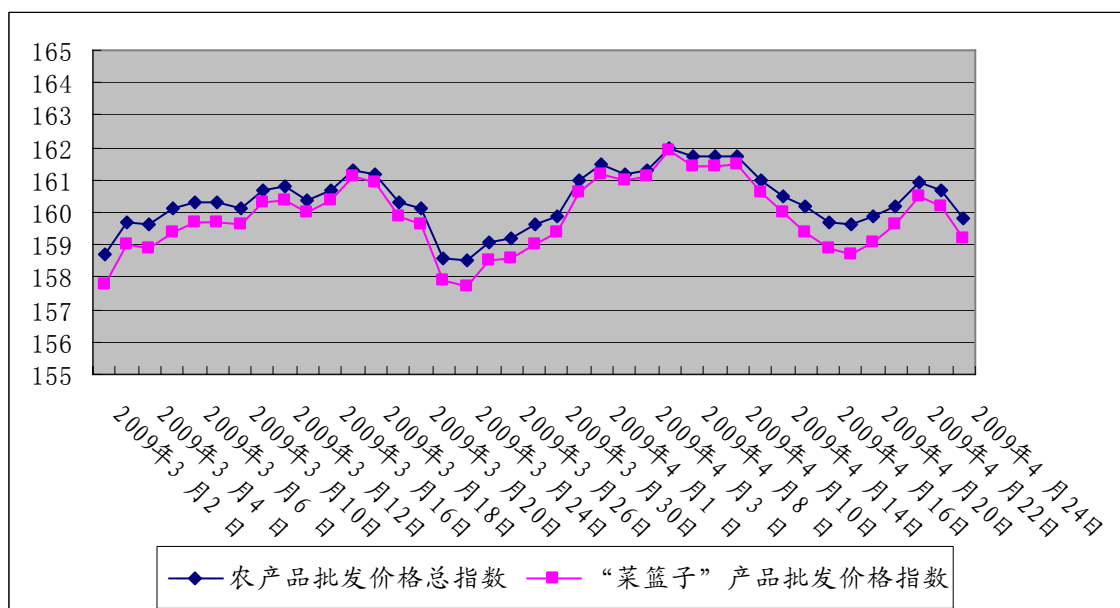


■ 09 年 4 月物价指数的预测

CPI 同比：由上月的-1.2%回落到本月的-1.5%

从农业部 2009.3-2009.4 月的“全国农产品批发价格指数”日度定基比走势图中，我们可以看出，2009 年 4 月该指数与 2009 年 3 月相比有轻微幅度的上涨(图 5 所示)。具体而言，2009 年 4 月 25 日之前的农产品批发价格总指数和“菜篮子”产品批发价格指数，较 2009 年 3 月均有 0.5%的上涨幅度。

图 5 农业部“全国农产品批发价格指数”2009.3-4 月定基比价格走势图



资料来源：中国农业信息网 第一创业整理

但在商务部监测的 11 个食品品种中，在 4 月前三周之前的平均价较 3 月平均价，是跌多涨少，有 8 个下跌、3 个上涨。具体而言：在下跌的品种中，蔬菜类的跌幅最高，达到了-7%（这与农业部的监测有很大不同，其“菜篮子”指数未见如此大的跌幅），肉类和食品油次之，分别为-1.8%和-1.4%；在上涨品种中，水果的涨幅最高，达到 5%，蛋类有 1.2%左右的上涨；其它品种的涨跌幅均不大，均不超过正负 0.5%。

从统计局监测的 50 个城市主要食品价格变动情况看，4 月 20 日之前的平均价较 3 月平均价，上涨品种中：水果有 10%左右的上涨，鸡蛋有 3%左右的上涨，水产品有 1-2%的上涨；下跌的品种中：猪肉有 7%左右的下跌，食用油有 2-3%的下跌，蔬菜各品种涨跌不一，但还是跌多涨少，总体呈下跌状态；其它品种的涨跌幅均不大。因此，从总体上看，虽然涨跌幅差异较大，但上涨和下跌的品种与商务部监测的结果差不多。

因此，考虑到各品种在 CPI 食品大类中所占的权重，我们预测 2009 年 4 月 CPI 中食品环比为-0.7 个百分点，同比上涨-1.4 个百分点，对 CPI 环比贡献-0.5 个百分点。

2001-2008 年 4 月的非食品价格平均值为 0.2%，考虑到上个月成品油出厂价格的



上调以及其它非食品价格的变动情况，我们预计 2009 年 4 月核心 CPI 环比为 0.1 个百分点，同比上涨-1.5 个百分点，对 CPI 环比贡献-1.0 个百分点。

综合食品和非食品因素，我们预计 2009 年 4 月 CPI 同比上涨-1.5 个百分点，环比为-0.2 个百分点。

对于未来几个月 CPI 的走势，我们预测由于受到猪流感疫情的影响，猪肉价格还会继续下跌；而由于进口大豆和进口菜籽油的数量较去年同期有大幅度的上升，受低价的国际产品价格的冲击，食用油价格也将继续走低。因此，未来几个月的 CPI 仍会在低位徘徊。

PPI 同比：由上月的-6.0%回落到本月的-6.2%

从统计局对部分重点企业工业品出厂价的监测情况看，进入 2009 年 4 月，国内钢材价格继续上月的跌势，但跌幅有所缩小。受国际大宗商品价格回暖的影响，4 月国内的铜、铝、锌等有色金属较上月有 10-20%的较大涨幅；从成品油看，受上月调价的影响有 5%左右的涨幅；煤炭价格与上月基本持平；而 4 月化工产品、特别是乙烯的出厂价格较上月有 20%的较大跌幅。

考虑以上因素，我们预计 4 月 PPI 的环比上涨 0.5 个百分点，而根据我们的计算，PPI 去年同期的环比为 0.7 个百分点。因此，我们预测 2009 年 4 月 PPI 同比上涨-6.2%左右。

对于未来 PPI 的走势，我们预测国际原油价格在低位徘徊，使石油勘探投资严重不足，一旦经济预期好转，油价的上涨是可以预期的。而油价对于 PPI 的影响巨大，因而我们预期 PPI 在未来的回升也是可以预期的。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120