

宏观研究

报告原因：数据点评

2009年6月10日

宏观研究小组

执笔人：伊磊

TEL: 010-82190396

E-mail: yilei@sxzq.com

CPI 数据

项目%	4月	3月	去年同期
CPI	-1.4	-1.5	7.7
新涨价因素	0.09	0.39	2.8
翘尾因素	-1.5	-1.9	4.9
食品	-0.6	-1.3	19.9
非食品	-1.7	-1.5	1.7
城市	-1.5	-1.1	7.3
农村	-1.0	-0.3	8.5

PPI 数据

项目%	4月	3月	去年同期
PPI	-7.2	-6.6	8.22
原、燃、动	-10	-7.1	11.86
生产资料	-8.8	-9.6	9.19
生活资料	-1.9	-1.7	5.11

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

物价需关注环比走势，货币型通胀或不久来临

——09年5月CPI、PPI数据点评

宏观研究/中国经济

主要观点：

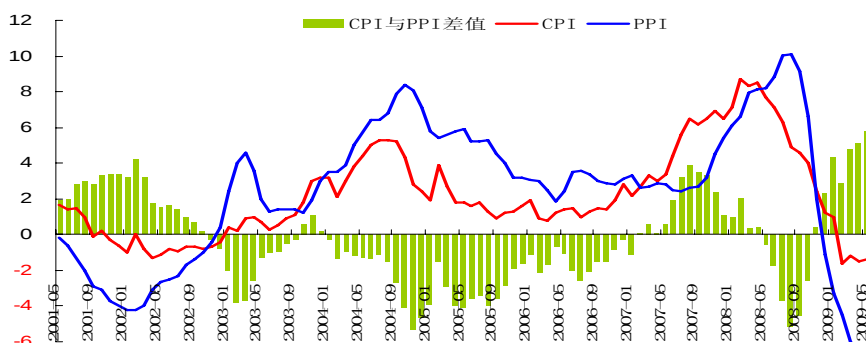
● **CPI 连续四个月为负值，食品价格成主导下降因素。**本月CPI数据符合我们的预期判断，同比数据总体呈现跌幅趋缓的走势。翘尾因素是拉低CPI的主要原因，但影响作用在逐渐减弱。从农业部的数据来看，农产品和菜篮子价格有所上扬，我们需要重点关注猪肉等食品价格下跌的影响，我们预计随着猪肉存栏量在四季度的减少，猪肉价格或有反弹。受翘尾因素减弱影响，四季度CPI同比增速或将恢复正的增长。

● **PPI 连续六个月负增长，未来将低位震荡上行。**本月PPI继续大幅度的下降较为出乎我们的预期。我们认为生产资料价格的同比继续大幅度下降是导致PPI下降的主要原因，但随着原料工业出厂品价格的上涨，或推高下月生产资料价格。5月份CRB指数显著上涨，我们预计6月份购进价格指数将率先企稳，最终传导至PPI的反弹。

● **宽松的货币供应终将推动物价走高，关注CPI与PPI差值。**前5个月新增贷款或达6万亿，贷款余额增速也创新高，我们认为宽松货币政策将减缓通缩压力，尽管预计未来数月新增贷款或有所减缓，但持续投放的货币供应将增加在年底通胀的压力。5月份CPI与PPI之差达到5.8之高，PPI回落速度继续快于CPI，中下游企业成本压力继续减轻，企业利润空间拉大，我们预计工业增加值增速将会在5月份继续出现反弹。

● **货币政策处于微妙阶段，短期下调利率和准备金率可能性仍较大。**CPI连续四个月为负值，PPI也连续六个月为负增长，近期欧元区虽然维持了1%的利率政策，但我们认为低利率已经成为刺激经济增长的必要手段，在连续5个月利率没有调整的情况下，物价继续连续下滑是降息的较好时机。

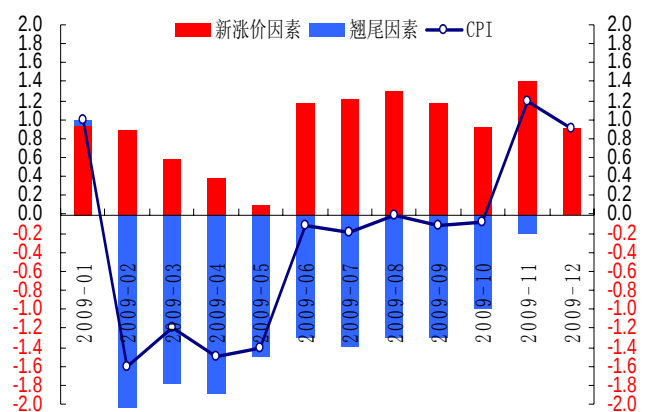
CPI与PPI走势（2001-2009）



CPI 连续四个月为负值，食品价格成主导下降因素

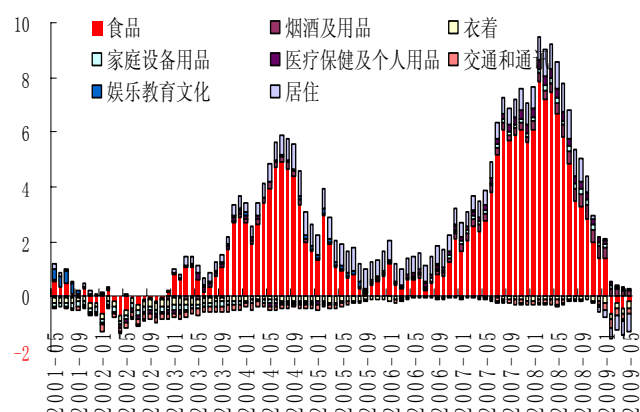
5 月份，居民消费价格总水平同比下降 1.4%。其中，城市下降 1.5%，农村下降 1.0%；食品价格下降 0.6%，非食品价格下降 1.7%；消费品价格下降 1.4%，服务项目价格下降 1.3%。从月环比看，居民消费价格总水平比 4 月份下降 0.3%；食品价格下降 0.6%，其中鲜菜价格下降 7.1%，鲜蛋价格上涨 2.0%。

图 1：CPI 新涨价及翘尾因素 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

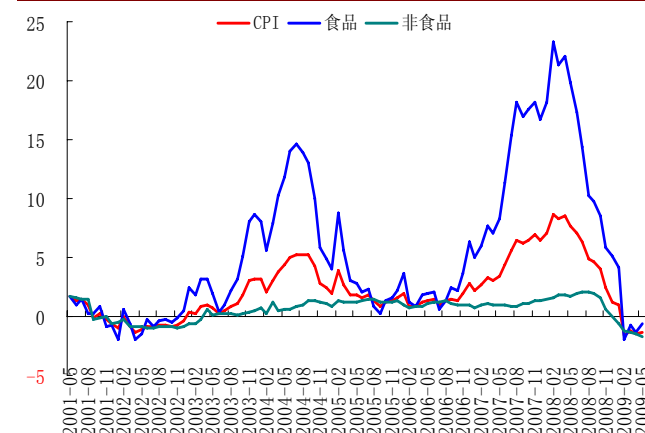
图 2：各构成项目对 CPI 拉动因素 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

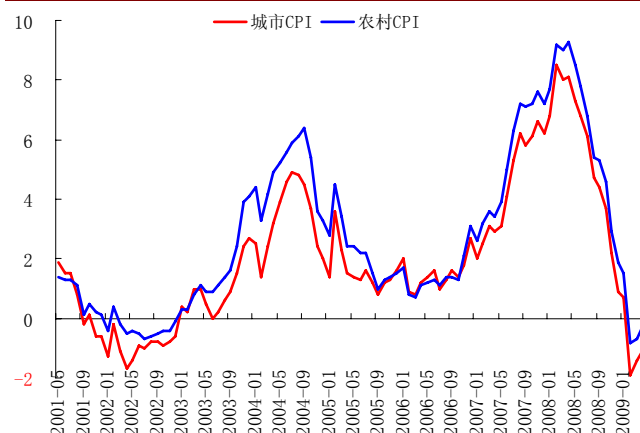
本月 CPI 数据符合我们的预期判断，同比数据总体呈现跌幅趋缓的走势。经我们测算，5 月份 CPI 新涨价因素为 0.09，翘尾因素为-1.49，翘尾因素是拉低 CPI 的主要原因，但影响作用在逐渐减弱，5 月份 CPI 环比下滑 0.3%，跌幅比上月有所加大。从项目构成上来分析，食品和居住价格下滑是拉动本月 CPI 下滑的主要因素，分别拉动-0.2 和-0.65 个点。

图 3：CPI 食品和非食品价格走势 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 4：CPI 城市与农村涨幅 (%)

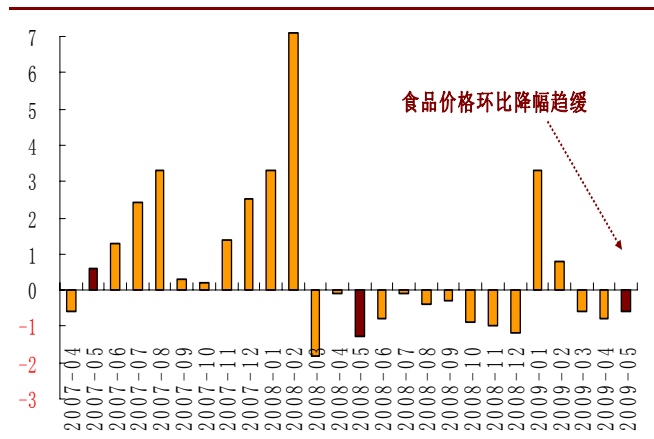


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

1-5 月份累计，居民消费价格总水平同比下降 0.9%。其中，城市下降

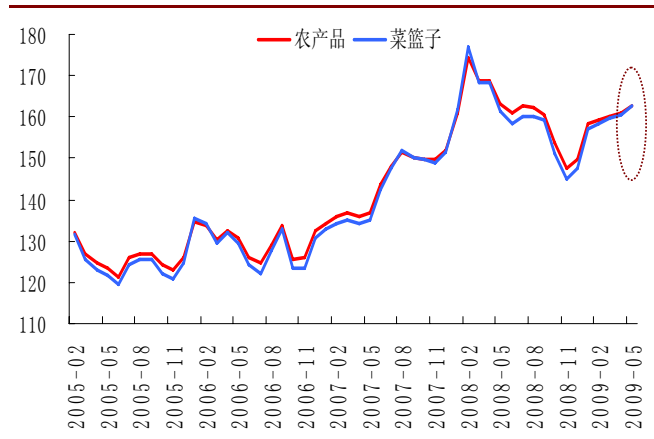
1.2%，农村下降 0.4%；食品类价格下降 0.1%，烟酒及用品类价格上涨 1.8%，衣着类价格下降 2.4%，家庭设备用品及维修服务价格上涨 1.5%，医疗保健及个人用品类价格上涨 1.1%，交通和通信类价格下降 2.5%，娱乐教育文化用品及服务类价格下降 0.7%，居住类价格下降 3.5%。

图 5：食品价格环比增长率（%）



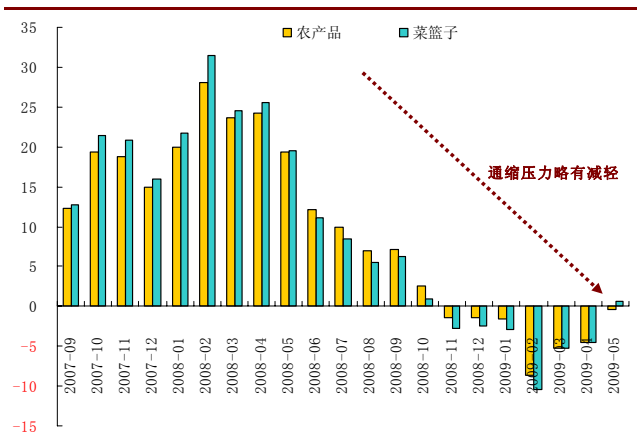
数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 7：农业部农产品和菜篮子批发价格定基指数



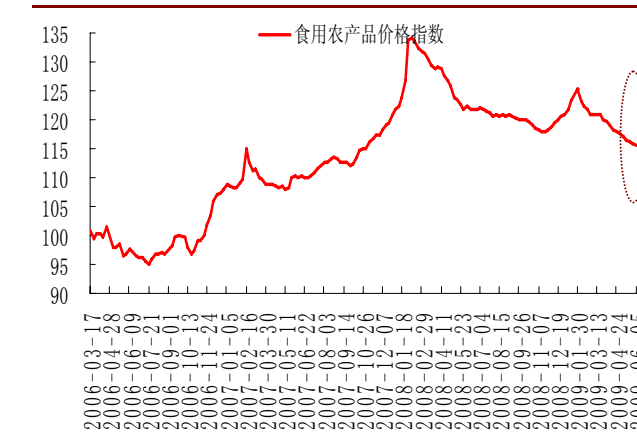
数据来源：农业部 山西证券研究所

图 6：农产品和菜篮子对 CPI 影响（%）



数据来源：农业部 山西证券研究所

图 8：商务部食用农产品价格定基指数



数据来源：商务部 山西证券研究所

食品类价格同比下降 0.6%。其中，肉禽及其制品价格下降 15.5%（其中猪肉价格下降 32.0%），鲜菜价格上涨 22.2%，粮食价格上涨 5.0%，油脂价格下降 23.1%，水产品价格上涨 0.9%，鲜果价格上涨 13.6%，鲜蛋价格上涨 3.4%，调味品价格上涨 3.8%。

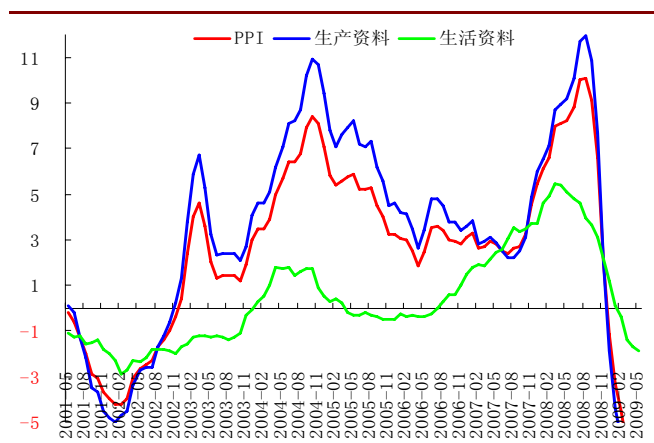
食品价格跌幅在 5 月有所放缓，其中 1-5 月，粮食价格环比分别上涨 0.2%、1.0%、1.5%、0.4%、0.8%，已经连续五个月上涨，从农业部的数据来看，农产品和菜篮子价格有所上扬，尽管与商务部食用农产品价格走势有所背离，但粮食价格走势必将传导到食品。我们需要重点关注猪肉等食品价格下跌的影响，我们预计随着猪肉存栏量在四季度的减少，猪肉价格

或有反弹。受翘尾因素减弱影响，四季度CPI同比增速或将恢复正的增长。

PPI 连续六个月负增长，未来将低位震荡上行

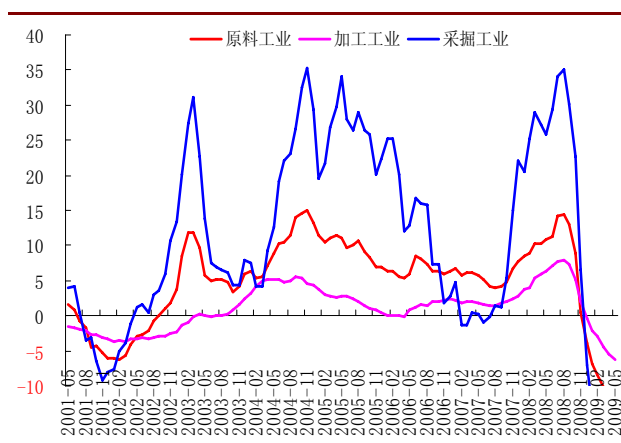
5 月份，工业品出厂价格同比下降 7.2%，原材料、燃料、动力购进价格下降 10.4%。1-5 月份累计，工业品出厂价格同比下降 5.5%，原材料、燃料、动力购进价格下降 8.2%。

图 9：PPI 生产资料和生活资料走势（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 10：PPI 生产资料子项目价格涨幅走势（%）

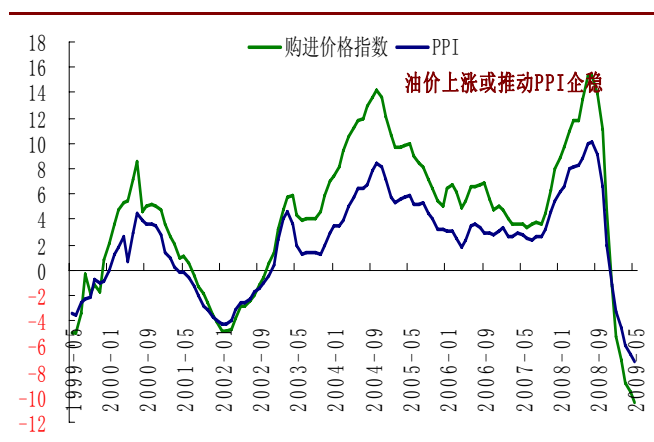


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比下降 8.8%。其中，采掘工业下降 21.8%，原料工业下降 10.9%，加工工业下降 6.2%。生活资料出厂价格同比下降 1.9%。其中，食品类价格下降 2.8%，衣着类价格下降 0.2%，一般日用品类价格下降 0.8%，耐用消费品类下降 3.0%。

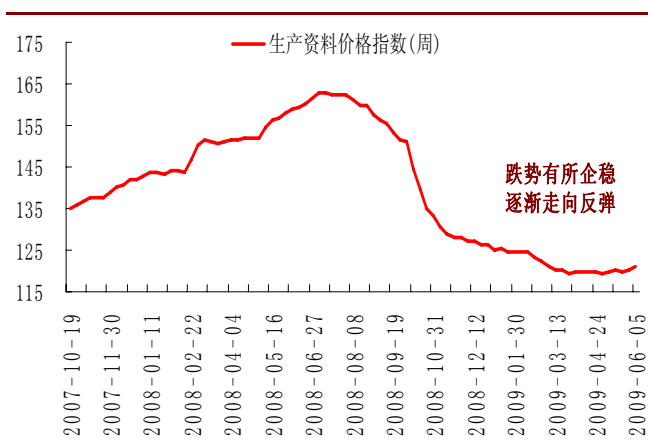
本月 PPI 继续大幅度的下降较为出乎我们的预期，我们认为生产资料价格的同比继续大幅度下降是导致 PPI 下降的主要原因，其中采掘工业工业出厂品价格继续大幅度下降趋势在短期还难以改变，但随着原料工业出厂品价格的上涨，或推高下月生产资料价格。

图 11：原材料、燃料、动力购进价格指数走势（%）



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 12：商务部生产资料价格指数

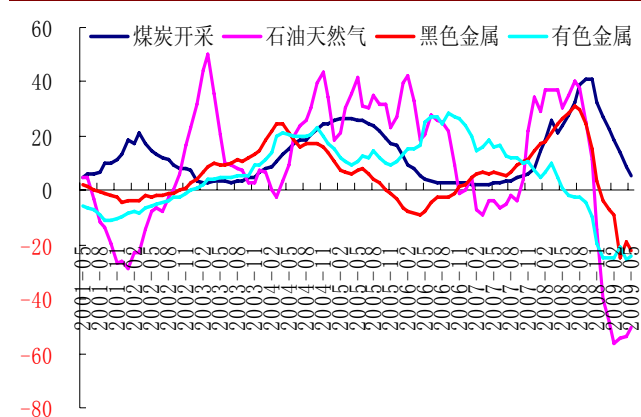


数据来源：商务部 山西证券研究所

在原材料、燃料、动力购进价格中，有色金属材料类、燃料动力类、黑色金属材料类和化工原料类购进价格同比分别下降 28.7%、14.5%、17.6% 和 9.8%。

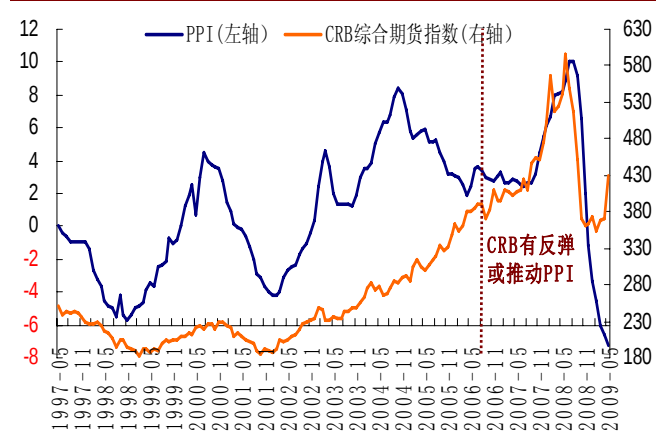
从环比来看，5 月份工业品出厂价格和原材料、燃料、动力购进价格分别比上月上涨了 0.1% 和 0.6%，由负转正以来已连续 2 个月上涨，从而终止了连续 7 个月的环比下降趋势。商务部的生产资料价格指数也逐步上扬，受两次燃油提价的影响，我们认为这将传导至下个月的 PPI。

图 13: PPI 按工业部门分同比涨幅 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 14: PPI 与 CRB 指数关系



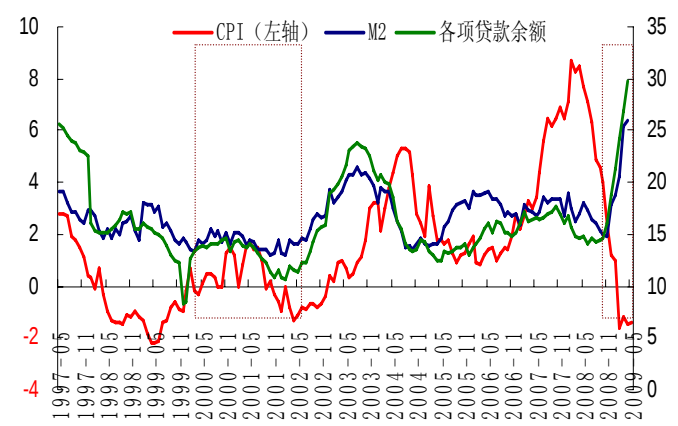
数据来源：Wind 山西证券研究所

原油出厂价格同比下降 50.6%。成品油中汽油价格上涨 4.7%，煤油和柴油价格分别下降 32.0% 和 11.2%。化工产品价格类中，顺丁橡胶同比下降 37.9%，聚苯乙烯价格下降 18.8%，涤纶长丝下降 14.4%。煤炭开采和洗选业出厂价格同比上涨 5.5%。其中，原煤出厂价格上涨 5.9%。黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比下降 22.4%。其中，普通大型钢材价格下降 28.1%，普通中型钢材下降 29.0%，普通小型钢材下降 22.8%，中厚钢板下降 34.0%，线材价格下降 31.3%。有色金属冶炼及压延加工业出厂价格同比下降 23.9%。其中，铝下降 20.0%，铅下降 32.4%，锌下降 37.4%，铜下降 38.2%。

5 月份石油和天然气开采、石油加工及炼焦、化学纤维、有色金属冶炼及压延加工等行业主要产品价格已连续 3 个月环比上涨，呈现出明显的回升态势。从 CRB 指数看，国内上游原材料价格基本上与代表国际大宗商品价格的 CRB 工业指数和综合指数走势一致，但 PPI 整体上有近一个月的滞后。5 月份 CRB 指数显著上涨，我们预计 6 月份购进价格指数将率先企稳，由大宗商品价格上涨带来的货币型输入通胀将推动 PPI 的反弹，最终传导至 CPI 的反弹。

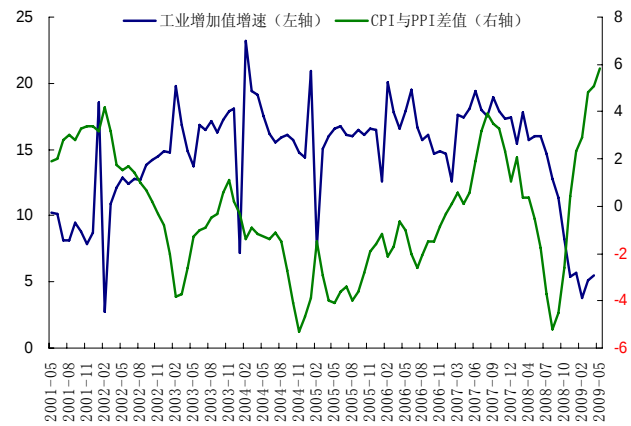
宽松的货币供应终将推动物价走高，关注 CPI 与 PPI 差值

图 15：货币供应量及信贷因素对 CPI 影响 (%)



数据来源：国家统计局 山西证券研究所

图 16：工业增加值增速和 CPI 与 PPI 差值关系 (%)

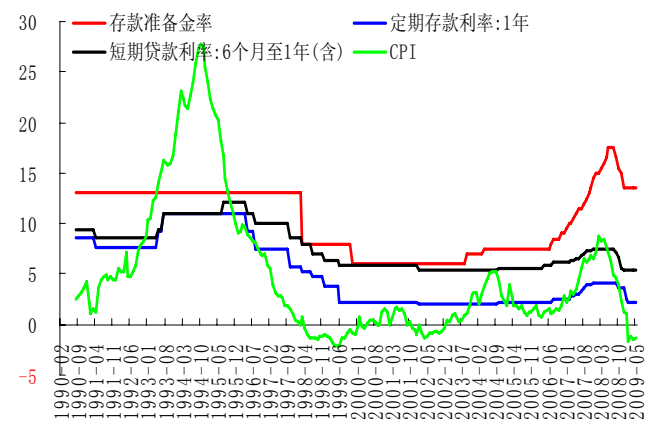


数据来源：国家统计局 山西证券研究所

前 5 个月新增贷款或达 6 万亿，贷款余额增速也创新高，我们认为宽松货币政策将减缓通缩压力，尽管预计未来数月新增贷款或有所减缓，但持续投放的货币供应将增加在年底通胀的压力。5 月份 CPI 与 PPI 之差达到 5.8 之高，PPI 回落速度继续快于 CPI，中下游企业成本压力继续减轻，企业利润空间拉大，我们预计工业增加值增速将会在 5 月份继续出现反弹。

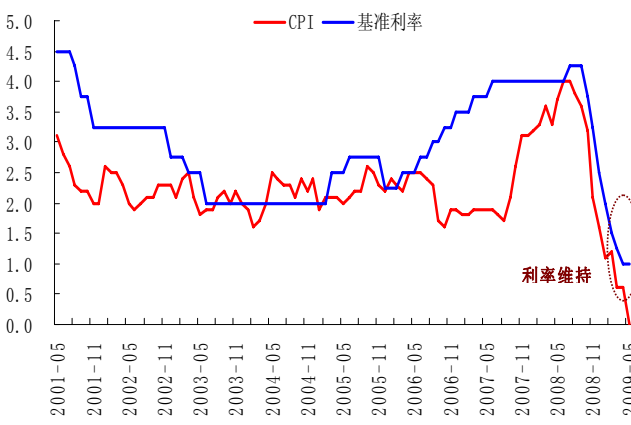
货币政策处于微妙阶段，短期下调利率和准备金率可能性仍较大

图 17：存贷款利率与 CPI (%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 18：欧元区利率及 CPI (%)



数据来源：Wind 山西证券研究所

CPI 连续四个月为负值，PPI 也连续六个月为负增长，近期欧元区虽然维持了 1% 的利率政策，但我们认为低利率已经成为刺激经济增长的必要手段，在连续 5 个月利率没有调整的情况下，物价继续连续下滑是降息的较好时机。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。