

CPI 快速上涨，政策调控压力增加

——09 年 12 月物价数据点评

2010 年 01 月 21 日

主要观点：

- 2009 年 12 月份 CPI 大幅上涨，同比增长 1.9%，全年累计降幅 0.7%。其中，食品上涨明显，涨幅 5.3%，其他的非食品、消费品和服务业也都出现上涨。在 8 大类消费品中，食品、烟酒、保健品和居住，其他四类下降。
- 12 月份 CPI 的较大涨幅主要来源寒潮导致农产品供应的相对短缺，翘尾因素的消失以及国际农产品价格上涨等因素。
- PPI 年内首次出现正增长，前期跌幅较大的采掘业大幅上涨 17.6%，原料业也上涨 3.6%，而加工业和部分消费品价格出现下跌。PPI 的上涨主要是生产复苏带来的需求回升促进了价格逐渐回归常态。
- 预计 2010 年的 CPI 涨幅明显。较高的翘尾因素、可能的“猪周期”、国际大宗农产品价格、上涨的 PPI 以及最根本的 M1 滞后效应等因素将推动 CPI 走高。在多种因素的作用下，CPI 涨幅有可能在一季度就突破 3%，而在 2 季度有可能到达 5% 的通胀临界水平。
- 上涨的 CPI 将给我国的政策实施带来较大压力，增加政策调控的难度。在前期的几次报告中，我们一直认为 2010 年中央政策调整的时机和时点主要是看实体经济（工业增加值增长、GDP 增长）和物价这两大类指标。GDP 增长超过 9%，CPI 增长超过 3% 将是政策加快调整的时间窗口。而从目前的数据看，这两项数据都将提前来临，如果 CPI 真的在一季度就突破 3%，在实体经济表现出较快增长的情况下，不排除央行加快货币收紧的步伐。

分析师：王国兵

TEL: 6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: winmcn@163.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20

邮 编：200002

根据统计局公布的数据，居民消费价格（CPI）12月份上涨1.9%。其中农村上涨2.1%，城市上涨1.8%，而食品上涨5.3%，非食品价格上涨0.2%，消费品上涨2.2%，服务项目上涨0.7%。八大类项目中，食品、烟酒、保健品和居住分别上涨5.3%、1.4%、2.2%和1.5%；而衣着、家庭设备用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务四类商品下降，降幅分别为：0.8%、1.1%、1.5%和0.3%。

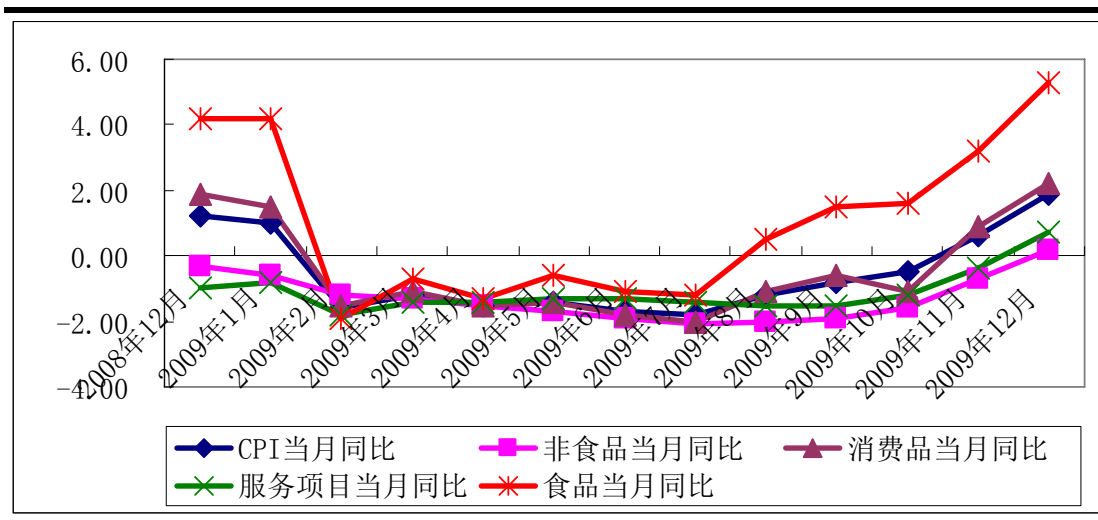
全年工业品出厂价格12月份由负转正，当月上涨1.7%。生产资料上涨2.0%，其中，采掘业上涨17.6%，原料工业上涨3.6%，加工业下降0.7%；生活资料0.8%，其中食品上涨2.6%，衣着上涨1.7%，一般日用品和耐用消费品分别下降0.4%和1.4%。全年工业品出厂价格下降5.4%，生产资料下降6.7%，其中采掘业、原料和加工业分别下降15.8%、8.1%和4.9%，生活资料下降1.2%，其中衣着上涨0.1%，食品、一般日用品和耐用消费品分别下降1.4%、0.8%和2.3%。

原材料燃料动力购进价格同比上涨3.0%，可其中有色金属类材料上涨17.1%，燃料动力商行10.5%，黑色金属和化工原料类分别下降6.7%和0.7%，全年累计同比下降7.9%。

全年居民消费价格（CPI）累计同比下降0.7%。其中，城市下降0.9%，农村下降0.3%。分类别看，八大类商品价格四涨四落：烟酒及用品上涨1.5%，医疗保健和个人用品上涨1.2%，食品上涨0.7%，家庭设备用品及维修服务上涨0.2%；居住下降3.6%，交通和通信下降2.4%，衣着下降2.0%，娱乐教育文化用品及服务下降0.7%。

一、食品价格上涨催生CPI加速上升

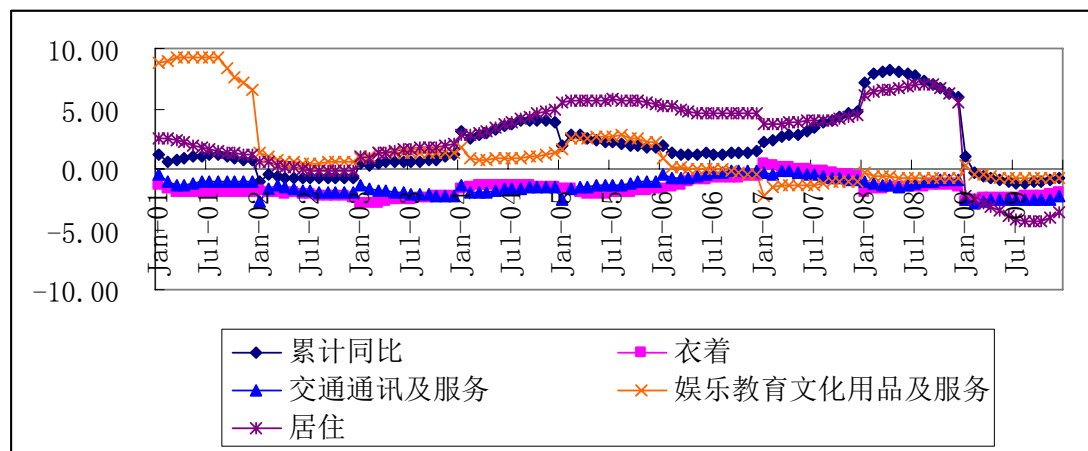
根据国家统计局公布的数据：居民消费价格（CPI）12月份上涨1.9%。CPI称整体上升态势，其中食品上涨5.3%，非食品价格上涨0.2%，消费品上涨2.2%，服务项目上涨0.7%。八大类项目中，有升有降，其中食品、烟酒、保健品和居住分别上涨5.3%、1.4%、2.2%和1.5%；而衣着、家庭设备用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务四类商品下降，降幅分别为：0.8%、1.1%、1.5%和0.3%。



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

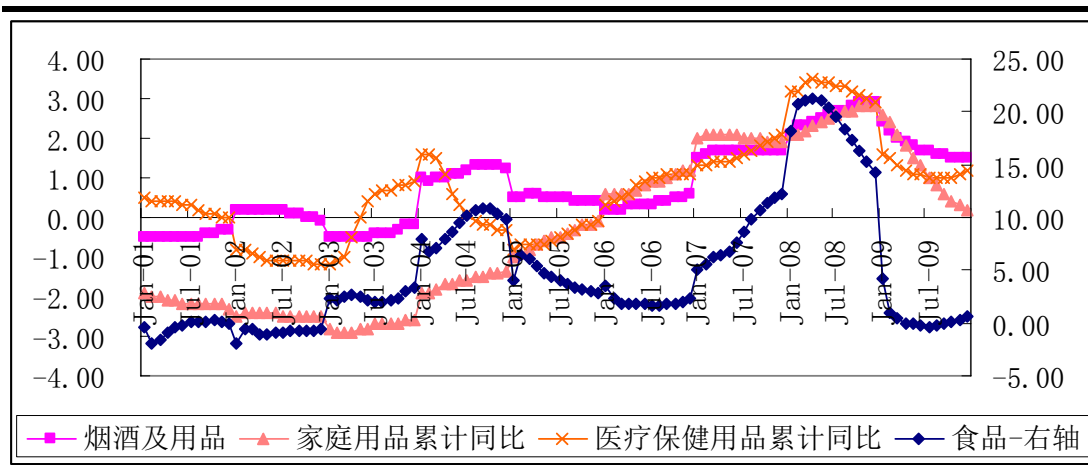
图 1：CPI 同比较大幅度上升

CPI 全年累计下降 0.7%，由于对其中烟酒、医疗保健用品、食品和家庭设备用品这四类商品全年累计上涨，是带动上涨的主要因素。而另外的居住、交通通讯、娱乐文化用品和衣着等四类消费品的价格全年累计下降，对物价上涨起到一定的抑制作用



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

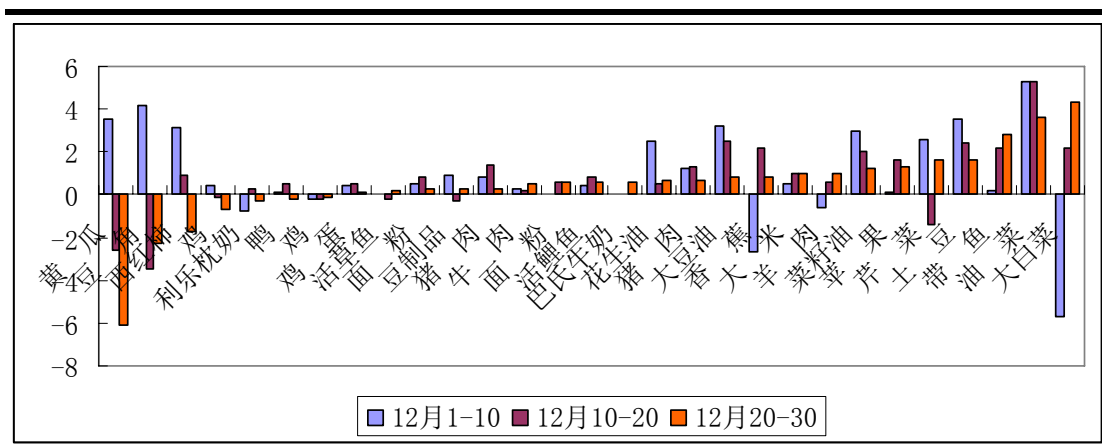
图 2：CPI 累计同比为负



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

图 3：烟酒食品等价格累计同比已是正增长

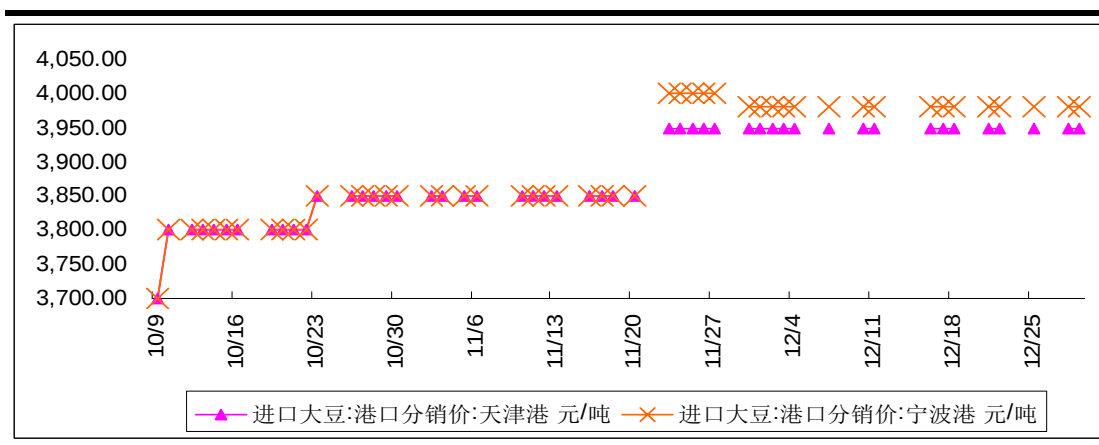
如同 11 月份的 CPI 转正诱因一样，CPI 大幅度回升并转为正增长主要来源是 12 月份的 CPI 上涨的直接原因来自于食品价格的上涨，而食品的价格上涨来自于“气候”造成的蔬菜等农产品供应的相对短缺。受到寒潮影响，我国大部分地区 12 月份的气温延续 11 月份的低温七天，气候变化使得冬季蔬菜等农产品供应受到影响。根据统计局公布的 12 月份每 10 天的食品价格，我们可以发现在 12 月份大部分的农产品价格，特别是绿色蔬菜价格持续上涨，尤其像油菜价格持续两期环比上涨 5%。而商务部公布的食品价格周环比数据中，虽然大部分商品环比下降，但是都基本保持正的上涨。占 CPI 最大权重的食品价格上涨无疑推动了 CPI 的整体上涨。



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

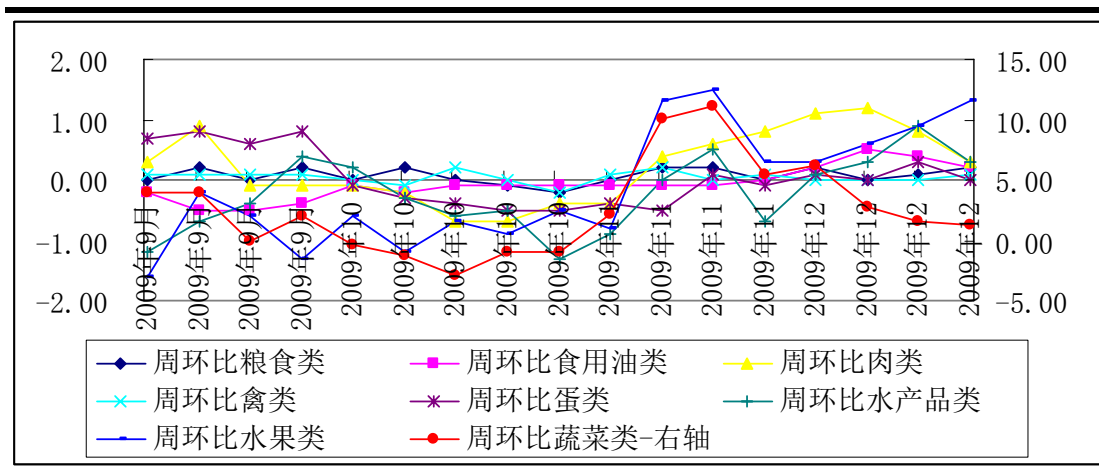
图 4：蔬菜等农产品价格上涨明显

同时，国际农产品价格的持续上涨也对我国的部分商品，特别是进口量比较多的大豆其价格形成拉动。从 10 月份开始，进口大豆价格就连续攀升，从 3700 元/吨已攀升到近 4000 元/吨。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

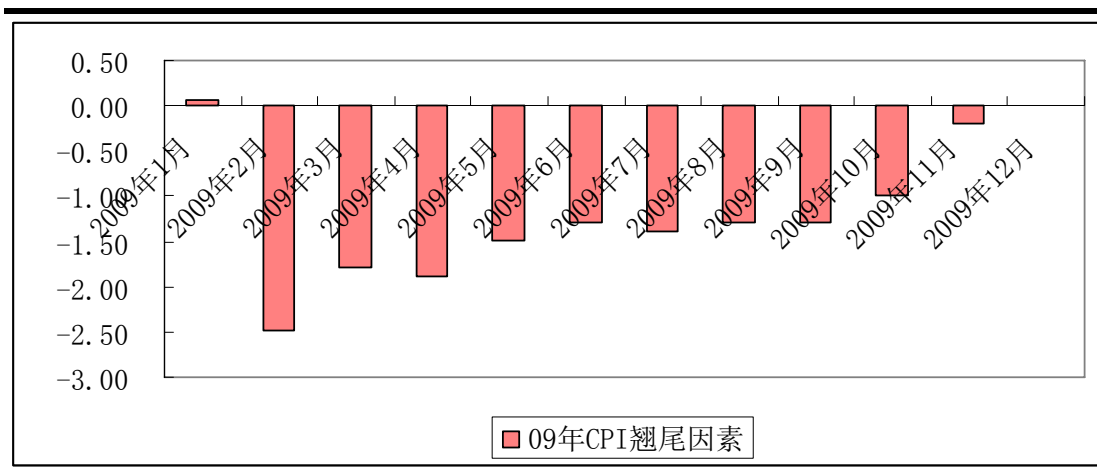
图 5：大豆的国际价格走高



数据来源：商务部，东北证券金融与产业研究所

图 6：各类食品价格环比上升

当然，12月份CPI的上涨也因为翘尾因素的消失，在2009年的前11个月，我国CPI的翘尾因素都是负的，其在一定程度上对新涨价因素起到抵消作用。而12月份，翘尾因素的这种作用消失，因此，物价的上涨比较明显。

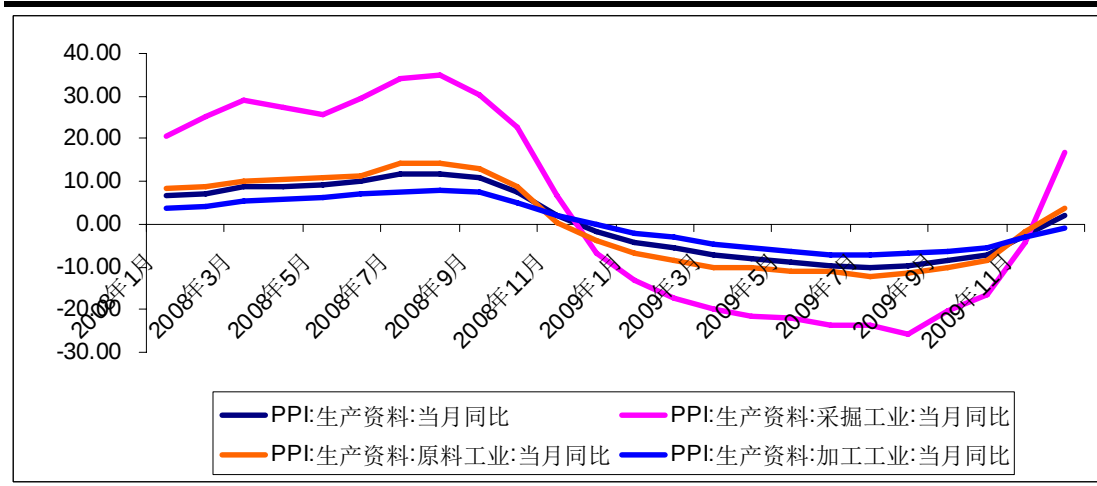


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 7: CPI 翘尾因素在 12 月份消失

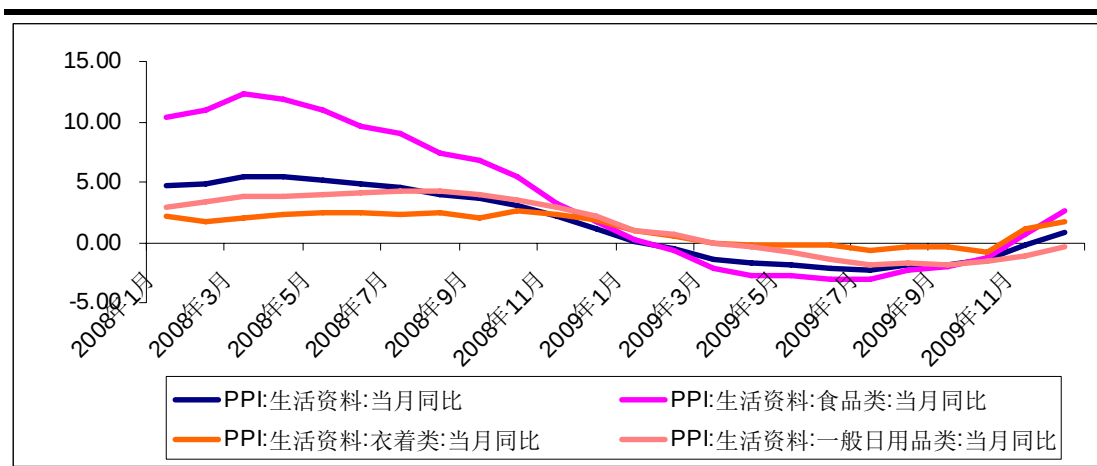
二、PPI 年内首次增长

12月份PPI出现年内同比首次增长，涨幅达到1.7%。最大的上涨因素来源于上游产品价格的回升，其中采掘业由于危机后曾大幅下降25%，随着经济的回暖和需求的上升，采掘业在12月同比上涨17.6%，同样原料工业也加速回升。而消费资料及与此关联度高的加工工业的出厂价格涨幅不是很淡，都在3%以内，像加工业和日用品及耐用品都出现了下降。



数据来源：WIND，国家统计局，东北证券金融与产业研究所

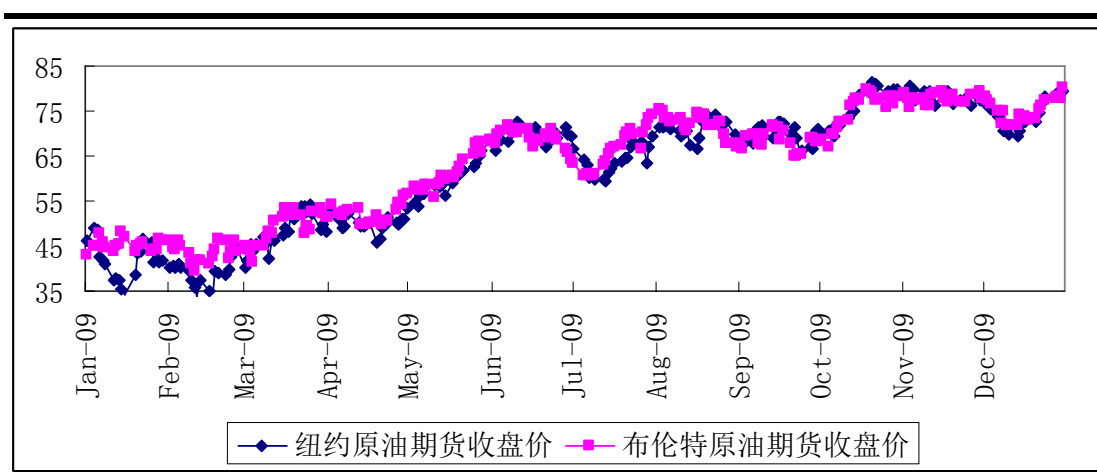
图 8: PPI 同比年内首次转正，采掘业升幅明显



数据来源：WIND，国家统计局，东北证券金融与产业研究所

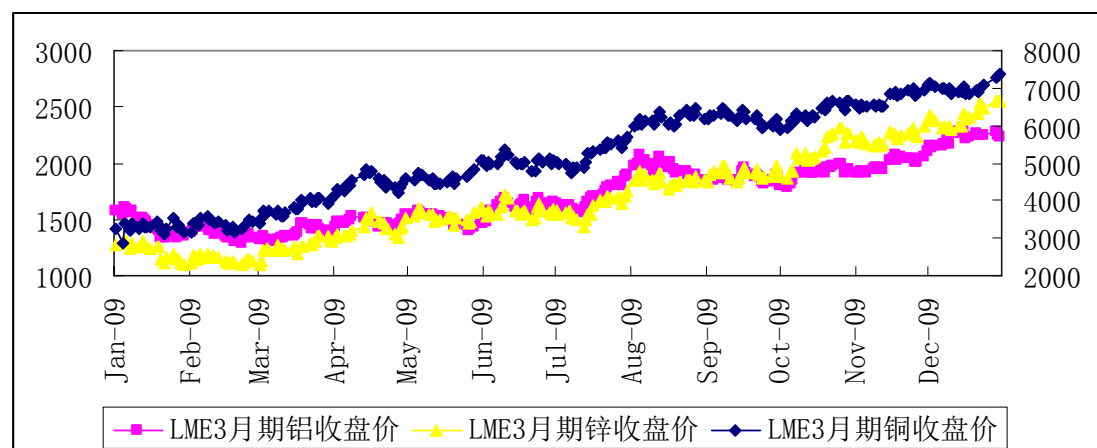
图 9：生活资料类涨幅相对较小

我国采掘业及原料也的大幅上涨与国际大宗商品价格的走势基本一致，在 12 月，原油价格回到 75 美元以上，而铜、锌、铝等主要金属产品的价格持续上升。由于我国此类大宗商品的进口量比较大，因此，国际大宗商品价格的持续上涨明显推动了国内相关商品的价格走势。



数据来源：天相投资顾问，东北证券金融与产业研究所

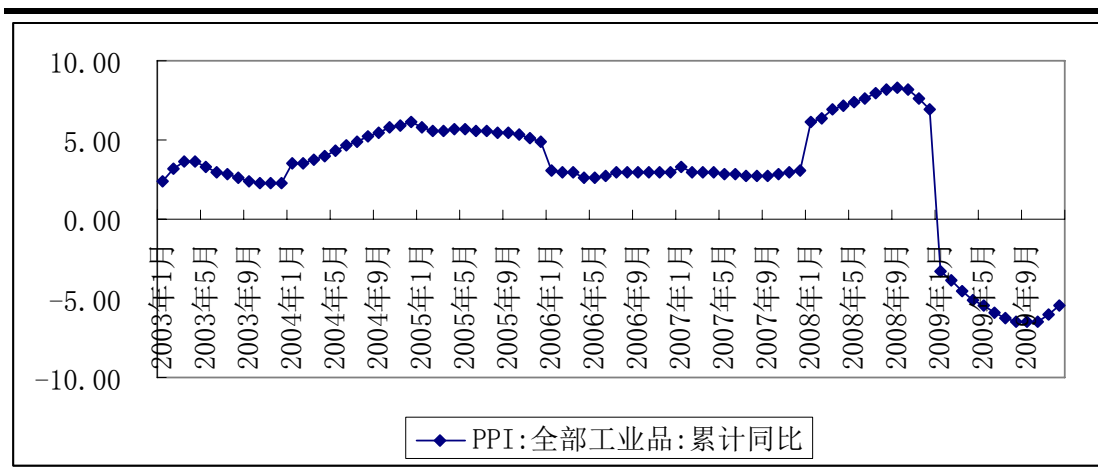
图 10：原油期货价格回升



数据来源：天相投资顾问，东北证券金融与产业研究所

图 11：铜、锌、铝等主要金属价格持续上涨

不过，从全年看，PPI 仍是下降，全年工业品出厂价格下降 5.4%，生产资料下降 6.7%，其中采掘业、原料和加工业分别下降 15.8%、8.1%和 4.9%，生活资料下降 1.2%，其中衣着上涨 0.1%，食品、一般日用品和耐用消费品分别下降 1.4%、0.8%和 2.3%。不过累计同比的向上趋势明显。预示明年的 PPI 将是上涨趋势。



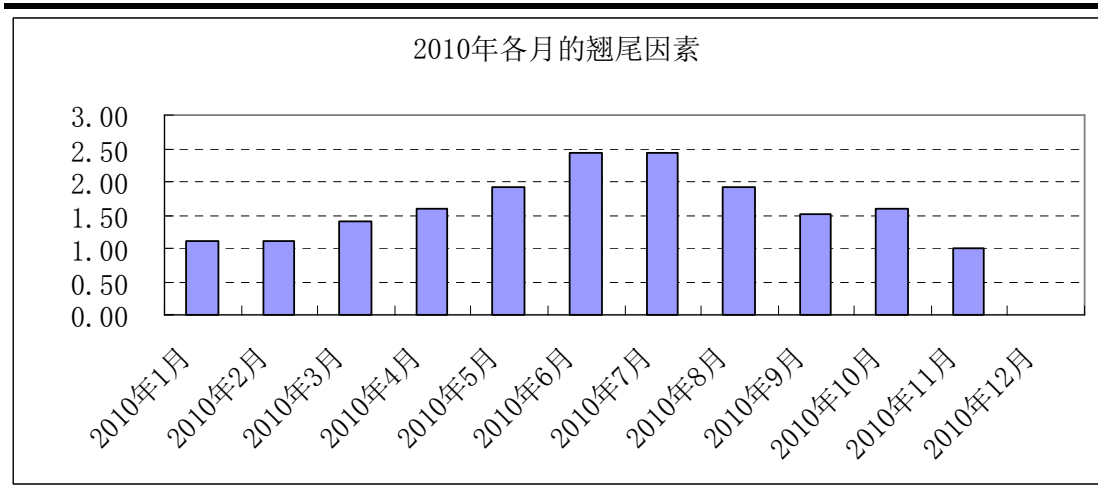
数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

图 12：PPI 累计同比为负

三、2010 年的物价上涨压力明显

1、翘尾因素

从 2009 年 7 月份以来，我国的 CPI 环比同比就基本保持增长态势，因此，2009 年对 2010 年的翘尾作用明显，经测算，2010 年的翘尾因素走势呈抛物线，将在 6、7 月份明显体现，将拉动 CPI 上涨 2.42 个百分点，而在三四季度出现回落，但总体拉动 CPI 上涨 1.5 个百分点。



数据来源：东北证券金融与产业研究所

图 13：2010 年 CPI 翘尾因素测算

2、猪粮比下降，“猪周期”或将再现

猪粮比直接影响生猪养殖的收益，过低的猪粮比影响养殖户的积极性将导致来年生猪供应的减少，而 2009 年我国的猪粮比降低至 7: 1 以下，基本接近 2006-2007 年的水平。“猪

周期”或将再次促进物价的上涨。

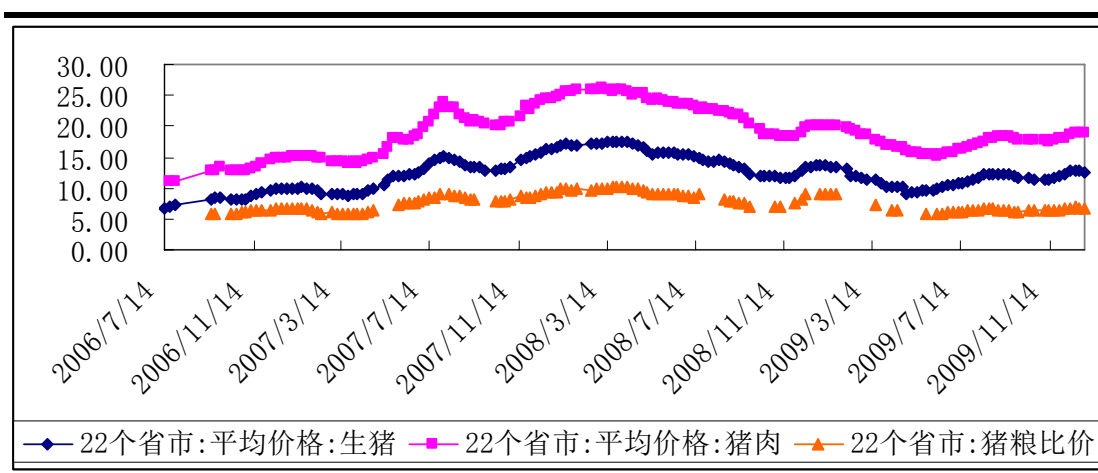


图 14: 猪量比下降或导致“猪周期”再现

2、国际农产品价格预计将继续上涨，我国大豆类进口商品提价压力增加

2010 年开始，国际农产品价格延续上涨，从大豆来看，1 月份的开始 20 天的期货价格都要高出 12 月份的价格，说明市场看涨未来的价格走势。随着 2010 年全球经济复苏，粮食需求的上升推高国际粮价的上涨成为大概率事件。

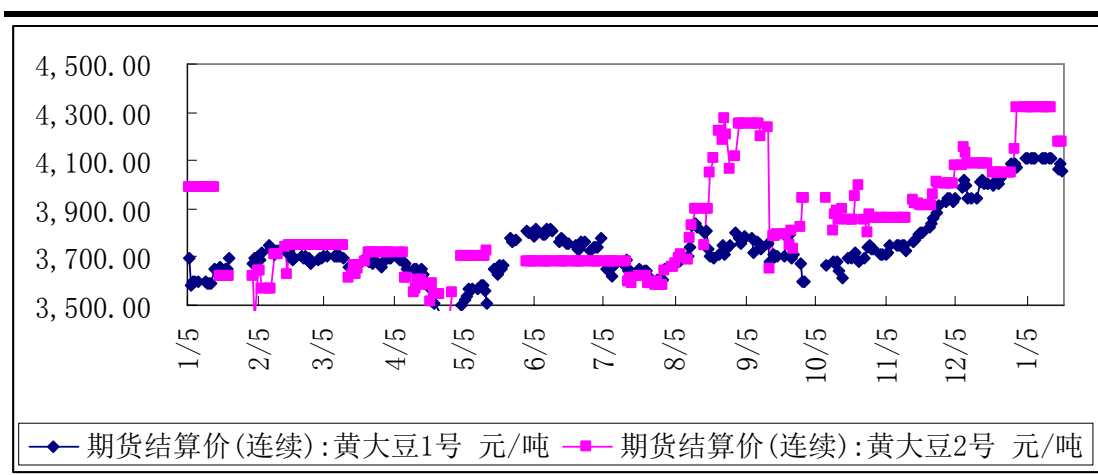
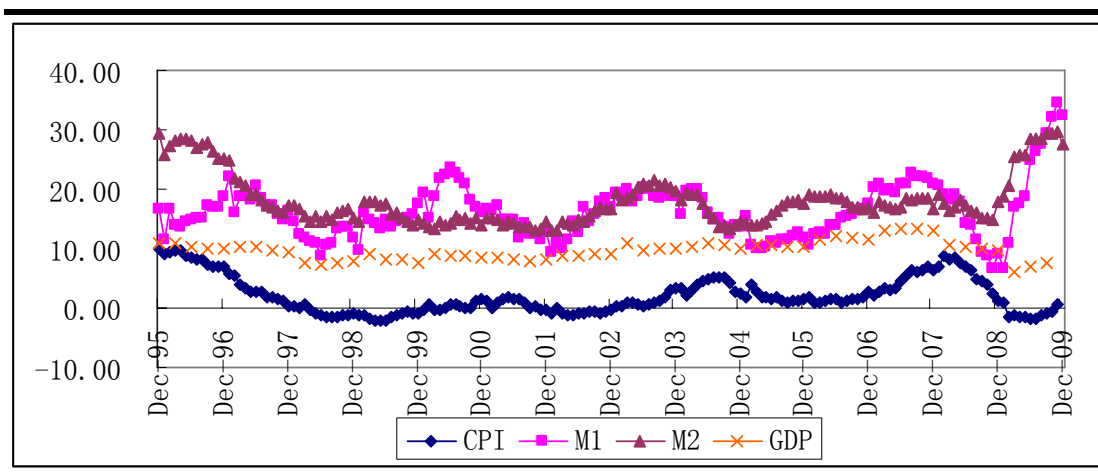


图 15: 农产品价格在 2010 年继续上涨

4、过量的货币供给对物价的上涨终将发挥作用

货币对物价的滞后效应在 6 个月左右明显体现，而 09 年下半年开始的超常供应将在 2010 年逐渐体现出来。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 16：货币供应远超实体经济需求

5、PPI 上涨形成的成本推动加大 CPI 的上涨

2010 年 PPI 将会是上涨态势，一方面受到翘尾因素的影响，翘尾因素带动 PPI 上涨——？，这是比较明确，另一方面，国际大宗商品的走势也将影响 PPI 走势。由于全球经济复苏，各国的生产将会有所扩张，从而对大宗商品的实质性需求将上升，不过从由于 2009 年美元走弱，大宗商品的价格已是涨幅明显，从历史数据看，在经济复苏后的几年内，不管是原油还是主要金属价格在上涨后基本保持在合适的高位，并未见大幅上扬。因此，为假定美元不在走低的情况，明年的大宗商品价格会随经济好转而成上涨趋势，但环比涨幅应该不大。因此，大宗商品大幅上涨的可能性相对较小，由此对 PPI 环比大幅上涨的推动作用有限。不过，由于 PPI 在 2009 年，特别是上半年的价格相对处在低位，2010 年的同比涨幅应该还会比较大。而这在一定程度上将会传导到下游的 CPI

四、物价上涨对 2010 年政策走势的影响

根据前面分析，我们预计 2010 年的物价将面临较大的上涨压力，在多种因素的作用下，CPI 涨幅 I 有可能在一季度就突破 3%，而在 2 季度有可能到达 5% 的通胀临界水平，在三季度、四季度将会出现涨幅下降的格局，但全年的涨幅比较明显，可能保持在 3% 以上。

物价的上涨将给国家政策的实施和调控带来压力和执难度。在前期的几次报告中，我们一直认为 2010 年中央政策调整的时机和时点主要是看实体经济（工业增加值增长、GDP 增长）和物价这两大类指标。GDP 增长超过 9%，CPI 增长超过 3% 将是政策加快调整的时间窗口。而从目前的数据看，这两项数据都将提前来临，如果 CPI 真的在一季度就突破 3%，在实体表现出较快增长的情况下，不排除央行加快货币收紧的步伐。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。