

CPI 上涨暂缓, 但成本推动压力累积

——2010 年 1 月 CPI 数据点评

2010 年 02 月 10 日

主要观点:

- 2010 年 1 月份 CPI 同比增长 1.5%，比上月回落 0.4%。涨幅当月趋缓，略低于市场的普遍预期。CPI 涨幅回落主要还是食品价格涨幅回落，而这主要是两方面因素：一是前期天气变冷造成农产品供应相对短缺情况虽天气好转而有所缓解；二是国际农产品价格在 1 月份出现 10%左右的跌幅。
- 2010 年 1 月份 PPI 同比增长 4.3%，涨幅明显。PPI 的上涨主要是我国生产恢复快速增长带来内需拉动，以及国际大宗商品的高位运行。虽然国际大宗商品价格在 1 月末有所回落，但 1 月份平均价格还是高出 12 月份，表现为整体上上涨，从而推动 PPI 上涨。我们判断 PPI 全年保持较高的同比增速，预计全年累计同比上涨超过 5%。
- 1 月份 CPI 涨幅趋缓，这明显有利于缓解目前对通胀预期和货币政策收紧的心理压力。在 CPI 涨幅趋缓的背景下，货币收紧步伐将减缓，尤其是原先预期 2 月份加息的可能性不大。
- 但是我们认为 1 月份 CPI 涨幅趋缓仅是暂时性的。2 月份以后，CPI 又将进入到逐步提高并在二季度到高点态势。从 2 月份本身看，春季假日消费可能带动物价上涨。而从长期看，货币供给过剩带动需求增加，内生的、长期的物价上涨因素在增强。1 月份的非食品价格快于食品价格上涨将预示 CPI 由非食品带动的因素在增强。而 PPI 的较快上涨将推动 CPI 上升。PPI 和 CPI 的剪刀差将使物价的成本推动因素增强。根据我们的测算，PPI 和 CPI 存在长期稳定的关系，根据协整分析，在滞后四期情况下，PPI 上涨 1% 将在长期内推动 CPI 上涨 1.47%。2010 年的 PPI 上涨将在今后较长时间内推动我国 CPI 的上涨。
- CPI 和 PPI 的不同走势影响不同企业的赢利能力。CPI 的适度上涨有利于批发、零售和流通领域的企业赢利水平。而 PPI 的不同类别的不同涨势影响不同行业。1 月份，采掘业和原材料工业涨幅明显，有利于相关企业的赢利水平提高，而加工工业却在成本上升和下游提价能有限的双重压力下，物价上涨对其赢利能力改善作用有限。

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

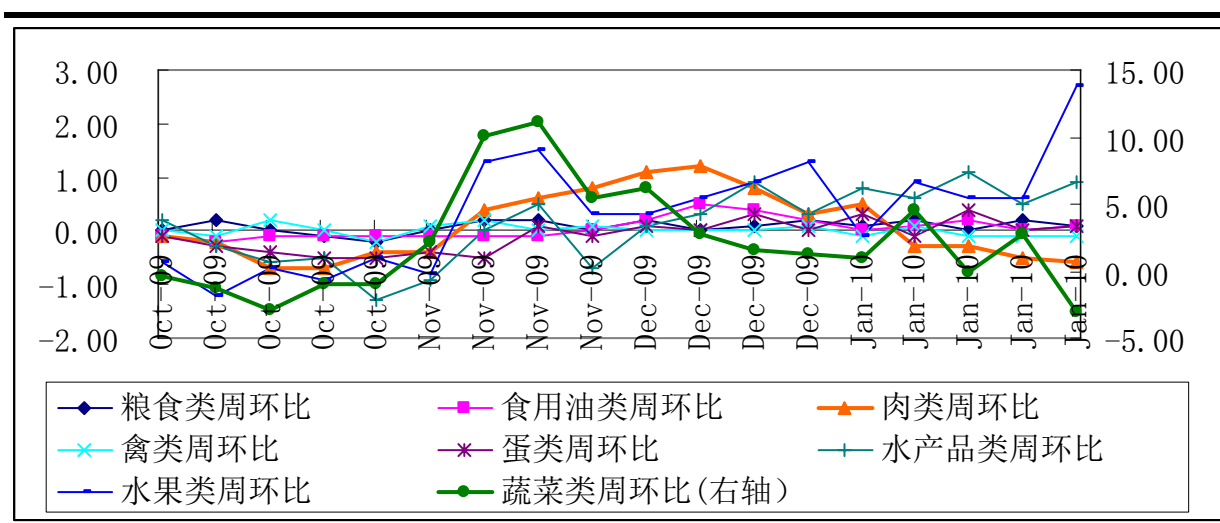
根据统计局公布的数据，1 月份，居民消费价格总水平同比上涨 1.5%。其中，城市上涨 1.4%，农村上涨 1.8%；食品价格上涨 3.7%，非食品价格上涨 0.5%；消费品价格上涨 2.0%，服务项目价格上涨 0.2%。从月环比看，居民消费价格总水平比 2009 年 12 月份上涨 0.6%；食品价格上涨 1.8%，其中鲜菜价格上涨 5.2%，鲜蛋价格上涨 1.6%。

1 月份，工业品出厂价格同比上涨 4.3%，原材料、燃料、动力购进价格上涨 8.0%。在工业品出厂价格中，生产资料出厂价格同比上涨 5.5%。其中，采掘工业上涨 31.4%，原料工业上涨 8.6%，加工工业上涨 0.8%。生活资料出厂价格同比上涨 0.6%。其中，食品类价格上涨 2.2%，衣着类价格上涨 1.0%，一般日用品类价格持平，耐用消费品类价格下降 1.8%

一、气候因素减少对 CPI 的冲击

2009 年的 11、12 月份物价快速上涨主要受到气候变化影响。寒潮来袭使得季节性蔬菜等农产品供应紧张，这些商品的物价快速上升。而在 1 月份，随着天气的好转，农产品供应短缺状况有所好转。从商务部公布的食用农产品价格指数周环比看，1 月份除了水果和禽类产品价格周环比增速有所加大外，其他农产品的周环比或平稳或增幅明显下降。尤其是前期涨幅明显的蔬菜出现了大幅度的回落，同时，在食品价格中有着较大影响的肉类价格上涨也趋缓。

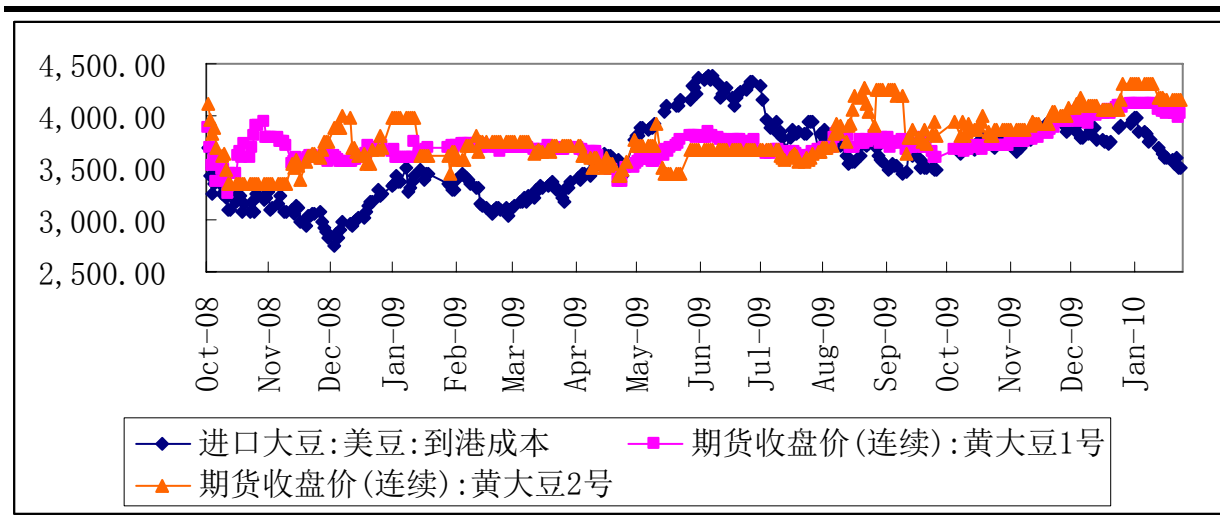
由于食品对 CPI 的拉动权重达 1/3，食品价格上涨势头趋缓自然减缓对 CPI 整体的拉动作用。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 1：随着天气好转我国农产品价格在 1 月份环比上涨趋缓

而同时，1 月份国际农产品的价格下跌也使得我国进口大豆等农产品的输入性上涨压力减少。大豆的进口价格（美豆到港成本）从 12 月份 3900 元/吨跌至 1 月份的 3500 元/吨，跌幅达 10%。而从二月份的期货价格看，大豆价格上涨动能不足，这有利于缓解我国食品价格的上涨压力。



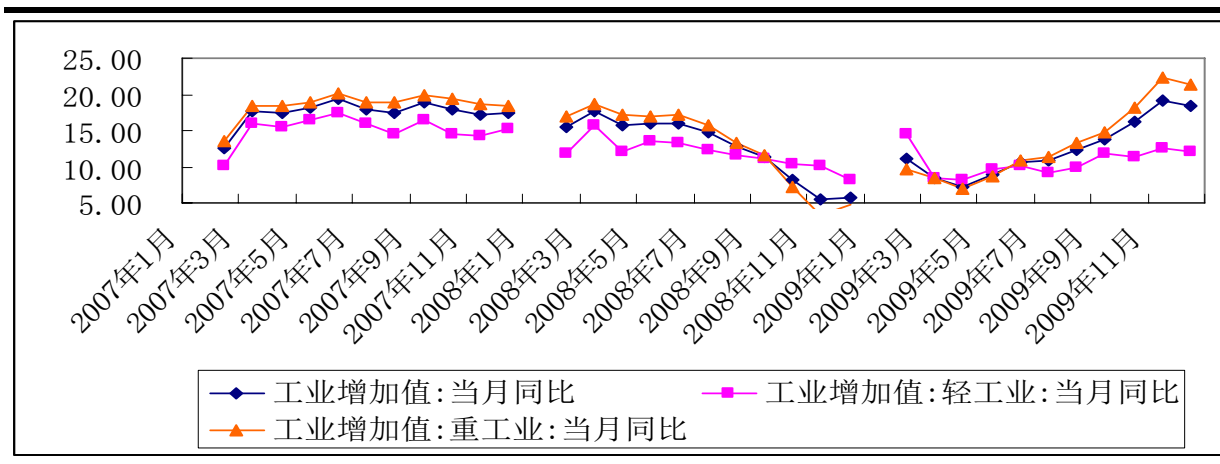
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 2： 1 月份国际农产品价格下跌 10% 左右

二、PPI 快速上升，物价上涨的成本推动因素加大

1 月份，工业品出厂价格同比上涨 4.3%，其中生产资料出厂价格同比上涨 5.5%，生活资料出厂价格同比上涨 0.6%。

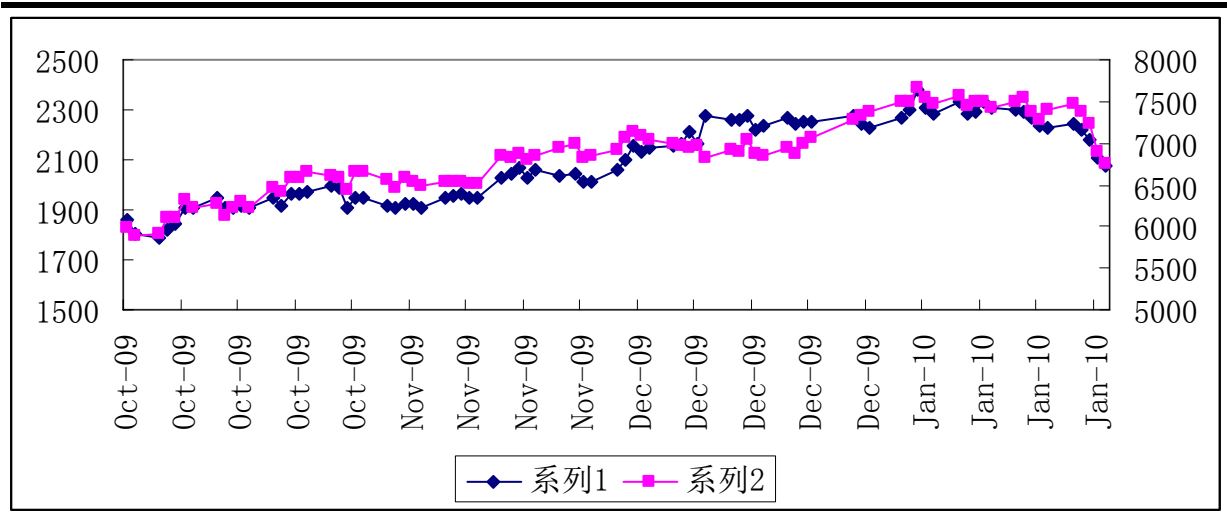
1 月份 PPI 的上涨主要是受到我国内需的强劲拉动和国际大宗商品价格的高位运行影响。从 2009 年的 11、12 月份以来，我国的工业生产进一步恢复，出现趋热的现象。而工业生产的旺盛自然带动工业品，特别是中游产业中间产品的价格。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 3： 我国工业同比快速增长

另外，1 月份国际大宗商品仍处在高位运行，虽然在 1 月底，大部分大宗商品价格都略有下降，但是整个月份看看，1 月份的价格还是高于 2 月份的价格。比如，1 月份 LME3 月期铜和期铝的月度平均价格比 12 月份的平均价格分别上涨 5.2% 和 2.1%。国际大宗商品的高位运行在一定程度上推动了我国原料价格的上升，特别是有色金属价格。而这从原材料、燃料、动力购进价格的上涨中得到体现，原材料、燃料、动力购进价格上涨 8%，而有色金属材料类上涨 27.5%，上涨幅度最大。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

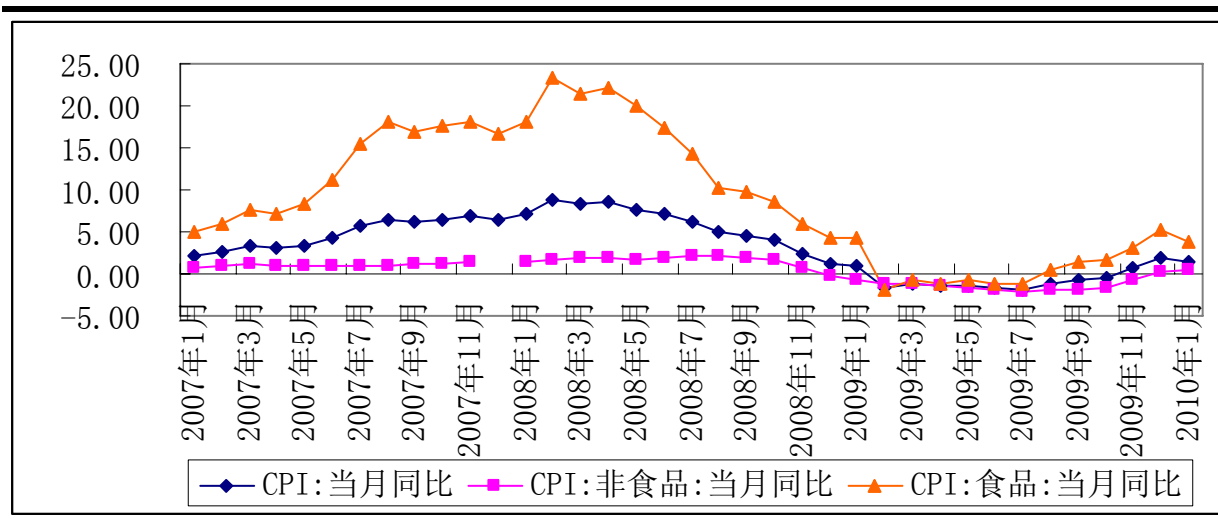
图 4：国际大宗商品价格 1 月末回落，但整体上高于 12 月份

三、CPI 上涨暂缓，但后期的上涨压力仍比较大

1 月份的 CPI 上涨趋缓无疑有利于改善我们对通胀压力的预期水平，进而减缓当月央行收紧货币政策，特别是加息步伐的忧虑。但是我们认为 1 月份的上涨趋缓或只是暂时现象。后期的物价上涨压力仍就加大。仍需对通胀及央行政策收紧保持警惕。2 月份是我国的春节假期，节日消费促进的需求旺盛可能在一定程度上加大物价上涨的压力。并且，我们认为应该注意的是，物价上涨的中长期的、内生因素正在累积。

1、物价的自我增强作用继续。物价的走势具有很强的自我增强效应，从统计学看，物价与滞后一期的自相关系数很高，即上期的物价走势对下期影响较大。而不管是从 CPI 同比还是环比数据看，CPI 在后几期将一直延续上升格局。

2、关注非食品价格的上涨。从 CPI 的上涨因素看，09 年底的价格上涨主要是食品价格的上涨，而食品价格的上涨主要受到气候影响。因此，前期物价的上涨有周期性。而随着天气的转暖，食品价格推动 CPI 上涨的动能将趋缓。由于食品因素作用在下降，在我们认为后期的物价走势很大程度上看非食品类物价上涨程度。而目前来看，非食品类价格上涨有加快的趋势。在 1 月份，非食品价格同比增长在加快。而非食品上涨更是一种内生的作用机制。他对物价的影响将是长期的，而不是周期性的。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

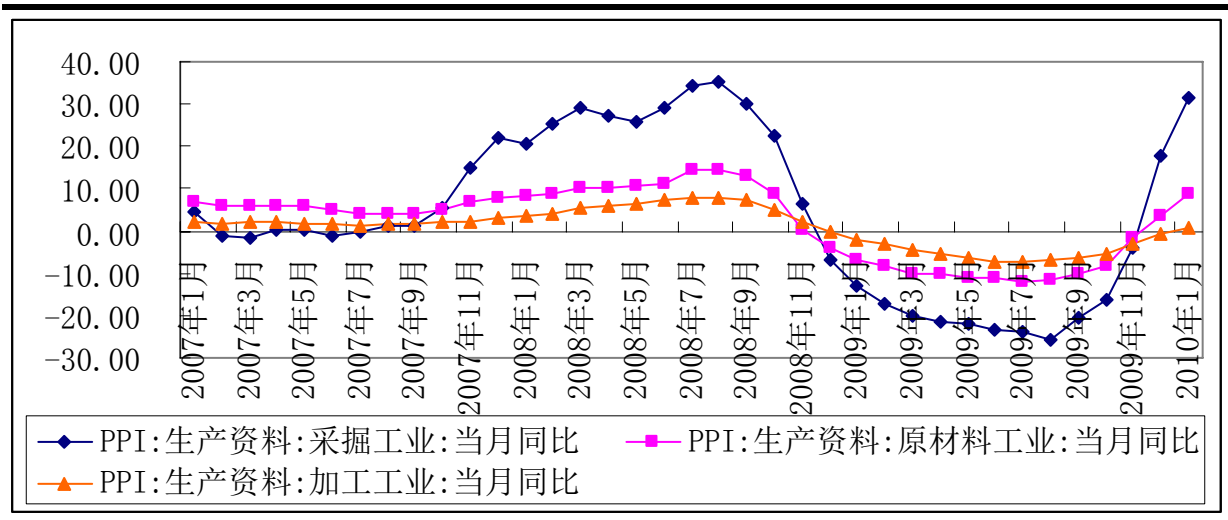
图 4：1 月份非食品价格继续保持较快增长

3、PPI 的快速上涨增加成本推动因素。我国的 PPI 已成加速上升态势。在内需拉动，翘尾因素等多重因素作用下，我国 2010 年的 PPI 上涨幅度将比较大，PPI 对 CPI 的价格差将一直延续。而当 PPI 长期超过 CPI，成本上涨将推动物价的持续走高。根据实证分析，PPI 和 CPI 之间存在比较稳定的协整关系，在滞后四期情况下，PPI 上涨 1% 长期看将推动 CPI 上涨 1.47%。因此，2010 年的 PPI 快速上涨将在较长时间推动 CPI 的上涨。

四、CPI 和 PPI 的不同走势将影响不同工业企业的赢利能力

从对工业企业赢利的影响看，CPI 更多影响消费品的零售和批发商的赢利能力，进而影响加工企业的提价能力，即加工工业的 PPI 水平。CPI 上升，批发、零售、流通领域的企业赢利能力提高。而 PPI 总体上看影响工业生产企业的赢利能力，PPI 提高有利于工业企业的赢利能力。但原材料、燃料和动力购进价格影响在一定程度上代表企业的成本，其提高总体上对圣餐企业赢利形成压制，但有利于相关原材料等行业的赢利水平。

首先，CPI 的适当上涨将有利提高批发、零售和流通领域的企业赢利水平。但 PPI 的影响却不尽相同。从具体的行业看，采掘业和原材料工业的 PPI 大幅上升，而加工工业的上升幅度却相对较小。由于 CPI 的涨幅相对较小，消费品加工业产能过剩等原因制约了加工工业的提价能力，因此，PPI 内部走势有利于中上游采掘业、原材料工业的赢利能力，但是从中期看却对中下游的消费平制造业形成压力。



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

图 5：采掘业和原材料价格上涨明显有利于提高企业赢利水平

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。