



西部证券股份有限公司

“CPI-PPI”剪刀差相对平衡，企业利润稳定增长

报告要点：

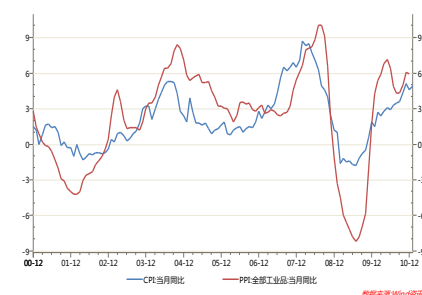
◆**经济增长制约 PPI 和 CPI 的相关性，下半年相关性加强。**经济增长状况影响 PPI 向 CPI 传导的效果，经济增长状况可以近似用 PMI 来表现。在 PMI 下行期间，PPI 和 CPI 表现出明显的独立性，在 PMI 表现较好时，PPI 和 CPI 相关性明显加强。在次贷危机期间，PPI 环比先是持续上涨，但同期 CPI 环比表现出负增长。在次贷危机过后的经济复苏期，PPI 和 CPI 均表现出环比正增长的态势。对这个现象的解释也可以从 PPI 受国际价格影响较大，而 CPI 更多受到国内因素的影响。但有一点是确定的，国内经济增长状况对 PPI 的影响似乎更大于国际因素的影响，同时国内经济增长状况同样影响 PPI 向 CPI 传导效果。下半年二者的相关性加强，剪刀差趋于平稳。

◆**PPI 全年或前升后降，下半年趋于平稳。**国际因素方面，当前中东及北非的政治危机瞬间推高了国际原油价格，而这种事件性推动并不带有明显的可持续性，预计未来随着政治危机的缓和，国际资源品价格必将出现回落。而美国政府近期的表态也暗示了这种原油价格的飞速上涨似乎不可持续。当前以美国为首的经济体持续复苏的态势是经济增长最大的基本面。而美国当前持续改善的失业率数据和价格数据似乎也预示着美国未来收紧货币政策的时间点越来越近。2 月份失业率降至 8.9%，自 2009 年 4 月份以来首次低于 9%。未来政治危机的缓和或者美国政府的干预以及货币政策的转向都会造成大宗商品价格回落，而这些对我国 PPI 的影响将是短期推高我国 PPI 价格上行，但上行空间并不是很大。但随着未来大宗商品价格回落，我国 PPI 也将出现一定的回落。国内因素来看，预计下半年 PMI 将会出现明显的回升，届时国内因素对 PPI 会有一个向上的推动力。另外，我国 PPI 翘尾因素在今年全年几乎是一路回落，这也对未来我国 PPI 上行空间构成约束，同样下半年在我国经济回升期，PPI 上行空间也不会太大。综合国际国内因素来考虑，我国 PPI 全年走势基本上可以表述为短期维持上行态势，但空间不大，中期内将会出现回落，随着下半年经济回升，PPI 也将趋于平稳。

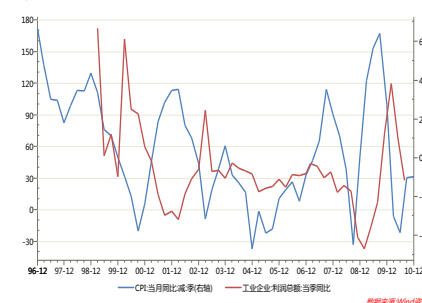
◆**“CPI-PPI”剪刀差预示着全年企业利润平稳增长。**当前国际因素推高的 PPI，造成 CPI-PPI 剪刀差短期并不利于公司业绩的增长。基于我们对 PPI 和 CPI 全年走势的分析，我们认为，在我国 PMI 下行时期，短期 PPI 和 CPI 出现了一定的背离，造成 CPI-PPI 剪刀差扩大，这并不利于公司业绩的增长空间，预计这一负面影响将会在公司一季度业绩得到体现。基于对 CPI 全年前高后低的预计，上半年持续高位，下半年略有回落，PPI 短期将持续上行，但上行空间有限，未来回落由于受到国内经济增长的推动，回落幅度也不大，整体来看，CPI-PPI 剪刀差全年整体以基本平稳为主。全年企业利润将平稳增长。

关键图表：

图：PPI-CPI 短期不利于公司业绩



图：剪刀差领先利润增长一个季度左右



近期研究：

大宗商品价格短期上涨持续，中期有限回落（2.14）

通胀已进入高位区域（2.21）

货币收紧短期趋稳，加息或集中在下半年（2.28）

研究员：刘彦召

执业证书编号：S0800210090001

021-68866210-815

liuyanzhao@xbmail.com.cn

研究员：宋振平

执业证书编号：S0800110050101

021-68866210-883

songzhenping@xbmail.com.cn

“CPI-PPI”剪刀差相对平衡，企业利润稳定增长

全球范围的宽松货币政策遇上政治危机的刺激，国际大宗商品价格快速上涨，尤其是原油能源类价格更是一路飞奔。我国 PPI 受到国际大宗原材料价格上涨的推动，也呈现上行趋势。但我国政府实施的持续的货币收紧已经造成我国经济增长短期面临下行的风险，表现在 PMI 上是连续几个月的下行走势，在我国 PMI 下行的趋势下，PPI 向 CPI 的传导并不顺畅，而且 CPI 已经明显受到货币调控的影响，短期通胀压力出现减弱态势。综观 PPI 和 CPI 全年走势，预计“CPI-PPI”剪刀差全年或以基本平稳走势为主。

经济增长状况制约 PPI 和 CPI 的相关性，下半年相关性加强

经济增长状况影响 PPI 向 CPI 传导的效果，经济增长状况可以近似用 PMI 来表现。从图 9 可以看出，在 PMI 下行期间，PPI 和 CPI 表现出明显的独立性，在 PMI 表现较好时，PPI 和 CPI 相关性明显加强。在次贷危机奇迹，PPI 环比先是持续上涨，但同期 CPI 环比表现出负增长。在次贷危机过后的经济复苏期，PPI 和 CPI 均表现出环比正增长的态势。对这个现象的解释也可以从 PPI 受国际价格影响较大，而 CPI 更多受到国内因素的影响。但有一点是确定的，国内经济增长状况对 PPI 的影响似乎更大于国际因素的影响，同时国内经济增长状况同样影响 PPI 向 CPI 传导效果。下半年相关性加强，剪刀差趋于平稳。

PPI 全年或前升后降，下半年趋于平稳

对 PPI 全年走势的分析离不开对国际因素的分析，同样对国内经济的分析也很重要。就全年国际因素的分析来讲，当前中东及北非的政治危机瞬间推高了国际原油价格，进而带动全球资源品价格上涨，而这种事件性推动并不带有明显的可持续性，预计未来随着政治危机的缓和，国际资源品价格必将出现回落。而美国政府近期的表态也暗示了这种原油价格的飞速上涨似乎不可持续，如果进一步快速上涨的话，不排除美国将出手进行干预。

国际因素的分析另一部分是经济基本面的分析，当前以美国为首的经济体持续复苏的态势是经济增长最大的基本面。而美国当前持续改善的失业率数据和价格数据似乎也预示着美国未来收紧货币政策的时间点越来越近。美国劳工部(Labor Department)周五公布，2 月份非农就业人数增加 192,000 人，私营部门就业人数增加 222,000 人。1 月份非农就业人数经修正后为增加 63,000 人，初步数据为增加 36,000 人。2 月份失业率降至 8.9%，自 2009 年 4 月份以来首次低于 9%。虽然美国失业率数据和 CPI 数据依然没有达到美国快速收紧货币的前提条件，但美国货币政策转向在今年几乎是确定的，虽然美国货币政策将在未来相当长时间保持一定的宽松程度。

就国际因素来看，国际大宗商品价格短期仍将上行，但上行的空间似乎并不是很大，而未来政治危机的缓和或者美国政府的干预以及货币政策的转向都会造成大宗商品价格回落，而这些对我国 PPI 的影响将是短期推高我国 PPI 价格上行，但上行空间并不是很大。但随着未来大宗商品价格回落，我国 PPI 也将出现一定的回落。

国内因素来看，当前 PMI 下行的态势会制约 PPI 上行的空间，但我国经济整体上还是相对平稳的态势，预计下半年 PMI 将会出现明显的回升，届时国内因素对 PPI 会有一个向上的推动力。另外，我国 PPI 翘尾因素在今年全年几乎是一路回落，这也对未来我国 PPI 上行空间构成约束，同样下半年在我国经济回升期，PPI 上行空间也不会太大。

综合国际国内因素来考虑，我国 PPI 全年走势基本上可以表述为短期维持上行态势，但空间不大，中期内将会出现回落，随着下半年经济回升，PPI 也将趋于平稳。

“CPI-PPI”剪刀差预示着全年企业利润平稳增长

当前国际因素推高的 PPI，造成 CPI-PPI 剪刀差短期并不利于公司业绩的增长。基于我们对 PPI 和 CPI 全年走势的分析，我们认为，在我国 PMI 下行时期，短期 PPI 和 CPI 出现了一定的背离，造成 CPI-PPI 剪刀差扩大，这并不利于公司业绩的增长空间，预计这一负面影响将会在公司一季度业绩得到体现。基于对 CPI 全年前高后低的预计，上半年持续高位，下半年略有回落，PPI 短期将持续上行，但上行空间有限，未来回落由于受到国内经济增长的推动，回落幅度也不大，整体来看，CPI-PPI 剪刀差全年整体以基本平稳为主。全年企业利润将平稳增长。从图 4 可以明显看出这一点，剪刀差领先利润增长约一个季度。

图 1: “CPI-PPI”剪刀差短期呈现扩大趋势，不利于公司业绩增长

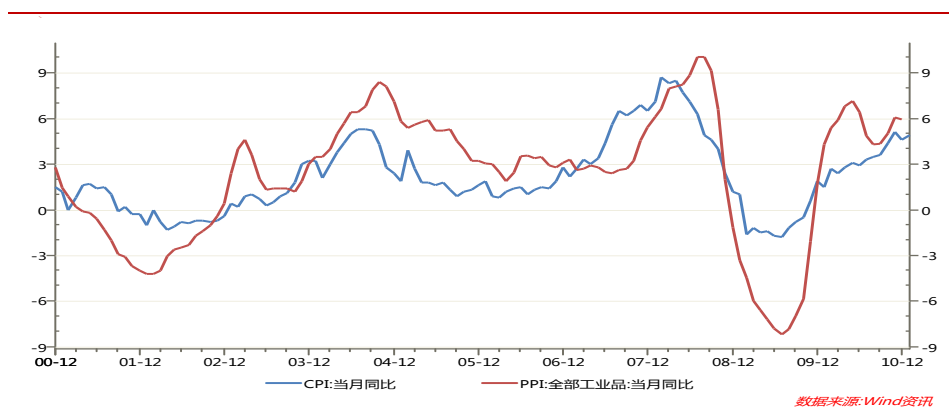
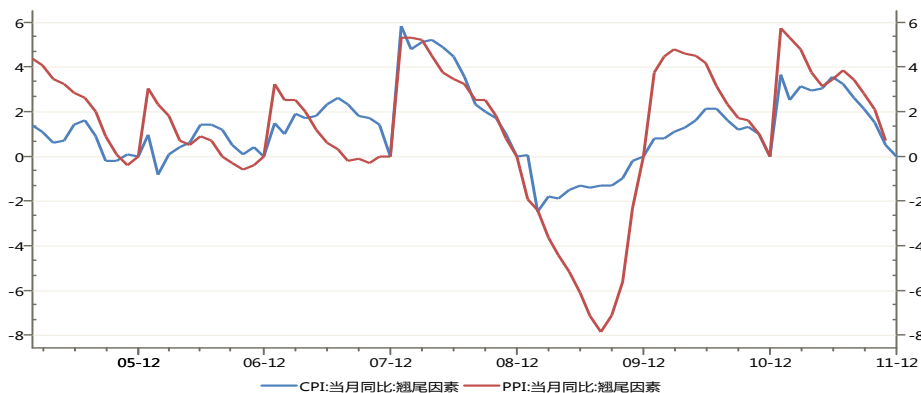
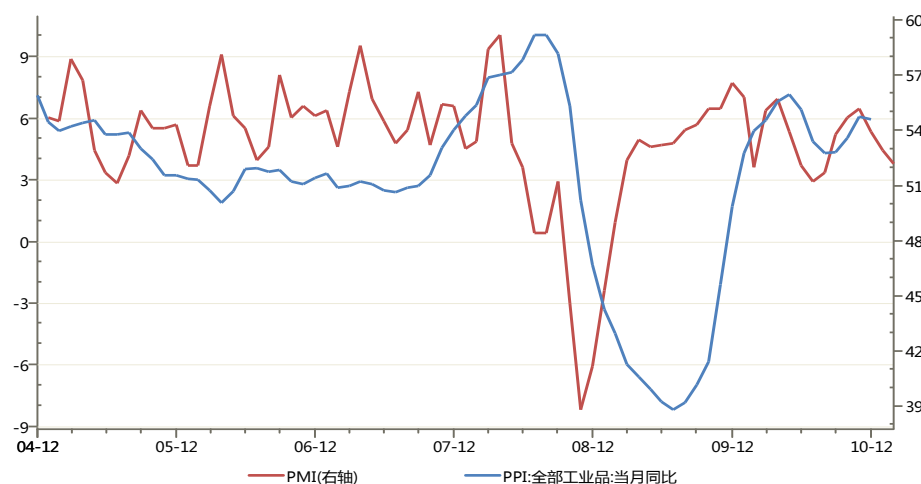


图 2: PPI 翘尾因素基本全年向下，CPI 翘尾因素上半年高位，下半年趋势向下



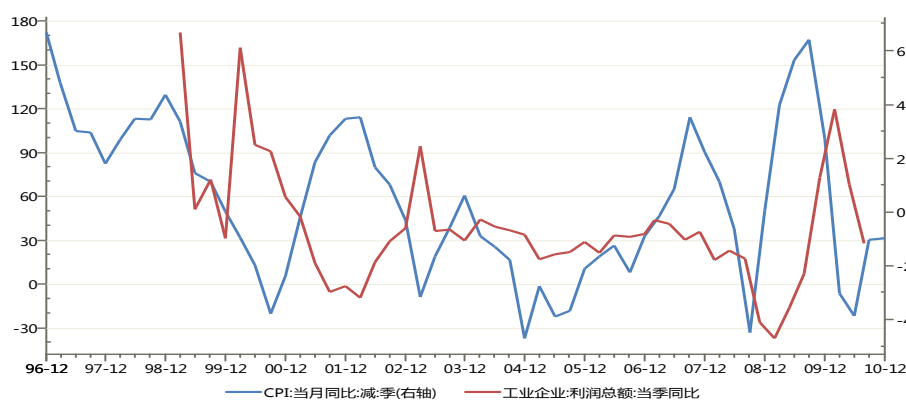
数据来源:Wind资讯

图 3: PMI 下行将制约 PPI 上行的空间



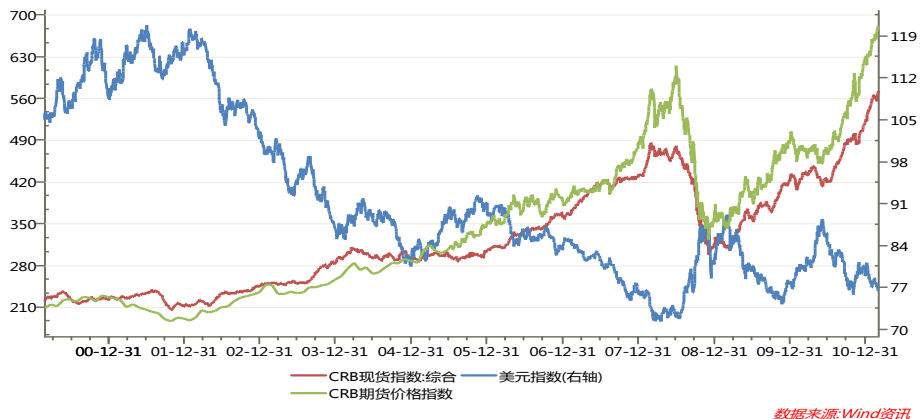
数据来源:Wind资讯

图 4: CPI-PPI 剪刀差领先工业企业利润同比增长一个季度左右



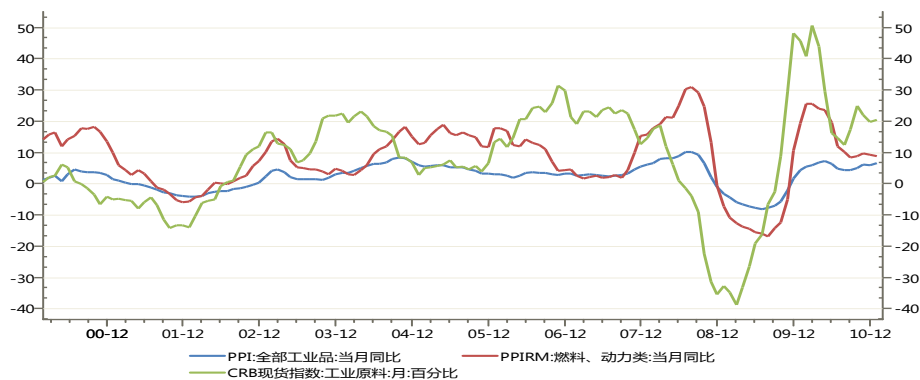
数据来源:Wind资讯

图 5： 美元未来下行空间不大，国际 CRB 指数上行空间同样受限



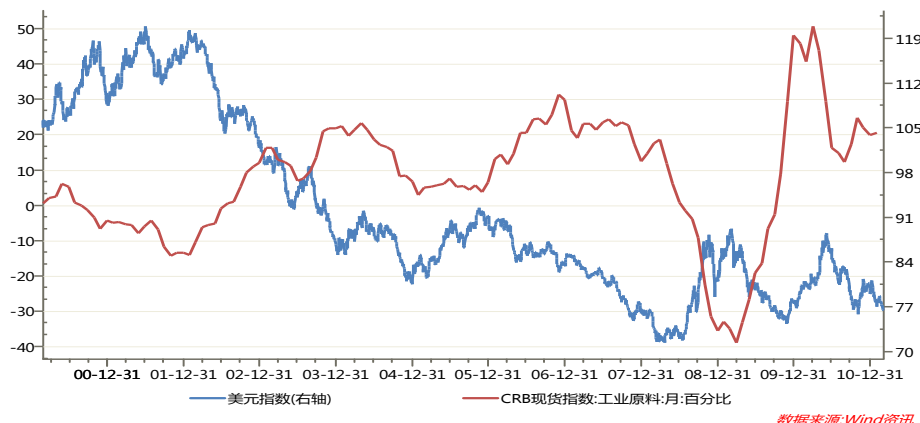
数据来源:Wind资讯

图 6： CRB 指数推动我国 PPI 受到条件制约，当前并不明显



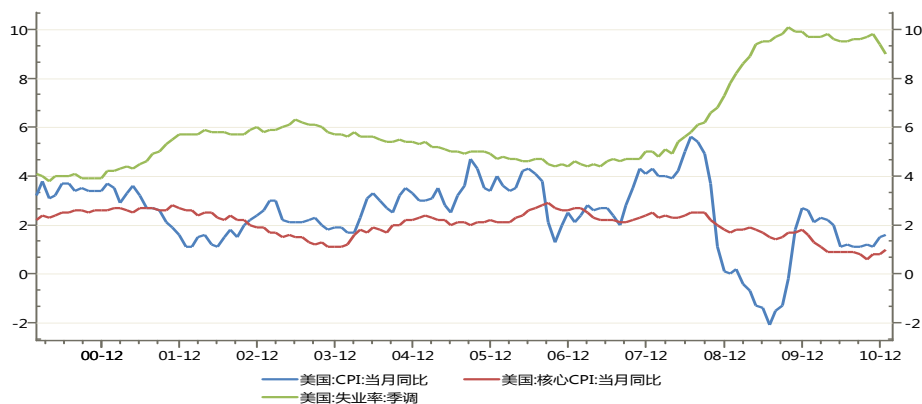
数据来源:Wind资讯

图 7： 未来美元下行空间同样制约 CRB 工业原料指数



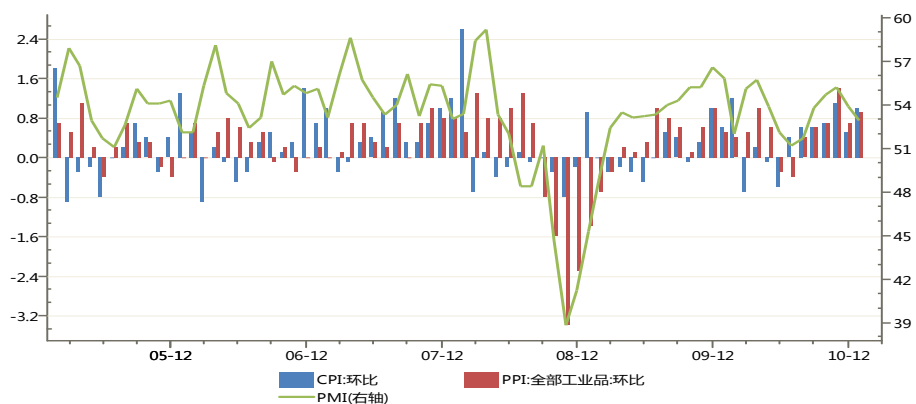
数据来源:Wind资讯

图 8： 美国失业率和价格水平近期表现预示着美国货币未来收紧之日不远



数据来源:Wind资讯

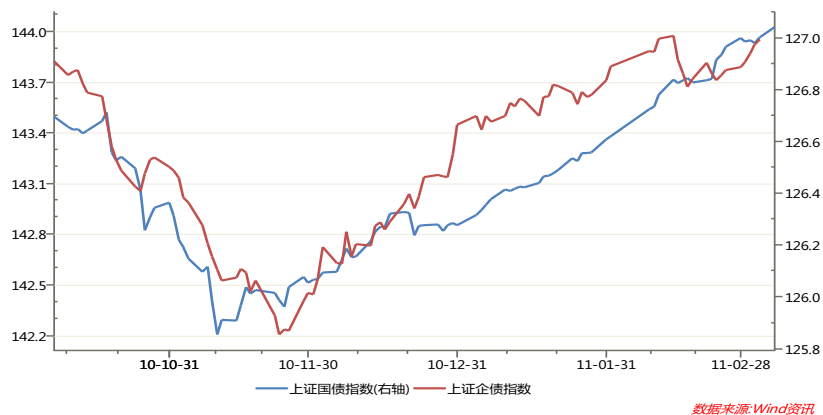
图 9：经济增长状况影响 PPI 向 CPI 传导的效果



数据来源:Wind资讯

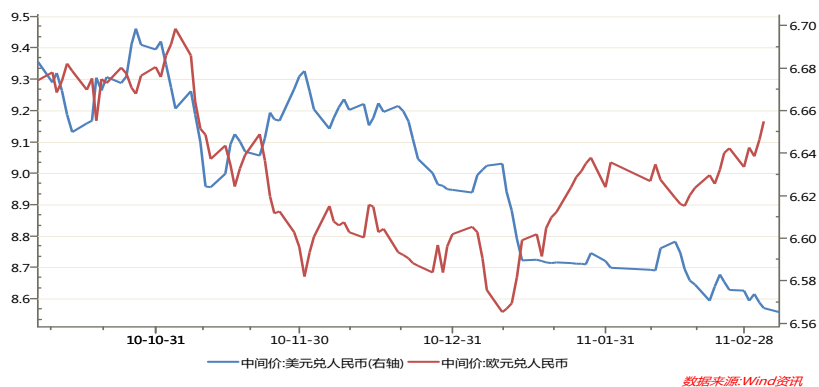
本周宏观数据跟踪

债券市场



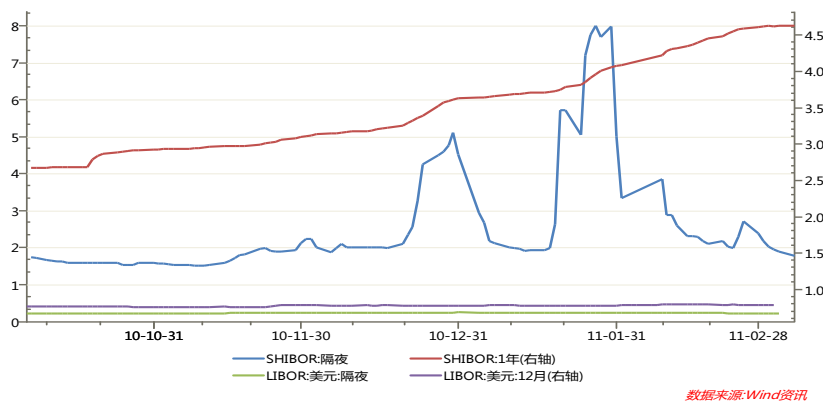
国债指数持续走高，企业债指数同步走高

外汇市场



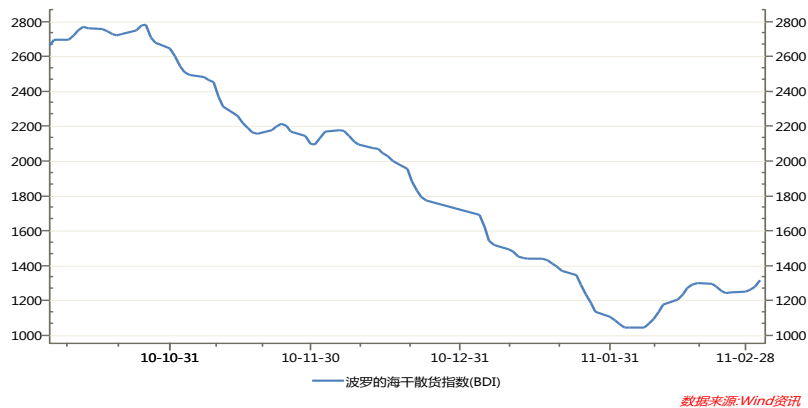
美元兑人民币走低，欧元兑人民币走高

利率市场



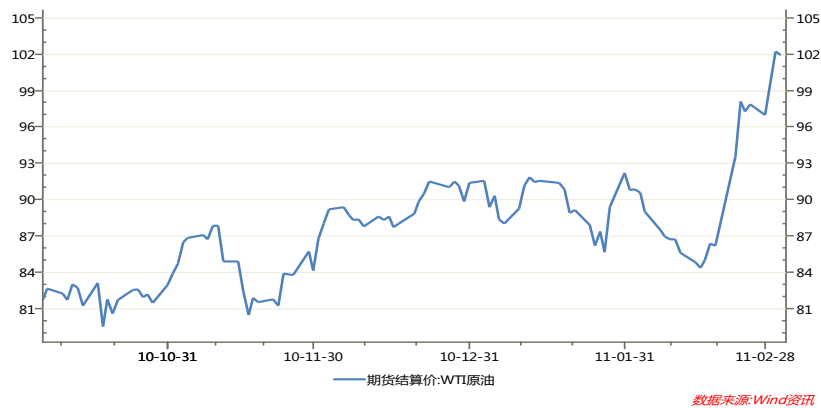
人民币隔夜利率走低，一年走高，美元相对平稳

航运市场



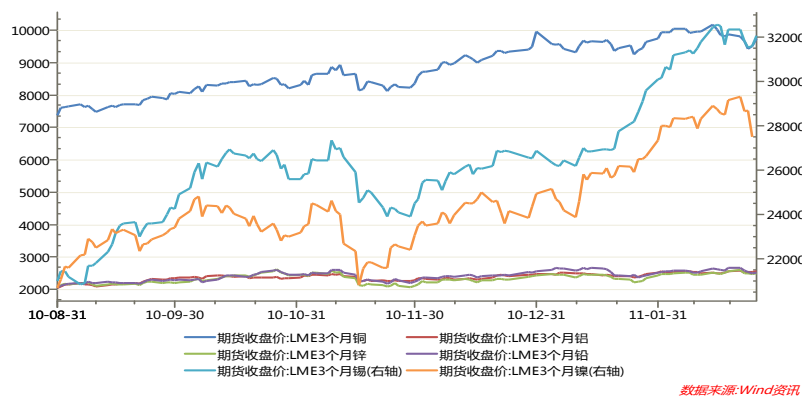
本周航运市场指数有触底反弹持续

原油期货



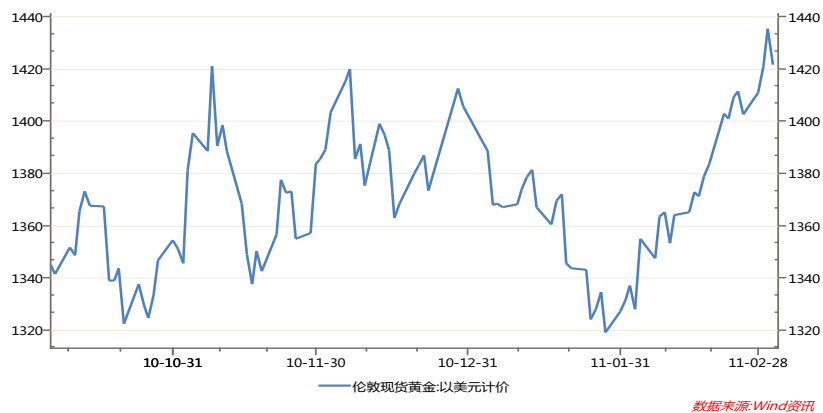
原油期货价格本周快速上升

有色金属



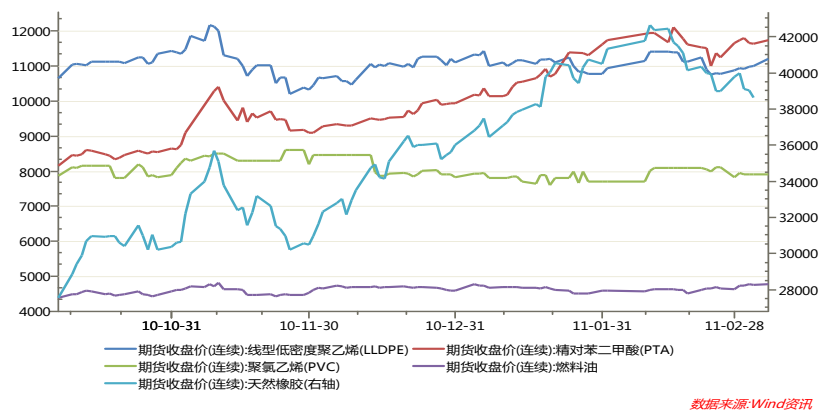
有色金属铜价格上升明显

黄金价格



黄金价格快速上涨

化工品期货



化工品价格本周上升居多

西部证券投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:
	看 好: 相对表现优于市场
	中 性: 相对表现与市场持平
公司评级	看 淡: 相对表现弱于市场
	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:
	推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%
	谨 慎 推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间
	中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
	减 持: 相对大盘涨幅小于-5%
	无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

西部证券系列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。

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。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为西部证券研发中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。