



物价数据易被误解 定基指数或已触底

——2009 年 1 月 CPI 点评

国海证券固定收益部 杨永光

非食品价格拉低 CPI 涨幅

1 月份 CPI 谜底揭晓，同比 1% 的涨幅，环比 0.9% 涨幅。该环比涨幅，在历年春节月份来说算比较低的，主要原因在于非食品的涨幅较低。

1 月份，受春节季节性因素的影响，食品价格出现回升。

在 1 月份 CPI 总环比涨幅的构成当中，食品因素大约为正的 1.1%，非食品因素大约为负的 0.2%，非食品价格环比涨幅已连续两个月出现负增长。由于非食品价格更多是受油价因素的影响，因此未来在油价走稳的背景下，非食品价格回落幅度将逐渐减小，下降的空间不大。

1 月份非食品价格的明显下跌主要体现在三个方面：一是交通和通信类价格中的车用燃料及零配件价格项目；二是居住类价格中的水、电、燃料类项目。以上两类价格均与燃料有关，这就不由得让我们想起石油价格的影响上，估计就是因为去年 12 月的下调成品油价导致近期相关燃料价格下调所导致的；三是衣着类价格下降幅度较大，这与近春节月份商家降价促销有一定的关系。

我们预计 2 月份 CPI 还将大幅下降，大约同比为 -1.4%，环比为 0.2% 左右。未来 CPI 不断创出新低主要是与去年 2 月份雪灾基期因素过高有关，实际上商务部公布的全国农产品食用价格指数已在去年 11 月份见底，如果编制一个 CPI 的定基指数，那么去年 11-12 月份的 CPI 可能就是未来一年的低点了。

实际工业品价格降幅趋缓

1 月份，工业品出厂价格同比下降 3.3%，相比去年 12 月份同比 1.1% 的水平，降幅有所扩大。

与 CPI 数据类似，1 月份 PPI 也容易误导投资者，误认为中国经济依然处于恶化当中，生产资料（工业品多数为生产资料）价格依然大幅下降。实际上，恰恰相反，1 月份国内许多生产资料价格降幅已趋缓，国内经济已有所好转。

图为生产资料的定基指数走势图，能够真实体现生产资料价格的变化。从图



上可知，生产资料价格在 11 月份下降幅度最大，当时应是国内经济最困难的时期，到了 2009 年 1 月份经济已有所好转，生产资料价格降幅已明显趋缓。

经过分析，造成 1 月份 PPI（同比去年 1 月份的涨幅）大幅下降的原因在于 2008 年 1 月份国际大宗商品价格大幅上扬，导致基期因素较高。

去年大宗商品价格从年初一直大幅上扬至 8 月份左右，受基期因素的影响，今年 1-8 月的 PPI 可能都处于较低的涨幅。8 月份之后，PPI 的涨幅将会明显扩大。

综合 CPI 与 PPI 的情况，我们建议投资者不要太关注物价同比数据的涨跌，因为该数据极易受基期因素的影响，而应着重关注于相关定期指数或环比数据的走势，从而更好的把握物价的真实情况。

物价因素对债市影响力减小

我们认为物价的实际低点可能已过，至少距离底部非常近了。只是从同比数据上看，未来 CPI 和 PPI 还将不断走低。这种不断走低的趋势早已在市场的预期当中，除非物价有超预期的变化，否则对债券市场的影响将明显减小。

由于市场之前对 1 月份 CPI 的预期涨幅为 0.6%，已公布的数据略高于市场预期（可能是低估了食品价格的涨幅），因此这个数据对债券市场来说是偏利空因素。同时，市场对 2 月份的 CPI 预期早已下调至负 1% 左右，因此即便未来一段时间 CPI 创新低，对债券市场的影响都不会很大。相反，一旦非食品价格（主要是油价）有所企稳，那么市场对物价的预期将会有较大转变，从而加剧债券市场的调整。

预计债券市场在近期将更多受制于股票市场的走势，在股票市场好转的背景下机会较少。



2009. 02. 09—2009. 02. 13

债券市场一周回顾



国海固定收益证券研究中心
SEALAND FIXED INCOME SECURITIES RESEARCH CENTER

目录:

陈 亮
0755-83716821
chenliang5233@126.com

主办: 国海固定收益证券
研究中心

地址: 深圳市竹子林紫竹
七道18号光大银行大厦32
层

报告日期:
2009年02月13日

一、宏观经济大事: 新闻播报

1. 2009年1月份工业品出厂价格同比下降3.3%
2. 2009年1月份居民消费价格同比上涨1.0%
3. 1月份出口额同比下降17.5%

二、公开市场操作

本周净回笼560亿元, 其中3个月期央票利率与前期持平, 其他各期央票停发。

三、交易所市场

国债指数与上周持平, 成交额较上周减少14.25亿元

四、市场指标变化

1. 银行间市场加权平均回购利率为0.8603%
2. 本周收益率曲线略微下移

五、下周市场展望

操作策略, 交易机构需控制债券久期以及仓位, 建议减持中长期债券; 配置机构可趁机增持中短期债券。



一、宏观经济大事：新闻播报

1. 2009年1月份工业品出厂价格同比下降3.3%

国家统计局10日公布，我国1月份工业品出厂价格同比下降3.3%，原材料、燃料、动力购进价格下降5.3%。

2. 2009年1月份居民消费价格同比上涨1.0%

国家统计局10日公布，我国1月份居民消费价格总水平同比上涨1.0%。其中，城市上涨0.7%，农村上涨1.5%；食品价格上涨4.2%，非食品价格下降0.6%；消费品价格上涨1.5%，服务项目价格下降0.8%。

3. 1月份出口额同比下降17.5%

海关总署11日公布的数据显示，中国1月份出口额同比下降17.5%，至904.5亿美元；进口额较上年同期下降43.1%，至513.4亿美元。

二、央行公开市场操作

央行近期公开市场操作一览					
日期	交易类型	名称	期限(天)	利率(%)	规模(亿元)
2009-2-13	央行票据到期	08 央行票据 118	91	2.0156	100.00
2009-2-13	央行票据到期	08 央行票据 94	182	3.6969	40.00
2009-2-10	正回购到期	R1M	28	0.9000	300.00
2009-2-13	央行票据发行	09 央行票据 04	91	0.9650	-350.00
2009-2-10	正回购	R1M	28	0.9000	-650.00
合计					-560

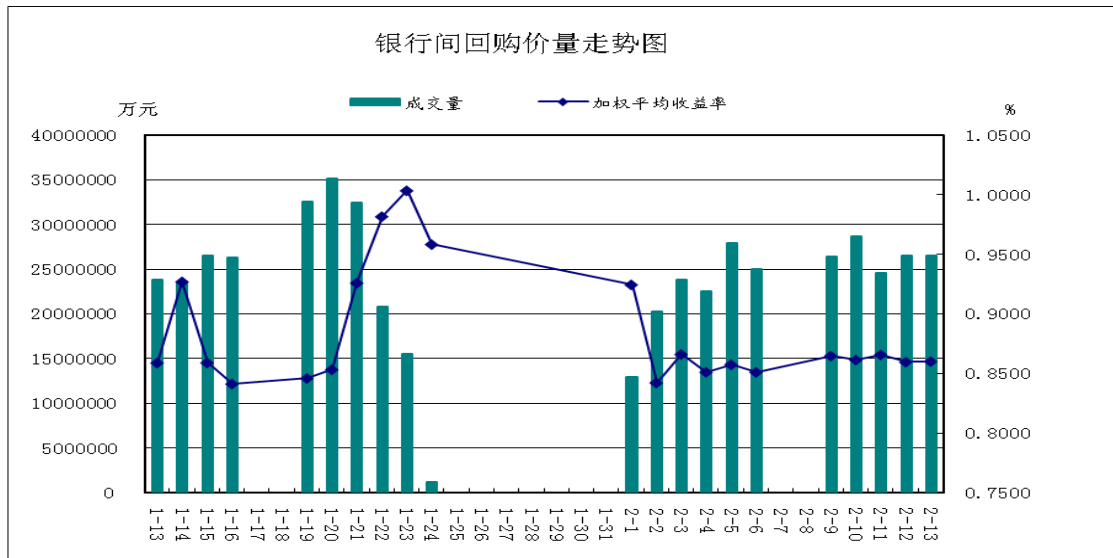
短评：本周央行净回笼资金560亿元，其中3个月期央票利率持平，其他各期央票停发。央票实现净回笼主要是由于目前银行体系资金较多，央行被迫实现短期净回笼，对市场影响不大。

三、交易所市场

交易所市场国债指数与上周持平，本周指数开于120.03点，最高120.15点，最低119.62点，收于120.03点，与上周持平，成交额为41.85亿元，较上周减少14.25亿元。

四、市场指标变化

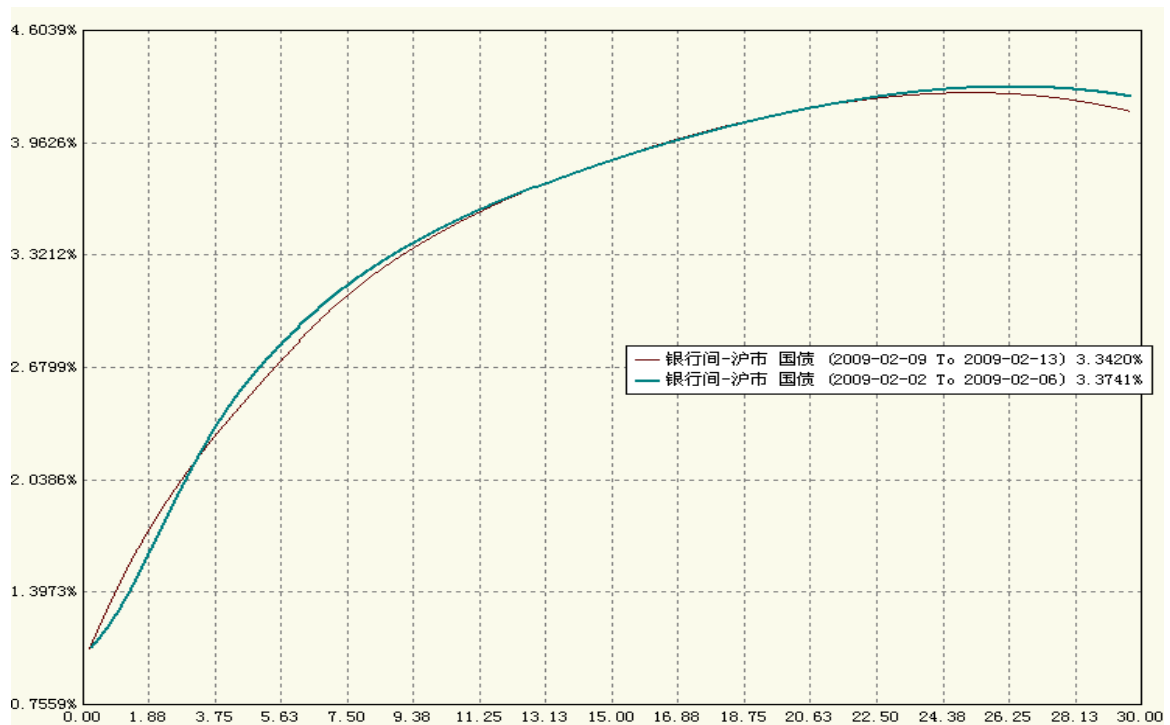
1、回购指标



来源：北方之星分析系统。

银行间市场周四加权平均回购利率为 0.8603%，比上周上升约 0.9bp，主要是节后资金较多，随着春节长假的结束，资金回流银行较多，在央行净回笼的情况下，回购利率仍维持低位，对市场影响不大，预计下周回购利率将维持该水平。

2、本周国债收益率变



图：近两周国债收益率情况对比



数据来源：北方之星分析系统

本周银行间-沪市国债收益率曲线略微下移。

五、下周市场展望

1、下周提示

下周有 1565 亿央票和正回购到期。

2、下周展望

国家统计局 10 日发布数据显示,2009 年 1 月份我国 CPI 同比上升 1%; PPI 同比下降 3.3%。我们预计 2 月份 CPI 还将大幅下降,大约同比为-1.4%,环比为 0.2% 左右,我国经济将出现通缩。

随着 CPI 的持续走低以及我国经济通缩预期的不断增强,对当前债券市场构成一定的支撑,近期债券市场逐步企稳。从近期一级市场发行情况分析,由于节后市场资金较为充裕,机构对债券的需求比较旺盛,认购倍率都比较高,招标利率亦低于二级市场收益率。虽然随着前期债券收益率的大幅反弹,目前债券已具有一定的投资价值,但结合目前的各类因素分析,债券反弹的空间有限,建议交易型机构谨慎介入。

操作策略,交易机构需控制债券久期以及仓位,建议减持中长期债券;配置机构可趁机增持中短期债券。

重要提示: 本报告所有权归国海固定收益证券研究中心所有。未获得本研究中心书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。**本报告基于本中心及其研究员认为可信的公开资料,本中心对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。**在本中心及其研究员知情的范围内,本中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我们的研究报告主要以电子版的形式分发,有时也会以印刷品的形式分发。所有客户均可同时获得电子版的研究报告。