

## 中国宏观策略研究

### 通胀依旧偏弱，支持政策进一步放松

2015年6月9日

- 受翘尾因素和新涨价因素双双回落的拖累，5月份CPI从上个月的1.5%显著下降至1.2%，回落幅度大于市场预期。5月份CPI回落主要还是受食品价格季节性下降影响，食品CPI同比增速从上个月2.7%大幅下降至1.6%，而环比增速大致和上个月持平，维持在-0.9%左右。据测算鲜菜、鲜果和蛋价格的下降合计影响CPI下降0.39个百分点，超过当月CPI总降幅。5月份对CPI起到正面推动作用的，除了国内烟草价格和汽柴油价格分别受税收政策变化以及国际原油价格反弹的影响而有所反弹（分别影响CPI大致0.06和0.05个百分点），猪肉价格依旧为主要看点。鉴于饲料价格和人工成本上涨，以及生猪和母猪存栏偏低导致供应偏紧，从而猪肉价格继续上涨，但幅度较为温和，5月份价格上涨2.7%，影响CPI上涨0.08个百分点。未来2个月CPI的翘尾因素都将维持在0.7个百分点以上，再加上猪肉价格反弹幅度有可能提高，因此我们预计CPI将继续在食品价格的带动下会重新反弹至1.5%以上。

- 5月PPI同比增速没有改善和上个月持平在-4.6%，但环比增速降幅比上月收窄0.2个百分点至-0.1%。同时我们看到PPIRM（工业生产者购进价格指数）虽然同比增速也和上个月持平于-5.5%，但环比增速从上个月却是从去年8月份以来首次摆脱负值区间回升至0%，这最近两个月PMI指数中的购进价格指数的持续改善相印证，我们认为PPIRM的改善这和最近包括原油在内的大宗商品价格企稳有关。但鉴于作为出厂价格的PPI的改善幅度弱于购进价格的PPIRM，意味着以原材料作为投入品的工业企业的盈利状况将进一步被恶化。最近中央出台各项政策支持基建和房地产投资，我们预计未来PPI将继续改善。

章俊

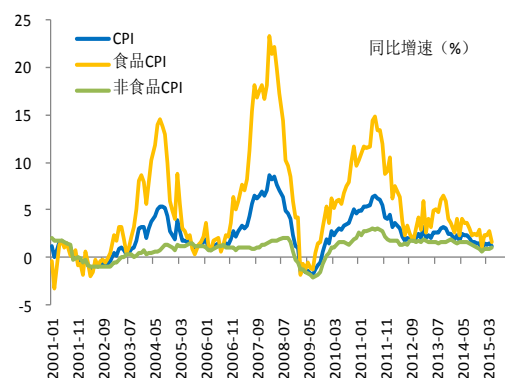
宏观经济研究主管

联系方式:

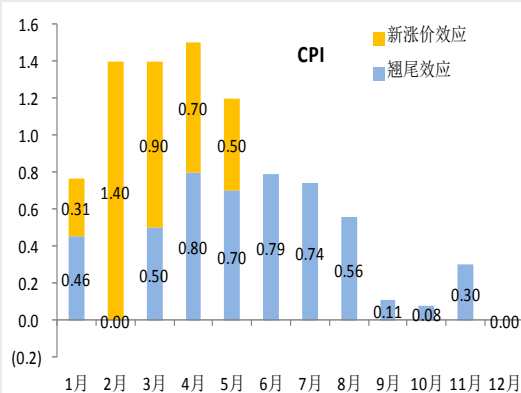
电话: (021) 20336292

E-mail: [steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com](mailto:steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com)

图表 1: CPI 回落



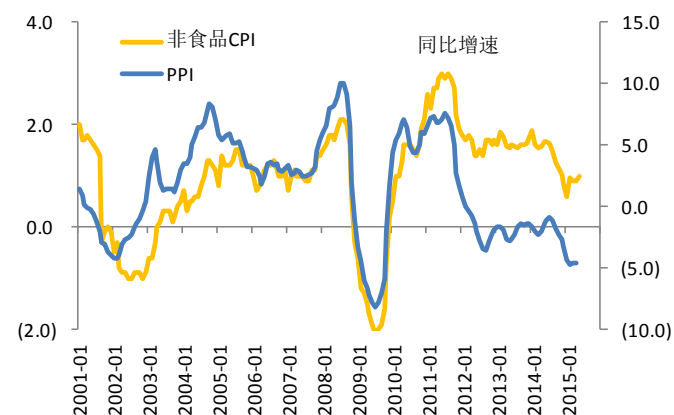
图表 2: 新增效应 VS 翘尾效应



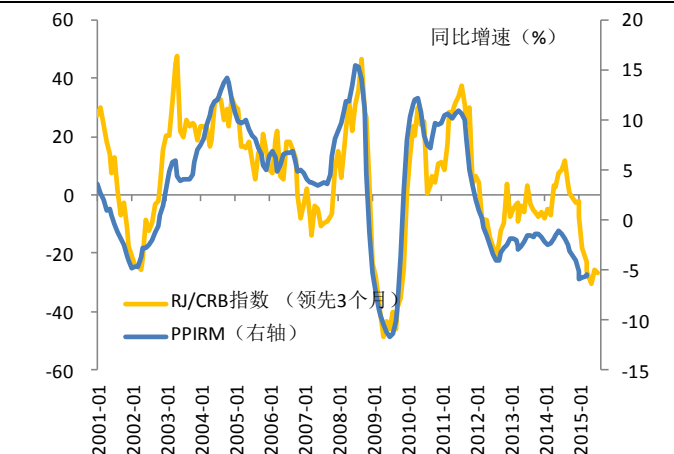
资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 目前下游通胀 CPI 受制于食品价格依旧平稳，而上游通胀 PPI 在实体经济需求疲弱的情况下则维持通缩模式，因此 2 季度 GDP 平减指数可能依旧维持在负值区间，造成 GDP 名义增速低于实际增速的情况出现，因此未来通胀本身不会成为进一步货币政策宽松的顾虑，且不说今年 3% 的通胀目标本身就为货币政策宽松预留了很大的空间。鉴于目前实体经济下行压力不减，实体经济融资成本依旧居高不下，我们认为在 3 季度末之前，央行还将保持目前每个月降息或者降准一次的频度，因此在上个月初降息的基础上，短期内我们认为央行在月内再次降准的概率很大，以配合固定资产投资在 2 季度末和 3 季度提速。就货币政策本身而言，在本次政治局会议上再提“稳健的货币政策”的同时，也强调要“把握好度，注意疏通货币政策向实体经济的传导渠道”。因此我们认为央行在继续降准降息的基础上，会加大定向调控的力度，从而达到改善货币政策传导机制的目的，从而有效的降低实体经济的融资成本。

图表 3: PPI 通缩通过非食品 CPI 向 CPI 传导



图表 4: 大宗商品价格企稳



摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

## 免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并予以本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。