

中国宏观策略研究

通胀低迷为央行应对股市危机提供空间

2015 年 7 月 9 日

- 6 月份 CPI 从上个月的 1.2% 反弹至 1.4%，基本符合市场预期。其中翘尾因素上升 0.2 个百分点但新涨价因素不变，这也导致 6 月份 CPI 环比增速为 0%。6 月份食品 CPI 同比增速从上个月的 1.6% 上升至 1.9%，其中鲜菜和肉禽及其制品价格分别上涨 11.4% 和 3.6%，合计影响居民消费价格总水平上涨约 0.58 个百分点；相反，鲜果和蛋价格分别下降 8.8% 和 11.3%，合计影响居民消费价格总水平下降约 0.32 个百分点。非食品 CPI 同比增速在 6 月也小幅上涨至 1.2%。其中除了交通和通信价格同比出现下降之外，烟酒及用品、衣着、医疗保健和个人用品、娱乐教育文化用品及服务、家庭设备用品及维修服务、居住价格同比都出现了不同幅度的上涨。未来到年末 CPI 的翘尾因素都持续走低，再加上猪肉价格反弹乏力，因此我们预计 CPI 将继续维持低迷。
- 6 月 PPI 同比增速再次恶化从上个月的 -4.6% 下降至 -4.8%，而且环比增速逆转上个月改善的趋势，降幅从上个月 -0.09% 重新扩大至 -0.4%。同时我们看到 PPIRM（工业生产者购进价格指数）虽然同比和环比增速出现了不同程度的下滑，这和 6 月 PMI 指数中的购进价格指数的重新下滑相印证。我们认为 PPIRM 的下滑这和最近包括原油在内的大宗商品价格出现明显下跌有关。
- 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，我们预计 2 季度 GDP 实际同比增速将跌破 7% 至 6.8% 左右。

章俊

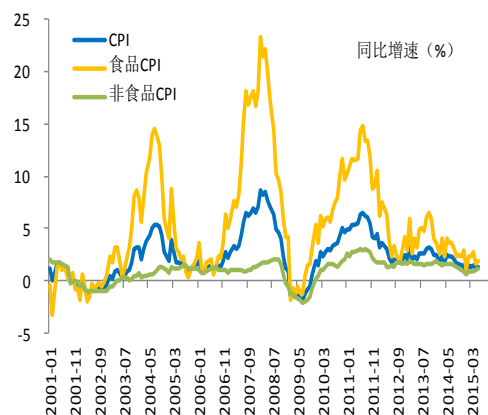
宏观经济研究主管

联系方式:

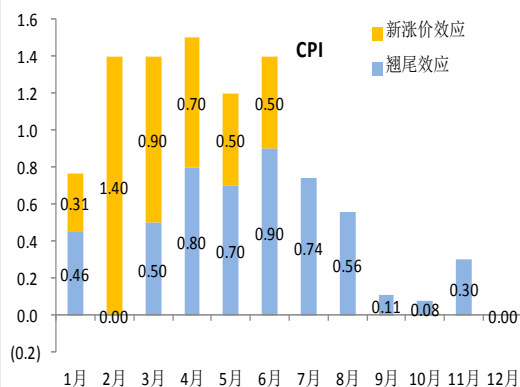
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: CPI 回落



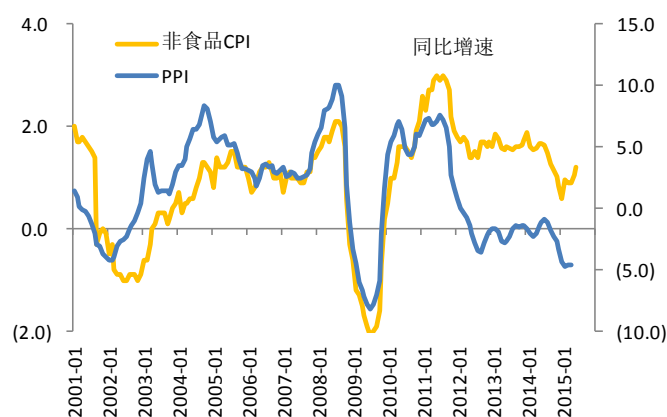
图表 2: 新增效应 VS 翘尾效应



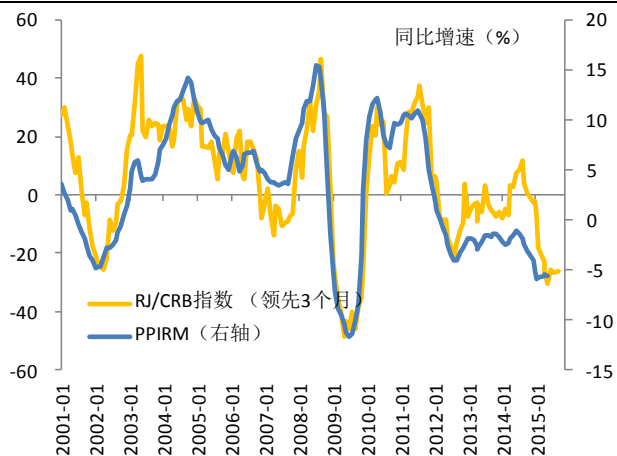
资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 鉴于目前 A 股市场出现连续大幅下跌，在某种程度上开启了危机模式。央行在此过程中为了发挥“最后贷款人”的定海神针的角色，有必要维持宽松的货币政策立场来帮助市场恢复信心，而且这也会在很大程度上阻断股市危机向整个金融市场甚至实体经济的蔓延，从而避免经济出现“资产负债表”式的衰退。综合来看，我们认为央行将在 3 季度维持降准降息的立场来助推实体经济，而且这种态势在 4 季度继续延续的概率在上升，而目前通胀低迷为央行宽松立场提供了空间。

图表 3: PPI 通缩通过非食品 CPI 向 CPI 传导



图表 4: 大宗商品价格回落



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。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，并以于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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司