

中国宏观策略研究

通胀低位徘徊，货币宽松仍有空间

2015年10月14日

- CPI 连续第三个月在食品价格的推动下延续反弹趋势之后，在9月份出现大幅回落，从上个月的2%下跌至1.6%，低于市场预期的1.8%。CPI大幅回落的原因之一是去年的基数较高，反映在9月翘尾因素相对于上个月大幅下降0.5个百分点，而新涨价因素仅比上个月增加0.1个百分点，因此反映在CPI环比增速也从上个月的0.5%大幅下降至0.1%。导致9月份CPI下降的另外一个重要原因是食品价格普遍回落，相对于上个月环比上涨1.6%，9月份食品CPI环比下跌0.1%。其中鲜果，鲜菜和水产品价格各环比下降1.5%，1.0%和1.2%，共影响CPI总水平下降0.09个百分点。由于前期生猪存栏量回升，猪肉价格环比涨幅仅为0.4%，比上月回落7.3个百分点，影响CPI上涨也仅为0.01个百分点（8月份为0.25个百分点）。9月非食品CPI环比温和上涨0.2个百分点，根据统计局解释：主要受开学季影响，学前教育 and 高等教育价格环比分别上涨2.5%和0.8%；服装换季，衣着价格环比上涨0.8%；国内成品油两次调价，汽油和柴油价格环比分别下降3.1%和3.3%。
- 9月PPI同比增速和上个月持平于-5.9%，虽然环比增速依旧维持负增长，但降幅在连续3个月持续恶化之后，从上个月-0.78%收窄至-0.4%。根据统计局数据显示：主要原因一是多数工业行业环比价格降幅缩小，其中石油加工、有色金属冶炼和压延加工、煤炭开采和洗选价格降幅比上月分别缩小3.9、1.8和0.7个百分点；二是部分工业行业环比价格由降转升，其中，计算机、通信和其他电子设备制造价格上涨0.3%，文教、工美、体育和娱乐用品制造价格上涨0.7%。生产资料价格下跌依然是PPI持续同比下降的主要原因，9月份对PPI降幅贡献约5.8个百分点，而生活资料价格的下降的贡献仅为0.1个百分点。其中，石油和天然气开采、石油加工、黑色金属冶炼和压延加工、煤炭开采和洗选出厂价格同比分别下降40.6%、24.5%、18.7%和15.4%，合计影响本月工业生产者出厂价格总水平同比下降约3.4个百分点，占总降幅的58%左右。这反映在经济增长触底之后，国内需求依旧疲软，内生增长动力明显不足，因此后续稳增长政策的跟进将是今年增长保7%的关键。

章俊

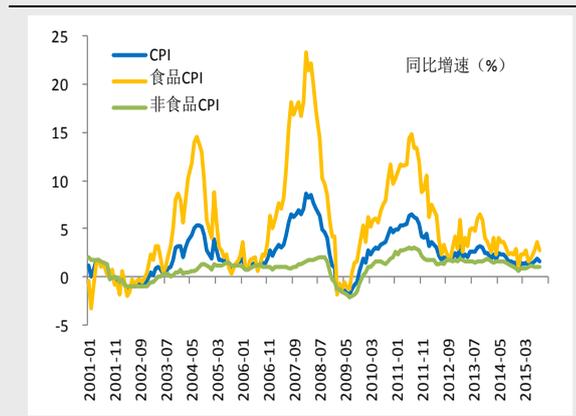
宏观经济研究主管

联系方式:

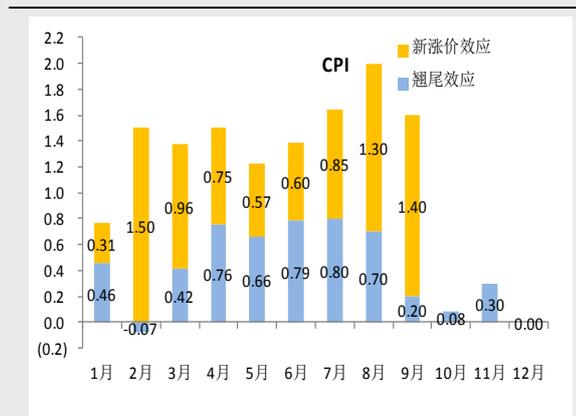
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: CPI 大幅回落



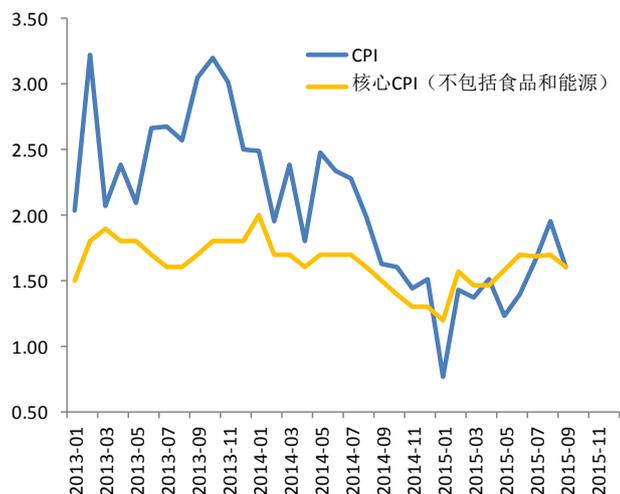
图表 2: 新增效应 VS 翘尾效应



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 3 季度经济开始筑底企稳，但需求依旧疲弱，前期“稳增长”政策的效应还没有得到很好的体现。虽然 4 季度预计经济增长会有所改善，但依旧脆弱，政策层面需要保持稳定性和连续性。目前看来到年底之前通胀将持续维持低位，这为宽松政策的延续创造空间。我们认为在 4 季度央行可能还有降准和降息各一次，更多的是为了巩固前期政策效果和在一定程度上对冲由于外汇占款下降所带来的货币政策紧缩效应。但是鉴于资本外流和人民币汇率贬值的压力，央行可能不希望过多使用降息降准这种宽松信号过于强烈的政策工具，而且目前整体的政策取向也转变为：货币政策宽松配合“积极财政政策”，因此央行更多的是看重宽松的实质，而希望弱化宽松政策向市场所传递的政策信号。最近央行扩大信贷资产抵押再贷款试点在很大程度上就起到了这样的效果，一方面起到增强对实体经济的流动性支持的效果，另一方面弱化了因为频繁降息降准带来的强烈宽松信号。

图表 3: 中国广义/核心通胀



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。