

中国宏观策略研究

对抗低通胀依然是当务之急

2015 年 11 月 10 日

- CPI 在上个月份出现大幅回落之后，在 10 月份继续延续跌势，同比增速从上个月的 1.6% 下跌至 1.3%。10 月翘尾因素和上个月持平于 0.2 个百分点，但新涨价因素却下降了 0.3 个百分点，因此反映在 CPI 环比增速在连续 4 个月维持在正区间之后由正转负，从上个月的 +0.1% 下降至 -0.3%。导致 10 月份 CPI 下降的重要原因是食品价格普遍回落，食品价格同比增速从上个月的 2.7% 大幅下降至 1.9%。相对于上个月环比微跌 0.09%，10 月份食品 CPI 环比下跌 1%。其中 10 月份全国平均气温较常年同期偏高，有利于鲜菜鲜果的生产，鲜菜和鲜果价格环比分别下降 5.6% 和 0.5%；由于前期生猪存栏量回升，猪肉价格环比在近 6 个月来首次出现环比下跌（-0.4%）。在加上鲜蛋价格下跌，上述四项合计总共影响 CPI 环比下降 0.32 个百分点，超过了 CPI 环比总降幅。9 月非食品 CPI 环比继续维持正增长，温和上涨 0.1 个百分点，根据统计局解释：主要受冬装上市，衣着价格环比上涨 0.6%；受国内成品油调价影响，汽、柴油价格环比分别上涨 0.8% 和 1.0%。同时部分服务价格同比涨幅依然较高，包括挂号诊疗费和家庭服务价格

- 10 月 PPI 同比和环比增速分别和上个月持平于 -5.9% 和 -0.4%，没有继续呈恶化趋势，在某种程度上说明上游行业的通缩已经在稳增长政策不断加码和持续展开的基础上已经开始得到遏制。根据统计局数据显示：PPI 中生产资料价格同比和环比分别下降 7.6% 和 0.5%，影响全国工业生产者出厂价格总水平下降约 5.8% 和 0.4 个百分点，由此判断 PPI 的环比负增长都是来自于生产资料价格的下降，而生活资料价格相对平稳。部分工业行业环比价格降幅缩小，石油和天然气开采、化学原料和化学制品制造、黑色金属冶炼和压延加工价格分别下降 2.7%、0.7% 和 1.8%，环比降幅比上月分别缩小 4.6、0.4 和 0.1 个百分点。

章俊

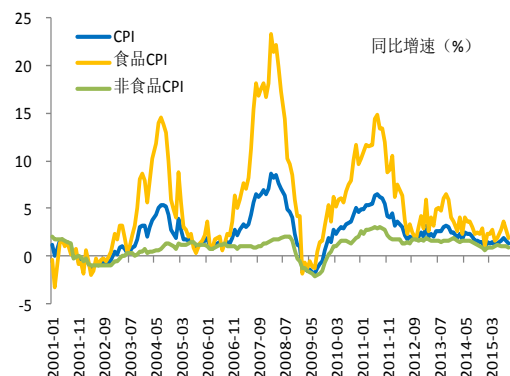
首席经济学家

联系方式：

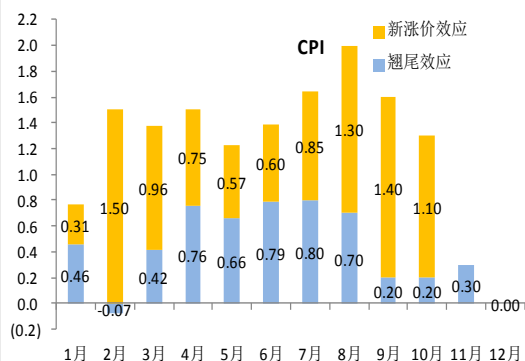
电话：(021) 20336292

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

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

- 目前上游行业通缩和下游行业的低通胀局面在短期内很难得到改观，这推动实际利率高企，从而在很大程度上加大了企业的融资成本和债务负担，不利于经济增长的企稳和持续复苏。因此我们认为央行有必要继续降息。我们判断到年底之前央行可能还会有一次降息，而明年一季度还会有 1-2 次降息，而这过程中会伴随着降准的持续出现，后者出现的时机和频度更多的是根据外汇占款的波动而相机抉择。

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。