

## 中国宏观策略研究

### PPI 拐点如期出现，滞胀担忧证伪

2017年4月12日

- 3月份CPI是年内首个不受“春节错月”因素影响的通胀数据，但3月份CPI同比增速仅从上个月的0.8%微弹至0.9%，反弹力度低于市场预期。环比降幅从上个月的-0.2%扩大至-0.3%。虽然翘尾因素从上个月的0贡献跳升至去约为0.4个百分点，但新涨价因素在3月份仅为0.5个百分点，大幅低于上个月的0.8个百分点。食品价格持续回落依然是拖累CPI上涨的主要因素，3月份食品价格同比增速非但没有改善，而且比上个月下滑0.1个百分点至-4.4%。环比增速更是从上个月的-0.6%扩大至-1.9%，统计局数据显示：鲜菜、蛋、猪肉、禽肉、鲜果价格环比分别下降7.9%、4.0%、3.5%、2.1%和1.2%，上述五项合计影响CPI环比下降0.37个百分点。由于天气转暖有利于鲜菜的生产和供给，导致鲜菜价格下降幅度最大，同比下降27.9%，影响CPI同比和环比增速分别达0.95个百分点和0.21个百分点。非食品价格较为平稳，同比和环比增速都有小幅改善。我们建议市场关注的核心通胀（剔出食品和能源）从上个月的1.8%反弹至2.0%，反映通胀整体依然温和可控。
- 3月份PPI同比增速如期见顶回落，同比增速从上个月的7.8%跌至7.6%，一方面是翘尾因素从去年年初开始一路上行之后首次回落，从上个月的6.4个百分点下降至5.8个百分点；另一方面PPI环比增速连续第三个月收窄，从上个月的0.6%降至0.3%，反映上游生产资料价格上涨动能减弱。从同比和环比增速来看，煤炭、石化、钢铁、有色等行业产品的价格都有不同程度的回落和涨幅收窄。作为PPI的领先指数的PMI中的原材料购进价格指数从今年1月份就开始见顶回落，并在3月份出现明显回落，因此3月份PPI见顶回落符合预期。我们认为去年以来PPI的大幅跳升，很大程度上是因为供给侧改革的去产能以及环保趋严导致上游相关行业的供给端失去弹性，因此在需求出现小幅改善的时候就会导致价格出现大幅飙升。我们预期伴随着供需结构调整在2季度逐步调整到位，特别是需求段开始走弱，PPI会持续回落。

章俊

首席经济学家

联系方式:

电话: (021) 20336292

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

- 食品价格中对 CPI 扰动较大的猪肉和鲜菜价格持续回落, 因此我们认为年内食品价格很难成为 CPI 上涨的驱动因素。此外, 考虑到收入增长放缓, 居民消化涨价能力下降, 因此上游成本向中下游行业的传导有限。目前来看服务业价格稳步上升, 一方面是劳动力供需格局发生变化, 另外一个方面就是前期房价上涨也会在一定程度上会继续推高服务业价格。考虑到服务业价格的粘性, 因此未来 CPI 的中枢可能维持在 1.5%-2% 左右, 从日本和韩国的历史经验来看, 经济转型过程中 (从投资和工业驱动的增长模式向消费和服务业驱动的增长模式过渡的过程中), 经济增速中枢会下一个台阶, 但与此同时通胀中枢会上一个台阶。这是经济转型过程中的正常现象, 不应该被冠以“滞胀”的帽子。今年是供给侧改革深化的一年, 除了中央引导去产能规划之外, 对于节能环保方面的要求提高本身也起到了除产能的效果, 不能达标的企业就会被关停, 这会在一定程度上导致部分工业品价格易涨难跌。但由于供给侧改革推进导致的工业品价格上涨是对过去以牺牲环境来控制成本的扭曲现象的一次性纠正, 因此不能完全被完全解读为通胀, 所以很难说需要货币政策对此做出反应。因此央行货币政策关注的重点依然应该放在防范系统性金融风险和配合财政政策来稳定经济增长, 通胀问题短期来看并不是核心问题。

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。