

中国宏观策略研究

通胀平稳，央行专注防风险

2017年8月9日

- 今天统计局公布的7月通胀数据大致符合市场预期，CPI和PPI环比增速小幅提升，同比增速大致与上个月持平。
- CPI同比增速小幅下降0.1个百分点至1.4%，其中食品CPI同比增速从上个月的-1.2%收窄至-1.1%，非食品CPI同比增速受到去年基数较高的影响，同比增速从上个月的2.2%放缓至2.0%；但从环比角度来看食品CPI和非食品CPI的分化依然相对明显：食品CPI从2月份以来维持负增长趋势，而非食品CPI从3月以来一直是正增长，后者主要是受到消费品和服务业价格持续上涨的影响。剔除食品和能源价格的核心CPI也受基数影响，从上个月的2.2%小幅回落0.1个百分点至2.1%。
- 虽然翘尾效应下降0.1个百分点，但由于新涨价因素反弹回升0.1个百分点，此消彼长导致7月PPI同比增速连续第三个月停留在5.5%。PPI环比增速在连续3个月负增长之后，在7月份再次转正，环比上涨0.2%，这与此前制造业PMI指数中的购进价格指数大幅反弹相印证（50.4%反弹至57.9%）。其中上涨最为明显的是钢铁和有色，分别上涨2.7%和1.5%，合计影响PPI上涨约0.3个百分点，同期煤炭环比降幅也有所收窄。这些行业价格持续上涨一方面是因为2季度中国经济增长超预期提升了市场对下半年中国经济的乐观情绪，另一方面是供给侧改革去产能持续推进，停产限产导致供给面偏紧。鉴于需求端在3季度会有所回落，加上中下游行业消化成本上涨的能力有限，因此我们认为上游原材料行业的价格上涨不可持续。
- 通常情况下，央行货币政策目标除了锚定在商品价格之外，是否要包含资产价格的争论由来已久。以美联储主席格林斯潘为代表的美联储官员普遍认为资产价格泡沫是难以识别，即使货币当局能识别，但也无能为力，因为提高利率必然导致经济的衰退。货币当局的作用更多是体现在资产泡沫破灭之后的治理。而格林斯潘的继任者伯南克也认为只有当资产价格的变化影响

章俊

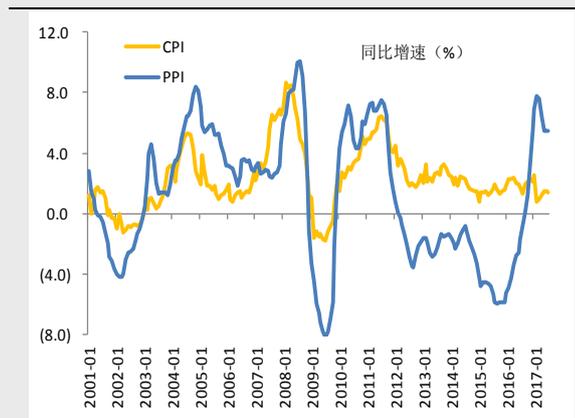
首席经济学家

联系方式：

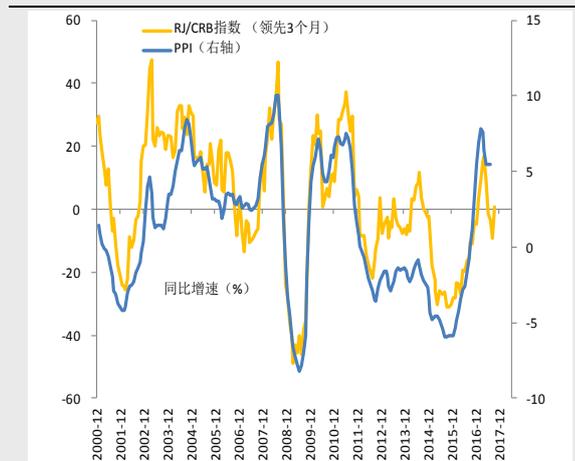
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表1：物价平稳



图表2：原材料价格上涨不可持续



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

到了货币当局对通货膨胀的估计,货币当局才能采取相应措施治理资产价格泡沫。相反英国著名经济学家/摩根士丹利高级经济顾问 Charles Goodhart 则认为鉴于资产价格泡沫对经济巨大的破坏性,中央银行货币政策中应该用包含房地产和股票等金融资产在内的广义价格指数代替消费品价格指数等传统反映通货膨胀程度的指标。货币当局一旦发现房地产和股票等资产价格上涨过快,即使在像消费品价格指数等传统意义上的通货膨胀指标还比较稳定的时候,就应该采取紧缩性货币政策。中国央行货币政策立场从去年年底开始转向中性,其间通胀形势并没有发生趋势性的变换,在很大程度上就是出于对国内金融加杠杆和资产价格泡沫的担忧,把政策重心转向防范系统性金融风险。传统意义上,央行所需要履行的最基本职责是维持物价稳定,但往往同时需要承担稳定经济增长的职责,再加上防范金融风险的多重职责和目标会让央行不堪重负,加上这些目标之间本身存在内在冲突,央行在政策执行过程中难免会顾此失彼。对于中国央行而言,目前幸运的是,年内通胀和经济基本面相对平稳,我们认为有利于央行把更多的精力放到推动金融去杠杆和防范系统性金融风险上来。

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。