

中国宏观策略研究

通胀可控，央行维持中性立场

2017年10月16日

- 今天统计局公布的9月通胀数据，CPI和PPI背道而驰，CPI从上个月的1.8%降至1.6%，大致符合市场预期；但PPI从上个月的6.3%大幅反弹至6.9%，略超市场预期，反映目前市场对上游原材料价格上涨动能的估计不足。
- 虽然CPI环比增速从上个月的0.4%加快至0.5%，但由于去年基数较高，CPI同比增速下降0.2个百分点至1.6%。上游原材料成本上涨效应缓慢向中下游传导，拉动非食品CPI在同比和环比增速上继续上升，9月非食品价格同比增速加快0.1个百分点至2.4%，环比增速则跳升0.3个百分点至0.5%。9月份食品CPI同比增速显著下滑是拖累CPI回落的主要因素。今年9月份食品价格的国庆中秋长假拉动效应不明显，相对于去年同期食品价格环比出现大幅跳升，今年9月份食品CPI环比增速不升反降，从上个月的1.2%降至0.5%。9月份剔除食品和能源的核心CPI受上游成本上涨的影响在缓慢攀升至2.3%，创该数据从2013年1月发布以来的新高。鉴于非食品价格相对食品价格而言粘性较高，短期内出现逆转的可能性不大，未来如果食品价格出现反弹，可能会拉动CPI出现明显跳升。
- 虽然翘尾效应下降0.4个百分点，但由于新涨价因素反弹回升1个百分点，导致9月PPI同比增速延续上个月的反弹趋势，从6.3%升至6.9%。PPI环比增速则在上个月0.9%的基础上扩大至1%。相对于生活资料的温和涨幅，PPI反弹主要还是受到生产资料价格上涨的推动，9月份生活资料价格同比增速从上个月的8.3%跳升至9.1%。根据统计局数据显示，在调查的40个工业大类行业中，30个行业产品价格环比上涨，比上月增加10个。涨幅扩大的主要是钢铁和有色；由降转升的有石油、煤炭、化工等。我们认为目前上游原材料价格持续上涨的原因是：一方面使全球大宗商品价格景气提升（CRB指数持续反弹），另一方面还是国内供给端偏紧，再加上需求端没有明显萎缩的迹象，造成企业补库存需求延续的时间比市场预期来的更长。

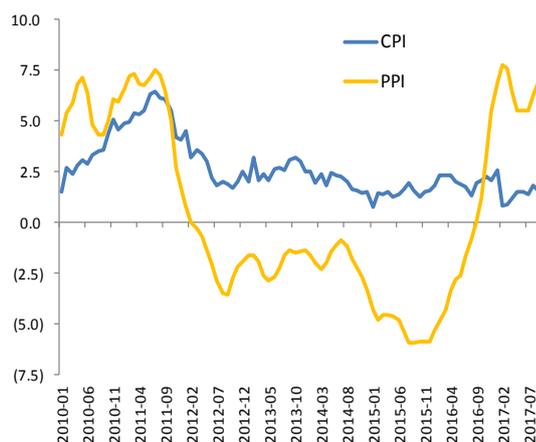
章俊
首席经济学家

联系方式：

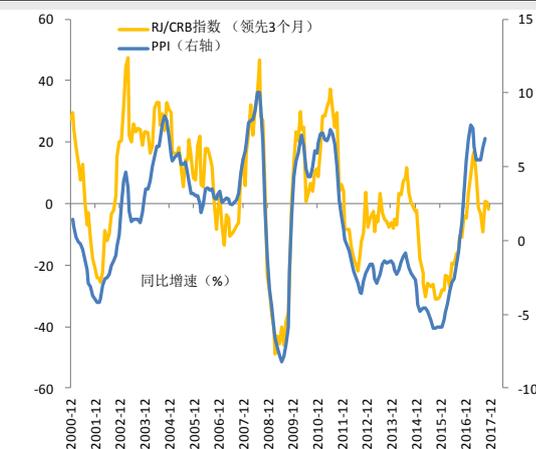
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表1：CPI，PPI背离



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

● 在目前通胀形势相对可控的背景下,央行会继续维持中性的货币政策立场,同时在海外央行推进货币政策正常化的过程中,保持相机抉择的立场来维持货币政策的灵活性和弹性。最近央行推行的普惠降准是对之前定向降准的升级版,以更加透明的标准来鼓励金融机构向国民经济中较为薄弱的小微企业和三农部门增加信贷支持。在目前供给侧改革“三去,一降,一补”的整体战略下,“三去”已经取得初步成果的基础上,这次普惠降准应该理解为中央加强供给侧改革中“降成本和补短板”方面的努力。

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质版本。

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。