

中国宏观策略研究

货币政策取向应基于核心 CPI 走势

2015 年 9 月 10 日

- 8 月份 CPI 连续第三个月延续反弹趋势从上个月的 1.6% 上升至 2.0%，略高于市场预期。其中相对于上个月翘尾因素下降 0.1 个百分点但新涨价因素上涨 0.6 个百分点，这也导致 6 月份 CPI 环比增速从上个月的 0.3% 加速至 0.5%。食品价格的上涨依然是 8 月份 CPI 上涨的主要推动力，同比增速从上个月的 2.7% 跳升至 3.7%，影响居民消费价格总水平上涨约 1.2 个百分点。其中，鲜菜和肉禽及其制品价格分别上涨 15.9% 和 9.3%，影响居民消费价格总水平上涨约 1.15 个百分点。由于前期生猪存栏量下降导致的供给紧张，猪肉价格连续第 4 个月快速上涨，8 月份环比上涨 7.7%，影响 CPI 上涨 0.25 个百分点，贡献了当月 CPI 环比涨幅的一半。由于夏季部分地区高温、暴雨等恶劣天气的影响，鲜菜价格环比上涨 6.8%，影响 CPI 上涨 0.21 个百分点。总的来看，猪肉、鲜菜和蛋三项合计影响 CPI 环比上涨 0.54 个百分点，超过 8 月 CPI 环比总涨幅。8 月非食品 CPI 同比和上月持平，而环比出现小幅下降，其中交通和通信、衣着、娱乐教育文化用品及服务价格环比增速分别不同程度的下降。

- 8 月 PPI（工业生产者出厂价格）同比增速从上个月的 -5.4% 下降至 -5.9%，而且环比增速也继续恶化，降幅从上个月 -0.7% 扩大至 -0.8%。生产资料价格下跌依然是 PPI 持续同比下降的主要原因，8 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 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 37.9%、24.3%、18.8% 和 15.6%，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。PPIRM（工业生产者购进价格指数）同比和环比增速出现了相当程度的下滑，这和最近大宗商品价格出现明显下跌有关，说明目前国内上游行业的输入性通缩问题突出。8 月 PMI 指数中的购进价格指数出现小幅反弹，作为领先指标可能预示 PPI，特别是 PPIRM 可能已经触底。

章俊

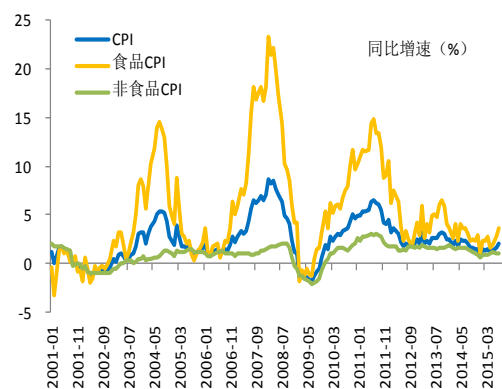
宏观经济研究主管

联系方式:

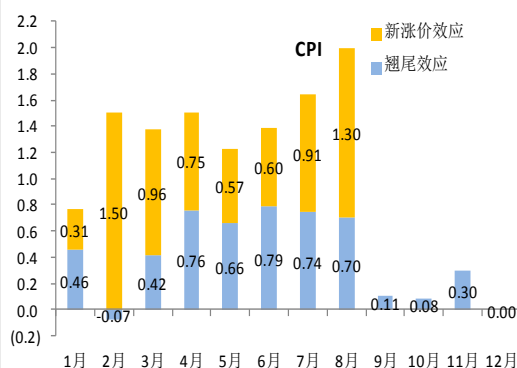
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: CPI 上涨



图表 2: 新增效应 VS 翘尾效应

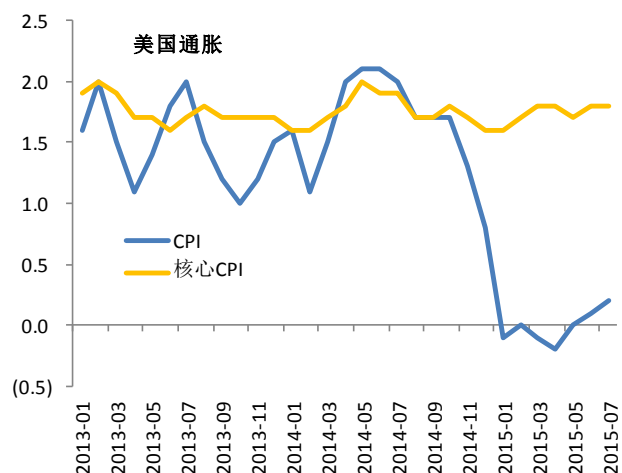


资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

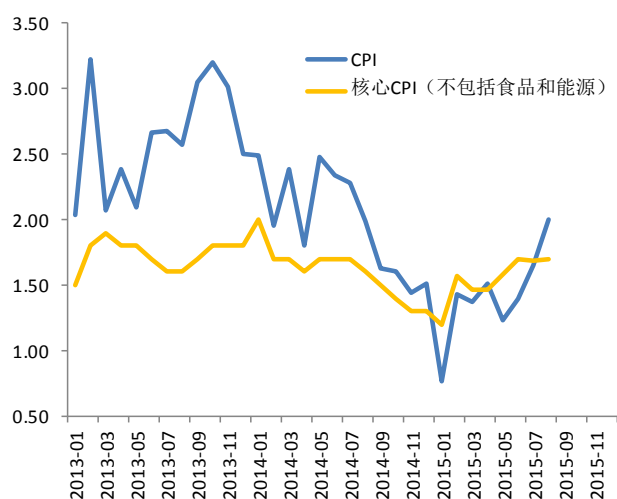
- 美联储为自己设定的退出 QE 和加息的政策目标是：失业率低于 6%，而核心 CPI 达到 2%。在去年 4 季度美联储退出 QE3 的时候，不仅失业率已经低于 6%，而且核心 CPI 也达到 1.8% 左右。今年以来虽然美国的广义 CPI 受到大宗商品，特别是原油价格跳水的拖累，从去年 3 季度 2% 左右的水平一路下滑至零甚至跌入负增长区间，而美联储依旧不排除在年内首次加息的可能，就是因为相对于广义 CPI 的大幅波动，美国的核心 CPI 一直稳定在 1.8% 左右的水平，随着未来工资水平的反弹，很有可能突破 2% 的目标值。反观中国，由于成品油定价机制等问题，造成“涨易跌难”的现象，因此原油价格的大幅波动在广义 CPI 中很难有明显体现。相反，食品价格，特别是猪肉价格对中国广义 CPI 的影响，成为某种意义上的“中国特色”。最近几个月猪肉价格的大幅上涨使得中国广义 CPI 在国内消费需求疲软，以及输入性通缩加剧的背景下重拾升势，同比增速从年初的 0.8% 上升到 8 月的 2%，而且最近几个月有加速上行的趋势。但我们也可以发现同期核心 CPI 的涨幅则相对有限且相对平稳（1.2% 上升至 8 月的 1.7%）。因此即便未来广义 CPI 受猪肉等食品价格的扰动而存在进一步上涨的压力，我们认为央行会更多的关注核心 CPI 的走势来决定货币政策的方向和力度。

- 在目前全球范围内看，新兴市场国家中的大宗商品出口国可能会由于大宗商品价格跳水而造成的贸易条件恶化和本币贬值，从而会显著推高本国通胀，但中国在很大程度上是大宗商品净进口国，因此输入性通缩依然占据主导地位。虽然人民币汇率在央行 8 月份进行人民币汇率中间价形成机制调整之后兑美元贬值了 3% 左右，但鉴于本次贬值幅度十分有限，而之后央行又通过各种手段干预，希望能守住 6.4/6.5 一线，因此贬值对国内通胀的推动效应不明显，反而由于贬值而造成的资本外流加剧了国内通缩压力。有鉴于此，我们认为未来央行有必要继续降准以维持相对宽松的流动性环境来配合“积极财政政策”的推进和落实。纵观全球主要经济体已经零利率的现实，中国目前在通过进一步降息来“稳增长”方面还存在很大的余地。而且在操作层面，相对平稳的广义和核心 CPI 也为央行进一步降息来降低实体经济融资贵的困难提供了较大空间。

图表 3：美国广义/核心通胀



图表 4：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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司