



管涛：强调稳物价不等于央行货币政策立即转向



意见领袖 | 管涛

去年下半年中央重提做好跨周期调节，保持经济运行在合理区间以来，中国加大稳健货币政策实施力度，综合运用总量和结构工具，把金融服务实体经济放在更突出的位置。日前，央行发布了货币政策执行报告（下称“报告”），重点阐述了全球高通胀环境下中国的结构性通胀问题，强调要抓好政策措施落实，着力稳就业稳物价，要兼顾经济增长和物价稳定，不搞“大水漫灌”，不超发货币，要密切关注国内外通胀形势变化，夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。市场将之解读为，货币政策首要目标将由稳增长转向稳物价。笔者却不以为然。



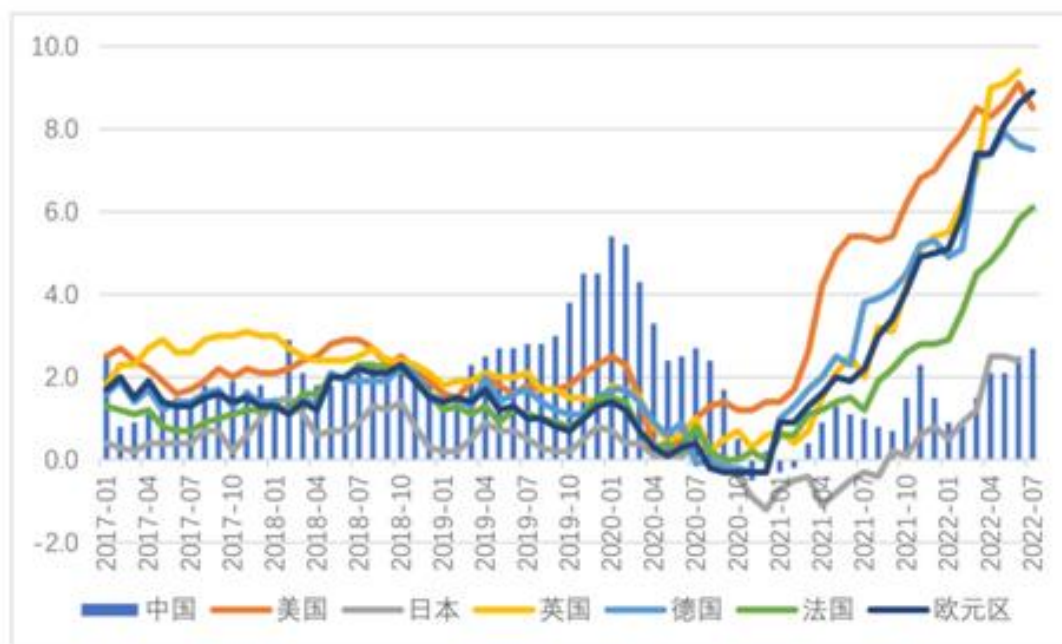
稳物价是重要目标却非中国当前突出矛盾

继去年底中央经济工作会议重提以经济建设为中心，稳住宏观经济大盘后，早在今年4月7日总理经济形势专家和企业界座谈会就提出，保持经济运行在合理区间主要是稳就业稳物价。7月28日中央政治局会议再次强调，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。

3月中旬以来，因国内疫情多点散发、俄乌冲突风险外溢和美联储激进紧缩等超预期冲击，上半年中国经济增速仅有2.5%，实现全年预期目标难度较大。为此，“7·28”政治局会议要求经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标。同时，政策底线（或者退而求其次）是保住就业岗位、稳住物价水平。

在全球通胀高位运行的背景下，最近中国通胀水平虽有所上升，但总体比较温和。7月份，CPI同比增长2.7%，核心CPI增长0.8%；前七个月，分别增长1.8%、1.0%。同期，欧美通胀却是几十年一遇：7月份，美国、德国、法国CPI分别同比增长8.5%、7.5%和6.1%，欧元区调和CPI增长8.9%；6月份，英国CPI增长9.4%（见图1）。

图 1：中国与主要经济体 CPI 当月同比增速对比（单位：%）



资料来源：国家统计局；美国劳工部；欧盟统计局；英国统计局；德国统计局；法国统计局；日本统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

在外部环境更趋复杂严峻，国内“三重压力”有增无减的背景下，中国能够保持物价稳定，促进了经济平稳运行，加强了民生保障，拓展了财政货币政策空间。这与前期应对新冠肺炎疫情冲击时，中国保持财政货币政策的相对克制密切相关。相反，面对疫情大流行，欧美国家财政货币刺激火力全开，需求过热恰逢供给中断，通胀如期而至。

现在，欧美央行不得不在防滞还是防胀之间做出取舍。美联储 7 月份议息会议再度加息 75BP 后，美联储主席鲍威尔承认，实现经济软着陆的路越来越窄了，低于趋势水平的增长可能是降低通胀的必要条件。7 月份，欧央行 11 年来首次加息，且一次加息 50BP，终结了 8 年之久的负利率时代。8 月份议息会议，英格兰央行连续 6 次加息。

报告指出,随着 PPI 加速向 CPI 传导、猪周期触底回升拉高食品价格,以及国际能源价格高企推动国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广泛的价格上涨,中国 CPI 运行中枢较上半年 1.7%的水平将有所抬升,一些月份涨幅可能阶段性突破 3%,结构性通胀压力加大。但是, PPI 与 CPI “剪刀差”收敛,有助于缓解中下游特别是中小微企业经营困难,畅通经济循环,不能“一棍子打死”。到 7 月份, CPI 与 PPI 的负缺口为 1.5 个百分点,连续九个月收窄(见图 2)。国内商品和服务供给能力总体充裕,市场保供稳价力度在加大,中国保持总体物价水平基本稳定既有信心也有条件。况且,作为新兴加转轨的发展中国家,中国也不宜简单套用发达经济体通常 2%左右的通胀目标,而应该有更高的容忍度。

图 2: 中国 CPI、核心 CPI 与 PPI 当月同比增速对比 (单位: %)

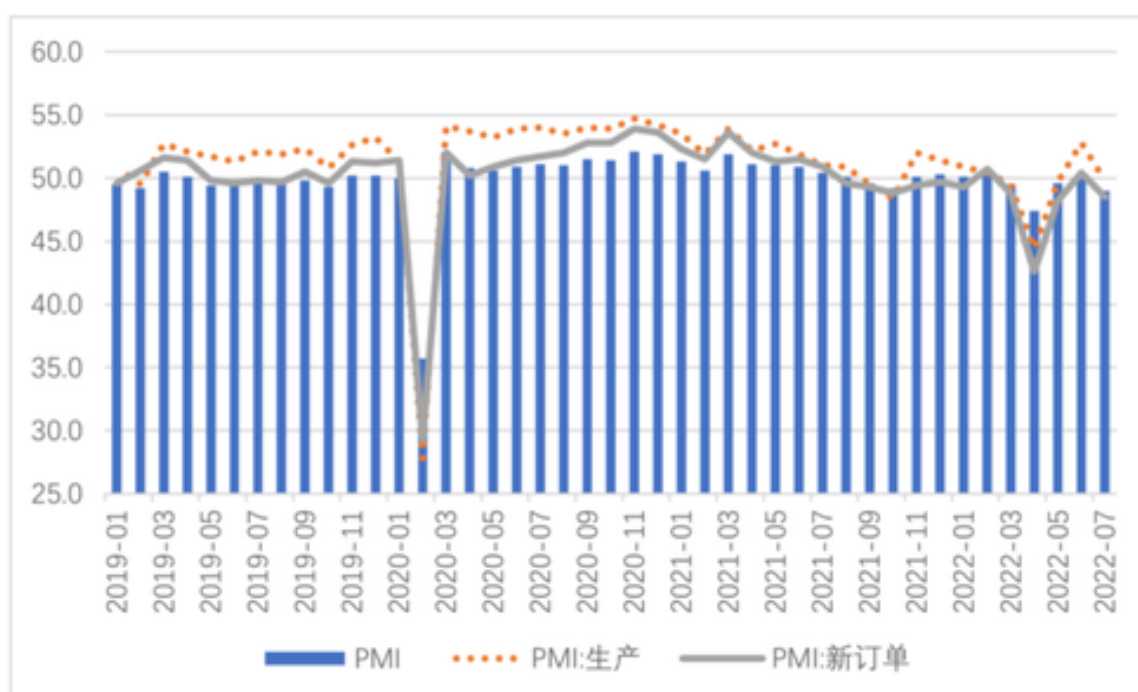


资料来源: 国家统计局; WIND; 中银证券

凭澜观涛

当前中国更为突出的矛盾是需求不足，经济偏下行压力。前七个月，制造业 PMI 指数均值为 49.4%，低于荣枯线。其中，生产指数均值为 49.6%，新订单指数均值为 48.4%，显示供给和需求景气均偏弱，但需求景气度更弱（见图 3）。

图 3：中国制造业 PMI 指数及其部分分项指数（单位：%）



资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

其后果是出口增长快于进口，贸易顺差激增。今年 5 月份以来，防疫形势总体向好，企业有序复工复产，出口恢复当月同比两位数的正增长，但进口当月增速只有个位数，7 月份中国外贸顺差达到创纪录的 1013 亿美元（见图 4）。剔除价格因素后，今年上半年，出口数量指数均值为 101.6，进口数量指数为 91.9，也显示中国出口量的增长明显强于进口量。

图 4：中国外贸进出口当月同比增速及贸易差额（单位：%；亿美元）



资料来源：海关总署；WIND；中银证券

凭澜观涛

需求收缩也影响中国物价走势。与日本 CPI 和核心 CPI 同比增速均达到 2% 以上不同，中国 CPI 增速虽然超过了 2%，甚至略高于日本，但核心 CPI 一直在 1% 左右。7 月份，中国核心 CPI 与 CPI 的负缺口为 1.9 个百分点（见图 1 和图 2）。有人称之为中国的结构性通缩。

日本银行是发达经济体中唯一不为通胀形势所动的央行 坚守国债收

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45275
