

剪刀差收敛，货币政策空间打开

—— 11月通胀数据点评

分析师：祁宗超
证书编号：S0500519010001
Tel: 021 - 50295364
Email: qizc@xcsc.com

分析师：何超
证书编号：S0500521070002
Tel: 021 - 50295325
Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 事件：

统计局：11月CPI同比增长2.3%，较上月增加0.8个百分点，环比上涨0.4%；PPI同比增长12.9%，较上月降低0.6个百分点，环比由上月上涨2.5%转为持平。

□ CPI：猪肉涨价，蔬菜回落

11月CPI环比增速0.4%，主要贡献来自于食品项，食品项当月环比较上月继续上涨0.7pct报收2.4%，非食品项环比增速较上月下降0.4pct录得零增速。鲜菜价格明显回落，从上月16.6%的环比增速大幅下降9.8pct至6.8%，主要原因也是全国各地加强了鲜果蔬菜的稳供保价措施，同时极端气候影响因素降低，导致“菜篮子”供给上升。与此形成鲜明反差的是猪肉价格环比大幅上涨，由前值-2%的环比增速上涨至12.2%，我们认为除了本轮猪周期供需变化的影响外，可能短期季节性消费需求增长叠加肥猪供给偏紧的解释力度更强。

□ PPI：阶段高点基本确认

PPI回落的主要贡献项为生产资料，下降的原因是采掘工业和原材料工业环比大幅下降，结合本月工业生产者购进价格和主要行业出厂价格看，黑色金属材料类、煤炭开采和洗选业、黑色金属采矿选业、有色金属冶炼和压延加工业等均有不同程度的下滑，而有色金属、其他工业原材料及半成品也结束了涨势。后续原材料的供需格局仍有待观察，若奥密克戎病毒呈现“流感化”的轻病毒症状，则对全球整体经济复苏进程影响不大，大宗商品的供需矛盾有望得到进一步缓解。

□ 剪刀差收敛，货币政策空间打开

当前经济周期运行的特征表明，“滞”的风险已高于“胀”的风险。2021年中央经济会议的主基调就是要“稳住宏观经济大盘”，面对经济下行压力，更加突出维稳经济的重要性。伴随目前PPI压力逐步缓解叠加通胀预期的高确定性，为货币政策空间的打开提供了条件。自第三季度货币政策报告删去“管好货币政策总闸门”的表述后，全面降准叠加结构性降息的货币政策工具先后落地，未来经济下滑压力仍存，而稳就业、促经济是下一阶段政府工作的主要目标，我们判断更多的财政货币政策值得期待。

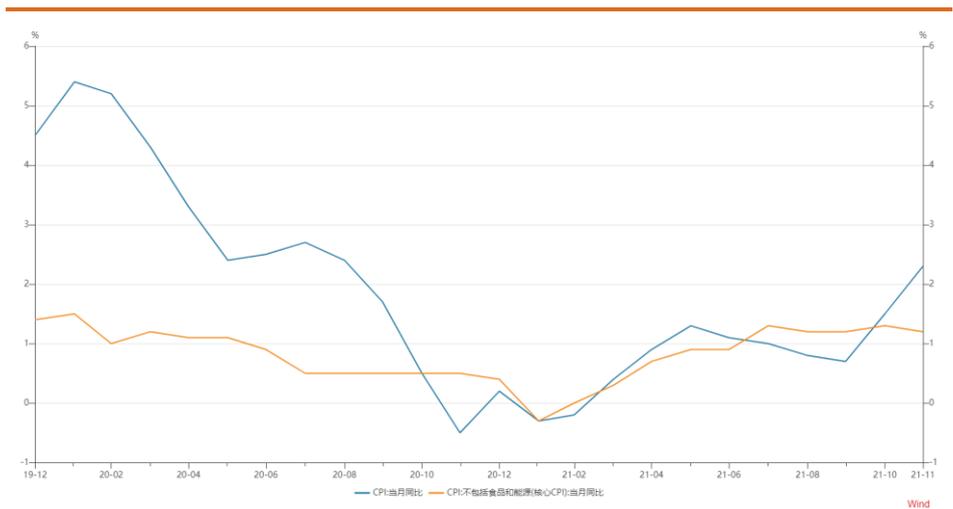
□ 风险提示

奥密克戎病毒对经济的不确定性；政策超预期。

1 CPI：猪肉涨价，蔬菜回落

11月CPI同比增速录得2.3%，较10月份上涨0.8pct，较9月份上涨1.6pct，CPI近几个月上涨较快，从“0”时代回到“2”时代主要与食品项扰动有关，而剔除食品和能源项的核心CPI表现平稳，9月、10月、11月同比增速分别为1.2%、1.3%和1.2%。

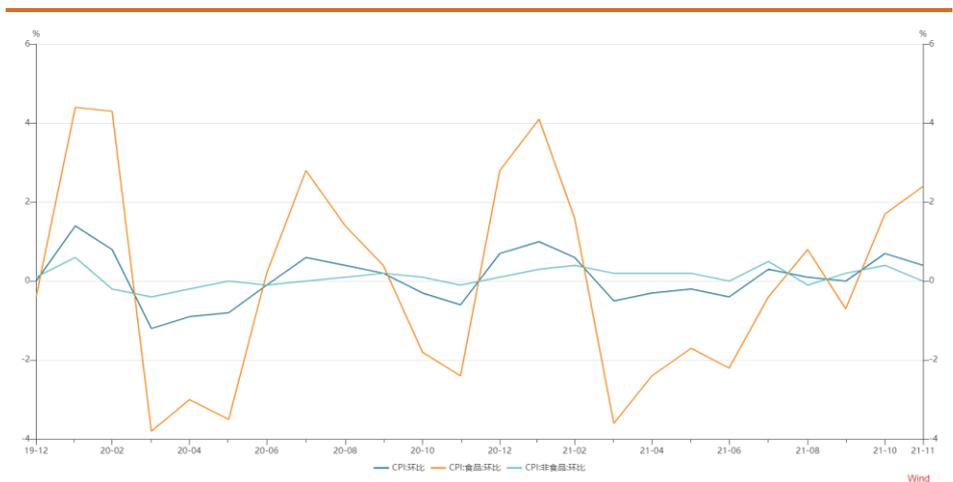
图1 CPI和核心CPI同比走势（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

环比看，11月CPI环比增速0.4%，主要贡献来自于食品项，食品项当月环比较上月继续上涨0.7pct报收2.4%，非食品项环比增速较上月下降0.4pct录得零增速。

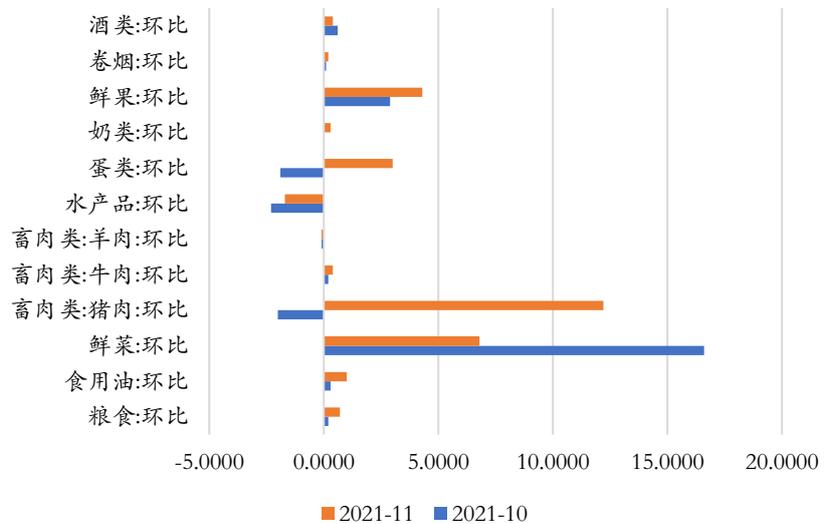
图2 CPI环比增速较快主要由食品项贡献（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

食品项，鲜菜价格明显回落，从上月 16.6% 的环比增速大幅下降 9.8pct 至 6.8%，主要原因也是全国各地加强了鲜果蔬菜的稳供保价措施，同时极端气候影响因素降低，导致“菜篮子”供给上升。与此形成鲜明反差的是猪肉价格环比大幅上涨，由前值-2%的环比增速上涨至 12.2%，我们认为除了本轮猪周期供需变化的影响外，可能短期季节性消费需求增长叠加肥猪供给偏紧的解释力度更强。

图 3 CPI 食品项环比增速近两月比较 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

2 PPI：阶段高点基本确认

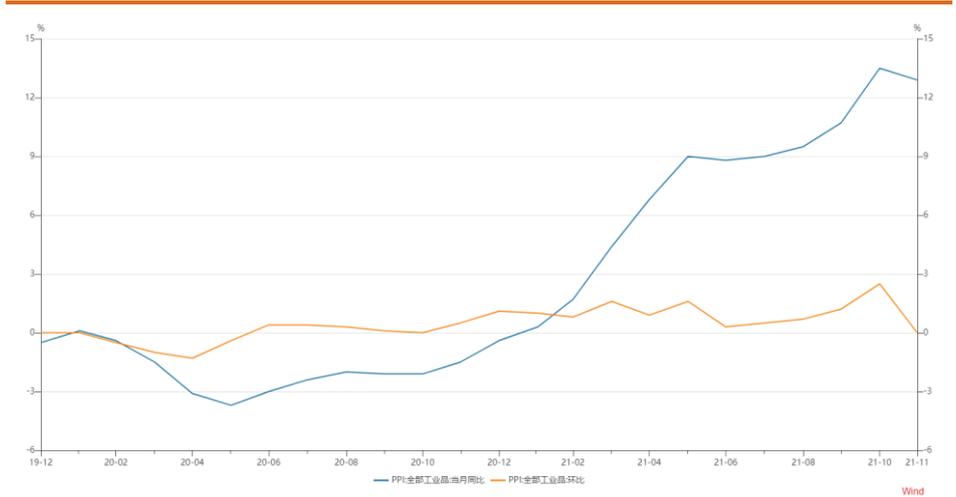
11月PPI同比增速录得12.9%，较前值回落0.6个百分点；环比录得零增速，较前值回落2.5个百分点，也是自去年10月份以来的最低值。PPI阶段高点基本得到确认。

环比看，PPI回落的主要贡献项为生产资料，环比增速由上月3.3%下降至本月-0.1%，而生活资料环比增速上升0.3个百分点。生活资料价格下降的原因是采掘工业和原材料工业环比大幅下降，采掘工业由上月12.1%的增速下降至本月-2.1%的增速，原材料工业由上月4.4%的增速下降至本月0.9%的增速，预示着大宗商品的价格拐点可能已经出现。结合本月工业生产者购进价格和主要行业出厂价格看，黑色金属材料类、煤炭开采和洗选业、黑色金

属采矿选业、有色金属冶炼和压延加工业等均有不同程度的下滑，而有色金属、其他工业原材料及半成品也结束了涨势。

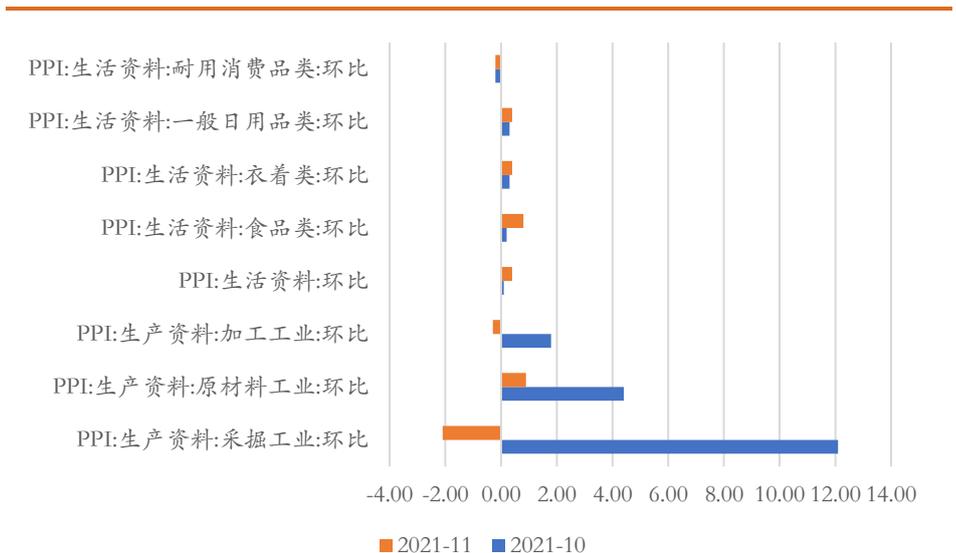
后续原材料的供需格局仍有待观察，若奥密克戎病毒呈现“流感化”的轻病毒症状，则对全球整体经济复苏进程影响不大，大宗商品的供需矛盾有望得到进一步缓解。

图 4 PPI 同比、环比走势 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 PPI 生产资料环比增速近两月比较 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 剪刀差收敛，货币政策空间打开

伴随 CPI 的企稳回升以及 PPI 的高点回落，PPI、CPI 剪刀差逐步收敛，且市场预期明年两者剪刀差将进一步收敛。

当前经济周期运行的特征表明，“滞”的风险已高于“胀”的风险。2021 年中央经济会议的主基调就是要“稳住宏观经济大盘”，面对经济下行压力，更加突出维稳经济的重要性。例如首次强调“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力、重提“以经济建设为中心”且“稳”字出现的频率高达 25 次，处历史较高水平。

目前 PPI 压力逐步缓解，CPI 绝对水平也处于历史地位，且通胀预期的确定性较高，为货币政策空间的打开提供了条件。自第三季度货币政策报告删去“管好货币政策总闸门”的表述后，全面降准叠加结构性降息的货币政策工具先后落地，12 月 6 日，央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，共计释放长期资金约 1.2 万亿元。此外，支农、支小再贷款自 2021 年 12 月 7 日起下调 0.25 个百分点。组合拳的出台有助于缓解银行负债端压力，更好助力实体经济。未来经济下滑压力仍存，而稳就业、促经济是下一阶段政府工作的主要目标，我们判断更多的财政货币政策值得期待。

风险提示：

奥密克戎病毒对经济的不确定性；政策超预期。

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_31160

