



高瑞东：通胀担忧缓和 货币 宽松空间进一步打开



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东



1 月 CPI 加快上行，受基数偏低、猪价菜价上涨影响。11 月 PPI 见顶回落，下行拐点确认。大宗商品供给约束缓解，煤炭和高耗能行业价格普遍回落。

向前看，PPI 稳步下行、CPI 上行有限，将进一步打开货币政策宽松的空间，前期滞胀风险转向衰退担忧。同时，通胀剪刀差的逐步收敛，将带来下游利润的改善，行业景气度开始向下游切换。尤其是下游食品饮料、纺织服装等消费品行业，上游成本压力缓解、叠加终端开始提价，盈利有望逐步修复。

一、CPI 加快上行，但核心 CPI 依旧疲弱

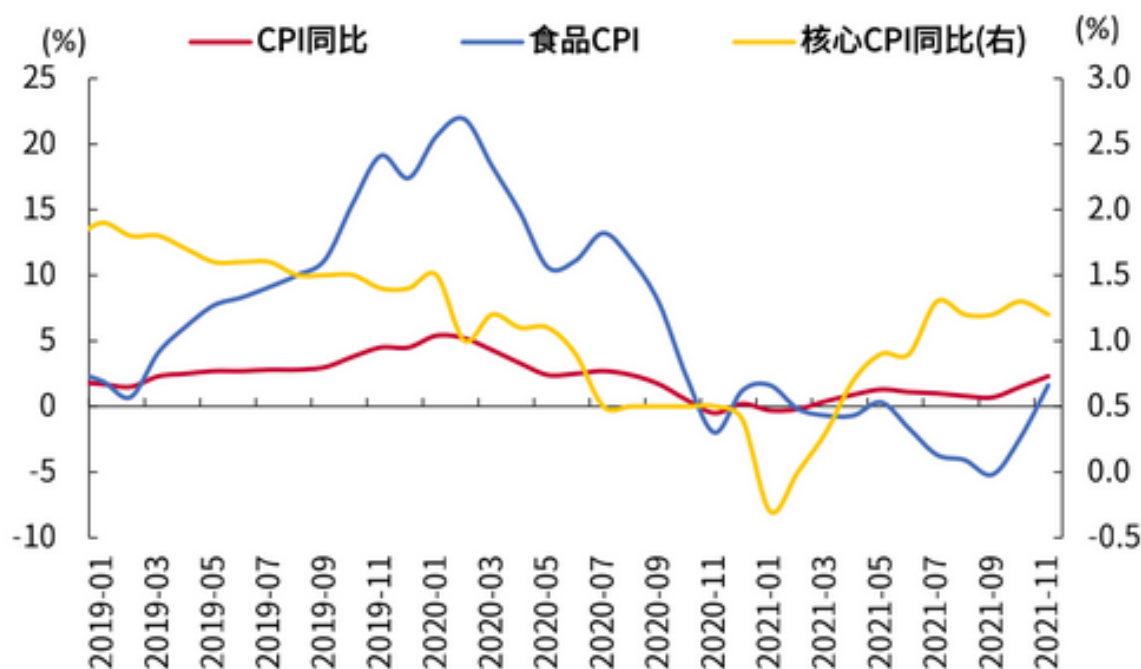
11月CPI同比自上月的1.5%加快上行至2.3%，与低基数、食品价格环比涨幅扩大有关。

一是，去年基数偏低，成为助推CPI同比破2%的关键因素。2020年11月CPI同比自同年10月的0.5%回落至-0.5%，为当年最低点；

二是，猪肉价格由降转涨，环比自上月的-2.0%转为本月的12.2%，主要受季节性需求增长，养殖户压栏惜售，短期生猪供给偏紧影响；

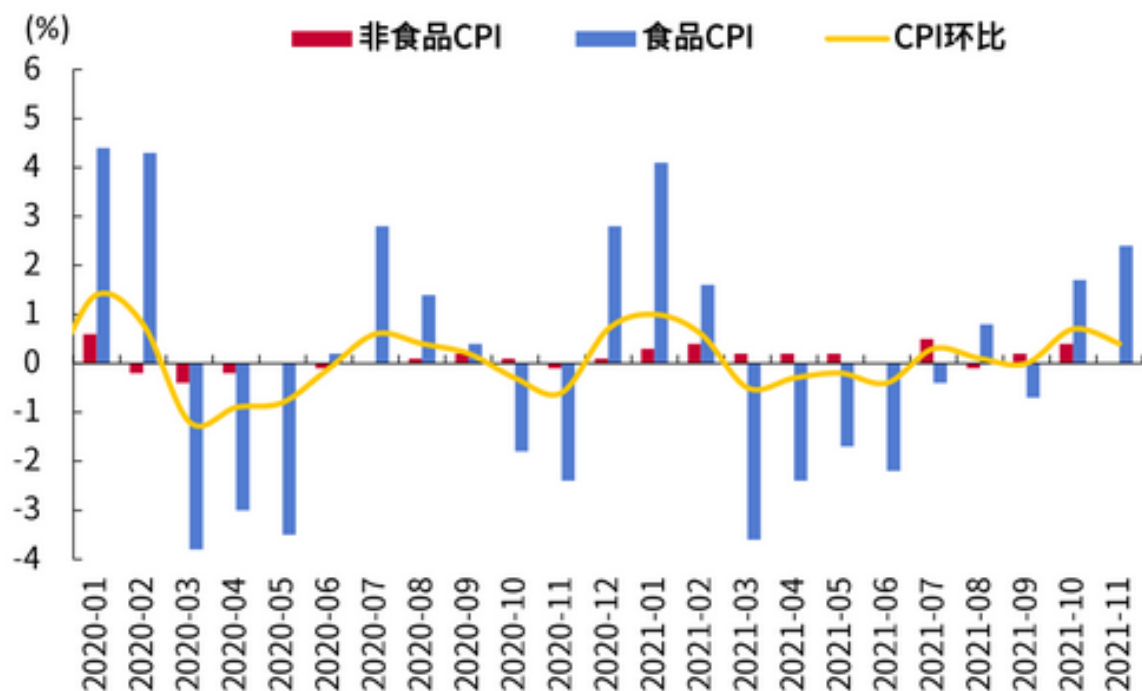
三是，前期受北方地区低温多雨天气影响，蔬菜供给减少，11月在“菜篮子”保供政策推动下，蔬菜上市量逐步增加，菜价涨幅收敛，但表现仍强于季节性。本月鲜菜环比上涨6.8%，高于过去五年同期均值-3.2%。

图1：食品CPI同比加快上行，核心CPI同比小幅回落



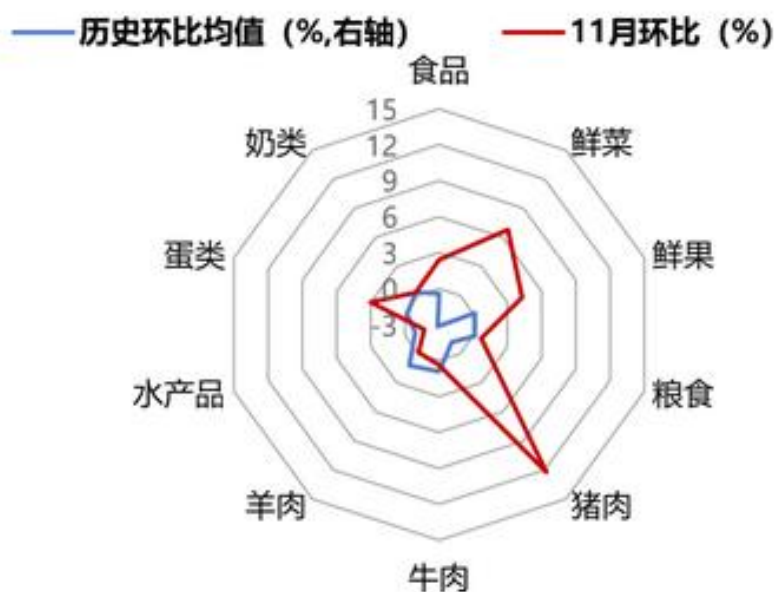
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：食品 CPI 环比涨幅扩大，非食品 CPI 环比持平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类价格超季节性上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：历史环比均值为 2016-2020 年 11 月环比均值

因国内疫情多点散发、成本压力缓和，11月非食品CPI环比走弱，核心CPI维持低位，表明终端需求延续疲弱。

一是，受节后出行减少，疫情多点散发影响，服务价格由上月环比上涨0.1%转为下降0.3%，其中旅游价格由上月环比上涨0.3%转为下降3.5%；

二是，随着原材料供给约束的逐步缓解，加之终端需求疲弱，上下游传导效应有所减弱。

一方面，受汽油、柴油、液化石油气价格涨幅放缓影响，11月交通工具用燃料环比涨幅自上月的4.7%回落至3.0%，水电燃料环比涨幅自上月的2.0%回落至0.2%；另一方面，部分工业消费品价格涨幅回落。如，交通工具价格环比涨幅连续两个月收敛，自9月的0.5%回落至本月的0.2%；生活用品价格环比回落至-0.4%，上月为0.3%，低于过去五年同期均值0%。

图 4：交通通信超季节性上涨，但其余非食品表现均弱于季节性

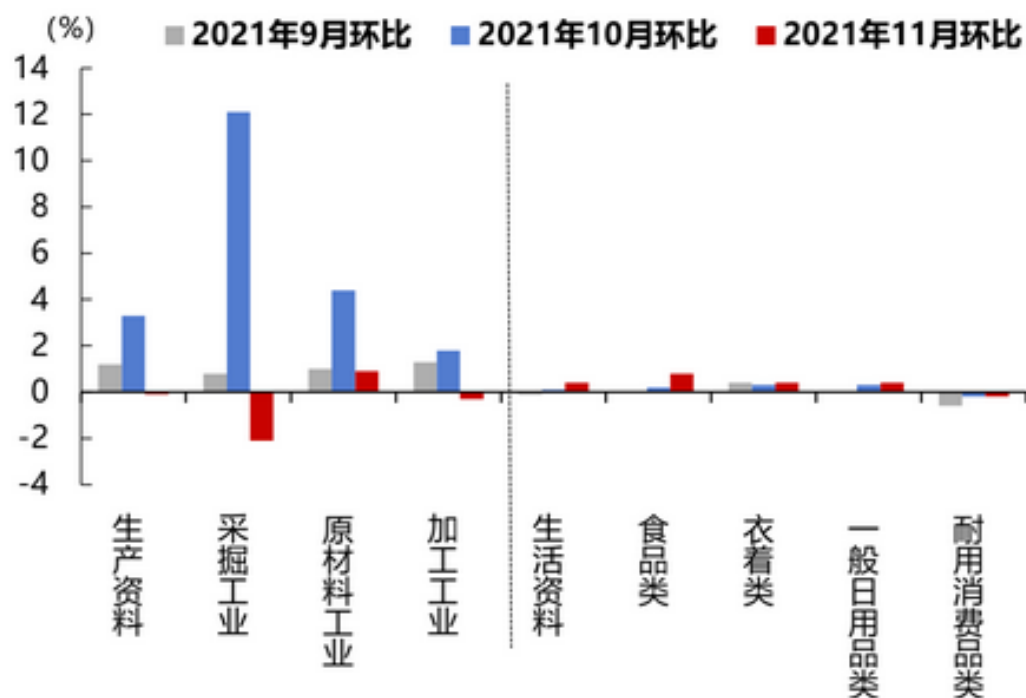


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：历史环比均值为 2016-2020 年 11 月环比均值

二、PPI 下行拐点确认，但回落速度偏慢

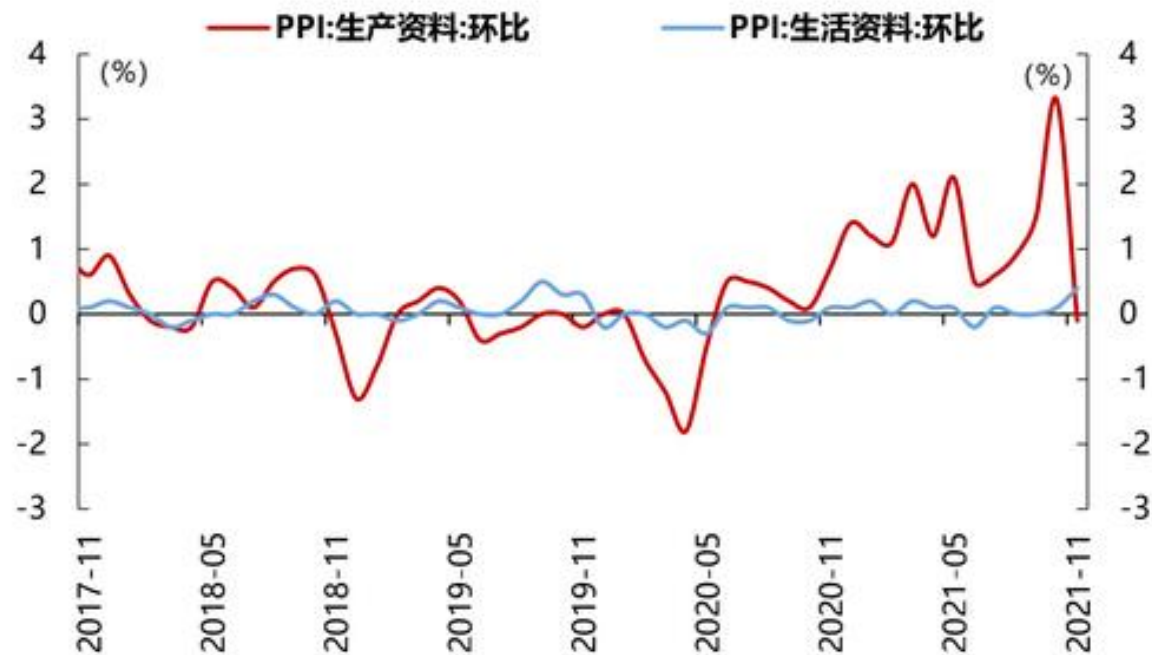
随着大宗商品供给约束的缓解，PPI 如期见顶回落。11 月 PPI 同比自 13.5% 的高位回落至 12.9%，环比自上月的 2.5% 收窄至 0%。其中，煤炭和高耗能行业价格普遍回落，煤炭、黑色金属、有色金属加工价格由上月环比上涨 12.8%、3.5%、3.6% 分别转为下降 8.4%、4.8%、1.2%。一方面，在保供稳价政策的推动下，部分煤炭产能得以释放，电力供应紧张有所缓解，部分高耗能行业开工率逐步回升。另一方面，正值冬季，需求进入淡季，下游用钢需求表现较为疲弱。

图 5: 11 月采掘价格环比转负, 原材料、加工价格环比回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: PPI 生产资料环比转负、生活资料环比涨幅扩大



资料来源: Wind, 光大证券研究所

但需要注意的是，本月 PPI 同比回落速度偏慢。11 月 PPI 同比上涨 12.9%，高于市场预期 12.0%，略高于我们的预期 12.7%，我们认为原因有三。

一是，PPI 统计的煤炭价格降幅低于市场的现货价降幅，与 11 月煤炭长协价保持稳定、企业的存货调整周期有关。从供需角度来看，预计未来煤炭长协价将有所回落，加之企业逐步消耗前期存货，煤炭将成为未来几个月内 PPI 的拖累项。

二是，PPI 生活资料环比涨幅扩大，受前期原材料上涨影响，食品、衣着、一般日用品开始提价。PPI 生活资料环比自上月的 0.1%扩大至 0.4%，高于同期生产资料的环比-0.1%。其中，食品价格环比自上月的 0.2%扩大至 0.8%，衣着、一般日用品价格环比自上月的 0.3%小幅升至 0.4%。

三是，尽管国内煤炭供给开始缓解，但由于国内电价上浮比例提高、加之国际能源供应偏紧，继续推动 PPI 上涨。

一方面，在国际天然气价格上涨、国内电价市场化改革推动下，11 月由电力生产量和供工业价格环比上涨 1.00%，高于上月的 0.50%，为 2012

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_31026

