



卢平：PPI-CPI 剪刀差下行周期内的大类资产配置



文/新浪财经意见领袖专栏作家 卢平

本轮剪刀差持续走阔，10月 PPI 创年内新高，11月 PPI 开始转向，与 CPI 的剪刀差触顶回落，后续大概率继续收敛。我们觉得更有借鉴意义的是 2017/2-2020/4 这个 PPI-CPI 下行阶段股市的表现，建议重点关注成长和消费两种风格。



摘要：

自 1999 年以来我国共出现七轮典型的 PPI-CPI 剪刀差见顶，分别出现在 2000 年 7 月、2003 年 2 月、2004 年 11 月、2008 年 8 月、2010 年 5 月、2017 年 3 月和 2021 年 10 月（本轮剪刀差）。回顾历史数据，我国的 PPI-CPI 剪刀差基本上一直处于大幅波动的状态，1999-2011 我国 PPI、CPI 基本保持同步波动，PPI 与 CPI 的传导更为密切，此后，我国 GDP

与 CPI 波动幅度收窄，PPI 的波动造成 PPI-CPI 剪刀差来回震荡，呈周期性变化。

疫情发展至今，全球经济从低迷中复苏，受主要经济体宽松货币政策的刺激，发达国家需求修复更快；而供给侧在疫情影响下持续受限，引发供需错配问题。海外大宗商品价格在供需错配与流动性过剩的环境下持续走强。但随着我国保供稳价的政策实施，国内定价的商品如煤炭等价格已从高位回落。PPI 同比出现回落，CPI 同比受消费回暖出现回升，PPI 与 CPI 的剪刀差收窄。

PPI 与 CPI 剪刀差走阔意味着上下游供需缺口的扩大，而收窄意味着供需弥合。本轮周期剪刀差收窄，PPI 的影响占主导，PPI 代表价值链靠前的产品的价格，更多反应供给。回顾前六轮周期，我们按照受供给影响是否突出，将历史剪刀差下行阶段分为两类：受供给因素影响较大周期（2000 年 7 月-2002 年 2 月、2003 年 2 月-2003 年 11 月、2017 年 2 月-2020 年 4 月）以及受供给因素影响较小周期（2004 年 11 月-2007 年 7 月、2008 年 8 月-2009 年 8 月、2010 年 5 月-2015 年 7 月）。由于本轮剪刀差收敛主要是供给因素发力，我们重点研究受到供给影响大的剪刀差的下行阶段，结果显示有需求支撑的消费行业（如医药、家电等），以及有财政支撑的行业（如建材、通信等）收益表现占优。同时，根据前六轮剪刀差见顶回落的表现，医药行业均有较高收益，本轮剪刀差收敛建议仍然关注医药行业。

本轮剪刀差持续走阔，10 月 PPI 创年内新高，11 月 PPI 开始转向，

与 CPI 的剪刀差触顶回落，后续大概率继续收敛。在风格指数方面，由于供给因素导致 2000/7-2002/2 和 2003/2-2003/11 的 PPI-CPI 下行阶段，其经济发展背后有当时我国正加入 WTO 融入国际市场，国内房地产市场刚刚起步，我国经济正在进入重化工阶段，该两阶段可能对现在处于经济转型期的借鉴意义不是太大，我们觉得更有借鉴意义的是 2017/2-2020/4 这个 PPI-CPI 下行阶段股市的表现，建议重点关注成长和消费两种风格。

一、历次剪刀差见顶的宏观背景

2020 年以来，在疫情冲击下，全球主要大宗商品供应量下滑，推升了大宗商品价格上涨，PPI-CPI 的剪刀差持续走阔，今年三季度，PPI-CPI 剪刀差进入加速上升阶段，并于 10 月见顶，11 月开始回落。随着相关保供政策的出台以及生产、消费的逐步恢复，剪刀差有望继续收敛。

纵观我国近 20 年的剪刀差演变历史，明显的见顶周期共有六次：2000 年 7 月、2003 年 2 月、2004 年 11 月、2008 年 8 月、2010 年 5 月以及 2017 年 2 月。

按照历次剪刀差见顶的原因区分，可将其分为供给侧影响较大的（2000 年 7 月、2003 年 2 月、2017 年 2 月），以及供给侧影响较小的（2004 年 11 月、2008 年 8 月、2010 年 5 月）。

本篇报告首次运用 PPI-CPI 剪刀差见顶的成因视角，通过梳理历史上剪刀差下行阶段的资产收益表现，探析下一阶段剪刀差收敛后的资产配置

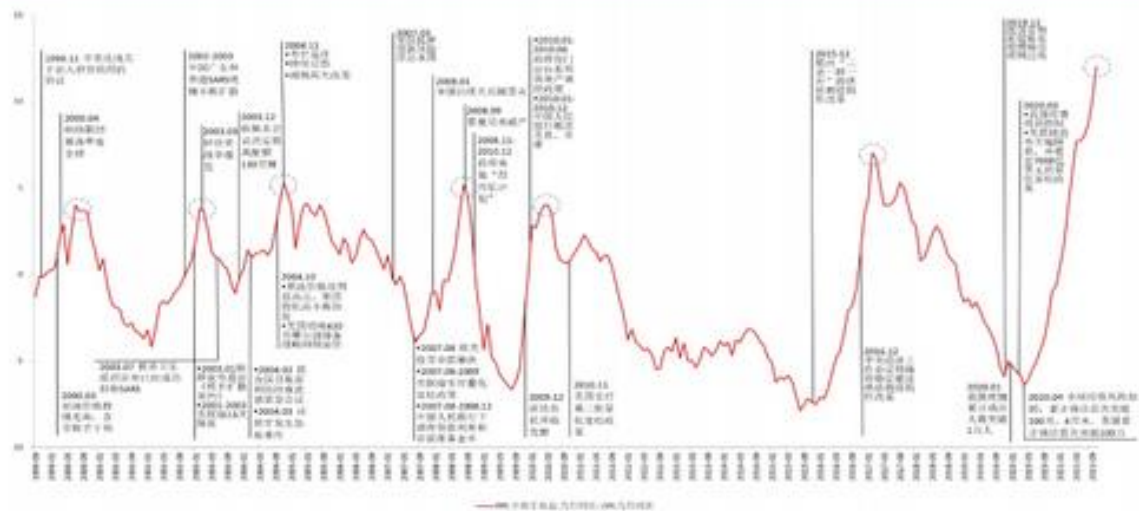
策略。

图 1：剪刀差的动态变化趋势



资料来源：Wind，北信瑞丰基金

图 2：历次剪刀差见顶的背景梳理



资料来源：Wind，北信瑞丰基金

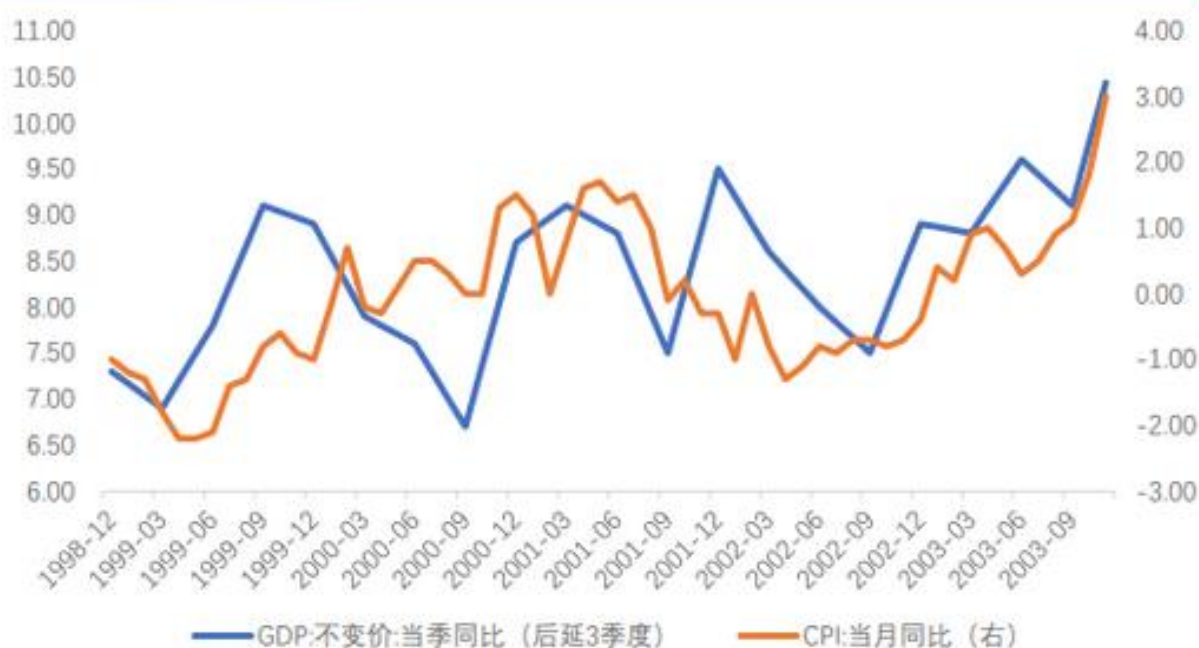
1、2000 年：增速放缓背景下，供给驱动的剪刀差见顶

进入 21 世纪，中国的经济环境面临着深刻的历史转变。经济改革、对外开放以及经济发展相继迈入新的阶段。1992 年以来，在经历了连续六年的经济增速下滑后，连续三年施行积极的财政政策，推行一系列改革措

施后，工业生产速度增速，经济效益出现好转，社会投资有所启动，紧缩也呈现缓解态势。虽然经济运行显现了一些积极变化，但仍然面临内需不足，经济增长乏力以及通货紧缩等问题。

从 1997 年 10 月开始，社会商品零售价格指数出现了持续 20 多个月的负增长，通货紧缩的特征逐步显现。

图 3：GDP 领先 CPI 三个季度



资料来源：Wind，北信瑞丰基金

供给端，生产多表现为重复建设，无法满足实际需求。由于投融资缺乏自我约束、盲目上项目，存在大量重复建设的问题，过度投资导致很多产业出现严重产能过剩，这也是 90 年代中国下岗潮的重要诱因之一。

反观需求端，。社会改革对公众预期产生了一定影响，居民消费欲望较低。20 世纪 90 年代中期以来，我国在住房、养老、教育、医疗等多领域

进行的深层次改革，居民对未来预期偏悲观：一方面居民预期未来收入的增长幅度会下降；另一方面预期未来的支出会大幅度上升。这种预期对居民消费产生了巨大的抑制作用，导致消费需求不足进而抑制投资需求。

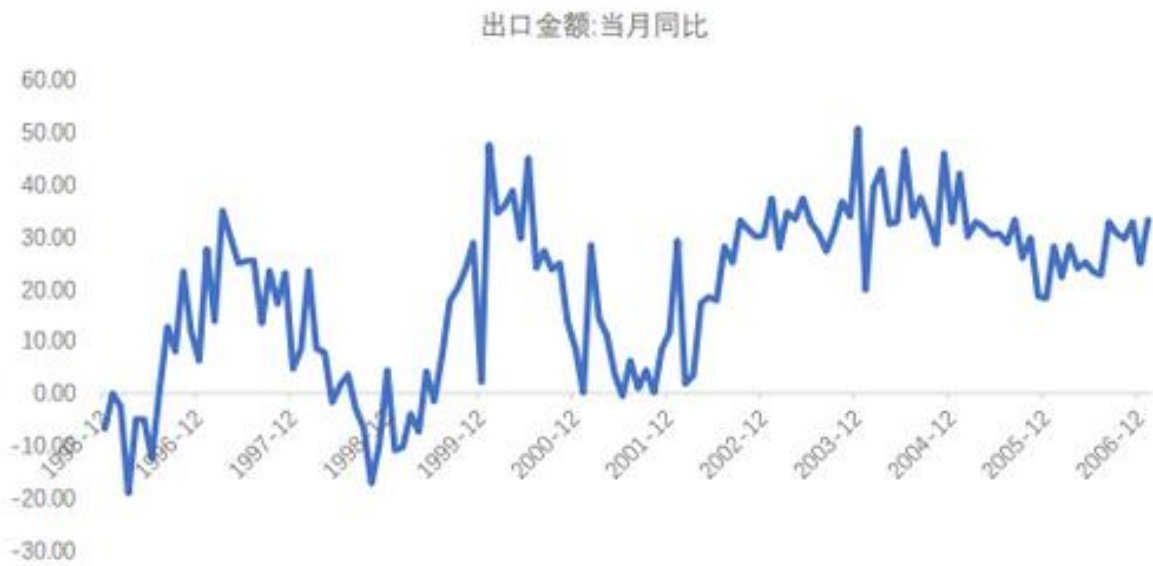
图 4：社会消费品零售总额:当月同比 (%)



资料来源：Wind，北信瑞丰基金

在此期间，亚洲爆发了罕见的金融危机。在亚洲金融风暴中，中国承受了巨大的压力，坚持人民币不贬值。由于中国实行比较谨慎的金融政策，坚持防范金融风险，在危机中未受到直接冲击，金融和经济继续保持相对稳定。但外围货币的大幅贬值和需求放缓导致我国出口大幅下降。另一方面，战争期间，欧佩克国家为稳定油价，1999年3月决定在上年两次减产的基础上再压缩210万桶原油日产量，致使原油价格剧涨，许多化工品的价格也随之相应大幅上升。

图 5：我国当年出口金额变化



资料来源: Wind, 北信瑞丰基金

图 6：原油价格变化走势



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_31745

