

这就是我们不断强调的通胀超预期

报告要点:

● PPI 同比再创新高，这无疑是超预期的，且 PPI 在同比上很可能还会继续上涨到 11 月：

1) 从技术上，我们最多可以预测的是 PPI 环比的见顶，但同比在短时大概率还见不了顶，毕竟 PPI 环比还没有看到瞬间降到 0.25% 附近的风险；

2) 上游采掘价格的边际表现强于全盘 PPI，PPI 的环比还存在着一些向上修复的动力。

● 一个更为宏观的图景是：在这轮超级周期之内，推动价格上行的货币很难在短时被充分消化掉：

1) 在超级周期之中，资金风险偏好上升的持续性要远高于平时，原因是在全球货币史诗级宽松之后，市场的风险偏好会在更大程度被激发出来，通胀交易的过程已失去了线性意义；

2) 当前距离全球的上一轮 M2 高点仅仅四个季度的时间，通胀交易的拐点至少还要等 1-2 个季度。

● 大家都能看到：CPI 的拖累主要是猪，但猪肉价格也到了下跌的末端：

1) CPI 食品项涨幅持续低于 CPI 非食品项，这本身就是个不稳定的结构，这至少意味着距离 CPI 底部不远；

2) 猪周期有望在今年四季度站在通胀舞台的中心，带动 CPI 向上扩张，其原因是生猪存栏已经和猪粮比的裂口巨大；

3) 之所以这一轮的补栏过程更加漫长，原因是生猪产业的资本化及企业化进程，然而，弹簧终有回归的那天。

● 最后的结论是：PPI 可能在 11 月份超越 11%，而 CPI 的高点可能在明年年底，高点位置在 4% 左右。

● 我们其实不相信政策可以无视通胀，如果我们认同通胀是一个货币现象的话，那货币如果没有拐点，通胀又何谈拐点：

1) 当前最多是政策认为通胀的压力不大，但货币不收，通胀终有一天会涨到政策难以容忍的地步；

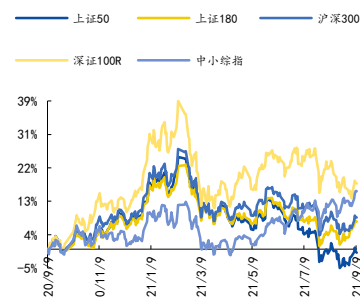
2) 从概率来讲，我们现在应注意利率债的风险了，此外，在择时上，如果通胀的拐点看不到，我们主流预期中的 risk-off 是否来得过早了一些。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3693.13
深圳成指：	14698.53
沪深 300：	4970.01
中小盘指：	5128.96
创业板指：	3221.94

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《别人家的股市：美股创新高的背后》2021.09.06
《树不能长在天上：关于股、债、商的罕见共涨》
2021.09.06

报告作者

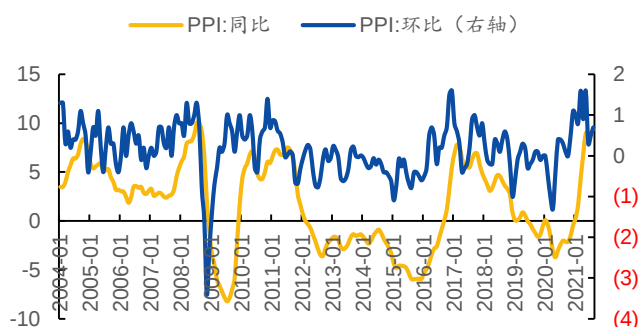
分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

PPI 同比再创新高，这无疑是超预期的，且 PPI 在同比上很可能还会继续上涨到 11 月。

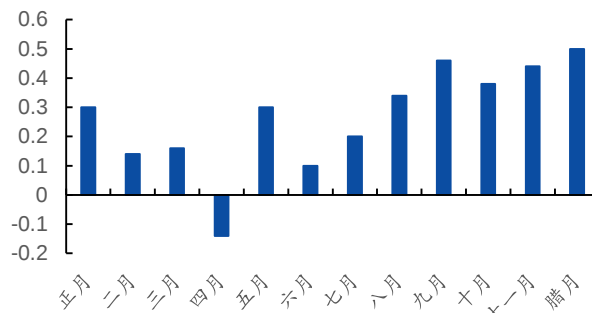
1) 从技术上，我们最多可以预测的是 PPI 环比的见顶，但同比在短时大概率还见不了顶。一个简单的计算结果是：只要 PPI 环比不回落到 0.25% 以下，PPI 同比就还有进一步上升的空间。实际上，达成这一条件是非常有可能的，一则 PPI 环比的季节性往往在下半年会抬高，譬如我们已经看到 PPI 环比在 8 月出现了季节性加快；二则 PPI 环比即使回落，在看不到重大的危机前兆的情况下，PPI 环比在短时效内很难骤降至 0.25% 一线。

图 1：PPI 同比再创 2009 年以来新高

图 2：PPI 环比的季节性规律



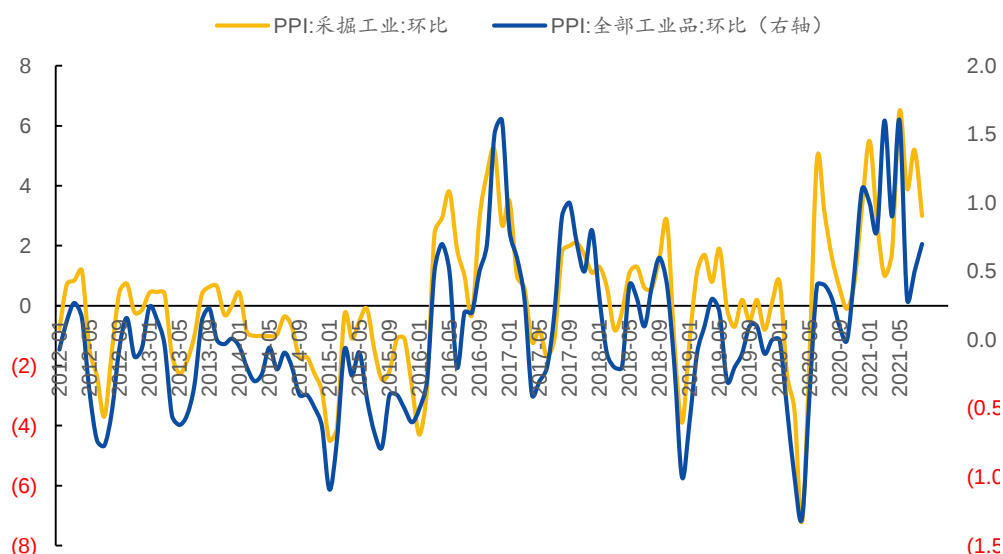
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：国元证券研究所

2) 上游采掘价格的边际表现强于全盘 PPI，价格的式微迹象暂时也看不到。近年来，货币对通胀的影响越来越大，通胀的起源多是上游价格。当前来看，工业品的上游价格（采掘价格）环比虽然有所回落，但仍处于较高位置，且比全盘 PPI 更加强劲。这意味着，PPI 的环比还存在着一些向上修复的动力。

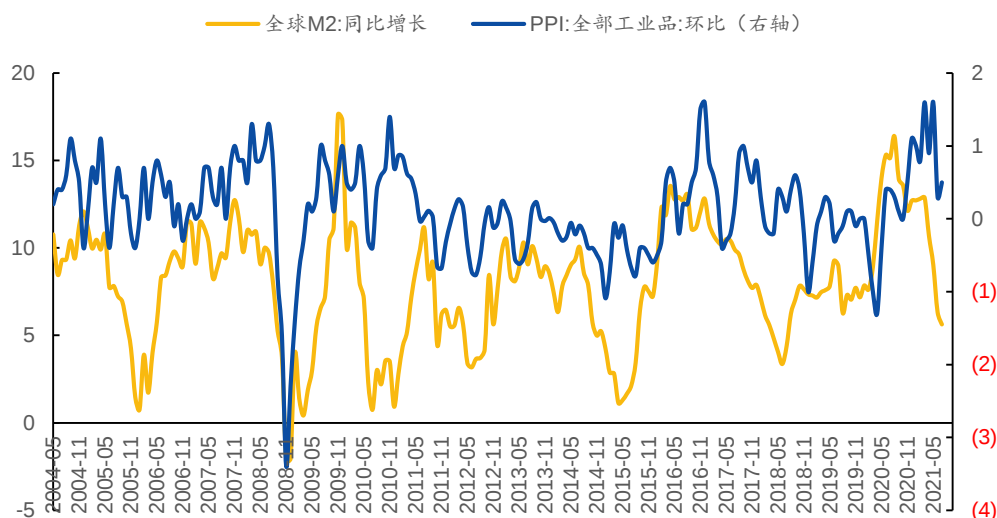
图 3：采掘价格的环比表现比全盘 PPI 更加强劲



资料来源：Wind，国元证券研究所

一个更为宏观的图景是：在这轮超级周期之内，推动价格上行的货币很难在短时被充分消化掉。超级周期与一般的基钦周期最大的不同是：在开启一轮超级周期之前，全球的货币会出现一轮史诗级的宽松，这种幅度及力度会给市场一个难以磨灭的宽松信号，使之在往后更长时间之内，资金的风险偏好会出现持续性的升高。当前距离全球的上一轮 M2 高点仅仅四个季度的时间，通胀交易的拐点至少还要等 1-2 个季度。

图 4：当前距离全球的上一轮 M2 高点仅仅四个季度的时间

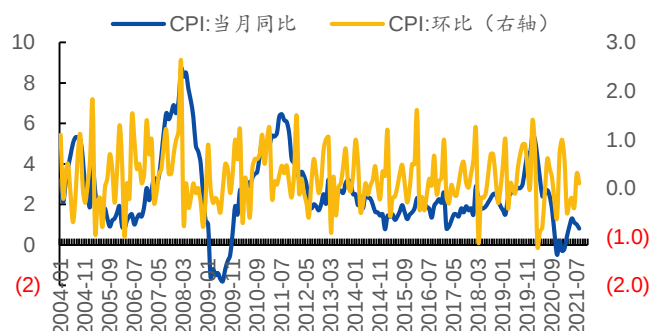


资料来源：Wind，国元证券研究所

大家都能看到：CPI 的拖累主要是猪，但猪肉价格也到了下跌的末端。

1) CPI 中食品价格增长低于非食品价格增长，这本身就是个不稳定的结构。或许是出于供给是否过剩的缘故，历史上食品价格增长低于非食品价格增长的情况非常少，一旦这种情况出现，至少意味着 CPI 已经离底部不远。而毋庸置疑的是，当前导致食品/非食品价格错配的原因是猪肉价格。

图 5：CPI 持续低位徘徊



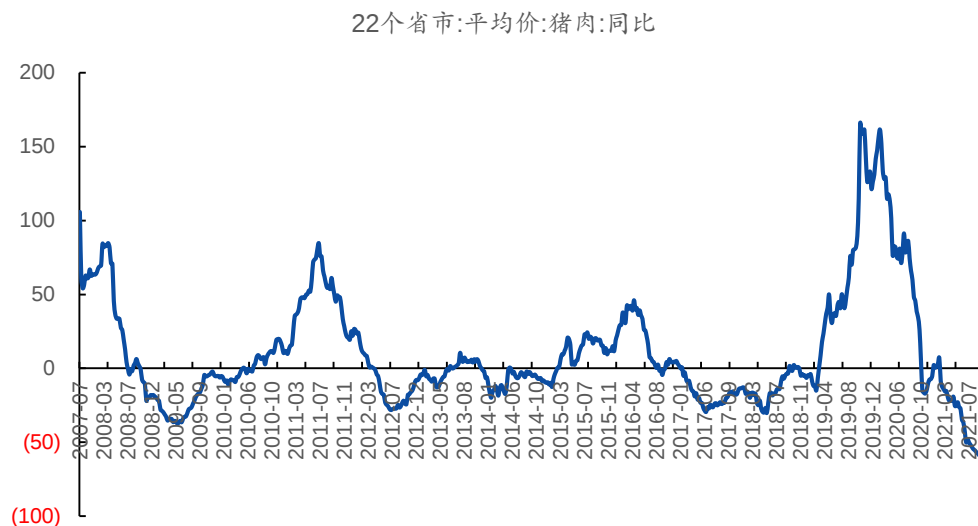
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：CPI 中食品价格增长持续低于非食品价格增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

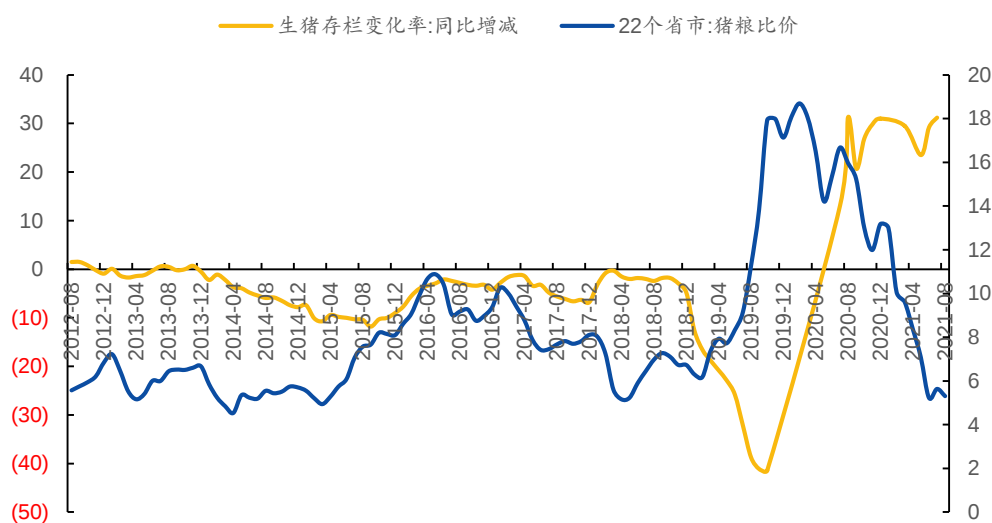
图 7：猪肉价格的跌速持续加快



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 正如我们之前不断强调的那样：猪周期有望在今年四季度站在通胀舞台的中心，带动CPI向上扩张。猪粮比已经打到历史的低位，但生猪存栏增长还在历史的高位。猪产业的大量逆势补栏可能源于生猪养殖的资本化和企业化进程，比起农户时代，生猪的补栏去栏的灵活性在逐渐下降。但弹簧终究已经被压到了极致，一轮幅度极大的去栏可能即将出现，猪肉价格可能在筑底结束后出现幅度偏大的涨价，带动CPI共振向上。

图 8：当前的生猪补栏速度相对于猪粮比来说已经过快

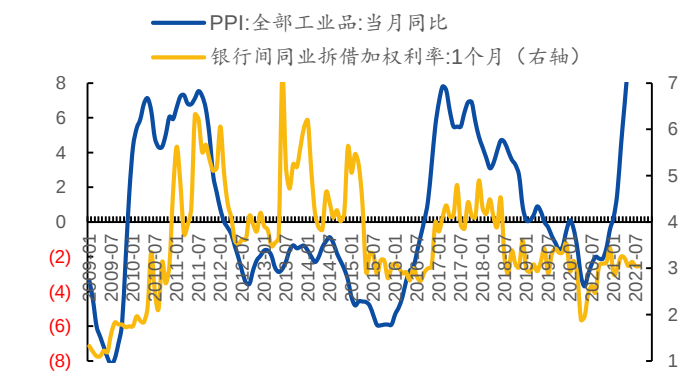


资料来源：Wind，国元证券研究所

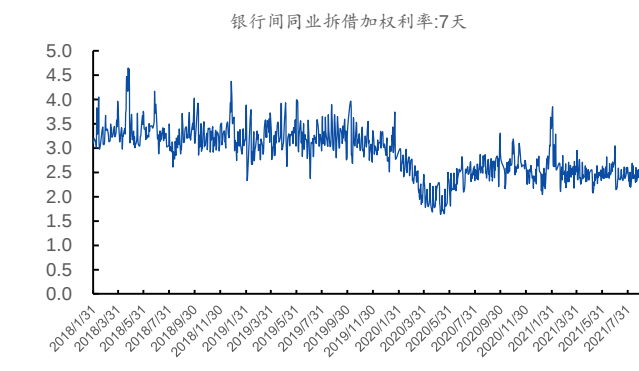
照以上的逻辑推测的话，PPI 可能在 11 月份超越 11%，而 CPI 的高点可能在明年年底，高点位置在 4% 左右。我们其实不相信政策可以无视通胀，如果我们认同通胀是一个货币现象的话，那货币如果没有拐点，通胀又何谈拐点？当前的环境最多是：政策认为通胀的压力不大，但货币不收，通胀终有一天会涨到政策难以容忍的地步。虽然我们拿捏不了这个阈值的位置，但从概率来讲，我们现在应注意利率债的风险了。此外，在择时上，如果通胀的拐点看不到，我们主流预期中的 risk-off 是否来得过早了一些。

图 9：货币政策与当前的通胀环境存在明显脱钩

图 10：我国当前的利率水平仍低于疫情之前



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

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_26384

