

大象无形：周期的终点是 PPI

报告要点：

- **CPI 已经回落到 1% 的关口，这不是春节错月的简单反映，而更多源于猪油共振：**

- 1) 猪肉价格快速收敛，这个节奏要早于过往周期，其原因可能是生猪期货上市之后，猪肉价格的波动变得更加敏感而前置；
- 2) 燃料费用也跟着国际油价的收敛而快速下降，这个趋势本身和全球货币收紧的趋势之间相互匹配。

- **后续来看，似乎油的降价压力要大于猪，趋势上可能是猪稳油降：**

- 1) 生猪的一轮补栏周期很难形成，经验上，当猪料比高于平衡点 40% 以上时，产业才会进行集中补栏，而这一次在补栏周期刚刚启动时，生猪价格反而因这个补栏出现了一轮剧烈下跌，这导致产业重新开始亏损；
- 2) 发达国家过于“鹰派”的政策使全球信用投放的速度降到历史极值，这导致油价在至少半年的时间之内，还具备与全球信用周期进一步弥合的向下空间。

- **但相对中国的宏观周期来说，猪油都是偏外生的：**

- 1) 粮食价格及居住价格会更加充分地显示原本 CPI 周期的姿态，从这两个指标来看，中国宏观周期塑造的 CPI 周期是稳中有升的，这和 M0 的升势之间也遥相呼应；
- 2) 但是，跟着中观周期走的猪价和跟着海外周期走的油价，并不在上升的趋势之内，这意味着猪油成为了 CPI 上升有力的对冲者。

- **粗略地看，CPI 未来最可能的趋势是稳中微降，这意味着未来相当长的时间之内，CPI 可能不会是经济及政策的主要矛盾。**

- **但 PPI 的影响也许会越来越大，毕竟一个可以初步印证的事实是：PPI 重新向下，且创了这一轮 PPI 周期的新低。**

- **后续来看，PPI 可能会探到越来越低的位置：**

- 1) PPI 之前的反弹只是因美元贬值而造成的商品估价阶段性上升，这并不构成趋势，且当前的 PPI 与 CRB 之间尚有裂口；
- 2) 很多人会观察之前相对反弹强劲的采掘价格，但其实，采掘价格对 PPI 周期并无领先性，相应地，我们只能用采掘价格受汇率估价影响相对更大去解释采掘相对偏强的反弹幅度；
- 3) 从周期位置去看，PPI 比前三轮周期的底部（2012.9、2015.10、2020.5）要更高，但看全球 M2 的话，其增长早已打到了比 2008 年底部更低的位置之上。

- **这意味着，至少今年上半年，我们的名义周期及资本回报率会继续受到 PPI 下行的拖累，甚至中上游企业的感受不及去年。**

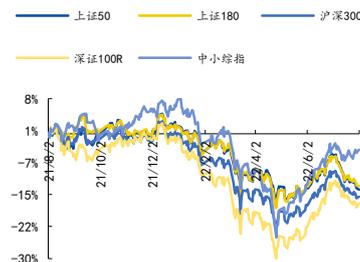
- **一轮新的周期的启动一定以价格周期的触底为标志，而非仅仅观测 GDP 本身的拐点和趋势，因此，后续我们依然可能面对进一步的货币宽松政策，这一轮的 risk-off 周期也依然没有走完。**

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3283.25
深圳成指：	11598.29
沪深 300：	4027.83
中小盘指：	4185.88
创业板指：	2377.99

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《面对现实：关于政治局会议的几点印象》
2022.07.31
- 《当朦胧回归真实：利率债的预期支撑出现动摇》
2022.07.21

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

分析师 孟子君
执业证书编号 S0020521120001
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的

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_53070



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>