

PPI 见顶之后：衰退交易应遥遥无期

报告要点：

● 无论 PPI 的上涨斜率有多凌厉、多超预期，从趋势上来看，也许就是最后一波了：

1) 其实 PPI 的超预期是人造的，当前 CRB 和 PPI 已经产生了明显的裂口，说明上游价格的核心矛盾不在需求，而在供应上；

2) 但显然，之前压制产出的政策正在退去，PPI 在短时冲高后，应会加速向 CRB 收敛。

● 从当前高频指标看，工业品价格已经出现了不小幅度的回调，这意味着 PPI 的环比在冲高后极有可能转负，当前应是 PPI 此轮周期的高点。

● 但实际上，这个影响是一个局限空间内的自我循环，虽然除了采掘之外，原材料、加工工业价格都在加速，但落到下游核心 CPI 层面，并没有出现太大幅度的上涨，我们担心的上游向下游传导的力度可能相对有限。

● 但传导这个逻辑的确代表了未来核心 CPI 的方向，如果 PPI 见顶，按照既往经验的话，核心 CPI 的抬升可能会持续到明年年中。

● 但 CPI 更大的矛盾是猪周期，猪肉价格的反转可能带动明年 CPI 高点达到 4% 左右：

1) 当前猪周期的核心矛盾是：目前猪粮比处于历史低位，且低于盈亏平衡点，但生猪存栏的同比增速仍处于历史高位，这可能是养殖户的惯性思维和错误预期导致的；

2) 如果当前生猪行业想扭亏为盈，那么猪价需要上涨近 50%，这几乎不可能实现。在如此巨大的养殖亏损幅度下，行业参与者难以支撑很久。实际上，生猪存栏增长已经从今年 8 月开始快速下降；

3) 一旦本轮的去栏趋势形成，我们预计力度不小。当前生猪存栏量约 4.4 亿头，是 2014 年以来的最高水平，我们预计后续至少会有 25% 的下降，对应猪肉价格约 90% 的涨幅。

● 当然，当前 CPI 的抬升并非由于核心 CPI 或猪周期，而是因超季节性的菜价，因菜价的波动本身不连贯，且供应修复极快，因此菜价对 CPI 的拉动随时可能结束，在一个极短的时间区域观察，CPI 是可能再次回落的。

● PPI 见顶的这个事情似乎不能促成衰退交易：

1) 货币政策似乎没有过多参考 PPI，在 PPI 上行时候没收，在 PPI 下行的时候自然不会放水；

2) 如果 CPI 在 PPI 下行后持续上涨，其实通胀的形势是更为复杂的，至少对货币政策来说，不构成明确的方向引导；

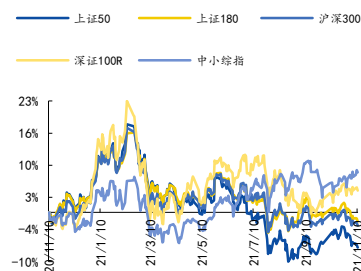
3) 如果工业企业利润降速利好债券资产的话，但当前债券资产的位置已经不高，这种边际上基本面的利好很难说有多大的推动力；

4) 但对于股票市场来说，企业利润如果降速的话，边际上应是利空的状态，

主要数据：

上证综指：	3492.46
深圳成指：	14515.88
沪深 300：	4821.19
中小盘指：	4830.73
创业板指：	3399.66

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《宽松不应如此晦涩：关于央行的碳减排工具》

2021.11.09

《商品的黄昏：关于资源股和 CRB 的前兆》

2021.10.26

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

但如果后面 PPI 收缩力度不强的话，这种利空不会很快映射到股票指数上来。

● 当前核心的矛盾其实是资产荒的逆转，而不是基本面的问题，因此，货币政策不会太松，金融市场（股、债、商）的表现也不会太好。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

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”）在中华人民共和国境内（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连带损失承担任何责任。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_29266

