

商品周期还没有启动： 2023年1月价格数据印象

报告要点：

● **CPI 重新回到 2% 以上的背后并不是猪油共振，相反，猪和油近期价格的下跌给了 CPI 不小的压力。**

● **这一切应该和我们进入后疫情时期存在关系，核心 CPI 的向上斜率陡然升高：**

1) 运输的恢复导致菜价出现了幅度偏大的反弹；

2) 社会活动的恢复导致生活用品及服务、教育文化及娱乐出现了相对偏高的反弹，一个具说明力的迹象是：旅游价格的增长速度达到了 2018 年以来的新高；

3) 当然，在刚刚进入后疫情时期不久之时，中西药的需求也明显上升，这推升了医疗保健的价格。

● **但与此同时，CPI 的主力因素猪和油出现了幅度偏大的下跌：**

1) 猪周期明显在缩短，这可能和产业的机构化有关，这一次产业的补栏来得很快，猪周期在迅速放缓；

2) 油价的下跌逻辑很清晰，应该和发达国家的货币收紧存在干系。

● **往后看的话，CPI 的上升未必会持续太久：**

1) 疫情政策的变化所造成的经济活动恢复是短时的，如果观察高德拥堵指数的话，2 月份的拥堵指数已经恢复到了相当正常的水平，这意味着社会活动已经接近正常；

2) 猪油的下跌却是周期性的，也是能持续一段时间的；

3) 这意味着，我们往后不会面临太大的通胀压力，CPI 后续往下的可能性会略大一些。

● **与 CRB 相似的是，PPI 虽然重新下探，但结构中的冲突并不少：**

1) 看起来，PPI 靠上游的品种价格在继续回升，而靠下游的价格在下降；

2) CRB 的结构中所显示的信号是相似的，金属、工业原料开始反弹，而以食品为首的其他品种的价格则继续放缓。

● **金属的价格和其金融属性息息相关，近两月全球 M2 的加速应该造就了金属价格的反弹：**

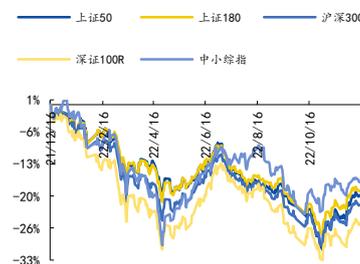
1) 但这种信用投放的加速似乎是伪性的，单看欧元区 and 日本的 M2 的话，其都在一个向下的状态，用排除法不难得出，全球信用投放的上升并非源于某个国家放松了货币政策，而是美元指数在近两个月出现了幅度不小的下跌；

2) 但美元指数下跌的空间似乎是受限的，美元指数并非只与美国货币政策相关，当全球进一步衰退的话，美元会凸显出其避险属性，美元指数反而会

主要数据：

上证综指：	3270.38
深圳成指：	12048.27
沪深 300：	4130.86
中小综指：	12586.75
创业板指：	2569.73

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《2023 年宏观经济及大类资产展望》2022.10.09
《跨境资本的防火墙：汇率破 7 不是个事儿》
2022.09.18

报告作者

分析师 杨为敬

执业证书编号 S0020521060001

邮箱 yangweixiao@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

上升；

3) 这意味着，金属及工业原料的反弹，并非是商品要开始进入一轮上升周期的先兆，那么，PPI 大概率后续仍然存在下跌的空间。

● 在全球货币没有重见宽松这一背景下，CPI 和 PPI 同时向下的可能性偏大，这意味着，我们未来面对的通胀压力是有限的，相反，PPI 若重新下跌的话，中国的资产回报率可能会进一步下降，那么，我们的货币政策宽松未尽，在资产轮动的时钟中，我们仍然停留在债券时间之中。

风险提示：地缘政治冲突超预期，疫情反复超预期等

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法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188