

猪和油的归途：11月物价数据印象

报告要点：

1、CPI 创了本轮新低的原因是猪油双杀，同理，PPI 的下降也和油价存在重要关联。

2、生猪养殖的产业化固然使得目前的生猪存栏偏高，但目前整个行业的痛点在两个问题上：

- 1) 猪肉的需求是有问题的，当前的生猪存栏速度也只在历史均值附近，但猪肉价格已经跌近历史低点，这个从粮油食品类消费趋势中能得到一些佐证；
- 2) 虽然猪肉价格下跌偏多，但这没有对行业产生非常重大的损失，当前的猪粮比仍然处于平衡点附近，这意味着短期我们可能也看不到大规模的去栏。

3、原油价格的下跌似乎没法从产业层面解释：

- 1) 原油供需差异所隐含的原油价格平衡点在 90 美元附近，放眼全球来看，原油的供需是同步放缓的，但供应放缓的趋势和斜率更加明显；
- 2) 下半年以来美元的升值也许是导致原油价格这一轮调整的关键原因，但无论如何，美元继续升值的可能性及空间相对有限，这导致原油价格还会升回到供需这个轨道上来。

4、泛谈通缩没有太大意义，价格的形成是个很复杂的过程，真实的情况可能要比大家从数据上得来的直观感受要乐观一些，比如，从去年 Q3 始，中国核心 CPI 就稳在 0.6% 上下的位置上，对全球来说，CRB 的主形态还是上升的，只是最近因油价的调整而出现了一些技术性的回踩。

5、这些趋势如果映射在 CPI 及 PPI 上，我们也许看不到这些价格数据后面存在进一步明显回落的空间：

- 1) 虽然看不到猪肉价格趋势性反弹，但目前的猪肉价格已经 price-in 了需求及存栏最悲观的状态，猪肉价格同比增长速度的下跌可能已到尾声；
- 2) 如果这一轮油价下跌是由非产业问题导致的，那后续的 PPI 有望回到今年 9 月份那个相对高位上去 (-2.5%)。

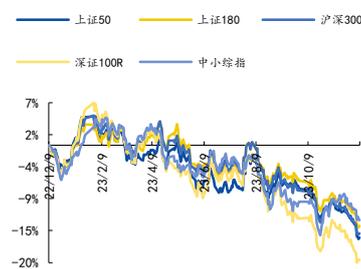
6、目前来讲，当前的环境离通胀还远，但也在逐步走出通缩的右侧，在当前的位置上，商品可能性的位移是非常有限的，这些环境不会对政策空间产生约束，但对经济增长来说，商品通过库存周期对经济基本面所施以的压力是逐步减轻的。

风险提示：国际地缘政治冲突升级风险、宏观政策落地不及预期风险等。

主要数据：

上证综指：	2969.56
深圳成指：	9553.92
沪深 300：	3399.46
中小盘指：	3584.72
创业板指：	1892.18

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《宏观与大类资产周报：世界是一个漩涡》2023.12.03
- 《宏观与大类资产周报：可以适度关注地产信用的变化》2023.11.26

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

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。

免责声明

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