

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

通胀回落，收益率下行或延续

——2022 年 8 月通胀点评兼论利率影响

2022 年 9 月 9 日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

主要观点

➤ **8 月通胀低于预期。**8 月 CPI 同比 2.5%，PPI 同比 2.3%，大幅低于 wind 一致预期的 2.8% 和 3.0%。进一步看，8 月食品项和非食品项环比均弱于季节性，核心通胀同比 0.8%，持平上月，环比 0.0%，低于季节性，显示经济恢复动力仍不足。

➤ **CPI 环比走弱，影响主要来源于猪肉、鲜菜和燃料分项。**8 月 CPI 环比 -0.1%。其中，猪肉价格继 7 月环比大幅增长 25.6% 后，8 月仅环比增长 0.4%，主要和多地猪肉抛储、节后跌价担忧等使得生猪出栏逐步恢复正常有关。鲜菜价格环比 2.0%，尽管低于季节性，但中下旬受南方高温干旱天气影响价格已经开始上涨，叠加去年 10 月鲜菜价格环比涨幅高达 16.6%，预计鲜菜价格 9 月将同比走升。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降 4.8% 和 5.2%，带动燃料分项下降 4.7%。此外，蛋类、奶类价格环比表现也弱于近五年同期。

➤ **工业品价格整体下行，上游原材料价格环比降价明显。**受国际原油、有色金属等大宗商品价格波动传导和国内部分行业市场需求偏弱等多种因素影响，8 月采掘工业、原材料工业价格环比分别 -4.5%、-2.4%，下游受到的影响相对较小，加工业环比 -0.9%，跌幅趋缓。基建相关链条如黑色金属冶炼和压延加工、有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业等，价格虽继续下降但降幅均有所收窄。

➤ **价格沿产业链传导加快，有利于中下游工业价差修复。**工业品价格向消费品价格传导加速，PPI 和 CPI 之差收窄至 -0.2%（前值 1.5%），连续 10 个月收窄；PPI 中生产资料和生活资料之差收窄至 0.8%（前值 3.3%），连续 9 个月收窄；采矿业、原材料业、加工业的传导均出现加速迹象。

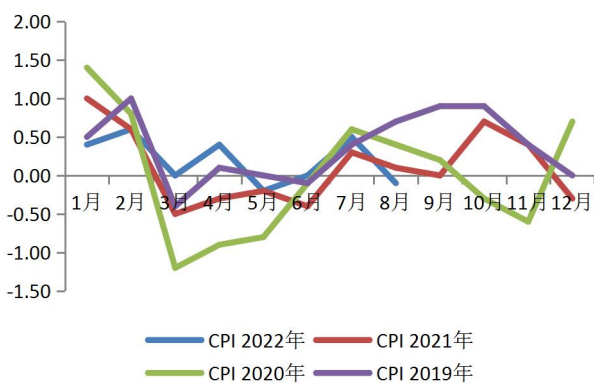
➤ **市场启示：通胀压力减轻，收益率下行逻辑顺畅，短期反弹是较好的介入机会。**由于 8 月通胀不及预期，今日 10 年国债期货短暂拉升，但随后走低。10 年国债收益率走升 0.94bp 至 2.6350%。往前看，CPI 年内破“3”概率降低。目前债市的扰动主要来自于三个大的方面，第一，估值及止盈压力、资金面收敛预期、美联储加息预期及人民币汇率贬值等短期或波动性因素；第二，基建加速形成实物总量、房地产风险化解、融资回暖等基本因素；第三，二十大之前的政策维稳及增量政策预期。但整体看，经济内生性还不足，核心通胀低位，基建落地及近期增量政策对市场而言并未大幅超预期。8 月 MLF 调降后，货币政策“克制”的预期已经大幅减弱。9 月 5 日，央行副行长刘国强再次强调“中国货币政策既不缺价格工具，也不缺数量工具”。经济内生动力偏弱叠加货币政策预期改善，收益率下行逻辑较上半年更加顺畅。收益率反弹是较好的介入机会。

➤ **风险提示：**疫情形势好转；市场主体信心恢复超预期；稳增长政策超预期。

图表目录

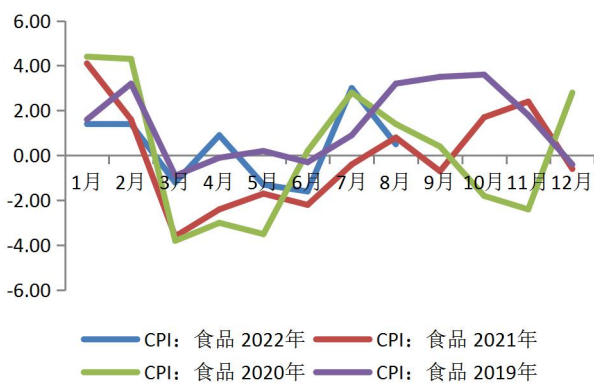
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	3
图 2: CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%)	3
图 3: CPI 食品环比 (%)	3
图 4: 采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%)	3
图 5: PPI-CPI (%)	3
图 6: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	3
图 7: PPIRM 分项剪刀差 (%)	4

图 1：CPI 环比涨幅（%）



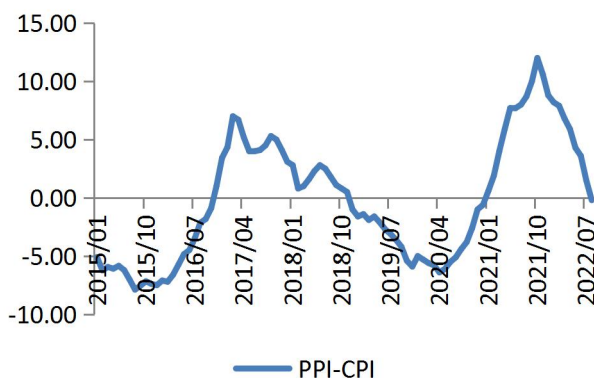
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品环比（%）



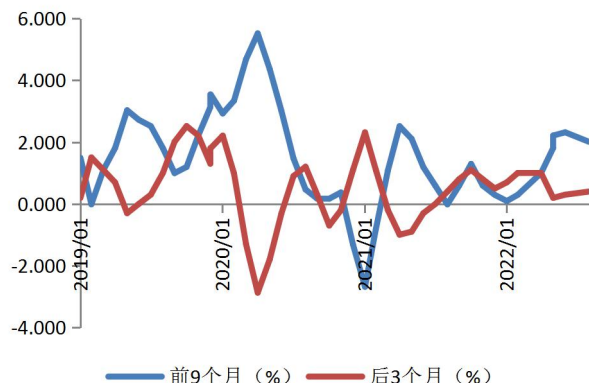
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI-CPI（%）



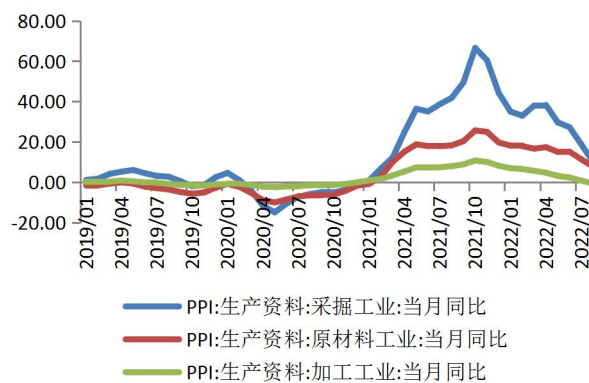
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响（%）



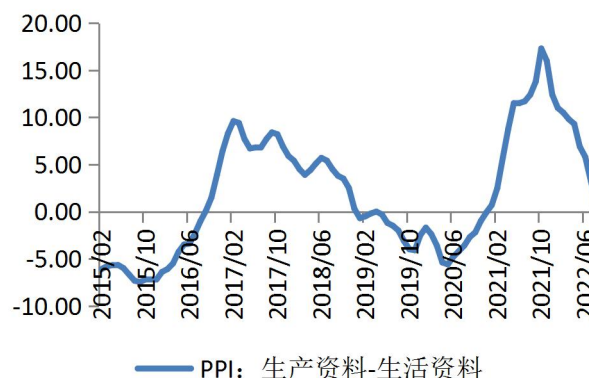
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比（%）



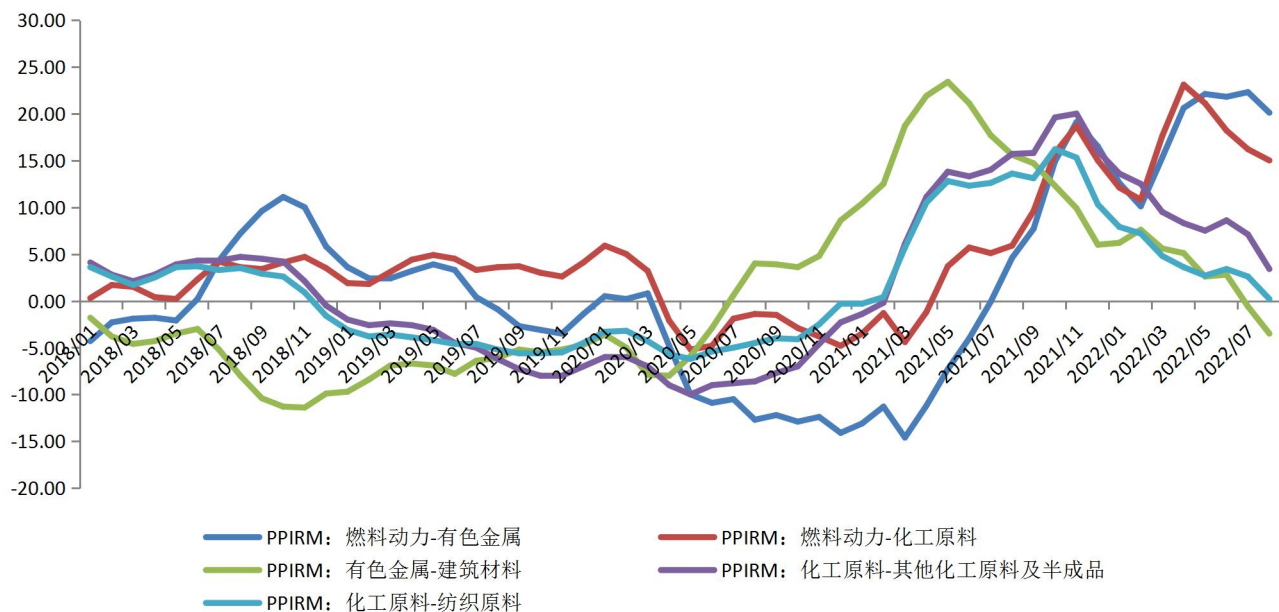
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：生产资料-生活资料（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：PIRM 分项剪刀差（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

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_45958

