

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

关注通胀数据给出的两个信息

——2022 年 10 月通胀点评兼论利率影响

2022 年 11 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

➤ **10 月通胀低于预期值。**10 月 CPI 同比 2.1%，PPI 同比-1.3%，均低于 wind 一致预期的 2.4%和-1.1%。进一步看，单月 CPI 进一步回落主因高基数，尤其是食品项的高基数。疫情反复扰动下，非食品项边际仍未改观，连续四个月环比走弱。核心通胀环比回升 0.1%，持平于 2019 年以来同期，同比 0.6%，持平于前值。

➤ **猪肉仍是涨价主力，鲜菜、鲜果价格季节性回落。**10 月 CPI 食品项环比增长 0.1%，同比增长 7%（前值 8.8%）。受生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响，猪肉价格上涨 9.4%，涨幅比上月扩大 4.0 个百分点，同比上涨 51.8%（前值 36.0%）。食品项环比回落主要集中在受季节性影响的鲜菜、鲜果。此外，国际油价变动影响国内汽油和柴油价格分别下降 1.2%和 1.3%，带动燃料分项环比下降 1.1%，但同比涨幅目前仍较高（12.4%）。

➤ **工业品价格加快回落，下游工业品价格恢复有限。**10 月采掘工业分项止跌回升，但由于基数较高，同比回落 6.7%；原材料工业价格边际再度回落，环比明显低于季节性，同比增速加快回落至 1.2%；加工业边际止跌但回升并不明显。随着基建、制造业投资增速见顶，内需支撑力度不足、企业信心偏弱、工业库存较高等引发生产回落，这在 10 月 PMI 数据中已体现。

➤ **价格沿产业链加快传导，有利于工业价差修复，但下游工业产品价差的恢复不及中上游。**工业品价格向消费品价格传导加速，PPI 和 CPI 之差收窄至-3.4%（前值-1.9%），连续 12 个月收窄，目前已收窄至 2019 年 7-8 月的水平；PPI 中生产资料和生活资料之差收窄至-4.7%（前值-1.2%），连续 11 个月收窄；采矿业、原材料业、加工业价格传导也在加速，但下游工业产品价差的恢复不及中上游，对就业的推动可能减缓。

➤ **市场启示：年末前大概率是震荡市。**10 月通胀给出两个信息，一是印证经济边际走弱，二是核心通胀持平、价差持续恢复等显示经济内生动力仍在集聚。短期看，利率下行的支撑因素在于：第一，近期疫情扰动和防疫政策优化预期交织，微观主体信心、社融等存在反复，基建和制造业投资增速高位回落，工业增速在低基数效应退去后可能继续回调；第二，降息概率较低，但降准预期带来博弈机会。利率上行的支撑因素在于：第一，回溯历史，10 年国债收益率在 3%-5%的分位数会存在较大的阻力，若没有超预期增量信息和市场情绪的配合，收益率很难再往下，同时当前债券估值相较于 A 股不具备优势，市场“看股做债”氛围浓厚。第二，货币政策仍受制于币值稳定压力，对内也需和经济内生动力恢复的节奏相配合，资金利率大概率会回到政策利率附近。第三，中期内，宏观增量政策预期难以证伪。

➤ **风险提示：**疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化；稳增长政策超预期。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

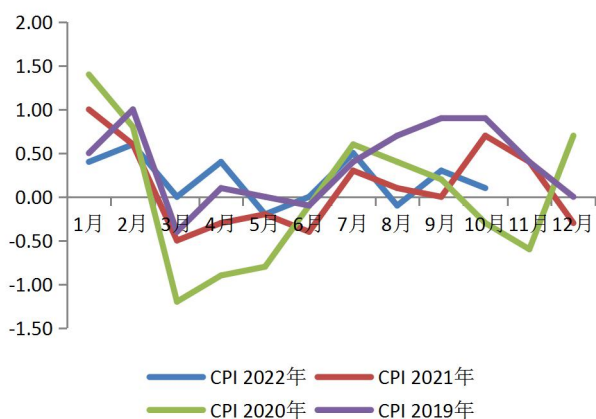
1



图表目录

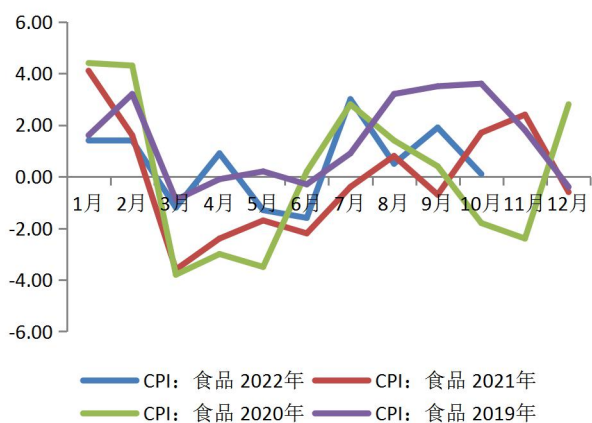
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	3
图 2: CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%)	3
图 3: CPI 食品环比 (%)	3
图 4: 采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%)	3
图 5: PPI-CPI (%)	3
图 6: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	3
图 7: PPIRM 分项剪刀差 (%)	4

图 1：CPI 环比涨幅（%）



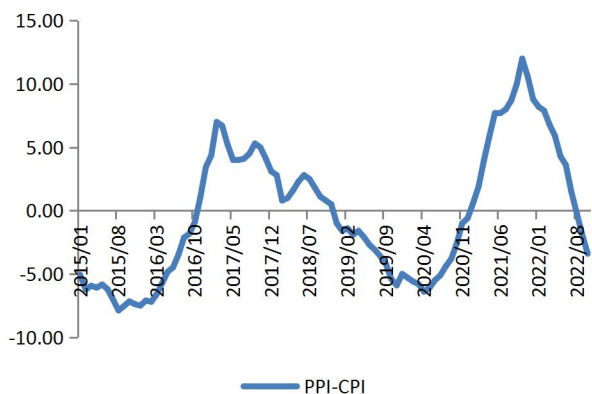
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品环比（%）



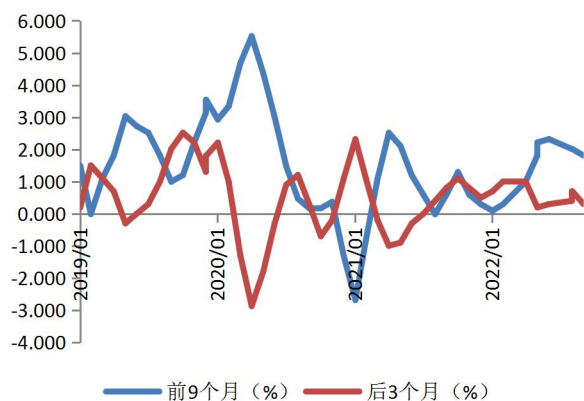
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI-CPI（%）



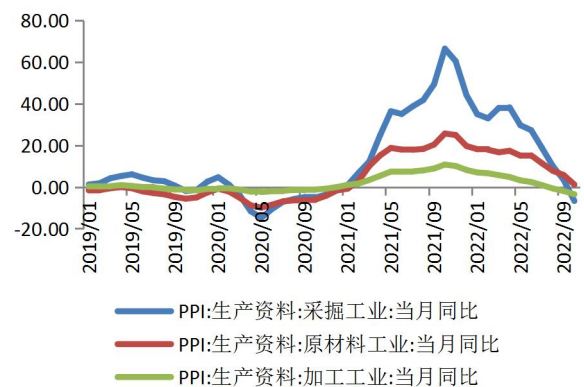
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响（%）



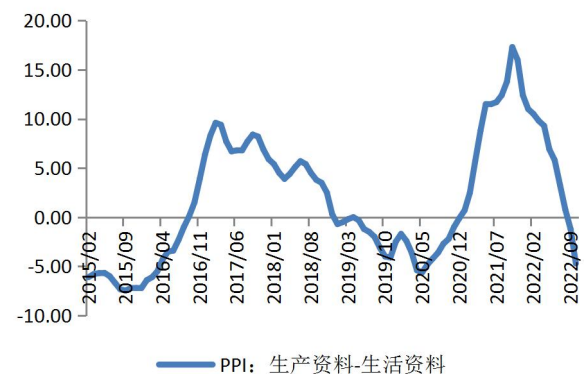
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比（%）



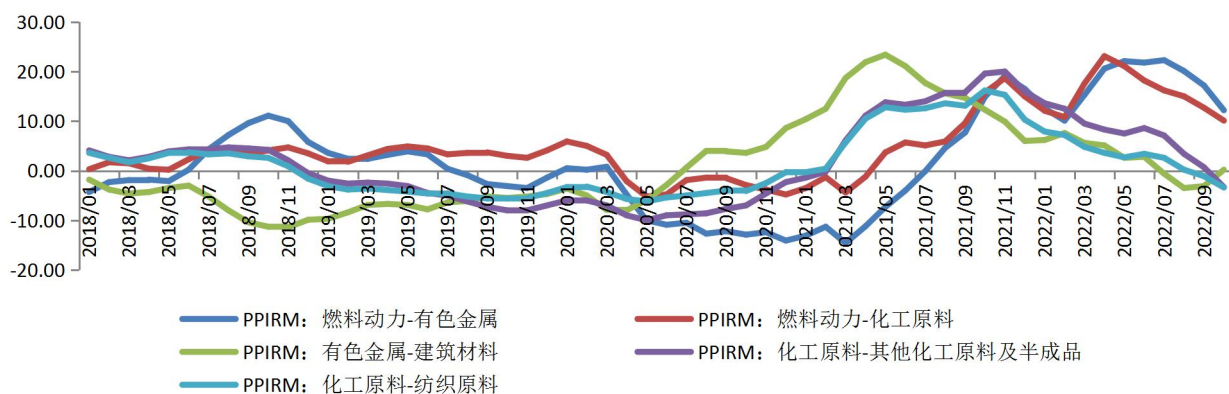
资料来源：Wind，山西证券研究所

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_48544

