

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

通胀回升压力大，收益率短期或反弹

——2022年7月通胀点评兼论利率影响

2022年8月10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

➤ **CPI 同比回升，PPI 同比趋缓，两者均低于预期。**7月CPI同比2.7%，PPI同比4.2%，均略高于wind一致预期。CPI环比0.5%，回升加快，进一步提高8-12月通胀突破3%的概率。7月核心通胀环比维持在0.1%，同比0.8%。核心CPI继续回落显示经济恢复力度不足。PPI同比4.2%，加速回落，环比大幅回落1.3%。

➤ **CPI 回升的主要动力在食品项，非食品项同比较上月回落。**7月食品项环比回升3.0%，远超季节性，带动食品项同比回升6.3%（前值2.9%）。其中主要涨价集中在猪肉、鲜菜。受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，猪肉价格上涨25.6%。鲜菜主要受到高温天气影响，环比涨幅高于季节性。非食品项中，服务类环比持续回升但有所放缓。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降3.4%和3.6%，带动燃料分项环比下降3.3%。

➤ **采掘工业、原材料工业价格环比大幅下滑，加工工业价格继续下滑。**原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内相关行业价格下降，7月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI环比分别-1.9%（前值1.9%）、-2.5%（前值0.3%）、-1.3%（前值-0.4%）。受投资增速下行影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降6.2%，非金属矿物制品业价格下降1.9%，电力热力生产和供应业价格下降1.1%，降幅均有所扩大。

➤ **价格沿产业链传导加快。**工业品价格向消费品价格传导加速，PPI和CPI之差收窄至1.5%（前值3.6%），连续9个月收窄；PPI中生产资料和生活资料之差收窄至3.3%（前值5.8%），连续8个月收窄；上游采矿业价格向中上游原材料加工业传导较顺畅，采掘业和原材料工业PPI剪刀差加速回落至7.4%（前值12.8%）。

➤ **市场启示：通胀回升对货币政策形成制约，收益率短期或反弹。**同日，央行发布《2022年第二季度货币政策执行报告》，对通胀进行专栏解读，认为未来通胀的国内因素主要集中在消费疫后恢复、“猪周期”启动、能源等输入性通胀，国外因素则是全球一体化形势逆转导致的能源转型和产业重构成本增加等。报告指出，对通胀不能掉以轻心，保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义。短期看，由于收益率经过7月的大幅回落已经处于阶段性低点，楼市问题、台海局势等影响趋缓，叠加货币政策克制，收益率或反弹。但中期看，政策不及预期，收益率震荡中枢下移仍是大概率事件。

➤ **风险提示：**疫情形势变化超预期；能源资源价格走升；企业和居民预期恶化，宽信用阻力大；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

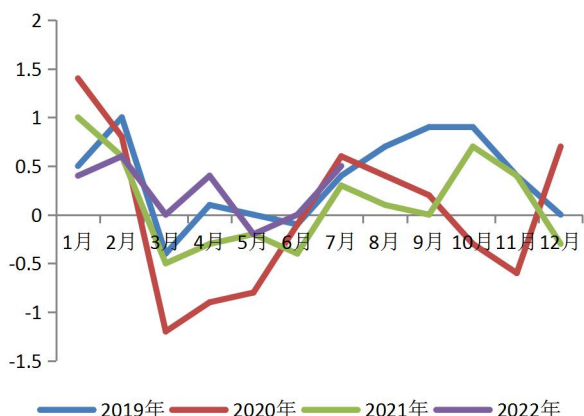




图表目录

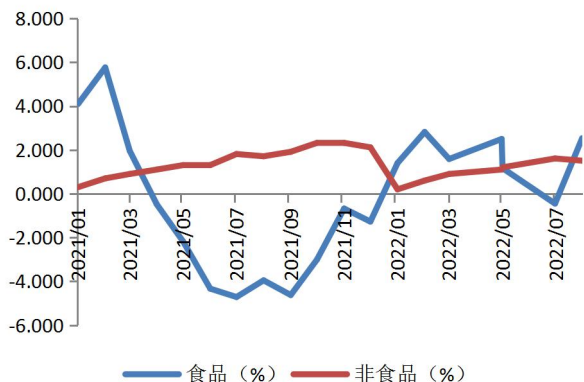
图 1：CPI 环比涨幅（%）	3
图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响（%）	3
图 3：CPI 食品和非食品新涨价因素（%）	3
图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比（%）	3
图 5：PPI-CPI（%）	3
图 6：PPI：生产资料-生活资料（%）	3
图 7：PPIRM 分项剪刀差（%）	4

图 1：CPI 环比涨幅 (%)



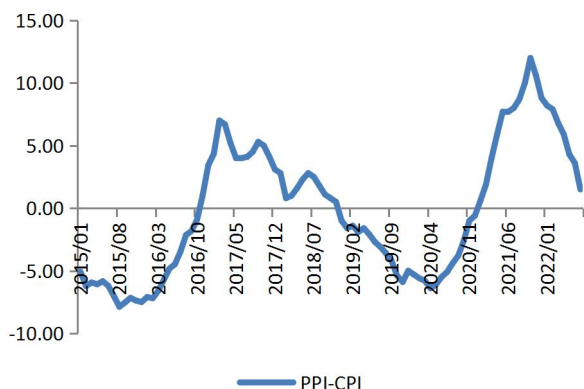
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品和非食品新涨价因素 (%)



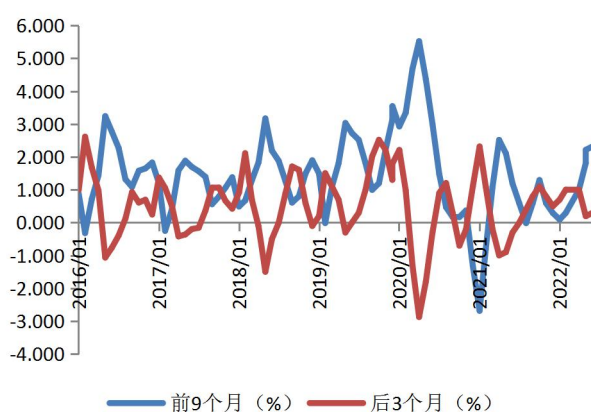
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI-CPI (%)



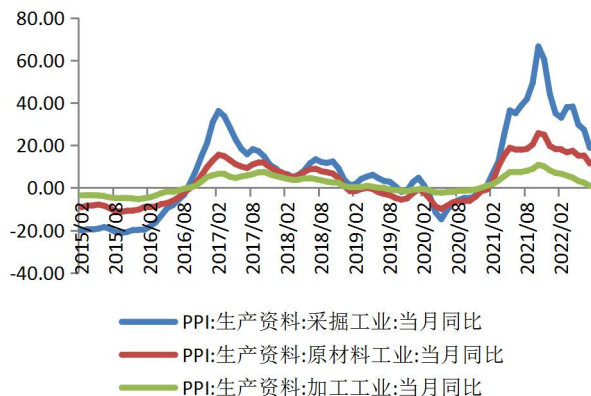
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%)



数据来源：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 (%)



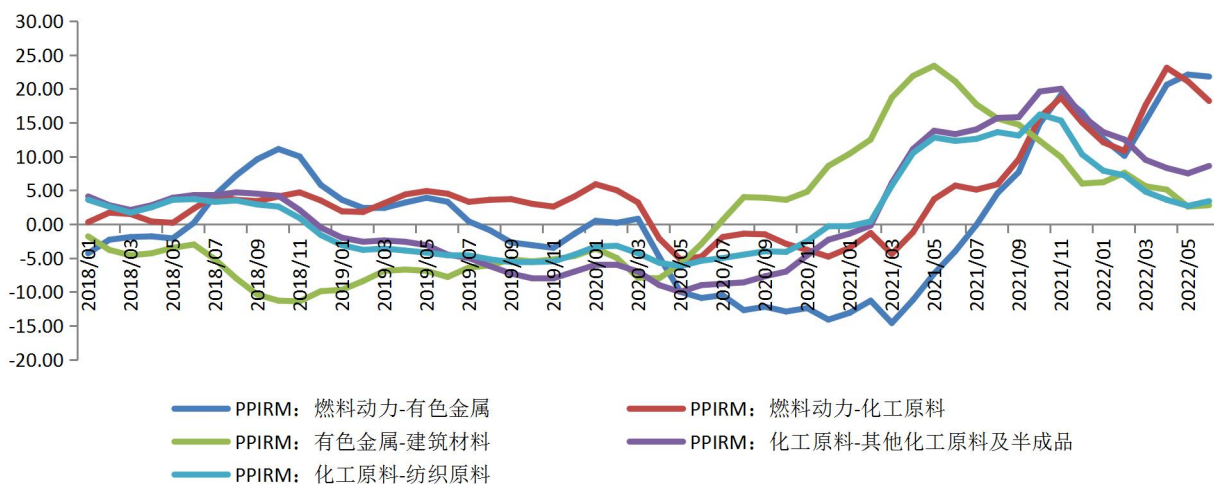
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：生产资料-生活资料 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：PIRM 分项剪刀差（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336