

## 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](mailto: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。

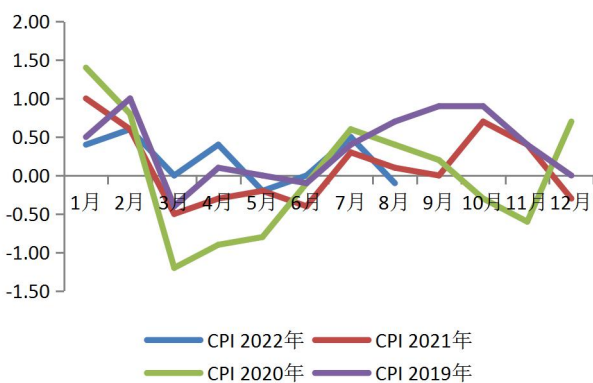
➤ **风险提示：**疫情形势好转；市场主体信心恢复超预期；稳增长政策超预期。



## 图表目录

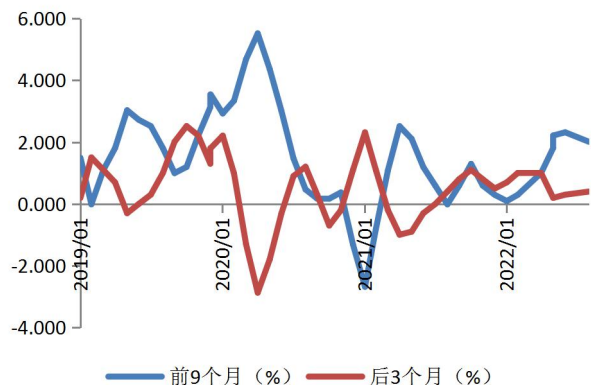
图 1: CPI 环比涨幅 (%) .....	3
图 2: CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%) .....	3
图 3: CPI 食品环比 (%) .....	3
图 4: 采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%) .....	3
图 5: PPI-CPI (%) .....	3
图 6: PPI: 生产资料-生活资料 (%) .....	3
图 7: PPIRM 分项剪刀差 (%) .....	4

图 1：CPI 环比涨幅（%）



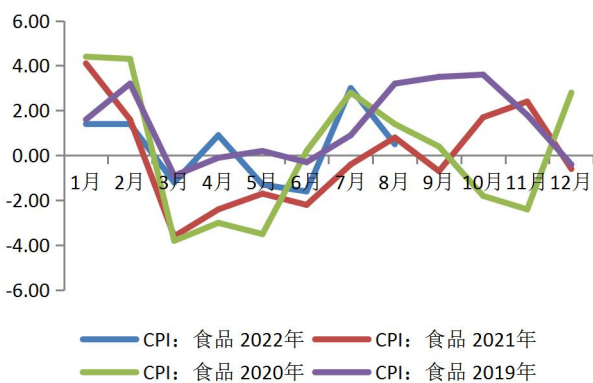
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响（%）



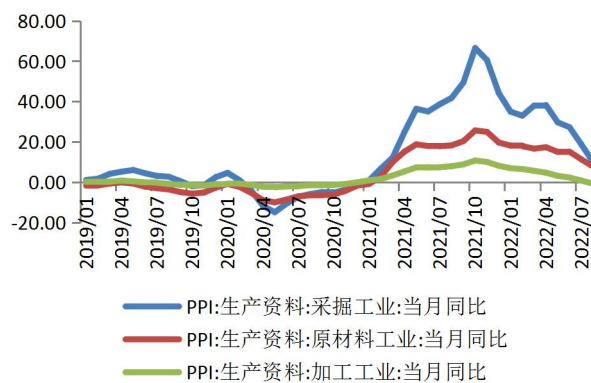
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品环比（%）



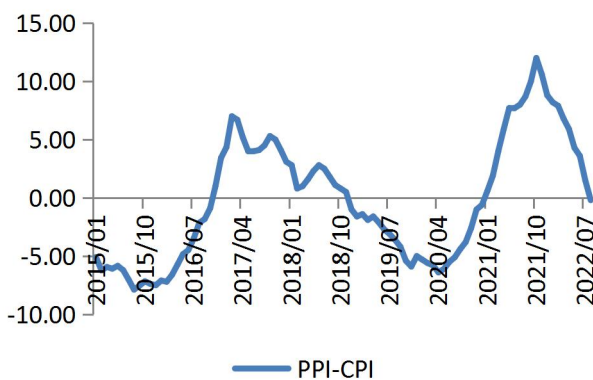
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比（%）



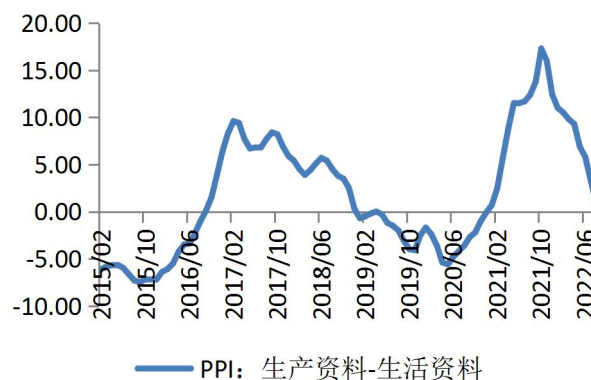
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI-CPI（%）



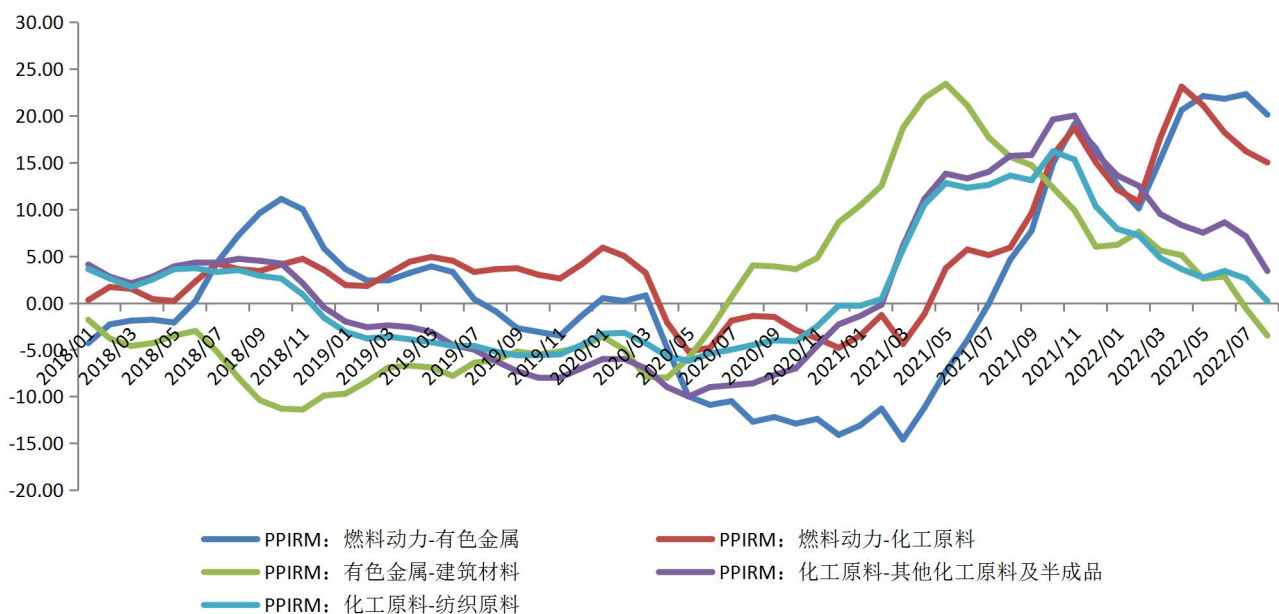
资料来源：Wind，山西证券研究所

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

### 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