

宏观利率

通胀低于预期，关注资金面和估值

——2022年9月通胀点评兼论利率影响

2022年10月14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

➤ **9月通胀仍低于预期。**9月CPI同比2.8%，PPI同比0.9%，均低于wind一致预期的3.0%和1.1%。进一步看，CPI上涨主要因素在食品项，非食品项环比增速仍明显偏弱，服务项环比下降0.1%。核心通胀环比连续两个月维持在0%，低于2019年以来同期，同比0.6%（前值0.8%）。经济恢复动力仍不足。

➤ **CPI食品项环比全线回升，鲜菜、猪肉是涨价主力。**9月CPI食品项环比1.9%。其中，鲜菜价格上涨6.8%，涨幅比上月扩大4.8个百分点；猪肉价格受消费需求季节性回升，部分养殖户压栏惜售的影响，环比上涨5.4%，再加上去年同期基数为-5.1%，因此猪肉价格同比大幅上涨36.0%；除此之外，蛋类、鲜果涨价也较明显，粮食、食用油价格微幅上涨。受国际油价下行影响，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1.2%，大幅低于2019年以来同期。

➤ **工业品价格下行趋缓，原材料价格边际表现最好。**9月采掘工业、原材料工业、加工业价格环比分别为-0.8%（前值-4.5%）、0.1%（前值-2.4%）、-0.3%（前值-0.9%）。一是上游采掘业价格多止跌或回升。二是9月工业下游需求处于弱恢复阶段。基建投资项目逐步实施，金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有收窄。三是9月生产表现好于需求，采购也有一定回升，叠加上游采掘业价格跌幅趋缓，带动原材料价格环比转正。

➤ **价格沿产业链继续传导，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-1.9%（前值-0.2%），连续11个月收窄，目前已收窄至2019年3月的水平；PPI中生产资料和生活资料之差收窄至-1.2%（前值0.8%），连续10个月收窄；采矿业、原材料业、加工业价格传导也在继续。

➤ **市场启示：通胀低于预期，经济“筑底”特征有所消化，2.76%或是10Y国债收益率的阶段顶部。**9月通胀低于预期值，CPI年内破“3”概率较低。数据公布后国债期货表现较强，一方面通胀对货币政策压制进一步降低，另一方面，债市可能提前演绎政策面的“利空出尽的利好”。从8月及9月经济及社融数据看，经济呈现出“筑底”特征，叠加增量政策的期待，长期看基本面并不利多债市。但边际看，经济恢复势头不强，尤其是住户端的需求仍较弱，经济内生动力还有待集聚，因此短期看基本面对债市还未“利空”。不考虑国庆前后资金面的季节性波动，资金利率向政策利率靠拢的节奏仍较缓慢，叠加债券收益率已回调到8月初的水平，两者共同助推市场情绪和杠杆水平。若增量政策未超预期，2.76%大概率是10Y国债收益率的阶段顶部。

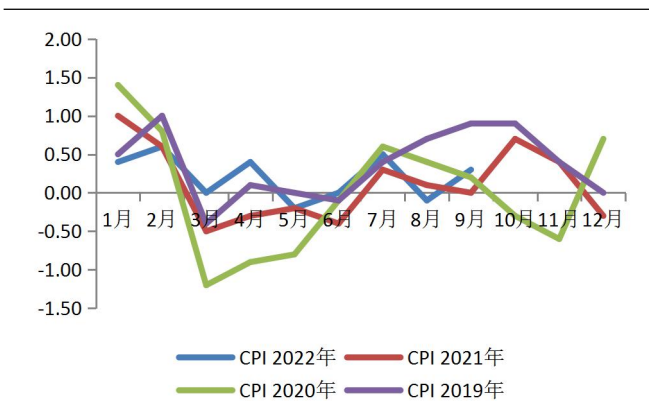
➤ **风险提示：**二十大政策布局超预期；人民币贬值压力继续加大。



图表目录

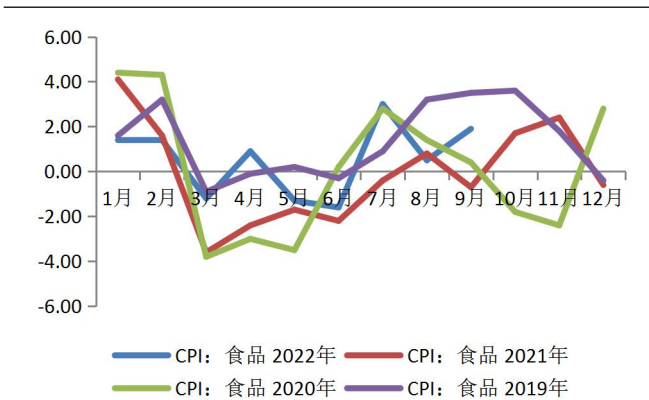
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	3
图 2: CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%)	3
图 3: CPI 食品环比 (%)	3
图 4: 采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%)	3
图 5: PPI-CPI (%)	3
图 6: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	3
图 7: PPIRM 分项剪刀差 (%)	3

图 1：CPI 环比涨幅（%）



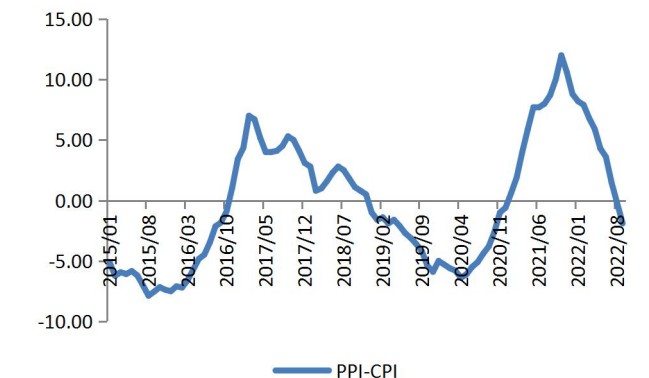
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品环比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

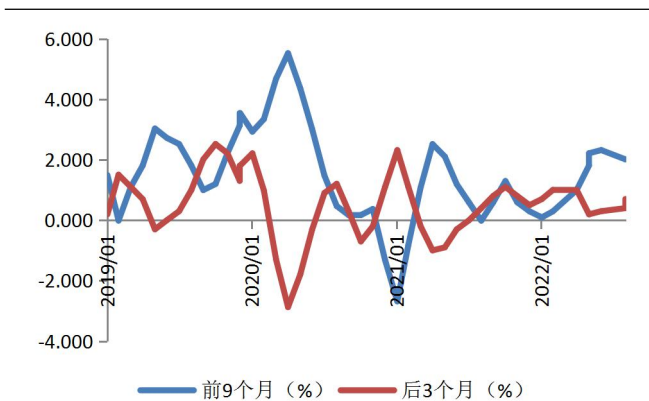
图 5：PPI-CPI（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

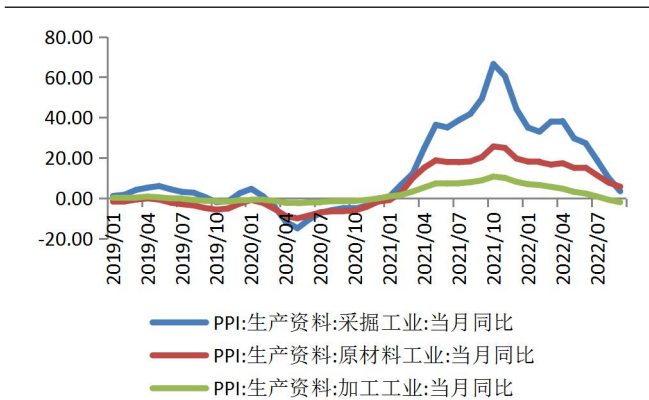
图 7：PIRM 分项剪刀差（%）

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响（%）



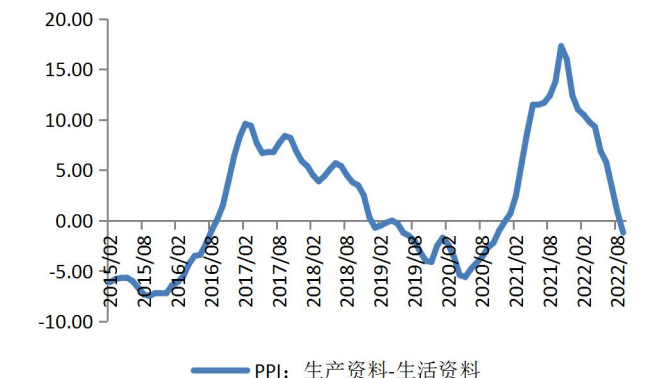
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比（%）

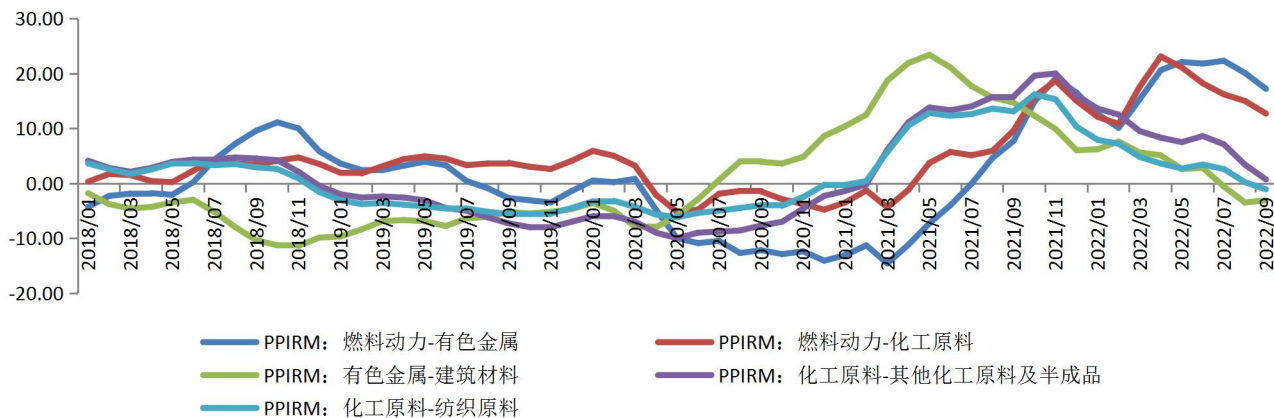


资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：生产资料-生活资料（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，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