

## 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](mailto: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

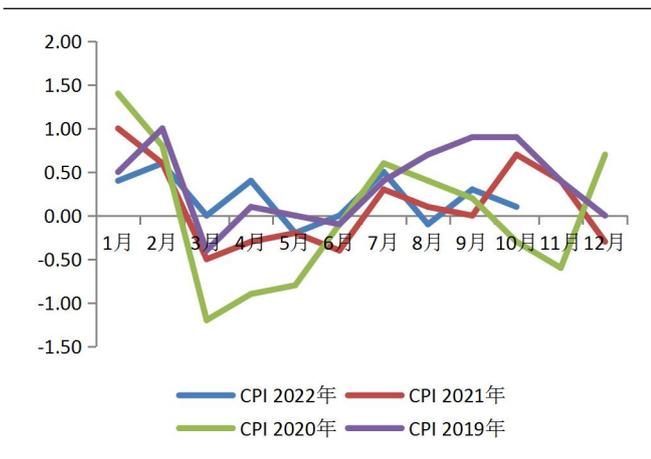
1



## 图表目录

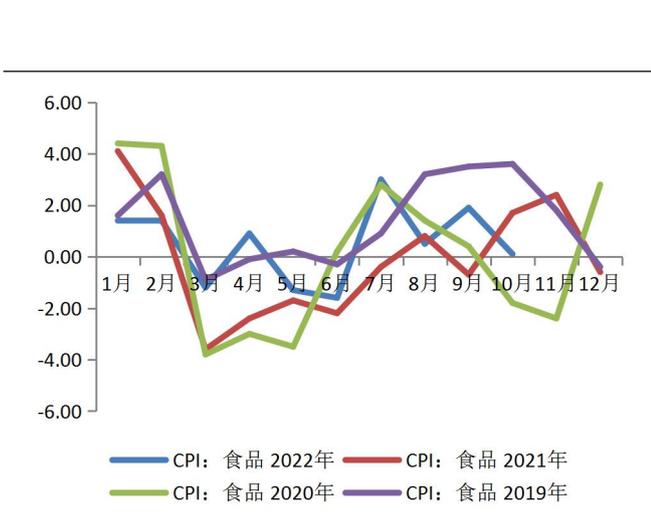
图 1: CPI 环比涨幅 (%) .....	3
图 2: CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%) .....	3
图 3: CPI 食品环比 (%) .....	3
图 4: 采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%) .....	3
图 5: PPI-CPI (%) .....	3
图 6: PPI: 生产资料-生活资料 (%) .....	3
图 7: PPIRM 分项剪刀差 (%) .....	4

图 1：CPI 环比涨幅 (%)



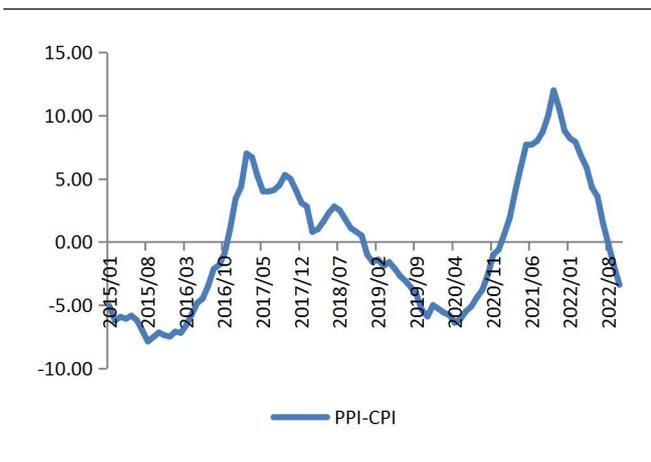
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品环比 (%)



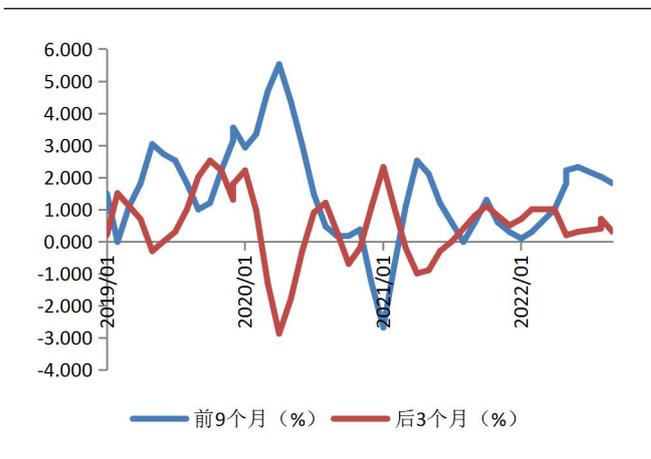
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI-CPI (%)



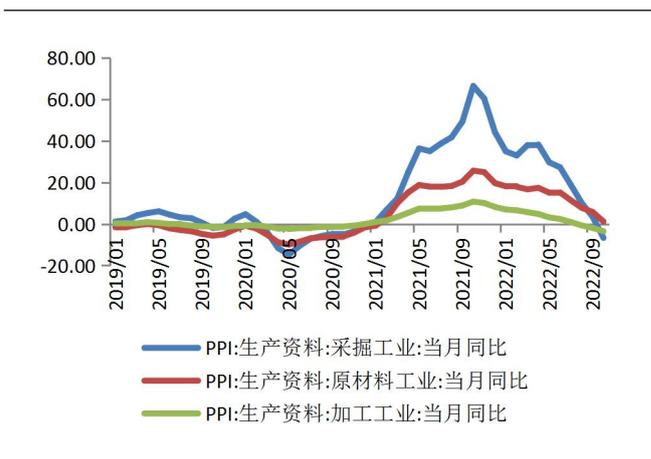
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%)



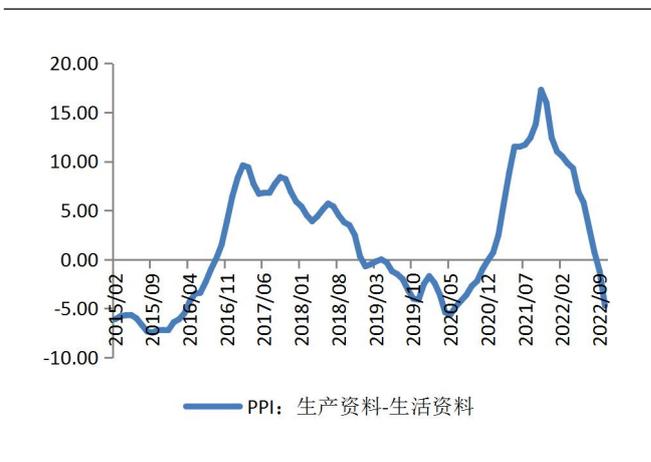
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%)



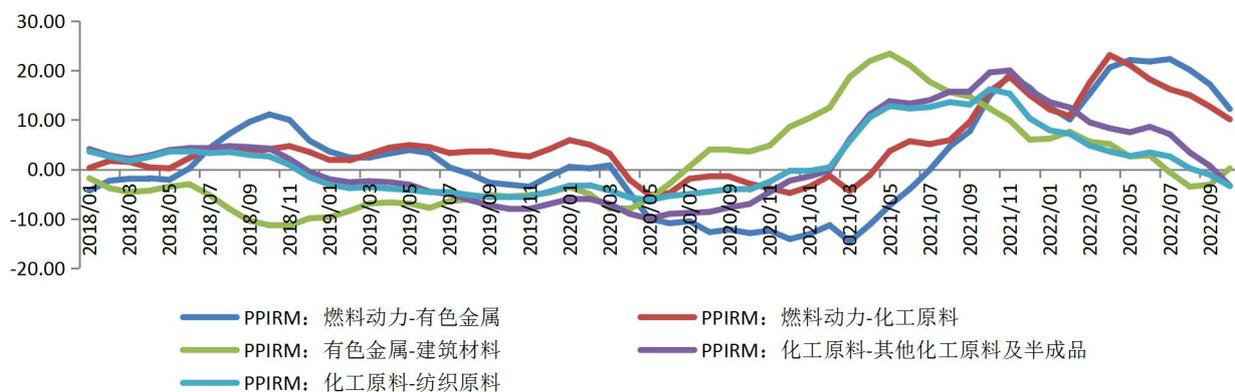
资料来源：Wind，山西证券研究所

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：PIIRM 分项剪刀差（%）



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