

## 宏观利率

## 通胀低于预期，但长端利率或难下行

——2023年2月通胀点评兼论利率影响

2023年3月9日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

核心观点：

- **2月国内通胀受多重因素影响有所回落。**2月CPI同比1.0%(前值2.1%)，PPI同比-1.4%(前值-0.8%)，wind一致预期的CPI、PPI分别为1.8%、-1.3%。CPI低于预期，PPI基本符合预期。CPI同比下降主要受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。核心CPI同比由1月的1.0%下降至0.6%。
- **结构上，12月及1月涨价较多的项目在2月环比降价。**2月主要项目价格增长排序为能源>服务>核心消费品>鲜菜鲜果>猪肉。2月CPI食品项环比下降2.0%，同比增长2.6%(前值6.2%)。节后消费需求回落，加之天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，其中猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%。2月非食品项环比下降0.2%(前值0.3%)，同比上涨0.6%(前值1.2%)。大部分服务价格节后出现季节性回落，比如飞机票、教工工具租赁费、旅游等。能源价格虽然环比由负转正，但仍低于季节性水平。唯独核心商品同比增速延续回升，受低基数和需求继续修复的支撑，上半年大概率延续回升。
- **高基数、供需短期失衡、主要经济体景气度放缓是PPI同比回落的主要原因。**第一，2月PPI回落受上年同期对比基数较高的影响，这种影响在3-4月大概率还将延续。第二，从国内因素看，开年以来国内工业企业生产恢复逐渐快于需求，但需求回升不及库存的边际回补力度，造成部分制造业价格回升乏力。如制造业中的计算机通信和其他电子设备制造业价格下降1.1%，农副食品加工业价格下降0.3%，纺织业价格下降0.3%，降幅均收窄但弱于季节性。煤炭生产稳定，加之气温回升采暖用煤需求减少，煤炭开采和洗选业价格下降2.2%，降幅比上月扩大1.7个百分点。第三，2月主要经济体景气度仍在韧性中放缓，OECD(G7)综合领先指标有所回落，能源大宗价格表现一般，石油价格虽环比回升但弱于季节性。
- **工业品价格边际均继续回落，原材料工业品价格受挤压。**生产资料价格在连续两个月环比回落后止跌，2月回升0.1%，主要得益于工业企业生产的加速，但环比回升幅度并未强于季节性。生活资料价格连续3个月环比下滑且弱于季节性，显示终端需求依然低迷。三大生产资料分项中，原材料价格环比转正。采掘和原材料、原材料和加工业的PPI同比之差均边际回落，显示下游行业价差改善。
- **市场启示：长端收益率有韧性但不能忽视上行风险。**国内经济在修复中存在波动，叠加外需压力，经济自身循环的建立和持续加速仍依赖于政策端支持。2月以来，长端收益率在经济复苏的分歧中表现出较强的韧性，两会定调国内经济与政策“稳字当头”后，收益率长端向上动力暂时减弱，后续不排除政策预期进一步带来扰动。国内经济二季度大概率延续疫后修复进程，不能忽视收益率上行的风险，10年国债收益率或难低于2.85%。
- **风险提示：疫后经济复苏超预期；美联储加息幅度超预期。**

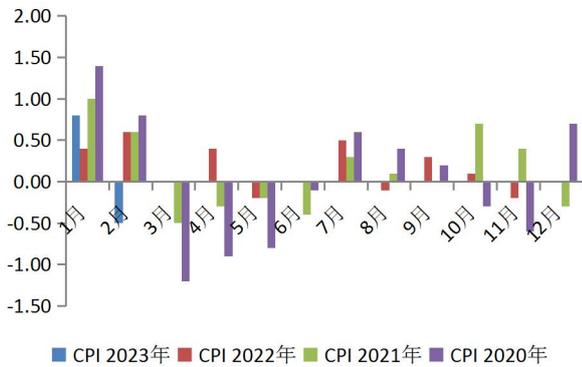




## 图表目录

图 1: CPI 环比涨幅 (%) .....	3
图 2: 鲜菜及鲜果价格同比涨幅 (%) .....	3
图 3: 猪肉价格同比涨幅 (%) .....	3
图 4: 核心商品及服务价格同比涨幅 (%) .....	3
图 5: PPI: 生产资料-生活资料 (%) .....	3
图 6: PPI: 采掘-原材料、原材料-加工 (%) .....	3

图 1：CPI 环比涨幅 (%)



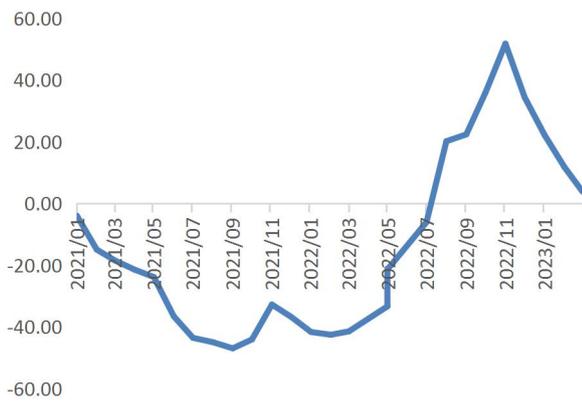
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：鲜菜及鲜果价格同比涨幅 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比涨幅 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：核心商品及服务价格同比涨幅 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI：生产资料-生活资料 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：采掘-原材料、原材料-加工 (%)



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。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰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，本报告的任一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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 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