

## 宏观利率

## 通胀偏弱，长端收益率下行趋势未改

——2023年5月通胀点评兼论利率影响

2023年6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：

➤ **消费市场总体运行平稳，工业品市场偏弱，CPI和PPI均略低于预期。**5月CPI同比0.2%（前值0.1%），PPI同比-4.6%（前值-3.6%），CPI、PPI的wind一致预期分别为0.3%、-4.3%。

➤ **受疫情影响较大的行业疫后复苏放缓但呈现韧性，CPI主要拉动项在鲜菜和水产品。**环比看，核心CPI和服务项环比不及上月，但基本符合季节性，同比分别为0.6%（前值0.7%）、0.9%（前值1.0%），略有回落但幅度不大，显示前期受制于疫情的领域在疫后复苏中呈现韧性。猪肉价格环比继续下降，高基数下同比增速转负至-3.2%（前值4.0%）。食品项同比回升至1.0%（前值0.4%），猪肉价格拖累的情况下主要得益于水产品 and 鲜菜价格的好转。粮食价格基本稳定。禽肉类、食用油和鲜果价格涨幅均有回落。燃料价格环比弱于季节性，带动同比波动扩大至-11.1%（前值-10.4%），主要受全球经济回落和国内假期后出行需求回落的影响。未来一段时期猪肉价格进入高基数阶段，6月燃料价格基数仍高，同时居民信心恢复速度放缓，CPI预计仍维持低位。

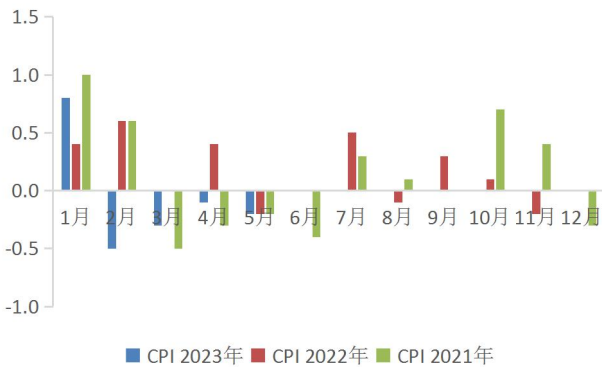
➤ **PPI回落主因国际大宗商品价格整体下行，国内需求偏弱和工业品库存偏高。**第一，国际大宗商品价格整体下行。5月下旬美联储加息预期略升温，同时5月美国及欧元区PMI边际回落显示国际总需求不足，如国际原油、主要有色金属价格下行，并带动国内相关行业价格下降。第二，国内需求偏弱，煤炭、钢材、水泥等行业供应总体充足，导致价格均下降。相比之下，上游工业价格表现更弱，如PPI生活资料和加工业价格降幅低于采掘工业和原材料工业，表现为生产资料PPI与生活资料PPI之差、原材料工业PPI及加工业PPI之差继续走低。究其原因，一是受国际大宗商品价格下行拖累。二是国内产成品库存高位的情况下，原材料库存水平相对并不低，如2023年4月我国煤炭开采及洗选业存货增速仍高达10.1%。预计PPI短期仍回落，下半年有望企稳。一是PPI高基数5月开始消退，对PPI的不利减弱。二是回顾今年4-5月，需求收缩带动生产走弱，主动去库存延续，但库存回落速度仍不及新订单回落速度，因此预计短期内PPI仍有回落空间。

➤ **市场启示：经济内生动能偏弱，通胀难回升，长端收益率仍在下行通道，调整是机会。**从历史规律看，10年国债收益率底部一般领先于PPI同比增速1个月至半年，而狭义资金面底部一般略领先或同步于10年国债收益率。当前货币政策仍有降息必要性，5月以来央行引导DR007再度回落至7天回购利率之下，同时国有大行再度下调存款利率，对债券偏利好。全球经济年内放缓，国内经济内生动能偏弱，价格信号预计不会快速回升。整体看，长端收益率仍在下行通道中。短期关注二季末可能再次出现信贷冲量的现象，要考虑利率是否会有一些弱的调整。

➤ **风险提示：**超预期的稳增长政策。

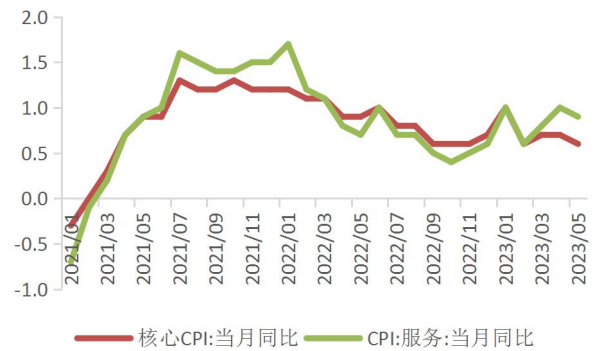


图 1：CPI 环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务同比增速（%）



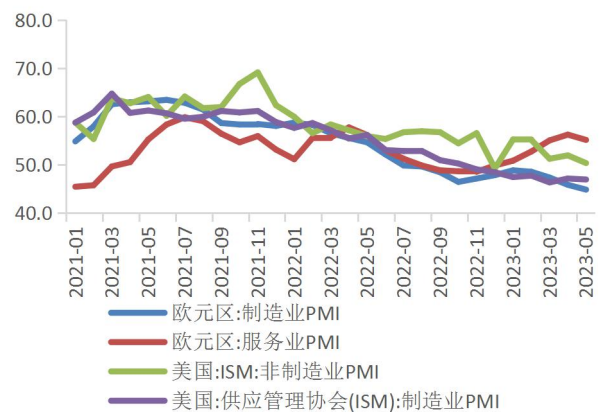
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速（%）



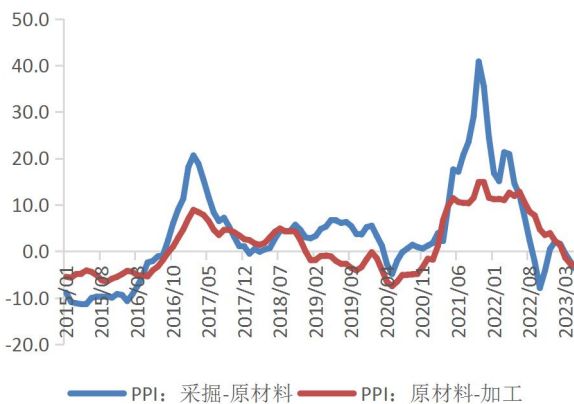
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：美国及欧元区 PMI 边际回落（%）



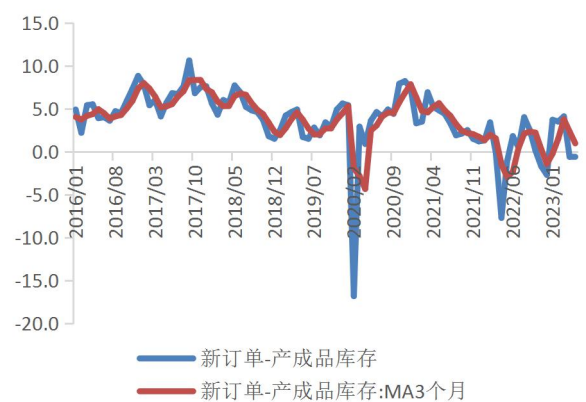
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPI：采掘-原材料、原材料-加工（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

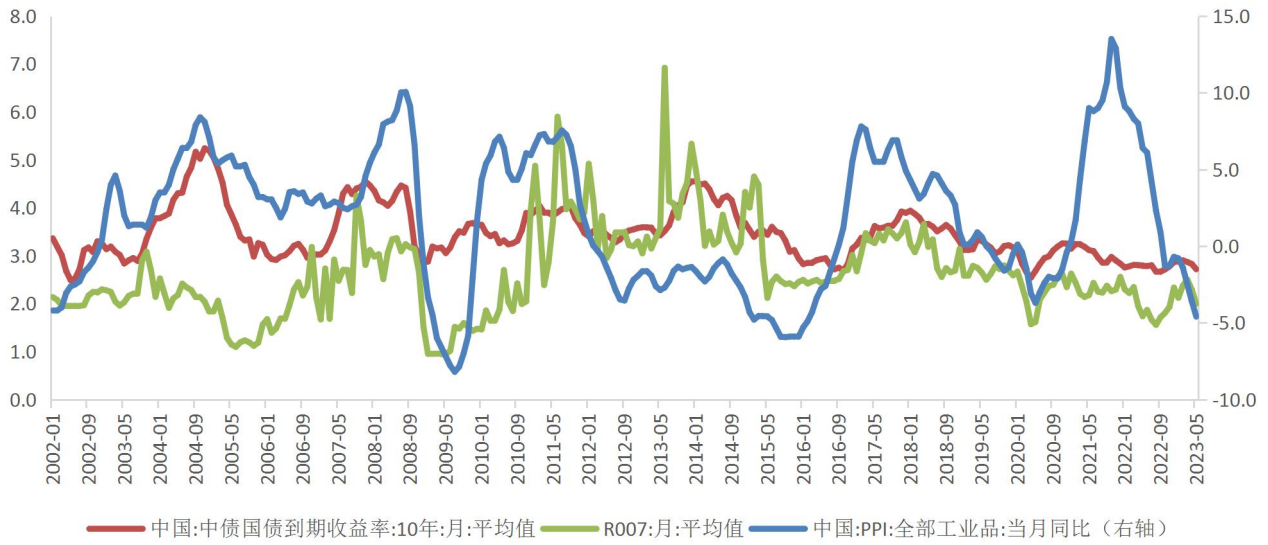
图 6：PMI：新订单-产成品库存（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



图 7：DR007、10 年国债收益率、PPI 同比（%）



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