

## 宏观利率

## 通胀弱勢，表现分化

——2023年6月通胀点评兼论利率影响

2023年7月10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，工业品价格偏弱，CPI和PPI均低于预期。**6月CPI同比持平（前值0.2%），万得预期值为0.1%；PPI同比-5.4%（前值-4.6%），万得预期值为-5.0%。

➤ **消费价格表现分化，疫后复苏逻辑仍在。**第一，受疫情影响较大的领域依然具有复苏韧性。环比看，服务项由-0.1%转为回升0.1%，同比0.7%（前值0.9%）；核心CPI由持平转为-0.1%，同比0.4%（前值0.6%）；核心CPI环比转为下行，部分原因是受“618”商家促销活动等因素影响，其中扣除能源的工业消费品价格由上月持平转为-0.3%。第二，食品项受环比跌幅趋缓和低基数的支撑，同比回升至2.3%。鲜菜价格受高温、降雨天气影响，价格由上月的-3.4%转为2.3%；猪肉价格环比降幅趋缓，同比-7.2%；7月猪肉、鲜菜等主要品种基数走高，食品项CPI面临波动。第三，燃料分项价格环比-1.3%，带动同比降幅扩大至-17.6%（前值-11.1%）。受全球经济回落带动国际油价下行的影响，国内能源价格环比-0.7%，降幅比上月扩大0.5个百分点。三季度预计消费品价格分化格局依然存在，CPI预计仍维持低位。

➤ **PPI环比下行趋缓，国际工业品及国内优势工业品表现分化。**6月PPI环比-0.8%（前值-0.9%），同比跌幅扩大至-5.4%（前值-4.6%）。第一，国际工业品价格6月表现略有好转，带动国内相关行业PPI降幅收窄。COMEX铜及NYMEX WTI原油6月分别上涨3.1%（前值-5.4%）、3.5%（前值-12.0%），带动国内石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比降幅收窄。需求端看，美国6月制造业PMI持续下降，但新订单和进口指数有所回暖，对工业品价格具有支撑。第二，国内优势工业品价格跌幅较深。煤炭、钢铁供给量大，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比分别为-6.4%、-2.2%。预计低基数将支撑7月及8月PPI斜率进一步放缓，但中长期价格回暖仍依赖内外需共振复苏。

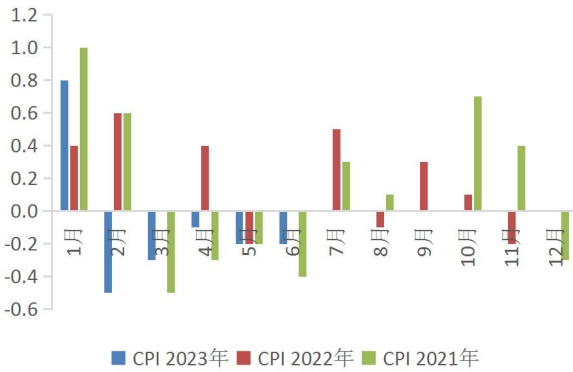
➤ **中下游工业价格表现略好于上游。**PPI生活资料和加工业价格降幅依然低于采掘工业和原材料工业，表现为生产资料PPI与生活资料PPI之差、原材料工业PPI及加工工业PPI之差持续走低。6月国内需求略有回暖，带动国内工业库存继续去化。剔除价格因素，5月多数中下游工业库存增速走低，但全部采矿业库存依然增加，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业库存增速分别较上月提升7.3%、2.1%、4.3%、0.2%、1.4%。

➤ **市场启示：价格信号短期扰动债市，收益率中长期仍下行。**PPI下行斜率放缓叠加稳增长政策线索，历史经验看，收益率下行斜率也会放缓。经济内生动能不足，5月下旬以来资金面持续宽松，长期资金利率亦处于低位。7月6日中央经济形势分析座谈会依然强调“保持战略定力”“围绕高质量发展这一首要任务”，政策“托而不举”，收益率下行趋势未变。

➤ **风险提示：**超预期的稳增长政策。



图 1：CPI 环比增速 (%)



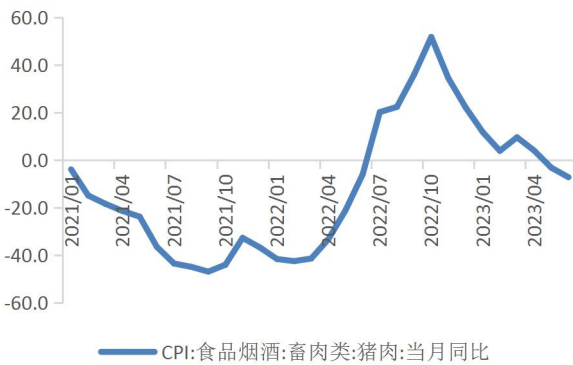
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务同比增速 (%)



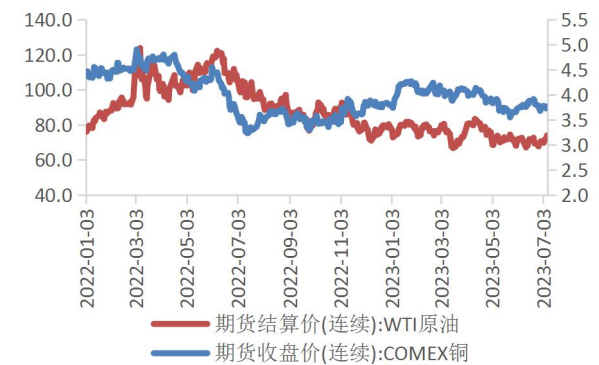
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速 (%)



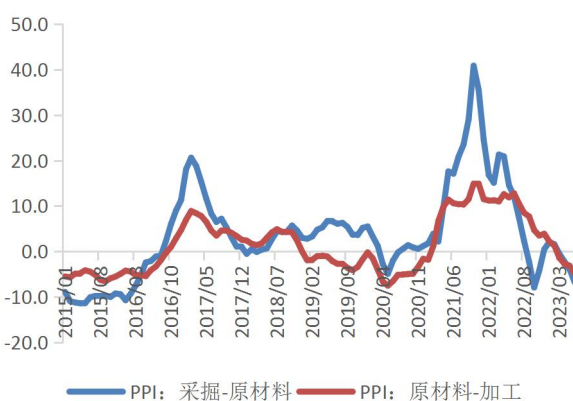
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：国际原油及铜价走势 (美元/磅、美元/桶)



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：煤炭开采和洗选业产成品存货增速 (%)



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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层