

宏观利率

通胀印证经济弱改善

——2023年7月通胀点评兼论利率影响

2023年8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

核心观点:

➤ **CPI 偏弱但高于预期, PPI 降幅收窄但低于预期。**7月CPI同比-0.3%(前值0%),高于万得一致预期值-0.5%。CPI同比转负有上年同期基数较高的影响,此外今年7月的环比也弱于季节性。7月PPI同比-4.4%(前值-5.4%),低于万得一致预期值-4.1%,跌幅收窄主要受益于去年同期的低基数。

➤ **核心CPI回升显示经济弱改善,食品项是主要拖累。**第一,核心CPI、非食品CPI、服务CPI环比分别增长0.5%、0.5%、0.8%,三者均明显强于季节性,同比分别增长0.8%(前值0.4%)、0.0%(前值-0.6%)、1.2%(前值0.7%),和7月PMI数据相印证,显示经济的弱改善。第二,食品项依然对总体消费品价格形成拖累,7月食品项环比-1.0%,同比-1.7%(前值2.3%)。环比看,应季果蔬大量上市,鲜果和鲜菜价格分别下降5.1%和1.9%;市场供应充足,猪肉价格持平,鸡蛋、食用油、牛羊肉和禽肉类价格下降,降幅在0.4%-1.4%之间。同比看,猪肉价格下降26.0%,降幅比上月扩大18.8个百分点。第三,“618”促销活动结束后价格恢复,工业消费品价格降幅收窄。第四,受国际油价上行影响,国内汽油价格上涨1.9%。我们预测,随着高基数影响的消退,猪肉价格拖累降低,8月CPI大概率转正。

➤ **国内生产供应总体充足、部分行业需求改善及国际大宗商品价格传导等因素影响, PPI 环比、同比降幅均收窄。**第一,国际市场原油、有色金属等价格上行,带动国内相关行业价格上涨。需求端看,7月全球制造业PMI持平,中美制造业PMI边际改善。LME铜及NYMEX WTI原油7月分别上涨6.3%、15.7%,带动国内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均由降转涨,分别上涨4.2%、0.4%。第二,国内煤炭、钢材供应充足,同时需求有所增加。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下降2.0%、0.1%,降幅分别收窄4.4、2.1个百分点,同比分别下降19.1%、10.6%,降幅分别收窄0.2、5.4个百分点。预计三季度PPI降幅进一步收窄,但内外需难共振,整体处于“磨底”阶段。

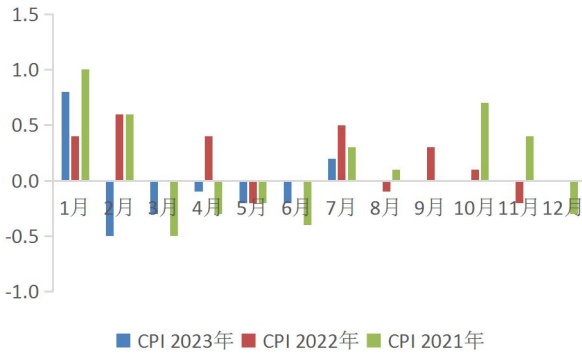
➤ **原材料价格表现略好于采掘工业和加工业。**7月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI分别为-14.7%(前值-16.2%)、-7.6%(前值-9.5%)、-3.8%(前值-4.7%),相对而言,原材料工业价格跌幅收窄更加明显,生产资料价格跌幅也相较于生活资料价格跌幅收窄更加明显。

➤ **市场启示:通胀数据印证经济弱改善,债市多空均衡。**7月政治局会议造成的收益率短期反弹在8月基本结束,市场进入对积极政策的验证阶段,对7月经济延续弱势复苏关注度不高,况且7月以来国股银票转贴现利率仍处下行通道,预示信贷力度不足。我们认为当前收益率并不具备趋势性反转的条件,主因经济内生动能仍在复苏前期,降准概率高,但政策偏积极,政策储备加强并强调适时推出,经济负反馈概率进一步降低,下一阶段十年国债收益率大概率在2.6%-2.7%内震荡。

➤ **风险提示:**稳增长政策超预期;地缘政治风险。

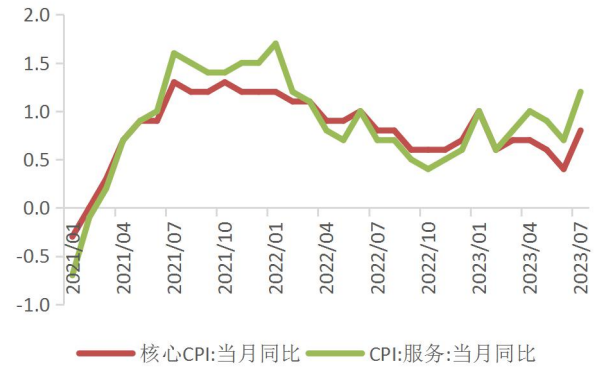


图 1：CPI 环比增速（%）



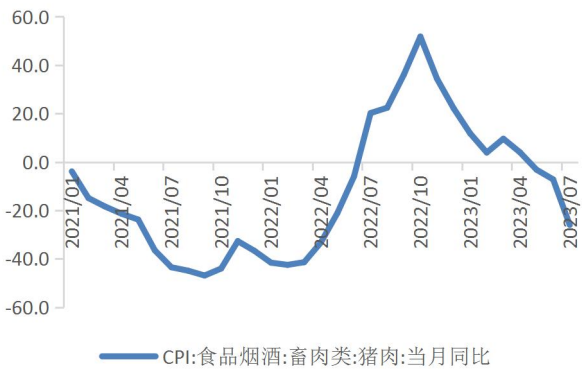
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务同比增速（%）



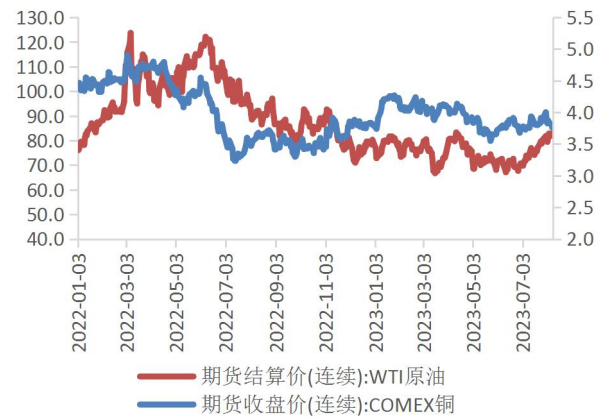
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速（%）



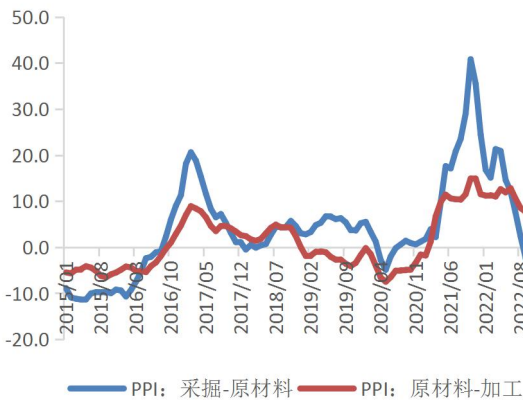
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：国际原油及铜价走势（美元/磅、美元/桶）



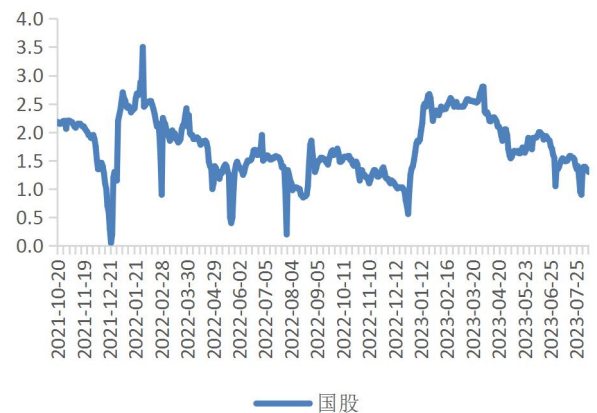
资料来源：Wind，山西证券研究所

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：国股银票转贴现利率（%）



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