

## 宏观利率

## 物价触底回升，收益率或延续反弹

——2023年8月通胀点评兼论利率影响

2023年9月10日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

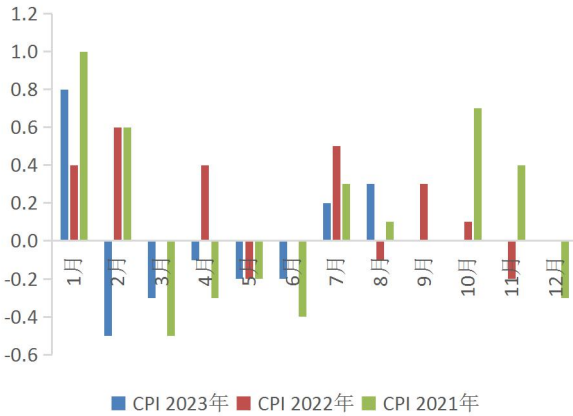
邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

核心观点：

- **市场启示：“政策底”夯实背景下，物价回升助力经济内生动能修复。**8月21日至9月8日，10年国债收益率反弹约10bp，反弹幅度为年内之最。表象看主要是稳地产政策密集出台，“政策底”不断夯实、股市救市政策等带来的扰动，加之资金面有所收敛。8月下旬国股银票转贴现利率上行或预示融资的回暖。事实上，7月以来宏观经济的改善并基本符合预期是收益率上行的底色。我们认为这轮收益率反弹还将延续，一是上述稳经济稳信心政策持续发挥效力，二是近期经济边际改善的同时，内生动能亦不断集聚，如：随着通胀企稳回升，实际利率大概率触顶回落；当前城镇调查失业率基本回到了疫情前的水平；制造业企业信心回升等。
- **CPI转正但低于预期，PPI降幅收窄基本符合预期。**8月CPI同比0.1%（前值-0.3%），低于万得一致预期值0.2%。CPI同比转正一是得益于上年同期基数为负，二是猪肉价格、能源价格环比强于季节性以及经济弱复苏下核心消费品价格的支撑。8月PPI同比-3.0%（前值-4.4%），基本符合万得一致预期值-2.9%。PPI同比跌幅收窄主要受益于去年同期的低基数。
- **核心CPI平稳，印证经济弱复苏，猪肉和能源价格边际改善明显。**第一，核心CPI、服务CPI环比分别增长0%、0.1%，基本符合季节性，同比分别增长0.8%（前值0.8%）、1.3%（前值1.2%），显示经济弱复苏。第二，食品项对CPI拖累降低。8月食品项环比转正至0.5%（前值-1.0%），同比持平于上月。环比看，猪肉价格由上月的持平转为上涨11.4%，主要受部分地区极端天气影响调运、养殖户压栏惜售及中央储备猪肉收储支撑。鸡蛋价格由上月下降0.9%转为上涨8.3%。同比看，猪肉价格下降17.9%（前值-26.0%）。第三，7月及8月非食品项价格表现均较好，主因是7月受服务业涨价的支撑，8月则是能源涨价的支撑，国内汽油价格上涨4.9%。预计CPI后续将持续回升态势。
- **受部分工业品需求改善、国际原油价格上涨等因素影响，PPI环比由降转涨，同比降幅收窄。**第一，国际市场原油、有色金属等价格上涨，带动国内相关行业价格上涨。8月中美制造业PMI均延续改善，全球能源及大宗商品价格环比走势由7月的统一上涨走向涨跌分化，但受全球能源及原材料涨价的滞后影响，国内能源和原材料价格8月依然上涨。8月国内石油和天然气开采业价格上涨5.6%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨5.4%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.4%。第二，内需稳定，主要行业价格表现平稳。其中黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.1%（前值-0.1%）。煤炭需求季节性减弱，煤炭开采和洗选业价格环比下降0.8%（前值-2.0%）。9月上旬CRB现货指数同比再度回升，内需复苏，同时PPI失去低基数支撑，预计9月将平稳运行。
- **风险提示：**国内稳增长政策超预期；外需大幅回落；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 (%)



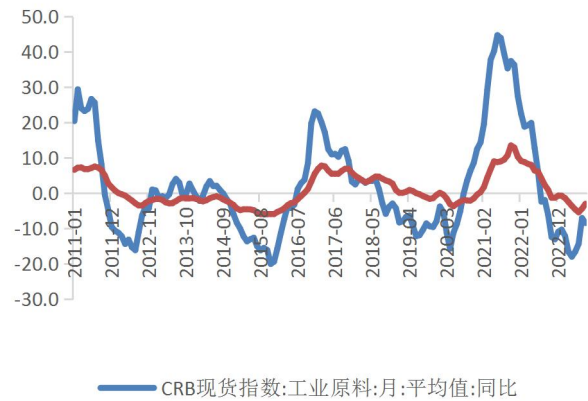
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速 (%)



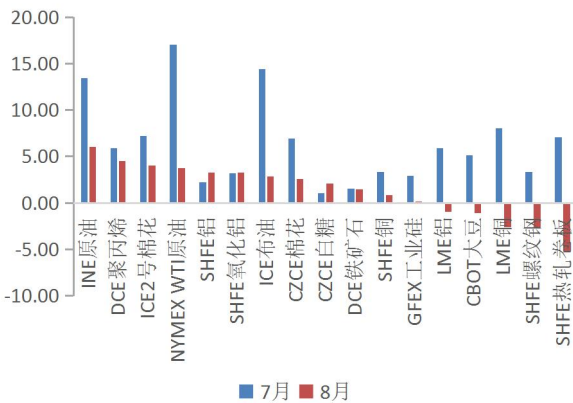
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：CRB 现货指数领先国内 PPI (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：8 月全球主要商品价格走势分化 (%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：国股银票转贴现利率走势 (%)



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