

## 宏观利率

## 通胀低于预期但维持弱回升

——2023年9月通胀点评兼论利率影响

2023年10月14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: 收益率或再度步入震荡。**9月PMI及通胀均显示经济边际未走差, 预计四季度通胀底部回升趋势不变。我们判断四季度债市整体震荡。第一, 库存周期依然向上, 终端需求政策的累计效应将持续释放; 第二, 今年财政发力后置, 四季度基建加快形成实物工作量, 同时地方再融资债加快发行, 均会对债市形成扰动。第三, 今年前三季度货币政策持续宽松, 广谱利率不断降低, 使得商业银行净息差持续收窄, 进一步收缩空间有限, 有必要通过资产负债以及管理水平等的优化维持净息差。在这一过程中若持续通过降低政策利率推动LPR下调, 不利于银行经营的稳定性。10月央行货币政策委员会例会提到“加大已出台货币政策实施力度”, 金融统计数据新闻发布会提到“密切观察前期政策效果, 加快推动政策生效”。综上, 虽然货币政策逆周期调节趋势不变, 四季度仍可博弈降息, 但收益率走势可能波动加大而非趋势下行。

➤ **CPI及PPI均低于预期, 但筑底回升态势未改。**9月CPI同比持平(前值0.1%), 低于万得一致预期值0.2%, PPI同比-2.5%(前值-3.0%), 略低于万得一致预期值-2.4%。从基本面和基数看, 今年四季度CPI中枢较低。PPI方面, 9月CRB综合指数同比跌幅明显收窄, 预示PPI回升趋势不变, 但10月基数走高, 预计10月PPI将平稳运行, 四季度中枢微幅抬升。

➤ **核心CPI平稳, 食品项仍是拖累。**第一, 核心CPI、服务CPI环比分别为0.1%、-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1.3%)。因此, 经济并没有明显走弱的迹象。第二, 食品项仍拖累CPI。9月食品项环比0.3%(前值0.5%), 同比-3.2%(前值-1.7%)。其中猪肉价格环比微幅上涨0.2%, 同比-22.0%(前值-17.9%), 是CPI走弱的主要因素; 鲜菜和鸡蛋价格环比上涨, 水产品价格下降。食品项价格同比回落亦和上年同期基数较高有关, 尤其是猪肉价格10月仍受到基数的扰动。第三, 受国际油价上行影响, 国内汽油价格上涨2.4%。

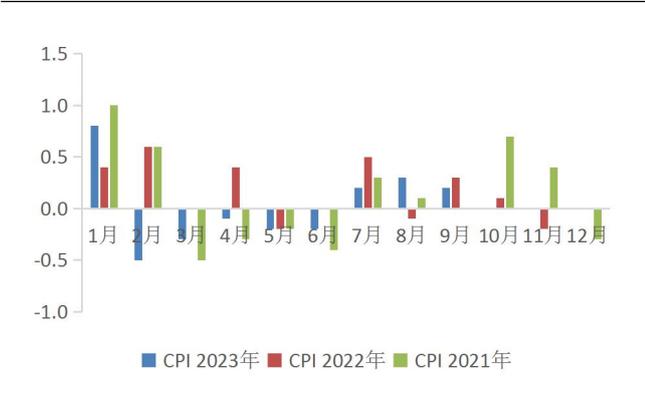
➤ **受工业品需求逐步恢复、国际原油价格继续上涨等因素影响, PPI环比涨幅扩大, 同比降幅收窄。**9月PPI环比回升0.4%(前值0.2%)。第一, 国际原油价格继续上行, 带动国内石油和天然气开采业价格上涨4.1%, 石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨3.1%。第二, 需求改善、供给偏紧, 推动有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.2%, 煤炭开采和洗选业价格上涨1.1%。黑色金属冶炼和压延加工业价格持平。

➤ **风险提示:** 国内稳增长力度低于预期; 存款利率下调节奏加快。



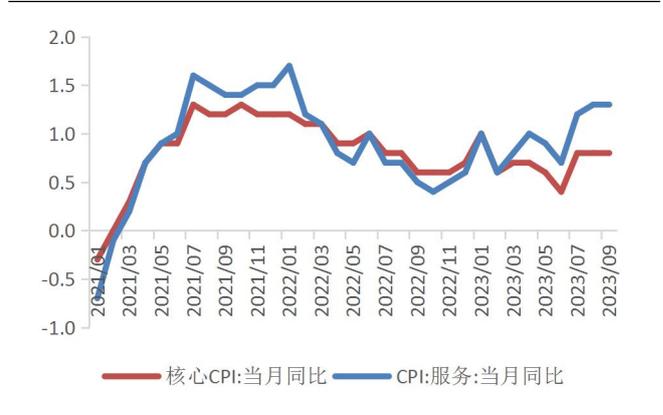


图 1：CPI 环比增速（%）



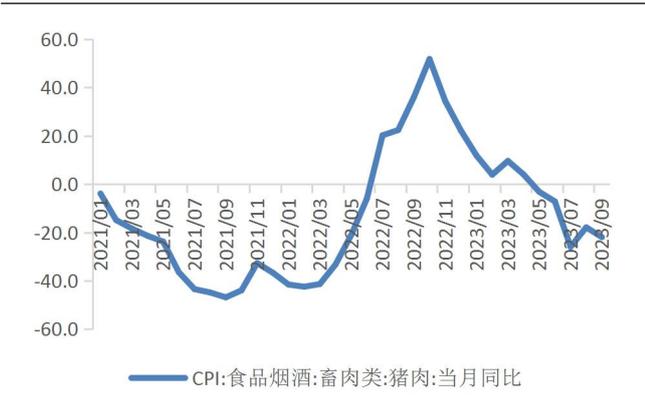
资料来源：Wind，山西证券研究所

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

### 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