

## 宏观利率

## 需求偏弱，通胀回落

——2023年10月通胀点评兼论利率影响

2023年11月9日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

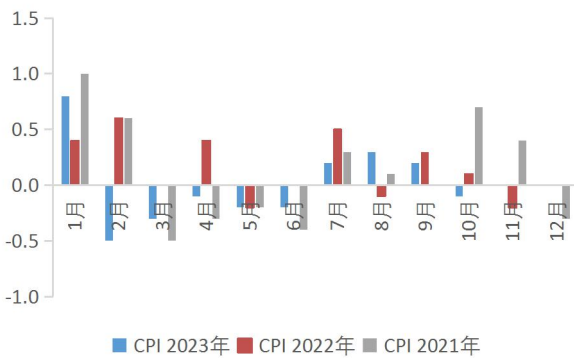
邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

## 核心观点：

- **市场启示：通胀回落显示需求偏弱，债市交易性机会延续。**第一，10月PMI和通胀均显示国内经济基本面边际下行，地产政策调控缓和以及财政政策发力的效应尚需时间传导；另一方面，全球经济也边际回落。第二，继积极财政对债市的影响趋缓后，货币及信用预期再度边际改善。中央金融工作会议对当前金融工作进行安排，强调加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降等；央行近期也强调“货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系”。第三，11月美联储继续停止加息。综合看，上述信息有利于债券交易机会的延续。中期看，国内库存周期向上的大方向没有改变，积极财政发力，社会预期有所改善，但从实际的库存水平和产能过剩情况看，在需求端不强刺激的情况下，本轮库存周期弹性比较有限。维持中期内收益率震荡的判断。
- **CPI 低于预期，PPI 符合预期。**10月CPI同比-0.2%（前值持平），低于万得一致预期值-0.1%，PPI同比-2.6%（前值-2.5%），持平于万得一致预期。
- **食品项环比转负是CPI的主要拖累，核心CPI环比也弱于季节性。**第一，核心CPI、服务CPI环比分别为持平和下降0.1%，均弱于季节性，同比分别微幅下降至0.6%和1.2%。结合10月PMI数据，显示内需恢复仍不稳定。第二，食品项回落是带动CPI环比由涨转降的主要原因。猪肉及农产品供给充足，猪肉、蛋类、鲜菜价格环比由涨转降，水产品环比降幅扩大，其中猪肉价格10月仍受到高基数的扰动。第三，受国际油价波动的滞后影响，国内汽油价格环比上涨1.8%，高于季节性，CPI燃料分项同比由降转涨至1.8%。
- **10月PPI环比持平且弱于季节性，同比降幅有所扩大，行业结构分化。**主要影响因素包括：第一，上年同期对比基数走高。第二，受10月全球经济环比回落影响，国际原油和有色金属价格波动，导致国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨2.8%、2.5%，涨幅分别回落1.3、0.6个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格由上月上涨1.2%转为下降0.2%。第三，煤炭需求增加、供给偏紧，煤炭开采和洗选业价格上涨3.4%，涨幅扩大2.3个百分点。第四，钢材、水泥供应相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.6%，水泥制造价格下降0.1%。第五，装备制造业中，新能源乘用车价格上涨0.1%。
- **风险提示：**国内稳增长力度低于预期；存款利率下调节奏较慢。

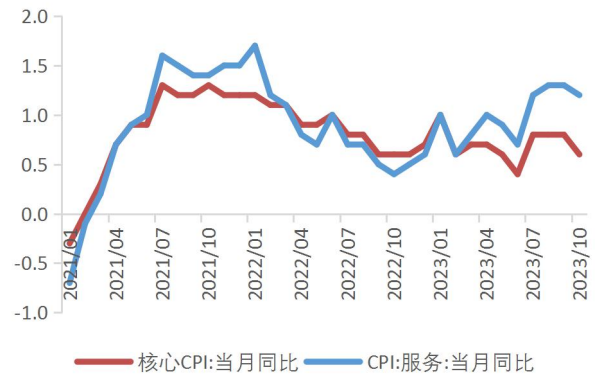


图 1：CPI 环比增速（%）



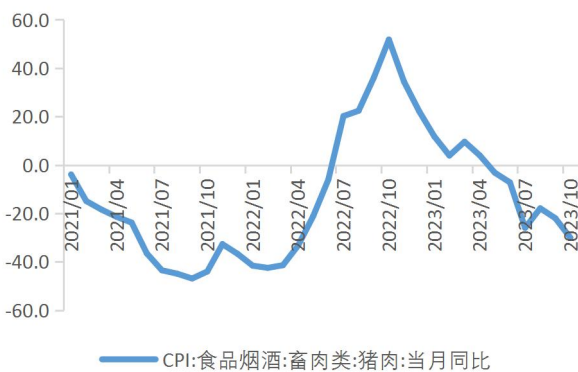
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务同比增速（%）



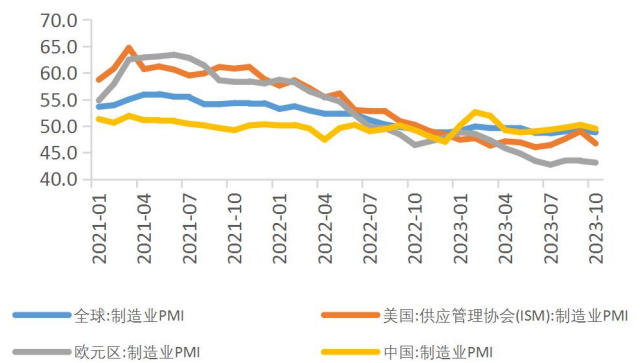
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速（%）



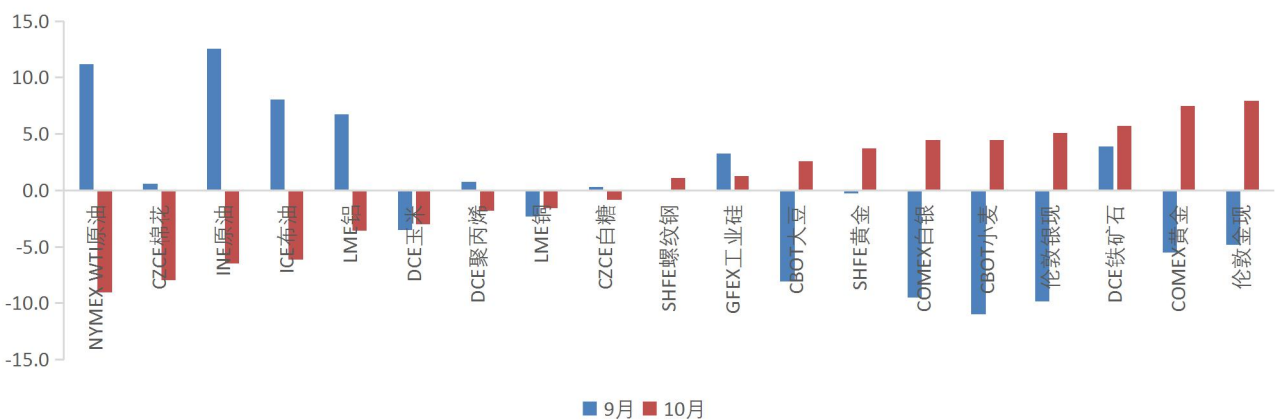
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：全球制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023 年 9 月、10 月全球重要商品价格涨跌幅（%）



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。本报告清晰准确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

#### 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

电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

泽平安金融中心 A 座 25 层