

政策利率上行压力仍不强

6月通胀数据点评

相关研究报告

《美债与美国自然利率》20230402
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411
 《加息尾声的美元反弹》20230521
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729
 《关注货币活性下降》20230813
 《再看M1与利率拐点的关系》20230818
 《货币活性与债券市场》20230908
 《总量相对强劲、财政仍有空间——9月金融数据点评》20231015
 《美债利率上行遇阻》20231029
 《如何看待美债利率回落》20231105
 《中债收益率曲线已较为平坦》20231112
 《如何看待美债长期利率触顶》20231122
 《联储表态温和、降息预期高涨》20231214
 《“平坦化”存款降息》20231217
 《长期利率或将度过快速下行阶段》20231231
 《降息的“自我实现”？》20240107
 《降息预期“逆通胀走强”》20240114
 《宽松预期螺旋增强》20240204
 《房贷利率仍是长期利率焦点》20240225
 《名义增长放缓是美国降通胀的关键》20240303
 《利率债与房地产的均衡分析》20240331
 《新旧动能与利率定价》20240407
 《利率定价重寻均衡》20240428
 《美联储否定加息情景》20240505
 《楼市政策推进、债市利率震荡》20240519
 《商品市场或已纳入经济回升预期》20240526
 《美联储能否实现“软着陆”？》20240602
 《当前影响利率的财政因素》20240630

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

通胀调整后的DR007水平不低。CPI明显上行前，政策利率上行压力不强，叠加“利率走廊”收窄，更利于长期利率稳定。

- 受油价等上游生产资料价格上涨影响，6月PPI同比降幅收窄较为明显，但考虑到去年7月PPI基数下行的效应减弱，PPI收敛速度可能趋缓。在PPI降幅收敛的条件下，非食品CPI及核心CPI同比涨幅均与前月持平。核心CPI月率继续处于企稳态势，向上弹性尚不明显。上游价格的回升压力向终端需求的传导仍然偏慢。
- 房租类CPI虽然环比上涨0.1%，但同比降幅扩大至0.2%，相对季节性而言不强，这可能反映城镇住房供求处在较为均衡状态。目前楼市仍处于前期政策效果的观察期，楼市景气的未来走势对居民预期非常敏感。
- 食品类CPI降幅稳定。6月猪肉批发价格反弹明显，但食用农产品价格指数整体基本平稳，处于同比明显下降状态，反映食用农产品供给相对充足。
- 6月下旬至7月初，国际油价震荡反弹，预计将带动7月国内汽油价格上行，对CPI产生一定上行压力。但从美国商业原油库存数据判断，美欧市场的需求压力有限，随着7、8月在欧洲举行的欧洲杯、奥运会等重大体育赛事结束、当地消费需求可能进一步转弱，国际油价上行的延续性预计不强。
- 使用CPI和核心CPI对货币政策目标利率DR007进行调整，得到实际货币政策利率，两个实际利率指标均处于近年来略微偏高的水平。由于CPI及核心CPI尚未形成反弹趋势，名义货币政策利率的上行压力不强。
- 近日，人民银行宣布将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，此举将使“利率走廊”明显收窄。通胀环境稳定，加上人行对于市场利率的调控能力增强，更利于长期利率稳定。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

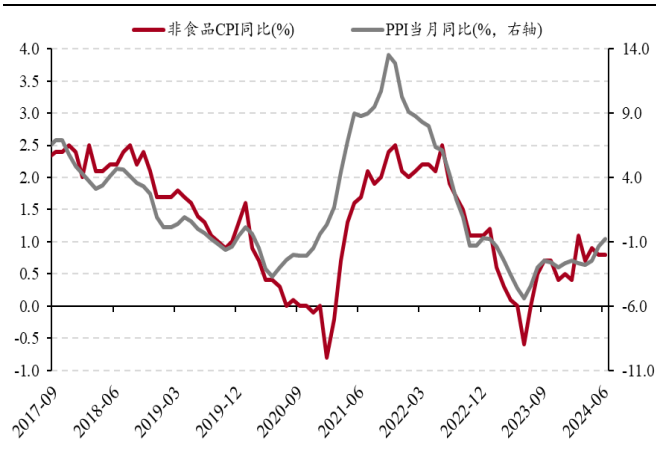
事件:

国家统计局2024年7月10日发布2024年6月通胀数据。**6月份,全国居民消费价格指数CPI同比上涨0.2%**,其中,食品价格下降2.1%,非食品价格上涨0.8%;消费品价格下降0.1%,服务价格上涨0.7%。**CPI环比下降0.2%**,其中,食品价格下降0.6%,非食品价格下降0.2%;消费品价格下降0.4%,服务价格持平。**6月份,全国工业生产者出厂价格指数PPI同比下降0.8%**,环比下降0.2%;工业生产者购进价格同比下降0.5%,环比上涨0.1%。

点评:

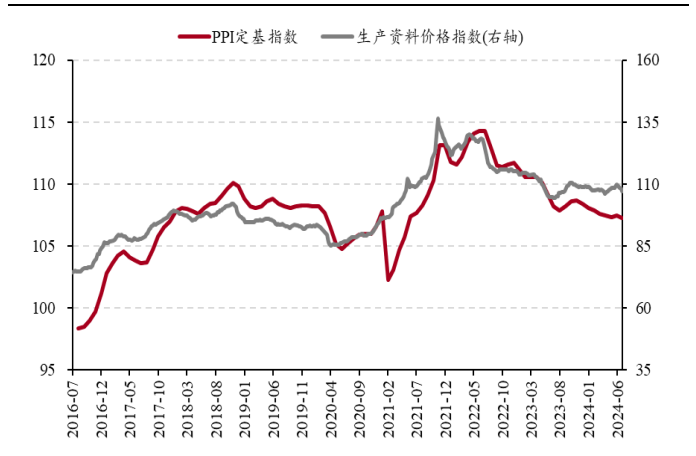
受柴油价格等上游生产资料价格上涨影响,6月PPI同比降幅收窄较为明显,但考虑到去年7月PPI基数下行的效应减弱,PPI收敛速度可能趋缓。在PPI降幅收敛的条件下,非食品CPI及核心CPI同比涨幅均与前月持平。上游价格的回升压力向终端需求的传导仍然偏慢。

图表 1. PPI 和非食品 CPI 同比



资料来源: iFinD, 中银证券

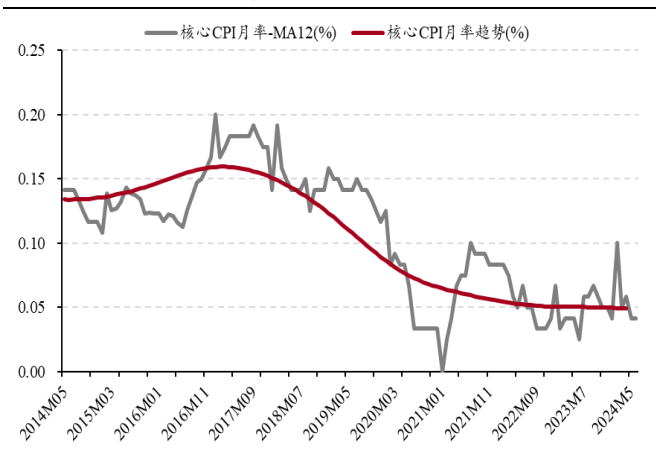
图表 2. 生产资料价格指数与定基 PPI 指数



资料来源: 万得, 中银证券

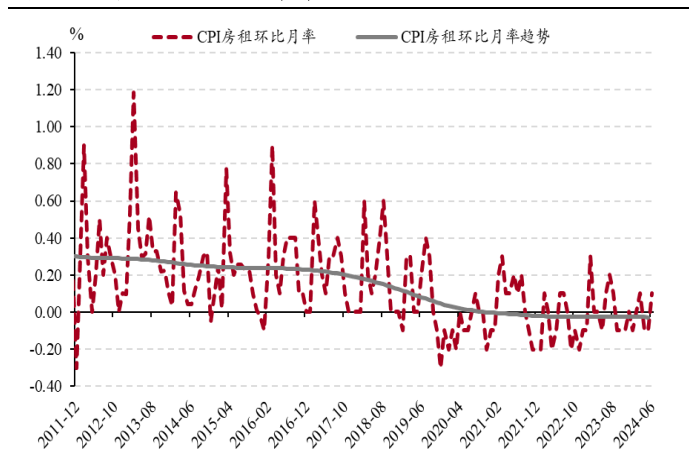
核心CPI环比降0.1%,月率继续处于企稳态势,向上弹性尚不明显。房租类CPI虽然环比上涨0.1%,但同比降幅扩大至0.2%,相对季节性而言不强,这可能反映城镇住房供求处在较为均衡状态。目前楼市仍处于前期政策效果的观察期,楼市景气的未来走势对居民预期非常敏感。

图表 3. 核心 CPI 反弹趋势不明显



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 趋势项使用HP滤波方法得到。

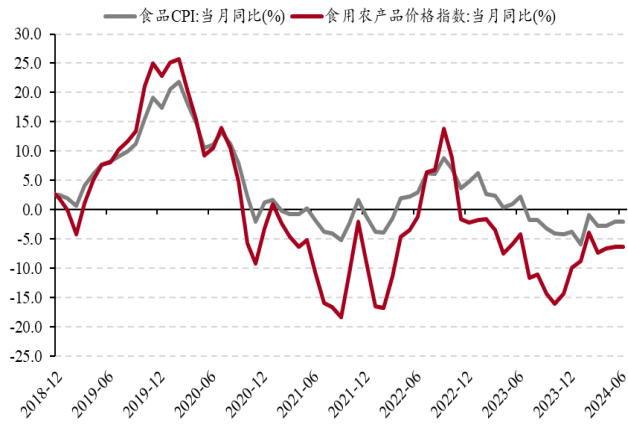
图表 4. 房租类 CPI 月率平稳



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 趋势项使用HP滤波方法得到。

食品类CPI降幅稳定。6月食品类CPI同比降2.1%,降幅较5月略有扩大。当月猪肉批发价格反弹明显,但食用农产品价格指数整体基本平稳,仍处于同比明显下降状态,反映食用农产品供给相对充足。

图表 5. 食品类 CPI 降幅基本稳定



资料来源: iFinD, 中银证券

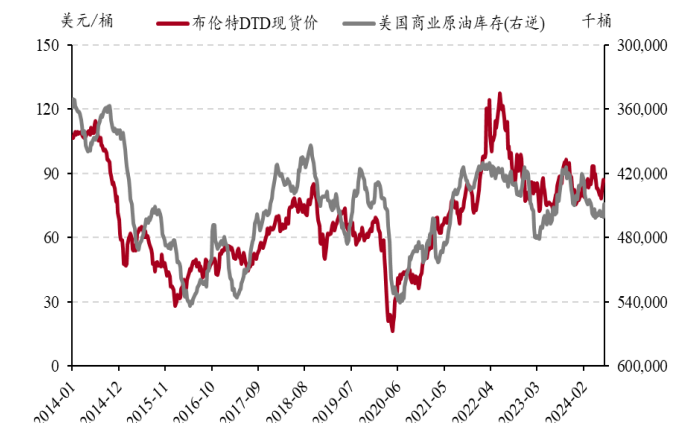
6月下旬至7月初,国际油价震荡反弹,预计将带动7月国内汽油价格上行,对CPI产生一定上行压力。但从美国商业原油库存数据判断,美欧市场的需求压力有限。截至6月28日当周,美国商业原油库存同比仅下降约0.8%,但同期的国际油价已同比上涨超过10%。随着7、8月在欧洲举行的欧洲杯、奥运会等重大体育赛事结束,当地消费需求可能进一步转弱,国际油价上行的延续性预计不强。

图表 6. 国内外油价



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 7. 国际油价与美油库存



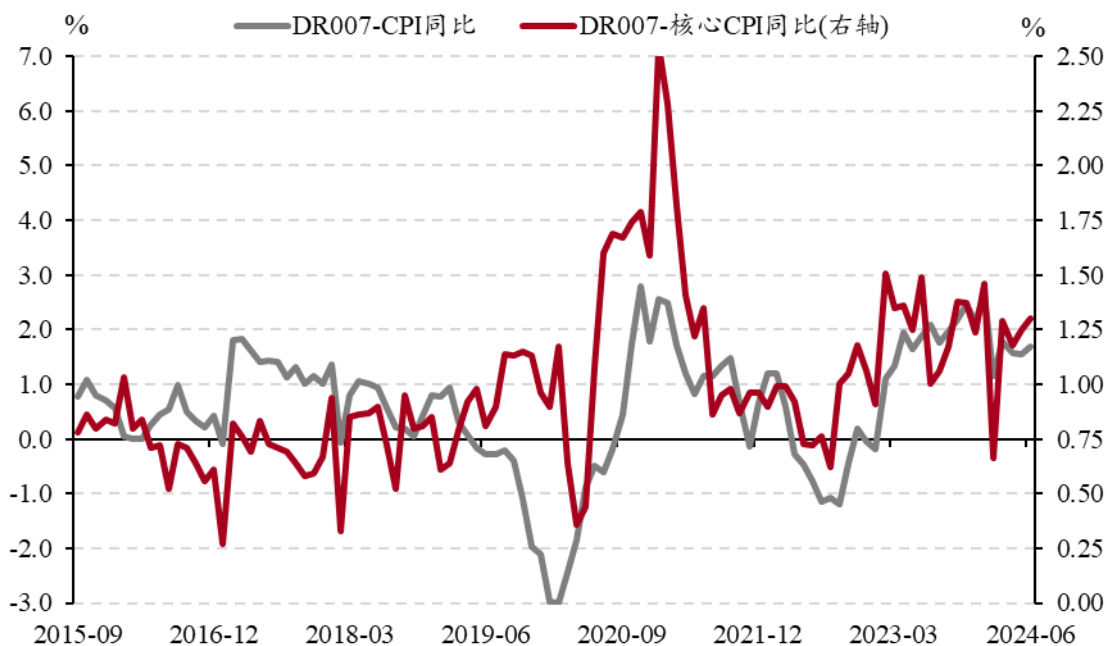
资料来源: iFinD, 中银证券

使用CPI和核心CPI对货币政策目标利率DR007进行调整,得到实际货币政策利率,如下图所示,两个实际利率指标均处于近年来略微偏高的水平。由于CPI以及核心CPI尚未形成反弹趋势,名义货币政策利率的上行压力不强。

近日,人民银行宣布将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作,时间为工作日16:00-16:20,期限为隔夜,采用固定利率、数量招标,临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20BP和加点50BP。

此举将使货币政策利率的“利率走廊”明显收窄,使人行对市场利率的调控能力增强。日前,人行行长潘功胜在陆家嘴论坛上表示,我国“利率走廊”上限为7天常备借贷便利(SLF)操作利率,下限为超额存款准备金利率,利率走廊宽度约为245BP,总体上宽度较大。临时正回购以及临时逆回购操作推出后,利率走廊的宽度一般将为70BP,可以更有效平滑货币市场利率的波动。通胀环境稳定,加上人行对市场利率的调控能力增强,更利于长期利率稳定。

图表 8. 通胀调整后的货币政策利率



资料来源: iFinD, 中银证券

风险提示: 国内外实体经济出现超预期变化; 国内政策超预期收紧; 国际地缘政治紧张局势升级等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报内容含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371