

宏观利率

通胀低于预期，关注资金面和估值

——2022年9月通胀点评兼论利率影响

2022年10月14日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

主要观点

➤ **9月通胀仍低于预期。**9月CPI同比2.8%，PPI同比0.9%，均低于wind一致预期的3.0%和1.1%。进一步看，CPI上涨主要因素在食品项，非食品项环比增速仍明显偏弱，服务项环比下降0.1%。核心通胀环比连续两个月维持在0%，低于2019年以来同期，同比0.6%（前值0.8%）。经济恢复动力仍不足。

➤ **CPI食品项环比全线回升，鲜菜、猪肉是涨价主力。**9月CPI食品项环比1.9%。其中，鲜菜价格上涨6.8%，涨幅比上月扩大4.8个百分点；猪肉价格受消费需求季节性回升，部分养殖户压栏惜售的影响，环比上涨5.4%，再加上去年同期基数为-5.1%，因此猪肉价格同比大幅上涨36.0%；除此之外，蛋类、鲜果涨价也较明显，粮食、食用油价格小幅上涨。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降1.2%和1.3%，带动燃料分项环比下降1.2%，大幅低于2019年以来同期。

➤ **工业品价格下行趋缓，原材料价格边际表现最好。**9月采掘工业、原材料工业、加工业价格环比分别为-0.8%（前值-4.5%）、0.1%（前值-2.4%）、-0.3%（前值-0.9%）。一是上游采掘业价格多止跌或回升。二是9月工业下游需求处于弱恢复阶段。基建投资项目逐步实施，金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有收窄。三是9月生产表现好于需求，采购也有一定回升，叠加上游采掘业价格跌幅趋缓，带动原材料价格环比转正。

➤ **价格沿产业链继续传导，有利于中下游工业价差修复。**工业品价格向消费品价格传导加速，PPI和CPI之差收窄至-1.9%（前值-0.2%），连续11个月收窄，目前已收窄至2019年3月的水平；PPI中生产资料和生活资料之差收窄至-1.2%（前值0.8%），连续10个月收窄；采矿业、原材料业、加工业价格传导也在继续。

➤ **市场启示：通胀低于预期，经济“筑底”特征有所消化，2.76%或是10Y国债收益率的阶段性顶部。**9月通胀低于预期值，CPI年内破“3”概率较低。数据公布后国债期货表现较强，一方面通胀对货币政策压制进一步降低，另一方面，债市可能提前演绎政策面的“利空出尽的利好”。从8月及9月经济及社融数据看，经济呈现出“筑底”特征，叠加增量政策的期待，长期看基本面并不利多债市。但边际看，经济恢复势头不强，尤其是住户端的需求仍较弱，经济内生动力还有待集聚，因此短期看基本面对债市还未“利空”。不考虑国庆前后资金面的季节性波动，资金利率向政策利率靠拢的节奏仍较缓慢，叠加债券收益率已回调到8月初的水平，两者共同助推市场情绪和杠杆水平。若增量政策未超预期，2.76%大概率是10Y国债收益率的阶段性顶部。

➤ **风险提示：**二十大政策布局超预期；人民币贬值压力继续加大。

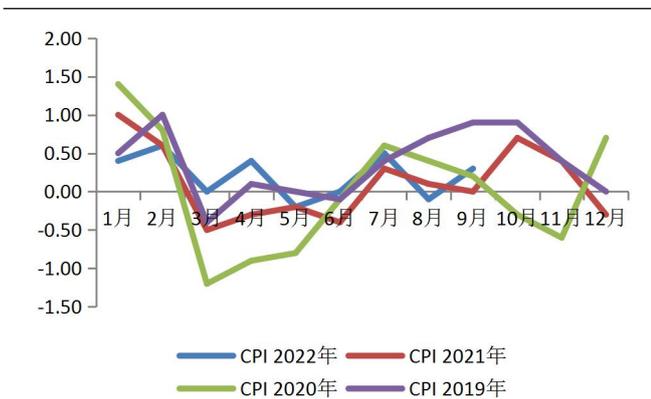




图表目录

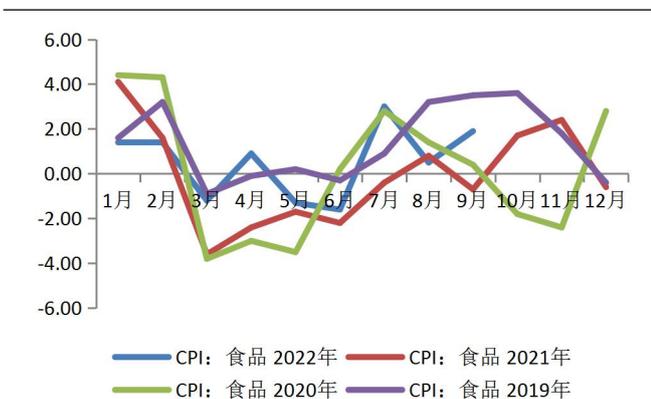
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	3
图 2: CPI 前 9 个月及后 3 个月影响 (%)	3
图 3: CPI 食品环比 (%)	3
图 4: 采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比 (%)	3
图 5: PPI-CPI (%)	3
图 6: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	3
图 7: PPIRM 分项剪刀差 (%)	3

图 1：CPI 环比涨幅（%）



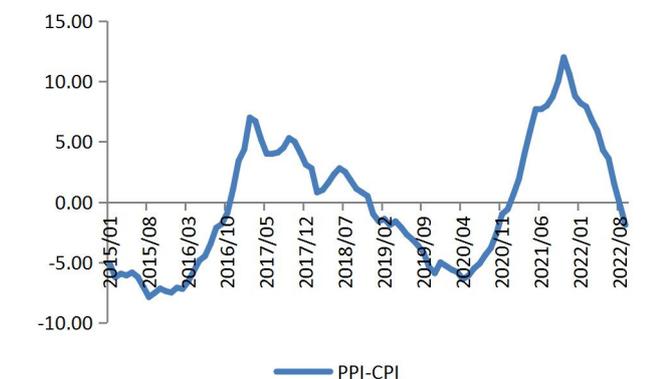
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：CPI 食品环比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

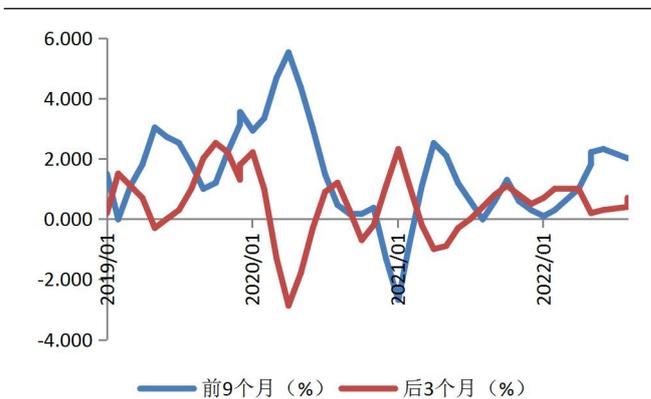
图 5：PPI-CPI（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

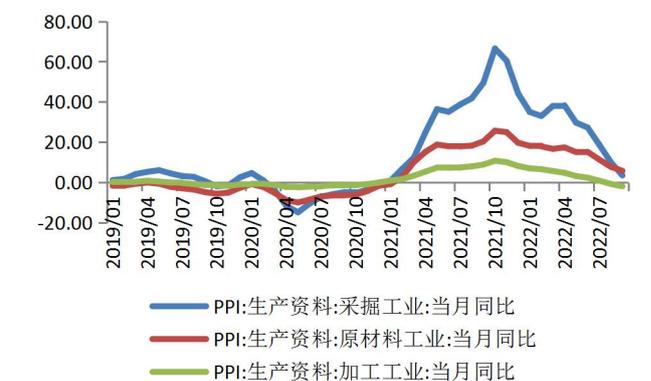
图 7：PIRM 分项剪刀差（%）

图 2：CPI 前 9 个月及后 3 个月影响（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比（%）

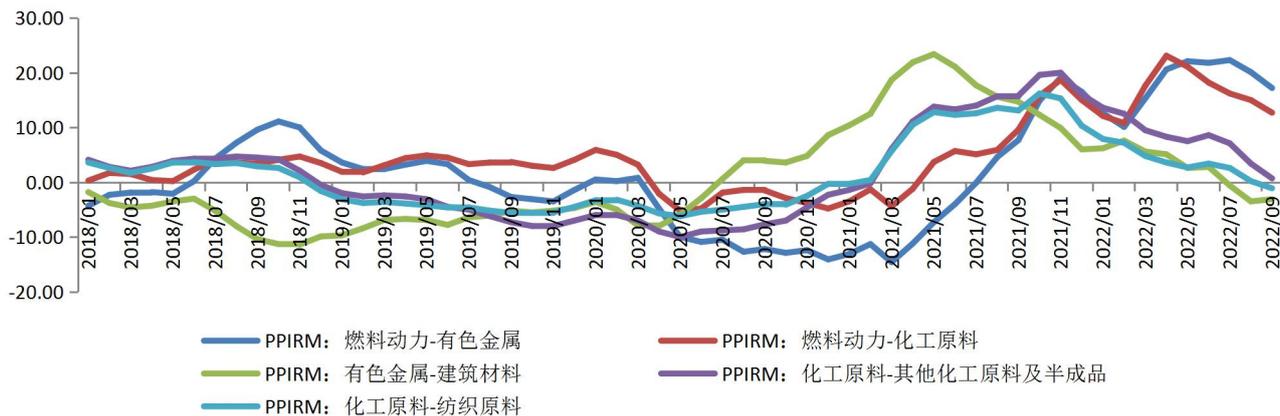


资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI：生产资料-生活资料（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47316

