

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

通胀低于预期，但长端利率或难下行

——2023年2月通胀点评兼论利率影响

2023年3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

核心观点：

➤ **2月国内通胀受多重因素影响有所回落。**2月CPI同比1.0%（前值2.1%），PPI同比-1.4%（前值-0.8%），wind一致预期的CPI、PPI分别为1.8%、-1.3%。CPI低于预期，PPI基本符合预期。CPI同比下降主要受节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。核心CPI同比由1月的1.0%下降至0.6%。

➤ **结构上，12月及1月涨价较多的项目在2月环比降价。**2月主要项目价格增长排序为能源>服务>核心消费品>鲜菜鲜果>猪肉。2月CPI食品项环比下降2.0%，同比增长2.6%（前值6.2%）。节后消费需求回落，加之天气转暖供给充足，大部分鲜活食品价格均有所下降，其中猪肉和鲜菜价格分别下降11.4%和4.4%。2月非食品项环比下降0.2%（前值0.3%），同比上涨0.6%（前值1.2%）。大部分服务价格节后出现季节性回落，比如飞机票、教工工具租赁费、旅游等。能源价格虽然环比由负转正，但仍低于季节性水平。唯独核心商品同比增速延续回升，受低基数和需求继续修复的支撑，上半年大概率延续回升。

➤ **高基数、供需短期失衡、主要经济体景气度放缓是PPI同比回落的主要原因。**第一，2月PPI回落受上年同期对比基数较高的影响，这种影响在3-4月大概率还将延续。第二，从国内因素看，开年以来国内工业企业生产恢复逐渐快于需求，但需求回升不及库存的边际回补力度，造成部分制造业价格回升乏力。如制造业中的计算机通信和其他电子设备制造业价格下降1.1%，农副食品加工业价格下降0.3%，纺织业价格下降0.3%，降幅均收窄但弱于季节性。煤炭生产稳定，加之气温回升采暖用煤需求减少，煤炭开采和洗选业价格下降2.2%，降幅比上月扩大1.7个百分点。第三，2月主要经济体景气度仍在韧性中放缓，OECD（G7）综合领先指标有所回落，能源大宗价格表现一般，石油价格虽环比回升但弱于季节性。

➤ **工业品价格边际均继续回落，原材料工业品价格受挤压。**生产资料价格在连续两个月环比回落后止跌，2月回升0.1%，主要得益于工业企业生产的加速，但环比回升幅度并未强于季节性。生活资料价格连续3个月环比下滑且弱于季节性，显示终端需求依然低迷。三大生产资料分项中，原材料价格环比转正。采掘和原材料、原材料和加工业的PPI同比之差均边际回落，显示下游行业价差改善。

➤ **市场启示：长端收益率有韧性但不能忽视上行风险。**国内经济在修复中存在波动，叠加外需压力，经济自身循环的建立和持续加速仍依赖于政策端支持。2月以来，长端收益率在经济复苏的分歧中表现出较强的韧性，两会定调国内经济与政策“稳字当头”后，收益率长端向上动力暂时减弱，后续不排除政策预期进一步带来扰动。国内经济二季度大概率延续疫后修复进程，不能忽视收益率上行的风险，10年国债收益率或难低于2.85%。

➤ **风险提示：**疫后经济复苏超预期；美联储加息幅度超预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

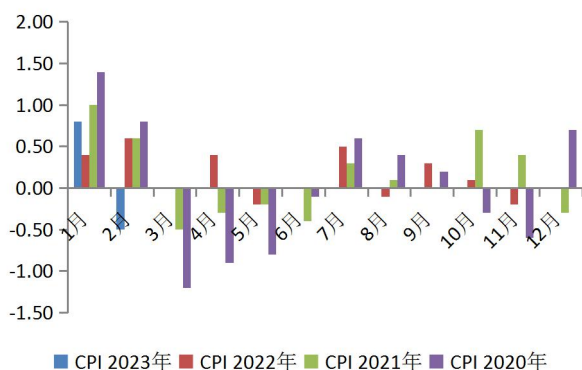
1



图表目录

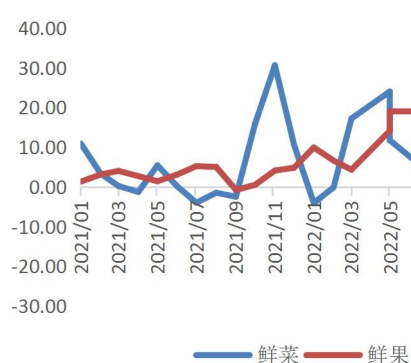
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	3
图 2: 鲜菜及鲜果价格同比涨幅 (%)	3
图 3: 猪肉价格同比涨幅 (%)	3
图 4: 核心商品及服务价格同比涨幅 (%)	3
图 5: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	3
图 6: PPI: 采掘-原材料、原材料-加工 (%)	3

图 1: CPI 环比涨幅 (%)



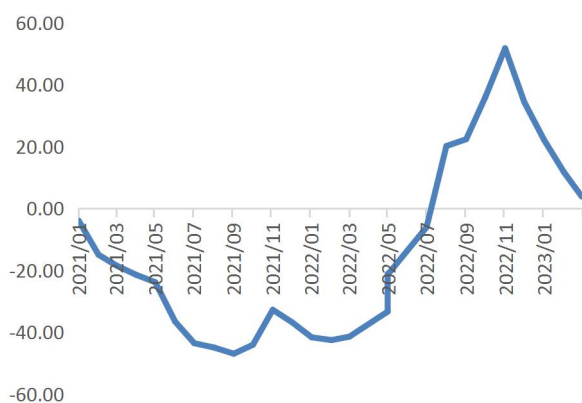
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 2: 鲜菜及鲜果价格同比涨幅 (%)



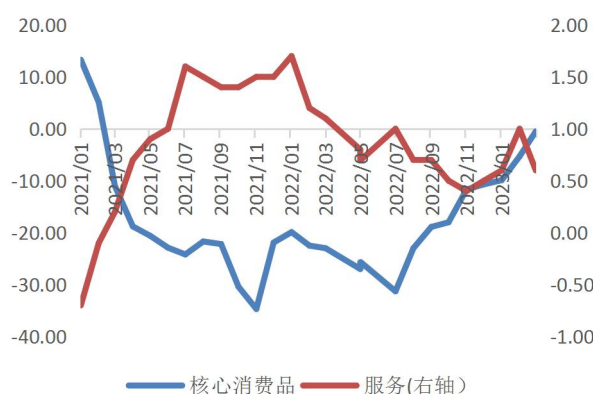
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 3: 猪肉价格同比涨幅 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 4: 核心商品及服务价格同比涨幅 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 5: PPI: 生产资料-生活资料 (%)



图 6: PPI: 采掘-原材料、原材料-加工 (%)



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_53026

