

核心通胀或推动货币市场利率收敛

1 月通胀数据点评

1 月通胀数据印证居民消费修复较为理想，能源价格是主要拖累项。核心 CPI 重回 1% 可能推动 DR007 均衡水平向 2% 收敛。

- 在 1 月通胀数据中核心 CPI 上涨较为引人关注，尽管环比涨幅在历史上的春节前后月份并不鲜见，但印证居民日常消费的修复较为理想。货币市场利率模型显示，核心 CPI 上涨或推动 DR007 的均衡水平向 2% 收敛。食品类 CPI 变动也反映消费端需求的恢复情况较好。能源价格近期发挥着对冲通胀压力的作用。
- 按照我们在前期报告中构建的计量模型，核心 CPI 同比涨幅恢复至 1% 水平、失业率缺口趋近于 0，可能推动货币市场代表性利率 DR007 均衡水平向 2% 收敛。
- 在食品价格涨幅中，猪肉和蔬菜价格分化较为明显，菜价上涨反映居民消费需求恢复增长，而肉价涨幅回落则主要受供给端影响。
- 能源价格继续发挥着对冲通胀压力的作用，从国际油价走势来看，发达经济体对油价上涨的承受力比较一般。欧元区公债收益率曲线已经非常平坦，显示市场对未来欧元区强硬加息的可持续性，甚至经济增长的可持续性都存在一定疑虑。后续油价涨幅可能在基数效应影响下保持低位，对通胀起到稳定作用。
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

相关研究报告

《前期政策见效，后续尚有空间——9 月金融数据点评》20221012
 《如何看待额外加息空间》20221023
 《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《前期政策见效，后续尚有空间——9 月金融数据点评》20221012
 《如何看待额外加息空间》20221023
 《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《如何理解“限制性”政策》20221106
 《美债“抢跑”》20221113
 《利率出现“重置式”调整》20221120
 《实体经济需求限制利率高度》20221127
 《利率上行趋势放缓》20221204
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
 《“威慑式”点阵图》20221218
 《外部增长放缓态势难改》20221225
 《消费修复或有反复》20230102
 《房贷利率弹性增加》20230108
 《社融增速延续分化——12 月金融数据点评》20230112
 《中美通胀“镜像运行”》20230115
 《2023 年债市流动性展望》20230119
 《承认“去通胀”进程开启》20230202

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

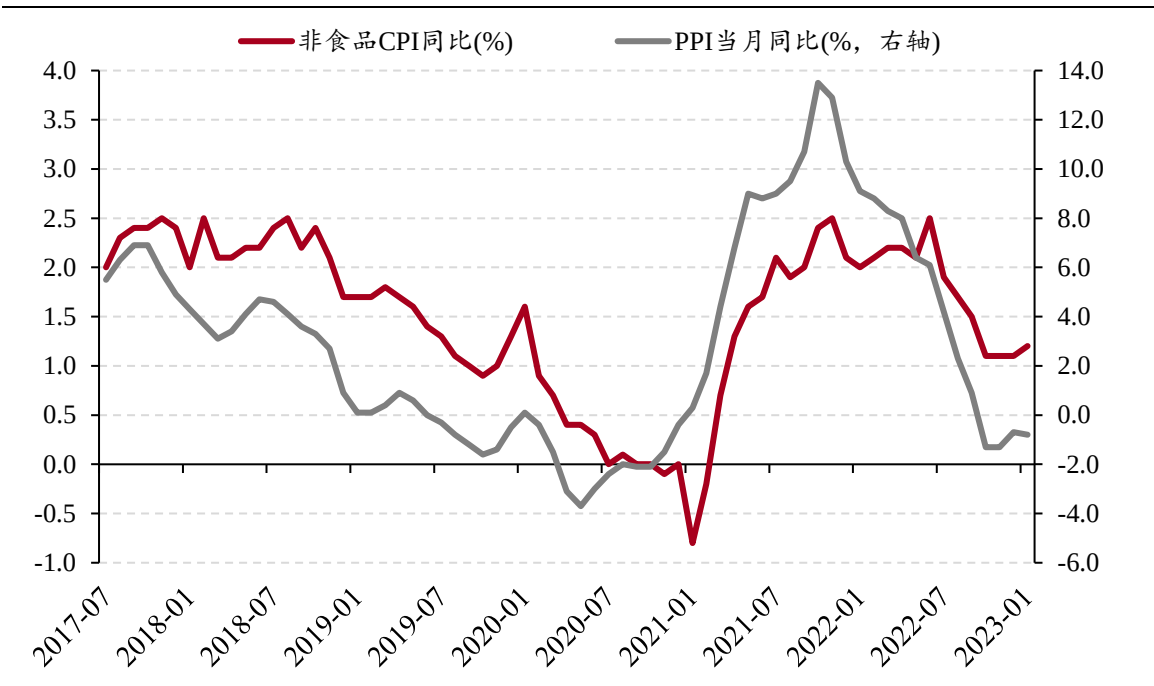
事件：

国家统计局 2 月 10 日发布 2023 年 1 月份通胀数据。全国居民消费价格 CPI 同比上涨 2.1%。其中，食品价格上涨 6.2%，非食品价格上涨 1.2%；消费品价格上涨 2.8%，服务价格上涨 1.0%。CPI 环比上涨 0.8%。其中，食品价格上涨 2.8%，非食品价格上涨 0.3%，消费品价格上涨 0.7%，服务价格上涨 0.8%。全国工业生产者出厂价格 PPI 同比下降 0.8%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比上涨 0.1%，环比下降 0.7%。

点评：

2023 年 1 月 CPI 涨幅虽然略小于市场一致预期，但能源成份对 CPI 增长的拖累较为严重，核心 CPI 环比上涨 0.4% 比较值得关注。虽然这一涨幅水平历史上在的春节前后并不鲜见，但至少印证了春节期间居民日常消费的修复状况比较理想。受此影响，PPI 和非食品 CPI 涨幅出现一定分化，在 PPI 继续环比下降的条件下，非食品 CPI 环比上涨。按照我们的计量模型，核心 CPI 同比涨幅恢复至 1% 水平，可能推动货币市场代表性利率 DR007 均衡水平向 2% 收敛。在食品价格涨幅中，猪肉和蔬菜价格分化较为明显，菜价上涨反映了居民消费需求恢复增长，而肉价涨幅回落则主要受供给端影响。能源价格继续发挥着对冲通胀压力的作用。从国际油价走势来看，发达经济体对油价上涨的承受力比较一般，后续油价涨幅仍可能在基数效应影响下保持低位，对通胀起到稳定作用。

图表 1. PPI 与非食品 CPI 涨幅



资料来源：Wind，中银证券

1、核心 CPI 上涨或推动货币市场利率收敛

1 月核心 CPI 环比上涨 0.4%，为近期核心通胀较大的环比涨幅。从历史比较来看，在春节前后月份这一涨幅水平并不鲜见，但这一涨幅至少印证了春节期间高频数据所指向的居民日常消费修复比较理想。

在前期报告《2023 年债市流动性展望》(20230120)中，我们构建了一个从实用性角度出发的“泰勒规则式”模型。模型中的自变量是失业率缺口和通胀缺口，表述为如下方程：

$$r = r^* + \alpha \times (\text{失业率} - \text{失业率目标}) + \beta \times (\text{核心通胀} - 2\%)$$

失业率缺口为（失业率-失业率目标），其中的失业率指标使用城镇调查失业率，失业率目标为每年政府的城镇调查失业率目标。通胀缺口是核心 CPI 同比涨幅与 2% 的差。由于假设通胀目标为常数，设定为 2% 并不失其一般性。货币市场利率指标使用 DR007 的月度平均值，自然利率 r^* 仍作为模型的截距项。

使用 2018 年 1 月到 2022 年 11 月的数据进行回归，得到如下的输出结果：

$$DR007 = 2.35^{***} - 0.52^{***} \times (\text{失业率} - \text{失业率目标}) + 0.35^{***} \times (\text{核心通胀} - 2\%)$$

$$R^2\text{-adj.} = 0.58$$

注：***表示在 1% 显著性水平拒绝系数为 0 的原假设。

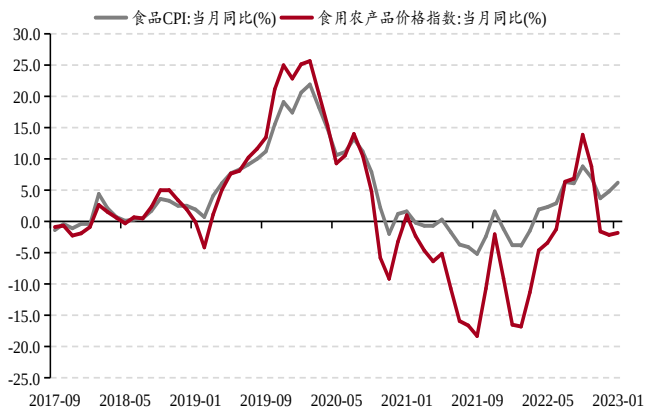
该模型结果的含义是：当失业率缺口和通胀缺口均为 0，即城镇调查失业率等于政府目标，且核心 CPI 同比达到 2% 时，DR007 的均衡水平将达到自然利率水平 2.35%。当失业率缺口为 0、核心 CPI 同比涨幅将收敛至 1% 左右，DR007 均衡水平将收敛至 2%，即当前逆回购操作政策利率水平附近。

按照以上模型分析，由于核心 CPI 同比已回升至 1%，而优化防疫后的失业率缺口大概率向 0 左右收敛，则 DR007 均衡水平有可能向当前的货币政策操作利率 2% 收敛。这一点与我们近期观察到的市场走势较为一致。

2、肉菜价格分化印证终端消费需求修复

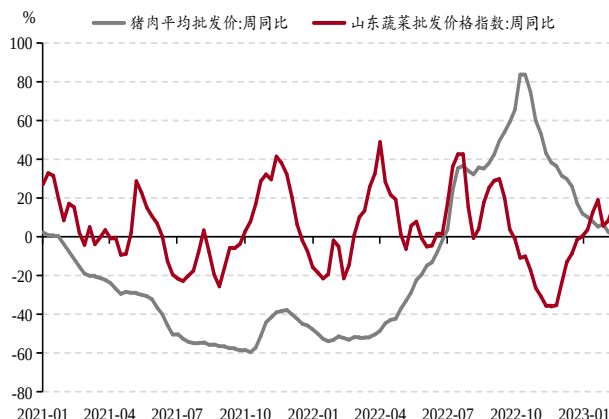
春节期间食品 CPI 上涨较为正常，但成本端与消费端分化值得注意。1 月食品 CPI 同比涨 6.2%，但食用农产品价格同比下降 1.8%，可以认为居民消费需求对食品价格的影响领先于成本端压力。这一点从肉菜价格分化中可以得到集中体现。1 月农业部猪肉平均批发价呈震荡下行态势，但山东蔬菜价格指数却上涨显著。由于蔬菜供给周期较猪肉更短，通常更反映消费需求的影响，而猪肉价格的震荡回落显然更多受到生猪集中出栏的供给压力影响。

图表 2. 食品 CPI 和食用农产品价格



资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 肉菜价格分化



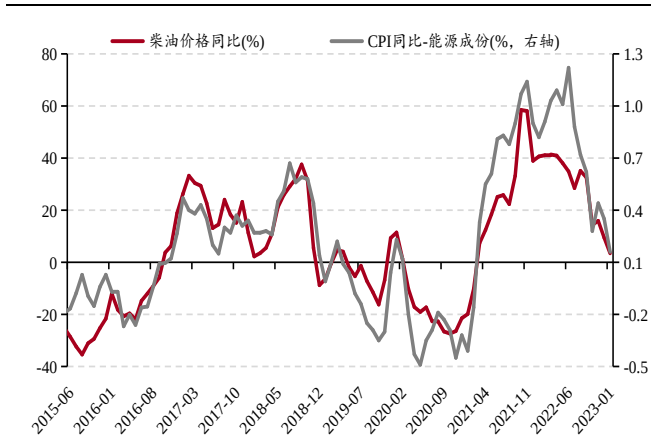
资料来源：Wind，中银证券

3、CPI 能源成份对冲通胀压力

能源成份是 1 月 CPI 上涨的主要拖累因素。我们从 CPI 同比涨幅中剔除核心 CPI 涨幅和食品类 CPI 涨幅后，得到 CPI 同比涨幅的能源成份（如图表 4）。1 月份 CPI 能源成份的同比涨幅显著下降至约 0.16%。这主要是由于国际能源市场近期以震荡为主，而且这种震荡格局可能仍将持续一段时间，并随着 2022 年上半年基数效应的发挥，使国内外油价的涨幅进一步收窄。

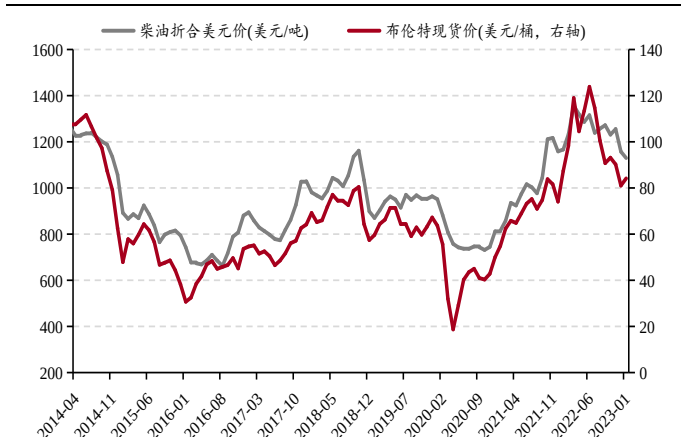
尽管 2 月 10 日俄罗斯副总理诺瓦克宣布俄 3 月将把每日原油产量下调 50 万桶（约减产 5%），以应对西方“限价”，对国际油价形成短期上涨压力。但发达经济体对能源价格上涨的承受力一般。当前美欧经济增长压力的缓解实际上与油价回落有密切关系，特别是欧洲的持续增长基础较并不坚实。如果能源价格再度上涨，发达经济体的增长压力预计也会重新显现。

图表 4. CPI 能源成份与柴油价格



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 柴油价格与布伦特现价



资料来源: Wind, 中银证券

近期欧央行加息较为强硬,但欧元区公债对欧央行最近一次加息 50BP 反应非常平淡。以比较值得关注的意大利国债为例,10 年期国债收益率在欧央行加息和美债收益率反弹背景下,没有很大变化。从整个欧元区来看,公债收益率曲线已经非常平坦,显示市场对未来欧元区强硬加息的可持续性,甚至经济增长的持续性都存在一定疑虑。

图表 6. 欧元区基准利率与意大利国债 10 年期收益率



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 欧元区公债收益率曲线走平



资料来源: Wind, 中银证券

综上所述,在 1 月通胀数据中核心 CPI 上涨较为引人关注,尽管环比涨幅在历史上的春节前后月份

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_52184

