

# 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

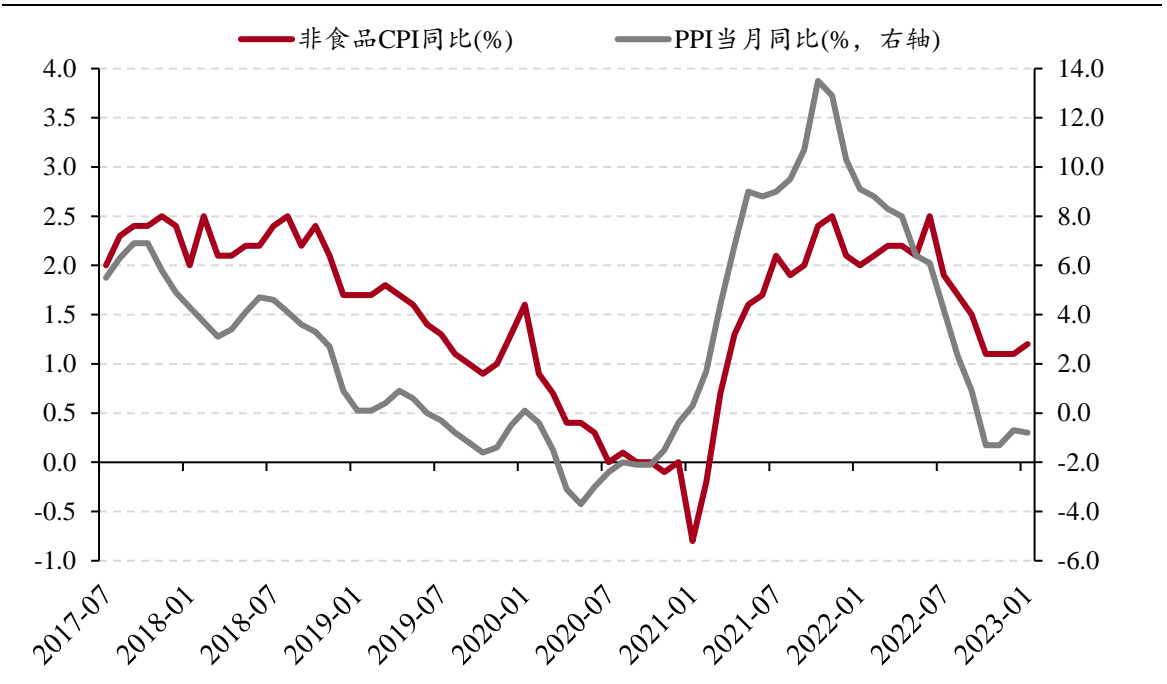
## 事件:

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。

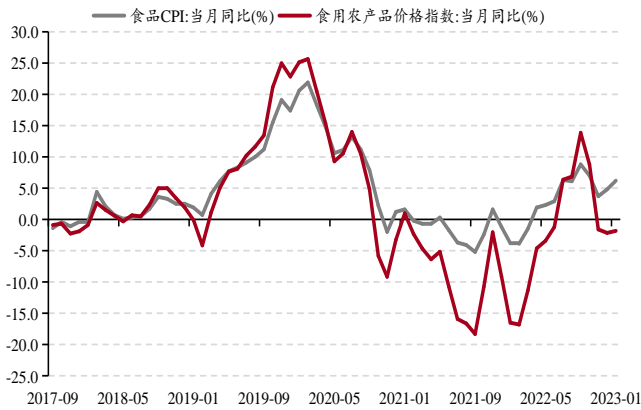
该模型结果的含义是: 当失业率缺口和通胀缺口均为0, 即城镇调查失业率等于政府目标, 且核心CPI同比达到2%时, DR007的均衡水平将达到自然利率水平2.35%。当失业率缺口为0、核心CPI同比涨幅将收敛至1%左右, DR007均衡水平将收敛至2%, 即当前逆回购操作政策利率水平附近。

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

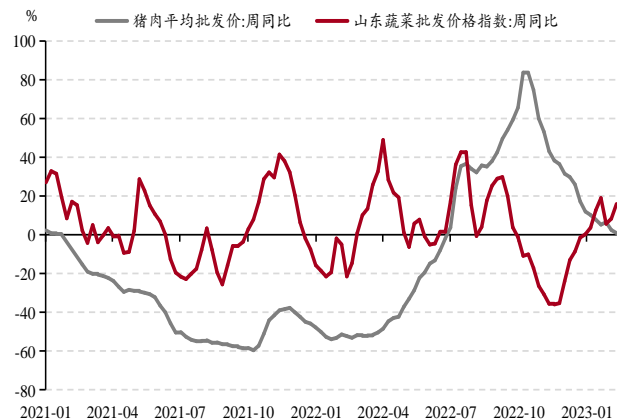
春节期间食品CPI上涨较为正常, 但成本端与消费端分化值得注意。1月食品CPI同比涨6.2%, 但食用农产品价格同比下降1.8%, 可以认为居民消费需求对食品价格的影响领先于成本端压力。这一点从肉菜价格分化中可以得到集中体现。1月农业部猪肉平均批发价呈震荡下行态势, 但山东蔬菜价格指数却上涨显著。由于蔬菜供给周期较猪肉更短, 通常更反映消费需求的影响, 而猪肉价格的震荡回落显然更多受到生猪集中出栏的供给压力影响。

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



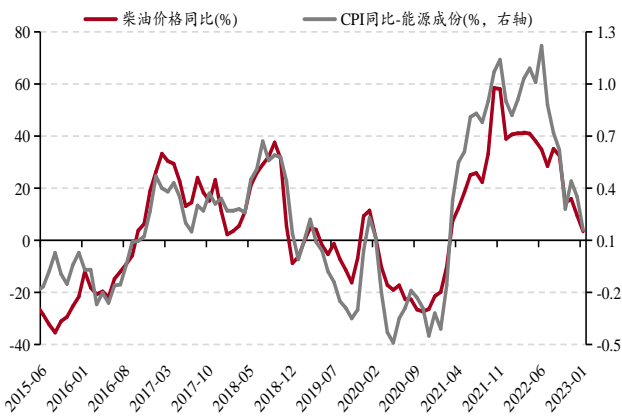
资料来源: Wind, 中银证券

## 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并不鲜见,但印证了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。

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。

## 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。

本报告期内含保密信息，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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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