

2023年货币政策展望（三）

再议核心通胀上行风险

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 核心 CPI 是跟踪预判货币政策的重要变量。前两个月我国核心 CPI 增速波动较大，春节假期错位影响显著，市场预期在“警惕通胀”和“防止通缩”之间摇摆不定。在此，我们结合自上而下的研判、自下而上的分析，定量测算 2023 年我国核心 CPI 的上行风险。
- 自上而下研判：因总需求抬升高度有限、劳动力供给弹性较强、信用周期走势偏弱，核心 CPI 中枢抬升的幅度可控。首先，居民消费意愿和消费能力短期很难扭转，如无大规模刺激政策，预计 2023 年国内消费内生恢复高度有限，对核心 CPI 的推升力度不强。而后，社融增速 2022 年上半年震荡上行，但时间较短、斜率偏弱，信用周期对核心 CPI 牵引力不强。最后，疫情对我国劳动力的冲击小于美欧，我国失业率仍处历史偏高水平，就业市场整体“供大于需”。据人社部估算，2023 年需要在城镇就业的新增劳动力 1662 万人，续创历史新高。
- 自下而上分析：我国核心 CPI 包括三个部分：1) 居住服务（占三成以上）：房地产周期的影响较为关键。展望 2023 年，持续低利率下商品房销售的修复、居民收入和就业的回温、疫情后改善性租房的需求释放，均可能推动房租上行。若商品房销售改善不及预期，背后可能的原因是更多人倾向于“租而不买”，也可能对房租价格形成推升。2023 年房租及居住服务 CPI 将趋于上行，但其斜率还不确定。2) 非居住服务业（约占两成）：接触性服务业疫后存在涨价压力。受政策影响较大的服务业占到半数，包括教育、医疗、通信、邮递服务等，涨价风险相对可控；另一半是受疫情冲击较严重的接触性服务业，需求恢复、供给主体出清，阶段性供需错配下或有涨价风险。3) 工业消费品（扣除能源）（占近五成）：原材料成本压力缓和。工业消费品（扣除能源）的走势与生活资料 PPI 的关系密切。展望 2023 年，工业消费品（扣除能源）价格继续稳定运行的基础在于，我国工业生产能力较为充足，工业消费品（扣除能源）成本压力趋缓。预计 2023 年工业消费品（扣除能源）增速中枢持平于过去三年的均值水平。
- 定量测算 2023 年我国核心 CPI：1) 中性情形下，预计 2023 年核心 CPI 同比增速中枢为 1.2%（较 2022 年提升 0.36 个百分点），年末高点约 1.7%。2) 涨价较快的情形下，预计 2023 年核心 CPI 同比增速中枢接近 1.4%（较 2022 年提升 0.52 个百分点），四季度突破“2%”，年末高点约 2.1%。3) 涨价较慢的情形下，预计 2023 年核心 CPI 同比增速中枢升至 1%（较 2022 年提升 0.14 个百分点），年末高点约 1.4%。节奏上，下半年核心 CPI 上冲高度值得警惕，因基数走低，需求回暖可能滞后助推新涨价。对于货币政策而言，上半年核心通胀压力暂且不大，若国内需求的恢复势头不及预期，仍有必要“精准”发力，支持内需回稳；如若海外经济的韧性和通胀的顽固性较强，或内需恢复势头较好，货币政策总量操作或趋谨慎。

正文目录

一、	自上而下看核心 CPI.....	5
二、	自下而上看核心 CPI.....	7
2.1	居住服务：房地产周期的关键性影响	7
2.2	非居住类服务：接触性服务疫后涨价	10
2.3	工业消费品（扣除能源）：原材料成本压力缓和	12
三、	2023 年我国核心 CPI 展望.....	13
附录一：	核心 CPI 权重拆分.....	14
附录二：	核心 CPI 测算假设.....	16

图表目录

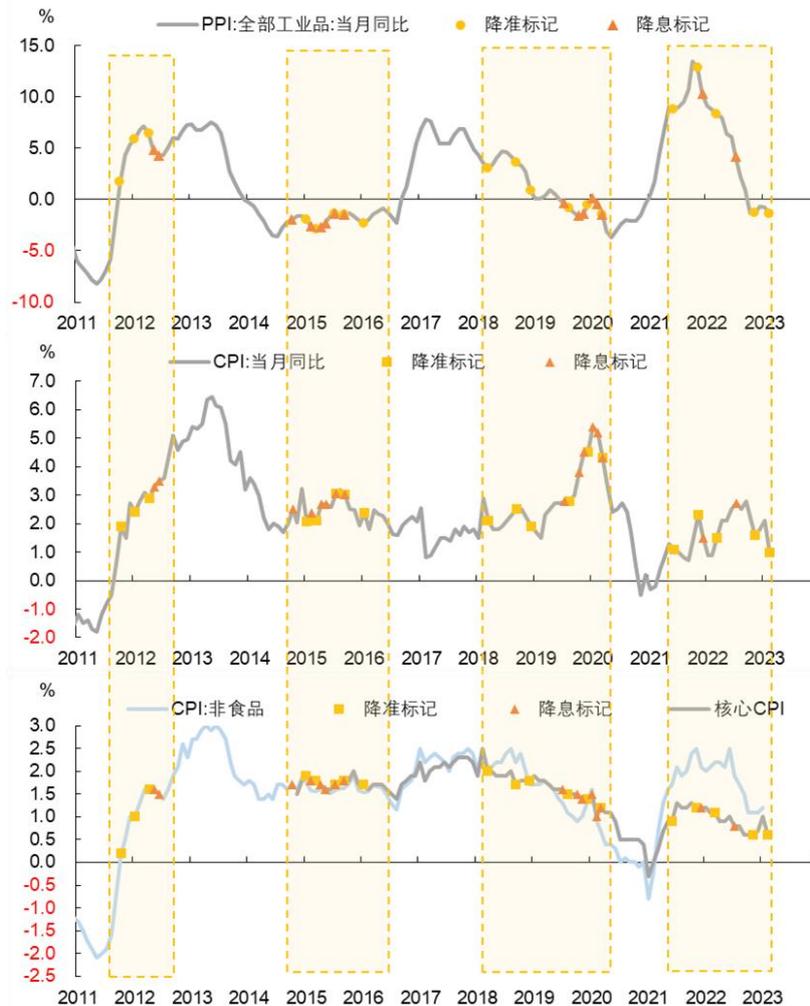
图表 1	2011 年以来，降准降息往往发生在核心 CPI 向下或位置较低的阶段	4
图表 2	历史上，国内消费需求的提升往往会推升核心通胀增速	5
图表 3	商务部重点监测企业春节黄金周表现对全年消费增速具有指示意义	5
图表 4	社融表征的信用周期偏弱，对 2023 年核心 CPI 上行的牵引力不足	6
图表 5	我国城镇调查失业率处于统计以来较高水平	6
图表 6	我国就业市场整体“供大于需”	6
图表 7	我国核心 CPI 的三个组成部分：居住服务、非居住服务、工业消费品（扣除能源）	7
图表 8	住房租金是美国本轮核心通胀上行的重要推手	7
图表 9	租金和住宅相关项目对本轮欧元区通胀也有推升	7
图表 10	央行货币政策执行报告中，在通胀部分多次提及房地产领域	8
图表 11	商品房销售领先 70 大中城市房价一到两个季度	9
图表 12	70 大中城市二手房价格增速和 CPI 房租较为同步	9
图表 13	近几轮房地产周期中，我国 CPI 居住分项与房价走势较为同步	9
图表 14	我国城镇调查失业率与 CPI 房租分项的变化基本同步	9
图表 15	2015 年上半年，CPI 房租增速早于房价企稳，期间我国城镇就业有所恢复	9
图表 16	近年受政策影响较大的服务业价格中枢相对稳定	11
图表 17	2023 年初接触性服务业价格有所抬头	11
图表 18	2023 年 1-2 月我国非居住服务 CPI 同比增速中枢抬升	11
图表 19	PPI 耐用消费品包含汽车、家电等部分	12
图表 20	PPI 一般日用品领先 CPI 生活用品分项同比增速	12
图表 21	PPI 全部工业品领先于 PPI 生活资料中衣着、耐用消费品及一般日用品的变化	12
图表 22	我国消费制造业产能较为充裕	13
图表 23	领先 PPI 增速半年的 M1 增速抬升缓慢	13
图表 24	不同情形下 2023 年我国核心 CPI 走势预测	14
图表 25	我国 CPI 各分项权重的估算	15
图表 26	我国房价和物价预期走势较为同步	16
图表 27	2023 年我国 CPI 租赁房房租的情景假设	16
图表 28	2023 年 CPI 非居住服务分项情景假设	16
图表 29	2023 年 CPI 工业消费品（扣除能源）情景假设	16

2023年开年以来我国核心CPI同比增速波动较大。2023年1月核心CPI同比较去年12月提升0.3个百分点，2月较1月回落0.4个百分点。春节假期错位影响显著，增加了对核心CPI的判断难度，使市场预期在“警惕通胀”和“防止通缩”之间摇摆不定。相比于其他物价指标，我国货币政策操作更加关注核心CPI的变化。复盘2011年以来的货币政策操作，我国曾在CPI破“3”的2019年下半年、PPI冲高的2021年下半年降准降息；而剔除食品与能源价格的核心CPI更具参考价值，因其能较好反映总需求的热度以及物价水平对居民生活的影响，最近几次降准、降息周期中，我国核心CPI往往处于较低位置（绝对水平通常在2%以下）或趋于下行。

我们认为，核心CPI是跟踪预判2023年货币政策操作的重要观察变量之一，有必要对其上行风险做进一步的评估。自上而下研判，我们认为今年消费复苏内生动能有限、疫后我国劳动力供给弹性更强、且社融表征的信用周期走势不强，指向核心CPI的中枢抬升、但幅度较为可控。自下而上拆分，核心CPI的上行风险源自两个方面，一是居住服务价格，受地产周期企稳、居民就业恢复的助推；二是前期受疫情抑制较强的接触性服务项目价格中枢可能抬升。

我们预计，2023年我国核心CPI中枢将会抬升，但其幅度相对可控，从而通胀形势整体温和。不过，下半年核心CPI上冲高度仍值得关注，因去年下半年基数走低，叠加经济修复可能滞后助推新涨价因素。对货币政策而言，上半年核心通胀压力暂且不大，是偏宽松操作的重要窗口期，若国内需求恢复势头不及预期，仍有必要“精准”发力支持内需回稳，正如近期央行降准所示的（参见我们报告《恰如其分的降准》）；下半年若美国经济的韧性和通胀的顽固性仍较强，令美联储在更长时间内延续紧缩政策，或内需恢复势头较好，我国货币政策在总量操作上或趋谨慎。

图表1 2011年以来，降准降息往往发生在核心CPI向下或位置较低的阶段



资料来源：Wind,平安证券研究所

一、自上而下看核心 CPI

自上而下看，预计今年消费复苏内生动能有限、疫后我国劳动力供给弹性更强、且社融表征的信用周期走势不强，均指向 2023 年核心 CPI 的中枢抬升、但幅度较为可控。

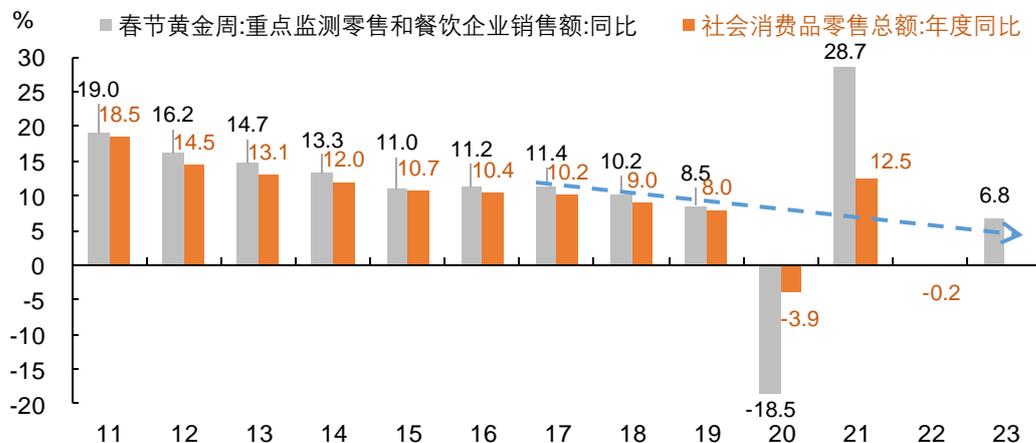
首先，消费复苏内生动能有限，如无大规模刺激政策，总需求对核心 CPI 的推动不强。居民消费增速变化对核心 CPI 增速有着决定性的影响。我国核心 CPI 增速曾三次较快上行，分别是 2011 年、2017 年和 2021 年，期间均见国内消费需求的恢复。**2023 年国内消费回暖的大趋势相对确定，但也不宜高估疫情防控放松对消费的提振。**1) 2020 年下半年至 2021 年大部分时期，在 Omicron 病毒扩散前，国内本土病例很少，居民出行和大部分消费场景已经接近正常。但当时消费复苏情况并不理想，全国居民人均消费支出平均增速为 4.6%，较 2019 年低出 4 个百分点。**2)** 作为传统消费旺季，2023 年春节消费“温而不暖”，也映射出中国疫后消费内生恢复高度有限。商务部数据显示，2023 年春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额农历同比增长 6.8%，这对全年社会消费品零售总额的增速指示意义较强。**3)** 2023 年 1-2 月，社会消费品零售数据增长 3.5%，由负转正。但结构分化较大，餐饮消费修复斜率较高(由-14.1%升至 9.2%)，商品零售恢复偏弱(由-0.1%升至 2.9%)，尤其是大件耐用品消费低迷，汽车、通讯器材、家用电器和音像器材等商品均同比收缩。

图表2 历史上，国内消费需求的提升往往会推升核心通胀增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 商务部重点监测企业春节黄金周表现对全年消费增速具有指示意义



资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次，社融表征的信用周期偏弱，对核心CPI上行的牵引力不足。社会融资规模存量增速能够体现金融体系对实体部门（居民与非金融企业）的支持情况，是实体经济总需求的领先指标。历史上，社融增速往往领先核心CPI约3-4个季度。本轮社融存量增速在2022年上半年震荡上行，但其时间较短、斜率偏弱，对核心CPI的向上牵引力不强。

图表4 社融表征的信用周期偏弱，对2023年核心CPI上行的牵引力不足

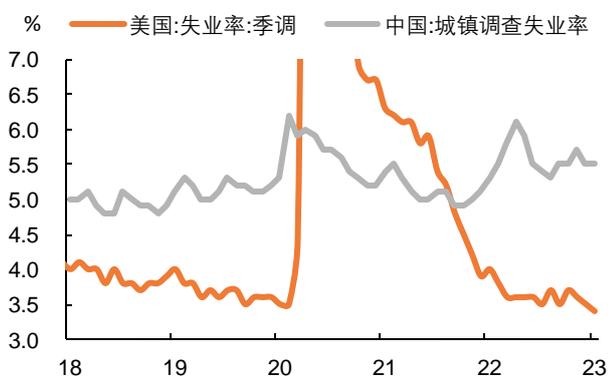


资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后，疫后我国劳动力供给（尤其服务业）的修复弹性可能更强。

- 海外经济开放后，居民消费需求较快反弹，但劳动力供给却因新冠感染增加和就业意愿走低而有所减少，引发工资-通胀螺旋，增强了高通胀的“黏性”。以海外教训作参考，难免对我国2023年通胀上行风险（尤其是服务业涨价风险）抱有警惕。但需强调的是，海外服务业就业恢复较慢，是在劳动力市场紧俏的大背景下发生的，而海外劳动力短缺，主要原因是劳动力死亡或主观选择退出，继而引发了工资-通胀螺旋压力。
- 相比之下，疫情对我国劳动力供给的冲击小于美欧，我国失业率仍处历史偏高水平，就业市场整体“供大于需”。据人社部估算，2023年需要在城镇就业的新增劳动力1662万人，续创历史新高。这不仅意味着居民消费实力与意愿有待复苏，也意味着就业市场修复的弹性较强。

图表5 我国城镇调查失业率处于统计以来较高水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 我国就业市场整体“供大于需”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、自下而上看核心 CPI

我们估算（详见附录一），我国核心 CPI 中居住服务占三成以上、非居住类服务占二成左右、工业消费品（扣除能源）接近五成。

图表7 我国核心 CPI 的三个组成部分：居住服务、非居住服务、工业消费品（扣除能源）

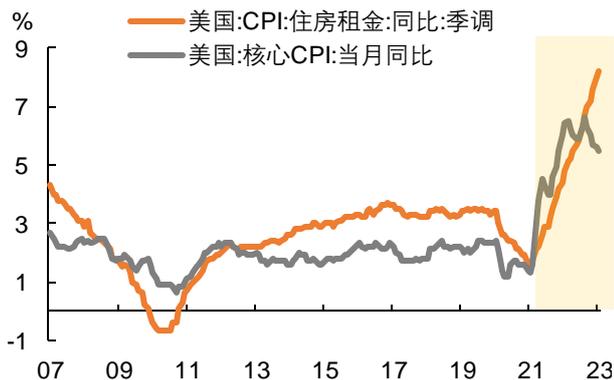


资料来源：Wind, 平安证券研究所

2.1 居住服务：房地产周期的关键性影响

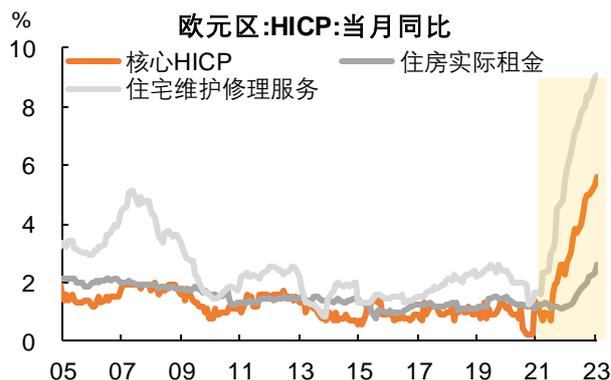
从海外经验看，新冠疫情后美欧等主要发达经济体房价大幅攀升，房租滞后上涨，加剧了高通胀的顽固性。2022 年，美国和欧元区 CPI 住房租金分项的增速中枢分别为 5.94% 和 1.65%。本轮美欧住房市场火热是短周期（新冠疫情后的政策刺激）和长周期（次贷危机以来住房供给不足）相互交织的结果（参考我们报告《详解美国地产降温的影响》）。

图表8 住房租金是美国本轮核心通胀上行的重要推手



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表9 租金和住宅相关项目对本轮欧元区通胀也有推升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

从我国历史看，房地产周期是货币政策操作的重要观察变量。首先，房地产周期对核心 CPI 有较强的带动作用。房地产周期与 CPI 居住分项的走势相关，在核心 CPI 中的权重约三成。以单变量回归结果看，CPI 居住分项同比增速每上行 1 个百分点，将带动我国核心 CPI 同比增速提升 0.56 个百分点。其次，房地产周期还通过影响劳动者的生活成本，间接影响劳动

密集型服务业价格水平，存在“房租-劳动力成本-服务业价格”的传导路径。最后，住房在居民资产配置中举足轻重，房价作为重要的资产价格，对居民通胀预期亦可能存在影响。

梳理 2010 年以来货币政策执行报告的表述，央行曾在三个阶段密切关注房地产对物价运行的影响。1) 2010 年至 2012 年：全球金融危机下的“四万亿”刺激后，中国经济持续过热、流动性过剩。央行在 2010 年三季度至 2012 年第二季度的货币政策执行报告中，高度关注居民对房价预期的变化。2011 年全年，CPI 居住分项增速中枢抬升至 5.32%，核心 CPI 增速中枢较 2010 年抬升 1.31 个百分点至 2.24%。**2) 2013 年：**中国劳动力的“刘易斯拐点”临近，货币政策执行报告曾多次关注房地产价格，以及工资、服务、租金价格的上行压力。2013 年全年，CPI 居住分项增速中枢为 2.8%，较 2012 年的 2.14% 抬升 0.66 个百分点，核心 CPI 增速中枢较 2012 年抬升 0.28 个百分点至 1.73%。**3) 2015 年下半年至 2016 年：**货币政策极度宽松，“棚改”加持之下，新一轮房地产周期开启，带动核心 CPI 于 2017 年初上冲至 2% 的“警戒位”。

图表 10 央行货币政策执行报告中，在通胀部分多次提及房地产领域（单位：%）

区间	时间	货币政策执行报告 - 货币政策趋势 - 通胀部分 - 房地产相关内容	预期房价 上涨比例	核心CPI (%)	服务CPI (%)	居住CPI (%)	房租CPI (%)
15年至 16年	2017Q1	部分城市房地产市场热度仍然较高……注重抑制资产泡沫和防范金融风险。	27.2	2.0	2.7	2.4	2.8
	2016Q3	前期出现的房价较快上涨仍有可能逐步传导	23.1	1.7	2.4	1.5	2.7
	2016Q2	虽然房地产价格上涨有所放缓，但前期的房价较快上涨有可能逐步传导	21.1	1.6	2.2	1.6	2.8
	2016Q1	房价的较快上涨会强化通胀预期，加之物价绝对水平较高也会使居民对通胀感受更为强烈。	17.6	1.5	1.9	1.3	2.7
	2015Q4	人工成本、服务业价格等具有一定刚性，与此同时房地产价格等还在上升，并有可能向其他领域传导。	18.4	1.5	2.1	0.8	2.6
	2015Q3	人工成本、服务业价格等具有一定刚性，与此同时房地产价格等还在上升，并有可能向其他领域传导	18.7	1.6	2.1	0.8	2.9
2013年	2014Q1	居民对房价变化和通胀的预期还不够稳定	28.3	1.7	2.8	2.5	4.1
	2013Q4	房价整体仍在上涨，特别是一线城市房地产价格上涨幅度较高，有可能向其他关联领域传导，增大成本压力	32.5	1.8	3.3	2.8	4.7
	2013Q3	受劳动力、服务、租金价格存在上行压力等影响，消费价格平稳运行的基础还不很稳固……房地产价格也出现一定上涨，尤其是一线城市房价上涨幅度较大，有可能向租金及其他相关领域传导，增大成本压力	35.8	1.7	2.9	2.6	4.4
	2013Q1	前期房价出现一轮上涨，也可能传导并加大其他关联领域的成本压力。	34.4	1.9	3.1	2.9	3.7
11年末 至12年 上半年	2012Q2	对下季房价，预期上涨的居民比例为 20.4%，虽总体处于 2009 年以来的较低水平，但仍比上季提高了 2.8 个百分点。	20.4	1.3	1.9	1.6	2.9
	2012Q1	预测下季物价上涨的居民比例也较上季下降 5.4 个百分点，房价上涨预期也进一步回落。	17.7	1.4	1.5	2.0	2.1
	2011Q4	前期部分地区房价过快上涨势头也得到初步遏制，一些地区房价已出现一定程度的回落。	19.0	1.6	2.0	2.1	2.9
10年下 半年至 11年三 季度	2011Q3	认为目前房价过高的居民占比较上季提高 1.3 个百分点，是 2009 年有该项调查以来的最高值。	37.9	2.4	3.0	5.1	3.4
	2011Q2	认为目前房价过高的居民占比与上季基本一致，处在调查以来的较高水平	25.9	2.5	4.0	6.2	5.9
	2011Q1	认为目前房价过高的居民占比较高，是 2009 年第一季度有统计以来仅次于上年末的第二高值。	30.0	2.3	4.2	6.6	
	2010Q4	预期未来房价上涨的居民占比也较上季再次上升 6.8 个百分点。	43.3	1.7	2.8	6.0	
	2010Q3	预期未来房价上涨的居民占比较上季有较明显上升。	36.6	1.1	2.5	4.3	

资料来源：Wind, 平安证券研究所

2022 年，受长周期人口拐点、前期房地产行业政策偏紧、以及疫情冲击的叠加影响，我国 70 个大中城市二手住宅价格指数和 CPI 租赁房租的增速中枢分别为-2.37%和-0.24%，远低于 2015 至 2019 年 4.17%和 2.52%的均值水平。

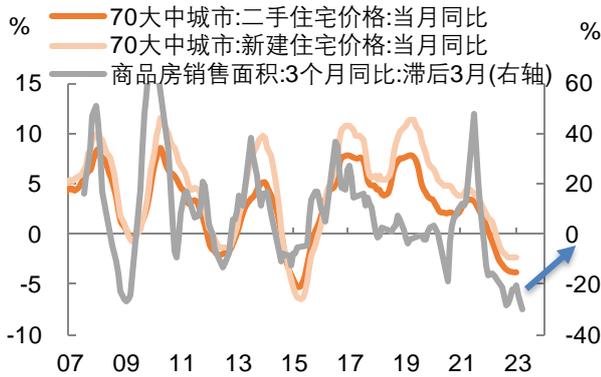
讨论 2023 年居住服务对核心 CPI 的影响：

首先，我们和市场主流预期均对 2023 年房地产市场的复苏持谨慎乐观态度。投资方面，预计房地产投资同比跌幅收窄，“保交楼”推进、房企融资改善有望带动建安投资回温；**销售方面：**2022 年下半年以来个人住房贷款加权平均利率持续处于 2008 年数据公布以来的低位。尽管本轮稳地产中，商品房销售对房贷利率的敏感性下降，但在历史低位利率水平下，随着经济复苏、居民收入及信心逐步好转，商品房销售有望回稳。

其次，历史上，我国商品房销售反弹一到两个季度后，房价与房租往往滞后回升。从 2007 年以来的多轮房地产周期看，地产销售和房价的周期基本一致，且领先房价变化一到两个季度。而 CPI 房租和 70 大中城市二手房价格增速走势接近，即房租与房价的变化基本同步。由此可见，在地产销售、房价和房租之间存在较为明显的传导关系。我们预计在商品房销售逐步改善的基础上，2023 年下半年我国房租、房价可能滞后企稳回升。

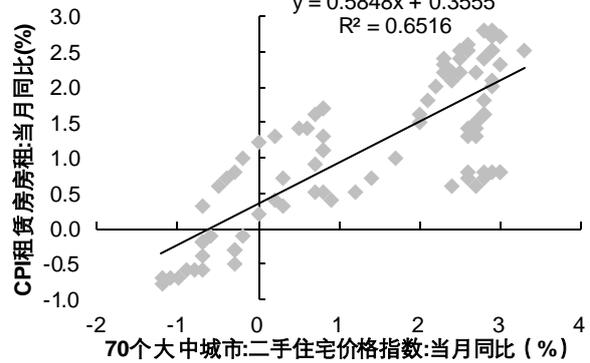
最后，除房价传导外，房租变化还与居民收入和就业密切相关。回顾历史，我国城镇调查失业率与 CPI 房租分项的变化基本同步。2015 年上半年，CPI 房租同比增速早于房价企稳，与期间城镇就业的恢复不无关联。

图表11 商品房销售领先70大中城市房价一到两个季度



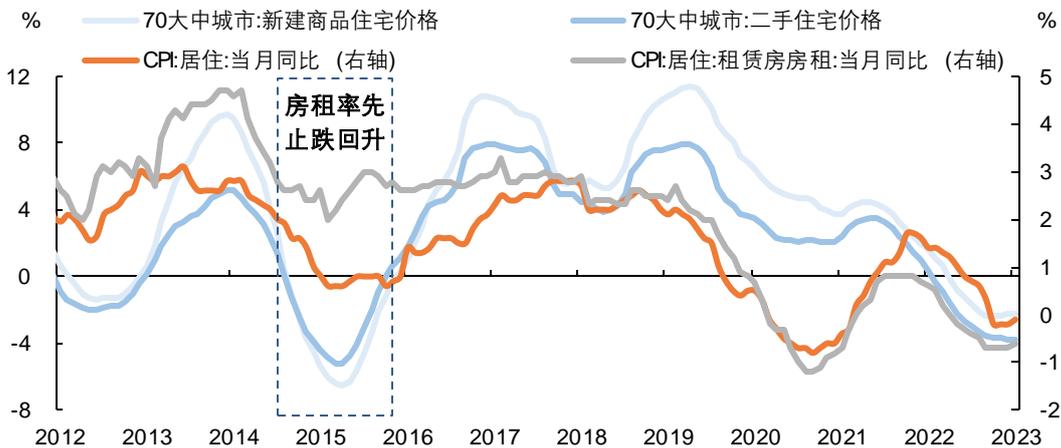
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 70大中城市二手房价格增速和CPI房租较为同步



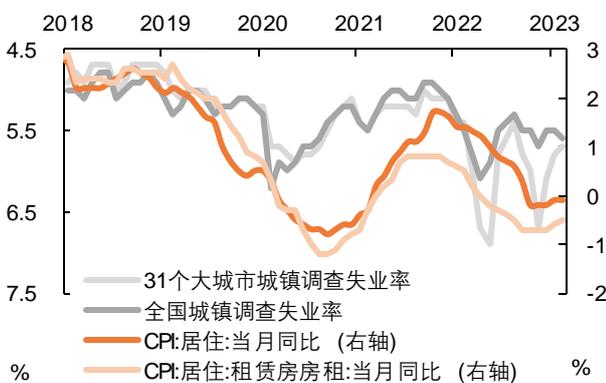
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 近几轮房地产周期中,我国CPI居住分项与房价走势较为同步



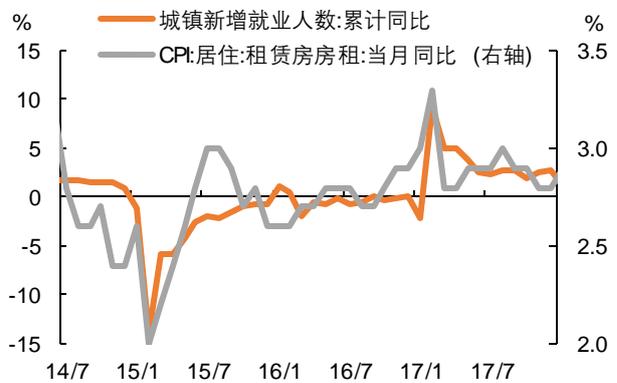
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 我国城镇调查失业率与CPI房租分项的变化基本同步



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 2015年上半年,CPI房租增速早于房价企稳,期间我国城镇就业有所恢复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从 2016 年以来回归结果看，我国 CPI 租赁房房租每上行 1 个百分点，核心 CPI 约上行 0.38 个百分点。2022 年房租中枢下行 0.65 个百分点至 -0.24%，对核心 CPI 的拖累约 0.25 个百分点。

展望 2023 年，持续低利率下商品房销售的修复、居民收入和就业的回温、疫情后改善性租房需求的释放，均可能推动房租上行。“住有所居”、“住有宜居”是居民的共同期待，若商品房销售的改善不及预期，背后的原因可能是更多人倾向于“租而不买”，这也会对房租价格形成推升。总的来说，2023 年房租及居住服务 CPI 将趋于上行，但其斜率还不确定，下半年对核心 CPI 的推升作用值得关注。

2023 年春节后，房地产销售边际改善，部分城市房租和房价出现上行苗头。从国家统计局数据看，1) 2023 年 2 月，CPI 居住分项环比上涨 0.1%，系 2022 年 4 月以来的首次上行，其中，房租分项环比上涨 0.3%，系 2021 年 4 月以来环比涨幅最高的一次。2) 2023 年 2 月，70 大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 55 个和 40 个，比 2022 年 12 月分别增加 40 个和 33 个。从第三方数据看，1) 2023 年 2 月，克而瑞统计的百强房企销售金额单月同比增长 14.9%，累计同比降幅也自 1 月的 -32.5% 收窄至 -11.6%。2) 2023 年 2 月，贝壳研究院统计的全国重点 40 城租金指数环比微涨 1.2%，同比跌幅收窄；3) 2023 年 2 月，中指研究院统计的全国 50 个城市住宅平均租金环比上涨 0.27%，止跌转涨；同比下跌 1.53%，跌幅较上月收窄 0.44 个百分点。

2.2 非居住类服务：接触性服务疫后涨价

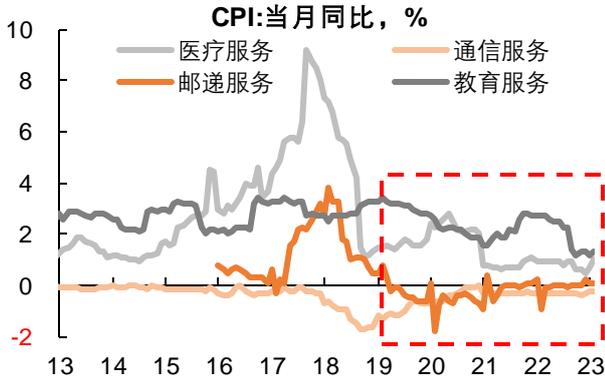
非居住类服务占核心 CPI 的两成，其中半数为前期受疫情影响较大的接触性服务。目前国家统计局定期公布的数据中，并未单列出非居住类服务 CPI，与之相关的细分项目分散在 8 大类中的各部分中。根据《中国住户调查年鉴》，以 2017-2019 年全国居民消费支出的均值看，服务型消费总体占比为 44.2%，其中居住服务约占 23.1%，非居住服务约占 21.1%。非居住服务业可分为两部分看：

- 一部分为受政策影响较大的服务消费，包括教育服务、医疗服务、通信服务、邮递服务等细分项目，近年来其价格受医疗改革、教育“双减”、提速降费等产业政策约束，相关分项 CPI 的波动较小。在 2021 年的全国居民消费支出中，教育（服务为主，包括部分教育用品）、医疗服务占比分别为 7.1%、5.8%。预计 2023 年各项政策对教育、医疗、通信、邮递等服务的影响持续，涨价风险相对可控。
- 另一部分为受疫情冲击较严重的接触性服务消费，例如餐饮服务、文化娱乐、家庭服务、交通工具使用和维修等项目。在 2021 年的全国居民消费支出中，与疫情冲击相关的餐饮服务、文化娱乐（包括文娱用品及服务，旅游支出计入其中）占比分别为 6.1%、4.2%，其他服务、家庭服务占比分别为 1.2%、0.3%。预计 2023 年接触性服务的消费需求较快恢复，且行业供给主体在过去三年存在不同程度的出清，价格存在上行压力；稳物价的有利因素在于，我国需要在城镇就业的新成长劳动力较多，服务业劳动供给的修复弹性可能更强，价格上行可能是短期的、阶段性供需错配主导的。

2023 年初以来，国家统计局公布的物价数据中：1) 受政策影响较大的服务消费价格总体稳定，仅医疗服务价格短期有疫情扰动。2023 年 1-2 月，教育服务、医疗服务、通信服务、邮递服务 CPI 的同比均值分别较 2022 年四季度低 0.02 个百分点、高 0.28 个百分点、高 0.13 个百分点、低 0.03 个百分点。2) 受疫情冲击较严重的接触性服务消费价格波动较大，旅游价格中枢较快抬升。2023 年 1-2 月，旅游、家庭服务、交通工具使用和维修 CPI 的同比均值分别较 2022 年四季度高 3.73 个百分点、低 1.38 个百分点、高 0.28 个百分点。国家统计局数据解读表示，春节期间出行娱乐活动恢复助推价格较快上行，节后出现一定幅度的季节性回落¹。

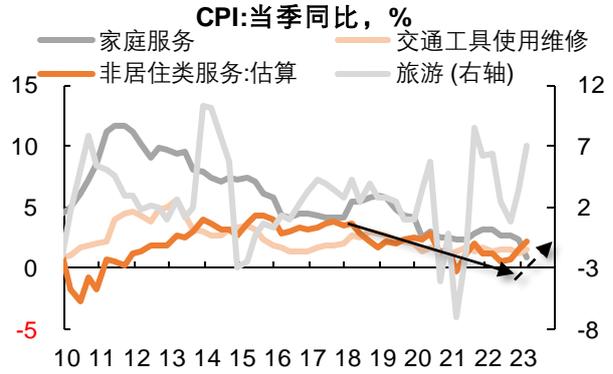
¹ 2023 年 1 月，随着疫情防控政策优化调整，出行及娱乐活动逐步恢复，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格分别环比上涨 7.7%、5.8% 和 3.8%；春节临近，家政服务价格环比上涨 1.0%。2023 年 2 月，大部分服务价格节后出现季节性回落，其中飞机票、交通工具租赁费和旅游价格环比分别下降 12.0%、9.5% 和 6.5%，电影及演出票、美发、家庭服务、宠物服务等价格环比降幅在 1.7%—5.6% 之间。

图表16 近年受政策影响较大的服务业价格中枢相对稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 2023年初接触性服务业价格有所抬头



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 2023年1-2月我国非居住服务CPI同比增速中枢抬升

CPI:同比	核心CPI	工业消费品 (扣除能源)	服务	居住服务	居住服务: 房租	非居住类 服务	旅游	交通工具 使用维修	家庭服务	教育服务	医疗服务	通信服务	邮递服务
差值:23年初相对22年Q4	0.17	-0.02	0.35	0.10	0.15	0.60	3.73	0.28	-1.38	-0.02	0.28	0.13	0.03
2023年1-2月	0.80	0.75	0.85	-0.10	-0.55	2.15	7.10	1.55	0.95	1.25	0.85	-0.20	0.10
2022-12	0.63	0.77	0.50	-0.20	-0.70	1.55	3.37	1.27	2.33	1.27	0.57	-0.33	0.07
2022-09	0.73	0.83	0.63	0.53	-0.53	0.78	0.83	1.57	2.63	2.00	0.87	-0.30	-0.03
2022-06	0.93	1.03	0.83	1.00	-0.17	0.58	2.47	1.57	2.77	2.53	0.90	-0.30	-0.03
2022-03	1.13	0.93	1.33	1.37	0.43	1.28	6.43	1.37	3.20	2.70	0.90	-0.30	-0.27
2021-12	1.23	1.00	1.47	1.67	0.77	1.17	6.30	1.73	3.13	2.77	1.00	-0.27	0.07
2021-09	1.23	0.97	1.50	1.17	0.80	2.00	8.43	1.30	2.80	2.30	0.70	-0.30	-0.03
2021-06	0.83	0.80	0.87	0.67	0.40	1.17	-1.50	1.67	2.40	1.93	0.67	-0.30	-0.17
2021-03	0.00	0.20	-0.20	-0.17	-0.33	-0.25	-7.03	1.43	2.40	1.70	0.77	-0.30	-0.37
2020-12	0.47	0.63	0.30	-0.63	-0.93	1.70	-0.13	1.13	2.47	1.90	2.13	-0.07	-0.60
2020-09	0.50	0.97	0.03	-0.75	-1.13	1.21	-4.03	1.43	2.57	2.13	2.13	-0.20	-0.37
2020-06	1.03	1.20	0.87	-0.46	-0.43	2.86	5.67	1.63	3.07	2.27	2.63	-0.47	-0.57
2020-03	1.23	1.40	1.07	0.23	0.27	2.32	3.47	1.40	2.60	2.53	2.37	-0.63	-0.83
2019-12	1.43	1.60	1.27	0.47	0.97	2.47	1.00	2.03	4.17	2.83	1.67	-0.67	-0.60
2019-09	1.53	1.50	1.57	1.07	1.70	2.32	1.00	2.17	4.30	3.07	1.70	-0.80	-0.47
2019-06	1.63	1.37	1.90	1.80	2.10	2.05	2.50	2.40	4.83	3.20	1.50	-1.17	-0.13
2019-03	1.83	1.50	2.17	2.13	2.50	2.22	2.83	2.63	5.80	3.33	1.53	-1.23	0.53
2018-12	1.80	1.50	2.10	2.37	2.50	1.70	2.73	2.90	5.97	3.27	1.23	-1.63	0.73
2018-09	1.87	1.33	2.40	2.50	2.50	2.25	3.90	2.97	5.83	2.90	3.53	-1.50	1.07
2018-06	1.93	1.37	2.50	2.23	2.37	2.90	2.43	2.57	5.40	2.70	5.67	-0.90	2.27
2018-03	2.13	1.37	2.90	2.37	2.53	3.70	4.30	2.63	5.40	2.63	7.10	-0.70	3.27
2017-12	2.27	1.43	3.10	2.81	2.83	3.53	2.77	2.03	4.13	2.73	8.40	-0.27	2.90
2017-09	2.20	1.30	3.10	2.64	2.93	3.79	3.50	1.87	4.23	3.10	7.07	-0.13	2.23
2017-06	2.13	1.33	2.93	2.47	2.87	3.63	4.00	1.80	4.17	3.30	5.73	-0.17	1.13
2017-03	2.00	1.23	2.77	2.42	3.03	3.29	4.27	1.63	4.30	3.30	4.63	-0.20	0.17
2016-12	1.87	1.27	2.47	1.96	2.87	3.23	3.20	1.33	4.53	3.30	3.90	-0.30	0.23
2016-09	1.70	1.13	2.27	1.54	2.73	3.36	2.37	1.33	4.43	2.57	3.93	-0.30	0.37
2016-06	1.57	1.03	2.10	1.52	2.77	2.97	0.97	1.43	4.17	2.23	3.20	-0.13	0.63
2016-03	1.43	0.90	1.97	1.34	2.63	2.91	1.37	1.67	4.33	2.10	2.97	-0.37	0.63
均值: 16-19年	1.83	1.32	2.34	1.98	2.49	2.89	2.70	2.09	4.75	2.91	3.99	-0.65	0.94
均值: 20-22年	0.83	0.89	0.77	0.37	-0.13	1.36	2.02	1.46	2.70	2.17	1.30	-0.31	-0.26
差值:20-22年相对16-19年	-1.00	-0.43	-1.58	-1.61	-2.62	-1.53	-0.67	-0.63	-2.05	-0.74	-2.68	0.34	-1.20
均值: 2022年	0.86	0.89	0.83	0.68	-0.24	1.05	3.28	1.44	2.73	2.13	0.81	-0.31	-0.07

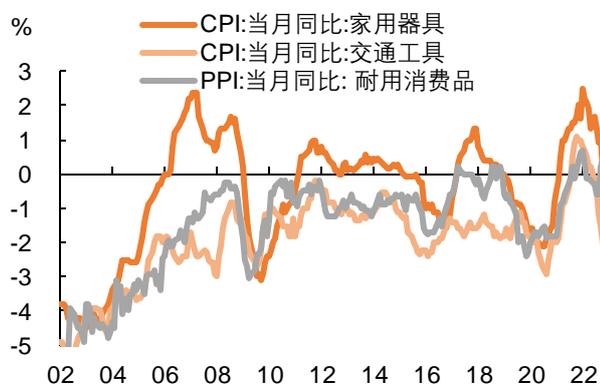
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 工业消费品（扣除能源）：原材料成本压力缓和

在核心 CPI 中剔除服务项目后的剩余部分为工业消费品（扣除能源），包括生活用品（家具及室内装饰品、家用器具、家用纺织品、家庭日用杂品、个人护理用品）、衣着、交通工具、通信工具、医疗器具及药品、其他用品等分项。

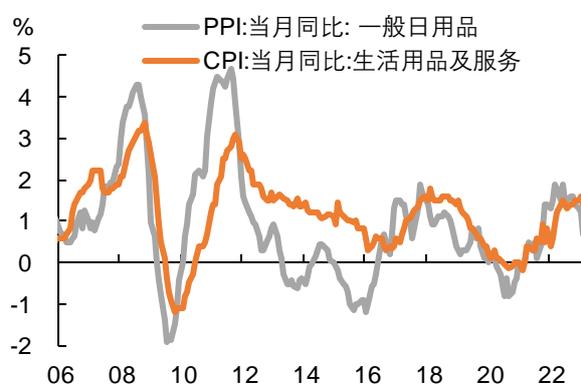
工业消费品（扣除能源）的走势与生活资料 PPI 的关系尤为密切。PPI 生活资料可细分为食品、衣着、一般日用品和耐用消费品四个部分。其中，PPI 生活资料中的食品往往以农副产品为原料，而 CPI 中食品通常为农副产品，主要体现 CPI 向 PPI 的传导；而衣着、一般日用品和耐用消费品通常以工业品为原料，往往可以传导至 CPI 中以工业品为原料的消费品，二者相当于批发价和零售价的关系。具体地：**1）衣着：**PPI 生活资料中衣着分项与 CPI 衣着走势接近，具有对应关系。**2）耐用消费品：**PPI 生活资料中耐用消费品（包括家用电器、家具、汽车等）能够与 CPI 中的交通工具、家用器具、家具及室内装饰品等项目相对应。**3）一般日用品：**PPI 中的一般日用品（包括玩具、体育用品、工艺美术用品、日用塑料用品等），能够与 CPI 中的家庭日用杂品、个人护理用品等细分项目对应。

图表 19 PPI 耐用消费品包含汽车、家电等部分



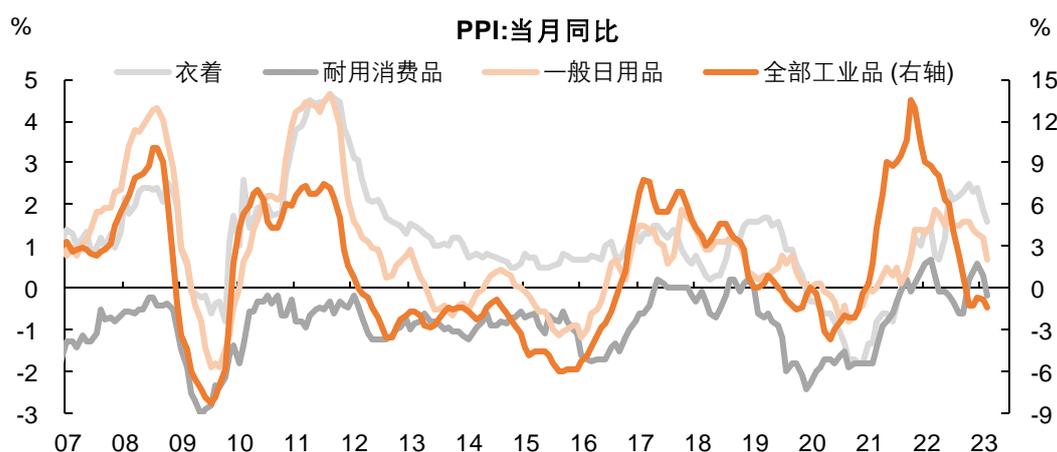
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 20 PPI 一般日用品领先 CPI 生活用品分项同比增速



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 21 PPI 全部工业品领先于 PPI 生活资料中衣着、耐用消费品及一般日用品的变化



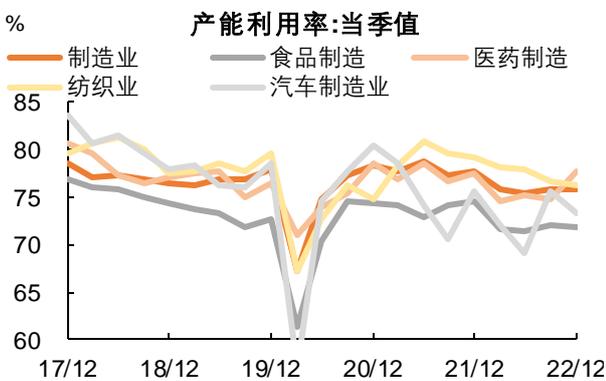
资料来源：Wind, 平安证券研究所

回顾 2021 年至 2022 年，大宗商品价格处于高位，我国消费制造业面临的成本抬升压力较大，但下游居民消费需求偏弱，工业消费品（扣除能源）的价格相对稳定。展望 2023 年，工业消费品（扣除能源）价格继续稳定运行的基础在于：一是，

我国工业生产能力较为充足。2022 年四季度我国制造业产能利用率约 75.8%，同比下行 1.8 个百分点；与工业消费品（扣除能源）相关的纺织业、汽车制造、食品制造业的产能利用率分别同比下行 3.0、2.6、2.3 个百分点，仅医药制造业的产能利用率在疫情需求拉动下同比抬升 0.2 个百分点。二是，工业消费品（扣除能源）成本压力趋缓。随着全球经济增长进一步放缓，大宗商品需求走弱，价格波动中枢有望下移，这有助于缓解消费制造行业的成本压力。我们预计，2023 年 PPI 的中枢运行于负值区间，但在下半年可能受基数效应推升，跌幅有所收窄。

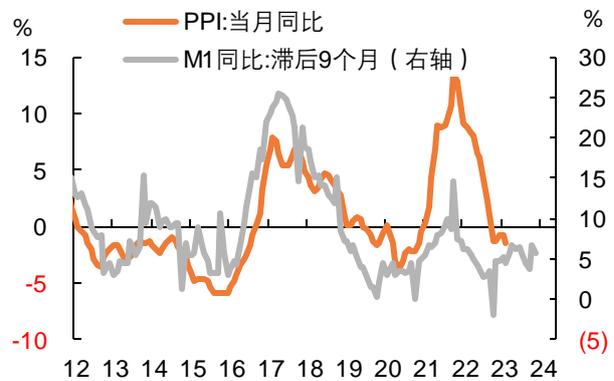
从国家统计局 CPI 数据看，2023 年前两个月工业消费品（扣除能源）的价格平稳运行。2023 年 1-2 月，CPI 中衣着、交通工具、家用器具、通信工具同比增速的中枢，分别较 2022 年四季度高 0.1 个百分点、高 0.1 个百分点、低 0.48 个百分点、低 1.7 个百分点。我们测算 1-2 月工业消费品（扣除能源）价格同比均值为 0.75%，基本持平于 2022 年四季度。我们也观察到，年初以来汽车行业打响“价格战”，若居民对大件商品消费需求持续偏弱，可能进一步拖累工业消费品（扣除能源）价格。2023 年开年，特斯拉借新能源汽车国家补贴正式退出的契机降价，引发蔚来、小鹏、飞凡等十余家新能源车企先后降价。3 月以来，湖北省与车企推出堪称“历史最强”的政企联合补贴，掀起燃油车降价热潮。据媒体不完全统计，目前已有超过 30 个车企品牌加入了本轮“价格战”。

图表 22 我国消费制造业产能较为充裕



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 23 领先 PPI 增速半年的 M1 增速抬升缓慢



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、2023 年我国核心 CPI 展望

结合自上而下的趋势研判和自下而上的结构分析，我们对 2023 年我国核心 CPI 上行风险做定量测算（详见附录二）。

- 中性情形下，预计 2023 年核心 CPI 同比增速中枢提升至 1.2%，年末高点约 1.7%。其中，居住服务、非居住服务业价格抬升，对核心 CPI 的拉动分别为 0.21 个百分点、0.2 个百分点；工业消费品（扣除能源）的价格中枢有所下移，对核心 CPI 产生 0.05 个百分点的拖累。
- 涨价较快情形下，预计 2023 年核心 CPI 同比增速中枢接近于 1.4%，四季度突破“2%”，年末高点约 2.1%。其中，居住服务价格较快上行，对于核心 CPI 的拉动约 0.32 个百分点；非居住服务业经营主体出清较为严重，或居民服务消费需求出现报复性增长，对核心 CPI 的拉动约 0.25 个百分点；工业消费品（扣除能源）的价格存在一定拖累。
- 涨价较慢情形下，预计 2023 年核心 CPI 同比增速中枢提升至 1% 左右，年末高点约 1.4%。其中，居住服务对于核心 CPI 的拉动约 0.09 个百分点，非居住服务业对核心 CPI 的拉动约 0.21 个百分点；如果国内需求偏弱，或海外大宗商品价格进一步下滑，耐用消费品具备降价促销的意愿和条件，工业消费品（扣除能源）的价格中枢较快下行，对核心 CPI 产生 0.15 个百分点的拖累。

图表24 不同情形下2023年我国核心CPI走势预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总结一下,我们预计2023年我国核心CPI中枢将会抬升,但其幅度相对可控,从而通胀形势整体温和。不过,下半年核心CPI上冲高度仍值得关注,因去年下半年基数走低,叠加经济修复可能滞后助推新涨价因素。对货币政策而言,上半年核心通胀压力暂且不大,是偏宽松操作的重要窗口期,若国内需求恢复势头不及预期,仍有必要“精准”发力支持内需回稳,正如近期央行降准所示的(参见我们报告《恰如其分的降准》);下半年若美国经济的韧性和通胀的顽固性仍较强,令美联储在更长时间内延续紧缩政策,或内需恢复势头较好,我国货币政策在总量操作上或趋谨慎。

附录一：核心CPI权重拆分

为更好评判今年核心CPI上行风险,有必要对其结构做进一步拆分。

首先,可以将CPI的波动直接分为食品、能源、核心CPI(剔除能源与食品影响)三个部分。最近一次2021年的CPI基期轮换中²,国家统计局并没有公布各分项的权重,但指出分类权数主要参考住户收支与生活状况调查中最新的居民消费支出数据。为合理准确地反映居民消费结构,国家统计局还“结合2020年开展的权数专项调查结果和相关行政记录,并参照当前国际做法,剔除了非洲猪瘟、新冠疫情等对居民消费支出的异常影响”,进行了重新测算。

我们估算,我国CPI中食品分项占19%左右,能源分项占3.5%左右、核心CPI占76.5%左右。主要依据两种方法估算:一是支出法,参考住户收支与生活状况调查中的居民消费支出数据。这一数据源同样将居民消费分为8个大类(食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务),并单列了居民服务消费³的占比。二是回归法,以不同分项CPI同比增速对CPI总体的同比增速做多元回归,据此测算在一定时期内的平均权重。但需注意的是,回归法估算的权重参数稳定性较差(不同时间区间的估算结果不同),因而我们将两种方法结合起来看。

² http://www.stats.gov.cn/xxgk/jd/sjkd2020/202102/t20210210_1813322.html

³ 服务性消费指住户用于各种生活服务的消费支出,包括餐饮服务、衣着鞋类加工服务、居住服务、家庭服务、交通通信服务、教育文化娱乐服务、医疗服务和其他服务等。

图表25 我国 CPI 各分项权重的估算 (%)

时间区间 估算方式	2016-2022 年		2021-2022 年	
	支出法	回归法	支出法	回归法
其中: 食品	20.0	20.5	19.6	18.5
非食品	80.0	80.0	80.4	81.5
其中: 消费品	56.5	62.3	56.3	60.0
服务	43.5	37.6	43.7	40.0
其中: 1、食品烟酒	29.5	31.2	30.2	28.1
2、衣着	6.3	1.9	5.8	2.3
3、居住	23.3	24.8	23.7	25.6
4、生活用品及服务	6.0	4.4	5.9	12.1
5、交通通信	13.3	12.5	13.1	12.8
6、教育文化娱乐	10.9	14.7	10.5	11.0
7、医疗保健	8.4	7.9	8.7	5.5
8、其他用品及服务	2.4	2.6	2.4	2.6
其中: 食品	20.0	20.5	19.6	18.5
能源	-	3.7	-	3.3
核心 CPI:不包括食品和能源	-	75.8	-	78.2

资料来源: Wind, 平安证券研究所

CPI = 消费品 CPI + 服务 CPI 其中, 消费品包括食品、能源和工业消费品 (扣除能源); 服务包括居住和非居住类服务。

= 食品 CPI + 能源 CPI + 工业消费品 (扣除能源) CPI + 居住服务 CPI + 非居住类服务 CPI

= 食品 CPI + 能源 CPI + 核心 CPI

据此, 可以将核心 CPI 拆分为三个部分: 居住服务、非居住类服务、工业消费品 (扣除能源)。在前述估计交叉验证的基础上, 我们估算, 核心 CPI 中居住服务约占 31%、非居住类服务约占 21%、工业消费品 (扣除能源) 约占 48%。

囿于数据限制, 工业消费品 (扣除能源) 和非居住服务两个大类中, 细分项目的权重和增速难以估测。尽管 CPI 统计的一篮子商品中有 8 个大类和 268 个细分项目, 但国家统计局月度公布的数据仅有 8 个一级大类、27 个二级分类项目的 CPI 增速; 《中国住户调查年鉴》中仅有 8 个一级大类、24 个二级分类项目在居民消费支出中的比例。不过, 我们可以利用其中的恒等关系, 假设各部分的权重相对稳定 (上表中用同类方法、在不同时间段估算的权重变化幅度可控), 近似地拆分出工业消费品 (扣除能源) 和非居住服务 CPI 的月度同比走势。

如果假设居住分项在服务 CPI 中的占比相对稳定 (约 60%), 我们就可以用 CPI 服务分项和 CPI 居住分项的变化反推出非居住服务项目的 CPI 走势。

$$\text{非居住服务CPI: 当月同比} = \frac{\text{服务CPI: 当月同比} - \text{居住CPI: 当月同比} \times \text{居住占服务CPI的权重}}{1 - \text{居住占服务CPI的权重}}$$

同样地, 如果假设服务分项在核心 CPI 中的占比相对稳定 (约 50%), 我们就可以用核心 CPI 和 CPI 服务分项的变化反推出工业消费品 (扣除能源) 的走势。

$$\text{工业消费品 (扣除能源) CPI: 当月同比} = \frac{\text{核心CPI: 当月同比} - \text{服务CPI: 当月同比} \times \text{服务占核心CPI的权重}}{1 - \text{服务占核心CPI的权重}}$$

附录二：核心 CPI 测算假设

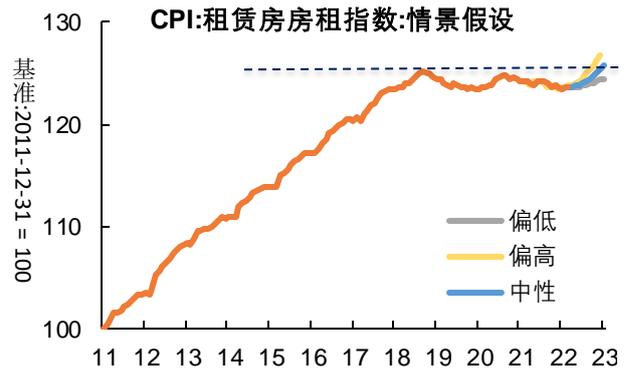
对于 2023 年房租价格及其对核心 CPI 的影响，我们做三种情景假设：1) 中性情形下，2023 年全年房租上涨 1.8%，价格指数接近 2019 年的 8 月的历史高点，对核心 CPI 的拉动约 0.21 个百分点。2) 涨价较快情形下，2023 年全年房租上涨 2.7%（接近于 2015-2019 年均值），价格指数创历史新高，对核心 CPI 的拉动约 0.32 个百分点。3) 涨价较慢情形下，2023 年全年房租上涨 0.9%，价格指数恢复至 2021 年三季度均值水平，对核心 CPI 的拉动约 0.09 个百分点。

图表 26 我国房价和物价预期走势较为同步



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 27 2023 年我国 CPI 租赁房房租的情景假设



资料来源：Wind, 平安证券研究所

非居住服务情景假设：1) 中性情形下，假设 2023 年受疫情冲击较严重的接触性服务价格中枢达疫情前（2016-2019 年）均值，受政策影响较大的服务价格中枢相对稳定，预计非居住服务价格中枢自 2022 年的 1.1% 升至 2.0%，对核心 CPI 的拉动为 0.2 个百分点。2) 涨价较快的情形下，如果服务业经营主体的出清较为严重，或居民服务消费的需求出现报复性增长，价格可能超预期抬升，预计非居住服务业的价格中枢升至 2.26%（与 2019 年相当），对核心 CPI 的拉动为 0.25 个百分点。

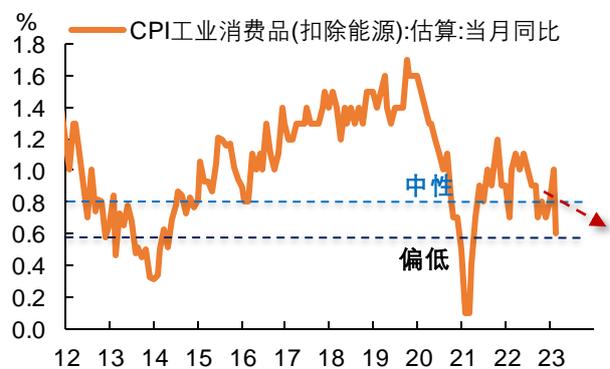
工业消费品（扣除能源）情景假设：1) 中性情形下：预计 2023 年工业消费品（扣除能源）增速中枢在 0.8% 左右（低于 2020-2022 年 0.9% 的均值），对国内核心 CPI 产生 0.05 个百分点的拖累。2) 降价促销情形：如果海外经济较快下滑，或国内需求偏弱，耐用消费品具备降价促销的意愿和条件，预计 2023 年工业消费品（扣除能源）增速中枢降至 0.6% 左右，对国内核心 CPI 产生 0.15 个百分点的拖累。

图表 28 2023 年 CPI 非居住服务分项情景假设



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 29 2023 年 CPI 工业消费品（扣除能源）情景假设



资料来源：Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033