

总量研究

如何看待核心通胀上行风险？

——2023 年 1 月价格数据点评

要点

事件：

国家统计局发布了 2023 年 1 月份全国 CPI 和 PPI 数据。1) CPI 同比 2.1%，前值 1.8%，市场预期 2.3%；CPI 环比 0.8%，前值 0%；2) 核心 CPI 同比 1.0%，前值 0.7%；3) PPI 同比-0.8%，前值-0.7%，市场预期-0.5%；PPI 环比-0.4%，前值-0.5%。

核心观点：

1 月，受春节效应、疫后服务需求加快释放影响，CPI 环比明显上涨，核心 CPI 加速回升；PPI 同比延续下跌，与国际油价下跌、工业生产恢复偏弱有关。

向前看，疫后消费脉冲式修复，叠加前期服务供给约束，将带动核心通胀逐步升温。但后续上行高度仍取决于消费复苏高度，即居民收入恢复情况。在预期今年消费温和复苏、房地产市场弱复苏的情况下，核心通胀上行风险可控。

服务价格上涨，推动核心 CPI 加速回升

1 月 CPI 同比连续两个月回升，至 2.1%；环比上行至 0.8%，为 2021 年 2 月来环比最高值。核心 CPI 同比自上月的 0.7% 上行至 1.0%，呈现加速迹象。

CPI 环比加快上涨，除受春节等季节性因素推动外，更为值得关注的是，服务价格出现明显上涨。12 月下旬后，随着全国疫情达峰，居民出行活动明显恢复，叠加春节效应，旅游、娱乐、交通等服务价格明显上涨。1 月教育文化和娱乐价格环比上涨 1.3%，上月为 0.1%；交通工具使用和维修价格环比上涨 1.9%，上月为持平；家庭服务价格环比上涨 2.4%，上月为 0.5%。

PPI 同比延续回落，环比降幅收窄

1 月 PPI 环比降幅小幅收窄至-0.4%，上月为-0.5%。同比延续下跌，自上月的-0.7% 回落至-0.8%，仍处在磨底震荡阶段。PPI 环比下降，主要受前期油价下跌带来的输入性因素影响，内需主导的黑色金属价格涨幅扩大、有色金属价格企稳、煤炭价格小幅回落，反映市场预期有所向好，但实际改善幅度偏弱。1 月，尽管防疫政策优化后，生产生活较快恢复，但部分受春节假期影响，生产强度仍然偏弱。进入 2 月后，中下游开工率数据、房地产销售数据均有明显改善，有望带动后续工业品价格企稳回升。

如何看待核心通胀上行风险？

当前消费恢复更多是结构性的，多集中在服务领域。并且在服务领域，总体涨价幅度也相对可控，主要受春节效应和疫后补偿式消费影响。从绝对水平上看，服务价格环比尚未超出疫情发生前年份春节月份的水平，指向报复性消费情况较少，这可能与居民收入尚未改善有关。

那么随着春节效应的结束，以及补偿式消费空间收窄，核心通胀上行速度也会开始放缓。从日本、新加坡经验看，在疫情管控放松后的一个季度内，服务消费得到最快释放，出现一轮脉冲式效应，此后呈现高位波动情况。

进一步而言，在一季度经历疫后消费脉冲式修复后，后续核心 CPI 上行高度，仍取决于整体消费复苏的高度，即居民收入恢复的情况。在预期今年消费温和复苏、房地产市场弱复苏的基础上，未来核心 CPI 同比大概率向疫情前水平逐步靠拢。参考 2019 年水平，核心 CPI 同比处在 1.5%-2% 区间。

风险提示：海外能源危机再度发酵；国内需求恢复不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

疫情感染高峰已过，Q1 经济修复或超预期——《经济复苏追踪系列》第二篇（2023-01-14）

社融增速仍将寻底，信贷结构持续优化——2022 年 12 月金融数据点评（2023-01-10）

薪资回落，预示非农将加速降温——2022 年 12 月非农数据点评兼光大宏观周报（2023-01-07）

从部委工作会议看 2023 年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

经济加快探底，后期走势有望回暖——2022 年 12 月 PMI 点评兼光大宏观周报（2022-12-31）

底部探明，复苏在即——2022 年 11 月工业企业盈利数据点评（2022-12-27）

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

底部已现，黄金步入上行通道——大类资产配置系列报告第一篇（2022-12-21）

收入加快，支出放缓，收支压力逐步缓和——2022 年 11 月财政数据点评（2022-12-20）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年 12 月中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

目 录

一、出行需求回暖，核心 CPI 企稳回升.....	3
二、PPI 环比转负，同比降幅超预期.....	4
三、关注需求回暖后的服务型结构性通胀	5
四、风险提示.....	7

图目录

图 1：1 月 CPI 同比涨幅回升，更多受食品价格上涨影响.....	3
图 2：1 月核心 CPI 环比明显上行，处在过去几年高位	3
图 3：1 月猪价环比大幅下跌，鲜菜、鲜果价格环比涨幅高于季节性.....	4
图 4：1 月非食品中，服务价格涨幅较大，消费品价格表现温和	4
图 5：1 月 PPI 环比降幅收窄，同比延续下跌	5
图 6：1 月生产资料价格同比下跌，生活资料价格同比增速回落	5
图 7：1 月生产资料价格环比跌幅收窄，生活资料价格环比跌幅扩大.....	5
图 8：1 月石化行业价格环比跌幅较大，黑色金属、医药价格明显上涨	5
图 9：新加坡疫情过峰后，餐饮消费快速冲高，此后小幅回落	6
图 10：日本疫情过峰后，出行消费大幅反弹后回落	6
图 11：核心 CPI 分项中，旅游、交通等服务价格环比涨幅较大.....	6
图 12：核心 CPI 中，居住权重最高.....	6

一、服务价格上涨，推动核心 CPI 加速回升

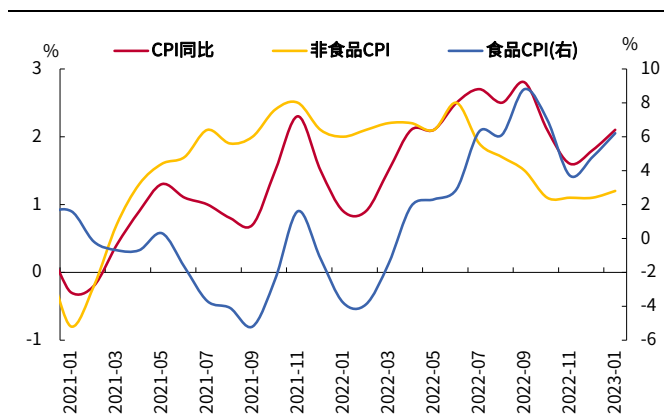
1 月 CPI 同比自上月的 1.8%上行至 2.1%，连续两个月回升；环比自上月的 0%上行至 0.8%，为 2021 年 2 月来环比最高值。核心 CPI 同比自上月的 0.7%上行至 1.0%，连续两个月回升，并呈现加速迹象。

CPI 环比加快上涨，除受春节等季节性因素推动外，更为值得关注的是，居民出行强度恢复后，服务价格出现明显上涨。

从环比分项数据看，食品价格涨幅略低于季节性，核心 CPI 价格涨幅高于季节性。1 月食品价格环比为 2.8%，略低于季节性水平 2.7%（2018-2022 年均值，下同）；非食品价格环比为 0.3%，持平于季节性水平；核心 CPI 环比为 0.4%，高于季节性水平 0.3%。

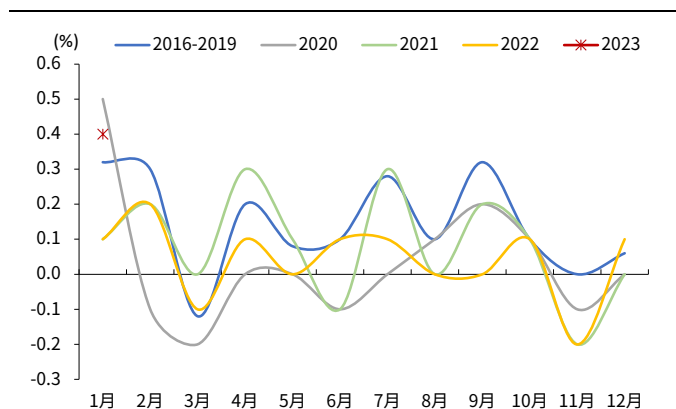
若从消费品和服务角度看，1 月消费品价格环比为 0.7%，低于季节性水平 1.0%，而服务价格环比达到 0.8%，明显高于季节性水平 0.5%。

图 1：1 月 CPI 同比涨幅回升，更多受食品价格上涨影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：1 月核心 CPI 环比明显上行，处在过去几年高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

消费品价格弱于季节性，主要受猪价、油价下跌等周期性因素影响。

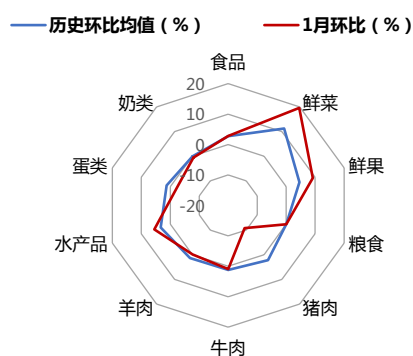
受生猪供给持续增加影响，1 月猪肉价格环比下降 10.8%，降幅比上月扩大 2.1 个百分点。近期，由于节后需求进入淡季、猪肉供给相对充裕，猪价仍在持续下跌。2 月 6 日，国家发改委表示，猪价进入过度下跌一级预警区间，将启动中央冻猪肉储备收储工作，并指导各地同步收储。猪肉收储有助于稳定市场情绪，随着后续市场需求回暖，猪价或逐步企稳，但鉴于生猪产能持续修复，未来猪价上涨空间有限，对 CPI 影响或趋于收敛。

油价方面，受前期国际油价下跌影响，1 月国内汽油和柴油价格环比分别下降 2.4%和 2.6%，交通工具用燃料价格环比下跌 2.3%，降幅较上月有所收窄。受欧美对俄油制裁影响低于预期、全球经济增长预期放缓等因素影响，油价仍处在弱势震荡阶段。总体而言，今年由于全球总需求增长放缓、俄乌冲突带来的俄原油供给风险减弱，油价中枢将较上年有所回落，但鉴于原油供给相对刚性，美国经济软着陆概率加大、欧洲和中国经济复苏，油价下行空间有限。

而在防疫政策优化调整后，服务价格环比连续两个月高于季节性，并在 1 月出现加速迹象，带动核心 CPI 持续回升。

12 月下旬后，全国疫情已经达峰，1 月居民出行活动明显恢复，叠加春节效应，居民出行和文娱消费需求大幅增加，旅游、娱乐、交通等服务价格明显上涨。1 月教育文化和娱乐价格环比上涨 1.3%，上月为 0.1%；交通工具使用和维修价格环比上涨 1.9%，上月为持平；家庭服务价格环比上涨 2.4%，上月为 0.5%。

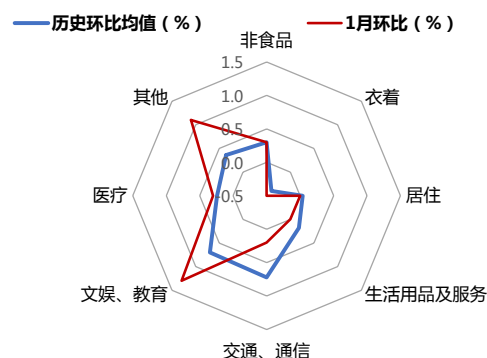
图 3：1 月猪价环比大幅下跌，鲜菜、鲜果价格环比涨幅高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2018 年-2022 年各年 1 月环比均值

图 4：1 月非食品中，服务价格涨幅较大，消费品价格表现温和



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2018 年-2022 年各年 1 月环比均值

二、PPI 同比延续回落，环比降幅收窄

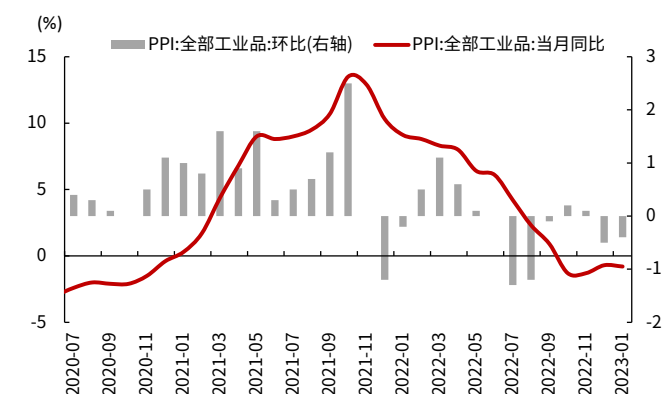
1 月 PPI 环比降幅小幅收窄至-0.4%，上月为-0.5%。同比延续下跌，自上月的-0.7%回落至-0.8%，仍处在磨底震荡阶段。

PPI 环比下降，主要受前期油价下跌带来的输入性因素影响，内需主导的黑色金属价格涨幅扩大、有色金属价格企稳、煤炭价格小幅回落，反映市场预期有所向好，但实际改善幅度偏弱。

其中，1 月，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 3.2%，上月为-3.5%；有色金属冶炼和压延加工业价格环比持平，上月环比为 1.1%；黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1.5%，上月为 0.4%；煤炭开采和洗选业价格环比下降 0.5%，上月为 0.8%。

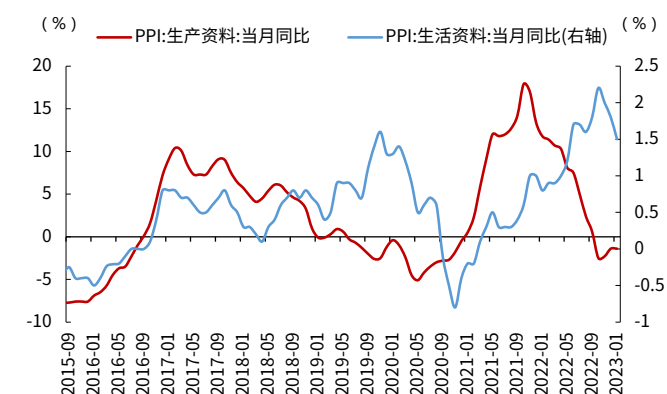
1 月，尽管防疫政策优化后，生产生活较快恢复，但部分受春节假期影响，生产强度仍然偏弱。进入 2 月后，中下游开工率数据、房地产销售数据均有明显改善，有望带动后续工业品价格企稳回升。

图 5：1 月 PPI 环比降幅收窄，同比延续下跌



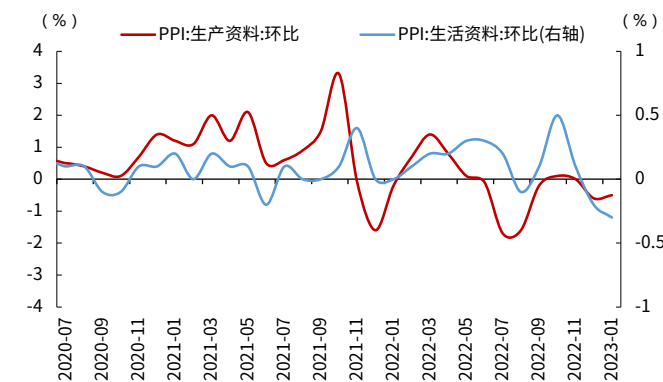
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：1 月生产资料价格同比下跌，生活资料价格同比增速回落



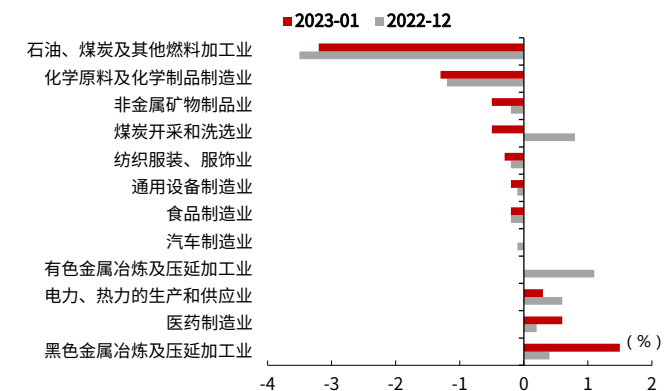
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：1 月生产资料价格环比跌幅收窄，生活资料价格环比跌幅扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：1 月石化行业价格环比跌幅较大，黑色金属、医药价格明显上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

三、如何看待核心通胀上行风险？

此前，我们曾在报告中提出，防疫政策落地后，随着居民出行回归常态化，消

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_52210

