



张瑜：探寻核心通胀的秘密



意见领袖 | 张瑜

主要观点

前言

疫情以来我国 CPI 同比一直处于低位，一方面是下行的猪周期拖累食品价格，另一方面则是核心 CPI 走势偏弱。相较于供给侧的食品价格波动，更多体现需求侧压力的核心通胀疲软对整体物价水平的影响更值得关注。但是，研究我国核心 CPI 却存在三个难点：一是时间序列偏短，二是公布数据不全，三是我国的价格机制改革尚未完成，核心 CPI 并不完全是经济供需的反映，这也是用“自上而下”方法研究核心价格很难的重要原因。即便如此，我们仍希望对此进行一些探索性研究，希望能给投资者提供些许参考。

什么是核心 CPI？——开篇应须明“义”

从定义上讲，核心 CPI 是指“剔除了某些价格会异常或大幅波动的组成项目”的 CPI，但在实践中，具体需要剔除哪些项目，则要取决于一国的经济状况，也就是说，各个经济体的核心 CPI 的定义和范围可能是不一样的。

以中美欧日为例，我国和美国的核 CPI 均是指“不含食品和能源的 CPI”，即便如此，两者也有差异；而欧日的核 CPI 概念差别更大，日本的核心 CPI 是指“不含生鲜食品的 CPI”，欧元区的核心 HICP(核心 CPI)

则是指“不含能源、粮食、酒精和烟草的 HICP”。(详情参见正文)

如何拆解核心 CPI? ——四分法框架

采用“自下而上”的分析思路将核心 CPI 分为四类价格,分别是耐用品、非耐用品、周期性服务、非周期性服务,分两步进行:第一步是测算 CPI 细项权重并确定核心 CPI 范围;第二步是根据核心 CPI 细分项目的类别进行分类,并结合权重将其整合为四类价格。

从结果来看,我国核心 CPI 占 CPI 的权重大约为 73%,但公布月度数据的核心 CPI 分项合计权重仅约是 55.1%。我们将之为四类:耐用品(交通和通信工具、家用器具)权重约 5.1%,非耐用品(烟酒、药品、服装和鞋)权重约 11.5%,周期性服务(房租、旅游、家庭服务等)权重约 21.9%,非周期性服务(通信和邮递服务、教育、医疗服务)权重约 14.3%。

从过去二十年的经验看,核心 CPI 四类价格均有其长期趋势特征:1)耐用品价格的长期下跌趋势,主要由技术进步、效率提升带来的产品普及所致;纵观海内外,耐用品价格均有如是特征。在这点上,体现最为明显的是交通和通信工具价格。2)非耐用品价格整体呈上涨趋势,非耐用品价格较容易受到行业或宏观政策的影响,比如三公消费对酒类价格的影响、控烟以及消费税上调对烟草价格的影响,其他一些耐用品价格长期上涨则与成本有关,比如衣着鞋类和药品价格。3)由于劳动力成本上升和消费支出结构的升级,服务类价格呈长期上涨趋势,但不一样的地方在于,周期性服务价格是呈现波动上涨趋势,其周期性,一方面来自于季节性,另

一方面是来自经济周期，比如房租价格和旅游服务价格。在非周期性服务中，有个特例是通信服务，长期来看价格稳中趋跌，应该是受网络普及以及政策降费的影响。

如何运用核心 CPI 四分法？——现状分析与短期展望

（一）现状分析：周期性服务是近年来核心通胀疲软的主因。

近三年多以来，我国核心通胀显著回落，其过程大致可分为三个阶段：第一阶段是 2019 年至 2021 年初，核心 CPI 同比从 2019 年 1 月的 1.9% 回落至 2021 年 1 月的 -0.3%，周期性服务、非耐用品、周期性服务分别边际拖累 1.7、0.5、0.2 个百分点，耐用品边际拉动 0.1 个百分点；第二阶段是 2021 年初至 2021 年三季度，核心 CPI 同比从 -0.3% 回升至 1.3%，周期性服务、耐用品和非耐用品、非周期性服务价格均有所上行，分别边际拉动 1.1、0.2、0.2、0.1 个百分点。第三阶段是 2021 年四季度至今，核心 CPI 同比从 1.3% 回落至 0.8%。周期性服务、耐用品分别边际拖累 0.7、0.2 个百分点，非耐用品和非周期性服务价格整体保持平稳。

周期性服务（同比下行幅度大，权重也大）是近年来核心通胀疲软的主因。在周期性服务中，主要就是房租和旅游项，这也是与疫情和经济最直接相关的分项。在核心 CPI 同比回落的第一阶段和第三阶段，受疫情较为频发和防控政策偏严、经济下行和就业压力较大、居民收入增长乏力等因素影响，房租和旅游服务价格同比持续走低，带动周期性服务价格下行，进而拖累核心 CPI 走势。与之对应的是第二阶段，低基数效应叠加彼时我

国经济和疫情形势边际好转，周期性服务价格上行带动了核心 CPI 同比的回升。

（二）短期展望：核心通胀疲软，供给侧带来的通胀压力缓释

经济下行和就业压力若不明显缓解，就难言核心通胀会有上行压力。

7-8 月数据再次明显地体现了经济下行压力及疫情形势对核心通胀上行斜率的压制。展望未来，二季度之后，政府对经济增长目标的诉求减弱，经济呈弱复苏格局，预计今年全年经济增速或在 3%-4% 区间，叠加当下疫情频发、散发的形势，周期性服务价格难以快速回升，对核心通胀的拖累或仍将持续。由此，下半年至明年我国核心通胀压力基本无忧。预计当下至明年上半年，核心 CPI 同比可能在 1% 左右运行。

核心通胀上行斜率放缓，将压低未来一年维度内的 CPI 同比中枢和高点，供给因素带来的通胀压力将有所缓释。虽然在基数效应影响下，CPI 同比可能会在个别月份摸 3%，但整体并无通胀压力，PPI 同比也将继续回落并保持在低位区间。由此，未来两三个的通胀形势基本不会对货币政策形成掣肘。具体来看，预计今年三、四季度 CPI 同比中枢在 2.7%、2.4% 左右，明年一、二季度中枢在 2.7%、2% 左右。

风险提示：我国经济修复超预期，全球能源价格超预期，猪周期超预期。



报告目录

一、什么是核心 CPI?	6
二、核心 CPI 的四分法框架	7
(一) 估算 CPI 细项权重	7
(二) 构建核心 CPI 四类价格	9
三、核心 CPI 的长期价格趋势	10
四、核心 CPI 四分法的运用	13
(一) 现状分析：周期性服务是近年来核心通胀疲软的主因	13
(二) 短期展望：核心通胀疲软，通胀压力缓释	14

报告正文

前言

疫情以来，全球主要经济体的消费通胀均经历了一轮显著地上行，美

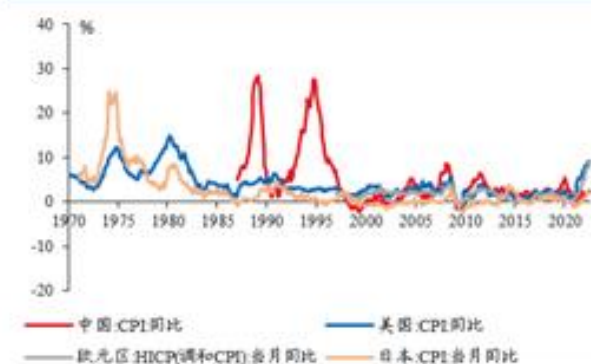
国 CPI 同比创四十年来新高,欧元区 HICP 同比是 1997 年有数据以来新高,撇开 2014 年上调消费税率的影响,日本 CPI 同比也达到近二十年来的高位。

相比之下,我国 CPI 同比却一直处于低位。一方面是下行的猪周期拖累食品价格,另一方面则是核心 CPI 同比走势偏弱。相较于供给侧的食品价格波动,更多体现需求侧压力的核心通胀疲软对整体物价水平的影响更值得关注。

但是,研究我国核心 CPI 存在三个难点:一是时间序列偏短,统计局从 2013 年才开始公布核心 CPI 数据;二是公布的数据不全,统计局并没有公布完备的 CPI 细分项目及其权重;三是我国的价格机制改革尚未完成,诸如公用事业和部分服务类价格形成机制尚需完善,从这个角度上看,核心 CPI 并不完全是经济供需的反映,这也是用“自上而下”方法研究核心价格很难的重要原因。

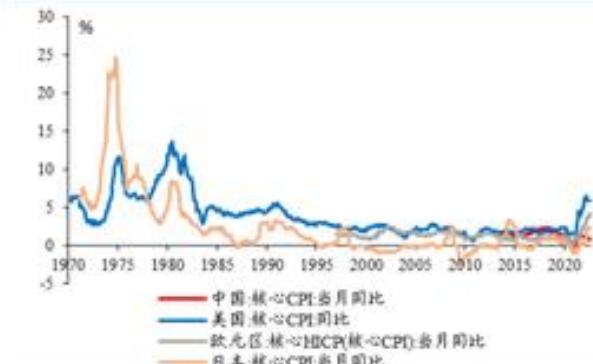
即便如此,我们仍然希望对此进行一些探索性的研究,此篇报告即是我们初步研究结果的一个呈现,采用的是“自下而上”的拆分思路,希望能给投资者提供些许参考。

图表 1 中美欧日 CPI 同比走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 中美欧日核心 CPI 同比走势



资料来源: wind, 华创证券

什么是核心 CPI?

开篇应须明“义”，我们首先需要了解什么是核心 CPI。作为耳熟能详的经济学术语，核心 CPI 的概念可能不像大家想得那么“简单”。

从定义上讲，核心 CPI 是指“剔除了某些价格会异常波动或大幅波动的组成项目”的 CPI。但在实践中，具体需要剔除哪些项目，则要取决于一国的经济状况。一般而言，剔除的项目主要集中在食品和能源项目中，比如鲜肉、水果、蔬菜以及油气，但一些经济体的核心 CPI 中还剔除了进口品、政府收费和政府管制的价格，还有一些经济体在计算核心 CPI 时，还要排除间接税（比如增值税）的影响。

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_45985

