

宏观深度报告 20250612

从“管高价”到“管低价”：如何提振核心CPI？

2025年06月12日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书：S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**今年2月以来，CPI连续4个月负增长，但主要是食品和能源项目驱动，代表经济整体供需状况的核心CPI同比增速自去年9月以来明显回升。从核心CPI的三大组成部分来看，核心商品、居住服务价格的上行空间都相对有限，如果要进一步提振核心CPI，政策应着眼于提振其他服务价格，服务消费补贴政策是较好的选择。我们预计服务消费补贴可以额外提升核心CPI约0.3个点，从而对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累，带动核心CPI增速明显回升。

■ **（1）价格调控从“管高价”到“管低价”转变，促进核心CPI回升是关键。**今年3月两会将CPI增长目标从往年的3%调整到2%，目标的下调并不意味着对价格的重视程度降低，恰恰相反，这是从“防止价格过高”到“防止价格过低”的调控思路的转变，反映出宏观政策对物价更加重视。近期，央行在25Q1货币政策执行报告中也指出“价格调控思路，也要从以前的管高价转向管低价”。如何做好“管低价”？我们认为提振核心CPI是重点，核心CPI更能反映经济整体的供需关系，若能回升，就代表经济供需相对健康。

■ **（2）CPI同比增速虽然连续4个月负增长，但主要是食品和能源项目驱动，核心CPI自去年9月以来明显回升。**具体来看，今年2月-5月CPI同比增速均值为-0.25%，其中食品贡献-0.24个点，能源贡献-0.29个点，而核心CPI贡献+0.28个点。

■ **（3）怎么看近几年核心CPI的趋势变化？**从趋势水平来看，2021年上半年核心CPI偏高，2024年下半年则偏低，因此都需要经历趋势调整。2022-2024年和今年都在回归稳态，这几年的稳态可能是在0.5-0.7附近，但促消费政策出台后这一稳态水平可能有所提升。

■ 进一步的，我们可以将核心CPI拆分成核心商品、居住服务、其他服务三大类型，分别来看这三部分价格的趋势变化。

■ **（4）核心商品：供给强、需求弱的格局没有改变，当前重点是耐用消费品价格如何变化。**耐用品补贴带来的涨价效应要超过降价效应，因而这轮“以旧换新”补贴也显著带动了耐用消费品价格回升。家用器具价格同比增速在2025年3月从-3.3%升至-0.3%，交通工具价格同比增速从2024年7月的-5.6%回升至-3.8%，通信工具价格同比在2024年9月后见底回升。

■ **（5）居住服务：①居住服务价格下行是2022年以来核心CPI偏弱的主要原因。**2013-2022年前居住服务价格同比均值为1.74%，2022年以来平均为0.07%，下降了1.67个点。而居住服务占核心CPI的权重约为25.2%，对应拖累核心CPI增速约0.4个点。同一时期核心CPI同比增速从1.54%降至0.65%，下降了0.9个点，即居住服务可以解释其中的44%左右。

■ **②本轮市场修复中，地产销售的量价具有韧性，房租价格也更有韧性，预计未来房租下行的弹性空间可能也较小。**由于房租价格具有较强的季节性，我们用区间的房租累计涨幅减去上年同期累计涨幅，来衡量房租涨幅的修复空间。2023年小阳春期间，房租CPI环比增速修复了0.4个点，而本轮市场复苏期间，房租CPI环比修复0.3个点，弱于上一轮。相比房价，房租更能反映真实居住需求，预计未来一段时间，即使房价继续下行，房租CPI也能稳定在0附近，不会随之继续下跌。

■ **（6）除居住外的其他服务：主要取决于全社会工资的走势。**除居住外的其他服务，跟工业消费品的价格逻辑相反。一般商品价格取决于供需关系，供给扩大时，价格往往趋于下降。但是，服务消费并非如此，某

相关研究

《并购重组驶入“快车道”助力科技企业估值提升》

2025-06-08

《融资需求回暖，5月社融增速或继续抬升》

2025-06-08

种程度上存在“供给扩大-价格上升”的逻辑链条。这源于服务消费特殊的供需循环：①消费需求增加→②价格上涨→③企业利润改善→④增加供给→⑤扩大招聘→⑥居民就业和工资改善→①消费需求增加。相比于工业而言，服务业是人力密集型行业，因此服务消费价格变化与全社会工资变化密切相关。

■ **（7）基于三大分类走势，如何看待今年下半年核心 CPI 趋势？** 预计核心商品价格先走高后小幅回落，居住服务价格仍将在 0 附近波动，其他服务价格受去年低基数影响仍有上升空间。综合来看，今年下半年核心 CPI 同比增速将继续回升，9-10 月触及 1.0%左右的高点后可能小幅回落，但不会跌出 0.6%-1.0%区间，整体来看相比过去 12 个月同比+0.37%的平均水平将有明显回升。

■ **（8）如何提振核心 CPI？服务价格可能是主要的潜在空间，预计服务消费补贴可以提高核心 CPI 约 0.3 个点，对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。** 从三大组成部分来看，核心商品补贴即将满周年，未来可能存在需求透支的风险，下半年和明年核心商品价格继续上涨的空间不大；居住服务价格受限于房价，短期也难以上行。如果要进一步提升核心 CPI，政策应着眼于除居住外的其他服务价格，服务消费补贴政策是不错的选择。核心 CPI 里面，除居住外的其他服务大约占比 35%。参考商品补贴带来的核心商品提振效果，核心商品价格同比增速从去年 10 月-0.1%的低点回升到近期+0.8%左右的水平，提高了 0.9 个点。如果服务消费补贴使得其他服务价格也能提升 0.9 个点，那么可以提高核心 CPI 约 0.3 个点。而前文我们指出，居住服务价格中枢下行拖累核心 CPI 约 0.4 个点，这意味着服务消费补贴可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。

■ **风险提示：**（1）测算的价格权重推广到其他时期可能存在一定误差。各种消费的权重每年每个月都是随着实际消费支出而动态变化的，这里我们用的是某一时权重估算，会存在一定误差。（2）如果房地产市场出现超预期下行，居住服务价格可能也会下跌。不过考虑到 2021 年以来房地产市场供需关系已经调整较多，居住服务价格进一步下跌的概率可能不大。（3）如果宏观政策发生变化，价格形势也会随之而言。比如，如果大规模“去产能”政策推进，核心商品价格可能将继续回升；而如果增量财政力度超预期，整体价格也有望出现超预期回升。

内容目录

1. 核心 CPI 的走势和构成	5
2. 核心商品：补贴政策的涨价效应和降价效应孰强孰弱？	6
3. 居住服务：中枢已下行，未来难再跌	9
4. 其他服务：劳动成本决定价格走势	12
5. 如何提振核心 CPI？	15
6. 附录：如何测算核心 CPI 的权重	17
7. 风险提示	19

图表目录

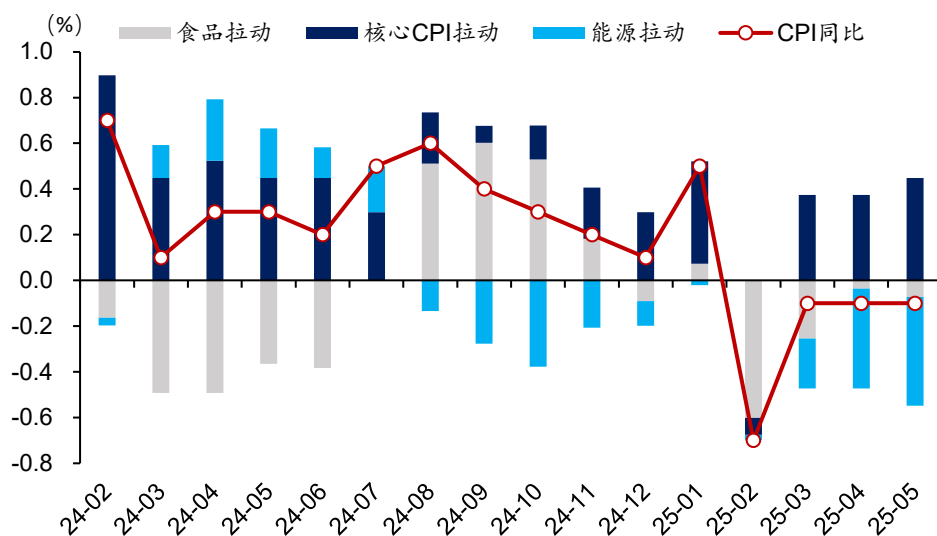
图 1:	近几个月 CPI 负增长主要是能源和食品价格驱动	5
图 2:	核心 CPI 的趋势变化	6
图 3:	“家电下乡”和“以旧换新”的政策脉络	7
图 4:	2009-2012 年“家电下乡”期间的耐用消费品价格增速回升	8
图 5:	“以旧换新”驱动耐用消费品价格增速回升	8
图 6:	2022 年以来居住服务价格中枢下行	9
图 7:	两轮修复期间商品住宅销售面积同比增速的对比	10
图 8:	两轮修复期间 70 城房价环比增速的对比	10
图 9:	两轮修复期间一线城市房价环比增速的对比	10
图 10:	两轮修复期间三线城市房价环比增速的对比	11
图 11:	两轮修复期间三线城市房价环比增速的对比	11
图 12:	两轮修复期间房地产业增加值同比增速的对比	11
图 13:	房租 CPI 环比增速的季节性	12
图 14:	这轮房租涨幅弱于 2023 年小阳春	12
图 15:	房价下跌期间的房租韧性	12
图 16:	2020 年每百万元增加值吸纳的就业来看，服务业普遍更高	13
图 17:	2022 年广东省各行业人工成本占总成本的比例	14
图 18:	服务价格跟居民工资的相关性比较高	14
图 19:	教育、医疗和旅游三项服务价格拟合的服务 CPI 趋势较为准确	15
图 20:	教育服务 CPI 环比增速的季节性	15
图 21:	旅游服务 CPI 环比增速的季节性	15
图 22:	今年下半年核心 CPI 预计将继续回升	16
图 23:	基于消费支出测算的 CPI 各分项权重 (%)	18
表 1:	基于最优化的 CPI 各分项权重测算	18

今年3月两会将CPI增长目标从往年的3%调整到2%，目标的下调并不意味着对价格的重视程度降低，恰恰相反，这是从“防止价格过高”到“防止价格过低”的调控思路的转变，反映出宏观政策对物价更加重视。近期，央行在25Q1货币政策执行报告中也指出“价格调控思路，也要从以前的管高价转向管低价”。如何做好“管低价”？我们认为提振核心CPI是重点，核心CPI更能反映经济整体的供需关系，若能回升，就代表经济供需相对健康。

1. 核心CPI的走势和构成

CPI同比增速虽然连续4个月负增长，但主要是食品和能源项目驱动，核心CPI自去年9月以来明显回升。5月CPI同比-0.1%，自从2月以来连续4个月同比负增长，但从三大分项来看，主要是食品和能源拖累较多，核心CPI自去年9月以来处于回升趋势中。具体来看，今年2月-5月CPI同比增速均值为-0.25%，其中食品贡献-0.24个点，能源贡献-0.29个点，而核心CPI贡献+0.28个点。

图1：近几个月CPI负增长主要是能源和食品价格驱动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020年以来的核心CPI变化可以分为四个阶段

(1) 下降再回升阶段（2020年1月-2021年7月）：由于物价同比增速滞后于环比增速的变化，核心CPI同比增速自2020年初开始下行，在12个月后（2021年1月）达到-0.3%的低点。从2021年2月开始，核心CPI同比增速回升，于7月达到1.3%的高点。

(2) 下降阶段（2021年7月-2022年9月）：2021年7月后的半年，核心CPI同比

增速大致稳定在 1.2%-1.3% 附近,直到 2022 年初开始再次下行,2022 年 9 月降至 0.6%。

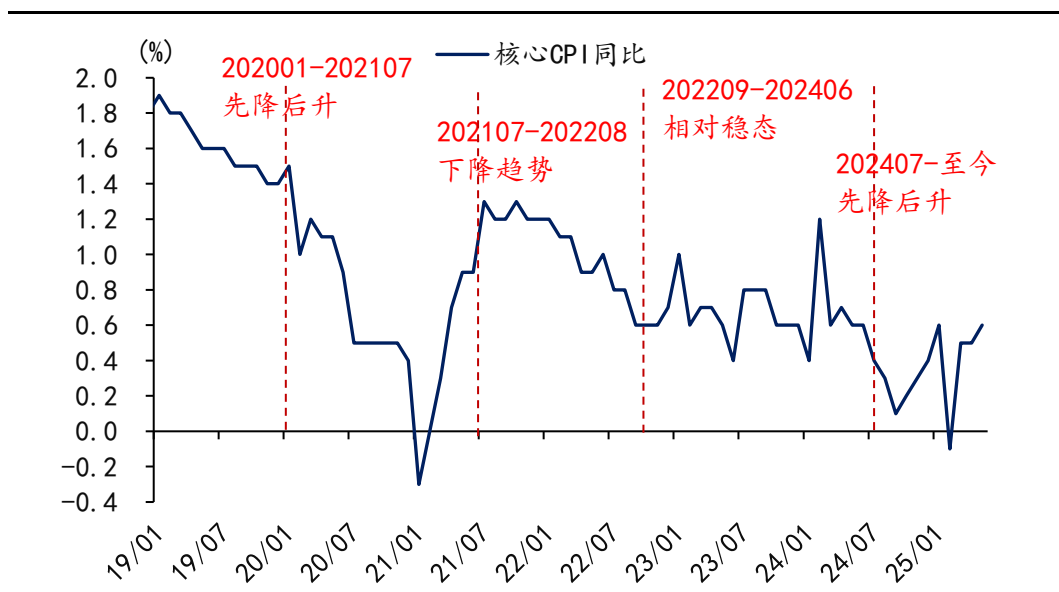
(3) 稳定阶段 (2022 年 9 月-2024 年 6 月): 核心 CPI 连续 21 个月稳定在 0.6% 上下。

(4) 下降再回升阶段 (2024 年 6 月-至今): 2024 年 6 月后核心 CPI 同比增速再次下行,9 月降至 0.1% 的低点。随着 924 一揽子稳增长政策出台,核心 CPI 同比增速开始回升,近期回升至 0.6% 附近。

怎么看近几年核心 CPI 的趋势变化? 从趋势水平来看,2021 年上半年核心 CPI 偏高,2024 年下半年则偏低,因此都需要经历趋势调整。2022-2024 年和今年都在回归稳态,这几年的稳态可能是在 0.5-0.7 附近,但促消费政策出台后这一稳态水平可能有所提升。

进一步的,我们可以将核心 CPI 拆分成核心商品、居住服务、其他服务三大类型,分别来看这三部分价格的趋势变化。

图2: 核心 CPI 的趋势变化



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

2. 核心商品: 补贴政策的涨价效应和降价效应孰强孰弱?

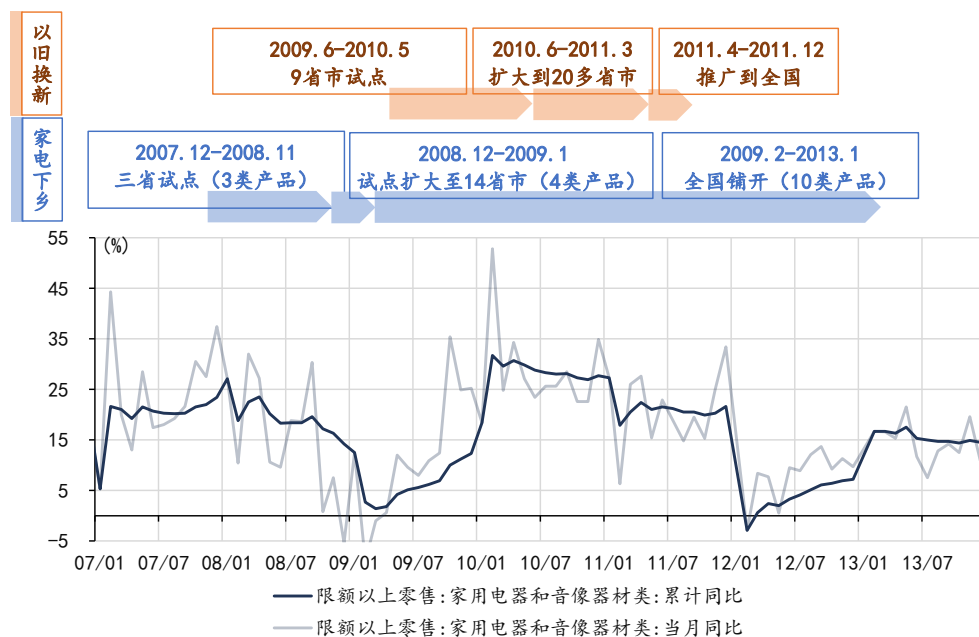
CPI 里面剔除食品、能源、服务后,剩下的就是核心商品。核心商品大多是工业消费品,其中既包括耐用消费品(如家用器具、交通工具、通信工具、文娱耐用品等),也包括非耐用消费品(如衣着、饮料烟酒、药品等)。核心商品价格走势取决于供需力量的对比。从供给端来看,一方面,原材料成本会影响商品价格;另一方面,供给数量也会影响价格,如产能过剩、产能不足。从需求端来看,可以分为内生需求和政策驱动需求,如“以旧换新”带来的需求。

从供给端来看，核心商品价格面临的压力较大。产能结构矛盾是商品供给端不可忽视的问题，PPI 是核心商品 CPI 的成本，今年 5 月 PPI 再次降至-3.3%的低位，代表供给端产能压力较大，形成价格的中长期约束。

从需求端来看，价格涨跌取决于补贴政策的涨价效应和降价效应孰强孰弱。“以旧换新”等补贴政策对耐用品价格有两方面效应，一是降价效应，补贴直接作用于最终价格，整体价格水平趋于下降；二是涨价效应，补贴带动耐用品需求增长，从而驱动价格上涨。

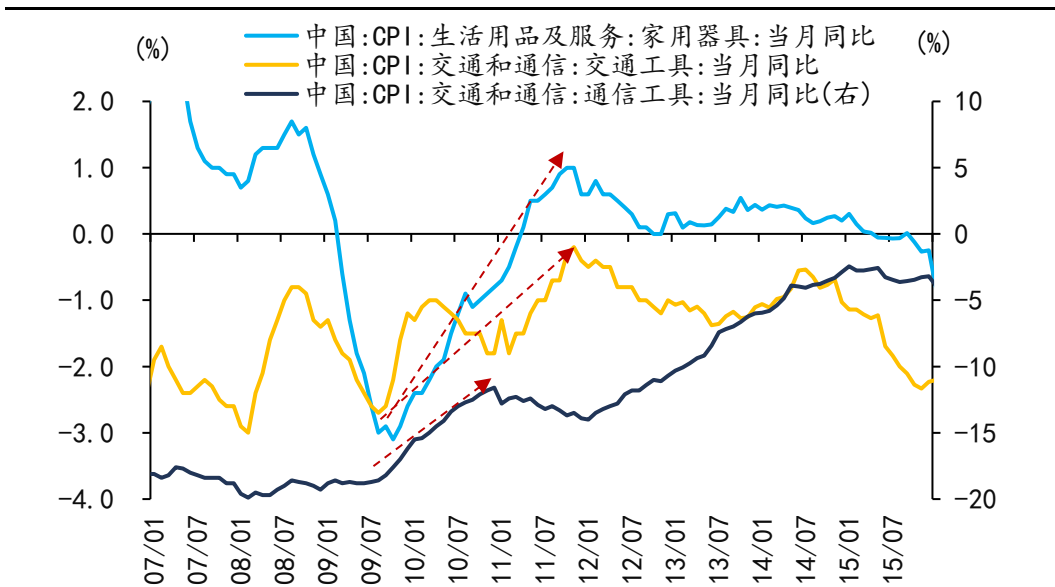
综合来看，耐用品补贴带来的涨价效应要超过降价效应，对此可以参考上轮家电下乡期间的价格变化。2009 年初，“家电下乡”开始在全国铺开，直到 2013 年结束；2010 年 6 月，“以旧换新”推广到 20 多个省市，次年扩大到全国范围，并于 2011 年底结束。在此期间，受到两种补贴政策的叠加拉动，2010-2011 年家电销售快速增长，也带动了价格的回升。家用器具 CPI 同比增速从 2009 年 10 月的-3.1%回升到 2011 年 10 月+1%，交通工具 CPI 从最低点的-2.7%回升至-0.2%。

图3：“家电下乡”和“以旧换新”的政策脉络



数据来源：Wind，中国政府网，东吴证券研究所

图4：2009-2012年“家电下乡”期间的耐用消费品价格增速回升

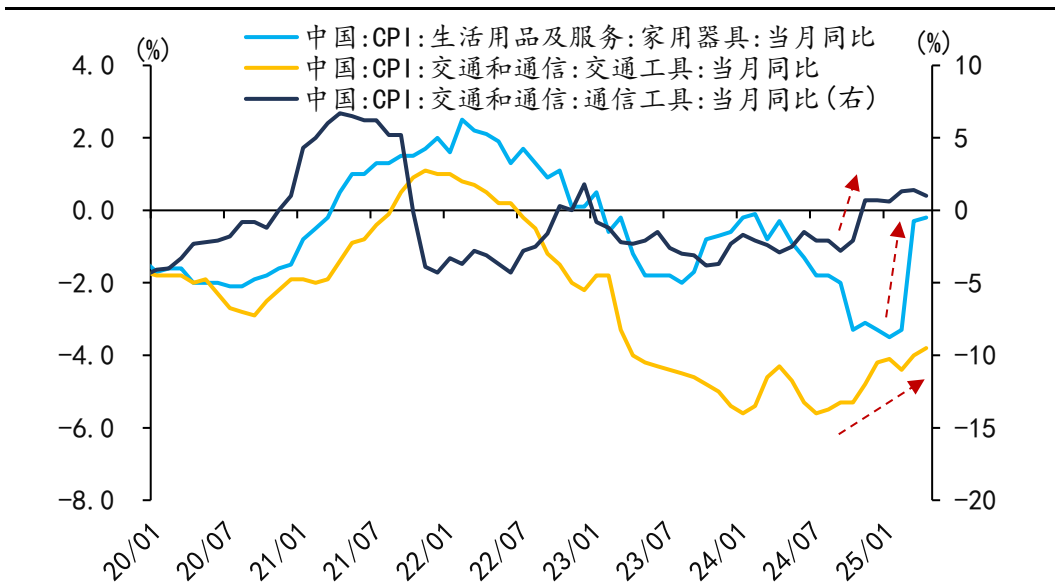


数据来源：Wind，东吴证券研究所

从过去半年的价格变化来看，这轮“以旧换新”补贴也显著带动了耐用消费品价格回升。家用器具价格同比增速在2025年3月从-3.3%升至-0.3%，交通工具价格同比增速从2024年7月的-5.6%回升至-3.8%，通信工具价格同比在2024年9月后见底回升。

往后看，参考2012年经验，耐用品价格在回升至一定高度后，可能小幅回落，但整体价格水平可能仍会高于补贴政策出台前。对应的，核心商品价格预计也将出现小幅回升。

图5：“以旧换新”驱动耐用消费品价格增速回升

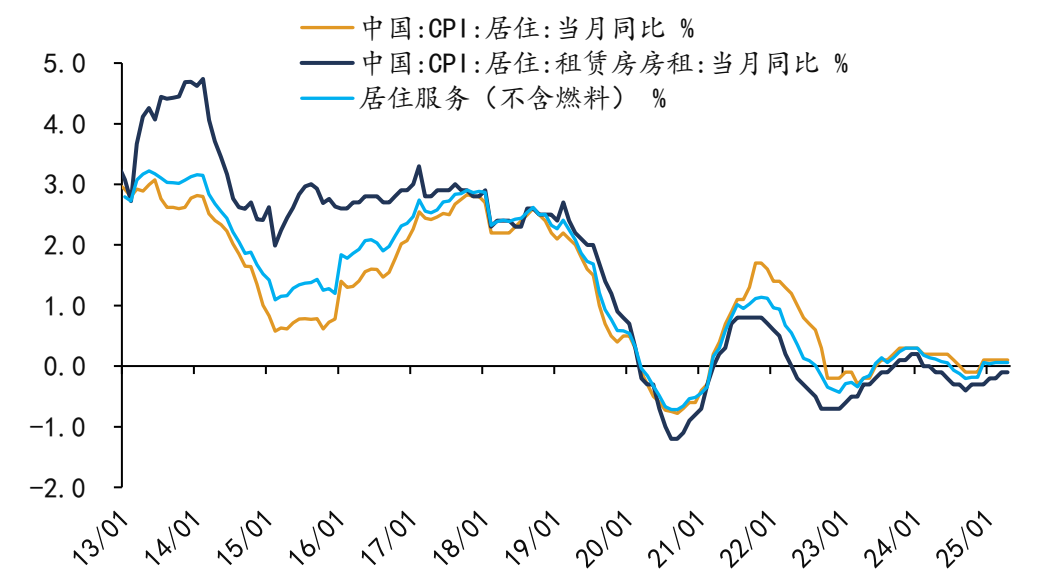


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 居住服务：中枢已下行，未来难再跌

居住服务价格下行是 2022 年以来核心 CPI 偏弱的主要原因。2013-2022 年前居住服务价格同比均值为 1.74%，2022 年以来平均为 0.07%，下降了 1.67 个点。而居住服务占核心 CPI 的权重约为 25.2%，对应拖累核心 CPI 增速约 0.4 个点。同一时期核心 CPI 同比增速从 1.54% 降至 0.65%，下降了 0.9 个点，即居住服务可以解释其中的 44% 左右。

图6：2022 年以来居住服务价格中枢下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

怎么看未来居住服务价格的变化？

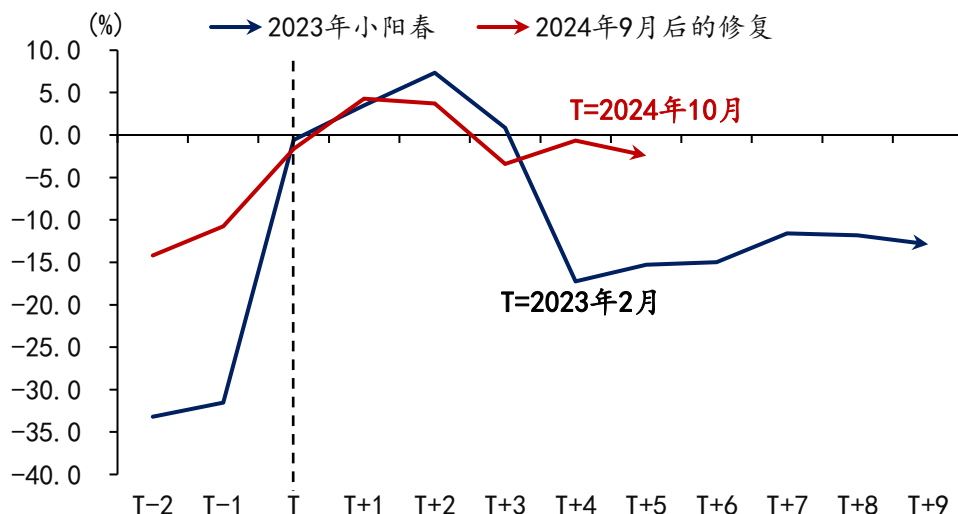
9 月以来的这轮房地产市场复苏，无论量还是价，都比 2023 年小阳春更有韧性。从销售面积来看，自 2024 年 10 月销售回升以来，过去半年，商品住宅销售增速的波动区间还没有超出（-5%，+5%）范围，而 2023 年小阳春时，单月销售面积增速从 4 月的 +7.3% 快速下降到 6 月的 -17.3%。

从价格来看，这轮复苏呈现出两个特点：第一，价格波动更小，更有韧性。2024 年 10 月以来，70 城二手房价环比增速持续半年多稳定在 -0.3% 附近，并没有出现明显下行。而 2023 年小阳春时，70 城二手房价环比增速尽管有 2 个月正增长，但从 3 月 +0.3% 快速下行至 5 月 -0.2%，随后降幅继续扩大至 -0.8%，房价韧性不如本轮。第二，一线城市价格修复接近 2023 年小阳春，而二三线城市价格修复水平要低于 2023 年。这轮房价修复更多来自一线城市，过去 7 个月里有 5 个月二手房价环比正增长，而二三线城市的二手房价环比增速持续为负，表现弱于 2023 年小阳春。

量价的韧性反映在房地产业 GDP 上面，即房地产业对经济的拖累减小。2023 年小阳春后，房地产业 GDP 同比增速加快下行，Q1-Q4 分别为 +1.8%、-0.6%、-2.1%、-2.2%，最陡峭的下行发生在小阳春结束后的 23Q2，增速下降 2.4 个点。但是，由于供需关系调整较为到位，这轮房地产回暖后，边际下行的幅度要平缓得多，24Q4 房地产业 GDP 增

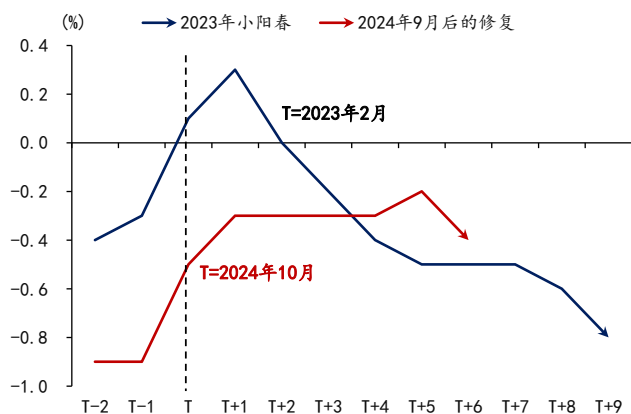
速为+2.0%，25Q1 为+1.0%，增速仅下降 1 个点。

图7：两轮修复期间商品住宅销售面积同比增速的对比



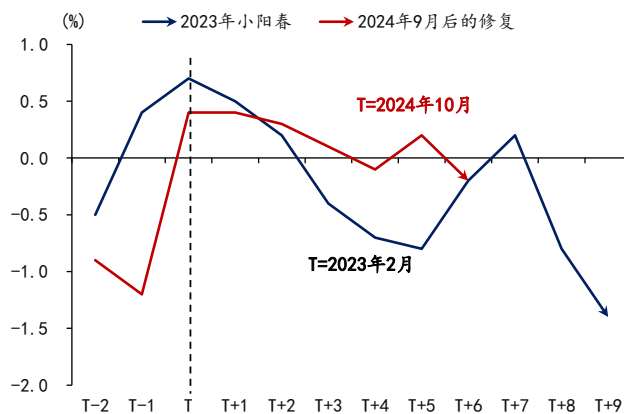
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：1-2 月合并，增速均为当月同比

图8：两轮修复期间 70 城房价环比增速的对比



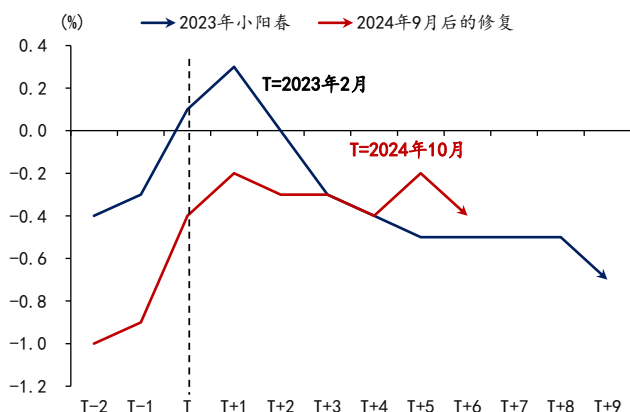
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：两轮修复期间一线城市房价环比增速的对比



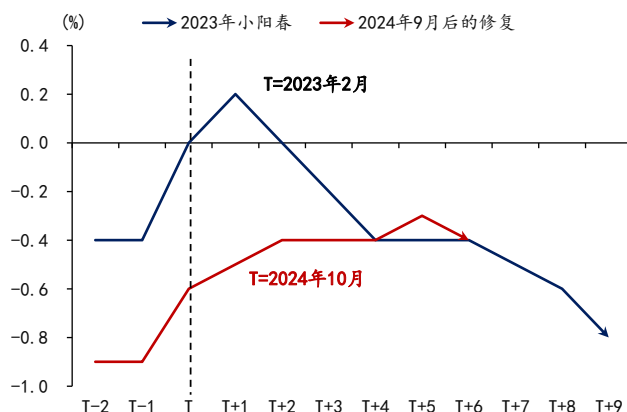
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：两轮修复期间三线城市房价环比增速的对比



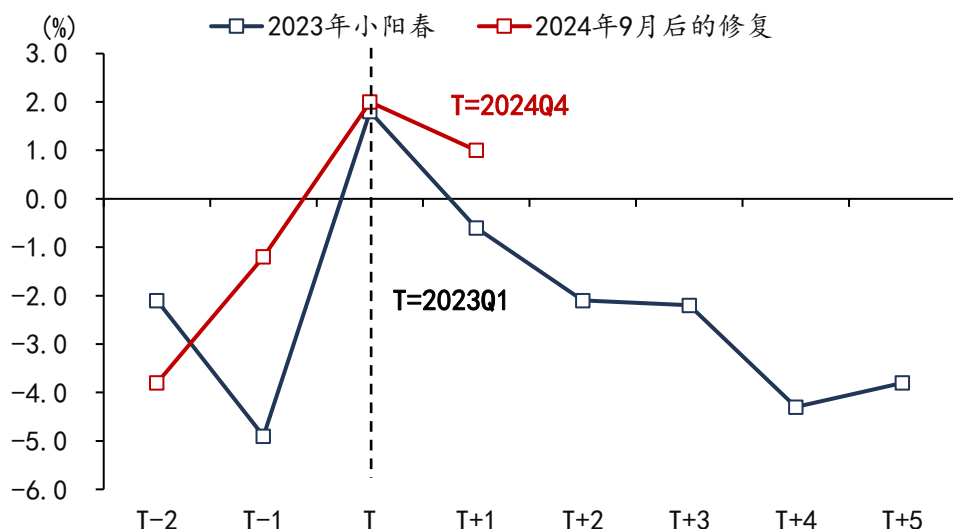
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：两轮修复期间三线城市房价环比增速的对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：两轮修复期间房地产业增加值同比增速的对比

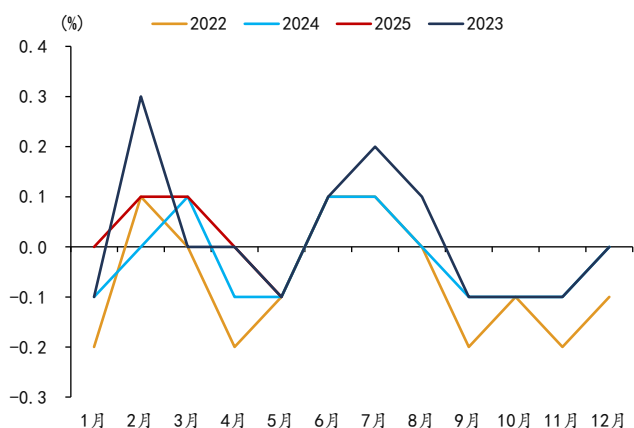


数据来源：Wind，东吴证券研究所

由于地产销售的量价具有韧性，房租价格也更有韧性，这轮市场修复期间房租的回升幅度要低于2023年小阳春，预计未来房租下行的弹性空间可能也较小。由于房租价格具有较强的季节性，我们用区间的房租累计涨幅减去上年同期累计涨幅，来衡量房租涨幅的修复空间。2023年小阳春期间，房租CPI环比增速修复了0.4个点，而本轮市场复苏期间，房租CPI环比修复0.3个点，弱于上一轮。

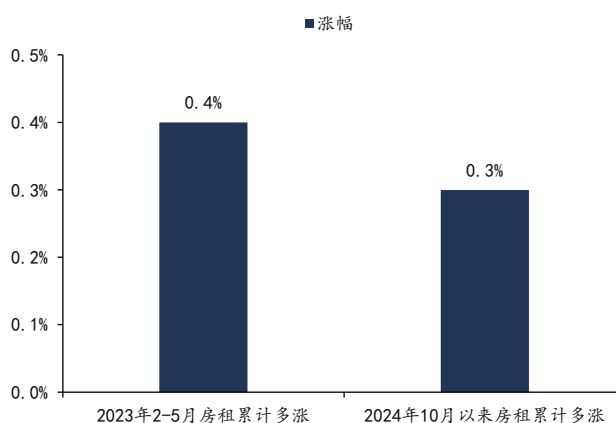
相比房价，房租更能反映真实居住需求，预计未来一段时间，即使房价继续下行，房租CPI也能稳定在0附近，不会随之继续下跌。

图13: 房租 CPI 环比增速的季节性



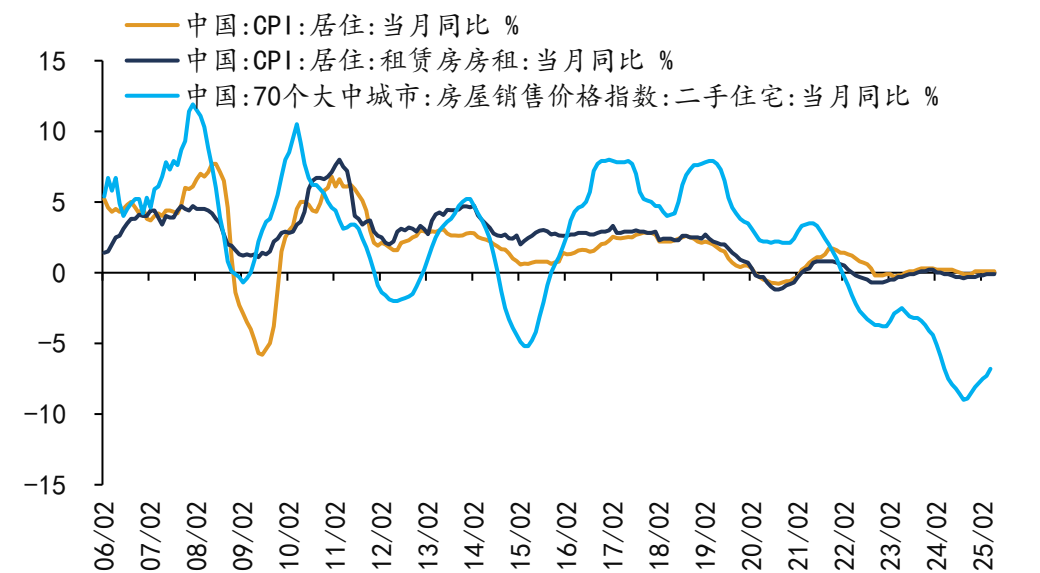
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 这轮房租涨幅弱于 2023 年小阳春



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 房价下跌期间的房租韧性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 其他服务: 劳动成本决定价格走势

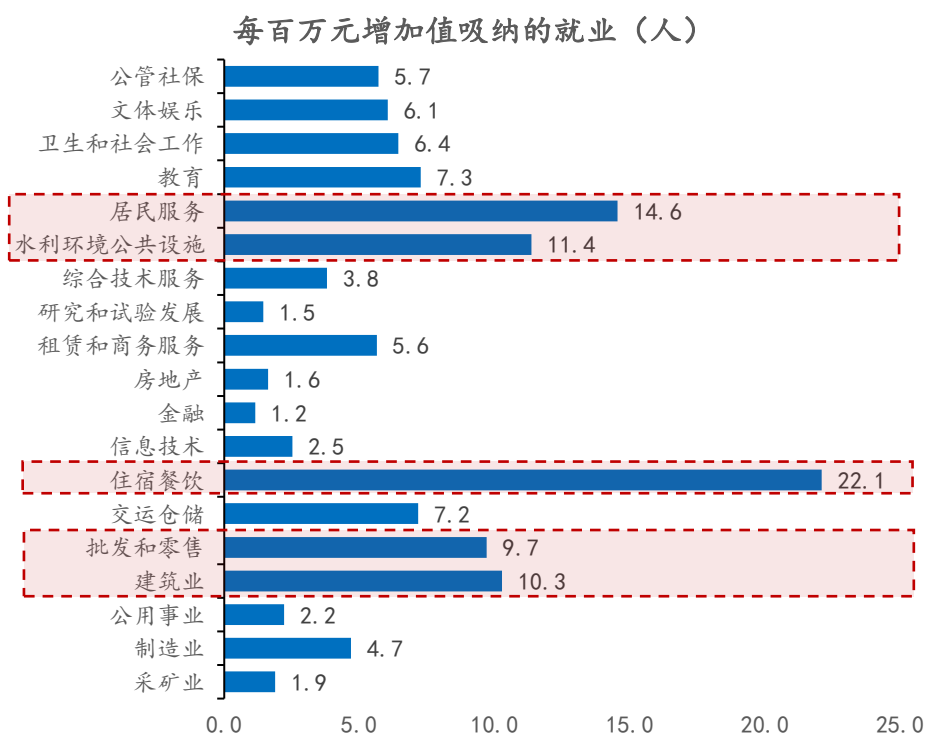
除居住外的其他服务,跟工业消费品的价格逻辑相反。一般商品价格取决于供需关系,供给扩大时,价格往往趋于下降。但是,服务消费并非如此,某种程度上存在“供给扩大-价格上升”的逻辑链条。这源于服务消费特殊的供需循环:①消费需求增加→②价格上涨→③企业利润改善→④增加供给→⑤扩大招聘→⑥居民就业和工资改善→①消费需求增加。

商品消费和服务消费相比,由于商品生产对劳动的依赖度远低于服务生产,因而在上述供需循环中,扩大商品供给所带来的就业和工资改善幅度较小,对于消费需求的拉

动也不明显。我们利用 2020 年投入产出表计算了各行业每百元增加值拉动的就业，这个指标的高低，可以直接反映上述循环中“④增加供给→⑤扩大招聘→⑥居民就业和工资改善”的传导效率。每百万元增加值吸纳的就业人数较多的 5 个行业依次是：住宿餐饮（22.1 人）、居民服务（14.6 人）、水利环境和公共设施（11.4 人）、建筑业（10.3 人）、批发零售业（9.7 人）。如果将拉动就业效果最好的这 5 个行业跟制造业相比，其就业吸纳能力是制造业的 2-5 倍。因此，很多时候，服务消费可以实现“供给扩大-价格上涨”的循环，而商品消费不能。

由于服务业是人力密集型行业，服务消费价格变化与全社会工资变化密切相关。从成本端来看，根据广东省 2023 年企业调查¹，制造业人工成本占总成本的比重为 14.1%，而 13 个服务行业的平均比重是 25.5%，其中教育、医疗等行业在 40% 左右，住宿餐饮、居民服务等行业在 30% 上下，这些都是常见的服务消费品类。原材料成本是制造业的重要成本，致使制造业价格跟随上游原材料价格变动。而劳动成本是服务业的重要成本，因此，服务消费价格变化也跟全社会工资变化密切相关（如图 18）。

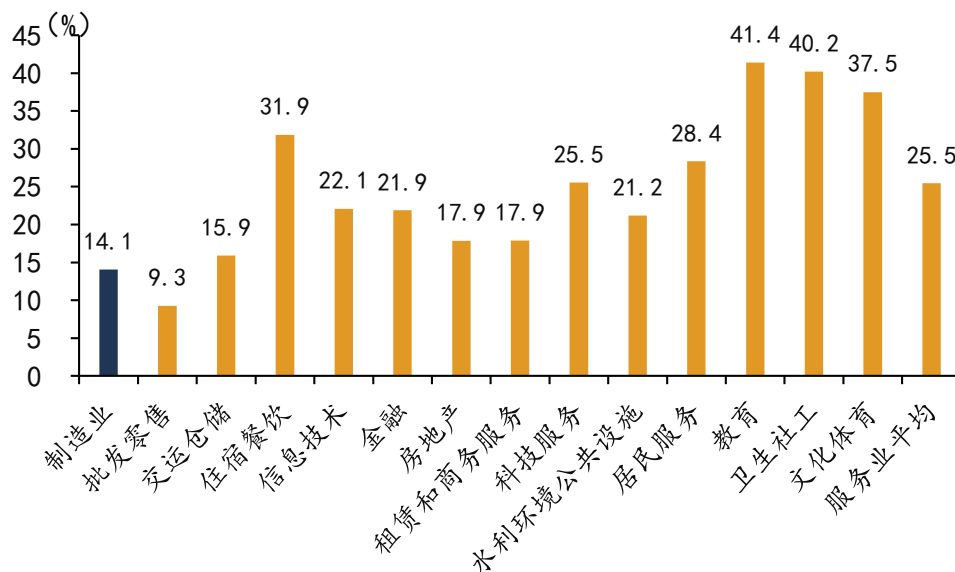
图 16：2020 年每百万元增加值吸纳的就业来看，服务业普遍更高



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

¹ 注：该调查为 2023 年发布、2022 年数据

图17：2022年广东省各行业人工成本占总成本的比例



数据来源：广东省人社厅，东吴证券研究所

图18：服务价格跟居民工资的相关性比较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

具体来看，CPI 里面，对整体价格影响较大的包括教育服务、医疗服务、旅游等三类，前两种服务消费权重最大，旅游价格则波动最大。我们用这三项价格所拟合出的服务消费价格与真实情况较为接近。

其中，教育跟旅游服务价格都具有非常强的季节性。2013-2024 年，教育服务价格在大部分月份环比均值都为 0 左右，只有 9 月达到 1.5%、3 月达到 0.2%，这恰好对应春秋两个学期开学时间，也是一年里家庭教育支出最高的时候。旅游价格则在 1 月、2

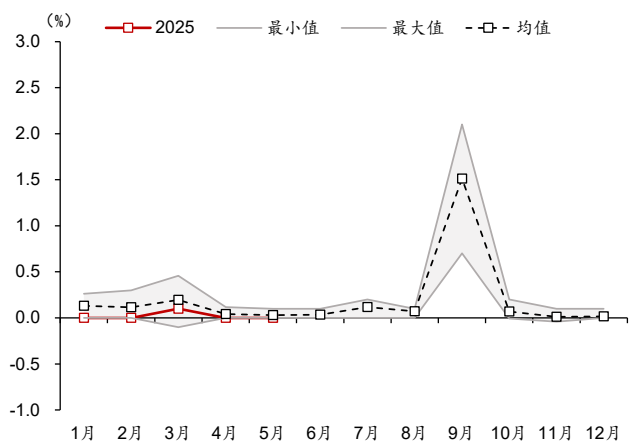
月、4月、7月涨幅明显较大，1月和2月对应春节，4月是头尾分别包含清明和五一两个法定节假日，7月是暑假。

图19：教育、医疗和旅游三项服务价格拟合的服务 CPI 趋势较为准确



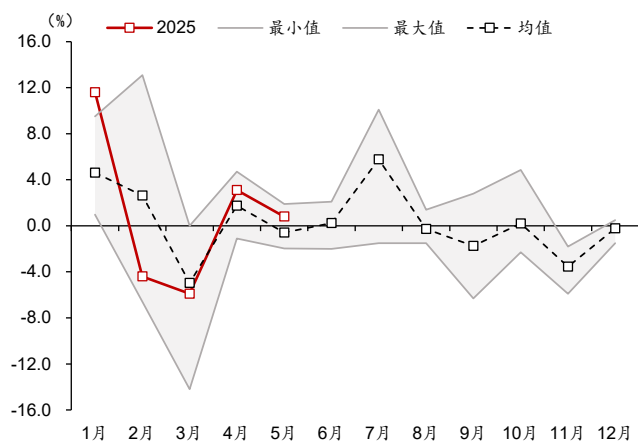
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：教育服务 CPI 环比增速的季节性



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：最大最小和均值是 2013-2024 年区间

图21：旅游服务 CPI 环比增速的季节性



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：最大最小和均值是 2013-2024 年区间

5. 如何提振核心 CPI?

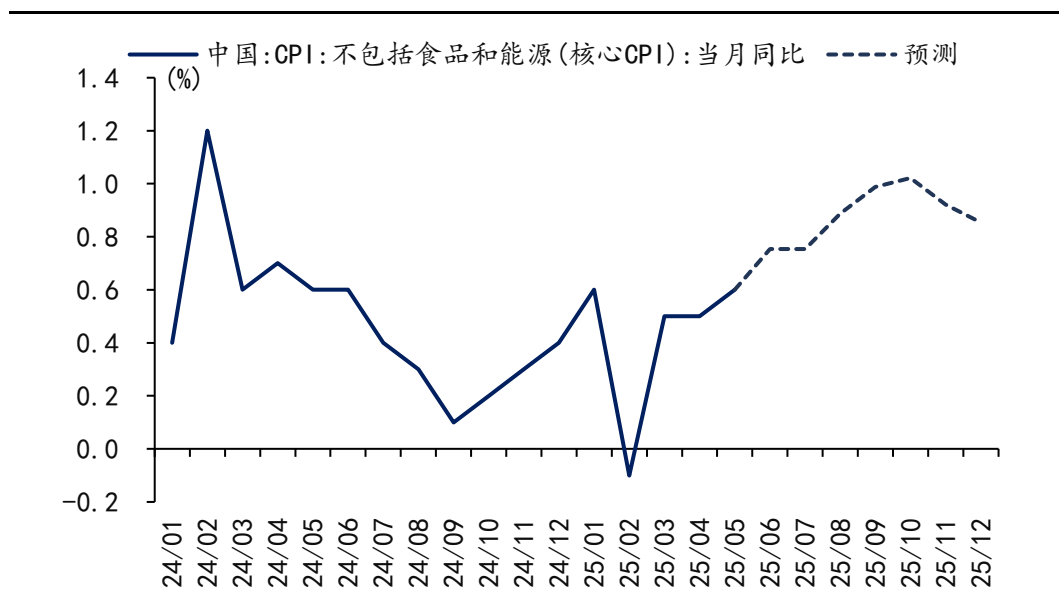
基于三大分类走势，如何看待今年下半年核心 CPI 趋势？预计核心商品价格先走高后小幅回落，居住服务价格仍将在 0 附近波动，其他服务价格受去年低基数影响仍有

上升空间。综合来看，今年下半年核心 CPI 同比增速将继续回升，9-10 月触及 1.0% 左右的高点后可能小幅回落，但不会跌出 0.6%-1.0% 区间，整体来看相比过去 12 个月同比 +0.37% 的平均水平将有明显回升。

如果要进一步提升核心 CPI，服务价格可能是主要的潜在空间。从三大组成部分来看，核心商品补贴即将满周年，未来可能存在需求透支的风险，下半年和明年核心商品价格继续上涨的空间不大；居住服务价格受限于房价，短期也难以上行。如果要进一步提升核心 CPI，政策应着眼于除居住外的其他服务价格，服务消费补贴政策是不错的选择。

预计服务消费补贴可以额外提升核心 CPI 约 0.3 个点，可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。核心 CPI 里面，除居住外的其他服务大约占比 35%。参考商品补贴带来的核心商品提振效果，核心商品价格同比增速从去年 10 月 -0.1% 的低点回升到近期 +0.8% 左右的水平，提高了 0.9 个点。如果服务消费补贴使得其他服务价格也能提升 0.9 个点，那么可以提高核心 CPI 约 0.3 个点。而前文我们指出，居住服务价格中枢下行拖累核心 CPI 约 0.4 个点，这意味着服务消费补贴可以对冲居住服务价格下降带来的大部分拖累。

图22：今年下半年核心 CPI 预计将继续回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 附录：如何测算核心 CPI 的权重

根据统计局对 CPI 的统计方式，我国每五年会对 CPI 进行基期轮换，即以逢“5”和“0”的年份作为基期，对 CPI 的商品篮子进行调整，以对未来 5 年的 CPI 进行测算。CPI 指数的基期轮换包括两部分内容，一是对调查分类目录、代表规格品和调查点进行调整；二是对各分类的权重进行相应的调整。

根据统计局 2021 年发布的以 2020 年为基期进行调整的 CPI，具体有以下两方面较为重要的变动：一是调查分类的变动，调整后的分类仍为 8 大类，即食品烟酒、居住、衣着、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健以及其他用品及服务，而基本分类则从 262 个增加为 268 个，主要是对于外卖、新能源小汽车、可穿戴智能设备、网约车费用等新兴商品和服务的增加与调整；二是对于各分项权重的调整，根据统计局结合居民消费支出数据以及剔除了非洲猪瘟、新冠疫情等对居民消费支出数据异常影响后的测算，本轮基期（2021 年-2025 年）中食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务四个分项的权重约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健三个分项的权重约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点，生活用品及服务权数变动不大。

由于 CPI 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，因此对于有消费支出数据的 8 个一级分类和 24 个二级分类，我们使用 2023 年的居民消费支出数据对其权数进行测算。从计算结果来看，食品烟酒、居住、交通通信和教育文化娱乐 4 个大项占 CPI 的权数均超过 10%，对 CPI 的走势具有较大影响。

为验证数据的准确性，我们进一步通过最优化的方式，在限制各分项权重为 1 的前提下，以最小均方误差为优化目标，对 2016 年-2020 年基期内各分项的权重进行优化，即：

$$\min \sum_{i=2016}^{2020} \sum_{j=1}^{12} (CPI_{ij} \text{ 环比} - CPI_{ij} \text{ 分项环比} * \omega)^2$$

其中 ω 为各分项权重的列向量，向量中各元素均介于 0 和 1 之间，且各元素和为 1，即各分项权重的和为 1。经过最优化方法求得的 CPI 各分项权重（2016-2020 年数据为优化所得，2021 年-2025 年数据在 2016-2020 测算的结果上结合统计局公布的变化数据测算所得）如表 1 所示，测算得到的结果与我们通过消费支出数据计算的结果基本一致，因此计算得到的 CPI 权数具有较高的准确性。

但统计局公布的数据中并不直接公布各分项的权重，因此我们通过计算上轮基期（2016 年-2020 年）中各分项的权重并根据统计局发布的调整幅度来推测本轮基期中各分项的权重。但需要注意的是，CPI 各分项的权重在基期内的每一年也会进行调整，计

算得到的权重仅能代表该基期内整体情况，因此各年度或者各个月份的 CPI 预测值会有些许偏差。

图23：基于消费支出测算的 CPI 各分项权重（%）

一级分类		二级分类	
食品烟酒	29.8	食品	18.2
		烟酒	3.2
		饮料	0.8
		餐饮服务	7.5
衣着	5.5	衣类	4.5
		鞋类	1.0
居住	22.7	租赁房房租	1.3
		住房维修及管理	3.3
		水、电、燃料及其他	3.9
		自有住房折算租金	14.2
生活用品及服务	5.7	家具及室内装饰品	0.9
		家用器具	1.5
		家用纺织品	0.4
		家庭日用杂品	1.4
		个人护理用品	1.3
		家庭服务	0.3
交通通信	13.6	交通	10.7
		通信	3.0
教育文化娱乐	10.8	教育	7.8
		文化娱乐	3.1
医疗保健	9.2	医疗器具及药品	2.5
		医疗服务	6.7
其他用品及服务	2.6	其他用品	1.3
		其他服务	1.4

数据来源：中国住户调查年鉴，东吴证券研究所测算

表1：基于最优化的 CPI 各分项权重测算

	食品烟酒	居住	教育文化和娱乐	交通和通信	医疗保健	衣着	生活用品及服务	其他用品及服务
2016-2020	31.30	19.56	10.45	11.35	9.14	8.77	6.09	3.34
2021-2025	30.10	21.66	9.95	12.25	10.04	7.07	5.99	2.94
调整幅度	-1.2	2.1	-0.5	0.9	0.9	-1.7	-0.1	-0.4

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所测算

对于 CPI 的三级分项，由于其不公布具体的居民消费支出数据，因此我们以中国统计年鉴中公布的三级分项年度价格变化数据为样本，以三级分项为解释变量对二级分项进行限制系数回归，进而得到 CPI 三级分项的相应权重。比如利用 2016-2023 年数据通

过限制系数回归，得到“交通工具用燃料”权重为 3.1%左右。

参考《中国住户调查年鉴》，2023 年我国居民食品消费占比 18.2%，水电燃料消费占比 3.9%，加上 3.1%的交通工具用燃料，剩下即为核心 CPI 权重，约为 74.7%（四舍五入后）。而 2023 年，我国居民消费中服务性消费支出占比 45.2%，即核心 CPI 的 74.7%里核心商品和服务分别是 29.5%和 45.2%。进一步，2023 年我国居民消费里，居住支出占比 22.7%，剔除水电燃料后剩下的 18.8%即为居住服务支出。因此，可以得到核心 CPI 占整体 CPI 权重约为 74.7%，其中核心商品、居住服务、其他服务的权重分别为 29.5%、18.8%、26.4%。

7. 风险提示

（1）测算的价格权重推广到其他时期可能存在一定误差。各种消费的权重每年每个月都是随着实际消费支出而动态变化的，这里我们用的是某一时期权重估算，会存在一定误差。

（2）如果房地产市场出现超预期下行，居住服务价格可能也会下跌。不过考虑到 2021 年以来房地产市场供需关系已经调整较多，居住服务价格进一步下跌的概率可能不大。

（3）如果宏观政策发生变化，价格形势也会随之而言。比如，如果大规模“去产能”政策推进，核心商品价格可能将继续回升；而如果增量财政力度超预期，整体价格也有望出现超预期回升。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>