

报告执笔人：许秋起

中国建设银行研究部

通讯地址：北京市金融大街 25 号

邮编：100033

电话：010-67596638

电邮：yanjiubu.zh@ccb.com

相关研究

- ◇ 2013年中国经济形势展望
- ◇ 2013年货币政策展望
- ◇ 2013年房地产调控政策展望

报告摘要

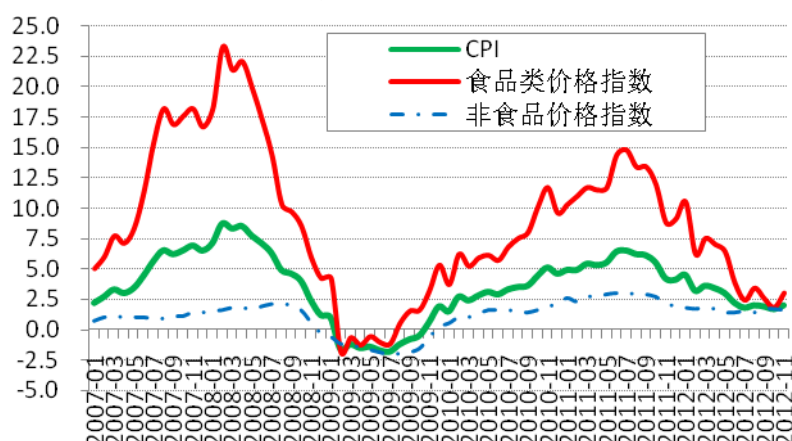
2012年我国物价水平总体呈现下降趋势，但进入4季度以来，物价下降幅度在逐月收窄，拐点已出现。展望2013年，受经济筑底企稳、政策环境延续宽松、国内外短期长期供给因素冲击、要素价格改革等众多因素影响，与2012年相比，物价上涨综合压力会有所增强；但国内外此轮宏观经济回落周期不同以往，明显延长，抑制物价走高因素不少，未来一段时期内物价水平大幅上涨的可能性不大，“温和上涨”将成为物价运行基本特征，预计2013年全年CPI涨幅在3.5%左右，PPI涨幅在2%左右。

2012 年我国物价水平总体呈现下降趋势，但进入 4 季度以来，物价涨幅显现回升迹象。展望 2013 年，物价上涨综合压力会有所增强，但大幅上涨的经济金融环境不存在，温和和上涨的可能性较大，预计全年 CPI 涨幅在 3.5%左右，PPI 涨幅在 2%左右。

一、当前物价显现回升迹象，拐点已出现

2012 年以来，受经济增速下滑、内外需不振、通胀输入压力减轻、翘尾因素逐渐消失等因素影响，我国物价水平总体呈现下降趋势。1—11 月份 CPI 累计同比上涨 2.7%，7、9、10 三月份当月同比涨幅降至 2%以下；3 月份以来，PPI 月度同比涨幅连续为负，1—11 月份累计同比涨幅为-1.7%；PPIRM 受去年涨幅高影响，月度同比下降幅度更大。但是，近期数据也表明：物价下降幅度在逐月收窄，局部领域价格回升迹象明显。

图 1: 居民消费物价指数（同比：%）



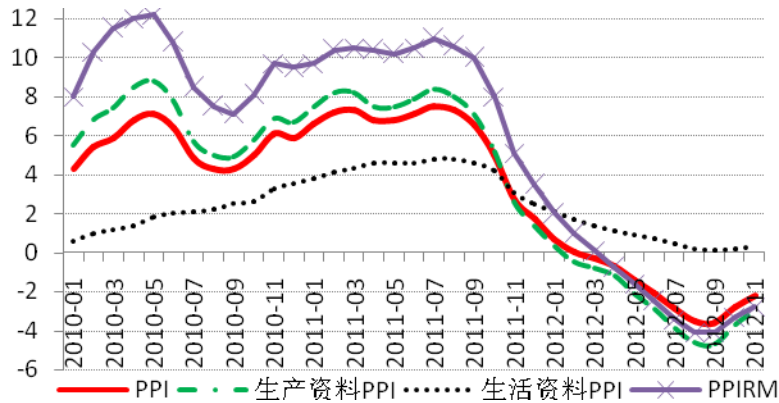
数据来源:国家统计局

一是受食品价格、居住类价格涨幅提高影响，11 月 CPI 同比涨幅实现止跌回升。2012 年以来，多数月份食品价格环

比涨幅为负值，是 CPI 持续下降主要因素，但 11 月食品价格同比、环比涨幅均出现反弹。其中，前期降幅较大的肉禽及其制品类价格月度同比降幅明显收窄，11 月回升至-1.8%，比 10 月份提高近 3 个百分点，比降幅最高的 8 月份提高近 5 个百分点；鲜菜、鲜果价格近期涨幅也明显提高；粮食、油脂价格月度环比涨幅持续为正，价格水平逐月走高。居住类价格水平不断攀高是 CPI 逐渐回升的另一重要因素。2012 年以来，除 5、6 月外（涨幅为 0%），居住类价格月环比涨幅全部为正，上涨幅度亦较为明显，对 CPI 涨幅贡献度连月提升。

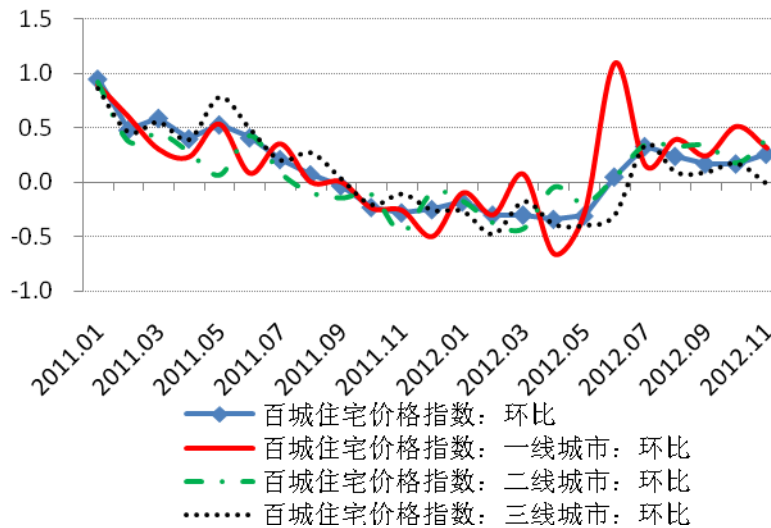
二是近期上游物价同比跌幅逐月缩小。2012 年 9 月份我国 PPIRM、PPI、生产资料 PPI、生活资料 PPI 同比涨幅同时触底后，同比跌幅逐月收窄，生活资料 PPI 同比涨幅还呈现逐月小幅爬升态势。央行监测的企业商品价格指数 CGPI 同比跌幅 8 月份触底后，也呈现逐月小幅收窄态势，尤其是制造业主要原材料购进价格指数已经连续 3 个月回到 50%以上。但是，也应当注意到，上游物价回升动力不足仍较为明显，除同比涨幅持续为负外，月度环比涨幅并不稳定。继 10 月份转正后，11 月份 PPIRM、PPI、生产资料 PPI 环比涨幅全部为负，表明我国经济回升的外部环境不确定，回升基础并不牢固。但总体上来看，9 月份将成为上游物价运行的拐点，止跌回升迹象已经显现出来。

图 2：上游物价指数涨幅（同比：%）



数据来源:国家统计局

图 3: 住宅月度价格指数 (环比: %)



数据来源:国家统计局, wind

三是局部领域价格水平回升态势明显。2012年6月以来,受货币信贷环境宽松、刚需释放影响,我国商品房销售回暖,百城住宅价格指数月度环比涨幅连续5个月为正,扭转了上半年价格回落走势。10、11月商品房销售面积累计同比增速也转为正值,全国房价月度同比跌幅逐月缩小。在基建投资快速增长带动下,10、11月上游资源景气表征重要指标钢材、铜材产量同比大幅提高,且库存平稳,近期企业商品价格指数中投资品价格指数月度同比涨幅也实现由负转正。央行合

成的广义价格指数 GPI 与 CPI 差值正逐步缩小,年内超过 CPI 可能性增加,表明整体物价水平都在逐步回升。

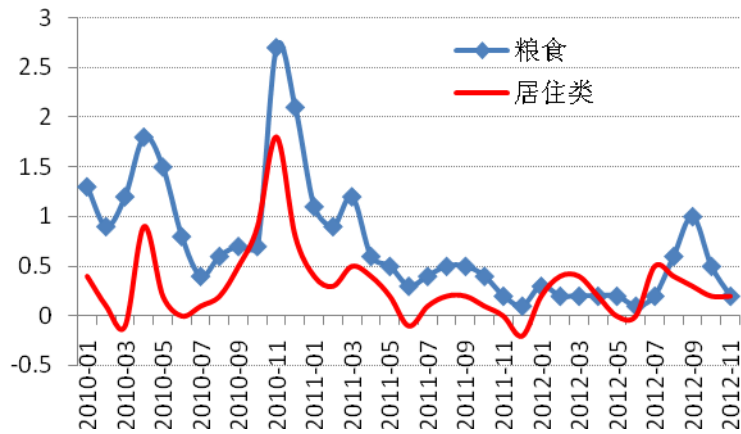
二、2013 年物价上涨压力会有所增强

受经济筑底企稳、政策环境延续宽松、国际国内短期长期供给因素冲击、要素价格改革等众多因素影响,与 2012 年相比,2013 年物价上涨综合压力会有所增强。

首先,食品价格走势影响因素复杂多变,2013 年上半年将延续近期走高态势。从 CPI 构成来看,食品价格变动是决定其未来走势的最重要因素。2012 年 11 月份,食品价格对 CPI 涨幅贡献度接近 1 个百分点,比 10 月份提高近 0.5 个百分点,2013 年食品类商品价格上涨压力依然不小。一是尽管我国粮食连年增产,但在耕地面积缩减、单产进入缓慢增长期、农村劳动力大幅缩减等因素作用下,未来继续增产的难度不断提高,同时受北美干旱、我国东北虫灾等因素影响,2013 年粮食价格月度环比仍会持续小幅上涨。二是鲜菜、蛋类、肉禽类商品进入生产淡季,再考虑到元旦、春节等消费旺盛的传统季节因素,年内及 2013 年 1 季度价格大幅反弹是大概率事件。最新数据表明,11 月下旬以来,50 个城市主要食品中,鲜菜、肉禽类商品价格旬度环比涨幅连续高企,只有水果类商品价格有所回落。三是居民食品需求总量上升、结构升级态势短期内难以改变,食品自身惯性上涨以及粮食等农产品为主的食品类商品生产、流通环节的各种成本

处于上升通道，食品价格综合上涨压力一直存在。

图 4: CPI 结构中粮食、居住类月度价格指数（环比：%）



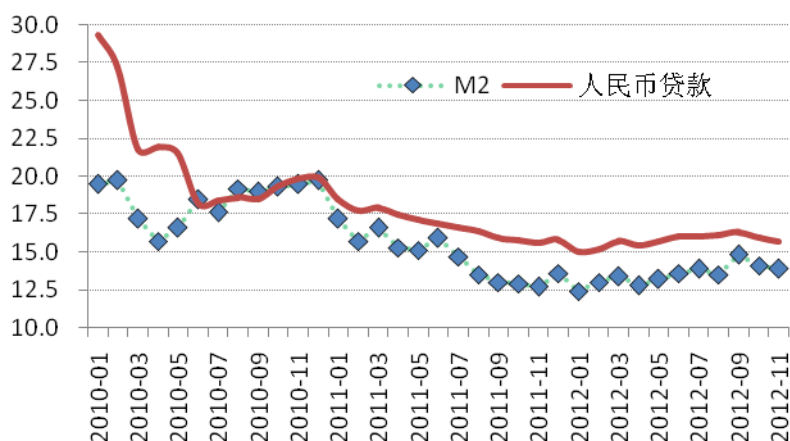
数据来源:国家统计局, wind

其次，非食品价格月度环比涨幅稳定态势将延续至 2013 年。就目前房价、房租、居住类水电气价格、家庭设备维修费用逐月攀高走势来看，2013 年居住类价格涨幅难以下跌；即便在 CPI 下降时段，非食品类商品中，烟酒及其用品、家庭设备用品维修服务、医疗保健及个人用品类等，月度环比价格持续小幅增长；尤其是，环比涨幅正负动荡不定的衣着类商品，近期环比大幅提高。毋庸置疑，在 CPI 处于上升周期的 2013 年，非食品价格对 CPI 的拉动作用将有所提高。

第三，伴随经济企稳回暖，供需结构转换，PPI、PPIRM、CGPI 以及房地产价格逐月回升，对 CPI 的传导效应将逐步显现。2012 年四季度以来，我国经济呈现筑底回升的良好迹象：发电量与工业用电量增速均大幅提高，工业增速逐月回升；代表企业生产经营活跃程度的指标 $(M1-M0)/M2$ 连续 4 个月攀升，11 月份近 26%，为年内最高值；PMI 连续两个月回

到 50%以上，制造业产成品库存指数连续 5 个月低于 50%，10 月份以来制造业产成品资金月度累计增幅首次低于工业增加值增幅，企业“去库存化”速度加快。尽管受外需增长不确定、增长方式转换过程中增速放慢、政策刺激效应减弱等因素影响，目前上游价格指数仍属弱势回升，对 CPI 上涨的传导效应不是很明显，但随着 2013 年刺激政策得以延续并有所强化，尤其是新型城镇化在全国陆续展开对内需的拉动，上游价格指数对 CPI 的推动效应将逐步显现。

图 5: M2、人民币贷款同比增速 (%)



数据来源:中国人民银行

第四，2013 年适度宽松的货币环境得以维持，助推物价回升。2012 年 5 月份以来，我国货币政策明显趋松。11 月末，我国广义货币 M2 余额 94.5 万亿元，同比增长 13.9%，金融机构人民币贷款余额 62.5 万亿元，同比增长 15.7%，1-11 月人民币新增贷款 7.75 万亿元，同比多增 9191 亿元。考虑到为遏制经济增速下滑势头，实现“稳增长、调结构、保民生”的调控思路，我国货币信贷仍会平稳增长，加之近期美

欧日等发达国家竞相实施更强量化宽松政策可能引至热钱流入,这些因素有利于 2013 年物价回升。

最后,我国经济逐渐进入要素成本趋高、增速放慢阶段,中长期内物价存在上涨压力。一是目前劳动力价格增长较快,从成本和需求两方面促进价格的上涨。近年来,我国大多数省份提高最低工资标准,加之新劳动合同法对劳动者“五险一金”等权益的保障,导致企业用工成本大幅提高。二是随着资源价格改革的推进、环保意识的增强,土地使用成本、节能减排成本、企业安全生产成本等不断提高,而劳动生产率又难以大幅提升,对产品价格形成了长期的上涨压力。三是 2012 年以来各地许多城市成品油、居民用电、用水、用燃气等各种价格改革与价格矛盾的梳理也对价格总水平上涨产生长期影响。

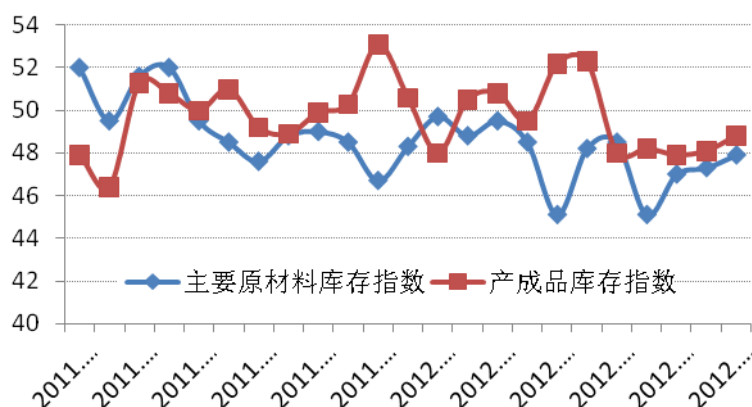
三、2013 年物价水平将温和上涨,大幅上涨可能性不大

尽管当前我国经济回暖迹象初步显现,物价进入上升周期,但世界经济仍处于经济结构、债务危机深度调整期,国内经济也处于增长动力、运行机制转换期,此轮宏观经济回落周期不同以往,明显延长。在如此国内外宏观大背景下,未来一段时期,抑制物价走高因素不少,2013 年物价水平大幅上涨可能性不大,“温和上涨”将成为物价运行基本特征。

一是总供需结构周期性失衡问题短期内难以化解,物价快速上升的宏观环境不存在。源于 2009 年以来投资增幅过

高、产能过度扩张，而 2012 年以来出口增速严重下滑、增速回调加快，导致总供需结构失衡程度加深。到 2012 年第三季度，此轮经济回调已持续 10 个季度，是 1992 年以来持续回调时间最长的一次。当前外需萎缩和内需收缩形成恶性循环，2013 年经济下行压力大于预期，宏观供需结构调整尚需要时间。从微观层面来看，尽管近期制造业采购经理人指数 PMI、新订单指数、出口订单指数有所回升，市场需求情况有所好转，但企业去库存持续时间明显延长。数据显示，制造业主要原材料去库存指数已连续 19 个月在临界线以下，产成品库存指数也连续 5 个月在 50% 以下。

图 6: 2011 年来企业库存变动趋势 (%)

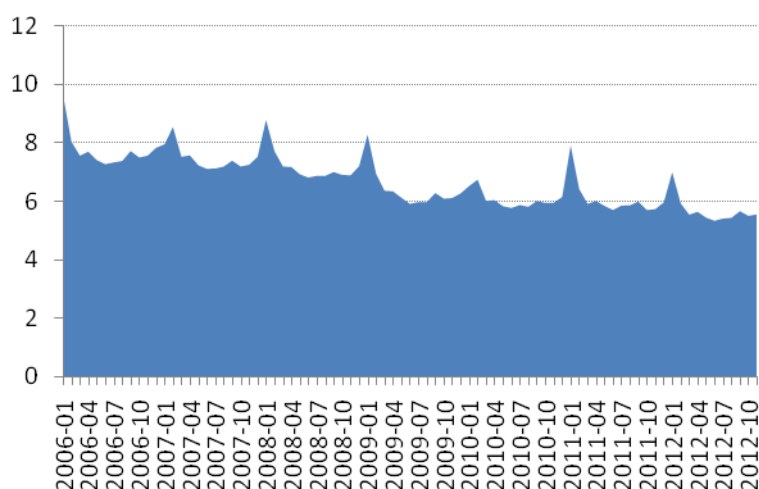


数据来源:国家统计局, wind

二是目前居民消费预期稳定，实际消费倾向较低，有力抑制着物价快速上涨。进入经济有所回暖的四季度后，即期居民消费偏好指标 M0/M2，仍然徘徊在 5.5% 左右，大大低于近 6 年来 6.8% 的月度均值，表明居民即期消费能力和意愿不强；居民储蓄倾向指标 (M2-M1)/M2，2012 年以来一直高企，

9 月份创 69.6%峰值后，有所下降，但仍然维持在 68%以上高位，高于历史均值近 5 个百分点，也表明居民储蓄倾向远高于以往。考虑到目前高房价对消费的抑制作用、收入分配结构短期内难以调整等因素，预计 2013 年居民消费仍会平稳增长，消费意愿也不会发生大的变化。

图 7: 我国居民即期消费倾向 M0/M2 变动趋势 (%)



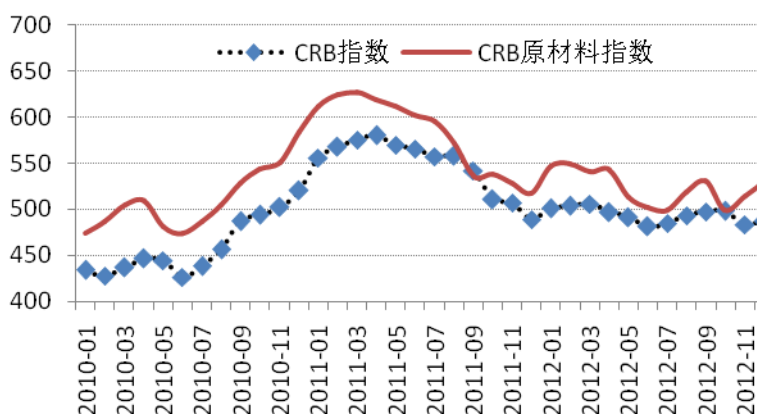
数据来源:中国人民银行

三是核心 CPI 涨幅不会发生大的变动。受需求下降影响，我国 PPI、PPIRM、CGPI 等月度同比涨幅已经持续多月为负，产能过剩问题仍较为突出，多数制造业生活资料用品供过于求，在 CPI 中剔除生鲜食品、成品油和居住项下由政府定价的水、电、气等资源品价格后的核心 CPI 涨幅一直保持稳定。同时，我国粮食等农产品连年增产，蔬菜、水果栽培技术、种植面积逐年提高，也会较好抑制 CPI 大幅上涨。

四是尽管美欧日等发达国家竞相实施更强量化宽松政策，很可能加大国际通胀压力，但考虑到美国“财政悬崖问

题”隐藏较大经济风险，欧债危机阴霾仍未散去，日本经济又现萎缩，国内经济强势复苏动力不足、进口需求明显减少等重要需求不旺因素，近期运行平稳的国际大宗商品价格在2013年很可能阶段性小幅上涨，但整体运行会较为平稳，输入性通胀压力不大。

图 8: CRB 指数发展趋势 (% , 1967 年 = 100)



数据来源:美国商品调查局

五是经济增长进入新阶段，货币政策刺激经济效应有所减弱，直接融资占社会融资总量比重上升，也会消弱货币供应量增长对CPI的传导效应。

综合以上分析，报告认为2013年物价上行压力会增加，温和上涨的可能性较大，但大幅上涨的经济金融环境不存在。预计CPI全年涨幅在3.5%左右，PPI涨幅在2%左右。

声明：本报告是中国建设银行研究部在课题研究基础上向高层提供的报告。其中的信息均来源于公开资料，其成果形式仅为中国建设银行研究部所有，复印、引用、转载须注明来源。报告内容及意见仅供参考，中国建设银行及中国建设银行研究部不对本报告任何运用产生的结果负责。