

当前价格形势及展望

9月份以来，价格涨势总体温和不。食品价格降幅继续小幅波动，非食品价格涨幅有所扩大，CPI总体延续波动趋升态势，核心CPI攀升至近年来高点。PPI环比上涨放缓，同比涨幅重新回落。国际油价继续上行，大宗商品价格上扬后有所回调。主要城市新建商品住宅价格走势较为平稳，股票价格震荡有所回落。

从影响国内价格的因素看，投资增长小幅放缓，对工业品价格上涨的影响有所减弱，但去产能、环保限产及原油价格上涨等导致新涨价因素进一步上升。然而，翘尾因素下降较快，导致PPI同比涨幅回落。消费平稳增长为消费品价格温和上涨提供了基础，天气及生产调整等因素影响食品价格波动，燃料和服务价格上涨推动非食品价格涨幅上升。

预计去产能、环保限产对供给端的影响逐步减弱，总需求延续稳中趋缓态势，工业品供求关系趋于基本稳定。原油等国际大宗商品价格上涨空间有限，对PPI的推动作用可能减弱。再考虑到基数效应，预计PPI涨幅逐步下行。“猪周期”因素有可能影响猪肉价格同比涨幅由负转正，带动食品价格温和上涨。劳动力成本上升和消费升级仍将影响非食品价格上行，但非人力成本上升的推动作用将有所下降，非食品价格增速可能保持相对稳定。预计2017年全年CPI上涨1.5%，PPI上涨6.4%；2018年全年CPI上涨约2.2%，PPI上涨约3%。

第一部分 价格形势

9月份以来，价格涨势总温和。食品价格降幅继续小幅波动，非食品价格涨幅有所扩大，CPI 总体延续波动趋升态势，核心 CPI 攀升至近年来高点。PPI 环比上涨放缓，同比涨幅重新回落。国际油价继续上行，大宗商品价格上扬后有所回调。主要城市新建商品住宅价格走势较为平稳，股票价格震荡有所回落。

一、价格涨势总温和

(一) 居民消费价格涨幅波动趋升

CPI 同比温和上涨。2017年2月份以来CPI 同比涨幅总体呈现波动上行态势。11月份CPI 同比上涨1.7%，涨幅比10月份低0.2个百分点，比9月份高0.1个百分点。其中，剔除食品和能源的核心CPI 同比上涨2.3%，涨幅与9、10月份持平，为近年来高点。

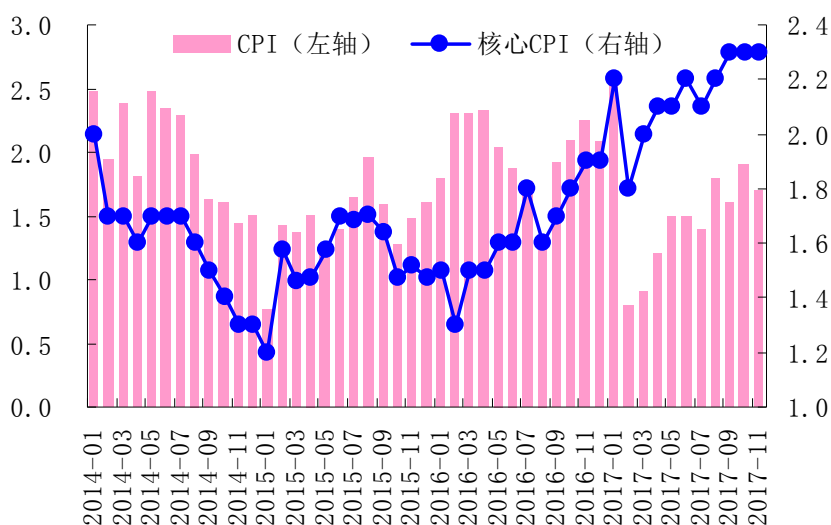


图1 CPI 同比上涨情况

数据来源：国家统计局。

食品价格降幅小幅波动。食品价格同比自2017年2月份以来一直处于负值区间，但降幅逐渐收窄，自6月份起在-1.4%至-0.2%的范围内呈现小幅波动态势。11月份食品价格同比下降1.1%，降幅较上个月加深0.7个百分点。从食品分类看，畜肉类价格同比下降4.8%，降幅较上个月缩小0.9个百分点。其中，猪肉价格同比下降9%，降幅比上个月收窄1.1个百分点。鲜菜价格同比下跌9.5%，

上个月为同比上涨 0.3%。鲜果价格同比上涨 3.7%，上个月为同比下跌 0.7%。蛋价格同比上涨 5.6%，涨幅较上个月提高 2.5 个百分点。粮食、食用油、奶等其他食品价格走势较为平稳。

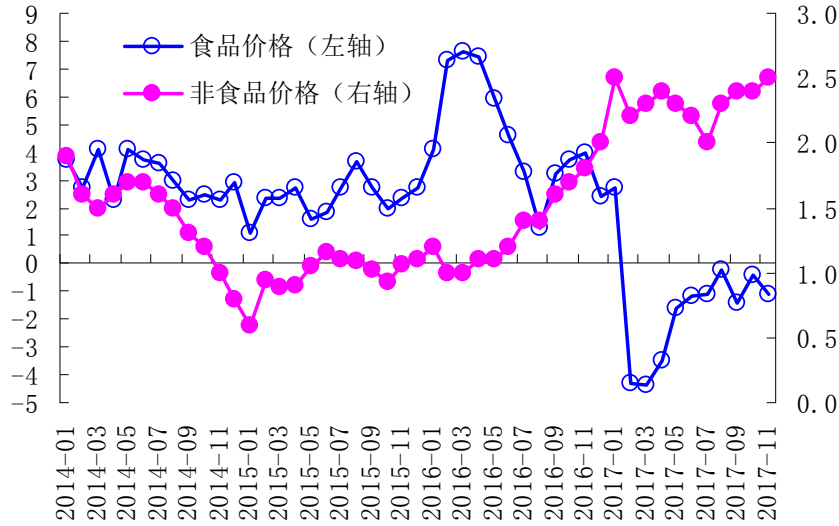


图2 食品价格和非食品价格同比上涨情况

数据来源：国家统计局。

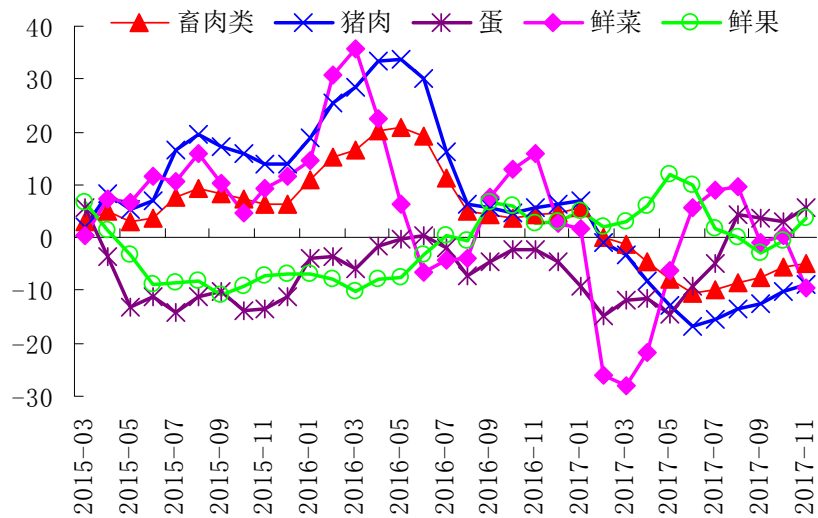


图3 部分食品价格变化情况

数据来源：国家统计局。

非食品价格涨幅有所扩大。非食品价格同比涨幅自 2016 年 12 月份以来连续高于或持平于 2.0%，11 月份非食品价格同比上涨 2.5%，比上个月高 0.1 个百分点。其中，生活用品及服务、交通和通信价格涨幅有所扩大，前者由 9 月份的 1.4%扩大到 11 月份的 1.5%，后者由 9 月份的 0.5%扩大到 11 月份的 1.3%。医疗保健价格涨幅高位有所回落，由 9 月份的 7.6%回落至 11 月份的 7%；教育文化和

娱乐、衣着价格涨幅也小幅回落，前者由9月份的2.3%回落至11月份的2%，后者由9月份的1.3%回落至11月份的1.2%。居住价格涨幅保持基本稳定。其他用品和服务价格涨幅由9月份的1.4%扩大到10月份1.8%，11月份又回落至1.7%。

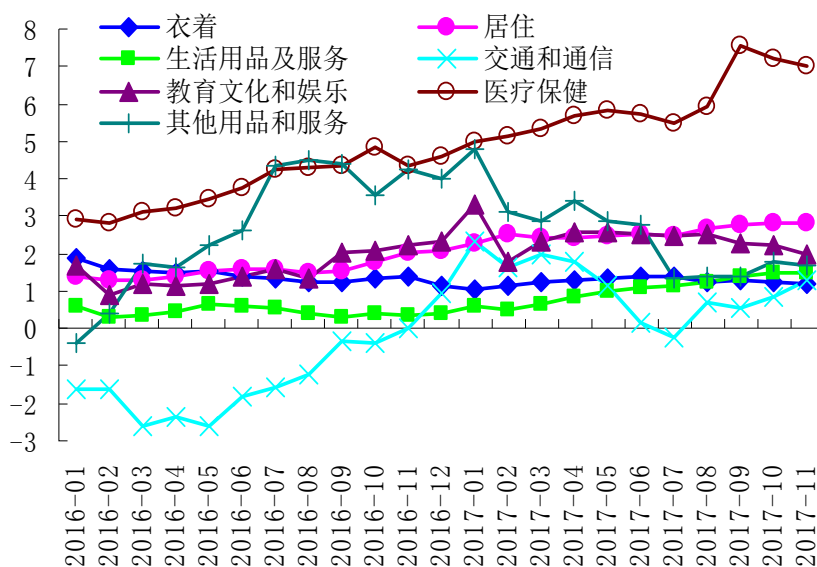


图4 主要非食品价格变化情况

数据来源：国家统计局。

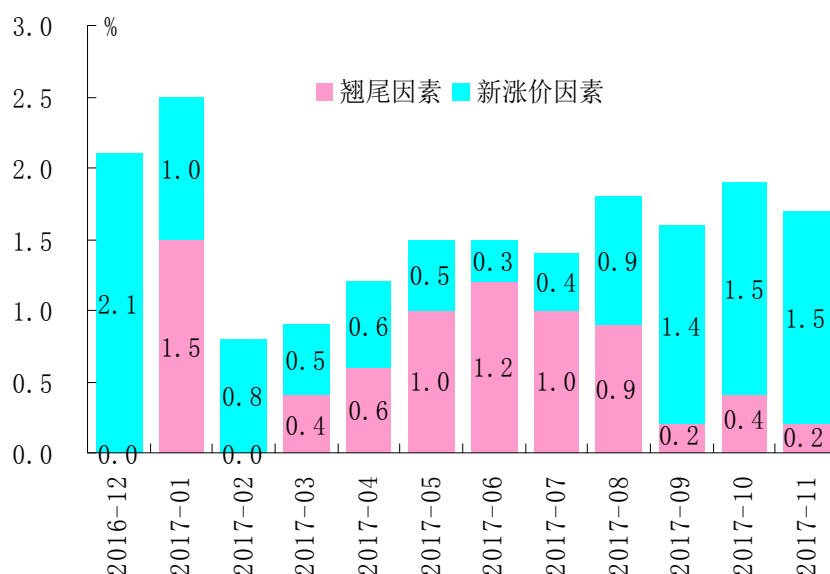


图5 翘尾因素和新涨价因素

数据来源：国家统计局。

翘尾因素略有回落，新涨价因素保持稳定。11月份，翘尾因素为0.2%，较上个月回落0.2个百分点，与9月份持平；新涨价因素为1.5%，与上个月持平，较9月份高0.1个百分点。从对CPI同比涨幅的贡献度看，11月份，翘尾因素

的贡献度为 11.8%，较 10 月份下降 9.3 个百分点，相应地，新涨价因素的贡献度由 10 月份的 78.9% 提高 9.3 个百分点，至 11 月份的 88.2%。

CPI 环比涨幅连续 3 个月低于历史同期平均水平。 CPI 环比涨幅自 2 月份以来连续高于或持平于历史同期平均水平，9 月份转为低于历史同期平均水平，10、11 月份延续了这一情形。11 月份，CPI 环比涨幅为零，较历史同期均值低 0.1 个百分点。其中，食品价格环比下降 0.5%，较历史同期均值低 0.7 个百分点；非食品价格环比上涨 0.1%，涨幅与历史同期均值持平。

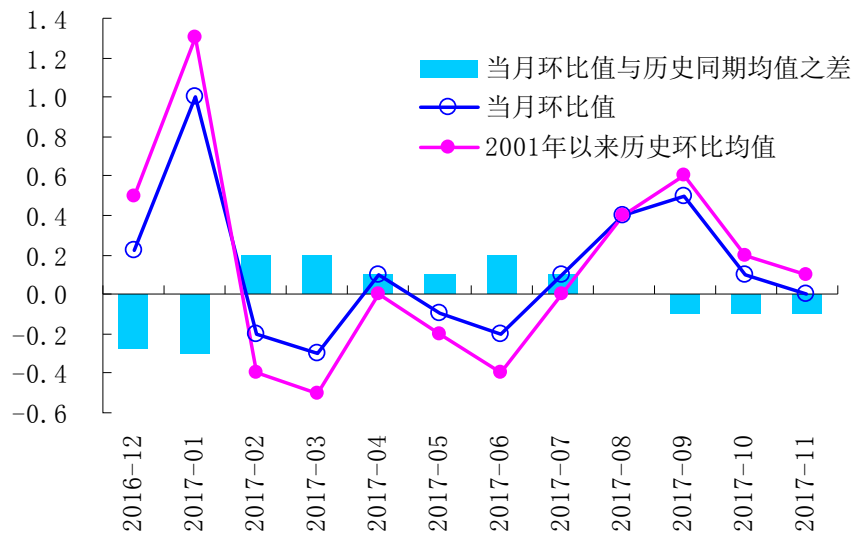


图 6 CPI 环比与历史均值比较

数据来源：国家统计局。

注：2017 年 1、2 月份对应的历史同期环比均值分别为春节所在月份和春节后一个月均值。

（二）工业生产者价格涨幅有所回落

PPI 同比涨幅于 2017 年 2 月份达到 7.8% 的高点，之后逐渐回落至 5 月份的 5.5%，并在随后两个月保持在 5.5% 的水平。8 月份涨幅又有所扩大，9 月份进一步扩大到 6.9%，10 月份维持在这一水平，11 月份再次出现回落。11 月份，PPI 同比上涨 5.8%，涨幅比上个月回落 1.1 个百分点。其中，生产资料价格同比上涨 7.5%，涨幅比上个月回落 1.5 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上个月回落 0.2 个百分点。PPI 环比于 2017 年 4 月份达到 -0.4% 的低点，此后逐渐回升，7 月份实现由负转正，涨幅继续回升至 9 月份的 1%，此后连续两个月回落。11 月份，PPI 环比上涨 0.5%，涨幅比上个月回落 0.2 个百分点。

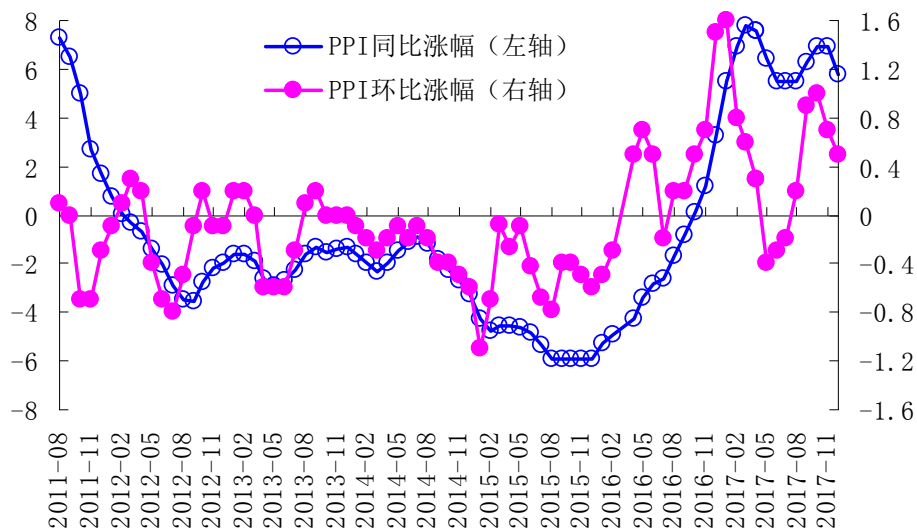


图7 工业生产者出厂价格走势

数据来源：国家统计局。

（三）企业商品价格涨幅下降

中国人民银行监测的企业商品价格（CGPI）于2月份达到高点后，涨幅不断回落，8月份出现反弹，9月份达到反弹高点后重新开始回落。11月份，CGPI同比上涨5.3%，涨幅比上个月下降1.5个百分点。其中，农产品价格下降1.5%，降幅比上个月扩大1.2个百分点；矿产品价格上涨7.6%，涨幅比上个月下降3.6个百分点；煤油电价格上涨7.1%，涨幅比上个月下降1.5个百分点。

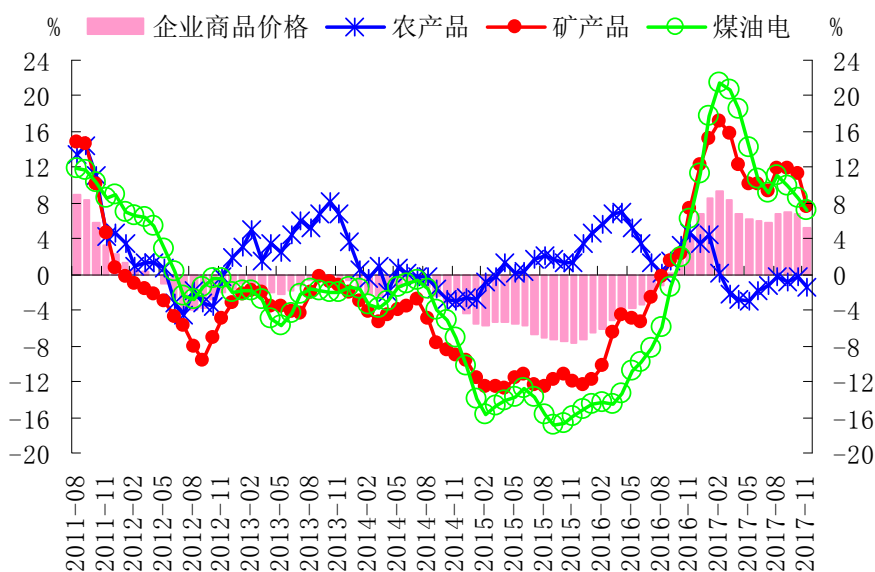


图8 企业商品价格走势

数据来源：中国人民银行。

（四）出口价格和进口价格涨幅总体回落

出口价格涨幅于4月份达到6.9%的高点后不断回落。10月份，出口价格同比上涨2.3%，涨幅比上个月回落0.4个百分点。进口价格涨幅于2月份达到13.9%的高点后，逐渐回落至8月份的6.4%，9月份反弹至9%，10月份又回落至6.6%，虽有所波动，但总体看其回落态势未改变。

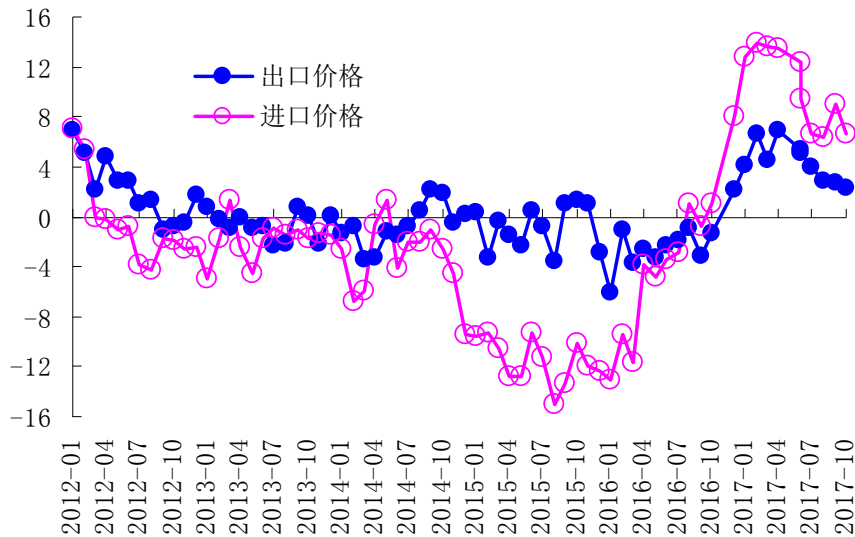


图9 进出口价格走势

数据来源：海关总署。

二、国际大宗商品价格有涨有跌

（一）CRB 商品价格指数略有回调

9月份以来，CRB 商品价格指数延续了6月下旬以来的波动回升态势，11月6日达到192.57，较9月初上涨6.4%，此后略有回调。12月上旬末，RJ/CRB 商品价格指数为185.02，较回调前下跌3.7%。

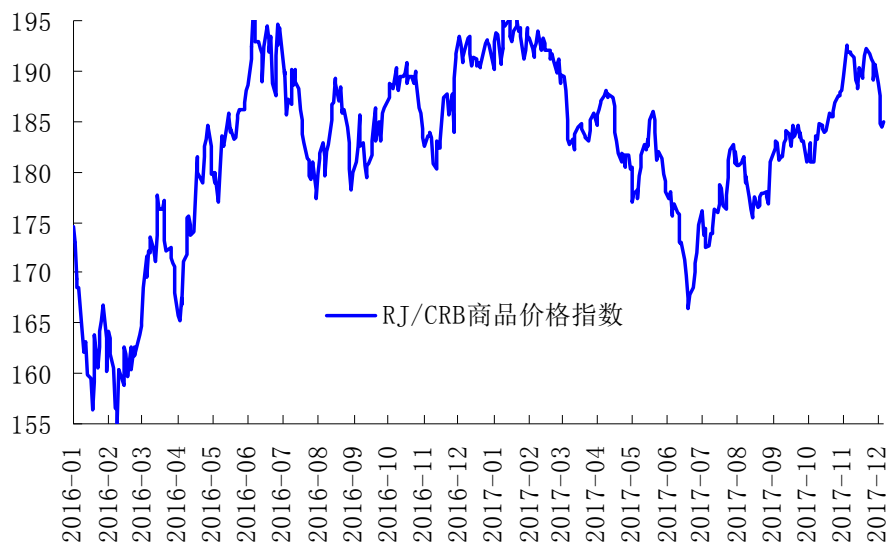


图 10 RJ/CRB 商品价格指数走势

数据来源：WIND。

（二）国际原油价格继续走高

9 月份以来，国际原油价格延续了 6 月下旬以来的震荡反弹走势。12 月上旬末，布伦特原油期货价格和 WTI 原油期货价格分别收于每桶 63.40 美元和 57.36 美元，比 9 月初分别上涨 20.2%和 21.3%。

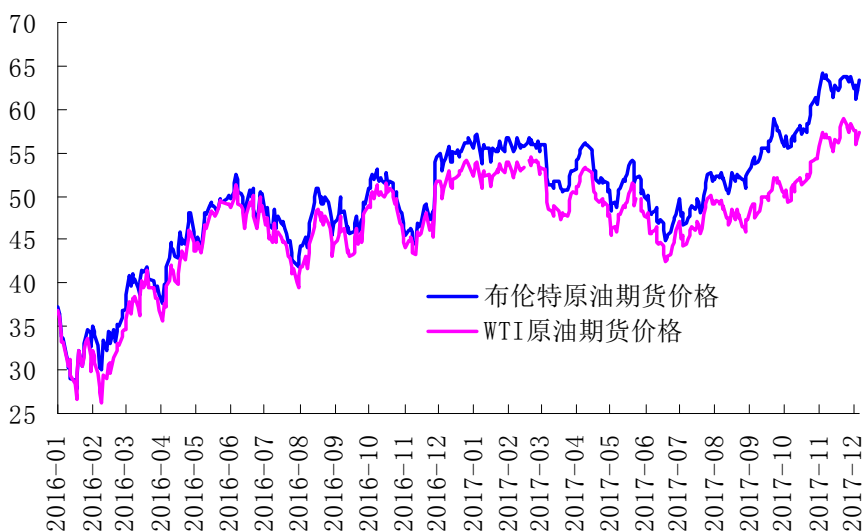


图 11 国际原油期货价格走势

数据来源：WIND。

（三）铁矿石价格有所反弹

9 月份以来，铁矿石价格经历了一轮下跌—盘整—反弹行情。普氏铁矿石价格指数（62%Fe:CFR 中国北方）由 9 月初的 77.45 美元/干吨较快下跌至当月末

的 61.35 美元/干吨，跌幅达 20.8%，此后进入盘整期，11 月初以来又有较显著的反弹。12 月上旬末，普氏铁矿石价格指数（62%Fe:CFR 中国北方）达到 69.50 美元/干吨，较 11 月初反弹 17.1%。



图 12 铁矿石价格走势

数据来源：WIND。

（四）主要有色金属价格有所下行

9 月份以来，国际铜和铝价格基本处于盘整态势，先后分别于 11 月 24 日和 27 日开始出现较为明显的下跌走势。12 月上旬末，LME 铜和铝价格分别为每吨 6536.75 美元和 1992.00 美元，较下跌前分别下跌 6.4%和 6.0%。

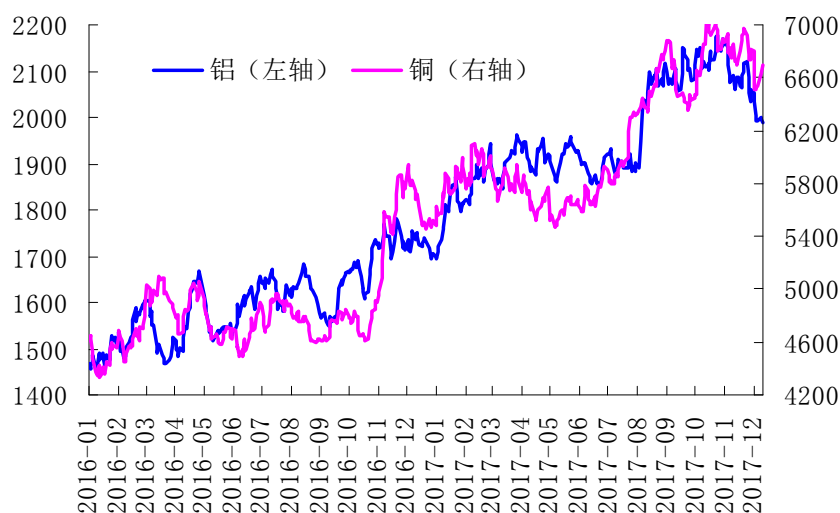


图 13 LME 铜和铝价格走势

数据来源：WIND。

（五）主要农产品价格涨跌互现

9月份以来，CBOT大豆期货价格震荡上行，玉米、小麦期货价格先涨后跌，稻米期货价格先小幅上涨后大幅下跌，再较快反弹。12月上旬末，CBOT大豆较9月初上涨5.1%，玉米、小麦分别较前期高点下跌4.5%和15%，稻米价格较前期低点上涨8.6%。

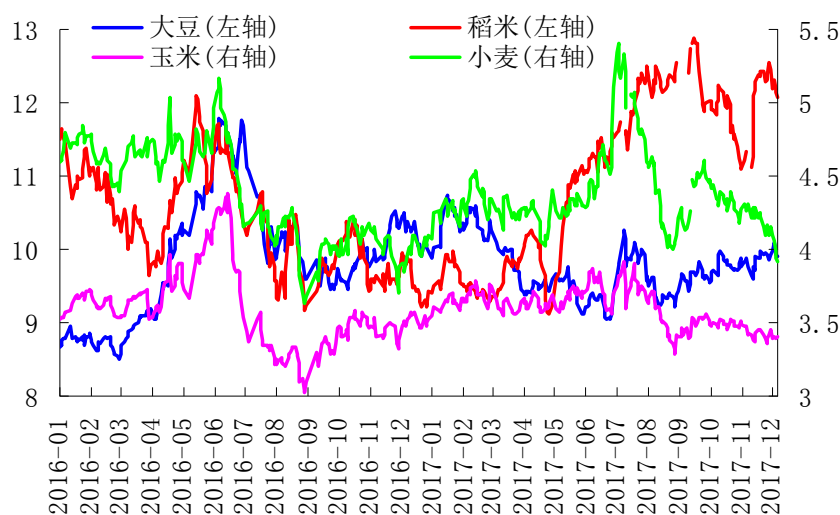


图14 CBOT粮食价格走势

数据来源：CEIC。

注：图中大豆、玉米、小麦价格单位为美元/蒲式耳，稻米价格单位为美元/英担。

三、资产价格升降互现

（一）主要城市新建商品住宅价格走势总体较为平稳

分一二三线城市看，一线城市房价环比继续下降，二三线城市房价环比略有上涨。据国家统计局初步测算，从新建商品住宅价格看，11月份，一线城市新建商品住宅价格环比下降0.1%，降幅与上个月持平；二线城市新建商品住宅价格环比上涨0.5%，涨幅比上个月扩大0.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.4%，涨幅比上个月扩大0.1个百分点。从二手住宅价格看，一线城市二手住宅价格环比下降0.2%，降幅比上个月加深0.2个百分点；二线城市二手住宅价格环比上涨0.3%，涨幅比上个月扩大0.1个百分点；三线城市二手住宅价格环比0.3%，涨幅比上个月扩大0.1个百分点。

分主要城市看，新建商品住宅价格环比下降或持平，二手住宅价格涨跌互现。从新建商品住宅价格看，11月份，北京环比跌幅均为0，比上个月收窄0.2个百

分点；上海环比涨幅为0，比上个月回落0.3个百分点；广州环比下跌0.1%，跌幅比上个月收窄0.1个百分点；深圳环比下跌0.2%，跌幅比上个月加深0.1个百分点。二线城市中的南京、杭州环比分别下跌0.2%和0.1%，跌幅分别比上个月加深0.1个百分点；武汉环比跌幅为0，比上个月收窄0.1个百分点；合肥环比上涨0.1%，涨幅比上个月扩大0.1个百分点。从二手住宅价格看，11月份，北京环比下跌0.5%，跌幅与上个月持平；上海环比下跌0.3%，上个月为环比上涨0.3%；广州环比上涨0.1%，上个月为环比下跌0.3%；深圳环比上涨0.1%，涨幅比上个月回落0.3个百分点。南京环比下跌0.5%，跌幅比上个月加深0.4个百分点；杭州、武汉分别环比上涨0.2%和0.1%，涨幅比上个月分别回落0.2和0.3个百分点；合肥环比跌幅为0，比上个月收窄0.2个百分点。

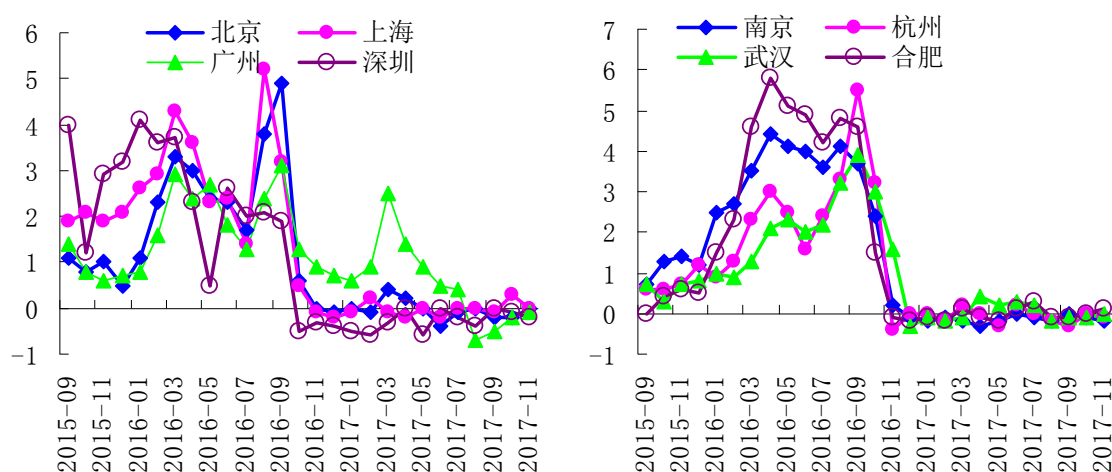


图 15 部分城市新建商品住宅价格环比变动情况

数据来源：国家统计局。

（二）股票价格有所回调

9月份以来，股票市场总体延续了5月中旬以来回升行情，11月13日上证综合指数收于3447.84点的高点后，开始有所回调。12月上旬末，上证综合指数收于3289.99点，较11月13日下跌157.84点，跌幅为4.6%；上交所平均市盈率为17.98倍，较11月13日下降4.2%。

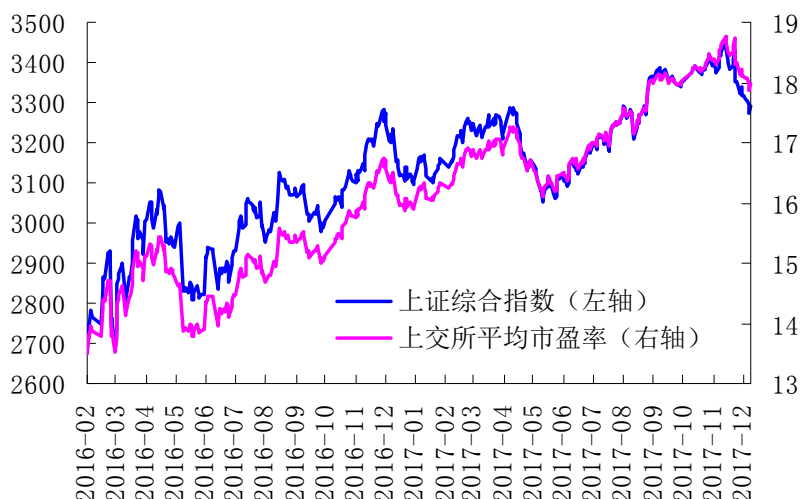


图 16 上证综合指数和上交所平均市盈率走势

数据来源：WIND。

（三）中债指数略有回升，债券收益率走高

9 月份以来，中债总净价指数和中债国债总净价指数延续了始于 7 月份下旬小幅下行走势，11 月下旬开始略有回升。12 月上旬末，中债总净价指数和中债国债总净价指数分别收于 111.5041 和 112.5865，较前期低点分别上升 0.31% 和 0.29%。与此同时，债券收益率走高，12 月上旬末，不考虑隔夜收益率，国债、政策金融债、企业债（AAA）和中短期票据（AAA）各关键期限点分别较 11 月中旬末平均上行 7.07BP、17.39BP、13.09BP 和 13.39BP。

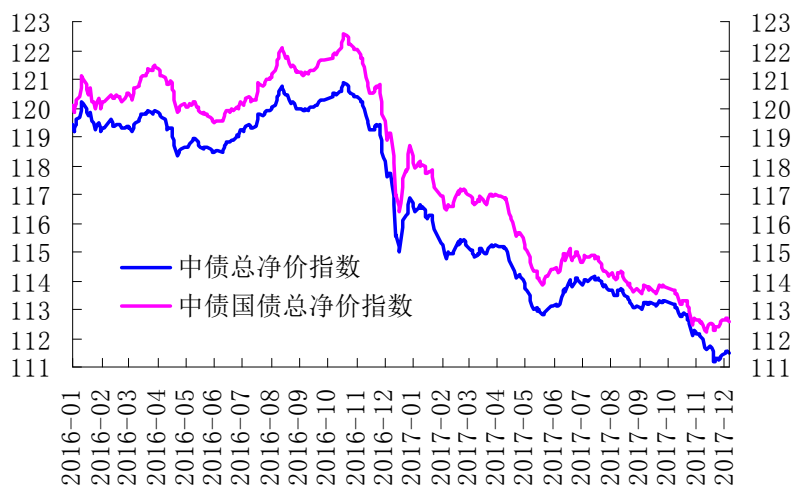


图 17 中债指数走势

数据来源：WIND。

第二部分 成因分析

从影响国内价格的因素看，投资增长小幅放缓，对工业品价格上涨的影响有所减弱，但去产能、环保限产及原油价格上涨等导致新涨价因素进一步上升。然而，翘尾因素下降较快，导致 PPI 同比涨幅回落。消费平稳增长为消费品价格温和上涨提供了基础，天气及生产调整等因素影响食品价格波动，燃料和服务价格上涨推动非食品价格涨幅上升。

一、总需求稳中趋缓，各部分对价格的影响不同

近期总需求相对平稳，投资增速延续小幅减缓趋势，消费增长总体平稳，出口增速下降后又有所反弹。总需求的结构性变化导致工业品价格上涨的动力有所减弱，而消费品价格温和上涨仍有基础。

（一）投资增速小幅减缓

投资增速延续 3 月份以来的放缓趋势。1-11 月份，全国固定资产投资累计同比增长 7.2%，增速比前三季度放缓 0.3 个百分点，比上年同期下滑 1.1 个百分点。民间固定资产投资增速在 1 季度明显回升后，2 季度以来持续回落，1-11 月份累计同比增长 5.7%，增速比前三季度放缓 0.3 个百分点。

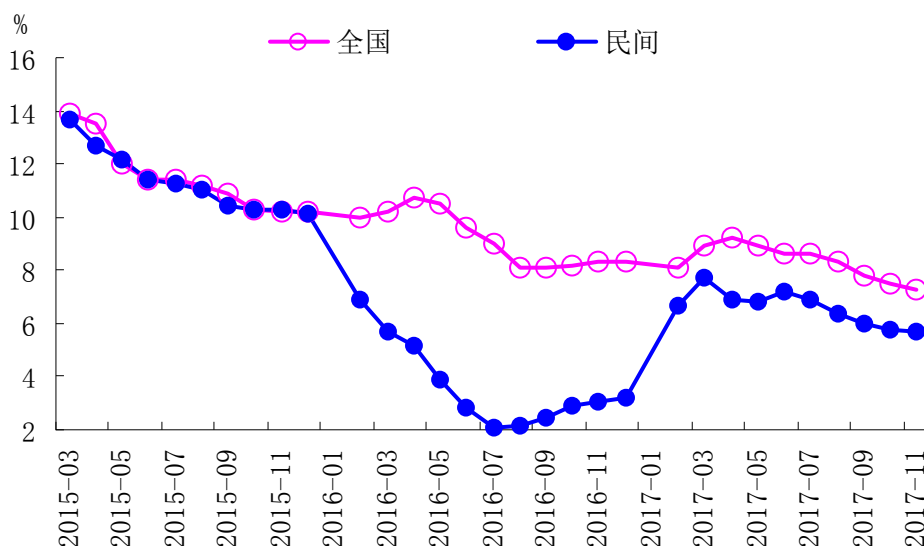


图 18 全国及民间固定资产投资累计同比增速变化情况

数据来源：WIND。

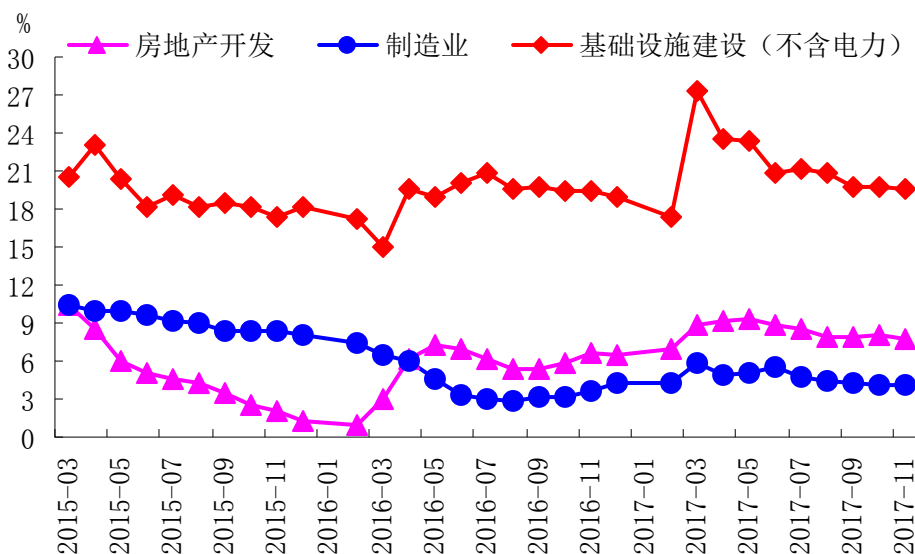


图 19 三大固定资产投资累计同比增速变化情况

数据来源：WIND。

房地产开发投资增速放缓。年初以来一二线城市以及三四线热点城市房地产限购、限贷力度不减，叠加房价上涨放缓，房地产销售走弱，影响房地产企业的投资意愿，加之与地产相关的债券及非标融资约束日益趋紧，房地产投资增速继续放缓。1-11 月份，房地产开发投资累计同比增长 7.5%，增速比前三季度放缓 0.6 个百分点，其中住宅投资累计同比增长 9.7%，增速比前三季度放缓 0.7 个百分点。

制造业投资增速低位平稳。2016 年下半年以来，虽然外向型企业出口形势好转等因素令企业盈利有所改善，但受传统行业产能过剩矛盾突出，以及环保限产等因素影响，制造业投资增速在 2017 年上半年反弹后，7 月份以来持续回落。1-11 月份，制造业投资累计同比增长 4.1%，比前三季度下降 0.1 个百分点。

基建投资增速有所回升。受年初 PPP 项目集中落地的影响，2017 年 1-2 月份，基建投资（不含电力，下同）大幅增长 27.3%。随后几个月受财政支出增速放缓、财政部发文规范地方政府融资、PPP 落地时间延长等因素影响，基建投资增速明显回落。近期受十九大后复工、政府性基金支出增长较快等因素的影响，11 月份基建投资增速回升，当月同比增长 23.7%，为年内次高，并带动 1-11 月份累计同比增速回升至 20.1%，增速比前三季度高 0.3 个百分点，比上年同期高 1.2 个百分点。

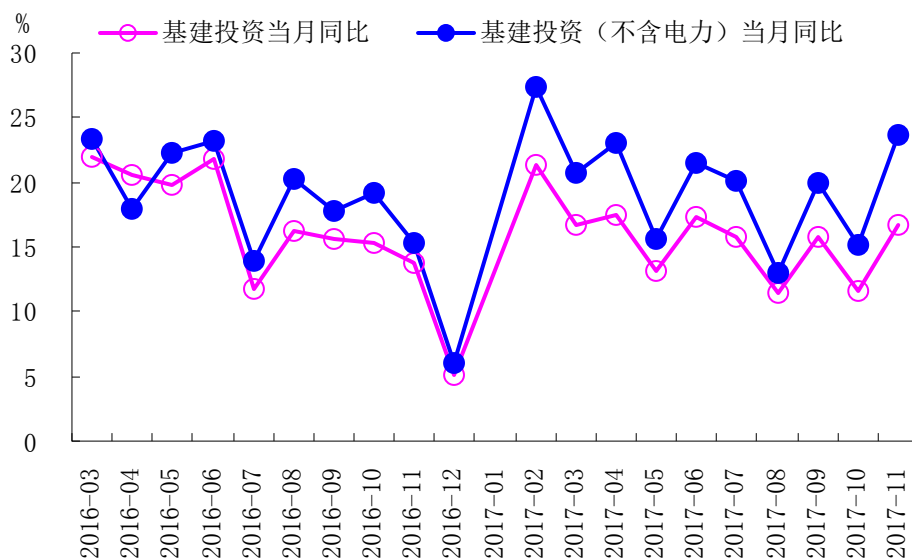


图 20 基建投资当月同比增速变化情况

数据来源：WIND。

（二）消费增速相对平稳

2017年初，社会消费品零售总额的增速延续了过去几年逐年下台阶的规律，但受前期商品房销售增加、车辆购置税优惠政策等因素影响，3月份后增速明显反弹。然而，随着商品房销售增速放缓，下半年以来消费增速总体上趋于下滑。尽管有节假日因素和“双十一”促销活动对消费的刺激，但10、11月份，社会消费品零售总额名义同比分别增长10%和10.2%，比9月份分别回落0.3和0.1个百分点；实际同比分别增长8.6%和8.8%，比9月份分别降低0.7和0.5个百分点。

商品零售增长乏力。从分项看，受商品房销售增速放缓的影响，与居住相关的商品消费增速回落。10、11月份，建筑及装潢材料类同比分别增长6.1%和3.6%，比9月份分别下降3.4和5.9个百分点，分别为年内次低和最低同比增速。受前期优惠政策透支需求及上年基数较高等因素的影响，汽车类商品零售增速继续回落，10、11月份同比分别增长6.9%和4.2%，比9月份分别下降1和3.7个百分点。

餐饮收入增速放缓。受人工、水电能源成本上升，以及部分地区开展餐饮业环保专项整治和食品安全检查的影响，餐饮收入增速下半年以来呈现下滑态势。9、10、11月份餐饮收入同比增速分别为10.2%、10.3%和10%，为年内相对低点。

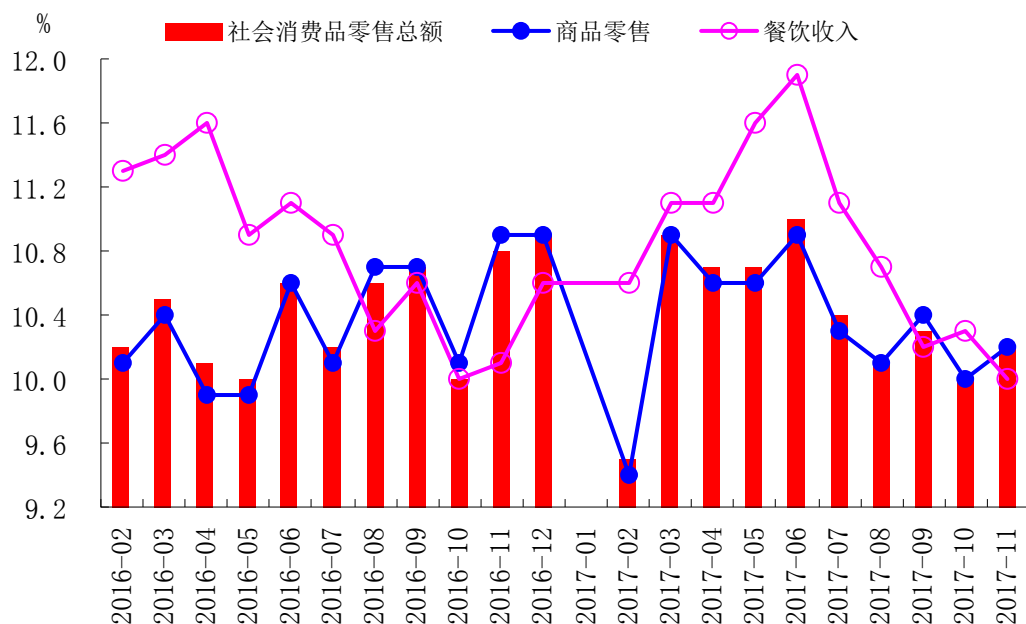


图 21 社会消费品零售总额及分项当月同比增速变化情况

数据来源：WIND。

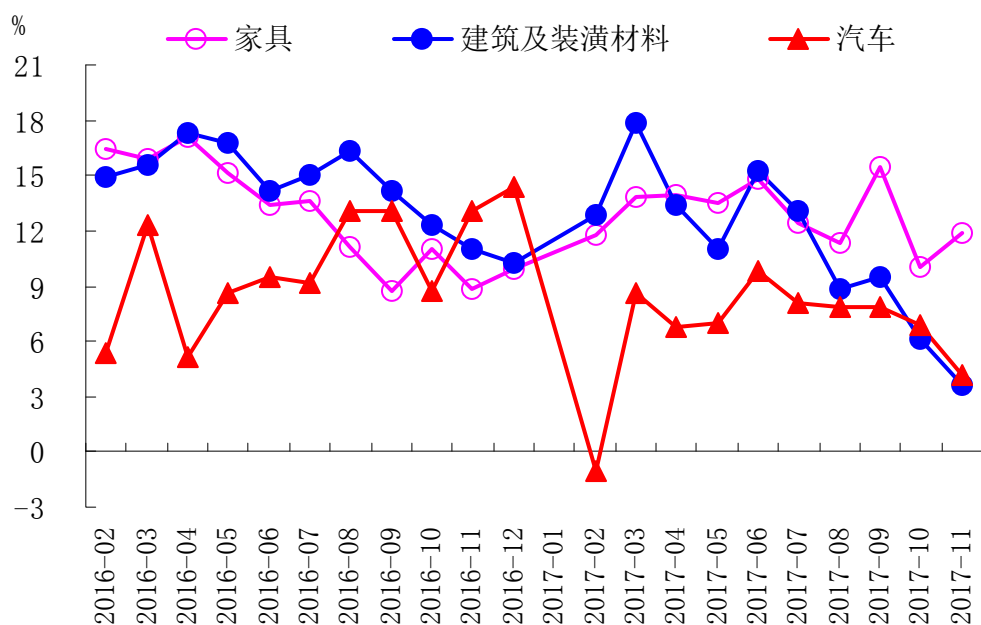


图 22 限额以上单位商品零售当月同比增速变化情况

数据来源：WIND。

(三) 出口增速有所反弹

2016 年以来，全球经济复苏态势良好，发达经济体和新兴经济体经济增速都有所加快，国际贸易形势好转，外部需求改善，我国出口增速回升。虽然 2017 年 7、8 月份受美国对中国启动贸易调查等因素影响，出口增速有所放缓，但 9

月份以来出口增速重新回升。2017年11月份，我国出口金额（美元计价）同比增长12.3%，增速比9月份回升4.3个百分点，为年内次高增速；规模以上工业企业出口交货值同比增长11.8%，增速比9月份回升2个百分点，也是年内次高增速。对主要贸易伙伴出口增速全面回升。11月份我国对美国、欧盟、东盟出口金额同比增速超过10%，对日本的出口金额同比增速为9.8%，对中国香港地区出口金额同比由负转正。

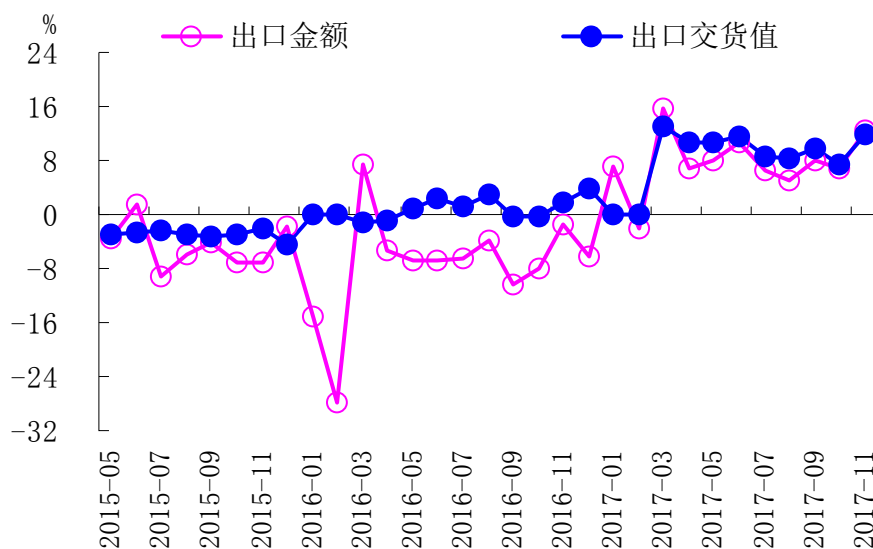


图 23 出口总额及规模以上工业企业出口交货值同比增速变化情况
数据来源：WIND。

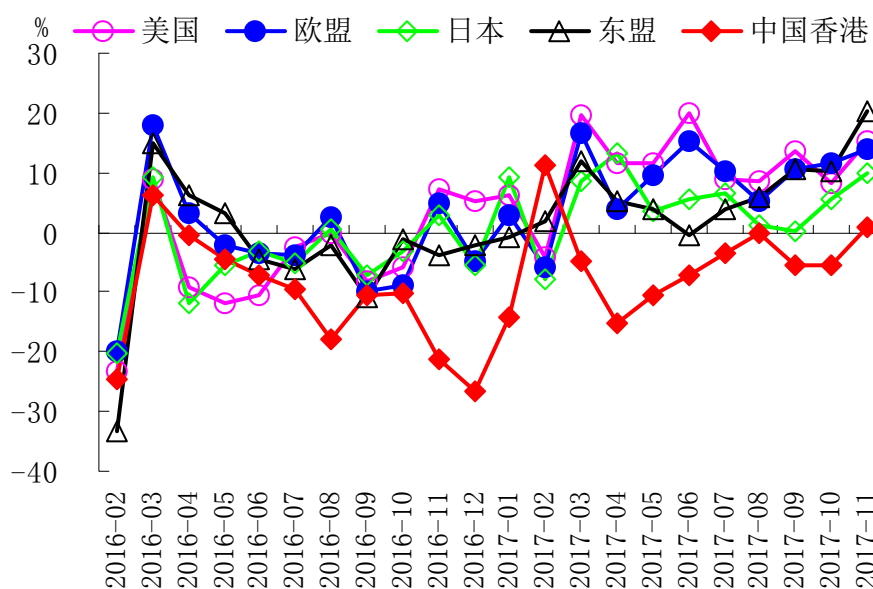


图 24 我国对主要贸易伙伴出口同比增速变化情况
数据来源：WIND。

二、供给面与基期因素对 PPI 走势影响较大

去产能、环保限产等政策对上游行业生产活动影响明显，对价格形成支撑。石油等大宗商品价格回升，推动国内能源、化工等相关行业的商品价格上涨。但由于 PPI 持续上涨，现阶段已处于较高水平，同时总需求增长态势放缓，制约价格进一步上涨的空间，PPI 环比涨幅放缓。受上年基数的影响，翘尾因素下降较快，引起 PPI 同比涨幅回落。

（一）去产能、环保限产对上游产品价格形成支撑

2016 年以来至今，供给侧结构性改革的政策效果逐渐显现，煤炭、石油、黑色金属、有色金属等行业的资源得到重新配置，落后产能逐渐退出。2017 年 8 月末，钢铁去产能 5000 万吨的目标提前完成；10 月末，1.4 亿吨“地条钢”产能已经出清；9 月末，煤电行业淘汰、停建、缓建产能 5000 万千瓦的目标提前完成；10 月末，煤炭去产能 1.5 亿吨的目标提前完成。

与此同时，环保督察力度进一步加强。绝大部分省份完善排污许可、考核问责等制度，利用环保、能耗指标考核，处置或关停不达标企业。8、9 月份，第四批中央环境保护督察工作全面启动，整改效果明显；9 月起，京津冀及周边地区“2+26”城市开展秋冬季大气污染防治攻坚行动巡查，整治涉气“散乱污”企业，对钢铁、建材等重点行业实施错峰生产。2017 年 9 月 15 日第四批 8 个中央环境保护督查组进驻结束，通过考核环保、能耗、安全等指标，对不达标的企业进行了处置和关停，其中，责令整改 32602 家，立案处罚 9181 家，罚款达到 46583.84 万元。

去产能及力度加大的环保限产政策效果叠加，对工业及其他行业生产形成了冲击，主要工业品产量增速放缓或供给减少。其中，2017 年 10、11 月份，原煤产量同比分别增长 1.5%和-2.7%，比 9 月份分别下降 6.1 和 10.3 个百分点；焦炭产量同比分别减少 12.6%和 10.9%，降幅比 9 月份分别扩大 5.5 和 3.8 个百分点。生铁、有色金属、平板玻璃等供给减少，11 月份同比分别下降 3.5%、6.9%和 3.5%。

上述工业品产量的变化影响到价格，导致 PPI 涨幅持续处于较高水平，回落幅度不及预期。但去产能及环保限产等措施主要对煤炭、钢铁、有色金属等上游工业品价格形成支撑，下游工业品及消费品的价格受到的冲击相对较弱。从价格

的结构性变化看，中上游价格环比涨幅较高，下游价格相对稳定，涨幅呈自上而下逐级收窄的分化局面。分类别看，2017年11月份，采掘业PPI环比上涨1.7%，涨幅最高，原材料工业、加工工业和生活资料PPI的环比涨幅依次降低。

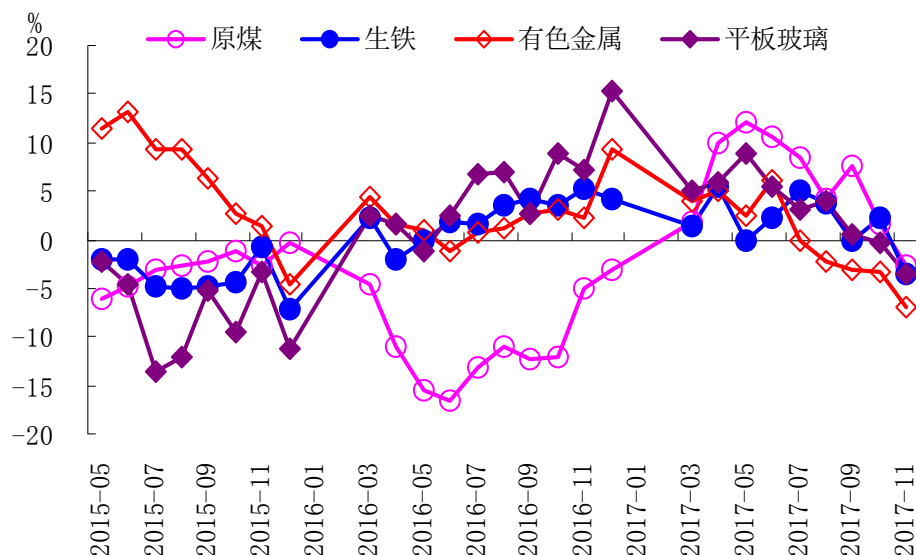


图 25 主要工业品产量同比变化情况

数据来源：WIND。

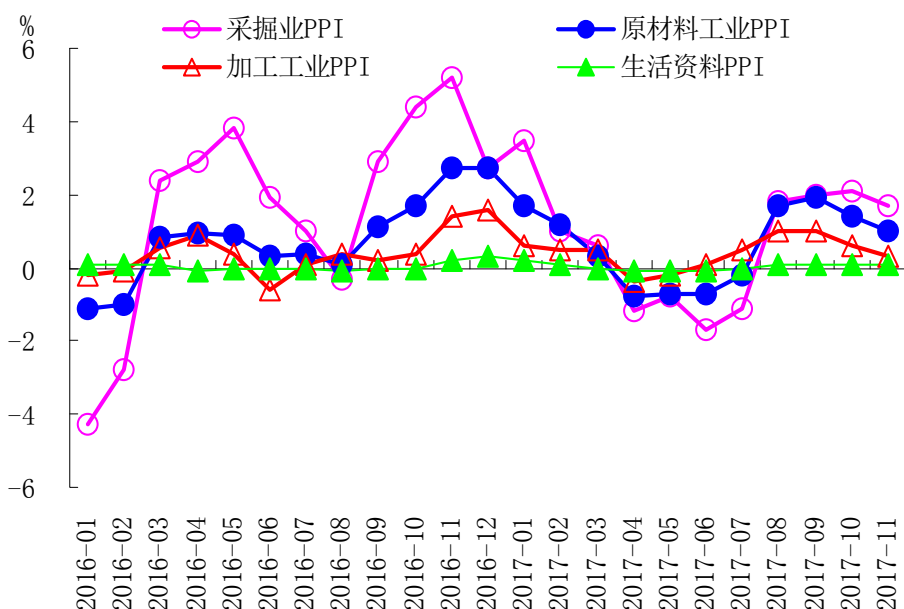


图 26 上中下游工业品环比价格变化情况

数据来源：WIND。

（二）国际原油价格上涨推升相关产品价格涨幅

受 OPEC 国家限产协议执行较顺利，沙特内部政治变动，委内瑞拉、伊朗、

伊拉克等主要产油国地缘局势紧张等因素影响，全球原油产量下降。与此同时，主要经济体经济状况好转、全球制造业回暖，原油需求持续增长。供需格局调整导致近期油价明显回升。在原油价格上升带动下，铁矿石等大宗商品价格也反弹回升，并通过贸易等多渠道影响国内能源、化工等相关行业的商品价格上涨。根据国内现行成品油价格形成机制，10、11月份汽油和柴油分别累计上调415元/吨和400元/吨。10、11月份，石油和天然气开采业价格环比涨幅扩大，分别上涨5.1%和6.2%。在新涨价因素的影响下，石油和天然气开采业价格同比涨幅也扩大，分别上涨16.5%和20.3%，涨幅比上年同期分别提高14.5和14.1个百分点。此外，石油加工、炼焦及核燃料加工业，化学原料及化学制品制造业，橡胶和塑料制品业等能源、化工行业价格同比涨幅也较上年同期明显提高。

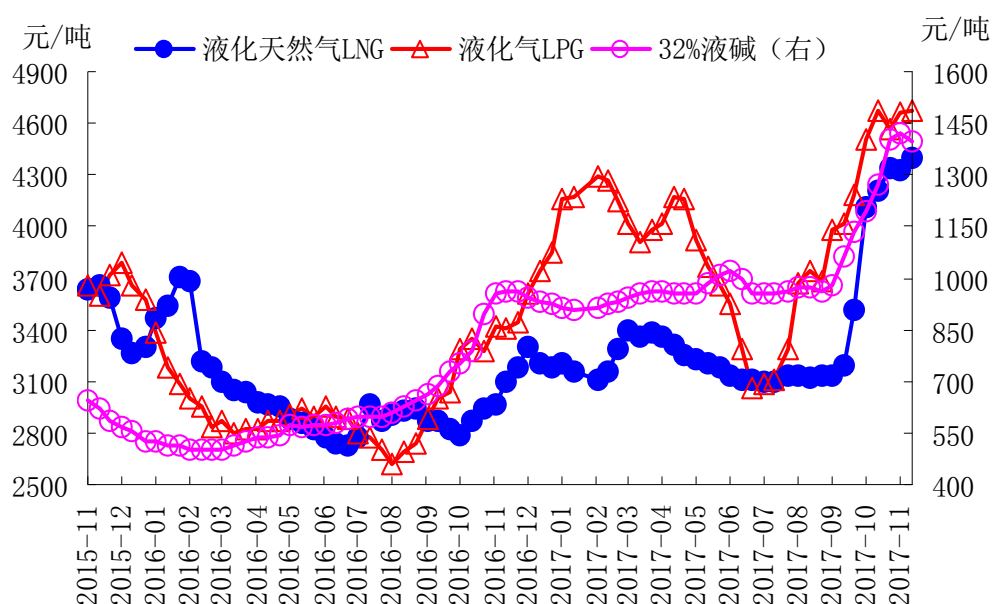


图 27 主要能源化工产品价格变化情况

数据来源: WIND。

(三) 翘尾因素下降较快引起 PPI 同比涨幅回落

虽然在去产能、环保限产等政策及国际大宗商品价格回升的影响下，PPI 环比持续上涨，带动新涨价因素进一步上升，但翘尾因素下降较快，引起 PPI 同比涨幅回落。2017 年 10、11 月份，翘尾因素分别为 3.1% 和 1.6%，比 9 月份下降 0.7 和 2.2 个百分点。从对 PPI 同比涨幅的贡献度看，10、11 月份，翘尾因素的贡献度分别为 45.3% 和 27.6%，比 9 月份低 10.4 和 28.1 个百分点。

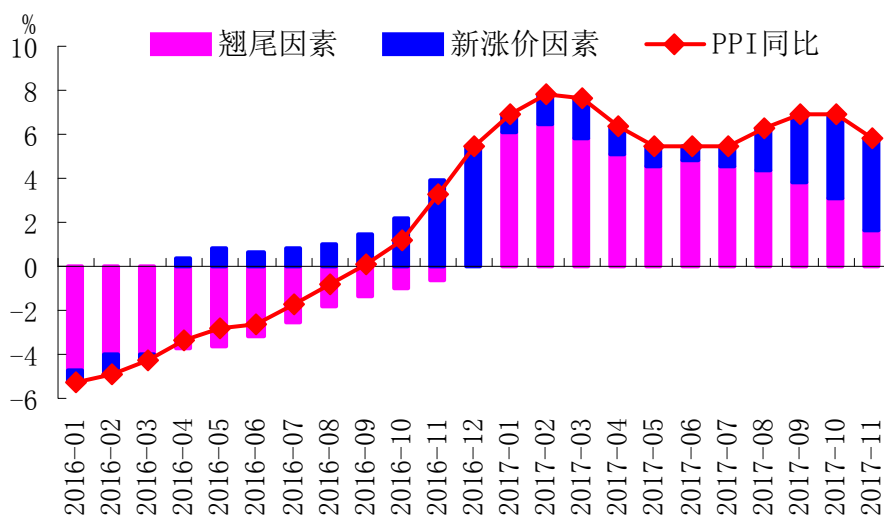


图 28 PPI 翘尾因素和新涨价因素变化情况

数据来源：WIND。

三、天气及生产调整等导致食品价格小幅波动

(一) 天气因素影响鲜菜价格总体下降

2017 年秋冬以来，除个别地区外，全国大部分地区天气良好，平均气温与常年相比略偏高，有利于鲜菜生产和储运，市场供应相对充足，鲜菜价格总体走低。受上年基期因素的影响，鲜菜价格同比 10 月份小幅上涨，11 月份明显下跌，涨幅分别为 0.3%和-9.5%。但总体而言，鲜菜价格涨幅大大低于上年同期，10、11 月份鲜菜价格涨幅分别比上年同期低 12.7 和 25.3 个百分点。

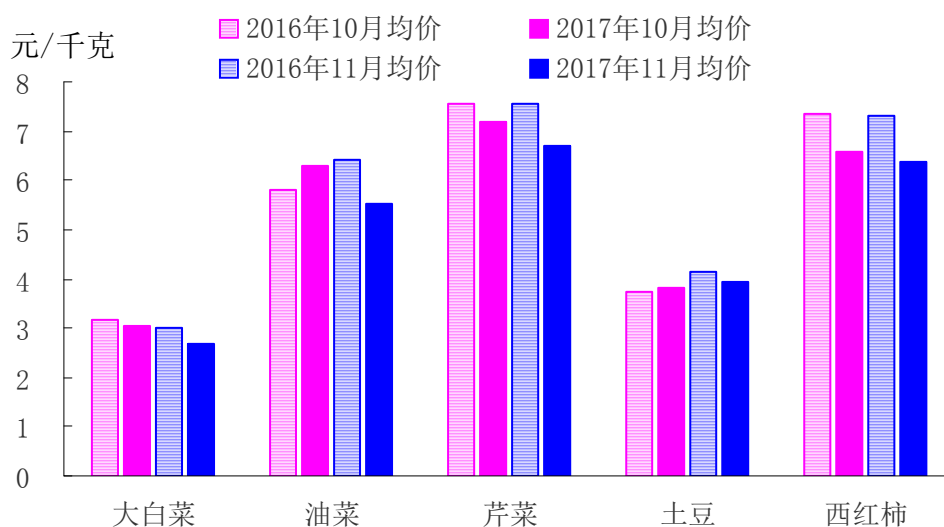


图 29 50 个城市主要鲜菜平均价格变化情况

数据来源：国家统计局。

（二）季节性及生产调整等导致肉价跌幅收窄、蛋价上涨

近年来，国家出台一系列规范禽畜养殖业的规定，提升养殖标准，使得大量散养户退出，生猪养殖行业集中度上升，市场格局更加趋于规模化。2017 年以来，环保限产力度加大，四川、山东、河南等猪肉产量大省陆续出台养殖业整顿措施，对猪肉供给产生影响。同时，猪肉消费需求季节性回升，供需调整影响猪肉价格企稳回升。从 22 个省市猪肉平均价走势看，2017 年 12 月上旬价格回升至 21.98 元/千克，为 6 月份以来的最高值。

由于前期蛋类价格持续处于低位，养殖户主动或被动淘汰蛋鸡，蛋类供给减少，下半年以来蛋类价格总体上止跌回升。10 月份以来，蛋价在原有基础上又出现较为明显的上涨。在新涨价因素的影响下，蛋类价格同比降幅不断收窄，并于 8 月份由负转正，11 月份同比上涨 5.6%，为 2015 年 4 月以来最高涨幅。

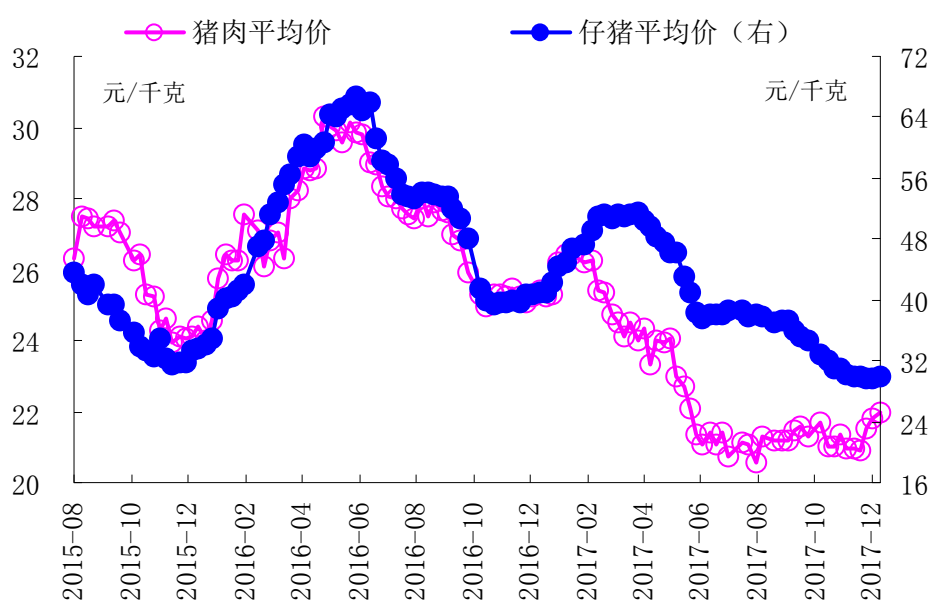


图 30 22 个省市猪肉、生猪、仔猪平均价变化情况

数据来源：WIND。

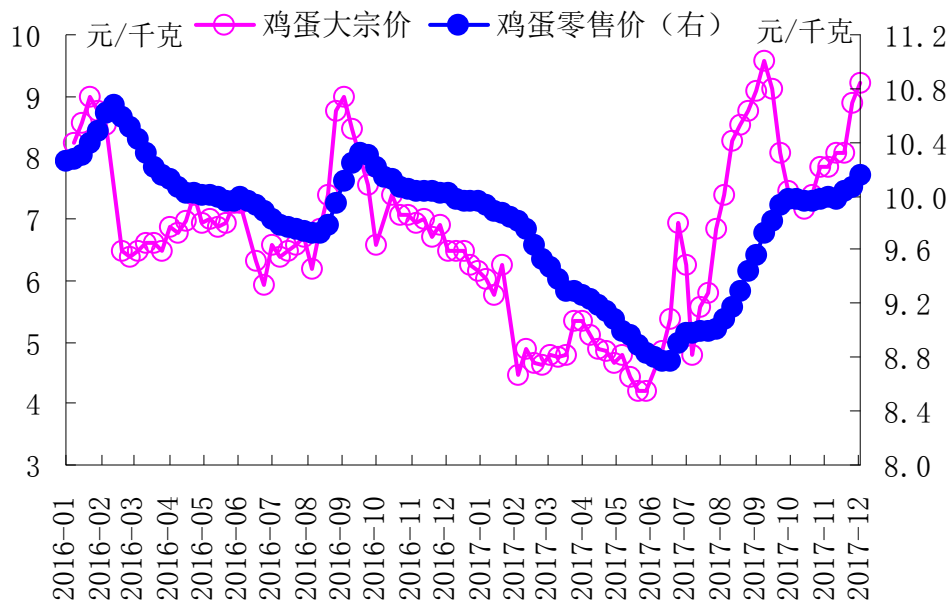


图 31 鸡蛋大宗价和零售价变化情况

数据来源：WIND。

四、燃料及服务价格上涨推动非食品价格上升

由于国际油价回升、国内成品油价格上调，交通运输燃料价格明显上涨。2017年10、11月份，交通工具用燃料价格同比分别上涨7.5%和10.2%，涨幅较上年同期扩大5.4和5.7个百分点。与此同时，近期“煤改气”等因素影响燃气供求，带动居住类水电燃料价格同比均上涨2.5%，10、11月份涨幅较上年同期分别扩大2.5和1.9个百分点。

受行业清查整顿，人工、运输成本上升等影响，部分快递公司调高运费价格，邮递服务价格涨幅扩大，10、11月份同比分别上涨2.6%和2.9%，涨幅较上年同期扩大2.3和2.6个百分点。2016年以来，伴随医疗价格改革的推进，尤其是医疗服务价格谈判机制逐步完善、市场化的医疗服务价格形成机制的逐步建立，此前受到管制的部分服务价格上涨。2017年9、10、11月份，医疗服务价格同比分别上涨9.2%、8.7%和8.5%，为近20年以来的高点。从36个城市医疗服务价格看，10、11月诊疗费价格同比涨幅超过70%，注射费、化疗费、床位费等价格同比涨幅超过20%，手术费等价格同比涨幅也在10%以上。

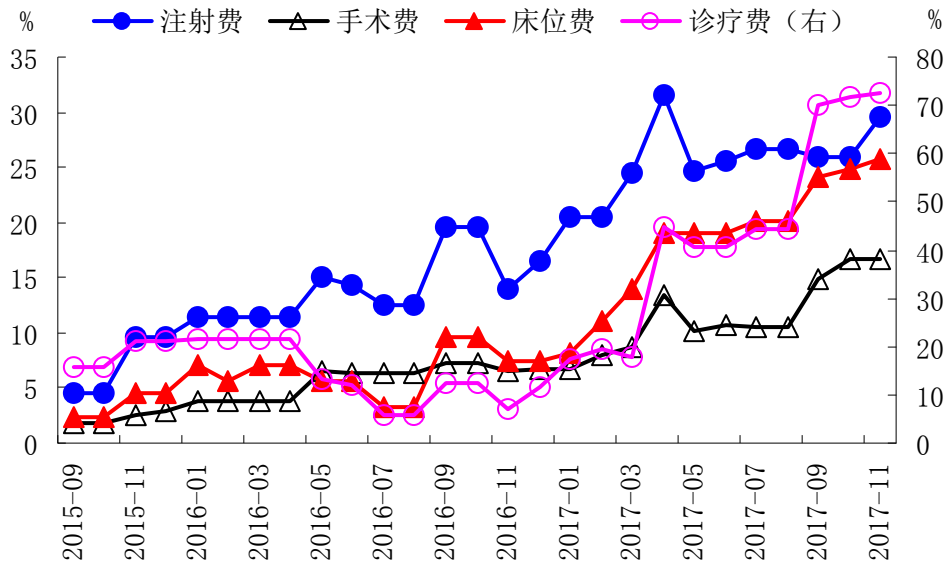


图 32 36 城市医疗服务价格同比变化情况

数据来源：WIND。

第三部分 趋势展望

预计去产能、环保限产对供给端的影响逐步减弱，总需求延续稳中趋缓态势，工业品供求关系趋于基本稳定。原油等国际大宗商品价格上涨空间有限，对 PPI 的推动作用可能减弱。再考虑到基数效应，预计 PPI 涨幅逐步下行。“猪周期”因素有可能影响猪肉价格同比涨幅由负转正，带动食品价格温和上涨。劳动力成本上升和消费升级仍将影响非食品价格上行，但非人力成本上升的推动作用将有所下降，非食品价格增速可能保持相对稳定。预计 2017 年全年 CPI 上涨 1.5%，PPI 上涨 6.4%；2018 年全年 CPI 上涨约 2.2%，PPI 上涨约 3%。

一、总供求关系将基本稳定，为价格稳定提供基础

（一）总需求存在小幅下滑可能

1. 先行指标显示经济动能有所减弱

作为宏观经济先行指标的“克强指数”在 2017 年 7 月份达到高点后连续四个月回落，11 月份仅为 8.67%，处于年内低点。11 月份中采 PMI 为 51.8%，较上月回升 0.2 个百分点，但低于 9 月份 0.6 个百分点；财新中国 PMI 为 50.8%，较上月下降 0.2 个百分点，延续了 8 月份以来的下滑趋势，且处于下半年的最低点。非制造业 PMI 在 10 月份下降后，11 月份仍有所回升，显示非制造业活动相对稳定，但尚无明确走强迹象。

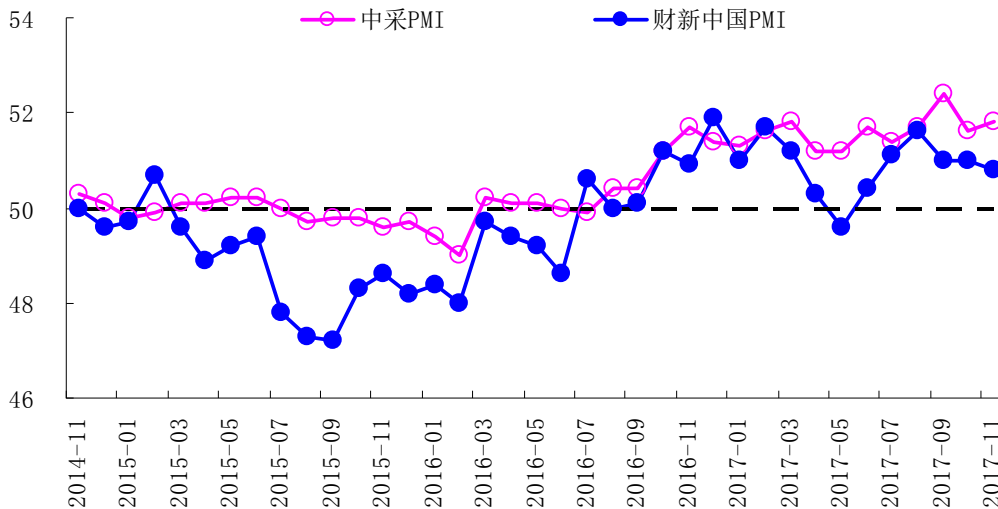


图 33 中采 PMI、财新 PMI 变化情况

数据来源：WIND。

2. 固定资产投资增速或将继续下滑

基建投资增速有可能下降。一些重大水利工程、城市轨道交通、电信基础设施等基建项目将持续推进，或对 2018 年基建投资形成支撑，但制约基建投资增长的因素也较多。一是为了进一步规范 PPP 项目的运作，加强项目的风险管控，2017 年 11 月份，财政部出台《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》，国资委出台《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》，PPP 项目快速扩张势头或将减缓。二是财政部出台的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》两个文件仍将继续规范地方政府融资行为，对地方政府资金来源产生影响。三是伴随楼市调控政策的延续，与之相关的地方政府增值税、契税等房地产相关税收收入可能减少，加之减税降费仍将继续推进，财政收支矛盾或将更加突出，影响地方政府基建投资的力度。四是金融监管加强，货币金融条件总体上趋于收缩，将影响地方政府的融资来源。总体看，基建投资维持高位的难度较大，增速有可能有所下降。

房地产投资增速仍将维持缓慢下行态势。房地产投资增长存在一些制约因素。一是中央经济工作会议确定房地产调控政策延续，有可能影响房地产开发企业的投资意愿和能力。2018 年重点工作之一是“完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。预计一二线城市房地产调控政策仍将延续，这会抑制房地产开发投资的意愿。此外，在房地产调控政策的作用下，房地产开发企业的资金来源大幅下滑，一些中小房地产开发企业投资能力受到影响。1-11 月份房地产开发企业到位资金累计同比增长 7.7%，较 1-10 月份回升 0.3 个百分点，但较 2016 年同期大幅下降 7.3 个百分点。其中，来自定金及预收款的资金累计同比增长 15%，个人按揭贷款资金累计同比增长-1.6%，分别较 2016 年同期大幅下滑 15.5 和 50.9 个百分点。二是三四线城市棚改的货币化安置力度或将减弱，影响三四线城市的房地产需求和销售，将影响房地产投资的增长。2017 年 5 月份召开的国务院常务会议确定实施 2018-2020 年棚改攻坚计划，并将年均棚改目标下调至 500 万套，低于 2015-2017 年的年均 600 万套。

不过，在中央强调完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制的背景下，

房地产投资增速可能不会出现较大波动。中央经济工作会议强调，要加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，因此，住房供应渠道将会增加，支撑房地产投资增长。从目前看，住房租赁市场建设正在加强，8月份国土资源部和住建部印发了《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，选取了13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点，这将在一定程度上抵消商品房投资下降的影响。此外，随着房地产去库存工作的持续推进，2017年商品房待售面积持续下降，较低的房地产库存也可能会刺激开发商的投资意愿。2017年全国土地购置面积累计同比持续增长，1-11月份累计同比增长16.3%，较上月大幅回升3.4个百分点，其中100个大中城市供应土地占地面积较2016年同期增加6793.4万平方米。住宅用地供给的持续增长有可能为地产开发投资增长提供支撑。

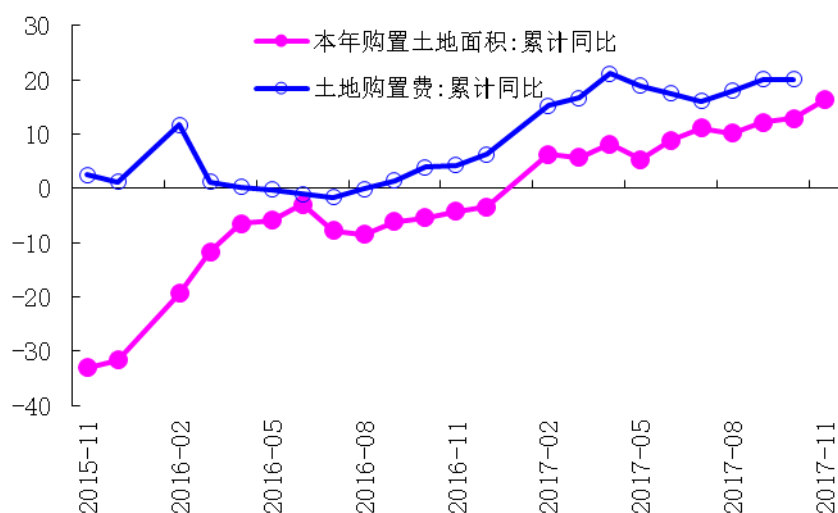


图 34 土地购置面积和土地购置费累计同比变化情况

数据来源：WIND。

制造业投资增速或将企稳。目前制造业投资增长存在一些有利因素。一是高端制造业仍将保持强劲发展势头，为制造业投资增长提供新的支撑。1-11月份，高技术制造业投资增长15.9%，比全部制造业投资高11.8个百分点；对制造业投资增长的贡献率为46.4%，拉动制造业投资增长1.9个百分点。11月27日国家发展改革委发布了《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》，将为高端船舶和海洋工程装备、智能机器人、智能汽车等高端制造业发展提供政策支持，预计高端制造业投资强劲增长势头将延续。二是政策上将进一步加大对制造业投资的支持力度。11月20日工信部等部门发布《关于发挥民间投资作用，

推进实施制造强国战略的指导意见》，将进一步改善民间投资环境，激发民间投资活力，助推民营制造业投资增长。与此同时，2018 年政府仍将大力降低实体经济成本，降低制度性交易成本，继续清理涉企收费，加大对乱收费的查处和整治力度，这将有助于制造业投资增长。三是随着供给侧结构性改革的深入推进，传统制造业将继续围绕两化融合、节能降耗、质量升级等领域加大技术改造投资力度，将继续带动制造业投资增长。四是制造业的过剩产能持续出清，工业企业盈利能力好转，一定程度上改善了制造业投资的条件。

不过，一些因素仍然制约制造业投资增速回升空间。一是制造业产能过剩的矛盾依然存在，或将抑制制造业投资增速回升。目前，“去产能”工作的有力推进提高了行业集中度和工业企业产能利用率，未来制造业投资能否明显回升最终取决于最终需求。在最终需求没有强劲回升之前，制造业投资难有大幅改观。二是环保严监管或成为新常态，短期仍将对部分传统制造业投资产生较大影响。三是国际上制造业领域竞争加强，也有可能影响我国制造业投资增长。

3. 出口有望保持较稳定增长

全球经济的持续复苏等有利因素仍将对我国出口增长形成支撑。一是 2018 年世界经济将延续复苏态势。在 10 月份的《世界经济展望》中，IMF 将 2017 年和 2018 年全球经济增速预测值均提高了 0.1 个百分点，分别为 3.6%和 3.7%。二是从美国、欧洲和日本等主要发达国家和地区看，这些经济体的 PMI 指数维持高位，预示外部需求仍将延续回暖态势，将继续支撑我国出口增长。三是我国与金砖国家、东盟成员国等新兴经济体之间的合作进一步加深，也将为出口增长提供支撑。四是随着“一带一路”建设的逐步深入，国际产能合作、对外经贸合作进一步加强，中欧班列开行数量大幅增长，有望为我国出口提供新的支撑。从先行指标看，11 月份中国外贸出口先导指数为 41.8，较上月上升 0.2；出口经理人指数为 44.8，较上月大幅上升 1.4，显示了出口持续改善的可能。

但需要注意的是，出口增长仍存在不确定性。一是反全球化、贸易保护主义和民粹主义思潮依然存在，国际政治上的不确定性事件仍可能出现，或将制约出口的改善程度。尤其是，我国与美国的贸易发展仍然存在不确定性。美国经常项目逆差的持续增加，与特朗普政府减少贸易逆差的承诺相违背，在特朗普强调“美国优先”的背景下，中美之间发生贸易摩擦的风险仍然较大。二是我国出口增长

面临发达经济体和新兴经济体的双重挤压。发达经济体的“制造业回归”进程加快，以及以越南为代表的新兴经济体的产业承接规模扩张，或将进一步削弱我国出口的相对竞争优势，影响出口的继续增长。三是汇率因素对出口增长的促进作用可能减弱。2017 年我国出口明显增长不仅因为外需改善，还与前期人民币汇率贬值的累积效应相关。近期，人民币汇率小幅波动并有所升值，预计 2018 年人民币汇率继续保持基本稳定，对企业出口增长的促进作用减弱。

4. 消费增速可能稳中趋缓

中央经济工作会议要求要“发挥好消费的基础性作用”，并要求提高保障和改善民生，这将为消费的稳定增长提供政策上的保障。具体看，一些有利因素也将继续为消费增长提供支撑。一是消费升级仍将带动新兴消费需求快速增长。居民消费观念的更新驱动旅游、文化、教育等新兴消费领域持续快速发展，未来仍将为消费增长提供支撑。二是随着互联网技术和物流行业的快速发展，网上购物的便利性进一步改善，网上零售仍将保持快速发展，有助于消费增长。三是乡村消费需求或将保持较快增长。随着精准扶贫、新农村建设的持续推进，以及未来乡村振兴战略的深入实施，农民收入将持续提升，或将进一步刺激农村消费需求增长。

不过，消费增速仍存在下滑的可能。从消费增长的领域看，前期支撑消费增长的住房和汽车消费的增长有可能放缓。伴随房地产销售增速的下滑，家具、家电、建筑装潢类等的消费需求增长可能放缓；自 2018 年起，1.6 升及以下排量的乘用车购置税优惠政策将完全结束，恢复 10% 的法定税率，汽车消费增长或将放缓。从支撑消费增长的居民收入看，居民消费能力仍存在制约。城乡一体化住户调查数据显示，近几年居民收入增速持续下滑，2017 年全国居民可支配收入增速虽有所反弹，但主要由于转移净收入及财产净收入的增速相对高，而工资性收入和经营净收入的增速仍较低，这说明居民收入增长的可持续性还不够强；而且全国居民人均可支配收入中位数增速明显低于全国居民人均可支配收入增速，说明大部分居民收入增长乏力。此外，前期居民负债大幅增长，也可能影响居民的消费能力。

(二) 供给面因素对价格的冲击或将减弱

1. 去产能工作超额完成，对价格的影响趋于减弱

2016 和 2017 年煤炭共退出产能超过 4.4 亿吨，接近发展改革委提出的 3-5 年内退出产能 5 亿吨的目标；钢铁共退出产能超过 1.15 亿吨，达到钢铁工业“十三五”规划中减少产能 1-1.5 亿吨的目标。2018 年去产能工作仍将继续推进，但去产能压力将有所减弱。此外，工业品价格上涨推动企业利润增长，1-10 月份规模以上工业企业利润总额累计同比增长 23.3%。较高的工业品价格和企业利润会促进优质产能加快释放，减弱去产能对供给端的影响。

2. 环保限产政策的边际影响将趋于稳定

2018 年环保督查工作仍将继续推进，环保限产也将成为新常态，但边际影响趋于减小。此外，随着企业环保意识逐渐加强、工业品价格上涨及利润的增长，技术改造力度也可能加强，一些企业将会通过转型升级达到环保标准，重新开工复产。

3. 降成本和补短板等措施的进一步推进将有利于价格稳定

在降成本方面，企业减税降费工作顺利推进。1-10 月份，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本和费用分别为 85.46 元和 7.38 元，同比分别减少 0.26 元和 0.25 元。减税降费将进一步推进，通过综合施策降低融资、用电、人力、物流等生产要素成本，并且持续降低制度性交易成本。在补短板方面，公共服务、基础设施和资源环境等领域的投资继续增加，供给质量会持续改善，或将减小某些领域的供给制约。

总体看，在需求端，消费和出口仍将维持较稳定的增长，而固定资产投资增速可能下滑；在供给端，供给侧结构性改革仍将进一步深化，但去产能、环保限产的冲击将逐步减弱。供需关系趋于基本稳定有利于价格水平的总体稳定。

二、大宗商品价格上涨对 PPI 的拉动力度将有所减弱

大宗商品价格持续快速上行的可能性较低，整体将保持震荡微升态势。从需求端看，在发达经济体经济回暖带动下，2018 年全球经济经济增速有望略快于 2017 年，投资处于扩张周期，将增加对大宗商品的需求，带动大宗商品价格上涨。不过，作为大宗商品需求的主要引擎，新兴市场和发展中经济体经济增速仍不乐观，对大宗商品需求端的支撑作用有限。当前全球倡导减少使用化石燃料，

强化对可再生能源的使用，也将减少对能源类大宗商品的“刚性”依赖。整体看，2018 年大宗商品需求可能小幅增长。从供给端看，近年来国际大宗商品产能不断增加，商品供应朝着多极化趋势发展，国际大宗商品供应仍将总体维持平衡。此外，受美联储紧缩周期影响，2018 年美元有可能出现阶段性反弹，抑制大宗商品价格的上涨。

原油价格仍有上涨可能，一方面，未来全球经济增长和贸易复苏有可能增加对原油的需求；另一方面，2017 年 11 月 30 日，OPEC 和俄罗斯等 11 个非 OPEC 产油国同意延长减产协议执行到 2018 年末，该举措将降低原油供给和库存，推升价格。但原油供给格局的变化将抑制原油价格上涨空间。目前全球原油供给逐步形成了 OPEC、美国页岩油和其他生产者三足鼎立的新格局。美国页岩油的巨大增产能力将限制原油价格的上行空间，当油价超过每桶 55 美元至 60 美元时，页岩油生产商倾向于增加原油供应。目前原油价格已经处于 2016 年年初以来的高点，2017 年 12 月 20 日期货结算价布伦特原油和 WTI 分别每桶为 64.56 美元和 58.36 美元，较高的价格有可能诱使供给增加，抑制原油价格继续上涨空间。

主要金属价格或温和下行。2017 年金属等工业类大宗商品价格出现普涨，主要原因在于供给持续低于预期，2018 年供给可能得到改善。目前主要工业金属库存紧张已基本缓解，其中 LME 铜、LME 铝库存充裕，LME 镍库存接近历史高位，显示供给端已出现复苏。加之需求端受发展中国家需求疲弱影响，即使对全球经济增长较为乐观，但仍不足以支撑价格大幅上涨。此外，金、银等贵金属价格走势主要受美元指数影响，在美国加息预期作用下，预计 2018 年贵金属价格也将出现回落。整体看，金属类大宗商品价格在 2018 年有温和下行压力。

国际农产品价格将基本维持平稳。美国农业部 12 月份的《全球农产品供需评估报告》将 2017-2018 年度粮食库存进行上调，美国玉米库存虽然进行了下调，但也处于历史高位，预测部分谷物的库存消费比将达到多年来的高点。国际农产品供应充足，农产品价格将持续低迷。

三、预计食品价格温和上涨

（一）猪肉价格同比涨幅可能由负转正

从供给端看，尽管散养户陆续退出影响生猪养殖，但养猪规模化程度日益提高，规模化养殖场的养殖技术和效率提高基本弥补了散养户退出的缺口，生猪供

给逐步改善，猪肉产量不断回升。此外，环保限产对猪肉供给产生了一定冲击，但影响程度在逐步减弱。从需求端看，随着居民消费水平提高和结构升级，猪肉消费难以再出现显著扩张，将基本维持平稳状态。

综合考虑供需两端因素、翘尾因素以及春节因素，从 2017 年 12 月至 2018 年 6 月，猪肉 CPI 同比跌幅可能逐步收窄，在 2018 年 6-7 月转为正增长。

（二）鲜菜价格将延续波动态势

从鲜菜价格的历史走势看，年末至第二年春节之前价格通常上涨，随后受气温回升影响价格出现回落。受暖冬因素影响，2017 年末至 2018 年初鲜菜价格环比涨幅可能不会过高。预计 2017 年末至 2018 年初鲜菜价格同比跌幅收窄；考虑到春节错位因素影响，2 月份鲜菜价格同比有望呈现正增长；4 月份开始随着天气转暖同比涨幅将有所收窄。不过，菜价波动主要受天气变化影响，如果今冬明春出现预期外的极端天气，则鲜菜价格在 2018 年年初的涨幅也有可能超出预期，对 CPI 的拉动作用也将更为显著。

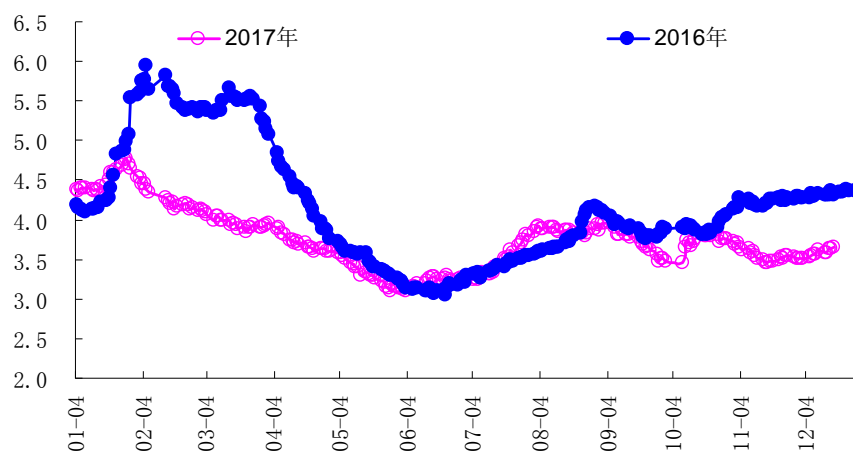


图 35 农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价格指数变化情况

数据来源：WIND。

（三）粮食价格预计维持基本平稳

近年来，国内粮食供给平稳增长，2017 年全国粮食总产量达 12358 亿斤，同比增长 0.3%，为历史第二高产。受居民消费结构变化的影响，粮食需求量稳中趋降，未来粮食需求走弱态势仍将延续。在国内粮食供过于求的压力作用下，2018 年粮食价格上涨动力不足，将继续维持低位平稳走势，对 CPI 的拉动作用有限。

从主要粮食作物看，目前小麦、稻谷库存压力相对较大。根据有关部门预测，2017年末的小麦和稻谷库存，将分别超过全年消费量的80%和70%，远高于国际标准。考虑到下调最低收购价，小麦和水稻的定价将更加贴近市场，预计2018年价格存在一定下行压力，但总体不会有太大的波动。玉米种植在全国范围内减产，2017年玉米种植产量为4318亿斤，同比下降1.7%。受国内大力发展乙醇汽油政策影响，玉米去库存进程将有所加快，价格存在上涨的可能，但受制于目前2.4亿吨的高库存，上涨幅度不会太大。大豆价格对外依存度较高，国际方面，美国农业部发布的12月份《全球农产品供需评估报告》中，全球大豆库存上调至9830万吨，高于平均预期，表明国际大豆供应仍较为宽松，价格缺乏上涨的基础。此外，在环保重压下，国内地大豆压榨厂停产、限产，大豆需求增长缓慢，也将影响大豆价格涨幅。

四、非食品价格将维持平稳上涨

从中长期趋势看，以服务为代表的非食品项对CPI的贡献会持续上升。一是消费升级拉动服务需求。随着居民收入水平的提高，传统食品、烟、酒等项目的消费持续下降，购买各类服务成为“刚性”消费支出，成为驱动服务价格上涨的长期动力。特别是目前城市教育、养老、交通、文化娱乐等领域市场缺口巨大，这也推动服务价格中长期上涨。二是劳动年龄人口缺口和由此带来的劳动力成本的持续上升，是服务价格上涨的长期推动力。

从短期看，非食品价格有可能呈现较为稳定的上涨。首先，燃料等价格同比有可能保持温和上涨。在国际原油价格仍有上涨可能的情况下，国内成品油价格也将随之上调，直接影响CPI居住项目下的水电燃料价格，以及交通通信项目下的交通工具用燃料和邮递服务价格。但受供给趋于改善以及高基数因素影响，燃料类价格同比增幅有可能收窄。其次，医疗保健价格可能平稳上涨。由于目前仍有大部分地区未完成医药改革，2018年医疗服务价格仍有提升空间。考虑到价格基数效应，预计医疗服务价格涨幅有可能缩小。此外，2017年11月国家发展改革委发布《关于全面深化价格机制改革的意见》，将进一步深化垄断行业价格改革、加快完善公用事业和公共服务价格机制等，这些改革有可能推升非食品价格小幅上涨。最后，当前房地产进入小周期下行阶段，房租价格上涨势头减弱，考虑到国家正大力发展租赁住房市场，预计2018年居住类价格将维持基本稳定。

五、价格变动趋势预测

（一）预计 2018 年全年 CPI 涨幅为 2.2%

基于以上分析，根据计量经济模型预测，2017 年全年 CPI 上涨约 1.5%；2018 年全年 CPI 涨幅为 2.2%，月度同比涨幅波动性较高。

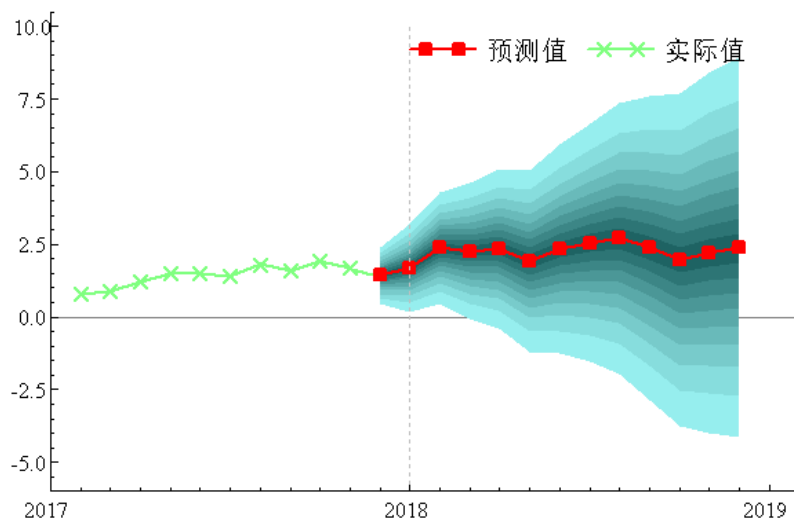


图 36 CPI 同比涨幅预测

数据来源：2017 年 11 月及之前数据来源于国家统计局，12 月及之后的数据为作者预测。

（二）预计 2018 年全年 PPI 涨幅为 3%左右

在前述分析基础上，根据计量模型，预计 2017 年 PPI 同比涨幅在 6.4%；2018 年 PPI 同比涨幅逐步回落，全年上涨 3%，呈前高后低态势。

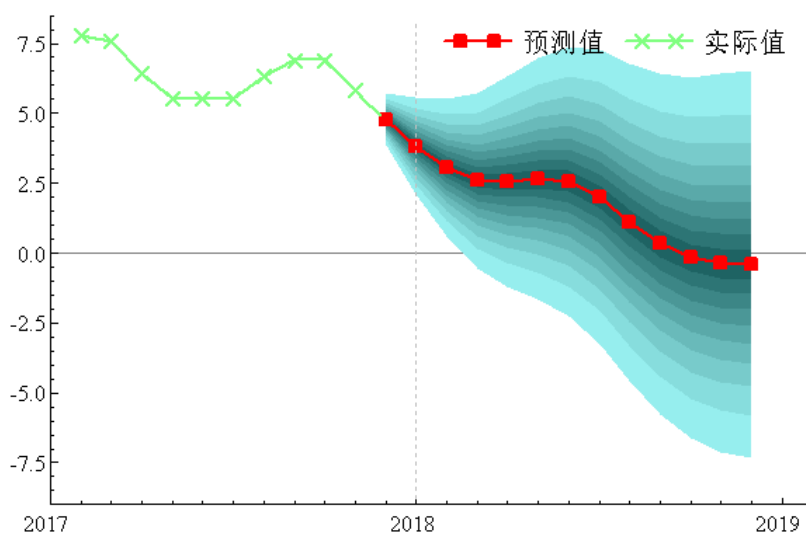


图 37 PPI 同比涨幅预测

数据来源：2017 年 11 月及之前数据来源于国家统计局，12 月及之后的数据为作者预测。