

經濟觀察家



交銀觀察

今年以來，雖然經濟增速逐季回落，但中國CPI同比卻持續走高，11月份CPI同比上漲4.5%，創下八年以來新高。導致CPI持續走高的主要影響因素是豬肉價格上漲帶來的食品通脹。據此，有觀點認為，豬肉價格這單一因素佔比過大、影響過深，並非完整全面地反映CPI的實際情況，因此CPI的構成成分及其權重有調整的必要性。

交行金研中心首席研究員 唐建偉



►中國居民喜歡吃豬肉，所以豬肉在整個CPI中佔比一直遠高於其他國家

中國CPI結構調整 豬肉權重趨下降

當前中國CPI構成及權重設置是否合理嗎？

各國制定標準有異

首先，要回答以上問題，必須了解CPI是如何統計的，CPI中應該包括哪些構成成分，以及其權重設置的標準是什麼？

為指導全球各國政府進行CPI指數的編制工作，2004年國際勞工組織、國際貨幣基金組織、歐盟統計局等國際組織聯合制定了《消費者物價指數手冊：理論與實踐》，這一手冊中規定：「CPI是用於衡量家庭為消費目的所獲取、使用或支付商品和服務的總體價格水平的變化。其目的是衡量消費價格隨時間而發生的變動情況。這可通過衡量一個質量保持不變和特徵相同的固定的商品和服務的籃子的購買成本來實現。籃子中所選取商品和服務能夠代表家庭在一年內或其他特定時期中支出水平」。

正是因為編制CPI的初衷是為了反映一段時期內人們消費成本的變化，因而各商品和服務在居民消費支出中的佔比，自然就成為CPI籃子商品權重的制定標準。由於各國居民收入水平不同，其消費支出的結構差異也非常大，因而不同國家CPI籃子商品的權重也是千差萬別。

從各國歷史經驗來看，隨着一國經濟的持續發展，居民收入持續提高，生活水平持續改善，居民的消費結構也將不斷升級：由最初的解決溫飽為主的食品服裝等生存型消費逐步向追求文化娛樂等服務性和享受型消費為主升級。居民消費支出的大頭往往先由食品轉向家用電器等家庭用品，然後再轉向居住和交通支出、最後轉向教育娛樂等服務性消費。

這種消費水平和消費結構的變化，自然要求CPI權重也應做相應的調整。例如中國城鎮居民的年均消費支出中，食品佔比已經從1995年的50%以上下降至2017年的29.3%，相應的中國CPI構成成分中的食品類的權重佔比也從此前的50%以上逐年下調至2016年的28.19%。但與美國相比，在2010年左右，美國居民消費支出中食品佔比已經只有6.8%，所以其CPI中食品與飲料類權重也只有7.8%。

當然，除了與經濟發展水平

密切相關之外，各國消費支出結構也會受生活習慣、文化傳統的影響。如日本和美國經濟發展程度相當，但日本食品CPI權重為19%，比美國高出11個百分點。再如中國居民由於喜歡吃豬肉，所以豬肉在整個CPI中的佔比一直遠高於其他國家。

其次，我們再通過回顧中國CPI構成及權重調整的歷史來看當前中國CPI的構成及權重設置是否合理。

中國CPI權重調整素有「五年一大調、一年一小調」的傳統。最近一次大調是2016年，並且對CPI構成分類進行了調整，現在基本上沿用這次調整的權重。與上輪基期調整相比，這次調整後的目錄和規格與國際標準更為接近，一些新產品、新服務納入其中。CPI的八大類籃子中，原來的「食品」、「煙酒」合併為「食品煙酒」；原來的「醫療保健和個人用品」被拆分為「生活用品及服務」、「醫療保健」和「其他用品和服務」中。根據已公開的物價數據測算，大幅降低了食品煙酒權重3.4個百分點，其中食品價格權重下調了3.2個百分點。肉禽類價格權重下調了2個百分點，其中豬肉價格權重進一步下調到3%以內。提高了非食品價格權重，其中居住類、交通和通信、醫療保健分別有不同程度調上。

穩物價還須穩供求

2016年中國CPI中八大分項權重由大到小依次為：食品煙酒28.19%、居住20.2%、教育文化和娛樂14.15%、交通和通信10.35%、醫療保健10.34%、衣着8.51%、生活用品及服務4.74%、其他用品和服務3.4%。同期中國全部居民人均消費支出構成中，食品類佔比30.1%、居住類21.9%、教育文化和娛樂11.2%、交通和通信13.7%、醫療保健7.6%、衣着7%、生活用品及服務6.1%、其他用品和服務2.4%。以上數據表明，近些年中國CPI權重的調整方向與居民消費支出的結構變化基本一致，目前CPI構成及權重也基本與全國居民消費支出構成相匹配，並不存在明顯不合理的構成成分及權重設置問題。

評價CPI權重構成是否合理顯然不應該以物價是否穩定為標準，否則要穩定物價只要把漲價的東西剔除出CPI就可以了，穩定物價更多應該是穩定相關

商品的供求關係而不是通過調整構成成分及其權重。

當然，針對構成佔比高和價格波動性強的商品來進行有針對性的調控對於穩定物價而言是非常必要的。

未來CPI權重調整方向仍將是食品佔比下降，非食品佔比上升。

肉食種類逐漸多元

中國CPI權重下一次大調將在2021年，在這之前不應對CPI權重大幅改動。CPI同比數據需要有較為穩定的可比計算口徑，如果頻繁大幅調整權重，將導致同比數據缺乏真實性，從而失去意義。過於頻繁的大幅調整CPI權重，也將影響到物價分析研究和宏觀調控的準確性，可能導致調控政策失靈，但這並不意味着2021年之前不對CPI權重做任何調整。如果現在豬肉價格快速上升導致肉類需求出現明顯的替代效應，豬肉消費量減少而牛羊肉等消費量增加，那麼現有的豬肉價格在CPI中的權重佔比就過大，將難以反映消費結構的實際情況。那麼，可以在2020年初對豬肉價格權重下調，而對其他肉類食品價格權重相應上調。

從未來CPI權重調整來看，整體上仍將延續過去兩次大調時的趨勢。2021年大調的時候仍然需要將食品權重下調，而非食品權重上升。中國居民肉食結構逐漸多元化，豬肉的權重仍將逐漸下降。隨着消費升級和新型消費領域增長，居民消費中的各類服務、旅遊消費、信息消費等的比重逐漸上升，因而這些類別的非食品價格佔CPI的權重也需要逐漸提升。通過這樣的調整，未來中國CPI的成分結構將逐漸與發達國家接近。當然，前提條件是中國經濟發展帶動居民收入水平提升，促進消費結構逐漸與高收入國家相接近。

從CPI與貨幣政策的關係來看，未來核心CPI將越來越有政策意義。CPI的波動是不可避免的，特別是食品價格的波動更是因為農產品生產供給的周期性特徵，大起大落是其基本表現，所以國際上成熟市場經濟國家的貨幣政策都是以扣除食品和能源的核心CPI為政策調控的目標，這也應該成為中國貨幣政策調控目標改革的方向。避免因為CPI的大起大落導致貨幣政策的寬鬆不定，影響市場預期同時也導致市場波動。

政治局會議的四個要點

西南證券首席策略分析師 朱 斌



斌眼觀市

中共中央政治局在12月6日召開會議，會議主要有兩項議題：其一是分析研究2020年經濟工作；其二是聽取中央紀律檢查委員會工作匯報，研究部署2020年黨風廉政建設和反腐敗工作。這次會議，筆者認為有四個關鍵表述值得關注：

關鍵表述一：供給側結構性改革
自2016年4月召開的政治局會議以來，「供給側結構性改革」已經連續十二次成為有關經濟工作的政治局會議關鍵詞。這次也沒有例外。在提綱挈領地談到2020年經濟工作會議時，此次會議公報表述是：「……緊扣全面建成小康社會目標任務，堅持穩中求進工作總基調，堅持新發展理念，堅持以供給側結構性改革為主線，堅持以改革開放為動力，推動高質量發展，加快建設現代化經濟體系，堅決打贏三大攻堅戰，全面做好『六穩』工作……」

這顯示「供給側結構性改革」將是中央堅持的一項長期措施。結合此前政治局會議提到的「國內經濟存在下行壓力，這其中既有周期性因素，但更多是結構性、體制性的」，筆者認為，中央是將供給側結構性改革作為解決經濟下行內因的藥方來使用。

關鍵表述二：辯證思維
會議首次提出了「辯證思維」這個詞，這是2012年以來的第一次。公報原文是「我們要堅持用辯證思維看待形勢發展變化，增強必勝信心，善於把外部壓力轉化為深化改革、擴大開放的強大動力，集中精力辦好自己的事。」辯證從字面意義上理解，就是「禍福相依」，消極因素當中也有積極的一面，挑戰與機遇並存。

筆者認為，這一表述顯示即使面臨較大的經濟下行壓力，中國的深度改革也將會繼續推進。改革的步伐不會停，2020年可能會有一系列重磅改革措施出台，涉及到國有企業、房地產等一些國民經濟關鍵領域。

關鍵表述三：逆周期調節
2012年以來，政治局會議中共有三次提到了「逆周期調節」，全部都是在2019年。4月份政治局會議的表述是「繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，適時適度實施宏觀政策逆周期調節」；7月份政治局會議的表述是「打好三大攻堅戰，適時適度實施宏觀政策逆周期調節，有力

推動高質量發展」；這一次，有關「逆周期調節」的表述是「提高宏觀調控的前瞻性、針對性、有效性，運用好逆周期調節工具」。

筆者認為，「逆周期調節」會持續進行，但投資者對逆周期調節力度不應該抱過高期望。雖然2019年初啟動了逆周期調節，但如果經濟下行趨勢不變，即使有逆周期政策托底，2020年的經濟增速也很難守住6%。

關鍵表述四：改進領導經濟工作的方式方法

在表述黨對經濟工作的領導上，此次會議公報去掉了「加強黨中央集中統一領導」這句話。

在2018年12月的政治局會議公報中，有關經濟內容的最後一段，強調黨領導經濟工作時的完整表述是：「會議強調，做好經濟工作，必須提高黨領導經濟工作的能力和水平，加強黨中央集中統一領導，激勵幹部擔當作為，加強學習和調查研究，創造性貫徹落實黨中央方針政策和工作部署」。在這次公報中有關經濟內容的最後一段，完整的表述是：「深入貫徹黨的十九屆四中全會精神，切實把黨領導經濟工作的制度優勢轉化為治理效能，全面做好改革發展穩定各項工作，改進領導經濟工作的方式方法，完善擔當作為的激勵機制」。

筆者認為，這一表述上的變化預示着未來一段時間黨對經濟工作的領導，將更加強調結果，更加注重激發各級黨員幹部的積極性。這有助於在微觀上改進經濟治理機制。

此外，這次會議公報沒有提到房地產，也沒有「房子是用來住的，不是用來炒的」這一表述。筆者認為這並不意味着國家開始放鬆房地產調控：一方面，政治局會議公報未必會首次提及房地產，最近兩年七次政治局會議，有四次沒有提及房地產，2018年底的政治局會議也未提及房地產；另一方面，當前的高房價已經對經濟其他部分產生了擠出效應，根據央行此前的研究，高房價對消費的擠出作用已經超過了「財富效應」。「房住不炒」作為一項根本性的政策，依然將在很長時期內被堅持。

總體來看，此次會議依然以供給側結構性改革作為主線。「咬定青山不放鬆」，顯示了不論外部條件如何變化，中國都將進一步推進改革，解決經濟中存在的結構性、體制性問題。只有真正解決好經濟體制中存在的結構性問題，整個國家才能走上良好的可持續發展道路。

需求大供應少 樓價難跌

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

為了幫助前線同事工作，公司統計部根據政府統計處的家庭入息數據做了一些分析（見配表）。我們從數據可看到市場的機會，當然也看到社會的喜與哀：喜是市場其實很鞏固，香港民生其實亦很富有，機會其實亦很多；哀是香港的確出現貧富懸殊，而且惡化速度快而幅度大。

在筆者看來，有三點值得注意：

家庭入息分布

住戶月入(元)	2019年第3季(萬戶)	按年變化
1萬以下	47.4	+17%
1-2萬	47.7	-4%
2-3萬	41.7	-2%
3-4萬	32.5	-3%
4-5萬	24.9	-1%
5-6萬	17.5	-1%
6-7萬	20.8	0%
逾8萬	31.9	+12%
總計	264.5	+3%
4萬以上	95.1	+3%

首先，貧富懸殊進一步加劇。月入少於1萬元的家庭住戶數目是47.4萬戶，比去年同期的40.4萬戶增加7萬戶或17%；月入8萬元或以上的家庭住戶數目是31.9萬戶，比去年同期的28.4萬戶增加3.5萬戶或12%。是的，貧富懸殊容易引起社會動盪，但投資要記住，貧富懸殊等於窮的人多了，有錢人也多了。若供應不足，樓價更貴，這在社會以平均分配財富的理想角度看，並不理想。

其次，收入下游的數量（7萬戶）大過上游的數量（3.5萬戶），成為社會動盪的因素。再次，收入上游增加數量（3.5萬戶）大過一手供應量，供應不足樓價難跌。

看看供應：據屋宇署統計，今年頭九個月的動工量和落成量分別是6327伙和1.055萬伙，按年同期分別減少39%和17%。而樓面面積在600呎以上的大單位動工量和落成量分別是1295伙和1007伙，分別只佔整體的20.5%和9.6%。在供求上、在買家能力方面，這個板塊也是最好做。香港收入4萬或以上家庭住戶95萬戶，對比去年大增3.2萬，收入水平足以支持400萬或以上樓價。即是說，買到樓的人繼續增加。樓市供應不足，買樓需求大，長遠樓價穩健。