

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧 执业证书编号：S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：解决融资难和融资贵需要什么？》
2019.09
- 2《宏观：印度砸基建，全球经济看到曙光？》
2019.09
- 3《宏观：需求仍在筑底，等待企业盈利改善逻辑》2019.09

2020 年会调高 CPI 的目标值吗？

兼论 CPI 到 3%后的政策选择

核心观点

我国在每年 3 月 5 日发布的政府工作报告中，都会对本年 GDP、CPI 等重要经济指标设定全年的预期目标。CPI 目标值是控制指标、而不是努力要达到的预设目标。我们认为猪周期快速上行是推动通胀上行的核心因素，预计 2019、2020 全年通胀中枢分别为+2.7%、+2.9%；今年年末 CPI 同比可能上行到+3.5%左右，明年通胀高点可能在年初，高点可能突破+3.5%。在经济类滞胀情况下，国家可能优先稳增长，适度提高通胀容忍度，明年政府工作报告存在较大概率将 CPI 目标值上调至 3.5%，但大幅调高通货膨胀目标值的可能性较低。

CPI 目标值并非每年相同，过去也出现过提高 CPI 目标值的情况

从 2003 年开始，政府工作报告开始给出当年居民消费价格涨幅（CPI）目标值。2003-2019 年，多数年份目标值设定在 3%、2003 年通胀目标值为 1%；但有 7 个年份设定的 CPI 目标值超过了 3%，其中设定目标值最高的是 2008 年，当年目标为 4.8%。

CPI “3%”的目标值是个控制指标，不是指努力要达到的预设目标

我们认为，历年政府工作报告当中，对 CPI 设定的目标值均为控制指标，不是指努力要达到的预设目标。这与 GDP 目标值不同，GDP 目标值“6.5%”，指的是经济增长中枢应持平或高于这一数字的下限目标。同时，我们认为政府工作报告对通胀目标均加上“左右”二字，给通胀预留了一定的容忍空间。

2019 年 10 月~2020 全年 CPI 预测：同比高点可能突破+3.5%

今年 8 月、9 月，CPI 连续高于预期。我们预计在猪周期上行的推动下，食品 CPI 的环比表现，从 2019 年四季度~2020 年上半年，可能都将强于历史季节性表现。而在经济顺周期下行的背景下，由于缺乏需求侧逻辑配合，食品端的结构性涨价压力向其他领域扩散面临一定的阻力。食品端价格上涨仍是推动通胀上行的最核心因素。预计 2019 全年通胀中枢为+2.7%，2020 全年通胀中枢为+2.9%；今年年末 CPI 同比可能上行到+3.5%左右，明年通胀高点可能在年初，高点可能突破+3.5%。

经济增长与通胀都达到阈值，货币政策决策难度加大

维护价格稳定是我国货币政策最终目标之一，衡量物价水平有多项宏观指标，央行核心锚定的是 CPI 同比增速，将 CPI 同比 3%作为决策目标值，PPI 同比、CPI 环比、核心 CPI 及 GDP 平减指数等其他指标仅作为辅助监测变量。相比主要发展中经济体，CPI3%目标值并不高，但中国历史经验显示，CPI 达到 3%以上容易出现通胀的预期自我实现，构成恶性通胀风险。历史上类滞胀环境中，我国货币政策大概率选择稳增长，预计本轮货币政策放松尽量不会使用降息，而采取扩信用的方式，主要针对民营小微、制造业、服务业“好”项目及地方基建、老旧小区改造、保障房等“类地产”。

短期经济类滞胀的情况下，可能适度提高通货膨胀的容忍度

我们认为，明年政府工作报告存在较大概率将 CPI 目标值上调至 3.5%。结合翘尾因素影响，以及猪周期仍在快速上行阶段的分析，明年通胀中枢继续上行、高点可能突破+3.5%都是较大概率事件。同时，经济增长在需求端仍面临一定下行压力。我们认为，2020 年是全面建成小康社会决胜之年，宏观经济政策稳增长可能是工作重心，在经济类滞胀的情况下，国家可能适度提高对通货膨胀的容忍度。但考虑到通胀预期的自我实现机制，我国不大可能大幅上调通胀目标值。

风险提示：猪油共振风险情形，通胀上行风险超预期。

正文目录

CPI 目标值并非每年相同，过去也出现过 CPI 提高目标值的情况	3
CPI“3%”的目标值是个控制指标，不是指努力要达到的预设目标	5
2019 年 10 月~2020 全年 CPI 预测：同比高点可能突破+3.5%	6
经济增长与通胀都达到阈值，货币政策决策难度加大	9
CPI 同比 3%是决策目标值，PPI、CPI 环比、核心 CPI、平减指数都是辅助监测变量	9
3%目标值并不高，但中国历史经验 3%以上容易出现通胀的预期自我实现	9
货币政策在稳增长与控通胀之间，大概率选择稳增长	10
货币政策放松原因不是核心 CPI 低，而是经济增长和就业压力较大	11
我们预计放松方式尽量不用降低利率，而采取扩信用的方式	12
扩信用主要是“好”项目加“类地产”	13
短期经济类滞胀的情况下，可能适度提高通货膨胀的容忍度	14
风险提示	15

图表目录

图表 1： 2005 年至今，政府工作报告对当年 CPI 目标设定高于 3%的年份综述	3
图表 2： 通胀目标值高于 3%各年份的经济增长和 CPI 运行情况	4
图表 3： 食品端新涨价压力最主要体现在猪肉的同比涨幅扩大	6
图表 4： 鲜菜鲜果同比涨幅均呈现回落	7
图表 5： 牛、羊、水产品价格同比只呈现小幅上行，涨幅远低于猪肉	7
图表 6： 食品端的结构性涨价压力向其他领域扩散面临一定的阻力	8
图表 7： 明年通胀高点可能在年初（1 月是春节月份），高点可能突破+3.5%	8
图表 8： 相比印度、巴西、俄罗斯，我国 CPI 也处于相对较低水平	9
图表 9： 整体 CPI、猪肉 CPI 及油价当月同比涨幅的历史回顾	10
图表 10： 我国政府工作报告设定每年的通胀目标	11
图表 11： 面对轻微类滞胀情形，我国倾向于提高通胀容忍度至 3%以上	11
图表 12： 工业生产增速继续回落	12
图表 13： 固定资产投资增速回落	12
图表 14： 2019 年，我国就业压力持续存在	12
图表 15： 越南历史上通胀预期的自我实现	14
图表 16： 巴西历史上的通胀高企与经济下行同步	15

CPI 目标值并非每年相同, 过去也出现过 CPI 提高目标值的情况

我国在每年3月5日两会期间发布的政府工作报告当中, 都会对本年经济工作进行整体部署, 对GDP、CPI等重要经济指标设定一个全年的预期目标。从2003年开始, 政府工作报告开始给出当年居民消费价格涨幅(CPI)目标值。2003-2019年, 多数年份目标值设定在3%、2003年通胀目标值为1%; 但有7个年份设定的CPI目标值超过了3%, 其中设定目标值最高的是2008年, 当年目标为4.8%。

图表1: 2005年至今, 政府工作报告对当年CPI目标设定高于3%的年份综述

年份	通胀目标值	当年通胀形势	政府工作报告对当年物价(经济)形势分析及目标表述
2005	4%	通胀于当年2月份达到当年高点3.9%, 随后下行, 全年通胀中枢1.8%, 低于目标值	保持价格总水平基本稳定。努力保持粮食等主要农产品价格在合理水平上基本稳定, 重点抑制生产资料价格和房地产价格过快上涨, 把握好公共产品和服务价格调整的时机和力度。加强市场和价格监管, 坚决制止哄抬物价行为。
2008	4.8%	4月份达到通胀峰值8.5%, 全年通胀中枢5.9%, 高于目标值	提出居民消费价格总水平涨幅控制在4.8%左右, 主要是由于去年价格上涨对今年价格的翘尾影响较大, 推动价格上涨的因素较多, 控制物价上涨的难度加大。今年经济工作, 要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务。
2009	4%	受外部环境负面因素对国内经济影响、国际大宗价格下跌影响, 通胀中枢下行, 走势U型, 其中有9个月份的CPI低于0, 全年CPI中枢-0.7%, 明显低于目标值	坚持把扭转经济增速下滑趋势作为宏观调控最重要的目标, 把扩大国内需求作为促进经济增长的长期战略方针和根本着力点, 增加有效需求, 加强薄弱环节, 充分发挥内需特别是消费需求拉动经济增长的主导作用。今年的政府工作, 要以应对国际金融危机、促进经济平稳较快发展为主线, 统筹兼顾, 突出重点, 全面实施促进经济平稳较快发展的一揽子计划。
2011	4%	全年通胀倒U型, 中枢5.4%, 7月份达到全年峰值6.5%, 高于目标值。	当前物价上涨较快, 通胀预期增强, 这个问题涉及民生、关系全局、影响稳定。要把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务, 充分发挥我国主要工业品总体供大于求、粮食库存充裕、外汇储备较多等有利条件, 努力消除输入性、结构性通胀因素的不利影响, 消化要素成本上涨压力, 正确引导市场预期, 坚决抑制价格上涨势头。
2012	4%	通胀年初在高位, 高点在1月份的4.5%, 三、四季度通胀有所下行, 全年通胀中枢2.7%, 低于目标值。	增加生产、保障供给。继续把抑制食品价格过快上涨作为稳定物价的重点。落实好“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制, 保障主要农产品供给。搞活流通、降低成本。严格执行蔬菜等鲜活农产品运输绿色通道政策。要多管齐下, 切实把流通效率提上去、中间成本降下来, 真正让生产者和消费者都得到好处。
2013	3.5%	通胀中枢2.6%, 高点在10月份, 数值为3.2%, 全年通胀在2%~3.2%之间波动, 有四个月份高于3%, 全年中枢低于目标值	保持物价总水平基本稳定始终是宏观调控的重要目标。今年通货膨胀压力仍然较大, 主要是: 我国土地、劳动力等要素价格, 农产品和服务类价格都存在上涨压力; 主要发达国家实行宽松货币政策并不断加码, 输入性通货膨胀压力不容忽视; 理顺能源资源价格需要留出一定空间; 去年价格上涨的翘尾影响约有1个百分点。把居民消费价格涨幅控制在3.5%左右, 是充分考虑各方面因素后作出的选择。
2014	3.5%	通胀中枢2%, 高点在1月份的+2.5%, 全年中枢低于目标值。	把居民消费价格涨幅控制在3.5%左右, 考虑了去年涨价翘尾影响和今年新涨价因素, 也表明我们抑制通胀、保障民生的决心和信心。我国农业连年增产, 工业品总体上供大于求, 粮食等物资储备充裕, 进出口调节能力较强, 保持物价总水平基本稳定具备许多有利条件。但今年推动价格上涨的因素不少, 不能掉以轻心, 必须做好物价调控, 切实防止对群众生活造成大的影响。

资料来源: 国务院政府工作报告、华泰证券研究所

2005年, 央行当年关注隐性通胀问题。所谓隐性通胀是指, 受当时价格控制和价格统计方法本身局限性的影响, 当时我国的CPI还不能完全反映真实通货膨胀程度, 央行预测随着资源价格改革的推进, 隐性的通货膨胀会逐步释放。央行认为2005年CPI虽在低位运行, 但通胀压力仍需关注, 一是受国际原油和成品油价格大幅上涨的影响, 二是资源价格改革已经启动, 2005年全国水价上涨7.8%; 随着电煤价格的市场化, 电价上调的压力也很大, 因而当年通胀目标设定为4%。

2007年, CPI实际值为4.8%, 超过了当年政府工作报告的目标值3.0%, 主要原因是成品油和电力价格改革继续向市场化方向迈进。从长期看, 资源价格改革有利于实现经济增长方式的转变, 改善货币政策实施的环境, 实现经济可持续发展, 但在短期可能会带来价格总水平一定程度的上涨, 也就是通胀由隐性向可统计转变。央行在2007年4季度货币政策执行报告中指出要把防止经济增长由偏快转向过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为宏观调控的首要任务, 实行从紧的货币政策, 抑制总需求过度膨胀; 央行的货币政策最终目标选择上转向偏向稳定物价目标, 并明确引导市场预期从紧执行货币政策。2008年通胀目标上调到4.8%, 充分考虑了控制结构性涨价压力的目标。

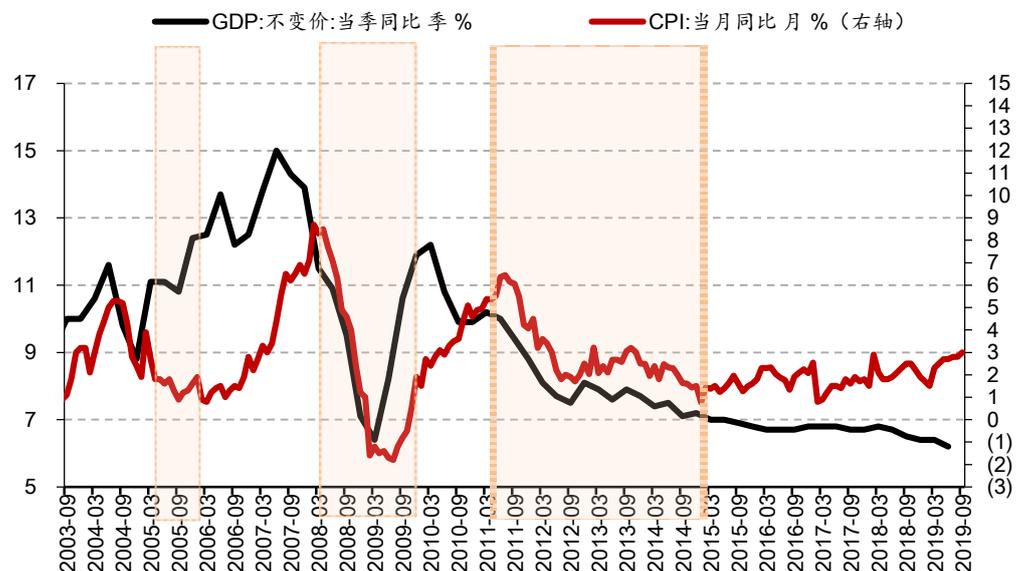
2009年，通胀目标值设为4%，当年政府工作以稳增长为主线，对通胀容忍度适当放宽，但实际的通胀走势还是弱于预期，主要反映了经济顺周期下行和国际大宗商品价格下跌的输入型影响。但随着2009年底国内启动四万亿刺激政策，国际金融危机的影响逐渐弱化，全球货币转向宽松导致的通胀预期逐渐上升，国内通胀重新面临潜在压力，进而我们对于2010年至2011年我国货币政策的判断是，央行在此期间货币政策最终目标选择上明显偏向物价稳定，使用连续提升法定准备金率和加息等工具。

2012年，政府工作报告关注一些结构性的食品涨价因素——鲜菜鲜果等，指出要保障主要农产品供给。但外部环境方面，欧元区主权债务危机继续恶化，经济下行风险大幅上升，对我国经济增速产生了较明显的负面传导。我们对于2012年我国货币政策的判断是，央行较多关注经济增长目标，在外部环境不确定背景下，选择使用降准降息操作工具。在经济顺周期下行环境下，当年通胀的实际压力低于目标值。

2013年，我国经济增速和物价均处在年初政府设定目标区间之中，金融危机之后宽松政策给金融稳定带来了较大挑战，特别是地方政府融资平台非标融资表现出了野蛮生长迹象。央行在常规的四个年度货币政策目标（经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡）均处在正常区间之际，加强了对金融稳定隐性目标的关注。加强对理财、票据和同业业务发展潜在风险的监测与防范；加强对地方政府性债务和偿债能力的跟踪监测，探索以市场化机制化解地方政府债务问题；加强对过剩产能和房地产行业过度融资的防范。我们认为，2013年的2次“钱荒”便是央行对市场乱象的警告，央行货币政策也较为清晰的显示出了对于四个年度目标的中性态度，央行并未使用准备金率和基准利率操作工具，因此我们认为在此期间央行货币政策为稳健中性状态。随着利率市场化推进，央行开始初步提高政策利率应对金融稳定这一目标。当年实际的通胀走势为区间震荡，全年中枢2.6%、高点3.2%，均低于当年设定的3.5%的通胀目标值。

2014年，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，美、欧、日等发达经济体经济增长均不及市场预期。从增速变化、结构调整和动力转换等角度看，中国经济进入“新常态”的特征也更趋明显。我国经济正从高速增长转向中高速增长，我国GDP也在2014至2015年连续2年低于政府目标值，这一情况在之前从未发生过。央行因此将稳定经济增长作为首要目标，实施稳健略宽松的货币政策，连续降准降息来对冲经济下行风险。从2014年至今，在经济增长中枢平缓下行、增长动能切换的大环境下，国内暂未出现猪周期和油价上行周期叠加的情形，CPI也暂未出现历史上的大幅上行、突破5%以上的高通胀。

图表2：通胀目标值高于3%各年份的经济增长和CPI运行情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

CPI“3%”的目标值是个控制指标，不是指努力要达到的预设目标

我们认为，历年政府工作报告当中，对CPI设定的目标值均为控制指标，不是指努力要达到的预设目标。通胀指标有其自身特殊性，一般而言，过高或过低的通胀率可能都意味着经济存在结构性问题，通胀过低说明经济增长乏力、陷入衰退，通胀过高则可能引发预期自我实现、抑制消费，增大货币政策调控难度。因而通胀率的最优状态是维持在恰当的区间运行，而政府工作报告当中设定的目标值，则是应尽量控制通胀中枢持平或低于这一数字。这与GDP目标值不同，GDP目标值“6.5%”，指的是经济增长中枢应持平或高于这一数字的下限目标。

同时，我们认为政府工作报告对通胀目标均加上“左右”二字，预留了一定的容忍空间。比如2019年设定CPI目标值+3%左右，假如年内某些月份由于季节性因素、翘尾因素、突发事件如极端天气因素等影响，导致CPI当月超过+3%，但只要全年中枢仍控制在3%左右，就仍是政策合意的。

历史上上调通胀目标值超过3%的7个年份中，2005、2009、2012、2013、2014年的当年实际通胀中枢低于目标值，除2009年是因为经济顺周期下行叠加国际大宗商品价格下跌因素，使得通胀明显低于预期以外，其余年份均完成了控制通胀、保持价格水平基本稳定的预设政策目标。尽管2012年的通胀高点超过了目标值，我们仍然认为当年完成控通胀的目标是政策合意的。

2008、2011年的实际通胀中枢高于目标值，2008年通胀处于见顶回落过程中，2011年通胀呈倒U型、在来到当时所处的通胀周期高点后开始下行，虽然中枢高于目标值，但两个年份的CPI在趋势上均呈现回落，从通胀走势来说，也完成了调控物价的政策目标。

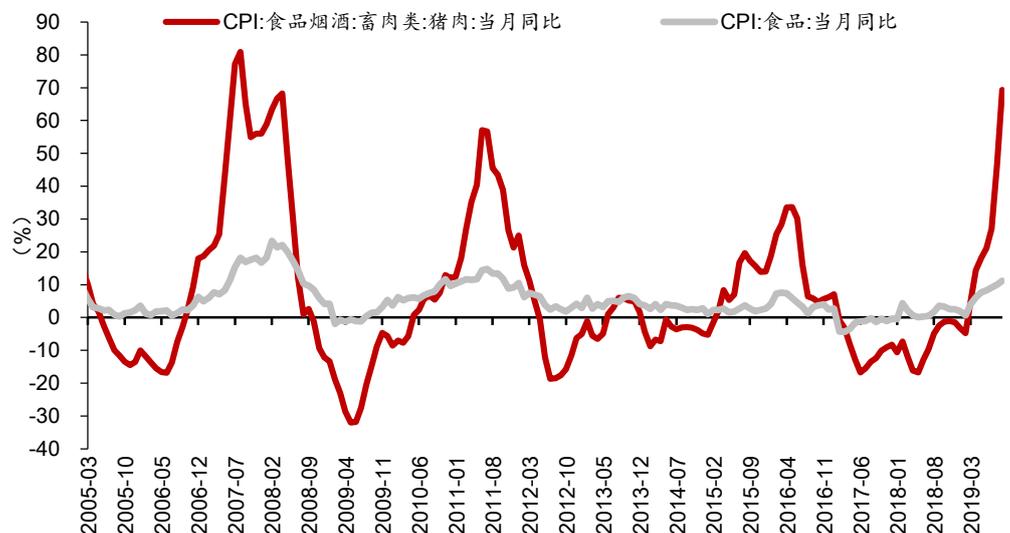
2019年10月~2020全年CPI预测：同比高点可能突破+3.5%

今年8月、9月，CPI连续高于预期。9月份CPI环比+0.9%，同比+3%，同比较8月上行0.2个百分点，高于我们预期0.2个百分点。9月食品CPI同比达到+11.2%，继续创下2012年2月以来新高；非食品CPI同比小幅回落到+1%。我们最担心的是在猪价可能仍将在一段时间内维持高位的背景下，中东地区地缘政治因素带动油价短期上行、形成“猪油共振”的风险情形，这种情况下CPI可能面临较大上行压力。

9月猪肉CPI环比+19.7%、同比+69.3%，环比继续上涨、同比涨幅较前值明显扩大，统计局的解释和上月类似，仍受猪肉供应偏紧影响。截至10月16日，农业部口径的猪肉均价达到44.5元/公斤，10月初以来，猪肉价格环比继续上涨。农业部数据显示8月生猪存栏量较7月继续环比下行9.8%，我们认为，受非洲猪瘟疫情影响，前期生猪存栏过度去化，补栏尚需时间。我们认为目前的生猪低存栏量、叠加年底为春节备货等因素，今年四季度猪价仍可能环比上涨，价格涨势趋缓需等待补栏逐渐完成。另一方面，我们认为猪肉价格的持续上涨将对猪肉消费产生更明显的抑制，促使猪肉消费向牛羊禽肉等替代品转移，可能使得涨价在各食品类别间出现一定的结构性扩散。

由于2018年10月~2019年2月的猪肉价格基数较低（今年猪价上涨是从春节后3月份开始启动），我们认为，至少在明年二季度之前，猪肉CPI同比上涨压力可能持续较大，对期间CPI持续形成较强上行压力。前三轮猪周期从同比触底到同比见顶一般需要一年半到两年时间。本轮猪周期叠加了养殖行业环保标准严格化、疫情扩散压制存栏等因素，导致存栏持续较低、补栏不易。同比角度而言，本轮猪周期是2018年二季度触底，印证猪肉CPI同比上行压力可能持续到明年二季度。

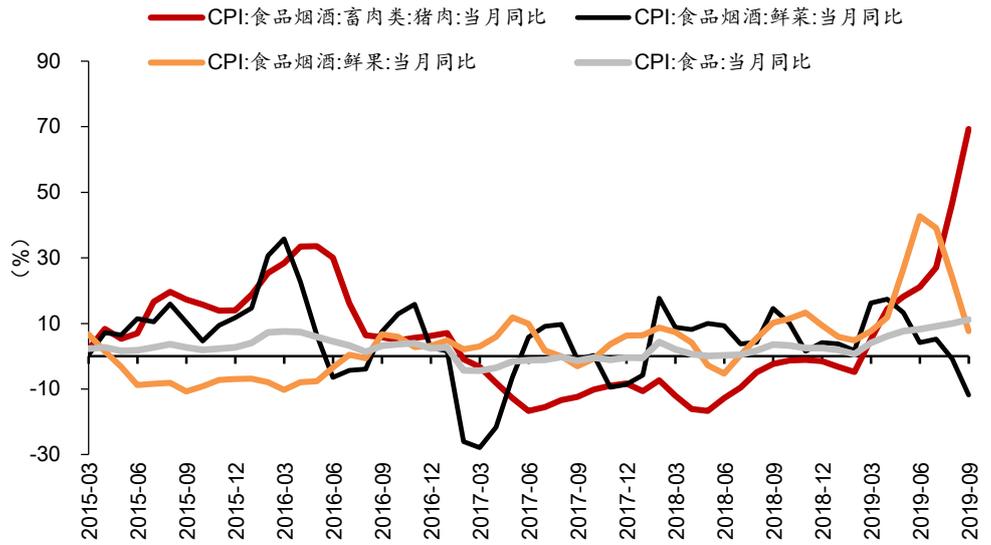
图表3：食品端新涨价压力最主要体现在猪肉的同比涨幅扩大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

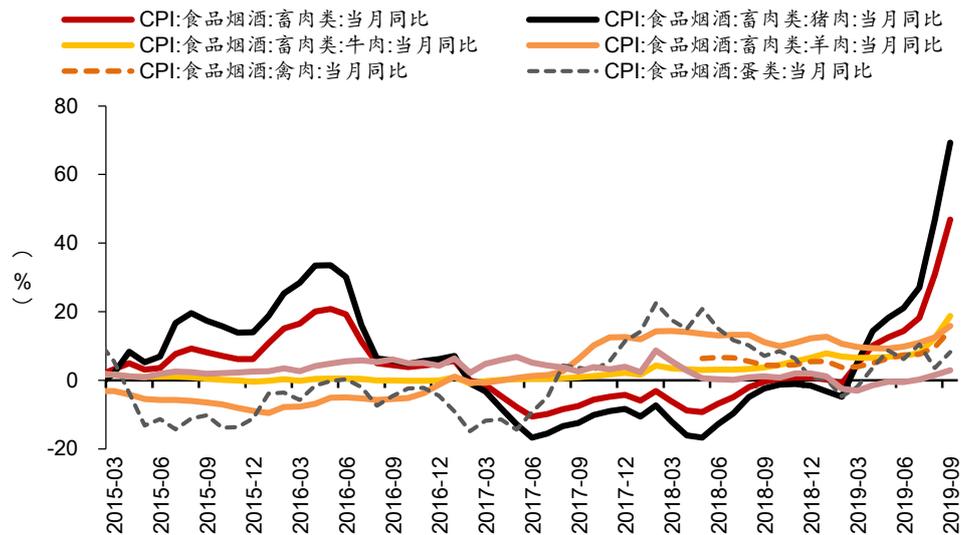
由于猪肉价格环比持续上涨，其他类别肉禽蛋类可能对猪肉消费产生一定替代效应，这可能使得涨价在各食品类别间出现一定的结构性扩散。不过目前看来，鲜菜鲜果同比涨幅均呈现回落，而牛、羊、水产品价格同比只呈现小幅上行，涨幅远低于猪肉，涨价压力暂未出现明显的扩散化。

图表4：鲜菜鲜果同比涨幅均呈现回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

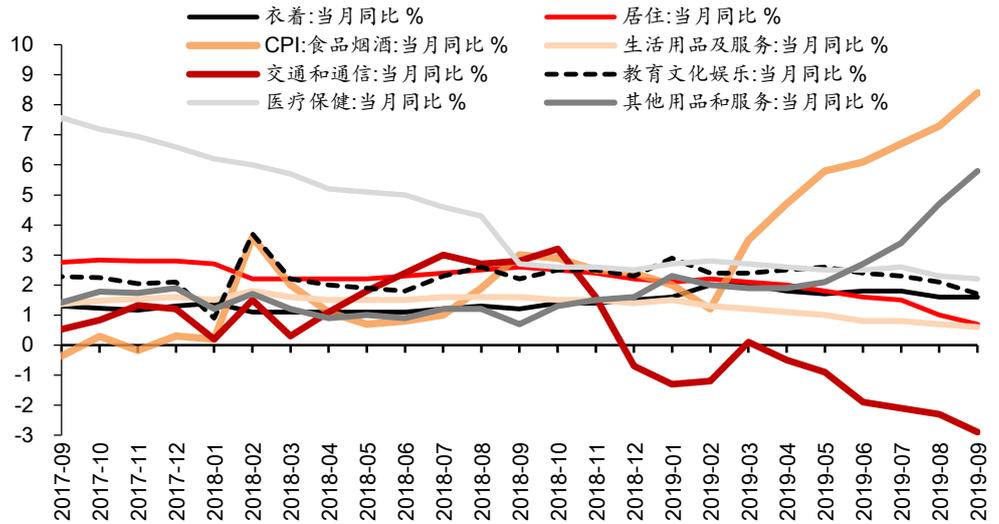
图表5：牛、羊、水产品价格同比只呈现小幅上行，涨幅远低于猪肉



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，在经济顺周期下行的背景下，由于缺乏需求侧逻辑配合，食品端的结构性涨价压力向其他领域扩散面临一定的阻力。中性预计 2019 全年非食品 CPI 中枢+1.3%，低于 2018 年的+2.1%；除非油价受到大规模风险事件的影响出现持续上行，否则非食品 CPI 中枢大概率延续小幅下行，中性预计 2020 全年非食品 CPI 中枢小幅下行至+0.9%。

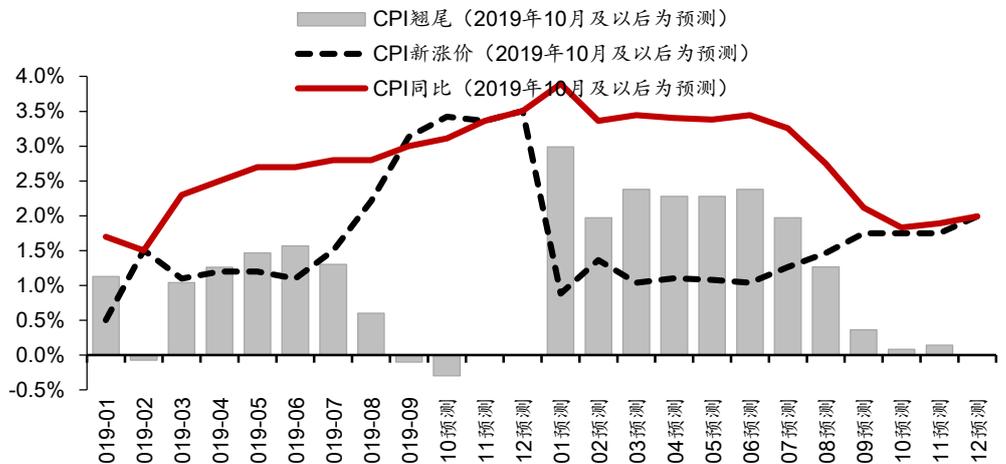
图表6：食品端的结构性涨价压力向其他领域扩散面临一定的阻力



资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：其他用品及服务主要是手表、首饰、箱包、吸烟用具、婴儿用品、美容美发服务、金融服务、法律服务等

我们预计在猪周期上行的推动下，食品CPI的环比表现，从2019年四季度~2020年上半年，可能都将强于历史季节性表现。食品端的价格上涨继续是推动通胀上行的最核心因素。预计2019全年通胀中枢为+2.7%，2020全年通胀中枢为+2.9%；今年年末CPI同比可能上行到+3.5%左右，明年通胀高点可能在年初（1月是春节月份），高点可能突破+3.5%。

图表7：明年通胀高点可能在年初（1月是春节月份），高点可能突破+3.5%



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_9566

