

通胀触顶后，我们如何走出“滞胀”？

2021年11月10日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

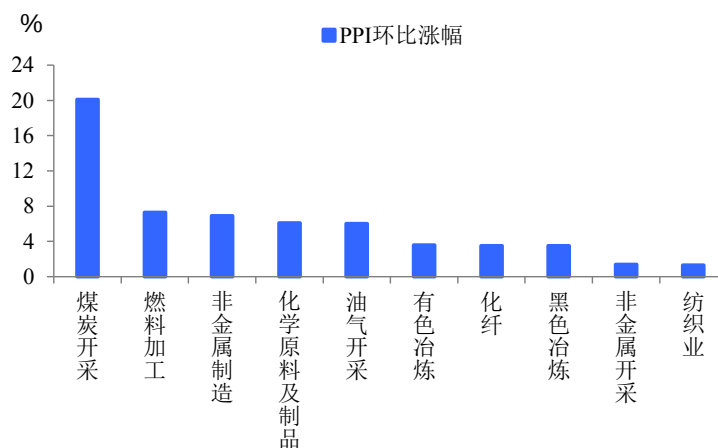
shaox@dwzq.com.cn

- **10月PPI继续刷新年内高位，类滞胀格局可能接近“高峰”。**2021年10月PPI环比继续加速至2.5%，同比继续刷新高位，达13.5%，煤炭和原油相关行业的价格是主要贡献力量（图1），前者与第三季度以来能源紧张下煤炭价格大涨有关，后者与国际原油价格强势密切相联。由于价格传导的滞后性和数据调查时点的原因，10月中下旬境内黑色系大宗商品价格调整对10月PPI的影响并不显著，但将影响11月及后续PPI增速，这可能意味着PPI年内同比增速的高点已经出现，考虑到当前经济下行的压力，“类滞胀”的格局可能接近顶峰。
- **对于2021年余下时间和2022年的通胀判断，“PPI下CPI上”是方向上的共识，不过更值得我们关注的可能是经济会如何走出“类滞胀”的局面？**
- **通常将“增长放缓，通胀上涨”的时期定义为“类滞胀”，不过2013年之后CPI和PPI的错位使得我们在分析通胀时情况更加复杂（图2和3），我们综合考虑GDP和通胀增速来确定每一轮“类滞胀”的时间区间（以通胀高点作为类滞胀时期的结束点），如表1所示，2000年以来典型的“类滞胀”时期主要有5个阶段（不含2021年）。**
- **以史为鉴，我们主要带着两个问题来分析这5个阶段：政策如何变化？经济在“滞胀”之后如何变化？**
- **政策方面，这5个阶段最大的差异可能是前期（2007年至2008年，2010年至2011年）政策更加注重“胀”，后期（2015年至2016年，2019年至2020年）则更加注重“滞”，很重要的一个原因可能是实际经济增速和潜在经济增速的关系不同——前期经济常常处于高于潜在增长的“过热”状态，而后期由于经济增长方式的转变，经济增速往往不及潜在增速。我们可以从高层定调、货币政策和财政政策三个方面来比较（表2和3，图4）：**
- **2007年至2008年和2010年至2011年——高度关注通胀+偏紧的货币政策+偏紧的财政政策：**高层在政治局会议上明确表示对通胀的关注和担忧；在货币政策方面，央行很早就开启了紧缩周期，直到通胀高点过后才开始逐步宽松；财政政策方面，基建投资出现了明显的放缓。
- **2013年、2015年至2016年和2019年至2020年——倾向于关注增长+货币政策整体偏松+基建稳定：**有趣的是这三个阶段均是CPI上涨，但PPI同比主要处于负值，高层定调上并未显示出对通胀的担忧，反而强调对于增长的关注，例如2013年7月政治会议上强调“使经济运行处于合理区间”，2016年4月则是要“坚持适度扩大内需”。货币政策相较前两个阶段出现明显转变，2013年末动用准备金和基准利率，只是通过阶段性上调公开市场操作利率管理通胀预期，而后两个阶段央行均转向了降准等宽松手段。财政方面，尽管由于地方政府债务管控问题，基建投资中枢整体下降，但是在“类滞胀”时期并未出现明显的放缓，整体保持平稳。
- **经济最终如何走出“类滞胀”？**回顾5个阶段，除了2015年至2016年经济企稳回升外，其他4个阶段“类滞胀”之后均出现增长和通胀一起回落，而且政策更注重“胀”的时期经济回落的幅度更大。如表4所示，我们分析“类滞胀”时期结束后1年主要增长指标的表现可以发现：
- **地产、基建和出口是经济稳定的重要支撑力。**2008年金融危机前后，基建和地产是稳定经济的主要力量；不过随着高层对于“房住不炒”和地方政府债务的重视，“类滞胀”之后经济的企稳越来越依靠出口的韧性。相较而言，制造业投资和消费的贡献并不大。
- **2015年至2016年经济表现较好：出口亮眼、其他不差。**2016年类滞胀结束之后经济开始企稳回升，全球经济共振复苏下出口表现亮眼是重要原因，而其他增长分项表现不差也不应忽视。
- **这次有何不同？**从经济增速低于潜在增速来看，本轮“类滞胀”的类似于2013年之后的两轮，政策方面更加注重“滞”，货币政策易松难紧。但是与以往不同的是，2021年第三季度以来的“类滞胀”中通胀压力主要来自于PPI，而且由于政策的限制，地产和基建的反弹空间和持续性都存疑；制造业投资方面，上游企业的利润率上升但是产能扩张受限，下游企业利润受侵蚀、扩张动力不足；我们预计在当前的政策条件下，出口和消费可能是重要的动力来源，随着防疫越来越成熟，未来主要经济体的全面放开是否会带来新一轮的全球共振复苏？国内除了消费政策陆续出台外，“零容忍”的疫情防控政策逐步解除可能也是推动消费复苏的重要考量因素。此外，我们从库存周期的角度看，去库存的压力已经开始显现，我们预计今年第四季度至明年上半年，经济下行压力和PPI见顶回落可能一起出现。
- **风险提示：**变异病毒导致疫情反复、国内外政策超预期

相关研究

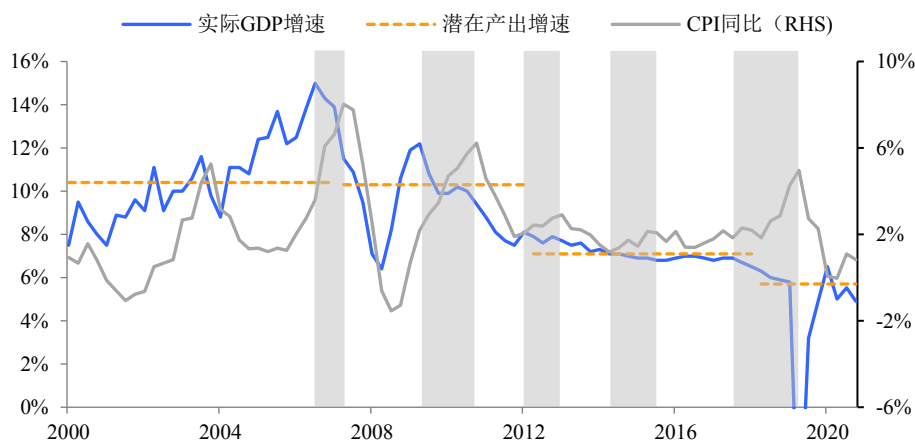
- 1、《宏观周报 20211108：碳减排支持工具如何破局滞胀？》2021-11-08
- 2、《宏观周报 20211107：“类滞胀”交易：中美金融市场有何不同？》2021-11-07
- 3、《宏观月报 20211107：我国对美出口为何持续强劲？》2021-11-07
- 4、《宏观月报 20211105：Taper后第一份非农数据的四大信号》2021-11-05
- 5、《宏观月报 20211103：Taper落地后，加息还有多远？》2021-11-03

图 1：2021 年 10 月 PPI 环比增速



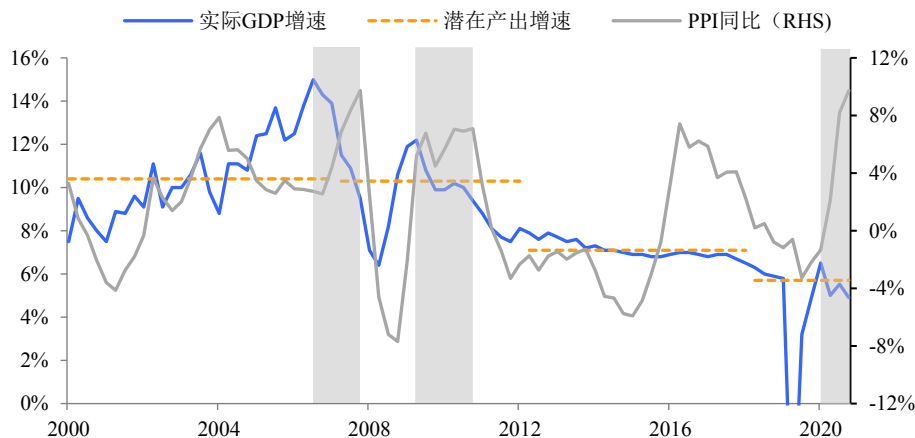
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 2：GDP 和 CPI 同比界定的“类滞胀”



数据来源：Wind, 中国人民银行, 东吴证券研究所

图 3: GDP 和 PPI 同比界定的“类滞胀”



数据来源: Wind, 中国人民银行, 东吴证券研究所

表 1: 2000 年以来主要“类滞胀”时期 (通常以通胀高点作为结束時点)

序号	起点时期	GDP 增速低点	CPI 增速高点	PPI 增速高点
1	2007-07	2009Q1	2008-02	2008-08
2	2010-04	2012Q3	2011-07	2011-07
3	2013-01	-	2013-10	-
4	2015-01	2016Q3	2016-04	2017-02
5	2019-02	2020Q1	2020-01	-
6	2021-07			2021-10(?)

数据来源: Wind 东吴证券研究所

表 2: 类滞胀时期货币政策的变化

序号	首次提高准备金 (公告日期)	首次加息	首次降准 (公告日期)	首次降息
1	2006-06	2006-04	2008-09	2008-09
2	2010-01	2010-10	2011-11	2012-06
3	-	*	-	-
4	-	2017-02	2015-02	2014-11
5	-	-	2019-09	2019-11
6	-	-	2021-07	

注: * 2013 年央行没有调整存贷款基准利率, 但是考虑到管理通胀预期, 第四季度公开市场操作利率有所上行 (货币政策执行报告)。

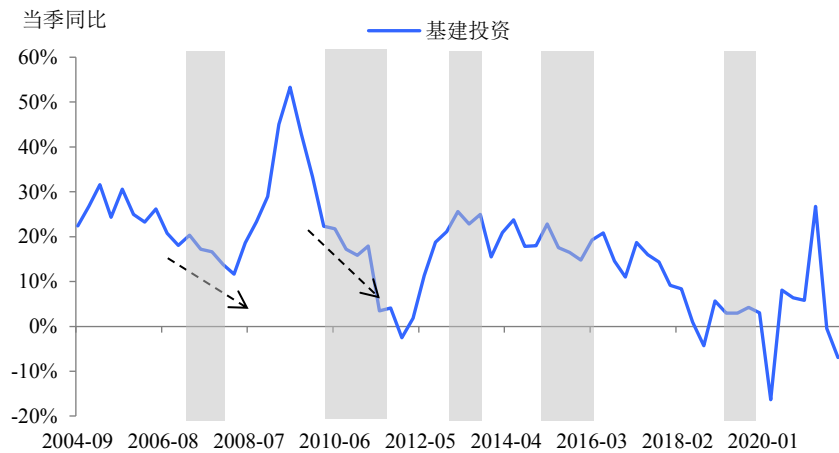
数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

表 3: 2007 至 2008 年和 2010 年至 2011 年政治局会议政策定调更加强调“胀”

年份	时间	经济表述
2007 年	7 月 26 日	- 会议指出……居民消费价格涨幅扩大，涉及群众切身利益的有关问题亟待解决。 - 会议提出，要坚持把遏制经济增长由偏快转为过热作为当前宏观调控的首要任务。
	11 月 27 日	- 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。 - 会议强调……加强重要商品生产、供应和市场调控，保持价格总水平基本稳定。
2008 年	7 月 25 日	把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务，把抑制通货膨胀放在突出位置。
	11 月 28 日	要把保持经济平稳较快发展作为明年经济工作的首要任务，把保增长、扩内需、调结构更好地结合起来。
2010 年	2 月 22 日	处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系，既要保持足够的政策力度、巩固经济回升向好势头，又要加快经济结构调整、推动经济发展方式转变取得实质性进展。
	7 月 22 日	要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心。
	12 月 3 日	要加强市场保障和价格稳定工作，落实“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制，完善市场调控预案，继续整顿和规范市场价格秩序。
2011 年	2 月 21 日	处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，防止经济出现大的波动。要保持物价总水平基本稳定……
	7 月 22 日	- 要坚持把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务，强化政府责任，加强市场保障，降低流通成本，整治市场价格秩序，对困难群众采取有力有效的救助措施。 - 要全力夺取全年农业丰收，切实抓好秋粮生产，促进生猪等畜牧水产业稳定发展，加强农田水利基础设施建设，认真抓好防汛减灾工作。
	12 月 9 日	- 继续处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者关系。 - 要努力保持物价总水平基本稳定，增强市场调控能力，落实好“米袋子”省长负责制和“菜篮子”市长负责制，搞好重要商品产运销衔接，切实降低流通成本。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

图 4: 基建投资在“类滞胀”时期的变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: “类滞胀”之后一年, 主要经济增长指标同比增速的变化 (%)

序号	出口	地产	基建	制造业	消费	实际GDP
1	▼ -43.89	▲ 9.43	▲ 19.59	▼ -11.00	▼ -7.87	▲ 1.10
2	▼ -11.61	▼ -22.45	▲ 7.92	▼ -12.63	▼ -4.26	▼ -2.30
3	▲ 9.13	▼ -15.42	▼ -7.10	▼ -9.31	▼ -1.50	▼ -0.70
4	▲ 20.24	▲ 0.71	▼ -0.57	▼ -0.64	▲ 0.42	▲ 0.10

注:

1. 地产投资不含土地购置费。
2. 第 5 阶段由于遭遇疫情冲击, 经济表现不具备可参考性。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 经济去库存的压力在上升



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_29140
