

经济的滞与胀

——2022年宏观经济展望分报告

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021 - 50295364

Email: qizc@xcsc.com

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021 - 50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 滞胀及其度量方式

滞胀（stagflation）是指经济停滞、失业及通货膨胀同时持续高涨的经济现象。“滞”代表经济停滞，“胀”代表通货膨胀严重。

度量滞胀考虑通货膨胀和经济发展两个维度，叶其湘和徐秀红教授研究发现在发达国家，通常把4%作为高通胀的边界，把低于3%的经济增速且伴随6%以上的失业率视为经济停滞的标志。我国对于滞胀的量化研究众说纷纭，我们认为作为一种经济周期现象，需要基于周期运行的特性，以宏观的视角，拉长时间轴来观测滞胀现象。

□ 美中滞胀及其成因

美国典型的滞胀期是20世纪70年代，期间美国经济增速放缓，高通胀和高失业并存，导致菲利普斯曲线失效。美国的滞胀期是由“内忧外患”共振所致。内忧方面，战后国内需求递减，内生经济增长动力不足，同时美国为应对经济下行采取了扩张型政策，人为刺激了总需求，推高了物价的上涨；外患方面，战后德国、日本工业迅速崛起，极大威胁了美国国内工业和出口贸易领域的领先优势。

中国类滞胀周期发生在2007~2008年和2010~2011年间。第一段经济下行由于美国次贷危机引发全球金融危机所致，通胀上行由于猪油共振所致。第二段经济下行主要为了抑制房地产过快增长，国家连续进行了三次严厉的房地产宏观调控，通胀上行一方面因为蓝耳病、口蹄疫导致的猪肉供不应求，另一方面在“四万亿”刺激下，大量资金流入房地产领域，导致房价快速上涨。

全球性的经济发展大周期都是以技术革命推动的，但技术革命也有其自身的周期性，在技术革命的末期，其对经济的贡献边际减弱，若全球蛋糕已无法继续做大，便只能进行切分的调整，这或许是导致滞胀的深层原因。

□ 中国经济当前呈结构性滞胀

从宏观经济环境看当前的滞胀是结构性的，民生领域尚未出现滞胀迹象，但生产领域已经出现了滞胀迹象。民生领域侧重看CPI表现，CPI近期虽有所上行，但绝对水平仍处低位，在4%以下长达20个月之久。鉴于目前生猪存栏量和出栏量仍处高位，而大众消费品的涨价对CPI的拉动作用相对有限，我们认为短期CPI“胀”的风险相对可控，但仍需关注环比变动趋势。PPI方面受能源化工价格持续走高的推动，PPI连续多月突破两位数增长，而原材料价格持续攀升可以由供需错位解释。

□ 未来通胀压力的判断

我们认为 PPI 对 CPI 的传导取决于商品弹性的大小。传导路径为“PPI 生产资料→PPI 生活资料→CPI 消费品”，若弹性较小，则传导会相对顺畅；若弹性较大，则传导会相对受阻，一般多见于中小型制造企业。

根据我们的预测模型，PPI 有望短期内回落，并在 11 月的数据中得到了验证，而 CPI 有可能会进一步走高，PPI-CPI 的剪刀差从高点收窄。从最近的原材料价格走势可以发现，大部分生产资料的价格已经见顶回落，PPI 拐点已经初步确认。此外，若奥密克戎病毒呈现“流感化”的轻病毒症状，对全球整体经济复苏进程影响不大，大宗商品的供需矛盾有望得到进一步缓解。

同时，CPI 未来的涨价趋势也比较确定，从历史观测，一轮完整的猪周期大致为 3 年左右，其中一半为价格上涨周期，一半为价格下跌周期，原因在于生猪从补栏到出栏大致需要 12~18 个月，而在此期间由于供给不足，价格会持续上涨。随后猪肉供给增加，价格涨幅趋缓，当供大于求时，猪价就进入下行周期。而本轮猪周期始于 2018 年 6 月份，根据猪周期推算，猪价触底反弹或在明年二季度，但如果行业的持续亏损使得去产能力度进一步增加，猪价的拐点也可能提前到来。

□ 普林格周期模型与大类资产实证表现

加入了信贷周期的普林格周期模型考虑了政府的调控功能，它将经济周期划分为 6 个阶段，较之美林时钟模型解释力度更强。根据模型，在滞胀期，投资商品或现金是较为明智的选择。

回溯中国类滞胀期间（2007 年 6 月末至 2008 年 6 月末、2010 年 12 月末至 2011 年 9 月末）的资产大类表现，第一段：商品>现金>债券>股票；第二段：现金>债券>商品>股票。基本符合普林格周期模型的论断，但任何模型都有其局限性，投资者应该审时度势，根据市场的变化相机调整自己的投资策略。

□ 风险提示：

CPI 超预期上行、货币政策超预期、政策干预力度超预期。

目录

1 滞胀及其度量方式	5
1.1 滞胀的涵义及其表现形式.....	5
1.2 滞胀的度量指标和量化边界.....	5
2 美中滞胀及其成因	6
2.1 美国上世纪 70 年代滞胀周期.....	6
2.2 中国类滞胀周期.....	9
2.3 多数国家选择收紧货币政策应对滞胀.....	11
3 中国当前的滞胀判断及通胀预测	12
3.1 当前表现为“胀”向“滞”的传导.....	12
3.2 当前呈结构性滞胀.....	16
3.3 供需错位成 PPI 持续上涨主因.....	17
3.4 食品物价普涨，CPI 或面临抬升压力.....	18
3.5 未来通胀压力的判断.....	19
4 普林格周期模型与大类资产实证表现	21
4.1 普林格周期模型.....	21
4.2 中国类滞胀时期大类资产的实证表现.....	22

图表目录

图表 1 美国滞胀时期 GDP、CPI 和失业率走势 (%)	7
图表 2 总供求分析模型	7
图表 3 美国滞胀时期原油价格飙升 (美元/桶)	8
图表 4 美国滞胀时期进出口走势 (百万美元)	8
图表 5 中国经济历史上两段“类滞胀”周期	9
图表 6 大型存款类金融机构人民币存款准备金率 (%)	10
图表 7 多数国家在应对滞胀问题时都采取了紧缩政策	11
图表 8 中国 GDP 同比走势 (%)	12
图表 9 分行业利润总额累计同比增速 (%)	13
图表 10 不同类型企业利润总额当季同比 (%)	14
图表 11 居民人均可支配收入下降 (%)	14
图表 12 消费端近期表现疲软 (%)	15
图表 13 PPI-CPI 剪刀差自高点回落 (%)	15
图表 14 11 月 CPI 分项环比 (%)	16
图表 15 PPI 分项环比增速统计 (%)	17
图表 16 供需错位解释原材料价格持续上涨	18
图表 17 CPI 环比增速较快主要由食品项贡献 (%)	19
图表 18 大宗商品价格近期高点回落 (元/吨, 元/桶)	20
图表 19 普林格周期模型	22
图表 20 不同阶段最优大类资产	22
图表 21 中国类滞胀时期大类资产表现	23

1 滞胀及其度量方式

1.1 滞胀的涵义及其表现形式

滞胀 (stagflation) 是指经济停滞、失业及通货膨胀同时持续高涨的经济现象。“滞”代表经济停滞，“胀”代表通货膨胀严重。美国经济学家保罗·萨缪尔森曾定义滞胀为“生产和就业的停滞伴随着爬行式的价格膨胀”。

滞胀又可根据经济停滞和通货膨胀程度与步调的不同分为三种表现形式：第一种是严重的经济停滞与严重的通货膨胀同时发生；第二种是“滞”与“胀”空间并存、时间继起、程度不一，表现为严重的经济停滞与缓和的通货膨胀，或是缓和的经济停滞与严重的通货膨胀；第三种是轻微的经济停滞与通货膨胀并存。就当前国内经济局势而言，经济增速放缓难以证伪，且同时伴随着通胀上行的压力，言及“滞胀”关键在于“滞”与“胀”的程度和步调。结合近期经济数据表现看，相比之下我们认为，中国出现第一种情况（严重停滞+严重通胀）的概率较低，可能会出现第二种情况（严重停滞+缓和通胀或缓和停滞+严重通胀），但出现第三种情况（缓和停滞+缓和通胀）的概率最高。

1.2 滞胀的度量指标和量化边界

度量滞胀考虑两个维度：通货膨胀和经济增速。

通胀水平可以选用 CPI、PPI 指标，难点不在于指标的选取，而在于权重的分配，不同的经济周期对于 CPI、PPI 的权重的分配也不同，CPI 是消费者物价指数，侧重于衡量终端消费品和服务的物价变化，而 PPI 是工业出厂价格指数，侧重于衡量上游工业原材料和中游制造工业品的价格变化。两者的传导路径可简化为：PPI 生产资料→PPI 生活资料→CPI 消费品。

经济发展方面一般选用 GDP 和失业率指标。但“滞”是指经济零（负）增长还是低增长，学界仍存在分歧，这很大程度上取决于观察视角的不同。比如美国上世纪 70 年代典型的滞胀期，若从单一时点看，零（负）增长可能是典型的标志，1974 年、1975 年、1980 年美国 GDP 均录得负增长，分别为 -0.5%、-0.2% 和 -0.3%，但若从一段时期看，低增长则是主要的特征，1970~1980 年间，美国国内生产总值从 49544 亿元增至 67635 亿元，年复合增长率为 3.16%。

我们倾向于用低增长作为衡量经济“滞”的指标，一则滞胀是描述经济周期运行的表现，不宜用孤立的、静态的时点值作为观察对象，而应以一段时期内的表现作为观察对象，时期概念优于时点概念，二则中国经济自“改开”以来长期保持较高增速，零（负）增长的情况寥寥无几，选用“低增长”而非“零（负）增长”更符合中国经济发展的客观实际。另一个问题是失业

率指标在过去研究中国滞胀问题时通常容易被忽略，一方面由于相关统计数据缺失和精度问题，比如 2018 年之前只有城镇登记失业率数据，直到 2018 年后才有城镇调查失业率数据；另一方面，在刘易斯拐点到来前，劳动力几乎可以无限供给，这削弱了失业率对经济停滞的判断价值。但随着统计方法和相关数据的日趋完善，叠加劳动力已从无限供给转向有限供给，失业率也应当成为在研究滞胀问题时一个重要的变量。

“滞”和“胀”的边界在哪里？在发达国家，一般讲 4%左右的通胀率作为衡量通胀严重与否的阈值，而在“滞”方面，叶其湘和徐秀红教授研究发现，西方经济学家把低于 3%的经济增速并伴随 6%以上的失业率视为经济停滞的标志，例如 20 世纪 70 年代，美国把 GDP 同比 2.5%和失业率 6.0%视为可承受的极限，并以此作为宏观调控的临界点。

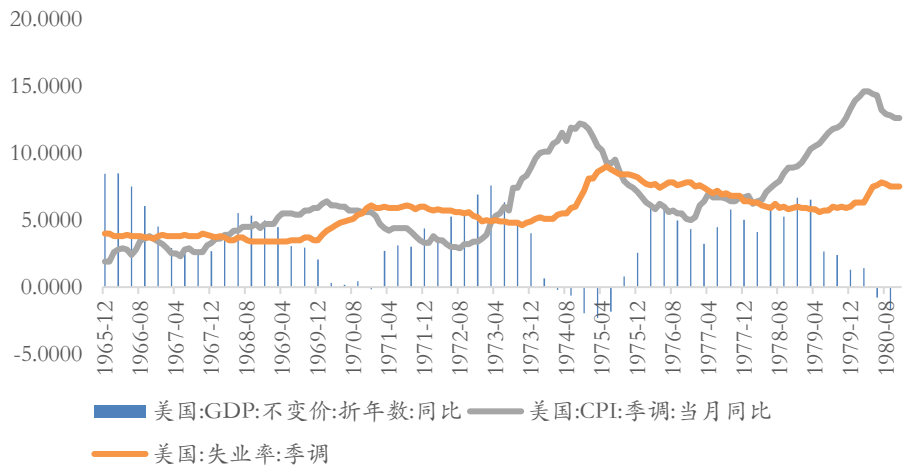
我国对于滞胀的量化研究比较少，更多的是结合西方的研究成果和本国经济发展的特性进行融合。厉以宁认为当中国经济增长率下降到 6%、通货膨胀率超过 4%的情况下，滞胀将会出现；贺铿认为对于中国来说，GDP 低于 8%且 CPI 高于 4%就属滞胀；吴晓灵则认为只有当通货膨胀率高于经济增长率才算是滞胀。对于滞胀的量化标准虽然众说纷纭，但作为一种经济周期现象，我们需要以宏观的视角，拉长时间轴来观测，切莫以偏概全，以特定时期出现的特定值下结论，更客观的做法应该基于周期运行的特性，观测一段时期内的平均值。

2 美中滞胀及其成因

2.1 美国上世纪 70 年代滞胀周期

20 世纪 70 年代是美国典型的滞胀期，期间美国经济增速放缓，高通胀和高失业并存，导致菲利普斯曲线失效。结合 GDP、CPI 综合观测，美国滞胀发展过程大致可划分为三个阶段：第一阶段为形成期，时间跨度从 1968 年末至 1970 年末；第二阶段为成长期，时间跨度从 1973 年末至 1975 年末；第三阶段为成熟期，时间跨度从 1978 年末至 1980 年末。

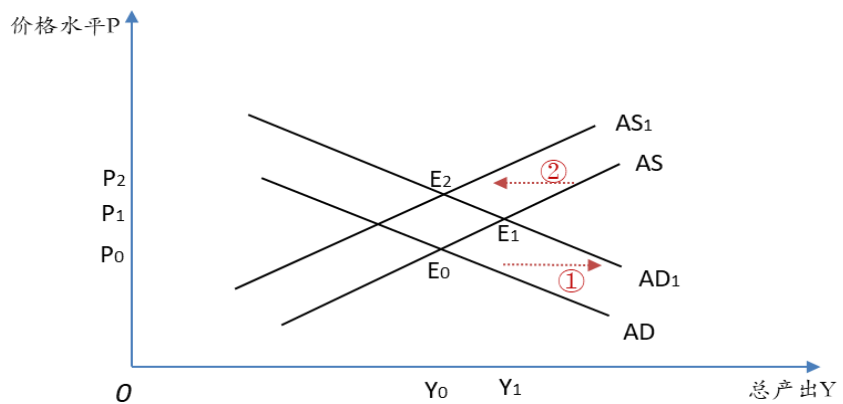
图表 1 美国滞胀时期 GDP、CPI 和失业率走势 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

美国的滞胀期是由“内忧外患”共振所致。内忧方面，伴随战时强劲的投资消费需求被慢慢耗尽，叠加第三次科技革命处于末期，美国内生经济增长动力稍显不足，同时美国为应对国内经济下行压力，稳定就业，彼时又恰逢越南战争造成的巨额国防开支，于是扩张型政策呼之即出，扩张型政策人为刺激了总需求，使 AD 曲线右移，并与 AS 曲线相交于新的平衡点 E1，E1 较 E0 产出增加，物价上涨，之后石油危机和 1969-1970 年间实施的“双紧政策”导致企业生产成本抬升，体现为 AS 曲线左移，并与 AD1 曲线相交于新的平衡点 E2，E2 较 E1 产出降低，物价却进一步上涨，由此开启了美国长达十年之久的滞胀周期。

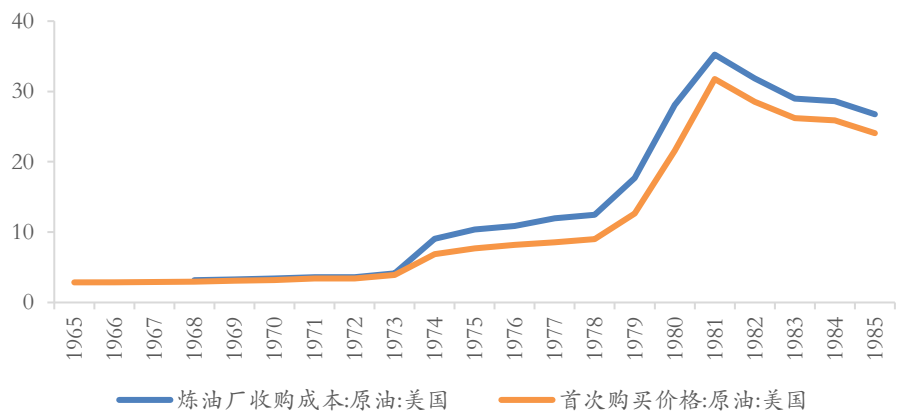
图表 2 总供求分析模型



资料来源：湘财证券研究所

外患方面，战后德国、日本工业迅速崛起，极大威胁了美国国内工业和出口贸易领域的领先优势，比如德国的汽车、日本的电子产品等对美国国内相关工业企业形成了明显的冲击，导致美国在1971年出现贸易逆差。同时中东战争和两伊战争引发了两次石油危机，战争导致期间石油产量锐减，石油价格飙升，1970年末原油价格为3.18美元/桶，到了1980年末原油价格涨到了21.59美元/桶，年复合增长率达21.11%，而同期国内生产总值年复合增长率仅3.16%。

图表3 美国滞胀时期原油价格飙升（美元/桶）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图表4 美国滞胀时期进出口走势（百万美元）



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_35419



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>