



李宗光：滞胀概率有多高？



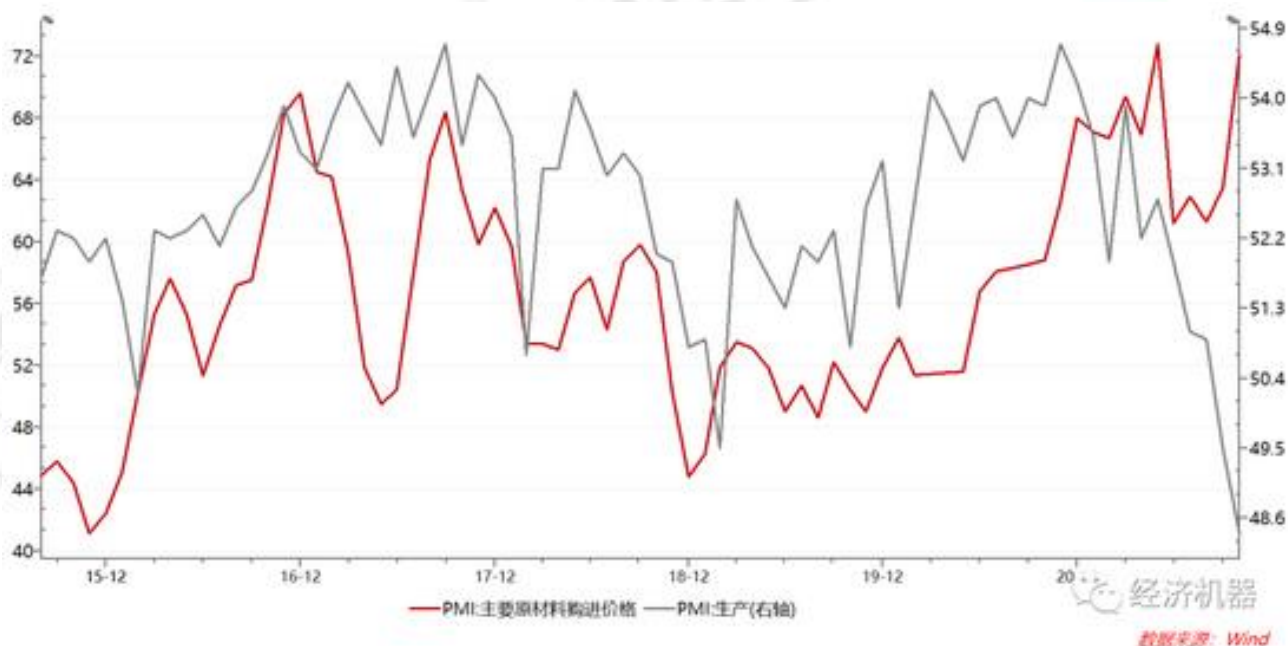
文/新浪财经意见领袖专栏作家 李宗光



今日，10月通胀数据出炉，CPI、PPI均超预期上涨。其中，CPI受近期食品（猪肉、蔬菜等）价格上涨带动，加速上行，同比上涨1.5%，预期1.3%，较前值提升0.9个百分点；PPI则受大宗商品涨价影响，同比继续大幅上行至13.5%，预期12%，连续3月创有记录以来历史新高。

上周，官方PMI公布，制造业PMI为49.2，连续2个月低于50分界线以下，连续7个月出现放缓。分项中，生产、订单等“量”相关的指标继续下滑，而原材料价格等“价”相关的指标大幅攀升，过去一段时间以来两者持续分化的趋势达到了一个新的水平。

图1、PMI-“量”与“价”



“增长下降-通胀上升”是典型的滞胀表现。今年以来，增长下降和PPI 通胀已经持续一段时间，并对 A 股板块表现产生了“决定性”影响：上游周期、新能源等板块涨幅居前；而下游消费服务、家电、食品饮料和医药等受上游涨价等因素影响，表现较差。

图 2、中信一级行业：涨幅前十和跌幅前十

序号代码	名称	年初至今	序号代码	名称	年初至今
1	CI005011 电力设备及新能源(中信)	57.02%	1	CI005022 非银行金融(中信)	-22.60%
2	CI005006 基础化工(中信)	50.80%	2	CI005015 消费者服务(中信)	-21.85%
3	CI005003 有色金属(中信)	43.27%	3	CI005016 家电(中信)	-21.86%
4	CI005002 煤炭(中信)	41.30%	4	CI005023 房地产(中信)	-18.10%
5	CI005005 钢铁(中信)	36.72%	5	CI005020 农林牧渔(中信)	-12.26%
6	CI005013 汽车(中信)	21.03%	6	CI005019 食品饮料(中信)	-11.49%
7	CI005029 综合(中信)	17.67%	7	CI005028 传媒(中信)	-11.38%
8	CI005001 石油石化(中信)	17.14%	8	CI005030 综合金融(中信)	-9.33%
9	CI005004 电力及公用事业(中信)	16.50%	9	CI005018 医药(中信)	-9.24%
10	CI005007 建筑(中信)	13.05%	10	CI005026 通信(中信)	-8.33%

当下岁末年初时刻，明年经济怎么走，“滞胀”趋势会强化，还是反

转？是市场当前最为关心的问题，市场也存在极大的分歧。某种程度上，滞胀前景的走势，将成为明年大类资产和 A 股投资的“胜负手”：

1) 如果“滞胀”反转，则明年下游消费成本压力舒缓，叠加今年股价调整，“核心资产”王者归来概率极高；而周期品和新能源等板块或迎来深度调整。

2) 如果“滞胀”强化，并大面积扩散，则明年消费压力将大幅增加，今年还在观望的“时间朋友们”及背后的粉丝，最终会割肉离场；而新能源相关的板块，部分周期品及科技相关的板块或会跑赢大盘。今年核心资产属于“败而不溃”，如果滞胀形势显著恶化，量变导致质变，明年核心资产或将迎来“大溃败”。

“滞胀”向左向右？往小处说，攸关明年资产价格表现，攸关某些明星基金的“成色”；往大里说，攸关明年及未来一段时间国家宏观经济和政策走势，甚至中美竞争格局。兹事体大，过去一段时间作者一直在思考和沉淀，力求将这个问题的思考和讨论引向深处。

01

滞胀：多来自外生冲击

“滞胀”一般分为两种，即周期意义上的滞胀和经济意义上的滞胀。周期意义上的滞胀，即“增长下降-通胀上升”的一种状态，这个在日常“宏观对冲”策略和股市方向选择中影响较大。但这并不代表社会真的发

生了“滞胀”，更多的是一种边际变化带来的“滞胀”预期。另一种“滞胀”是经济意义上的滞胀，即增长出现了实质性的减速和通胀出现了实质性的加速。比如增长从6%，放缓至4%以下，同时，CPI从1%上升到4%以上，这种状态会对经济的正常运行产生极大威胁，影响社会的稳定。

在一个良好运行的经济体系中，“滞胀”是很难持续存在的。

1) 经济衰退伴随着需求下降，进而对价格上涨造成“通缩”效应；反之，

2) 物价上涨，会以价格信号的形式，推动供应和产出增加，从而实现经济复苏和增长。

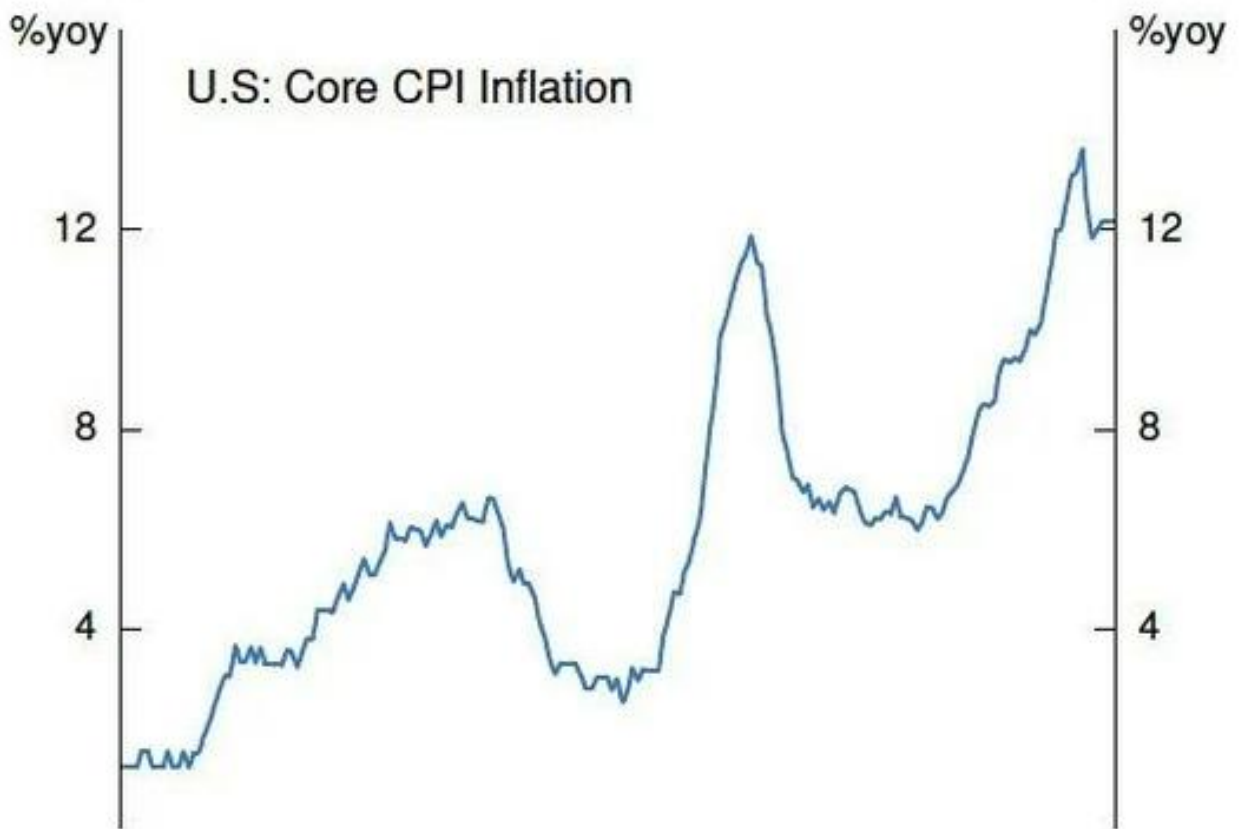
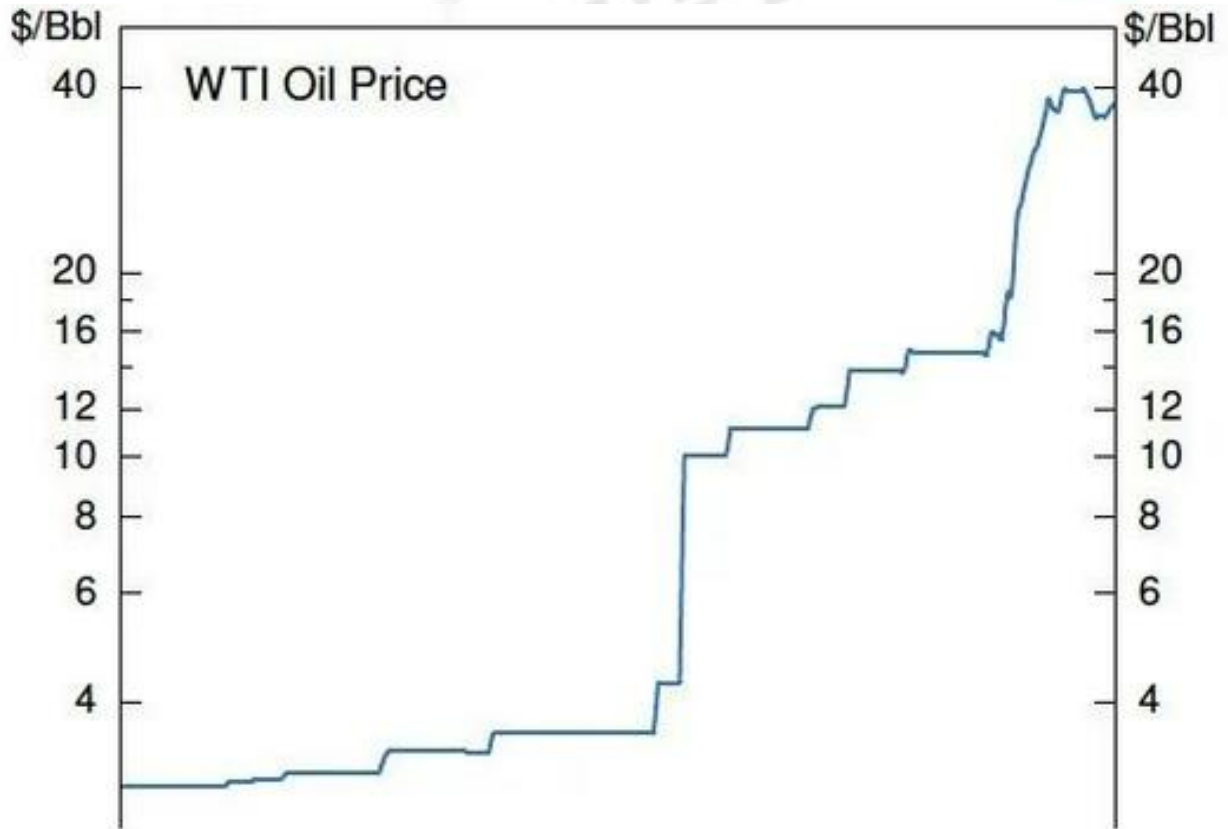
因此，“滞胀”本质上，是经济运转过程中的一个“突变”现象，是市场信号（暂时性）出现失灵，或运转瘫痪。因此，“滞胀”是一种小概率状态，需要极其严格的条件。过去数年，市场上不断有人在 Call “滞胀”，屡次落空，即与此有关。因此，过度频繁地谈“滞胀”者，大多缺乏对经济规律的认识。此外，滞胀也是一种极为棘手的状态。在此状态下，宏观当局面临“抑制通胀”，还是“刺激增长”的两难，政策空间大幅压缩。

一般来说，“突变”状态多来自于“供给端”和“外生冲击”。比如1973年中东石油危机期间，国际油价从4美元/桶一年之内上涨至10美元/桶，之后数年上涨至40美元/桶，对推升核心通胀等产生了巨大的影响（图3）。其他的外部冲击可能包括：

- 1) 战争和军管措施;
- 2) 全球供应链脱钩;
- 3) 禁运;
- 4) 有形之手和政策过多干预（配额、加税）等。
- 5) 各种加剧供给刚性措施等

一般说来，一个开放的经济体中，外生冲击风险会上升；一个经济体市场化程度越高，供给弹性越大，则滞胀风险越低。

图 3、1970s 石油危机导致了大滞胀（艾摩宏观）



02

“滞”：周期下行压力较大，

稳增长难度上升

在“滞胀”前景的研判上，市场对明年经济出现周期性放缓的预期较为一致。疫情至今，外贸出口和房地产投资两大动力率先复苏，助推我国经济持续复苏；而“消费”和“固定资产投资（制造业和基建）”复苏相对滞后。

展望未来，在疫情持续情况下，我国出口短期内将维持高景气状态，尽管环比进一步改善空间相当有限。但三季度以来，房地产市场快速放缓，将成为经济周期下滑的最大拖累：

1) 房地产销售持续下滑。9 月份全国商品房销售面积当月同比下跌 13.2%，连续 3 个月同比负增长；百强企业销售额 10 月份同比上年下降 32.2%，绝对金额连续 3 个月环比回落。

图 4、全国商品房销售：当月同比¹

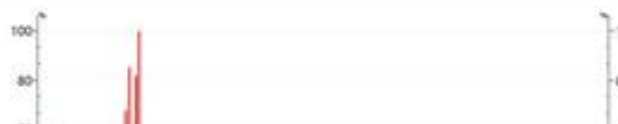
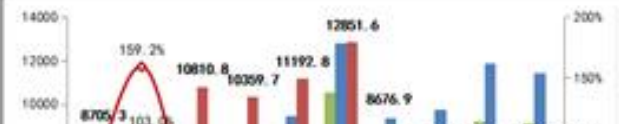


图 5、百强企业销售额及同比增长²



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_29338

