



历次通胀梳理及展望

报告日期：2021-05-11

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

主要观点

1. 评估及结论：制造业固定资产投资增速没有显著上升，通胀将进一步向中下游扩散。
2. 货币政策：预计进一步实质性收紧，外部经济冲击风险较小。
3. 财政政策：预计保持中性。

改革开放以来，通胀问题屡次成为中国经济前行的屏障。从经济扩张高增长驱动的需求型通胀到低增速时期供给侧改革导致的通胀，并连同国际经济荣枯，使得通胀背后的逻辑比较复杂，导致政策选择与执行困难。

对于投资来说，宏观政策颁布后，起初的推演，在事后发展来看，经常南辕北辙。一如疫情刚爆发时期，对于宏观经济的展望，皆是相当悲观。孰料 2020 年 2 季度开始经济从数量到价格轮番扩张。2020 年下半年，市场已经通胀迹象显著，市场的观点趋向认为通胀是温和的。站在 2021 年 5 月来看，当前的工业通胀水平已经相当高，货币政策也到了不得不进一步收紧的经济状态。

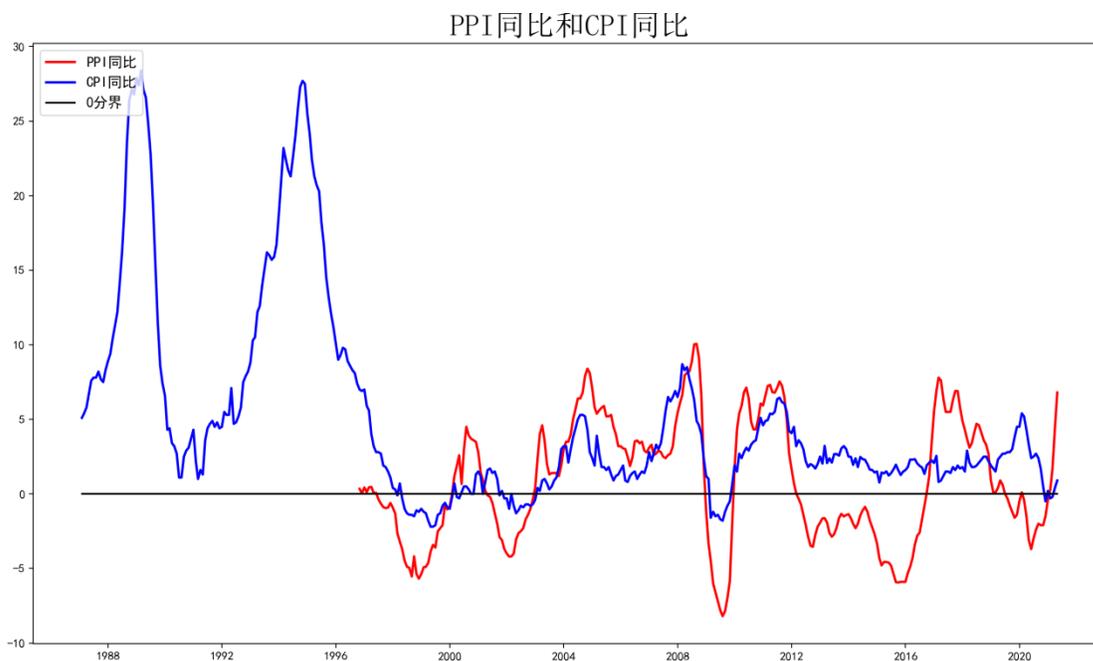
这驱动我们去研究历史上的通胀以及通胀处理政策，用于对当前经济发展运行提供简要的借鉴。梳理历次价格上涨，所引发的政府、企业以及消费者之间的行为互动对经济可能造成的影响。回顾 1978 年以来历次通胀，其基本经济运行的背景相似，一方面大幅投入基础建设，开动大项目拉动小项目，寻求经济高速增长，另



积极管理风险 应对市场挑战

一方面为了加快经济市场化，在局部领域尝试市场化，比如商品价格改革，工资改革，尝试理顺价格机制。但每次仅限于局部的，小范围的、部分行业的开展，如放缓资源品（煤，电，石油，天然气）的市场化定价，和国有企业工资的市场化改革。而最终改革措施反而降低了市场价格的资源分配效率，也弱化市场定价能力，与市场化改革目标南辕北辙，而今天的背景更为复杂，因为现在的货币量今非昔比，流动性的充裕度相当之高，但又似乎颤颤巍巍，整个社会经济杠杆水平也较历史有较大提升。从1978年以来，已经发生了6轮较大的通胀，通胀经济背景环境涵盖了历次通胀出现的问题，而此一轮第7轮。

回顾历次通胀与治理



数据来源：英大证券研究所，WIND

第一次：1980年，通货膨胀率6%，起于商品经济改革、基础建设投资剧增，政府高额赤字，增发货币。最终通过紧缩银根，压缩基础设施建设，控制物价来抑制通胀。



第二次：1984-1985年，通货率高达9.3%，起于固定资产投资规模过大，社会总需求增长迅速，货币信贷投放急剧增长，工资性收入增长产生通货膨胀。最终通过控制固定资产投资规模，抑制物价，信贷收紧进行通胀管理。

第三次：1987-1989年，通胀率最高达18.8%，起于1984-1985年中央紧缩政策尚未完全见到成效的情况下，基建投资、货币发行放开、商品价格放开和工资改革推行。最终通胀率一路高攀并引发“抢购潮”。最终政府对投资和货币供应采取了紧急刹车的办法，几千个建设项目一起停止。随之产生的后果不仅造成的消费者受损，还引发大量民营企业破产。

第四次：1993-1995年，通胀率最高达24.1%（1994年12月），起于1992年，邓小平南巡之后启动市场经济改革，全面放开商品定价，提高职工价格补贴标准、提升工资。地方政府大搞开发区建设，信贷规模大幅扩张，企业投资扩张，生产资料需求直接推动通胀。最终通过提高存款利率（高达12%），回笼货币，海南房地产泡沫破灭、民间炒房人破产、涨停板、T+1、调高交易税最终实现经济“软着陆”，民企大量破产、股民被“套牢”，通胀治理产生危害的波及面较往常更为宽大。

第五次：2007年至2008年，通胀率最高达8.74%（2008年2月），起于经常项目顺差导致的被动货币巨额投放，总储蓄占GDP比重从1998年38.3%，增长到2008年的53%，内需不足，同时受次贷危机影响，国外需求进一步锐减。政府实行四万亿投资刺激经济增长，直接导致通胀之火再度燃起。最终政府采取房产限购，不断提高存款准备金率和加息等紧缩货币政策，股市萧条，中小企业融资更加困难，江浙一带的中小企业出现倒闭潮，民间融资链条断裂问题显现。



第六次：2016年初工业品价格止跌大涨，于2017年2月达到顶峰（7.8%）。起于经济疲软且工业品价格经历了2010年以来5年的下跌，此时启动的去产能执行计划（供给侧削减），同时执行重大项目（需求侧增加）来维持经济稳定托底之目的。资金利率偏低，货币流向一线、二线、三线城市房地产市场，全国房价遍地开花。2018-2019年房价继续坚挺，并未出现显著的放缓。

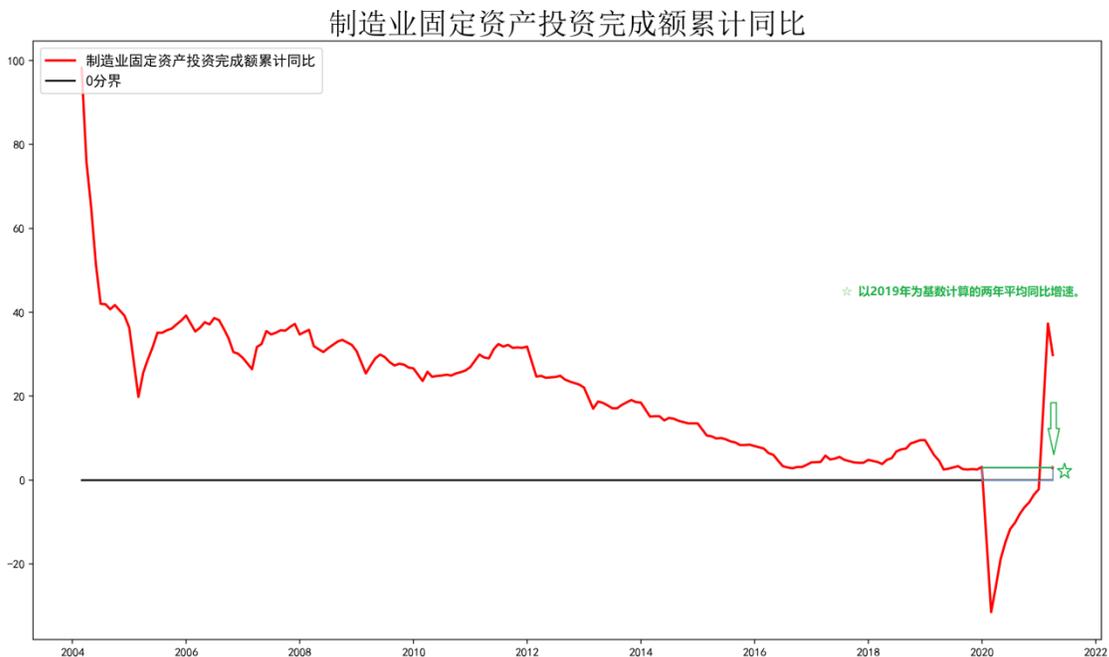
经济潜在增长率下行，全社会投资机会较少，企业和居民存在大量现金希望获得更高的回报率，出现了两种抱团风格，一种是股市抱团，一种是房产抱团。股市抱团依靠估值，房市抱团依靠人口流动。此一轮的工业品价格上涨中黑色工业品绝对价格并未显著回归，原油化工方面价格有较大的回归。因而总体的PPI回归要归功于原油市场。总的来说，宏观政策上将重心放在应对中美贸易战问题上，并未采取较多的压制经济通胀的政策。

第七次通胀，疫情通胀及碳中和通胀，产能控制。本一轮的通胀站到了上一轮（第六次）通胀的肩膀上（因此第六次的工业品价格没有显著回归均值）。2020年1季度的疫情导致主要工业国生产停摆，但是刚需性消费不论在食品还是工业品领域都并未停滞，这就在疫情控制期间消耗大量的库存，尤其是工业库存。稳定经济状态下供需基本平衡，供应略微过剩，通过库存调节经济活动，已经使得大部分工业活动的周期属性大大减少。但疫情的冲击，强制性插入一个停产期，形成了未来一段时间的经济活动脉冲。以煤炭，钢铁为代表的工业品价格继续暴涨，冲击历史新高。以原油化工、盐化工工业品代表的商品价格有明显的价格回归，这是上一轮PPI没有爆表的压舱石。2020-2021年，黑色系工业品在绝对价格维度上，对中下游的生产产生更为显著的成本冲击。预计这种成本冲击的影响仍会延续2年左右。当前的需求难支撑企业增加固定资产投资。**大部分企业不会因为疫情订单的暴增增加产能，只能提价。**如果增加产能（即便国家不限制的领域），疫情结束



积极管理风险 应对市场挑战

后，订单回流海外，闲置产能就给企业带来损失，因此企业的最佳策略只能是，利用现有产能，尽量提高产能利用率，提高产量，以及提价。我们有数据支撑这个分析是全局性的，而不是局部的。2021年1—3月份，全国固定资产投资（不含农户）95994亿元，同比增长25.6%；比2019年1—3月份增长6.0%，两年平均增长2.9%，和过去十几年的固定资产投资增速的下行趋势基本保持稳定，没有显著增加，预计随着去产能进程推进，固定资产投资增速会进一步下落，在更长期在人口老龄化推动下，负增长也是会常态。



数据来源：英大证券研究所

此一轮的通胀预计还将持续，但对经济的风险也越来越大。中国经济风险会随着疫情的缓解而增大，也随着通胀的水平提高而风险加大。



风险提示及免责条款

1. 本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。
2. 本报告通过分析不同经济主体、资产的选择逻辑和制约因素，基于数据推演，但仍然可能出现大量的谬误，可能缘于意外事件，或者逻辑疏漏以及对市场演进判断出错。
3. 本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。
4. 本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。
5. 请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。
6. 根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
7. 行业评级
 - 强于大市 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
 - 同步大市 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
 - 弱于大市 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数
8. 公司评级
 - 买入 预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
 - 增持 预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
 - 中性 预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
 - 回避 预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上



积极管理风险 应对市场挑战