

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的缺失和精度问题，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。

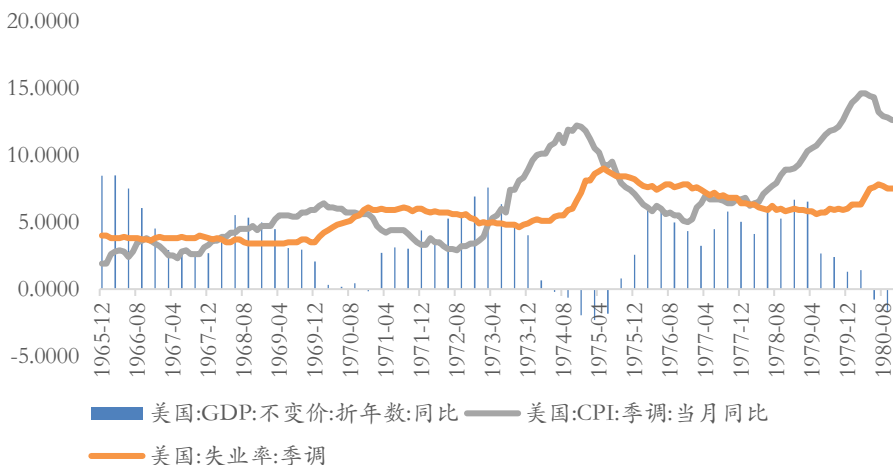
我国对于滞胀的量化研究比较少，更多的是结合西方的研究成果和本国经济发展的特性进行融合。厉以宁认为当中国经济增长率下降到 6%、通货膨胀率超过 4%的情况下，滞胀将会出现；贺铿认为对于中国来说，GDP 低于 8%且 CPI 高于 4%就属滞胀；吴晓灵则认为只有当通货膨胀率高于经济增长率才算是滞胀。对于滞胀的量化标准虽然众说纷纭，但作为一种经济周期现象，我们需要以宏观的视角，拉长时间轴来观测，切莫以偏概全，以特定时期出现的特定值下结论，更客观的做法应该基于周期运行的特性，观测一段时期内的平均值。

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。

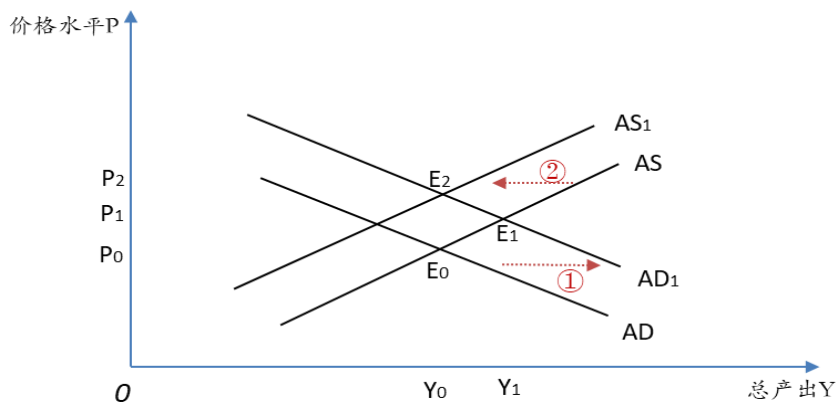
图表 1 美国滞胀时期 GDP、CPI 和失业率走势 (%)



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。

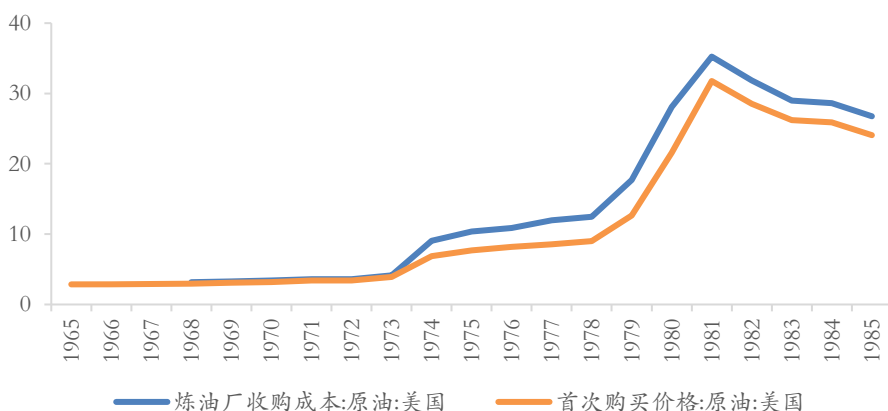
图表 2 总供求分析模型



资料来源：湘财证券研究所

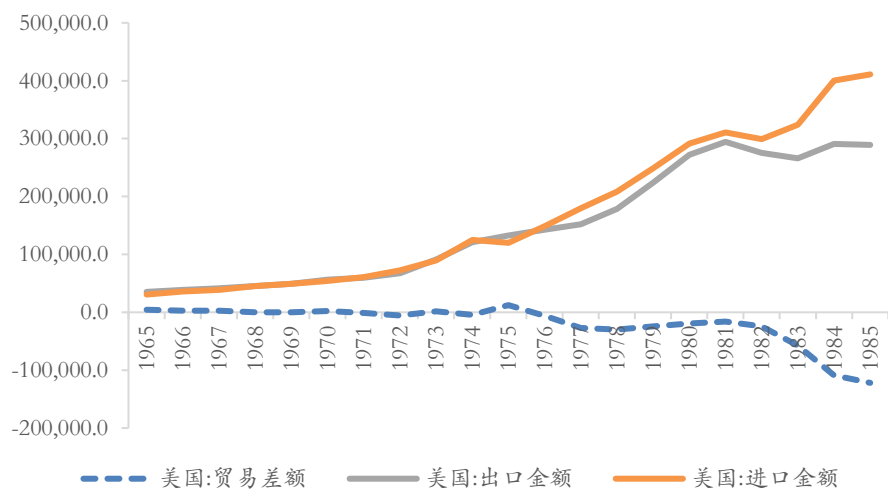
外患方面，战后德国、日本工业迅速崛起，极大威胁了美国国内工业和出口贸易领域的领先优势，比如德国的汽车、日本的电子产品等对美国国内相关工业企业形成了明显的冲击，导致美国在1971年出现贸易逆差。同时中东战争和两伊战争引发了两次石油危机，战争导致期间石油产量锐减，石油价格飙升，1970年末原油价格为3.18美元/桶，到了1980年末原油价格涨到了21.59美元/桶，年复合增长率达21.11%，而同期国内生产总值年复合增长率仅3.16%。

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）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

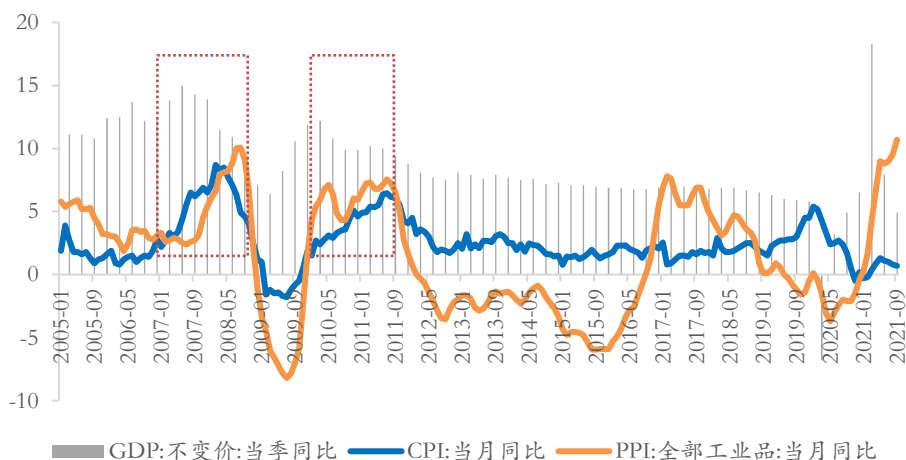
2.2 中国类滞胀周期

中国经济发展除疫情外长期保持相对较高增速，出现经济增速低于“3%”的狭义经济停滞标准可能性较低，且城镇登记失业率长期维持在4%附近，而更客观的调查失业率从2018年开始才有记录，所以以西方经济学定义的滞胀情况并不多见，但仍有可能出现经济增速走低同时通胀水平走高的广义滞胀情形，针对这种广义上的具有中国特色的滞胀环境，通常称为“类滞胀周期”。

纵观中国经济表现，比较典型的类滞胀周期发生在2007~2008年和2010~2011年间。2007~2008年的类滞胀期，经济增速从2007年6月末15.0%下降到2008年6月末10.9%，通胀方面，同期CPI由4.4%上升至7.1%、PPI由2.5%上升至8.8%。一年内经济下滑4个百分点，而同时以CPI衡量的通胀上行3个百分点、以PPI衡量的通胀上行6个百分点。

2010~2011年的类滞胀期，经济增速从2009年12月末11.9%下降至2011年9月末9.4%，通胀方面，同期CPI由1.9%上升至6.1%、PPI由1.7%上升至6.5%。在7个季度内，经济下滑2.5个百分点，而同时以CPI衡量的通胀上涨了2.2倍，以PPI衡量的通胀上涨了2.8倍。

图表5 中国经济历史上两段“类滞胀”周期



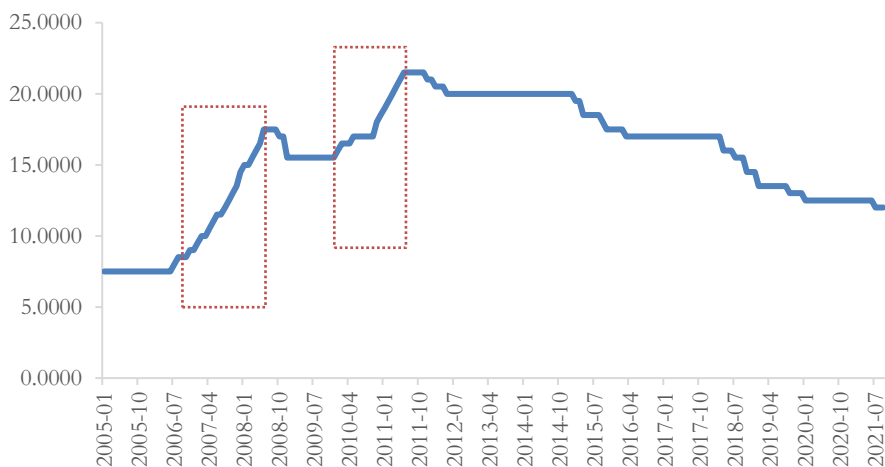
资料来源：湘财证券研究所、Wind

复盘中国经济史上这两段“类滞胀”周期，背后的原因大同小异。经济下行方面，第一段（2007~2008年）经济下滑主要由于美国次贷危机引发的

全球金融危机导致，叠加央行为应对经济过热采取了紧缩措施，使经济迅速降温；第二段（2010~2011 年）经济下行主要原因是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，第一次是以“国十一条”为代表的紧缩型调控，第二次是以“新国十条”为代表的打压型调控，第三次是以“9.29 新政”为代表的管制型调控。

通胀上行方面，第一段通胀抬升主要由于“猪油共振”所致，2006 至 2007 年间爆发了蓝耳病，严重影响了猪肉供给，在供不应求的情况下，猪肉价格持续上涨，同时次贷危机导致美元指数下挫，以原油为代表的大宗商品给国内带来严重的输入型通胀压力；第二段通胀上行一方面同样也存在蓝耳病、口蹄疫导致的猪肉价格上涨，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。而央行在这两段时期内，都采取了紧缩政策予以应对，大型存款类金融机构人民币存款准备金率由 2007 年初 9.0%上调到 2008 年 17.5%；同样 2010 年由 16.0%上调到 2011 年 21.5%。

图表 6 大型存款类金融机构人民币存款准备金率 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

滞胀只有在经济下行周期中才会表现出来，以康波周期的视角观察，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，所以我们看到战后日、德的崛起是以牺牲别国的利益为代价实现的，典型如日本战后对美国的出口工业品大增，严重挤压了美国国内相关企业的生存空间，导致从上世纪 70 年代开始，日本受到

美国反倾销的数目呈明显上升趋势。而最终帮助美国走出滞胀的原因一方面是因为美联储孤注一掷提高利率，舍经济而保通胀；另一方面，也是更主要的原因在于美国找到了新的经济增长点，这个增长点就是信息革命，以 IBM、Intel 等为代表的高科技企业也在这一时期得到迅猛发展。1975 年，IBM 生产的计算机数量是世界其他所有计算机厂家生产的计算机总和的 4 倍，成为一个集科研、生产、销售、技术服务和教育培训为一体的联合企业。1978 年，英特尔生产出了著名的 16 位 8086 处理器，并在 IBM 生产的第一台电脑上装载，由此奠定了英特尔芯片霸主的地位。中国发生的类滞胀也是由于缺乏新的经济增长点，资金只能流入相对安全的房地产领域，推升了房地产泡沫，使以 GDP 不变价衡量的真实经济增速难逃滑坡的厄运。

2.3 多数国家选择收紧货币政策应对滞胀

滞胀周期也给政策干预带来了难题，宽松政策固然能缓解经济下行压力，但会进一步抬升通货膨胀；紧缩政策可以抑制通货膨胀，但不得不以降低经济增速为代价。研究发现，多数国家在面对滞胀时，更倾向于采取紧缩政策，保持物价稳定是政策的首要目标。例如面对 70 年代美国滞胀问题时，美联储主席保罗·沃尔克最终决定大幅提高联邦基金利率，以牺牲短期经济增长为代价治理通胀。但由于价格具有黏性，紧缩政策无法对物价水平产生立竿见影的抑制作用，而同时却会引发经济降温，导致滞胀局面短期内仍无法得到缓解。

图表 7 多数国家在应对滞胀问题时都采取了紧缩政策

国家和地区	典型“滞胀”时期	政策方向	国家和地区	典型“滞胀”时期	政策方向
美国	1968.06-1969.12	紧缩	韩国	1995.09-1996.12	紧缩
	1973.03-1974.09	紧缩		1997.09-1998.06	紧缩
	1978.06-1980.03	紧缩		2000.03-2001.06	紧缩
	1989.09-1990.11	扩张		2007.12-2008.09	紧缩
	2004.03-2004.12	紧缩		2010.06-2011.09	紧缩
英国	1973.09-1974.03	紧缩	澳大利亚	1994.09-1995.09	紧缩
	1975.03-1975.09	紧缩		1999.06-2000.12	紧缩
	1988.12-1990.12	紧缩	俄罗斯	2007.12-2008.09	紧缩
	2007.12-2008.09	扩张		2014.07-2015.05	
欧元区	2000.03-2001.06	紧缩	印度	1998.07-1998.12	紧缩
德国	1973.01-1973.06	紧缩	巴西	2002.12-2003.05	紧缩
	1979.06-1980.05	紧缩		2010.03-2011.08	紧缩
日本	1973.03-1974.03	紧缩	南非	1996.06-1997.03	紧缩
	1976.03-1976.12			2006.12-2007.12	紧缩
	1979.06-1980.09	紧缩		2015.03-2016.02	紧缩

资料来源：湘财证券研究所、Wind

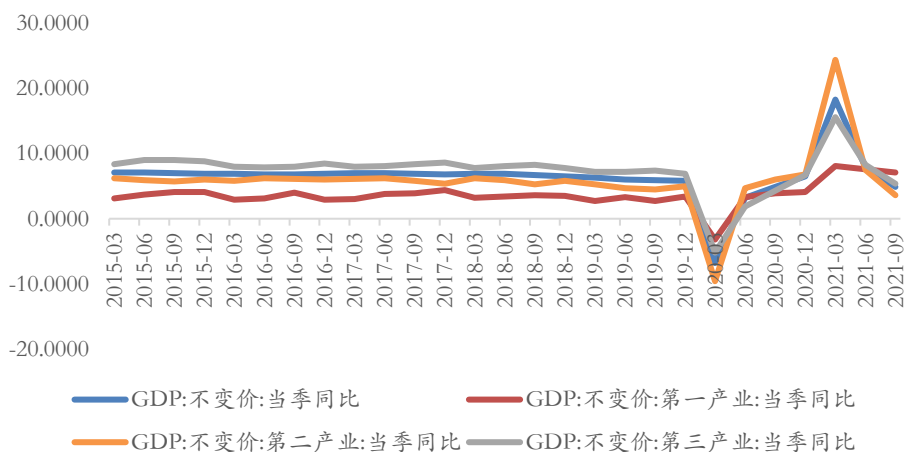
3 中国当前的滞胀判断及通胀预测

3.1 当前表现为“胀”向“滞”的传导

哲学上讲究“辩证统一”的思想，是指人们在认识事物的时候，既要看到事物相互区别的一面，又要看到事物相互联系的一面。同样在研究滞胀问题时，也不宜将滞和胀割裂来看，而更应该将其置于一个整体的框架内进行分析，既重区别，也重联系。

“滞”方面，今年上半年受低基数影响，经济数据表现较好，一季度GDP同比增速达到18.3%，但伴随基数效应逐渐褪去，国内宏观经济承压明显，二季度GDP降至7.9%，三季度GDP进一步滑坡至4.9%，其中第二产业和第三产业受挫尤其明显。造成经济下行的原因既有短期因素，也有长期因素，短期因素如疫情反复、局部汛情、拉闸限产等，长期因素如深化“双碳政策”、限制“两高一剩”、房地产“房住不炒”主基调不改、教培行业改革等。

图表8 中国GDP同比走势(%)



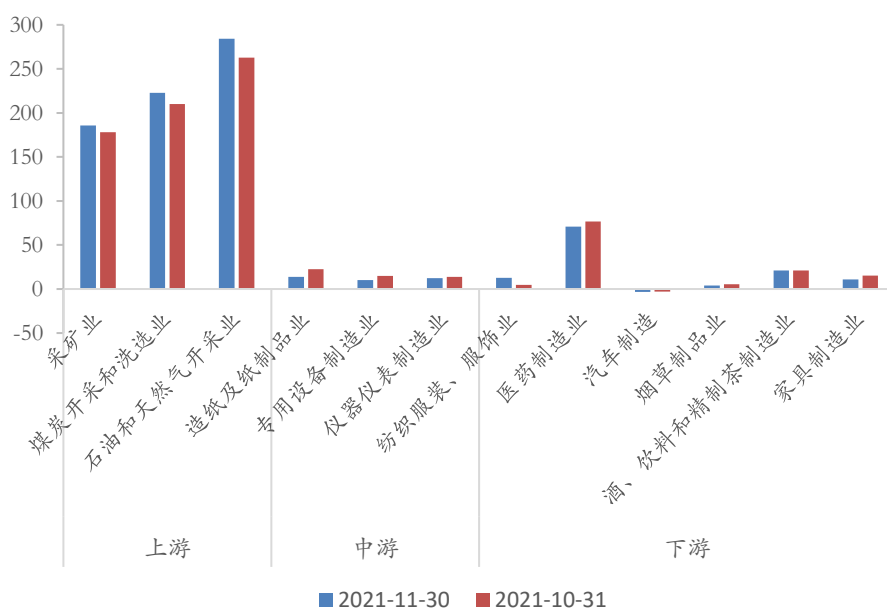
资料来源：湘财证券研究所、Wind

长短因素的共振使当前企业的生产成本抬升，利润承压。中下游企业以及中小型私企民企在这方面的压力尤其明显。同时，由于企业利润下降导致劳动者收入增长缓慢，消费端乏力。

具体来看，企业利润方面，1—11月份在41个工业大类行业中，33个行

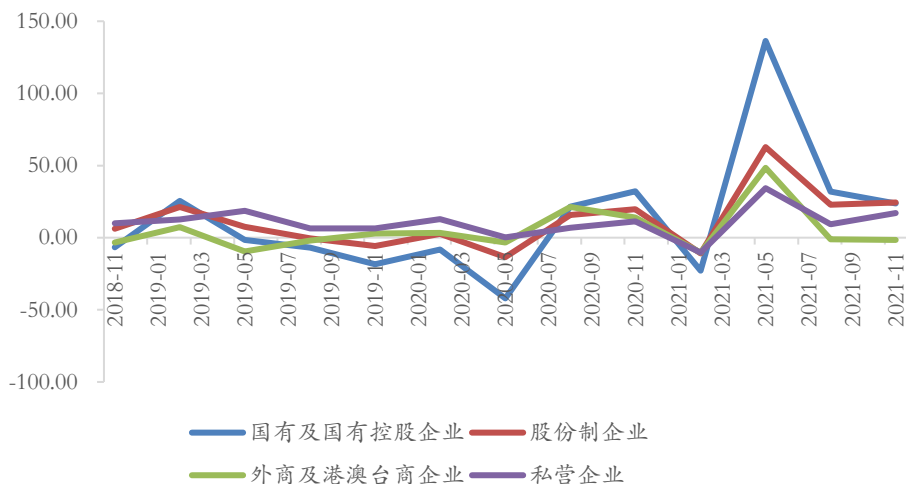
业利润总额同比增长，1 个行业减亏，7 个行业下降。但其中表现最亮眼的依然是上游行业，1—11 月采矿业利润总额同比增速 185.7%，制造业同比增速为 34.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比综述为-28.2%。此外，国有企业利润同比表现最优，前 11 月累计同比增长高达 65.8%，其次为股份制企业（44.0%）、私营企业（27.9%）和外商及港澳台商（24.3%）。从营业收入角度看，国有控股企业同比增速 22.3%，私营企业同比增速 19.8%，两者只差 2.5pct，而利润总额同比增速却相差 37.9pct。国企和私企营收及利润的巨大差异反映了私营企业成本费用高企的现实。面对宏观经济下滑的压力，中央一再强调要激发私企民企经济活动，帮助中小企业纾困生产经营的压力，因此我们预计未来财政对于私营企业的减税降费力度不会减弱，私营企业的利润有望得到进一步改善。

图表 9 分行业利润总额累计同比增速 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

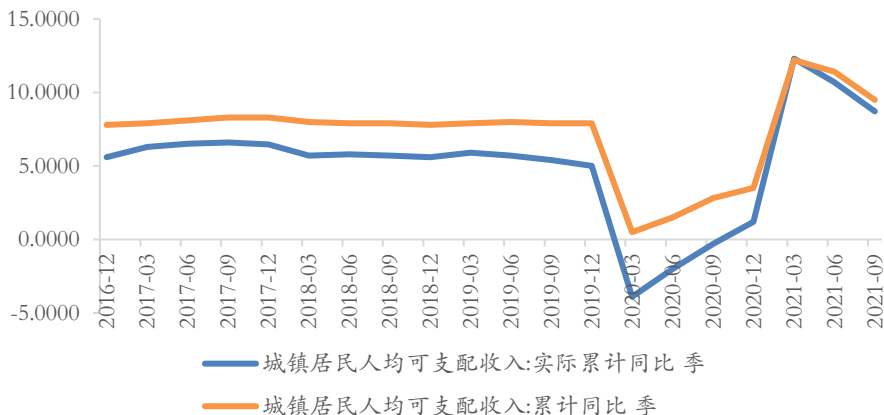
图表 10 不同类型企业利润总额当季同比 (%)



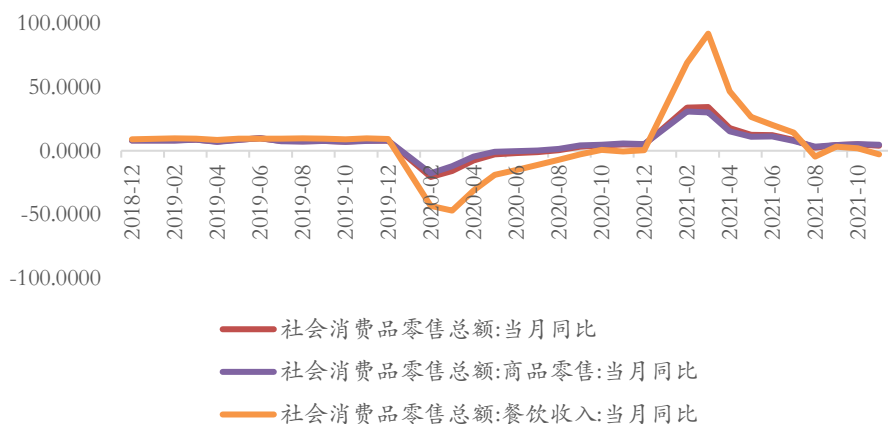
资料来源：湘财证券研究所、Wind

收入和消费方面，以城镇居民人均可支配收入口径衡量，今年以来累计同比增速逐季递减，从一季度 12.2% 降至三季度 9.5%，而剔除通胀后的实际增速也从一季度 12.3% 下滑至三季度 8.7%。反映到消费端表现也较为羸弱，剔除上半年基数的扰动因素，今年下半年来，消费也呈下降趋势，社会消费品零售总额当月同比由 6 月末 12.1% 下降至 11 月末 3.9%，而与居民消费更加贴近的商品零售和餐饮同样表现不佳，商品零售同比从 6 月末 11.2% 下降至 11 月末 4.8%，餐饮从 6 月末 20.2% 降至 11 月末 -2.7%。

图表 11 居民人均可支配收入下降 (%)



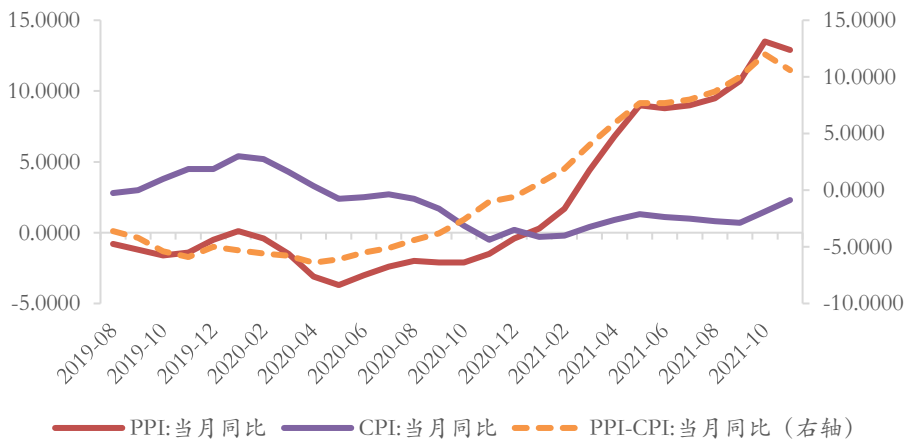
资料来源：湘财证券研究所、Wind

图表 12 消费端近期表现疲软 (%)


资料来源：湘财证券研究所、Wind

“胀”方面，今年 CPI 和 PPI 走势分化加剧，两者剪刀差创历史新高。虽然 11 月 CPI 有所回升，但绝对水平看仍在低位徘徊，环比增速较快主要是由 CPI 中食品项贡献，10 月鲜果蔬菜价格涨幅明显，11 月畜肉类价格涨幅明显。而猪肉整体仍受周期影响处于供大于求的情况。

11 月 PPI 同比增速录得 12.9%，较前值回落 0.6 个百分点；环比录得零增速，较前值回落 2.5 个百分点，也是自去年 10 月份以来的最低值。PPI 阶段高点基本得到确认。

图表 13 PPI-CPI 剪刀差自高点回落 (%)


资料来源：湘财证券研究所、Wind

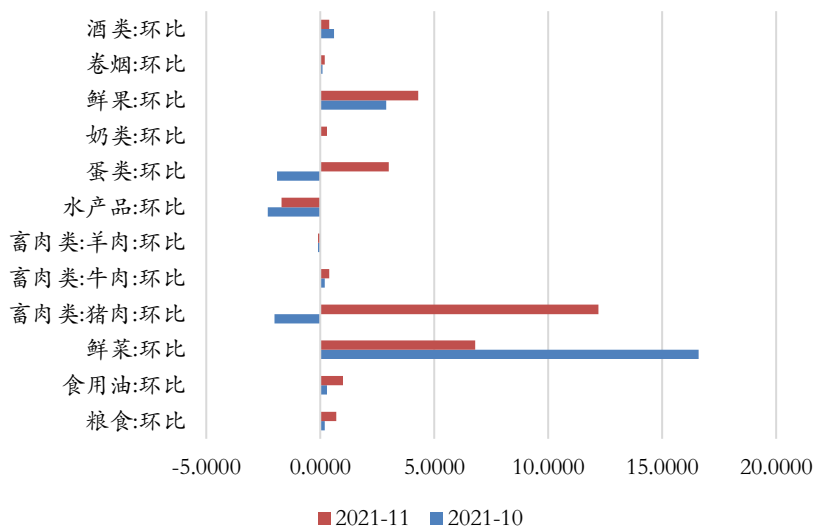
抬升生产成本的供给冲击会驱动通胀上升和经济增速下降，反应了本轮类滞胀的特征。通胀指标中，PPI体现的是上游原材料的价格，CPI体现的是终端销售的价格，CPI大幅落后于PPI意味着是中下游企业吸收了原材料成本的上升，上游对下游价格传导不畅，中下游企业成本压力难以转嫁，经营承压。所以当前经济环境更像是“胀”在向“滞”的方向传导，“胀”是因，“滞”是果。

3.2 当前呈结构性滞胀

从当前宏观经济环境看，确实存在一定的类滞胀特征，但我们更倾向于认为当前的滞胀是结构性的。我们的结论是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近期虽有上行压力，但仍处于较低水平，在4%以下长达20个月左右。鉴于目前生猪存栏量和出栏量仍处高位，而大众消费品对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。

图表 14 11 月 CPI 分项环比 (%)

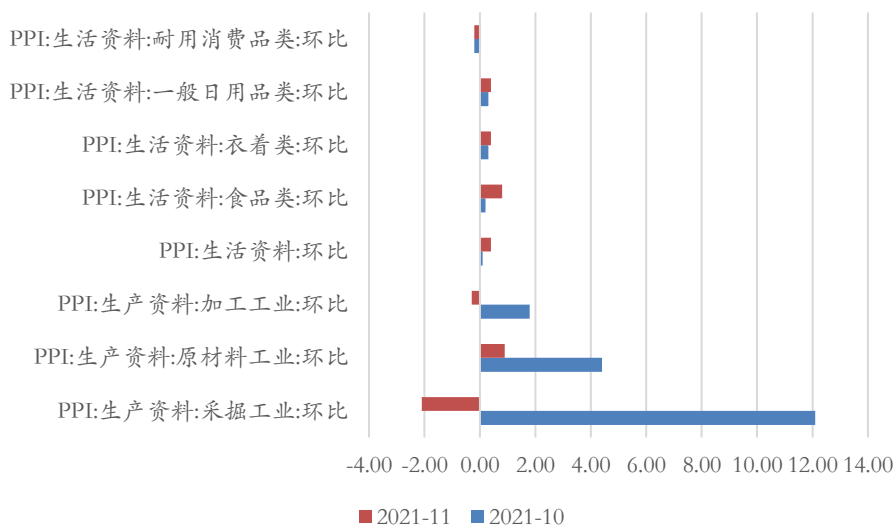


资料来源：湘财证券研究所、Wind

11 月 PPI 同比增速录得 12.9%，较前值回落 0.6 个百分点；环比录得零增

速，较前值回落 2.5 个百分点，也是自去年 10 月份以来的最低值。PPI 阶段高点基本得到确认。环比看，PPI 回落的主要贡献项为生产资料，环比增速由上月 3.3% 下降至本月 -0.1%，而生活资料环比增速上升 0.3 个百分点。生活资料价格下降的原因是采掘工业和原材料工业环比大幅下降，采掘工业由上月 12.1% 的增速下降至本月 -2.1% 的增速，原材料工业由上月 4.4% 的增速下降至本月 0.9% 的增速，预示着大宗商品的价格拐点可能已经出现。结合近期工业生产者购进价格和主要行业出厂价格看，黑色金属材料类、煤炭开采和洗选业、黑色金属采矿选业、有色金属冶炼和压延加工业等均有不同程度的下滑，而有色金属、其他工业原材料及半成品也基本结束了涨势。。

图表 15 PPI 分项环比增速统计 (%)



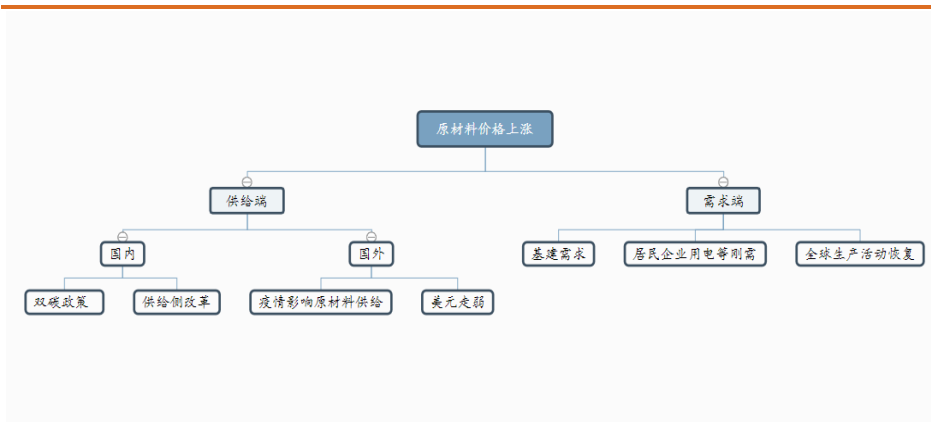
资料来源：湘财证券研究所、Wind

3.3 供需错位成 PPI 持续上涨主因

结构性滞胀表现为 PPI 的高位与 CPI 的低位徘徊形成鲜明对比。今年能源化工价格持续走高，并推动 PPI 突破两位数增长。原材料价格持续攀升可以由供需错位解释。供给侧，国内方面受双碳政策、供给侧改革影响，正经历主动去产能的过程，国外方面由于不少原材料供给集中在发展中国家，而这些国家疫情管控和疫苗普及相对落后，产能短时间难以跟上，同时美元与大宗商品价格走势负相关，美元自 2020 年 3 月起的下挫对于大宗商品涨价也有一定关联。需求侧，一是下半年地方专项债加速发行，基建投资带动大宗

商品需求量提高、二是发电等活动对煤炭等大宗商品的刚需较大，虽然部分省份和地区采取限产限电等措施，但季节性用电需求依然强劲、三是伴随疫情好转和疫苗普及率提高，全球复工复产加速展开，需求上升快于供给上升，最终导致原材料价格水涨船高。

图表 16 供需错位解释原材料价格持续上涨



资料来源：湘财证券研究所

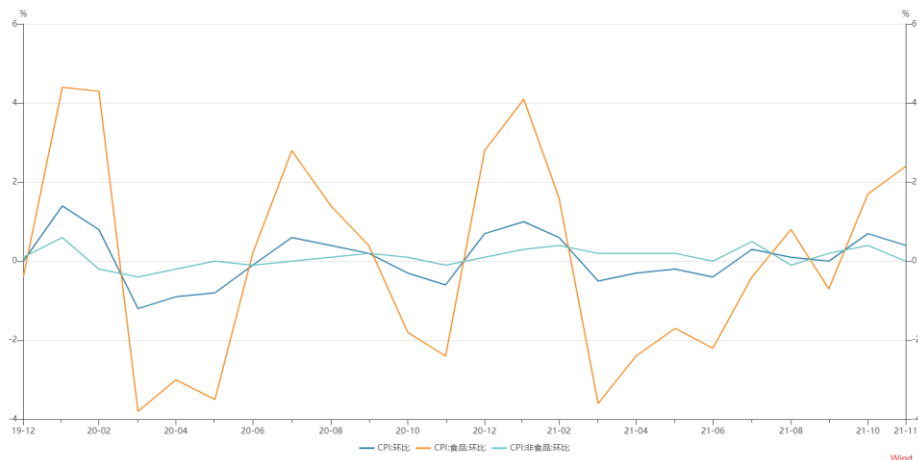
中国在全球产业链分工中，既是原材料的供给方，也是原材料的需求方，既是生产国，也是消费国。原材料的价格走势对于当前的“结构性滞胀”有举足轻重的影响。一方面从“滞”的角度看，原材料价格上涨会侵蚀企业利润，对需求弹性较低的制造业生产国形成明显掣肘，另一方面从“胀”的角度看，原材料价格可以通过国际贸易向外传导，并带动消费国整体物价上涨。

3.4 食品物价普涨，CPI 或面临抬升压力

11 月 CPI 同比增速录得 2.3%，较 10 月份上涨 0.8pct，较 9 月份上涨 1.6pct，CPI 近几个月上涨较快，从“0”时代回到“2”时代主要与食品项扰动有关，而剔除食品和能源项的核心 CPI 表现平稳，食品项当月环比较上月继续上涨 0.7pct 报收 2.4%，鲜菜价格明显回落，从 10 月 16.6% 的环比增速大幅下降 9.8pct 至 6.8%，主要原因也是全国各地加强了鲜果蔬菜的稳供保供措施，同时极端气候影响因素降低，导致“菜篮子”供给上升。与此形成鲜明反差的是猪肉价格环比大幅上涨，由 10 月份-2% 的环比增速上涨至 11 月份 12.2%，我们认为除了本轮猪周期供需变化的影响外，可能短期季节性

消费需求增长叠加猪肉供给偏紧的解释力度更强。

图表 17 CPI 环比增速较快主要由食品项贡献 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

近期大众消费品也迎来一波涨价潮，涵盖了乳业、啤酒、调味品、零食等。其中标志性的事件是 10 月 13 日海天味业宣布对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为 3%~7% 不等。大众消费品的涨价也在于成本的上行，成本压力包含了生产成本、物流成本、渠道成本、营销成本、包装成本等，其中贡献最大的是生产成本，以海天味业为例，自 2020 年以来，大豆、豆粕、包材等原材料价格持续走高，较年初价格分别增长 34.32%、30.69% 与 64.66%，导致其主要原材料价格处于近五年的高位水平，海天味业也在半年报中表示：在成本端，今年以来上游材料价格持续上升，企业生产成本面临较大经营压力，行业利润受到挤压。我们可以看到大众消费品的涨价逻辑也在于上游原材料的涨价，只不过大众消费品由于相对刚需，所以它可以将部分的成本压力转嫁到下游消费端，通过涨价的形式让消费者共担成本。

3.5 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，例

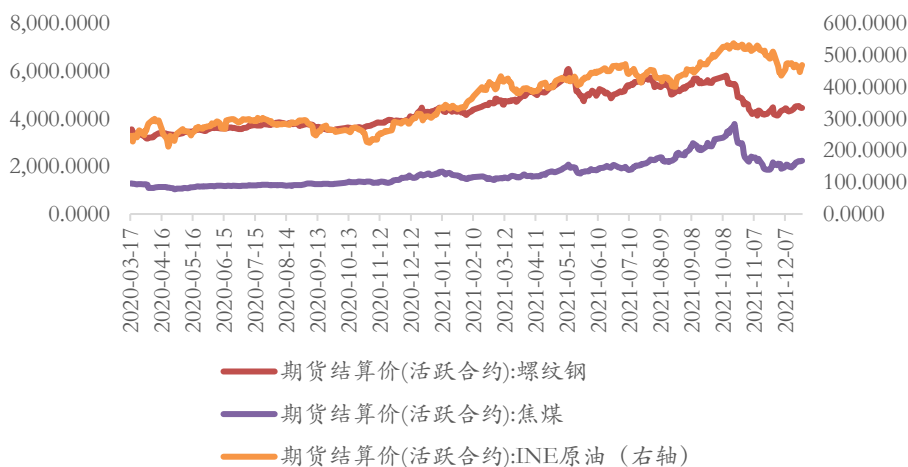
如上文提及的以调味品为代表的大众消费品，若弹性较大，则传导会相对受阻，一般多见于中小型制造企业。

近期通胀的“罪魁祸首”来自于原材料价格的不断上涨，其主要矛盾在于供不应求。那么我们是否对原材料导致的通胀问题束手无策了呢？根据传统经济学框架，如果一个国家想要治理通胀问题，就必然面临“牺牲率”的问题，必然要忍受高失业和低产量的过程，这种代价的程度取决于菲利普斯曲线的斜率以及通胀膨胀预期基于新的货币政策做出调整的速度。但由于本轮通胀压力更多来自外部输入型的压力，所以想要通过货币政策缓解通胀压力可能收效甚微，一则货币政策对供需结构的调整无法立竿见影，二则 CPI、PPI 走势的背离也预示着本轮通胀并非全面意义上的普涨，而是在生产领域和民生领域出现了分化。

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，大部分商品的价格都有所回落，螺纹钢从 10 月末 5372 元/吨降至 12 月 23 日 4450 元/吨、焦煤从 10 月末 2379 元/吨降至 12 月 23 日 2237 元/吨、INE 原油从 10 月末 519 元/桶降至 12 月 23 日 469 元/桶等。此外，11 月六大工业金属（铜、铝、锌、铅、镍、锡）的现货价格 14 年来首次出现同时高于期货价格的情况，这反映市场对大宗商品期货价格上涨的持续性并不看好，大部分生产资料的价格已经见顶回落，PPI 拐点初步确认。此外，若奥密克戎病毒呈现“流感化”的轻病毒症状，则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。

图表 18 大宗商品价格近期高点回落（元/吨，元/桶）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

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，猪价的周期拐点也可能提前到来。

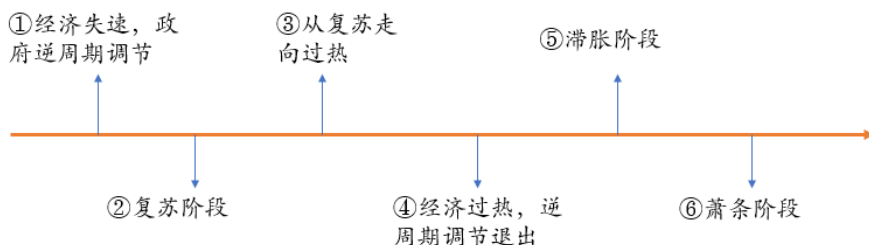
4 普林格周期模型与大类资产实证表现

4.1 普林格周期模型

普林格周期模型是美林时钟模型的改良版。传统的美林时钟模型将经济周期划分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段，并且认为在滞胀阶段现金类资产表现较好。但是随着资本市场的变迁与发展，美林时钟的适用性已大大降低，一则因为其忽略了政策的逆周期调节作用，二则其对于权益市场的划分过于粗糙，如新能源、新材料等领域并未纳入传统框架。相比之下，加入了信贷周期的普林格模型考虑了政府的调控功能，例如在经济不景气的时候，政府会倾向信贷扩张促进经济增长，而信贷扩张又容易增加不良贷款，给金融机构造成损失，金融机构因此会降速甚至停止贷款发放，最终使经济降温。可以看到引入了信贷这一先行指标更符合实际的经济运行规律，可以更准确的划分经济周期，解释力度也更强。

普林格模型将经济周期分为六个阶段：①经济失速，政府逆周期调节；②复苏阶段；③从复苏走向过热；④经济过热，逆周期调节退出；⑤滞胀阶段；⑥萧条阶段。

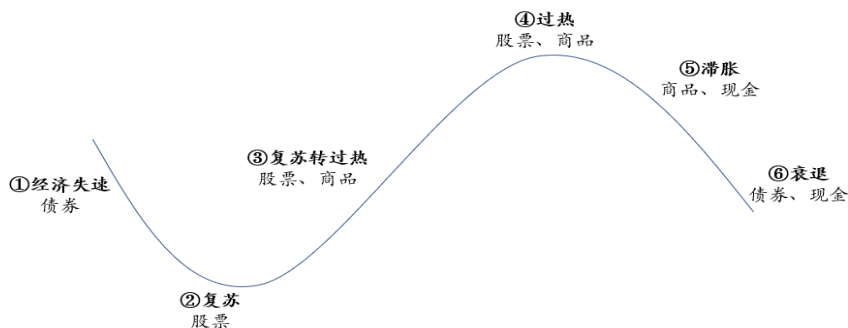
图表 19 普林格周期模型



资料来源：湘财证券研究所

根据普林格周期模型，不同大类资产在不同阶段的收益率表现各异。理论上，在经济失速阶段，债券由于固定收益的特性表现最佳；在复苏阶段，股票作为经济“晴雨表”率先开启行情；复苏转向过热阶段以及过热阶段，股票和商品表现相对突出；滞胀阶段，商品和现金类资产收益率相对较高；萧条阶段，持有债券或现金是较为明智的选择。

图表 20 不同阶段最优大类资产



资料来源：湘财证券研究所

4.2 中国类滞胀时期大类资产的实证表现

中国类滞胀发生在 2007 年 6 月末至 2008 年 6 月末和 2010 年 12 月末至 2011 年 9 月末期间，我们对股票、债券、商品、现金这四种大类资产在此期间的收益表现进行回溯。我们选取合适的指数来跟踪四大类资产的收益水平：

- (1) 股票：沪深 300 指数；
- (2) 债券：中债-综合全价指数；
- (3) 商品：南华综合指数；
- (4) 现金：货币市场基金指数；

通过研究发现，第一段类滞胀期内，各类资产收益率情况：商品>现金>债券>股票；第二段类滞胀期内，现金>债券>商品>股票。

图表 21 中国类滞胀时期大类资产表现

类滞胀期	股票指数	债券指数	商品指数	现金指数
2007/6/30	3,764.08	103.46	1,226.72	1,074.36
2008/6/30	2,791.82	104.22	1,473.95	1,114.41
年收益率 (%)	-25.83	0.74	20.15	3.73
2009/12/31	3,575.68	109.21	1,422.20	1,153.02
2011/9/30	2,581.35	108.01	1,362.93	1,199.82
年收益率 (%)	-35.24	-1.45	-5.52	5.45

资料来源：湘财证券研究所、Wind

中国类滞胀期内大类资产表现符合普林格周期模型的理论结果，即滞胀期内商品和现金的收益率表现相对最优。虽然普林格模型已经具有较大的改良，更加贴合实际，但任何一种模型都有其局限性，在指导实践的过程中不可僵化迷信模型，投资者更应该审时度势，根据市场的变化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。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。