

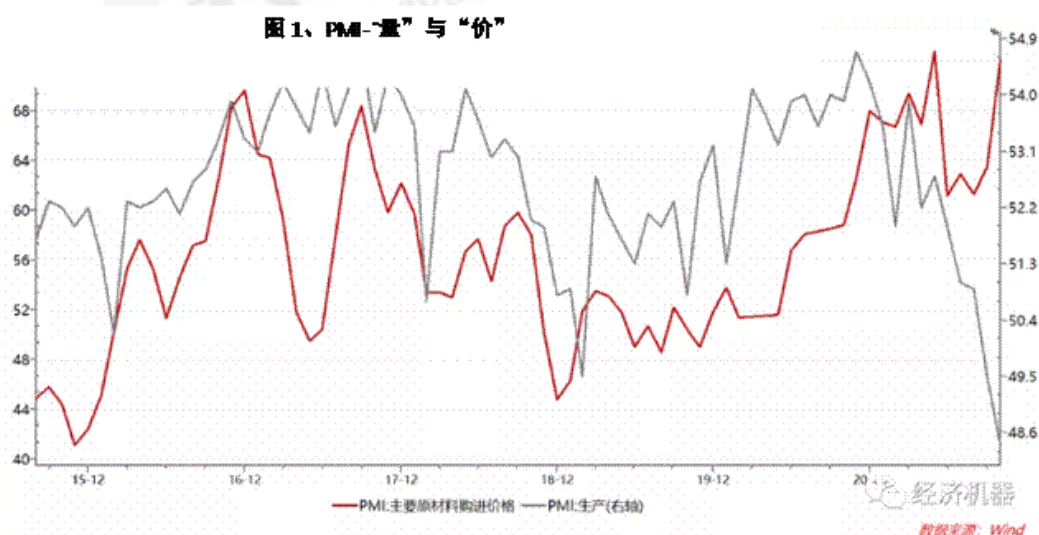


2022 年胜负手：滞胀概率有多高



【财新网】(专栏作家 李宗光) 11 月 10 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。

月初公布的官方 PMI 显示, 11 月制造业 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。



“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。

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，

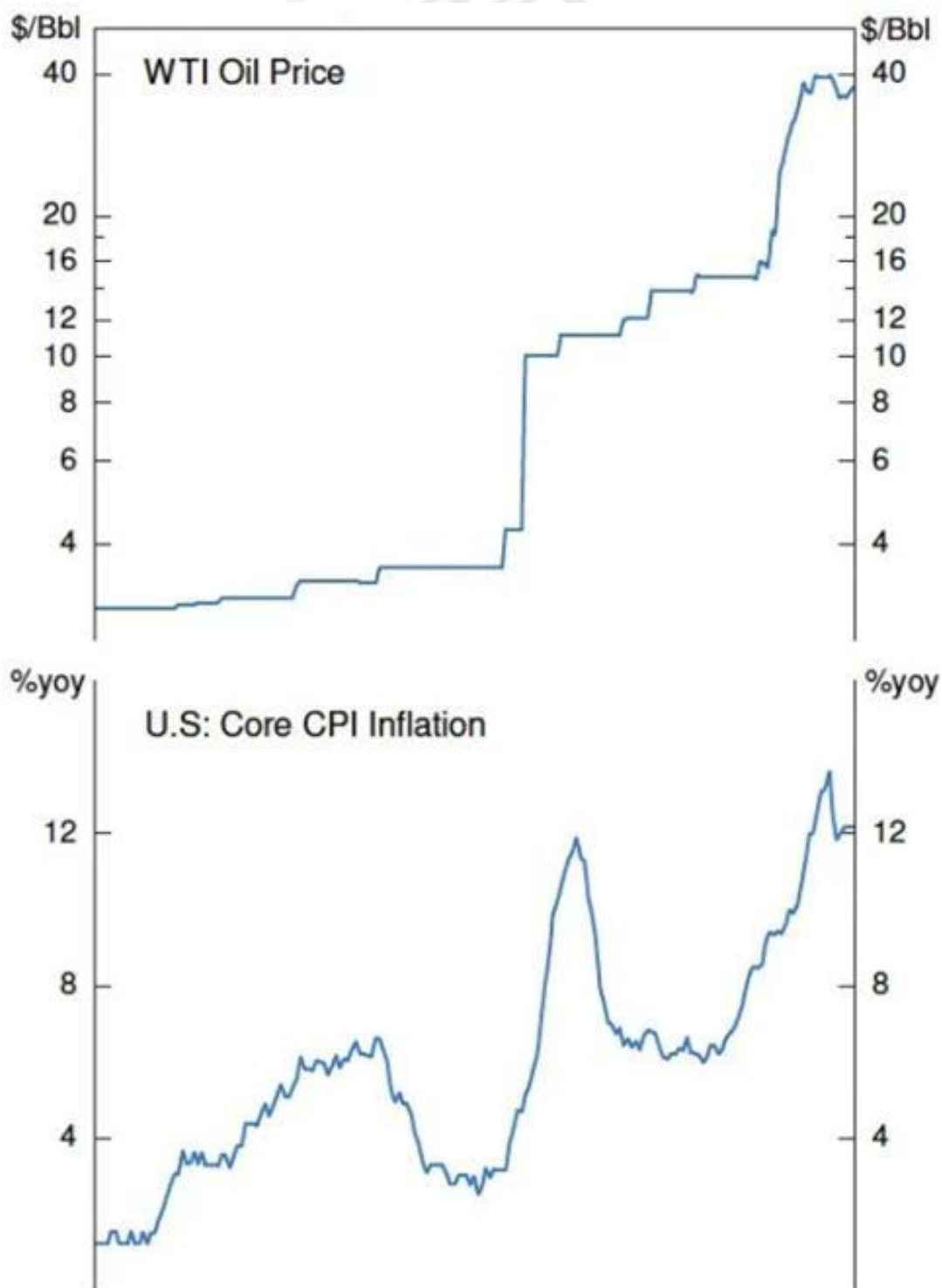
2) 物价上涨，会以价格信号的形式，推动供应和产出增加，从而实现经济复苏和增长。

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。



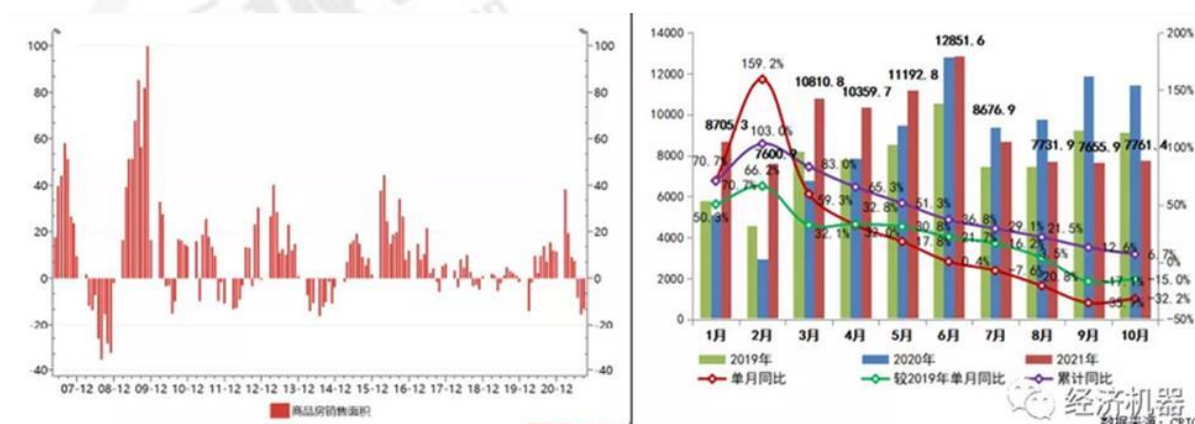
“滞”：周期下行压力较大，稳增长难度上升

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，助推中国

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，中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。



2) 全国各线城市房价出现同步回落，土地市场遇冷，种种迹象表明，房地产市场或将进入一个下行周期。2015 年-2016 年，房地产市场处于同步上涨阶段，一线涨幅领先于二线，二线领先于三四线。2017-2020 年间，各线城市之间出现分化。2021 年下半年以来，多因素冲击下，一二三四线房价同步出现回落；同时土地市场急速转凉，土地溢价率接近于 0，各地流拍现象不断上升，种种迹象表明，房地产市场在快速转凉，有可能进入一个较长阶段的同步下行周期。

图 6、70 大中城市二手房价格：当月同比

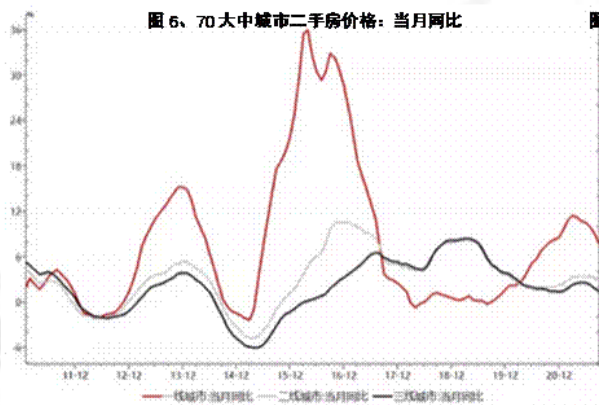
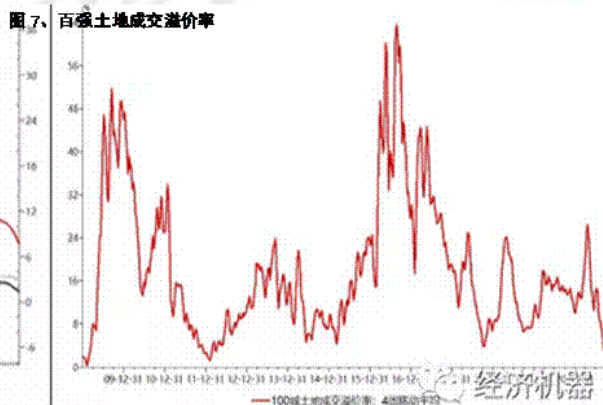


图 7、百强土地成交溢价率



房地产政策急转弯的可能性不大，效果也将存疑。一方面，以恒大为首的多家中大型民营开发商处于濒死边缘，风险偏好大幅降低，土地市场遇冷中短期内很难逆转；另一方面，房产税和地产商破产风险下，很多购房者预期发生重大变化，选择持币观望，需求出现结构性下降。最重要的是，“房住不炒”高压线下，房地产市场大宽松的空间基本被锁死。在此情况下，房地产方面的信贷放松，至多是对过去一段时间极端紧缩的一种“纠偏”，远谈不上政策转向，房地产市场入冬的趋势几乎很难逆转。

疫情冲击和能耗控制下，消费和投资复苏乏力，是经济周期下行的另一隐忧。疫情过后，消费接力复苏，曾一度被寄予厚望。但在疫情反复下，消费遭受“二次打击”，反弹中止（图 8）。很多线下消费，今年疫情的反

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_29644

