

如何看待当前的类滞胀

宏观专题报告

2021年5月24日

报告摘要：

● 4月经济数据呈现一定的类滞胀特征

4月PPI同比增速为6.8%，大幅超预期；4月CPI同比增速为0.9%，延续上行趋势；4月官方制造业PMI指数为51.1%，非制造业PMI指数为54.9%，均较3月出现边际回落；一季度GDP同比增速为18.3%，两年平均增长5%，不及市场预期。反映了当前经济增速与通胀水平之间出现了一定程度的类滞胀特征。

● 经济动能仍在，短期内不存在“滞”

向后展望，我们预计后续专项债发行速度有望加快，这将对基建投资的资金端形成有力支撑；同时服务业的修复仍将延续。另外一方面，我们认为美国经济基本面的快速修复将提振我国出口。综合来看，短期内经济基本面复苏动能将继续延续，不需过多担心“滞”。

● 需警惕PPI向核心CPI的传导，供需缺口或继续扩大

4月CPI环比降0.3%，降幅边际收窄；核心CPI同比增0.7%，增幅扩大。受原材料价格上涨影响，4月工业消费品价格均有上涨，后续需警惕上游价格涨势对下游的传导力度。另外一方面，我们认为海外疫情恢复不平衡和碳中和政策将分别从国外、国内两个维度影响供需缺口，未来供需缺口或进一步扩大，同时供需缺口的扩大也会导致全球上游大宗商品价格的进一步上涨，对我国形成一定的输入性通胀压力。

● 未来政策走势的核心在于大宗商品价格的持续上涨是否会向核心CPI传导

当前央行关注的核心指标是CPI，对于通胀上行的态度相对温和。我们认为短期内货币政策会维持现状，不会出现明显的宽松和收紧；如果出现PPI向CPI/核心CPI的传导并引发全面通胀，届时货币政策将会明显收紧。

● 风险提示：

通货膨胀超预期；全球疫情不确定性上行等。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：(8610) 85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：陈柏卓

执业证号：S0100120110012

电话：010-85127665

邮箱：chenbaizhuo@mszq.com

相关研究

目录

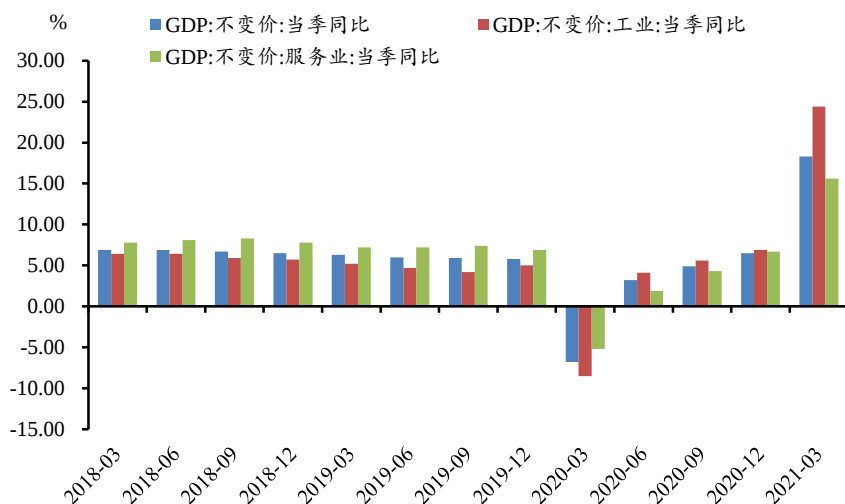
1 4月经济数据呈现一定的类滞胀特征.....	3
2 “滞胀”的历史场景回顾	5
2.1 70年代美国“滞胀”	5
2.2 国内“滞胀”	7
3 经济动能仍在，短期内不存在“滞”	8
4 “胀”的风险仍需警惕	10
4.1 警惕PPI向核心CPI的传导	10
4.2 供需缺口或继续扩大	12
5 未来政策展望	13
6 小结	14
风险提示:	14
插图目录	15

1 4 月经济数据呈现一定的类滞胀特征

4 月公布的经济数据显示 PPI 同比大超预期，CPI 同比延续上涨，同时 PMI 却较 3 月边际回落，叠加之前公布的不及预期的一季度 GDP 增速，充分反映了当前经济增速与通胀水平之间出现了一定程度的类滞胀特征。

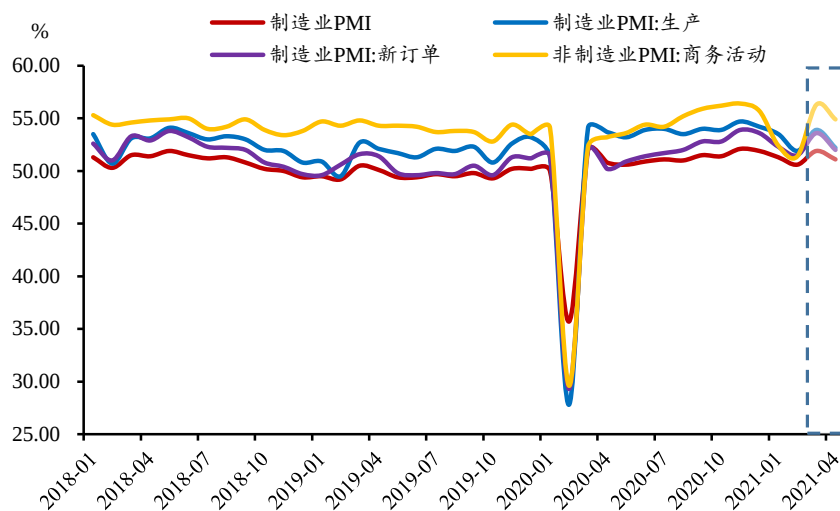
具体来看，一季度 GDP 同比增速为 18.3%，较 2020 年 4 季度环比增长 0.6%，两年平均增长 5%，不及市场预期，增速低于预期的背后主要源于工业和服务业的严重分化。一季度工业 GDP 同比增长 24.5%，环比增长 2.01%；两年平均增长 6.8%，远远超出疫情前同期水平。受到就地过年的影响，服务业 GDP 两年平均增速为 4.7%，较 2020 年 4 季度出现大幅回落。4 月公布的数据显示：4 月官方制造业 PMI 指数为 51.1%，非制造业 PMI 指数为 54.9%，均较 3 月出现边际回落。与其形成鲜明对比的是 4 月的通胀数据：4 月 PPI 同比增速为 6.8%，大幅超预期的同时亦创下自 2017 年 10 月以来的新高。4 月 CPI 同比增速为 0.9%，延续上行趋势，环比降 0.3%，环比降幅边际收窄。此外，核心 CPI 同比增 0.7%，增幅扩大，自 2 月以来连续三个月保持上升趋势。

图 1：一季度 GDP 增速不及预期



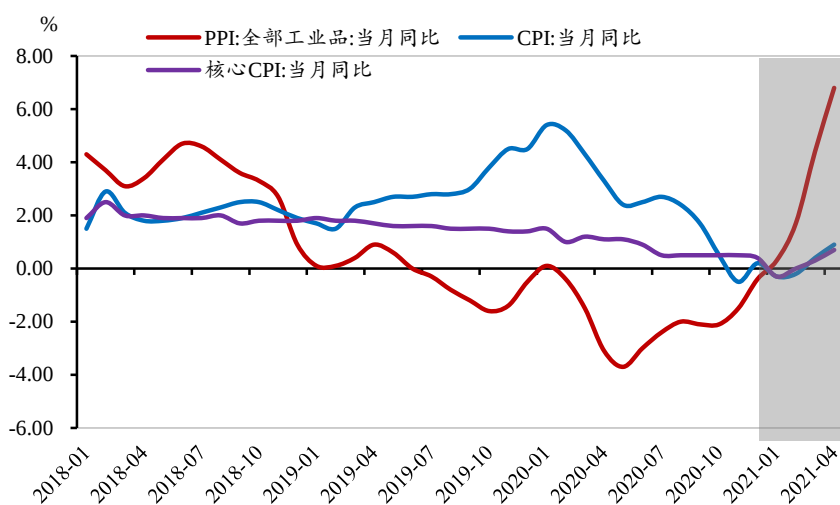
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：4 月 PMI 边际回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：4 月 PPI 同比大超预期，CPI 同比延续上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

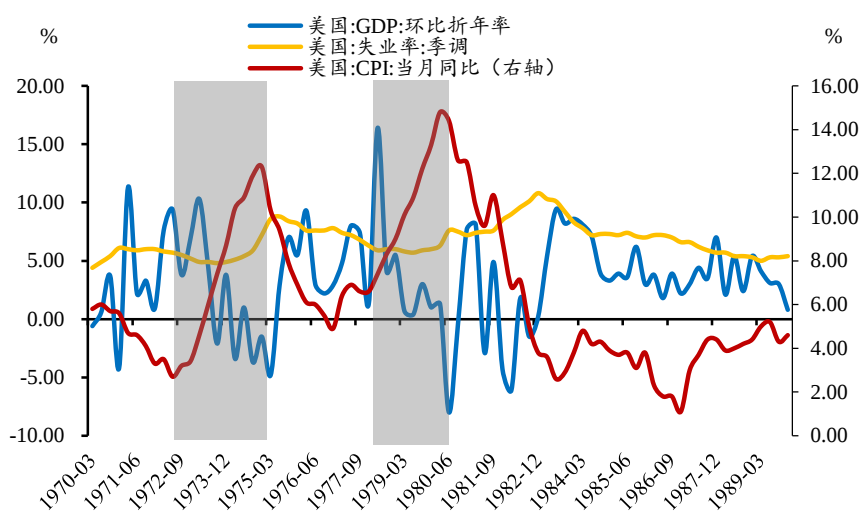
4 月经济数据公布后，伴随着 PPI 涨幅大超预期，叠加不及预期的一季度 GDP 增速，部分投资者开始担心类滞胀的出现和后续风险。我们认为，短期来看类滞胀的“滞”并不存在，然而长期来看，还需密切关注 PPI 是否向核心 CPI 全面传导：长期需警惕“胀”对经济带来的影响。

2 “滞胀”的历史场景回顾

2.1 70 年代美国“滞胀”

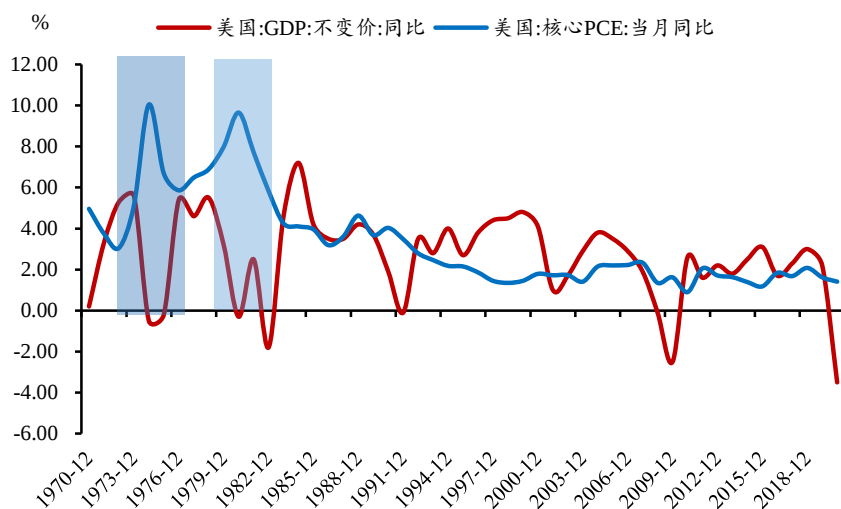
回顾历史，最“经典”的滞胀出现在 20 世纪 70 年代的美国。彼时的美国科技发展正在低潮，出口贸易份额更是连续下降，受到外部石油危机的冲击后出现了经济增长停滞叠加通胀水平快速走高的现象。实体经济缺乏增长点成为滞胀出现的根本原因，而扩张性的财政政策和过度宽松的货币政策源于政府希望进一步将失业率控制在自然失业率之下，但是超预期的货币供应和财政支出不但没有刺激经济增长，反而成了“火上浇油”，美元的持续贬值和粮食紧缺进一步推升了通货膨胀的上行。此外分别发生在 1973 年和 1978 年的两次石油危机对美国形成了输入性通胀，美国进口原油价格分别较危机前上涨了 3.1 倍和 1.5 倍，进而加剧了美国经济停滞与通胀上行的局面。滞胀对美国经济造成了极为负面的影响，大量企业倒闭，工人失业，美国股市更是在期间经历了 6 轮调整。在经过里根政府的结构性财政政策和紧缩性货币政策调整后，美国才终于在 1983 年迎来经济增长高峰。

图 4：70 年代美国经典的“滞胀”



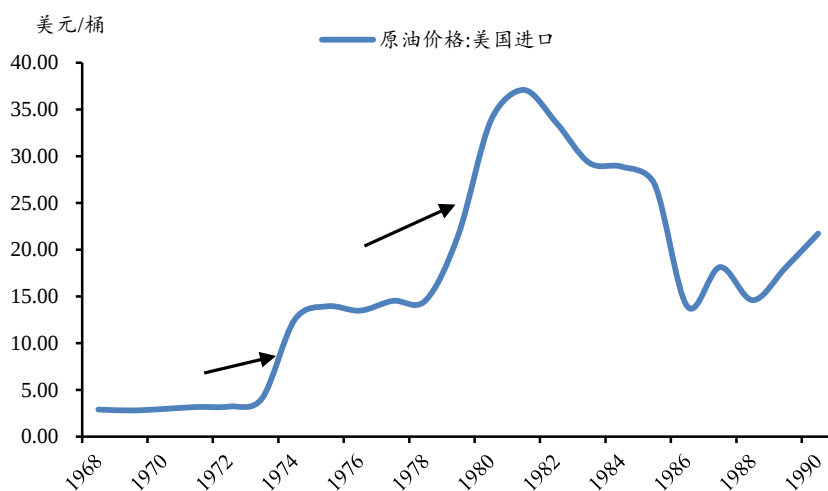
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：“滞胀”时期：美国 GDP VS 核心 PCE



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：70 年代美国遭遇石油危机



资料来源：Wind，民生证券研究院

综上所述，过度宽松的宏观政策叠加输入性通胀的冲击，共同导致了 70 年代美国滞胀的局面。

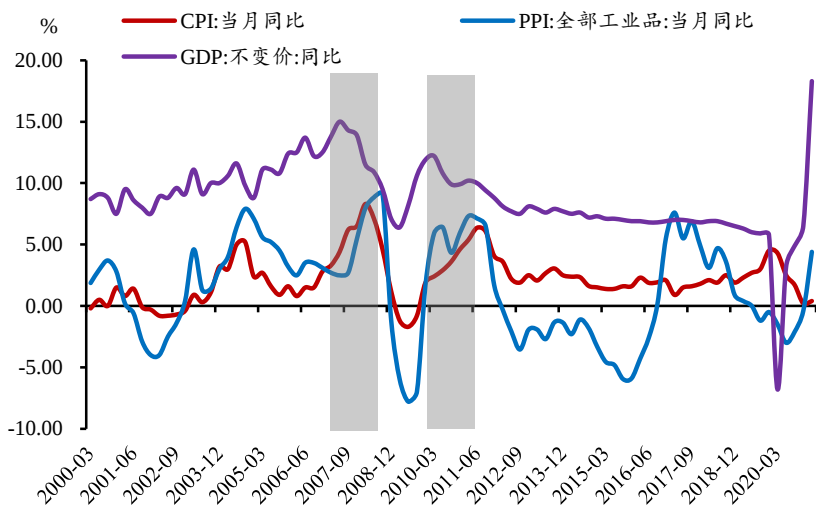
2.2 国内“滞胀”

接下来将视线转回国内，我们发现 21 世纪以来我国出现过两次较为明显的滞胀：分别在 2007-2008 年和 2010-2011 年。我们将分别对两次滞胀进行回顾。

2007 年 7 月至 2008 年 8 月，受到全球大宗商品牛市的影响，我国面临严峻的输入性通胀压力。PPI 同比从低点 2.5% 连续大幅上涨至 9.1% 的高点，同时，CPI 于 2006 年 3 月创下低点 0.8% 后持续回升，最高于 2008 年 4 月触及 8.5%。与之形成对比的同时期 GDP 增速则进入下行通道，2007 年三季度实际 GDP 同比增速从前一季度的 15% 回落至 14.3%，此后继续下行，一度降至 2008 年二季度末的 10.9%。彼时通胀和增长形成显著的背离。

受到货币供应高增以及猪油共振的驱动。PPI 同比增速显著抬升，从 2010 年一季度末的 5.9% 抬升至 2011 年二季度末的 7.1%；CPI 从相对低点 2.9% 持续回升，最高触及 6.4%。然而实际 GDP 同比增速却从 2010 年二季度末的 10.8% 回落至 2011 年二季度末的 10.0%。再次出现增长和通胀的背离。

图 7：我国出现过两次较明显的滞胀

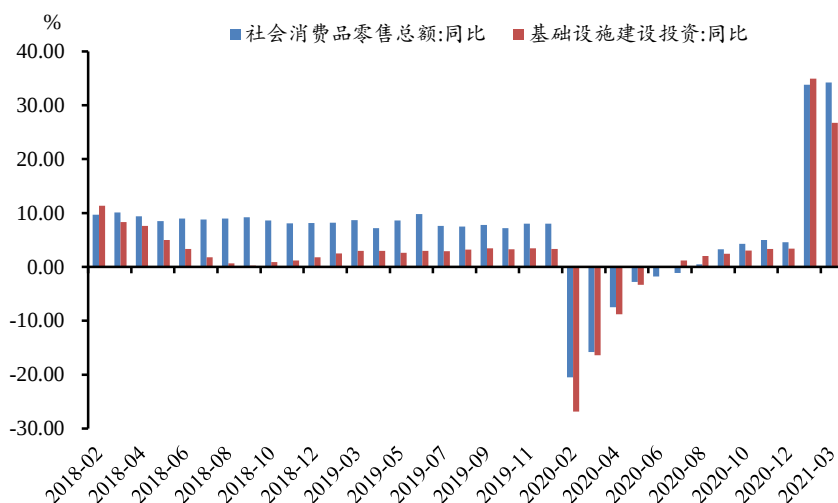


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 经济动能仍在，短期内不存在“滞”

向后展望，我们认为短期内经济基本面复苏动能将继续延续，不需过多担心“滞”。首先3月份的基建投资同比和社会消费品零售同比均出现大幅攀升，其中社零同比增速达34.2%，基建同比增26.8%，均充分显示了经济基本面正在强劲复苏。我们曾在报告《5月流动性观察与展望》中阐述：2021年地方专项债额度基本持平于2020年，同时今年前四月地方政府债券发行节奏较历史同期有所放慢。因此我们预计后续专项债发行速度有望加快，这将对基建投资的资金端形成有力支撑，因此我们预计后续基建投资增速有望维持高位。

图8：3月社零同比与基建同比均大幅攀升



资料来源：Wind，民生证券研究院

消费角度来看，受益于居民收入的大幅增加叠加疫情防控的逐渐放宽，居民出行大幅增加，消费服务业显著反弹。根据国家统计局数据，受到节假日因素影响，4月以来飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格分别上涨21.6%、5.3%、4.3%和3.9%；此外受到疫情防控形势的好转，4月份文化娱乐服务和教育服务价格同比分别上涨2.2%和2.0%。我们认为随着教育服务、机票价格的快涨，后续服务业的修复或仍将延续。

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_19750

