

# 滞胀无虞 未来隐忧

——关于当前国内宏观经济走势的分析

## 远洋资本研究部

近日，由于我国宏观经济走势平稳向弱，价格的上涨与内需增长的乏力，叠加资本市场股债低迷、大宗商品上涨，从而引发市场关于“滞胀”的讨论，引起各方高度关注。

**远小资团队通过分析认为，当前无论是从关键数据对比，还是经济整体表现来看，当前我国宏观经济环境都与美国20世纪70年代的滞胀有很大差异，我国经济未进入滞胀期，且短期内出现严重滞胀的可能性不大。但我国目前经济金融形势运行的主要逻辑仍是周期顶部和产能新周期的底部，未来仍需要重点关注国内经济增速下行和通胀上的滞胀预期抬头两大趋势。**

下面，远小资将带您一同回溯我们的分析路径。

### 一、“滞胀”之论源于基本面“隐忧”

“滞胀”一词，其实是停滞性通货膨胀的简称。其特指在经济停滞的情况下，失业率和通货膨胀率同时持续高胀的经济现象，是国家生产力和生产关系、对内对外经济干预政策处于交替调整时期的综合产物。

图一近期“滞胀”词条百度搜索指数



资料来源：百度

美国曾在20世纪70年代经历过一次长达十年的滞胀期：20世纪60年底，因国内需求消失，制造业竞争力下降，经济无法恢复至之前高速增长的模式，美国采取扩张性的财政和货币政策推动，刺激社会总需求过度扩张。这种做法虽在短期内促进了经济的增长，但却限制了经济周期的自我调整。

当下引发经济滞胀“忧虑”的基本面有二：

#### 一是经济正处于下滑态势，近期价格上涨和内需乏力并存

从近期的经济数据来看，7、8月CPI同比增速均高于2%，且不是惯常的季节性增高。PPI生活资料价格增速连续4月上漲，且处于历史较高区间。此外，社会消费品零售总额增速震荡走低，且下滑态势明显。价格的上涨叠加需求的疲软，引发关于滞胀的担忧。

#### 二是股债低迷，大宗商品上涨反映滞胀预期

根据“美林投资时钟”理论，在经济下行、通胀上行阶段，通常会出现股债下行，商品价格上涨。今年初以来，股票市场持续走低；下半年开始，债券市场急转直下，近两个月维持低位波动；大宗商品价格7月以来持续走高后保持高位震荡，资产的种种表现导致了市场关于滞胀的预期。

## 二、基于“绝对指标”和“经济表现”的分析判断

判断一国经济是否进入滞胀期，仅仅从上述两个基本面进行分析，显然过于武断。参考美国上世纪七八十年代爆发的滞胀，远洋资本研究发展部从绝对指标和相对表现两个方面入手，结合中国经济发展实际情况对比，来具体分析中国是否可能进入滞胀期。

### 1、绝对指标分析

#### 绝对指标 1：通货膨胀率

经济学界认为，对于发达国家而言，4%以上的通货膨胀率即可视为高通货膨胀。因此行业普遍认为，“胀”的绝对指标就是4%以上的通货膨胀率。

#### 绝对指标 2：经济增长率&失业率

学术界在“滞”的指标上存在较为分歧：一般认为经济增长率在零值以下为衰退增长，0-2%为停滞状态，2%-4%为低速增长，4%-6%为中速增长，6%以上为高速增长。经济停滞是经济零(负)增长还是经济低增长尚无统一论。美国经济学家通常把2.5%经济增长率和6%失业率做为经济停滞的临界点。

以CPI指标和GDP增速来看，8月份我国居民消费价格CPI同比上涨2.3%，远未达到4%的国际通胀水平，GDP过去12个季度均稳定在6.7%-6.9%的中高速增长区间。此外，无论是从城镇登记失业率还是调查失业率，我国失业率都未超过5%。因此从绝对数值来看，我国目前尚未进入经济滞胀时期。

**因此，从绝对数值来看，我国尚未进入经济滞胀期。**

### 2、经济表现分析

**(1) 价格上涨主要受短期冲击扰动：**近期CPI增速上涨主要受食品价格跃升以及娱乐教育文化、房租的拉动。从历史数据来看，娱乐教育文化和房租的增长呈现出季节性特征，主要受暑假、就业等季节性因素影响。而食品价格的非季节性跃升也是短期因素扰动所致，受洪涝和全球性猪瘟疫病情的影响，鲜菜、鲜果、猪肉价格涨幅明显，进一步推升物价，随着灾情的控制和恢复，食品类价格增幅会逐渐平稳。

**(2) 增长动能趋弱但仍处于合理区间：**现阶段经济动能不足主要表现为内需增速下降、基建投资乏力外加贸易战、美元加息等外部因素影响。随着供给侧改革与结构性去杠杆的深入，经济结构将会进一步优化；私人、企业税赋的减轻将激发消费动力，内需不振的现象有望改善。近期财政部关于地方专项债发行的政策将助力四季度的基建投资，从而带动投资端的回升。外需出口和国际金融环境的变化将是我国长期面对和解决的问题，也需要长效性、前瞻性的应对策略，并不会对短期经济造成过大的冲击。综合来看，我国经济仍将在合理区间内增长运行。

**综合分析，远小资认为，当前我国经济并未进入滞胀期，且短期内出现严重滞胀的可能性不大**

## 三、虽无近忧 仍存远虑

尽管当前“未进入滞胀期”，但远小资并不认为就可以高枕无忧，原因有二：一、当前，我国宏观经济走势平稳向弱、经济下行压力依然存在，价格的上涨与内需增长的乏力，加之资本市场股债低迷、大宗商品上涨，这些都是客观存在的困难和挑战；二、我国目前经济金融形势运行的主要逻辑仍是金融周期的顶部和产能新周期的底部，而根据欧美国家经济运行经验，经济滞胀往往伴随着金融周期顶峰出现，因此国内经济增速下行和通胀上行的滞胀预期抬头，未来经济滞胀的可能性仍需高度关注。

### 1、经济仍存在下行压力。

统计显示，截至8月份，经济数据总体表现为稳中向弱，工业生产端仍处于低位，受到中

美贸易战和环保限产的影响，预计工业生产将持续低迷。而固定资产投资持续下滑，继续低于市场预期，仍然主要受基建投资持续回落的影响。8月新增社融总量为1.52万亿元，同比少增376亿元，表外继续大幅萎缩。

另据统计，8月社融存量同比增速为10.1%，较7月的10.3%继续回落。社融存量同比增速在近12个月内，仅有1次持平与1次小幅反弹，其余10个月均为下滑。从数据来看，存量社会融资规模与GDP高度相关高度相关，属于领先GDP约1-2个季度的经济指标，对GDP有滞后性影响，因此社融存量规模的下滑预示国内济在短期内仍面临较大的下行压力。

## 2、通胀预期助推实际通胀

通胀心理预期是影响通货膨胀的主要非经济因素。其能够通过改变消费者和投资者的市场行为，改变市场的供求关系。

一旦市场形成强烈的通胀预期，投资者的通胀预期推动投资扩大从而推高资产价格和生产成本，影响服务和消费的价格，而消费者的通胀预期则会拉动消费需求，引起物价上涨，从而形成螺旋式上升的通胀循环。

根据6月15日发布的《2018年第二季度城镇储户问卷调查报告》，我国城镇居民对未来物价上涨的预期回升，对第二季度物价预期指数比第一季度上升1.4%，预期指数为61%，其中27.7%的问卷用户预期物价上涨，53.7%的城镇用户认为物价保持基本不变，预期物价下降的城镇居民仅占8.1%。

此报告发布时间为距今已有三个月，考虑到近期中美贸易摩擦、人民币贬值较大等输入性通胀因素，通胀预期或将持续性提升，同时极端天气如台风等对食品价格的影响值得进一步关注。

## 四、观点：

远小资团队认为：**面对滞胀预期，采取减税的财政政策和整体稳定、定向宽松的货币政策是较好的选择。**

价格上涨与经济增长走弱共存的根本原因在于价格传导机制的不通畅，原材料价格的上涨不能够顺畅的传递到产品端，企业盈利变差，再投资能力和员工收入水平下降，进一步引发需求端的疲软，从而经济增长走弱。

这种情况下政府应采取积极的财政政策，通过减税增加企业和居民收入，提升社会消费能力。而货币政策则会整体稳定，面向实体企业定向宽松，从而防止货币过多的流向房地产领域而引发上游原材料的进一步上涨。“大水漫灌”式货币宽松政策短期不会重现，而特定行业（比如房地产）融资环境相对紧张的态势仍将持续。

