

## 年终回顾与展望：经济滞胀与政策约束

- 滞胀一词用来描述经济衰退和价格上涨同时出现的现象。由于它束缚了政策的应对空间，是一种极不理想的经济形态。要解决“胀”的问题，就要付出“滞”的代价；要解决“滞”的问题，就要付出“胀”的代价。
- 美欧经济的主要矛盾是“胀”，“滞”的问题相对不大。当前美欧高通胀的主要原因在于供给紊乱和能源短缺。有观点认为，供给短缺是短期现象，因而通胀也是短期问题。但供应链紊乱或许不会很快消失，工资-物价螺旋式上升或将持续抬升通胀水平。因此，明年美欧通胀仍有可能超预期上行。
- 中国经济的主要矛盾是“滞”而不在于“胀”，基准预测增速为 5.2%。明年，出口增速预计将于上半年显著放缓，房地产投资或将明显下滑，制造业投资动能边际衰减，消费大概率将延续弱式复苏。虽然在高技术、绿色、基建和新经济领域存在积极因素，但总体上看，明年中国经济将面临较大下行压力。相对而言，中国的通胀形势尚算稳定可控，明年全年 PPI 增速有望回落至 3.9%，而 CPI 全年增速小幅上行至 2% 左右。
- 明年我国宏观政策受到的约束加大，来自货币、财政、产业、防疫四方面。妥善处理好经济中“滞”与“胀”的关系，需要宏观管理部门极高的政策水平和调控技巧。
- 一是货币政策约束。为防止“滞”的可能，预计明年货币政策总体将偏向友善，主要通过保障资金面平稳和结构性宽信用的方式稳经济。中国和美欧之间货币政策呈现相反方向，可能对货币政策的宽松空间产生一定掣肘。
- 二是财政政策约束。明年财政收支将进一步趋紧，使财政政策对经济扩张的提振作用受限。除了经济下行令税基收缩之外，地方政府土地出让收入大概率出现负增长，而地方政府债务偿还还将迎来高峰。
- 三是产业政策约束。今年四季度我国供给端所受到的“双碳”“双控”冲击已有所缓解，但明年各地政府仍面临降低能耗强度的紧约束，煤炭、钢铁等高耗能高碳排放行业还面临更为严厉的行政管控。
- 四是防疫政策约束。零容忍的防疫政策仍将制约我国交通运输、餐饮等服务性消费修复，拖累居民收入修复，也对我国的国际交往和多边投资造成不利影响。

丁安华，首席经济学家  
 (852) 3761 8901  
 dinganhua@cmbi.com.hk

## 一、滞胀：概念框架

首先，要给滞胀（stagflation）下个定义，它是“停滞”（stagnation）和“通胀”（inflation）的合成词。1965年，英国保守党议员伊恩·麦克劳德（Iain MacLeod）在下议院发言时创造了这个词。经济学大师凯恩斯认为，强劲的增长会导致价格快速上涨，而疲软的经济通常伴随着低通胀，经济放缓和通胀上行是相互排斥的。但是，上世纪七十年代的美国出现了一种罕见的现象，经济衰退与价格上涨同时出现，前后持续了十年时间。

现在，全球经济是否进入新一轮的滞胀，引起了广泛的讨论。一方面，全球经济仍受新冠疫情的影响；另一方面，价格上涨的趋势明显。不过，多数经济学家并不赞同这一判断，主要原因是现在的经济基本面与上世纪七十年代不同。他们认为，全球经济正处于复苏之中，与通胀上行方向一致。

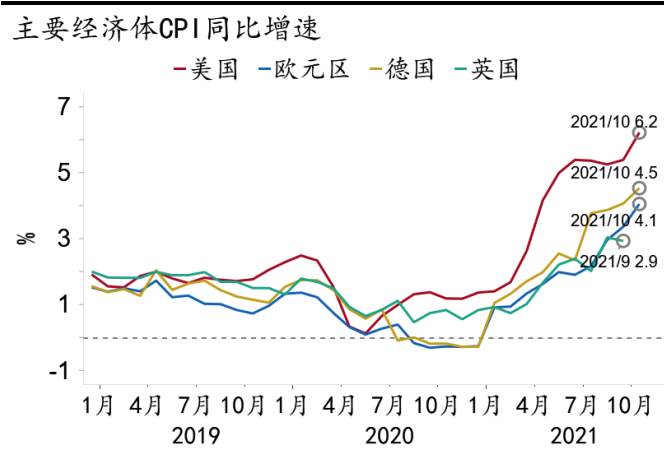
滞胀这一描述，可能比较适合当下的中国。今年下半年，中国经济增长明显走缓，而价格特别是PPI大幅上行。在我看来，我们不应迂腐地执着于现在的中国与上世纪七十年代的美国之异同，当观察到经济下行与通胀上扬同时出现时，就可以用“滞胀”或“类滞胀”（quasi-stagflation）来描述这种经济运行的状态。

滞胀是一种极不理想的经济形态，因为它束缚了政策的应对空间。要解决“胀”的问题，就要付出“滞”的代价；要解决“滞”的问题，就要付出“胀”的代价。

## 二、美欧经济的主要矛盾是“胀”

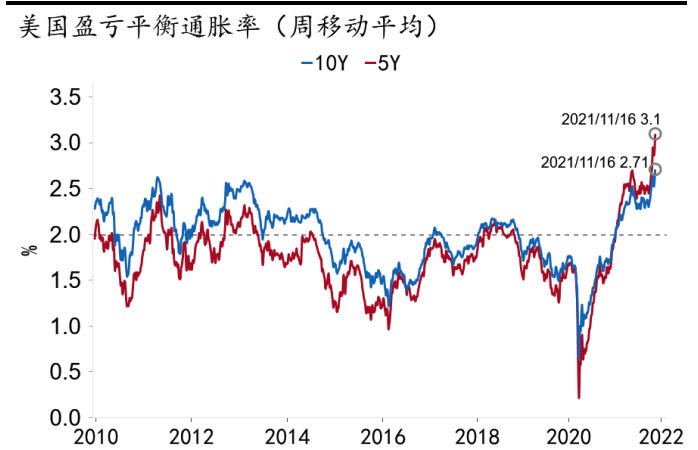
今年以来，美联储系统性低估通胀形势，内部对通胀和未来加息路径的看法分歧加大。10月份，美国消费价格指数同比升至6.2%，欧元区上涨4.1%，其中德国上涨4.5%，均创近三十年的新高（图1）。金融市场对中长期通胀的前景展望变得悲观，目前美国5年期盈亏平衡通胀率已突破3.0%，远超美联储2%的通胀目标（图2）。

图 1: 主要经济体的消费物价通胀上行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2: 美国通胀预期远超美联储目标



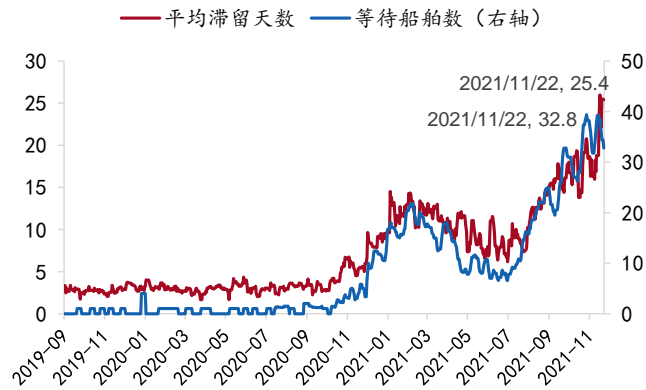
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

造成这种现象的主要原因，在于供给紊乱。发达国家疫苗率先接种，经济修复推动需求增长较快；而发展中国家疫苗受限，疫情反复导致生产停滞，全球产业链上堵点处处。

当前物流成为全球产业链上最为薄弱的环节（图 3），美国航运、陆运和港口运转失灵，劳工短缺、商品堆积、货轮拥堵、集装箱无处安放，零售业库存存在圣诞季来临之前跌至历史低位（图 4）。除了供应链紊乱的问题，还有一些新的因素推动价格上扬。拜登执政之后，“脱碳”这类典型的“左派”议题摆上台面，叠加极端天气造成的石油、天然气等能源短缺，大宗商品价格大幅上涨。

**图 3: 美国主要港口拥堵加剧**

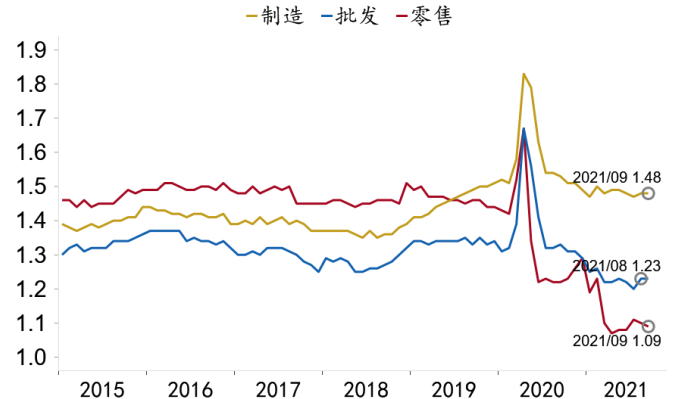
美国洛杉矶港船舶拥堵情况（7天移动平均）



资料来源：The Port of Los Angeles，招商银行研究院

**图 4: 美国零售库存跌至历史低位**

美国各行业库存销售比



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

有观点认为，供给短缺是短期现象，因而通胀也是短期问题。随着疫情逐步缓解，全球供应链紊乱的局面将逐步改善；东南亚出口型国家将走出 Delta 变种病毒的阴霾，供给迎来修复。明年一季度，欧美消费旺季和中国春节前运输旺季过后，港口和航运紧张将有所缓解，全球供给瓶颈有望纾解。此外，政客们的一番高调宣示之后，各国“脱碳”约束可能边际松动，化石能源供给有望上升。这一判断虽然有道理，但仍然具有很大不确定性。

不确定性来源于两方面，一是疫情演变和各国防疫政策不一致，供应链紊乱或许不会很快消失；另一是工资-物价螺旋式上升，持续抬升通胀水平。10 月份美国名义时薪同比增速已达 4.9%，但实际时薪增速却下探至 -1.2%。美国“用工荒”之下劳方议价能力增强，未来时薪增速大概率进一步走高。

尽管美联储希望容忍通胀在一定时间内“超调”以达成就业市场“广泛而包容”的修复，但鲍威尔也开始承认美国通胀的时长和强度都超出了预期，并表示通胀已满足加息条件。我们预测，基准情形下，美联储将于明年年中加息一次。若通胀未能如期回落，美联储可能不得不加速缩减债券购买并提前加息，欧洲央行也存在货币政策态度转鹰，提前加息的可能性，从而威胁全球经济修复和各国财政的可持续性。

相对而言，美国和欧洲明年的经济增长可能处于 4% - 4.5% 之间，问题不大。他们的主要矛盾显然在“胀”，即通胀可能超预期上行。

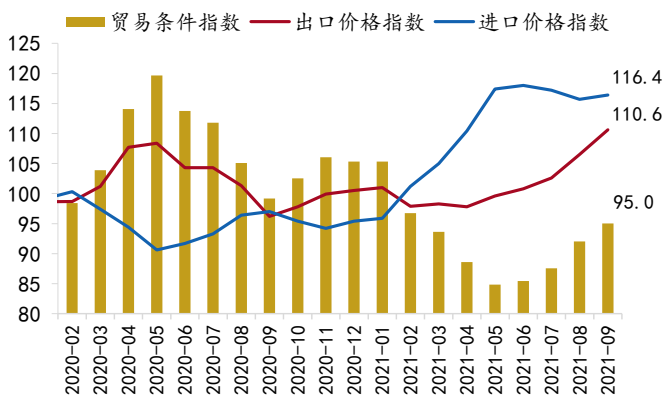
### 三、中国经济的主要矛盾是“滞”

当前，我国经济的主要矛盾是下行压力加大。

首先来看出口，今年以来我国的贸易条件已经呈现恶化趋势（图5），这与去年截然相反。5月以来制造业PMI新出口订单指数持续位于收缩区间（图6）。随着美国服务业的修复，商品消费需求已经开始放缓；东南亚出口经济体生产修复，中国出口的市场份额承压；人民币汇率处于高位，对出口的负面影响逐步浮现。考虑基数效应和季节性，明年出口增速预计将于上半年显著放缓，并于三季度触及全年低点。

图 5: 2021 年我国贸易条件显著恶化

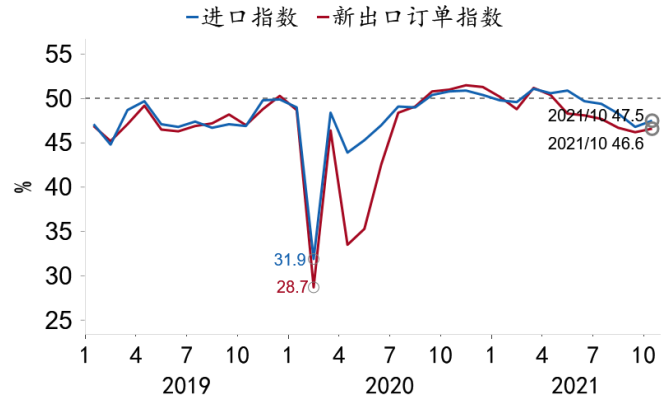
中国进出口价格指数和贸易条件指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6: 制造业新订单指数持续处于收缩区间

PMI进口与新出口订单指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

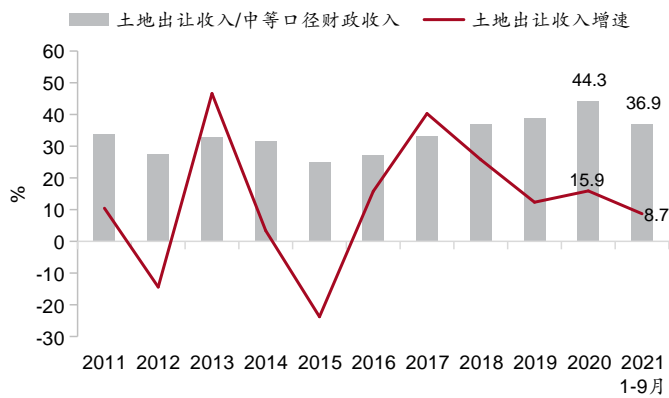
再看投资。一是明年房地产投资或将明显下滑。今年房企债务风险持续发酵，加剧了房地产市场的下行压力。明年土地出让收入和商品房销售金额大概率将出现负增长。房地产投资也面临极大压力，土地购置费由于土地成交面积萎缩，溢价率受到抑制，可能出现负增长（图7）；建安投资方面，房企面临“保交楼”的底线要求，预计明年施工竣工增速将有所恢复，对房地产投资形成部分支撑。二是制造业投资动能边际衰减。大宗商品和原材料价格上涨对中下游企业利润造成挤压（图8），抑制制造业的资本开支，而上游企业扩产则受到“双碳”“双控”约束。好的方面是，政策支持下的高技术行业和“绿色”相关投资有望加快。三是基建投资有望上行。中央要求今年下半年加快发行的地方债，尽快形成实物工作量。这意味着基建投资有望见底回升，在明年上半年出现明显提升。

最后是消费，明年大概率将延续弱式复苏。原因有三：一是居民、政府和企业部门收入恢复均不理想。居民收入不确定性上升，并呈现行业间和收入水平间的K型分化；制造业中下游利润被严重挤压，再加上部分房企周转困难，企业消费能力不足；房地产进入下行期导致政府土地出让收入承压，限制政府开支能力。二是严格防疫和“双减”政策制约了服务消费的恢复。各月消费环比增速与新增确诊病例人数明显负相关，“双减”政策则导致居民文教娱乐类服务支出显著收缩。第三，商品消费方面，受房地产销售下行制约，家具家电等地产后周期商品消费增长缓慢。此外，尽管需求旺盛，但“缺芯”限制了新能源汽车消费的增长势头。有利的是，以通讯器材为代表的经济相关商品消费增长强劲。



图 7: 土地出让增长明显下行

地方政府土地收入增速与占比

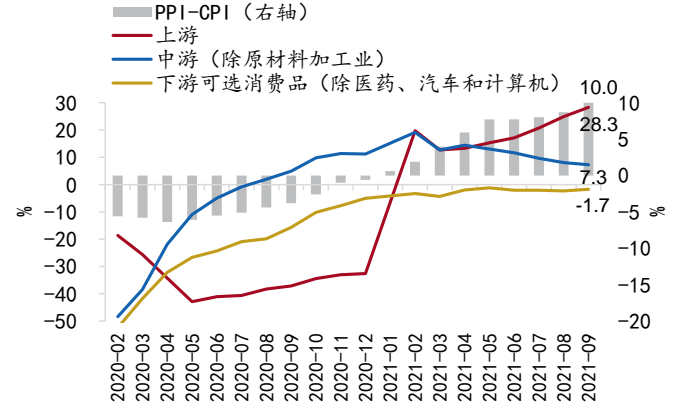


注: 中等口径财政收入 = 一般公共预算收入 + 政府性基金收入。

资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 8: 中下游企业利润受到挤压

PPI-CPI剪刀差与分行业利润增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

价格方面, 高基数影响下, 明年 PPI 同比增速有望稳步下行, 而 CPI 小幅上行。消费价格指数的波动仍主要由食品价格决定, 年中猪肉价格有望企稳回升, 推动 CPI 同比增速中枢上行, 形态上呈年初走高, 年中回落, 年末再缓慢抬升。相对而言, 中国的通胀形势尚算稳定可控。预计明年全年 PPI 同比增速回落至 3.9%, CPI 同比增速处于 2% 左右。

可见, 明年中国经济下行压力不小。目前, 我们的基准预测是 5.2%, 而且下调风险大于上调风险。换言之, 中国经济的主要矛盾在于“滞”, 而不在于“胀”。

#### 四、宏观政策受到的约束加大

一是货币政策约束。从美欧的角度而言, 治理“胀”的威胁, 货币政策势必趋向收紧; 而我们中国, 防止“滞”的可能, 货币政策需要放松。所以, 中美之间、中欧之间, 货币政策呈现相反方向。这可能对我国货币政策产生一定的掣肘。美欧货币政策收紧, 可能对跨境资本流动和人民币汇率产生负面影响。总体来说, 目前, 我国货币政策工具充分, 中美利差仍有足够的安全垫。预计货币政策总体将偏向友善, 主要通过保障资金面平稳和结构性宽信用的方式稳经济。事实上, 近期央行推出碳减排支持工具, 表明未来货币政策的结构特征将进一步凸显, 以实现重点领域和薄弱环节的“精准滴灌”。展望明年, 资金面致力于保持平稳, 利率有望小幅下行, 广义流动性边际好转。

二是财政政策约束。明年财政收支将进一步趋紧, 使财政政策对经济扩张的提振作用受限。除了经济下行令税基收缩之外, 地方政府土地出让收入大概率出现负增长, 而地方政府债务偿还将迎来高峰。展望明年, 考虑到“稳增长”的要求, 财政政策仍需保持积极姿态。预计目标赤字率回归 3% 的常态水平, 新增地方政府专项债预计 3.5 万亿。财政政策将呈现前置特征, 政府债券发行在上半年将延续高位水平, 财政支出亦有望提速, 以发挥稳投资、稳增长的关键作用。

三是产业政策约束。尽管今年四季度我国供给端所受到“双碳”“双控”的冲击已有所缓解, 但明年仍面临紧约束。一方面, “双控”政策具有连贯性, 明年能耗强度降低目标预计仍在 3% 左右, 这也是实现“十四五”规划中到 2025 年能耗强度降低 13.5% 的目标所需要的年均降幅。值得注意的是, 我国能耗强度自“十一五”起基本逐年下降, 在当前能耗水平上进一步降低,

对能源和制造业行业的约束必然加强。当前对地方政府能耗强度降低指标的考核强度也大幅提高。另一方面，部分产业还面临更为严厉的行政管控，尤其是煤炭、钢铁等高耗能高碳排放行业。

四是防疫政策约束。在零容忍的防疫政策下，我国交通运输、餐饮等服务性消费仍将受到制约，并拖累居民部门的收入修复。而我国和主要发达国家防疫政策的分化，也将对我国的国际交往和多边投资造成不利影响。

总之，明年我国经济的下行压力不小，而宏观政策受到多方面因素制约，妥善处理好经济中“滞”与“胀”的关系，需要宏观管理部门极高的政策水平和调控技巧。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招銀國際证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際证券并未给予投资评级

### 招銀國際证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。