

专题研究：美国 1970s 滞胀回顾与启示

当前国内外经济均呈现出“增长放缓”+“高通胀”的特征，很容易让人联想到“滞胀”。宏观经济学中的滞胀是指高通货膨胀、经济停滞和高失业率在一定时期内、持续的同时存在的现象，美国上世纪 70 年代前后被称为典型的滞胀阶段。滞胀期间美国实际 GDP 增速年均仅 2.65%，CPI 同比平均 7.33%，失业率持续处于高位，大量企业破产。直至 1982 年通胀完全消退且经济抵达谷底，才标志滞胀期的彻底结束。

中国经济出现过多次阶段式的通胀上行经济增速下行的状态，通常称为“类滞胀”，但中国经济实际的高增长速度决定了这些阶段仅是经济增长由强转弱的常见现象，并不会像美国 1970 年代的滞胀一样引发经济衰退。最近几次出现在 2007-2008 年、2010-2011 年、2016-2018 年，其中前两次类滞胀始于需求过热，随后货币政策收紧；2016-2017 年受供给驱动，PPI 同比增速显著上行，CPI 整体仍处于较低的水平，货币政策基本不受影响。

当前国内经济下滑超预期，虽然 PPI 较高，但 CPI 并不高，“滞”占主导；海外刺激政策，需求加供应链瓶颈，“胀”的问题更显著。中国经济增长率先回归常态，并且在多重因素交织影响下下滑较快，需求较弱情况下上游价格向终端传导有限，而美国通胀水平已经全面高于疫情前，并且劳动力市场复苏缓慢与工资增速上行的局面与 1970 年代滞胀的情形有些类似，或推升滞胀担忧。

1970s 滞胀期间美股整体表现较弱，但在 CPI 同比下行期，美股都有明显的上涨行情，且下游消费类表现更好，高景气行业整体表现较好。美股主要指数大幅跑输原油、黄金等实物资产，上游资源类行业和垄断类行业整体表现较好，金融和科技制造业相对靠后，消费垫底。但美股在通胀阶段性下行时仍有明显上涨，因为 CPI 是美国监控通胀压力的重要指标，通胀压力缓解往往意味着货币政策新一轮的宽松，中下游收益更明显；纳斯达克指数相对标普 500、道琼斯工业指数表现较好，原因可能是在于美国 70 年代中后期高技术产业的快速发展。

明年 PPI 预期回落，稳增长成为阶段性重心。明年海内外需求或双双转弱，主要发达经济体货币政策开始调整，供应链瓶颈有望逐步缓和，国内“双控”政策下的供给约束预计阶段性放松，PPI 同比增速大概率已经见顶，而终端需求仍然偏弱，CPI 预计温和回升。政治局会议重提“六稳六保”，定调明年的工作重心是“稳增长”。

货币政策预计仍维持宽松，中下游、逆周期、高成长行业有上行动力。与以往应对高通胀主动收紧货币政策不同，本轮 CPI 通胀压力不高，明年回升也较为温和，货币政策预计仍将较为宽松，美联储正式进入加息周期后对央行的货币工具或存在一定制约，但在此之前，降息降准空间仍存。稳增长的基调下，基建有望回归均衡增速，地产政策金融政策或有边际改善空间。“碳中和”作为中长期主线涉及投资量巨大，客观上可以承担我国未来固定资产投资的空间，也将倒逼国内制造业转型升级，相关产业链投资在中长期都将是政策合意的方向之一。

风险提示：疫情发展超预期、地缘政治推升能源价格持续上行、海外货币政策超预期收紧

作者

潘宇昕 分析师
SAC 执业证书：S0380521010004
联系电话：0755-82830333
邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告



正文目录

一、前言	5
二、美国 1970 年代滞胀及美股表现回顾	5
(一) 滞胀期的经济表现	5
(二) 滞胀的成因	6
(三) 滞胀的破解	10
(四) 滞胀时期美股走势	11
三、我国当前“滞胀”分析	16
(一) 中国多次出现过“类滞胀”	16
(二) 当前的“滞胀”或源于海内外周期错位	17
(三) 国内需求偏弱，“滞”占主导	18
(四) 海外需求刺激加供应链瓶颈，“胀”更显著	21
三、明年 PPI 预期回落，CPI 温和回升	24
(一) 2022 年海外经济增速或放缓	24
(二) 主要发达经济体货币政策开始调整	24
(三) 供应链瓶颈或将逐步缓和	25
(四) 国内供给约束有望缓解	26
(五) PPI-CPI 剪刀差预计显著回落	26
四、配置建议	27
(一) 1970 年代滞胀对投资的启示	27
(二) 未来成本压力回落，配置或向下游切换	28
(三) 关注稳增长政策和高景气行业	28
五、风险提示	28

图表目录

图表 1 美国经济表现（1960 年-1983 年）	5
图表 2 1962-1985 年美国财政状况（%）	6
图表 3 美国 CPI 的顶点领先 M2 同比的低点和经济增速的低点（1960 年-1983 年）	7
图表 4 1960-70 年代美国历届政府政策主张及影响-	7
图表 5 1970 年代美国社会保障支出占比明显提升	8
图表 6 美国滞胀期间失业率与薪酬螺旋上升（%）	8
图表 7 石油和粮食危机助推通胀快速上行	9
图表 8 美元指数（1971 年-1982 年）	9
图表 9 1970 年代美国货币政策（%）	10
图表 10 里根政策运行机制	11
图表 11 大类资产收益率（对数）：1968.01-1982.01.....	12
图表 12 美国 10 年期国债收益率	12
图表 13 美国标普 500 市盈率.....	12
图表 14 标普 500 在 1978 年后震荡上行.....	13
图表 15：1970.3-1980.09 美股行业收益率	13
图表 16 美国行业表现（1970-1982）	14
图表 17 美国行业增加值占 GDP 的比例（%）	15
图表 18 信息技术行业固定资产投资占比.....	15
图表 19 中国经济增长周期中出现多次“类滞胀”	16
图表 20 央行利率工具（%）	17
图表 21 PMI 走势：中国经济周期领先海外主要经济体.....	18
图表 22 部分新兴经济体受疫情反弹冲击严重	18
图表 23 国际油价与美国 CPI、中国 PPI 较为同步（%、美元/桶）	18
图表 24 2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表.....	19
图表 25 主要原材料产量同比（%）	19
图表 26 大宗商品价格（2020.1.6=100）	19
图表 27 中国 CPI 分项（2019.12=100）	20
图表 28 2020-2021 年 GDP 各分项两年复合同比增速.....	20
图表 29 房地产拿地、开工、销售同比增速全面下滑（%）	20
图表 30 专项债发行进度慢于往年	20
图表 31 2020 年美国实施的 5 轮财政救助法案.....	21
图表 32 主要国家债务占 GDP 比重（%）	21
图表 33 美国通胀全面上行（CPI 分项（2019.12=100））	21
图表 34 美国工业产值和产能利用率（十亿美元、%）	22
图表 35 美国三大商库存销售比（%）	22

图表 36 运价指数 22

图表 37 美国主要港口集装箱吞吐量：进口（箱） 22

图表 38 美国失业率与职位空缺率（%） 23

图表 39 美国私人非农和非管理人员薪酬（%，美元） 23

图表 40 IMF 下调了全球及主要经济体经济增速预期 24

图表 41 中美货币政策鲜有明显背离（%） 25

图表 42 美国供应链瓶颈或趋于缓和 26

图表 43 当日新增新冠确诊病例（万例） 26

图表 44 PPI 同比领先核心 CPI 同比 3-12 个月（%） 27

图表 45 猪价及产能（元/千克、万头） 27

一、前言

当前国内外经济均呈现出“增长放缓”+“高通胀”的特征。国内方面，受基数原因、短期疫情和自然灾害的扰动影响，主要经济指标增速除出口以外均有所回落，9月制造业 PMI 疫后首次下滑至收缩区间。而 PPI 上行趋势迅速，10 月 PPI 同比上涨 13%，涨幅比前值扩大 1.2 个点，数据创 1996 年以来高点。国外方面，三季度美国 GDP 增速在 Delta 病毒的影响下预计回落至 1.3%，而通胀连续超预期，美国 9 月 CPI 上行至 5.4%，核心 CPI 也涨到了 4%，美联储上调 2021 年的通胀预期至 4.2%，并且表示通胀在 2024 年之前可能都在小幅超过 2% 以上的区间运行，同时，劳动力短缺导致薪酬不断上涨，房地产市场持续高涨，通胀螺旋担忧不断发酵。

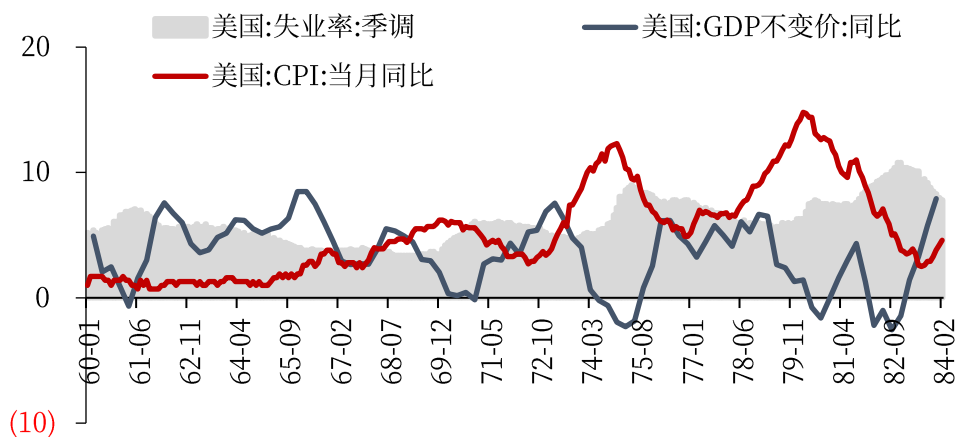
毫无疑问，通胀（PPI）是今年最超预期的经济指标。在今年年中的时候，市场普遍认为 PPI 同比已触顶，但下半年实际在不断创新高，另外在碳中和背景下，很有可能会造成通胀中枢上行。经济回落和通胀维持高位的组合很容易让人联想到“滞胀”或者是中国过去出现过多次的“类滞胀”。近代最典型“滞胀”就是美国 70 年代的滞胀，本文以此为出发点，回顾美国 70 年代滞胀的表现形式、成因、破解以及复盘当时美国部分大类资产价格的走势，通过比较现在和美国 70 年代滞胀的异同、对明年通胀和增长的判断，基于历史的投资启示和当前政策的指引，进而给出投资建议。

二、美国 1970 年代滞胀及美股表现回顾

（一）滞胀期的经济表现

宏观经济学中的滞胀是指高通货膨胀、经济停滞和高失业率在一定时期内、持续的同时存在的现象，美国上世纪 70 年代前后被称为典型的滞胀阶段。滞胀期间（1968 年-1982 年）美国实际 GDP 增速年均仅 2.65%，平均每 3 年多就有一次衰退，而 60 年代 GDP 平均增速在 4.84%。通货膨胀率高涨，CPI 同比历经三轮上升，月度 CPI 同比增速平均达 7.33%，期间两度突破两位数，而美国 60 年代平均月度 CPI 为 2.42%，特别是 65 年之前保持非常低的水平。失业率持续处于高位，大量企业破产。与此同时，全球发达经济体大多出现高通胀和增长停滞并存的现象，直至 1982 年通胀完全消退且经济抵达谷底，才标志滞胀期的彻底结束。

图表 1 美国经济表现（1960 年-1983 年）



资料来源：Wind、万和证券研究所

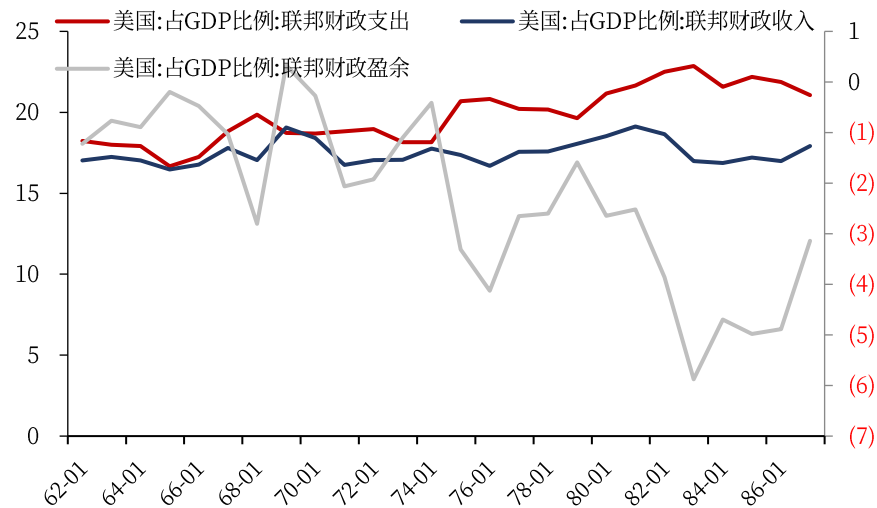
（二）滞胀的成因

西方各学派从不同角度探讨了“滞胀”成因，从需求和供给两个大方面可以归纳出以下几点：

1. 凯恩斯主义的过度使用

二战结束后的 20 余年是美国经济的“黄金时代”，战争期间积累的对固定资产、住宅、耐用消费品的需求以及第三次科技革命拉动美国经济迅速增长，但这些支持经济增长的因素在 60 年代逐步减弱，西德和日本的崛起导致美国制造业竞争力下降。为了应对经济下滑，美国政府实行了积极的凯恩斯主义政策，即扩大政府开支，实行赤字财政等，希望实现充分就业和刺激经济增长的目标。1960 年代美国开始连续出现财政赤字，1970 年之后财政赤字的规模更是急剧扩大，平均占联邦财政收入的 12%。卷入到越南战争也进一步增加了财政预算支出。

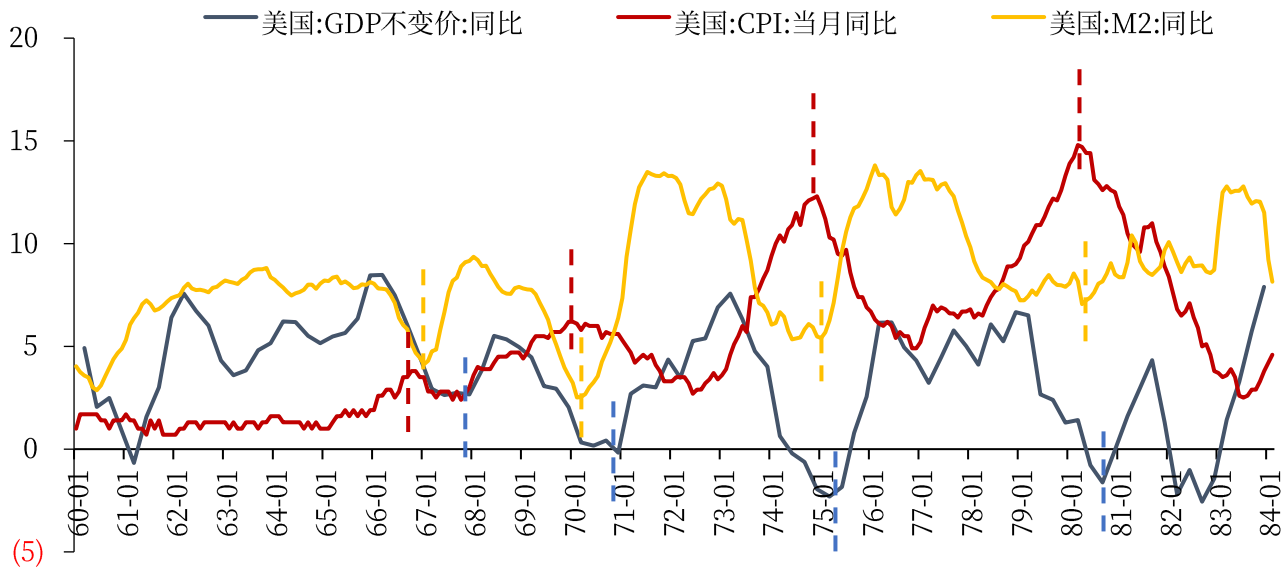
图表 2 1962-1985 年美国财政状况（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

美联储为了协调不断攀升的财政赤字，采取了宽松的货币政策。滞胀期间，美国 CPI 的顶点领先 M2 同比的低点和经济增速的低点，意味着 CPI 同比见底后，美国政府就会通过放松货币政策来扩张经济，而只有 M2 明显下行后，通胀才能得到控制。尽管美国政府为了控制通胀曾几度采取紧缩政策，但面对经济下滑压力，执政者都在通胀问题未能彻底解决之前重新采取了新一轮的经济刺激政策，导致通胀不断加剧。直到 1979 年保罗·沃尔克任美联储主席后，坚定地采取紧缩货币政策，以经济的大幅衰退为代价遏制了通胀。

图表 3 美国 CPI 的顶点领先 M2 同比的低点和经济增速的低点（1960 年-1983 年）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图表 4 1960-70 年代美国历届政府政策主张及影响-

时期	政策主张	影响
----	------	----

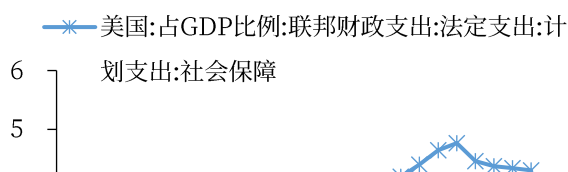
肯尼迪政府（1961-1963）	长期赤字的财政刺激政策	肯尼迪政府在 1960s 采取宽松的货币政策配合“扩张性财政政策”，通过增加政府支出、减税等政策拉动经济增长。
约翰逊政府（1963-1968）	“伟大社会”计划和“向贫穷开战”计划	1965 年通胀压力已经显现，但由于越南战争和“伟大社会计划”的存在，约翰逊政府在采取紧缩政策时犹豫不决，美国政府错过了最佳治理通胀的时机
尼克松政府（1968-1974）	“双紧政策”到“新经济政策”	尼克松政府上台时美国 CPI 已经突破 4%，为了抑制通胀，尼克松政府立即采取了财政和货币的双紧政策，但双紧政策不但没有抑制通胀，反而使得经济大幅下滑，因而到了 1971 年，尼克松政府又转向“新经济政策”，实行工资、物价管控和投资减税政策以刺激投资，结果通胀问题再次显现，导致 1973 年政策再度被迫收紧
福特政府（1974-1976）和卡特政府（1976-1981）	面对居高不下的通胀和衰退的经济，两任政府都在通胀问题未能彻底解决时重新采取了新一轮的经济刺激政策，通过减税、拨款等措施，导致通胀加剧	
沃尔克任美联储主席	收紧货币政策	1979 年沃尔克出任美联储主席，面对高达两位数的通胀，坚定的采取了收紧货币供应、提高利率的紧缩政策，1980 年联邦基金目标利率提高至 20% 以上，与此同时经济出现衰退式下滑，投资和消费显著萎缩。
里根政府	实行自由企业制度， 削减政府开支，平衡 预算	

资料来源：万和证券研究所

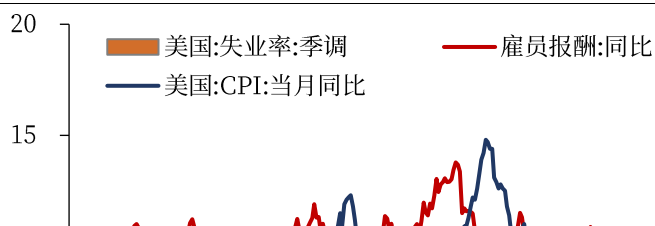
2. 过度膨胀的社会福利

约翰逊政府其提出的“伟大社会”计划和“向贫穷开战”计划惠及美国各阶层，使得政府在福利开支方面投入巨大。一方面扩大了财政赤字，另一方面福利计划增加了人们的收入，扩大了消费需求，导致通胀进一步加剧。过高的福利额使得工人不去接受低工资的工作，严重削弱了工人工作的积极性，劳动力短缺导致工资-物价螺旋上升。

图表 5 1970 年代美国社会保障支出占比明显提升



图表 6 美国滞胀期间失业率与薪酬螺旋上升（%）



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_30742

