

50 年大轮回？通胀的“变”与“不变”

相比 50 年前，本轮通胀有相似之处，也有不同之处。眼下，本轮全球通胀的长期化风险显著，或使得政策收紧的决心定力超预期，对投资环境产生深刻影响。

■ 对比 1970 年代，本轮通胀的同与不同？通胀表征相似，形成机理略不同

疫后全球大通胀，与 1970 年代大通胀有许多相似之处：通胀上行势头、需求支持、供给冲击等。疫后美国等通胀率屡屡刷新近 40 年来新高，且势头未有效缓解趋势，很容易令人联想起发生于 1970 年代的大通胀时代。本轮通胀的扩散范围，也堪比 1970 年代的全方位涨价。从形成机理来看，两轮通胀都起于需求端的放水刺激，也面临能源、粮食危机等冲击，属于需求成本混合驱动型通胀。

但是，本轮全球通胀，与 1970 年代大通胀又有四点明显不同。1970 年代的放水较为缓和，本轮放水节奏更为突然。1970 年代化石能源不存在资本支出受限问题，近些年碳减排背景下，传统板块资本开支不足、供需失衡问题常态化出现。1970 年代全球人口更加年轻化，而如今人口老龄化越发严重。1970 年代之前通胀中枢逐级抬升，持续数十年的温和通胀环境，使得本轮通胀飙升异常突然。

■ 疫情退潮后，通胀会否消退？警惕通胀形成机理中，短期冲击的中长期化

本轮全球通胀的长期驱动力：能源转型、俄乌战争、逆全球化等。传统能源产能受限及绿色能源高波动下，能源价格高企，可能演变为能源转型期的新常态。俄乌战争影响的持续性或超预期，对全球能源、粮食等资源品供需秩序的冲击，或加剧全球通胀的持续性。逆全球化思潮不断加深，也在持续影响全球通胀形势。

回不去的疫前世界：疫情本身带来的冲击，部分因素会中长期化。疫后心理创伤，可能不会随着疫情退潮而快速弱化，对就业意愿的压制或成为中长期现象。导致低薪劳动力的供需矛盾持续较为突出，加剧工资通胀压力凸显。疫情期间的产能破坏，恢复过程可能是长期性的，从供给端推升通胀压力。另外，疫情使主要经济体更重视供应链安全问题，或带来贸易成本上升，对通胀形成长期影响。

■ 大通胀时代的启示？不宜低估政策收紧的决心，重视实物资产及资源股

全球社会思潮已近长期拐点，公平主义的回归或意味着长期通胀中枢的抬升。以美国为例，公平与效率的切换，主导了过去半个多世纪的社会变迁，公平目标有利于改善收入分配格局、从长期推升通胀，效率目标则恰恰相反。疫情等因素，加速了公平主义思潮的回归，大幅强化劳动力议价权，从根本上推升薪资通胀压力。公平主义思潮下，力图改善居民收入格局的部分政策，会推升通胀的中枢。

以史为鉴，通胀的长期化风险，使得政策收紧的决心短期或继续超预期；对市场而言，实物资产及资源股值得重视。对货币当局而言，一旦失去公信力，必须强力收紧货币、甚至付出“硬着陆”代价，才能扭转根深蒂固的通胀预期。眼下，通胀的长期化风险，使美联储政策收紧的力度决心或继续超预期。对市场而言，还需适应通胀中枢抬升对传统框架的冲击，实物资产与资源类股票值得重视。

风险提示：全球疫情剧烈反弹；拜登新政力度不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、对比 1970 年代，本轮通胀的同与不同？通胀表征相似，形成机理略不同..4	
1.1、两轮通胀的相似之处：通胀上行势头、需求支持、供给冲击等.....4	
1.2、两轮通胀的不同之处：放水节奏、能源政策、人口结构等.....6	
2、疫情退潮后，通胀会否消退？警惕通胀形成机理中，短期冲击的中长期化.9	
2.1、能源转型、俄乌战争、逆全球化等，是本轮全球通胀的长期驱动力.....9	
2.2、回不去的疫前世界，也会导致本轮全球通胀的持续性超出预期.....11	
3、大通胀时代的启示？不宜低估政策收紧的决心，重视实物资产及资源股..13	
3.1、全球社会思潮已近长期拐点，疫后创伤加速了公平主义的回归.....13	
3.2、对于政策当局而言，思潮改变与预期“脱锚”，加大了决策成本.....15	
风险提示：.....18	

图表目录

图表 1：美国 CPI、核心 CPI 同比连创新高.....4	
图表 2：本轮美国通胀上行速度堪比 1970 年代.....4	
图表 3：美国 1970s 时期通胀的波及范围较广.....4	
图表 4：美国本轮通胀的波及范围较广.....4	
图表 5：两轮通胀都离不开货币放水.....5	
图表 6：两轮通胀都离不开财政放水.....5	
图表 7：1970 年代食品、原油价格飙涨.....5	
图表 8：当下食品、原油价格飙涨.....5	
图表 9：1970 年代美国面临能源危机、粮食危机.....5	
图表 10：当下美国也面临能源危机、粮食危机.....5	
图表 11：美国通胀大体可分为需求驱动、成本驱动和需求成本混合驱动等多种类型.....6	
图表 12：1970 年代的放水较为缓和.....6	
图表 13：本轮放水节奏更为突然.....6	
图表 14：第 1 次石油危机的导火索是第 4 次中东战争.....7	
图表 15：第 2 次原油危机的导火索是两伊战争.....7	
图表 16：美国页岩油增产不足.....7	
图表 17：俄乌冲突只是本轮油价上涨的导火索.....7	
图表 18：老年人的消费大于收入.....8	
图表 19：老年人的边际消费倾向更高.....8	
图表 20：1970 年以来，全球人口平均年龄一路上行.....8	
图表 21：1970 年以来，美国人口平均年龄一路上行.....8	
图表 22：1970 年代之前美国通胀中枢已开始逐级抬升.....8	
图表 23：过去 30 余年美国通胀中枢水平处于不断回落.....8	
图表 24：绿色能源供给的不稳定.....9	

图表 25: 碳排放权持续涨价映射能源价格或维持高位.....	9
图表 26: 俄罗斯能源对全球、尤其是欧洲影响重大.....	10
图表 27: 欧洲能源之殇持续时长或超预期.....	10
图表 28: 乌克兰农作物种植日历.....	10
图表 29: 俄乌两国粮农产品出口占比较高.....	10
图表 30: 美国等实施贸易干预数量明显提升.....	11
图表 31: 美国进口平均关税税率明显提升.....	11
图表 32: 新冠疫情使得重度抑郁症等患病率大幅增加.....	11
图表 33: 美国劳动力成本领先核心 CPI 同比变化.....	11
图表 34: 美国企业招工需求旺盛.....	12
图表 35: 美国薪资-通胀压力上升.....	12
图表 36: 过去 10 余年美国等经济体的资本开支明显不足.....	12
图表 37: 疫情期间, 美国钢铁产能进一步加快出清.....	13
图表 38: 纽柯钢铁市占率进一步提升.....	13
图表 39: 全球供应链压力指数仍处于高位.....	13
图表 40: 美欧供应链压力指数仍处于高位.....	13
图表 41: 林登·约翰逊推出“伟大社会”计划.....	14
图表 42: 林登·约翰逊治下, 美国劳动力成本快速抬升.....	14
图表 43: 美国联邦实际最低工资大幅下滑.....	14
图表 44: 1980 年后美国居民收入占 GDP 比重下滑.....	14
图表 45: 美国低收入家庭工资增速更高.....	15
图表 46: 美国低收入家庭的边际消费倾向较高.....	15
图表 47: 美国疫后债务空间进一步透支.....	15
图表 48: 拜登对富人、大企业加税的必要性提升.....	15
图表 49: 沃尔克成功遏制通胀上行趋势, 维护了美联储的独立性.....	16
图表 50: 本轮美国政策正常化落后于通胀曲线.....	16
图表 51: 美联储隔夜逆回购规模仍高达 1.8 万亿美元.....	16
图表 52: 直至 2021 年 11 月, 美联储主席鲍威尔才摒弃“通胀暂时论”.....	16
图表 53: 美国居民对未来 1 年的通胀预期已近 7%.....	17
图表 54: 居民通胀预期离“脱锚”并不遥远.....	17
图表 55: 大通胀时代, 实物资产跑赢金融资产.....	17
图表 56: 大通胀时代, 能源、材料等偏资源属性行业表现更好.....	18

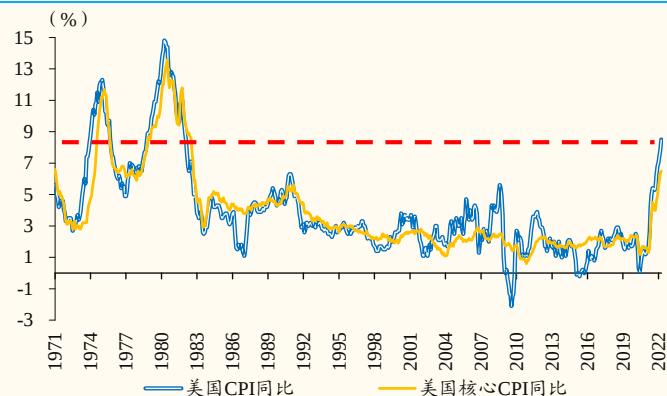
1、对比 1970 年代，本轮通胀的同与不同？通胀表征相似，形成机理略不同

1.1、两轮通胀的相似之处：通胀上行势头、需求支持、供给冲击等

疫后全球大通胀，与 1970 年代大通胀有许多相似之处：通胀上行势头、需求支持、供给冲击等。疫后全球通胀上行的幅度及速度，很容易令人联想起发生于 1970 年代的大通胀时代；扩散范围，也堪比 1970 年代的全方位涨价。从形成机理来看，两轮通胀都起于需求端的放水刺激，也同样面临能源危机、粮食危机等带来的外生冲击，都属于需求成本混合驱动型通胀。

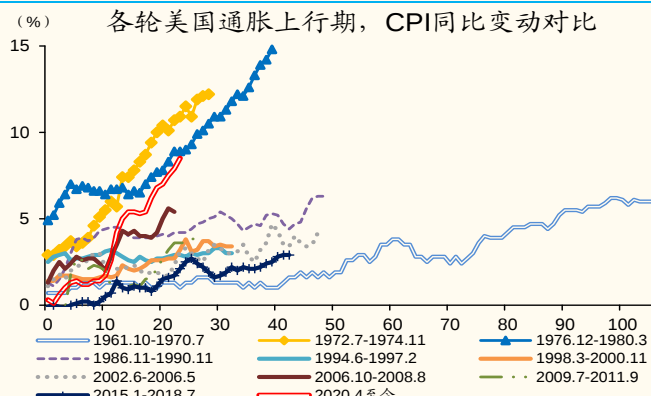
相似之处一：通胀的上行幅度、速度及扩散范围。最新公布的数据显示，美国 4 月 CPI 同比增长 8.3%，核心 CPI 同比增长 6.2%，继续位于近 40 年以来高位；同时，欧元区、英国等经济体的通胀数据也纷纷爆表。以美国为例，本轮通胀的上行幅度、速度，在历史上堪比发生于 1970 年代的大通胀。除了读数飙升外，本轮通胀的扩散范围，也堪比 1970 年代。

图表 1：美国 CPI、核心 CPI 同比连创新高



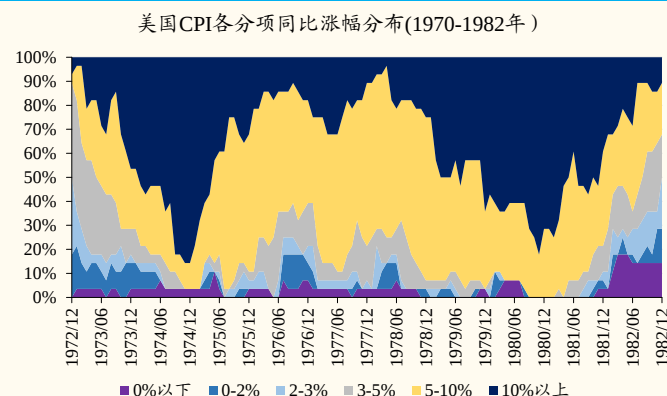
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：本轮美国通胀上行速度堪比 1970 年代



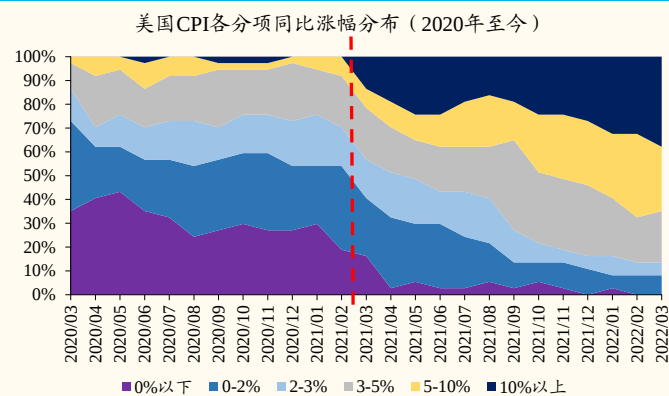
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：美国 1970s 时期通胀的波及范围较广



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：美国本轮通胀的波及范围较广

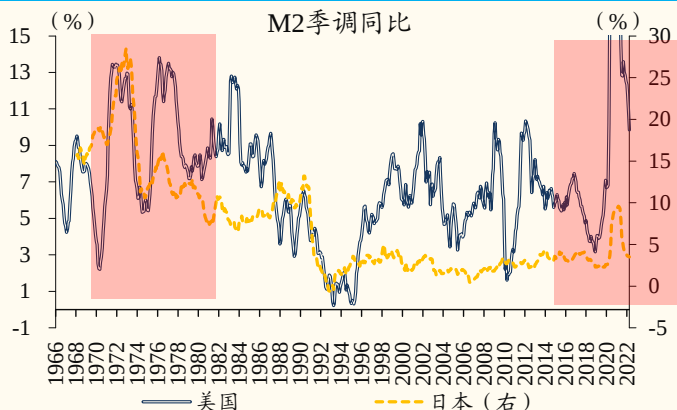


来源：Wind、国金证券研究所

相似之处二：两轮通胀都有需求端的逻辑支持，体现为财政、货币的双重放水。1970 年代大通胀发生之前，美国等主要经济体纷纷实行宽货币、宽财政提振经济，同时通胀压力也在同步累积。反观当下，美国等疫后多轮大规模财

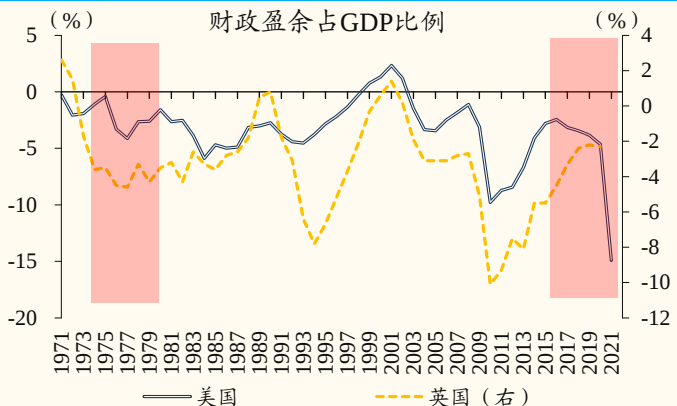
政刺激法案，对企业及居民部门实施财政援助；并通过大幅降息、量宽扩表，提供了大量流动性支持，放水力度丝毫不弱于 1970 年代。

图表 5：两轮通胀都离不开货币放水



来源：Wind、国金证券研究所

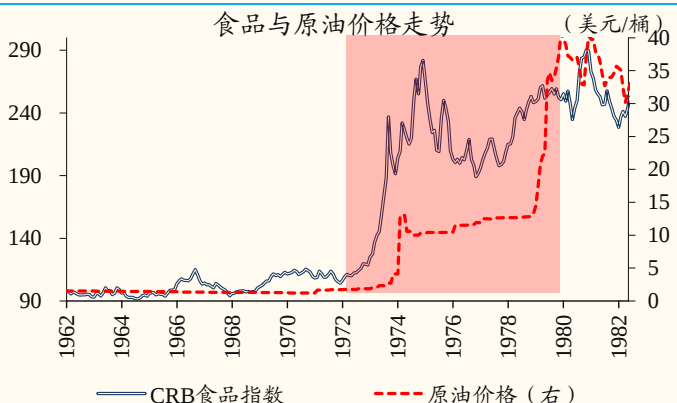
图表 6：两轮通胀都离不开财政放水



来源：Wind、国金证券研究所

相似之处三：两轮通胀，都面临能源危机、粮食危机等带来的外生冲击。 1973 年、1978 年两次中东石油危机，以及 1973 年苏联粮食危机，都是将美国通胀压力推向高潮的外生冲击。与彼时类似，本轮美国通胀，也同样面临着以原油为代表的能源品涨价压力，以及气候异常导致的粮价飙升。最终导致的结果是，两轮通胀，CPI 能源项、食品项价格都出现大幅上行。

图表 7：1970 年代食品、原油价格飙涨



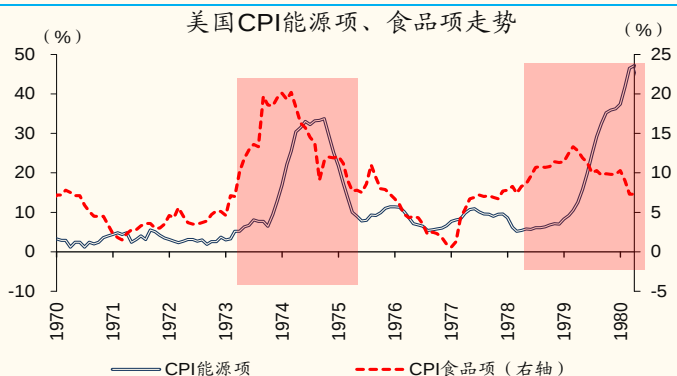
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：当下食品、原油价格飙涨



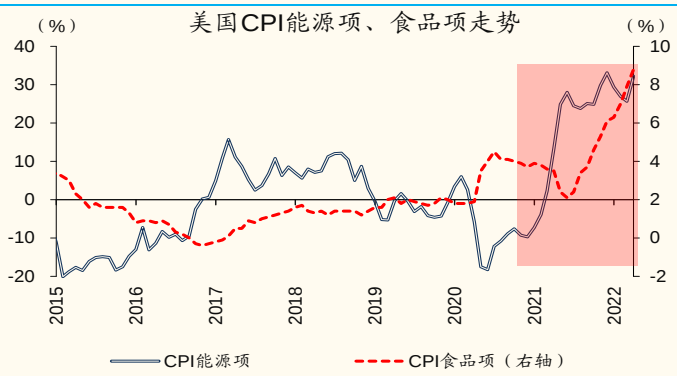
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：1970 年代美国面临能源危机、粮食危机



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：当下美国也面临能源危机、粮食危机



来源：Wind、国金证券研究所

通胀可分为需求驱动、成本驱动和需求成本混合驱动等类型，本轮与 1970 年代都属于第三种。需求驱动型通胀，顾名思义，主要由需求驱动，背后的形成机制是需求增长幅度超过供给，供需缺口随之走扩、推升通胀。与需求驱动型通胀相比，成本驱动型通胀的出现，主要与供给端成本出现大幅抬升有关，可能原因包括劳动力工资大幅增长、企业主动减产提价，以及进口商品价格抬升等。而当需求向好与供给端成本大幅上涨同时发生时，表现为需求成本混合驱动型通胀，本轮与 1970 年代都具有此特征。

图表 11：美国通胀大体可分为需求驱动、成本驱动和需求成本混合驱动等多种类型

通胀类型	通胀形成机制
需求驱动型	需求快速增长、且增长幅度超过供给，供需缺口随之扩大、推升通胀
成本驱动型	工资驱动型 工资增长超过了劳动生产率的提高，导致企业生产成本增加，进而引发物价水平提高 利润驱动型 具有垄断能力的工厂为获得更高利润，主动减少供给和提高价格，推升通胀 进口驱动型 进口商品价格上涨导致国内生产或生活成本抬升，进而引发物价水平提升
需求和成本混合驱动型	需求快速增长，同时劳动力成本、进口商品价格等上涨，共同推升物价水平

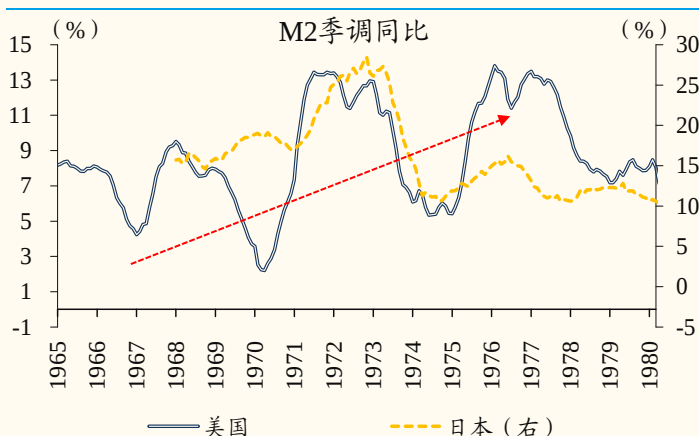
来源：IMF、国金证券研究所

1.2、两轮通胀的不同之处：放水节奏、能源政策、人口结构等

本轮全球通胀，与 1970 年代大通胀又有四点明显不同：1、1970 年代的“放水”节奏相对缓和，本轮“放水”节奏较为突然；2、1970 年代化石能源仍属于香饽饽，不存在资本支出受限的问题，如今碳减排背景下，传统板块的资本开支不足成为常态；3、1970 年代全球人口相对年轻化，而如今人口老龄化越发严重；4、1970 年代大通胀出现之前通胀中枢已开始逐级抬升，持续数十年的温和通胀环境，使得本轮通胀飙升异常突然。

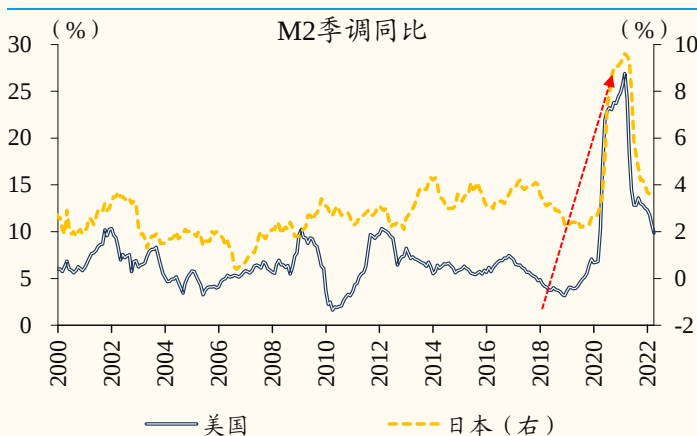
不同之处一：1970 年代的“放水”节奏相对缓和，本轮放水节奏较为突然。正如前文所言，1970 年代的大通胀始于先前的财政、货币两宽。以货币为例，美国、日本等主要经济体的 M2 同比增速中枢，经历了缓慢抬升直至 1972 年前后达到峰值。反观当下，疫情前美国、日本等 M2 同比增速中枢水平整体平稳、波动较小；疫后大放水下，M2 同比增速快速升至极高水平。

图表 12：1970 年代的放水较为缓和



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：本轮放水节奏更为突然

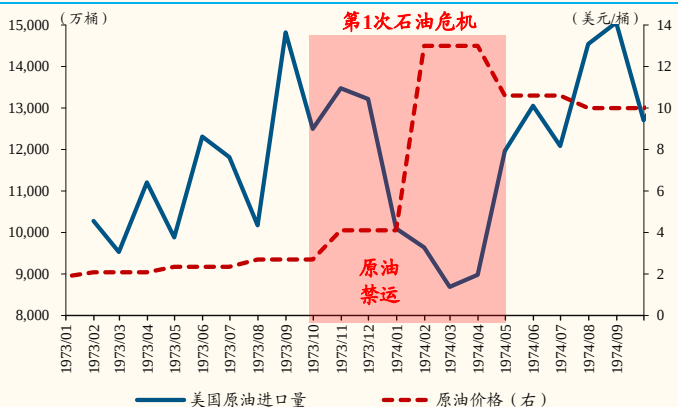


来源：Wind、国金证券研究所

不同之处二：1970 年代化石能源，不存在资本支出受限的问题，近些年碳减排背景下，传统板块的资本开支不足、供需失衡问题常态化出现。1970 年代的石油危机起于地缘冲突爆发，止于地缘局势缓和，但化石能源仍属于香

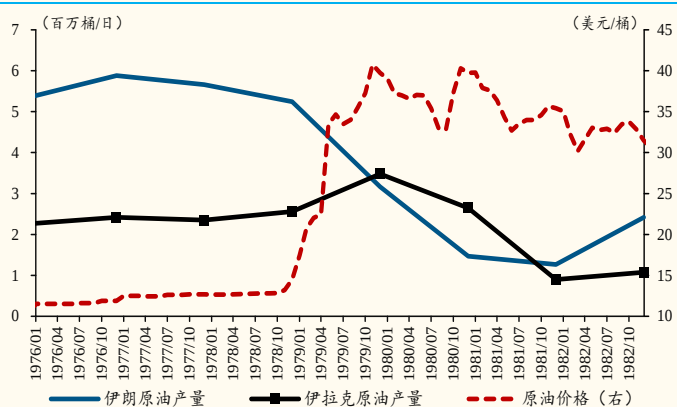
饽饽，不存在资本开支受限的问题。近些年来，“2030 年大幅减碳”政策倾向等，导致传统能源等领域资本开支持续低迷。俄乌战争的爆发及由此引发的欧美对俄制裁等，进一步加大能源供需的失衡问题。

图表 14：第 1 次石油危机的导火索是第 4 次中东战争



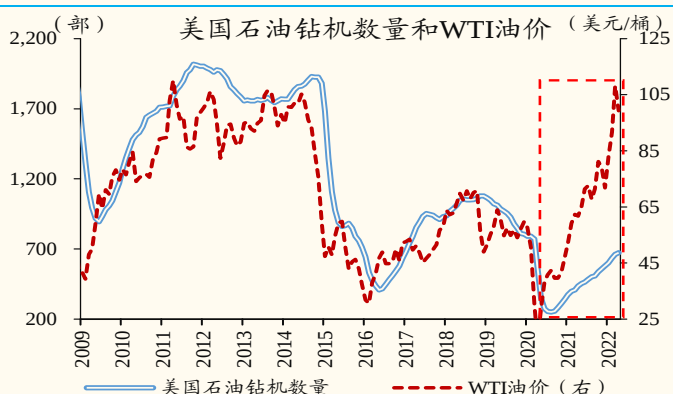
来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：第 2 次原油危机的导火索是两伊战争



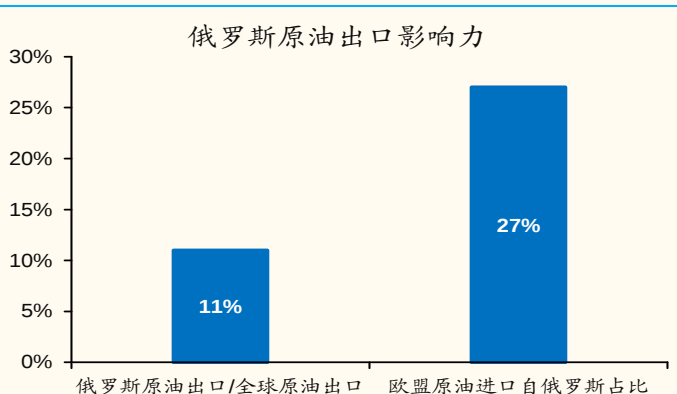
来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：美国页岩油增产不足



来源：Wind、国金证券研究所

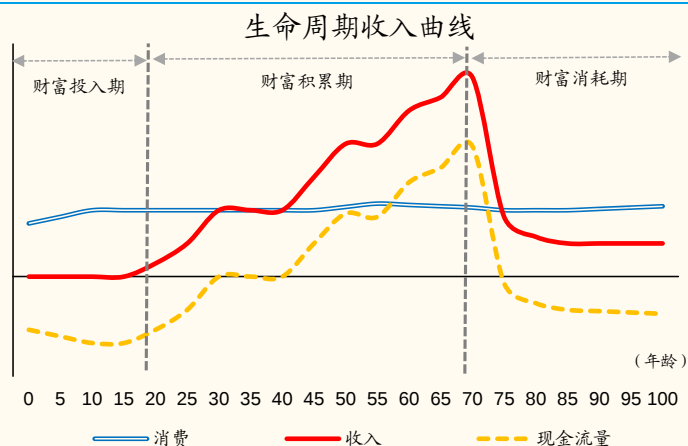
图表 17：俄乌冲突只是本轮油价上涨的导火索



来源：Wind、国金证券研究所

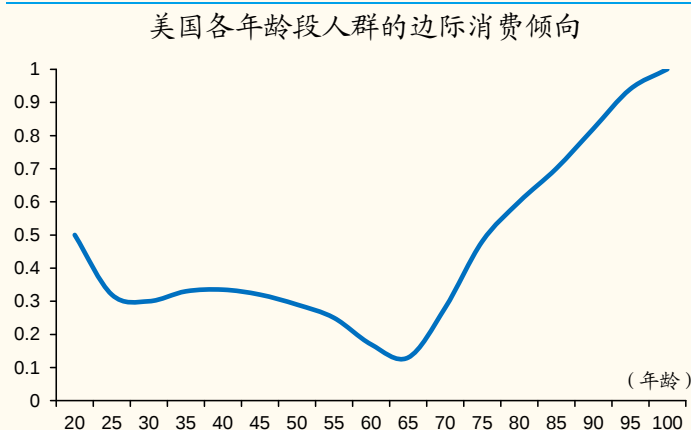
不同之处三：1970 年代全球人口相对年轻化，而如今人口老龄化越发严重。人口结构的不同，对通胀形势也会产生较大影响。基于生命周期消费理论，边际消费倾向更高的老龄人口占比，社会整体消费倾向就较高、储蓄倾向就较低，容易驱动通胀压力上行。1970 年代，全球人口年龄结构较为健康，充足的劳动力人口占比，通胀高企另有推手。如今，全球人口早已度过“人口红利期”，老龄化问题越来越严重，利于通胀压力累积。

图表 18: 老年人的消费大于收入



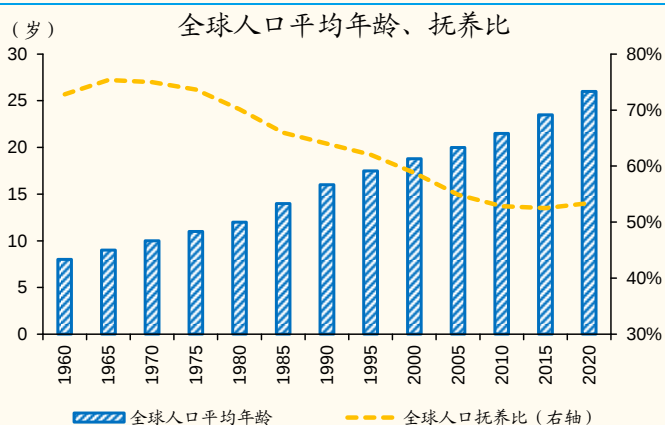
来源：国金证券研究所

图表 19: 老年人的边际消费倾向更高



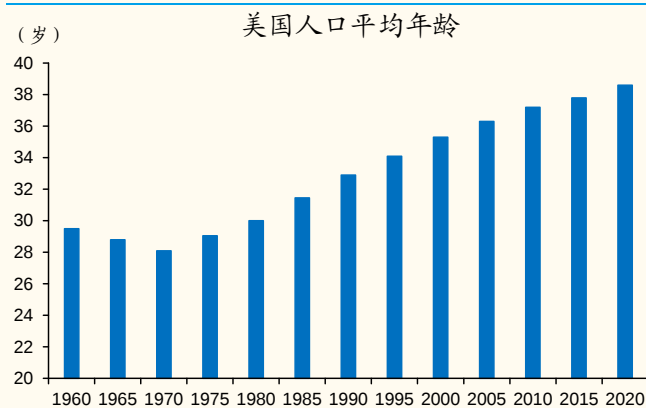
来源：BLS、国金证券研究所

图表 20: 1970 年以来，全球人口平均年龄一路上行



来源：BLS、国金证券研究所

图表 21: 1970 年以来，美国人口平均年龄一路上行



来源：BLS、国金证券研究所

不同之处四：1970 年代大通胀出现之前通胀中枢已开始逐级抬升，持续数十年的温和通胀环境，使得本轮通胀飙升异常突然。还是以美国为例，事实上，早在 1960 年代，美国通胀中枢水平已开始逐步抬升。但与以往不同的是，过去 30 余年，美国通胀中枢水平处于不断回落的态势。数据显示，1990 年代、2000 年代以及 2010 年代，美国 CPI 同比均值分别为 2.8%、2.4%及 1.7%。因此，持续已久的低通胀环境，使得本轮通胀飙升显得十分突然。

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_42420

