

美国1970年代大滞胀的来龙去脉

牟一凌、方智勇、王况炜、纪博文

摘要

1.真正的滞胀与我们的认知不同。当下市场投资者认知中的“滞胀”，似乎总是基于着美林时钟的框架，固化在需求驱动下的“滞胀期”，认为物价的上行最终只是滞后于经济总量的上行而见顶，滞胀期是如此短暂且最终可以走向没有通胀的衰退。我们无意把当下的一切问题等同于1970s的美国，但亦不建议投资者因为某些方面与1970s的美国不同就认为当下没有滞胀。我们希望投资者通过1970s的经验认识到，通胀的成因并非只有需求的上升，而滞胀的“梦魇”也可以持续如此之久。走向低通胀世界的背后是无数的努力与运气，低通胀并不是经济规律给予我们的一个永恒“承诺”。

2.1970s美国走不出的“滞胀”循环：迟钝的货币政策&无效的价格管制和不断加强的通胀预期。美国在1970s共历经了三次滞胀，且一次比一次严重。在这期间尼克松政府、福特和卡特政府都曾用价格管制、货币紧缩等手段打压通胀，但最终都失败了。从学术讨论上看，当时美国之所以走不出“滞胀”的循环，原因主要有三点：（1）过剩货币量是导致滞胀的主要原因；（2）价格管制使得价格信号不能正确地反映市场供求，从而导致资源的错误配置，造成供给面的效率损失，进而削弱供给面的活力；（3）宽松的货币政策导致通胀预期上升先于供给冲击，使得高通胀不可避免，食品与能源价格冲击只是在其中扮演了并不重要的角色。

3.大类资产表现：原油 > 黄金 > 房地产 > 其他大宗商品 > 股票 > 现金 > 债券，其中股票中能源与金融表现最好。在1968-1981年期间大类资产年化收益率排名中，原油 > 黄金 > 房地产 > 其他大宗商品 > 股票 > 现金 > 债券。面对名义利率的不断上行，最终资本利得的损失可能使得债券连现金都跑不赢。对于股票而言，考虑股息回报之后，标普500在1970s并非10年不涨，而是翻倍。分行业来看，由于ROE与盈利增速的相对优势，能源股表现最为强势，其次是房地产与金融。而在某些阶段股票也可以跑赢大宗商品：这一区间往往出现在商品价格快速上行结束之后。大部分周期股股价滞后于周期商品见顶回落，尤其是在第三次滞胀时期的后半段。**值得注意的是，大宗商品在紧缩期的中后段会出现一次全面的上涨，其背景是市场认为进入了美联储加息期的尾声。**

4.如何走出“滞胀”：打破“工资-通胀”螺旋，同时放松政府管制、减税以激发经济活力。结合沃尔克紧缩的货币政策与对待工会更为严厉的态度，里根政府与美联储合力打破了“工资—通胀”螺旋的恶性循环，在较短的时间内控制住美国公众对通胀的预期，逐步解决滞胀中“胀”的问题。而里根政府的新政（大规模减税、放松政策管制）也逐步让经济走出了“滞”。此后美国经济进入了一段超过20年的平稳增长期，即“大缓和”时期（The Great Moderation）。学术上“大缓和”的原因一方面是“运气好”，另一方面货币政策目标的转变和技术进步都使得通胀的波动率降低了。但其实人口的因素也不容忽视，在这个过程中美国“婴儿潮”、移民因素以及中国的劳动力成本优势在国际分工中的重要作用也使得通胀压力大幅降低。

5.风险提示：历史并不代表未来；通胀粘性不及预期；经济增速下行超预期。



01

1970s美国滞胀成因

02

如何走出滞胀

03

风险提示

CONTENTS

目录

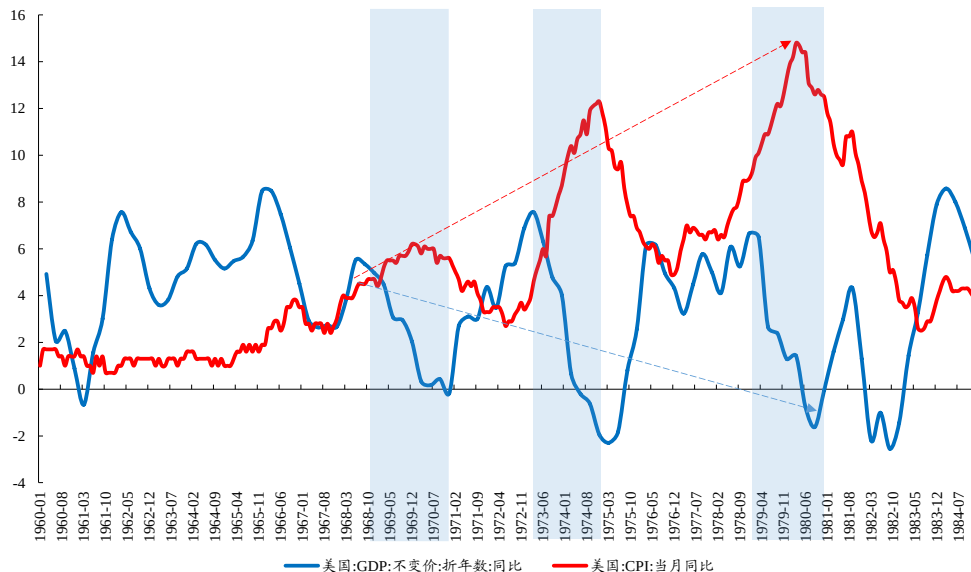


01. 1970s美国滞胀成因

1.1 1970s美国经济：走不出的“滞胀”循环

- 滞胀期的概念界定其实是一个困扰，如果按照一般市场的共识（经济向下和通胀向上），美国在1969-1980这12年间共历经了三次滞胀（分别是在1969-1970年、1973-1974年以及1979-1980年），且一次比一次严重。在这段时期，美国实际GDP年化增长率为2.91%，但CPI指数的年化增长率却高达7.68%。

图1：70年代美国经济最明显的特征是“滞胀”，且一次比一次严重

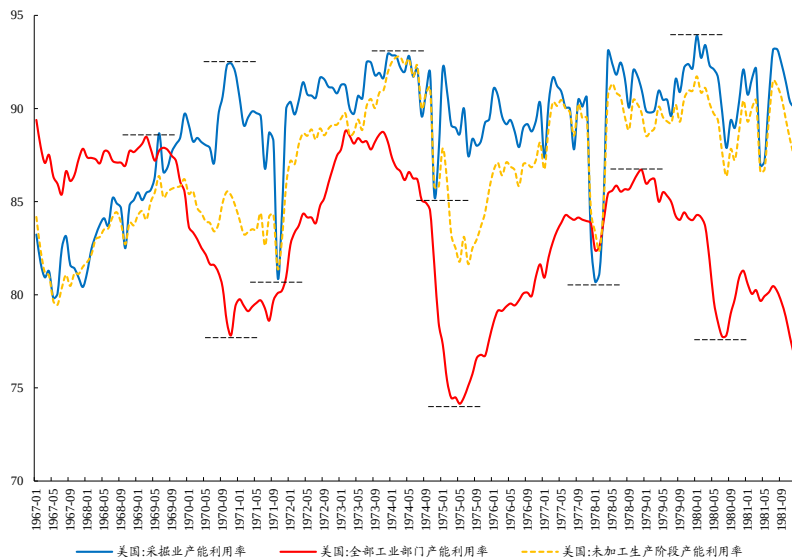


资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 1970s美国经济：走不出的“滞胀”循环

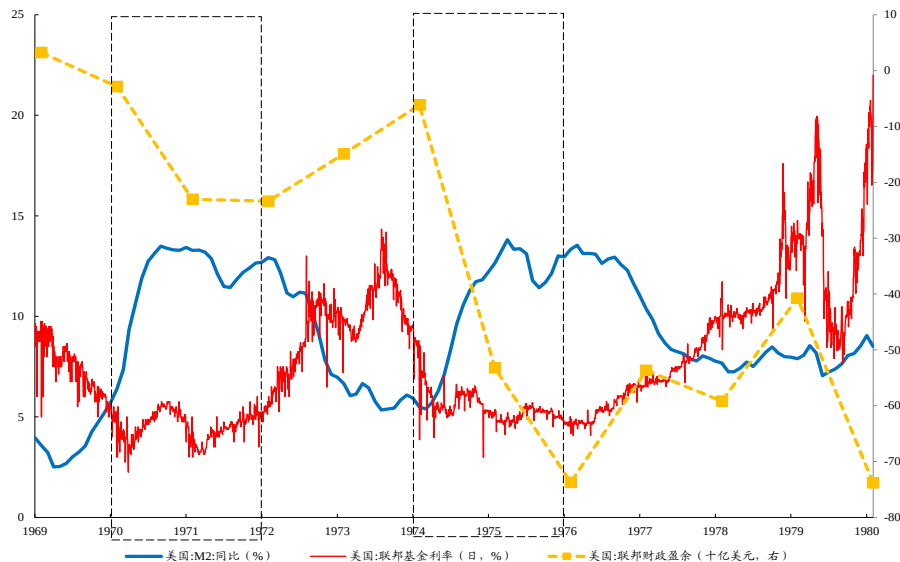
- 1970s美国全部工业产能利用率不断探底，上游维持高位；经济增长过度依赖于政策：短暂地走出滞胀都依赖于货币宽松与财政刺激。

图2：美国全部工业产能利用率不断探底，上游维持高位



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：短暂地走出滞胀都依赖于货币宽松与财政刺激

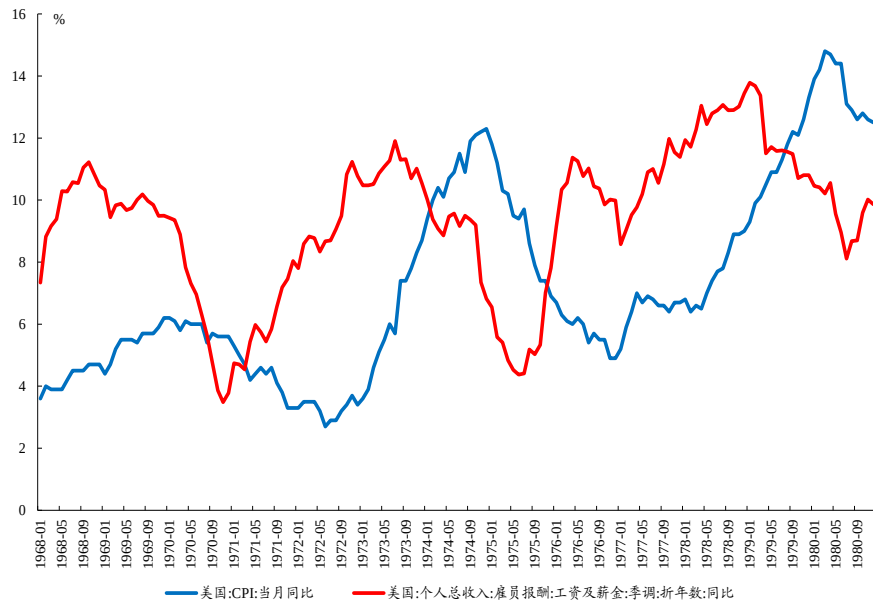


资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 1970s美国经济：走不出的“滞胀”循环

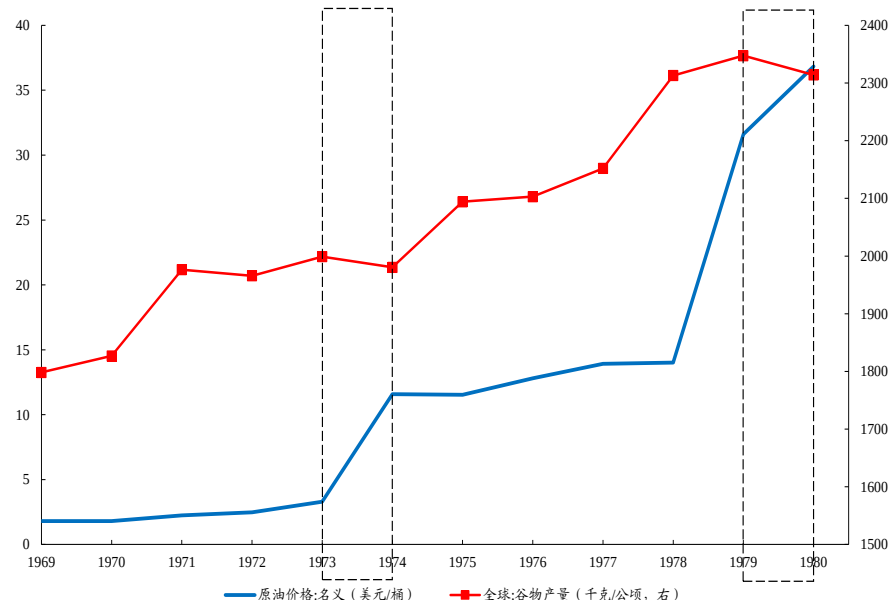
- 社会福利政策下劳动力成本居高不下，而生产率其实是在不断降低。与此同时，中间发生的两次石油和粮食危机等外部冲击加剧了通胀的上行（但并非本质原因）。

图4：滞胀时期工资与通胀形成了螺旋上升的趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：石油/粮食危机等外部冲击加剧了通胀的上行



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 1970-1972通胀短暂回落：尼克松新经济政策

- 尼克松政府一开始的“双紧”政策使得经济大幅下滑，通胀问题反而没有得到解决，因而到了1971年8月，为了解决经济下滑与美元信任危机的问题，尼克松政府开始转向“新经济政策”。**新经济政策的主要内容是冻结工资、物价以抑制通胀**，同时要求国会削减联邦开支、实行投资减税政策刺激投资，停止外国央行用美元向美国兑换黄金，对进口商品增收10%的附加税等。**物价管控短期取得了一定的效果，但为后来的通胀报复性反弹也埋下了隐患。**

图6：尼克松政府一上台便收紧了货币政策

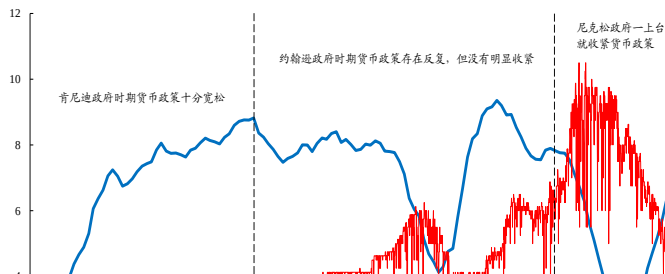
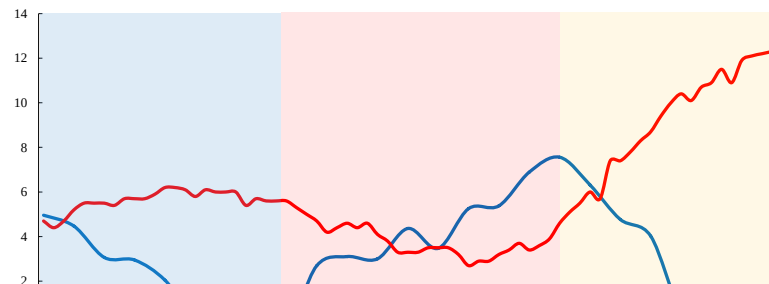


图7：“新经济政策”只是暂时抑制了通胀，1972年年中通胀又开始上行



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_46797

