

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，且势头未有放缓趋势，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	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	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	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

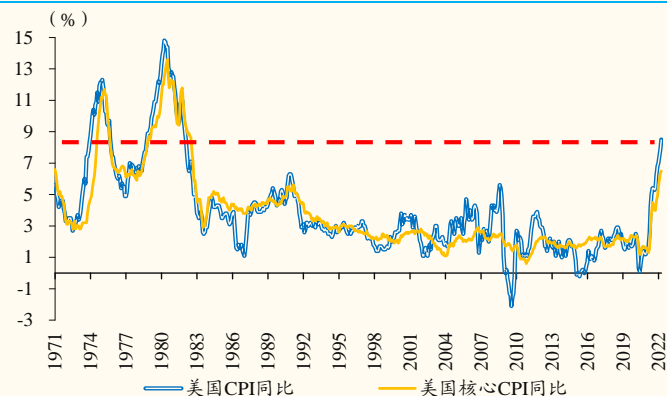
1、对比 1970 年代，本轮通胀的同与不同？通胀表征相似，形成机理略不同

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。

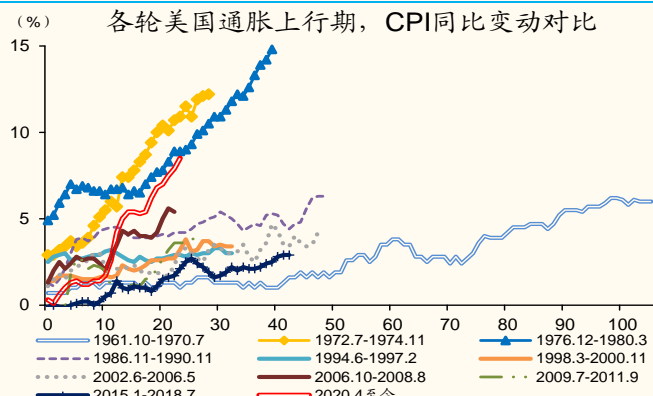
相似之处一：通胀的上行幅度、速度及扩散范围。最新公布的数据显示，美国 4 月 CPI 同比增长 8.3%，核心 CPI 同比增长 6.2%，继续位于近 40 年以来高位；同时，欧元区、英国等经济体的通胀数据也纷纷爆表。以美国为例，本轮通胀的上行幅度、速度，在历史上堪比发生于 1970 年代的大通胀。除了读数飙升外，本轮通胀的扩散范围，也堪比 1970 年代。

图表 1：美国 CPI、核心 CPI 同比连创新高



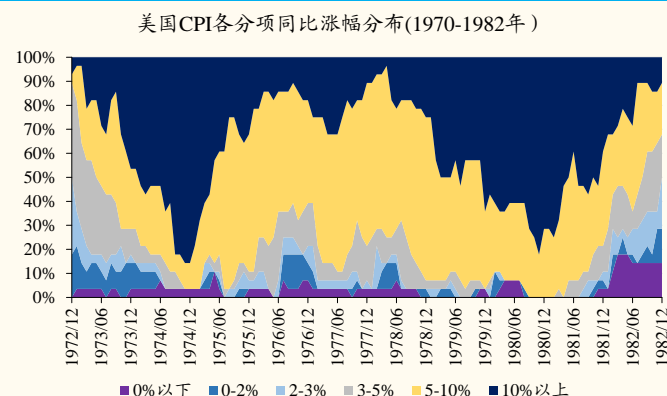
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：本轮美国通胀上行速度堪比 1970 年代



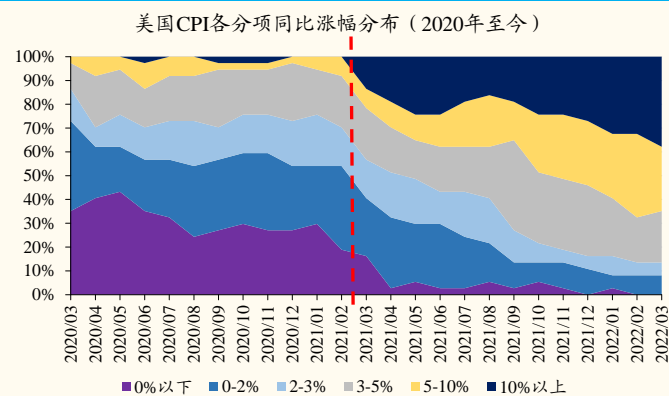
来源：Wind、国金证券研究所

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

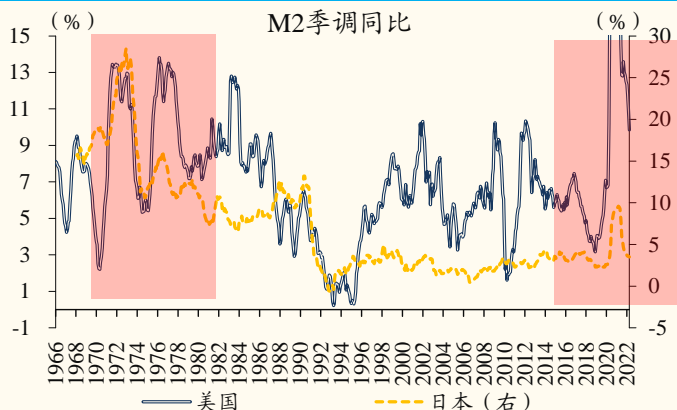


来源：Wind、国金证券研究所

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

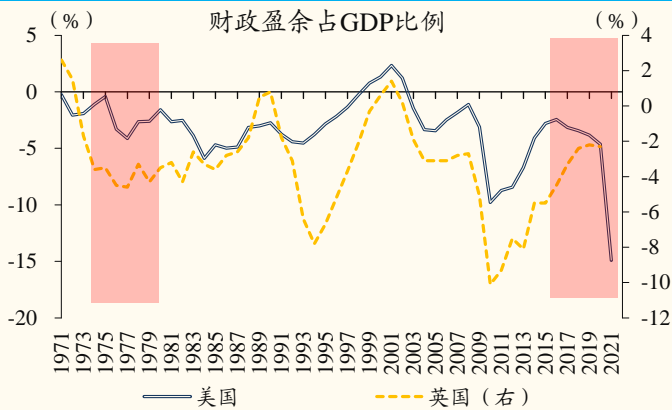
政刺激法案，对企业及居民部门实施财政援助；并通过大幅降息、量宽扩表，提供了大量流动性支持，放水力度丝毫不弱于 1970 年代。

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

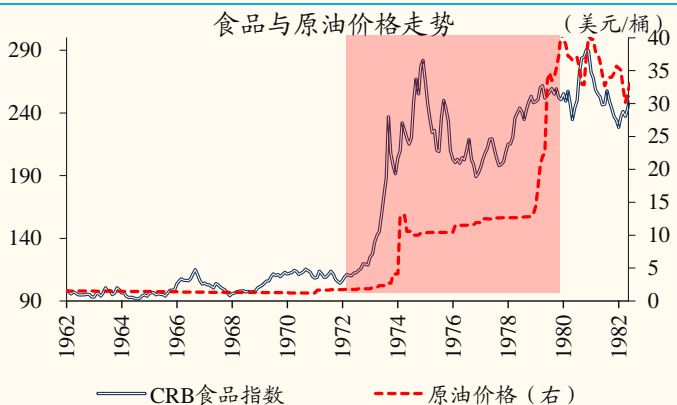
图表 6：两轮通胀都离不开财政放水



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



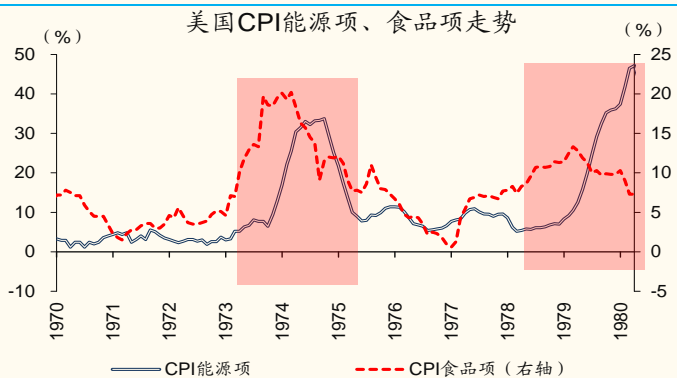
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：当下食品、原油价格飙涨



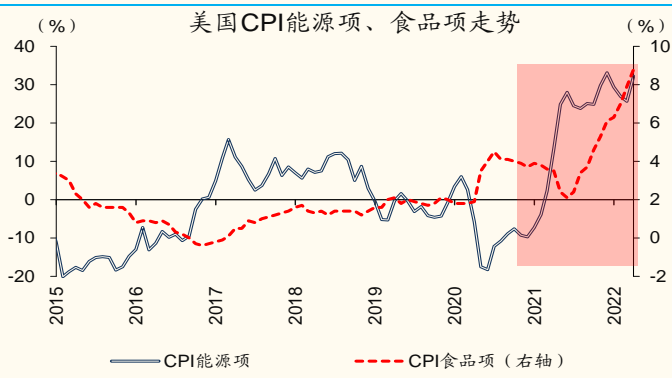
来源：Wind、国金证券研究所

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

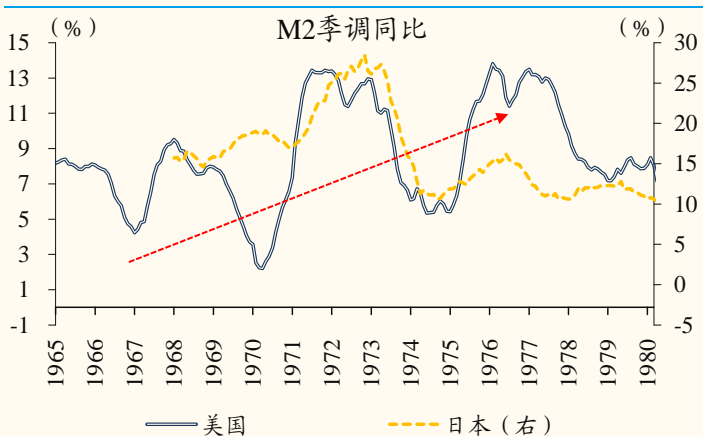
来源：IMF、国金证券研究所

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。

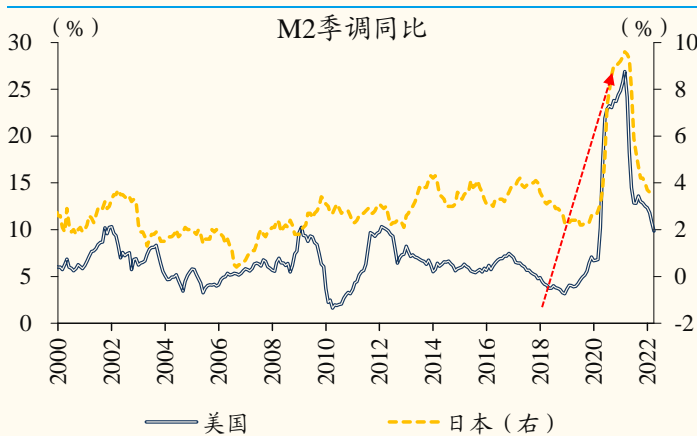
不同之处一：1970 年代的“放水”节奏相对缓和，本轮放水节奏较为突然。正如前文所言，1970 年代的大通胀始于先前的财政、货币两宽。以货币为例，美国、日本等主要经济体的 M2 同比增速中枢，经历了缓慢抬升直至 1972 年前后达到峰值。反观当下，疫情前美国、日本等 M2 同比增速中枢水平整体平稳、波动较小；疫后大放水下，M2 同比增速快速升至极高水平。

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

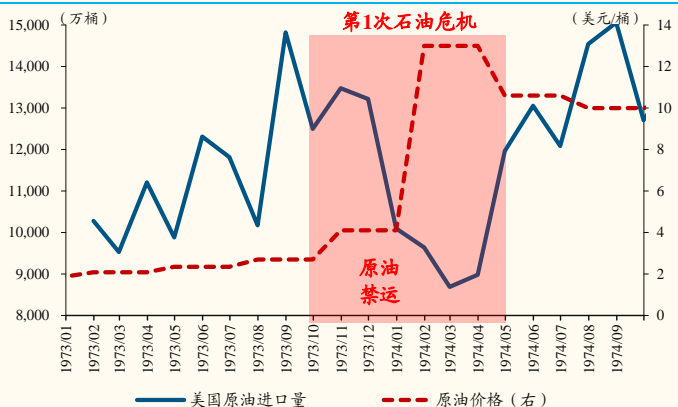


来源：Wind、国金证券研究所

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

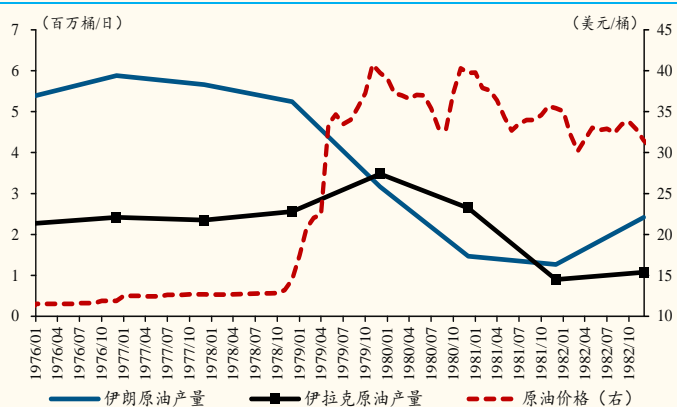
停滞，不存在资本开支受限的问题。近些年来，“2030 年大幅减碳”政策倾向等，导致传统能源等领域资本开支持续低迷。俄乌战争的爆发及由此引发的欧美对俄制裁等，进一步加大能源供需的失衡问题。

图表 14: 第 1 次石油危机的导火索是第 4 次中东战争



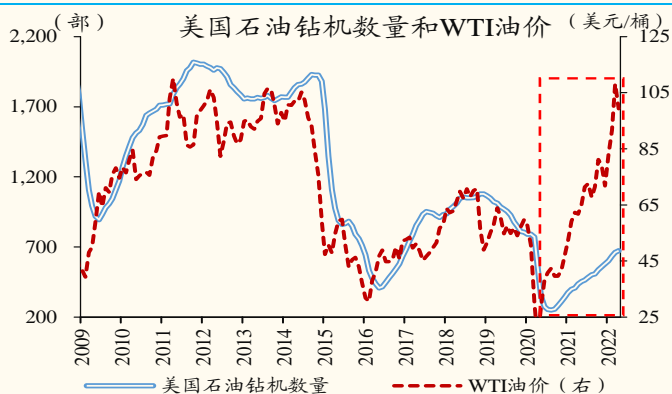
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 第 2 次原油危机的导火索是两伊战争



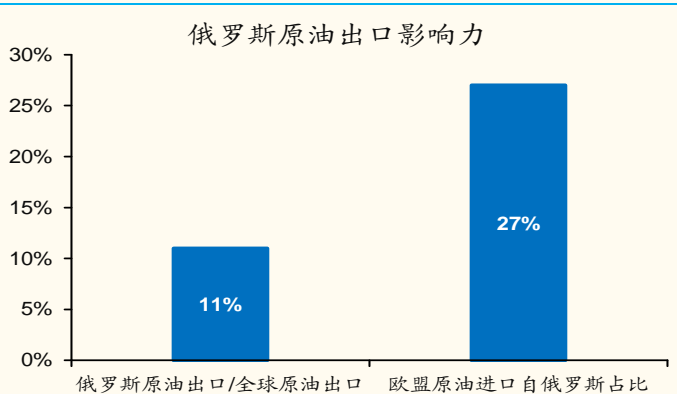
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 美国页岩油增产不足



来源: Wind、国金证券研究所

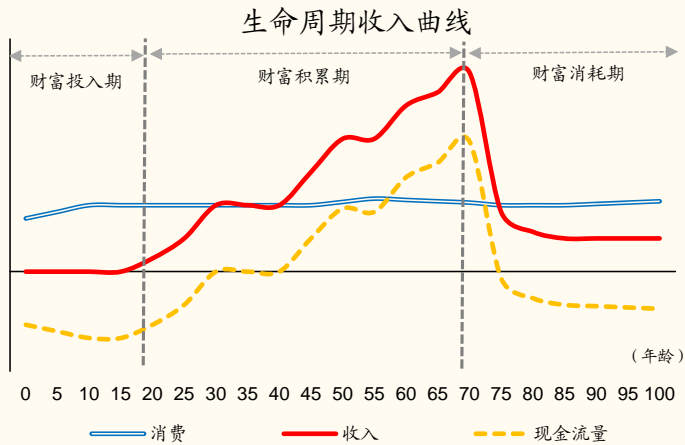
图表 17: 俄乌冲突只是本轮油价上涨的导火索



来源: Wind、国金证券研究所

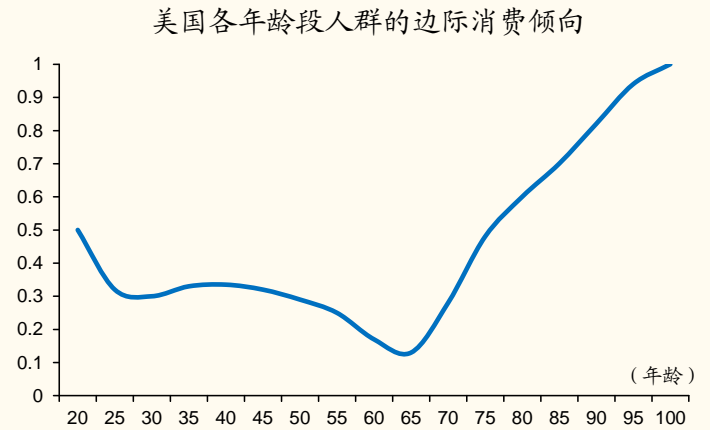
不同之处三：1970 年代全球人口相对年轻化，而如今人口老龄化越发严重。人口结构的不同，对通胀形势也会产生较大影响。基于生命周期消费理论，边际消费倾向更高的老龄人口占比，社会整体消费倾向就较高、储蓄倾向就较低，容易驱动通胀压力上行。1970 年代，全球人口年龄结构较为健康，充足的劳动力人口占比，通胀高企另有推手。如今，全球人口早已度过“人口红利期”，老龄化问题越来越严重，利于通胀压力累积。

图表 18: 老年人的消费大于收入



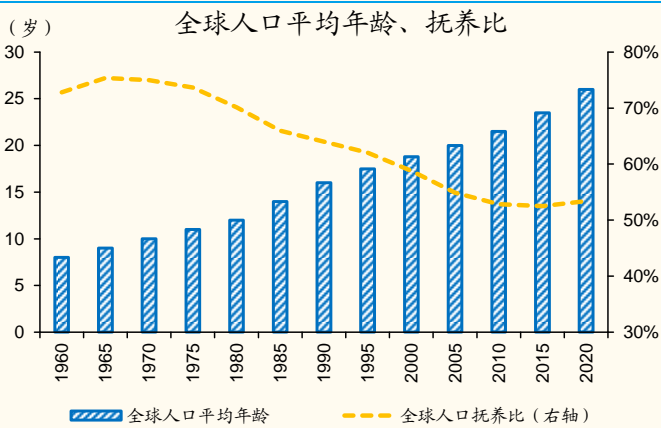
来源: 国金证券研究所

图表 19: 老年人的边际消费倾向更高



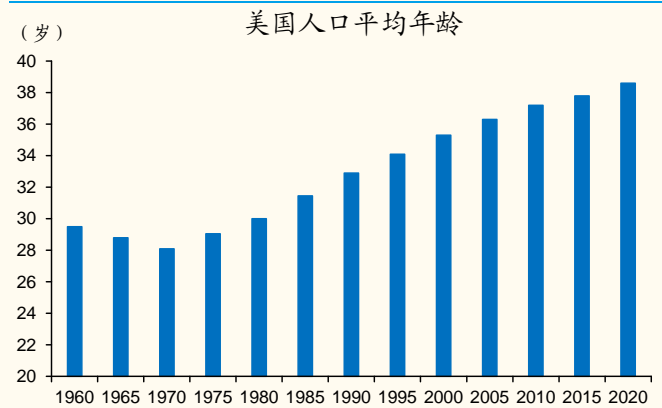
来源: BLS、国金证券研究所

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

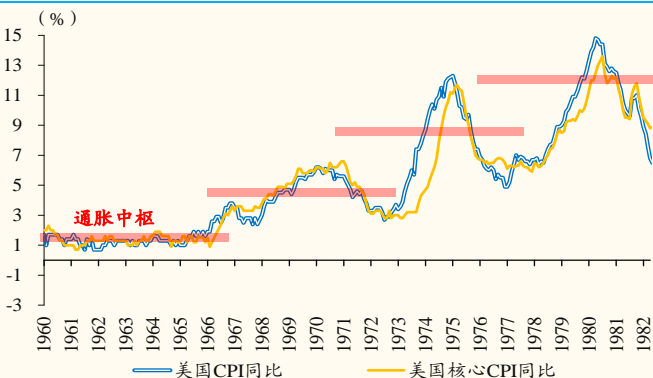
图表 21: 1970 年以来, 美国人口平均年龄一路上行



来源: BLS、国金证券研究所

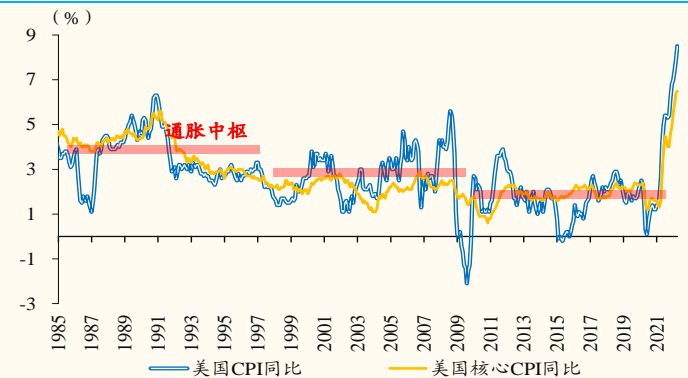
不同之处四: 1970 年代大通胀出现之前通胀中枢已开始逐级抬升, 持续数十年的温和通胀环境, 使得本轮通胀飙升异常突然。还是以美国为例, 事实上, 早在 1960 年代, 美国通胀中枢水平已开始逐步抬升。但与以往不同的是, 过去 30 余年, 美国通胀中枢水平处于不断回落的态势。数据显示, 1990 年代、2000 年代以及 2010 年代, 美国 CPI 同比均值分别为 2.8%、2.4%及 1.7%。因此, 持续已久的低通胀环境, 使得本轮通胀飙升显得十分突然。

图表 22: 1970 年代之前美国通胀中枢已开始逐级抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 过去 30 余年美国通胀中枢水平处于不断回落



来源: Wind、国金证券研究所

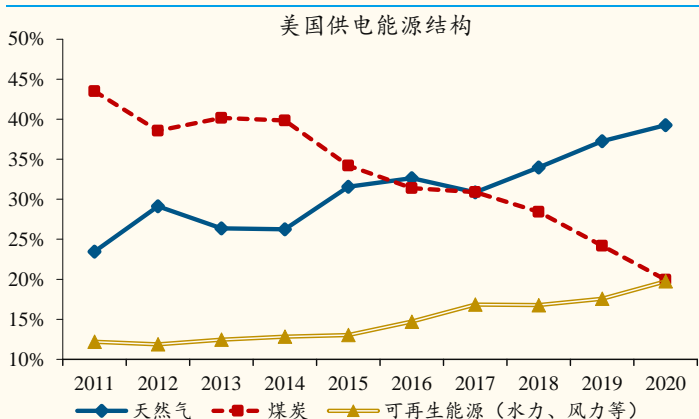
2、疫情退潮后，通胀会否消退？警惕通胀形成机理中，短期冲击的中长期化

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

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、粮食等供需秩序的冲击，或加剧通胀的持续性。逆全球化思潮的不断加深，对全球供应链布局的影响，也在直接或间接的影响到全球通胀格局。

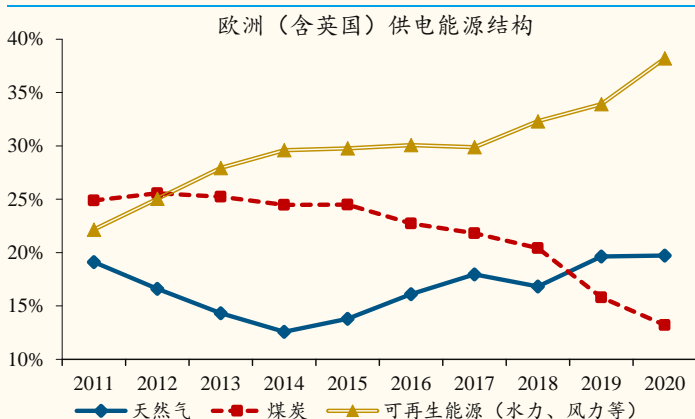
能源转型的前半段，能源价格会持续居高，抬升通胀中枢。传统能源主导的时代，伴随着资源品价格的涨跌，资本开支与库存行为会呈现周期性波动，起到长周期平抑价格的效果。近些年来，全球“2030 年大幅减碳”政策倾向下，传统能源板块的资本开支持续低迷；大力推广的新能源受天气影响大、稳定性偏弱，导致“能源转型”过程中，能源供需失衡、价格高企成为常态。

图 1：过往 10 年，欧洲煤炭发电占比持续下降



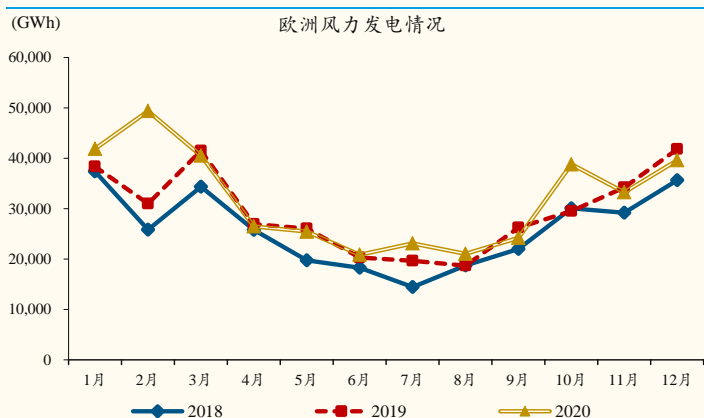
来源：EIA、国金证券研究所

图 2：过往 10 年，美国煤炭发电占比持续下降



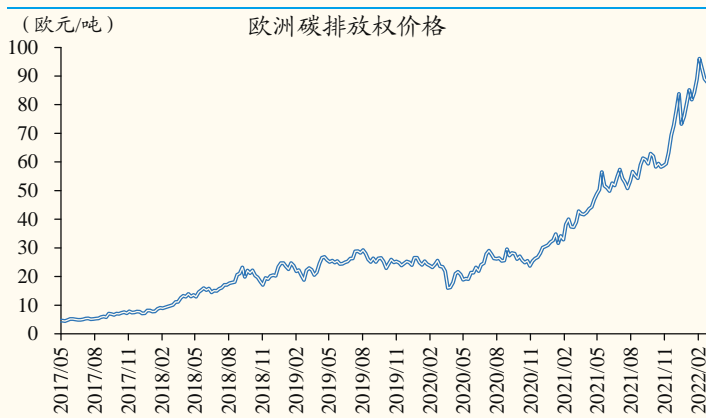
来源：EUROSTAT、国金证券研究所

图表 24：绿色能源供给的不稳定



来源：EUROSTAT、国金证券研究所

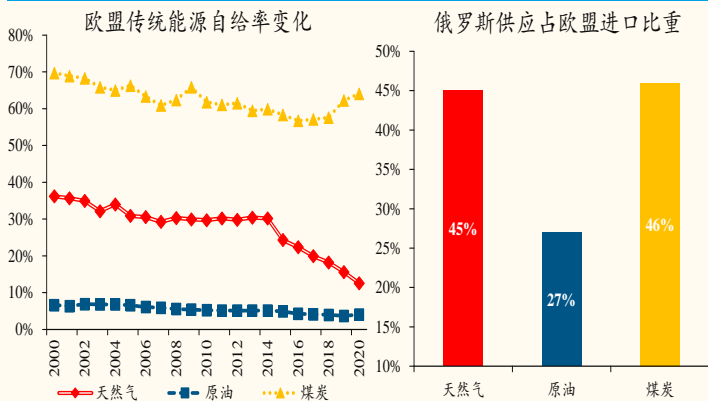
图表 25：碳排放权持续涨价映射能源价格或维持高位



来源：EUROSTAT、国金证券研究所

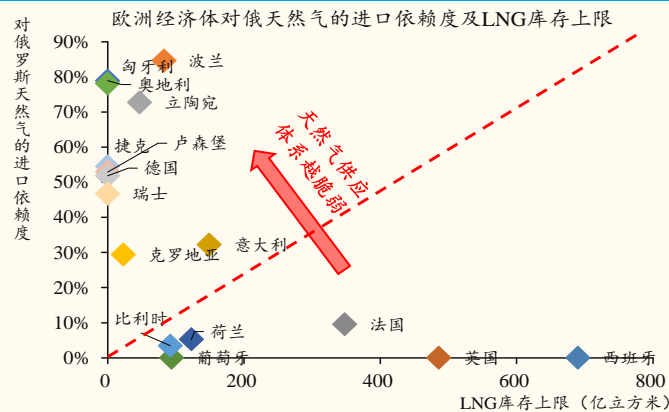
俄乌战争影响的持续性或超预期，对全球能源、粮食等供需秩序的冲击，或加剧通胀的持续性。目前来看，俄罗斯、乌克兰虽然进行了数轮正式谈判，仍处于“放狠话”阶段，至今也未就停战协议达成实质性的共识。西方经济体对俄罗斯的制裁不断升级，已涉及到科技、金融、贸易等多方面，能源出口相关的制裁会导致全球能源供需错位，并进一步加剧全球能源供需体系的脆弱性。同时，俄乌是小麦等农作物的重要出口地，地缘冲突对主要农作物供给的影响，导致年初以来农产品价格普遍大幅提升。

图表 26: 俄罗斯能源对全球、尤其是欧洲影响重大



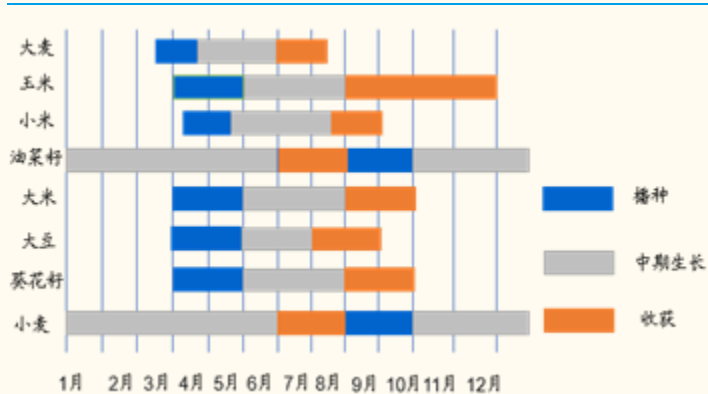
来源: EUROSTAT、国金证券研究所

图表 27: 欧洲能源之殇持续时长或超预期



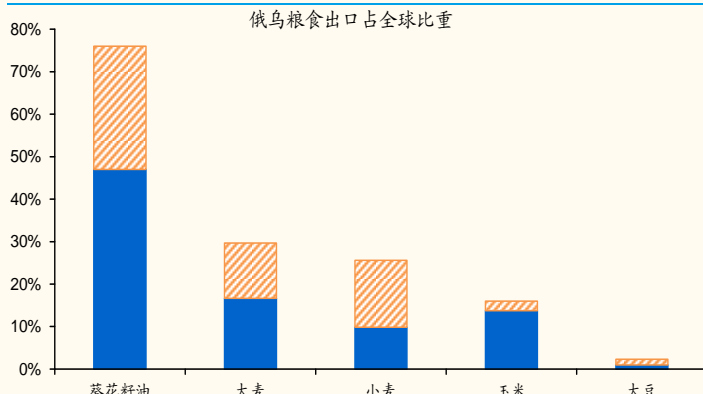
来源: EUROSTAT、国金证券研究所

图表 28: 乌克兰农作物种植日历



来源: USDA、国金证券研究所

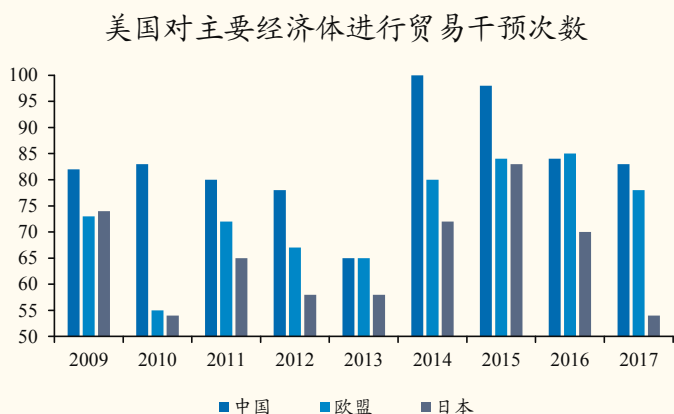
图表 29: 俄乌两国粮农产品出口占比较高



来源: Wind、国金证券研究所

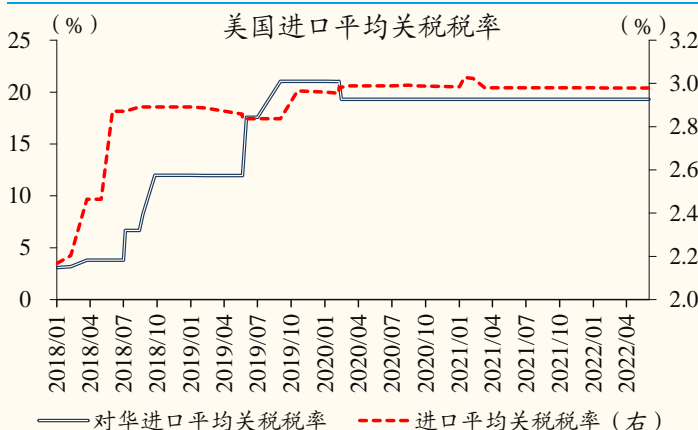
愈演愈烈的逆全球化思潮，对全球供应链布局的影响，也从中长期维度推升全球通胀中枢。过去数十年，全球一体化推进过程中，全球日益成熟的“三元结构”，通过更加精细化的分工、更高的生产效率带动全球通胀中枢不断下移。中国融入全球分工体系，得到了快速发展的同时，为全球输出便宜的商品、平抑通胀做出巨大贡献。近些年，逆全球化思潮的不断加剧，导致供应链布局从早年追求“效率优先”转向兼顾“效率”与“公平”，通胀中枢的抬升形影随之。

图表 30: 美国等实施贸易干预数量明显提升



来源: World Bank、国金证券研究所

图表 31: 美国进口平均关税税率明显提升



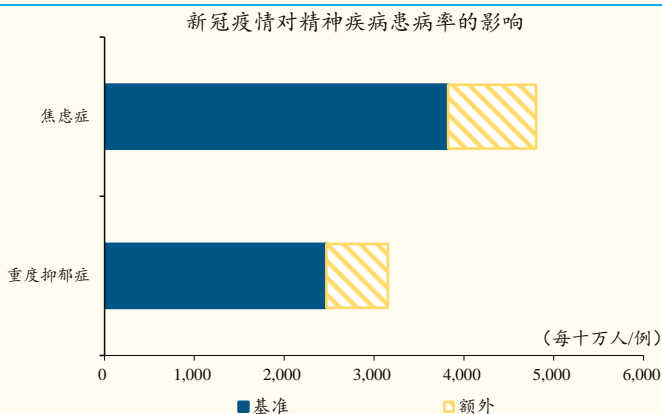
来源: UN Comtrade、国金证券研究所

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

疫情本身对产业生态、就业生态等微观结构的破坏全面深入，部分影响或将在未来一段时期持续影响经济。如，疫后心理创伤、对就业意愿的压制，工资通胀对其他成本的传导；供应链与生产能力的破坏，贸易成本上升等。

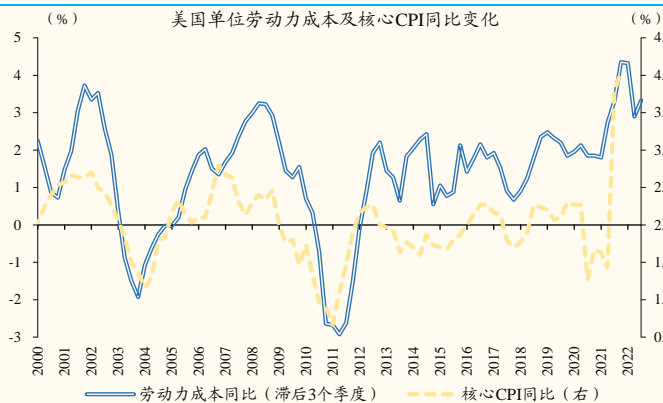
疫后心理创伤，可能不会随着疫情退潮而快速弱化，对就业意愿的压制或成为长期现象；导致低薪劳动力供需矛盾更突出，加剧工资通胀压力凸显。即便疫情影响趋于弱化，“疫后创伤”仍在继续影响就业市场的修复。为了招纳劳动力，企业不得不付出更高的成本。在劳动力市场高度紧张的背景之下，3 月份非农部门平均时薪同比增速达到 5.6%，创下 07 年以来新高。职位空缺率与不同行业的 12 个月工资增长率之间存在明显的正相关关系，指向美国劳动力市场当前仍处于“供不应求”的情况，工资通胀的压力进一步凸显。

图表 32: 新冠疫情使得重度抑郁症等患病率大幅增加



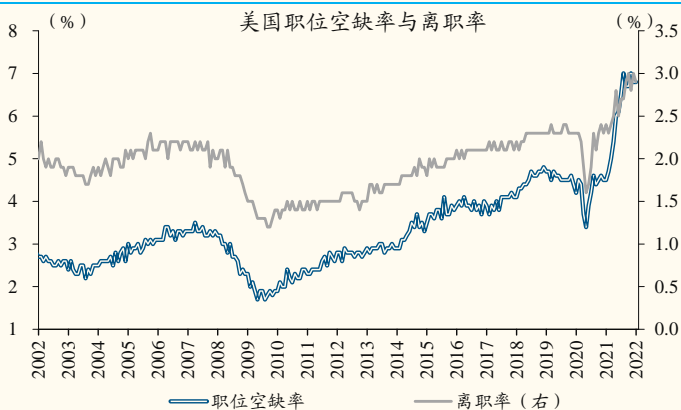
来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 美国劳动力成本领先核心 CPI 同比变化



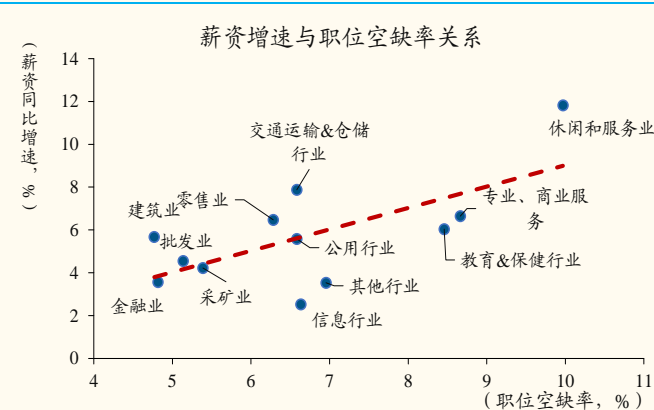
来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 美国企业招工需求旺盛



来源: Wind、国金证券研究所

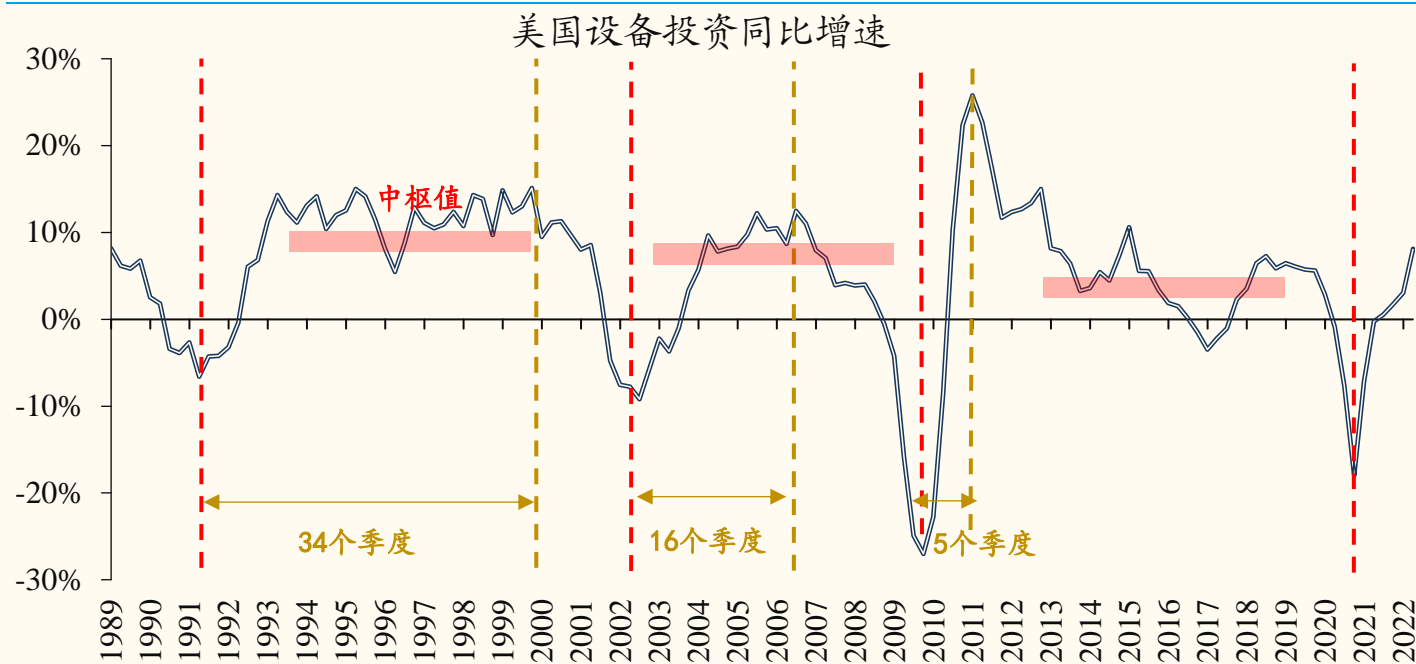
图表 35: 美国薪资-通胀压力上升



来源: Wind、国金证券研究所

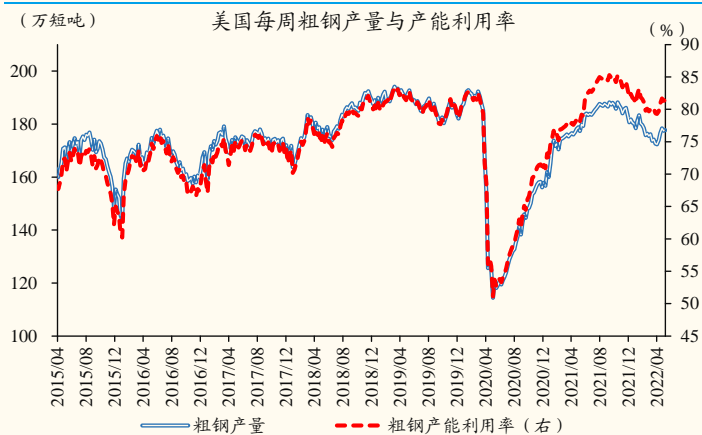
产业生态受到的破坏，短期也很难得到有效修复，也注定疫情影响的长期化。过去十多年逆全球化思潮不断加剧、主要经济体“大幅减碳”政策倾向的双重影响下，主要经济体资本开支意愿受到明显抑制。疫情期间，又被动经历“供给侧改革”产能进一步收缩。以美国钢铁行业为例，产能利用率早已超过疫前，产量尚未修复到位；行业数据也指向同样结论，纽柯钢铁 2020 年粗钢产量较 2019 年小幅下滑，但市占率却又 26% 调升至历史最高的 31%。

图表 36: 过去 10 余年美国等经济体的资本开支明显不足



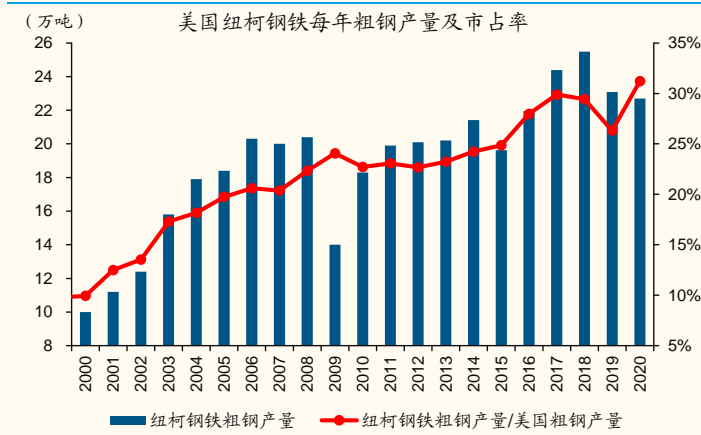
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 疫情期间, 美国钢铁产能进一步加快出清



来源: Wind、国金证券研究所

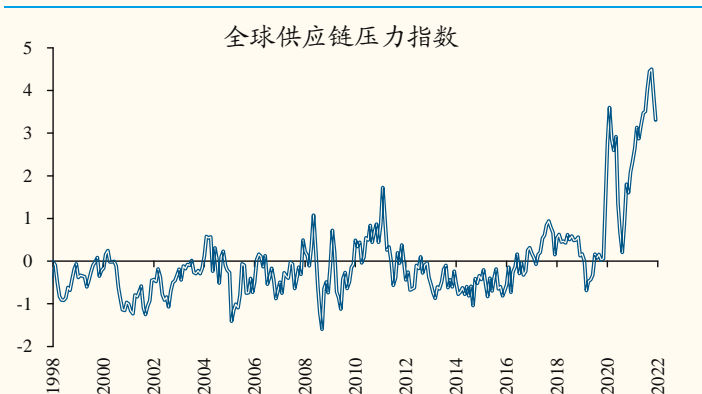
图表 38: 纽柯钢铁市占率进一步提升



来源: Wind、国金证券研究所

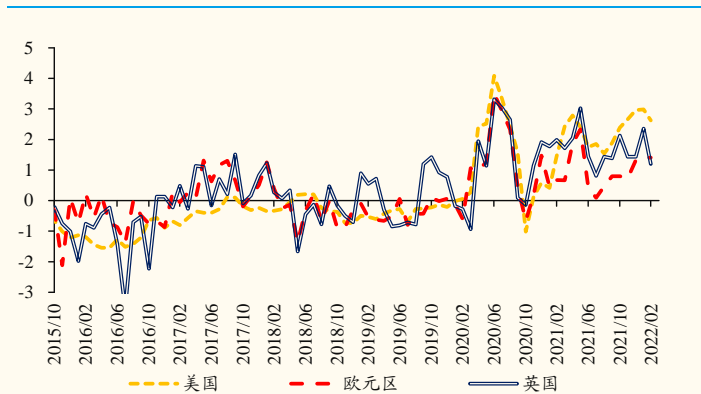
疫情期间, 供应链收缩的进一步凸显, 也将导致贸易成本的上升, 抬升通胀中枢。疫情期间, 供应链分工越细的产业越容易遭遇冲击, 以汽车、电子等为典型代表; 进而激励主要经济体供应链收缩的倾向, 供应链安全的问题重视度明显提升, “效率优先”转向“效率”与“安全”兼顾, 并带来贸易成本的上升, 进而从中长期维度影响通胀中枢。

图表 39: 全球供应链压力指数仍处于高位



来源: NY Fed、国金证券研究所

图表 40: 美欧供应链压力指数仍处于高位



来源: NY Fed、国金证券研究所

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

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

社会思潮近半个世纪的周期往复, 公平主义的回归, 对通胀形成机理的长远影响, 也值得关注。效率让位公平, 容易导致薪资与通胀螺旋式上升。

公平主义的回归, 会抬升劳动要素成本、影响收入分配机制, 进而影响通胀形成机理。社会思潮对经济逻辑的影响, 也有周期往复的特征。以美国为例, 1970 年代及之前一段时期, 凯恩斯主义盛行, 美国政府全面追求“公平”, 国民收入分配机制持续优化, 以林登·约翰逊政府最为典型。贫富差距缩小的同时, 中低端劳动成本居高、容易推升通胀中枢。1980 年代开始, 政府转向更多

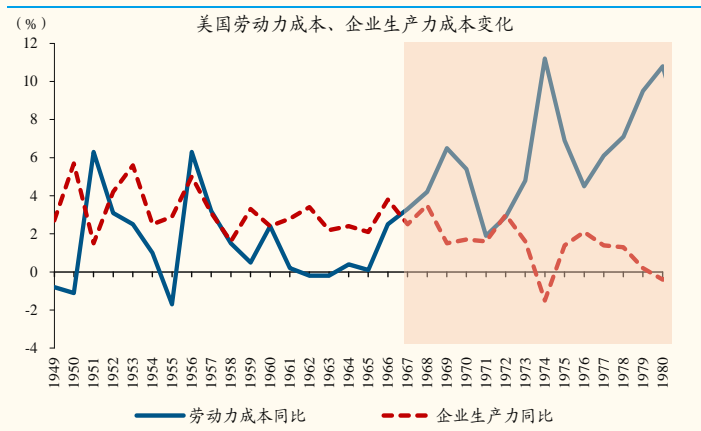
追求效率，经济持续大幅扩张的同时，贫富差距越拉越大，以里根政府为典型代表。

图表 41: 林登·约翰逊推出“伟大社会”计划

领域	年份	法案/项目	内容
民权	1964	《民权法》	禁止对少数族裔的就业歧视和公共场所隔离
	1965	《投票权法》	保障少数族裔的选举权和投票权
贫困	1965	《移民和国家服务法》	废除移民法中的原籍配额原则
	1964	《经济机会法》	帮助贫穷家庭的年轻人接受职业培训和高等教育
教育	1964	《食品券法》	将对低收入人群提供食品券
	1965	《高等教育法》	为大学生提供了奖学金和助学贷款
	1967	《公共广播法》	建立非盈利教育性广播和公益组织创新性教育
社会福利	1965	《社会保障法》	成立联邦医疗，提高对老人、残疾人现金补贴
	1966	《儿童营养法》	提高对儿童营养的补贴
	1967	《社会保障修正案》	进一步提高老年人、残疾人的现金福利
交通	1964	《城市交通法》	提供 3.75 亿美元建设城市公共道路
住房	1965	《住房和城市发展法》	对低收入家庭提供租金补贴和房屋翻新援助
	1966	《城市示范法》	加强房屋更新、城市服务、社区设施等投资

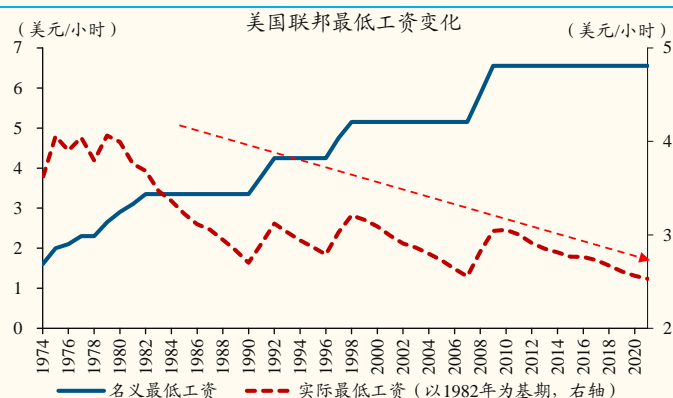
来源: US Gov、国金证券研究所

图表 42: 林登·约翰逊治下，美国劳动力成本快速抬升



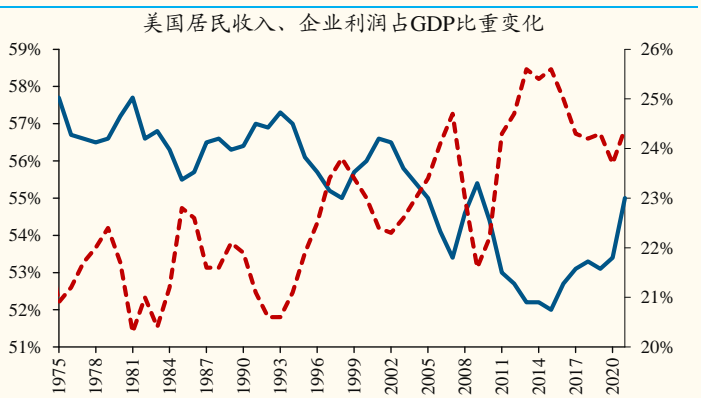
来源: 国金证券研究所

图表 43: 美国联邦实际最低工资大幅下滑



来源: Wind、国金证券研究所

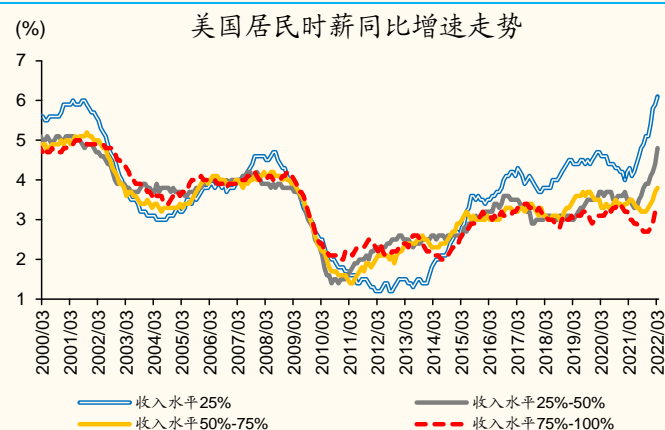
图表 44: 1980 年后美国居民收入占 GDP 比重下滑



来源: Wind、国金证券研究所

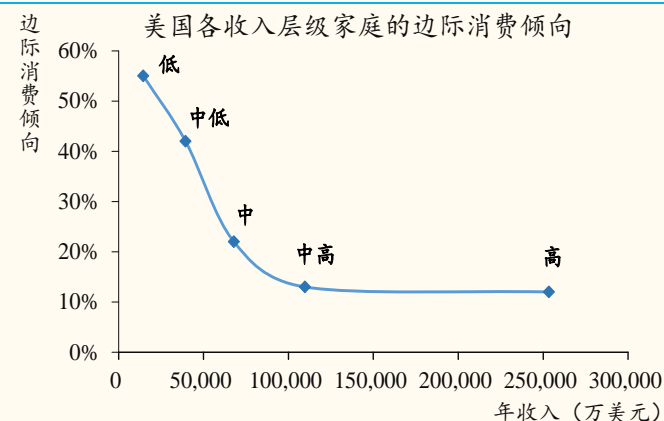
社会思潮已在长期拐点，疫情等因素加速了公平主义的回归；劳动力议价权强化，易推升通胀中枢。公平主义的长期缺失，使得美国居民对现状越发不满，寻求更高的工资增速，这种情况在疫情前已初显端倪。疫情引发的心理创伤，令低收入劳动力寻求更高的工资补偿。低收入（0-25%）居民的时薪同比增速达到 5.1%、创下 2008 年以来新高，且增速明显高于中高、高收入居民。伴随美国劳动力议价权大幅强化，薪资通胀压力加速凸显。

图表 45: 美国低收入家庭工资增速更高



来源: Fed、国金证券研究所

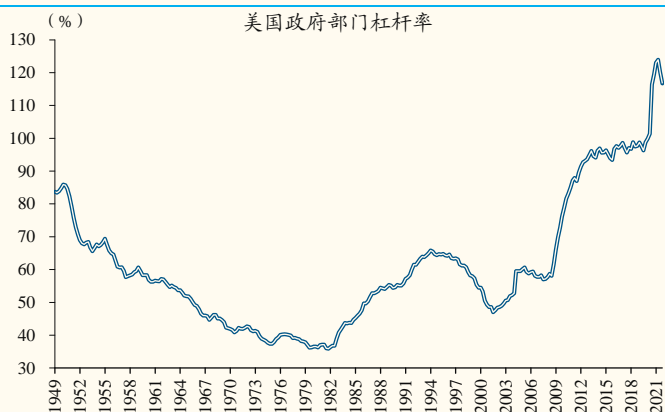
图表 46: 美国低收入家庭的边际消费倾向较高



来源: BLS、国金证券研究所

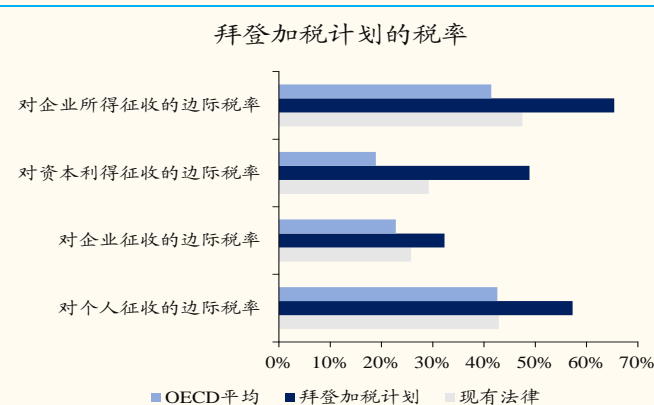
为了迎合公平主义思潮，拜登政府力图改善居民收入格局。拜登治下的“现代供给侧经济学”，提倡大幅强化政府力量。美国现任财长耶伦的讲话显示，所谓“现代供给侧经济学”优先考虑劳动力供应、人力资本、公共基础设施、研发投入以及对可持续环境的投资，核心在于平衡经济增长与收入不平等问题。考虑到疫后债务空间已大幅透支，为了填补新一轮支出计划引发的财政赤字，拜登对富人、大企业加税的必要性提升，“劫富济贫”、改善居民收入格局。

图表 47: 美国疫后债务空间进一步透支



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 拜登对富人、大企业加税的必要性提升



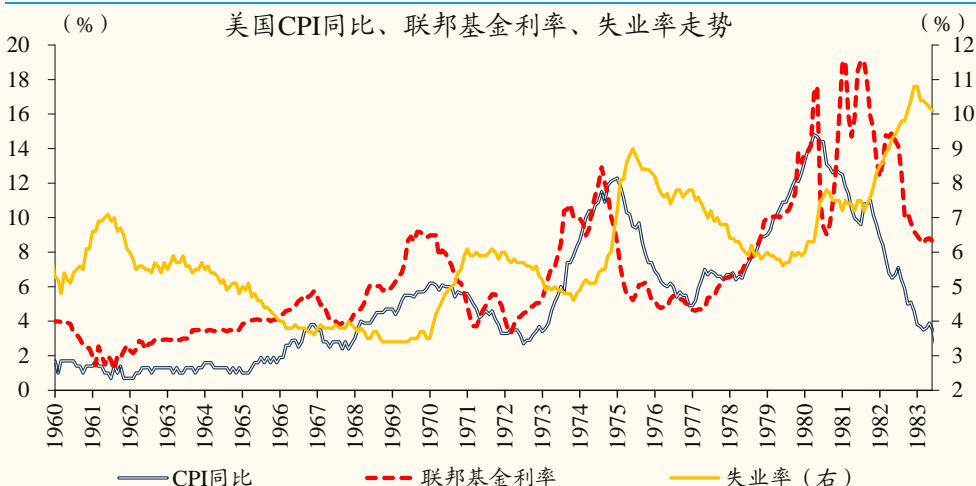
来源: White House、国金证券研究所

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

通胀的长期化风险，或使美联储等政策正常化的定力与决心继续超预期；对市场而言，实物资产及资源类股票值得重视。

通胀大势下，货币当局需高度维护政策公信力。回顾历史，1970 年代美国政策当局抗通胀的失败，使得美联储公信力掉至冰点，货币政策的实施效果也大打折扣。1979 年，新任美联储主席沃尔克上台，不惜一切代价打压通胀，最高将政策利率上调至 21%。沃尔克强力收紧货币下，美国经济增速继续下滑，失业率也持续低迷。不过，伴随着居民与企业根深蒂固的通胀预期发生逆转，美国通胀压力逐步可控，经济在付出“硬着陆”的代价后开始出现曙光。

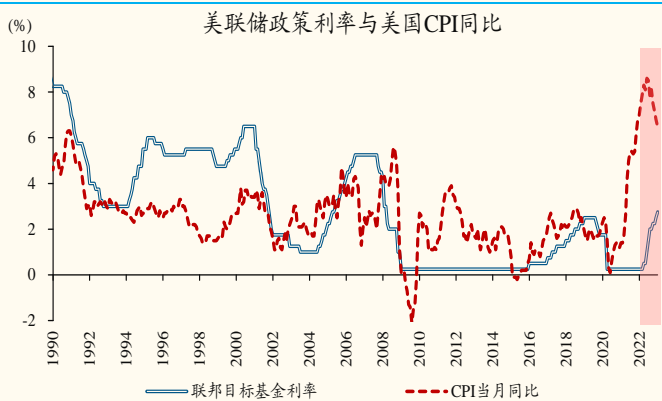
图表 49: 沃尔克成功遏制通胀上行趋势, 维护了美联储的独立性



来源: Wind、国金证券研究所

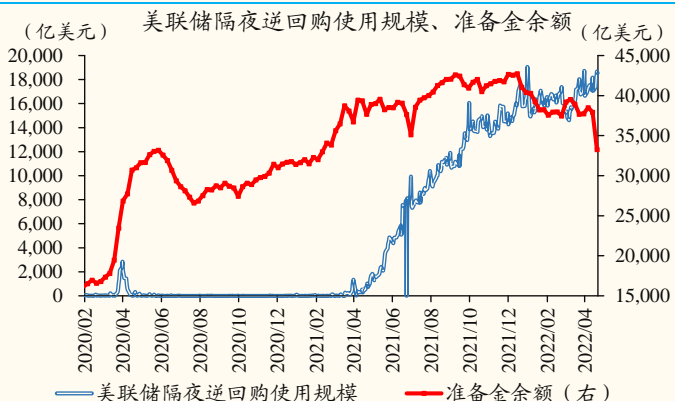
忌惮于疫情反复等, 美联储政策应对明显滞后通胀曲线, 已拖累政策公信力。疫情的干扰, 打乱了美国正常的经济、政策周期规律, 货币政策正常化进程严重滞后于经济正常化。美国 CPI 同比自 2021 年 4 月升破 4% 后, 美联储在长达半年的时间里持续淡化通胀压力、咬定通胀是“暂时的”; 2021 年 11 月以来, 伴随通胀压力的持续累积, 美联储才摒弃“通胀暂时论”、加速政策正常化。美联储退出宽松的时点过晚, 加剧通胀复杂性的同时, 也已影响到政策公信力。

图表 50: 本轮美国政策正常化落后于通胀曲线



来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 美联储隔夜逆回购规模仍高达 1.8 万亿美元



来源: Wind、国金证券研究所

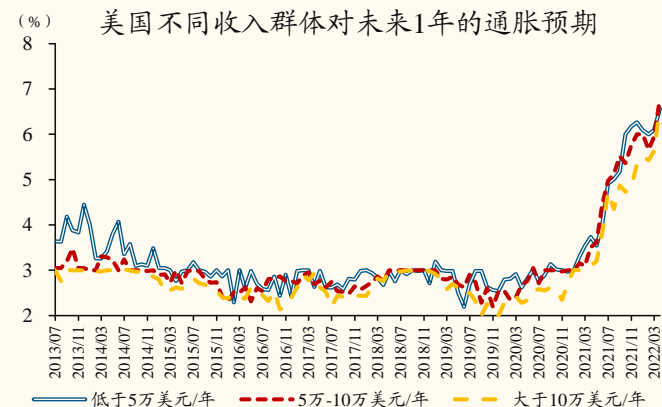
图表 52: 直至 2021 年 11 月, 美联储主席鲍威尔才摒弃“通胀暂时论”

期间	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11
CPI 同比	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8
核心 CPI 同比	3.0	3.8	4.5	4.3	4.0	4.0	4.6	4.9
PCE 物价同比	3.6	4.0	4.0	4.1	4.2	4.4	5.1	5.7
核心 PCE 物价同比	3.1	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	4.1	4.9
美联储表述	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时居高不下	摒弃“暂时通胀论”

来源: Fed、国金证券研究所

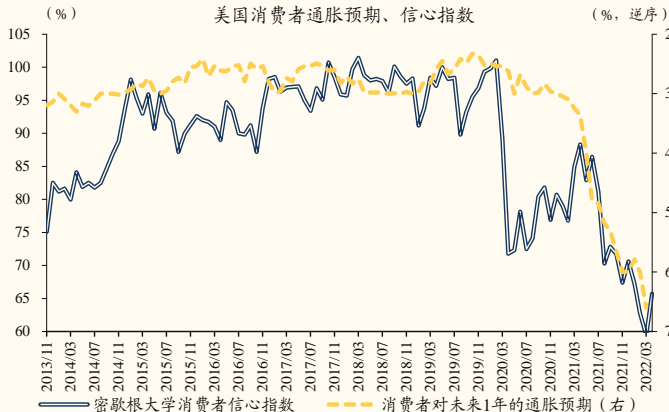
居民、企业部门的通胀预期“脱锚”，或意味着美联储付出的决策成本，比市场预期的要大。当居民切实、持续感受到物价上涨压力时，通胀预期也会同步大幅上修，预期抬升又会反作用于通胀本身。一旦居民通胀预期失去了锚定效应，预期“自我实现”会进一步加大通胀压力。货币当局反应的滞缓，让政策抉择陷入两难，实现“软着陆”的概率在降低。

图表 53: 美国居民对未来1年的通胀预期已近7%



来源: Wind、国金证券研究所

图表 54: 居民通胀预期离“脱锚”并不遥远



来源: Wind、国金证券研究所

参考历史经验，大通胀时代，需需要对通胀及货币收紧的持续性做好应对，实物资产与资源类股票值得重视。1970年代大的经验显示，美债收益率往往趋于上行，美元指数因基本面变化、走势无一致性规律。相对确定的是，黄金、原油为代表的实物资产，明显跑赢其他资产。其中，黄金在绝大多数年份维持强势表现，原油在两轮石油危机期间表现尤为亮眼。权益资产方面，受益于实物资产价格大涨，资源股凭借着高净利润增速有效“抵御通胀”，不仅大幅跑赢大盘，还取得了较高的绝对收益。

图表 55: 大通胀时代，实物资产跑赢金融资产

年度收益率	美元指数	10年美债收益率 (bp)	美股(行业均值)	铁矿石	钢铁	煤炭	原油	黄金	银	铜	CPI同比变化
1970	-	-1.4	1.5	0.0	-2.6	0.0	-4.7	6.5	1.8	-38.5	-0.6
1971	-	-0.6	14.8	5.0	-5.4	11.3	43.8	16.1	7.9	-0.7	-2.3
1972	-1.0	0.5	19.5	0.0	10.1	10.6	7.5	47.0	-18.9	-1.3	0.1
1973	-7.0	0.5	-15.1	0.0	27.2	19.6	119.3	67.0	17.1	119.1	5.3
1974	-5.0	0.5	-27.4	29.5	9.4	47.1	151.2	72.2	35.9	-42.6	3.6
1975	6.4	0.4	40.9	29.3	2.4	58.9	1.6	-24.2	-2.6	-10.7	-5.4
1976	1.0	-1.0	25.3	31.3	14.0	1.2	13.8	-3.9	16.3	11.8	-2.0
1977	-7.8	1.0	-6.6	1.5	2.7	5.6	6.6	19.8	29.4	-2.0	1.8
1978	-10.3	1.4	7.1	-7.0	3.2	5.1	14.4	29.5	11.7	21.6	2.3
1979	-0.8	1.2	19.9	9.6	2.7	7.4	174.1	118.9	35.8	44.4	4.3
1980	5.3	2.1	25.8	19.5	7.4	39.0	0.0	18.3	-25.2	-15.1	-0.8
平均表现	-2.1	0.4	7.9	11.1	6.8	19.1	41.1	31.4	9.0	1.0	0.6

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 56: 大通胀时代, 能源、材料等偏资源属性行业表现更好

行业	能源	材料	工业	可选消费	必选消费	健康医疗	金融	信息技术	通讯服务	公用事业	房地产	CPI同比变化
1970	-14.6	1.5	-8.3	4.9	2.0	-17.2	8.0	-22.5	-1.7	37.5	27.1	-0.6
1971	9.4	7.5	31.0	24.6	20.7	29.2	14.9	19.2	7.1	0.0	-1.2	-2.3
1972	26.0	13.1	14.1	12.1	22.4	28.5	24.6	30.2	16.1	16.7	10.8	0.1
1973	11.7	-3.3	-21.1	-39.4	-21.4	-12.2	-14.2	-19.0	-25.4	-19.5	-2.8	5.3
1974	-23.1	-20.6	-33.5	-30.7	-20.8	-20.8	-33.7	-37.9	-23.8	-22.4	-34.5	3.6
1975	24.0	48.1	43.6	73.5	42.1	13.9	24.3	45.3	30.8	49.0	55.5	-5.4
1976	35.9	21.4	31.5	25.6	13.1	2.3	33.9	21.8	35.5	29.4	27.9	-2.0
1977	-4.1	-18.1	-1.2	-11.0	-2.5	-5.9	-6.1	-9.3	3.8	7.2	-25.8	1.8
1978	8.0	6.6	12.2	-0.6	6.5	13.4	9.0	16.7	9.5	-3.7	0.6	2.3
1979	52.6	28.1	23.4	9.1	6.8	21.2	19.7	4.0	3.8	9.0	40.9	4.3
1980	72.2	20.1	38.9	12.2	15.6	29.5	21.9	26.5	8.0	14.9	24.3	-0.8
平均表现	16.6	8.6	9.9	3.8	6.8	6.5	8.1	4.1	4.6	9.6	8.7	0.6

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 本轮全球通胀与 1970 年代的相似之处在于, 通胀抬升的幅度、速度, 需求端的逻辑支持, 能源、粮食危机的供给冲击; 但是, 本轮全球通胀, 与 1970 年代大通胀又有四点明显不同: 财政、货币放水的节奏, 对化石能源的态度, 人口问题, 通胀抬升的突发性。
- 长周期视角来看, 能源危机、俄乌战争、逆全球化的影响长期化, 是本轮全球通胀的长期驱动力。劳动力成本螺旋式上升、产能破坏、供应链安全等疫情本身带来的冲击, 有可能中长期化, 或将导致本轮全球通胀的持续性超出预期。
- 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。对于政策当局而言, 思潮改变与预期“脱锚”, 前期的政策应对不足, 显著加大了决策成本。对于市场而言, 需要对通胀及加息持续性做好应对, 实物资产及资源股值得重视。

风险提示:

- 1、全球疫情剧烈反弹。全球主要疫苗厂商实际产能投放力度不及预期, 引发疫苗供给持续受限; 新变异株的出现, 使得全球疫情剧烈反弹、拖累需求。
- 2、拜登新政力度不及预期。两党党争愈演愈烈下, 拜登政府的一系列新政计划存在落空可能。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402