

美国大通胀如何收场？

美国经济出现轻度衰退的可能性较大，年内美联储紧缩步伐或将放缓。预计下半年金融资产表现排序是美元>美债>美股；实物资产表现排序是黄金>原油>工业原料。

- 1970 年代美国大通胀的形成主要有三方面原因：美联储拒绝承担物价稳定职责，宽松货币政策助推通胀；两次石油冲击叠加价格管制，加剧供应约束；美国财政赤字规模不断扩大，联邦政府试图利用通胀税弥补赤字。最终沃尔克通过大幅加息，以高失业率为代价解决了通胀问题。
- 1973 年至 1983 年，美国经历了从大通胀到通胀缓和的过程，期间实物资产表现总体好于金融资产。实物资产中，原油表现好于黄金、工业原料，黄金表现出明显的抗通胀属性；金融资产中，美债表现好于美股、美指，美国三大股指分化明显。
- 本轮美国大通胀和 1970 年代大通胀的相同之处主要有两点：一是，通胀背后都有供给冲击的影响；二是，美联储货币政策均落后于通胀曲线。不同之处则体现为，美联储货币政策可信度提高，美国经济灵活度增强，这意味着当前美联储激进加息的紧迫性弱于沃尔克时期。
- 基于 EIA 对于国际原油价格年内持续回落的预测，我们预计美国 CPI 同比或已经触顶，但年末增速仍将处于高位。未来美国经济出现轻度衰退的可能性较大，年内美联储紧缩可能放缓。预计下半年金融资产表现排序是美元>美债>美股；实物资产表现排序是黄金>原油>工业原料。
- **风险提示：地缘政治局势超预期，全球疫情发展超预期，美联储货币紧缩超预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

目录

一、1970s 大通胀的前因后果	4
大通胀形成原因有三：货币宽松+供应约束+赤字压力.....	4
沃尔克以高失业率为代价遏制通胀.....	7
二、大通胀前后资产价格表现	9
实物资产：原油>黄金>工业原料.....	9
金融资产：美债>美股>美指.....	10
三、现在和 1970s 的相同和不同	12
相同之处：供给冲击推升通胀+政策落后通胀曲线.....	12
不同之处：政策可信度提高+经济灵活性增强.....	13
四、美联储政策和大类资产展望	15
美联储紧缩可能放缓.....	15
大类资产配置建议.....	17
五、主要结论	20

图表目录

图表 1. 美国 CPI 同比增速与失业率情况.....	4
图表 2. 美国 M1 同比增速、联邦基金利率和 CPI 同比增速.....	5
图表 3. 1971 年至 1985 年美元指数走势.....	6
图表 4. 国际大宗商品价格和原油价格走势.....	6
图表 5. 美国石油进口规模和进口依赖度.....	6
图表 6. 美国 CPI 增速、财政收入和支出占 GDP 比重.....	7
图表 7. 美国个人所得税赋水平.....	7
图表 8. 美国 CPI 增速和联邦基金利率.....	8
图表 9. 美国全要素生产率及研发费用占 GDP 比重.....	8
图表 10. 1973 至 1985 年大类资产价格表现.....	9
图表 11. 1973 至 1985 年美国经济发展阶段划分.....	9
图表 12. 1971 至 1983 年期间原油、黄金和工业原料价格表现.....	10
图表 13. 1971 至 1983 年期间美债、美股和美指表现.....	10
图表 14. 1973 年至 1983 年期间各类资产表现总结（单位：%）.....	11
图表 15. 美国 CPI 食品和能源分项同比.....	12
图表 16. 美国劳动者参与工会比率.....	13
图表 17. 美国居民工资增速与就业供求状况.....	13
图表 18. 美国原油产量和消费量情况.....	14
图表 19. 美国能源强度和商品生产行业增加值占 GDP 比重.....	14
图表 20. 供需因素对美国 PCE 同比增速的贡献程度.....	15
图表 21. 美国 CPI 增速走势预测.....	15
图表 22. 亚特兰大联储 GDPNow 模型预测结果.....	16
图表 23. 美国主要经济指标走势.....	16
图表 24. 2022 年以来英国布伦特原油价格走势.....	16
图表 25. 美国共同通胀预期指数（CIE）.....	16
图表 26. 2022 年以来大类资产表现.....	17
图表 27. 欧元区制造业 PMI 与欧元兑美元汇率走势.....	18
图表 28. 标普 500 股权风险溢价与制造业 PMI 相关性较强.....	18
图表 29. 黄金价格、原油价格与美元指数负相关性.....	18
图表 30. 黄金价格与实际利率负相关性较强.....	18
图表 31. OPEC-10 实际原油供应量和目标供应量.....	19
图表 32. CRB 工业原料价格与全球经济走势密切相关.....	19

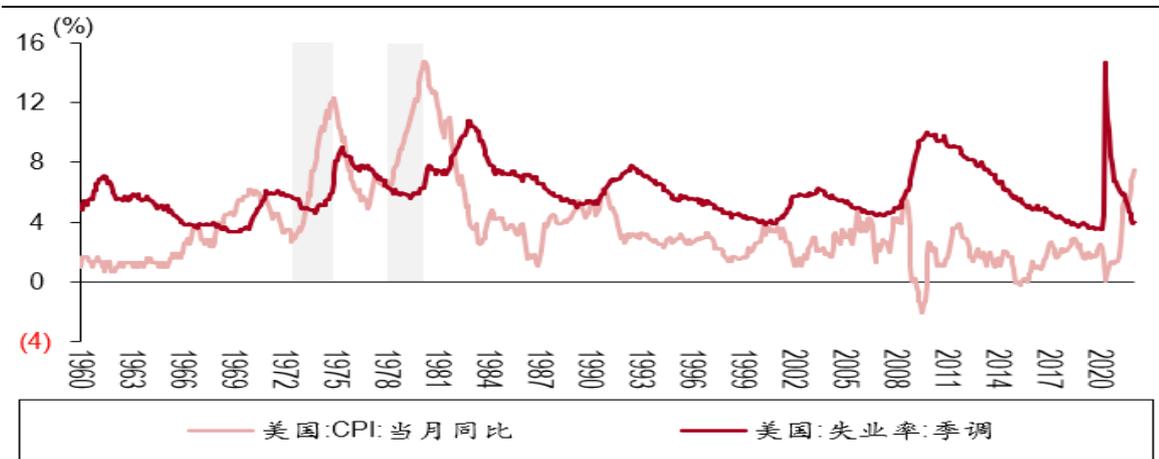
新冠疫情期间，美国政府采取了极度宽松的财政货币政策，美国居民消费需求迅速反弹，而疫情防控、俄乌冲突扰乱正常的生产供应，供需因素共同推动美国 CPI 增速不断攀升，2022 年 6 月同比增速升至 9.1%，创 1981 年 11 月以来新高。为遏制通胀，美联储自 2022 年 3 月份以来已经多次加息并开始缩表。美国本轮大通胀最终会如何收场？和 1970 年代有哪些相同和不同之处？对资产价格有哪些影响？我们对此展开分析。

一、1970s 大通胀的前因后果

大通胀形成原因有三：货币宽松+供应约束+赤字压力

1960 年代中后期，美国经济快速扩张带动价格上涨，实际 GDP 年均增长 4.8%，月度 CPI 增速从 1% 最高升至 6.2%。1970 年代，CPI 经历了两波上涨，分别在 1974 年 12 月、1980 年 3 月达到阶段性高点 12.3%、14.8%（见图表 1）。这一轮大通胀主要受三方面因素推动。

图表 1. 美国 CPI 同比增速与失业率情况



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

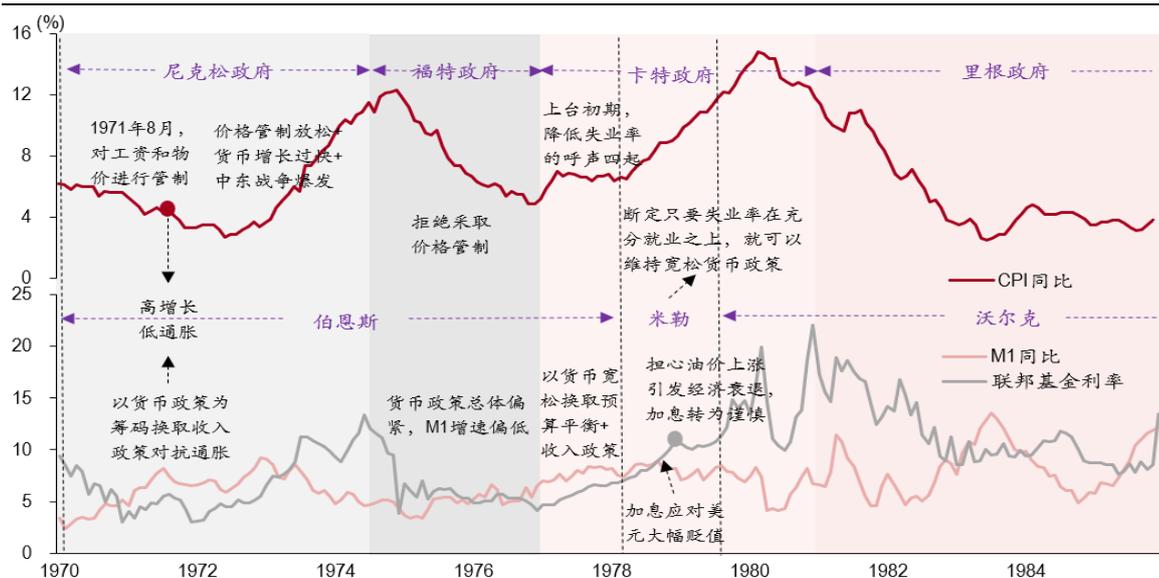
美联储拒绝承担物价稳定职责，宽松货币政策助推通胀

尼克松政府时期，以货币宽松换取价格管制。1970 年伯恩斯正式就任美联储主席。在伯恩斯看来，工会是导致失业率居高不下和通货膨胀的罪魁祸首，只要缓解商人对工资上涨的担忧，决策者就可以实现经济增长并控制通胀。因此，尼克松政府时期，伯恩斯以货币政策为筹码，换取收入政策对抗通胀。1971 年 8 月，尼克松宣布一系列措施，包括对工资和物价进行管制。价格管制和扩张性货币政策带来了 1972 年的高增长和低通胀。但 1973 年之后，由于价格管制手段逐步放松直至取消，以及货币增长过快，叠加中东战争爆发，CPI 同比增速开始迅速飙升，最高升至 1974 年 12 月的 12.3%。

福特政府时期，货币政策总体偏紧。1973 年春之后，伯恩斯无法继续依靠价格管制遏制通胀，FOMC 开始严格执行货币目标。1973 年一季度至 1974 年二季度，M1 年增速与 FOMC 目标大体一致。1974 年 8 月福特上台后拒绝采取价格管制措施，并且当时美联储因为通胀遭到公众猛烈抨击，导致美联储坚持从紧的货币政策。其中也包含了伯恩斯试图影响财政政策的想法。在他看来，财政松弛导致了通胀心理、催生了通胀。由于担心减税法案导致财政政策过于宽松，FOMC 有意容许了货币供给的低增长。1974 年 12 月 FOMC 会议上，伯恩斯主张大家在降低利率以实现货币目标问题上保持克制。

卡特政府时期，货币政策再次转向宽松。卡特上任初期，美国失业率处于高位，加大经济刺激以降低失业率水平的呼声四起。卡特顾问团队忽视了1970年代生产率增长趋势下降的事实，认为当时美国经济存在很大的负产出缺口，扩张性政策可以降低失业率，但不会再度激发通胀。美联储也认为，当时经济中存在过剩产能，通胀压力主要来自成本推进或预期惯性，而不是总需求过高，因此最终采取了扩张性货币政策，M1增速上升。1978年2月米勒接任后，美联储从主席到理事都成为了卡特政府的支持者，认为只要失业率在5.5%以上，扩张性货币政策就不会引发通货膨胀。为了阻止美联储加息，卡特也先后在伯恩斯任期和米勒任期出台收入政策来控制通胀。1978年12月欧佩克宣布提高油价之后，即便通胀不断走高，但出于对经济衰退的担忧，美联储在加息决策上仍然非常谨慎。

图表 2. 美国 M1 同比增速、联邦基金利率和 CPI 同比增速

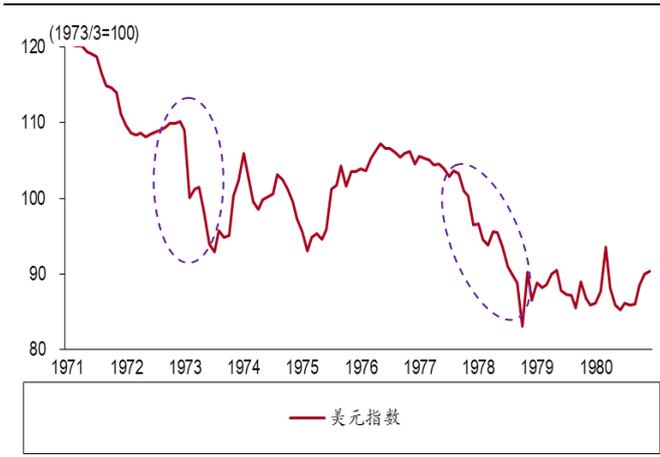


资料来源：万得，中银证券

两次石油冲击叠加价格管制，加剧供应约束

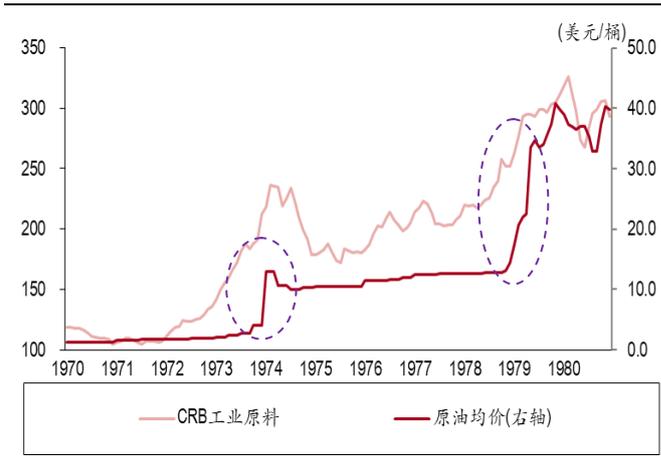
1973年、1978年欧佩克两次提高油价。1971年8月，尼克松宣布关闭黄金兑换窗口后，美元开始大幅贬值。为了阻止本币对美元升值，各国中央银行在外汇市场大量买入美元，使得美国的扩张性货币政策传导到了世界范围。全球性货币扩张带来世界经济繁荣，导致国际大宗商品价格出现暴涨，但欧佩克成员对石油美元价格上涨仍存在一定的限制，美元贬值而油价升幅较小，导致生产商受损。1973年10月第四次中东战争爆发。为了打击对以色列提供军事援助的美国，10月17日欧佩克将油价从3.01美元/桶提升至5.12美元/桶，并减产5%的原油；18日沙特宣布减产10%，对美国实行单方面石油禁运；21日，中东产油国对美国实行石油禁运；30日沙特进一步减产，每月减产15%。受此影响，国际原油价格迅速飙升。1973年10月至1974年1月，原油均价翻了近4倍，从2.7美元/桶升至13美元/桶。1977年至1978年美元再次大幅贬值，持有大量美元资产的欧佩克国家遭遇资产缩水。1979年伊朗革命叠加1980年两伊战争，导致伊朗和伊拉克石油产出明显减少，因此原油价格再次飙升（见图表3、4）。

图表 3. 1971 年至 1985 年美元指数走势



资料来源：万得，中银证券

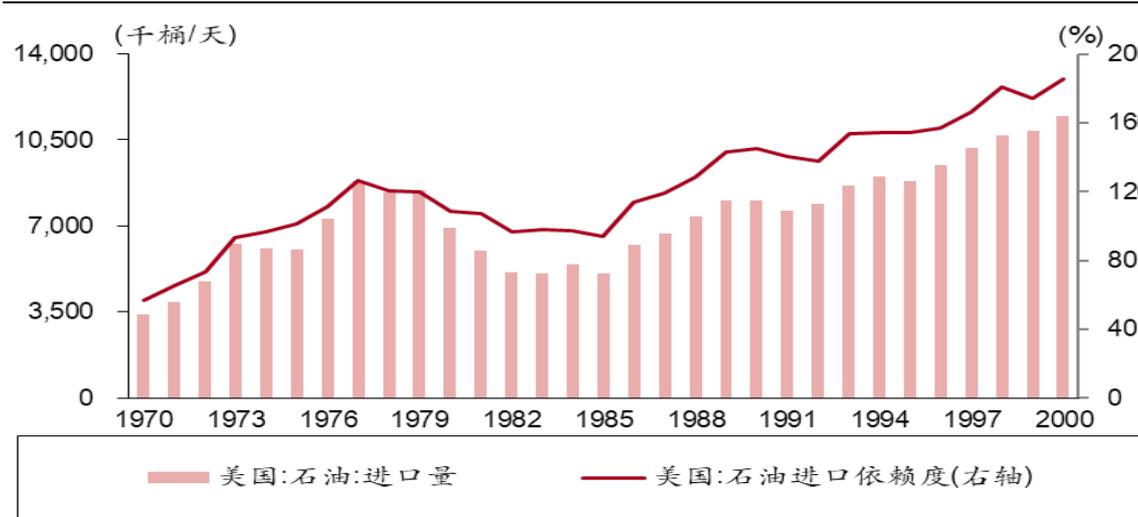
图表 4. 国际大宗商品价格和原油价格走势



资料来源：万得，中银证券

价格管制导致国内石油供给不足，加剧进口依赖。尼克松执政时期，由于存在价格管制，美国原油价格被冻结，国内原油生产受到抑制，消费被变相鼓励，导致美国原油进口规模明显攀升（见图表 5）。为了解决石油供给不足问题，1973 年 8 月，尼克松政府进一步实施石油价格管控措施，将老油（1973 年前投产的油井并且不超过 1972 年产量的原油）价格限制在 5.25 美元，新油（1973 年前投产的油井但超过 1972 年产量的部分、1973 年后投产的油井）和进口原油价格不受控制。按照原计划，1974 年 4 月结束石油价格管制，实现国际国内油价接轨。不过，第一次石油冲击爆发后，国际油价飙升。为了控制本国石油价格，尼克松政府颁布了“紧急石油分配法案”，同时根据该法案颁布联邦能源管理行政法令，对原油产量采取“老油”和“新油”两级价格机制进行管制。福特上任后继续推动国家能源管理，“1975 年能源政策与节约法”提高了两类油的价格水平，但仍与国际油价存在差距。卡特上任之后，签署了“1978 年国家能源法案”，规定分阶段取消对石油价格的控制。1979 年 4 月，卡特宣布计划从 1980 年 1 月至 1981 年 9 月解除石油价格管制，同时要求国会通过暴利税法，将所得税收用于鼓励研发新能源。不过最后，卡特的能源计划随着竞选失败而被迫中止。

图表 5. 美国石油进口规模和进口依赖度



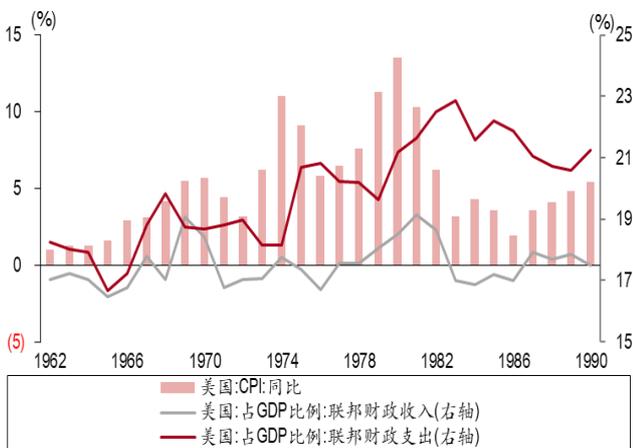
资料来源：万得，中银证券

美国财政赤字规模不断扩大，联邦政府试图利用通胀税弥补赤字

1965年约翰逊成功连任总统后，宣布实施伟大社会计划。1967年开始，国内社会保障计划带动联邦财政支出大幅攀升，占GDP比重最高升至1984年23%，但财政收入没有太大的趋势性变化。由于大幅增长的转移支付主要用在了收入再分配上，导致不同利益群体很难就可接受的税收水平达成共识，公开征税很可能激化各阶层的矛盾。因此，政府只好诉诸于通胀，作为临时增收手段。这带来的结果是，通胀指标和财政赤字占GDP比重同时从1960年代中后期开始走高（见图表6）。

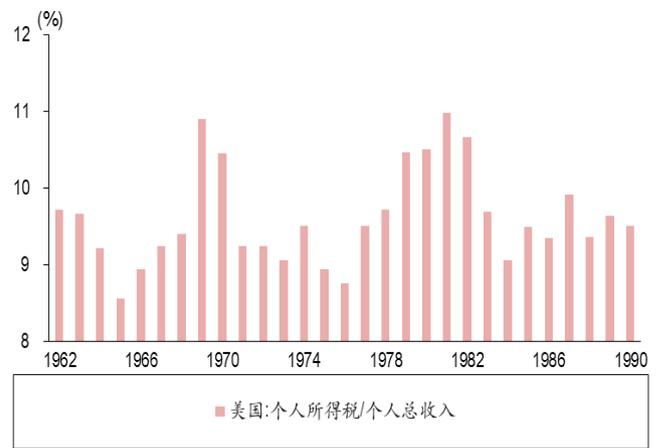
由于个人所得税的累进性质，通胀提高了纳税人适用税档，进而提高了个人实际税收负担。1969年，个人所得税赋水平达到了10.9%。此后，由于税收改革法案抵消了通货膨胀对个人所得税赋的影响，实际的所得税率开始高位回落。但1970年代后半期，持续走高的通货膨胀还是明显加重了个人实际税收负担，从1975年的8.9%提高到1981年的11%，带动同期财政收入占GDP比重上升（见图表7）。

图表 6. 美国 CPI 增速、财政收入和支出占 GDP 比重



资料来源：美国劳工部，美国国会预算办公室，万得，中银证券

图表 7. 美国个人所得税赋水平



资料来源：美国国会预算办公室，美国经济分析局，万得，中银证券

沃尔克以高失业率为代价遏制通胀

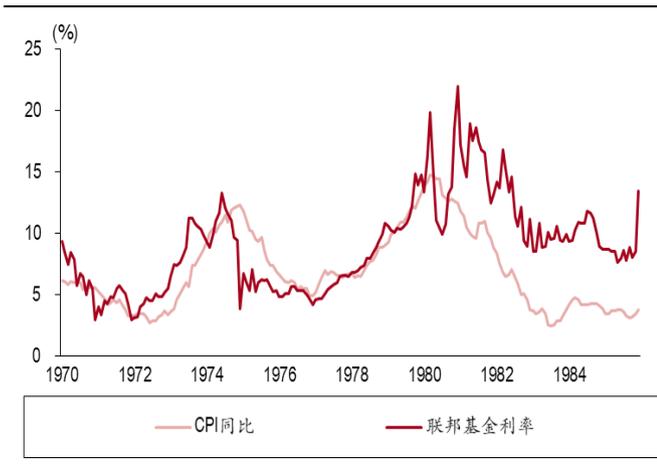
美联储承担稳定物价职责，稳定通胀预期

1960年代中期至1970年代末，货币政策的首要目标是维持较低且稳定的失业水平，控制通货膨胀则归属于收入政策。但实践证明，收入政策无效，只有中央银行能够控制通胀。1979年8月，沃尔克就任美联储主席，开始将低通胀作为美联储的首要目标。在沃尔克看来，控制通胀的首要任务是树立货币政策可信度，恢复公众对通胀的稳定预期。沃尔克向公众承诺降低货币增长速度。基于可信承诺扭转预期的想法，FOMC在当年10月份引入新的操作程序：只要情势所需就可以进行任何幅度的加息。联邦基金利率最高升至1981年的22%，CPI增速自1980年3月开始见顶回落（见图表8）。

里根政府实施供给政策，促进经济增长

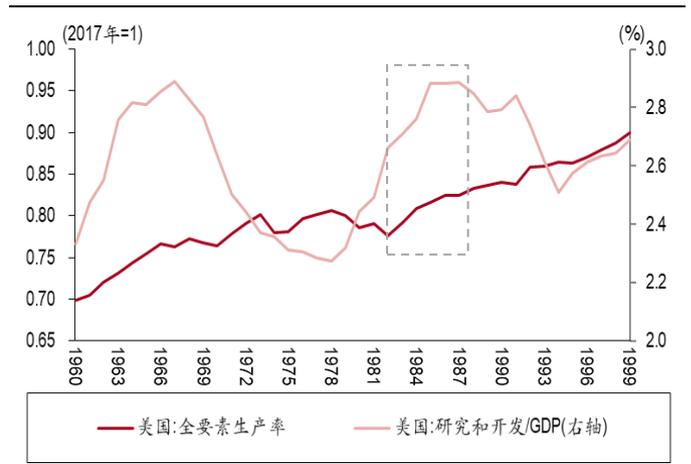
供给学派的学说是里根执政的重要理论基础，认为美国经济困境来自储蓄率下降、技术革新速度放缓等原因导致商品竞争力下降，强调从供给方面寻求经济对策，主张减税、削减政府支出、减少政府干预。里根上台后积极向国会提出减税计划，并放松了多个行业的干预和管制。例如，1981年签署“解除石油价格和分配管制法案”，使美国国内油价首次与国际接轨，刺激了石油公司增加在美国国内的油气勘探和生产投资。但1981年至1982年这些政策并没有发挥应有的作用，失业率反而继续上升，导致里根在1982年11月中期选举前的支持率明显下降。出于对新兴市场债务违约威胁国际金融体系稳定的担忧，美联储自1982年下半年开始降息。受此影响，美国经济自1982年四季度开始复苏。中期选举之后，里根积极推动产业结构转型，改造并资助传统工业部门，增加支持电子、光导纤维和新能源开发等新兴工业部门的科研投资，为经济增长提供新动力。1983年至1988年，美国研发费用占GDP比重上升0.2个百分点，全要素生产率增长7.3%（见图表9）。

图表 8. 美国 CPI 增速和联邦基金利率



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 美国全要素生产率及研发费用占 GDP 比重

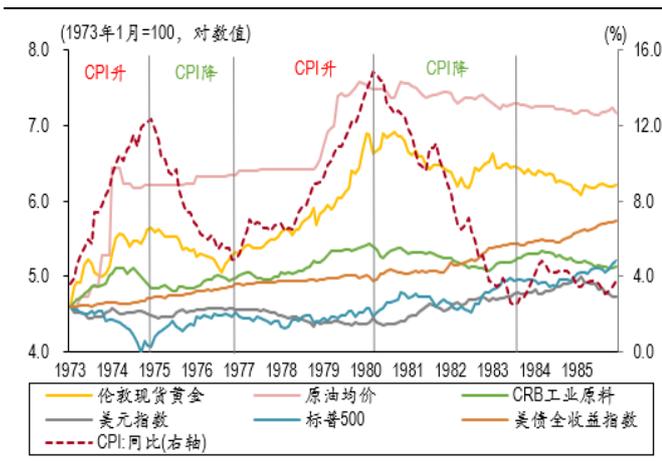


资料来源：万得，中银证券

二、大通胀前后资产价格表现

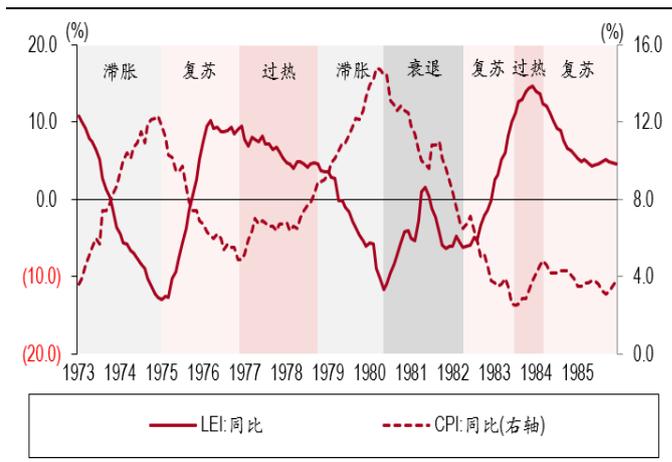
1973年至1983年，美国经历了从大通胀到通胀缓和的过程。根据不同的指标，我们可以将这段时期划分为不同的阶段。按照CPI增速变化，1973年至1983年美国通胀经历了两段上行期和下行期（见图表10）。结合美国经济形势和CPI增速变化，可以进一步将美国经济划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段。由于资产价格会提前对经济变化做出反应，因此我们选择的经济指标是美国咨商会经济领先指数（LEI）（见图表11）。下面我们具体分析各类资产在通胀上行/下行期以及四个经济阶段的走势。

图表 10. 1973 至 1985 年大类资产价格表现



资料来源：彭博，万得，中银证券

图表 11. 1973 至 1985 年美国经济发展阶段划分



资料来源：彭博，万得，中银证券

实物资产：原油 > 黄金 > 工业原料

供给冲击推动油价飙升。1973年至1980年5月，原油价格持续上涨，累计涨幅高达1681%。期间，两次石油冲击推动油价飙升，促使美国经济陷入滞胀。因此，原油价格涨幅主要集中在两次滞胀时期，累计分别上涨395%、188%。1980年5月之后，随着石油冲击影响逐渐消退，美国经济陷入衰退，原油价格高位回落，累计下跌15%，跌幅在1983年经济复苏时期收窄至3%。

黄金抗通胀特性明显。1973年布雷顿森林体系被废止后，黄金价格快速上涨，截至1980年5月，累计上涨711%；1980年至1983年转为下跌21%。由于黄金具有抗通胀特性，金价走势和CPI关系较大：在两段CPI上升时期，金价累计分别上涨183%、298%；在两段CPI回落时期，金价累计分别下跌18%、21%。如果按照经济阶段划分，黄金价格涨幅最大的是两段滞胀时期，先后分别累计上涨183%、121%，因为通胀预期上升、增长预期下降，实际利率也趋于下降，降低了黄金这种无息资产的持有成本。

工业原料也是通胀来源。1973年至1980年5月，CRB工业原料指数累计上涨93%。大宗商品是企业生产成本的重要来源，也是通胀的重要组成部分。在两段滞胀时期，CRB工业原料累计分别上涨27%、6%，明显小于油价涨幅。由于大宗商品是顺周期资产，与全球经济走势正相关性较强。1973年至1983年期间，美国经济两段复苏时期，CRB工业原料累计分别上涨15%、6%；经济过热时期，累计上涨26%；而经济衰退时期，转为下跌-10%。

图表 12. 1971 至 1983 年期间原油、黄金和工业原料价格表现



资料来源：万得，中银证券

金融资产：美债 > 美股 > 美指

美债回报率相对较好。1973 年至 1980 年 5 月，美债收益率持续攀升，最高超过 14%，期间美债回报率为 61%。期间，美债收益率与 CPI 走势一致，因此 CPI 下降时期债券回报率高于 CPI 上升时期。1980 年 5 月之后，CPI 增速高位回落，但通胀预期推动美债收益率继续上升，最高升至 1981 年 9 月份的 15.8%。随着美联储持续加息抑制通胀预期，美债收益率自 1981 年 10 月开始回落。尤其是 1982 年 5 月至 1983 年 7 月，美债收益率回落 2.1 个百分点，期间债券回报率升至 23%。

美股震荡且分化明显。1973 年至 1980 年 5 月，标普 500、道指累计分别下跌 4%、15%，纳指累计上涨 17%。在第一次石油冲击前后，美股和 CPI 走势相反，即 CPI 上升时期，三大股指齐跌，随着 CPI 高位回落，三大股指纷纷转涨。不过，1977 年至 1980 年 CPI 再次回升，标普 500 和道指总体震荡（前者上涨 4%，后者下跌 15%），但纳指则上涨了 54%，主要受益于计算机和电子产品产业快速发展带来的影响。此后，随着美国经济转入衰退，美股有所回调。受美联储 1982 年下半年开始降息影响，美国经济逐步恢复，美股开始加速上涨。

美元由急贬转为急升。1973 年至 1980 年 5 月，美元指数累计下跌 21%，由于包括黄金在内的大宗商品价格均以美元计价，因此商品价格上涨一定程度上受到美元贬值影响。尤其是，1977 年 10 月至 1978 年 10 月，美元快速贬值 20%，引发国际货币危机。贬值期间，美国政府忽视美元的国际地位，长期听其自然发展。直到 1978 年 10 月，美国政府对于美元持续贬值会很快导致国际金融危机也感到恐慌，因此次月宣布与西德、瑞士和日本联合对外汇市场实施大规模干预，美元贬值才被制止。沃尔克就任美联储主席之后，为反通胀采取的高利率政策引起美元持续升值，从 1980 年 5 月的 96 最高升至 1985 年 2 月的 165。

图表 13. 1971 至 1983 年期间美债、美股和美指表现



资料来源：彭博，万得，中银证券

总结来讲，1973年至1983年，美国经历了从大通胀到通胀缓和的过程，期间实物资产表现总体好于金融资产。在实物资产中，原油价格在滞胀阶段涨幅最大，是因为石油冲击导致油价飙升，引发滞胀；黄金价格与CPI关系较大，在CPI上升时期，黄金价格表现最好，并且滞胀阶段表现好于经济过热阶段，体现出黄金的抗通胀特性；工业原料在CPI上升时期尤其是经济过热阶段表现最好，一方面是因为工业原料也是通胀的重要来源，另一方面是因为工业原料价格具有顺周期性，经济形势好，会增加工业原料需求，带动其价格上涨。在金融资产中，美债回报率在CPI下降阶段好于上升阶段，复苏阶段表现最好；美股在大通胀时期总体维持震荡，CPI见顶回落之后，尤其是美国经济从衰退转向复苏，美股表现最好；美元指数在1973年至1976年保持震荡，1977年10月至1978年10月快速贬值引发货币危机，1980年之后，沃尔克为反通胀采取的高利率政策引起美元持续升值（见图表14）。

图表 14. 1973 年至 1983 年期间各类资产表现总结（单位：%）

	原油	黄金	工业原料	美债	标普500	道指	纳指	美指
1973.1-1980.5	1681	711	93	61	(4)	(15)	17	(21)
1980.6-1983.7	(18)	(21)	(5)	40	46	41	102	49
CPI上升	303	240	30	15	(19)	(27)	0	(14)
CPI下降	(1)	(25)	5	30	51	52	83	28
过热阶段	8	80	26	4	(13)	(21)	14	(21)
滞胀阶段	292	152	16	13	(11)	(15)	(9)	(4)
衰退阶段	(15)	(33)	(10)	14	5	(0)	23	30
复苏阶段	6	(6)	10	22	48	52	64	11

资料来源：彭博，万得，中银证券

三、现在和 1970s 的相同和不同

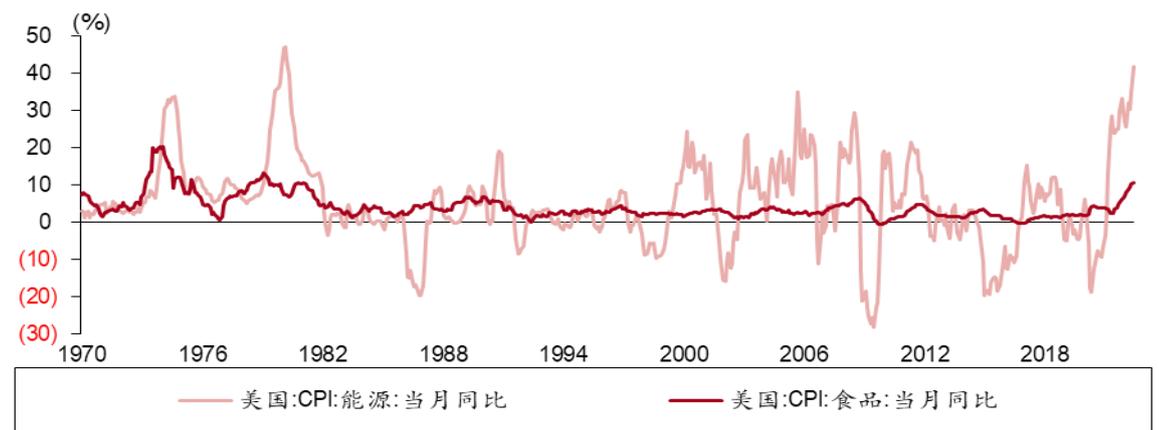
相同之处：供给冲击推升通胀+政策落后通胀曲线

供给冲击推升通胀

如前所述，两次石油冲击是造成 1970 年代大通胀的重要原因。此外，供给冲击也推升了全球粮食价格，加剧了美国整体通胀。1970 年代初期，受极端天气以及石油价格上涨推高生产成本影响，全球粮食歉收，主要粮食出口国出口量大幅下降，加之苏联从国际市场大举采购粮食，全球粮食供应紧张，1972 年至 1974 年 CRB 食品现货价格最大涨幅为 165%，美国 CPI 食品价格同比最高升至 20.3%。1970 年代末期，极端天气再次导致粮食作物减产，叠加石油价格推动，全球粮食价格再次上涨，1977 年至 1980 年 CRB 食品现货价格最大涨幅为 48%，美国 CPI 食品价格同比最高升至 13.1%（见图表 15）。

2020 年新冠疫情暴发之后，受宽松政策推动，全球经济快速恢复，叠加欧佩克增产幅度持续低于预期，导致国际原油价格持续攀升，俄乌冲突爆发进一步加剧原油价格上涨，WTI 原油价格最高升至 123.7 美元/桶。此外，受疫情影响，南美、东南亚等农产品主要生产区劳动力减少，导致农产品产量下滑。极端天气（例如拉尼娜现象、汤加火山喷发）频发、俄乌冲突使全球农产品供给“雪上加霜”。2020 年至今，CRB 食品现货价格最大涨幅为 123%。2022 年 6 月美国 CPI 食品和能源分项价格同比增速已经升至 10.4%、41.6%，合计贡献了 CPI 增速的 48%（见图表 15）。

图表 15. 美国 CPI 食品和能源分项同比



资料来源：万得，中银证券

政策落后通胀曲线

20 世纪美联储承担稳定物价的职责时断时续。在马丁、沃尔克和格林斯潘时代，美联储均公开承担起物价稳定的职责。而 1970 年代伯恩斯和米勒带来下的美联储则认为物价取决于市场（非货币）力量，非货币政策所能及，从而拒绝承担物价稳定的职责。据罗奇回忆，在 1972 年厄尔尼诺事件和 1973 年石油冲击发生后，伯恩斯带领下的美联储对通胀产生了误判，强调通胀是暂时性异常因素导致的，与货币政策无关，迫使包括罗奇在内的美联储工作人员将食品和能源等项目陆续从 CPI 中剔除。直到发现 CPI 篮子中的项目所剩无几并且价格依然在上涨后，伯恩斯才承认发生了严重的通胀¹。与之类似，在本轮通胀初期，鲍威尔一直强调通胀是暂时的，认为疫情消退、供应链压力缓解之后，通胀会自然回落。直到 2021 年 11 月，鲍威尔出席参议院银行委员会听证会时表示放弃暂时性通胀论，并在 2022 年 5 月接受媒体采访时表示，“如果早一点加息可能会更好”。

¹ Yale's Stephen Roach sees growing risks of stagflation sparked by broken supply chains, October 11, 2021, <https://qz.com/2072095/yales-roach-predicted-stagflation-caused-by-broken-supply-chains/>

不同之处：政策可信度提高+经济灵活性增强

政策可信度提高

伯恩斯和米勒任美联储主席时期，货币政策的首要目标是维持较低且稳定的失业水平，而非实现价格稳定。因此，即便通胀不断走高，货币政策依然保持宽松。最终，过度宽松的货币政策塑造并强化了公众的通胀预期。与 1970 年代相比，当前美联储更注重维护物价稳定，通过公布通胀目标、采取透明的政策操作等方式，提升政策可信度。在当前的高通胀背景下，鲍威尔已经多次表达抗通胀决心，以稳定市场预期。例如，鲍威尔在 5 月份 FOMC 会议上表示可能加息 50bp，但由于 6 月份公布的 5 月 CPI 再创新高，导致“通胀见顶论”破产，美联储不惜以前瞻指引可信度换取抗通胀可信度，在 6 月 FOMC 会议上宣布加息 75bp。

经济灵活度增强

工会力量减弱，劳工议价能力下降。 斯坦斯伯里和萨默斯 (2020) 的研究指出，劳工议价能力下降是解释近年来包括低通胀在内的宏观经济现象的重要原因²。从数据来看，1970 年美国劳动者参与工会的比率高达 27%，劳工议价能力较强是形成工资-通胀螺旋，推升通胀的重要力量；不过 2021 年该比率已经降至 10% (见图表 16)。这意味着，高通胀背景下，工资和物价上涨相互加强的动力较弱。并且，现阶段美国劳动力短缺已有边际改善 (见图表 17)，预计工资增长对物价的推升作用减弱。

能源独立性提高，能源强度下降。 1970 年代，中东战争和地缘政治局势恶化带来了石油供应风险，叠加美国政府对能源市场存在过度管制，加重了对美国经济的冲击。第一次石油冲击之后，尼克松首次提出“能源独立”的设想，之后历届政府坚持通过各种政策和手段确保美国油气供应安全。直到页岩油气革命之后，美国大幅提高了原油生产自给能力，供需缺口明显收窄 (见图表 18)。并且，随着经济结构变化，2021 年美国能源强度已经不及 1970 年的 40% (见图表 19)。这意味着，全球能源价格上涨对美国经济的冲击大幅减弱。

图表 16. 美国劳动者参与工会比率



资料来源: OECD, 中银证券

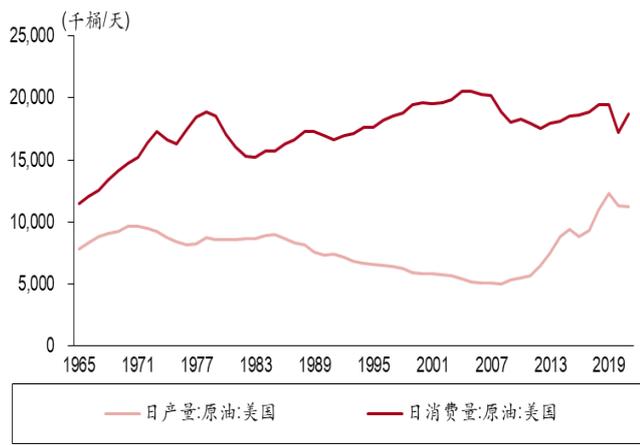
图表 17. 美国居民工资增速与就业供求状况



资料来源: 万得, 中银证券

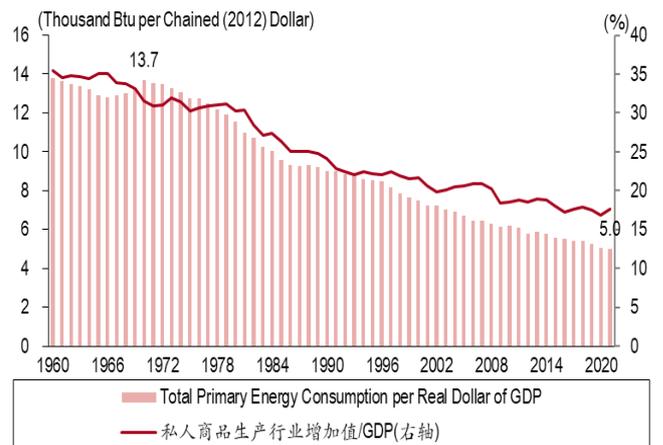
² Anna Stansbury, Lawrence H. Summers, *The declining worker power hypothesis: an explanation for the recent evolution of the American economy*, NBER Working paper 27193, October 2020

图表 18. 美国原油产量和消费量情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 19. 美国能源强度和商品生产行业增加值占 GDP 比重



资料来源: EIA, 万得, 中银证券

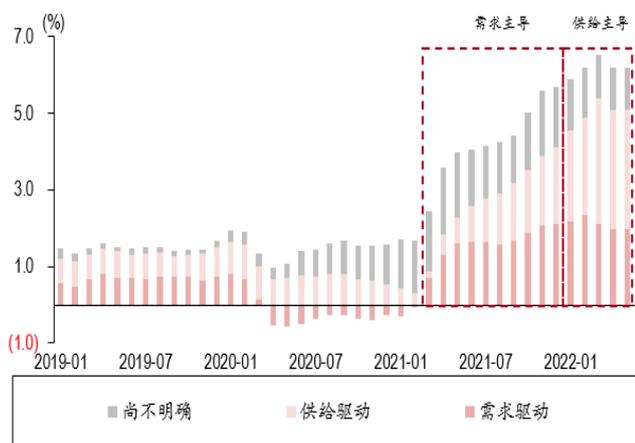
四、美联储政策和大类资产展望

美联储紧缩可能放缓

CPI 同比或已触顶，年末仍将处于高位

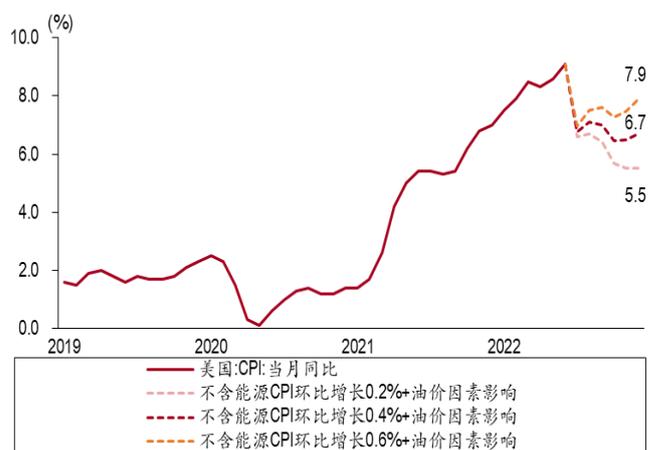
美国高通胀是疫情之后需求端恢复明显快于供给端的结果。2022 年以来，受俄乌冲突影响，供给因素对美国通胀的影响加剧（见图表 20）。尤其是，能源价格上涨推动整体 CPI 同比增速持续创新高。根据 EIA 的最新预测，布伦特油价预计在 6 月份之后见顶回落。我们根据油价变动情况以及美国 CPI 中的能源权重大小（2019 年至 2020 年权重为 7.348%），可以粗略估算油价变化对 CPI 环比增速的影响。并且，假设下半年不含能源的 CPI 环比增速分别为 0.2%、0.4%和 0.6%，据此测算得出，年内美国 CPI 同比增速可能自 6 月份开始见顶回落。如果不含能源 CPI 环比增长 0.6%，美国 CPI 同比预计在 8、9 月份小幅反弹，四季度再转为回落，年末仍接近 8%。如果不含能源 CPI 环比增长 0.4%、0.2%，预计年内美国 CPI 同比将持续回落，年末分别降至 6.7%、5.5%（见图表 23）。

图表 20. 供需因素对美国 PCE 同比增速的贡献程度



资料来源：旧金山联储，中银证券

图表 21. 美国 CPI 增速走势预测



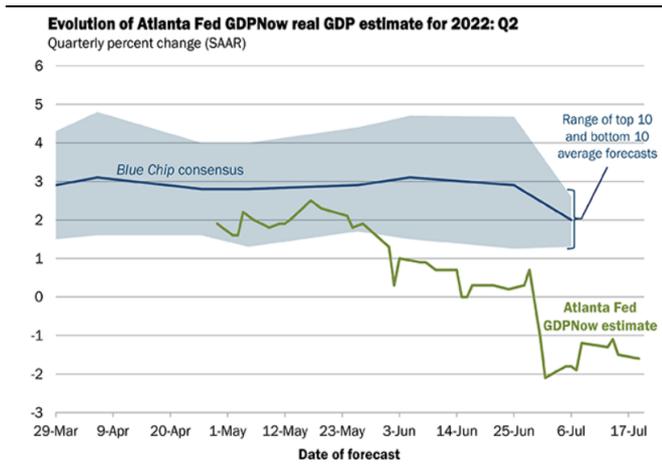
资料来源：万得，中银证券

美国或已经陷入技术性衰退，但私人消费尚具韧性

近期美国部分高频经济指标放缓，加重市场对于美国经济的衰退预期。6 月消费者信心指数由上月 58.4 降至 50.0，创历史新低。6 月美国制造业 PMI 为 53.0，低于市场预期，创 2020 年 7 月份以来新低。7 月 1 日亚特兰大联储 GDPNow 预测结果显示，二季度美国 GDP 增速为-2.1%，7 月 19 日调整至-1.6%（见图表 22），意味着美国经济已经陷入技术性衰退。我们分别观察美国 GDP 的两大构成项——私人消费和私人投资。从私人消费来看，虽然高通胀导致居民实际收入下降，降低消费能力，但前期积累的超额储蓄叠加消费信贷增长，仍将对实际消费支出形成支撑。牛津经济研究院数据显示，截至 2022 年 4 月，美国家庭储蓄仍有 1.8 万亿美元；基准情形下，美国家庭超额储蓄将从 2021 年四季度的峰值 2.47 万亿美元降至 2023 年底的 1.36 万亿美元³。从私人投资来看，住宅投资对利率较为敏感，抵押贷款利率上升导致新屋销售增长放缓，或将对后续地产投资形成拖累；作为非住宅投资的领先指标，资本品新订单增速和库存消耗速度均有所放缓，并且企业资本支出意愿明显减弱，意味着非住宅投资面临下行压力；除制造商以外，零售商和批发商实际库存同比已经恢复到疫情前水平，补库对美国经济增长作用减弱（见图表 23）。

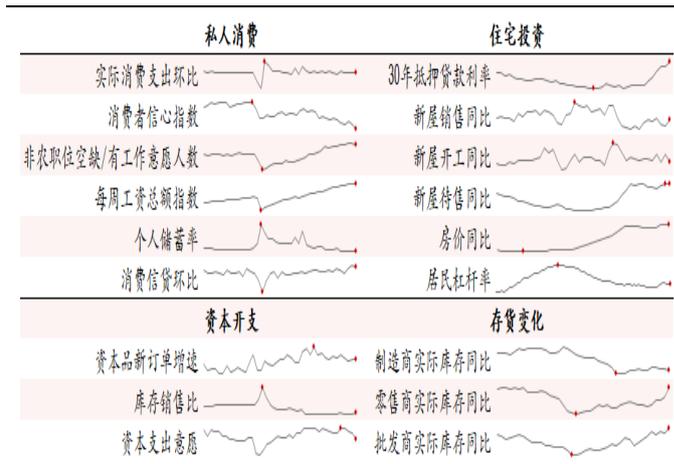
³https://2240363.fs1.hubspotusercontent-na1.net/hubfs/2240363/Extent_pace_of_excess_savings_drawdown_key_to_pace_of_growth.pdf?utm_campaign=PR-NAM&utm_medium=email&_hsmt=217960166&_hsenc=p2ANqtz-8GCCbcYQj394GuWFCBuP1OIX6V-bzRtNxVW07P7YYSV1XaEHf0Ypfp_kCRs_cfwrSh-KVZYgJMQdThsLlm_84UMtSOxQ&utm_content=217960166&utm_source=hs_email

图表 22. 亚特兰大联储 GDPNow 模型预测结果



资料来源：亚特兰大联储，中银证券

图表 23. 美国主要经济指标走势



资料来源：万得，中银证券

注：居民杠杆率数据范围为 2000 年一季度至今，其他指标数据范围均是 2019 年 1 月至今。

美国经济轻度衰退的可能性较大，年内美联储紧缩可能放缓

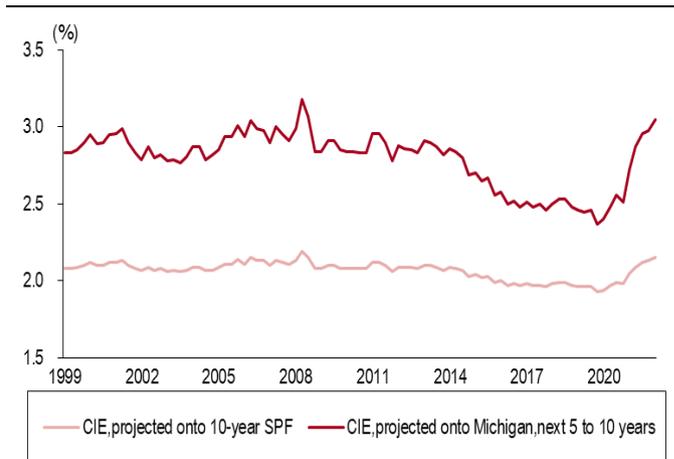
未来美国通胀走势和经济状况决定美联储的政策方向。通胀是否回落、何时回落取决于供需两方面因素，货币政策无法“包治百病”。美联储面临三种情形：一是供给因素对通胀的制约消除，美国通胀见顶回落，美联储政策转向支持经济实现正增长；二是供给因素对通胀的影响转弱，美联储加速紧缩，以轻度衰退换取短期通胀下行，之后美联储紧缩放缓甚至转向；三是供给因素对通胀的影响持续甚至增强，公众形成较强的中长期通胀预期，美联储被迫加速紧缩，以深度衰退为代价，稳定通胀预期。目前来看，美国经济实现软着陆的可能性最小，出现深度衰退的概率也相对可控。一方面，是因为美国经济对能源需求的依赖度下降，并且俄乌冲突带来的能源供应风险已经有所弱化（见图表 24）；另一方面，是因为本轮高通脹期间，美国公众的中长期通胀预期升幅有限（见图表 25），这意味着美联储激进加息的紧迫性弱于沃尔克时期。

图表 24. 2022 年以来英国布伦特原油价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 美国共同通胀预期指数 (CIE)

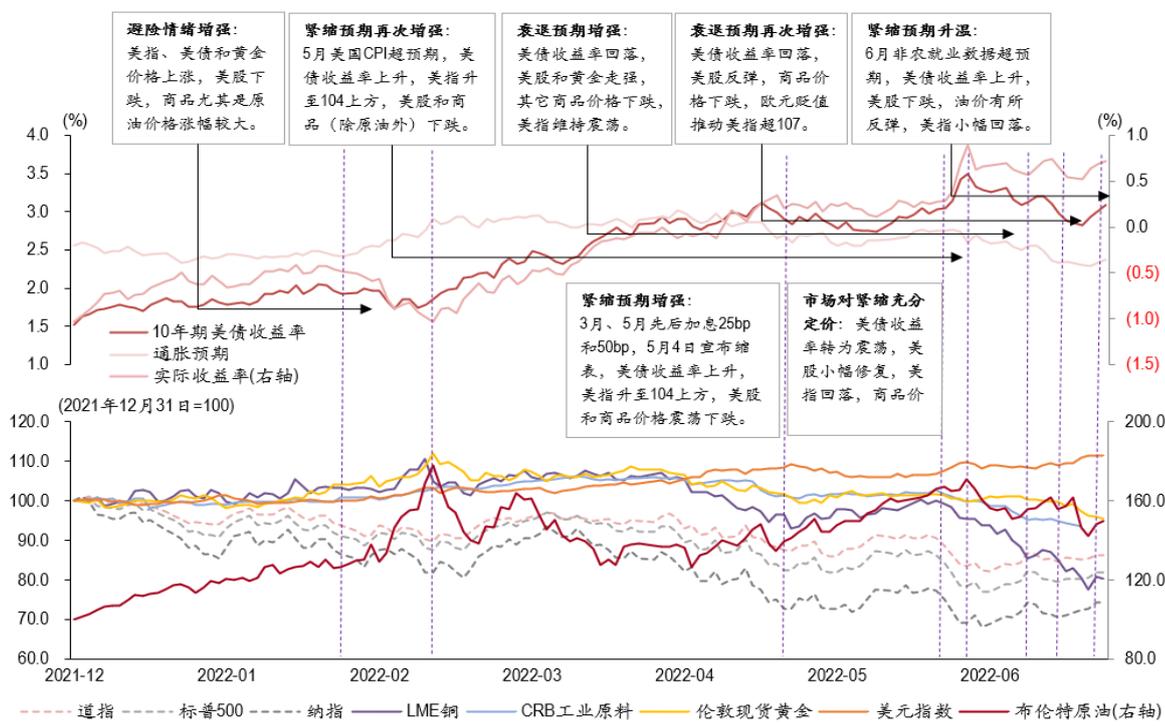


资料来源：美联储，中银证券

大类资产配置建议

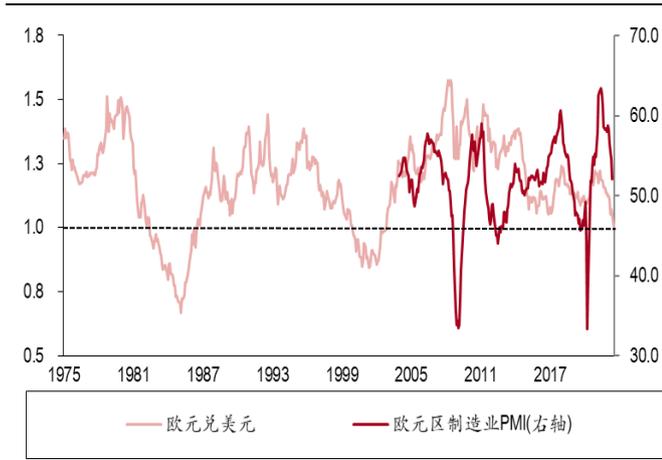
2022年以来，在俄乌冲突触发避险交易之后，全球市场在通胀交易和衰退交易之间不断切换：3月至5月中旬美联储先后宣布加息 25bp 和 50bp 以及缩表计划，紧缩预期增强下，美债收益率持续上升，美指升至 104 上方，美股和商品价格震荡下跌；5月中旬至6月上旬，由于市场对美联储紧缩充分定价，各类资产价格有所修复；6月10日发布的5月美国CPI数据超出市场预期，导致紧缩预期再次增强；6月15日至24日、7月1日至7日，市场对美国经济衰退担忧加剧，美债收益率回落，美股反弹，商品价格下跌，美元指数受欧元贬值推动，升至 107 上方；7月8日美国非农就业数据超出市场预期，美联储紧缩预期再次升温，美债收益率上升，标普 500 指数转为下跌，原油价格有所反弹（见图表 26）。下半年，我们预计通胀交易与衰退交易的博弈延续。

图表 26. 2022 年以来大类资产表现



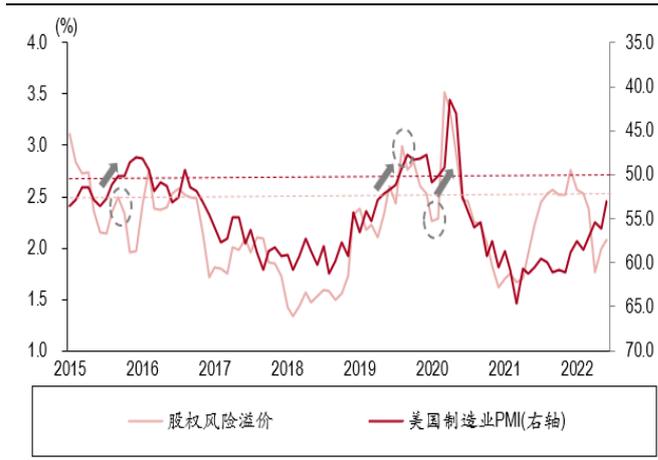
预计金融资产表现：美元 > 美债 > 美股。 美联储主席鲍威尔在 6 月 FOMC 会后新闻发布会上表示，如果没有有力的证据表明通胀下降，美联储不会宣布胜利。6 月美国 CPI 增速继续超预期，意味着短期美联储不会放缓紧缩节奏。1) 美元指数短期仍有上行空间，在美联储紧缩放缓之后可能触顶回落。当然，如果美国通胀韧性超出预期，美联储不得不加大紧缩力度，美元指数更是易上难下。此外，即便欧元已经跌破平价，但欧洲经济下行压力、能源供应风险以及欧元区内部融资成本分化等问题，均可能继续施压欧元，进而支撑美元（见图表 27）。2) 美债收益率短期可能上行，在美联储放缓紧缩节奏之后转为下降，总体呈现震荡走势。3) 在美债收益率短期上升过程中，美股尤其是成长股承压。如果年底美国制造业 PMI 降至 50 以下，股权风险溢价可能升至 2.5% 上方（见图表 28）。假设年底美债收益率和股权风险溢价均为 3%，对应的标普 500 市盈率为 16.7 倍，低于目前的 19 倍。2021 年底预期未来 12 个月每股收益是 216，据此计算标普 500 的合理水平是 3600 点，这意味着未来仍存在近 10% 的下跌空间。

图表 27. 欧元区制造业 PMI 与欧元兑美元汇率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 标普 500 股权风险溢价与制造业 PMI 相关性较强



资料来源：万得，中银证券

预计实物资产表现：黄金>原油>工业原料。 1) 黄金是以美元计价的无息资产，美元指数和实际利率均会影响金价。短期美元和美债利率仍有上行空间，预计黄金价格仍将承压。在美联储紧缩放缓之后，随着美元和美债利率回落，金价可能重获上行动力（见图表 29、30）。2) 国际原油以美元计价，美元升值也会在一定程度上影响油价表现（见图表 29）。目前俄乌冲突带来的原油供应风险减弱，全球经济衰退预期导致原油价格承压。不过，欧盟对俄罗斯制裁风险仍然存在，并且 OPEC 主动增产意愿较弱（见图表 31），预计将对中长期油价形成支撑。3) 工业原料价格与全球经济走势密切相关，经济下行趋势将对工业原料价格形成压制（见图表 32）。

图表 29. 黄金价格、原油价格与美元指数负相关性



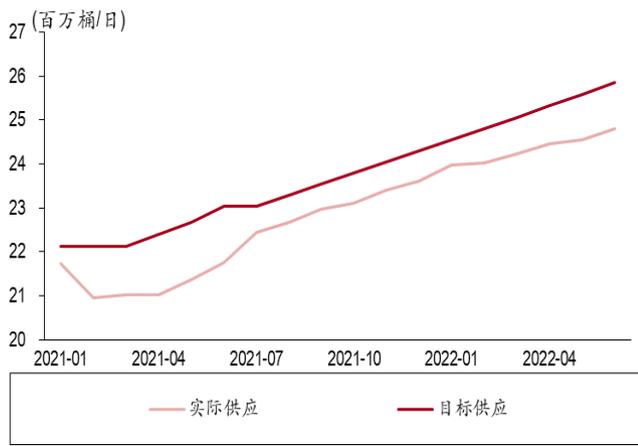
资料来源：万得，中银证券

图表 30. 黄金价格与实际利率负相关性较强



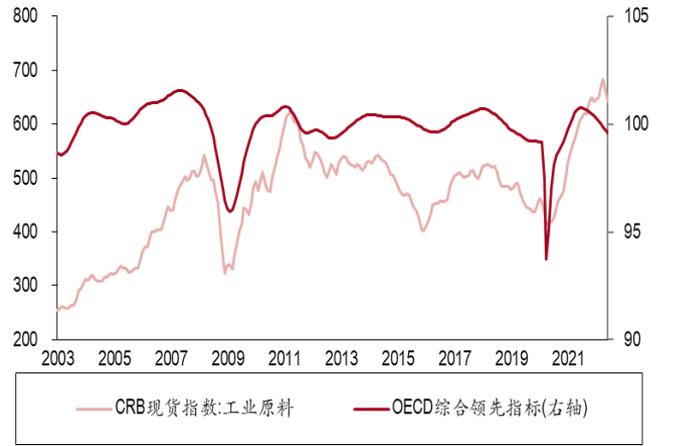
资料来源：万得，中银证券

图表 31. OPEC-10 实际原油供应量和目标供应量



资料来源: IEA, 中银证券

图表 32. CRB 工业原料价格与全球经济走势密切相关



资料来源: 万得, 中银证券

五、主要结论

首先，我们回顾了 1970 年代美国大通胀的前因后果。大通胀的形成主要有三方面原因：一是，美联储拒绝承担物价稳定职责，宽松货币政策助推通胀；二是，两次石油冲击叠加价格管制，加剧供应约束；三是，美国财政赤字规模不断扩大，联邦政府试图利用通胀税弥补赤字。最终，美联储主席沃尔克通过大幅加息，以高失业率为代价遏制住了通胀。

其次，我们总结了大通胀到通胀缓和期间的资产表现。1973 年至 1983 年，按照 CPI 增速变化可以把这段时期划分为通胀上行期和下行期；结合美国经济形势和 CPI 增速变化，可以将美国经济划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段。期间，实物资产表现总体好于金融资产：实物资产中的原油表现好于黄金、工业原料；金融资产中的美债表现好于美股、美指。

再次，我们对比了现在和 1970 年代的相同和不同之处。相同之处主要有两点：一是，两轮大通胀背后都有供给冲击的影响；二是，美联储货币政策均落后于通胀曲线。不同之处则体现为美联储货币政策可信度提高，美国经济灵活度增强（具体表现为，工会力量减弱，劳工议价能力下降；能源独立性提高，能源强度下降）。

最后，我们对美联储政策和大类资产表现进行了展望。基于 EIA 对于国际原油价格年内持续回落的预测，我们预计美国 CPI 同比或已经触顶，不过年末 CPI 增速仍将处于高位。亚特兰大联储 GDPNow 预测模型显示，美国经济可能已经陷入技术性衰退。但美国私人消费尚具韧性。未来经济出现轻度衰退的可能性较大，年内美联储紧缩可能放缓。预计下半年金融资产表现排序是美元>美债>美股；实物资产表现排序是黄金>原油>工业原料。

风险提示：地缘政治局势超预期，全球疫情发展超预期，美联储货币紧缩超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371