

宏观深度报告

美国“大滞胀”再思考——兼论对当前大类资产配置 的启示

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文重温 1970-80 年代的美国经济、政策和市场，并思考对当下的启示。
- 一、**高通胀的复杂性**。1970-80 年代美国高通胀的成因是极为复杂的：首先，财政和货币刺激过度，初步推升通胀；然后，粗暴的价格管制与犹豫的货币政策，未能有效浇灭通胀；再者，以两次石油危机为代表的供给冲击引发了成本推动型通胀；最后，长期超调的通胀率破坏了通胀预期的稳定，引发工资-物价螺旋，加深了通胀的顽固性。
- 二、**美联储的“过”与“功”**。1970-1979 年，美联储紧缩不够坚决，原因是多方面的：首先，美联储一度认为通胀是“非货币现象”；其次，当时美联储的首要目标是“充分就业”而非“物价稳定”；最后，美联储决策还受到政治因素影响。1979 年以后，沃尔克领导的美联储吸收“货币学派”理念，将遏制通胀视为己任，坚定加息和控制货币供给。此后，美联储在较长时间里致力于稳定通胀预期，重塑了美联储的信誉。
- 三、**“软着陆”与“硬着陆”**。1970-80 年代美国共出现 4 轮经济衰退，可分为两次“软着陆”（1970 年和 1980 年）和两次“硬着陆”（1973-75 年和 1981-82 年），这是高通胀、高利率和供给冲击共同作用的结果。但实现“软着陆”的条件是较为苛刻的：首先，CPI 通胀率或需在衰退初期及时回落；其次，美联储加息不能过于激进，甚至需要在衰退到来时及时降息；最后，若发生新的供给冲击，“硬着陆”可能更难避免。
- 四、**资产价格的线索**。1970-80 年代，通胀成为资本市场的风向标。美国 CPI 通胀率三次阶段性触顶，美股皆阶段性触底。但在此过程中，市场对通胀形势以及货币政策逻辑都有一个理解与消化的过程。随时间推移，美债市场更少地交易“衰退”、更多地交易“紧缩”。在 1980 年以后的“沃尔克时代”，货币政策开始成为资产价格的关键线索。“大滞胀”结束后，美元、黄金等避险资产仍在较长时间里表现积极。
- 五、**对当下的新启示**。第一，本轮美国通胀成因与 1970-80 年代有诸多相似性，但整体压力更为有限；第二，本轮美联储虽然也曾“犯错”，但在抗击通胀方面更占据主动；第三，本轮美国经济衰退几成必然，且存在“硬着陆”风险；第四，本轮大类资产价格走势与 1970-80 年代或有较强相似性：1) 美股：通胀仍是核心影响因素，未来仍有调整压力，但调整幅度或不会太深，反弹或待衰退兑现。2) 美债：货币政策仍是核心影响因素，衰退兑现时也未必立即回落，需等到货币政策明确开始放松。3) 美元：“强势美元”可能持续较久，美元回落或需美债利率回落。4) 黄金：金价短期压力犹存，待美联储停止加息或才能迎来明显行情。
- **风险提示**：美国经济弱于预期，出现新的供给冲击，非美金融风险上升等。

正文目录

一、高通胀的复杂性.....	5
二、美联储的“过”与“功”.....	8
2.1 美联储犹豫的原因.....	8
2.2 沃尔克时代的功绩.....	9
三、“软着陆”与“硬着陆”.....	10
3.1 经济衰退的三大推手.....	10
3.2 衰退程度取决于什么.....	12
四、资产价格的线索.....	13
3.1 美股：通胀是最大的敌人.....	13
3.2 美债：与货币政策“共舞”.....	15
3.3 美元：多因素造就强美元.....	16
3.4 黄金：“滞胀”危机时受捧.....	17
五、对当下的新启示.....	17
风险提示.....	21

图表目录

图表 1	1970-80 年代美国陷入高通胀危机，CPI 通胀率上行速度与水平与当前类似	5
图表 2	1965-70 年美国实际经济增速远高于潜在增速	6
图表 3	1965-70 年美国实际失业率远低于自然失业率	6
图表 4	能源和食品涨价显著抬升美国通胀率	6
图表 5	国际油价上涨是美国能源 CPI 上扬的主因	6
图表 6	1970 年以后美国通胀预期逐渐走高	7
图表 7	1970-80 年代美国标题通胀率、通胀预期和工资增速走势同步，体现“工资-物价螺旋”的形成	7
图表 8	1970 年代美国政策利率与通胀率走势较为同步	8
图表 9	1980 年以后政策利率明显高于通胀率	8
图表 10	1970-80 年失业率与通胀的负相关性逐渐弱化	9
图表 11	美国个人税收占 GDP 比例在高通胀时期上升	9
图表 12	美国政策利率与 M1 增速负相关	9
图表 13	美国 M1 增速与 CPI 增速负相关	9
图表 14	1970-80 年代美国经济遭遇四轮衰退，催化因素主要包括高通胀、高利率和供给冲击	10
图表 15	美国通胀率与 GDP 增速负相关	11
图表 16	相比利率，通胀与私人消费的负相关性更强	11
图表 17	美国政策利率与 GDP 增速负相关	12
图表 18	相比通胀，利率与私人投资的负相关性更强	12
图表 19	1970-80 年代美国能源消费占比上升、石油净进口量上升	12
图表 20	两轮石油危机冲击美国工业生产	12
图表 21	1970-80 年代美国经济“软着陆”与“硬着陆”比较	13
图表 22	美股走势由通胀主导，每当通胀率调头向下，美股便立即反弹	14
图表 23	美股通常在衰退中期触底反弹，调整幅度不完全取决于衰退程度	14
图表 24	1970 年代，美债市场经历了一段长期熊市，高通胀（预期）和高利率共同驱动美债利率上行	15
图表 25	1970-80 年代，政策利率快速上升时，10 年美债利率“跑输”政策利率	16
图表 26	1980 年以后美联储激进加息时期，美元指数和美债利率均呈上行趋势，但美元反应相对滞后	16
图表 27	1973 年以后，黄金价格走势与美国 CPI 通胀率整体保持较好的相关性	17
图表 28	当前美国“工资-物价”螺旋风险相对更低	18
图表 29	当前美国能源通胀对核心通胀的传导有限	18
图表 30	本轮美债市场对加息的计价更及时，体现了货币政策的可信性	18
图表 31	当前美国中长期通胀预期并未“脱锚”	18
图表 32	1981-82 年美股因美联储抗击通胀而承压	19
图表 33	当前美股也在承受高通胀压力	19

图表 34	1981-82 年衰退初期，美债利率维持高位	20
图表 35	未来 10 年美债利率在衰退初期也未必很快回落	20
图表 36	美元强势源于美国经济相对全球具有优势	20
图表 37	10 年美债利率通常先于美元指数“见顶”	20
图表 38	1982 年下半年通胀大幅回落、美联储降息，金价反弹	21
图表 39	未来当通胀大幅回落、美联储降息，金价或才能反弹	21
附录：	1965-1985 年美国经济、政策利率和资本市场的关键指标概览	22

2022年以来，美国CPI通胀率一度升破9%，实际GDP连续两个季度环比萎缩，经济的（类）滞胀特征更加鲜明，资本市场也经历了大幅波动。8月下旬杰克逊霍尔会议以来，美联储在各类场合不断提到“历史经验”，说明当前美国经济环境与1970-80年代极为相似，而美联储也将充分借鉴当时的应对经验，有所为而有所不为，以期帮助美国战胜“滞胀”。

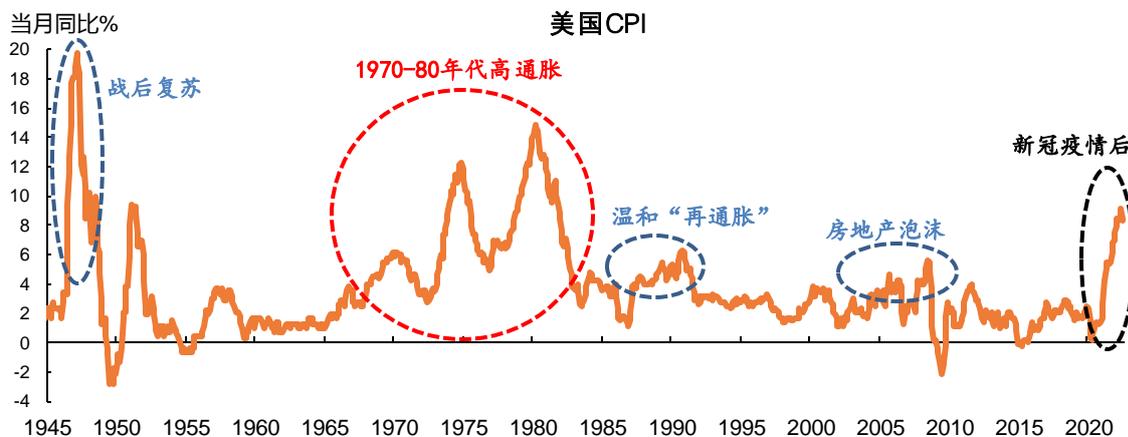
当前美国通胀压力几何？货币政策会如何应对？美国经济是否还能实现“软着陆”？资本市场何时迎来“春天”？在本篇报告中，我们带着对当下的疑问，重温1970-80年代美国“大滞胀”时期的通胀、货币政策、经济增长和资产价格表现，并尝试理解其中的逻辑与规律，以期对判断未来一段时间美国经济、货币政策和市场走向有所启发。

一、高通胀的复杂性

1970-80年代美国高通胀的成因是极为复杂的：首先，财政和货币刺激过度，初步推升通胀；然后，粗暴的价格管制与犹豫的货币政策，未能有效浇灭通胀；再者，以两次石油危机为代表的供给冲击引发了成本推动型通胀；最后，长期超调的通胀率破坏了通胀预期的稳定，引发工资-物价螺旋，加深了通胀的顽固性。

1969-1982年，美国陷入高通胀危机，CPI通胀率普遍高于5%，最高曾达到14.8%。美国CPI同比增速自1968年开始便以3%以上的速度较快上升，1969年3月CPI同比破5%，从此开始了长达13年的“高通胀”时代。在1969-1982年里，美国CPI同比增速走势出现三轮波峰，峰值分别在1970年1月（6.2%）、1974年12月（12.3%）和1980年3月（14.8%）。1982年2月CPI同比回落至5%以下。

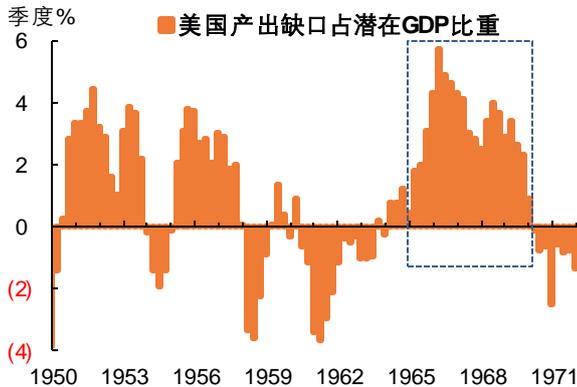
图表1 1970-80年代美国陷入高通胀危机，CPI通胀率上行速度与水平与当前类似



资料来源：Wind, 平安证券研究所

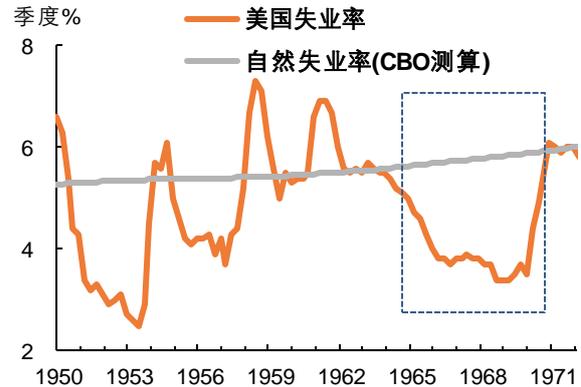
1965-70年，财政和货币盲目扩张，孕育通胀走高。随着二战后经济重建告一段落，加上欧洲与亚洲经济的兴起，美国经济增长动能趋弱，但政策层面盲目刺激，导致经济明显过热。1965-1970年，美国实际GDP增速持续高于潜在增速水平，且产出缺口（实际GDP与潜在GDP差值）占潜在GDP的比重高达3-6%。换言之，当时美国经济增速中有3-6个百分点都是政策刺激出来的。这一时期，美国自然失业率在5.6-5.9%，但实际失业率基本保持在4%以内。在当时，财政刺激的角色强于货币。美国联邦财政支出占GDP比重由在1966-68年期间上升了3.2个百分点，赤字率由1965年的0.2%扩大至1968年的2.8%。1968年，美国政府开始担心财政平衡问题，时任总统约翰逊6月签署了“1968收支控制法”，通过加税补充财政收入。而美联储于同年8月“技术性降息”以对冲加税的影响，为经济过热添火助力。

图表2 1965-70年 美国实际经济增速远高于潜在增速



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 1965-70年 美国实际失业率远低于自然失业率

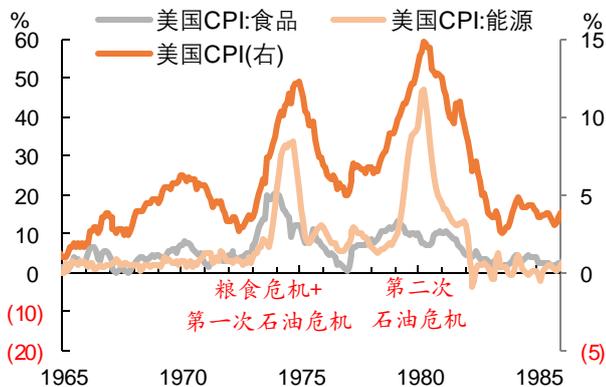


资料来源: Wind,平安证券研究所

1971-74年，粗暴的价格管制将“短痛”变为“长痛”。1971年8月，尼克松政府实行了为时90天的工资和物价冻结。但实际上，随后价格管制的范围不断扩大，直至1974年美国才完全取消对物价的干预。这期间，除特殊情况外，所有商品和服务涨价都需要经过政府审批。1972年中，美国CPI通胀率回落至3%以下。这一次价格管制，被视为美国经济史上和平时政府全面干预价格的一个特例，也被认为是一次失败的尝试。这是因为，限价措施在抑制物价上涨的同时，也严重打击了生产企业的积极性，造成社会商品供应不足，为后来通胀的恶化埋下伏笔。1974年尼克松因“水门事件”下台，新总统卡特上台，价格管制措施逐步失效。略显滑稽的是，尼克松和卡特政府均尝试通过口头“劝诫”来管控物价。例如，卡特刚上台时曾鼓励民众买“便宜货”：“要敢于向他人炫耀，自己专挑便宜货买，并为此感到自豪”。这些劝诫对于管控物价几乎是徒劳的，美国CPI通胀率自1973年4月重新破5%，此后一路上行并于1974年12月达到12.3%的阶段高点。

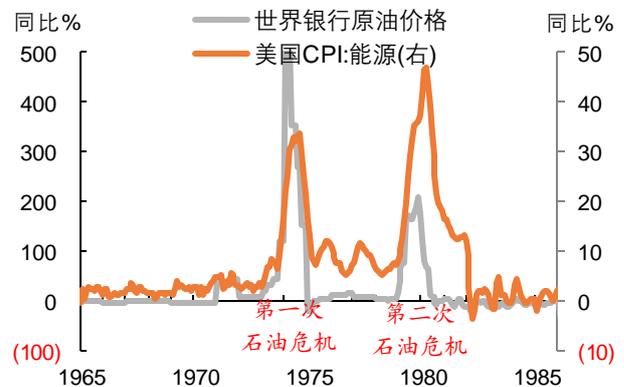
1973年和1979年的一次粮食危机和两次石油危机，展示了供给冲击对美国物价的破坏力。1973年，前苏联谷物受恶劣天气影响而歉收，继而进入国际市场大量购买粮食，引发了二战以来最为严重的粮食危机。1973年末，美国食品CPI同比增速一度升破20%。1973年10月至1974年3月，第一次石油危机爆发：以沙特为首的石油输出国组织成员国宣布，对赎罪日战争期间支持以色列的国家实施石油禁运，美国首当其冲。世界银行原油均价由1973年9月的2.7美元/桶，跃升至1974年初的13美元/桶，涨幅接近500%。1974年3-9月，美国能源CPI同比增速均超过30%。1979年初至1980年初，第二次石油危机爆发：伊朗爆发伊斯兰革命，而后伊朗和伊拉克爆发“两伊战争”，导致全球石油产量锐减。世界银行国际油价由1978年12月的不到15美元/桶升，至1979年11月的40美元/桶以上。1980年3月，美国能源CPI同比达到47.1%的峰值，美国CPI同比也随即达到14.8%的顶点。

图表4 能源和食品涨价显著抬升美国通胀率



资料来源: Wind,平安证券研究所

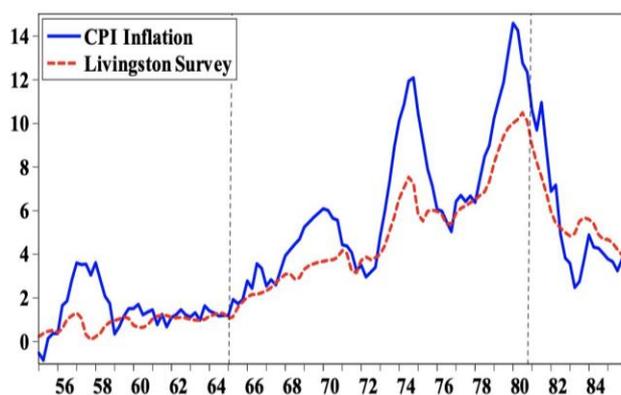
图表5 国际油价上涨是美国能源CPI上扬的主因



资料来源: Wind,平安证券研究所

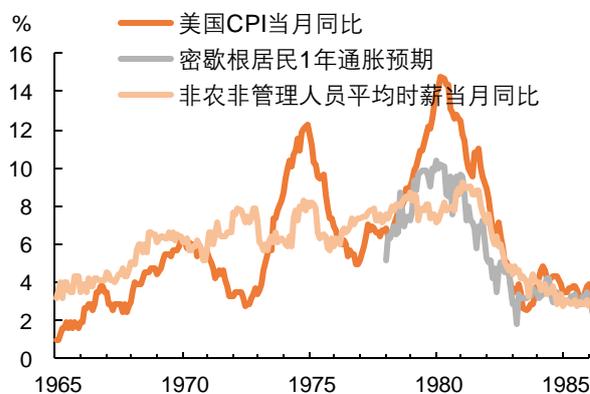
1970-80年，美国标题通胀率持续超调后，通胀预期失控，在工会力量助推下，“工资-物价螺旋”逐渐形成。在CPI通胀率连续多年高于2%、甚至高于5%后，美国居民对物价失去原有的信心，通胀预期上升。当时，无论是美联储还是市场，对于通胀预期的认知和跟踪都比较有限。当下广泛引用的密歇根大学调查和克利夫兰联储模型预期，在1980年前后才陆续诞生。美国最早的通胀预期监测工具是1946年诞生的利文斯顿调查（The Livingston Survey），它总结了来自企业、政府、银行业和学术界的通胀预测。该调查显示，1970年以后美国通胀预期逐渐走高，尤其两次石油危机后，通胀预期也随标题通胀率陡然上升。通胀预期对于物价的反向影响主要通过工资传导：劳工要求涨薪，继而居民的消费能力与企业的成本压力上升，同时促成物价上涨，即形成“工资-物价螺旋”。尤其是，1970年代美国工会力量庞大，工资诉求的传导较为通畅：据美国劳工统计局（BLS）数据，当时美国工会成员占社会总雇员的近三成，每年发生千人以上罢工运动高达200-400起（2000年以后这一数字已常年低于30起）。1976年中至1978年中，美国CPI通胀率回落至5-7%左右，但美国非农非管理人员平均时薪同比增速达到6-8%、持续高于CPI通胀率。工资上涨的粘性阻碍了通胀的进一步回落，并为后来通胀的反弹做铺垫。

图表6 1970年以后美国通胀预期逐渐走高（%）



资料来源：The Livingston Survey, 平安证券研究所

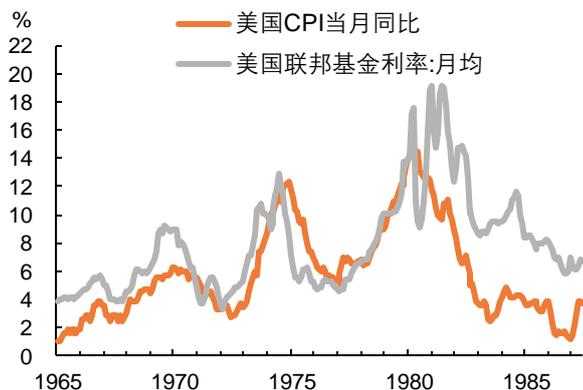
图表7 1970-80年代美国标题通胀率、通胀预期和工资增速走势同步，体现“工资-物价螺旋”的形成



资料来源：Wind, 平安证券研究所

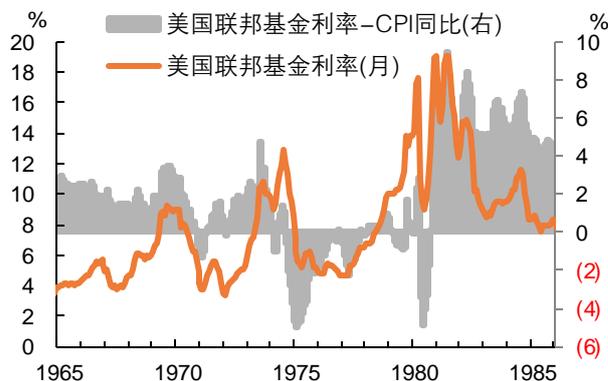
1970-79年，美联储的政策应对较为消极，持续“落后于曲线”，未能有效遏制通胀。1980年以前，美国政策利率与通胀走势呈现较强同步性，体现了美联储在较长的时间里都在“落后于曲线”、“追赶曲线”。1969年5月，在通胀率破5%后的第三个月，美国政策利率才开始明显上升并超过通胀率3个百分点以上，此后通胀率保持上升了半年左右才开始回落。1973年下半年，美国通胀率仍在上升的情况下，美联储迫于经济压力而降息，继而通胀率加速上升。1978年，美国政策利率与通胀率基本持平，并保持亦步亦趋地上升，直到1978年12月，联邦基金月率升破10%并高出通胀率1个百分点，但很快政策利率又开始落后于通胀率。后来，当美国政策利率显著高于即期通胀率后，通胀才明显回落，美联储在遏制通胀方面才算拥有了主动：1979年以后，沃尔克领导的美联储大幅升息抗击通胀；1981年中，美国政策利率达到19%以上的高峰，同年10月CPI环比和同比同时下降；此后联邦基金利率持续高于CPI通胀率4-9个百分点不等，通胀率持续回落。

图表8 1970年代美国政策利率与通胀率走势较为同步



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 1980年以后政策利率明显高于通胀率



资料来源: Wind,平安证券研究所

二、美联储的“过”与“功”

1970-1979年，美联储紧缩不够坚决，原因既包括对通胀与货币政策的关系认知不足，也包括货币政策的独立性缺失。1979年以后，沃尔克领导的美联储吸收“货币学派”理念，将遏制通胀视为己任，坚定加息和控制货币供给。此后，美联储在较长时间里致力于稳定通胀预期，重塑了美联储的信誉。

2.1 美联储犹豫的原因

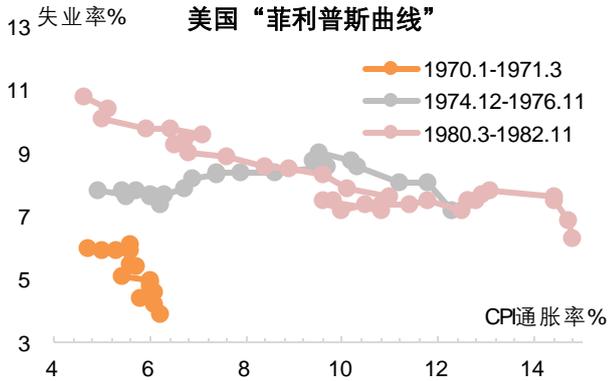
1970-1979年，美联储持续“落后于曲线”，原因是多方面的。

首先，美联储一度认为通胀是“非货币现象”。当时，美联储对于高通胀的成因出现分歧，并倾向于认为通胀主要由非货币因素造成，继而货币政策选择消极应对。例如，1970年，伯恩斯领导的美联储认为，工会力量引发了成本推动型通胀，继而主张动用“收入政策”调控，而不愿收紧货币供给。这也推动了尼克松政府后来实施的工资和物价冻结。1974年，伯恩斯又认为，“不恰当的财政纪律”是导致通胀的主因。

其次，美联储在当时的首要目标是“充分就业”而非“物价稳定”。1970年代以前，凯恩斯主义理念主导货币政策逻辑，美联储专注于总需求管理，并坚信菲利普斯曲线（失业率与通胀的负相关性）的存在。因此，美联储将货币政策的首要目标落脚在实现“充分就业”，希望维持较低且稳定的失业率水平，继而当失业率上升时，货币政策的天平更向就业市场倾斜。当“滞”与“胀”同时发生时，美联储一度认为通胀不会继续恶化。例如，1978-79年米勒领导的美联储认为，只要失业率在充分就业水平之上（5.5%以上），货币宽松就不会加深通胀。

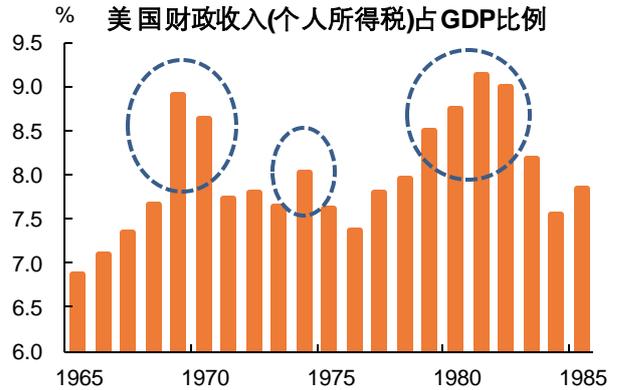
最后，美联储决策还受到政治因素影响。1970-1978年担任主席的伯恩斯、以及1978-79年任职的米勒，均受到时任总统的影响而缺乏独立性，在平衡通胀与经济增长的关系时摇摆不定。事后来看，1970年代美联储对通胀的容忍可能正是执政者所希望看到的：一方面，执政者不希望美联储因遏制通胀而破坏经济增长、影响选票；另一方面，较高的通胀也被视为一种隐性的税收手段，因名义工资上涨提高了整个税收体系的累进程度，使财政收入大幅上升。数据显示，美国个人所得税占GDP比重在1969-70年、1974年以及1979-83年的高通胀时期，均有明显上升。

图表10 1970-80年失业率与通胀的负相关性逐渐弱化



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 美国个人税收占GDP比例在高通胀时期上升

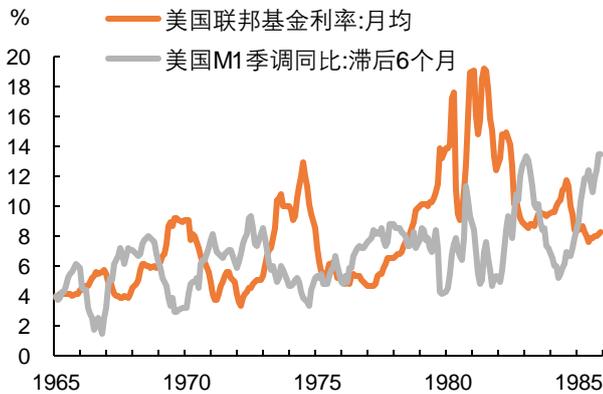


资料来源: Wind,平安证券研究所

2.2 沃尔克时代的功绩

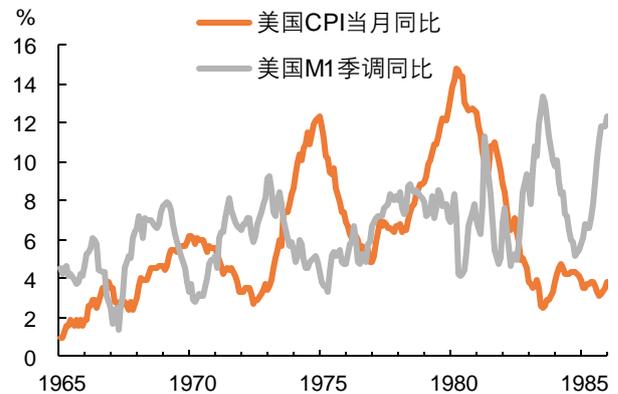
1979年以后,沃尔克领导的美联储吸收“货币学派”理念,将遏制通胀为己任,坚定地加息和控制货币供给,虽然“制造”了经济衰退,但也最终战胜了通胀。1979年8月,沃尔克就任美联储主席,其采取了以弗里德曼为代表的“货币学派”观点,其领导的美联储更加明确了货币政策对于物价稳定的核心地位,并将货币供给(M1)增速纳入货币政策目标,继而大幅加息,使联邦基金利率高于CPI通胀率,以达到控制货币供给的目标。1980年3月,沃尔克曾实施了一次不甚明智但短暂的信贷控制试验(“特别信贷限制计划”),以期减缓加息幅度,但随后又重启货币政策紧缩,并最终在1981年中将联邦基金利率一度推升至20%以上的峰值。大幅加息虽然带来了经济衰退,但最终帮助通胀回落。

图表12 美国政策利率与M1增速负相关



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 美国M1增速与CPI增速负相关



资料来源: Wind,平安证券研究所

此外,在沃尔克和格林斯潘时代,美联储建立了新的“名义锚”,以稳定通胀预期并重塑美联储的信誉,这也是日后美国物价回归长期稳定的重要背景。1980年代,在经历“大滞胀”后,原本的物价稳定预期遭遇严重损害。即便在沃尔克时代,美联储明确了货币供给目标、坚定地提高了利率,但货币政策的可信度仍受质疑。公众并不清楚美联储能否长期保持对通胀的重视,并有能力影响中长期物价走势。因此,沃尔克和其下任联储主席格林斯潘,更致力于重构稳定的通胀预期,使其成为货币政策的“名义锚”,最终重新树立货币政策的可信度。这是一个复杂而漫长的过程:沃尔克战胜通胀的经历是良好起点,而后美联储由货币供给目标转向“隐性通胀目标制”。实际操作中,美联储同时盯住“增长缺口”和“通胀预期缺口”,事实上通过泰勒规则制定政策利率,追求稳定的中长期通胀目标,实现稳定的经济增长。在通胀预期管理上,美联储通过债

券收益率变动来监测通胀预期，同时加强与资本市场的沟通，增强了货币政策的可信度与市场预期的稳定性。沃尔克时代后的货币政策框架，在物价稳定方面取得了长期性成果，造就了后来的大稳健时代（Great Moderation，1984-2007年）。

三、“软着陆”与“硬着陆”

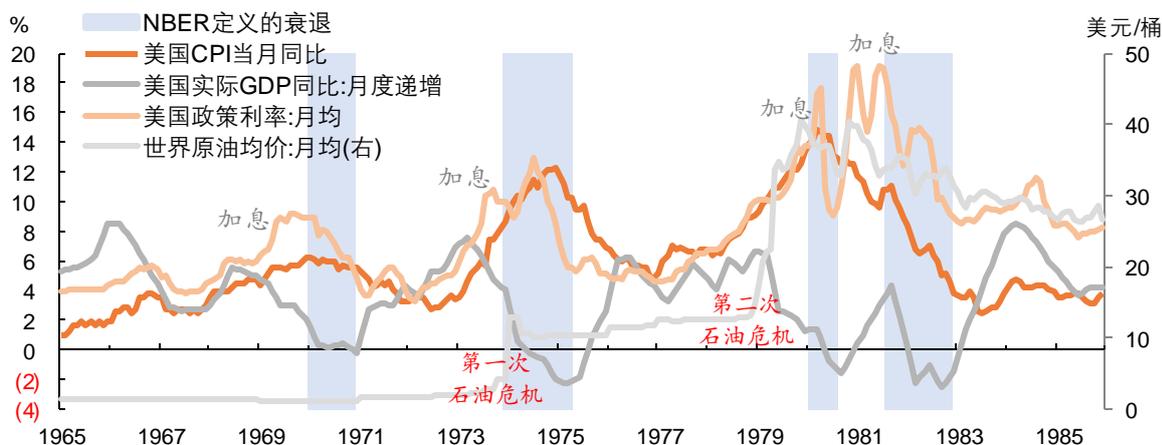
1970-80年代美国共出现4轮经济衰退，这是高通胀、高利率和供给冲击共同作用的结果。高通胀对于消费产生直接的抑制作用，并驱使美联储加息、进一步抑制投资。因此，衰退的程度取决于通胀的严峻性以及货币政策的应对，实现“软着陆”的条件是较为苛刻的。

3.1 经济衰退的三大推手

按照美国国民经济研究局（NBER）的划分，1970-80年代美国经济共出现四轮衰退：

- 第一轮是1970年1月至11月（11个月）。美国实际GDP同比由1969年的3.2%下滑至1970年的0.2%，但经济几乎没有萎缩。而美国失业率却显著攀升，由1969年12月的3.5%升至1970年12月的6.1%（阶段高点），在此后的24个月里均保持在5%以上。
- 第二轮是1973年12月至1975年3月（16个月）。美国实际GDP同比由1973年的5.6%断崖式下滑，曾连续5个季度同比萎缩，季度同比萎缩最深达2.3%。美国失业率连续31个月高于7%，由1973年10月阶段低点的4.6%，一路走高至1975年5月的9.0%，此后缓慢下降。
- 第三轮是1980年2月至7月（6个月）。美国实际GDP环比折年率于1980年二季度大幅萎缩8%，不过同比仅萎缩0.8%。在这一时期，美国失业率由6.3%最高升至7.8%。1980年下半年，美国经济立即开始复苏，四季度GDP环比大幅上涨7.7%，失业率先于8月开始回落。
- 第四轮是1981年8月至1982年11月（16个月）。美国实际GDP曾连续4个季度同比萎缩、最深萎缩2.6%。美国失业率在1981年8月开始从7.2%的阶段低点显著回升，同年11月破8%，1982年11月达到10.8%的峰值，此后缓慢回落，1984年2月才降至8%以下。

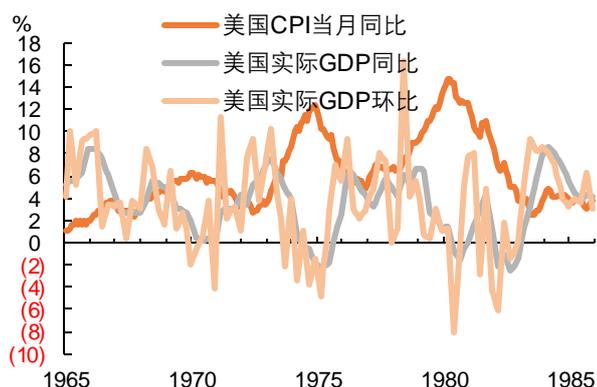
图表14 1970-80年代美国经济遭遇四轮衰退，催化因素主要包括高通胀、高利率和供给冲击



资料来源：Wind, 平安证券研究所

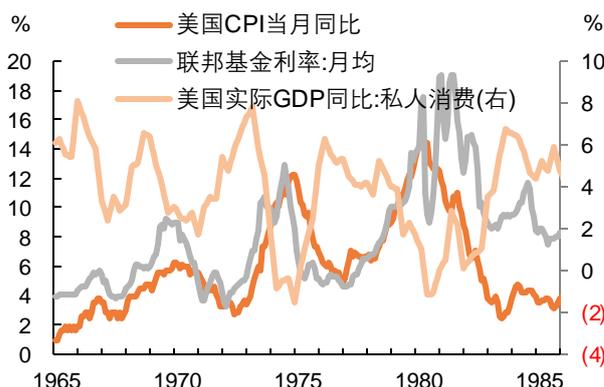
衰退推手之一：高通胀。比较当时的经济与通胀走势，二者呈现出十分紧密的相关性：**美国经济衰退发生的节点，均对应CPI通胀率上升或触顶的时候。**例如，1970年CPI通胀率触顶时点，恰好是失业率反弹与经济衰退的开端；1973-75年，这一轮失业率反弹和经济被认定为衰退的时点，都在CPI通胀率破8%以后；1980年初，当CPI通胀率触及14%以上的极高水平时，失业率显著反弹、经济开始衰退。**如果衰退发生时，通胀率仍在上升，则美国经济继续下行；只有通胀率回落后，美国经济才开始复苏。**例如，1970年末，直到通胀回落至5%以下，美国经济才开始复苏；1975年，当通胀率触顶回落一个季度后，美国GDP环比增速转正、失业率开始下降。**通胀对经济的直接影响主要体现在消费上。**相比政策利率，美国通胀率与私人消费增速的负相关性更为明显。尤其在1980年代，当政策利率大幅跃升时，通胀率已经提早回落，当时私人消费也开始回升，说明通胀缓和对于消费回暖有明显帮助。

图表15 美国通胀率与GDP增速负相关



资料来源：Wind,平安证券研究所

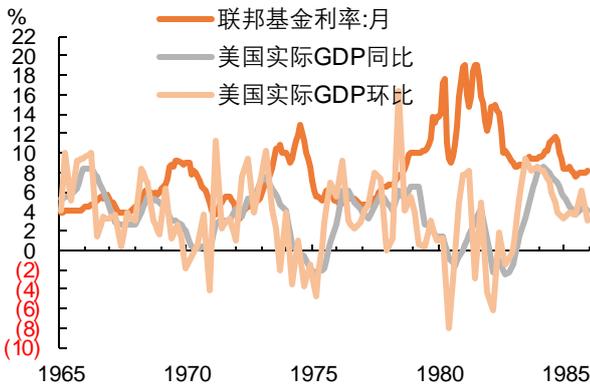
图表16 相比利率，通胀与私人消费的负相关性更强



资料来源：Wind,平安证券研究所

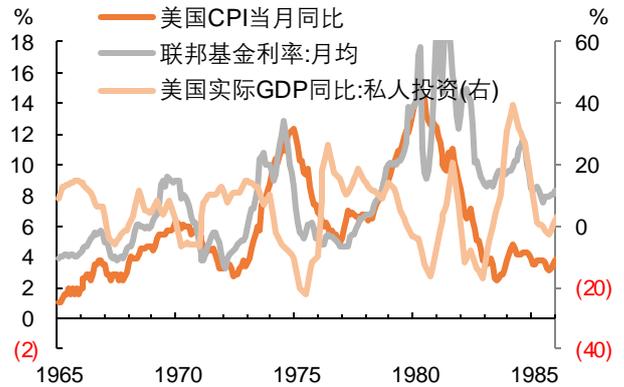
衰退推手之二：高利率。整体而言，当时美联储加息对经济的降温效应是明显的：**当美国经济处于过热时，加息对经济的降温效果可谓立竿见影：**如1973年中，美国制造业PMI超过60，美联储加息使“过热”的经济快速降温。**当美国经济本身处于下行甚至衰退时，加息则深化了经济萎缩的幅度：**如1974年中，政策利率达峰后，美国经济下行速度加快，三季度美国GDP环比大幅萎缩3.7%；1980年3-4月，联邦基金月率达到17%以上的阶段高点后，同年二季度美国GDP环比大幅萎缩8.0%。**反之，降息可助力经济复苏：**1970年12月，当政策利率降至通胀率之下时，美国经济立刻处于复苏状态；1975年初，美联储降息并使政策利率低于通胀率近5个百分点，美国经济于1975年二季度开始复苏。**但是，在通胀未得到有效控制时过早地、不成熟地降息，可能会以“通胀反复+更高幅度的加息”收场，从而酿至更大程度的衰退，或延缓本应更早开始的复苏：**1974年初，美联储选择降息，但由于通胀继续走高、对经济的负面影响持续，美国经济仍步入衰退；1980年5月，联邦基金月率已降至11%左右（辅以信贷管制），8月美国经济暂时脱离衰退区间，但由于此后通胀反复迫使美联储选择更大力度地加息，1981年美国陷入新一轮程度更深的衰退。**利率对经济的影响主要体现在投资。**相比通胀，政策利率与私人投资（滞后1年）的负相关性更为明显。1980年下半年，美联储短暂降息，一年后私人投资明显反弹；1981年，当美联储重新大幅加息后，一年后的私人投资增速明显下滑，但该时期通胀也已明显回落，说明私人投资对利率走势更为敏感。

图表17 美国政策利率与 GDP 增速负相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

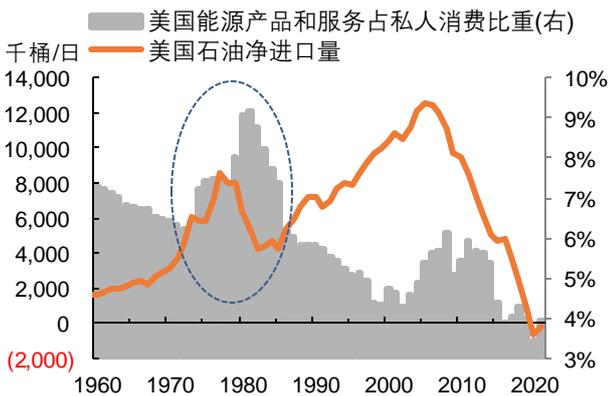
图表18 相比通胀, 利率与私人投资的负相关性更强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

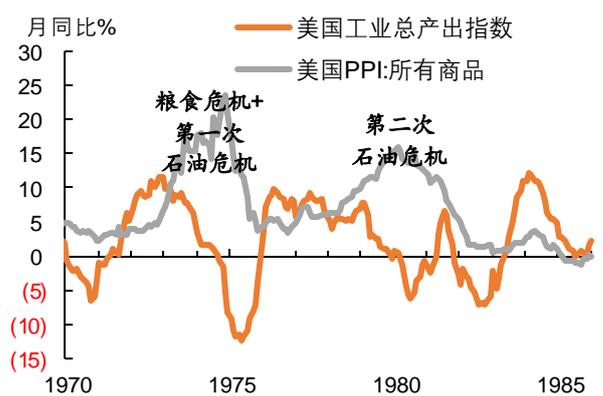
衰退推手之三：供给冲击。1973 年和 1979 年的粮食和石油危机，对美国经济增长造成了多方面拖累，因此都引发了经济衰退。**第一**，如上文提到，供给冲击抬升了 CPI 通胀率，消费价格上涨抑制了总需求。尤其是，供给冲击引发能源消费成本上升，并挤占了其他消费。1974 年以后，美国能源产品和服务消费占私人消费比重，由冲击前的 6%左右上升至 7-9%，直到 1985 年以后才明显回落。**第二**，供给冲击增大了美国石油进口成本，导致 GDP “蒸发”。第一次石油危机导致油价上涨约 10 美元/桶，1974 年美国石油净进口量约为 600 万桶/日。我们测算，石油涨价通过增加净进口成本对美国 GDP 的拖累约为 219 亿美元，拖累 GDP 名义增速 1.4 个百分点；类似地，第二次石油危机后，石油净进口成本上升拖累了 1979 年美国 GDP 名义增速 2.8 个百分点。**第三**，供给冲击引发原材料紧缺，削弱了美国工业生产能力。1970 年代的两轮供给冲击后，美国工业生产总指数同比均出现大幅下降。对比两次冲击可以发现，第一次冲击时，美国 CPI 通胀率较低、而 PPI 通胀率更高，继而工业生产所受冲击程度更深，这也体现了供给冲击对经济产出的影响更主要地表现在“供给端”。

图表19 1970-80年代美国能源消费占比上升、石油净进口量上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 两轮石油危机冲击美国工业生产



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 衰退程度取决于什么

对于上述 4 轮衰退，按照 GDP 萎缩程度、以及衰退时长划分，可分为两次“软着陆”（1970 年和 1980 年）和两次“硬着陆”（1973-75 年和 1981-82 年）。1970 年“软着陆”的背景是，通胀压力相对有限。当时 CPI 通胀率最高仅为 6.2%，继而美联储也未大幅加息，政策利率最高仅为 9%左右。而通胀有限，一方面是没有遭受供给冲击，另一方面也和尼克松政府

的价格管制有关。1980年“软着陆”的背景是，通胀见顶回落、美联储及时降息。当时美国CPI通胀率一度达到14.8%的历史高点，联邦基金月率曾经达到17.6%，但当衰退开始时，美联储迅速降息，政策利率大幅下降至9%左右时，经济很快开始复苏。1973-75年“硬着陆”的主要原因是，供给冲击下，衰退期间通胀率仍在上行，继而政策利率也不得不跟随通胀快速上升（即使政策利率并未显著高于通胀率）；1981-82年“硬着陆”的背景是，美联储迫切希望遏制通胀，从而采取十分激进的加息措施（联邦基金利率曾达到20%左右），虽然通胀率很快开始下降，但政策利率仍持续、显著高于通胀率，使经济复苏进程延缓。

由此，我们可以得出结论：“软着陆”的要求是较为苛刻的——首先，通胀压力不能太大，CPI通胀率或需要在衰退初期及时回落。其次，美联储加息不能过于激进，甚至需要在衰退到来时及时降息。最后，如果政府对价格进行过度干预，或者不幸发生了新的供给冲击，那么“软着陆”可能只是暂时的，日后通胀可能反弹、“硬着陆”更难避免。

图表21 1970-80年代美国经济“软着陆”与“硬着陆”比较

时期	衰退程度	GDP 季度 同比最小值	衰退时长	CPI 通胀率	联邦基金 月率	价格管制	供给冲击
1970 年	软着陆	-0.2%	11 个月	5.4-6.2%	5.6-9%	✓	
1973-75 年	硬着陆	-2.3%	16 个月	8.7-12.3%	5.5-12.9%		✓
1980 年	软着陆	-0.8%	6 个月	13.1-14.8%	9-17.6%		✓
1981-82 年	硬着陆	-2.6%	16 个月	4.6-11%	9.2-19%		

资料来源：Wind,平安证券研究所

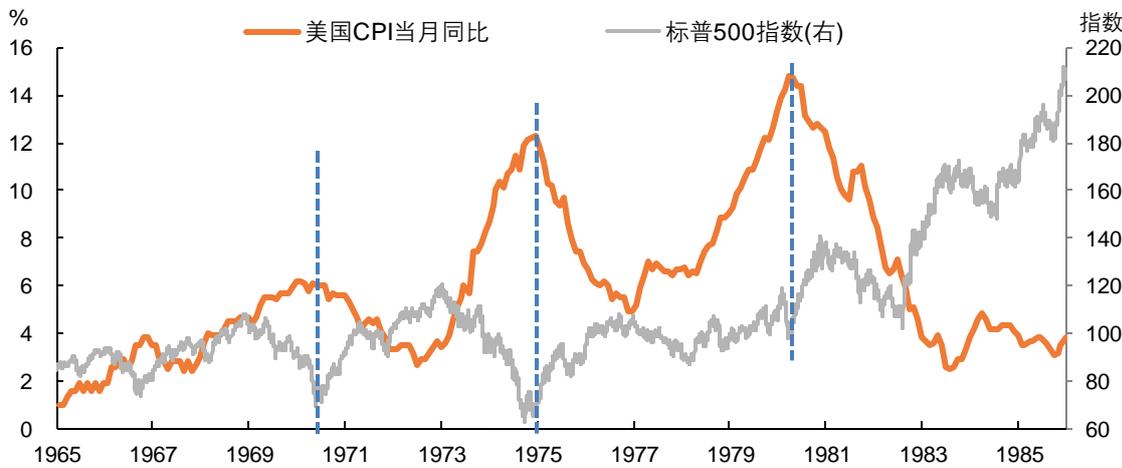
四、资产价格的线索

1970-80年代，高通胀是美国经济和政策的“最大敌人”，因而通胀形势也成为资本市场的风向标。在此过程中，市场对通胀形势以及货币政策逻辑都有一个理解与消化的过程。在1980年以后的“沃尔克时代”，货币政策开始成为资产价格的关键线索。此外，“大滞胀”为经济和市场带来了长期伤痛，继而美元、黄金等避险资产在较长时间里表现积极。

3.1 美股：通胀是最大的敌人

这一时期美股走势由通胀主导，每当通胀率调头向下，美股便立即反弹。1970年7月、1974年12月和1980年3月，对应着美国CPI通胀率的三轮顶点，同时也是标普500指数反弹的开端。这或说明，在高通胀时期，通胀走势是市场最为关注的：只要通胀居高不下，美联储就有继续紧缩的可能，美国经济便受到高通胀和高利率的共同威胁；而只要通胀回落，即便经济暂时疲弱，市场相信回落的物价有利于经济复苏、且美联储紧缩有望放松，股市便计入复苏预期。

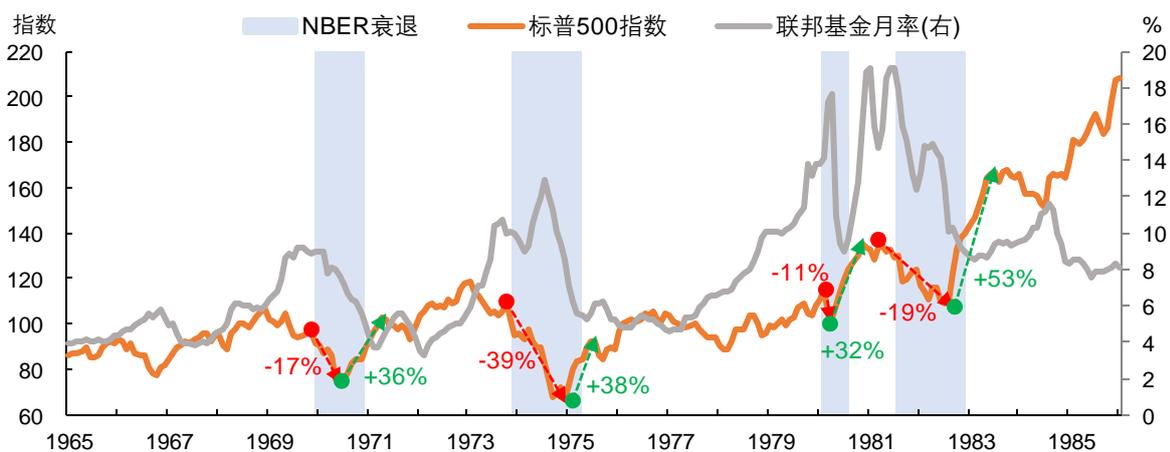
图表22 美股走势由通胀主导，每当通胀率调头向下，美股便立即反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

美股在衰退中期触底反弹，调整幅度不完全取决于衰退程度。在 NBER 定义的 4 轮衰退初期，美股均承压，但衰退尚未结束时，由于货币政策预期趋松、通胀压力开始缓和，市场复苏预期增强，美股往往率先迎来反弹。换言之，“政策底”领先于“市场底”，“市场底”又领先于“经济底”。从数据上看，标普 500 指数的底部均出现在衰退时期内。不过，美股调整幅度并不完全取决于衰退程度：1970 年和 1980 年的“软着陆”中，以及 1981-82 年的“硬着陆”中，标普 500 指数跌幅均不超过 20%；只有 1973-75 年的“硬着陆”中，标普 500 指数跌幅接近 40%。从反弹幅度看，四轮衰退和美股调整后，美股反弹都是较为强劲的，标普 500 指数由低谷反弹的幅度均超 30%。其背后的逻辑或许在于：“软着陆”后的市场整体保持乐观，“硬着陆”后的市场虽然没有那么乐观，但由于此前“基数”较低，美股的性价比仍能吸引资金流入。这意味着，无论衰退程度如何，只要找准底部适度“前倾”布局美股，均有可能获得不错的收益。

图表23 美股通常在衰退中期触底反弹，调整幅度不完全取决于衰退程度



资料来源: Wind,平安证券研究所

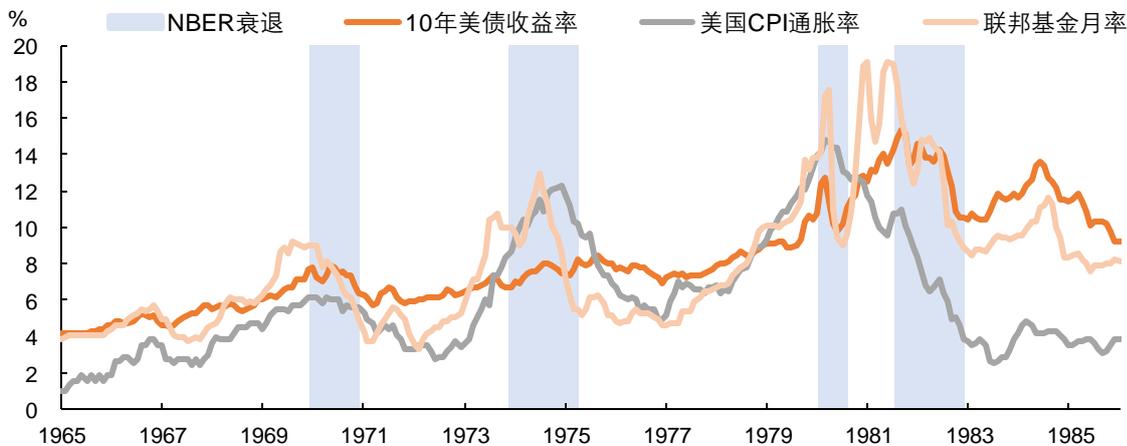
美联储不是美股“永远的敌人”。对比 1970 年后和 1980 年后美股表现，即便 1980 年后美国 CPI 通胀率更高、美联储加

息更为激进、衰退程度也不弱，但美股的整体表现显著好于 1970 年代。1970 年代，标普 500 指数在波动中几乎保持横盘，而 1980 年以后标普 500 指数维持震荡上行趋势。尤其对比 1973-75 年和 1981-82 年，都是“硬着陆”，但后者美股下跌幅度更小、反弹幅度更大。两段时期最大的区别在于，后者美联储紧缩力度更强，在“制造”衰退中可能发挥了更重要的作用。在美联储激进加息过程中，通胀率显著下降：一方面缓解了高通胀对经济增长的抑制，另一方面市场对于美联储更有信心，继而令复苏预期更强、风险偏好更高。此外，1980 年后，“里根经济学”登上历史舞台，在市场充分而痛苦地出清后，美国生产率快速提升。因而，美股受到通胀可控后的政策利率下降、以及上市公司盈利增长的“双轮驱动”，反弹更为强劲。从这个角度来看，通胀才是美股“最大的敌人”，而美联储不是；有能力遏制通胀的美联储，反而最终成为了美股的“朋友”！

3.2 美债：与货币政策“共舞”

1970 年代，美债市场经历了一段长期熊市，高通胀和高利率共同驱动美债利率上行。但是，10 年美债利率的波幅明显小于 CPI 通胀率和政策利率的波幅。值得一提的是，美国经济衰退与美债利率的相关性并不明显：在 1970 年、1974-75 年、1980 年和 1982 年的四轮衰退前后，10 年美债利率在第一轮有所回落，第二轮震荡上行，第三轮大幅走高，第四轮震荡偏强。这体现了美联储货币政策逻辑的演进过程，即对通胀的重视不断提高、对经济的兼顾不断弱化。继而随时间推移，市场更少地交易“衰退”、更多地交易“紧缩”。直到 1982 年三季度以后，当 CPI 通胀率低于 5%、GDP 同比萎缩时，市场相信美联储能够心无旁骛地降息，美债利率才明显走低。1980 年代，10 年美债利率走势与政策利率走势更加紧密。1980-81 年，美国 CPI 通胀率呈下行走势，但 10 年美债利率快速上行，主要由货币政策强力紧缩驱动。1982 年以后，10 年美债利率与政策利率波动趋势比较贴合，这体现了沃尔克时代货币政策改革的成效，即美联储对债券利率的驱动力显著提升。

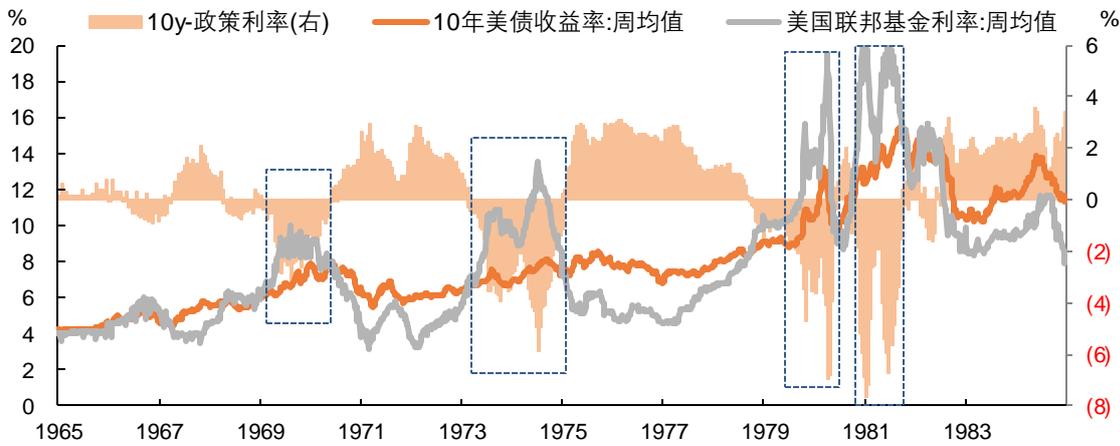
图表 24 1970 年代，美债市场经历了一段长期熊市，高通胀（预期）和高利率共同驱动美债利率上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

虽然 10 年美债利率与政策利率“共舞”，但波动幅度更小。1970 年代以前，10 年美债利率与联邦基金利率的绝对水平和走势都很相近。1970 年代，当高通胀到来、美联储加息时，10 年美债利率虽然也会上升，但上升幅度更小，继而“跑输”政策利率。原因在于：一方面，高通胀和高利率的出现，降低了市场风险偏好，美债发挥了一定避险属性；另一方面，市场出于对经济增长的担忧，怀疑高利率的可持续性，继而压低了中长端美债利率（美债期限溢价为负）。当通胀回落、美联储降息后，10 年美债利率虽也回落，但幅度仍然有限，使美债利率“跑赢”政策利率，这一现象的原因或许在通胀预期的上升。事实上，1983 年以后，10 年美债利率下降幅度不足，一度成为美联储面临的新问题：美国通胀率已回落至 2% 附近，但由于市场通胀预期仍未及时回落，债券市场利率下降缓慢，阻碍了经济复苏。后来，沃尔克领导的美联储开始将债券市场利率视为通胀预期的标尺，更加重视对通胀预期的管理，10 年美债利率走势才进一步贴合政策利率。

图表25 1970-80年代，政策利率快速上升时，10年美债利率“跑输”政策利率



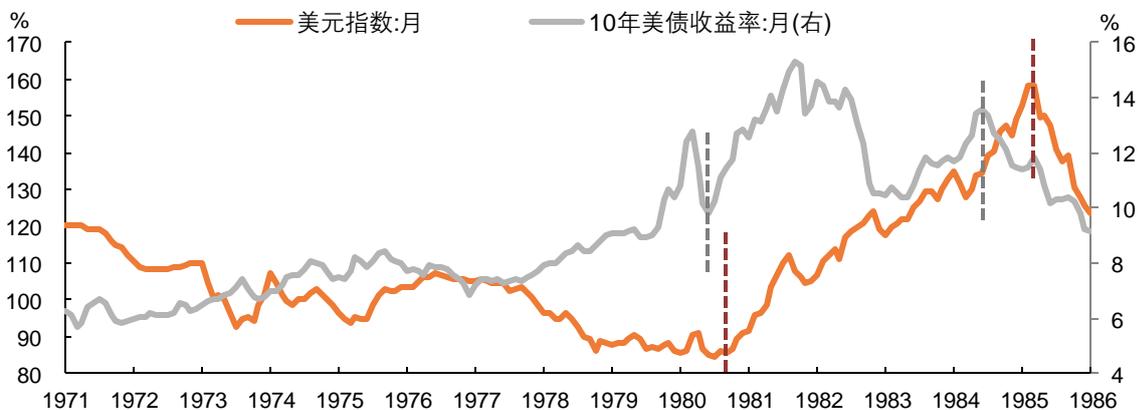
资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 美元：多因素造就强美元

美联储加息、市场避险需求上升、非美经济受冲击等因素，共同造就了1981-84年的强势美元。1970年代，布雷顿森林体系崩溃造成美元汇率迅速贬值，这一时期的美元汇率与美国经济和货币周期相关性不强。1981-84年，美元指数持续走强，美元指数由1980年下半年的85左右，一度升破160的历史峰值；直到1985年《广场协议》签署，强势美元才得以终结。如何理解这一时期的强势美元？首先，1980年以后，沃尔克领导的美联储严格控制货币供给，美元的稀缺性上升；第二，1981-82年，美国经济因美联储激进加息而陷入衰退，美股经历明显调整，经济和市场风险激发了美元的避险属性；第三，1983-84年，美国经济告别了高通胀，步入强劲复苏，美联储政策利率和美债利率仍维持着相对高位。这一时期美元汇率仍在走强：一方面，市场对美联储的信心提升；另一方面，前期美联储紧缩对非美经济的外溢效应显现（如1982-85年拉美深陷债务危机），这使美元资产具备十足的吸引力。

值得一提的是，在美联储激进加息时期，美元指数和美债利率均呈上行趋势。不过，美元汇率的反应滞后于美债利率：例如1980年6月，10年美债利率已经开始快速上行，而美元指数的上行滞后了3个月左右；1984年6月，10年美债利率受市场降息预期影响而开始回落，但美元指数的回落滞后了9个月。

图表26 1980年以后美联储激进加息时期，美元指数和美债利率均呈上行趋势，但美元反应相对滞后

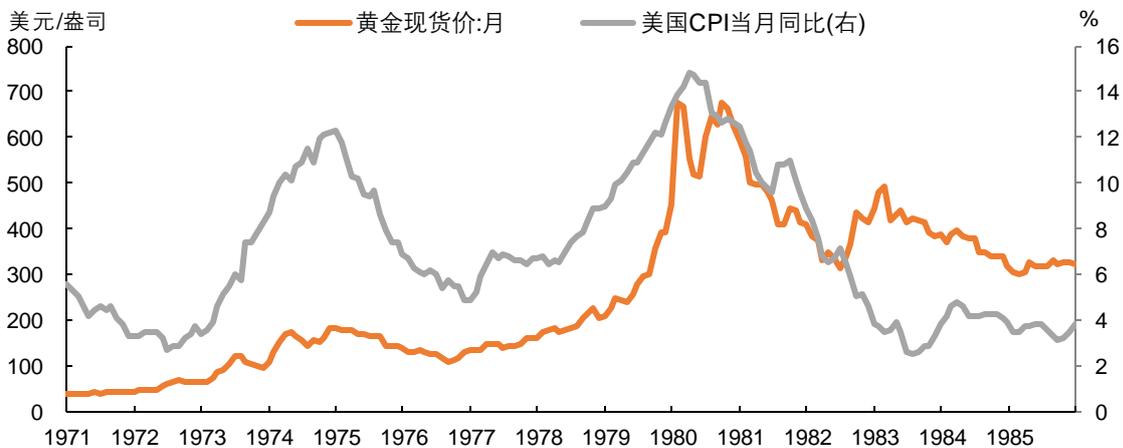


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 黄金：“滞胀”危机时受捧

黄金价格在高通胀时期因同时具备“抗通胀”和“避险”功能而受捧，但随通胀的回落而下跌，待美国通胀率低于4%、美联储降息后才迎来新一轮反弹。1970年代，布雷顿森林体系崩塌前后，黄金需求大幅增加，造就了黄金市场的“史诗级”行情。1973年以后，金价走势与美国CPI通胀率整体保持较好的相关性：高通胀和与之相伴的经济危机，使黄金同时发挥了“抗通胀”和“避险”功能，继而金价随通胀率上升。在此期间，即便美联储加息以抗通胀，但政策利率对金价的压制并不明显。只有1980上半年，沃尔克领导的美联储大幅加息至17%以上时，金价才出现一轮短暂的回调，但很快因美联储降息而反弹。1981年开始，通胀率回落、美联储更激进地加息以及美元汇率飙升，共同对金价施压，金价快速下行。直到1982年下半年，美国CPI通胀率回落至4%以下、美联储持续降息，金价才出现一轮反弹。整体来看，1980年代，金价虽然由高位回落，但价格中枢仍高于1979年以前水平，主要原因在于市场通胀预期仍保持较高水平，“偏高”的10年美债利率也体现了这一点。

图表27 1973年以后，黄金价格走势与美国CPI通胀率整体保持较好的相关性



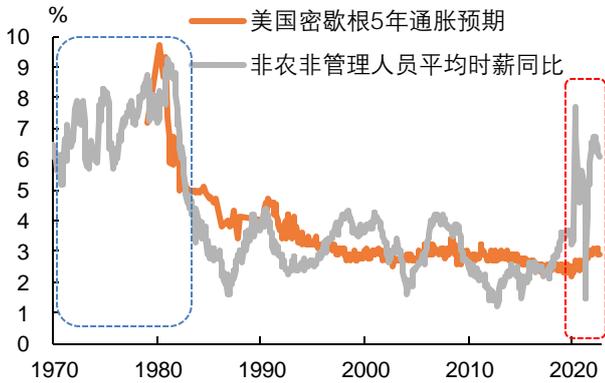
资料来源: Wind,平安证券研究所

五、对当下的新启示

1、本轮美国通胀成因与1970-80年代有诸多相似性，但整体压力更为有限。

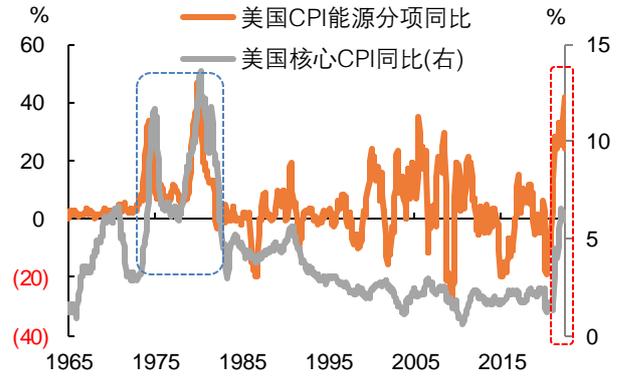
类似1970年代，当前美国的高通胀同样是货币和财政宽松、美联储行动迟缓、供给冲击等多重因素交织的结果。但对比来看，我们倾向于认为美国通胀不会像当时那般失控：**第一**，这一次美国政府并未像当年尼克松政府那样实施粗暴的价格管制，价格信号对供需的平衡作用并未消失，降低了日后通胀反复的风险；**第二**，当前美国“工资-物价”螺旋风险相对更低，一方面得益于目前仍较稳定的中长期通胀预期，另一方面得益于美国工会力量的长期削弱；**第三**，当前美国消化“石油危机”的能力更强，尤其2010年页岩油革命后，美国能源消费占私人消费总额的比重已下降，美国也从原油的净进口国转变为净出口国，因此油价对美国核心通胀率的传导下降。因此，即便当前美国CPI能源分项同比增速高达40%、达到1970-80年代两次石油危机的程度，但核心CPI通胀率明显低于当时。

图表28 当前美国“工资-物价”螺旋风险相对更低



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表29 当前美国能源通胀对核心通胀的传导有限

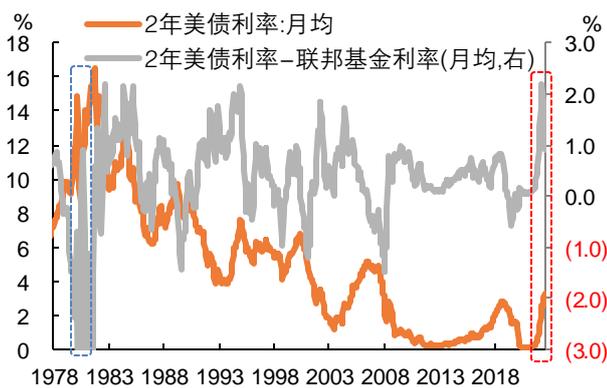


资料来源: Wind,平安证券研究所

2、本轮美联储虽然也曾“犯错”，但在抗击通胀方面更占据主动。

货币政策的“反复无常”，以及市场对货币政策缺乏信心，是1970-80年代滞胀反复的重要背景。对比来看，美联储如今掌握更多主动，即便在2021年低估了通胀的可持续性（“通胀暂时论”），但这一错误或仍有挽回的余地：**首先**，在认识和应对“滞胀”上，如今美联储已不再“摸着石头过河”，货币政策早已明确“物价稳定”的目标。今年以来，美联储宣称“物价稳定”是“最大就业”的前提，将遏制通胀视为货币政策的首要任务。**其次**，沃尔克-格林斯潘时代后，美联储监控通胀预期的能力更强（如2000年以后通胀保值债券诞生），与市场沟通的效率更高，建立了较为良好的信誉。今年以来，美联储紧缩信号显著抬升了美债名义利率，资本市场的敏捷反应折射出货币政策的可信性。当下美国通胀预期并未“脱锚”，克利夫兰联储模型监测的十年通胀预期不超过2.5%，远不及1980年代4-5%的水平。**最后**，如今美联储的独立性更强。当前，通胀是拜登政府和美联储共同面对的“敌人”，美联储紧缩受到总统的支持。即便未来经济压力加大、总统向美联储施压，预计美联储也会较为坚定地捍卫信誉。正如鲍威尔领导的美联储曾在2018年四次加息，不顾时任总统特朗普的批评一样。

图表30 本轮美债市场对加息的计价更及时，体现了货币政策的可信性



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表31 当前美国中长期通胀预期并未“脱锚”



资料来源: 克利夫兰联储,平安证券研究所

3、本轮美国经济衰退几成必然，且存在“硬着陆”风险。

1970-80年代，当美国CPI通胀率升高至5%以上时，经济衰退便如期而至。对比当前：**第一**，今年美国CPI通胀率最高达到9.1%，不仅超过了此前触发衰退的水平，且已超过1970年美国“软着陆”时期水平；**第二**，当前美联储表现出很

大决心遏制通胀，或将政策利率维持在“足够限制性水平 (sufficiently restrictive level)”较长时间，不惜付出经济衰退的代价 (参考我们此前报告《美联储信誉保卫战》)。这意味着，类似 1981-82 年沃尔克时期，本次美联储紧缩力度可能足以“制造”一场衰退；**第三，目前尚不能排除未来通胀反复的风险。**如果未来不幸发生了新的供给冲击，或者美联储实际紧缩力度不足 (如未来当美国经济切实进入衰退、政治压力上升、或发生金融风险时，美联储过早停止紧缩甚至降息)，那么美国通胀仍可能反复，从而酿至更大程度的衰退。

4、本轮大类资产价格走势与 1970-80 年代或有较强相似性。

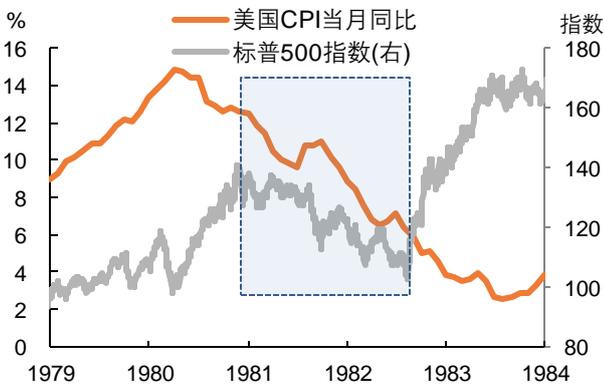
1) 美股：通胀仍是核心影响因素，未来仍有调整压力，但调整幅度或不会太深，反弹或待衰退兑现。

类似 1970-80 年代，当前通胀走势与美股表现也有较强相关性。今年上半年，随着美国 CPI 通胀率不断上升，美股迎来一轮深度调整；6 月中旬至 8 月中旬，大宗商品价格与通胀预期降温，美股阶段性反弹；8 月下旬以来，随着高通胀的持续性超出预期，美联储政策取向更加强硬，美股对货币政策的关注加强，上演了新一轮“紧缩恐慌”。

未来一段时间美股市场或仍将承压，类似 1981-82 年沃尔克抗击通胀并“制造”衰退的时期。1981-82 年，虽然美国 CPI 通胀率持续回落，但美联储紧缩对经济和股市造成冲击。类似地，当前美联储似乎想要重回“沃尔克时代”，势必确保通胀回落，不惜付出衰退代价。目前，美国通胀仍处高位、经济尚未实质性衰退，市场对衰退的计价尚不充分，后续美股或仍有调整空间。从历史经验看，美股在经济衰退初期仍可能下跌，直到衰退中后期货币政策开始放松，美股才迎来持续性反弹。

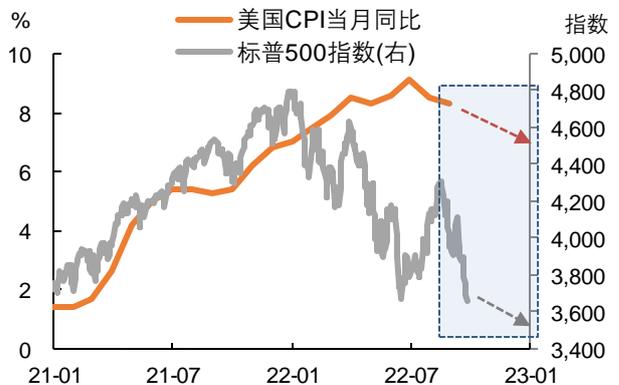
不过，美联储不会是美股“永远的敌人”，若美联储顺利帮助通胀回落，美股调整幅度或不会太深。1981-92 年沃尔克“制造”衰退时，美股调整幅度相对有限，并未跌破 1980 年初的底部。美联储大力抗击通胀虽带来“短痛”，但可避免通胀反复的“长痛”。考虑到，本轮通胀形势比 1970-80 年代还更乐观一些，美联储行动也不算太过被动，这一轮美股调整幅度或不会太深、反弹也可能较历史经验更提前一些。

图表 32 1981-82 年美股因美联储抗击通胀而承压



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表 33 当前美股也在承受高通胀压力



资料来源：Wind,平安证券研究所

2) 美债：货币政策仍是核心影响因素，衰退兑现时也未必立即回落，需等到货币政策明确开始放松时。

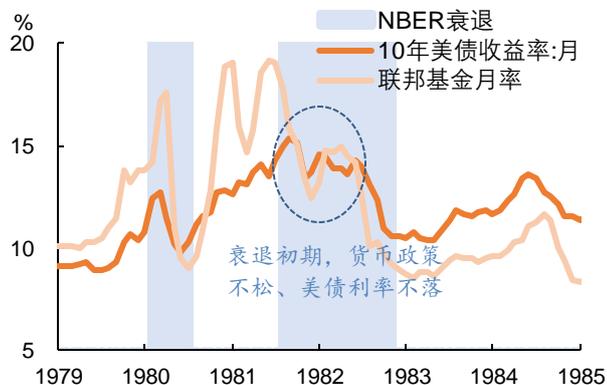
类似 1970-80 年代，当前 10 年美债利率的核心影响因素也是货币政策。1970-80 年代的经验是，债券市场在“衰退交易”和“紧缩交易”之间徘徊。但随着美联储抗击通胀更加坚决，债券市场更少地交易“衰退”、更多地交易“紧缩”。今年 7 月，因通胀预期降温、衰退预期升温，10 年美债利率明显回落。但 8 月下旬以来，随着美联储政策取向更加强硬，市场更加关注紧缩，因而近期 10 年美债利率持续反弹并已升破 4%，超过 6 月中旬 3.5% 的阶段高点。

如果美联储在衰退时也坚持紧缩，那么衰退初期 10 年美债利率未必很快回落。正如在 1981-82 年美国衰退初期，即便美国 CPI 通胀率已由高点明显回落，但与 2% 的目标仍有很大距离，货币政策并未放松，10 年美债利率保持在高位。我们预计，即便 2023 年上半年美国经济开始衰退，但美联储可能选择坚持紧缩、不会降息，债市可能也不会过早交易衰退。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

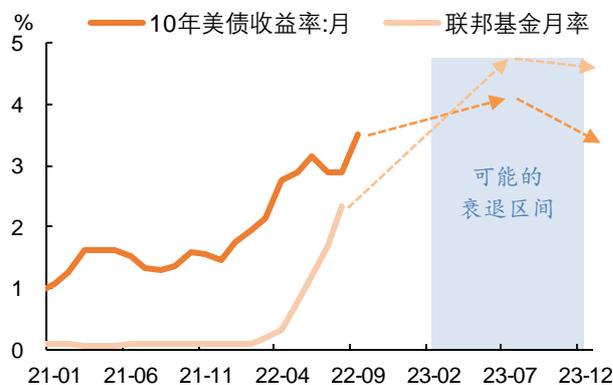
10年美债利率下降或需政策利率实质性下降。1982年下半年，美国CPI通胀率回落至5%以下、经济衰退程度较深时，美联储开始大幅降息，美债牛市才真正开启。且注意到，当时政策利率下降的起点领先于10年美债利率、下降幅度也更深。这意味着，待货币政策明确开始放松后，10年美债利率或才能明显下降。

图表34 1981-82年衰退初期，美债利率维持高位



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表35 未来10年美债利率在衰退初期也未必很快回落



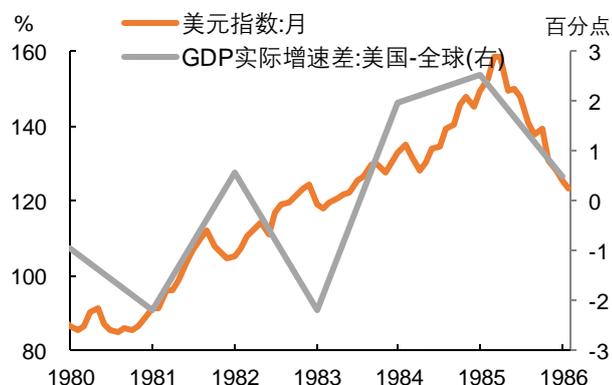
资料来源: Wind,平安证券研究所

3) 美元：“强势美元”可能持续较久，美元汇率回落或需美债利率回落

中周期看，当前“强势美元”的逻辑与1980年代十分相似。1980-84年，美元指数走出了“历史大顶”，即便期间美联储降息，美元汇率也长期保持强势。当前，支撑美元的逻辑与1980年代十分相似：美国经济相对非美地区有明显优势，美联储紧缩底气强于其他发达经济体。往后看，即便美国经济由“滞胀”走向“衰退”，非美经济金融风险也未必消除（这从今年欧洲、日本债券和汇率市场波动中便可窥见一斑），反而市场对美元资产的信任会增强（如当前比特币等加密货币已然走弱）。因此，至少在未来1-2年，美元指数波动中枢有望持续高于新冠疫情前水平。

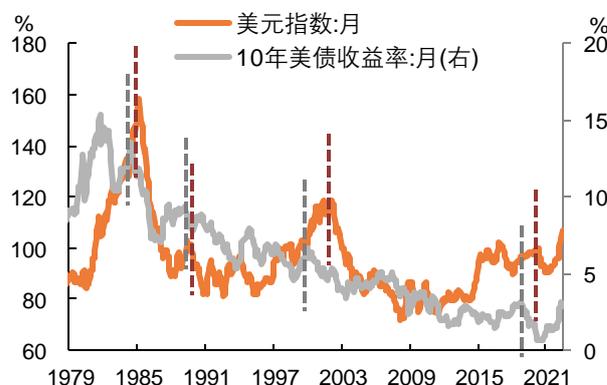
短周期看，美债利率或是判断美元走势的“领先性指标”。1980年，10年美债利率早于美元指数开启上行周期；1984-85年，10年美债利率先于美元指数回落。事实上，过往的市场表现也基本印证了美债利率对美元指数的领先性：**在10年美债利率触顶回落后的1-3个月，美元指数通常也见顶回落。**如前所述，本轮美债牛市的开启或需等到衰退兑现且货币政策趋松，在此之后美元指数触顶回落迹象或才能日渐清晰。

图表36 美元强势源于美国经济相对全球具有优势



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表37 10年美债利率通常先于美元指数“见顶”



资料来源: Wind,平安证券研究所

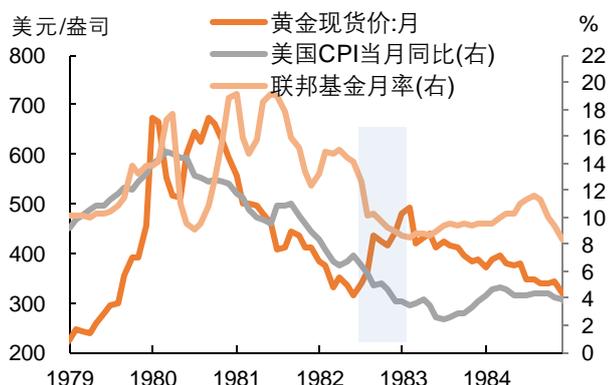
4) 黄金：金价短期压力犹存，待美联储停止加息或才能迎来明显行情。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

当前金价正处于“通胀缓和+强紧缩”的承压期，但受避险需求支撑亦难大幅走弱。1980年代的经验是，黄金在通胀上升、通胀预期上升、以及经济衰退兑现期间表现积极，但是当通胀回落、且美联储维持紧缩的时期承压。站在当前节点，如果美国通胀不发生明显恶化，预计市场的通胀预期不再冲高，黄金“抗通胀”的价值将逐渐弱化；与此同时，美联储仍有加息空间、且不过早暂停或逆转，则美债实际利率可能进一步上行，对金价形成额外压制。但类似1980年代，“滞胀”后的全球经济金融风险不断，黄金有望持续发挥一定避险功能，价格或不会大幅走弱。

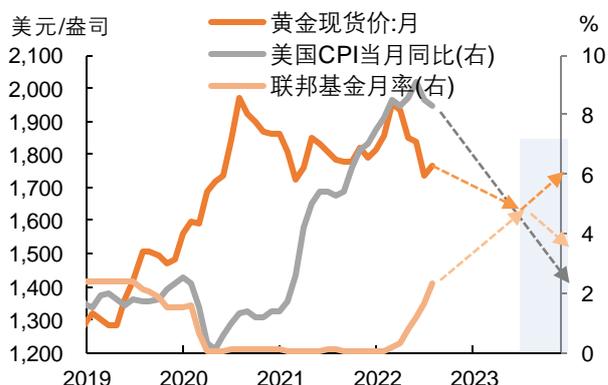
金价反弹或待美国经济衰退步入中后期。1982年下半年，美国CPI通胀率回落至4%以下、美联储持续降息，金价迎来一轮明显反弹。类似地，本轮金价明显反弹或需等到美国经济衰退兑现、且美国通胀压力明显缓和，继而美联储停止加息之时。届时，黄金有望同时迎来避险需求上升、实际利率回落、美元指数回落的多重利好。

图表38 1982年下半年通胀大幅回落、美联储降息，金价反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表39 未来当通胀大幅回落、美联储降息，金价或才能反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示

- 1、美国经济韧性不及预期。**虽然美国服务业复苏仍有空间，但高通胀和高利率环境下，居民消费信心不足或压制实际消费，继而使经济增长状况弱于基准预期；随着美联储加息和需求降温，美国就业市场降温节奏或超预期。
- 2、发生新的供给冲击。**如果未来新的供给冲击发生，并再度抬升国际能源、食品等商品价格，美国“滞胀”压力或将显著抬升，美联储可能不得不“制造”衰退才能遏制通胀，市场情绪将转为悲观。
- 3、美联储紧缩力度不足或过强。**如果美联储紧缩力度不足造成通胀反复，美联储后续治理通胀的成本更大；如果美联储紧缩力度明显强于市场预期，市场波动风险或将上升并可能最终威胁实体经济。
- 4、非美地区经济金融风险超预期等。**当前欧洲、亚洲等大型经济体的经济金融风险出现上升迹象。如果未来发生大型经济金融风险事件，美国经济和市场或受到波及。

附录：1965–1985 年美国宏观经济、政策利率和资本市场的指标概览

	美国 CPI 当 月同比 (%)	美国 ISM 制 造业 PMI	美国实 际 GDP 同比:月 度递增 (%)	美国实 际 GDP 环比:月 度递增 (%)	美国 失业率 (%)	美国联 邦基金 利率:月 均(%)	NBER 衰退定 义(衰退 =1)	标准普 尔 500 指数:月 均	10 年美 债收益 率:月均 (%)	伦敦金 现:月均 (美元/ 盎司)	世界银 行原油 均价:月 均(美元 /桶)	美元指 数:月均
1965 年 3 月	1.3	64.9	5.5	10.0	4.7	4.0	0	86.8	4.2	35.1	1.4	#N/A
1965 年 6 月	1.9	58.7	5.7	5.2	4.6	4.0	0	85.0	4.2	35.1	1.4	#N/A
1965 年 9 月	1.6	61.0	6.3	9.2	4.3	4.0	0	89.4	4.3	35.1	1.4	#N/A
1965 年 12 月	1.9	62.8	8.5	9.5	4.0	4.3	0	91.7	4.6	35.1	1.4	#N/A
1966 年 3 月	2.6	65.7	8.5	10.1	3.8	4.7	0	88.9	4.9	35.1	1.4	#N/A
1966 年 6 月	2.5	59.0	7.5	1.4	3.8	5.2	0	86.1	4.8	35.1	1.4	#N/A
1966 年 9 月	3.5	58.7	6.0	3.4	3.7	5.4	0	77.8	5.2	35.1	1.4	#N/A
1966 年 12 月	3.5	52.4	4.5	3.3	3.8	5.4	0	81.3	4.8	35.1	1.4	#N/A
1967 年 3 月	2.8	45.3	2.9	3.6	3.8	4.5	0	89.4	4.5	35.0	1.3	#N/A
1967 年 6 月	2.8	46.8	2.6	0.3	3.9	4.0	0	91.4	5.0	35.0	1.3	#N/A
1967 年 9 月	2.8	54.9	2.7	3.8	3.8	4.0	0	95.8	5.3	35.0	1.3	#N/A
1967 年 12 月	3.0	55.6	2.7	3.1	3.8	4.5	0	95.3	5.7	35.0	1.3	#N/A
1968 年 3 月	3.9	53.8	3.8	8.4	3.7	5.1	0	89.1	5.7	35.2	1.3	#N/A
1968 年 6 月	4.2	53.5	5.5	6.9	3.7	6.1	0	100.5	5.7	41.1	1.3	#N/A
1968 年 9 月	4.5	51.8	5.3	3.1	3.4	5.8	0	101.3	5.5	40.2	1.3	#N/A
1968 年 12 月	4.7	56.1	5.0	1.6	3.4	6.0	0	106.5	6.0	41.1	1.3	#N/A
1969 年 3 月	5.2	57.1	4.5	6.4	3.4	6.8	0	99.3	6.3	43.2	1.3	#N/A
1969 年 6 月	5.5	55.5	3.1	1.2	3.5	8.9	0	99.1	6.6	41.4	1.3	#N/A
1969 年 9 月	5.7	54.1	2.9	2.7	3.7	9.2	0	94.5	7.2	40.9	1.3	#N/A
1969 年 12 月	6.2	52.0	2.0	(1.9)	3.5	9.0	0	91.1	7.7	35.2	1.3	#N/A
1970 年 3 月	5.8	46.9	0.3	(0.6)	4.4	7.8	1	88.7	7.1	35.1	1.2	#N/A
1970 年 6 月	6.0	51.1	0.2	0.6	4.9	7.6	1	75.6	7.8	35.4	1.2	#N/A
1970 年 9 月	5.7	44.1	0.4	3.7	5.4	6.3	1	82.6	7.4	36.2	1.2	#N/A
1970 年 12 月	5.6	45.4	(0.2)	(4.2)	6.1	4.9	0	90.1	6.4	37.4	1.2	#N/A
1971 年 3 月	4.7	51.2	2.7	11.3	6.0	3.7	0	99.6	5.7	38.9	1.6	120.2
1971 年 6 月	4.6	53.8	3.1	2.2	5.9	4.9	0	99.7	6.5	40.1	1.6	119.3
1971 年 9 月	4.1	55.1	3.0	3.3	6.0	5.6	0	99.4	6.1	42.0	1.7	115.8
1971 年 12 月	3.3	57.6	4.4	1.0	6.0	4.1	0	99.2	5.9	43.5	1.7	112.4
1972 年 3 月	3.5	59.8	3.5	7.6	5.8	3.8	0	107.7	6.1	48.3	1.8	108.4
1972 年 6 月	2.7	58.6	5.3	9.4	5.7	4.5	0	108.0	6.1	62.1	1.8	108.2
1972 年 9 月	3.2	65.1	5.4	3.8	5.5	4.9	0	109.4	6.5	65.5	1.9	109.1
1972 年 12 月	3.4	70.5	6.9	6.9	5.2	5.3	0	117.5	6.4	63.9	1.9	110.1
1973 年 3 月	4.6	69.6	7.6	10.3	4.9	7.1	0	112.4	6.7	84.4	2.1	100.0
1973 年 6 月	6.0	65.0	6.3	4.4	4.9	8.5	0	104.8	6.9	120.1	2.4	96.5
1973 年 9 月	7.4	63.5	4.8	(2.1)	4.8	10.8	0	105.6	7.1	103.0	2.7	95.1
1973 年 12 月	8.7	63.6	4.0	3.9	4.9	9.9	1	94.8	6.7	106.7	4.1	101.5
1974 年 3 月	10.4	61.8	0.6	(3.4)	5.1	9.3	1	97.4	7.2	168.4	13.0	101.6
1974 年 6 月	10.9	54.7	(0.2)	1.0	5.4	11.9	1	89.8	7.5	154.1	10.6	100.0
1974 年 9 月	11.9	46.2	(0.6)	(3.7)	5.9	11.3	1	68.1	8.0	151.8	10.0	102.9
1974 年 12 月	12.3	30.9	(1.9)	(1.5)	7.2	8.5	1	67.1	7.4	183.9	10.3	98.7
1975 年 3 月	10.3	31.6	(2.3)	(4.8)	8.6	5.5	1	83.8	7.7	178.2	10.4	93.9
1975 年 6 月	9.4	45.1	(1.8)	2.9	8.8	5.5	0	92.4	7.9	164.2	10.4	94.8
1975 年 9 月	7.9	54.4	0.8	7.0	8.4	6.2	0	84.7	8.4	144.1	10.4	103.1
1975 年 12 月	6.9	54.9	2.6	5.5	8.2	5.2	0	88.7	8.0	139.3	10.5	103.5
1976 年 3 月	6.1	58.4	6.2	9.3	7.6	4.8	0	101.1	7.7	132.6	11.5	105.1
1976 年 6 月	6.0	58.2	6.2	3.0	7.6	5.5	0	101.7	7.9	125.7	11.5	107.1
1976 年 9 月	5.5	53.6	5.0	2.2	7.6	5.3	0	105.5	7.6	114.1	11.6	105.7
1976 年 12 月	4.9	56.6	4.3	2.9	7.8	4.7	0	104.7	6.9	133.9	11.9	105.3

1977年3月	6.4	58.4	3.2	4.8	7.4	4.7	0	100.6	7.5	148.2	12.5	105.2
1977年6月	6.9	56.8	4.5	8.0	7.2	5.4	0	99.3	7.3	140.8	12.5	104.4
1977年9月	6.6	53.9	5.8	7.4	6.8	6.1	0	96.2	7.3	149.5	12.6	103.8
1977年12月	6.7	59.8	5.0	0.0	6.4	6.6	0	93.8	7.7	160.5	12.7	98.4
1978年3月	6.6	55.0	4.1	1.3	6.3	6.8	0	88.8	8.0	183.7	12.7	94.8
1978年6月	7.4	60.5	6.1	16.4	5.9	7.6	0	97.7	8.5	183.8	12.7	94.7
1978年9月	8.3	60.5	5.2	4.1	6.0	8.4	0	103.9	8.4	212.1	12.8	89.5
1978年12月	9.0	59.4	6.7	5.5	6.0	10.0	0	96.1	9.0	207.8	14.5	88.5
1979年3月	10.1	57.7	6.5	0.7	5.8	10.1	0	100.1	9.1	242.0	22.0	88.4
1979年6月	10.9	52.7	2.7	0.4	5.7	10.3	0	101.7	8.9	279.1	34.7	89.6
1979年9月	12.2	49.6	2.4	3.0	5.9	11.4	0	108.6	9.3	355.1	35.5	86.7
1979年12月	13.3	44.8	1.3	1.0	6.0	13.8	0	107.8	10.4	455.1	39.8	86.3
1980年3月	14.8	43.6	1.4	1.3	6.3	17.2	1	104.7	12.7	553.6	37.0	90.3
1980年6月	14.4	30.3	(0.8)	(8.0)	7.6	9.5	1	114.5	9.8	600.7	37.0	85.3
1980年9月	12.6	50.1	(1.6)	(0.5)	7.5	10.9	0	126.5	11.5	673.6	32.8	85.5
1980年12月	12.5	53.0	(0.0)	7.7	7.2	18.9	0	133.5	12.8	593.7	39.8	91.0
1981年3月	10.5	49.6	1.6	8.1	7.4	14.7	0	133.2	13.1	498.8	37.6	96.2
1981年6月	9.6	50.7	3.0	(2.9)	7.5	19.1	0	132.3	13.5	460.7	32.7	106.9
1981年9月	11.0	42.5	4.3	4.9	7.6	15.9	1	118.3	15.3	443.7	34.0	108.0
1981年12月	8.9	37.8	1.3	(4.3)	8.5	12.4	1	123.8	13.7	410.1	35.4	105.2
1982年3月	6.8	36.8	(2.2)	(6.1)	9.0	14.7	1	110.8	13.9	330.2	30.2	112.5
1982年6月	7.1	38.3	(1.0)	1.8	9.6	14.2	1	109.7	14.3	315.2	32.8	117.0
1982年9月	5.0	38.8	(2.6)	(1.5)	10.1	10.3	1	122.4	12.3	437.3	33.5	120.9
1982年12月	3.8	42.8	(1.4)	0.2	10.8	8.9	0	139.4	10.5	444.3	31.5	119.2
1983年3月	3.6	53.9	1.4	5.4	10.3	8.8	0	151.9	10.5	419.7	28.3	120.7
1983年6月	2.6	57.5	3.3	9.4	10.1	9.0	0	166.4	10.8	412.8	30.0	125.2
1983年9月	2.9	62.5	5.7	8.2	9.2	9.4	0	167.2	11.7	411.8	30.1	129.7
1983年12月	3.8	69.9	7.9	8.6	8.3	9.5	0	164.4	11.8	388.3	28.8	132.8
1984年3月	4.8	58.9	8.6	8.1	7.8	9.9	0	157.4	12.3	394.3	29.5	128.1
1984年6月	4.2	58.1	8.0	7.1	7.2	11.1	0	153.1	13.6	377.7	29.1	134.3
1984年9月	4.3	50.0	6.9	3.9	7.3	11.3	0	166.1	12.5	340.6	28.4	145.7
1984年12月	3.9	50.6	5.6	3.3	7.3	8.4	0	164.5	11.5	319.5	26.8	149.2
1985年3月	3.7	47.8	4.6	3.9	7.2	8.6	0	179.4	11.9	303.7	27.9	158.3
1985年6月	3.8	47.8	3.7	3.6	7.4	7.5	0	188.9	10.2	316.5	26.4	147.7
1985年9月	3.1	49.9	4.3	6.2	7.1	7.9	0	184.1	10.4	322.9	27.0	139.2
1985年12月	3.8	50.7	4.2	3.0	7.0	8.3	0	207.2	9.3	321.7	26.5	125.6

资料来源: Wind,平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033