

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

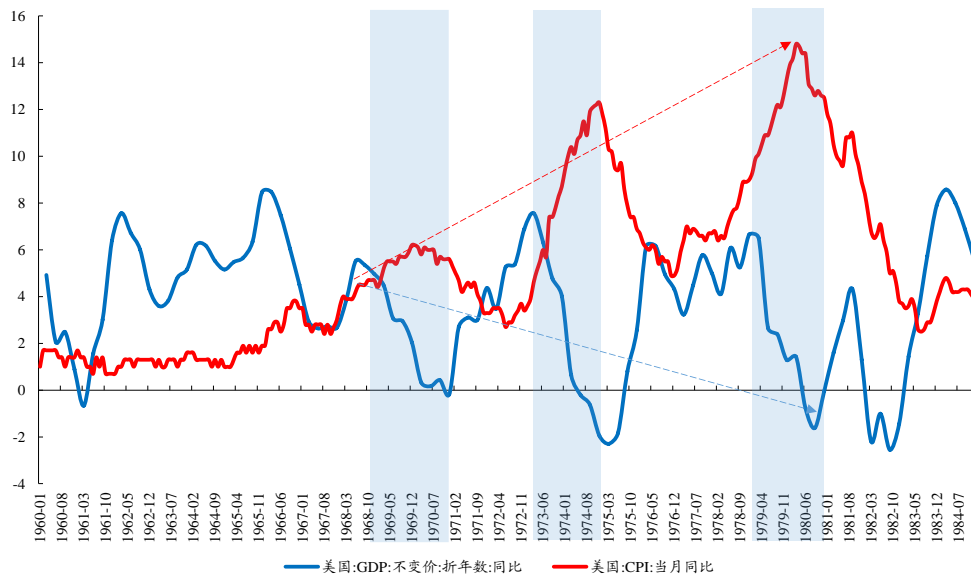


01. 1970s美国滞胀成因

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

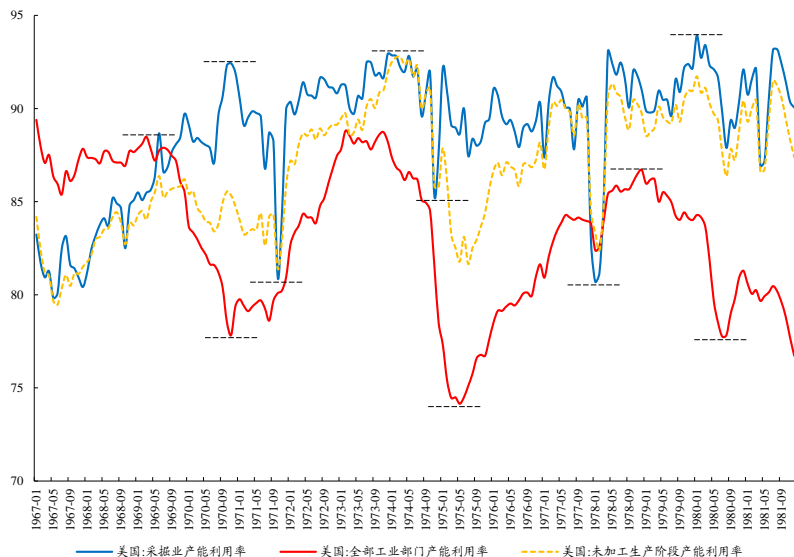


资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 1970s美国经济：走不出的“滞胀”循环

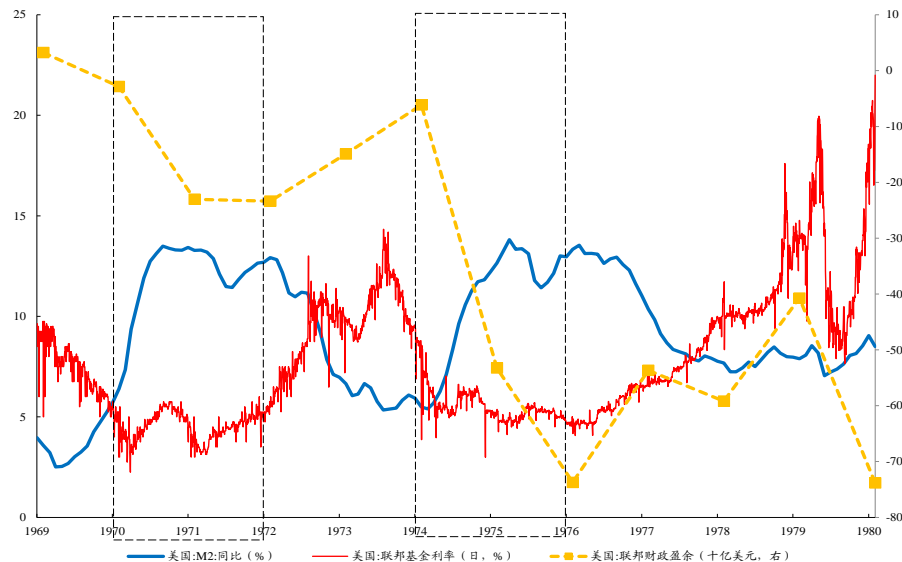
- 1970s美国全部工业产能利用率不断探底，上游维持高位；经济增长过度依赖于政策：短暂地走出滞胀都依赖于货币宽松与财政刺激。

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

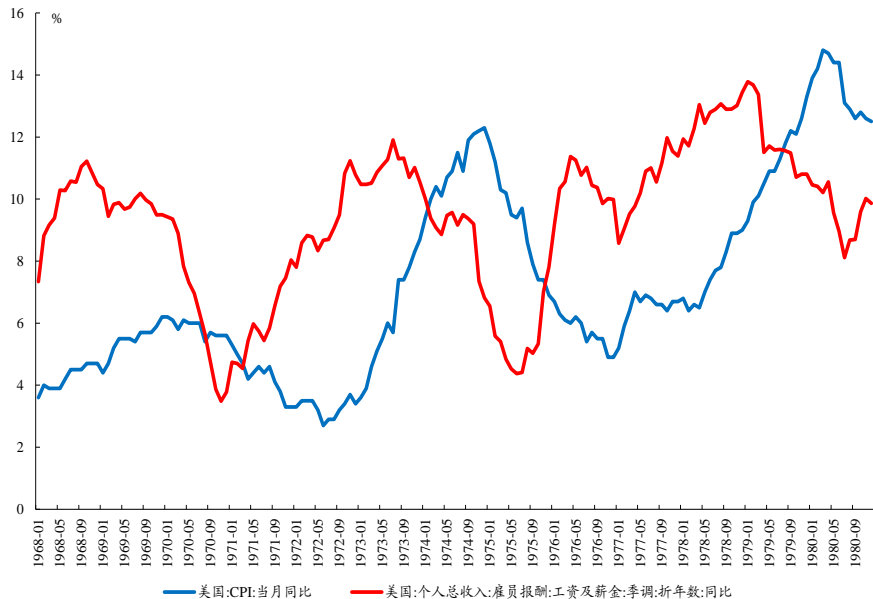


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.1 1970s美国经济：走不出的“滞胀”循环

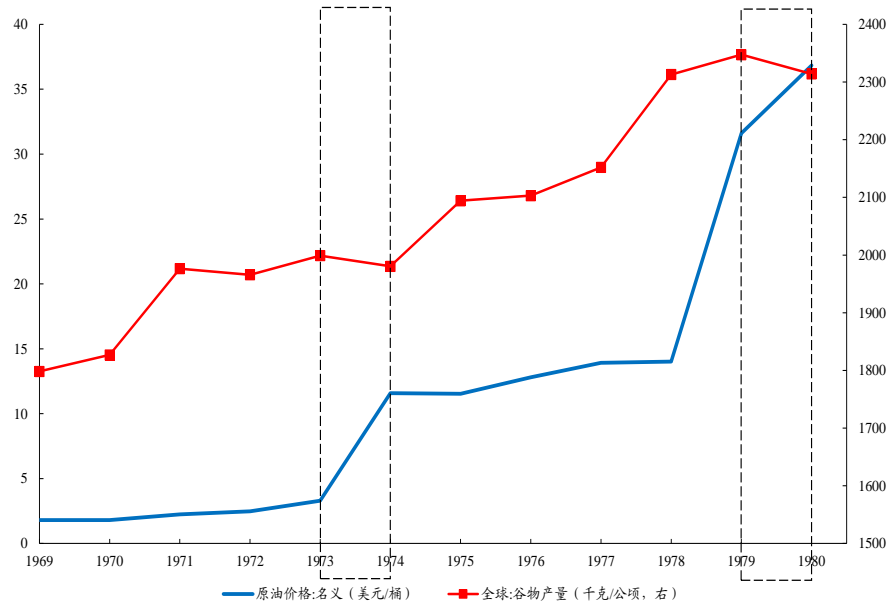
- 社会福利政策下劳动力成本居高不下，而生产率其实是在不断降低。与此同时，中间发生的两次石油和粮食危机等外部冲击加剧了通胀的上行（但并非本质原因）。

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

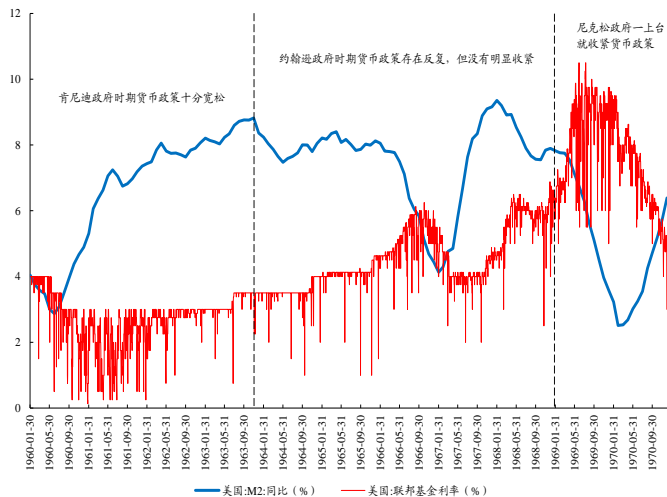


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 1970-1972通胀短暂回落：尼克松新经济政策

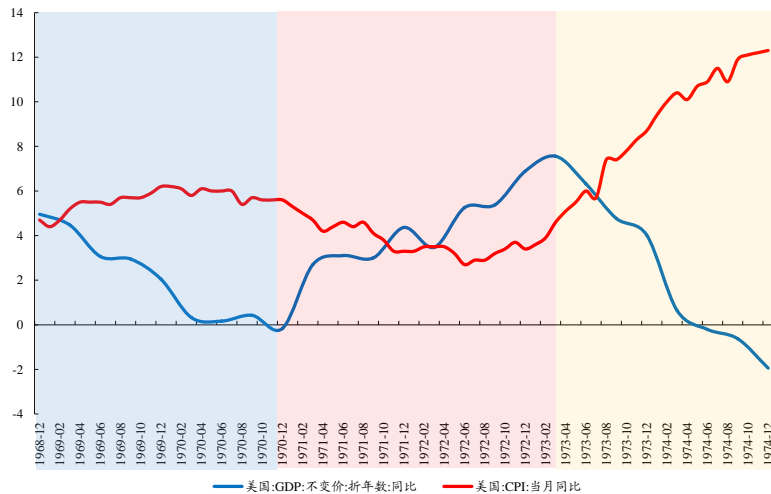
- 尼克松政府一开始的“双紧”政策使得经济大幅下滑，通胀问题反而没有得到解决，因而到了1971年8月，为了解决经济下滑与美元信任危机的问题，尼克松政府开始转向“新经济政策”。**新经济政策的主要内容是冻结工资、物价以抑制通胀**，同时要求国会削减联邦开支、实行投资减税政策刺激投资，停止外国央行用美元向美国兑换黄金，对进口商品增收10%的附加税等。**物价管控短期取得了一定的效果，但为后来的通胀报复性反弹也埋下了隐患。**

图6：尼克松政府一上台便收紧了货币政策



资料来源：wind，民生证券研究院

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

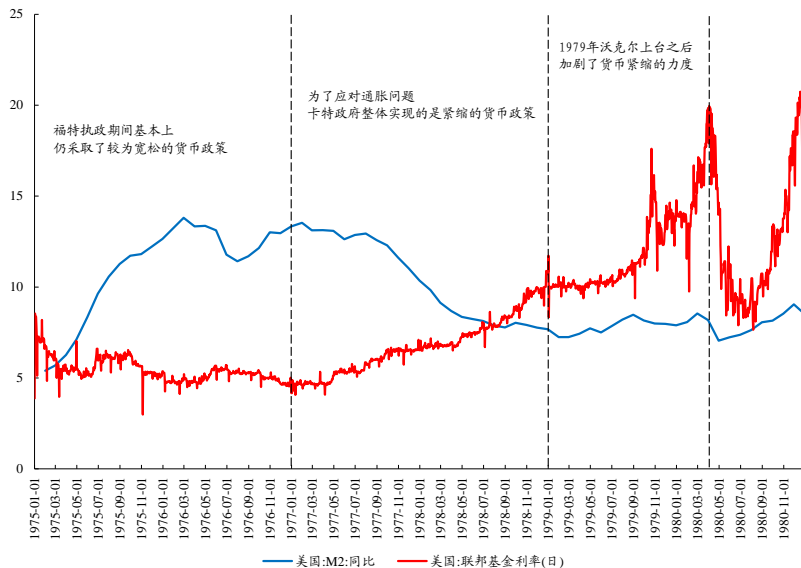


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 1975-1977通胀短暂回落：保守主义+价格管控

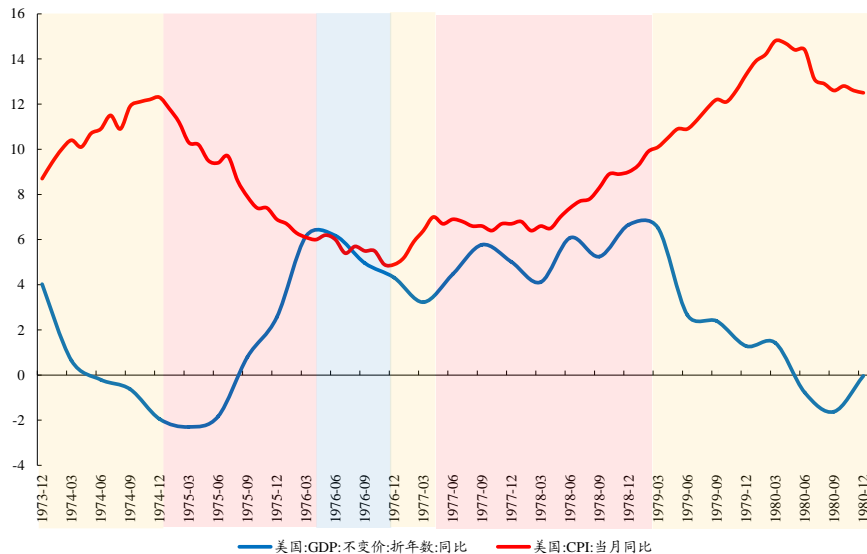
- 通胀都是福特和卡特上台之后面临的首要问题，但二者解决的政策有所不同：福特主要采取“保守主义经济政策”，即通过削减政府开支、平衡预算和维持高利率、紧缩信贷与货币等措施；而卡特主要还是实行**限制工资和物价增长的政策**。

图8：福特和卡特政府的收紧政策出现了明显反复



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：福特和卡特从紧缩转向刺激政策的反复对于解决滞胀收效甚微



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 1970s “滞胀”的学术讨论

➤ 菲利普斯失灵了

从广义上看，滞胀描述了一段时期失业率与通货膨胀率高涨、经济增长停滞甚至降低的特殊经济状况（Zohar,1982）。但在20世纪70年代以前，人们很难在和平时期将“滞”和“胀”联系在一起，这种思想被菲利普斯曲线（Phillips,1958）准确描述，它也可以说是20世纪60年代最受各西方执政党认可的经济理论之一，它代表着现实社会中的失业率与通胀率一直像一样呈反向变动，而政府则可以通过扩张的货币政策，付出一些“微不足道”的通胀代价就换来失业率的下降和选民的青睐。

但不如人愿的是，20世纪70年代开始出现高通胀与高失业、低经济增长并存的现象，即我们在此讨论的“滞胀”，“滞胀”的出现意味着传统的菲利普斯曲线“失灵”了。

1.3 1970s “滞胀” 的学术讨论

➤ 滞胀不是突发事件，它是一个累积并加强的过程

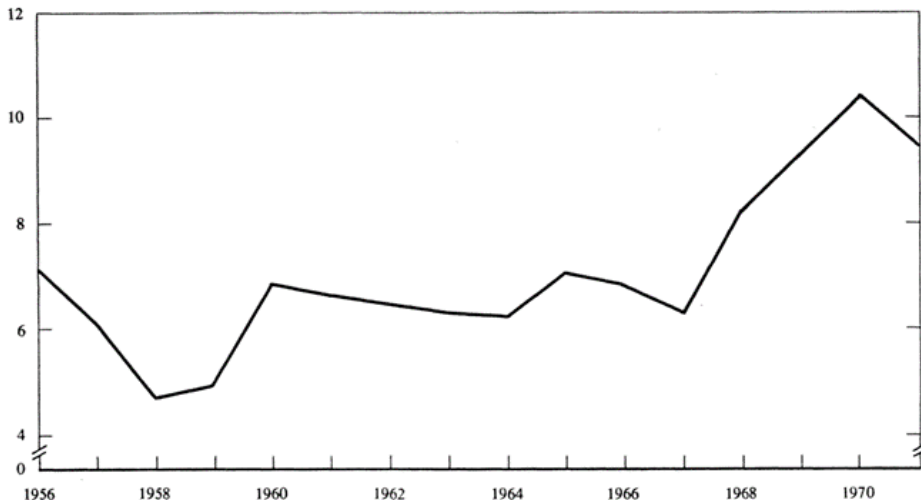
诱因1：工资通胀累积

Nordhaus和William（1972）提到在1968-1971年世界主要的工业国“工资爆炸”的现象：从1968年开始，七个主要工业国家的平均工资通货膨胀率开始大幅上涨，在1970年到达顶峰后回落。Kaldor和Nicholas（1976）认为由经合OECD组织提出的解释有道理，即越来越强大的工会力量导致扣除所得税和保险缴款的工资增加。

图10：1965-1971年七个主要工业国家的平均工资通货膨胀率

Figure 1. Inflation in Manufacturing Wages, Average for Seven Countries, 1956-71*

Average rate of wage inflation, percent per annum



Source: Table 1.

a. The countries are Canada, France, Germany (Federal Republic), Japan, Sweden, United Kingdom, and United States.

资料来源：The Worldwide Wage Explosion，民生证券研究院

1.3 1970s “滞胀”的学术讨论

➤ 滞胀不是突发事件，它是一个累积并加强的过程

诱因2：扩张性财政和高福利

经过20世纪30年代“大萧条”的阴霾后，政府对经济衰退心有余悸，但对经济运行中潜在的通胀压力的严重性缺乏辨识能力或者重视，因此长期采取以减税和扩大政府支出为核心的赤字财政政策，拉高了福利水平（Robert, 2012）。20世纪60年代美国、英国、德国、法国、瑞典，以及亚洲的日本，执政党都将为劳动者争取福利作为施政的首要纲领。

Li和Lin (2016) 认为，政府主导的长期居高不下的（刚性）福利可能是导致美国滞胀的潜在因素。财政负担过重的福利制度在一定程度上增加社会的货币供给，从而导致通货膨胀，并且由于社会福利的刚性，促使人们变得懒惰，失业率增加且产出减少。

1.3 1970s “滞胀”的学术讨论

➤ 滞胀不是突发事件，它是一个累积并加强的过程

诱因3：最流行的解释——供给冲击

凯恩斯主义者为了解释滞胀并存的现象，提出了“供给冲击假说”。该假说认为，原材料的负向供给冲击会增加生产成本，带来社会整体价格水平攀升。此时，扩张的货币政策不但得不到积极的响应，反而会进一步提高通胀、降低就业与产出。

Kilian (2008) 在研究G7国家1947-1978年、2002-2003年石油冲击对产出和通胀的影响时却得出的结论是：并未发现石油供给冲击引发滞胀的证据。Robert (2012) 认为石油危机会引起通胀，但往往夸大了石油价格在通胀中所起的作用，因为70年代汽油短缺及高企的汽油价格给的美人心里留下了创伤，而且将通胀原因归咎于不得人心的战争，能更方便地满足政治需要和理性的需要。

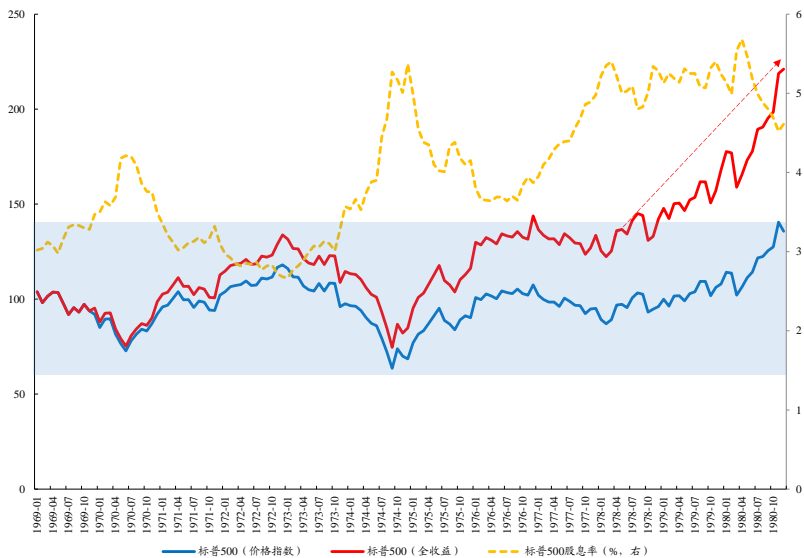
1.3 1970s “滞胀”的学术讨论

- **当通胀成为了通胀的原因：迟钝的货币政策&无效的价格管制和不断加强的通胀预期**
 - Barsky和Kilian (2001) 认为，滞胀发生的原因很多，包括：过剩的货币以及突然收紧的“流动性”；美联储对经济形势错误的评估以及错误的货币政策目标；选举环境；持续强化的通胀预期；石油价格冲击等。但是，在上述原因中，**过剩货币量是导致滞胀的主要原因，也是第一块倒下的“多米诺骨牌”。**
 - 政府不能够接受美联储任何提高利率、缩减货币量的行为，因为那将造成失业率的升高，在提高利率和缩减货币都行不通的情况下，“价格管制”成为了唯一可能的选择，但不管是尼克松还是卡特的价格管制都以失败告终。**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，这种损害是更长远的（张晓晶，2011）。**
 - 通胀没有在苗头阶段被控制住，当它点燃了“预期”，通胀便愈演愈烈了。**Robert (2012) 认为只要人们怀有通胀率会更高的预期，为了补偿过去的通胀并稍有盈余，工人会要求增加工资，公司则会满足这些期望，因为他们认为更高的价格可以覆盖更高的劳动力成本，从而通胀便会自我反哺。**因此，如果政府通过发行数量更多的货币而听任其发展，那么通胀将会无可阻挡。**另一方面，Delong (1997) 认为，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。**

1.4 1970s美国股市：周期和金融领衔的“滞胀牛”

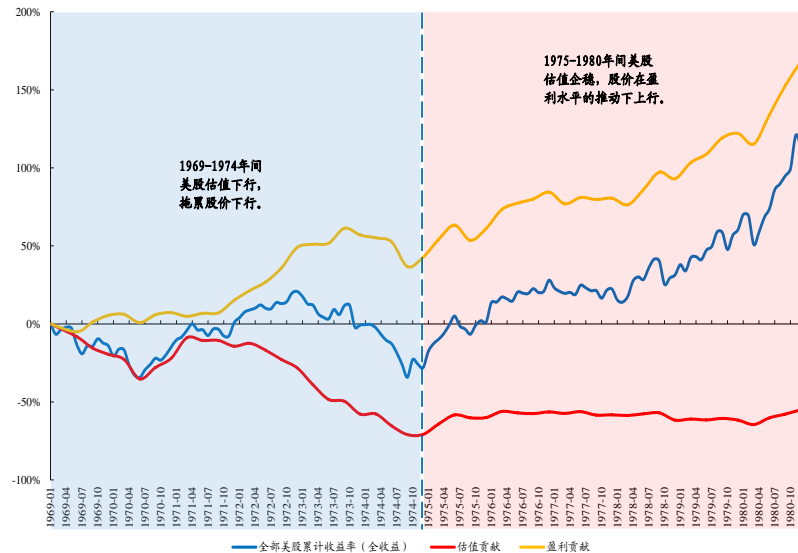
- 如果考虑股息回报之后，标普500在1970s并非10年不涨，而是翻倍。同样地，如果我们对全部美股在1969-1980年这12年间考虑股息回报，则全收益率为113.35%，年化收益率为6.52%。

图11：标普500并非10年“不涨”：全收益指数大幅跑赢价格指数



资料来源：compustat，民生证券研究院

图12：以1975年为界，美股在1969-1980年间走势可划分为前后两部分

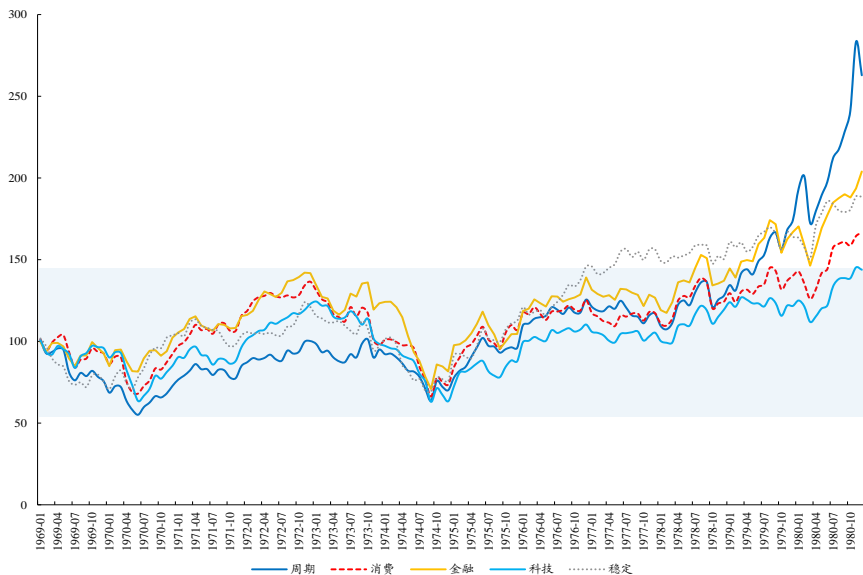


资料来源：compustat，民生证券研究院

1.4 1970s美国股市：周期和金融领衔的“滞胀牛”

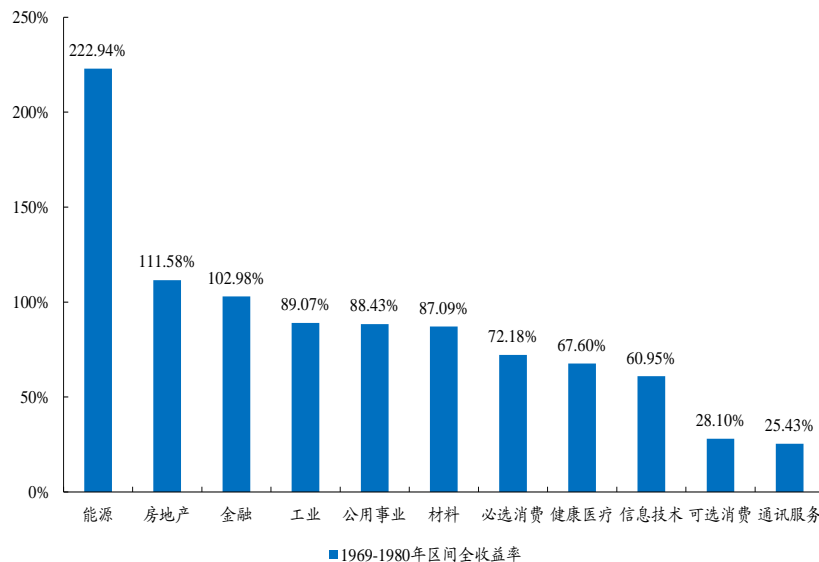
- 从大类行业表现来看，周期、金融领衔，其次是稳定和消费，而科技股整体表现最差：能源 > 房地产 > 金融 > 工业 > 公用事业 > 材料 > 必选消费 > 健康医疗 > IT > 可选消费 > 通讯服务。

图13：大类行业表现：周期 > 金融 > 稳定 > 消费 > 科技



资料来源：compustat，民生证券研究院

图14：GICS一级行业表现：周期、金融细分行业领衔

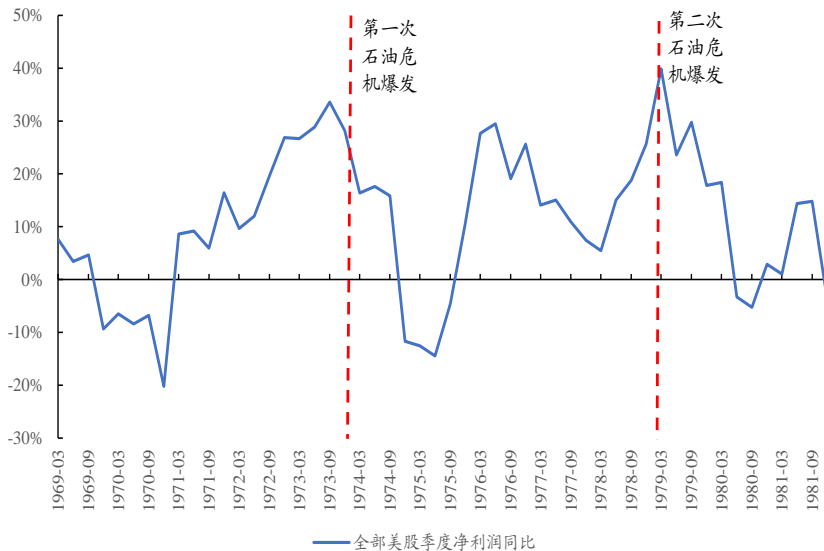


资料来源：compustat，民生证券研究院

1.5 基本面：盈利增速波动大，但ROE抬升

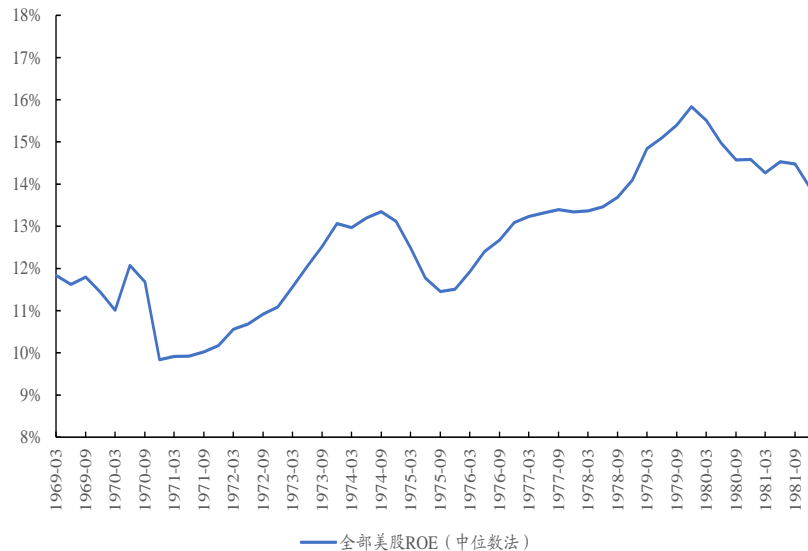
- 从盈利的角度来看，美股上市公司的净利润增速波动较大，但ROE整体呈现明显的逐级抬升趋势：从1970年初的9.8%逐步上升至1979年底的15.9%。

图15：1969-1980年全部美股净利润增速波动较大



资料来源：compustat，民生证券研究院

图16：1969-1980年美股上市公司的ROE逐级抬升



资料来源：compustat，民生证券研究院

1.5 基本面：利润向上游集中

图17：从净利润占比变化来看，基本上遵循了从中下游→上游集中的趋势，金融/地产/公用事业韧性相对较强

净利润占比	1968/12/31	1969/12/31	1970/12/31	1971/12/31	1972/12/31	1973/12/31	1974/12/31	1975/12/31	1976/12/31	1977/12/31	1978/12/31	1979/12/31	1980/12/31	趋势图
能源	17.6%	17.5%	18.8%	17.0%	14.4%	18.2%	24.0%	19.6%	17.8%	17.0%	16.7%	24.4%	28.6%	
材料	10.8%	11.3%	9.8%	7.7%	8.1%	11.1%	14.0%	10.9%	9.8%	7.8%	9.3%	10.5%	9.7%	
工业	12.9%	11.9%	9.7%	10.0%	12.7%	11.7%	11.7%	11.0%	12.8%	13.2%	13.4%	12.2%	11.8%	
可选消费	16.5%	15.7%	11.7%	16.6%	17.1%	14.8%	8.8%	10.1%	13.8%	14.0%	12.8%	9.6%	4.7%	
必选消费	7.2%	7.0%	8.5%	7.2%	7.5%	6.9%	6.2%	7.8%	7.3%	7.1%	6.9%	6.8%	7.1%	
健康医疗	2.9%	3.4%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.8%	4.4%	4.3%	4.4%	4.0%	4.3%	
金融	4.9%	5.4%	7.5%	8.5%	8.4%	7.6%	6.5%	8.0%	7.3%	7.8%	8.3%	8.1%	8.2%	
IT	5.3%	5.9%	5.7%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.4%	5.3%	5.7%	
通讯服务	8.5%	8.6%	9.0%	8.4%	7.9%	7.2%	6.9%	7.4%	7.2%	7.3%	7.1%	6.1%	6.0%	
公用事业	12.8%	12.7%	14.6%	14.3%	13.5%	11.8%	11.6%	14.2%	13.2%	15.4%	14.1%	12.4%	13.6%	
房地产	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.9%	0.6%	0.3%	0.5%	0.2%	0.7%	0.7%	0.5%	

资料来源：compustat，民生证券研究院

图18：从ROE的变化来看，也基本遵循中下游先改善→上游改善的顺序，金融/地产/公用事业较为稳定

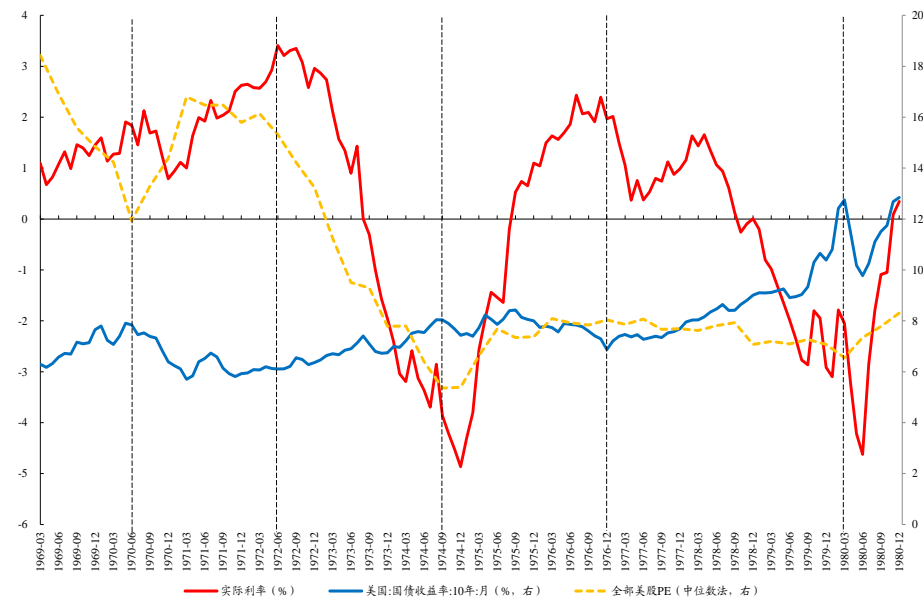
ROE的变化	1969-12-31	1970-12-31	1971-12-31	1972-12-31	1973-12-31	1974-12-31	1975-12-31	1976-12-31	1977-12-31	1978-12-31	1979-12-31	1980-12-31
能源	-5.15%	-0.28%	-0.25%	-0.38%	4.60%	3.56%	-4.63%	0.60%	-0.38%	0.11%	7.41%	-0.11%
材料	-4.37%	-2.30%	-1.27%	1.57%	4.73%	2.79%	-4.94%	0.32%	-1.55%	2.76%	3.10%	-2.31%
工业	-8.49%	-2.65%	0.52%	2.62%	1.26%	0.15%	-1.77%	3.10%	0.87%	0.92%	0.38%	-1.81%
可选消费	0.17%	-4.22%	3.60%	1.16%	0.58%	-5.15%	0.36%	4.83%	0.75%	-0.40%	-1.65%	-6.43%
必选消费		-0.48%	-0.66%	0.90%	1.06%	-1.33%	0.88%	0.87%	0.09%	0.52%	1.34%	-0.70%
健康医疗		-0.55%	-0.66%	0.58%	1.73%	-0.22%	-0.50%	0.28%	0.23%	1.16%	0.00%	-0.58%
金融	0.82%	0.41%	-0.18%	0.09%	-0.19%	-0.56%	-0.33%	0.22%	0.40%	1.60%	0.83%	-0.59%
信息技术	1.76%	-2.28%	-0.50%	1.09%	2.15%	-0.57%	-1.18%	1.51%	1.35%	1.69%	-1.23%	-0.90%
通讯服务	-3.40%	-0.74%	-0.13%	0.83%	-0.48%	-0.20%	-0.37%	1.35%	0.55%	0.97%	-0.23%	-0.73%
公用事业		-1.19%	0.03%	0.18%	-0.07%	-0.17%	0.47%	0.38%	0.18%	-0.33%	0.14%	0.31%
房地产			-0.92%	0.98%	0.25%	-2.55%	-1.25%	0.16%	0.62%	0.92%	1.24%	1.30%

资料来源：compustat，民生证券研究院

1.6 估值与利率：关联度不断降低

- 从估值的角度来看，一共呈现两个明显的特征：第一，70年代美股估值的走势与名义利率呈现明显负相关，但与实际利率的关系并不稳定；第二，1974年前后美股估值相对于名义利率抬升的敏感度在下降。

图19：70年代美股估值的走势与名义利率呈现明显负相关，但敏感度在1974年之后明显降低

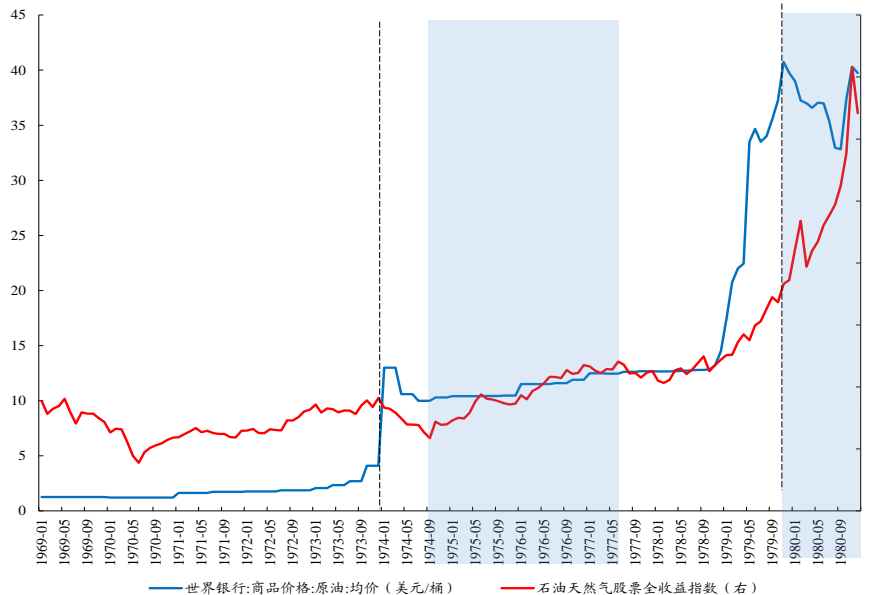


资料来源：wind，民生证券研究院

1.7 周期品VS周期股：周期股反而更持久

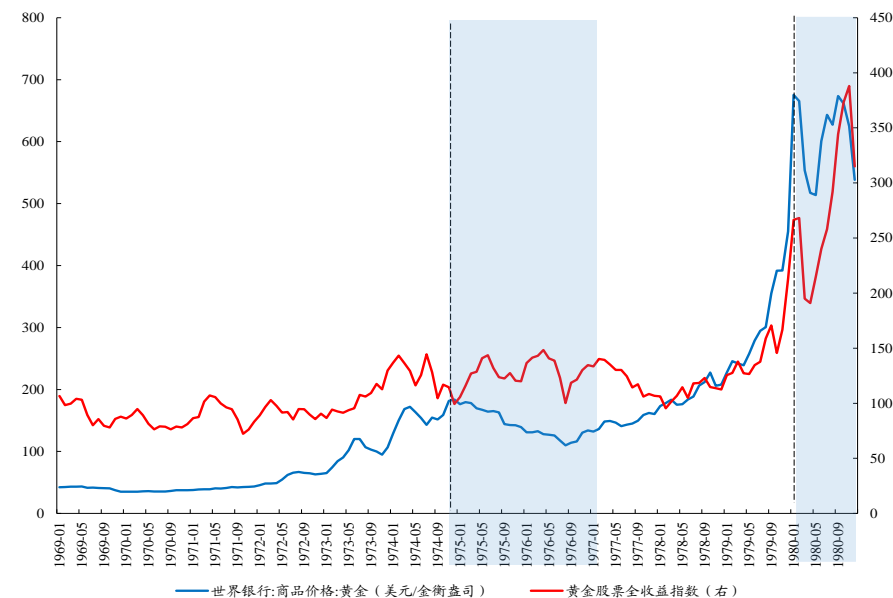
- 某些阶段也可以相对跑赢商品：这一区间往往出现在商品价格快速上行结束之后。大部分周期股股价滞后于周期商品见顶回落，尤其是在第三次滞胀时期的后半段（1980年）。

图20：石油天然气股票滞后于原油见顶，阶段性也可以跑赢油价



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：黄金股票滞后于黄金见顶，阶段性也可以跑赢金价



资料来源：wind，民生证券研究院

1.8 大类资产比较：原油、黄金为王，债券跑不赢现金

- 在1968-1981年这14年间的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。

图22：美国1968-1981年大类资产表现情况：原油 > 黄金 > 房地产 > 其他大宗商品 > 股票 > 现金 > 债券

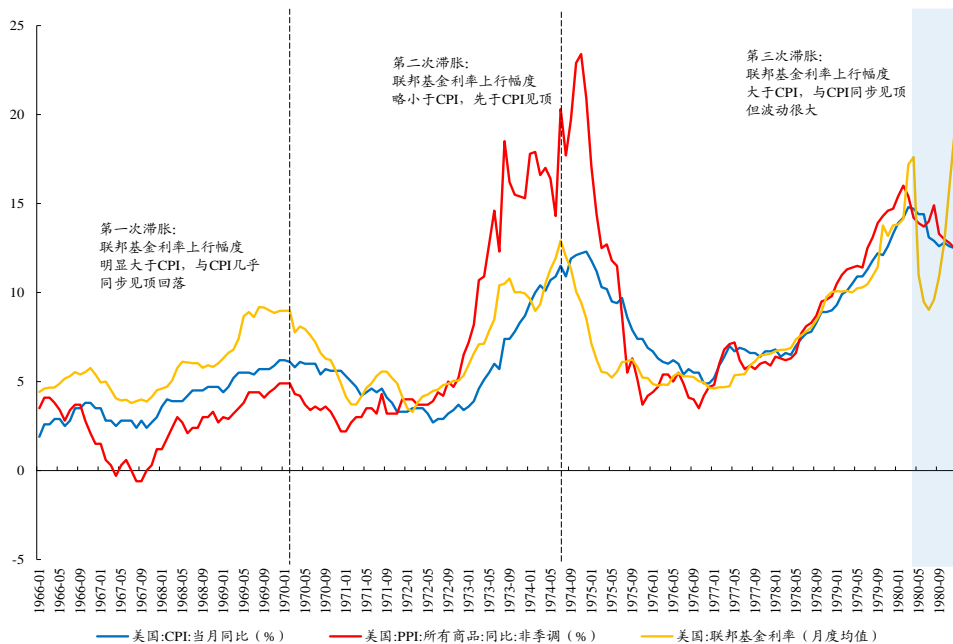
时间区间	大类资产类型	代表标的	区间收益率	年化收益率	排名
1968-1981	股票	S&P500	111.35%	6.52%	10
	债券	美国 3 年期国债	-18.44%	-1.45%	13
		美国 10 年期国债	-18.63%	-1.46%	14
	大宗商品	阿拉伯轻质原油的塔拉港离岸(FOB)牌价	1896.11%	23.84%	1
		伦敦现货黄金	1036.98%	18.96%	2
		CRB 现货指数:综合	153.29%	6.86%	7
		CRB 现货指数:食品	137.36%	6.37%	11
		CRB 现货指数:油脂	148.54%	6.72%	9
		CRB 现货指数:家畜	185.01%	7.77%	4
		CRB 现货指数:金属	151.86%	6.82%	8
		CRB 现货指数:工业原料	167.14%	7.27%	6
		CRB 现货指数:纺织品	108.70%	5.40%	12
	不动产	美国房屋价格指数(1975-06-30 才开始)	78.61%	10.15%	3
通胀	CPI	175.60%	7.51%	5	

资料来源：wind，民生证券研究院。这里的债券收益率计算方法为：滚动一年计算资本利得+利息收入。

1.8 大类资产比较：原油、黄金为王，债券跑不赢现金

- 如果试图在滞胀环境下进行债券的交易，则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。

图23：滞胀时期货币政策的收紧使得名义利率基本上跟随CPI大幅上行



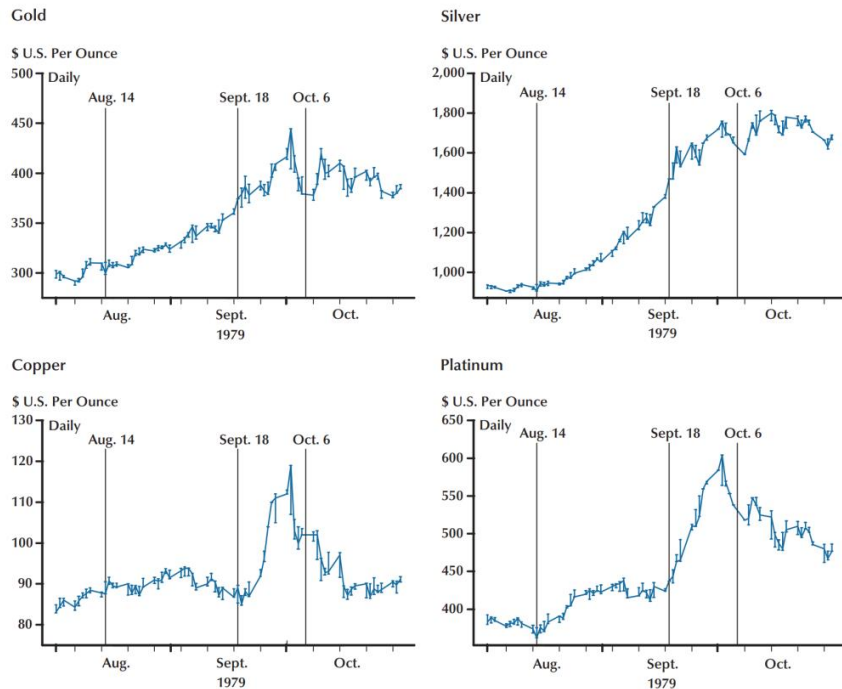
资料来源：wind，民生证券研究院

1.8

大宗商品：随时可能的爆发

- 1979年8月沃尔克就任美联储主席时，面对的最大挑战便是居民并不相信美联储会下定决心治理通胀，这实际上是通胀预期的一种外在表现形式。在1979年9月18日FOMC会议上，美联储以4-3的投票比例将贴现率从10.5%提升至11%。尽管利率提升，但媒体将这一投票比例解读为货币政策将转向宽松的征兆，**大宗商品在这次FOMC会议后全线上涨** (Lindsey,2005)。**供给冲击下的大宗商品往往受到某种货币政策压制，但是只要斜率放缓，其反弹将是史诗级别的。**

图24：1979年9月FOMC会议提升贴现率，但市场仍将其解读为货币转松的信号，大宗商品在FOMC会议之后全线上涨

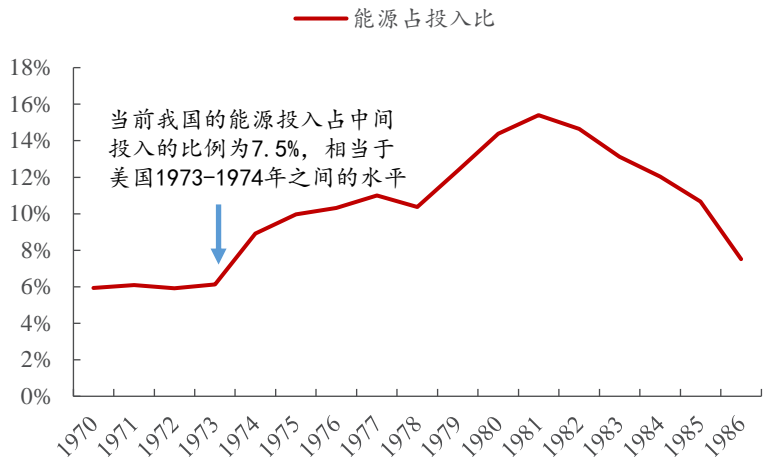


资料来源：The reform of October 1979: how it happened and why，民生证券研究院

1.9 当下的不同之处：中美能源投入占比

- 以美国20世纪70年代为例，1975年从衰退走向复苏的过程中，即使第一次石油危机的供给冲击已经过去，此时成本推升也仍然存在；能源占投入比一度上升到14%以上，而以2020年投入产出表计算美国目前的能源占中间投入比为6.7%。按照我国2018年投入产出表计算能源投入占中间投入比例为7.5%，大致相当于美国1973-1974年的水平。

图25：成本的推升是长期的，美国1970年代能源投入占总投入的比例持续提升



资料来源：BEA，民生证券研究院

图26：我国2018年投入产出表中，能源投入占中间投入比例为7.5%，其中最大部分是电力、热力生产和供应

单位：万元	中间使用合计	全部中间投入合计	占比
煤炭开采和洗选产品	252248138	15734410971	1.6%
石油和天然气开采产品	299786764		1.9%
电力、热力生产和供应	585576038		3.7%
燃气生产和供应	37704836		0.2%
中间投入：能源合计	1175315776		7.5%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

02. 如何走出滞胀

2.1 如何走出“胀”：打破“工资—通胀”螺旋

- 为了树立美联储的威信、使居民相信美联储对抗通胀的坚决态度，沃尔克时代的货币政策与其前任有很大不同，体现在以下三个方面：（1）美联储货币政策的中介目标从短期利率切换至货币供应量，同时将联邦市场基金利率的波动幅度的容忍度扩大至4%；（2）关注实际利率，坚决执行紧缩货币政策以打压通胀；（3）先发制人，将恶性通胀扼杀于萌芽阶段。

图27：沃尔克时期短期实际利率水平有明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1 如何走出“胀”：打破“工资—通胀”螺旋

- 控制工资上涨：震慑工会组织。由于空管员工会在里根竞选总统时曾对其大力支持，因此这次对空管员工会的严厉打击令其他工会组织大为震惊。由于政府在对待工会的态度上明显变得更为强势，美国国内发生罢工的数量在80年代初期快速下降。至1985年，美国每年爆发的罢工次数从1974年的峰值424次大幅下降至54次（U.S. Census Bureau, 2008）。

图28：80年代初期美国的罢工数量大幅下降

Year	Number of stoppages ¹	Workers involved ² (1,000)	Days idle		Year	Number of stoppages ¹	Workers involved ² (1,000)	Days idle	
			Number ³ (1,000)	Percent estimated working time ⁴				Number ³ (1,000)	Percent estimated working time ⁴
1960	222	896	13,260	0.09	1989	51	452	16,996	0.07
1965	268	999	15,140	0.10	1990	44	185	5,926	0.02
1970	381	2,468	52,761	0.29	1991	40	392	4,584	0.02
1974	424	1,796	31,809	0.16	1992	35	364	3,989	0.01
1975	235	965	17,563	0.09	1993	35	182	3,981	0.01
1976	231	1,519	23,962	0.12	1994	45	322	5,021	0.02
1977	298	1,212	21,258	0.10	1995	31	192	5,771	0.02
1978	219	1,006	23,774	0.11	1996	37	273	4,889	0.02
1979	235	1,021	20,409	0.09	1997	29	339	4,497	0.01
1980	187	795	20,844	0.09	1998	34	387	5,116	0.02
1981	145	729	16,908	0.07	1999	17	73	1,996	0.01
1982	96	656	9,061	0.04	2000	39	394	20,419	0.06
1983	81	909	17,461	0.08	2001	29	99	1,151	(Z)
1984	62	376	8,499	0.04	2002	19	46	660	(Z)
1985	54	324	7,079	0.03	2003	14	129	4,091	0.01
1986	69	533	11,861	0.05	2004	17	171	3,344	0.01
1987	46	174	5,481	0.02	2005	22	100	1,736	0.01
1988	40	118	5,381	0.02	2006	20	70	2,688	0.01

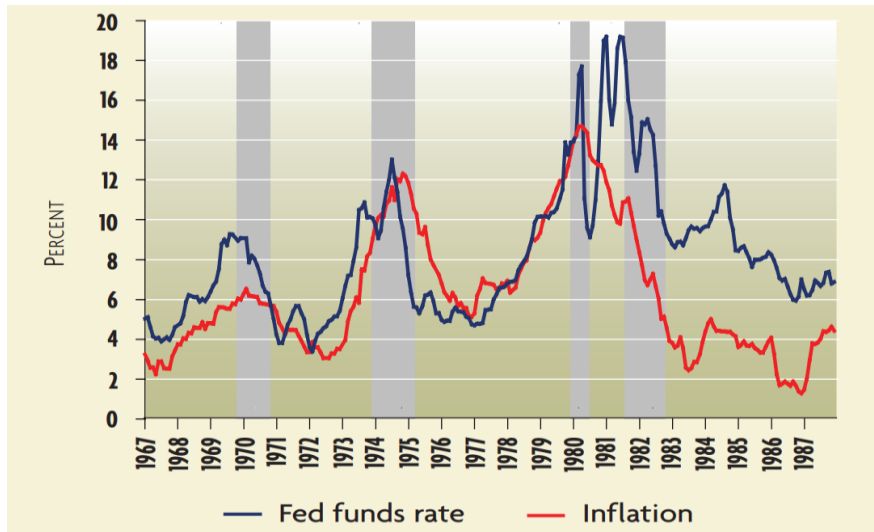
Z Less than 0.005 percent. ¹ Beginning in year indicated. ² Workers counted more than once if involved in more than one stoppage during the year. ³ Resulting from all stoppages in effect in a year, including those that began in an earlier year. ⁴ Agricultural and government employees are included in the total working time; private household and forestry and fishery employees are excluded. ⁵ Revised since originally published.

资料来源：U.S.Census Bureau, 民生证券研究院

2.1 如何走出“胀”：打破“工资—通胀”螺旋

- 结合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。1980年时，通胀在所有美国人最担心问题的排行榜中高居第二位；1985年时，只有2%的美国人仍认为通胀是需要担心的问题。

图29：1983年时美国的通胀基本得到了控制

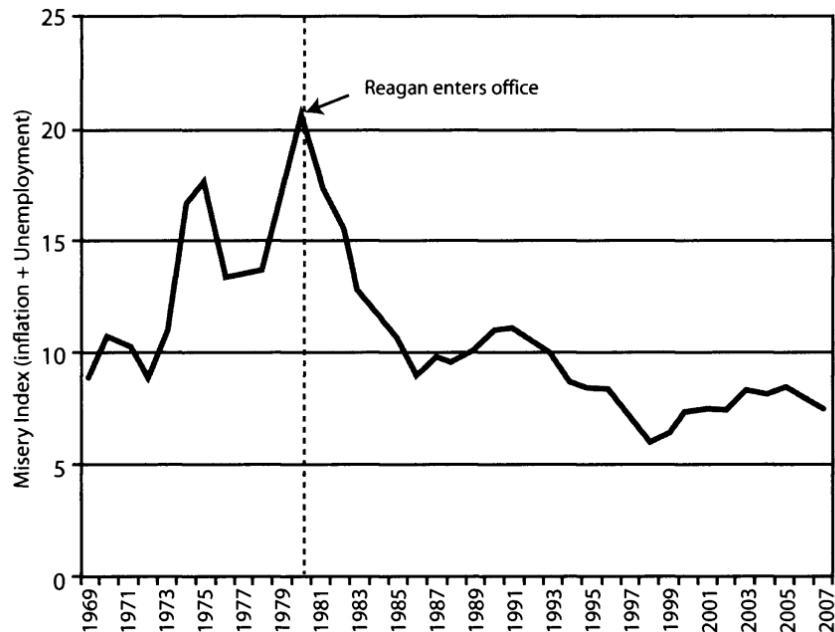


资料来源：From Stagflation to the Great Moderation, 民生证券研究院

2.2 如何走出“滞”：里根新政为经济注入活力

- 80年代早期，解决经济增长停滞与失业问题主要靠的是财政政策。王剑（2011）认为里根时期的财政政策有三大特征，分别是大规模减税、放松政策管制并降低政府在经济生活中的作用，以及扩大军费开支同时缩减非国防开支。
- 从结果来看，里根的财政政策起到了刺激经济增长的效果：以失业率和通胀率合成的、反映公众对经济困境感知程度的经济痛苦指数（Cohen,2014）在80年代早期有明显下降。

图30：经济痛苦指数（misery index）在80年代初出现下行



资料来源：《繁荣的终结》，民生证券研究院

2.2 如何走出“滞”：里根新政为经济注入活力

- 其实在里根政府之前，尼克松、福特与卡特时代也曾推出减税政策以刺激经济，但里根政府的减税政策与此前三届政府有三处显著的不同。（1）里根政府的减税力度空前巨大；（2）以直接更改税率的方法进行减税；（3）将各税收档位的区间与通胀指数相挂钩，随通胀变化而调整。由于税档攀升的存在，尼克松、福特与卡特时代减税法案的效果会随着通胀的上升而减弱。而《经济复苏税收法案》规定税档与通胀相挂钩，其减税效果则明显逐年提升。

图31：滞胀时期历届美国政府的税收政策

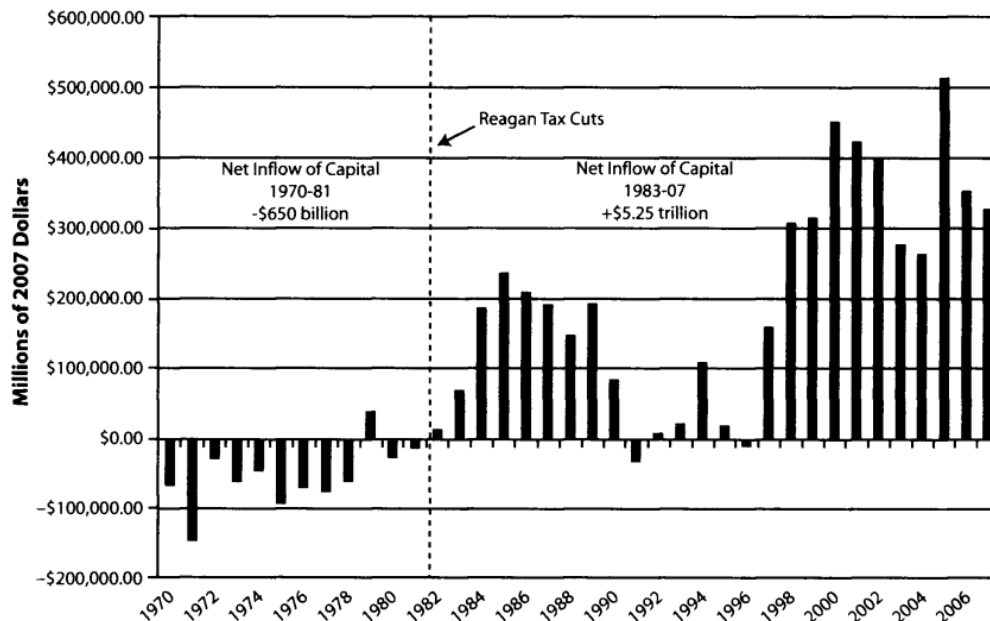
年份	时任总统	税收法案名称	法案通过后对联邦税收的影响（十亿美元，1992年不变价）					
			第1年	第2年	第3年	第4年	2年平均	4年平均
1968	约翰逊	Revenue and Expenditure Control Act of 1968	55.3	15.4	N/A	N/A	35.4	N/A
1969	尼克松	Tax Reform Act of 1969	12.5	7.5	N/A	N/A	10	N/A
1971	尼克松	Revenue Act of 1971	-13.2	-19.5	N/A	N/A	-16.4	N/A
1975	福特	Tax Reduction Act of 1975	-21.9	0.8	N/A	N/A	-10.5	N/A
1976	福特	Tax Reform Act of 1976	-32.4	-23.8	-13.5	N/A	-28.1	N/A
1977	卡特	Tax Reduction and Simplification Act of 1977	-35.5	-25.8	-10.3	N/A	-30.6	N/A
1978	卡特	Revenue Act of 1978	-21	-39	-43.2	-47.4	-30	-37.6
1980	卡特	Crude Oil Windfall Profit Tax Act of 1980	19.8	25.7	24.2	25.1	22.8	23.7
1981	里根	Economic Recovery Tax Act of 1981	-54.9	-123.7	-178.9	-217.2	-89.3	-143.7

资料来源：Revenue effects of major tax bills（使用财政部的收入估算数据），民生证券研究院

2.2 如何走出“滞”：里根新政为经济注入活力

- 具体来看，减税政策主要通过影响投资行为进而促进经济增长。
- 所得税率的下降同样有助于海外对美国的直接投资活动，从1983年开始，美国从资本净流出国转变为资本净流入国。

图32：1983年后，美国由资本净流出转为资本净流入

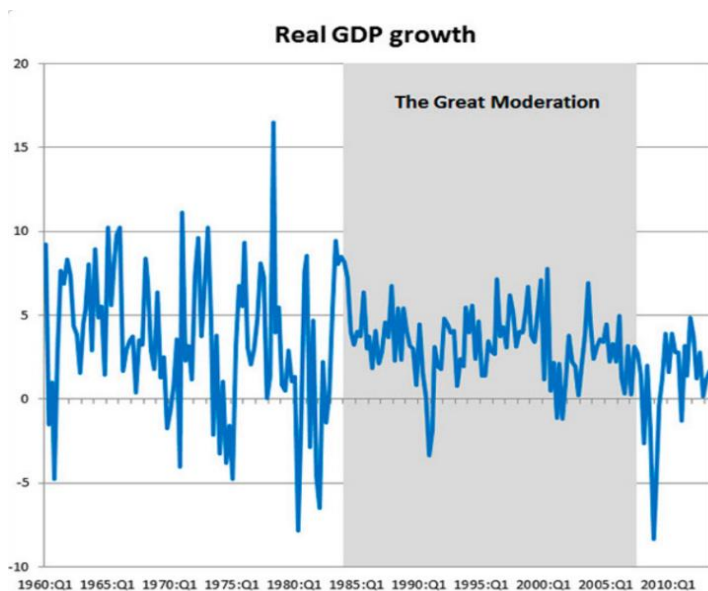


资料来源：《繁荣的终结》，民生证券研究院

2.3 走出“滞胀”，走向“大缓和”

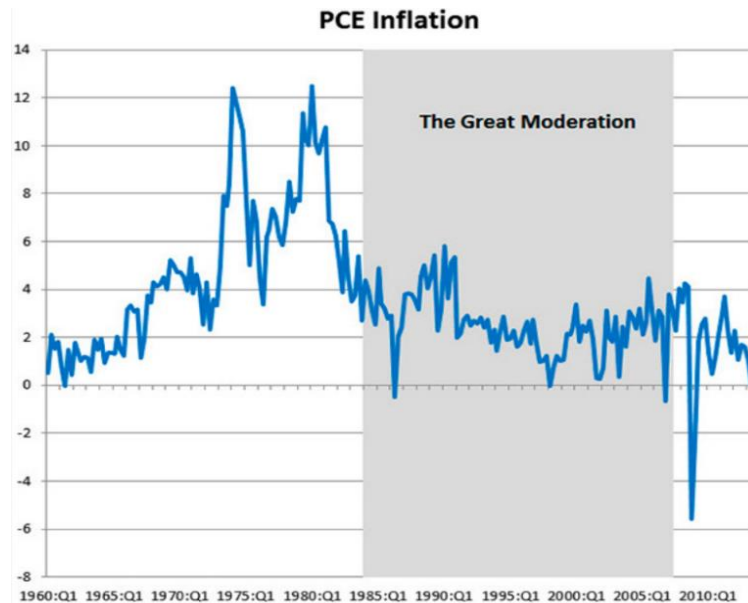
- 在摆脱“滞胀”的困境后，美国经济进入了一段超过20年的平稳增长期，即“大缓和”时期（The Great Moderation）。这一时期的经济特点是宏观经济的波动性大幅降低：真实GDP的波动率下降了1/2，通货膨胀率的波动率下降了2/3。

图33：“大缓和”时期经济产出的波动率明显降低



资料来源：美联储，民生证券研究院

图34：通货膨胀的波动率同样明显降低



资料来源：美联储，民生证券研究院

2.3 走出“滞胀”，走向“大缓和”

- 学术界认为“大缓和”可以归纳为以下三点原因：（1）从20世纪80年代中期至金融危机以前，原材料价格、自然灾害等外部冲击带来的负面影响相比于70年代时要小，即“运气好”。（2）货币政策在执行过程中有明显的改善，有助于稳定产出与通货膨胀的波动。（3）经济结构的转变、信息技术的运用改变了生产商的库存行为，降低了经济周期所带来的波动性。

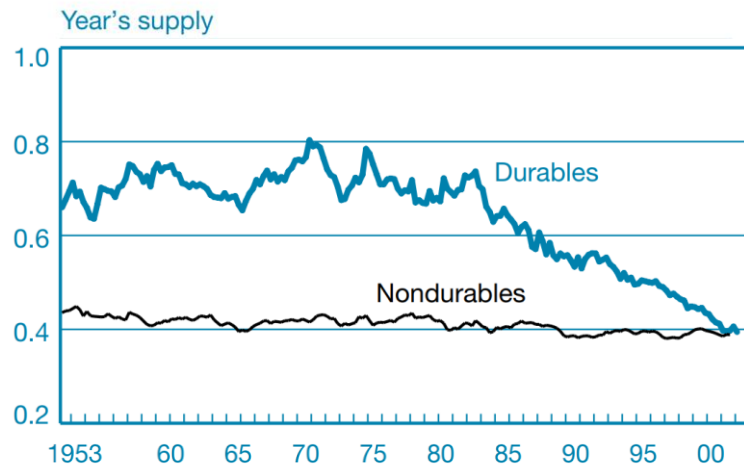
图35：对产出进行拆分，耐用品产出增长的波动率下降最为明显

Variable	Output Growth		
	1953:2-1968:4	1969:1-1983:4	1984:1-2000:2
Aggregate	4.5	4.8	2.2
Durables	18.1	17.9	8.0
Nondurables	5.9	7.9	4.8
Services	3.4	1.5	1.4
Structures	7.0	13.6	8.6

Source: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts.

Notes: The figures reported are the standard deviation of the variable in the left column. Output growth is measured as the percentage change in chain-weighted 1996 dollars at an annual rate.

图36：从库销比来看，1980年后美国耐用品的库存管理行为模式出现明显改变
 Postwar Inventory-to-Sales Ratios



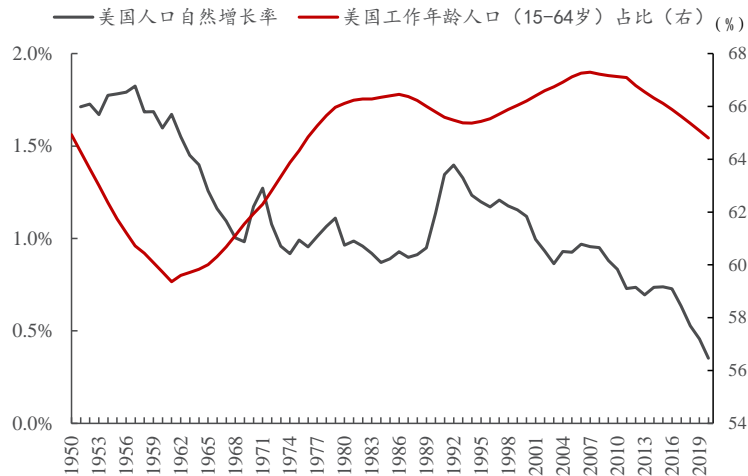
资料来源：On the Causes of the Increased Stability of the US Economy，民生证券研究院

资料来源：On the Causes of the Increased Stability of the US Economy，民生证券研究院

2.3 走出“滞胀”，走向“大缓和”

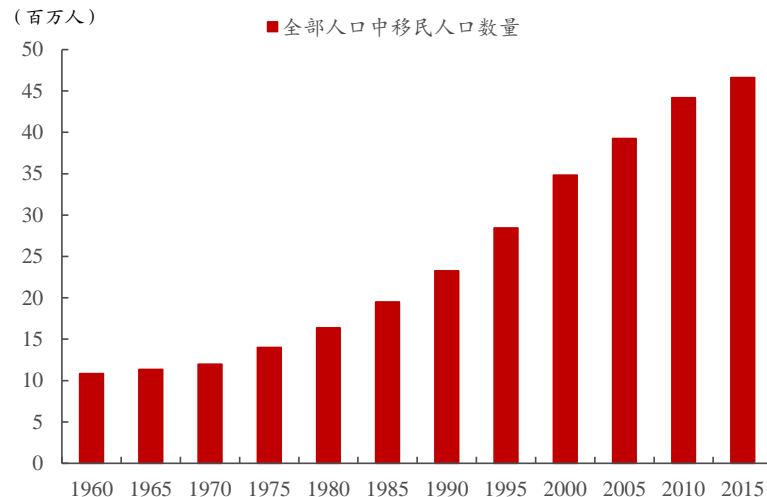
- 不容忽视的因素：劳动力的正向冲击。大量研究显示，在储蓄—投资均衡框架下，劳动人口的提升有助于降低通货膨胀。二战之后，美国迎来了“婴儿潮”一代。而随着“婴儿潮”一代的成长，美国劳动年龄人口占比在60年代和70年代逐步上升；而在“大缓和”时期，美国的劳动人口占比基本稳定在66%上下，在2007年时达到最高值67.3%。此外，“大缓和”时期美国移民人口增速明显加快。

图37：美国劳动年龄人口占比在“大缓和”时期维在较高水平



资料来源：OECD，民生证券研究院

图38：1980年后美国国内移民数量增长加快

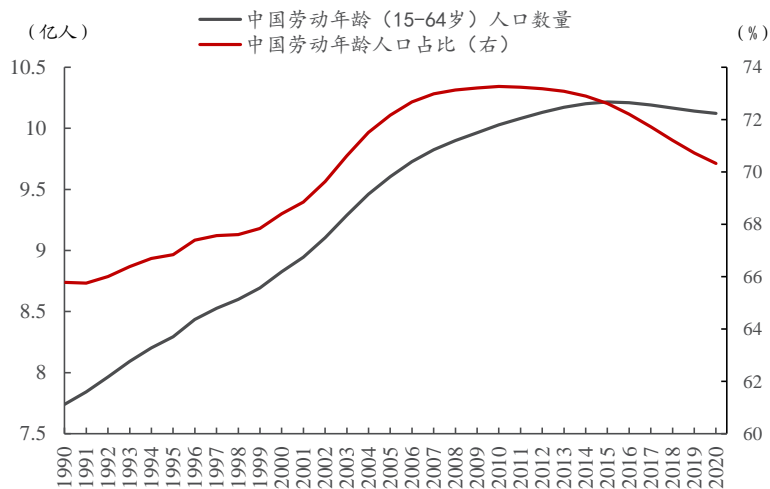


资料来源：OECD，民生证券研究院

2.3 走出“滞胀”，走向“大缓和”

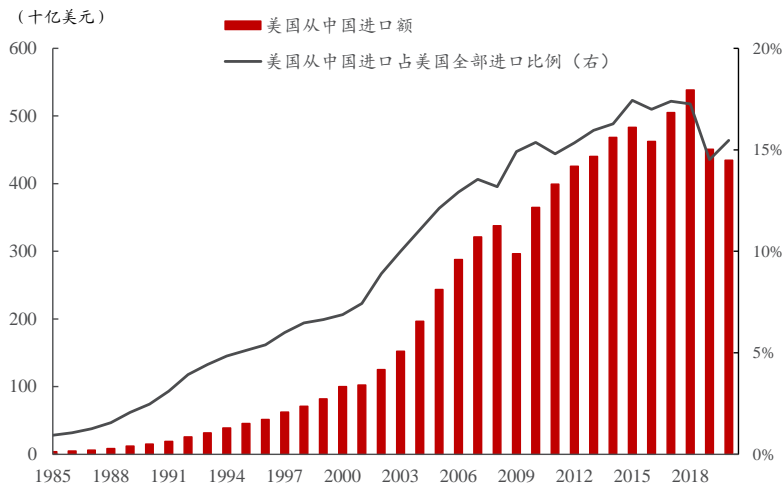
- 与此同时，中国的作用同样不能忽视。从1990至2007年间，中国劳动人口占比从65.8%上升至73%，劳动年龄人口的绝对数量增长超过了2亿人。Goodhart (2020) 认为，中国劳动人口的增长给世界贸易体系的可用劳动供给带来了巨大的正向冲击；同时经济自由主义在过去几十年内被广泛接受，国际贸易壁垒降低，增加了全球新增劳动力可以被利用的机会。

图39：1990至2007年间中国劳动人口数量大幅增长



资料来源：OECD，民生证券研究院

图40：2001-2007年美国从中国的进口大幅增长



资料来源：OECD，民生证券研究院

03. 风险提示

3.1

风险提示

- **历史并不代表未来：**文中对于历史的复盘并不代表未来一定会发生类似的事情，当前中国与当时美国的国情存在较大不同；
- **通胀粘性不及预期：**如果通胀快速回落，甚至低于疫情前的水平，则文中所述的“滞胀”环境将不复存在；
- **经济增速下行超预期：**如果国内外经济增速下行超预期，则宏观环境将不再呈“滞胀”状态，也不符合文中的基准假设。

THANKS 致谢

策略研究团队：



分析师 牟一凌
S0100521120002
mouyiling@mszq.com



分析师 王况伟
S0100522040002
wangkuangwei@mszq.com



分析师 方智勇
S0100522040003
fangzhiyong@mszq.com



分析师 梅楷
S0100121120017
meikai@mszq.com



研究助理 吴晓明
S0100121120023
wuxiaoming@mszq.com



研究助理 沈心怡
S0100122010010
shenxinyi@mszq.com



研究助理 纪博文
S0100122080001
jibowen@mszq.com



研究助理 胡悦
S0100122080044
huyue@mszq.com

注：团队介绍第二、三行分别为成员执业证号和公司邮箱

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。