

策略深度报告 20260322

70 年代滞胀启示录：从历史复盘到当下配置逻辑

2026 年 03 月 22 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋珺逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

liny@dwzq.com.cn

本篇报告以史为鉴，通过复盘 20 世纪 70 年代两次滞胀的成因以及大类资产的表现，为资产配置提供思路。**需要强调的是，**

第一，我们讨论的是海外（尤其美国）的滞胀风险，美国经济本身高企的财政赤字对通胀形成一定上行压力，在油价上涨的冲击下，滞胀风险有所抬升。而中国经济正处在触底回升和高质量发展阶段，经济运行轨迹很难被轻易改变。

第二，我们并非预判滞胀必然重演，而是提示潜在风险收益的不对称性：若油价在小概率情景下抬升至 150-200 美元中枢，将对高估值、高杠杆资产形成显著冲击。这类尾部风险一旦兑现，潜在损失远大于潜在收益。因此，基于这种风险收益不对等的关系，市场也会倾向于进行结构性切换。

■ 上世纪 70-80 年代的大滞胀是如何产生的？

综合来看，主要由以下三个因素所致：1) 凯恩斯主义主导下的货币财政双宽松，是 70 年代美国滞胀爆发的核心内因；2) 中东地缘冲突引发原油供给收紧、油价暴涨，带来输入型通胀，是触发两轮滞胀的直接导火索；3) 布雷顿森林体系瓦解、美元贬值，是加剧滞胀的重要制度性因素。

■ 滞胀时期大类资产如何表现？

权益市场：美股走势出现明显分化。1973-1974 年首轮滞胀阶段，美股大幅下挫；而 1979-1980 年第二轮滞胀阶段，美股则扭转跌势转实现上涨。

债券市场：债券利率大幅上行、进入熊市。滞胀对债券利率的传导主要有两条路径，一是高通胀将会推升名义利率；二是货币政策对利率的影响。

大宗商品：整体表现较好，美元走弱是重要因素。在 70 年代的两次滞胀危机中，原油和黄金跑出超额收益。而铜、铝为代表的工业金属弹性则偏弱。因此若类比当下，海外滞胀风险加剧后，市场预期美联储或转向鹰派、进而推动了美元走强，大宗商品的价格实际上是承压的，黄金、铜等价格在高位出现了回落。

■ 滞胀时期日美股市表现，为当前的 A 股带来哪些启示？

上世纪 70 年代石油危机与全球滞胀不会在本轮周期简单复刻，只是美国当前的宏观格局存在一定“滞胀隐患”；国内宏观环境则截然不同，凭借国内独特的产业禀赋与完备经济体系，A 股行情演绎未必与美国滞胀风险正向联动，海外风险升温反而可能凸显本土资产的配置优势。

所以我们从历史复盘落到当下 A 股的配置逻辑，一定不能是“刻舟求剑”的，而是要抽丝剥茧，提炼出适配行情推演的核心经验，以此作为市场和板块研判的参考。若市场围绕海外滞胀逻辑展开交易，上世纪 70 年代的日股走势，对 A 股整体表现，尤其是高端制造板块的演绎，均具有一定参考价值；同期美股科技股的行情演绎，对 A 股科技板块具备借鉴意义。

启示一：即使进入海外滞胀交易的逻辑中，凭借完备的制造业体系和领先的能源转型布局，A 股市场有望超越 78 年的日本，展现出更强的抗风险能力，成为全球资金的“避风港”。

启示二：海外滞胀环境下，泛能源将成为表现最好的大类板块。

启示三：科技股可能总体面临调整，但强产业趋势仍会穿越周期，即高位讲故事的标的面临调整，产业主线上有护城河、有定价权、有业绩的基础设施资产企业有望跑出来，看好存储、先进制程、半导体设备材料等环节。

启示四：历史上海外滞胀周期中，消费板块整体抗通胀属性偏弱、多数跑输大盘，但 A 股消费表现或不必过度悲观。

启示五：受益于产业结构优势的高端制造板块有望维持相对稳健韧性。

■ 风险提示：经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性等

相关研究

《破百的油价 VS 尴尬的联储——美股周观点》

2026-03-16

《地缘阴云下，油气之外还应关注什么？——港股周观点》

2026-03-16

内容目录

1. 上世纪 70-80 年代的大滞胀是如何产生的?	5
2. 滞胀时期大类资产如何表现?	7
3. 对于后续 A 股有何启示?	9
3.1. “以史为镜”，但不只是“刻舟求剑”	9
3.2. 滞胀时期日美股市表现，为当前的 A 股带来哪些启示?	10
4. 总结	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	70 年代美国 CPI 和 GDP 出现了显著的背离, 是典型的滞胀特征 (单位: %)	4
图 2:	70 年代美国基础货币投放和实际 GDP 增长出现明显背离 (单位: %)	5
图 3:	70 年代两次石油危机是滞胀的导火索 (单位: 美元/桶)	6
图 4:	70 年代滞胀时期, 美国通胀、国债利率和联邦基金利率走势 (单位: %)	7
图 5:	1974 年以来, 美国个人消费支出明显回暖, 同时新兴科技投资加速 (单位: %)	8
图 6:	70 年代滞胀时期, 美国通胀、国债利率和联邦基金利率走势 (单位: %)	8
图 7:	70 年代滞胀时期, 黄金和 CRB 指数走势 (单位: 点; 美元/盎司)	9
图 8:	70 年代两次滞胀期间, 日股均跑赢美股 (单位: %; 美元/桶)	11
图 9:	70 年代两次滞胀前后美日通胀水平对比 (单位: %)	11
图 10:	70 年代两次滞胀前后美日经济增速对比 (单位: %)	11
图 11:	第二次滞胀期间日股各行业累计涨跌幅 (单位: %)	12
图 12:	1957-2003 年标普 500 各行业板块权重 (单位: %)	13
图 13:	标普 500 与科技指数 1973 年以来累计涨跌幅 (单位: %)	14
图 14:	标普 500 与美股科技板块指数 1973 年以来累计涨跌幅 (单位: %)	14
图 15:	1973 年 -1980 年中旬美股消费行业指数累计涨跌幅 (单位: %)	15
图 16:	1973 年以来日股部分消费行业指数的累计涨跌幅 (单位: %)	15
图 17:	1973 年以来日股部分制造行业指数累计涨跌幅 (单位: %)	16
图 18:	全球疫情时期, 各经济体不同程度陷入生产停摆状况, 中国凭借供应链稳定性, 出口占比提升 (单位: %)	16

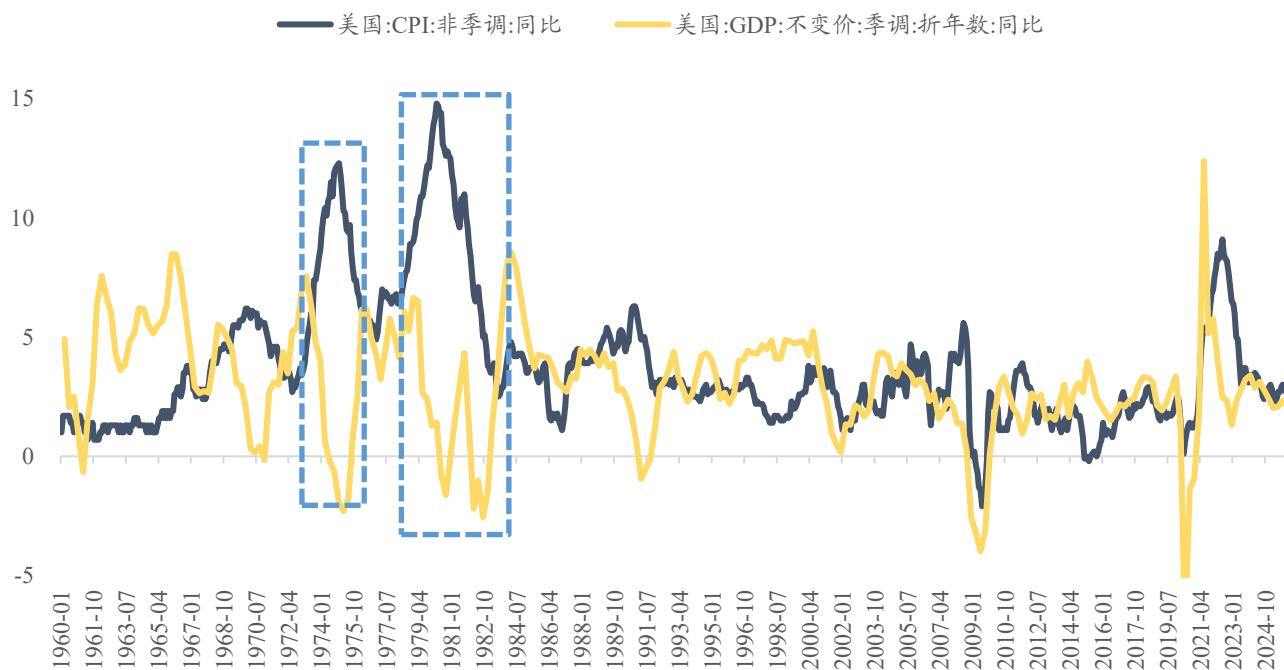
滞胀是宏观经济领域的特殊失衡状态，表现为高通货膨胀率与经济停滞、高失业率同步并存。20世纪70年代美国经历了两轮典型的滞胀危机，第一轮从1973年到1974年，第二轮从1979年到1980年。在此期间美国通胀水平大幅走高，CPI同比增速基本维持在10%以上，PPI同比增速更是一度超过20%。而彼时GDP增速确实出现了明显的负增长，失业率同步走高，经济陷入全面的低迷期。事实上在20世纪70年代，主要经济体如英国、德国、日本等，同样经历了比较明显的滞胀，全球经济发展一度停滞。当下中东战局持续升级致使油价大涨，最新公布的美国2月PPI同比增长3.4%，远超预期的3.0%。更值得投资者警惕的是，这份数据尚未计入油价大涨的影响，意味着后续PPI增速或将进一步上行。

在这样的背景下，滞胀预期进一步升温。本篇报告以史为鉴，通过复盘20世纪70年代两次滞胀的成因以及大类资产的表现，为资产配置提供思路。需要强调的是，

第一，我们讨论的是海外（尤其美国）的滞胀风险，美国经济本身高企的财政赤字对通胀形成一定上行压力，在油价上涨的冲击下，滞胀风险有所抬升。而中国经济正处在触底回升和高质量发展阶段，经济运行轨迹很难被轻易改变。

第二，我们并非预判滞胀必然重演，而是提示潜在风险收益的不对称性：若油价在小概率情景下抬升至150-200美元中枢，将对高估值、高杠杆资产形成显著冲击。这类尾部风险一旦兑现，潜在损失远大于潜在收益。因此，基于这种风险收益不对等的关系，市场也会倾向于进行结构性切换。

图1：70年代美国CPI和GDP出现了显著的背离，是典型的滞胀特征（单位：%）



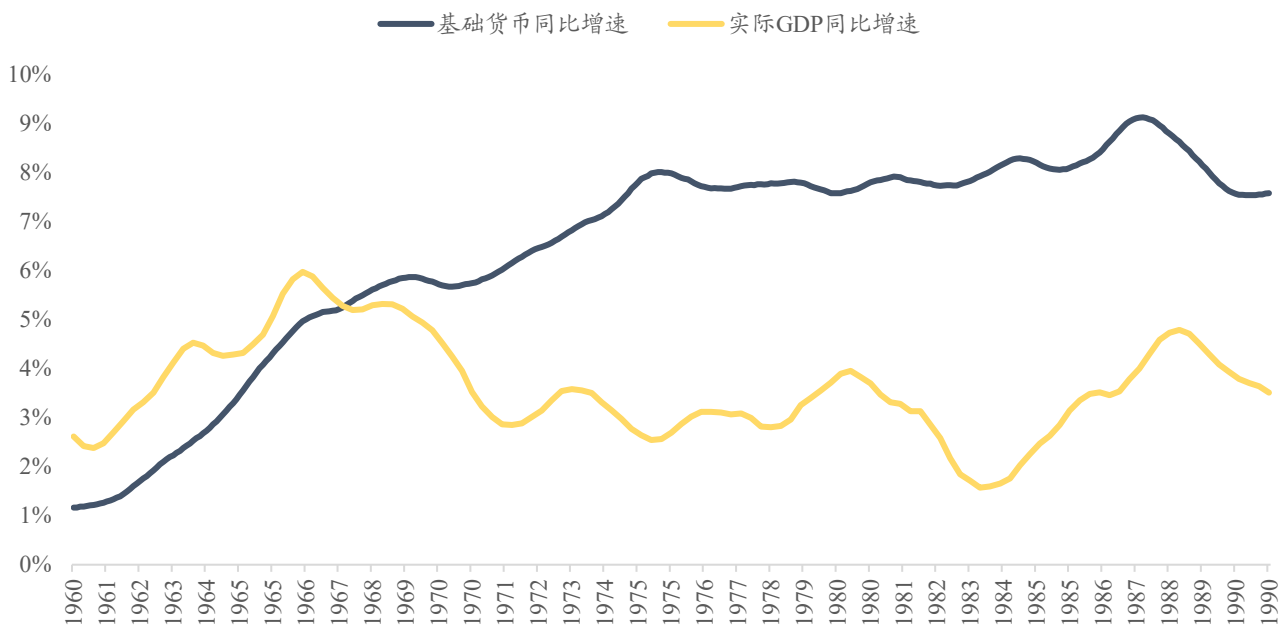
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 上世纪 70-80 年代的大滞胀是如何产生的？

综合来看，20 世纪 70 年代的两次滞胀主要是以下三个因素所致：

一是凯恩斯主义盛行，美国货币财政双宽松带来通胀。二战后至 60 年代末，凯恩斯主义成为美国宏观调控的指引思路，政策核心是通过财政扩张与货币宽松刺激总需求，拉动经济增长，以适度通胀来维持低失业率。但进入 70 年代，美国战后的“黄金时代”进入尾声，经济周期性回落。但美国政府依赖凯恩斯主义，延续货币财政宽松，为高通胀埋下隐患。一方面，货币超发常态化，美联储长期维持低利率水平，放松货币供应。1970 年后，基础货币供应量增速开始明显超过实体经济增速，1973-1980 年期间，基础货币平均增速要高于实际 GDP 平均增速 3-4 个百分点。市场流动性泛滥，直接为通胀提供了货币基础；另一方面，财政赤字持续扩大，美国政府为应对社会福利支出、越南战争等大额开支，不断扩大财政赤字，政府债务规模攀升。这种长期双宽松政策，并未带来持续的经济增长，反而推高了整体物价水平，成为滞胀爆发的核心内因。

图2：70 年代美国基础货币投放和实际 GDP 增长出现明显背离（单位：%）

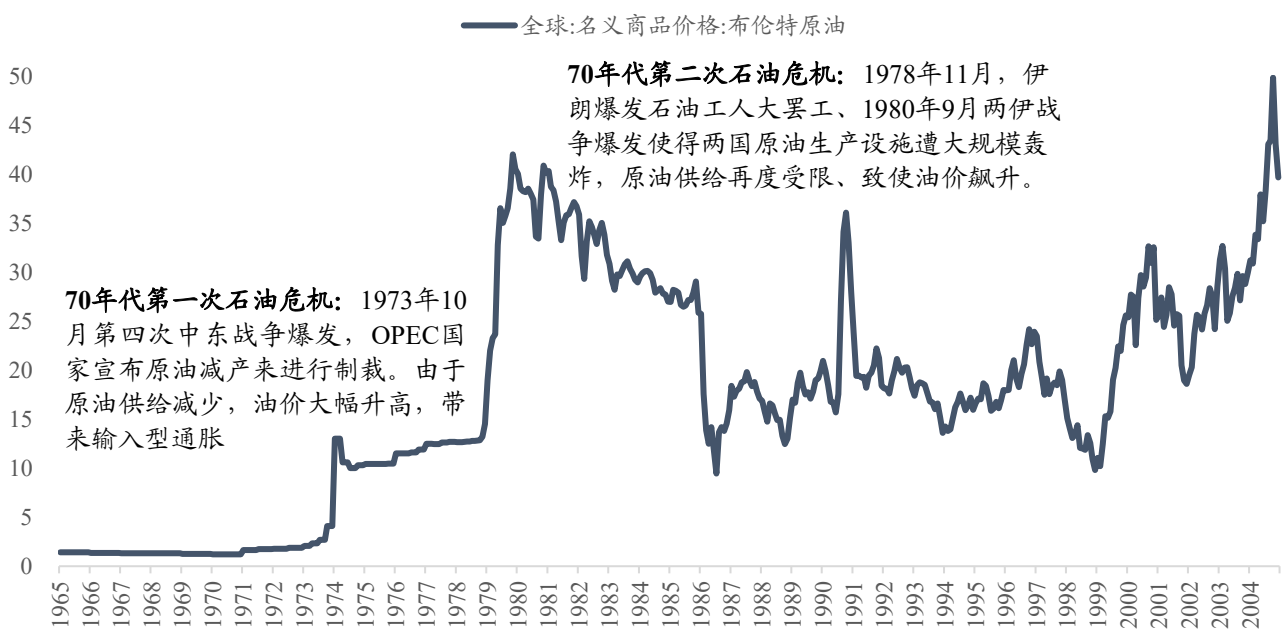


数据来源：Wind、FRED，东吴证券研究所；注：基础货币和实际 GDP 同比增速均进行五年移动平均处理

二是中东战争制约原油供给，油价上涨带来输入型通胀。石油是战后美国工业体系与国民经济的核心能源，素有“通胀之母”的称誉。70 年代两次中东地缘冲突直接切断原油供给、推高国际油价，成为触发滞胀导火索。第一次供给冲击对应 1973 至 1974 年滞胀。1973 年第四次中东战争爆发，OPEC 通过联合实施原油减产来进行反制，油价在

1973 至 1974 年间翻了三倍。油价飙升推高美国工业生产、交通运输和居民生活成本，带动通胀走高。**第二次供给冲击对应 1979 至 1980 年滞胀。**1978 年 11 月伊朗爆发大规模石油工人大罢工，伊朗原油生产全面停滞，全球原油供给再度收紧；1980 年 9 月两伊战争爆发，伊朗与伊拉克两大产油国的原油生产设施遭到大规模轰炸，原油产能大幅受损，国际油价再度飙升至历史高位。此次油价冲击进一步加剧了美国国内通胀压力，叠加前期政策遗留问题，导致第二轮滞胀形成。

图3：70 年代两次石油危机是滞胀的导火索（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

三是货币体系瓦解，美国国际收支情况恶化，美元贬值带来了更大的通胀压力。进入 60 年代后期，美国受越南战争、国内经济放缓影响，国际收支状况持续恶化，贸易顺逆差逐步扩大，黄金储备缩水，美元信用不断下滑。1971 年尼克松宣布关闭黄金兑换窗口，布雷顿森林体系正式瓦解，美元大幅贬值。这一方面导致美国进口商品价格全面上涨，进一步推高国内消费物价与生产资料价格，放大通胀压力；另一方面，美元贬值削弱了美国的国际购买力，同时影响全球资本对美元资产的信心，国际资本流动出现波动，进一步制约了美国经济的复苏动力，成为加剧滞胀的重要制度性因素。

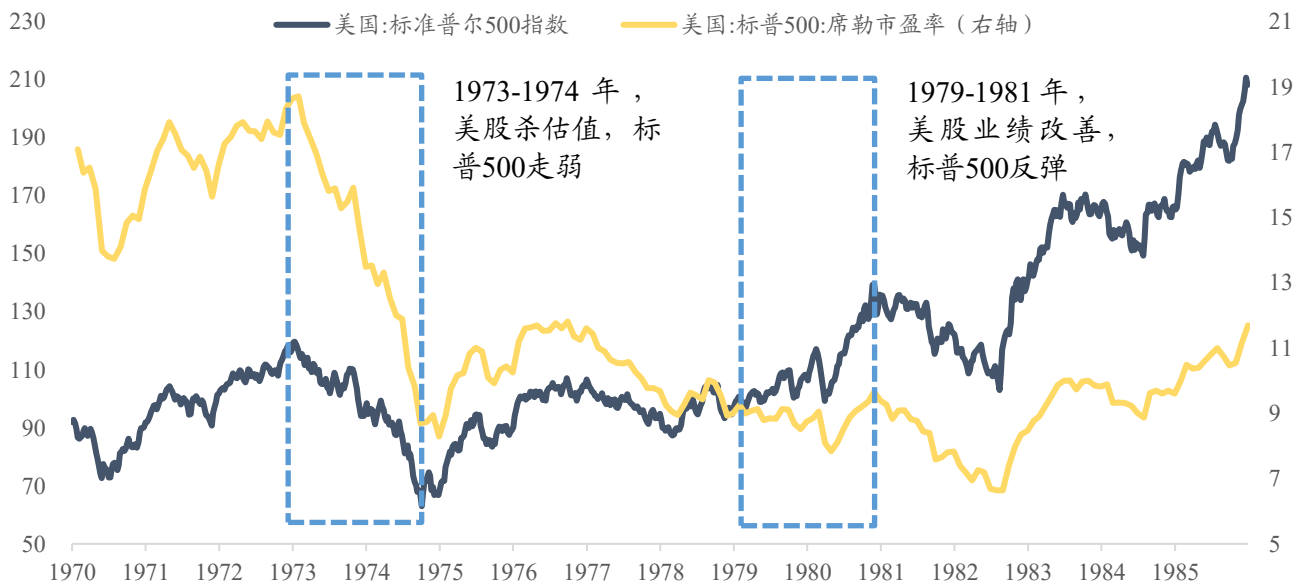
2. 滞胀时期大类资产如何表现？

20 世纪 70 年代两轮滞胀周期中，美股走势出现明显分化。1973-1974 年首轮滞胀阶段，美股大幅下挫；而 1979-1980 年第二轮滞胀阶段，美股则扭转跌势转实现上涨。

从估值与盈利的驱动框架来看，首轮美股暴跌本质是估值快速回落，也就是市场俗称的“杀估值”。70 年代初期，美股刚经历了“漂亮 50”行情，核心股票估值处于历史高位、出现泡沫化迹象。滞胀危机爆发后，美国通胀失控、经济快速陷入衰退，市场风险偏好急剧降温，资金大幅撤离股市，高估值板块率先承压，带动大盘持续下探，直至指数见底后，整体估值才回落至合理区间。

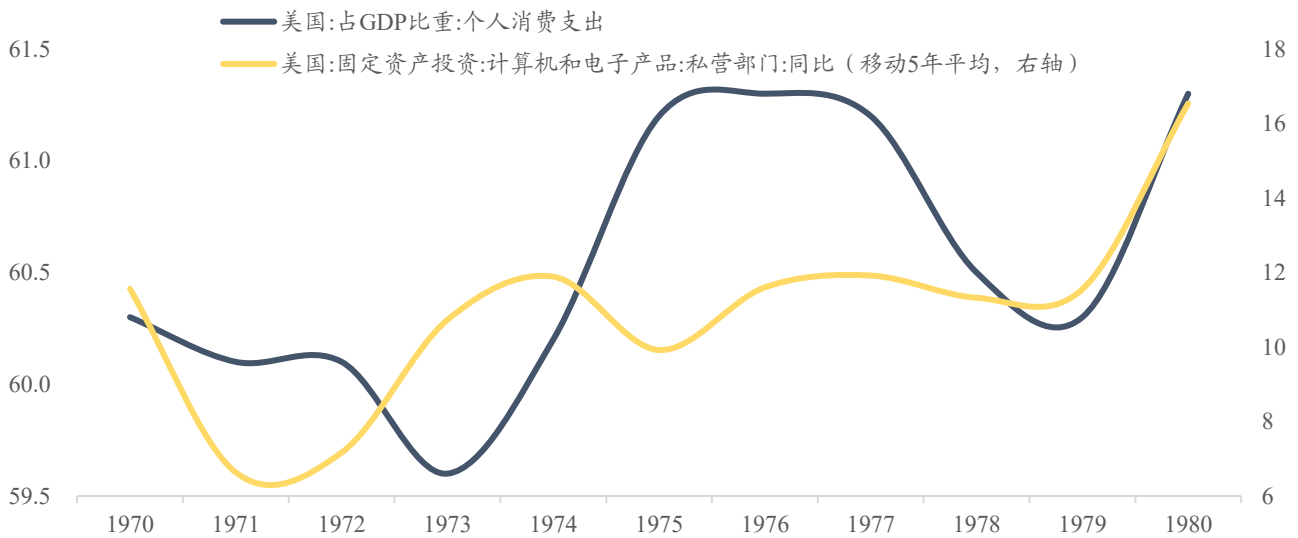
第二轮美股转涨，盈利是核心驱动。在经历了此前的“杀估值”后，标普 500 指数估值已经处于低位，进一步下行空间有限，对指数的拖累明显降低。而在盈利预期改善的驱动下，指数震荡走强。彼时沃尔克出任美联储主席后实施激进紧缩货币政策、快速压制高通胀，改善市场经济预期。同时美国经济结构性转型取得成效，对上市公司盈利有明显提振：一方面是私人消费占 GDP 比重持续回升，成为稳定经济的核心支柱；另一方面是对电子、计算机等新兴领域的投资增速大幅改善，科技行业迎来快速发展。

图4：70 年代滞胀时期，美国通胀、国债利率和联邦基金利率走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

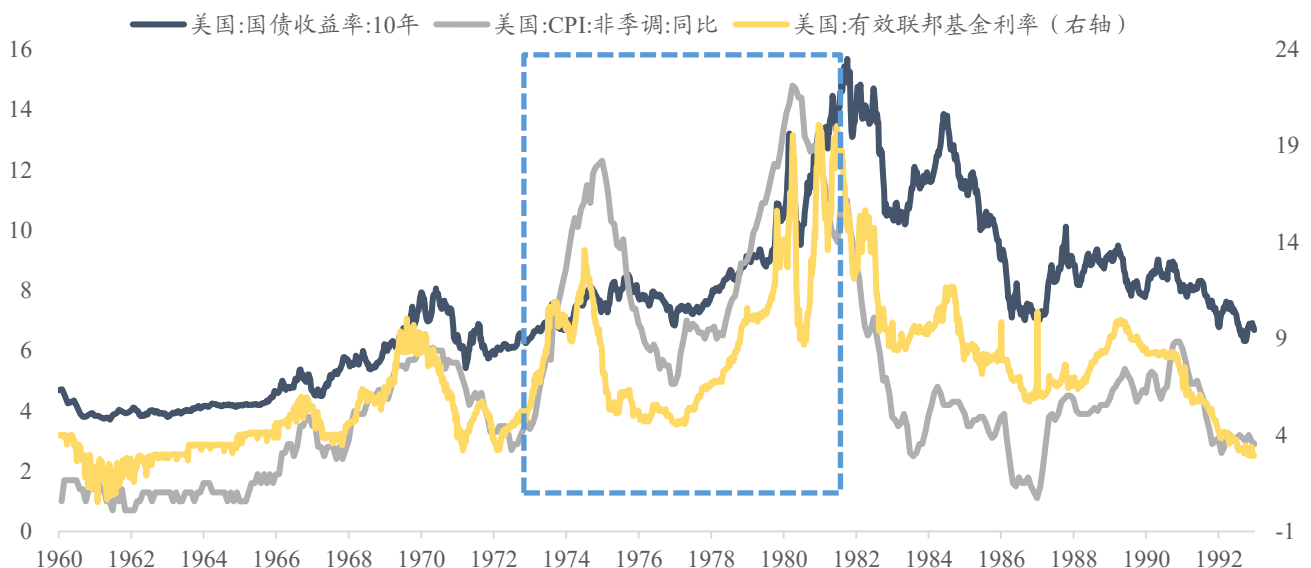
图5: 1974年以来, 美国个人消费支出明显回暖, 同时新兴科技投资加速 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

债券利率大幅上行、进入熊市。在两轮滞胀阶段, 美国十年期国债利率均大幅上行, 尤其是在第二轮滞胀危机中, 十年期国债利率一度升破 15%。滞胀对债券利率的传导主要有两条路径, 一是高通胀将会推升名义利率; 二是货币政策对利率的影响, 美联储需要通过加息来压制高通胀、进而抬高实际利率。值得注意的是, 在第二轮滞胀中, 美国国债利率上行的幅度更大, 主要是因为新任美联储主席沃尔克采取了极为激进的加息策略, 联邦基金利率一度升至近 20%, 进而传导至国债利率。

图6: 70年代滞胀时期, 美国通胀、国债利率和联邦基金利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

大宗商品表现较好，美元走弱是重要因素。从 CRB 指数来看，20 世纪 70 年代滞胀周期内，大宗商品行情持续走高，直至 1981 年才出现明显回落。美元转弱是大宗商品走强的重要背景。在 70 年代的两次滞胀危机中，原油和黄金均跑出超额收益。原油受益于供给侧逻辑，中东局势紧张导致原油供给受限、油价升高，是滞胀的直接诱因；黄金则由货币属性主导定价，布雷顿森林体系解体后，各国央行大量购金、推升金价。而铜、铝为代表的工业金属弹性则偏弱，虽然商品的金融属性将受益于美元走弱，但滞胀的经济背景中，商品需求将会明显降低、进而压制价格。因此若类比当下，海外滞胀风险加剧后，市场预期美联储或转向鹰派、进而推动了美元走强，大宗商品的价格实际上是承压的，黄金、铜等价格在高位出现了回落。

图7：70 年代滞胀时期，黄金和 CRB 指数走势（单位：点；美元/盎司）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 对于后续 A 股有何启示？

3.1. “以史为镜”，但不只是“刻舟求剑”

我们认为，上世纪 70 年代石油危机与全球滞胀不会在本轮周期简单复刻，只是美国当前的宏观格局存在一定“滞胀隐患”。美国正处于货币宽松周期尾声，绝对利率中枢依旧高位运行；持续高企的财政赤字对通胀形成刚性上行压力，叠加地缘冲突持续扰动通胀预期，抬升了其陷入滞胀的概率。

国内宏观环境则截然不同，经济基本面稳中向好，外部输入性冲击难以对整体经济形成实质性拖累。不过依托外贸联动属性，市场仍会承接外生变量的传导影响，尤其资产定价层面会跟随全球预期展开交易博弈。凭借国内独特的产业禀赋与完备经济体系，A股行情演绎未必与美国滞胀风险正向联动，海外风险升温反而可能凸显本土资产的配置优势。

所以我们从历史复盘落到当下A股的配置逻辑，一定不能是“刻舟求剑”的，而是要抽丝剥茧，提炼出适配行情推演的核心经验，以此作为市场和板块研判的参考。

若市场围绕海外滞胀逻辑展开交易，上世纪70年代的日股走势，对A股整体表现，尤其是高端制造板块的演绎，均具备一定参考价值。彼时日本在技术创新与产业结构转型的路径上，与当下中国高度相似。首轮石油危机冲击下，日本依托重化工业的追赶型增长模式难以为继，被迫向节能、高附加值的技术密集型产业切换。70年代中期，日本同步推进能源结构优化，并大幅加码知识密集型产业投资，1975-1979年相关领域投资额年均增速达25%-30%。依托产业转型红利，日本制造业在第二轮滞胀周期中开启大规模出海扩张，全球竞争力显著提升，这一宏观与产业环境，与当前中国的发展处境相对契合。与日本“被危机倒逼”的被动转型不同，我国产业升级是立足经济新常态的主动战略布局，前瞻性与自主性更强。基于两国产业升级路径与核心特征的相似性，70年代日本股市，尤其是第二轮滞胀阶段的运行脉络，以及日本高端制造的产业演进节奏，可为当前A股提供参照。

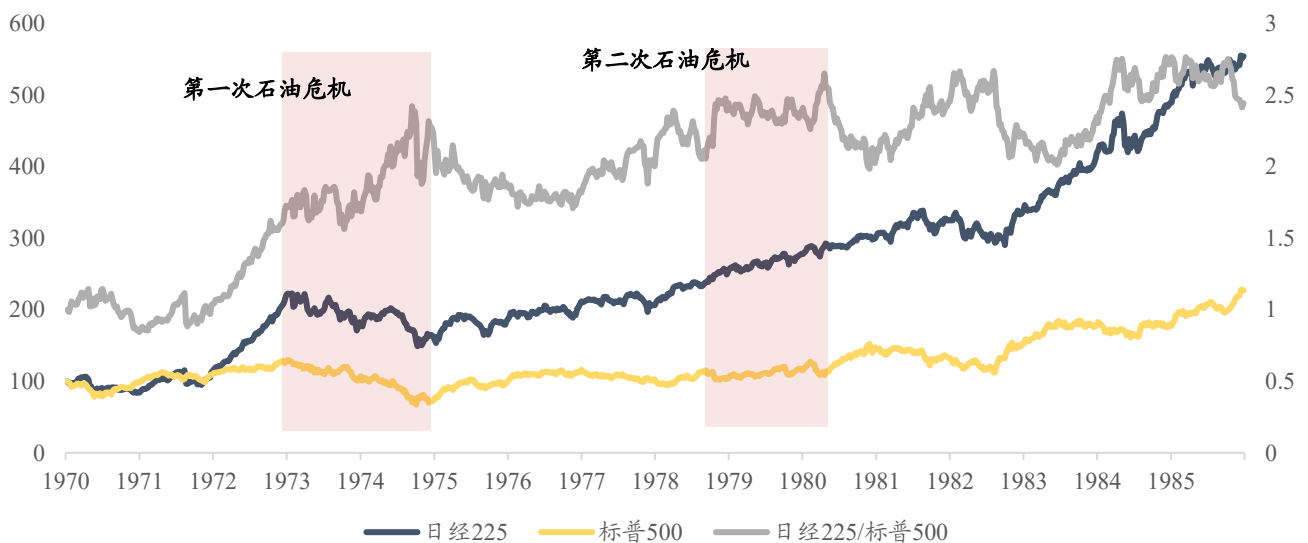
同期美股科技股的行情演绎，同样对A股科技板块具备借鉴意义。从长周期视角看，上世纪60-70年代与当前均处于康波周期由萧条向复苏过渡的关键窗口，地缘冲突往往在这一阶段集中显现。从科技周期维度而言，上一轮信息技术革命由美国主导引领：从硅谷崛起、科技巨头诞生到互联网全面普及，美国长期占据技术源头与产业规则制定的核心地位。而本轮技术革命已形成中美协同引领、双向竞合的格局：美国在人工智能、量子计算、高端芯片等基础科研领域仍保有先发优势，依托成熟科研体系与创新生态，在底层技术与核心架构上保持领先；中国则凭借超大规模市场、海量数据资源与高效工程化落地能力，在应用端快速跟进，并在新能源、5G、AI应用等领域构建起市场化的创新体系与核心产业优势。回望历史周期，当下与70年代同样面临地缘博弈加剧、高油价扰动的宏观环境，彼时美股科技链的表现，为理解当前A股产业趋势的演绎逻辑提供了有益启示。

3.2. 滞胀时期日美股市表现，为当前的A股带来哪些启示？

启示一：即使进入海外滞胀交易的逻辑中，凭借完备的制造业体系和领先的能源转型布局，A股市场有望超越78年的日本，展现出更强的抗风险能力，成为全球资金的“避风港”。

大滞胀期间，日股跑赢美股。第一次石油危机时，日股跌幅小于美股，主要由于美股正处于估值消化期。第二次石油危机中，日本依托市场化改革、技术创新与产业结构调整完成产业升级，对外部能源冲击的抵御能力更强、基本面韧性更足；而美国钢铁、汽车等传统制造业受到日本等亚洲国家的激烈竞争，产业转型节奏偏慢，进一步加剧通胀粘性，工业产能利用率呈现波动下行态势。期间，日本 CPI 同比上升 4.3pct、美国上升 5.3pct，日本 GDP 同比回落 3pct、美国则大幅下滑 7.2pct。1977 年至 1980 年中旬，日经 225 趋势性跑赢标普 500，日经 225 累计涨幅达 37%，同期标普 500 涨幅尚不足 10%。

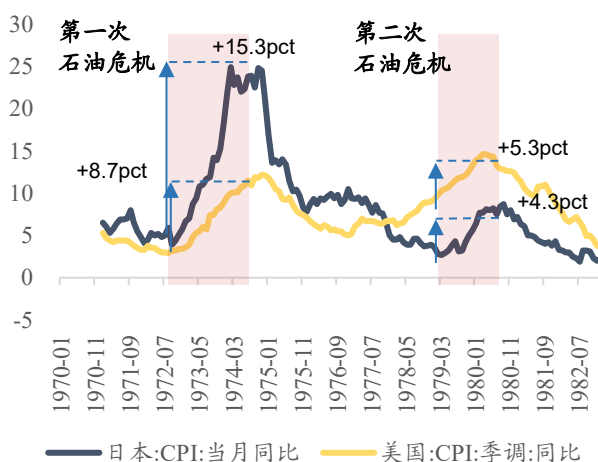
图8：70 年代两次滞胀期间，日股均跑赢美股（单位：%；美元/桶）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

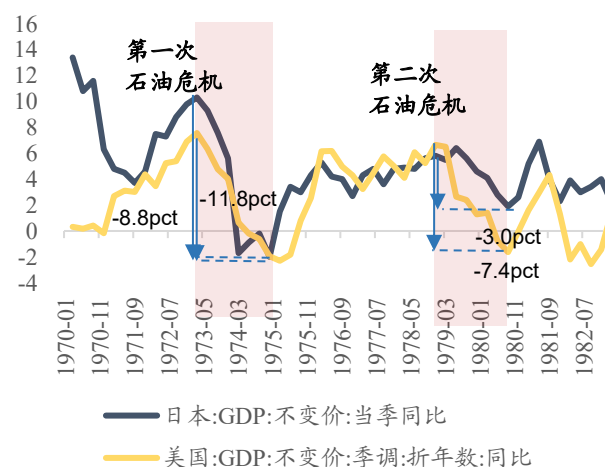
注：以 1970 年初为基期对两个指数进行指数化处理（即设基期=100）

图9：70 年代两次滞胀前后美日通胀水平对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：70 年代两次滞胀前后美日经济增速对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

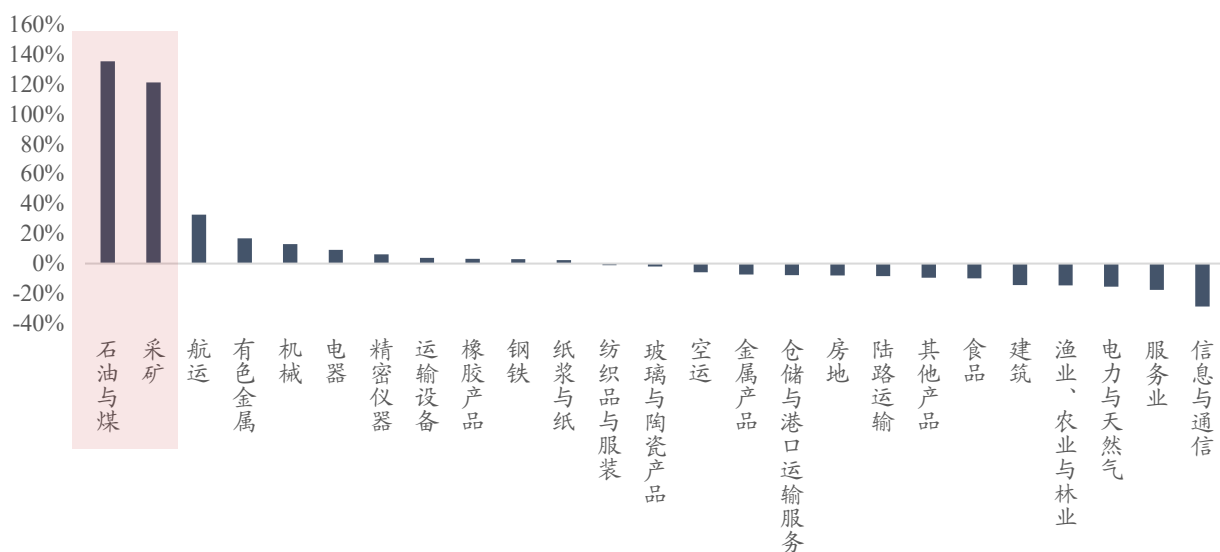
本轮，A股有望相较美股在内的其他市场展现出更强的抗风险能力。一方面，中国在能源转型与产业升级领域已建立起全球领先的结构性优势，完备的全产业链体系有望持续巩固能源成本优势。外部不确定性升温的环境下，资金更倾向于配置具备确定性的资产，中国在高端制造与绿色能源领域的核心竞争力，有望使A股成为对冲地缘风险的优质标的，走出相对独立的行情。另一方面，中美在风险处置能力上的差异也为A股提供了额外的“安全垫”。美国长期面临高企的债务问题，财政赤字持续扩大，政策空间日益受限；而中国近年来通过主动调控与结构性改革，已逐步化解房地产、地方债务等重点领域风险，风险敞口有效收窄。相较于美国在债务与通胀间的艰难权衡，中国宏观政策的腾挪空间更为充裕，这种稳健治理的底色进一步增强了A股抵御外部冲击的能力。

启示二：海外滞胀环境下，泛能源将成为表现最好的大类板块。

当年美日市场均呈现出相似的运行规律：两次石油危机期间，原油企业盈利大幅增厚，能源板块成为阶段内表现最优的赛道。标普500中，能源板块权重从1970年不足20%，持续攀升至1981年接近30%的历史峰值；日股方面，石油与煤、采矿行业在第二轮滞胀周期中更是大幅领涨，累计涨幅分别达到135%、121%。

本轮看好泛能源。当前，中国已在能源转型领域建立起全球领先的结构性优势，建成全球最完整的清洁能源产业链。如果滞胀叙事再度演绎，新旧能源均将占优——传统能源受益于油价上涨带来的盈利弹性，新能源则受益于油价上涨引发的供应链紧张和能源安全诉求，具备景气支撑。

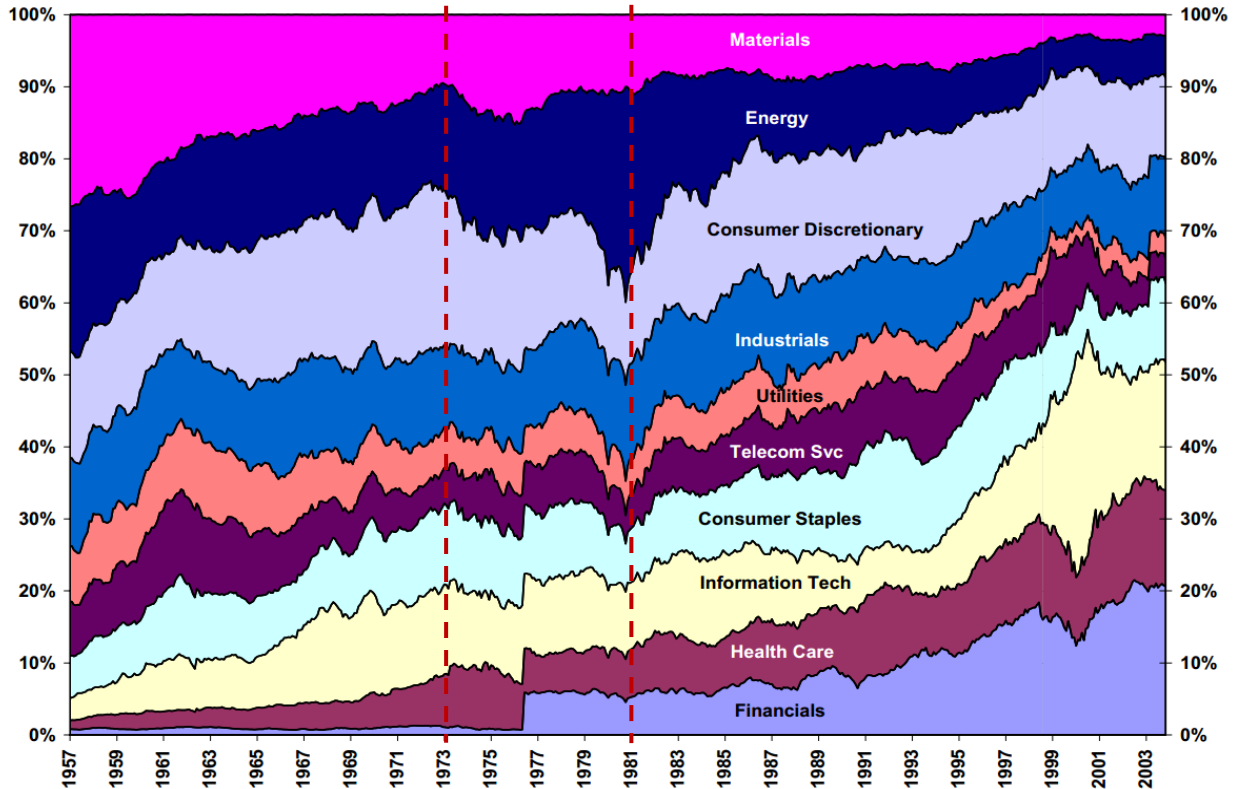
图11：第二次滞胀期间日股各行业累计涨跌幅（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：第二次滞胀期间为1979年-1980年中，后同

图12: 1957-2003 年标普 500 各行业板块权重 (单位: %)



数据来源:《Long-Term Returns on the Original S&P 500 Companies》, 东吴证券研究所

注: 图中展示了根据 GICS 界定的、1957 年原始标普 500 指数中各主要行业的市值占比自那时至今的变化。1976 年金融行业占比的跃升, 是由于当年标普公司向指数中新增了 40 家金融公司。

启示三: 科技股可能总体面临调整, 但强产业趋势仍会穿越周期。科技板块预计将“去伪存真”、赛道缩圈, 即高位讲故事的标的面临调整, 产业主线上有护城河、有定价权、有业绩的基础设施资产企业有望跑出来, 依然看好存储、先进制程、半导体设备材料等环节。

70 年代的美股经验表明, 即使全球滞胀也不意味着科技全线走弱, 具备实质性产业趋势的赛道仍然能够穿越周期。70 年代美股科技股总体表现显著承压, 1973 年至 1980 年中旬, 科技指数累计下跌 26%, 同期标普 500 下跌 3%。但具备产业趋势支撑的半导体板块却走出独立行情, 累计涨幅达 69%。背后本质上是 70 年代中后期, 微处理器/半导体已进入快速产业化阶段, 英特尔营收几乎每隔两三年翻倍增长, 硬件基础设施先行铺路, 为后续软件龙头 (如微软) 及 PC、互联网浪潮的爆发奠定基础。可见, 即使在滞胀环境中, 强产业趋势也能让相关板块成为“避风港”。

当前, 我们正处在第五轮康波 (信息技术) 向第六轮 (AI、新能源、生物技术) 过渡的周期节点, 与 70 年代相似——硬件先行。AI 领域的服务器、光模块、存储等基础

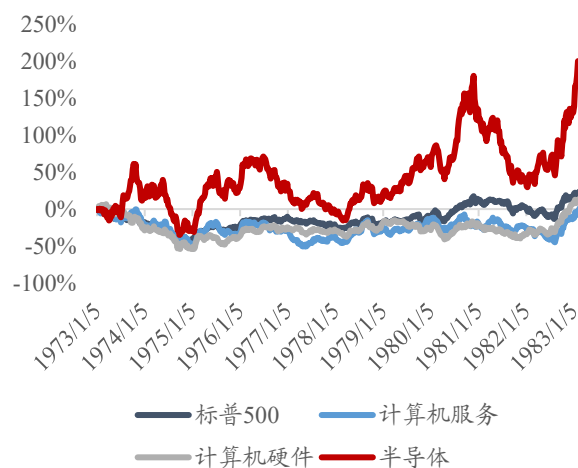
设施已率先启动。海外若陷入滞胀格局，美元走强将引发全球流动性收紧，进而可能压制全球科技板块整体估值。结合当前市场来看，A股部分标的估值已处历史高位，因此科技股方面建议“去伪存真”、聚焦优质核心资产。我们继续看好存储、先进制程、半导体设备材料等方向，地缘冲突进一步加剧核心科技品供需紧张，也将持续强化这类硬科技资产的景气支撑。

图13: 标普500与科技指数1973年以来累计涨跌幅(单位: %)



数据来源: Datastream, 东吴证券研究所

图14: 标普500与美股科技板块指数1973年以来累计涨跌幅(单位: %)



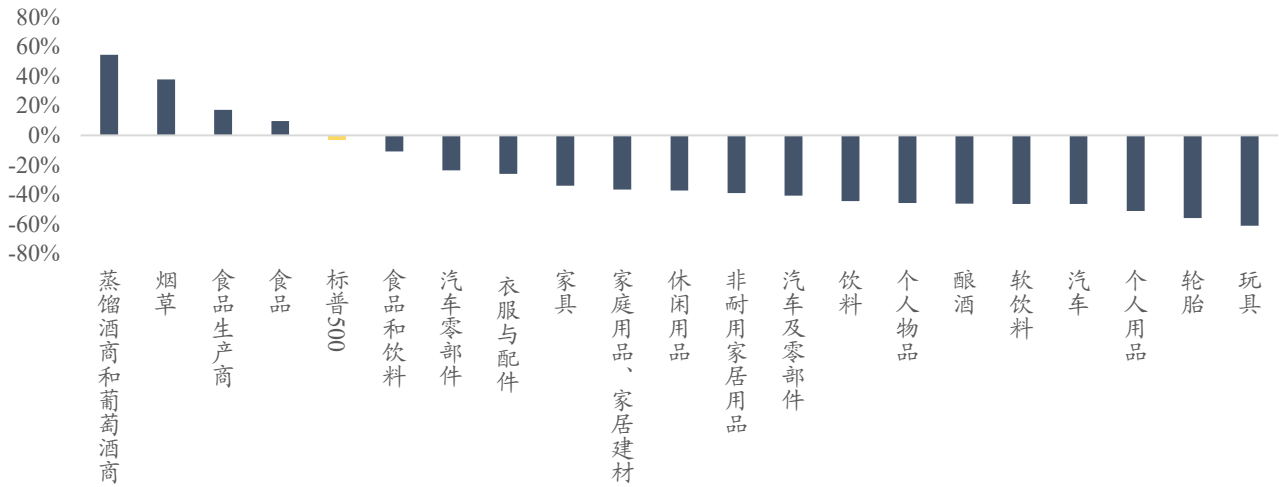
数据来源: Datastream, 东吴证券研究所

启示四: 历史上海外滞胀周期中, 消费板块整体抗通胀属性偏弱、多数跑输大盘, 但A股消费表现或不必要过度悲观。

历史上海外滞胀时期, 日美消费板块均偏承压。从日本市场来看, 剔除拥有全球出口竞争力的家电等板块后, 本土服务业、食品、纺织等纯内需消费细分, 在滞胀阶段表现普遍疲软, 1979-1980年中旬累计涨跌幅分别为-18%、-10%、-1%。美股方面, 1970年-1981年, 标普500中可选消费是权重回落幅度最大的板块, 由20%降至10%, 必选消费权重亦收缩至不到10%。细分维度上, 地缘冲突推高农产品价格, 成本传导下食品、食品零售板块盈利韧性凸显, 1973-1980年中旬期间收益表现实现正增; 而可选耐消、旅游出行等服务消费, 需求端显著承压, 同期均有双位数下跌。

对于A股而言, 若市场进入“海外滞胀交易”框架, 消费板块或难以取得显著超额收益; 但相较于美日, 我国经济内生防御基础更为扎实, 能源全产业链优势突出, 同时内需处于修复通道之中, 消费板块的下行压力或相对可控, 整体表现有望好于海外市场。

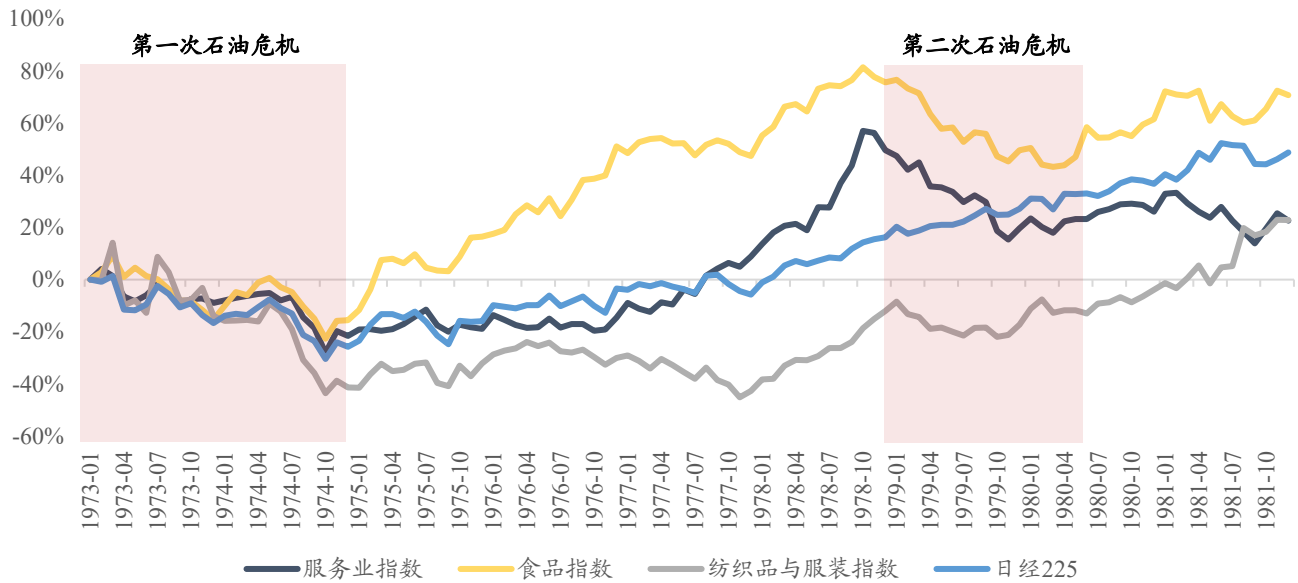
图15: 1973年-1980年中旬美股消费行业指数累计涨跌幅(单位: %)



数据来源: Datastream, 东吴证券研究所

注: 统计时间为1973年1月5日-1980年6月27日

图16: 1973年以来日股部分消费行业指数的累计涨跌幅(单位: %)



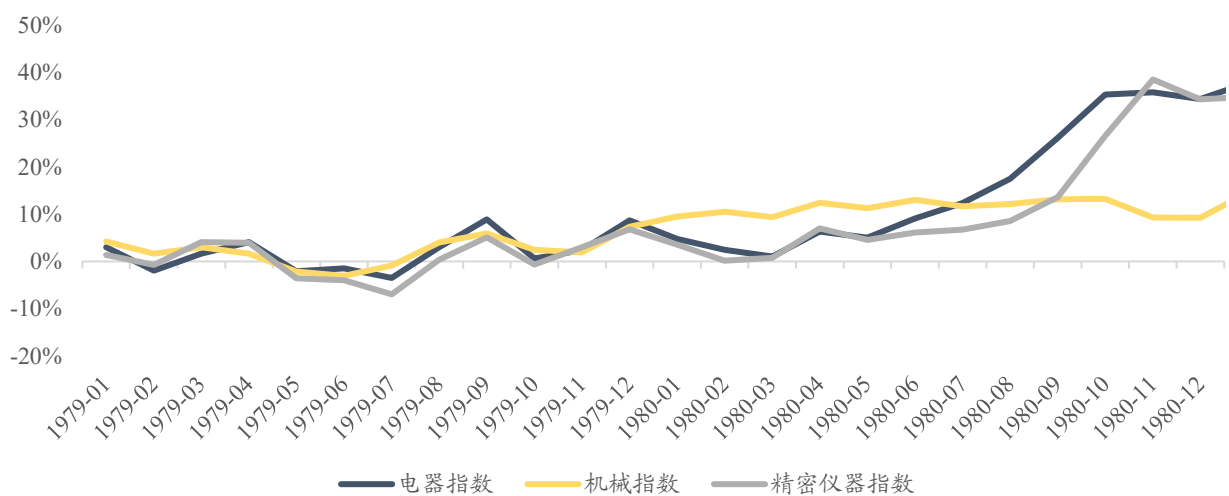
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

启示五: 受益于产业结构优势的高端制造板块有望维持相对稳健韧性。

中国将凭借更完备的产业链优势, 迎来全球产能向国内加速转移的窗口期, 高端制造板块有望受益。日本在第二次滞胀期间, 机械、精密仪器、电器、运输设备等高端制造板块虽涨幅不及能源板块, 但整体仍实现正收益。本轮对于中国而言, 过往经验已验

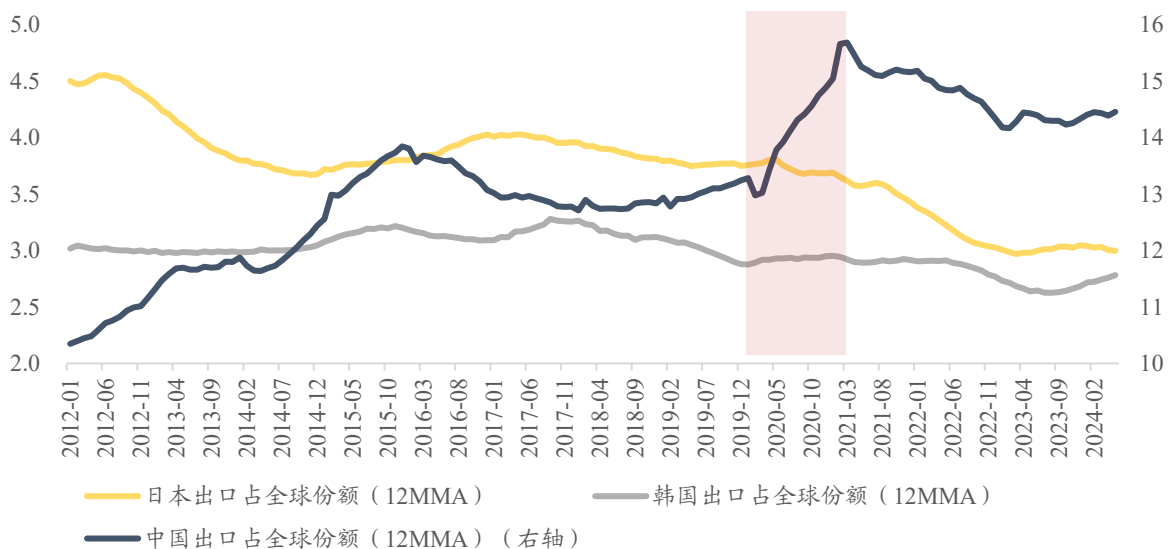
证我国极强的出口替代能力：全球疫情期间，依托稳定完备的供应链体系，我国快速抢占海外供给缺口，出口在全球主要经济体中份额由2020年4月的13%快速抬升至2021年3月的16%，创下历史新高。当前地缘冲突加剧海外供给端不确定性，有望复刻此前逻辑，持续利好国内高端制造赛道。长期来看，相较于当年转型期的日本，我国制造业具备更为领先的体系化优势：2024年制造业增加值占全球比重近30%，规模连续15年稳居全球首位；不仅拥有全球最完备的全产业链配套，在新能源核心赛道的布局也显著领先日韩等制造强国。在地缘扰动供应链重构的背景下，全球高端制造优质产能有望进一步加速向国内转移。

图17：1973年以来日股部分制造业指数累计涨跌幅（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图18：全球疫情时期，各经济体不同程度陷入生产停摆状况，中国凭借供应链稳定性，出口占比提升（单位：%）



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

4. 总结

总结而言，本篇报告以史为鉴，通过复盘 20 世纪 70 年代两次滞胀的成因以及大类资产的表现，为资产配置提供思路。需要强调的是，

第一，我们讨论的是海外（尤其美国）的滞胀风险，美国经济本身高企的财政赤字对通胀形成一定上行压力，在油价上涨的冲击下，滞胀风险有所抬升。而中国经济周期正处于上行趋势中，经济运行轨迹很难被轻易改变。

第二，我们并非预判滞胀必然重演，而是提示潜在风险收益的不对称性：若油价在小概率情景下抬升至 150-200 美元中枢，将对高估值、高杠杆资产形成显著冲击。这类尾部风险一旦兑现，潜在损失远大于潜在收益。因此，基于这种风险收益不对等的关系，市场也会倾向于进行结构性切换。

综合来看，上世纪 70-80 年代的大滞胀主要由以下三个因素所致：1) 凯恩斯主义主导下的货币财政双宽松，是 70 年代美国滞胀爆发的核心内因；2) 中东地缘冲突引发原油供给收紧、油价暴涨，带来输入型通胀，是触发两轮滞胀的直接导火索；3) 布雷顿森林体系瓦解、美元贬值，是加剧滞胀的重要制度性因素。

滞胀时期，美股走势出现明显分化。1973-1974 年首轮滞胀阶段，美股大幅下挫；而 1979-1980 年第二轮滞胀阶段，美股则扭转跌势转实现上涨。从估值与盈利的驱动框架来看，首轮美股暴跌本质是估值快速回落，也就是市场俗称的“杀估值”；第二轮美股转涨，盈利是核心驱动。债券利率大幅上行、进入熊市。在两轮滞胀阶段，美国十年期国债利率均大幅上行，尤其是在第二轮滞胀危机中，十年期国债利率一度升破 15%。滞胀对债券利率的传导主要有两条路径，一是高通胀将会推升名义利率；二是货币政策对利率的影响。大宗商品方面，整体表现较好，美元走弱是重要因素。在 70 年代的两次滞胀危机中，原油和黄金跑出超额收益。而铜、铝为代表的工业金属弹性则偏弱，虽然商品的金融属性将受益于美元走弱，但滞胀的经济背景中，商品需求将会明显降低、进而压制价格。因此若类比当下，海外滞胀风险加剧后，市场预期美联储或转向鹰派、进而推动了美元走强，大宗商品的价格实际上是承压的，黄金、铜等价格在高位出现了回落。

上世纪 70 年代石油危机与全球滞胀不会在本轮周期简单复刻，只是美国当前的宏观格局存在一定“滞胀隐患”；国内宏观环境则截然不同，凭借国内独特的产业禀赋与完备经济体系，A 股行情演绎未必与全球滞胀风险正向联动，海外风险升温反而可能凸显本土资产的配置优势。所以我们从历史复盘落到当下 A 股的配置逻辑，一定不能是“刻舟求剑”的，而是要抽丝剥茧，提炼出适配行情推演的核心经验，以此作为市场和板块研判的参考。若市场围绕海外滞胀逻辑展开交易，上世纪 70 年代的日股走势，对 A 股整体表现，尤其是高端制造板块的演绎，均具备一定参考价值；同期美股科技股的

行情演绎，对 A 股科技板块具备借鉴意义。

启示一：即使进入海外滞胀交易的逻辑中，凭借完备的制造业体系和领先的能源转型布局，A 股市场有望超越 78 年的日本，展现出更强的抗风险能力，成为全球资金的“避风港”。

启示二：海外滞胀环境下，泛能源将成为表现最好的大类板块。

启示三：科技股可能总体面临调整，但强产业趋势仍会穿越周期，即高位讲故事的标的面临调整，产业主线上有护城河、有定价权、有业绩的基础设施资产企业有望跑出来，看好存储、先进制程、半导体设备材料等环节。

启示四：历史上海外滞胀周期中，消费板块整体抗通胀属性偏弱、多数跑输大盘，但 A 股消费表现或不必要过度悲观。

启示五：受益于产业结构优势的高端制造板块有望维持相对稳健韧性。

5. 风险提示

1) 经济增长不及预期：经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。

2) 政策推进不及预期：政策落实不及预期影响经济复苏进程，可能加大资金外流压力，影响股市表现。

3) 地缘政治风险：极端地缘事件的发生会压制整体市场风险偏好，加大股市波动性，若中东局势持续恶化导致油价失控性上行，可能推动美债利率反弹，对 A 股及全球科技股估值形成系统性压制。

4) 海外政策不确定性：海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>