

## 第二次石油危机与 70 年代末美国滞胀

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号：S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

**程强** 执业证书编号：S0570519040001  
研究员 010-56793961  
chengqiang@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**孙欧**  
联系人 sunou@htsc.com

**张浩** +86 10 56793946  
联系人 zhang-hao@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观：贸易摩擦下，下半年财政发力吗？》2019.06
- 2 《宏观：汇率与国际收支平衡哪个更重要？》2019.06
- 3 《宏观：存款保险制度如何处置风险？》2019.05

### 核心观点

我们认为，石油危机历史显示地缘政治因素发酵会带动油价上行，各国囤油自保会引发油价上涨预期自我实现，进一步助推油价；油价上行将导致主要石油消费国的经济面临成本冲击，第二次石油危机期间，通胀上行重挫美国经济，沃尔克积极加息应对；滞胀环境下优选现金，避险资产等。

### 伊朗伊斯兰革命及随后的两伊战争，触发期间油价上行

1979 年伊朗伊斯兰革命爆发引发了第二次石油危机，油价大幅走高。革命结束了亲美派政权巴列维王朝统治，美伊关系开始长期对立，革命之后伊朗取消了与国际石油财团的长期购油合同，依靠合同获取稳定的石油供应的市场秩序趋于瓦解。在美国对伊朗的外交政策发生根本转变的时间点上，萨达姆借机发动两伊战争以图石油出口自主权和地区霸权，两伊战争重挫伊拉克原油产量和出口，战争初期油价进一步上行。但在非欧佩克国家产量上升和石油消费国寻求替代品的背景下，后期油价下行。

### 油价上行预期会导致各方囤油自保，引发油价预期自我实现

第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，快速的油价上行导致美日英法德等国经济在 1974 出现大幅回落，以国际能源署成立为标志，各国开始积极“囤油”，增加石油储备，特别是战略石油储备。进入第二次石油危机后，各国预期到未来的油价上涨和通胀问题，提前应对，提高囤油自保积极性，美国原油库存在 1979、1980 年快速增长。事实上，在油价上涨预期下，囤油自保会进一步强化需求刚性和供给收缩，导致油价上涨预期自我实现，第二次石油危机前后，全球供需缺口并未大幅变化，但在伊斯兰革命催化上涨预期后，油价快速增长，美进口油价自 78 年 10 月至 81 年 2 月增长 267%。

### 美国经济受到重挫、通胀上行，进入“滞胀”状态

第二次石油危机波及到美国，美国经济继第一次石油危机后再度进入“滞胀”状态。主要体现为：1、经济增速大幅回落，失业率攀升。美国的工业生产和居民消费都极度依赖石油，石油短期内供给大幅收缩及价格上涨对国民经济迅速构成负面冲击，叠加进入 70 年代后美国国民储蓄率的回落、制造业全球竞争力的下滑，1980 年美国 GDP 增速再次陷入负增长，同比增速-0.2%，美国失业率由 1979 年 5 月低位 5.6% 波动上行至 1982 年 12 月的 10.8%。2、油价上行叠加抢油行为带来的通胀预期自我实现，1980 年美国 CPI 快速上行至 13.6%，美国经济陷入典型的滞胀情形。

### 美联储主席沃尔克加息应对滞胀

在面对“滞胀”的经济环境中，美联储货币政策陷入两难境地。1979 年沃尔克被任命为美联储主席，确立了以物价稳定为首要的货币政策目标，为走出“滞胀”明确了方向。沃尔克明白，只有通过树立美联储决心抑制通胀的强硬立场，将政策坚定不移地执行下去，改变市场对于美联储可能因为经济增长或政治压力而出现政策反复的印象，美联储的货币政策操作才会有效。在 1979-1981 年期间，联邦基金利率两次上提到接近 20%，沃尔克不惜以快速加息、冲击实体经济为代价，压制住了严重的通胀局面。

### 滞胀环境下的大类资产影响：股债双杀

滞胀环境下经济停滞与通货膨胀并存，带来股市下跌与债市收益率上行的双重负面冲击，即“股债双杀”，货币基金等现金资产在滞胀阶段由于利率上升收益率走高，展现了更高的投资价值。结合美林的投资时钟理论，当经济体处于滞胀的经济周期阶段时，应当优先配置货币基金等现金资产，其次为大宗商品，而在资产配置组合中低配股票和债券。

风险提示：中美贸易谈判超预期恶化，中美经济超预期恶化，政策落地不及预期，对外开放政策落地不及预期，资本回流逻辑受阻。

## 正文目录

伊朗伊斯兰革命及随后的两伊战争，触发期间油价上行.....	4
油价上行预期会导致各方囤油自保，引发油价预期自我实现.....	7
美国经济受到重挫、通胀上行，进入“滞胀”状态.....	10
美联储主席沃尔克加息应对滞胀.....	13
滞胀环境下的大类资产影响：股债双杀.....	15
石油危机时期美国典型的滞胀环境导致股债双杀.....	15
美林时钟模型显示滞胀环境下资产配置应优选避险资产.....	16

## 图表目录

图表 1： 第二次石油危机期间，油价累计上涨约 125%.....	4
图表 2： 1980-1981 年，伊朗原油日产量和日出口量大幅下滑（1980 年以前出口数据缺失）.....	4
图表 3： 1979-1981 年，伊朗原油产量占世界原油产量与欧佩克原油产量的比重均大幅下降.....	4
图表 4： 两伊战争期间，伊朗和伊拉克原油产量受到重创.....	6
图表 5： 两伊战争期间，伊拉克原油出口量大幅下降.....	6
图表 6： 1980-1985 年，墨西哥与欧盟的原油产量快速上升.....	6
图表 7： 第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，油价快速上升，1974 年较 1973 年同比增长 252%.....	7
图表 8： 油价上升造成供给冲击，主要发达经济体增长受挫.....	7
图表 9： 当前全球石油战略储备分布.....	7
图表 10： 主要产油国减少原油产量将导致全球原油市场出现供需缺口.....	8
图表 11： 油价开始上涨后，美国增加原油进口增加储备.....	9
图表 12： 第二次石油危机爆发，美国“囤油”应对油价上涨.....	9
图表 13： 两次石油危机引发美国经济“滞胀”.....	10
图表 14： 第二次石油危机期间美国失业率大幅攀升.....	10
图表 15： 1978-1982 年间美国汽车产量大幅下行.....	11
图表 16： 70 年代美国国民储蓄率下降，对投资的支撑减弱.....	11
图表 17： 70 年代美国制造业竞争力减弱，经常项目陷入逆差.....	11
图表 18： 石油危机期间，美国 CPI 和通货膨胀预期领先核心 CPI 约 3-6 个月，通胀存在预期自我实现效应.....	12
图表 19： 石油危机期间，除能源、运输外，住宅、医疗、服装、其他商品均出现不同程度的价格上涨.....	12
图表 20： 美联储 70 年代货币政策的不断摇摆使得美国通胀愈加严重，70 年代末的通胀率已接近 14%.....	13
图表 21： 通货膨胀预期下行滞后于通货膨胀水平，美联储不仅与通货膨胀斗争，更要与通货膨胀预期作抗争.....	13

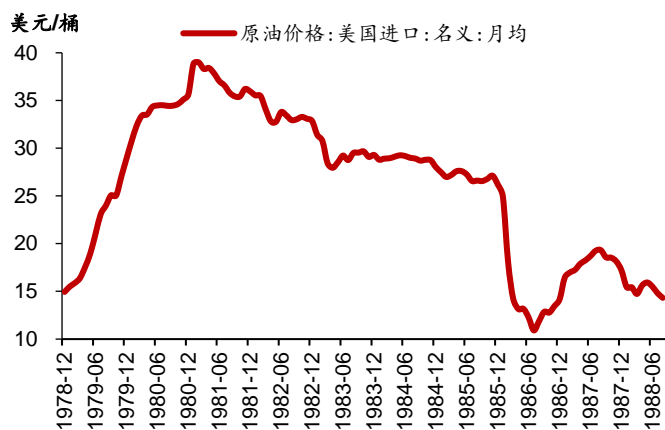
图表 22: 1980 年一季度市场货币存量减少, 联储为控制货币供应量, 曾在同年 5 月、6 月、8 月放松货币供给 .....	14
图表 23: 美联储在 1980 年 5 月、7 月和 8 月放松货币供给, 向市场注入流动性以满足长期货币供应量的目标 .....	14
图表 24: 20 世纪七十年代末美国步入滞胀阶段 .....	15
图表 25: 七十年代末美国十年期国债收益率走高 .....	15
图表 26: 七十年代末美国标普 500 指数呈现震荡格局 .....	16
图表 27: 七十年代末八十年代初美国房价先涨后跌 .....	16
图表 28: 美林时钟轮动机制 .....	17
图表 29: 美林证券统计下的美国大类资产实际回报率(表中计算的收益率是实际收益率, 即扣除了通货膨胀率, 数据样本区间为: 1973 年 4 月至 2004 年 7 月) .....	17

## 伊朗伊斯兰革命及随后的两伊战争，触发期间油价上行

20世纪70年代后期，伊朗伊斯兰革命爆发，当时的世界第二大石油出口国伊朗的政局发生剧烈变化，伊朗亲美的温和派国王巴列维下台，革命领袖霍梅尼建立了伊斯兰教什叶派政教合一的伊斯兰共和国。

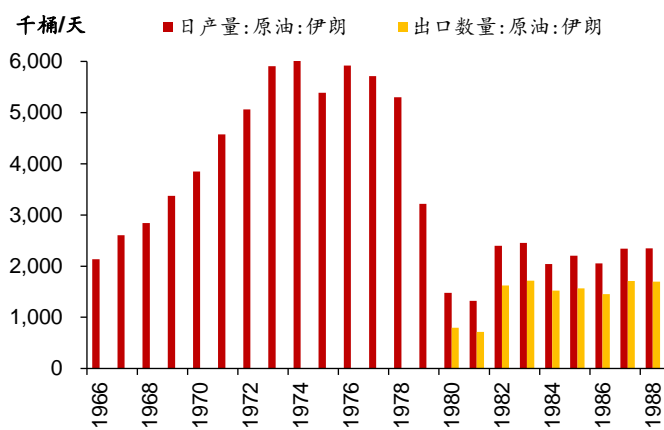
伊朗石油产量和出口受到较为明显的负面影响，从而引发了第二次石油危机。1979年，伊朗伊斯兰革命爆发当年，伊朗原油日产量由上一年的530万桶/天骤降至322万桶/天，跌幅达到39%，1980年伊朗原油日产量再次大幅下跌至148万桶/天，跌幅高达54%。受伊朗政治革命的影响，从1978年12月~1979年3月初，伊朗中止石油出口60天，加剧了国际油价动荡和供应紧张。1980~1981年，伊朗的原油日出口量均未超过100万桶/日。油价从1978年12月的均价14.9美元/桶开始一路上涨，一直到1980年4月涨至33.5美元/桶左右才基本稳定，期间涨幅124.5%。

图表1：第二次石油危机期间，油价累计上涨约125%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

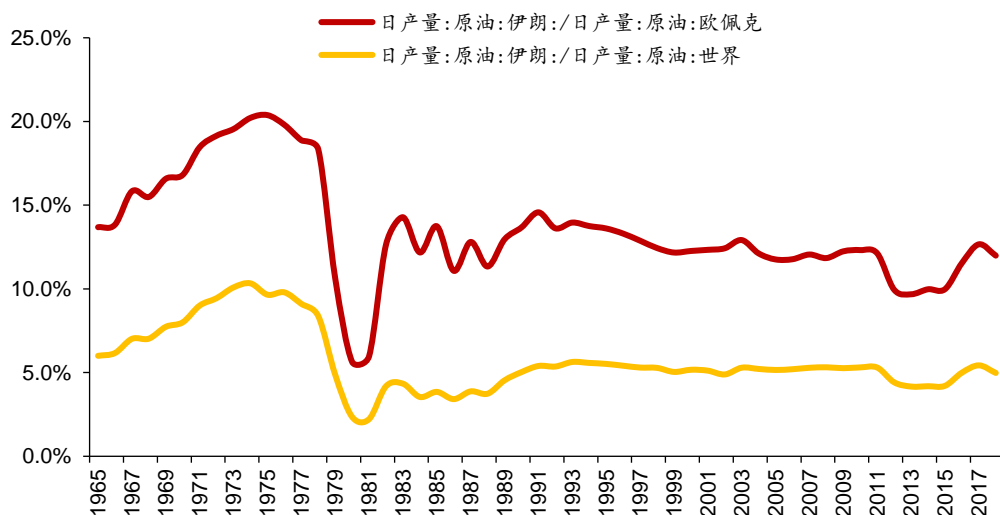
图表2：1980-1981年，伊朗原油日产量和日出口量大幅下滑（1980年以前出口数据缺失）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

由于直接受到政治革命的影响，伊朗的原油产量占欧佩克原油产量和占世界原油产量的比重均出现大幅下跌。伊朗原油产量占欧佩克原油产量由1978年的18%骤降至1979年的11%，1980年更是降至6%，这一低值延续到了1981年。伊朗原油产量占世界原油产量则由1978年的8%骤降至5%，1980年更是跌至2%的低点，这一低点也延续至1981年。

图表3：1979-1981年，伊朗原油产量占世界原油产量与欧佩克原油产量的比重均大幅下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

伊朗伊斯兰革命结束了亲美的巴列维王朝的统治，美伊关系开始交恶，其后出现的伊朗人质危机直接导致美伊断交，美国对伊朗实施经济制裁。由于伊朗境内蕴藏着丰富的石油资源，叠加其地理位置接近前苏联，具有重要的战略地位，美国通过提供经济和军事援助大力扶植巴列维王朝，使伊朗成为美国在中东地区除了沙特以外的另一位重要盟友。但革命之后霍梅尼建立了一个政教合一的伊斯兰共和国，在外交上奉行“既不要东方，也不要西方”的政策，使美国一方面无法控制伊朗境内的石油出口，另一方面失去了面对前苏联的重要战略缓冲地带，这引起了美国的敌视。在巨大的利益冲突面前，美伊关系长期对立，美国在中东的代理人沙特、以色列与伊朗的冲突成为中东地区重要的地缘政治矛盾和宗教矛盾，矛盾激化不时推升油价快速走高。

伊朗伊斯兰革命爆发后，伊朗取消了与国际石油财团的长期购油合同，这打乱了国际石油财团根据合同获取伊朗石油供应的市场结构，依靠合同获取稳定的石油供应的市场秩序趋于瓦解。而与此同时，尼日利亚等一些产油国政府在对石油工业实行国有化或提前接管了本国石油工业的经营权后，优先供应本国的国营石油公司，使得西方石油公司的石油来源大大减少。

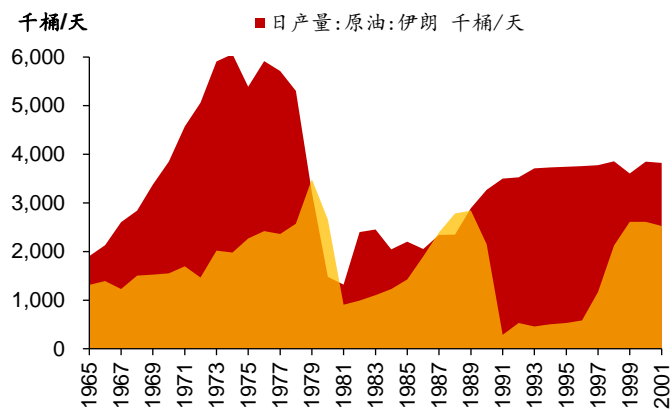
丧失了稳定石油供应的炼油商为了满足需要，就到现货市场以市场价格竞争购买有限的原油，使得现货市场的石油交易量剧增，并推动石油现货价格不断上涨。由于现货市场油价与官价之间存在密切联系，石油现货价格的上涨增加了产油国提高官价的理由。

由于担心伊朗未来政治局势的稳定及其外交政策可能进一步影响石油供应，石油进口商开始抢购原油，充足的石油供应而不是价格是其考虑的首要因素，其用各种方法获取石油，结果不断推高油价，市场上出现典型的卖方市场。一些渴望从市场波动中获利的石油投机商也开始参与进来，从而进一步加剧了市场投机行为，许多投机活动实际上发生在没有转手的货物上，其结果是对石油的需求和油价均快速上涨。

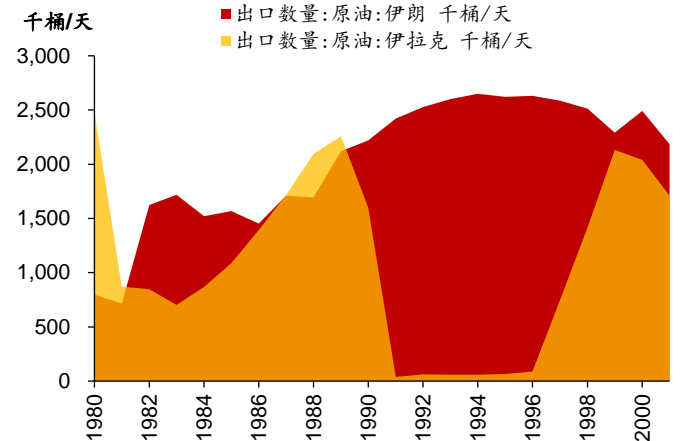
伊朗和伊拉克长期以来的领土争端、宗教矛盾、民族纠纷不断升温，1980年9月22日，历时八年的两伊战争爆发。萨达姆希望借伊朗在革命后政局动荡、经济恶化、军心不稳、与美国断交这一时机打击伊朗，夺取霍尔木兹海峡这一交通咽喉、为石油出口创造主动权，从而争夺海湾地区霸权，因此发动战争；而战争持续如此久则是因为霍梅尼意欲借两伊战争推翻萨达姆，建立如伊朗一样的政教合一的政权，对于霍梅尼来说，伊拉克是最可能建立政教合一国家的，因为其什叶派占据主导，霍梅尼认为两伊战争是极大的机会。

萨达姆争夺地区霸权的计划与美国对伊朗外交政策的转变相叠加，在美国的站台下，萨达姆发动战争。彼时萨达姆试图使伊拉克获得地区霸权地位，如果能够占领阿拉伯河下游地区，进而打击尚不稳定的伊朗政权便可能使得伊拉克成为海湾地区的霸主并控制石油贸易。而伊朗伊斯兰革命之后，去西方化使得美国对伊朗的外交方针发生根本转变。于是在1980年9月22日，与伊朗存在诸多历史矛盾的伊拉克趁伊朗在霍梅尼上台后政局动荡、经济恶化、军心不稳、与美国断交的时机，选择了阿拉伯居民聚集、具有重要经济地位的胡齐斯坦省，对伊朗发动了旨在收复失地、打击霍梅尼输出革命、争夺海湾霸权的战争。

战争使得伊拉克原油产量和出口量大幅下滑，伊朗原油产量和出口量则保持在低位。1980年，伊拉克原油日产量由上一年的349万桶/天降至266万桶/天，1981年则大幅跌至91万桶/天，此后直到1985年，伊拉克的原油日产量始终保持在150万桶/天以下；1981年，伊拉克原油日出口量由上一年的248万桶/天骤降至87万桶/天，此后直到1984年，日出口量未超过100万桶/天。战争期间伊朗原油产量虽然有所反弹，但仍保持在低位，未超过250万桶/天。

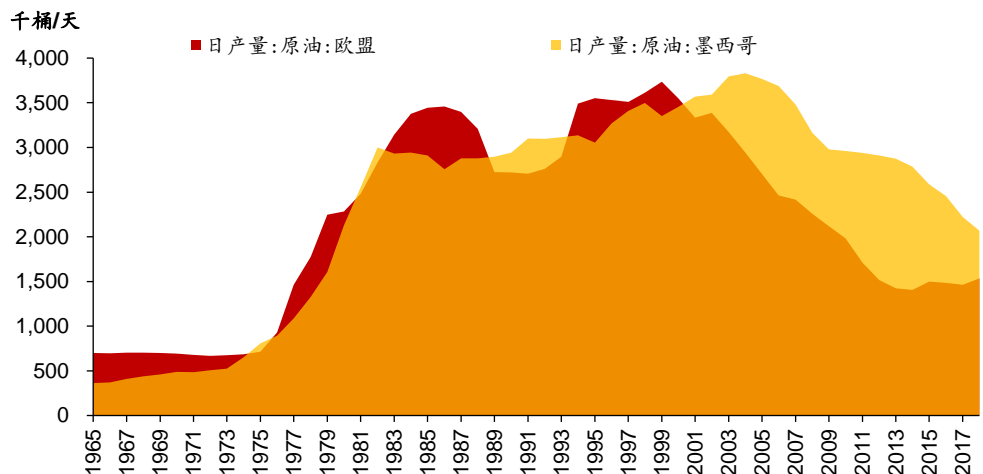
**图表4：两伊战争期间，伊朗和伊拉克原油产量受到重创**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5：两伊战争期间，伊拉克原油出口量大幅下降**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

两伊战争初期，油价较伊朗伊斯兰革命造成的阶段性高点进一步上行，其后的战争期间油价高位徘徊，整体趋势下行。油价由1980年9月的34.46美元/桶上行至1981年2月的39美元/桶这一高点，期间涨幅为13%。1981-1982年，油价中枢位于35美元/桶，1983-1985年，油价中枢为28.4美元/桶，整体来看战争期间油价在高位徘徊，但是有下行趋势。两伊战争中后期油价下行原因在于一方面石油消费国因油价高涨寻找石油替代品，另一方面欧盟、墨西哥等非欧佩克国家原油产量提升，在此情形下，石油消费国的原油需求量下降而原油供给上升。

**图表6：1980-1985年，墨西哥与欧盟的原油产量快速上升**


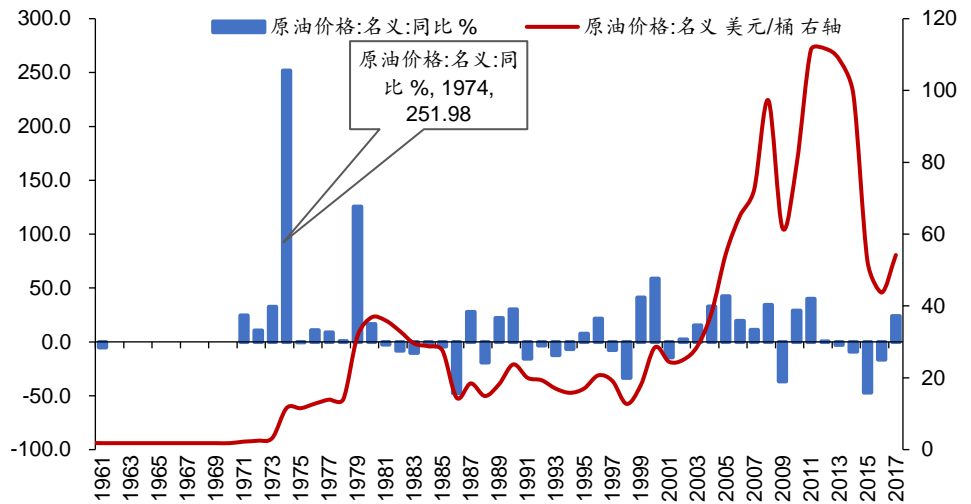
资料来源：Wind，华泰证券研究所

两伊战争给两国造成巨大的经济损失，破坏了石油产业链基础设施。战争破坏造成的经济损失超过5千亿美元，在袭船战中双方的经济设施都遭受破坏，特别是油轮、石油加工厂、石油运输管道和油田，严重打击两个依赖石油的海湾国家在战时的外汇收入。不仅原油输出受到影响，双方炼油厂也在空袭中遭到破坏，成品油生产减少。

## 油价上行预期会导致各方囤油自保，引发油价预期自我实现

第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，供给收缩带动油价上升。1973年10月6日，第四次中东战争爆发，埃及、叙利亚分别与以色列在西奈半岛和戈兰高地开战；1973年10月16日，第一次石油危机爆发，以阿拉伯国家为主要构成国的OPEC为打击以色列及支持以色列的国家，决定利用石油武器进行反制，中东阿拉伯产油国通过减少原油供给来抬升原油价格，并相应实施石油禁运，彼时主要的资本主义国家如西欧、日本等国是中东产油国的主要石油进口国，美国的所用的石油也有一部分来自中东。随着供给端的收缩，油价快速增长，1973年10月至1973年末原油价格从3美元每桶增长至11.6美元每桶，1974年更是继续增长，全年较1973年同比增长252%。

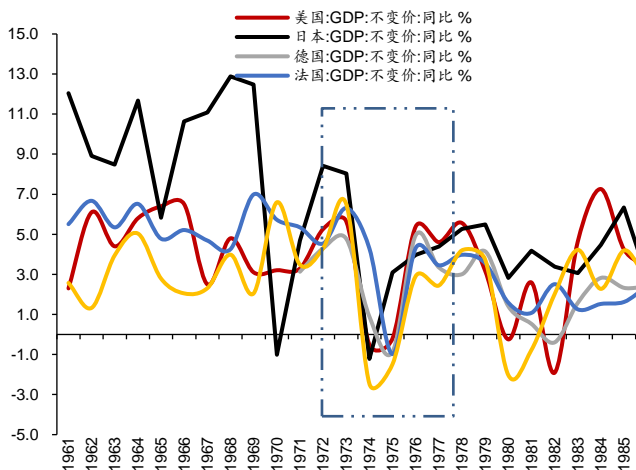
图表7：第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，油价快速上升，1974年较1973年同比增长252%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

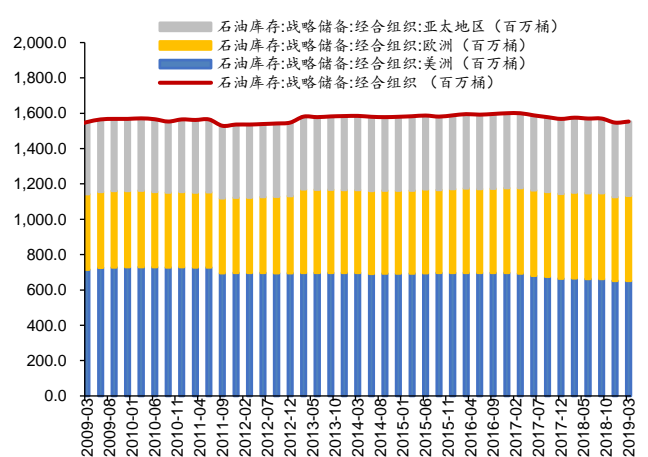
第一次石油危机导致油价快速上涨，原油成本抬升对主要发达经济体产生冲击。原油作为工业生产体系的根本性原材料，由于石油价格的快速上行，生产价格和成本快速上行对经济形成供给冲击，影响整体的经济产出水平，主要发达经济体如美国、日本、德国、法国、英国等均表现明显，1974年不变价GDP增速分别下降6.16、9.26、3.89、2.02、8.97个百分点。法国经济受挫程度较低与其“囤油”策略有重要关系。痛定思变，油价大幅上涨对经济的负面影响成为西方国家内心的痛点，石油政治的重要性和中东政局的主导权成为关注重点。

图表8：油价上升造成供给冲击，主要发达经济体增长受挫



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：当前全球石油战略储备分布

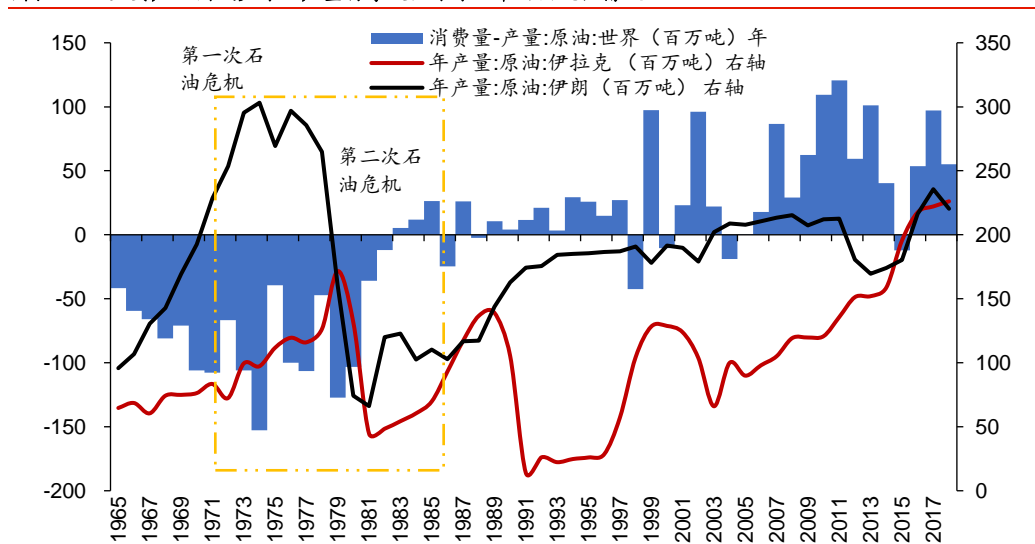


资料来源：Wind，华泰证券研究所

油价上涨预期下，能否囤油自保并稳定通胀成为关键，石油储备是囤油的重要方式。由于战争导致产油国和消费国站在对立面，刚性需求下和供给收缩导致油价快速走高，对主要发达经济体形成负面冲击，油价上涨预期下，能否有效地稳定本国油价和通胀成为应对成本冲击的重要方式，囤油自保成为各国的第一选择。法国是最早开始布局“囤油”措施的国家。一战后，法国政府逐步认识到石油的战略特殊性，并要求石油运营商拥有大量储备以满足军队的日常需求，随后应用范围扩大，借以避免能源短缺给经济发展带来负面影响。1968年12月，欧洲共同体发布要求成员国承担最低原油和成品油强制性储备义务的政策指令，要求成员国持有最低65天国内日均消费量的石油储备。第一次石油危机凸显法国与其他欧洲等国的石油储备依旧不足，但相比美国、日本，其经济受到的负面冲击相对较小。

在第一次石油危机的冲击下，为应对危机，1974年2月石油消费国召开会议决定成立能源协调小组；1974年11月，经合组织（OECD）设立国际能源署（IEA），致力于预防石油供给的异动，要求各个成员国保持一定数量的石油库存，不低于其60天石油进口量（第二次石油危机后调整为90天）。

图表10：主要产油国减少原油产量将导致全球原油市场出现供需缺口

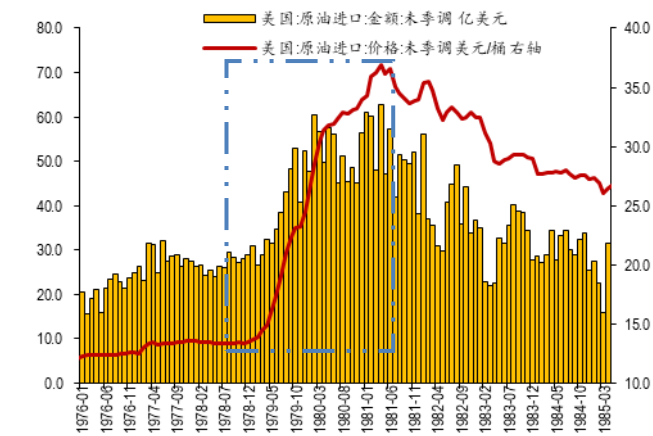


资料来源：Wind，华泰证券研究所

油价上涨预期下，囤油自保措施强化需求刚性和供给收缩，进一步引发油价预期自我实现，带动油价上升。第一次石油危机凸显了各国石油储备的不足，在政治因素导致产油国石油产量下滑后，石油储备可以递补短期供给端的缺口，一定程度上稳定价格，但由于石油储备是有限的，供给缺口最终还是暴露出来导致油价进一步上行；随着1974年国际能源署（IEA）成立，当时普遍认为，似乎只要石油储备足够多，同时具备国际协作，全球石油产量短期收缩的影响就可以较好的被应对和化解。但事实并非如此，当风险事件冲击全球原油产量时，由于各国已能预期到未来的供给缺口，均有显著的增加原油储备的诉求（此时可能还未出现本国的原油供给不足），用来应对未来可能出现的石油短缺和油价上涨问题；因此，在供求缺口还未大幅度出现时，各国囤油自保的措施会强化短期对石油的刚性需求，并由于各国自身原油储备需求的提升，石油消费国之间的原油供给也相应收缩，进一步加剧供求失衡带动油价上升；因此，各国囤油自保的行为事实上会带动油价上涨的预期自我实现。

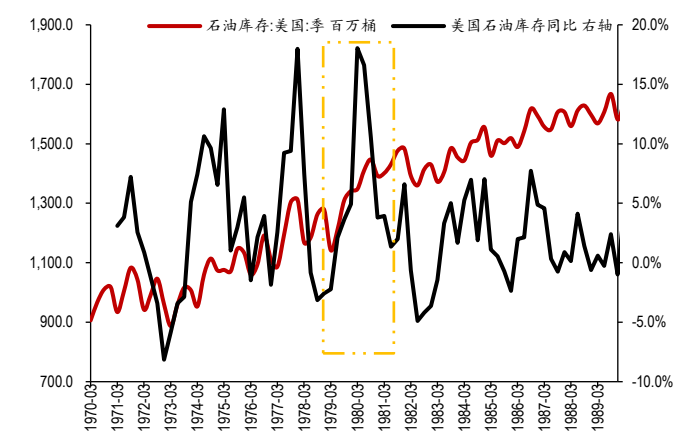


图表11: 油价开始上涨后, 美国增加原油进口增加储备



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 第二次石油危机爆发, 美国“囤油”应对油价上涨



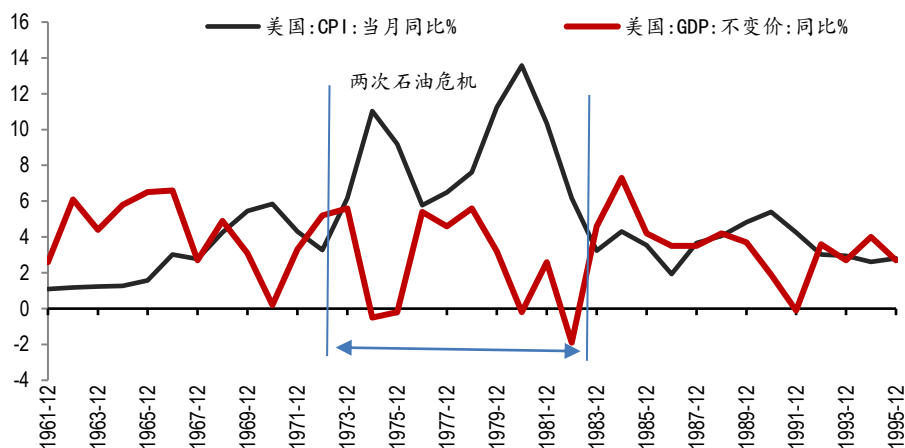
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**第二次石油危机爆发, 各国积极实施囤油自保措施, 油价上涨预期的自我实现带动油价快速上行。**1979年伊朗伊斯兰革命爆发, 1980年9月两伊战争爆发, 主要产油国产量的减少导致第二次石油危机爆发。石油危机爆发导致各国储备需求增加, 通过增加原油储备来应对未来潜在风险, 以美国为例, 原油进口额及石油库存储备都显著抬升; 随着石油危机的持续和油价上涨预期的不断增加, 囤油自保导致的油价预期自我实现开始发挥作用; 根据BP的全球石油产量和消费量数据显示, 第二次石油危机前夕, 供需缺口并未导致油价大幅快速上行, 1978年末起, 伊朗政局动荡导致油价上涨预期开始发酵, 各国在储备需求带动下积极囤油进一步强化了供需缺口, 油价开始快速上行, 自1978年10月至1981年2月, 美国原油进口价格自14.63美元/桶增长至39美元/桶, 涨幅超过两倍。囤油行为对于每个国家都是理性的, 但是综合来看却是非线性的油价反应(油价短期快速持续上涨), 可见, 不能通过测算战争两国的石油供给量来测算潜在的供给减少量, 实际可贸易的石油供给减少量要大很多。

## 美国经济受到重挫、通胀上行，进入“滞胀”状态

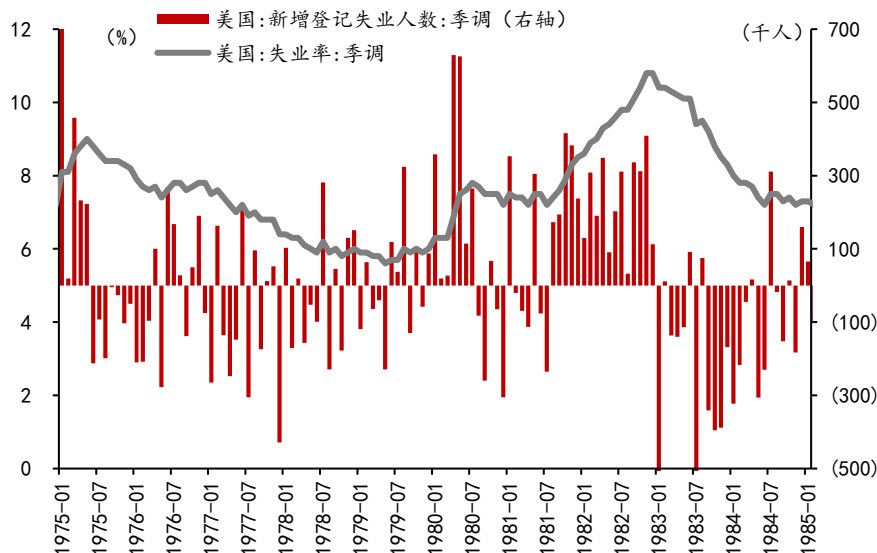
第二次石油危机波及到美国，美国经济继第一次石油危机后再度进入“滞胀”状态。1975年，在结束第一次石油危机导致的滞胀后，美国经济经历了短暂的复苏，GDP增速由1974年的-0.5%回升至1976年的5.4%，CPI由1974年的11%下降至1976年的5.8%。但是1978年底伊朗政局变化，原油供给短缺、价格动荡，第二次石油危机爆发。受此影响，1980年美国GDP增速再次陷入负增长，同比增速-0.2%。经济回落伴随着严峻的失业问题，美国失业率大幅攀升，由1979年5月的低位5.6%波动上行至1982年12月的10.8%。1978年12月至1982年12月间，新增失业人数为正的月份就有34个，1980年4月新增失业人数甚至达到了62.9万人。与此同时，油价上行叠加抢油行为带来的通胀预期自我实现，1980年美国CPI快速上行至13.6%，美国经济陷入典型的滞胀情形。

图表13：两次石油危机引发美国经济“滞胀”



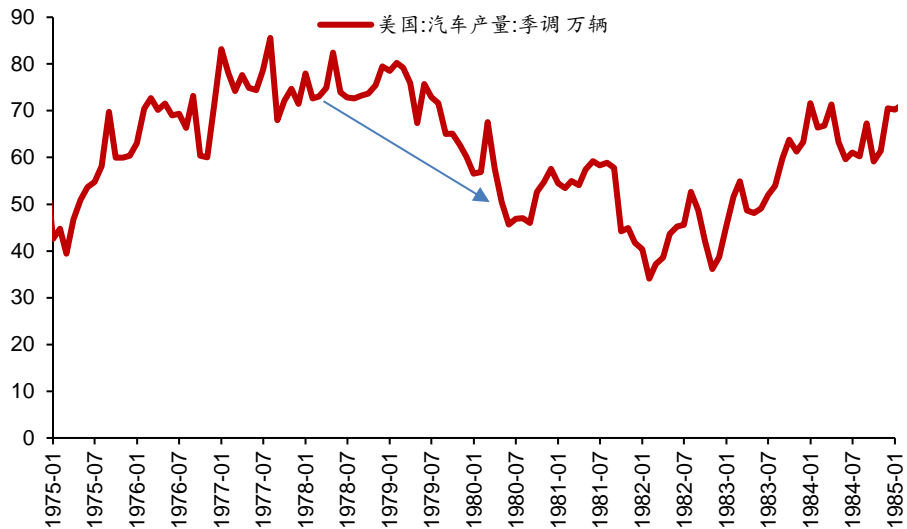
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：第二次石油危机期间美国失业率大幅攀升



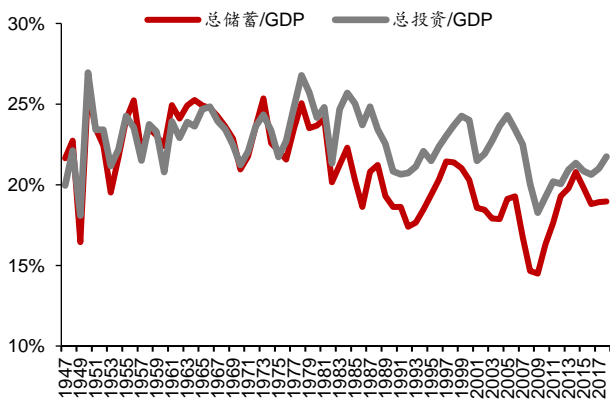
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**油价上行冲击美国经济增长。**一方面，美国的工业生产和居民消费都极度依赖石油，石油短期内供给大幅收缩及价格大幅上行对国民经济迅速构成负面冲击。同时，高通胀也使得企业生产和投资动力减弱，经济逐渐失去内生性驱动力，第二次石油危机爆发后，与石油密切相关的行业都受到了巨大冲击，以汽车行业为例，汽车产量在1978-1982年之间出现了大幅下行。

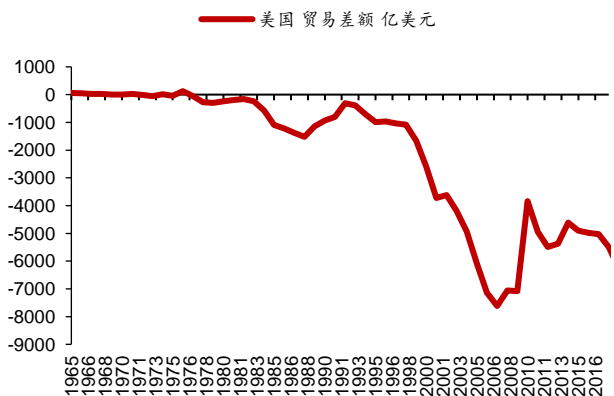
**图表15： 1978-1982年间美国汽车产量大幅下行**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面，70年代的美国正经历经济结构转型期。从美国国内来看，70年代中后期以来，美国国内的国民储蓄率长期低于美国国内的国民投资率，国内储蓄不能满足国内投资的需求；从全球范围来看，70年代随着德国、日本经济的崛起，美国制造业的全球竞争力下降，经常项目陷入逆差，美国发起与全球的贸易摩擦，但并未显著改善其贸易逆差问题。在这样的中长期背景下，第二次石油危机对于美国经济无疑是雪上加霜，加剧了经济回落压力。

**图表16： 70年代美国国民储蓄率下降，对投资的支撑减弱**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表17： 70年代美国制造业竞争力减弱，经常项目陷入逆差**


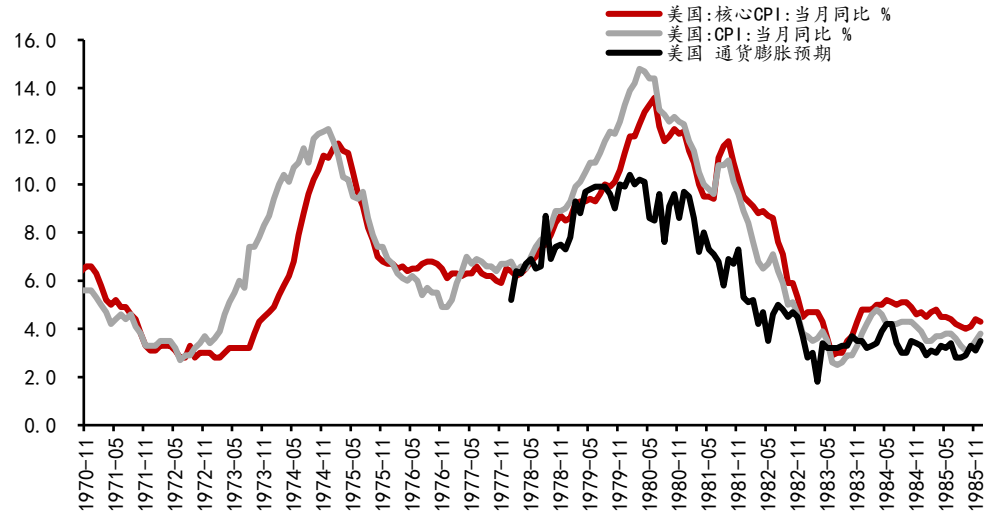
资料来源：Wind，华泰证券研究所

能源占美国CPI权重较高，油价上行直接推升美国通胀，除此之外，通胀预期的自我强化也是恶性通胀的主要推手。通胀预期是指社会公众对后一段时间内可能发生的通胀及其幅度大小的事前估计，人们往往依据客观事实形成主观的通胀预期，由于难以掌握全部信息，因此难以形成理性预期，一般情况下人们主要依据近期通胀水平的变化来形成预期，即适应性预期。当通胀出现逐步上涨趋势，且呈现单边上涨情形时，公众往往会推测未来通胀形势将会延续，并会倾向于通过增加物品储备来抵御通胀，造成短期内对物品的需求大量增加，商品价格上涨，推升通胀，这就是通胀预期的自我实现。

实际上，这种自我强化的现象普遍存在。我们观察第二次石油危机期间美国通货膨胀预期、CPI与核心CPI的变化会发现，CPI领先于剔除了能源和食品价格的核心CPI约3个月，

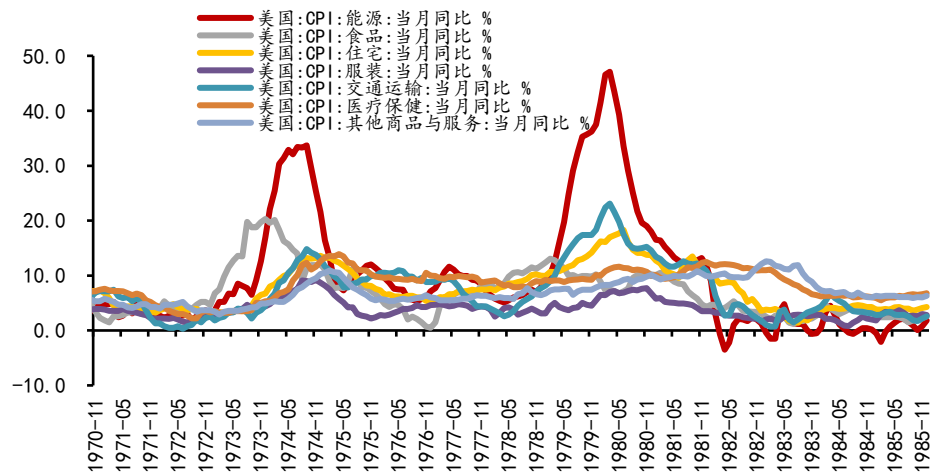
而通胀预期与两者同步上行且更为领先,峰值领先CPI约1个月。这说明在油价上行时期,不仅CPI随之上行,并且通胀预期带动核心CPI滞后反应,走出了基本一致的上涨行情,波动幅度也基本相当。观察CPI各分项我们发现,石油危机期间,除能源、运输外,住宅、医疗、服装、其他商品均出现不同程度的价格上涨,一部分原因在于油价是其他国民经济相关部门的生产成本,油价的上行对物价存在直接的成本推动作用,另一部分就源自通胀的自我实现。

**图表18: 石油危机期间,美国CPI和通货膨胀预期领先核心CPI约3-6个月,通胀存在预期自我实现效应**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表19: 石油危机期间,除能源、运输外,住宅、医疗、服装、其他商品均出现不同程度的价格上涨**

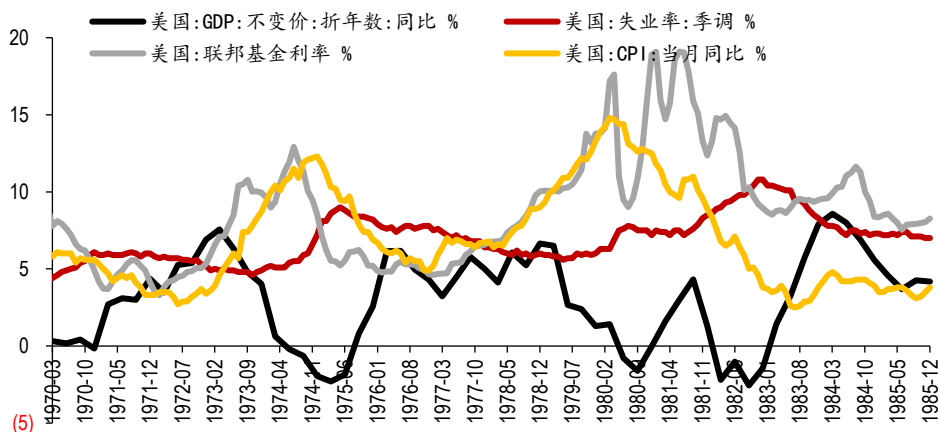


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 美联储主席沃尔克加息应对滞胀

20世纪70年代，美国出现了严重的经济停滞与通货膨胀并存的情况。在面对“滞胀”的经济环境中，美联储货币政策易陷入两难境地，货币政策的不断摇摆使得70年代时美联储的公信力有所下降。美联储清楚高通胀的严重性，主要有以下两点：其一、通货膨胀程度已接近恶性的边缘。高企的通胀预期与居高不下的通胀水平，形成相互加强的负反馈循环。其二、以往美国国内通货膨胀，可通过美元输出转嫁国外，但70年代各国已实行浮动汇率，若通货膨胀进一步加剧，只能自食恶果。尽管高通胀的后果美联储十分清楚，但是在沃尔克之前，伯恩斯和米勒时期的美联储货币政策深受政治压力的影响，较易摇摆，持续性不足。每当总统大选或中期选举时，美联储倾向于将侧重点放在防止经济衰退，宽松的货币政策使得美国通胀愈加严重。

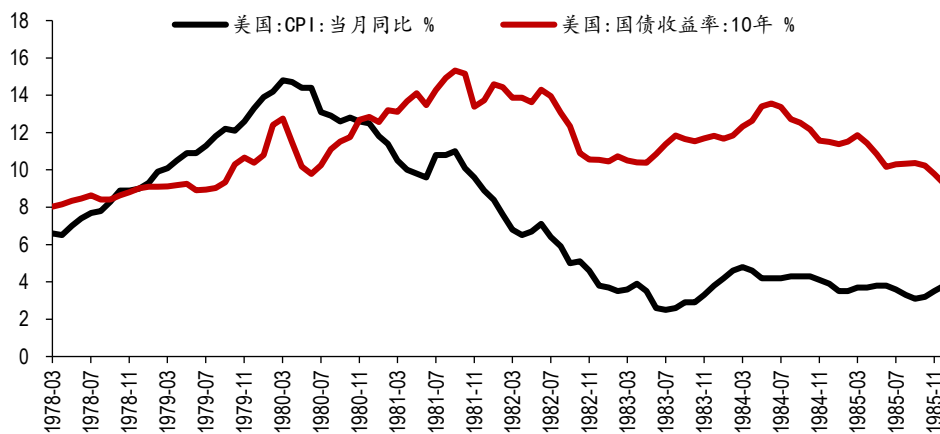
图表20： 美联储70年代货币政策的不断摇摆使得美国通胀愈加严重，70年代末的通胀率已接近14%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1979年8月，总统卡特任命沃尔克为美联储主席。第二次石油危机爆发之际，美国滞胀进一步加剧，沃尔克可以说是临危受命。上台后，沃尔克确立了美联储以物价稳定为首要的货币政策目标，为走出“滞胀”明确了方向。针对“滞”与“胀”的抉择，沃尔克认为，“就衰退本身而言，首要问题是物价水平，对经济发展最大的风险是人们认为物价不受控制”。沃尔克也指出“更高的通胀不会伴随低失业率，只会得到更高的失业率和更慢的经济发展，不应该在失业率和通胀率之间交易，通胀本身就是对经济稳定性更大的威胁”。

图表21： 通货膨胀预期下行滞后于通货膨胀水平，美联储不仅与通货膨胀斗争，更要与通货膨胀预期作抗争



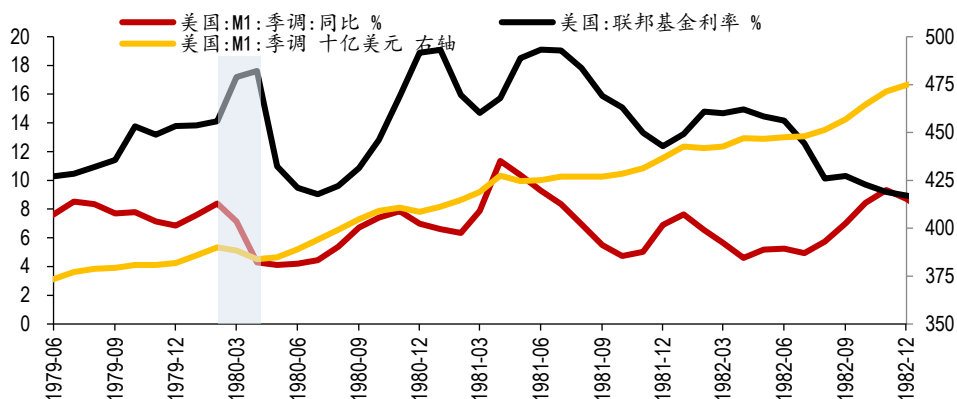
资料来源：Wind，华泰证券研究所

沃尔克明白，只有通过树立美联储决心抑制通胀的强硬立场，将政策坚定不移地执行下去，改变市场对于美联储可能因为经济增长或政治压力而出现政策反复的印象，美联储的货币政策操作才会有效。沃尔克在应对美国“滞胀”问题时，受到的质疑与挑战主要来自于两

方面：其一、市场高企的通胀预期。多数人认为政府不会任由经济衰退，美联储会做出妥协让步。其二、总统与国会施加的政治压力。在卡特总统大选寻求连任的时候，美联储依旧选择提高联邦基金利率。事后沃尔克也表示“可能对卡特的落败负有一定的责任，但我们等不起，必须采取紧缩措施。除了提高利率外，我别无选择，那是我的职责所在”。沃尔克采取强硬的高利率政策，增强了美联储的公信力，成功遏制了通胀预期的自我强化。

在实际操作中，保罗沃尔克主张改变联邦基金目标利率这一旧中介目标，转向更加严格控制货币供给量上。美联储将联邦基金利率的目标区间放宽了五倍多，即允许在进行货币供应量调节时联邦基金利率有较大幅度的变化。这给美联储控制货币供应量更多的可操作空间，使得美联储可以忽视短期的利率变动，专注于货币供应量的控制。但是在真正的执行过程中，货币政策操作其实是左右为难的，若出现联邦基金利率不稳定甚至下滑，会给市场传递一种美联储在采取宽松货币政策的信号。

图表22：1980年一季度市场货币存量减少，联储为控制货币供应量，曾在同年5月、6月、8月放松货币供给



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在美联储实施高利率政策以来，联邦基金利率月度平均值从1979年8月的10.9%大幅提高到1980年4月的17.6%，市场上的流通货币存入到银行，导致市场上的货币存量减少。为了盯住货币流动量，美联储在1980年5月提出向市场注入流动性以满足长期货币供应量的目标。随着市场流动性增加，联邦基金利率从1980年4月的17.6%下跌至7月的9%。市场将此解读为美联储再次妥协，放弃了控制高通胀的目标。1980年5月到8月的错误让美联储深刻地意识到无论货币流通量如何变化，需要严格防范利率下行以打击高通胀。沃尔克也曾在事后透露，1980年春季决定执行的放松利率控制可能是他作为美联储主席犯下的最大错误。最终，沃尔克不惜以快速加息、冲击实体经济为代价，压制住了严重的通胀局面。在1979-1981年期间，联邦基金利率两次上提到接近20%。

图表23：美联储在1980年5月、7月和8月放松货币供给，向市场注入流动性以满足长期货币供应量的目标

时间	联邦基金利率目标 (%)	M1 增速目标 (%)	M2 增速目标 (%)
1980年2月	11.5-15.5	4.5 (M1A) 5 (M1B)	6.5
1980年3月	13-20	4.5 (M1A) 5 (M1B)	7.75
1980年4月	13-19	4.5 (M1A) 5 (M1B)	6.75
1980年5月	8.5-14	7-7.5 (M1A) 7.5-8 (M1B)	8
1980年7月	8.5-14	7 (M1A) 8 (M1B)	8
1980年8月	8-14	6.5 (M1A) 9 (M1B)	12
1980年9月	8-14	4 (M1A) 6.5 (M1B)	8.5
1980年10月	9-15	2.5 (M1A) 5 (M1B)	7.25
1980年11月	13-17	2.5 (M1A) 5 (M1B)	7.75
1980年12月	15-20	4.25 (M1A) 4.75 (M1B)	7

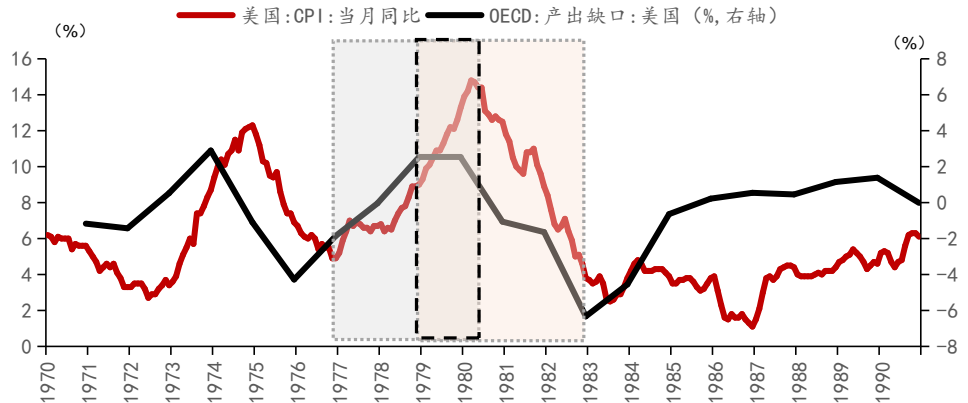
资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

## 滞胀环境下的大类资产影响：股债双杀

### 石油危机时期美国典型的滞胀环境导致股债双杀

受第二次中东石油危机爆发所累，美国于1978年11月-1980年4月期间出现成本推动型通胀，国内CPI指数从七十年代初期的3%一路上涨至七十年代末期的15%。为控制高通胀，央行不得不采取紧缩的货币政策。美国GDP增速从1978年的5.6%快速回落至1980年的-0.2%。这一时期成为了美国历史上典型的滞胀阶段。

图表24： 20世纪七十年代末美国步入滞胀阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

滞胀环境下经济停滞与通货膨胀并存，带来股市下跌与债市收益率上行的双重负面冲击，即“股债双杀”。一方面，通胀率持续走高导致无风险利率上升进而抬高市场利率，利空债市；另一方面，宏观经济环境不景气使得企业盈利受损，股票资产同样遭受打击。故而当经济体处于滞胀环境时，股市债市均表现不佳，股债跷跷板效应减弱。

我们选取标准普尔500指数收益率与十年期国债收益率分别作为股市、债市的观测指标，可以看到七十年代末陷入滞胀的美国，面临了“股债双杀”的困境。在七十年代末期滞胀加剧的情况下，十年期国债收益率上涨至10%以上，峰值达13.65%。而对于股票市场来说，由于美国在70年代初期受第一次石油危机的冲击利率已大幅上行，过度透支了美股估值水平的下跌空间，标普500指数收益率没有大幅下跌，而是呈现了震荡格局，但相对收益仍然较低。

图表25： 七十年代末美国十年期国债收益率走高



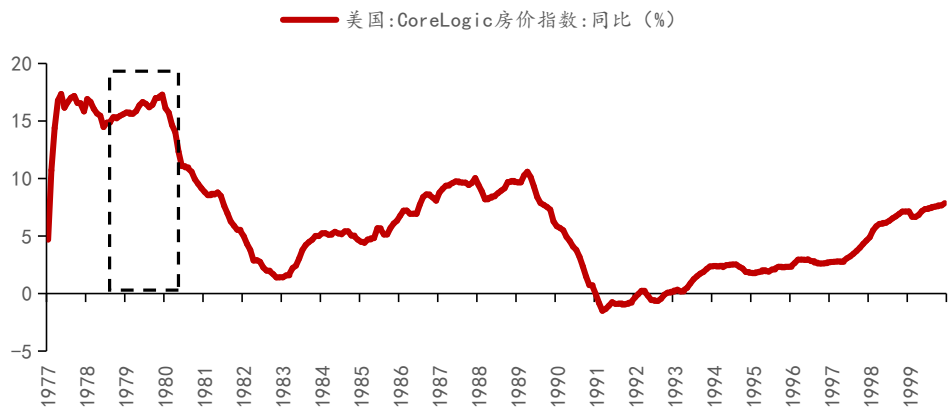
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表26：七十年代末美国标普500指数呈现震荡格局**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

相较于股债在滞胀时期的低迷表现，大宗商品与货币基金等现金资产在该阶段展现了更高的投资价值。通胀带来的价格普遍、持续上涨使得大宗商品表现良好，这主要是因为，通胀上涨的原因是原油价格暴涨，而原油又是大宗商品中最重要的投资品。同时利率走高带来货币基金等现金资产收益率上升，因此在各大类资产均表现较差的滞胀阶段，大宗商品与现金资产投资价值相对表现较好，更具投资价值。

在此期间，美国房价于七十年代末期也出现了一定幅度的上涨。这主要是由于通胀较高造成投资者倾向于将资金配置于具有抗通胀特性的不动产，带来房地产价格的增长。后期由于美联储连续加息，冲击了房地产价格。

**图表27：七十年代末八十年代初美国房价先涨后跌**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

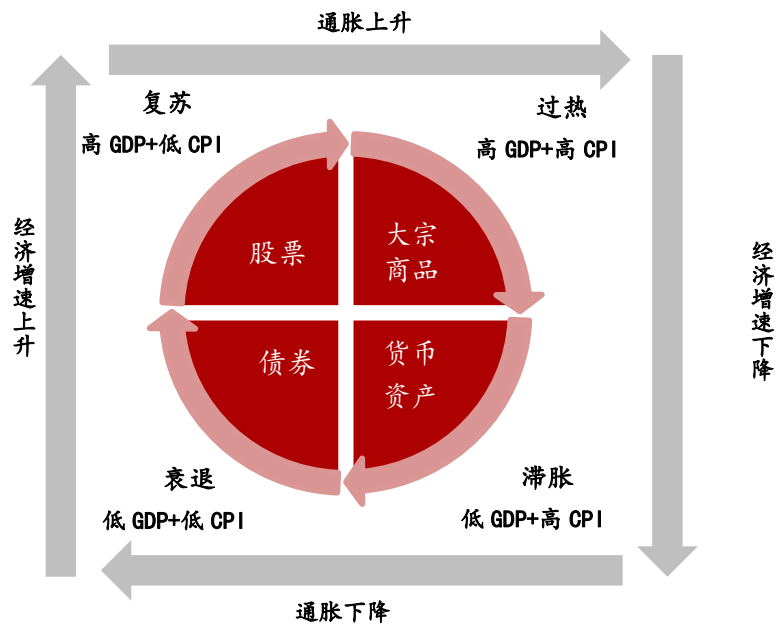
### 美林时钟模型显示滞胀环境下资产配置应优选避险资产

针对美国从1973年到2004年的经济运行历史数据，美林证券曾提出了资产配置领域的著名理论“美林投资时钟”，其核心在于通过对产出与通胀指标的分析确定美国所处的经济周期从而指导不同阶段的资产配置，投资实践表明该框架很好的适用于美国的资产轮动与行业策略选择。

根据美林证券的投资时钟理论，经济周期可划分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，并可使用产出缺口与CPI指标识别经济。经典的繁荣至萧条的经济周期在四个阶段间依序轮动，不过现实并不会简单按照经典的经济周期进行轮动，有时时钟会向后移动或者向前跳过一个阶段。



图表28：美林时钟轮动机制



资料来源：美林证券，华泰证券研究所

经过对逾三十年的资产表现，美林投资时钟筛选出复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段对应的四类优质资产分别为股票、商品、现金、债券。

图表29：美林证券统计下的美国大类资产实际回报率(表中计算的收益率是实际收益率，即扣除了通货膨胀率，数据样本区间为：1973年4月至2004年7月)

阶段	债券 %	股票 %	大宗商品 %	现金 %
I: 衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
II: 复苏	7.0	19.9	-7.9	2.1
III: 过热	0.2	6.0	19.7	1.2
IV: 滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
	3.5	6.1	5.8	1.5

资料来源：美林证券，华泰证券研究所

美林时钟模型显示滞胀环境下，现金是最佳选择，大宗商品次之。在货币当局为应对CPI处于高位的状况，采取加息等措施后，货币类资产的收益水平有所上升，因此最佳的资产配置方案为持有货币基金类现金资产以进行防御，当然其他防御类资产比如黄金也可以起到类似的效果。其次可选择大宗商品，在美林证券对1973年到2004年大类资产收益率的统计结果来看，滞胀阶段美国大宗商品年均回报率达到了28.6%，正是由于七十年代石油危机对石油类大宗商品价格的拉升，掩盖了非石油类大宗商品价格的下跌。最后，股票、债券则由于面临被“双杀”的局面，均在滞胀期间录得了负收益。

风险提示：中美贸易谈判不确定性仍存，可能对外需产生较大扰动，银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素影响，中国经济下行存在超预期概率。对外开放政策落地不及预期，资本回流逻辑受阻。政策落地不及预期。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com