

[2009.06.12]

# 以史为鉴看中国发生“滞胀”的可能性

策略团队

021-38676673

Zhangxiuqi@gtjas.com

摘要:

与大萧条类似，关于“滞胀”发生的原因，各种解释众说纷纭，还没有一套理论能够完美的对此进行解释，大多数学说都认定“滞胀”本身是凯恩斯主义的失败，其典型代表是货币学派和供给学派，而我们的观点是“真实周期下行+政策干预过度”导致“滞胀”。

目前的美国面临两难抉择：要么继续过分宽松的财政货币政策，但这已经导致长债利率攀升，美元贬值和国外央行对美国国债投资兴趣的下降，再度证明了卢卡斯理论的正确性；要么适时紧缩财政货币，重塑美元信心，这势必导致美国经济复苏步伐放缓，通过衰退解决美国结构性问题。

通过技术演化、货币因素和产能利用率三方面研究，我们认为美国 2010 年不太可能发生“滞胀”，尤其值得一提的是，严格执行“通胀定标”的欧洲央行使得美联储过度宽松政策余地越来越小，否则只会加剧美元崩溃！我们认为更可能是经济微弱复苏，通胀得以控制，算是相对乐观。

对于国内，从流动性还是实体经济来看，09 年物价水平下半年逐渐回升到 0 以上，经济逐渐复苏，不会发生高通胀，但存在现实的通胀预期。城市化、工业化、产业升级和技术进步、高投资-高储蓄率的增长模式使得中国仍将保持较快增长，2010 年也不太可能发生“滞胀”。

但不能排除 2010 年发生“类滞胀”（GDP 增速下行，CPI 上行），主要在于外部需求冲击持续、财政政策增量贡献大幅减少、房地产价格出现“非理性繁荣”、宽松的信贷政策（中国的宽松政策效果远超过美国）、猪周期和石油价格，发生的时点可能在 10 年下半年。规避的措施主要在于加快经济转型、低碳经济、尽早遏制新一轮房地产泡沫、补贴猪农、加快城市化、刺激消费需求等。

国泰君安策略团队

王成

021-38676820

[wangcheng6461@gtjas.com](mailto:wangcheng6461@gtjas.com)

章秀奇

021-38676673

[zhangxiuqi@gtjas.com](mailto:zhangxiuqi@gtjas.com)

张林昌

021-38676702

[Zhanglinchang@gtjas.com](mailto:Zhanglinchang@gtjas.com)

张埜

021-38676641

[zhangkun@gtjas.com](mailto:zhangkun@gtjas.com)

翟鹏

021-38676640

[zhaipeng@gtjas.com](mailto:zhaipeng@gtjas.com)

陈思郁

021-38676284

[chensiyu@gtjas.com](mailto:chensiyu@gtjas.com)

张晗

021-38676675

[zhanghan@gtjas.com](mailto:zhanghan@gtjas.com)

张昂

021-38676434

[zhangang@gtjas.com](mailto:zhangang@gtjas.com)

张赧

021-38676053

[zhangyun@gtjas.com](mailto:zhangyun@gtjas.com)

赵媛媛

021-38674602

[zhaoyuanyuan007984@gtjas.com](mailto:zhaoyuanyuan007984@gtjas.com)

时伟翔

021-38674603

[Shiweixiang007983@gtjas.com](mailto:Shiweixiang007983@gtjas.com)

本期作者

章秀奇

021-38676673

[zhangxiuqi@gtjas.com](mailto:zhangxiuqi@gtjas.com)

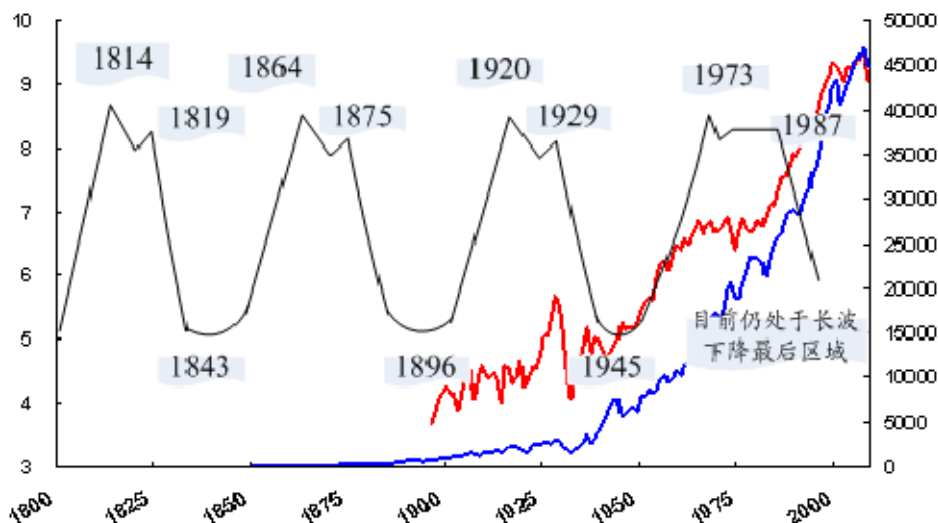
注：本报告只对国泰君安重点客户发送，  
不对外公开发布。

## (1) 真实周期下行

正如弗里德曼自己所言，从长期的角度，货币和价格变动仅是经济增长的配角。一个国家长期经济增长首先取决于基本因素，如资源、产业组织、技术进步、人口增长和资本积累等。我们更愿意首先从演化经济学角度来对待“滞胀”问题。

我们相信技术周期决定了长期经济波动，波长为 50-60 年的康德拉季耶夫周期基本刻画了 200 多年来全球经济的主要波动特征，而技术革命在长波中起决定性作用，在这点上我们赞同熊彼特的“创新理论”。从康氏周期来看，我们仍然处于下降的最后区域，未来进入新一轮上升区域还需新技术运用的突破和第五次科技革命成果全方位运用于生产，以提升经济效率。

图 1：康氏长波、道琼斯指数对数值（红线）、工业产值对数（右轴，蓝线）



资料来源：国泰君安策略章秀奇、王成《滞胀及其下的投资策略》(090611, GICS 系列深度报告 1)，下同

每次技术革命都会对劳动生产率提升产生重大影响，从而带动经济走出上一轮技术革命后的低谷，精确的全要素生产率和要素构成（要素投入质量）在技术革命高潮时期都对经济增长产生了极为重要的作用。

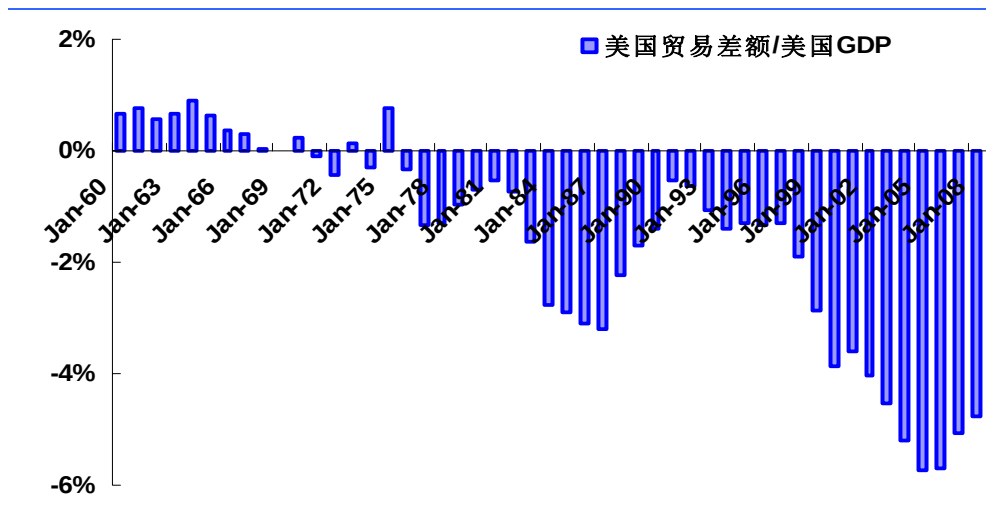
到 70 年代初，第四次科技革命的推动力已经明显减弱，而第五次科技革命尚处于导入期（虽然电子计算机一般被认为发明于 40 年代），无法对经济发展提供新的动力，作为美国经济实力下降的反映，随着日欧经济恢复，竞争力增强，美国在世界市场上的出口贸易额开始下降，71 年开始出现逆差，这也是“滞胀”期间美国经济难以振兴的重要原因。1966-1989 年全要素生产率对劳动生产率增长的贡献大幅下降，我们认为这是造成“滞胀”的重要原因。

表 3: 美国劳动生产力增长的源泉, 美国国内私人经济 1800-1989 年 (跨越多个长期, 以百分数为单位)

| 时期           | I. 19 世纪  |           |           | II. 20 世纪 |           |           |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|              | 1800-1855 | 1855-1890 | 1890-1927 | 1890-1927 | 1929-1966 | 1966-1989 |
| 1. 每小时产出源泉   | 0.39      | 1.06      | 2.01      | 2.00      | 2.52      | 1.23      |
| 2. 每小时资本量    | 0.19      | 0.69      | 0.62      | 0.51      | 0.43      | 0.57      |
| 3. 粗略的全要素生产率 | 0.20      | 0.37      | 1.39      | 1.49      | 2.09      | 0.66      |
| 4. 劳动质量      | —         | —         | 0.15      | 0.15      | 0.40      | 0.31      |
| 5. 资本质量      | —         | —         | —         | —         | 0.24      | 0.31      |
| 6. 精确的全要素生产率 | 0.20      | 0.37      | 1.24      | 1.34      | 1.45      | 0.04      |

数据来源:《剑桥美国经济史》, 国泰君安证券

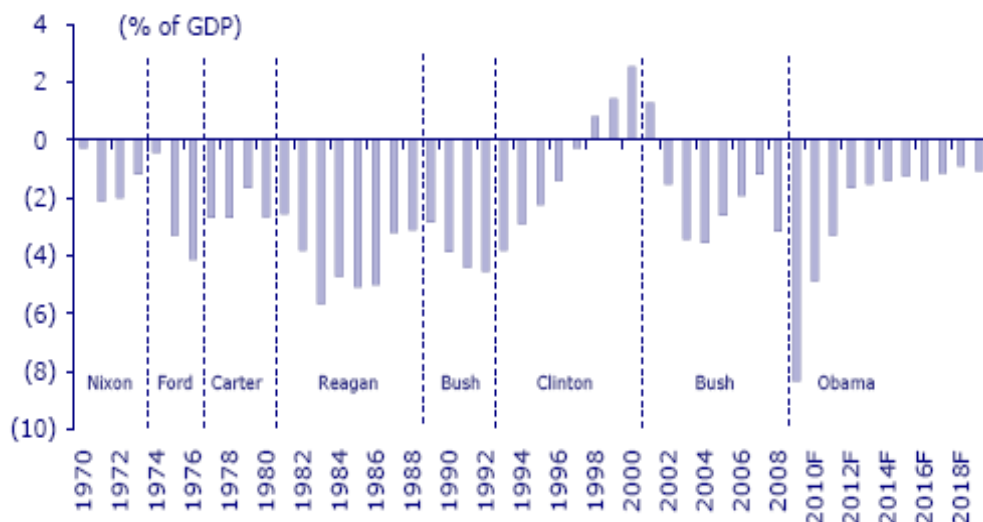
图 2: 美国从 1971 年开始出现贸易逆差, 此后基本持续并呈扩大趋势



(2) 财政政策失效, 货币政策变动频繁。由于战争需求对美国消费和经济增长的刺激正逐渐消失, 美国数届政府皆奉行赤字财政政策, 试图避免经济陷入衰退。战后至 1981 年为止的 36 个财政年度, 有 27 个财政年度有赤字。

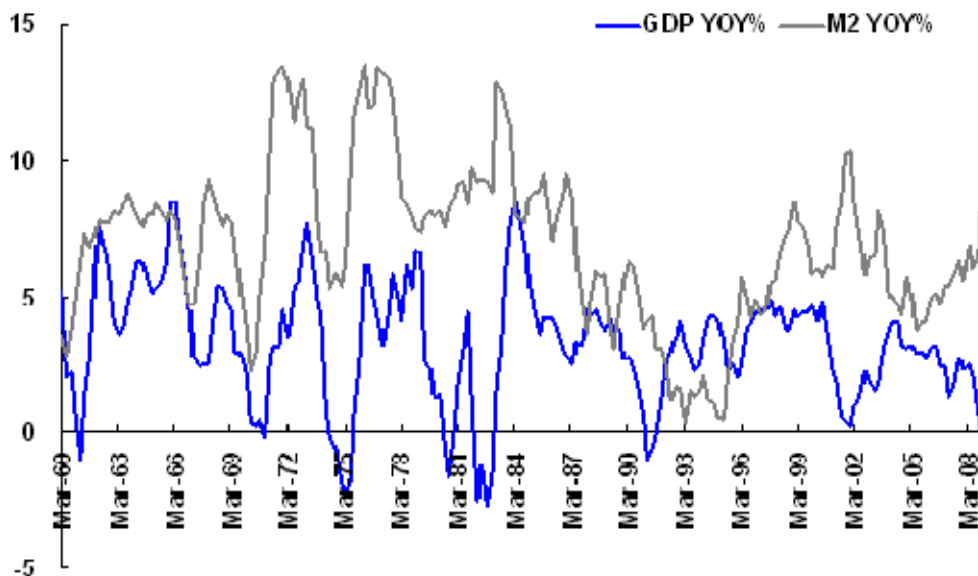
为了弥补财政赤字, 美国政府发行了大量的国债。规模从 1970 年 370 亿美元增加到 1980 年 9077 亿美元, 联邦政府每年为国债付出的利息也从 1960 年的 92 亿美元增加到 1980 年的 749 亿美元; 利息约占每年联邦支出的 10% 左右。

图 3: 二战后, 美国数届政府皆奉行赤字财政政策



虽然政府实行了赤字财政, 但经过 20 多年高速发展, 美国经济还是在 60 年代末陷入增速下滑的境地, 这本身并不必然导致“滞胀”。不过, 美国政府试图再利用货币政策工具, 意图刺激经济, 这造成美国货币供应量频繁变动。

图 4: M2 与 GDP 增速



根据弗里德曼对美国 1867-1960 年货币史的研究, 通胀无论何时何地都是货币现象。弗里德曼认为正是变化无常的货币供给速度, 破坏了人们的通胀预期, 政府更加广泛地干预定价, 共同降低了经济体系的效率, 导致所有的市场不断发生摩擦, 并且很可能提高登记失业率。

图 5: 美国通胀预期与核心 CPI

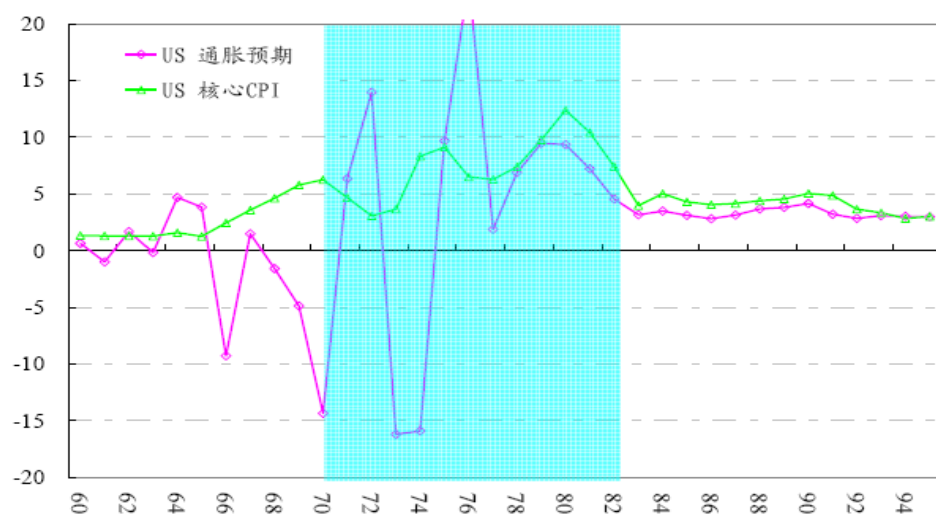
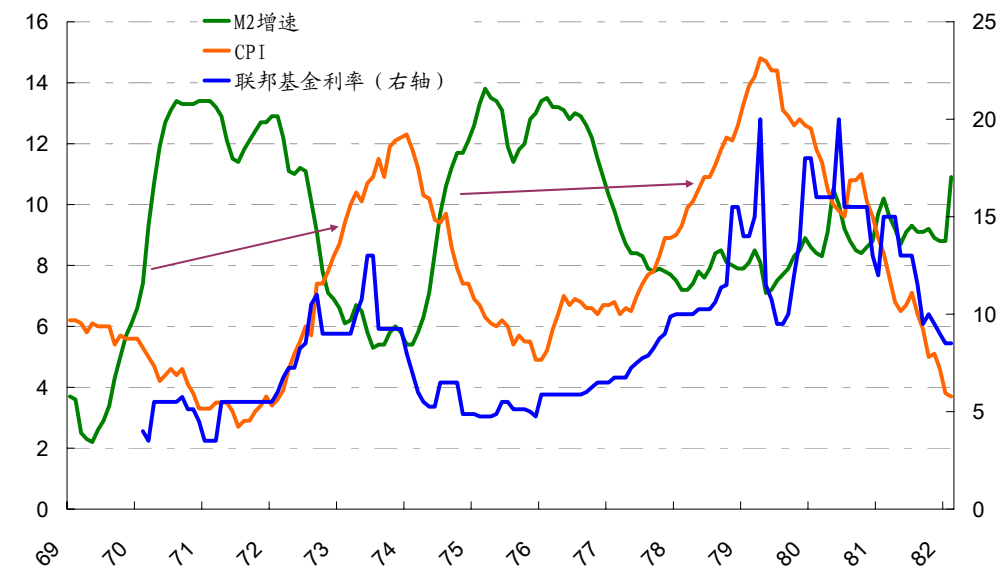


图 6: 美国货币供应、Fed 利率、CPI。看看美国的货币供应和 Fed 的利率变化的节奏，我们可以看出货币供应推动了 70 年代的通胀

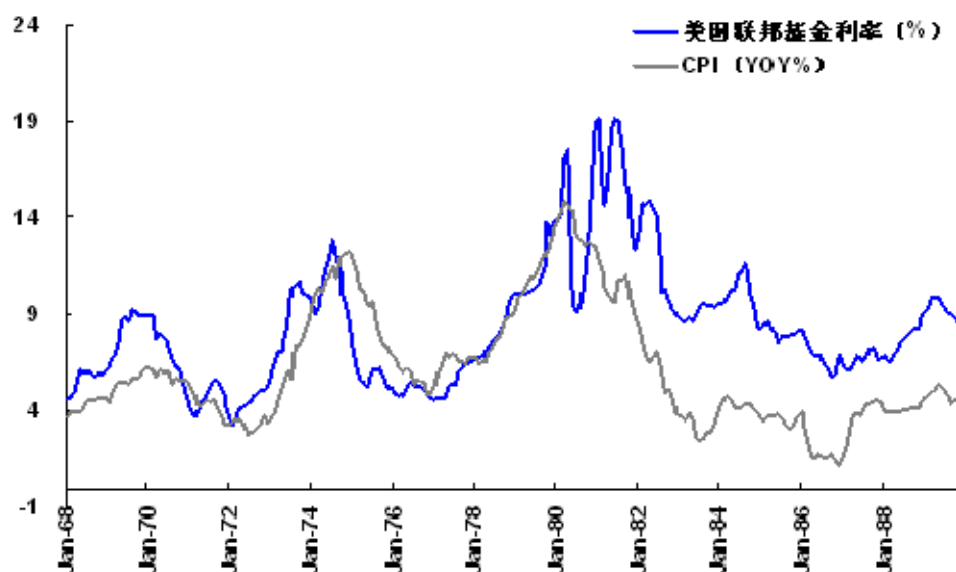


美国货币政策的急剧变动有其特殊的历史背景。布雷顿森林体系运行到 60 年代，其矛盾不断显现，“特里芬两难”始终无法得到解决，最终，美国宣布停止美元兑换黄金，导致布雷顿森林体系土崩瓦解，黄金退出国际货币体系舞台，国际货币体系从此失去了“锚”，世界从此全面滑向永久性的通货膨胀。

图 7: 布雷顿森林体系瓦解后, 美国批发物价指数摆脱了百年平缓的趋势, 改变了数百年来稳定的通胀预期



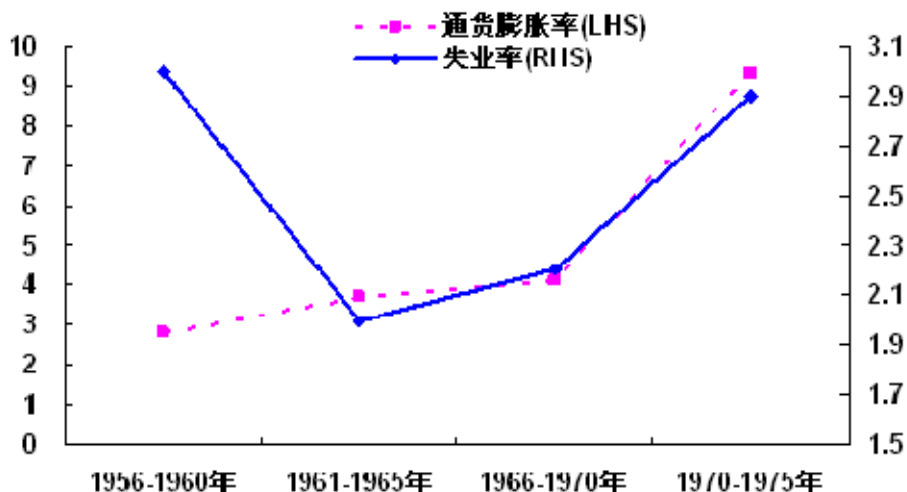
图 8: 美国 70 年代相当长时间联邦基金利率低于 CPI



### （3）石油危机加剧了“滞胀”的破坏程度。

60 年代末, 美国经济增长放缓, 政府开始刺激经济, 货币增速开始大幅攀升, 经济也开始恢复, 其他经济体受制于布雷顿森林体系和后来的史密斯协定, 而被迫接受扩张政策, 这带来了全球流动性的上升, 这阶段的末期也就是 72 年时就已经出现了商品价格的上涨, 因此, 石油危机不是“滞胀”之因, 但石油危机无疑加剧了 70 年代“滞胀”的破坏力, 正如卡特总统在电视演说中说: “能源危机还没有把我们压垮, 但如果我们不迅速采取行动, 它就要把我们压垮”。

图 9: 7 国平均通胀率和失业率 (1956-1975), 菲利普斯曲线失效



目前的美国面临两难抉择: 要么继续过分宽松的财政货币政策, 但这已经导致长债利率攀升, 美元贬值和国外央行对美国债投资兴趣的下降, 再度证明了卢卡斯理论的正确性; 要么适时紧缩财政货币, 重塑美元信心, 这势必导致美国经济复苏步伐放缓, 通过衰退解决美国结构性问题。

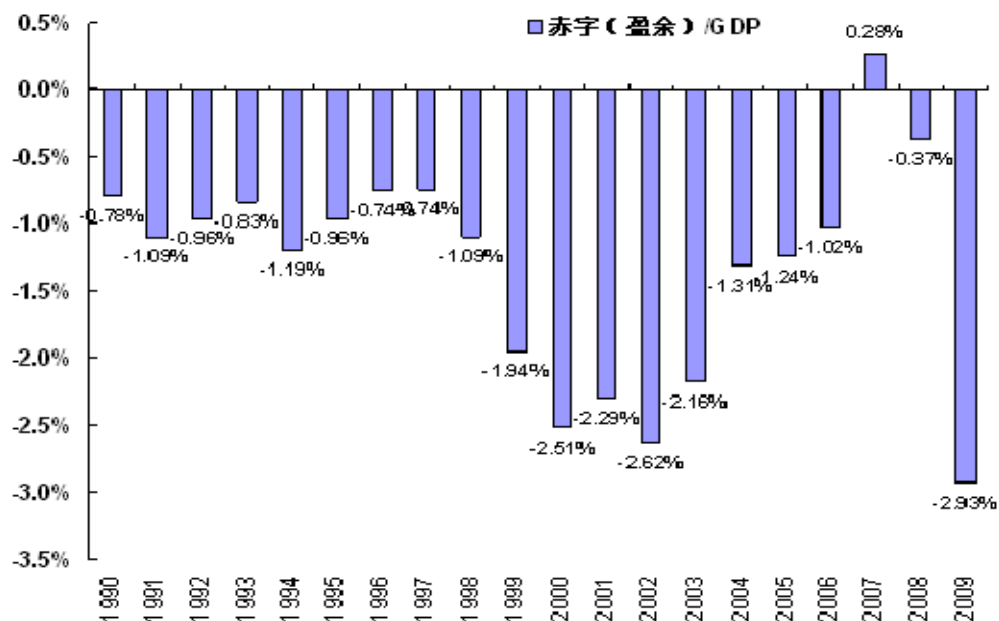
通过技术演化、货币因素和产能利用率三方面研究, 我们认为美国 2010 年不太可能发生“滞胀”, 尤其值得一提的是, 严格执行“通胀定标”的欧洲央行使得美联储过度宽松政策余地越来越小, 否则只会加剧美元崩溃! 我们认为更可能是经济微弱复苏, 通胀得以控制, 算是相对乐观。

对于国内, 从流动性还是实体经济来看, 09 年物价水平下半年逐渐回升到 0 以上, 经济逐渐复苏, 不会发生高通胀, 但存在现实的通胀预期。城市化、工业化、产业升级和技术进步、高投资-高储蓄率的增长模式使得中国仍将保持较快增长, 2010 年也不太可能发生“滞胀”。

但不能排除 2010 年发生“类滞胀”(GDP 增速下行, CPI 上行), 主要在于外部需求冲击持续、财政政策增量贡献大幅减少、房地产价格出现“非理性繁荣”、宽松的信贷政策(中国的宽松政策效果远超过美国)、猪周期和石油价格, 发生的时点可能在 10 年下半年。规避的措施主要在于加快经济转型、低碳经济、尽早遏制新一轮房地产泡沫、补贴猪农、加快城市化、刺激消费需求等。

深度分析请参见《滞胀及其下的投资策略》(090611, GICS 系列深度报告 1)。

图 10: 中国 09 年财政扩张力度史无前例, 10 年再度增量扩张的潜力不大



数据来源: 国家统计局, 09 年按照 9500 亿赤字和 GDP8% 的增速计算

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 国泰君安证券股份有限公司

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

国泰君安证券研究所网址：[www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)