

## 不一样的年代

### 滞胀专题报告之二

分析师

刘启元

S0740210070010

021-20315155

liuqy@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 25 日

分析师

张治

S0740210080016

021-20315180

zhangzhi@qlzq.com.cn

#### 投资要点

##### ■ 研究结论

过去五年，我们经历了三年牛市、两年熊市，指数波动都在千点以上。现在我们需要改变由此导致的「大牛大熊」的惯性思维。

我们判断，中国需要 2~3 年的时间来消化 2009 以来投放的过量货币，较高的通胀压力、频繁的宏观调控以及由此带来的经济波动将成为常态。与之相对应，我们判断 A 股综合指数的波动幅度将大幅下降，其间的涨跌更多地体现为间歇性和阶段性，总体特征是「板块轮动、个股活跃、指数中庸」。

根据日美滞胀期的经历，滞胀期的股市主要以波动为主，CPI 是股市波动的重要参考指标。中国经济在“次贷危机”之后的运行完全符合“轻度滞胀期”的特点：过量的货币投放、通胀压力、频繁的宏观调控和经济波动。

我们预计，当前 A 股市场很难取得和经济增长相匹配的增长，只有确认通胀高点后股市才会出现可持续的上升。按照当前的调控节奏，我们认为，乐观情况下，这一时间点最早会出现在 6 月份。

##### ■ 长期积极财政及宽松货币政策时期

**滞胀期的时间划分。**基于滞胀发生的过程，我们把滞胀分为四个过程：长期积极财政及宽松货币政策时期，轻度滞胀时期，外部冲击及恶性滞胀时期，滞胀消除时期。

长期积极财政及宽松货币政策时期的主要特征是积极的财政政策推动经济持续繁荣，日美在这一段时期都取得了长时期高速的经济增长，而货币政策为配合积极财政而被动保持宽松。

股市在这一段时期表现较好，通常会在货币宽松的时候走出持续的牛市格局。1950 年 1 月至 1970 年 1 月，美国工业产出指数增长 1.7 倍，同期 S&P 500 指数增长了 4.3 倍。

##### ■ 轻度滞胀时期

过量的货币投放是轻度滞胀期开始的原因，经济波动频繁是轻度滞胀期的主要特征之一。因为过量货币投放后总是伴随着通胀压力，通胀压力也总会引来调控和紧缩，经济因此波动较正常水平频繁。

股市在这一时期通常很难取得和经济增长相匹配的涨幅，因为通胀和紧缩会压制其表现。轻度滞胀期的另一个重要特点是，CPI 决定了股市的拐点。

##### ■ 外部冲击及恶性滞胀时期

恶性滞胀是错误货币政策的结果。当通胀超过温和区间并继续上行时，货币政策应围绕通胀一个目标，若把经济增长和降低失业率过早纳入制定政策的参考目标，就有可能出现严重滞胀。

股市在这一段时期表现非常糟糕，美国股市在整个 70 年代就是“失去的十年”。S&P 500 指数 1969 年 5 月 31 日是 104.6，而 1979 年 5 月 31 号为 99.73，同期工业产出的同比增幅为 34.7%。

##### ■ 滞胀消除时期

消除“滞胀”需要持续的极度紧缩的货币政策，这会带来经济衰退的代价。沃克尔用了三年时间最终控制了通胀，经济增长在通胀回到温和区间后才开始了长期的繁荣。

在通胀确认受控之前，股市表现仍然平庸，但通胀受控之后，股市也将也出现一波牛市，以弥补“滞胀”期的糟糕表现，但和同时期经济的相关性也会下降。在通胀真正受控之前，CPI 仍然是股市波动的主要参考指标。

## 内容目录

|                                 |      |
|---------------------------------|------|
| 前言：滞胀期的时间划分 .....               | 4 -  |
| 长期积极财政及宽松货币政策时期 .....           | 4 -  |
| 美国（1945~1968）: .....            | 4 -  |
| 日本（1960~1970）: .....            | 6 -  |
| 轻度滞胀时期 .....                    | 8 -  |
| 美国（1968~1973）: .....            | 8 -  |
| 日本（1962~1965, 1971~1973）: ..... | 10 - |
| 外部冲击及恶性滞胀时期 .....               | 14 - |
| 美国（1974~1982）: .....            | 14 - |
| 滞胀消除时期 .....                    | 16 - |
| 美国（1979~1983）: .....            | 16 - |
| 中国：轻度滞胀时期 .....                 | 18 - |
| 中国正处于轻度滞胀时期 .....               | 18 - |
| 轻度滞胀期的经济波动频繁 .....              | 19 - |
| 股市波动的拐点由 CPI 决定 .....           | 20 - |

## 图表目录

|                                           |      |
|-------------------------------------------|------|
| 图表 1：凯恩斯主义对上世纪五六十年代的美国影响深远 .....          | 4 -  |
| 图表 2：上世纪五六十年代的利率受到限制 .....                | 5 -  |
| 图表 3：持续上升的通胀压力结束了“黄金时代” .....             | 6 -  |
| 图表 4：“黄金时代”股市取得了和产出匹配的增长 .....            | 6 -  |
| 图表 5：股市波动领先产出波动 .....                     | 6 -  |
| 图表 6：日本六十年代的财政政策 .....                    | 7 -  |
| 图表 7：60 年代偏高的货币供应导致频繁的调控 .....            | 7 -  |
| 图表 8：60 年代前半期日本经济短周期波动频繁 .....            | 7 -  |
| 图表 9：60 年代日本经济的波动主要来自投资 .....             | 7 -  |
| 图表 10：频繁的宏观调控压制股市表现 .....                 | 8 -  |
| 图表 11：高通胀压力下股市难有好的表现 .....                | 8 -  |
| 图表 12：积极财政政策带来了日益增长的财政赤字 .....            | 9 -  |
| 图表 13：货币超发从 70 年代初就已经开始 .....             | 9 -  |
| 图表 14：60 年代末 70 年代初，美国经济频繁波动 .....        | 9 -  |
| 图表 15：轻度滞胀期，CPI 决定了股市的拐点 .....            | 10 - |
| 图表 16：1967~1970 的产出和通胀符合菲利普斯曲线描述的关系 ..... | 11 - |
| 图表 17：1962~1966 的产出和通胀 .....              | 11 - |

|                                           |        |
|-------------------------------------------|--------|
| 图表 18: 1971~1973 的产出和通胀 .....             | - 11 - |
| 图表 19: 日本 20 世纪 70 年代初的货币供应增速创下历史高位 ..... | - 12 - |
| 图表 20: 过度宽松货币政策下的复苏总会伴随着巨大的通胀压力 .....     | - 12 - |
| 图表 21: 与美国轻度滞胀期类似, CPI 决定股市拐点 .....       | - 13 - |
| 图表 22: 股市波动和产出变动 .....                    | - 13 - |
| 图表 23: 股市的波动取决于货币供应量的波动 .....             | - 13 - |
| 图表 24: 财政政策在两次石油危机期间都保持积极 .....           | - 14 - |
| 图表 25: 货币供应量第一次石油危机时再次超发 .....            | - 14 - |
| 图表 26: 两次石油危机期间的美国经济真实增速并不低 .....         | - 15 - |
| 图表 27: 上世纪 70 年代是美国股市“失去的十年” .....        | - 15 - |
| 图表 28: 美国的财政政策在石油危机期间持续积极 .....           | - 16 - |
| 图表 29: 沃尔克时期是美史上最严峻信用紧缩时期 .....           | - 16 - |
| 图表 30: “滞胀”问题在里根时期最终得到解决 .....            | - 17 - |
| 图表 31: 在通胀受控前, CPI 仍是判断股市波动的主要指标 .....    | - 17 - |
| 图表 32: 积极的财政政策是中国经济的“传统” .....            | - 18 - |
| 图表 33: 积极财政政策伴随着的货币大量投放是通胀的主要推动力 .....    | - 19 - |
| 图表 34: 产出的波动周期明显缩短 .....                  | - 20 - |
| 图表 35: M2 增速决定股市波动拐点 .....                | - 21 - |
| 图表 36: CPI 可作为股市短期波动的重要补充指标 .....         | - 21 - |
| 图表 37: 2011 年 CPI 预测 .....                | - 21 - |
| 图表 38: 货币供应量领先 CPI 一年左右 .....             | - 22 - |
| 图表 39: OECD 领先指标领先 CPI 半年左右 .....         | - 22 - |

## 前言：滞胀期的时间划分

- 根据我们 1 月 9 日发表的专题报告《滞胀的风险和紧缩的必然》中提出的逻辑，滞胀的根本原因是长期积极财政和宽松货币政策的结果，而外部冲击以及错误的应对措施导致了恶性滞胀的出现；滞胀只能通过紧缩货币政策——特别是紧缩货币供应量——来解决。基于滞胀发生的过程，我们把滞胀分为四个过程：长期积极财政及宽松货币政策时期，轻度滞胀时期，外部冲击及恶性滞胀时期，滞胀消除时期。本文的目的在于研究整个滞胀时期的股市表现，为二级市场投资提供一定的参考依据。

## 长期积极财政及宽松货币政策时期

### 美国（1945～1968）：

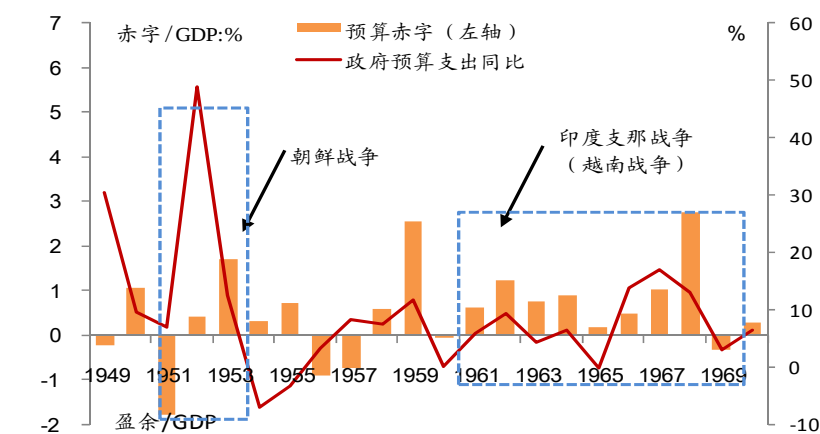
#### 政策变化

**第二次世界大战后的最初 25 年，是美国现代史上的第三次改革高潮期。**

这次改革高潮是由美国政府的四次改革行动组成<sup>1</sup>，改革的目的是保持经济增长、防止危机、解决工业现代化中的新问题、以及保持军事大国地位。

**凯恩斯主义是本次改革的理论基础。**尽管上世纪 30 年代的“罗斯福新政”和凯恩斯主义不谋而合，但并非自觉以凯恩斯主义作为指导性的经济学说；50~60 年代的改革则是对凯恩斯主义的主动应用，50 年代表现为阿尔文·汉森的补偿性财政政策，60 年代进一步发展成沃尔特·赫勒的连续性增长赤字财政。

**图表 1：凯恩斯主义对上世纪五六十年代的美国影响深远**



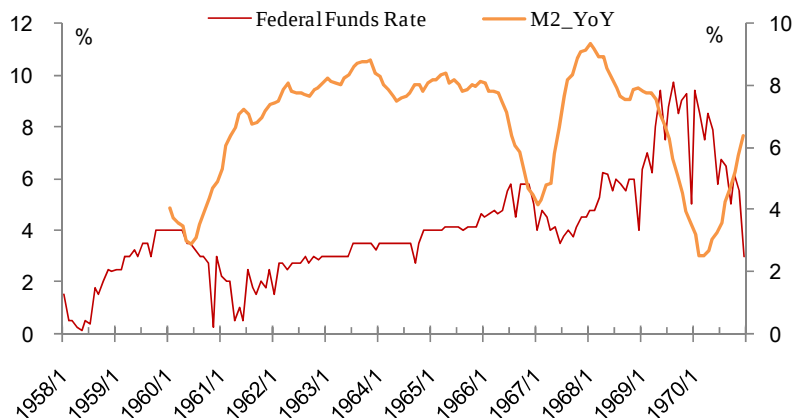
来源：齐鲁证券研究所

<sup>1</sup>即 1945-1953 年杜鲁门政府的公平施政政策、1953-1961 年艾森豪威尔政府折衷的现代共和党主义政策、1961-1963 年肯尼迪政府的新边疆政策和 1963-1968 年约翰逊政府的伟大的社会政策，其间，肯尼迪的“新边疆”和约翰逊“伟大的社会”政策构成了这次改革的高峰。

## ■ 货币政策

20 世纪 50~70 年代，美国货币政策的变化主要体现在其货币政策中间目标的变化。50 年代，伴随着美联储恢复独立地位，美国的货币政策中间目标选择变得重要起来。1953 年~1960 年，中间目标主要为银行信贷行为，目的是在缓和经济周期性波动的同时遏制通货膨胀。60 年代，为配合肯尼迪的“充分就业预算”和约翰逊的“伟大社会计划”，美联储重又推行廉价的货币政策（即盯住利率），货币供应量的增长率日趋上升。

**图表 2：上世纪五六十年代的利率受到限制**

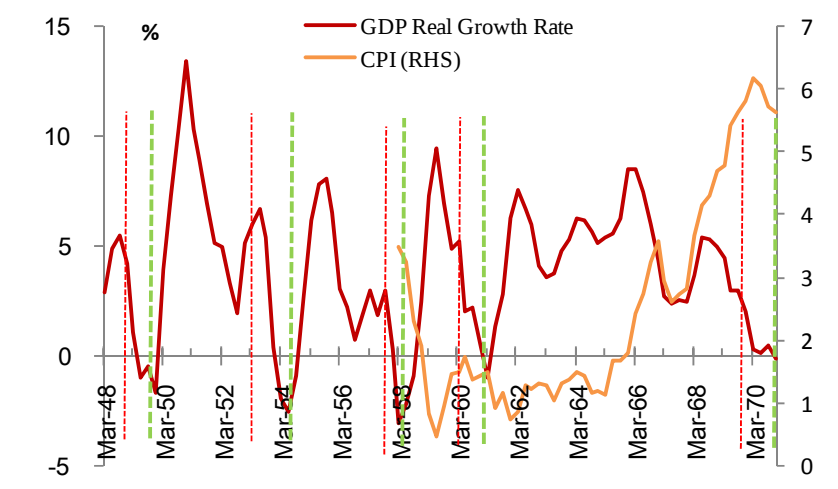


来源：齐鲁证券研究所

## ■ 经济表现

第三次改革浪潮和凯恩斯主义使美国经济在上世纪 50~60 年代出现了一个“黄金时代”。工业生产年平均增长率 50 年代为 4.0%，60 年代为 5.0%，1965~1970 年美国的工业生产以 18% 的速度增长。1970 年与 1950 年相比，美国工业生产增加了 1.24 倍。特别值得注意的是，该时期美国经济曾经出现连续 106 个月的持续增长，这一记录直至 90 年代出现所谓的“新经济”之后才被打破。

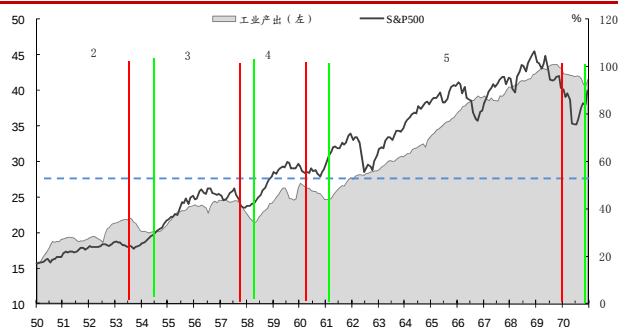
改革也帮助美国实现了向“福利国家”的转型。第三次改革浪潮大大扩大了社会福利保障的范围和对象，缩小了贫富差距，美国的中产阶级规模逐渐扩大，并成为社会的主流阶级，其爆发出的消费能力成为美国经济增长的重要动力。

**图表 3：持续上升的通胀压力结束了“黄金时代”**


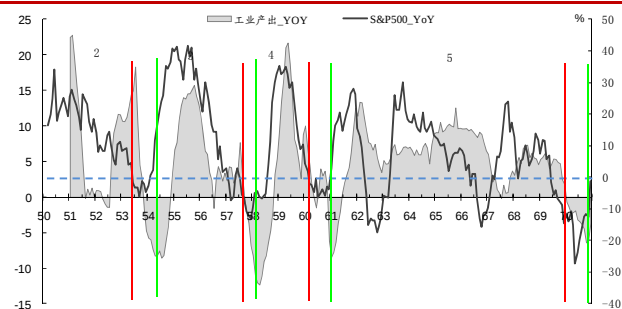
来源：齐鲁证券研究所

### ■ 股市表现

美国的股市也反映了“黄金时代”的经济增长。1950年1月至1970年1月，工业产出指数增长1.7倍，同期标普500指数增长了4.3倍（标普500指数增长包含通胀变化），而且趋势非常一致。

**图表 4：“黄金时代”股市取得了和产出匹配的增长**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 5：股市波动领先产出波动**


来源：齐鲁证券研究所

## 日本（1960~1970）：

### ■ 政策变化

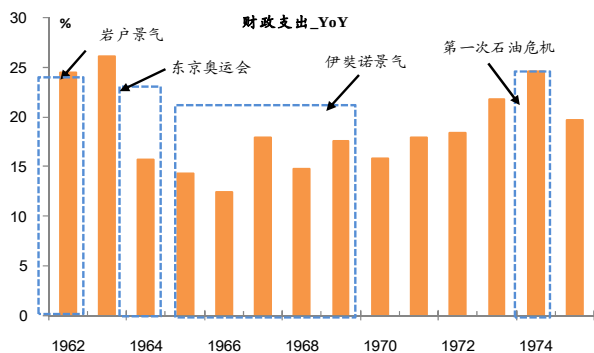
日本上世纪70年代之前实施的最重要政策就数“收入倍增计划”了。为了配合“收入倍增计划”，日本实施了积极的财政政策，最初几年的财政支出增速高达25%。日本银行也在1961年8月和1962年1月两次下调利率，金融机构也争相增加信贷，出现了信贷过剩的局面。过于宽松的政策环境带来了设备投资的急剧增长，经济迅速过热，日本这一时期被称为“岩户景气”（1959~1961）。

面对经济过热，日本银行迅速的实行了紧缩的货币政策，在1962年7

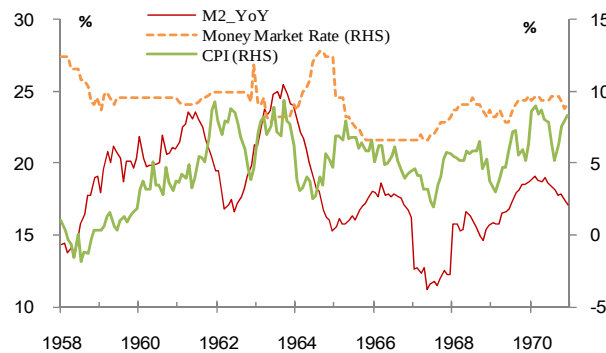
月和9月两次上调官方利率，设备投资趋于减少，生产增速出现了下降的局面。为此，日本银行转而放宽金融政策，结果，日本的工矿业生产开始恢复，设备投资逐渐增加。然而，设备投资增长水平并不及“岩户景气”时期。日本政府公布的1962年度经济白皮书认为，日本经济已经摆脱了单纯依靠设备投资促进增长的模式。此后，日本各银行又展开新一轮贷款竞赛。

在恢复经济的同时，从1963年下半年开始，日本的经常项目收支再度出现逆差。12月，日本银行又一次紧缩银根，提高了存款准备金率。在实行金融紧缩政策后，经济开始急剧衰退。

由于经济衰退导致税收不足，日本政府在制订1965年度补充预算时决定发行特别公债。由于政府采取了一系列刺激经济的政策，日本经济从1965年秋季开始走出谷底，再次步入高速增长的轨道。

**图表6：日本六十年代的财政政策**


来源：齐鲁证券研究所

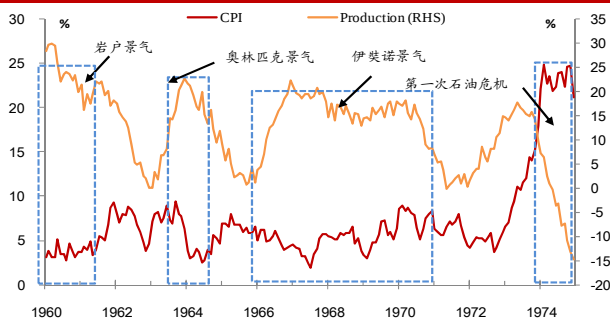
**图表7：60年代偏高的货币供应导致频繁的调控**


来源：齐鲁证券研究所

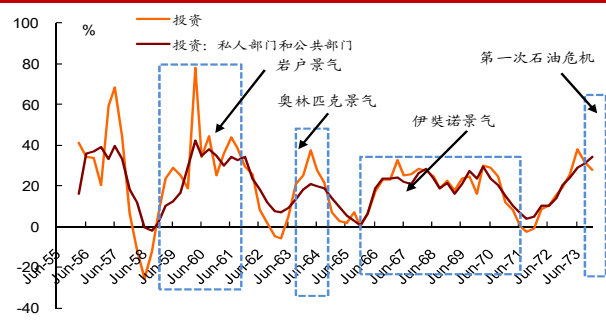
## ■ 经济表现

从日本60年代的政策变化就可以看出，日本经济虽然在这一段时间取得了日本二战后平均增速最高的经济增长，但经济的波动性也很高，特别是在60年代前半期。

与经济波动紧密相关的是固定资产投资。由于60年代的日本正处于与“收入倍增计划”相伴相生的“产业升级”时期，经济的增长主要依靠投资的增长，因此，经济的波动也主要体现在投资的波动上。

**图表8：60年代前半期日本经济短周期波动频繁**


来源：齐鲁证券研究所

**图表9：60年代日本经济的波动主要来自投资**


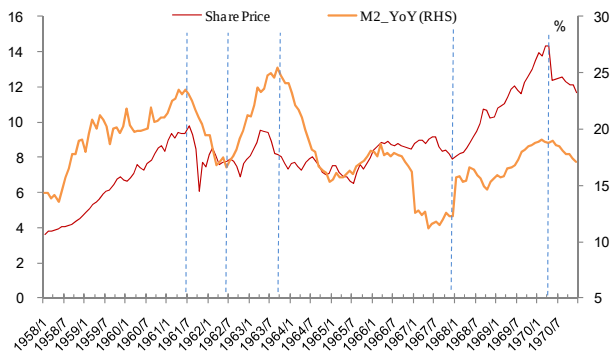
来源：齐鲁证券研究所

## ■ 股市表现

在 1961 年“岩户景气”结束前，日本证券市场一直呈现繁荣的状态。1958 年初，日本的平均股价指数为 471 点，到 1961 年 7 月上涨到 1829 点。然而，日本从 1961 年下半年开始实施金融紧缩政策，导致债券价格急剧下跌，股价在 1961 年末也跌至原来的 2/3。

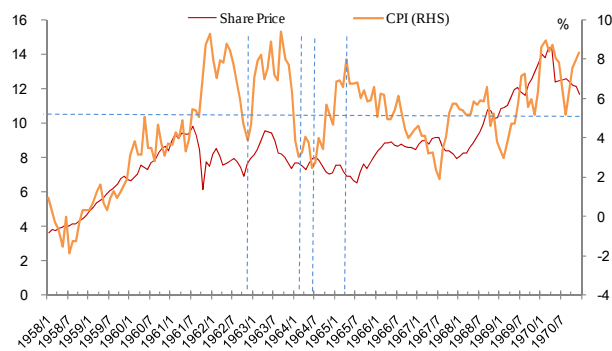
60 年代前半期，频繁的宏观调控导致的经济波动也给日本证券市场带来了负面影响。由于一直存在的通胀压力，60 年代前半期的宏观调控以半年到一年为周期，而股市在 1961 年 7 月达到高点后，在随后的 7 年中都在这个高点下波动，直到 1968 年 8 月才突破 1961 年 7 月的高点。1967 年 11 月，日本股市开始真正的上涨，尽管这时的通胀水平仍在 5% 以上，但通胀压力在减弱；同时，货币政策开始宽松，特别是货币供应量增速开始了持续的回升，我们认为这是股市上升的一个必备条件。

图表 10：频繁的宏观调控压制股市表现



来源：齐鲁证券研究所

图表 11：高通胀压力下股市难有好的表现



来源：齐鲁证券研究所

## 轻度滞胀时期

美国（1968~1973）：

### ■ 政策变化

自肯尼迪政府时期起，美国就一直推行“充分就业预算”为主导的财政政策，经济增长率虽有所提高，但税收却并未像这种政策的设计者所预料的那样同步增长，结果到 60 年代下半期，财政收支矛盾扩大了，无力支持越南战争和约翰逊的“伟大社会计划”。

配合积极财政的增长性货币政策带来了日益上升的通胀压力，为了控制通胀，美联储采用提高贴现率等紧缩性货币政策又带来了经济衰退的局面，1967 年的 GDP 增长率仅为 2.5%。

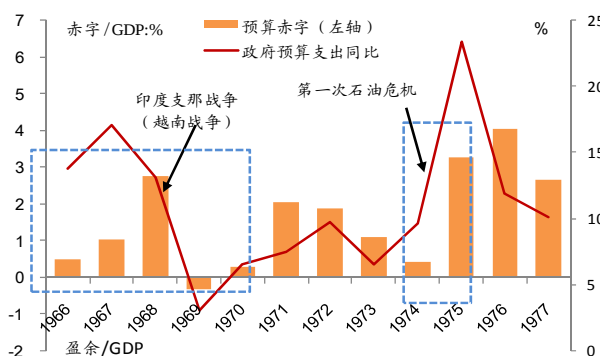
为了摆脱短暂的经济衰退，1968 年开始采用以公开大量买进国库券和降低贴现率为主要手段的扩张性货币政策刺激经济增长（这是最早的量化宽松），使得 1968~1969 年平均的 GDP 增长率达到 3.95%。但是，由于财政支出迅速扩大，宽松的货币政策加之宽松的财政政策导致通货膨胀率不断上升，从 1965 年的 2-3% 升至 1969 年的 5.6%。这是美国“轻度滞胀期”的开始。

面对通货膨胀的压力，美联储采取紧缩的货币政策，提高银行定期存款

的最高限制利率，几次提高贴现率，市场利率持续上升。货币政策的紧缩过度又引起信贷紧张、经济增长有所下降和失业率上升，但物价并没有降低。1969 年尼克松执政后，又采取提高贴现率、紧缩银根的政策，结果不但没能降低日益高涨的通胀率，反而又导致了更为严重的经济衰退与国际收支逆差，失业率也上升到更高的水平，美国陷入了“滞胀”的泥潭。

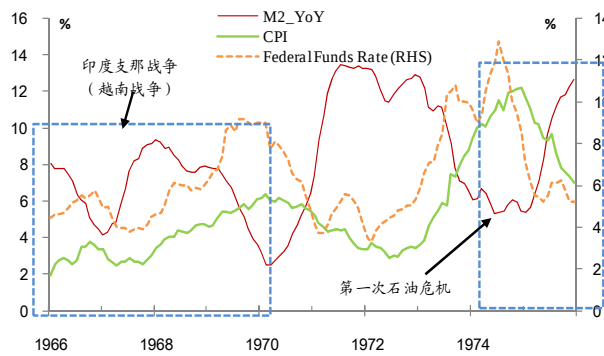
1970 年，伯恩斯出任美联储主席不久后就宣布以货币总量为供给目标，但是实际上却是以联邦基金利率为最终目标。如果联邦基金利率高于或低于目标区间，就通过调整货币供应量的手法将联邦基金利率保持在目标区间内。由于货币需求与预期长期真实利率相关，在不断升高的通胀预期下，把名义利率维持在一个目标区间内只会增加货币需求。因此，美联储的货币政策没有能够帮助经济增长，反而由于货币供应量过大，不断的推高了通货膨胀。

图表 12：积极财政政策带来了日益增长的财政赤字



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：货币超发从 70 年代初就已经开始

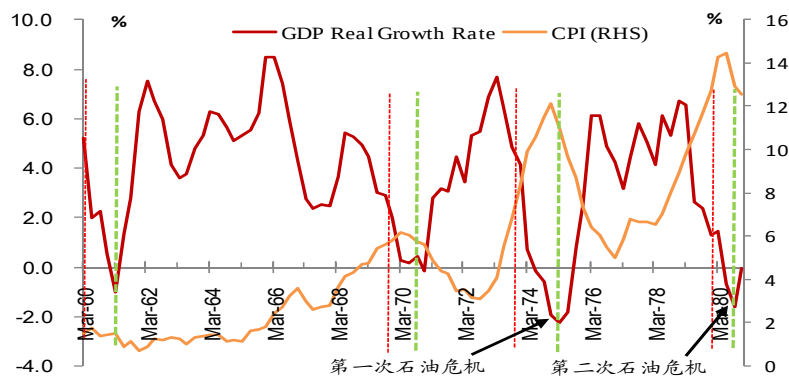


来源：齐鲁证券研究所

## 经济表现

美国“轻度滞胀期”的经济波动频繁，实际上这是轻度滞胀期的主要特征之一。因为滞胀一般发生在货币超额投放之后，经济增长的过程中总是伴随着通胀压力，通胀压力也总会引来调控和紧缩。

图表 14：60 年代末 70 年代初，美国经济频繁波动



来源：齐鲁证券研究所

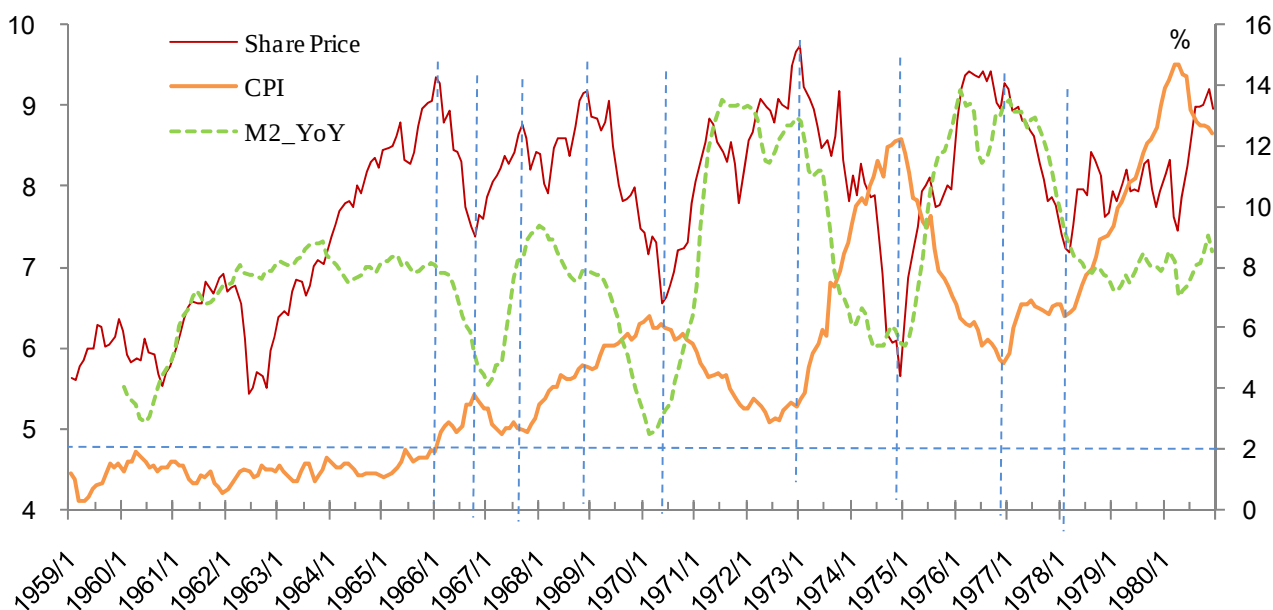
### ■ 股市表现

美国轻度滞胀期的股市表现平庸，尽管股市也有上涨，但其涨幅远低于同期工业产出的对应的股市增幅。股市从1966年的最低点到1973年的最高点的涨幅是32%，同期真实工业产出的增幅为32.9%，这和“黄金时代”的股市涨幅不可同日而语。实际上，第一次石油冲击使得股市随后出现了大跌，最低点甚至低于1966年的低点。尽管从1970年5月份开始了约30%的涨幅，但这是在货币发行大幅增加的背景下实现的，而过量信贷投放随后带来的通胀压力以及“第一次石油危机”冲击又吞噬掉了这个涨幅。

轻度滞胀期的另一个重要的特点是，CPI决定了股市的拐点。美国股指从1966年1月的高点下跌的主要原因是当月的通胀水平超过了2%的目标通胀水平，从而引发了货币紧缩；而股指在1966年8月从低点回升也是因为CPI在当月见顶，并开始回落；在通胀再次从底部回升的时候，股市也出现了回调，而真正的回落发生在货币政策紧缩加剧的时候；下一次的股市反弹也是发生在通胀见顶及货币政策宽松之时。

因此，这一连串的波动都说明，通胀水平是轻度滞胀期股市波动的重要参考指标。

图表 15：轻度滞胀期，CPI 决定了股市的拐点



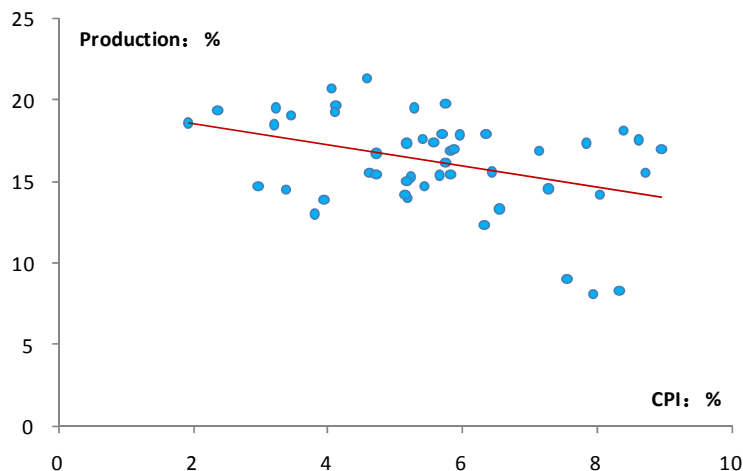
来源：齐鲁证券研究所

### 日本（1962~1965，1971~1973）:

按照我们对轻度滞胀的定义，日本有两个时期属于轻度滞胀期，1962~1965 和 1971~1973 年，这两段时期，产出和通胀的正关系都被打乱，而且均具备轻度滞胀期的基本特征：过量信贷投放、持续的通胀压力、频繁的宏观调控和经济波动。上文对 1962~1965 年有过较详细

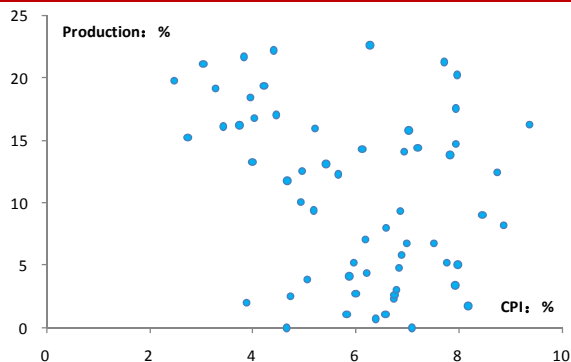
的介绍，本段将主要论述 1971~1973 年的经济波动和股市波动。

**图表 16：1967~1970 的产出和通胀符合菲利普斯曲线描述的关系**



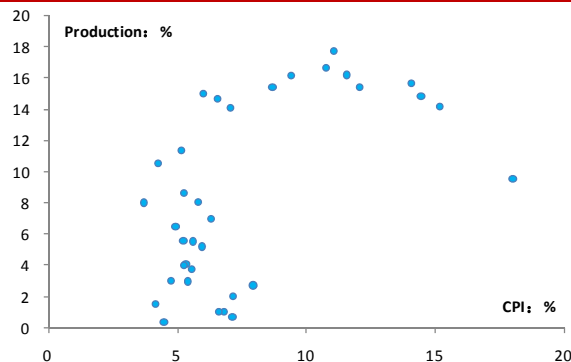
来源：齐鲁证券研究所

**图表 17：1962~1966 的产出和通胀**



来源：齐鲁证券研究所

**图表 18：1971~1973 的产出和通胀**



来源：齐鲁证券研究所

## ■ 政策变化

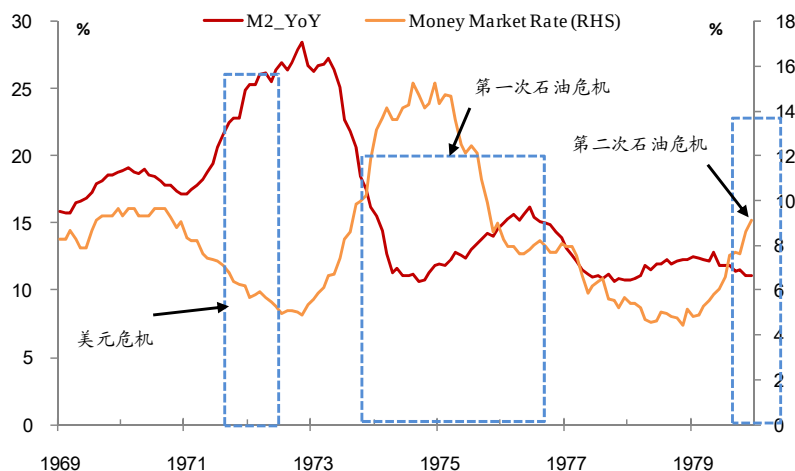
与美国类似，日本进入 70 年代后也开始了极度宽松的货币政策，但起因并不是货币政策中间目标的改变，而是“尼克松冲击（美元危机）”带来的货币被动投放。

日本时间 1971 年 8 月 16 日上午 10 时，美国总统尼克松公布了旨在保护美元的政策。日本政府在外汇市场投入 39 亿美元进行干预。但到 11 月，日元汇率从原来的 1 美元兑换 360 日元一下子升到 1 美元兑换 308 日元，升幅达 14.14%。由于担心经济衰退，日本政府实施了大幅度扩大财政和放宽金融的措施，结果货币供应量在 1971 年下半年以后增加了 20%，从而大大增加了市场的流动性。

出于日元升值引起经济衰退的担忧，日本银行迟迟未采取紧缩的货币政策，直到 1973 年 1 月才开始提高存款准备金率，1973 年 4 月提高再贴现率。1973 年 10 月石油危机爆发，更加剧了通货膨胀压力，虽然 12 月日本银行大幅上调再贴现率，但由于货币政策的时滞效应，生产部门

和建设部门仍然持续了高达 30% 以上的通货膨胀。

**图表 19：日本 20 世纪 70 年代初的货币供应增速创下历史高位**



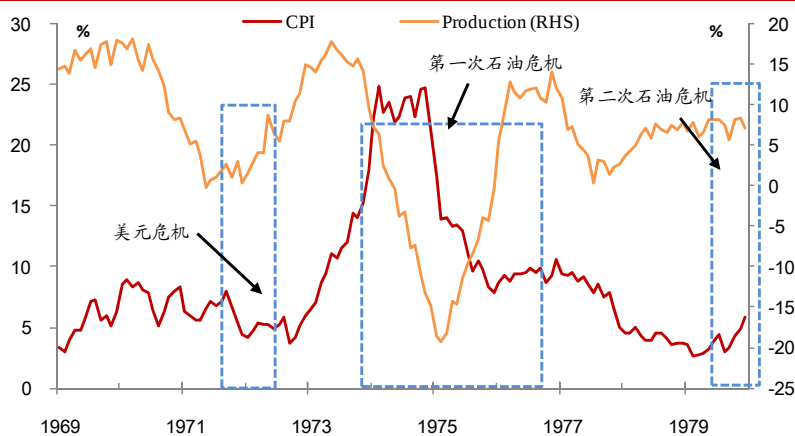
来源：齐鲁证券研究所

#### ■ 经济表现

上世纪 60 年代末，日本的经济出现过热和巨额的经常项目贸易顺差。面对美国要求日元升值的压力，日本开始时拒绝升值，对本国实施紧缩的货币政策，这导致了产出的收缩；同时，日本加快金融自由化步伐，并采取多种措施鼓励资本外流，并促进商品和劳务进口，但“尼克松冲击”后这种努力还是没有阻止日元升值。出于对日元升值对本国竞争力负面影响的担心，日本采取了扩张性的财政政策和货币政策，结果导致了货币的超发。

在货币大量发行的背景下，尽管产出也从之前的收缩中复苏，但很快出现了巨大的通胀压力，“第一次石油危机”冲击加剧了通胀压力，并直接导致了强烈紧缩政策的出台，以及随后剧烈的经济调整。

**图表 20：过度宽松货币政策下的复苏总会伴随着巨大的通胀压力**



来源：齐鲁证券研究所

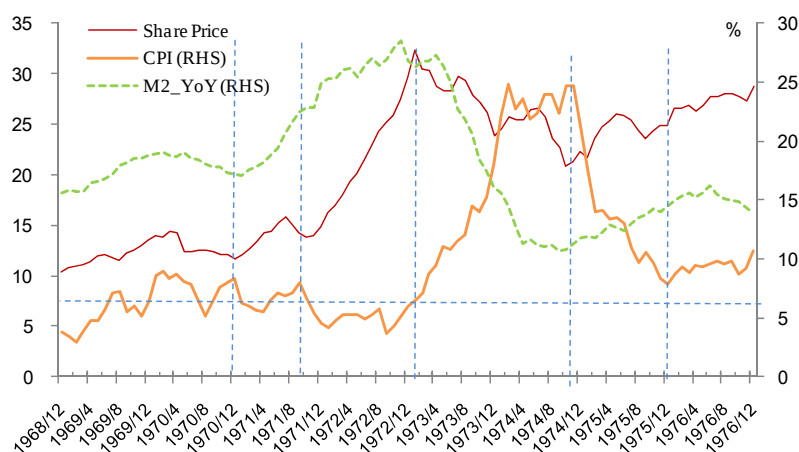
## ■ 股市表现

由于货币大量发行，股市因流动性的推动而出现了较大的涨幅。同时，企业参与二级市场投资也推高了股价。1972年6月，田中内阁出台了《日本列岛改造论》，打造工业中心城市并完善其铁路交通基础设施；“日本列岛改造”热潮导致企业投资异常活跃，企业持有流动性比率（现金存款/销售额）从1970年末的9%上升至1972年的12%，企业增加的闲余资金流向有价证券和投机性购买土地等投资中，推高了地价和股价飙升。

总体来说，这一段时期的股市波动是和货币供应量相关性较高的时期，因为货币供应量不仅仅是流动性的代表指标，更是推动产出变动的根本力量。

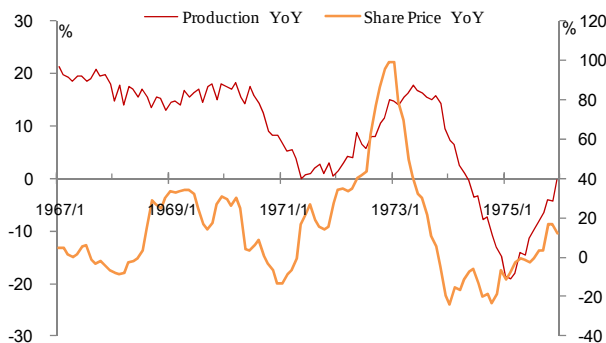
与美国一样，这一段时期的股指波动也由CPI决定。1970年启动的牛市的起点就是通胀的高点，而这一轮牛市的启动也同时伴随着货币供应量的持续增长。牛市的终结出现在货币供应的顶点，同时也是通胀从低点上升并逐渐进入失控区间之时。

**图表 21：与美国轻度滞涨期类似，CPI 决定股市拐点**



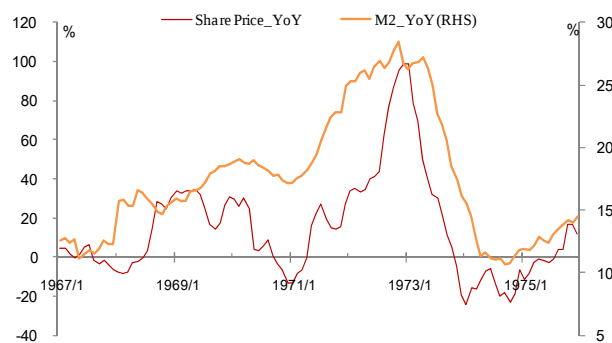
来源：齐鲁证券研究所

**图表 22：股市波动和产出变动**



来源：齐鲁证券研究所

**图表 23：股市的波动取决于货币供应量的波动**



来源：齐鲁证券研究所

## 外部冲击及恶性滞胀时期

### 美国（1974~1982）:

#### ■ 政策变化

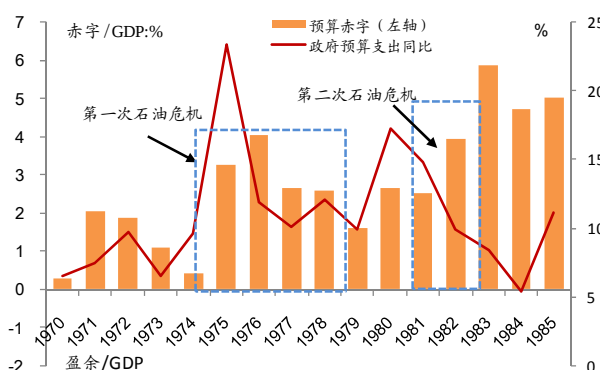
由于错误的政策导致货币大量发行，美国在“第一次石油危机”之前就出现了不断增强的通胀压力以及经济衰退的风险，“滞胀”已经形成，“第一次石油危机”使滞胀问题更加严重。

面对严重“滞胀”的局面，1974年上台的福特总统采取微观税收政策，即通过调整税收结构的方式来试图遏制通胀又缓和经济衰退与增加就业。这种调整方式是提高各种消费税率，降低所得税率，以增加储蓄与投资。然而，这种做法未能削减财政赤字，赤字规模从1973年的47亿美元增至1974年的451亿美元，1975年再度增加至665亿美元。

为了控制通胀，美国货币政策也做出了一些改变。1975年，美联储决定把货币供应量作为货币政策中间目标，并从当年5月起定期公布每年货币总量M1、M2、M3的增长率，这也标志着货币主义正式取代凯恩斯主义成为美国货币政策的主导思想。尽管1974~1975年的货币供应量并不高，但“第一次石油危机”冲击仍然使通胀在这两年中持续上升，而产出则持续下跌。迫于压力，福特总统没干满四年就下台了。

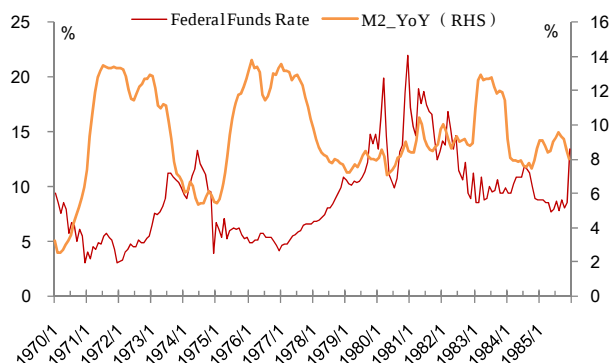
1976年卡特上台后，通胀压力开始有所减弱，因此减少失业就被放在了施政方针的首位，具体措施包括：一是减税以刺激经济上升；二是拨款举办公共服务事业以增加临时工作位置。前一项措施在某种程度上起了积极作用，但却扩大了预算赤字，使1977年的赤字从450亿美元增加到1978年的618亿美元；后一项措施则因拨款不多，以致收效不大。为配合反衰退和减少失业的财政政策，货币供应量在1975年又重新增长，从而加剧了美国依然存在的通货膨胀，以至于1978年又出现“两位数”的通货率。

图表 24：财政政策在两次石油危机期间都保持积极



来源：齐鲁证券研究所

图表 25：货币供应量第一次石油危机时再次超发



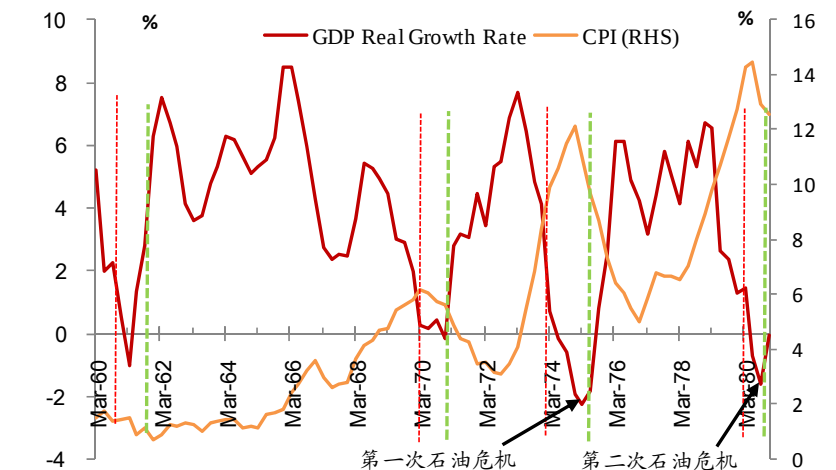
来源：齐鲁证券研究所

#### ■ 经济表现

“第一次石油危机”给经济增长带来了严重的负面冲击，产出的下降趋

势一直持续到 1975 年初，而通胀也在 1974 年底开始回落。卡特上台后推行的减少失业的政策虽然带来了产出的回升，但财政赤字的增加和货币供应量的扩张重新带来了通胀压力的回升。两位数的通胀迫使卡特政府把政策重心重新转向控制通胀，但这不可避免的带来了经济的衰退。

**图表 26：两次石油危机期间的美国经济真实增速并不低**



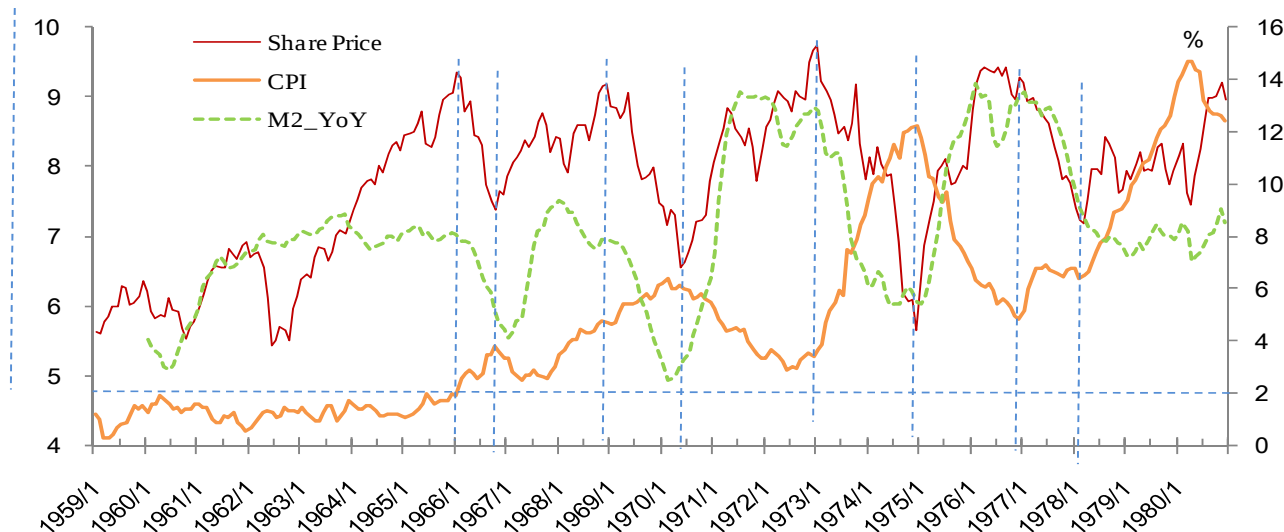
来源：齐鲁证券研究所

#### ■ 股市表现

自从 70 年代初“滞胀”出现以后，整个 70 年代是美国股市“失去的十年”。标普 500 指数 1969 年 5 月 31 日是 104.6，而 1979 年 5 月 31 号的指数为 99.73，同期工业产出的同比增幅为 34.7%。

在严重滞胀期，股市波动的拐点仍然可以用 CPI 来作为判断依据。通胀上升通常意味着紧缩政策的加强，股市总是应声而下；而通胀到达高点后，政策的重心也重新转向刺激增长和减少失业，股市会出现反弹，但这种反弹通常很难突破前期的高点，因为过早的政策转向无法解决滞胀问题，通胀问题又会卷土重来。

**图表 27：上世纪 70 年代是美国股市“失去的十年”**



来源：齐鲁证券研究所

## 滞胀消除时期

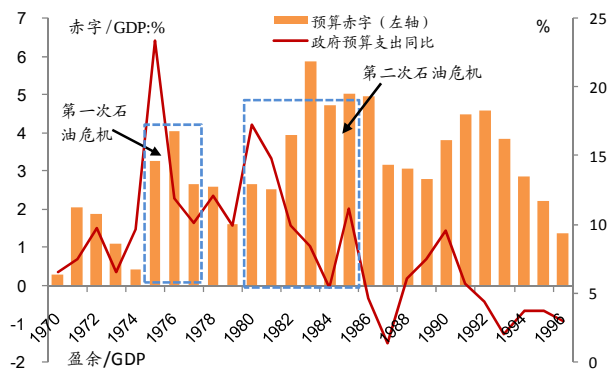
### 美国（1979~1983）:

#### ■ 政策变化

严重的通胀问题使卡特政府不得已在 70 年代末把政策重点转向反通胀方面来。具体的措施是，首先采用紧缩信用的政策，1978 年 5~10 月，联邦储备银行的贴现率从 6.5% 逐步提高到 9.5%，继而提高到 10% 的破记录水平；其次对物价与工资的增长实行自愿性限制，并采取降低减税额度，削减预算中的民用开支措施。但这些措施未能遏制住通货膨胀的势头，直到保罗·沃尔克 1979 年被任命为美联储委员会主席。在沃尔克主持下，开始了美国历史上最严峻的信用紧缩时期。

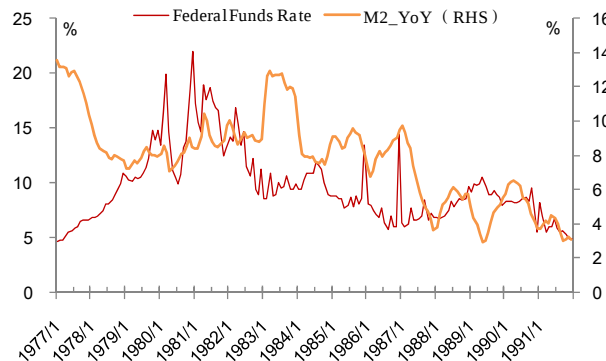
沃尔克认为过量货币投放是美国通胀高企的真正原因，因此他决定让美联储不再投票决定基准利率，转而直接制定美国货币供应量目标，经由市场，由货币供应量的变化决定利率的变化。1980~1982 年，联邦基金利率最高达到过 19.1%，商业银行贴现率达到 21.5%，更重要的是，货币供应量（M2）回到低于 10% 以下的正常水平。在严厉的货币供应量控制和超高的利率水平下，美国的通胀率迅速回落，美国通胀率在 1981 年降为 6.5%，到 1983 年又降到 4% 以下。

图表 28：美国的财政政策在石油危机期间持续积极



来源：齐鲁证券研究所

图表 29：沃尔克时期是美史上最严峻信用紧缩时期



来源：齐鲁证券研究所

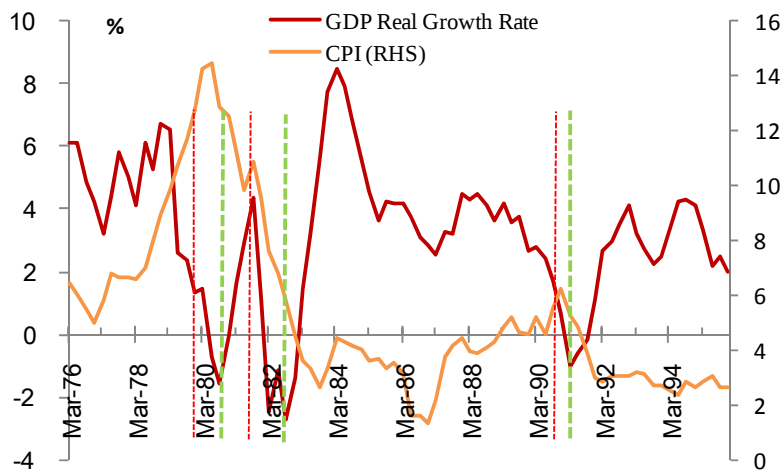
#### ■ 经济表现

**控制通胀不可避免的会以牺牲经济增长为代价。**严厉的紧缩政策推高了利率，虽然抑制了投机，但也抑制了投资，特别是受卡特政府影响而推出的消费信贷紧缩导致消费市场一蹶不振，引发了 1979 年 4 月开始的第二次世界大战后的第七次经济危机，这次衰退被称为“沃尔克衰退”。经济下降后，沃尔克又做了一次反向操作，急忙放松信贷控制，联邦基金利率在 3 个月的时间里从 20% 下降到 8%。尽管随后经济出现了短暂的回升，但通胀压力又重新增加，滞胀问题仍没有解决。

**滞胀真正解决是在里根时代。**里根给予美联储决策的独立性，这使得沃尔克能继续实施紧缩的货币政策。在里根上台后的 1982 年 11 月，美国

经济开始真正复苏，通货膨胀率也同时下降到 3.4%，1983 年 GNP 的实际增长率稳定在 3% 上下的水平，而通货膨胀率也稳定在 3%~4% 的幅度，失业率 8 年来呈逐步缓降的趋势。

**图表 30：“滞胀”问题在里根时期最终得到解决**

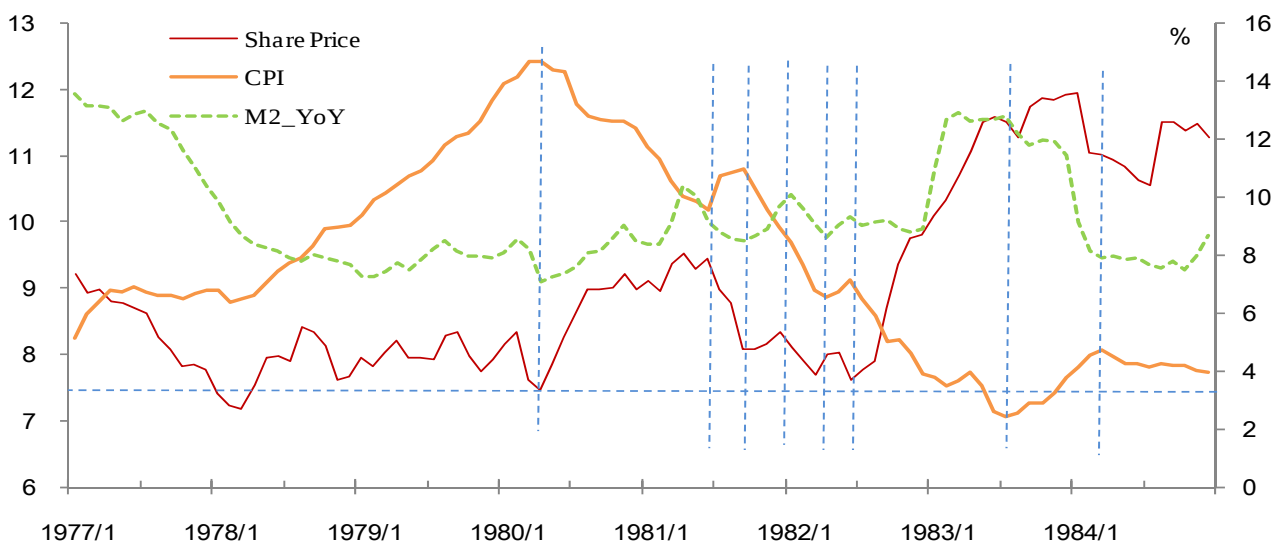


来源：齐鲁证券研究所

#### ■ 股市表现

最终解决滞胀问题需要极度紧缩的货币政策，而且必须以经济的深度衰退为代价，直到通胀受控。在这段时间，股市的表现非常一般；在通胀真正受控之前，CPI 波动仍然是股市波动的主要参考指标。当通胀最终受控后，经济开始步入正常发展轨道，而股市也会开始持续的上涨，这种上涨的主要原因是反映滞胀时期的经济增长，因此与同时期的货币政策和经济表现的相关性就不是那么大了。

**图表 31：在通胀受控前，CPI 仍是判断股市波动的主要指标**



来源：齐鲁证券研究所

## 中国：轻度滞胀时期

### 中国正处于轻度滞胀时期

#### ■ 原因 1：长期的积极财政政策

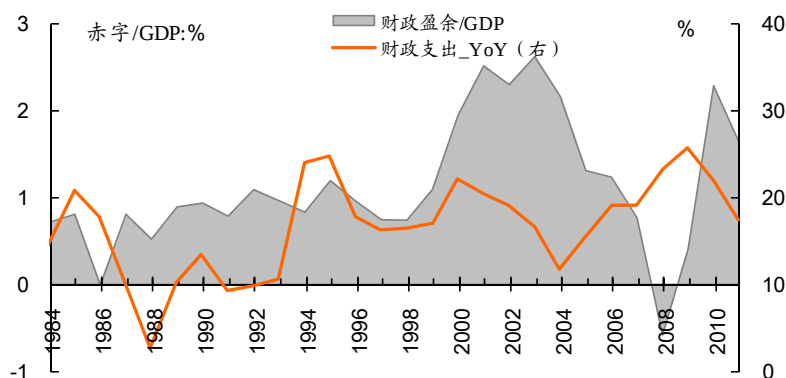
根据日美的经历，在“滞胀”之前都有过长期实施积极财政政策的经历，而财政刺激一直是中国经济的“传统”。上世纪 90 年代以来，中国已经经历过两次资本支出周期，而经济每次启动都是依靠政府积极财政政策的推动。

1988~1993 年，中国的财政支出增速在 10% 左右徘徊。1994 年开始，财政支出增速迅速上升到 24%，并在 1995 年得到了延续。两年的财政刺激迅速见到了效果，中国的经济增速也在这两年取得了高速增长，但也付出了高通胀的代价。政策重新转向紧缩，而“亚洲金融危机”的爆发延缓了中国经济复苏的步伐。

1998 年以后，财政刺激的力度逐渐增加，财政支出同比逐年走高，财政赤字占 GDP 的比重也大幅提升，中国经济在 2000 年正式摆脱“亚洲金融危机”的阴影。

“次贷危机”后，中国再次祭出财政刺激的大旗，2008 年财政支出同比增长 25.7%，2009 年也增长高达 21.9%。

**图表 32：积极的财政政策是中国经济的“传统”**



来源：齐鲁证券研究所

#### ■ 原因 2：宽松的货币政策

凯恩斯主义的货币政策通常意味着货币供应量的被动投放，财政刺激总是会伴随着货币供应量的增加。1999~2003 年的积极财政政策让中国摆脱亚洲金融危机的阴影，但货币供应量也达到阶段性的新高，2003 年的货币供应量增长 19.6%。2005~2007 年的货币供应量增速虽然低于 2003 年，但均接近 18%，仍然不低。

货币扩张是通胀的主要推动力。2002 年开始的货币扩张带来了通胀压力的上升，2004 年的通胀率（CPI）超过了 5%。2006~2008 年接近 18%

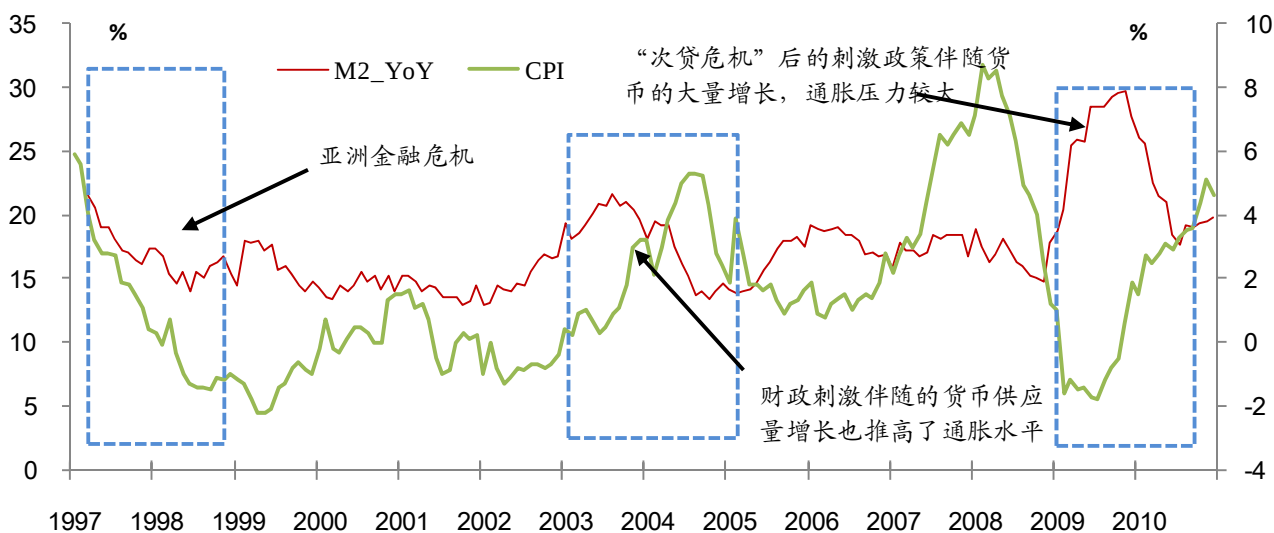
的 M2 增速也带来了 8% 的通胀率。

■ 原因 3: 超量货币投放带来的长期通胀压力是轻度滞胀期的主要特征

“次贷危机”冲击引发的对可能出现的衰退的担忧是货币超量投放的根本原因。过量的信贷投放有利有弊，好的方面是，大量的信贷之所以能放得出去，表明需要还是存在的，经济没有出现衰退以及伴随出现的“流动性陷阱”，但这也是弊之所在，即大量的信贷随即刺激了需求和生产，而过量的信贷将成为助推通胀的“东风”，这也是我们现在我们所面临的问题。

根据日美的经历，大量的信贷投放之后，由于迅速上升的通胀压力常伴随需求恢复，因此此后的经济会出现的频繁的宏观调控与波动，这也是“轻度滞胀期”的主要特点。反观我们“次贷危机”之后的经济运行特点，频繁的调控和经济波动正是这一段时期我国经济的主要特点。

**图表 33: 积极财政政策伴随着的货币大量投放是通胀的主要推动力**



来源：齐鲁证券研究所

### 轻度滞胀期的经济波动频繁

■ 政策变化

根据我们前一篇专题报告《滞胀的风险和紧缩的必然》研究的成果，为了防止经济陷入“严重滞胀”，过量信贷投放之后的货币政策必须以紧缩为主，任何形式的导致货币供应量增速变快的行为都会带来需求的扩张和通胀压力的迅速回升。因此，我们预计，在经济增长消化掉 2009~2010 年过量的货币投放之前，我们的政策组合将会以偏紧的货币政策和中性偏积极的财政政策为主。

对中性偏积极的财政政策的判断基于我们对中国经济结构转型的理解，即正在实施的“收入倍增计划”。对低收入者的转移支付增加、对社会保障制度和体系的完善、对新兴产业的政策引导等都需要积极财政政策的支持，而对落后产业的限制也给政府对需要政策支持领域投资留出一定的空间，我们认为这一领域就是房地产市场，具体的细节我们将在另

一篇专题报告中详细论述。

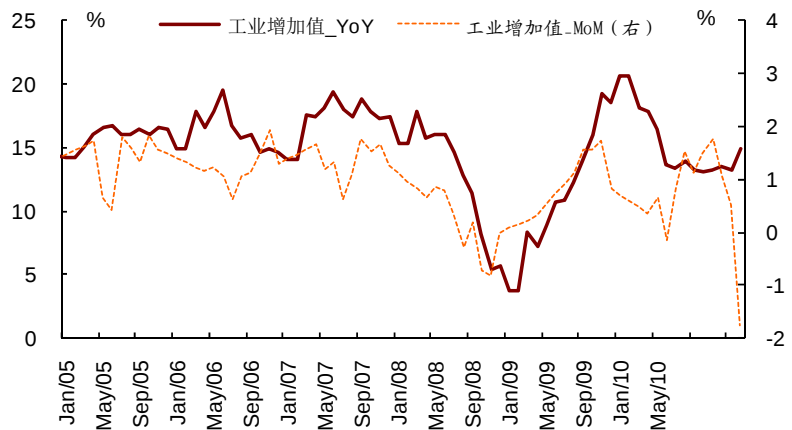
#### ■ 经济预测

“次贷危机”冲击后，中国经济的环比增速的波动周期缩短为一年。工业增加值环比在 2008 年 11 月达到低点后开始反弹，在 2009 年 11 月达到高点，历时 1 年；环比增速再经历 6 个月在 2010 年 6 月份达到低点，再经历 5 个月环比增速与 2010 年 11 月达到高点，目前增速在向下的趋势中。

产出的同比增速略滞后于环比增速 3 个月左右，产出同比增速在“次贷危机”冲击后的 2009 年 1~2 月达到低点，在一年后的 2010 年 1~2 月达到高点，此后回落趋势延续到 2010 年 10 月份，目前仍处于回升趋势中，但根据环比增速的变化来判断，产出同比增速的下降趋势将从 2011 年 3 月或 4 月开始。

我们预期，消化 2009~2010 年超量货币发行需要大概 3 年左右的时间，在这三年里，经济仍将延续之前频繁波动的特点，而波动周期可能仍然会是 1 年左右。

**图表 34：产出的波动周期明显缩短**



来源：齐鲁证券研究所

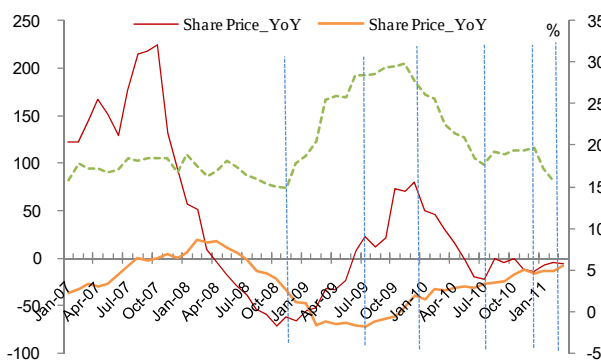
#### 股市波动的拐点由 CPI 决定

##### ■ CPI 可作为股市短期波动的重要补充指标

在专题报告《股市晴雨表》中，我们已经论述过，当货币政策中间变量盯住货币供应量时，可以通过 M2 增速判断股市拐点。当经济处于轻度滞涨期时，宏观调控可能一直是偏紧的状态，而经济波动的频率大幅增加，那么股市波动的也更加频繁。根据日美的经验，我们可以在 M2 判断大拐点之后用 CPI 来辅助判断股市的短期波动。

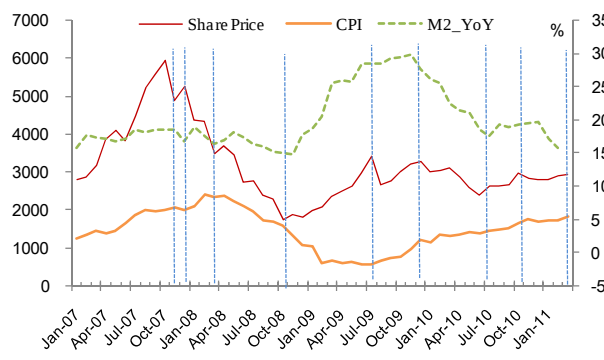
**2007 年以来，在用 M2 增速确定股市的大拐点之后，股市短期的波动大都可以和 CPI 的变化联系起来。**2008 年 10 月股市开始反转后的第一个拐点就出现在通胀开始从底部回升的时候（2009 年 7 月），而第二个拐点则发生于货币政策正式转向紧缩的 2009 年 12 月；第三个波动的转折点发生于 2010 年 6 月份，这是货币政策由上半年的偏紧转向偏松带来的，而通胀超预期上涨的 2010 年 11 月则是又一个股市反弹结束的时点。

图表 35: M2 增速决定股市波动拐点



来源: 齐鲁证券研究所

图表 36: CPI 可作为股市短期波动的重要补充指标



来源: 齐鲁证券研究所

### ■ CPI 的判断

《股市晴雨表》的研究结论是,在货币政策转向(M2 增速逆转)之前,股市的反弹是不可持续的,那么用 CPI 得出的判断结果是不是也和这个是一致的呢?根据我们对日美股市和 CPI 在轻度滞涨期的关系,这个问题的答案就落在目前 CPI 的上升趋势何时可以见顶上。

#### 方式一: 环比推测同比

各种历史经验已经表明,在通胀超过温和区间并持续上行时,货币政策的重心必须围绕通胀一个目标。虽然本轮加息周期已经表明央行对抗通胀的决心要高于以往,但春节以后仍然出现了政策的摇摆,紧缩政策(加息和调准备金率)推出的时点均略晚于我们的预期。政策的摇摆反映了政策制定当局将维持经济稳定过早的纳入了政策制定的参考体系。政策目标模糊带来的后果将是通胀的高点可能延后出现,而峰值也比我们之前预期的要高。

根据目前的调控节奏,若紧缩政策不出现更大力度(如连续加息及严格紧缩信贷),那么通胀环比不会出现快速下行,而只会出现缓慢下行,通胀高点最早会出现在 6 月份。

图表 37: 2011 年 CPI 预测

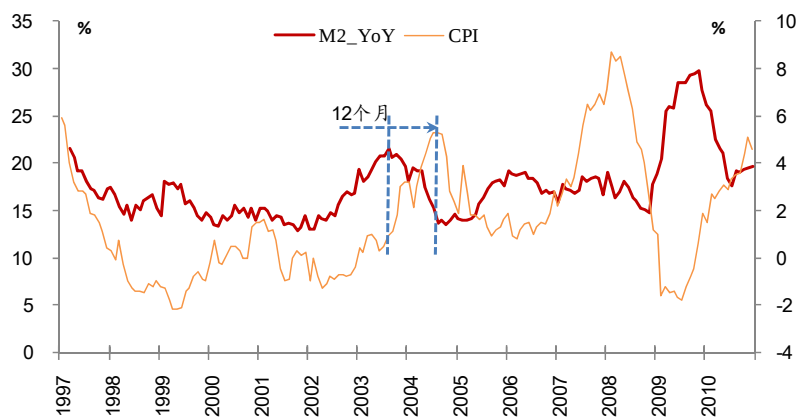
|        | CPI_YoY | CPI_MoM | 翘尾因素 | 新涨价因素 | CPI_季度 | CPI_全年 |
|--------|---------|---------|------|-------|--------|--------|
| Jan-11 | 4.9     | 0.212   | 3.1  | 1.8   |        |        |
| Feb-11 | 4.9     | 0.435   | 1.9  | 3.0   |        |        |
| Mar-11 | 5.4     | 0.559   | 2.6  | 2.8   | 5.1    |        |
| Apr-11 | 5.5     | 0.399   | 2.4  | 3.1   |        |        |
| May-11 | 5.5     | 0.288   | 2.5  | 3.0   |        |        |
| Jun-11 | 5.6     | 0.187   | 3.1  | 2.5   | 5.5    |        |
| Jul-11 | 5.5     | 0.159   | 2.7  | 2.8   |        |        |
| Aug-11 | 5.1     | 0.123   | 2.1  | 3.0   |        |        |
| Sep-11 | 4.9     | 0.221   | 1.5  | 3.4   | 5.2    |        |
| Oct-11 | 4.1     | 0.332   | 0.8  | 3.3   |        |        |
| Nov-11 | 3.6     | 0.539   | 0.3  | 3.3   |        |        |
| Dec-11 | 3.8     | 0.425   | 0.0  | 3.8   | 3.8    | 4.9    |

来源: 齐鲁证券研究所

### 方式二：货币供应领先 CPI 时间

弗里德曼说过，“通胀归根结底是一种货币现象”，这在中国的经济中也得到了完美的体现。在正常的经济周期中，CPI 的高点通胀之后货币供应同比增速的高点一年左右。“次贷危机”后的信贷投放同比高点出现在 2009 年 11 月份，按照正常的对应关系，高点应该出现在 2010 年 11 月前后，但由于去年下半年信贷松的过快，通胀高点延后出现。

**图表 38：货币供应量领先 CPI 一年左右**

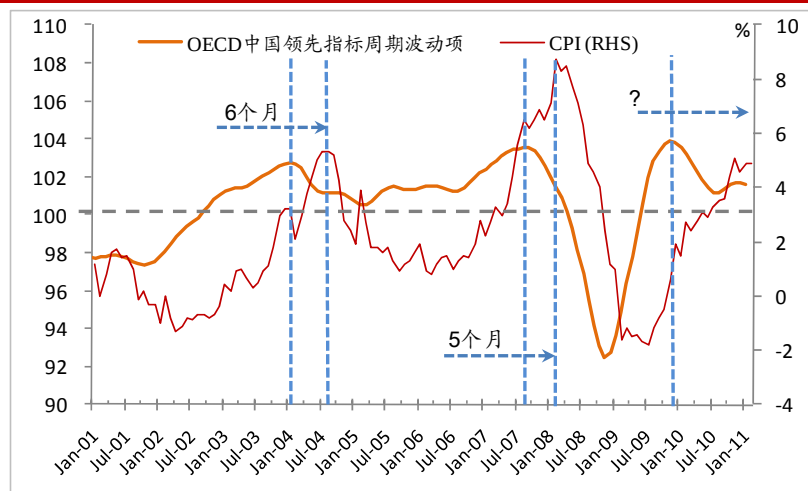


来源：齐鲁证券研究所

### 方式三：OECD 领先指标领先 CPI 时间

OECD 中国领先指标波动项与 CPI 的也比较一致，OECD 中国领先指标波动项高点通常领先 CPI 高点半年左右。OECD 中国领先指标波动项在 2009 年 11 月份达到“次贷危机”后的高点，但 CPI 高点却迟迟未能出现。

**图表 39：OECD 领先指标领先 CPI 半年左右**



来源：齐鲁证券研究所

**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机:13641659577  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308