

滞胀周期与股市风格研究

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

王志萍

· 从业资格编号 F3071895

· 投资咨询编号 Z0015287

邮箱: wangzhiping@jinxinqh.com

内容提要

滞胀周期是高失业率、高通胀以及经济增长放缓并存的宏观环境。相比其它经济周期而言,滞胀周期在历史上较为罕见,但是一旦产生滞胀,其持续时间一般较长,并且会对市场环境和资产价格表现有很大影响。

1970年代,美国、日本和欧洲等主要发达经济体陷入了长达10年的滞胀期。70年代开始,美国的经济繁荣开始落下帷幕,经济增长出现停滞状态,工业生产不断下降,能源价格和大宗商品价格上涨导致严重通货膨胀。从产业角度,滞胀时期美国各产业表现不一。美国工业生产经历了长时间的下降,传统产业竞争力衰退,滞胀对私人投资造成负面影响,经济增长停滞,各产业表现出两极分化。

从股票市场角度,70年代滞胀时期美国股票市场表现欠佳,在经济下行、通胀上升的环境下,板块的走势还是与当时的行业景气度密切相关:消费股由占优到陨落,美股风格轮动由大盘股向小盘股转向;周期股表现分化;金融股相对抗跌;科技股势不可挡。

日本的滞胀期主要发生在70年代,但相比美国而言,日本滞胀期的持续时间相对较短。1973年石油危机使得日本出现高通胀,日本提高贷款利率并紧缩信贷,日本股市由此震荡下跌。以大盘蓝筹股为中心的股票反复出现上涨下跌行情,交易量萎缩,不过日本及德国股市在滞胀期整体跑赢美国等进口国。日本经济的快速回落使得金融地产、零售、卫生保健、能源行业的市值占比下降。而受益于日本经济转型,精密仪器、食品、橡胶、科技和电信等优势行业相对日经225取得显著超额收益,而纺织服装、地产和航运表现则明显弱于市场。这一时期,石油煤炭表现相对较好,信息通讯业在滞胀期间呈现先跌后涨。日本滞胀期间,小盘股相对抗跌。

对比70年代全球经济与当前全球经济状况来看,70年代主要发达国家进入了典型的滞胀期,经济增长以及通胀水平平均比较符合滞胀特征,特别是美国70年代的两次滞胀是需求强劲、供给不足等因素共振的结果。但是当前全球经济还不完全符合滞胀特征,一方面,全球经济并且完全进入衰退期,并且未来美国在地产、基建和新产业政策的推动下,美国经济持续衰退的概率比较低,同时从年龄结构和收入结构来看,当前美国的需求强度明显弱于70年代;另一方面,全球通胀相对比较温和,并不具备高通胀环境。

从风格上来看,2021年以来,受益于国际能源价格大涨,美国传统能源板块抢眼,而新能源板块持续强势;在经济措施和低利率的双重刺激下,美国房地产异常火爆,房价飙升,房地产板块表现不俗;必需消费品和公共事业表现较弱。2021年中国A股偏向于周期风格。



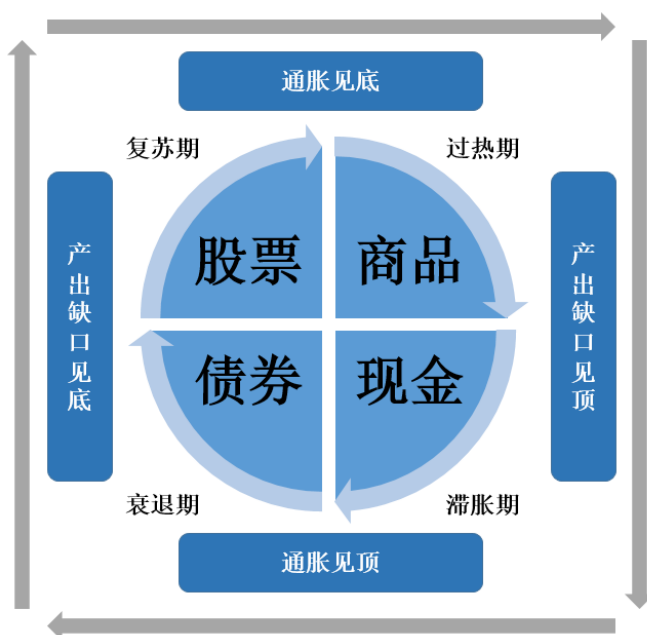
一、滞胀定义及滞胀周期

美林投资时钟作为主流的大类资产配置框架，其由产出缺口和通胀两个指标，将经济周期划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段，经济依次沿“衰退—复苏—过热—滞胀”循环，对应适宜投资的资产分别为债券、股票、大宗商品和现金四类。相比其它经济周期而言，滞胀周期在历史上较为罕见，但是一旦产生滞胀，其持续时间一般较长，并且会对市场环境和资产价格表现有很大影响。

滞胀周期是高失业率、高通胀以及经济增长放缓并存的宏观环境。滞胀期主要特征是经济下行，产出缺口恶化，通胀大幅上行，其后果是经济发展的下降和出现严重危机现象，滞胀环境下实体经济需求不振，但央行面临的约束更大，一般难以放松货币政策，对应“紧货币+紧信用”。

二战以来，美国、日本和欧洲均出现过滞胀期，特别是70年代两次“石油危机”对全球经济和政治格局产生了深远的影响，欧美主要国家进入滞胀期。80年代末巴西、墨西哥经历了恶性滞胀，90年代韩国和台湾经历了“类滞胀”，而我国也同样经历过。

图表 1：美林时钟



资料来源：美林、金信期货优财研究院

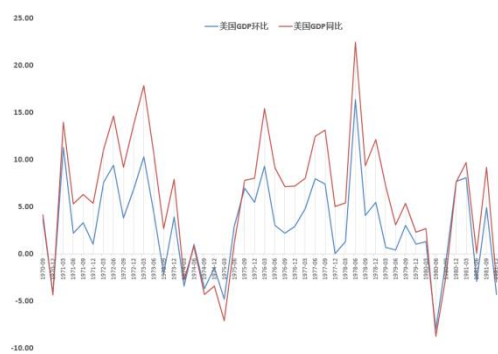
二、美国滞胀周期

1970 年代，美国、日本和欧洲等主要发达经济体陷入了长达 10 年的滞胀期。70 年代，国际原油价格呈现明显的“阶梯式”上涨，特别中在 1973 年和 1979 年两次石油危机期间，原油价格大幅脉冲式上涨，同时工业金属、贵金属等各类大宗商品价格也都有明显涨幅，各类生产要素价格暴涨，从而导致全球性的持续通货膨胀。同时，全球的工业化国家进入经济衰退时期。

1. 滞胀期美国经济表现

70 年代开始，美国的经济繁荣开始落下帷幕，经济增长出现停滞状态，工业生产不断下降，能源价格和大宗商品价格上涨导致严重通货膨胀。1970-1982 年期间，美国 GDP 同比增速均值为 2.5%，远低于其它国家，并且美国 CPI 年均涨幅达 8.7%，美国经济表现出明显滞胀特征，特别是两次石油危机期间，美国经济出现明显衰退，CPI 食品分项和能源分项大幅上行，美国贸易出现逆差。以德国和日本为代表的制造业出口强国对美元普遍升值，而美元指数整体大幅下跌。

图表 2 70 年代美国经济增速下滑



图表 3 70 年代美国失业率持续攀升



资料来源：Wind，金信期货优财研究院 资料来源：Wind，金信期货优财研究院

1969-1981 年间，美国滞胀期主要集中在三个阶段，分别是 1969-1971 年、1973-1975 年、1978-1980 年，这三个阶段美国经济基本都在谷底，而通胀处于较高水平，属于典型的滞胀周期。

第一阶段：1969-1971 年

70 年代初期，第一次石油危机和全球性粮食紧缺导致经济陷入滞胀，外部的供给冲击造成了基础资料价格快速上涨，同时失业率高居不下，美国财政赤字大幅增加，美国经济大幅下行，GDP 环比在 1970 年下滑至-4.2%，失业率由 1969 年的 3.5% 上升至 1971 年的 6.1%，美国出现了自 1890 年以来的首次商品贸易逆差；

第二阶段：1973-1975 年

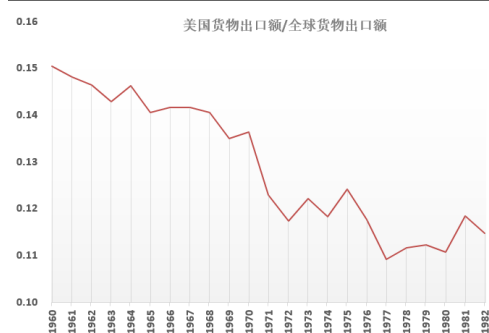
1973 年开始，美元危机再度爆发，美元加速贬值，第四次中东战争爆发推动石油价格飙升，叠加全球粮食危机，美国通货膨胀有增无减，政府放松货币控制进一步推升通胀水平，美联储为了抑制通胀不得保持较高的利率水平，美国发生了严重的滞胀危机，美国 GDP 环比在 1975 年下滑至-4.8%，失业率在 1975 年进一步上升至 8.6%，1974 年美国工业生产下降 14%；

第三阶段：1978-1980 年

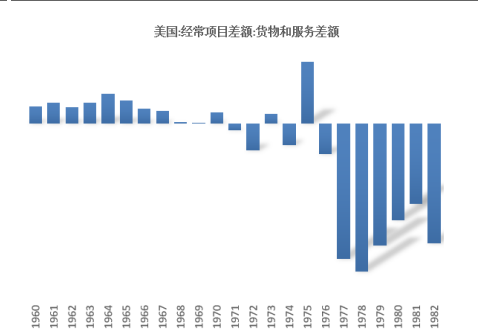
1978 年再次出现世界粮食短缺，随后 1979 年，第二次石油危机爆发，美国通胀问题更加突出，消费者价格指数大幅上涨，通胀率突破 1974 年高点，经济增速在 1982 年下滑至 6.1%，失业率达到了 10% 以上，经济停滞与通货膨胀并存，美债收益率上升至 15%，美股大幅下跌。

1979 年沃尔克上台后采取了紧缩货币政策，大幅压低需求以此遏制高通胀，叠加里根政府供给侧改革、科技进步，使得美国走出滞胀周期。在此阶段，科技创新浪潮带动纳斯达克指数出现较大涨幅。

图表 4 70 年代美国出口份额大幅下降



图表 5 70 年代美国出现贸易逆差



资料来源：Wind，金信期货优财研究院

资料来源：Wind，金信期货优财研究院

2. 滞胀期美国各产业表现

从产业角度，滞胀时期美国各产业表现不一。美国工业生产经历了长时间的下降，传统产业竞争力衰退，滞胀对私人投资造成负面影响，经济增长停滞，各产业表现出两极分化：制造业、交运仓储、建筑、零售等行业基本处于停滞状态；增长最强劲的行业是采掘业、农林牧渔、金融服务业、公用事业，平均年增速超过 10%。

(1) **制造业**。能源危机对美国传统制造业造成巨大冲击，钢铁和汽车出现不同程度衰退。特别是在日本和德国的挑战下，美国制造业在世界范围内的地位有所下降，竞争力明显减弱，同时美国就业从制造业不断向服务业迁移。随后在 1980 年，美国制造业增加值在 GDP 中的占比首次被金融、房地产与专业服务超过。

(2) **金融业**。70 年代，美国开启利率市场化改革，金融业行业增加值占美国 GDP 比重不断增加。商业银行息差收窄，同时海外银行加入美国本土市场进一步收窄了商业银行的盈利空间，不过经济结构转型推动银行业务的转型，同时美国信贷规模的持续扩张，国际贷款业务的兴起使得美国银行业出现了新的盈利模式，美国银行业处于信贷扩张、高杠杆以及高盈利时期。但是滞胀后期银行利率管制逐渐放松，叠加金融自由化浪潮，银行业经营上分化，估值整体受压，银行股价偏弱。

(3) **能源业**。美国具有丰富的油气资源和开采能力，70 年代国际能源价格飙涨，但是当时尼克松政府为了抑制通货膨胀问题，用行政命令限制本国出产的石油价格，由此损害了美国石油企业的生产热情，导致美国石油供给缺口扩大，70 年代中期后美国原油产量一路走低，同时美国天然气产储量双双下滑，美国能源自给率下降。另外由于石油危机等原因，美国电力行业的运行成本迅速上升，随后 70 年代美国开始进行电力市场改革。

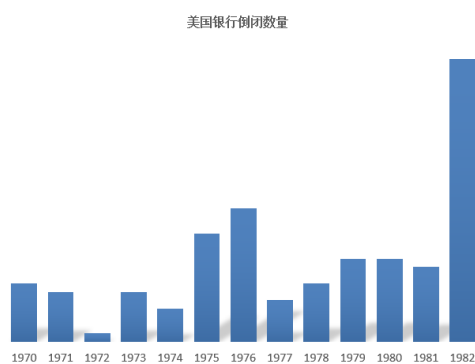
(4) **信息服务业**。70 年代第三次科技革命的推动力阶段性减弱，但美国新科技产业快速崛起。半导体由国防转向商用市场，美国半导体行业进入黄金时代，国际商业机器公司(IBM)

主导了整个计算机工业。70年代，美国电信行业的垄断格局被打破，行业竞争刺激了居民对通信消费的增长，通讯服务业取得了较大的增长。

(5) **房地产业**。70年代开始，美国逐步推进利率市场化，政府使用金融手段鼓励居民购房，石油危机的外生冲击所引发的通货膨胀使一部分投资性资金进入房地产市场并助推房价，但是由于美国不断提高利率水平以及经济停滞不前，美国房地产市场受宏观经济影响而起伏不定，房屋空置率不断攀升。

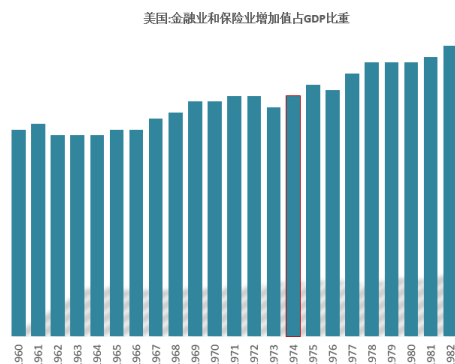
(6) **消费品行业**。70年代美国经济增长由投资驱动转为消费驱动，必需消费品受益于通胀和刚性需求的影响，食品、饮料等盈利增长反而加速，家电及农业等消费行业也会有明显的超额收益。但是由于石油危机导致油价大幅上涨，居民对汽车等耐用品的需求下降，对GDP形成拖累。

图表 6 美国银行倒闭数量



资料来源：Wind，金信期货优财研究院

图表 7 美国金融业占 GDP 比重

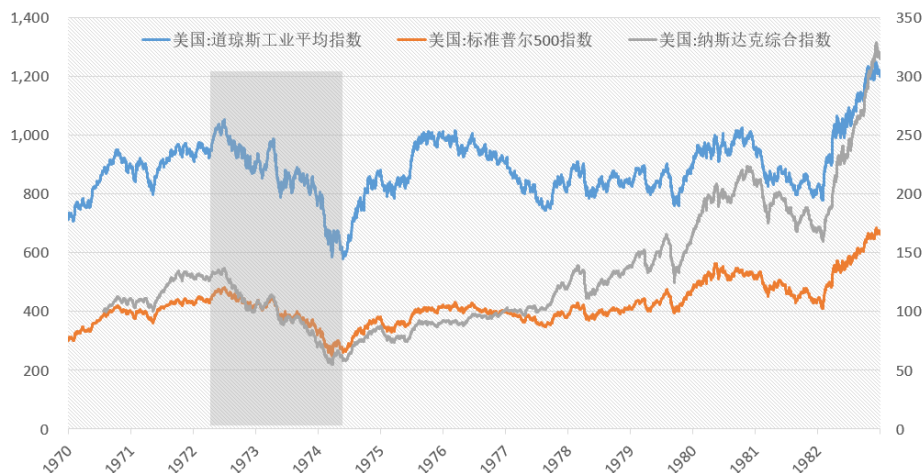


资料来源：Wind，金信期货优财研究院

3. 滞胀期美国股市整体表现

从股票市场角度，70年代滞胀时期美国股票市场表现欠佳，美国股市随着经济的阴晴不定而先后经历了六轮调整并且表现出剧烈波动，股市走熊先于经济衰退，而股市趋稳也先于经济，最主要的调整主要集中在两次石油危机期间。经济转型意味着企业盈利低迷，叠加高利率使得股票估值普遍下行，股票市场整体低位震荡，美国股市的估值不断下降，标普500指数市盈率中枢长期维持在10倍左右。

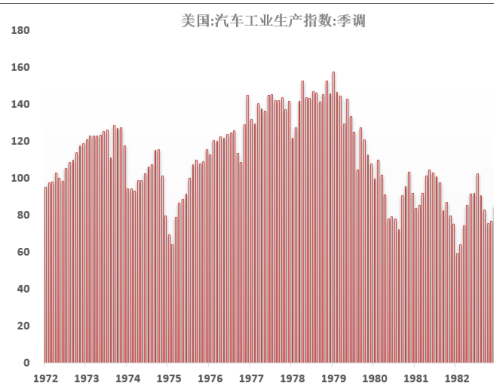
图表 8：70年代美国股市表现



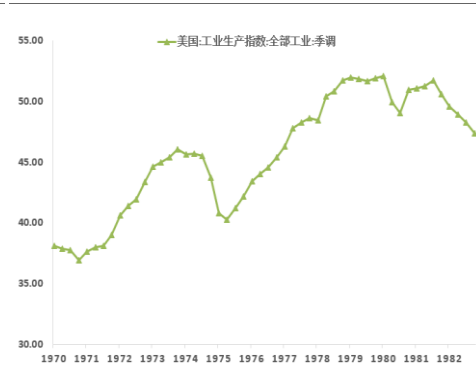
资料来源：Wind、金信期货优财研究院

美国经济在 70 年代主要经历了两轮调整。美国工业生产指数同比增速在 1972 年底见到高点，从 1973 年初开始下行，整体走势与标普 500 指数走势高度一致。

图表 9 美国汽车工业生产指数



图表 10 美国工业生产指数



资料来源：Wind，金信期货优财研究院

在 70 年代的滞涨周期内，美国经济增速和通胀变化出现起落的小周期，在各自起落的小周期内，美国股市及估值变化表现出了一定的特征：在经济下行阶段，美国股市倾向于向下调整，并且经济谷底阶段基本上对应了股市的阶段底部；在通胀起落的不同阶段，美国股市和估值水平一般与物价呈现反向阶段，即通胀上行，股市下行，而通胀下行，股市则回升。

70 年代美国主要经历了两轮通胀大幅上行阶段，分别是 1972-1974 年和 1977-1981 年，中间阶段即 1975-1976 年间美国通胀出现下行。在通胀上行和下行的小周期，美国股市变化基本上可以分为以下四个阶段：

第一阶段：70 年代初布雷顿森林体系瓦解，美元大幅贬值，进口产品价格日益高企传导至美国物价，叠加全球粮食危机，美国通胀大幅上行，CPI 同比达到 6% 以上。这时期美国股市呈现先抑后扬，标普 500 市盈率先是下滑至 13 左右，随后在宽松的货币环境下，“漂亮 50”行情迅速展开，美股企稳回升，标普 500 市盈率由 15 倍上升至 20 倍左右；

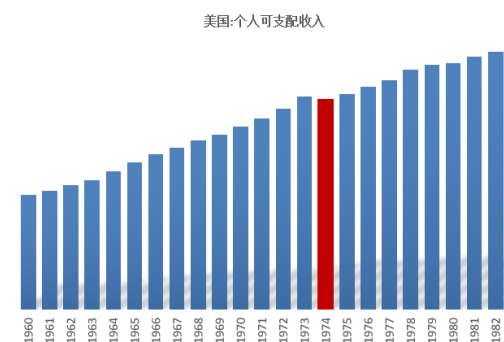
第二阶段：1973-1974 年间，第一次石油危机叠加美国物价管制逐步放松，美国通胀加速上行，并且在 1974 年达到顶点。这时期滞胀环境下货币政策的收紧严重冲击美国资本市场，

利率上行引发美国股市转跌，美股进入熊市。在 1973-1974 年美国快速下行阶段，美国股市出现大幅下挫，标普 500 指数在两年间累计下跌 40%，道指下跌 39%。受通胀和实际利润率影响，市场整体估值处于历史低位，标普 500 市盈率在 1974 年下降至 7.6 倍左右，而由于滞胀期美国个人可支配收入急剧下滑，之前牛市估值极端化的“漂亮 50”股票估值大幅下挫，结束了之前持续了两年半的“漂亮 50”行情。

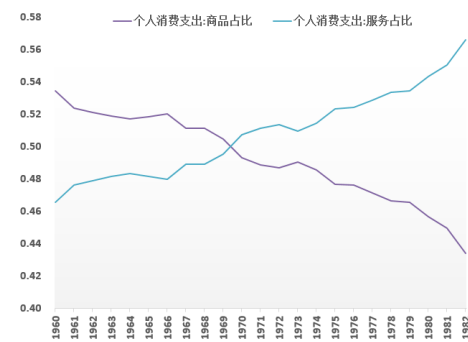
第三阶段：1974-1976 年，美国通胀出现阶段性回落，期间经济复苏驱动了市场的上行，美国股市整体企稳回升，并且在 1976 年回归至 1973 年的高点水平。1976 年底，美国通胀率下滑至 6% 左右，而道指重新回升至千点上方，标普 500 市盈率回升至 13 倍左右。

第四阶段：1976-1980 年美国通胀重新回升。1979 年伊朗革命导致国际油价由 13 美元暴涨至 34 美元，美国通胀再度大幅飙升，CPI 同比达到 10% 以上，期间伴随着高利率的滞胀环境，美国企业盈利下滑。但是第二次石油危机期间，虽然美国经济仍然表现出滞胀特征，但是美国股市却没有大幅下跌，反而先是进入调整阶段，随后出现大幅上涨，标普 500 指数在 1979-1980 年间累计涨幅达 41%，其它国家股市也出现不同程度上涨，不过标普 500 市盈率下降至 7 倍左右。

图表 11 1974 年美国个人可支配收入下滑



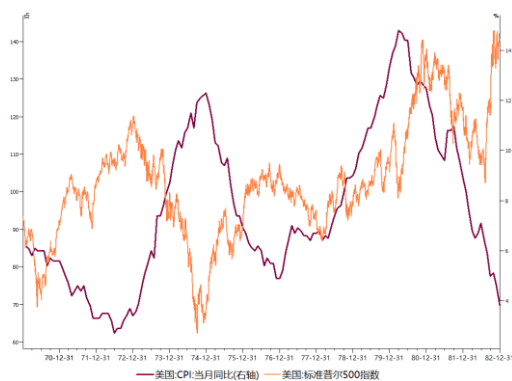
图表 12 美国商品和服务消费占比



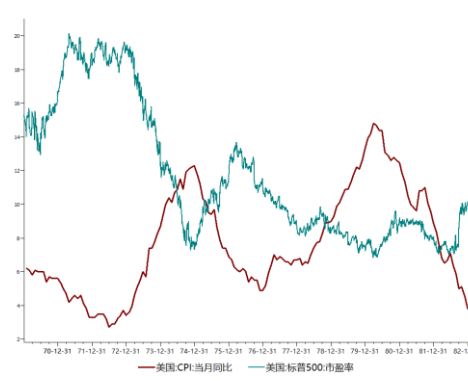
资料来源：Wind，金信期货优财研究院

资料来源：Wind，金信期货优财研究院

图表 13 美股与 CPI 走势



图表 14 美股市盈率与 CPI 表现



资料来源：Wind，金信期货优财研究院

资料来源：Wind，金信期货优财研究院

4. 滞胀期美国股票市场风格表现

在历史不同时期，滞胀期的出现不仅使得大类资产价格出现不同变化，同时股市中不同行业的表现也不尽相同。滞胀环境对市场产生明显困扰，股票市场风格在滞胀环境表现出明显特征，特别是能源危机期间，美股领涨和领跌板块都非常鲜明。70年代在经济下行、通胀上升的环境下，板块的走势还是与当时的行业景气度密切相关，顺周期板块表现较好，而逆周期板块表现较差。

70年代美国股市的行业表现和风格轮动特点：

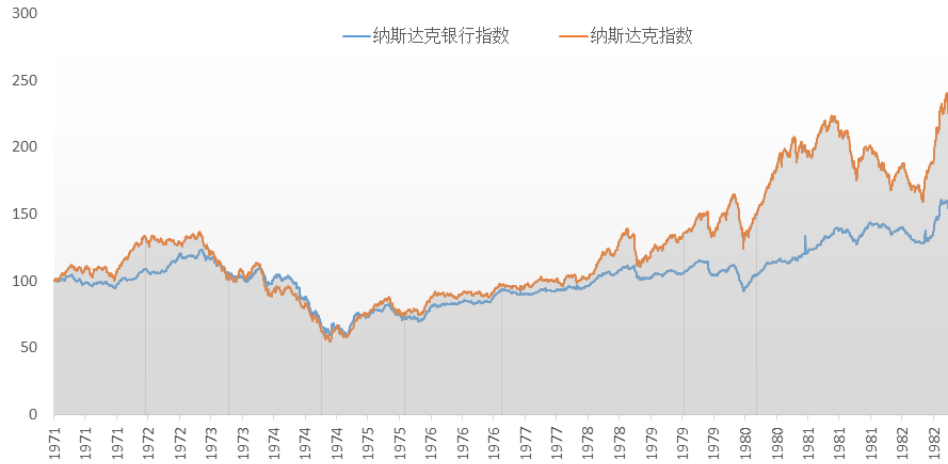
1) **消费股由占优到陨落，美股风格轮动由大盘股向小盘股转向。**70年代初，美国股市呈现消费蓝筹股占优的市场风格。70年代初，美国经济复苏带动消费升级，服务消费逐步取代商品消费。在70年代初滞胀周期以及股市调整时期，投资者更倾向于购买确定性较强的大盘蓝筹股，导致当时美国大盘股表现好于小盘股。受益于美国经济复苏引发的消费增长，不仅消费行业的公司在“漂亮50”中的占比较高，而且“漂亮50”组合相较标普500指数取得超额回报，代表企业有麦当劳、可口可乐、柯达和辉瑞等。美国股市投机情绪高涨，长线资金抱团蓝筹消费股，美股演绎出“漂亮50”的结构性行情，并且持续至1972年底。但是美国进入滞胀阶段后，随着美国经济下行、通胀上升背景下，美国利率上升导致高估值的消费股开始陨落，“漂亮50”股票暴跌，其深层次原因是由于高通胀导致居民可支配收入长期下降，进而降低了消费意愿，使得行业整体增速下台阶，进而进一步引发戴维斯双杀。1975-1980年期间，由于流动性改善驱动了股市反弹上行，美国市场投资风格转向小市值股票，小盘股迎来爆发式上涨，并且连续跑赢大市值股票。

2) **周期股表现分化。**70年代，原油价格上涨带动了整体大宗商品价格，石油、黄金成为大滞胀时期表现最佳的资产，进而带动资源类周期股普遍上涨，其收益率下跌先于大宗商品价格回落。第一次石油危机（1973.10-1974.12）和第二次石油危机（1978.12-1980.12）期间，黄金价格分别上涨83%和159%，铜价分别上涨47%和90%，煤价分别上涨134%和87%，美股的周期股跑赢大市。而强周期股如地产行业盈利受损严重，股价表现较差。

3) **金融股相对抗跌。**70年代初期，美国金融股整体表现落后于大盘指数，但是到了1973-1975年美国第一次滞胀期间，美国银行股跟随大盘下跌，但金融股相对抗跌。1975年开始，美国金融股跟随指数反弹，但受到率上升影响，金融股表现尚可，并且滞后于周期股，但波动显著小于周期股。而美国保险行业在70年代开始迅猛发展，特别是寿险业务保持年均10%左右的增速，主要受益于美国金融化浪潮以及美国政府政策支撑，保险公司名义保费快速增长。

4) **科技股势不可挡。**70年代美国经济陷入低增速、高通胀的泥潭后，美国新一轮科技革命带动科技行业市场规模扩大，盈利占比高增，从而美国科技股的走强。同时，美国掀起了计算机普及浪潮，计算机行业开始盈利。1972年大盘股集体回调之后，以纳斯达克为代表的科技股开始显露头角，英特尔和微软等新一代实力型公司迅速崛起。随后纳斯达克指数在芯片产业革命带动下出现了结构性大牛，大幅跑赢所有指数。

图表 15：70年代美国银行股相对表现



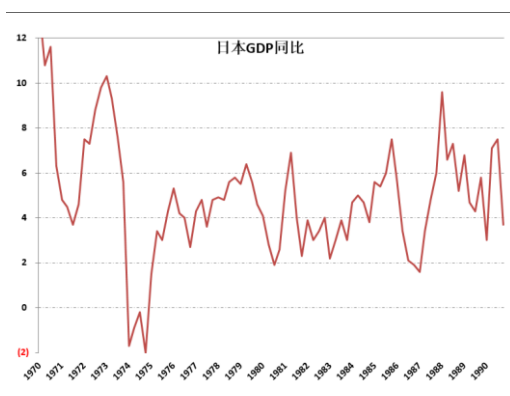
资料来源：彭博、金信期货优财研究院

三、日本滞胀周期

日本的滞胀期主要发生在 70 年代，但相比美国而言，日本滞胀期的持续时间相对较短。第一次石油危机期间，日本经济陷入混乱，通胀率持续上升，经济增长率锐减。1973 年日本实际增长率降至 5.4%，国际收支再度出现逆差，日元出现贬值，随后 1974 年日本经济出现了战后第一次负增长，并且暴涨的石油价格造成了日本严重的成本推动型通货膨胀率，达到了 20% 以上，石油产品 CPI 上升至 40% 以上，石油价格上升导致以进口原料进行生产的日本工业出现衰退，工业生产下降 20% 以上。1974 年，日本企业倒闭数创战后最高记录，失业率攀升至 2% 左右。

图表 16 日本 GDP 同比增速

图表 17 日本通胀

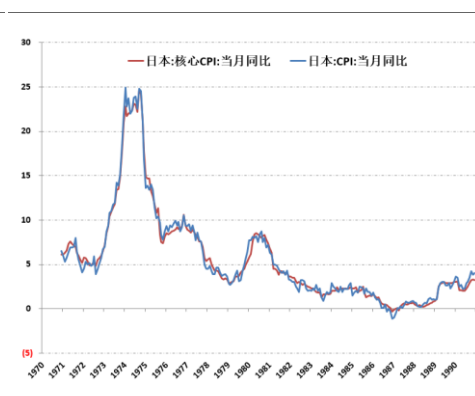


资料来源：Wind，金信期货优财研究院

图表 18 美元兑日元汇率

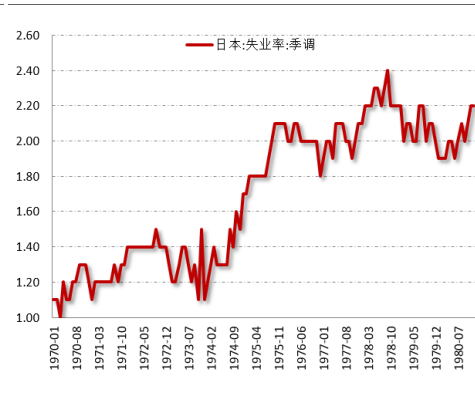


资料来源：Wind，金信期货优财研究院



资料来源：Wind，金信期货优财研究院

图表 19 日本失业率



资料来源：Wind，金信期货优财研究院

70年代日本经济结构特点：1970年前后，日本经济结构仍以钢铁、石化、造船等重工业为主，但同时日本资源约束日益显现，并且人口红利逐渐消失，生育率持续回落，叠加外部尼克松冲击和石油危机冲击下，经济面临转型压力。70年代能源危机以后，日本能源价格上涨，日本政府开始调整产业结构，消除过剩产能，将产业重心从原料型向技术加工型转变，大力发展加工组装型产业和第三产业，同时开发节能技术和新能源，在发展核电和水力发电的同时，促进产业结构从资本、能源密集型向耗能少的技术密集型转型，生产高附加值高科技高尖端产品。这时期日本主要出口产品由钢铁转为汽车。

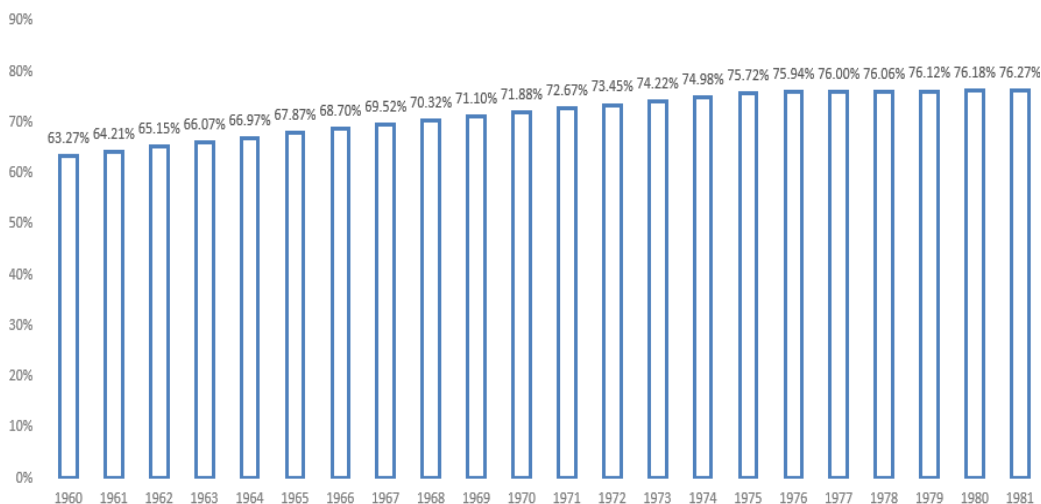
(1) **制造业。**二战后日本以制造业为核心，实施以钢铁工业促进经济发展的战略。70年代日本制造业产业结构逐渐向高级化发展，大部分制造业部门的技术水平已接近欧美发达国家，其中钢铁、汽车、家电等产业达到世界先进水平，机械类产品成为制造业中占比最大的行业。在出口立国模式导向下，日本制造业相对全球的竞争优势不断加强，石油危机帮助日系车打开国际市场。不过日本造船业曾受到石油危机的冲击，产量过剩，行业不景气。

(2) **金融业。**二战后日本金融业实施了分业经营模式，1973年日本政府开始放松外汇管制，鼓励金融资本的海外流动，日本金融业逐步走上自由化，东京金融市场成为世界重要的金融市场之一。

(3) **房地产业。**1950年开始，随着日本工业经济的高速发展，带动了工业用地价格的上涨；随后，日本调整产业结构，以金融服务业为代表的第三产业兴起，叠加城市化快速推进、战后“婴儿潮”进入置业高峰期，使得日本住宅和商业用地供不应求，土地价格不断飙升。70年代，日本城镇化率达到70%左右。1973年，日本政府开始采用中性偏紧的货币政策，导致日本房地产泡沫破灭。受加息和土地税收改革的双重冲击，1974年日本地价大幅下跌。

(4) **电子行业。**六、七十年代,日本政府抓住了美国半导体产业向海外市场转移的机会,举国之力进行半导体技术的引进、研发及制造,使得70年代成为日本电子行业的黄金时代,日本在全球半导体市场份额的持续上升,随后80年代日本电子产业抓住技术革命良机快速崛起,半导体产业飞速发展,半导体产业产值一度占全球一半以上。

图表 20: 日本城镇化率

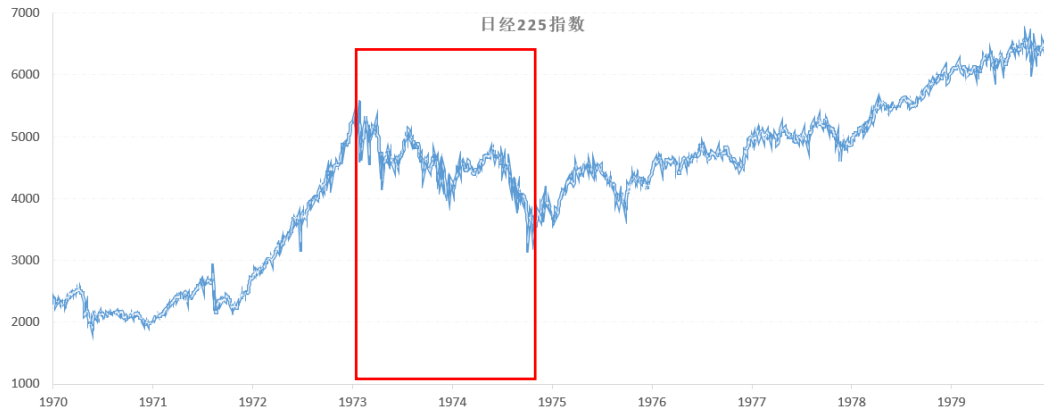


资料来源: 世界银行、金信期货优财研究院

1973-1974 年日本股市特点: 二战后日本迅速崛起,特别是60年代日本经济高速发展,贸易顺差和外汇储备不断增加,流动性过剩以及通胀的高涨导致日本股市持续上涨,钢铁、重机械、造船等大盘蓝筹股持续高涨。70年初,日本股市延续了60年代中期以来的牛市。但是1973年石油危机使得日本出现高通胀,日本提高贷款利率并紧缩信贷,日本股市由此震荡下跌。以大盘蓝筹股为中心的股票反复出现上涨下跌行情,交易量萎缩。1973-1974年,日本股市出现了37.4%的调整,日经225指数回落至3300点,不过日本及德国股市在滞胀期整体跑赢美国等进口国。

70年代日本经济转型期间,日本股市的表现在一定程度上反映了经济换挡以及产业结构调整的方向。1973-1974年期间,日本经济增速下滑至-2%,并且出现明显的通货膨胀,日经指数的估值出现下降,股市下跌主要受企业盈利下降影响。70年代日本经历两次石油危机期间,日元汇率有升有降。1973年日本政府被迫实行浮动汇率,日元大幅升值,日本出口产品价格上升,市场估值水平并没有随着日元升值而得到提升。

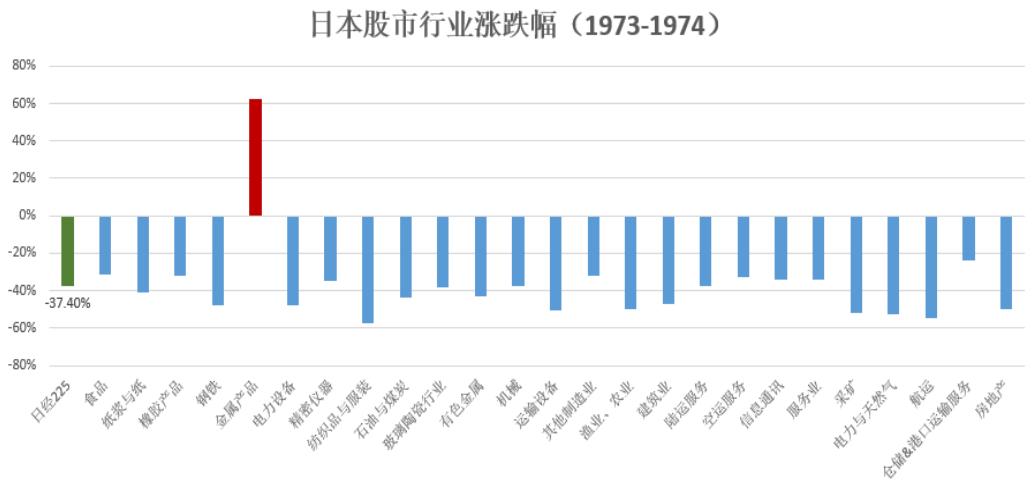
图表 21: 日经 225 指数走势



资料来源：彭博、金信期货优财研究院

日本股市的行业规模的变化与其时代的主旋律一致。与美国不同的是，70年代日本股票市场消费龙头的较少，主要集中在工业和材料等领域。1973-1974年，日本经济的快速回落使得金融地产、零售、卫生保健、能源行业的市值占比下降。日本在70年代滞胀期间，日本股市下跌最大的三个行业分别是纺织与服装（-57.41%）、航运（-54.87%）和电力与天然气（-52.55%）。在这一时期，日本股市中金属板块先是经济下跌，但随后上涨，涨幅达到62%。而受益于日本经济转型，精密仪器、食品、橡胶、科技和电信等优势行业相对日经225取得显著超额收益，而纺织服装、地产和航运表现则明显弱于市场。这一时期，石油煤炭表现相对较好，信息通讯业在滞胀期间呈现先跌后涨。

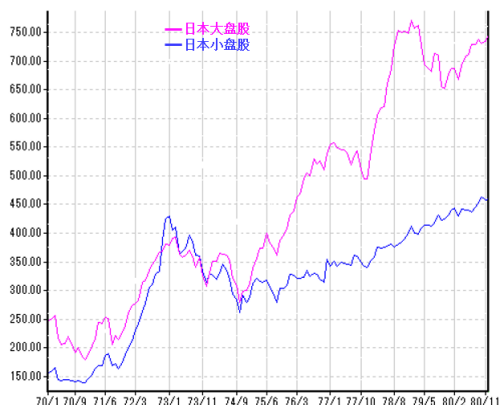
图表 22：日本股市行业涨跌幅（1973-1974）



资料来源：彭博、金信期货优财研究院

日本滞胀期间，小盘股相对抗跌。1973-1974年，日本熊市使得**大盘股和小盘股同时下跌**，但小盘股表现强于大盘股，大盘股整体下跌幅度达44.42%，而小盘股下跌30.97%。

图表 23 日本大盘股/小盘股表现



图表 24 日本金属板块涨幅



资料来源：Wind，金信期货优财研究院 资料来源：Wind，金信期货优财研究院

1974 年开始，日本逐步实现了产业升级和降低能耗，使得在全球滞胀环境下日本市场份额明显提升，同时日本转向紧货币的同时紧信用，通胀开始下行，避免了经济走入滞胀。1974 年 10 月开始，日经 225 指数走出一轮上涨行情。

四、比较与展望

1. 当前全球经济与 70 年代对比

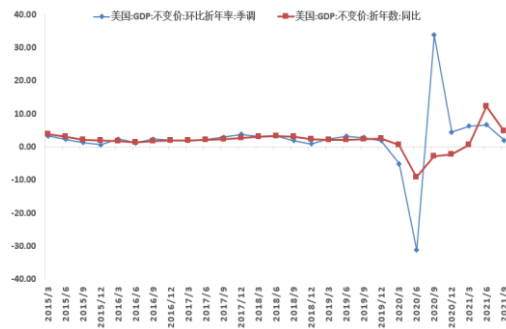
对比 70 年代全球经济与当前全球经济状况来看，70 年代主要发达国家进入了典型的滞胀期，经济增长以及通胀水平平均比较符合滞胀特征，特别是美国 70 年代的两次滞胀是需求强劲、供给不足等因素共振的结果。但是当前全球经济还不完全符合滞胀特征，一方面，全球经济并且完全进入衰退期，并且未来美国在地产、基建和新产业政策的推动下，美国经济持续衰退的概率比较低，同时从年龄结构和收入结构来看，当前美国的需求强度明显弱于 70 年代；另一方面，全球通胀相对比较温和，并不具备高通胀环境。

从 70 年代美国及日本股市风格来看，市场风格决定因素仍是经济。股市各行业的绝对收益和相对收益与经济高度正相关，需求推动价格上行期，进而推动各行业盈利。滞胀时期，物价成为资产配置核心驱动因素之一。从股市行业表现看，经济明显走弱或呈现衰退信号时，周期行业受宏观经济影响较大，上游资源类企业一般能享受所资源品价格上涨带来的收益，但下游企业会由于原材料价格上涨导致盈利减少；滞胀期消费类行业业绩韧性更强，有相对收益，如农业、医药、食品饮料等。但同时，股市风格转换也反映出经济结构和货币政策的转变（以日本为例）。

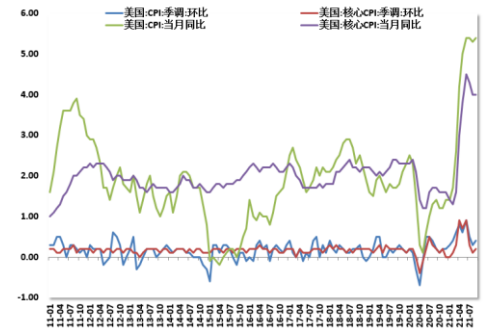
当前全球经济“类滞胀”特征愈加明显：2021 年以来，主要国家表现出类滞胀特征，一方面，全球经济复苏势头放缓，主要经济体出现经济下行趋势；另一方面，2021 年以来，全球能源危机愈演愈烈，中国、欧洲、美国等，国家能源供需矛盾不断加剧，能源价格持续飙升，全球通胀持续走高。美国和中国国债收益率攀升，一定程度上反映出通胀的风险。

三季度美国 GDP 增速降至 2.0%，而受能源成本飙升以及供应链中断影响，美国通胀水平飙升，9 月份 CPI 整体通胀率达到 5.4%，PPI 增速也录得金融危机以来新高，但流动性的宽松推动美国股市走牛，美国三大股指创历史新高。美国通胀高位运行以及经济增速放缓使得美国存在进入滞胀周期的风险。

图表 25 美国经济增速



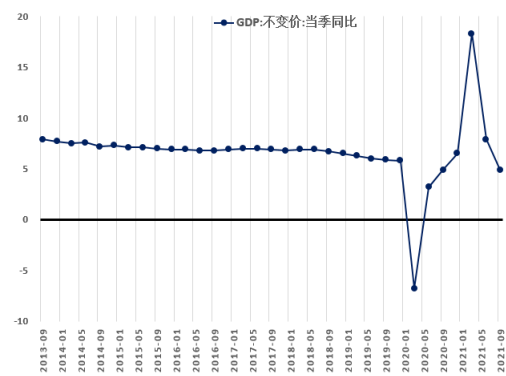
图表 26 美国通胀



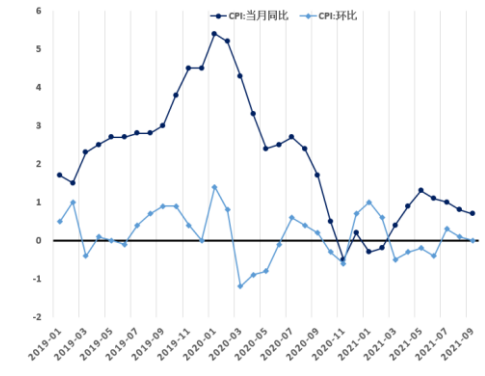
资料来源: Wind, 金信期货优财研究院 资料来源: Wind, 金信期货优财研究院

2021 年国内经济增长放缓的同时 PPI 表现出结构性通胀特征, 经济运行存在“类滞胀”风险。中国经济下行压力加大, 国内疫情反复冲击消费和服务业, 洪涝灾害天气、限电和能耗双控拖累工业生产, 制造业修复放缓, 制造业 PMI 指数跌破荣枯线, 生产进入收缩状态, 政策严监管下房地产景气度快速回落, 需求继续承压“滞胀”特征显现, GDP 增速动能趋缓, 上游工业品价格大幅上涨, 但疫情扰动、消费放缓以及猪肉价格因素拖累 CPI, 通胀整体温和, 而 PPI 高位震荡, PPI-CPI 剪刀差创历史新高, 中国经济出现类滞胀特征。中国三季度 GDP 同比增速降至 4.9%, CPI 同比上升 0.7%, PPI 则同比上升 10.7%, PMI 生产指数续三个月位于收缩区间, 中国经济处于类滞胀阶段, 但经济动能趋弱背景下货币政策不再收紧。

图表 27 中国经济增速放缓



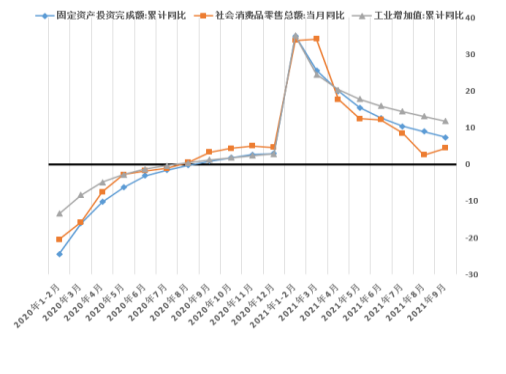
图表 28 中国通胀相对温和



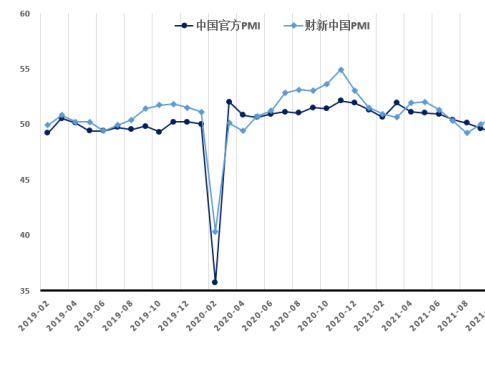
资料来源: Wind, 金信期货优财研究院

资料来源: Wind, 金信期货优财研究院

图表 29 中国关键经济指标回落



图表 30 中国制造业面临压力

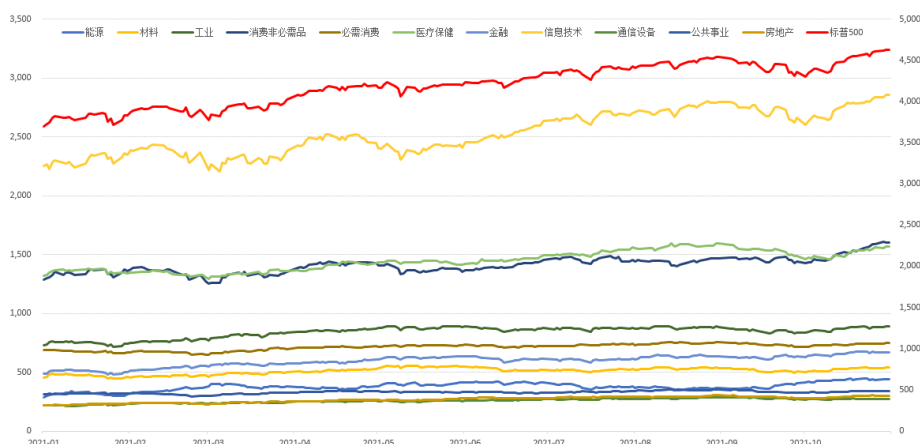


资料来源：Wind，金信期货优财研究院 资料来源：Wind，金信期货优财研究院

2. “类滞胀”环境下美国和中国股市风格轮动

2021年美国股市风起云涌，三大股指纷纷创历史新高。年初至今，道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数分别上涨18.0%、24.6%和23.7%。

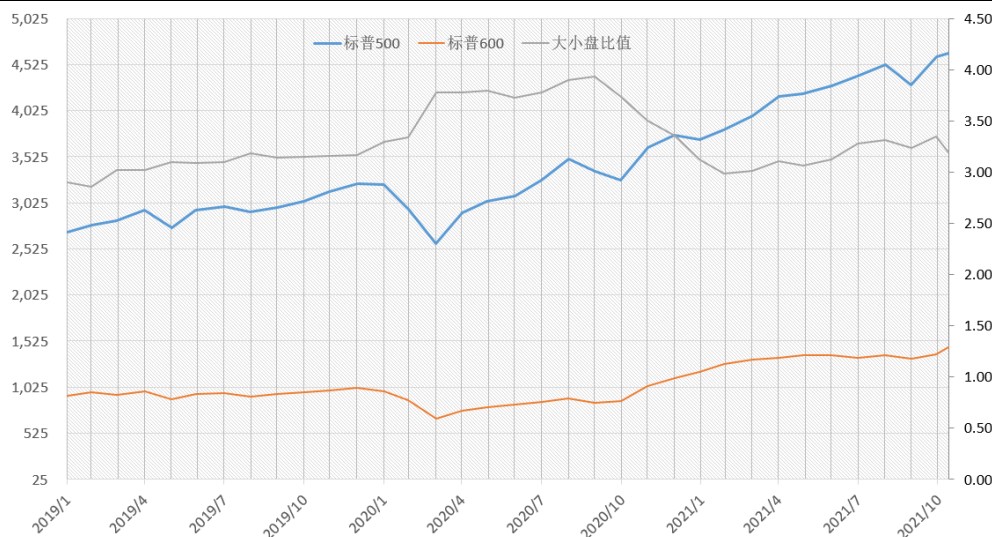
图表 31：美国标普 500 指数及行业指数表现



资料来源：Wind、金信期货优财研究院

分行业来看，2021年以来，受益于国际能源价格大涨，传统能源板块抢眼，而新能源板块持续强势；在经济措施和低利率的双重刺激下，美国房地产异常火爆，房价飙升，房地产板块表现不俗；必需消费品和公共事业表现较弱。

图表 32：美国标普 500 指数和 600 指数及大小盘比值

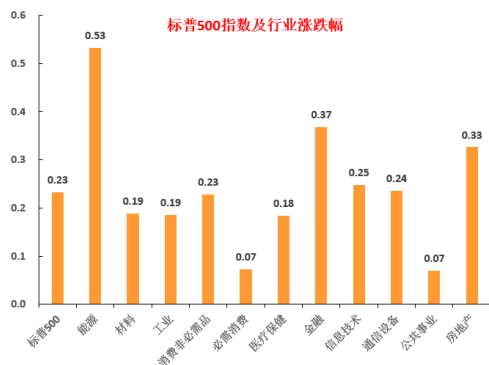


资料来源：Wind、金信期货优财研究院

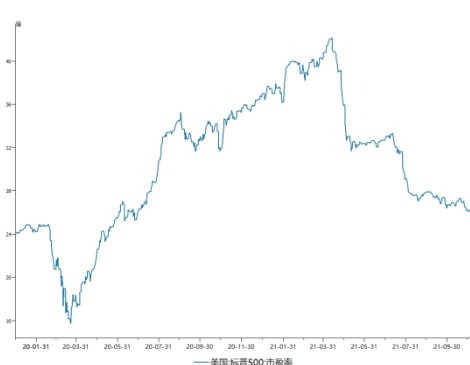
分阶段来看，2021年至今美股反弹行情中，基本上出现了三轮行业风格轮动：年初至2月份，期间美国严寒天气叠加天然气、原油等供应紧张，能源价格飙涨，能源板块一枝独秀；进入3月份后，公共事业、材料以及房地产行业涨幅明显，期间美国房地产市场火爆；进入三季度后，信息技术、金融以及通信设备走强，特别是9月份标普500指数下跌将近5%，

但能源行业逆势上涨；10月份，能源延续强势，但是非必需消费品、金融以及信息技术和房地产均表现不俗。必需消费品和医疗保健行业在今年的表现较为平淡。

图表 33 标普 500 指数各行业涨幅



图表 34 美股估值水平



资料来源：WIND，金信期货优财研究院

2021年中国股市并且出现大幅下行，上证综指最高涨至3731点。2021年至今，沪深300指数跌幅达7.49%，但是公共事业、能源以及原材料累计涨幅分别为17.47%、15.74%和15.07%，领跑A股市场。而去年领涨的可选消费，今年出现下跌。

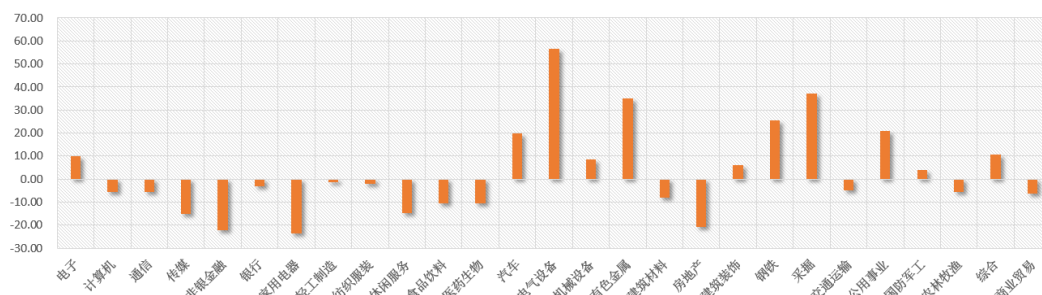
图表 35：2021 年至今沪深 300 主要消费指数涨跌幅

分项指数	代码	2021 年涨跌幅
沪深 300 指数	SHSZ300	-7.49%
沪深 300 主要消费指数	SH000912	-15.73%
沪深 300 医药卫生指数	SH000913	-16.06%
沪深 300 可选消费指数	SH000911	-15.27%
沪深 300 信息技术指数	SH000915	-5.42%
沪深 300 金融地产指数	SH000914	-13.68%
沪深 300 工业指数	SH000910	+10.92%
沪深 300 原材料指数	SH000909	+15.07%
沪深 300 公用事业指数	SH000917	+17.47%
沪深 300 电信业务指数	SH000916	-6.82%
沪深 300 能源指数	SH000908	+15.74%
沪深 300 房地产指数	SH000952	-29.26%

资料来源：彭博、金信期货优财研究院

从风格上来看，2021年中国A股偏向于周期风格。从今年A股市场表现及风格来看，周期板块强势，但波动加大。A股市场风格的相对表现排序为：周期(+18.4%)>成长(+11.7%)>金融(-10.6%)>消费(-10.9%)。周期行业领涨，电气设备一枝独秀，钢铁、有色、汽车涨幅居前，能源以及原材料领涨，背后原因年初以来原材料价格大幅上涨；消费板块表现不佳，食品饮料跑输大盘，估值出现回落；成长板块表现分化，电子电气行业表现较好，但是计算机及通讯表现较差；金融板块整体表现不佳，主要是由于二季度和三季度大幅调整影响。

图表 36：中国 A 股各行业表现



资料来源：Wind、金信期货优财研究院

分阶段来看，2021 年至今 A 股调整行情中，板块行情总体缺乏持续性，但基本上出现了三轮行业风格轮动：

(1) 年初消费股走弱，而周期股走强。春节后，由于美债收益率快速飙升叠加通胀预期高涨，市场行情从白马股的抱团行情急速切换至低估值顺周期行情，周期股掀起上涨行情，钢铁、有色金属、采掘、电气设备领涨；金融股表现分化，银行股走势偏强，但非银金融下挫，国防军工走弱。

(2) 二季度，消费股和周期股同时走强，成长股表现较好。食品饮料板块虽然业绩分化，但是行业涨幅不仅明显跑赢了同期市场均值，并且位于大类行业涨幅榜前列，白酒行业走势强劲；周期股走强，有色金属领涨，钢铁板块大涨；成长风格中电子和计算机均有不错的涨幅。

(3) 下半年以来，周期股分化而消费股和金融股回升，成长股表现不佳。受国际大宗商品价格以及国内行业政策影响，周期股表现分化，但外资整体净流入周期股板块。能源类大宗商品价格领涨，而针对煤炭价格的政策持续发力，钢铁、石油、有色等周期板块集体退潮，煤炭板块下挫对市场情绪形成了一定打击，房地产继续受政策影响而继续调整，房地产税改革试点消息对市场情绪形成负面影响；而受“双碳”目标顶层设计的利好消息刺激，碳中和题材引领市场；消费股以及风电、光伏、新能源车等高景气赛道回升，大金融以及大消费板块走强推动大盘企稳，核心资产支撑股指。

3. 展望

经济层面，我们认为全球经济复苏将分化。(1) 疫情缓和以及销售旺季的到来有望带动美国经济反弹，但供给侧约束仍将制约美国经济。中国经济仍将趋弱。供给冲击叠加需求走弱，四季度中国经济仍将趋弱；(2) 短期全球通胀面临攀升压力。美国通胀。四季度以来，受降雨、低温等气候影响，国内蔬菜价格迅猛上涨，与此同时，猪肉价格也出现了反弹，今年以来维持低位的 CPI 指数面临攀升压力。同时，全球流动性宽松和通货膨胀的背景下，短期内工业品价格仍将在高位运行。

股市风格层面，我们认为：(1) 未来来看，美股大盘在未来一个阶段或迎来涨幅放缓阶段。首先，美联储收紧货币政策的态度进一步明确，美联储缩表以及美元利率即将上行将在

一定程度上影响美股持续上行的动能；其次，此轮全球“类滞胀”环境下，全球通胀水平在未来一个阶段料将维持高位，将对美股产生不利影响；再者，从美股的涨幅来看，美股在新一轮经济周期下短时期内完成较大幅度上涨，美股估值水平偏高，整体上存在一定泡沫，有调整的需求。后续美股风格的转换，主要受经济复苏、美债收益率以及市场风险偏好的影响。若美国经济继续复苏，美股能源和金融等周期性板块将会有较好表现，由此推动市场风格由成长型向价值型轮动。而通胀预期改善将有利于美股上行，但美债实际收益率上行不利美股走势，将引发美股风格的调整；(2) 国内 A 股将延续结构化行情。未来周期股仍存在政策调控风险，地产和消费股将继续受经济修复的影响。

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地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。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>