

被低估的滞胀风险，与被高看的美联储

---东北海外经济专题报告

报告摘要：

传统研究框架过于强调货币政策的作用，将货币政策松紧视为美国经济衰退与复苏的核心驱动力，从而令市场时常陷入“加息→衰退、降息→复苏”的线性思维圈套中。

本文通过梳理历次衰退阶段产业周期的迭代特点，并深度复盘 1970 至 1980 年代阿瑟·伯恩斯、保罗·沃尔克两任美联储主席执政时期的经济和货币特征，提出以下核心观点：

- 1、经济衰退的本质是产业周期的结构性切换，货币政策并非周期的决定性因素，而是更多发挥着调节周期节奏的作用。
- 2、产业演进方向是经济运行的基础，而石油危机等地缘因素引发的供给侧冲击，将会在一定程度上改变经济走向衰退的路径，令“滞胀型衰退”的概率增加。
- 3、货币政策无法决定经济周期演进方向、以及经济滞胀或衰退发生的必然性，但可能影响衰退的节奏和持续时长。
- 4、阿瑟·伯恩斯时期的货币政策摇摆不定，导致了短期衰退演化为长期滞胀，而保罗·沃尔克时期的紧缩政策虽然带来了短期经济剧痛，却加速了低效产能的出清，为后续新兴产业的崛起奠定了宏观基础。

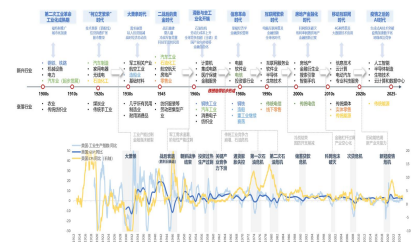
当前美国再一次来到“全球化红利消退”与“AI 技术革命开启”的新旧产业切换时期，美以伊地缘冲突在一定程度上加剧了能源的供给侧扰动，令经济陷入“滞胀型衰退”的概率趋于上升。

本文认为，当前美国的宏观环境与 1970 年代第一次石油危机时期高度相似，货币政策面临“无法有效解决供给端问题”的困境而阶段性失灵。如果美联储出现第二个阿瑟·伯恩斯，那么漫长的经济调整或将难以避免。

从更长周期来看，本轮技术革命与以往技术革命的重要不同在于：AI 革命越成功，未来的结构性失业问题或将越严峻。而在这种状态下，货币政策或将难以逆转菲利普斯曲线向外侧移动的趋势，从而意味着在淡化了中期的经济调整节奏之后，无论新一任美联储主席凯文·沃什更像保罗·沃尔克、还是更像阿瑟·伯恩斯，或许已经无关紧要。

风险提示：地缘局势超预期、美联储货币政策超预期。

经济周期的本质是产业周期



相关报告

《资金还可以乐观看待吗？》

--20260525

《更显著的分化——4 月经济数据点评》

--20260519

《利率还能下行吗？》

--20260518

《社融继续磨底——4 月社融数据点评》

--20260515

《能源冲击下的中国出口机遇》

--20260512

证券分析师：杨旭

执业证书编号：S0550523070001

18115884078 yangxu@nesc.cn

目 录

1. 经济周期的内核是产业周期	4
1.1. 1929 年的大萧条，来自于第二次工业革命带来的产业范式转变	5
1.2. 二战后衰退，源于军需重工向民用消费转型阶段的经济阵痛	7
1.3. 1970 年代大滞胀的导火索是能源供给冲击，但根源是美国在汽车、钢铁等领域的竞争优势丧失	8
1.4. 1980 年代二次滞胀的诱因是两伊战争与油价飙升，但当时也正处于传统制造业向现代服务业的转型进程中	10
1.5. 2000 年的科网泡沫破灭，虽源于流动性收紧、财务造假与 9·11 事件的共同冲击，但本质上与新旧经济范式的更迭相关	12
1.6. 2008 年的次贷危机源于房地产畸形繁荣与金融过度创新，而产业核心则是真正能够提升实际生产力的领域有所缺席	13
2. 两种衰退路径：传统型 VS 滞胀型	16
2.1. 传统的衰退路径：需求侧驱动、政策目标清晰、市场出清过程流畅	16
2.2. 滞胀型衰退路径：供需均承压、政策目标冲突、出清过程漫长痛苦	17
2.3. 两种衰退形态的差异：货币政策有效与失灵	18
3. 滞胀型衰退中，货币政策会影响什么？	20
3.1. 阿瑟·伯恩斯的犹豫不决，拖长了经济结构调整的痛苦时间	21
3.2. 保罗·沃尔克的强硬紧缩，加速了落后产业的出清速度	22
4. 对美国当前情况的讨论	23
4.1. 产业周期又来到了临界点	24
4.2. 突发的供给冲击加剧了经济走向“滞胀”的风险	24
4.3. 美联储的真正困境是“滞胀”环境中的货币政策失灵	27
4.4. 凯文·沃什究竟更像谁，这个问题可能并没有那么重要	28
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1：经济长周期波动的本质是产业周期	5
图表 2：大萧条时期的美国经济表现	6
图表 3：二战后的美国经济表现	7
图表 4：二战后的美国 CPI 和 PPI 大幅飙升	8
图表 5：第一次石油危机时期的美国经济表现	9
图表 6：第二次石油危机时期的美国经济表现	11
图表 7：科网泡沫前后的美国经济表现	12
图表 8：次贷危机前后的美国经济表现	14
图表 9：衰退是落后产能出清、新兴产业崛起的必经阵痛	15
图表 10：常规视角的理解往往是衰退的促发因素，产业周期的理解才是核心	15

图表 11 : 传统的衰退路径: 单一需求侧下行驱动	17
图表 12 : 滞胀型衰退路径: 需求侧偏弱, 叠加供给侧冲击	18
图表 13 : 两种衰退路径的对比: 价格机制与货币政策——有效 VS 失灵	19
图表 14 : 1970 年代的菲利普斯曲线变化	20
图表 15 : 1980 年代的菲利普斯曲线变化	20
图表 16 : 2008 年前后的菲利普斯曲线变化	20
图表 17 : 2020 年前后的菲利普斯曲线变化	20
图表 18 : 阿瑟·伯恩斯式犹豫不决的货币政策, 拖长了经济结构调整的痛苦时间	21
图表 19 : 保罗·沃尔克式强硬的紧缩政策, 加速落后低效产能出清、建立新秩序	22
图表 20 : 货币政策不改变经济方向, 但影响调整节奏和持续性	23
图表 21 : 美国正处于新一轮产业周期的交替期	24
图表 22 : 当前的美国, 高度类似于 1970 年代第一次石油危机之前的情形	25
图表 23 : 美国可能已经处于滞胀状态好几年了	26
图表 24 : 美联储的困境, 表明上是高债务和弱美元下的经济治理	27
图表 25 : AI 革命越成功, 就业问题就越严重	29

传统研究框架过于强调货币政策的作用，将货币政策松紧视为美国经济衰退与复苏的核心驱动力，从而令市场时常陷入“加息→衰退、降息→复苏”的线性思维圈套中。本文通过梳理历次衰退阶段产业周期的迭代特点，并深度复盘 1970 至 1980 年代阿瑟·伯恩斯、保罗·沃尔克两任美联储主席执政时期的经济和货币特征，提出以下核心观点：

- 1、经济衰退的本质是产业周期的结构性切换，货币政策并非周期的决定性因素，而是更多发挥着调节周期节奏的作用。
- 2、产业演进方向是经济运行的基础，而石油危机等地缘因素引发的供给侧冲击，将会在一定程度上改变经济走向衰退的路径，令“滞胀型衰退”的概率增加。
- 3、货币政策无法决定经济周期演进方向、以及经济滞胀或衰退发生的必然性，但可能影响衰退的节奏和持续时长。
- 4、阿瑟·伯恩斯时期的货币政策摇摆不定，导致了短期衰退演化为长期滞胀，而保罗·沃尔克时期的紧缩政策虽然带来了短期经济剧痛，却加速了低效产能的出清，为后续新兴产业的崛起奠定了宏观基础。

当前美国再一次来到“全球化红利消退”与“AI 技术革命开启”的新旧产业切换时期，美以伊地缘冲突在一定程度上加剧了能源的供给侧扰动，令经济陷入“滞胀型衰退”的概率趋于上升。本文认为，当前美国的宏观环境与 1970 年代第一次石油危机时期高度相似，货币政策面临“无法有效解决供给端问题”的困境而阶段性失灵。如果美联储出现第二个阿瑟·伯恩斯，那么漫长的经济调整或将难以避免。

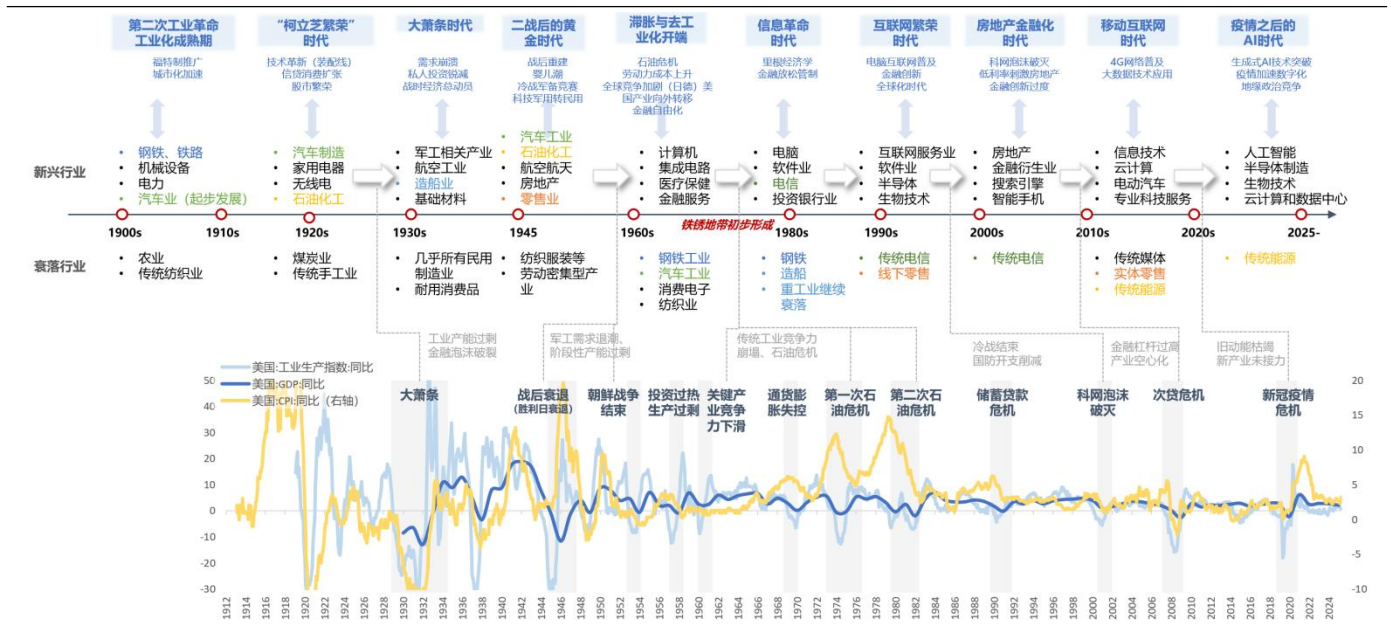
从更长周期来看，本轮技术革命与以往技术革命的重要不同在于：AI 革命越成功，未来的结构性失业问题或将越严峻。而在这种状态下，货币政策或将难以逆转菲利普斯曲线向外侧移动的趋势，从而意味着在淡化了中期的经济调整节奏之后，无论新一任美联储主席凯文·沃什更像保罗·沃尔克、还是更像阿瑟·伯恩斯，或许已经无关紧要。

1. 经济周期的内核是产业周期

经济周期的本质是产业周期，而非货币政策的松紧变化所致。货币政策更多发挥了短期的逆周期调控作用，无法决定经济的长期运行趋势。

从历史经验来看，每一次周期性的经济衰退往往都对应着新旧产业动能的切换。衰退过程，实质上是通过市场出清机制来完成资源的重新配置，实现经济的新陈代谢。复盘 20 世纪以来的几轮重大衰退，无一例外印证了这一规律。

图表 1：经济长周期波动的本质是产业周期



数据来源：Wind，东北证券整理

篇幅原因，本文只挑选其中几次衰退来详细介绍：

1.1. 1929 年的大萧条，来自于第二次工业革命带来的产业范式转变

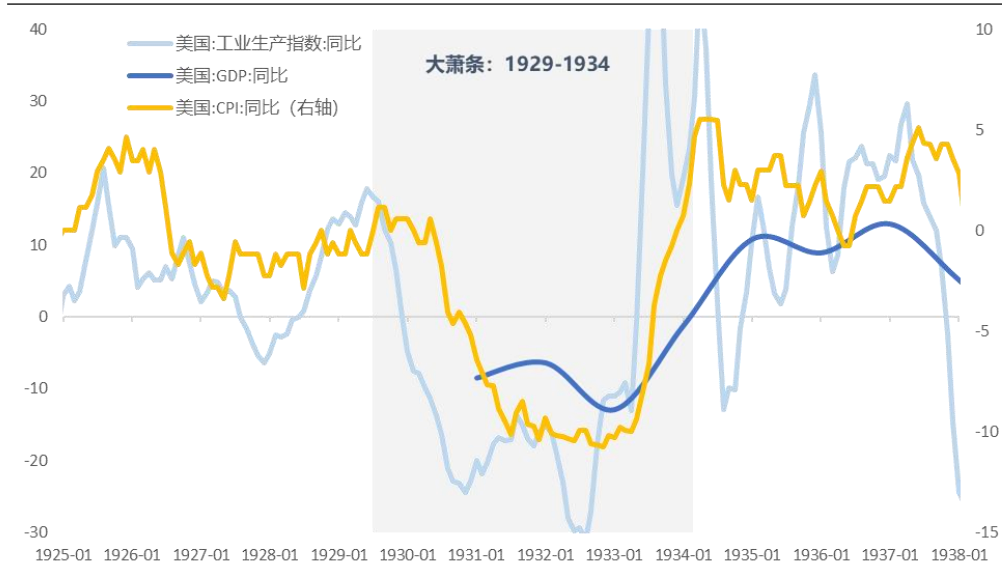
市场主流观点常将 1929 年大萧条归因于经济内部的结构失衡，即在“咆哮的二十年代”的表象繁荣之下，美国经济早已积聚了系统性风险：

- (1) **其一，分配结构严重扭曲，导致有效需求不足。**尽管技术革新推动生产效率大幅提升，但工人工资的增长速度显著滞后于生产率增速，导致财富向少数人过度集中，贫富差距悬殊，抑制了社会整体消费能力。
- (2) **其二，不同产业部门之间的发展节奏失衡。**在 1920 年代工业部门高速扩张的同时，农业部门却陷入了自一战后的持续性萧条之中，农产品价格持续下跌，导致农民收入锐减，农村地区的贫困化问题严重削弱了国内市场的消费基础。
- (3) **其三，银行体系极具脆弱性。**当时的美国银行业由大量规模小、资本金不足、且抗风险能力差的独立银行构成，单一银行的倒闭极易通过恐慌情绪传导，引发储户挤兑并形成系统性连锁反应。
- (4) **其四，资本市场投机泡沫化。**大量杠杆资金通过保证金交易涌入股市，推升资产价格至严重偏离基本面的水平，使得整个金融体系在流动性收紧时极其脆弱。

于是 1929 年 10 月的股灾成为了导火索，股价崩盘引发了金融系统的崩溃，摧毁了巨额财富，进而打击了消费者与企业的信心，并导致投资和消费支出急剧减少，引发了银行的大规模倒闭潮。经济随之陷入“债务-通缩”的恶性循环中——需求萎缩迫使企业减产裁员，失业率攀升进一步抑制消费需求，物价下跌则加重了存量债务的实际负担。

随后的货币政策也出现严重失误。面对流动性危机，美联储未能有效履行“最后贷款人”职能，反而采取了紧缩立场，令货币供应量大幅收缩，最终导致通货紧缩进一步加剧，企业与居民的资产负债表急剧恶化，无数的企业破产和劳动者失业最终催生了大萧条。

图表 2：大萧条时期的美国经济表现



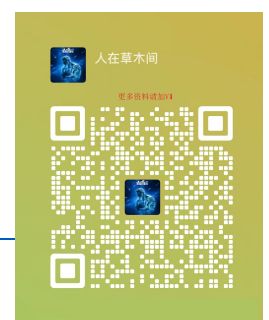
数据来源：Wind，东北证券

但如果我们将视角切换至产业演进维度，大萧条的本质便超越了单纯的需求坍塌和投资泡沫，实则是在第二次工业革命的驱动下，一次剧烈的产业范式转移所引发的经济阵痛。20 世纪初，以电力、内燃机、化学工业为代表的第二次工业革命拉开序幕，新技术的爆发催生了汽车、无线电及家用电器等新兴产业，极大提升了全要素生产率。于是，资本向汽车、化工等高增长部门集中，推动其产能迅速扩张。

然而，技术进步的“创造性破坏”效应同时显现，纺织、皮革加工等传统劳动密集型产业及部分农业部门，因技术迭代丧失比较优势而加速衰退。这一过程释放出大量劳动力，但其技能禀赋与新兴产业的需求存在严重错配，导致了大规模失业。

由此，经济体系陷入了新旧动能转换的“青黄不接”状态之中，一方面，新兴产业推动下的生产能力空前强大；另一方面，传统部门衰败与结构性失业所导致的社会有效需求严重萎缩。而这种供需错配使经济陷入“产能过剩与消费不足”并存的僵局中，企业利润下降，进而加剧裁员与减产，形成了负向反馈。

直至 1920 年代末期，新旧产业的切换达到了一个临界点——旧产业体系已实质性瓦解，而新体系尚未完全建立并吸纳所有的要素资源。于是这种结构性失衡便在脆弱的金融环境与失当的货币政策的共振下，通过 1929 年股灾这一导火索被彻底放大，最终演变为长达数年的经济萧条。从这一角度来看，大萧条本质上就是产业切换阶段的一次剧烈出清。



1.2. 二战后衰退，源于军需重工向民用消费转型阶段的经济阵痛

二战后的“胜利日衰退”，常被宏观叙事简化为战后总需求断崖式下滑、叠加政策转向，该过程中所必然经历的经济阵痛。具体而言：

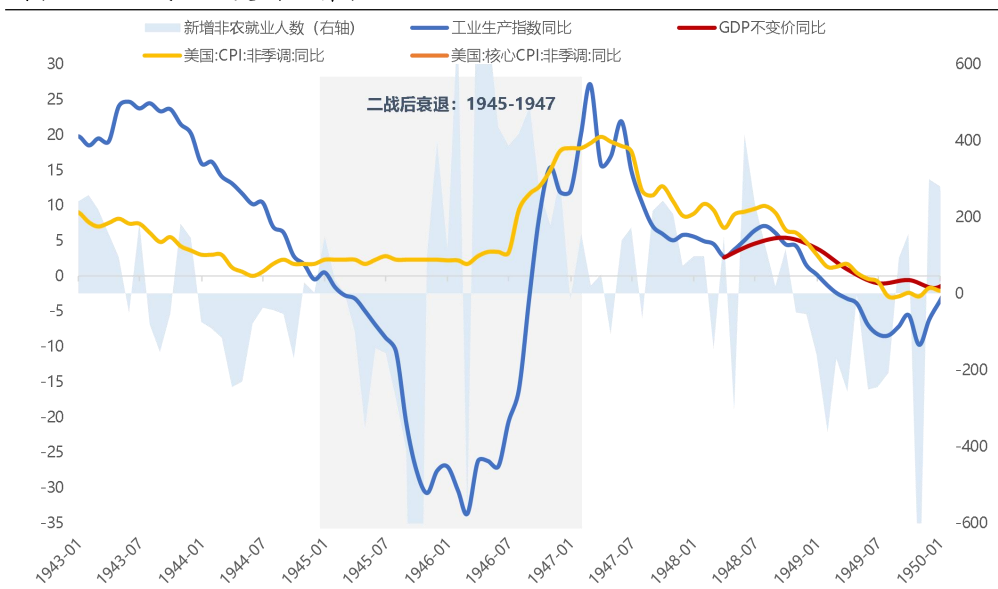
(1) 其一，政府订单急速收缩。二战之后，美国政府庞大的军费开支瞬间中断，联邦支出在 1946 年下降了大约 40%，这种公共需求的退潮速度远远快于战后私人需求的反弹速度，于是导致了总需求的阶段性缺口、GDP 出现负增长、工业生产增速一度跌至-33.7%。

(2) 其二，劳动力市场结构失衡。战后数百万退伍军人集中重返劳动力市场，尽管女性劳动力的退出在一定程度上缓冲了失业率数据的走高，但是就业结构的剧烈转换仍然引发了严重的摩擦性失业。

(3) 其三，供需错配导致物价飙升。战时被压抑的消费需求在价格管制解除后集中释放，但此时工业体系仍深陷于“军转民”的产能切换期，供给不足，导致 1947 年 PPI 一度暴涨 34.6%、CPI 同比最高达到 19.7%，而高通胀迫使美联储收紧信贷以遏制物价，这进一步抑制了经济活动，并诱发了 1948-1949 年的后续衰退“余波”。

总体上，传统观点将“二战后衰退”这一阶段定义为从战时统制经济向和平时期市场经济过渡的必然代价。

图表 3：二战后的美国经济表现



数据来源：Wind，东北证券

图表 4：二战后的美国 CPI 和 PPI 大幅飙升



数据来源：Wind，东北证券

然而，若从产业演进的视角来看，这场衰退的本质实则是产业结构从“军需重工”向“民用消费”转型的过程中，因新旧动能衔接错位而引发的结构性出清。二战期间，美国工业体系完全服务于战争的单一目标，汽车产线转产坦克、无线电工厂制造雷达、纺织车间专供降落伞，在战时体制下形成了庞大的产能。但是战争终结之后，高度专业化的军工产能瞬间沦为“无效产能”。即便存在军用技术向民用领域转化的潜力，其落地也面临着漫长的研发周期、巨额的资本重置成本以及市场培育的时间滞后。

因此在 1945-1947 年的窗口期内，美国经济处于“产业动能切换期”，旧有的军火订单快速消失，而基于新技术的民用消费品尚未形成规模化的产出，于是工业生产出现滑坡，经济系统的不稳定性显著加剧。直到 1948 年之后，随着马歇尔计划打通了欧洲市场的产业循环，加之美国企业基本完成了生产线的民用化改造与技术转化，积压的消费需求才得以与新供给有效对接，并开启了“战后黄金时代”的序幕。

1.3. 1970 年代大滞胀的导火索是能源供给冲击，但根源是美国在汽车、钢铁等领域的竞争优势丧失

1970 年代的滞胀，表面上源于 1973 年第四次中东战争引发的外生供给冲击。然而，在这次供给冲击形成之前，美国经济内部早已因行政干预和政策失误，积聚了大量风险，滞胀格局的形成实则是多重内生性因素共振的结果：

（1）其一是 1971 年布雷顿森林体系瓦解，美元与黄金脱钩。这一方面导致失去了“金本位”约束后的美联储，不得不在政治压力下大放水、造成了货币超发，为通胀埋下了祸根；另一方面导致美元指数大幅贬值，也带来了输入性通胀的上行。

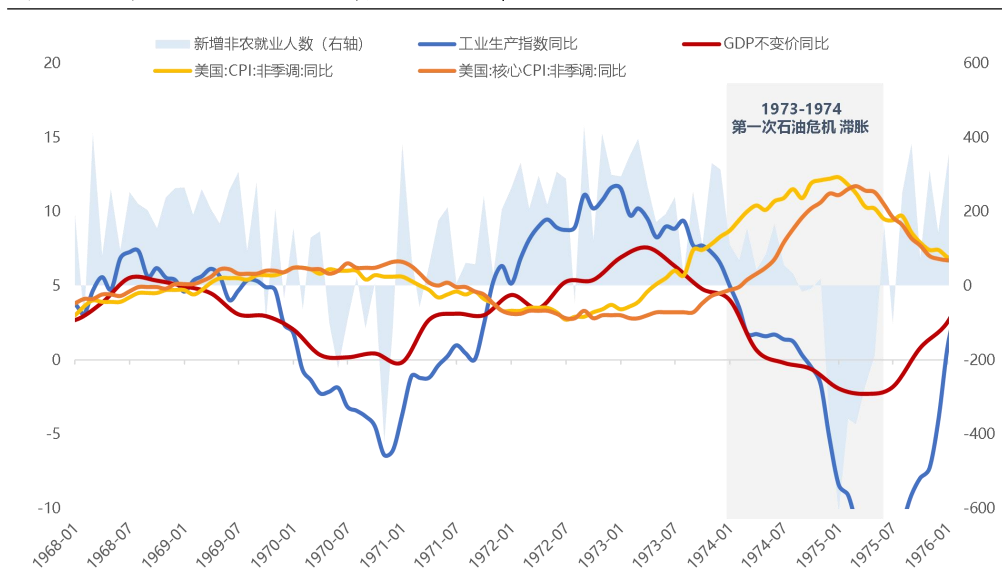
（2）其二是阿瑟·伯恩斯任期时的货币政策摇摆不定，面对菲利普斯曲线失效后的通胀与失业双重压力，美联储决策在“稳增长”与“控物价”之间反复摇摆。货币政策试图通过降息来刺激经济与就业，却进一步深化了通胀预期；而在通胀失控后又被迫加息，进而加剧了经济衰退。

(3) 其三是尼克松政府在总统大选期间，试图通过《经济稳定法案》等行政手段来冻结工资和物价，从而控制通胀，但这扭曲了市场、强行切断了价格信号对供需的调节功能，最终导致商品短缺、黑市滋生以及资源配置效率的严重损耗。后来在1973年价格管制措施解除之后，被压抑的价格压力一次性释放，快速推高了通胀中枢。

(4) 除此之外，当时美国工会具备极强的议价能力。在高通胀环境下，工会通过“指数化条款”要求名义工资与物价挂钩，企业则将攀升的劳动力成本通过定价权转嫁给消费者，从而形成了“物价上涨→工资上涨→物价再上涨”的恶性循环，使得通胀变得极具粘性。即便在需求回落阶段，通胀依然居高不下。

在这种宏观环境下，叠加了1973-1974年的第四次中东战争、石油禁运、油价飙升，最终使得美国经济陷入了深度滞胀状态。由此可见，1970年代的滞胀并非单纯的供给冲击产物，而是美联储丧失独立性、货币政策摇摆、行政干预扭曲市场、以及工会力量加剧“工资-通胀螺旋”的必然结果。石油危机更像是在原本就脆弱的经济基础上，完成了对滞胀格局的最终确认。

图表 5：第一次石油危机时期的美国经济表现



数据来源：Wind，东北证券

如果切换为产业周期视角观察，1970年代的美国正在经历着传统支柱产业竞争优势的消失。二战之后，美国凭借其在汽车、钢铁、半导体等领域的全球垄断地位，享受了长期的经济繁荣。然而到了70年代，这些核心产业陷入了严重的路径依赖与结构性僵化，例如：

在汽车工业方面，底特律三大巨头在很长一段时间里忽视了市场变化，仍长期沉迷于生产大排量、高利润的豪华车型。因此当石油危机爆发之后，市场需求迅速向“小型化、高燃油经济性”转型时，美国车企因缺乏应对市场剧变的灵活性而反应迟缓。反观日本丰田等企业，通过“精益生产体系”迅速推出了高质量、低油耗的小型轿车，满足了当时的消费者需求，从而抢占大量市场份额。这种竞争劣势的加强，直接导致1971年美国出现了一战以来的首次贸易逆差，汽车产业也从出口创汇的主力变成了进口依赖部门。

其次是半导体产业方面，美国企业陷入“重研发、轻制造”的产业困境之中。虽然美国最早发明了集成电路，但在 DRAM 等标准化存储芯片的大规模量产环节，美国的优势却在逐渐被日本削弱，日本通过政府主导的产学研合作，成功降低了生产成本并大幅提升了产品良品率，最终夺取了市场主导权。美国企业则未能将早期的技术优势转化为实际的规模化制造能力，最终丧失了该领域的控制权。

综上所述，1970 年代的“滞胀”困局，其表层诱因是外生性的石油供给危机、暴露了国内既有的货币超发与政策失误。但从深层产业结构来看，当时美国也正处于传统支柱产业竞争力“由盛转衰”的关键拐点。

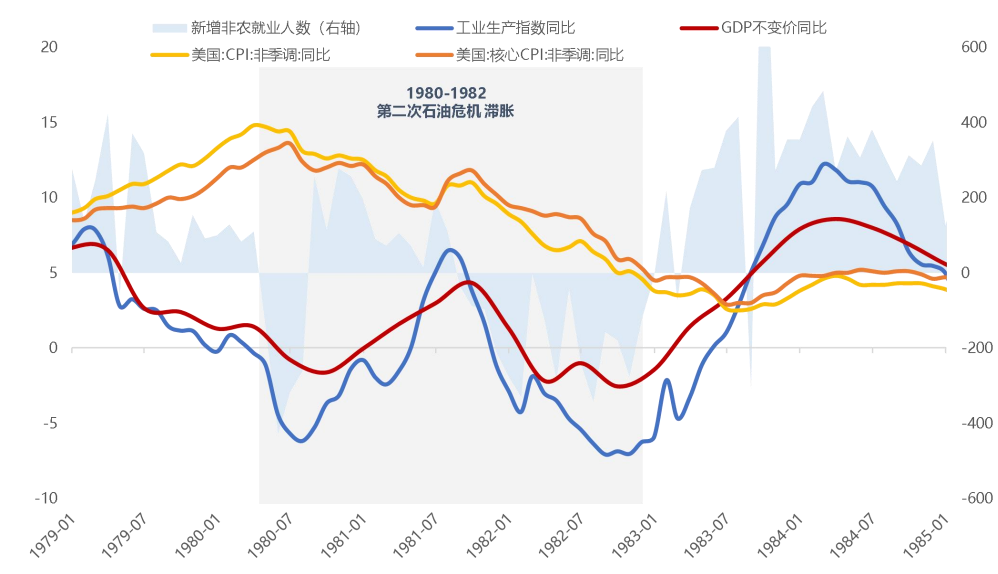
1.4. 1980 年代二次滞胀的诱因是两伊战争与油价飙升，但当时也正处于传统制造业向现代服务业的转型进程中

市场通常将 1980 年代初的新一轮“滞胀”危机归结为 1970 年代大滞胀遗留的惯性效应、与两伊战争引发的外部供给冲击叠加所致。伊朗伊斯兰革命与两伊战争期间，国际油价由 13 美元/桶飙升至接近 40 美元/桶，在前期通胀基数已然高企的背景下，能源成本的激增进一步推升了物价水平，导致美国 CPI 于 1980 年逼近 15% 的历史峰值，通胀预期变得根深蒂固。

与此同时，“工资-物价螺旋”进一步固化。从工会角度，生活成本调整（COLA）条款早在 1950 年代便被纳入劳资合同，但在经历了 1970 年代大滞胀期间通胀预期的反复冲击之后，该条款大范围普及开来。这导致的问题是：即便经济增长放缓、总需求下滑，名义工资仍呈现出极强的刚性上涨趋势。而企业为维持利润空间，又不得不继续提高产品售价，由此形成了一种自我强化的恶性循环。在此结构性困境下，常规的宏观调控政策逐渐失效。

于是便有了时任美联储主席保罗·沃尔克的休克疗法，即通过激进的紧缩性货币政策，将联邦基金利率大幅上调至 1981 年的 20% 历史高位，不惜以深度衰退为代价，彻底遏制失控的通胀预期。

图表 6：第二次石油危机时期的美国经济表现



数据来源：Wind，东北证券

然而如果从产业结构演进的视角审视，1980 年代初的滞胀及其引发的严重衰退，同样是对二战后建立的高能耗重工业模式的一次强制性出清。

以汽车、钢铁等传统支柱产业为例，一方面，这些行业要承受保罗·沃尔克加息带来的融资成本飙升，由于这些行业对利率高度敏感，因此融资成本的飙升直接抑制了终端需求；另一方面，这些产业仍需应对来自日本和德国的激烈竞争。在双重挤压之下，美国中西部传统工业区迅速走向衰败，最终演变为著名的“铁锈地带”。

更加深远的影响在于，极端的利率环境重塑了资本投向。一体两面，积极的一面是，在传统重工业没落的同时，美国资本逐渐向高技术含量、轻资产属性的信息技术产业转型。在《拜杜法案》等一系列科创政策的护航下，“硅谷+风险投资+纳斯达克”的创新导向资本体系在这一时期迅速成型，并成功孵化了微软、苹果、英特尔等一大批信息科技巨头，完成了新旧动能的转换。

而消极的一面则是，高昂的资金成本同样促使大量过剩资本撤离了风险高、回报周期长的实体制造业，转而涌入金融资产领域寻求避险与短期收益。这一趋势也加速了 1980 年代中后期美国经济金融化、以及“脱实向虚”的进程。长期来看，资本向华尔街等虚拟经济领域的过度集中，不仅削弱了本土的制造业，更是加剧了美国产业结构的空心化问题。

总体来看，1980 年代的美国正处于产业更迭进程中：一方面是传统重工业在高利率与国际竞争下的被动出清，以及随之而来的经济金融化趋势；另一方面则是信息技术作为新经济引擎的逆势崛起。这两股力量的交织共同构成了美国经济转型的关键，资本的“破”伴随着新产业的“立”，完成了对美国产业格局的重塑。

1.5. 2000 年的科网泡沫破灭，虽源于流动性收紧、财务造假与 9·11 事件的共同冲击，但本质上与新旧经济范式的更迭相关

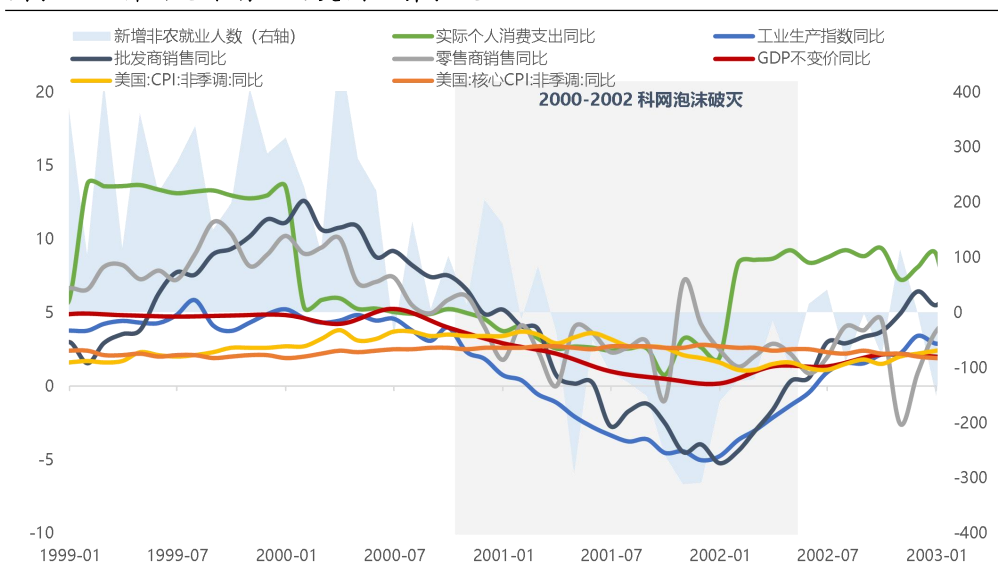
2000 年的科网泡沫破裂，与美联储加息引发的流动性收紧、财务造假丑闻、以及 9·11 事件带来的信心冲击有关。但从产业角度出发，这次危机实质上同样也是美国经济支柱产业切换、新旧经济范式交替过程的必经阵痛。

在 1990 年代中后期时，美国经济呈现出“高增长、低通胀、低失业”的黄金组合，市场弥漫着“生产率奇迹”的乐观情绪。时任美联储主席格林斯潘虽然在 1996 年提出了“非理性繁荣”的警告，但并未采取实质性干预。直至 1999 年中，为抑制经济过热和潜在的通胀风险，美联储启动连续六次加息，至 2000 年将联邦基金利率推升至 6.5% 的高位，结果这一货币政策的转向成为刺破科技泡沫的导火索——高利率提高了企业的融资成本，降低了未来现金流的现值，导致高估值的科技股首当其冲遭到抛售。

与此同时，在资产价格重估的过程中，市场的恐慌情绪更被一系列公司财务造假案急剧放大。以安然和世通为代表的巨头相继曝出惊天财务丑闻，彻底掀开“新经济”光环下的制度谎言，导致投资者对整个科技行业和资本市场出现了信任危机。投资者不再相信财报上的利润和增长叙事，这进一步加剧了股市的恐慌性抛售，引发了纳斯达克指数的暴跌，从 2000 年 3 月峰值到 2002 年 10 月期间，跌幅接近 80%。

期间美国还发生了“9·11”事件，这次意外冲击作为外部催化剂、加剧了宏观经济的不确定性，打击了市场信心，使得经济衰退程度加深。

图表 7：科网泡沫前后的美国经济表现



数据来源：Wind，东北证券

然而从产业维度看，科网泡沫的破灭本质上源于美国在 1990 年代中后期对于信息技术产业的过度投资，而消除过剩产能、重建新秩序的过程便伴随着一次剧烈的经济出清。

在 1990 年代末，美国经济投资的焦点转向了互联网领域，这些公司的核心价值并非实体资产，而是用户数量、市场份额、品牌知名度等无形资产以及“改变世界”的宏大故事。例如，当年如 Pets.com 等公司的年收入只有几百万美元且亏损严重，但即便在缺乏可行商业模式的情况下，其还能够仅凭品牌故事便获得数亿美元市值。这说明，资本追逐的并不是眼下的利润，而是对未来垄断地位的想象。

于是，伴随着叙事狂欢的还有资本流向的根本性转变。原本资本主要投入于建设生产线、购买机械设备、扩大产能——这是一种回报周期相对可预测的重资产投资；但在 1990 年代后期，新经济启动，在 Y2K 问题和互联网商业化的双重刺激下，资本疯狂涌入电信和网络基础设施领域。然而，市场严重高估了带宽的需求规模，导致网络基建产能远超当时的实际需求水平。所以当市场真实需求未能如期兑现时，巨额资本开支迅速转化为沉重的债务负担，通信行业的产能利用率从高峰期的 95% 以上骤降至 40% 以下，致使大量设备商与运营商陷入生存困境。

泡沫破裂本质上是一场产业出清，大量缺乏可行商业模式、仅靠风险投资“烧钱”维生的“.com”公司迅速破产清算。但是衰退的过程本身也是新秩序建立的过程，那些真正创造了价值的公司，如亚马逊、eBay 等，虽然其股价经历了暴跌，但业务根基并未动摇，并在洗牌后迎来了长期价值回归。更重要的是，泡沫破裂后留下了大量过剩的光纤网络，而这些廉价的底层基础设施极大地降低了后续互联网企业的数据传输与运营成本，为 Google、Facebook 等新一代平台型企业的爆发式增长铺平了道路。

1.6. 2008 年的次贷危机源于房地产畸形繁荣与金融过度创新，而产业核心则是真正能够提升实际生产力的领域有所缺席

2008 年的次贷危机，是继 1929 年代大萧条之后，最为严重的系统性经济危机。与 2000 年科网泡沫破灭主要是冲击信息技术等虚拟经济不同，此次危机直接引爆了美国经济的命门——房地产与金融体系。

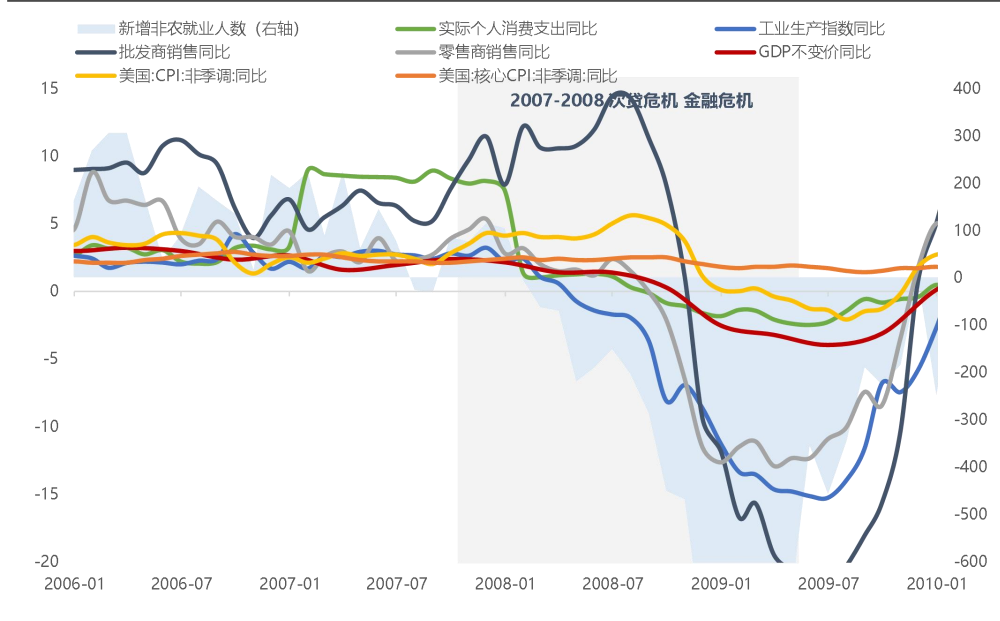
次贷危机以及随后金融危机的爆发，源于货币政策的剧烈摇摆与金融过度创新所引发的一系列连锁反应。为了应对科网泡沫破裂与 9·11 事件的影响，美联储在 2001 至 2004 年间将联邦基金利率降至 1% 的历史低位，并长期维持在这一水平。但这种极度宽松的流动性逐渐流向了房地产市场，催生了市场对“房价永远上涨”的错误预期。随着经济过热和通胀抬头，美联储在 2004 至 2006 年间连续 17 次加息，将利率从 1% 提高至 5.25%，这导致许多持有浮动利率贷款的次级借款人无力偿还，违约潮开始涌现。

与此同时，更致命的是“发起-分销”模式与过度证券化（MBS&CDO）充当了风险的放大器。资产证券化意味着，银行将成千上万个房贷打包成抵押贷款支持证券（MBS），甚至进一步打包成担保债务凭证（CDO），出售给全球投资者。在这种

模式下，贷款机构通过打包出售资产成功转移了信用风险，从而丧失了尽职调查的动力，导致“无收入、无工作、无资产”的忍者贷款泛滥。

同时，信用评级机构的失职，将这些底层充斥着垃圾债的复杂衍生品粉饰为 AAA 级安全资产，致使养老金、保险公司等全球保守型金融机构也深陷其中。所以当底层房贷开始违约时，这些看似安全的资产瞬间变成“问题资产”，导致雷曼兄弟等高度依赖短期融资的影子银行体系流动性枯竭，引发了系统性崩盘。

图表 8：次贷危机前后的美国经济表现



数据来源：Wind，东北证券

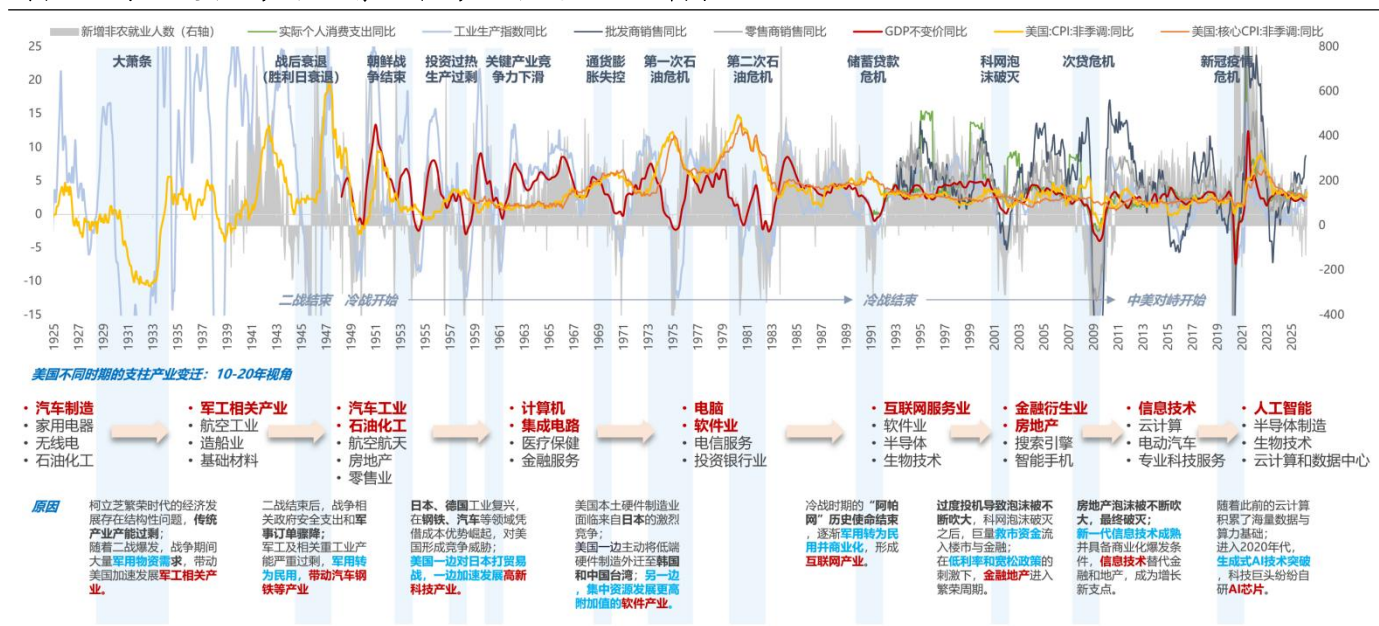
如果从产业结构演进的视角审视，这场危机实质上是美国经济在从“科技周期”向“地产周期”切换过程中的结构失衡所致，由于过度依赖房地产作为财富引擎，而非实体生产力的提升，所以最终引发了系统性危机。具体来说：

在 2000 年代，美国本土的制造业持续外流；同时在低利率环境下，金融体系创造的大量流动性并没有流向能提升全要素生产率的先进制造业或科技研发领域，而是被虹吸至房地产及相关衍生品市场，并对实体产业产生了一定的“挤出效应”。为了维持经济增长并填补就业真空，美国经济陷入了对房地产建筑业及其上下游产业链——包括家电、建材、金融服务等的过度依赖之中。这种畸形的产业结构导致了经济结构的脆弱性，一旦房地产支柱崩塌，由于缺乏高端制造等其他强有力的实体产业作为缓冲，宏观经济的衰退就显得尤为剧烈。

与此同时，产业的畸形发展也改变了微观主体的消费模式，一部分美国居民依赖房价上涨带来的“财富效应”维持高消费，即通过不断抵押升值的房产获取再融资，以维持高水平的日常消费、购置汽车、耐用品和度假等。但是这种模式需要建立在房价永远上涨的基础假设上，一旦房价下跌，大量家庭就会陷入“资不抵债”的负资产状态。于是在次贷危机之后，微观层面的“资产负债表衰退”导致居民被迫缩减开支、增加储蓄以修复债务，进而引发消费支出的断崖式下跌。这种消费的急剧

萎缩进而重创了零售和服务业，形成了“房价下跌—消费萎缩—经济衰退”的恶性循环。

图表 9：衰退是落后产能出清、新兴产业崛起的必经阵痛



数据来源：Wind，东北证券整理

图表 10：常规视角的理解往往是衰退的促发因素，产业周期的理解才是核心

美国经济衰退的本质是产业周期的更迭				
衰退阶段	常规视角的理解【促发因素】	产业周期视角的理解【本质】	旧产业	新产业
1929 大萧条	股市崩盘引爆金融系统，贫富差距导致消费不足，货币政策失误	范式转移阵痛 ：第二次工业革命催生的新产业替代了旧产业，劳动力技能错配，导致“生产过剩，消费不足”的结构性失衡。	纺织、皮革、传统农业	汽车、无线电、家电、化工
1945-1947 二战后衰退	战时军费开支急剧刹车，退伍军人大规模失业，价格管制解除引发通胀	军转民真空 ：工业体系从“军需重工”向“民用消费”切换，战争结束导致军工产能变为无效产能，出现新旧动能转换真空期。	军工复合体（坦克/雷达）	民用消费制造业（汽车、家电等）
1953-1954 朝鲜战争后衰退	国防开支断崖式下跌，货币政策紧缩，企业去库存	外部竞争冲击 ：欧洲和日本战后重建完成，其新产能效率更高、成本更低，美国低效率的旧工厂开始萎缩。	低效的钢铁、纺织工厂	石化工业、国防航天
1957-1958 二战后首次滞胀	货币紧缩刺破泡沫，国际收支失衡，黄金外流	优势产业衰落 ：日本/西德现代化工厂在成本上碾压美国老工厂，导致美国旧有重工业模式丧失竞争力。	老旧的钢铁、汽车产能	自动化设备、电子产业早期
1960s 小型衰退	为抑制通胀而采取的政策副作用去库存	结构性调整 ：汽车和房地产（旧支柱）因利率敏感且库存积压严重，首当其冲，呈现出不同行业轮流衰退的特征。	汽车、房地产	信贷驱动的消费服务业
1970s 第一次石油危机	石油供给冲击，布雷顿森林体系瓦解，工资-物价螺旋上升	路径依赖与逆转 ：美国汽车/半导体等产业陷入重研发、轻制造的陷阱，面对石油危机和日本竞争，旧有重工业模式丧失竞争力。	大排量汽车、传统芯片制造	小型节能汽车、电子技术、医疗产业
1980s 第二次石油危机	70年代通胀惯性，两伊战争推高油价，根深蒂固的通胀预期	旧模式强制出清 ：高利率环境加速了资本从实体经济退出，涌向金融资产，中西部传统工业区迅速衰败。	汽车、钢铁（锈带雏形）	金融服务、信息化基建、个人电脑
1990s 储蓄贷款危机	储蓄贷款协会期限错配，利率飙升导致资产不抵债，监管放松引发道德风险	服务业转型阵痛 ：经济向服务业转型，资本涌入商业地产。由于过度建设导致供应过剩，叠加能源产业衰退。	能源、重工业	商业地产、金融资产
2000 科网泡沫破灭	流动性收紧戳破泡沫，财务造假（安然/世通）911事件冲击信心	估值体系颠覆 ：资本从重资产工业转向互联网“新经济”。大量资本投入光纤等基础设施，但实际需求未跟上，导致宽带产能过剩。	重资产工业，生产线	互联网、电信基础设施（光纤）
2008 次贷危机	房贷违约潮，金融衍生品放大风险，过度杠杆	地产周期替代 ：制造业外流后，过度依赖房地产作为财富引擎。经济支柱崩塌后，缺乏实体经济填补真空。	制造业继续外流	房地产、金融衍生品
2020 新冠疫情危机	公共卫生事件导致封锁，供应链中断，流动性恐慌	K型分化加速 ：疫情强行教育用户，加速了数字化转型。科技行业爆发，而依赖人员聚集的行业遭受毁灭性打击。	航空、线下零售、影院、邮轮	远程办公、电商、流媒体、云计算

数据来源：东北证券整理

2. 两种衰退路径：传统型 VS 滞胀型

根据前文的梳理不难发现，经济体在新旧动能转换阶段，不可避免地会面临增长中枢下移的调整压力。然而，战争、地缘政治博弈、能源价格剧变等外生冲击变量，将显著改变经济衰退的具体演化路径。因此我们将经济衰退分为两类：一类是由总需求收缩主导的常规温和衰退，另一种则是由供需双侧共振引发的滞胀型衰退。这两种衰退路径在传导机制、宏观冲击效应及持续周期上存在本质差异。

对于前一类“常规衰退”，通常源于资产泡沫破裂、金融系统去杠杆、内生性产能过剩、内需不足等因素，典型的案例包括二战后衰退、朝鲜战争后衰退、科网泡沫危机、次贷危机等。在此类衰退中，政策目标相对明确，即通过降息降准等货币宽松手段和积极的财政刺激来修复资产负债表、提振总需求。

后一类“滞胀型衰退”的典型案例为1970年代第一次石油危机导致的滞胀、1980年代第二次石油危机下的滞胀。当供给端遭受外部剧烈冲击时，不仅会带来成本推动型通胀，还会严重挤压实体企业的利润空间并抑制消费，导致产出萎缩。在这种情境下，传统的宏观调控工具往往会陷入两难困境。

2.1. 传统的衰退路径：需求侧驱动、政策目标清晰、市场出清过程流畅

首先是传统的衰退路径，主要源于宏观经济周期的自我修正与“去库存”过程。在此类衰退中，经济的主要矛盾集中在需求端。需求的周期性回落通常由金融泡沫破裂、信贷周期见顶、微观主体消费投资意愿下降等因素触发。

具体而言，当经济过热、资产泡沫破裂后，总需求发生萎缩，导致企业面临产能过剩压力，进而通过降价策略加速库存消化，引发物价水平回落甚至出现通缩预期。因此，常规衰退往往伴随着“经济停滞+低通胀/通缩”的特征，尽管失业率有所攀升，但货币的实际购买力保持相对稳定。在这一情境下，央行具备相对充足的政策空间实施降准降息政策，财政端亦可同步扩大支出。流动性投放并不会引发恶性通胀，反而能刺激需求引导经济重回均衡增长轨道。

总体上，传统的衰退路径具有以下三大特征：

其一，单一需求侧驱动。衰退的触发因素纯粹源于总需求的主动收缩，经济体系并未遭受能源危机、供应链断裂等显著的负面供给冲击。

其二，政策目标清晰且无内部冲突。央行不存在“稳增长”与“控通胀”的两难困境，其目标就是通过宽松政策来拉动需求、恢复物价水平。

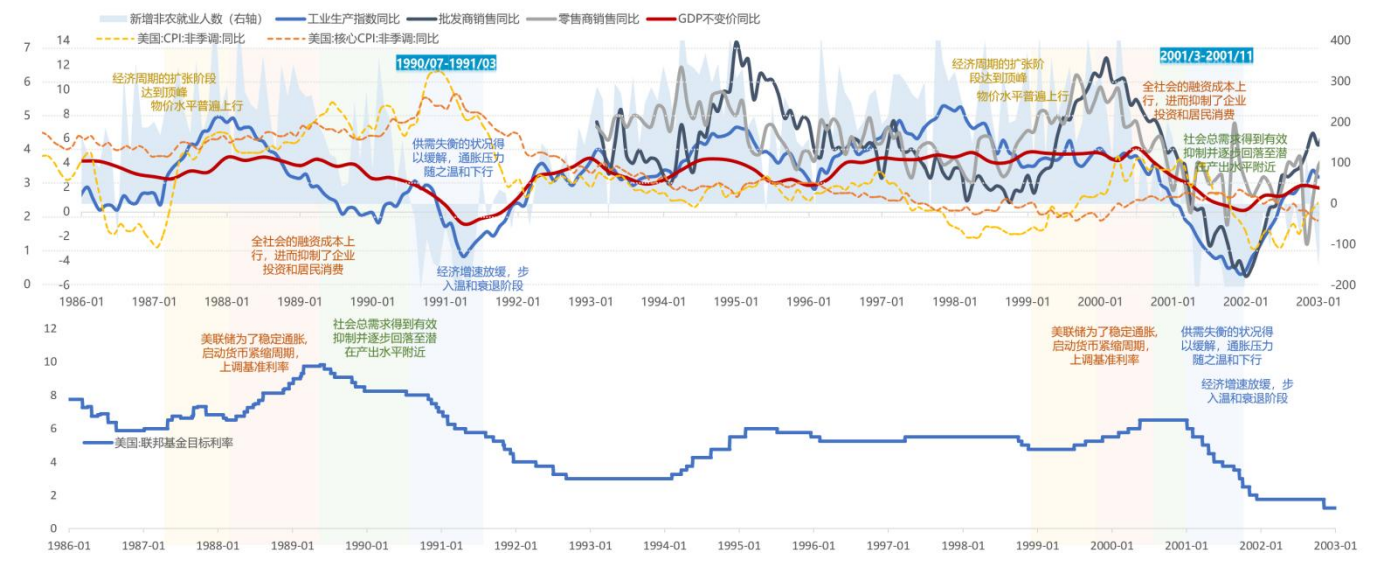
其三，市场出清过程相对顺畅。此类衰退通常历时较短、烈度可控，一旦过剩产能获得有效出清，并在流动性支持下实现总需求修复，经济便能触底反弹，重回扩张轨道。

从产业层面看，常规的衰退路径，主要表现为前期过度扩张行业的产能出清与资产负债表修复。以光伏行业为例，在经历了前期高景气驱动的激进扩产后，行业会陷入严重的供需失衡与产能过剩；此时的衰退，就是通过激烈的价格竞争与阶段性亏

损，倒逼缺乏技术和资金优势的中小企业加速退出，同时头部企业通过兼并重组与技术迭代来消化过剩产能。事实上，这种调整有利于促使行业从“规模导向”向“价值导向”转型，为下一轮健康增长奠定基础。

历史经验表明，这种常规衰退中的产业调整过程通常是结构性的，历时较短、烈度较低，且并不会引发全行业的崩塌或经济活动的全面停滞。二战后衰退、朝鲜战争后衰退、冷战后衰退、科网泡沫衰退以及次贷危机等典型案例均印证了这一规律。

图表 11：传统的衰退路径：单一需求侧下行驱动



数据来源：Wind，东北证券整理

2.2. 滞胀型衰退路径：供需均承压、政策目标冲突、出清过程漫长痛苦

相较于传统衰退路径，另一种“滞胀型衰退”则源于产业周期下行阶段、供给端的突然收缩。具体而言，宏观传导机制如下：

- 1、经济本已处于产业周期的下行期，内生增长动力持续走弱；此时突发地缘政治冲突、能源禁运或全球供应链断裂等事件，外部供给冲击导致石油、粮食及关键中间品的价格剧烈飙升。
- 2、这一供给冲击会迅速沿产业链向下游传导，导致全社会单位生产成本发生系统性抬升。高成本让企业被迫涨价，同时成本激增又迫使企业减产、裁员。这种变化在宏观层面表现为总供给曲线向左移动，即在总需求并未扩张的情况下，物价水平被迫全面上涨，而产出水平却持续收缩。

由此，经济陷入了增长停滞与高通胀并存的“滞胀”困局，失业率飙升，货币政策陷入深刻的两难困境：加息虽有助于遏制通胀，但会加剧实体经济的衰退风险；降息虽能刺激增长，却可能进一步推升通胀预期。因而货币政策可能陷入犹豫摇摆的状态，政策应对的滞后与不彻底，会导致通胀预期彻底失控，并触发“工资—通胀螺旋”。最终，经济的滞胀局面长期化，并进入衰退状态。

因此滞胀型衰退属于“供给冲击”、“周期性需求疲软”与“宏观政策失调”三者

共振的产物，是所有衰退类型中最为复杂且破坏性最强的一种。其具有以下三大特征：

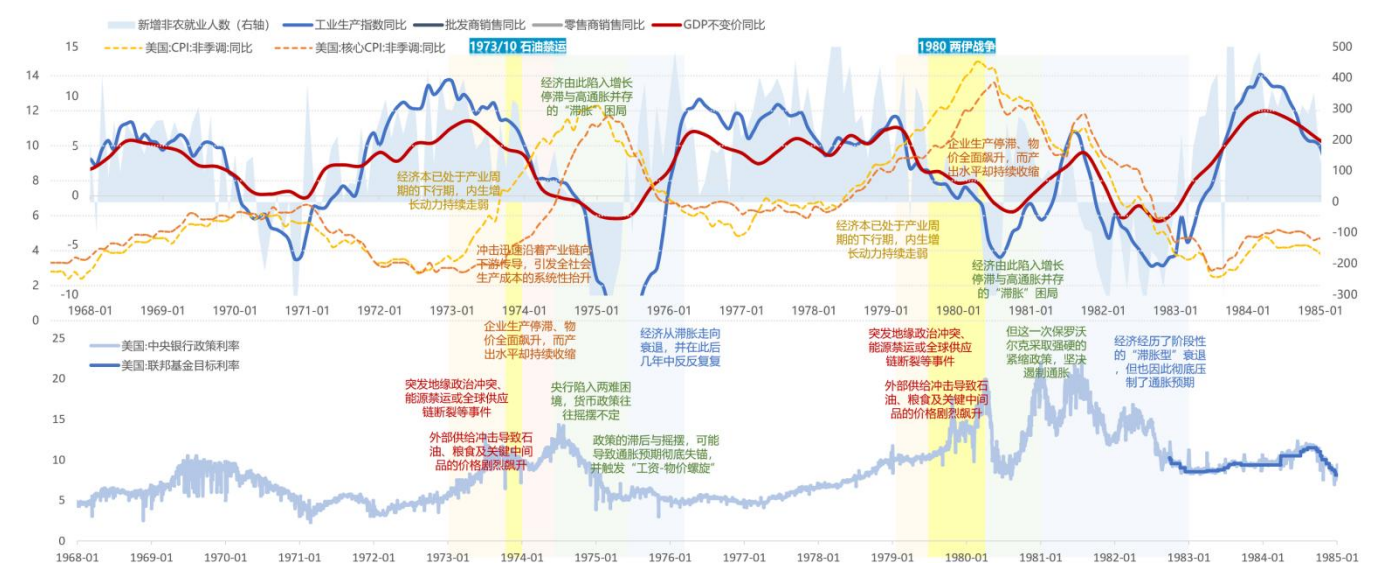
其一，供需两端双重承压。衰退的根源并非仅仅是需求收缩，还包括供给侧的成本冲击。

其二，政策目标内在冲突。央行面临“稳增长”与“控通胀”的权衡，传统的需求管理工具失效，政策空间受到挤压。

其三，出清过程痛苦且漫长。打破这一恶性循环往往需要付出巨大的宏观经济代价，例如通过激进加息、人为制造深度衰退以强行压制通胀。总体上相较于传统衰退路径而言，滞胀型衰退的调整周期被大幅拉长，经济复苏变得更为艰难。

历史上，属于滞胀型衰退的案例包括：**1970-1980年代的两次大滞胀**。由于传统优势产业面临来自日本和德国的竞争，美国传统制造业的内生增长动能已有疲态，恰逢第四次中东战争与两伊战争爆发，引发了剧烈的能源供给冲击。油价暴涨导致生产成本急剧攀升，经济陷入停滞。然而，70年代时的美联储主席阿瑟·伯恩斯在货币政策上摇摆不定，未能及时且坚决地打压通胀预期，多重因素交织下，美国经济陷入了长达十余年的滞胀泥潭。直至80年代初，美联储主席保罗·沃尔克采取激进的“休克疗法”，将联邦基金利率大幅上调至20%左右，以一场深度的经济衰退为代价，才彻底根除了通胀预期，终结了这一历史性的滞胀困局。

图表 12：滞胀型衰退路径：需求侧偏弱，叠加供给侧冲击



数据来源：Wind，东北证券整理

2.3. 两种衰退形态的差异：货币政策有效与失灵

下表对比了两种衰退形态的差异：在传统的衰退路径中，货币政策通常能够发挥有效的逆周期调节作用，但在滞胀型衰退中，货币政策的调控效力显著弱化甚至是失灵的。

尽管如此，这并不意味着货币政策完全丧失了宏观调控价值，虽然央行无法根治滞胀的结构性症结，却可能会因为其调控手段的差异，而影响经济在滞胀和衰退过

程中的持续时间。这正是我们在第三章将要重点探讨的核心议题。

图表 13：两种衰退路径的对比：价格机制与货币政策——有效 VS 失灵

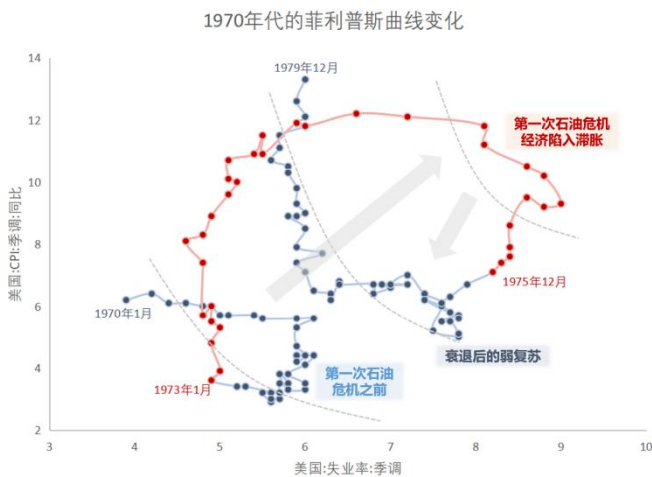
对比维度	传统衰退路径	滞胀型衰退路径
衰退成因	主要由需求侧驱动	需求下行，供给端出现异常冲击
	经济衰退的触发因素纯粹源于总需求的主动收缩，经济体系中未出现能源危机、供应链断裂等显著的负面供给冲击	经济衰退的根源并非仅仅来源于需求收缩，还包括供给侧的成本冲击
货币政策	政策目标单一且明确	政策目标存在内在冲突
	央行政策框架不存在“稳增长”与“控通胀”的两难困境，央行目标就是通过紧缩政策为过热的经济和物价降温	央行面临“稳增长”与“控通胀”的权衡问题，传统的需求管理工具失效，导致政策空间受到挤压
衰退形态	非滞胀形态	滞胀形态
	经济呈现出“低增长、低通胀”的特征，出清过程相对顺畅	经济呈现出“高通胀、低增长、高失业”的滞胀特征，出清过程困难
衰退时长	历时较短	历时较长
	一旦过剩产能被有效消化，总需求恢复至健康水平，央行会适时转向宽松货币政策，为下一轮经济复苏提供流动性支持，推动经济重回扩张轨道	由于通胀预期的固化，经济出清的难度急剧提升，衰退周期被大幅拉长，复苏变得更为困难
典型案例	大多数的衰退情形，如1990年代初冷战结束后的衰退；2001年科网泡沫破裂后的衰退等	例如1970-1980年代的两次石油危机，美国经济陷入滞胀

数据来源：东北证券整理

从菲利普斯曲线的位置变化来看，在经历了滞胀型衰退之后，菲利普斯曲线往往会发生显著位移。回顾历史，1970年代阿瑟·伯恩斯时期的政策应对导致该曲线长期处于偏外侧的恶化位置，相较于危机爆发前，通胀与失业率都变得更高了。相反，1980年代保罗·沃尔克以强硬的紧缩政策强化了美联储信任、重塑了通胀预期，推动大缓和时代的到来，菲利普斯曲线向内侧修复，实现了通胀率与失业率的双降。

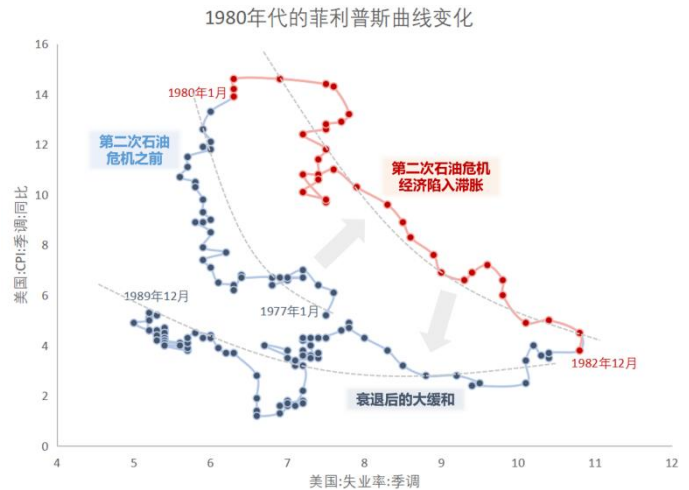
相比之下，在常规的周期性衰退路径中，随着经济基本面的修复，菲利普斯曲线通常会自然回归至原有的均衡位置。至于当前宏观经济周期下曲线的可能演进轨迹及其原因，我们将在后续部分进行探讨。

图表 14：1970 年代的菲利普斯曲线变化



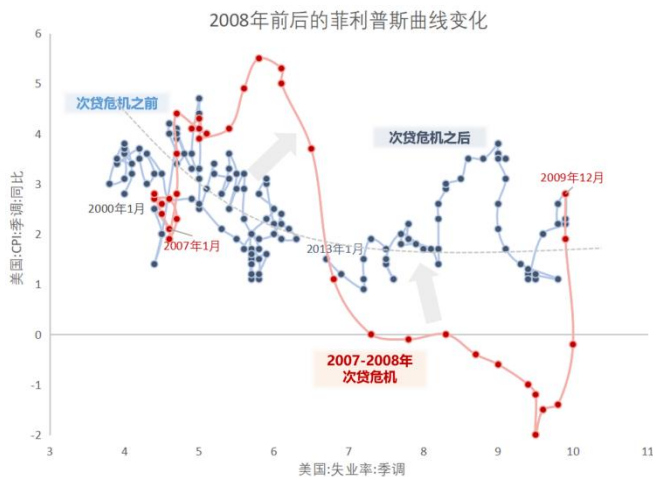
数据来源：Wind，东北证券

图表 15：1980 年代的菲利普斯曲线变化



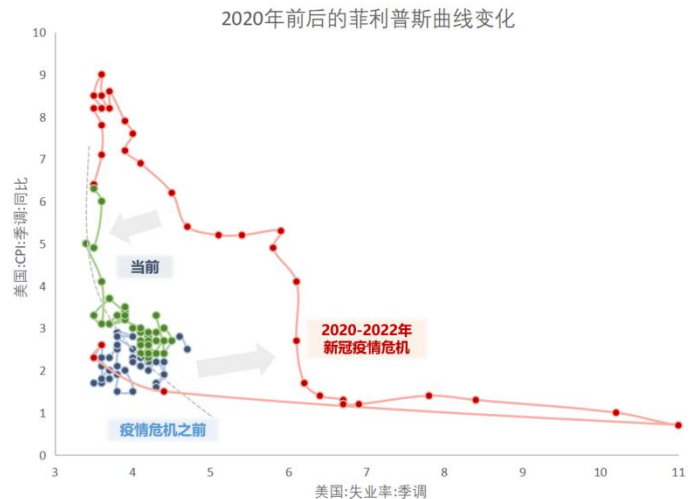
数据来源：Wind，东北证券

图表 16：2008 年前后的菲利普斯曲线变化



数据来源：Wind，东北证券

图表 17：2020 年前后的菲利普斯曲线变化



数据来源：Wind，东北证券

3. 滞胀型衰退中，货币政策会影响什么？

本章将聚焦于 1970 年代与 1980 年代的两次滞胀型衰退，探讨美联储货币政策的差异性、及其对宏观经济的影响有何不同。

正如前文所述，货币政策虽无法从根本上决定经济周期的演进方向，无法阻止在特定外部冲击下、经济滞胀与经济衰退的必然发生，但是也并非毫无影响。事实上，央行在政策取向、力度及节奏上的不同，会影响微观主体的通胀预期与经济信心，进而决定经济衰退的节奏和持续时长。阿瑟·伯恩斯时期的政策摇摆与保罗·沃克时期的坚决紧缩，就是最典型的代表。

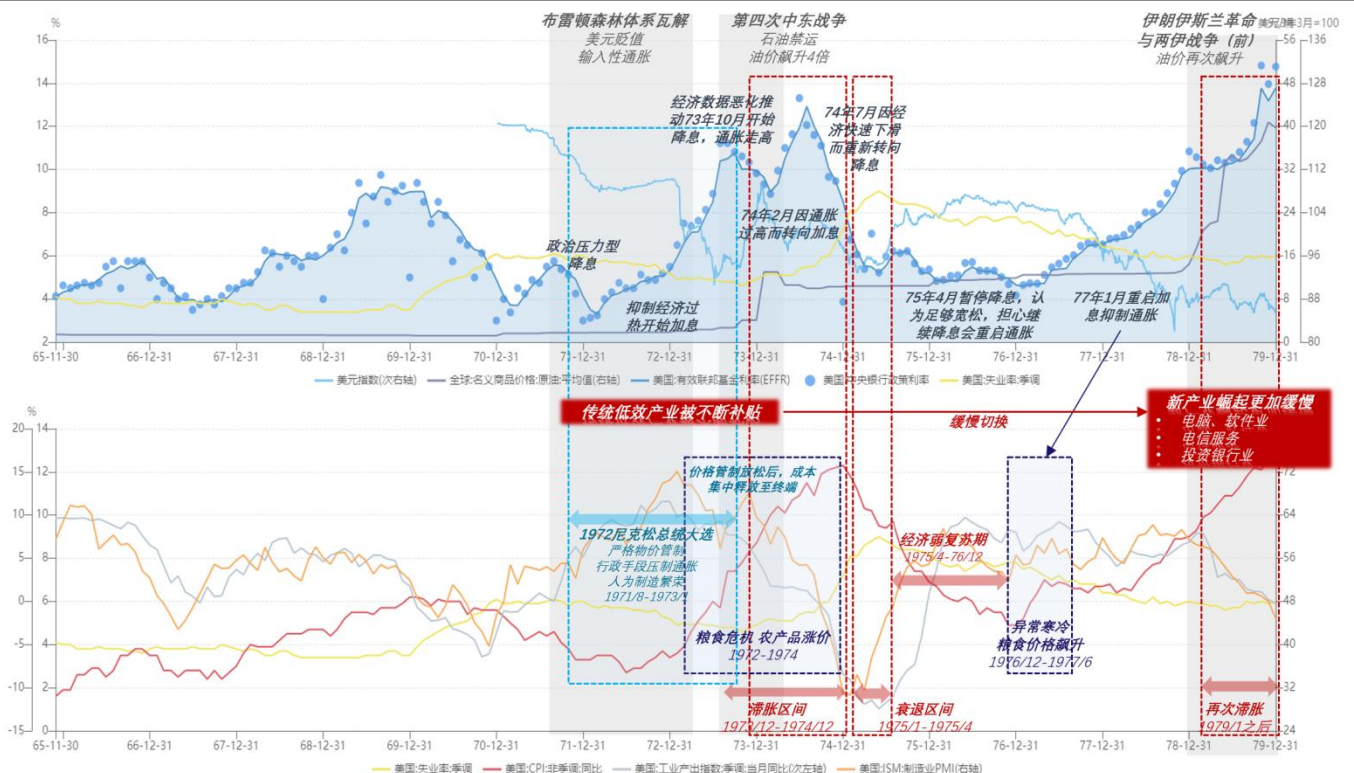
3.1. 阿瑟·伯恩斯的犹豫不决，拖长了经济结构调整的痛苦时间

首先是阿瑟·伯恩斯，在其任期内，美联储的货币政策深受政治周期与社会舆论的掣肘，缺乏必要的独立性。例如在尼克松政府时期，白宫方面宣布终结布雷顿森林体系，导致美元与黄金脱钩；随后在1972至1973年的大选周期中，美联储迫于政治压力释放了大量流动性，配合行政性的物价管制手段，由此“人造”了短期经济繁荣。但这种货币超发与价格扭曲的组合，导致巨大的涨价压力在企业端持续积聚，最终当1973年行政管控逐渐放松时，企业迅速将涨价压力转嫁至终端消费者，引发了通胀的大幅攀升。

在就有通胀压力的背景下，1973年10月第四次中东战争爆发，阿拉伯产油国随即实施石油禁运并大幅削减产量，西方国家的石油供应锐减，油价在短时间内从3美元/桶飙升至13美元/桶。于是，突发的能源供给侧冲击进一步加剧了美国的通胀压力，对工业生产与居民消费造成直接打击，经济增速随之回落，典型的“滞胀”格局由此确立。

然而面对滞胀困境，阿瑟·伯恩斯的政策应对显得犹豫不决，在“滞”与“胀”之间摇摆不定：既想通过紧缩性政策遏制通胀，又因担忧经济衰退而频繁转向宽松。尽管联邦基金利率也有所上调，但其峰值仅触及13%附近，并不足以遏制通胀。这种仍显宽松的金融条件不仅固化了市场的通胀预期，更催化了“工资-价格”螺旋的形成，最终美联储的“走走停停”策略未能有效遏制滞胀、反而拉长了经济调整的周期。

图表 18：阿瑟·伯恩斯式犹豫不决的货币政策，拖长了经济结构调整的痛苦时间



数据来源：Wind，东北证券整理

事实上，从产业角度，长期的低利率环境实则是对低效传统产能的一种隐性补贴。宽松的金融条件延缓了汽车、钢铁等高耗能、低效率产业的破产与出清进程，使得经济结构中的深层次矛盾未能得到及时解决，为后续的长期经济痛苦埋下隐患。

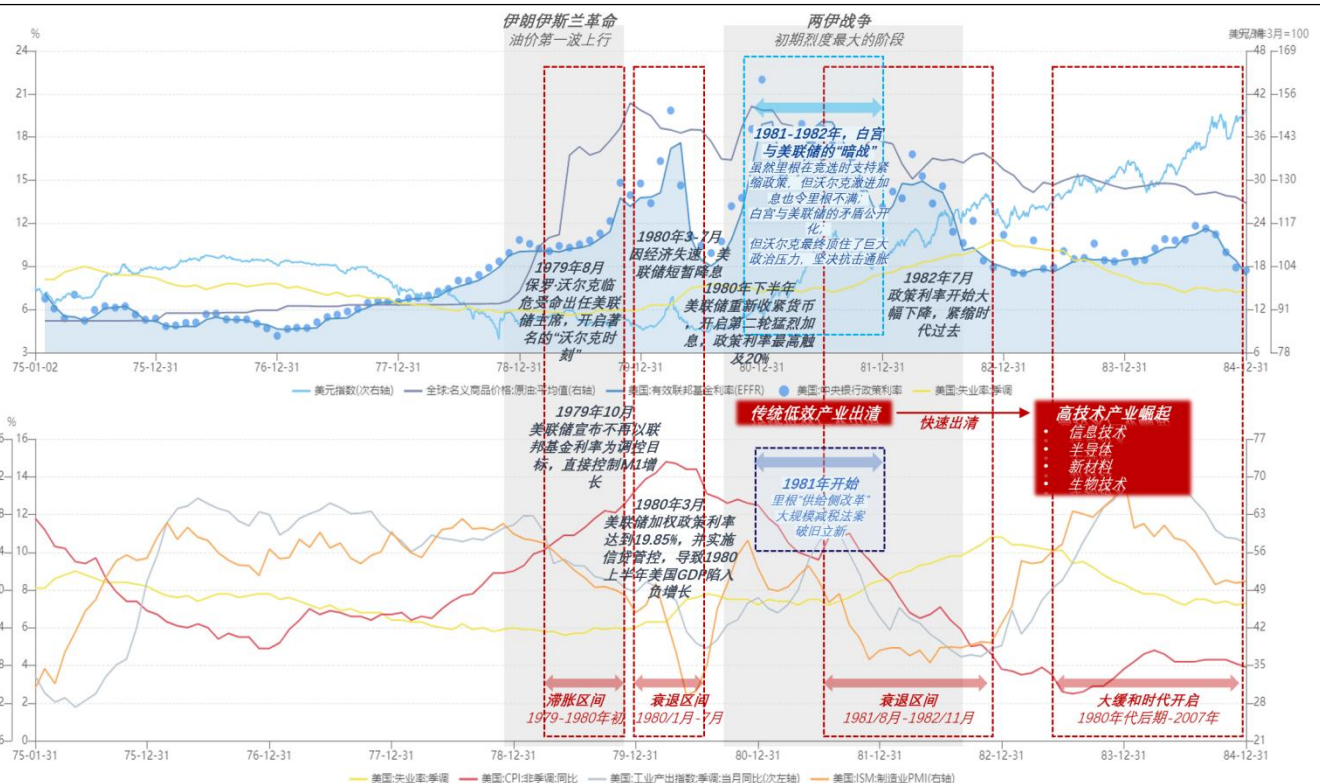
3.2. 保罗·沃尔克的强硬紧缩，加速了落后产业的出清速度

相反，在保罗·沃尔克执掌美联储之后，彻底摒弃了妥协式的政策路径，坚决捍卫央行独立性，确立了以治理通胀为优先级的货币纪律。

彼时，受伊朗伊斯兰革命及两伊战争爆发的叠加影响，全球原油供给遭受严重的外生冲击，国际油价由 13 美元/桶飙升至最高 40 美元/桶附近。这次石油危机将美国的通胀数据再次推向 14.8% 的历史峰值，美国经济也陷入了比 1970 年代更为严峻的“滞胀”泥潭之中。

然而与阿瑟·伯恩斯不同，面对居高不下的通胀与新一轮能源危机，保罗·沃尔克顶住了来自政界、商界及社会的巨大压力，实施激进的货币紧缩政策，将联邦基金利率推升至 20% 的历史极值。即便在由此引发的深度衰退中，美国失业率飙升至 10.8%，沃尔克仍坚持维持高利率门槛，拒绝过早放松银根，以此向市场传递坚定的抗通胀信号。

图表 19：保罗·沃尔克式强硬的紧缩政策，加速落后低效产能出清、建立新秩序



数据来源：Wind，东北证券整理

事后来看，虽然沃尔克的强硬举措在短期内加剧了经济下行压力，带来了 1980-1982 年的大衰退，但是从长期宏观视角审视，其政策成效显著：一方面，他成功扭转了市场的通胀预期，打破顽固的“工资-价格”螺旋，推动通胀率从高位回落至 3.8% 以下，重塑了美联储的政策信誉。

另一方面，极致的高利率环境加速了汽车、钢铁等传统低效产能的出清，这种“创造性破坏”有效释放了被错配的劳动力与资本要素，为信息技术与现代金融服务业等新兴增长极腾挪了发展空间。这不仅从根本上推动了美国产业结构的转型升级，也为随后二十余年的“大缓和”时代与经济繁荣奠定了基础。

通过这种对比，我们可以看出：货币政策虽不能创造或消除经济周期，但央行的独立性与政策决断力，会直接影响经济体在面对外部冲击时，是陷入长期的“滞胀”泥潭、拉长了调整周期；还是通过短期的剧烈调整，落后产能的“快速出清”并换取了经济结构的重塑。

图表 20：货币政策不改变经济方向，但影响调整节奏和持续性

对比维度	1970年代	1980年代	观点
产业周期阶段	传统低效产业 → 新型产业 汽车、钢铁、纺织、服装、造船等 → 核电、航空航天、国防工业等	传统低效产业 → 新型产业 汽车、家电、机床工业等 → 计算机、软件、互联网、半导体等	产业周期是经济运行的底层逻辑与长期趋势根源
供给冲击	第一次石油危机，石油禁运 油价从3美元/桶上升至13美元/桶	第二次石油危机，石油供给短缺 油价从13美元/桶上升至40美元/桶	供给冲击可能改变经济周期中的“衰退”路径
行政政策	尼克松的“新经济政策” 物价-工资管控	里根的“供给侧改革” 大规模减税	
美联储	阿瑟伯恩斯 独立性弱	保罗沃尔克 坚决维护独立性	货币政策并不能改变产业周期驱动下的经济方向
货币政策	一会加息、一会降息 货币政策在“抑制通胀”与“经济增长”之间摇摆不定	持续鹰派加息 激进的紧缩政策，将联邦基金利率推升至20%的历史极值	
政策效果	无法彻底遏制石油禁运后的滞胀影响	终结“工资-价格”螺旋，重塑美联储信誉	
产业结构调整时长	宽松货币环境延缓了高耗能低效率产业的出清进程，显著拉长经济结构调整的周期	高利率加速了传统低效产业的“创造性破坏”和出清，为新兴产业增长腾挪空间，加速产业结构转型进程	但能够影响经济调整的持续时间和节奏

数据来源：东北证券整理

4. 对美国当前情况的讨论

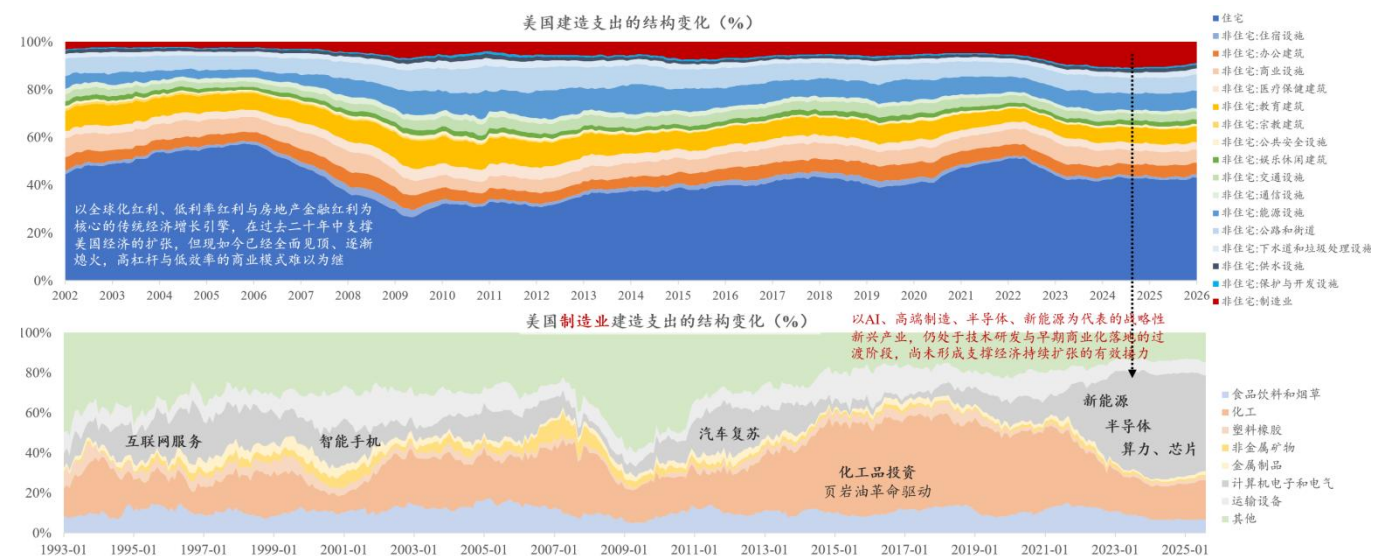
本章我们进一步审视美国当前的宏观经济基本面。不难发现，当前美国经济面临的结构性困境，与 1970 年代“滞胀危机”前呈现出高度的相似性：（1）产业周期正处于新旧动能转换的阵痛期，经济 K 型分化与结构性压力凸显；（2）地缘政治冲击的突发扰动，导致“类滞胀”风险与衰退预期逐渐攀升；（3）货币政策在多重目标约束下，存在重现“犹豫不决”特征的可能性，使得宏观前景面临严峻挑战，市场整体预期趋于审慎。

4.1. 产业周期又来到了临界点

首先从产业角度来看，当前美国经济又来到了新旧产业周期切换的结构性拐点。过去二十年间，支撑美国经济扩张的核心引擎主要为“全球化红利”、“低利率环境”以及“房地产金融化”形成的资产溢价。然而目前这些传统驱动力的增长动能已经逐渐见顶甚至熄火，其背后高杠杆与低效率的商业模式已难以为继。与此同时，以AI、半导体、高端制造等为代表的、被视为重塑未来经济增长引擎的战略性新兴产业，仍处于技术研发与早期商业化落地的过渡阶段，尚未形成足以支撑经济持续扩张的有效接力。因此在这一新旧产业的“断层期”，宏观经济的衰退压力具有内生属性。

但正如“创造性破坏”理论所指出的，不破不立。从产业演进的长周期视角来看，适度的经济衰退实质上是市场自发进行出清的必要手段，即通过价格机制与破产重组，淘汰落后产能，将被束缚或错配的劳动力、资本等核心生产要素，重新引导并配置至 AI 与高端制造等新兴领域。

图表 21：美国正处于新一轮产业周期的交替期



4.2. 突发的供给冲击加剧了经济走向“滞胀”的风险

但问题在于，供给端的扰动可能会加剧经济走向滞胀的风险，即形成前文提到的“滞胀型衰退”。

自 2026 年 2 月末美以伊冲突爆发以来，至今 3 个多月的时间里，各方仍处于对峙状态，虽然也有阶段性的停火谈判，但是美伊意见仍有一定分歧、局势僵持不下、以色列仍时不时又令局势升温...总体上看，预计最终停战以及霍尔木兹海峡真正解封仍需一段时间。作为全球能源化工运输的咽喉，霍尔木兹海峡仍处于实质性封锁状态，这直接威胁了全球原油供给体系的稳定性。受此影响，国际油价中枢已经从战前 60-70 美元/桶附近，上移至 90-100 美元/桶区间，现货价格更是一度飙升至 150

美元/桶以上。而这种能源成本的抬升，正沿着产业链向下游制造业与服务业加速传导，并有可能威胁到下半年的农产品供给，进而推升美国 CPI、核心 PCE 等通胀指标，强化通胀的粘性与持续性，甚至形成二次通胀。

事实上，在此次地缘危机爆发前，美国就因为疫情冲击、供应链紊乱、货币超发、俄乌冲突以及关税政策等多重因素的叠加，国内通胀居高不下，美联储货币政策陷入了两难境地。这一点与 1970 年代初极为相似——前文提到，彼时美国刚刚经历了布雷顿森林体系的瓦解、黄金与美元脱钩，引发了严重的输入性通胀；同时，尼克松政府为谋求大选连任，人为制造“虚假繁荣”，迫使美联储放任货币超发，并实施严格的“工资-物价管制”。这种非市场化的行政干预导致涨价压力被强行积压在企业端，而在选举结束后随着物价管制的逐渐松动，企业迅速将成本转嫁给终端消费者，引发通胀全面抬头。此时，恰逢第四次中东战争爆发与石油禁运，油价从 3 美元/桶暴涨至 12 美元/桶，最终导致通胀彻底失控。

反观当下，2020 年以来的全球供应链紊乱与美联储大规模 QE，使得通胀本就难以回落。2025 年特朗普政府又推行了大规模的关税政策，进一步通过人为设置贸易壁垒等形式扭曲了价格体系，其性质与尼克松时期的“工资-物价管制”如出一辙，均是将成本压力强制截留于供应链环节。在此脆弱基底之上，若美以伊冲突无法快速终结、国际油价在 90-100 美元/桶的中枢水平维持较长时间，有可能会触发通胀反弹的连锁反应。

总体来看，我们认为目前美国的宏观环境与 1970 年代第一次石油危机时期高度相似，内生性结构矛盾尚未化解、外生性供给侧冲击又接踵而至，美国经济陷入“滞胀型衰退”的概率或将显著攀升。

图表 22：当前的美国，高度类似于 1970 年代第一次石油危机之前的情形



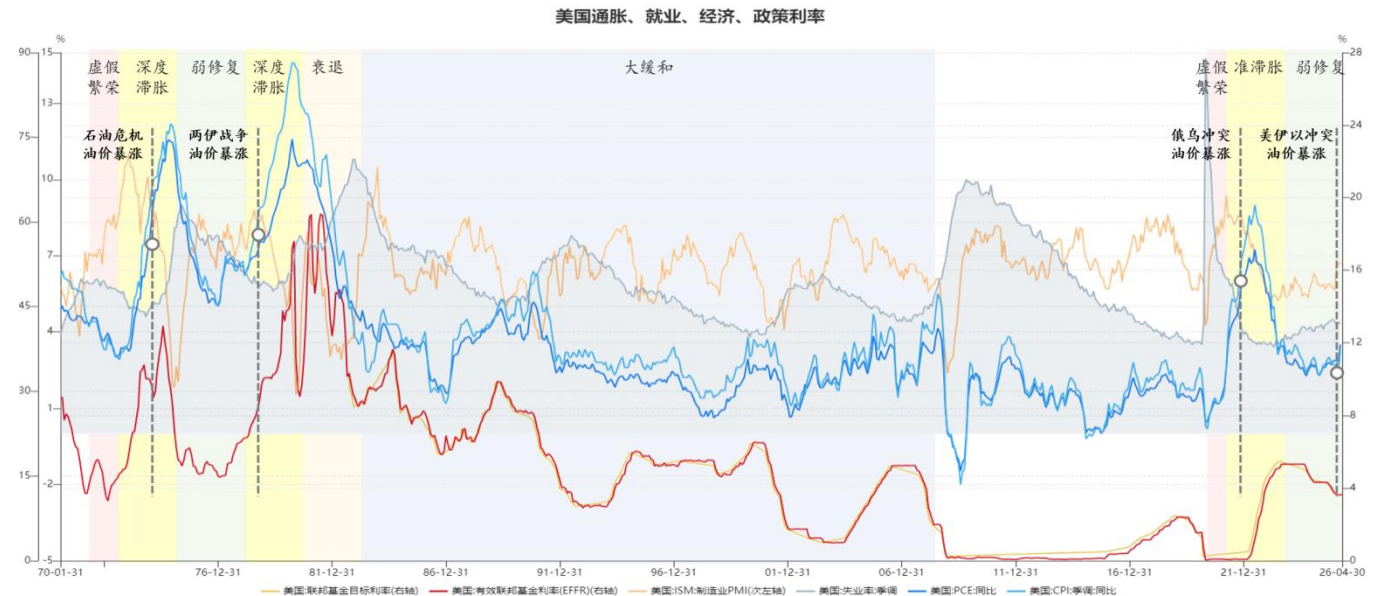
数据来源：Wind，东北证券整理

甚至如果将时间轴拉长审视，自 2022 年俄乌冲突爆发后，美国实质上已步入“类滞胀”状态。若将 2020 年至 2026 年间的疫情、俄乌冲突及美以伊冲突连在一起看，则与 1970-1980 年代两次石油危机时期的情况更加相似。

下图展示了 1970-1980 年代的滞胀周期，美国经济经历了：从战前由宽松政策催生

的虚假繁荣、坠入 70 年代的深度滞胀；随后在短暂经济弱复苏后，于 80 年代二次陷入滞胀泥潭；最终不得不通过剧烈的大衰退来实现出清，此后迎来了“大缓和时代”。

图表 23：美国可能已经处于滞胀状态好几年了



数据来源：Wind，东北证券

当前美国经济的潜在轨迹也十分类似：疫情之后的大规模财政与货币扩张、造就了阶段性的虚假繁荣。随后 2022 年俄乌冲突导致能源与粮食价格飙升，令美国经济显露出“类滞胀”特征。此后，尽管能源供给有所修复、美联储开始加息、通胀数据阶段性回落，但这种弱复苏的根基极其脆弱，其核心是建立在居民部门消耗疫情时期积累的超额储蓄之上的。因此随着超额储蓄逐渐耗尽，美国居民部门正被迫在“削减实际消费”与“加杠杆维持支出”之间做出抉择。

数据显示，当前美国居民债务总规模已经突破 18.8 万亿美元的历史极值，其中信用卡债务达到 1.3 万亿美元、汽车贷款规模高达 1.68 万亿美元，且信用卡违约率攀升至约 13.1%，创下 2011 年以来的新高。这种依靠透支信用维持的消费模式并不具有可持续性，一旦未来违约风险集中释放，将对美国内需和整体经济基本面构成严峻冲击。在这种情况下，供给侧再次遭遇地缘的扰动，推动国际油价重返高位区间，这无疑为“二次滞胀”的形成提供了温床。

基于以上讨论，如果我们认定 2022 年后美国已显现“类滞胀”端倪，那么时至今日，美国经济或许已经在滞胀状态中持续运行数年。需要强调的是，在宏观经济的判断中，对于经济周期阶段的划分往往具有滞后性，通常在事后很久才会认定宏观经济的复苏、繁荣、滞胀、衰退。

4.3. 美联储的真正困境是“滞胀”环境中的货币政策失灵

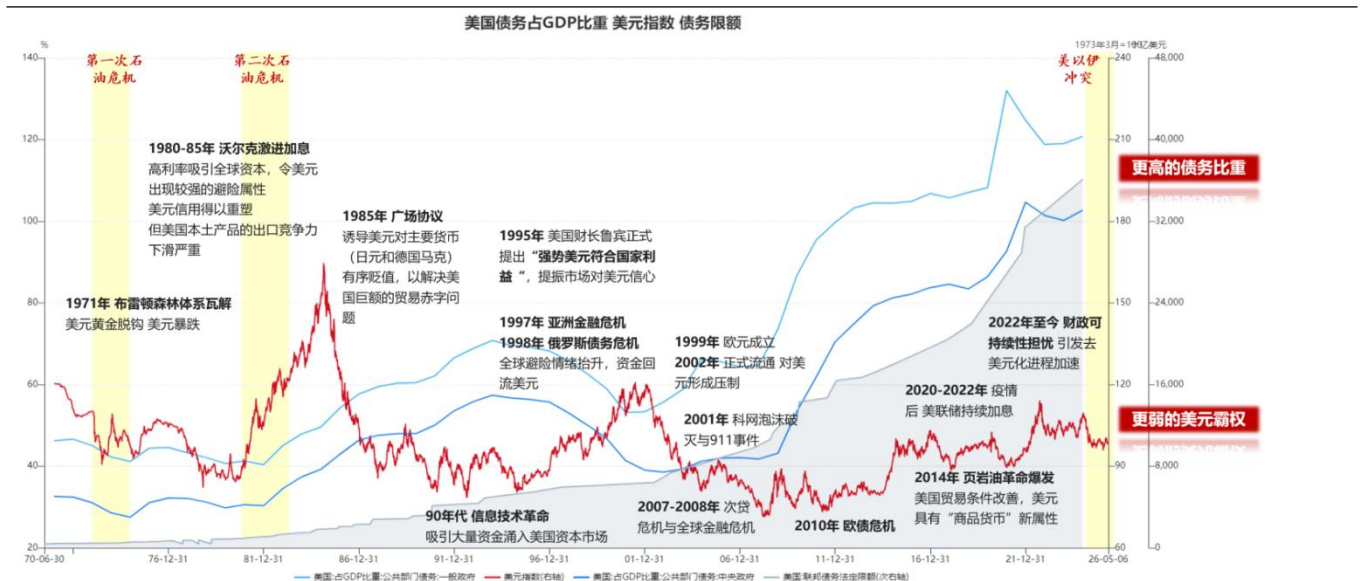
对于美联储来说，面对高企的联邦债务约束与强烈的政治施压，凯文·沃什大概率难以复刻保罗·沃尔克式的激进紧缩决断力，相反，其政策路径更可能重蹈阿瑟·伯恩斯时代的覆辙——被迫接受白宫干预、政策摇摆不定、并且有可能在经济显露疲态时过早转向降息。这种政策上的妥协与反复，或将导致美国经济陷入长期的“类滞胀”泥潭，进而使衰退周期被显著拉长。

事实上，在典型的滞胀环境下，传统货币政策往往是失效的。当前市场上关于“通胀与就业之间权衡”的讨论，本质上仍隐含着—个前提——即通胀主要由需求过热、货币超发所导致的。然而，如果本轮通胀的根源并非是单纯的流动性泛滥，而是源于更深层次的供给侧结构性剧变，那么传统调控框架便显得捉襟见肘。具体而言：其一，近年来美国为了追求供应链安全而强行推动的“脱钩断链”，导致生产成本系统性抬升。其二，人口老龄化趋势的加剧与劳动力供给的结构性短缺，推高了服务业的刚性成本。其三，地缘冲突频发与逆全球化浪潮，导致全球物流与能源成本中枢发生永久性上移。

那么，在这些由供给端因素主导的冲击下，货币政策不仅无法解决问题根源，反而会陷入左右为难的困境之中——加息无法凭空变出石油与廉价商品，难以有效抑制成本推动型通胀；而降息也无法修复受损的供应链与劳动力市场，更无法解决经济增长的结构性停滞。正如鲍威尔所说的，当面临供给侧冲击时，货币政策在短期内难以对供应端产生实质性影响。

因此表面上看，目前的美联储似乎仅是在宏观治理的短期矛盾中挣扎——即在高债务与弱美元的约束下，试图在“控通胀”与“保就业”的双重目标中间寻找脆弱的平衡。但其面临的真正难题在于传统货币政策工具的失灵与经典菲利普斯曲线的彻底失效。当高通胀与经济停滞并存时，美联储手中的利率工具便失去了原本的调节弹性，不恰当的宏观干预非但无益于破局，反而可能引发更为深远的系统性风险。

图表 24：美联储的困境，表明上是高债务和弱美元下的经济治理



数据来源：Wind，东北证券

4.4. 凯文·沃什究竟更像谁，这个问题可能并没有那么重要

尽管我们在前文提到，新任美联储主席凯文·沃什更有可能类似阿瑟·伯恩斯，但某种程度上，这个问题或许不是那么重要。从更长的视角维度来看，或许无论是谁都无法单纯通过货币政策来解决这一轮技术革命会带来的结构性问题。

本轮产业周期的切换与历史过往存在着较大的不同，主要体现在技术进步对就业市场的影响方向上。在历次技术变革中，自动化往往倾向于创造新的就业岗位以对冲替代效应；然而在此次 AI 浪潮中，技术的“创造性破坏”可能更为剧烈，AI 革命越成功，未来美国面临的结构性失业问题或将愈发严峻。

根据前文的分析，凯文·沃什的政策态度固然会影响“滞胀型衰退”过程中的经济调整节奏与持续时间，但当这一切结束之后，新的稳态大概率指向了相同的方向——失业率或将呈现“先期攀升、随后由于部分人永久退出劳动力市场、再缓慢回落”的特征。在中长期维度上，这一转型过程将推动“非加速通货膨胀失业率”（NAIRU）中枢的进一步上修。从更长的时间尺度来看，美联储无论是出现保罗·沃尔克式的强硬派人物、还是出现阿瑟·伯恩斯式的迟疑派角色，都无法从根本上扭转结构性失业的终局，仅仅只能影响经济调整的节奏与阵痛时长。

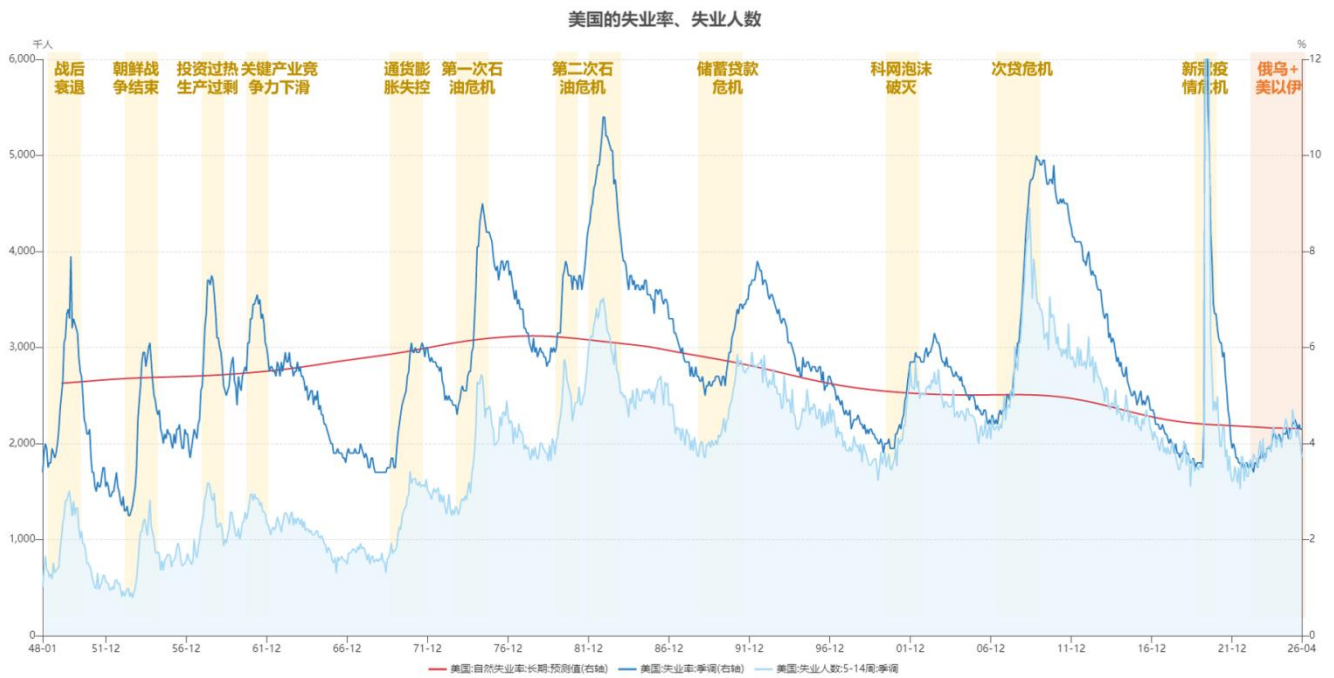
面对更远期的全新宏观图景，我们判断，未来美联储的货币政策框架也会作出适应性调整，更加聚焦于以下三大维度：

其一，代际与技能分层的就业数据。由于技术进步引发的结构性就业摩擦，经济能够承受的自然失业率中枢已经抬升，传统的整体失业率指标其前瞻性与参考意义正在显著下降，亟需引入分层评估体系。

其二，“截尾均值”通胀指标。在供给侧频繁遭受到外部扰动的环境下，需剔除极端价格波动，以识别供给侧是否出现实质性改善，从而避免基于短期噪音导致的政策误判。

其三，AI 投资的债务杠杆率。高度关注科技资本开支背后的融资结构与流动性匹配情况，防范因技术迭代不及预期或商业化变现受阻而引发的资产估值回调、以及金融稳定风险。

图表 25: AI 革命越成功, 就业问题就越严重



数据来源: Wind, 东北证券

5. 风险提示

地缘局势超预期、美联储货币政策超预期。

研究团队简介：

杨旭：东北海外经济首席，南开大学金融硕士，东南大学经济学学士。主要覆盖宏观经济与利率、地缘局势、国别研究等领域。5年卖方研究经验，擅长从宏观基本面、政策导向与国际比较的视角，对资产走势进行分析，研判宏观经济周期。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

