

相关研究

- 《小镇青年的归宿：从城镇到城市——“城镇化”系列之二》2019.11.11
- 《大类资产的历史变迁——兼论资产表现背后的宏观逻辑》2019.11.04
- 《对外开放提速，将如何影响资本市场？——中国对外开放系列之一》2019.10.29

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

高通胀的前世今生（海外篇）

投资要点:

- **全球历史上的高通胀。70-80年代发达国家因石油危机出现高通胀。**70年代全球对中东原油供给有明显的依赖，而中东局势动荡导致原油供给减少，1973年和1979年油价均出现过大幅上涨，并导致美国等发达国家均出现通胀攀升的情况。**07年美国因经济过热引起短期高通胀。**2000年以来美联储一直采取宽松的货币政策，这刺激了居民的地产投资热情，并引发经济持续繁荣，随后美国通胀也出现了持续的上升。**80年代拉美多国因货币失控陷入恶性通胀。**70年代拉美国家逐步开放本国市场，过度举借外债引发了80年代拉美债务危机，导致拉美国家只能通过超发货币来满足财政赤字，进而引发了恶性通胀。**14年俄罗斯因货币贬值导致高通胀。**2014年受到西方国家经济制裁与油价暴跌的外部冲击，俄罗斯卢布出现大幅贬值，并引发输入性通胀，而这一情景也发生在近期的阿根廷。
- **美国的滞胀与经济过热。70-80年代滞胀：石油危机叠加错误的货币超发引发滞胀，出现股债双杀。**其实受到经济动能减弱和短期刺激政策的影响，美国在石油危机之前已经陷入滞胀泥潭，而石油危机加剧了美国经济的困境。当时控制通胀让位于刺激经济导致错误的货币超发，使得通胀问题迟迟难以解决。在滞胀环境下，利率大幅上行导致债券价格和股市估值出现下跌，经济疲软也拖累企业盈利，最终美国出现股债双杀。**1979年美国采取收货币控制滞胀，**尽管经历短期阵痛，但随后美国进入温和增长与温和通胀相伴随的大缓和时代，而资本市场也开启了长达30年的股债双牛行情。**01-07年经济过热：加息应对通胀导致利率上行，但经济繁荣利好盈利助推股市上涨。**与滞胀时期的两难选择不同，面对经济过热引起的通胀，美联储果断选择加息，使得高通胀时期利率明显上行。受此影响，美国债券跌入熊市，但股市因为企业盈利高增走出牛市行情。但前期过度宽松也积累了美国地产泡沫，加息导致房价下跌并引发金融危机。
- **发展中国家的通胀。80年代墨西哥：恶性通胀引发经济衰退和资本外逃，出现股债汇三杀。**80年代墨西哥发生的恶性通胀极大的削弱了居民购买力，导致消费下滑和社会动荡，同时利率大幅上升也拖累投资，墨西哥经济整体陷入衰退。而货币发行失控和经济衰退又导致资本大量外逃，并引起本币大幅贬值，股市和债券市场毫无意外也出现大幅下跌。**2014年俄罗斯：外部冲击导致输入性通胀，被动加息下股债汇三杀。**由于俄罗斯的高通胀来源于货币贬值，因此俄罗斯只能通过多次加息稳定汇率。但事与愿违，资本外逃和货币政策收紧导致资本市场遭受冲击，俄罗斯也出现股债汇三杀的情况。同时，与墨西哥一样，严重的通胀也通过投资和消费拖累俄罗斯的经济增长，15年GDP增速跌入负值。
- **历史与现在的中国。**通过历史回顾，全球高通胀大体包括供给收缩、经济过热、货币超发和货币贬值等原因，而通胀往往伴随着利率的走高，导致债券价格下跌，股市估值被杀，但经济过热时期股市会因为盈利高增走牛。而如果通胀得到有效治理，则后续资本市场还会出现明显好转。**目前发生在我国的通胀上升与70-80年代因为原油价格上涨引起的通胀存在相似之处，但我国当前的通胀也不同于当时美国陷入的滞胀。**美国当时通胀涨幅更大并且采取了错误的应对政策导致货币超发，使得滞胀愈演愈烈。而我国经济增速仍有6%，并且我们预计明年通胀也会随着猪价回落而重回温和区间。**从中长期来看，如果我国有望进入温和增长与温和通胀相伴随的大缓和时代，那么资本市场也将迎来长期慢牛。**

目 录

1. 全球历史上的高通胀.....	4
2. 美国的滞胀与经济过热.....	6
2.1 70-80年代滞胀.....	6
2.2 01-07年经济过热.....	7
3. 发展中国家的高通胀.....	8
3.1 80年代墨西哥.....	8
3.2 2014年俄罗斯.....	10
4. 历史与现在的中国.....	11

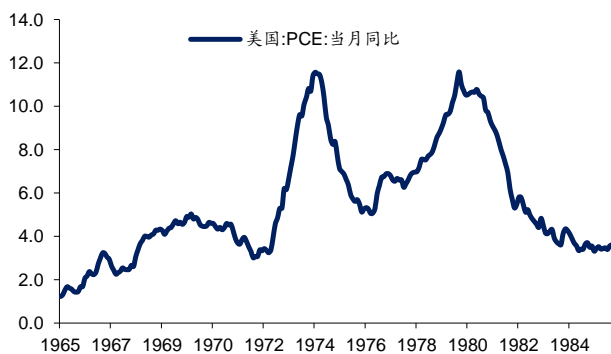
图目录

图 1	美国 PCE 同比 (%)	4
图 2	日本、英国和德国 CPI 同比 (%)	4
图 3	国际原油价格 (美元/桶)	4
图 4	OPEC 原油产量占全球产量的比重 (%)	4
图 5	2000 年-2008 年美国 CPI 同比和 GDP 同比 (%)	5
图 6	美国居民杠杆率 (%)	5
图 7	墨西哥 CPI 同比 (%)	5
图 8	墨西哥 M2 同比 (%)	5
图 9	俄罗斯 CPI 同比 (%) 和美元兑卢布	6
图 10	阿根廷 CPI 同比 (%) 和美元兑比索	6
图 11	60 年代-80 年代美国 CPI 同比和 GDP 同比 (%)	6
图 12	美国耐用品消费和整体消费同比 (%)	6
图 13	美国 CPI 同比和国债收益率 (%)	7
图 14	美国 CPI 同比 (%) 和标普 500 指数市盈率	7
图 15	美国 M2 同比 (%)	7
图 16	80 年代以来各种大类资产的年化收益率 (%)	7
图 17	美联储联邦基金利率 (%)	8
图 18	美国抵押贷款利率与新屋销售同比 (%)	8
图 19	美国企业利润同比 (%)	8
图 20	标普 500 指数 (点)	8
图 21	墨西哥实际 GDP、实际消费支出、实际投资同比增速 (%)	9
图 22	墨西哥资本项目差额 (亿美元)	9
图 23	墨西哥短期政府债券利率与货币市场利率 (%)	9
图 24	俄罗斯 RTS 指数	10
图 25	俄罗斯长期国债收益率 (%)	10
图 26	俄罗斯实际 GDP、实际消费支出、实际投资同比增速 (%)	11
图 27	历史上高通胀的成因和影响	11
图 28	CPI 同比及预测 (%)	12

1. 全球历史上的高通胀

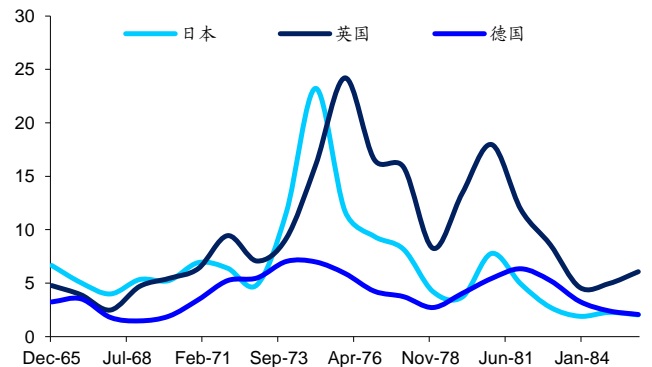
70-80年代主要发达国家集体出现了高通胀情况。1970年以来美国通胀出现了两次大幅攀升，1974年5月和1979年12月美国PCE同比均冲破10%，并分别有10个月和15个月维持在10%以上的高位。其实不光美国，当时主要的发达国家都出现了通胀明显上升的情况，1974年日本、英国和德国的CPI同比分别升至23%、16%和7%，而1980年三个国家的CPI同比也均冲破5%。

图1 美国PCE同比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

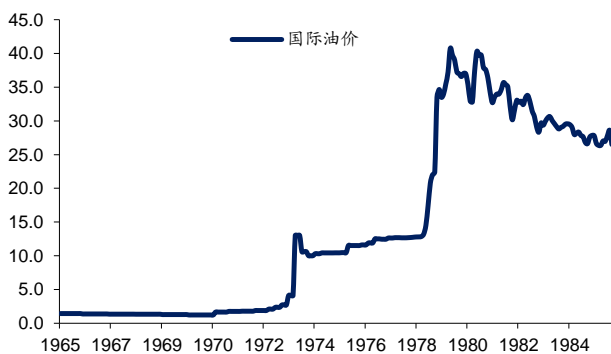
图2 日本、英国和德国CPI同比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

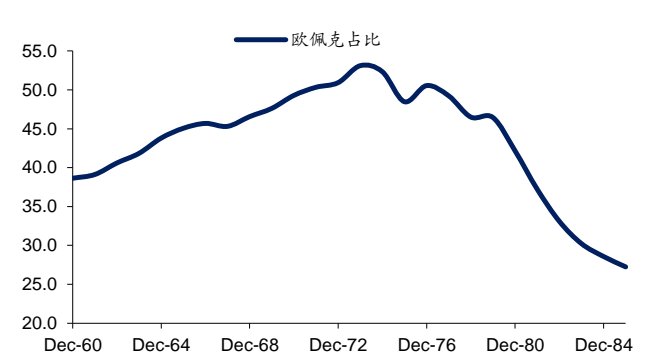
当时高通胀主要与油价飙升有关，而油价上涨则是受到中东供给收缩的影响。当时全球对中东原油供给有明显的依赖，1973年OPEC原油产量占全球产量的比重达到53.1%。而1973年中东爆发第四次战争，1978年底伊朗国内政局变动，这两次动荡导致中东原油供给出现锐减，国际油价在供需失衡的状况下出现飙升。1973年-1974年油价从2美元/桶大幅上升至13美元/桶，到了1980年油价最高升至39.5美元/桶。作为当时工业最重要的原材料，原油价格与各国生产成本密切相关，油价上涨导致各国通胀都出现明显攀升。

图3 国际原油价格(美元/桶)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 OPEC原油产量占全球产量的比重(%)

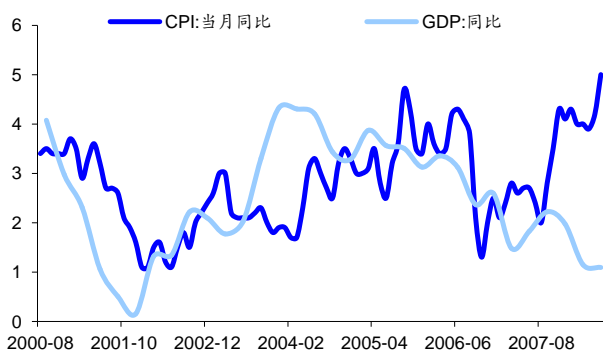


资料来源: Wind, 海通证券研究所

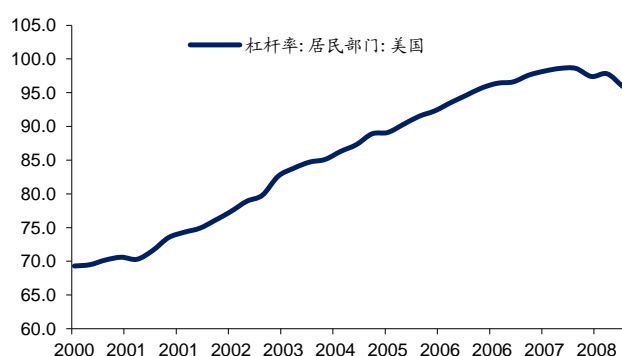
此外，发达国家也经常因为经济过热出现短期高通胀的情况。美国在次贷危机之前就曾经因为经济过热而出现了一段时间通胀持续上升的情况。当时美国经济从互联网泡沫中强劲复苏，GDP同比增速从2003年一季度的1.8%回升至2004年第二季度的4.2%，并在2006年二季度之前都维持在3%以上。随着经济的持续繁荣，美国通胀自2004年开始持续上升，2005年9月CPI同比达到4.7%，随后因为油价下跌出现回落，但是核心通胀仍然继续走高。

当时美国经济过热与宽松的货币政策和居民加杠杆密不可分。2000年以来美联储采取宽松的货币政策以应对互联网泡沫破灭和911事件对经济的负面影响，联邦基金利率从2000年5月的6.5%大幅下降至2003年6月的1%。宽松的货币环境刺激了居民

买房热情，带动房地产投资显著回升，2003年-2005年住宅投资对GDP的拉动率超过0.4个百分点。而房地产繁荣也带动了房地产产业链上下游的需求，非住宅投资对GDP的拉动率也持续上升。

图5 2000年-2008年美国CPI同比和GDP同比(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

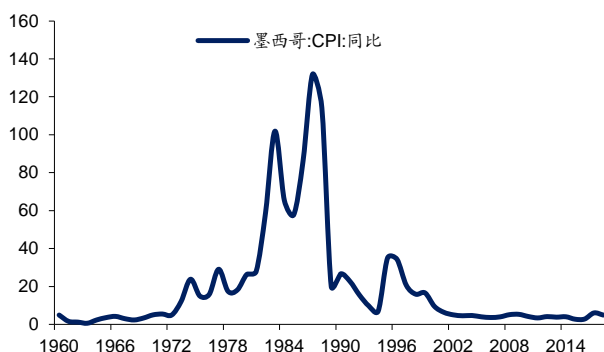
图6 美国居民杠杆率(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

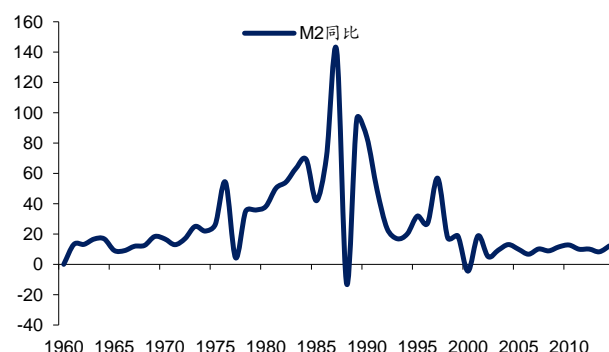
与发达国家不同，因为金融制度不够完善和抗风险能力较差，发展中国家在历史上出现过多次恶性通胀的情况。

80年代中后期拉美多国曾陷入恶性通胀。70年代以后墨西哥通胀就出现持续上升的状况，CPI同比从1969年的3.4%上升至1979年的18.2%。而进入80年代以后墨西哥通胀开始失控，CPI同比在1987年跃升至131.8%的高位。而同时期拉美多国都陷入了恶性通胀的漩涡，巴西全国消费者物价指数同比一度升至6170%，阿根廷CPI同比甚至达到20268%。

恶性通胀来源于债务危机之后的货币超发。其实拉美各国的恶性通胀成因相同，我们以墨西哥为例进行分析。70年代拉美国家逐步开放本国市场，通过大量举借外债来发展经济，而随后债务规模的不断扩大引发拉美债务危机，墨西哥在1982年宣布难以偿还外债。尽管债务危机爆发，但是墨西哥并没有缩减财政赤字，1986-1988年间墨西哥中央政府财政赤字占GDP的比重仍然超过9%。没有外债来源的墨西哥政府只能用超发货币来维持政府支出，这导致墨西哥M2同比增速从1975年的26%持续飙升至1987年的141%。无节制的超发货币一方面带来了恶性通胀，另一方面也引起了本币的大幅贬值。

图7 墨西哥CPI同比(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 墨西哥M2同比(%)


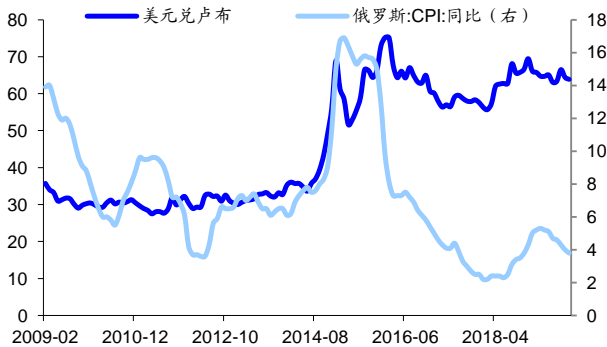
资料来源: Wind, 海通证券研究所

而外部冲击导致的本币大幅贬值也容易引发恶性通胀。14年俄罗斯与西方国家冲突不断，而14年年中国际原油价格又出现大幅下跌冲击俄罗斯经济和贸易。受此影响，俄罗斯卢布短期出现大幅贬值，美元兑卢布汇率从2014年6月的33.6大幅上升至2015年1月的68.9，累计贬值幅度超过50%。而货币的大幅贬值导致俄罗斯进口产品价格出现明显提价，进而影响国内通胀，俄罗斯CPI同比从2014年6月的7.8%大幅上升至2015年1月的15%，随后15年一直维持在10%以上。而同时期俄罗斯并没有出现明

显的货币超发，M2 同比增速不到 10%。

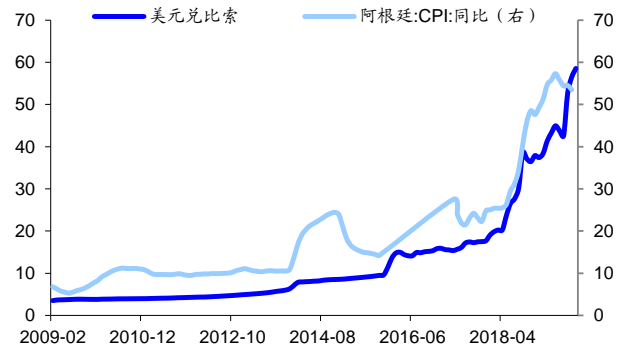
其实货币短期大幅贬值引发的通胀在许多新兴市场国家都曾经出现过。例如 2018 年受美元指数持续走强影响，阿根廷比索汇率也出现数次大幅贬值，美元兑比索汇率从 2018 年 5 月的 23.7 大幅上升至 2019 年 10 月的 58.5。随着阿根廷货币大幅贬值，阿根廷国内也出现恶性通胀，CPI 同比在 2019 年 9 月达到 53.5%。

图9 俄罗斯 CPI 同比 (%) 和美元兑卢布



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 阿根廷 CPI 同比 (%) 和美元兑比索



资料来源: Wind, 海通证券研究所

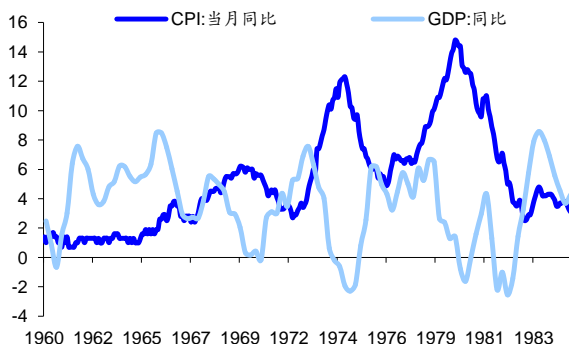
2. 美国的滞胀与经济过热

2.1 70-80 年代滞胀

美国在石油危机之前其实已经陷入滞涨泥潭。二战之后，战后重建带来了高投资需求，而军备技术民用化带来了技术红利，美国经济因此迎来了持续高增长的 20 年。但是随着这些红利的减退，60 年代中后期美国经济动能明显减弱。为了托底经济，当时奉行凯恩斯主义的政府采取了增加财政支出和扩大货币供给的刺激政策，但是短期刺激并没有改变经济中长期下滑的趋势，反而引发了通胀的走高。1966 年-1970 年间美国 GDP 同比增速从 8.5% 下降至 -0.2%，同时期 CPI 同比从 2.6% 上升至 5.6%。

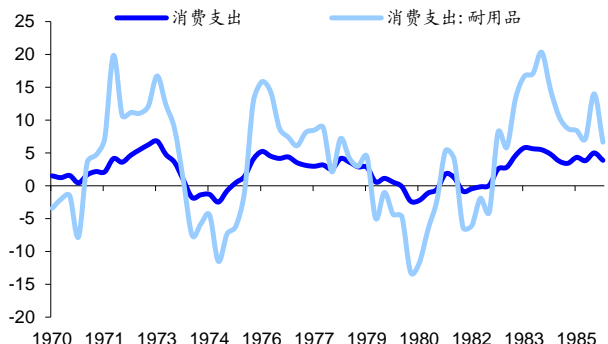
而石油危机加剧了美国经济的困境。在 1970-1972 年间美国滞胀的情况出现一定好转，经济上行而通胀下行。但是随着 1973 年和 1978 年两次石油危机的爆发，美国居民汽车等耐用品消费出现明显下滑，而工业生产和投资也受到冲击。更糟糕的是油价上涨导致通胀的大幅飙升，这使得在滞胀时期美联储面临着两难的抉择。大部分时间美联储其实选择的是控制通胀让位于刺激经济的货币政策，当时美国 M2 同比增速一直维持高位，这导致高通胀问题一直得不到解决。

图11 60 年代-80 年代美国 CPI 同比和 GDP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 美国耐用品消费和整体消费同比 (%)

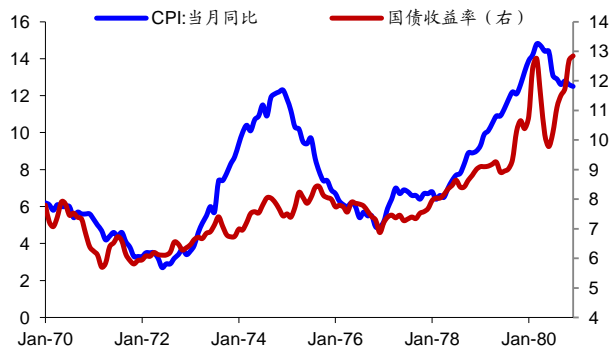


资料来源: Wind, 海通证券研究所

在滞胀环境下，美国出现股债双杀。债市方面，通胀的上升带动利率出现大幅上行，

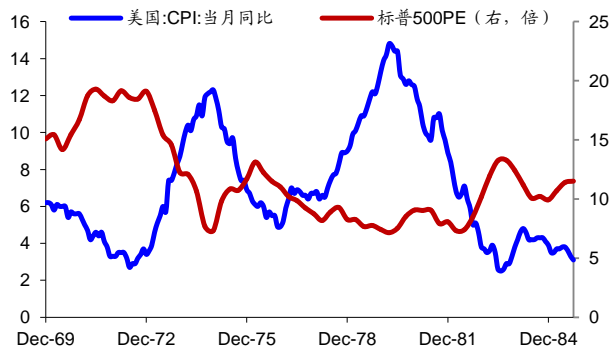
美国 10 年期国债收益率从 1970 年 12 月的 6.4% 大幅上行至 1979 年 12 月的 10.4%。收益率上行过程中，债券价格会出现下跌，这使得 70-80 年代美国债券市场一直处于熊市。而股市方面，利率上行导致股市估值被不断压缩，美股市盈率从 1970 年 12 月的 16.7 倍下降至 1979 年 12 月的 7.4 倍。同时，滞胀环境下经济疲软也拖累的企业盈利，但估值大幅下跌是当时美国股市一直原地踏步的主要原因。

图13 美国 CPI 同比和国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 美国 CPI 同比 (%) 和标普 500 指数市盈率



资料来源: 彭博, 海通证券研究所

美联储货币政策转向，收货币有效控制通胀。直到 1979 年沃尔克担任美联储主席以后，稳定物价才成为美联储的首要目标，而控制货币扩张成为主要手段。此后美国货币增速出现明显下降，M2 同比增速从 1977 年 1 月的 13.5% 大幅下行至 1980 年 4 月的 7.1%。收缩货币的方法有效地控制了美国的高通胀问题，叠加油价上涨影响的减退，美国 CPI 同比自 1982 年 10 月以后一直处于 5% 以下。

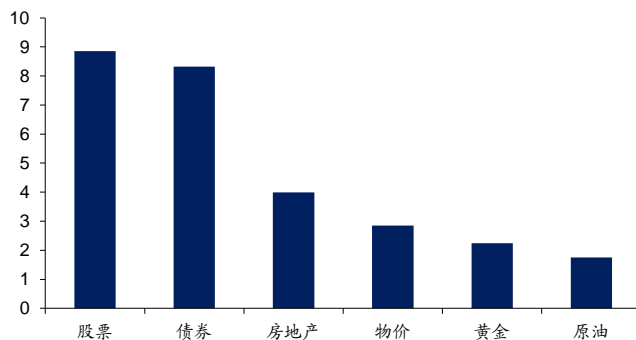
收货币带来了短期阵痛，但长期孕育了股债双牛。80 年代初，因为紧缩的货币政策，美国经济其实出现过一段黑暗时期。当时伴随着通胀的大幅下行，美国经济因为紧缩的货币政策出现了明显的下滑，经济增速一度跌至 1982 年第三季度的 -2.6%。但是随着通胀被控制在合理范围内，美国经济开始逐步恢复。美国随后进入温和增长与温和通胀相伴的大缓和时代 (Great Moderation)，而美国资本市场也开启了长达 30 年的股债双牛行情。

图15 美国 M2 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 80 年代以来各种大类资产的年化收益率 (%)

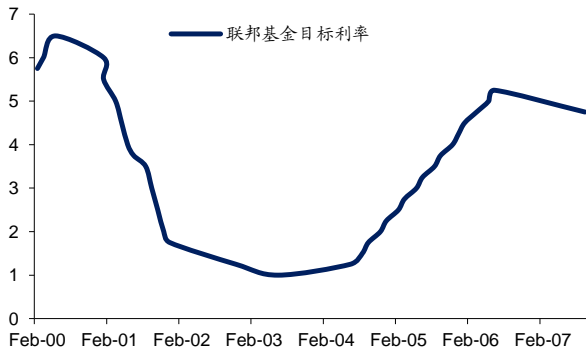


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股票采用道琼斯工业指数, 债券是 10 年期国债为样本, 截至日期为 2018 年

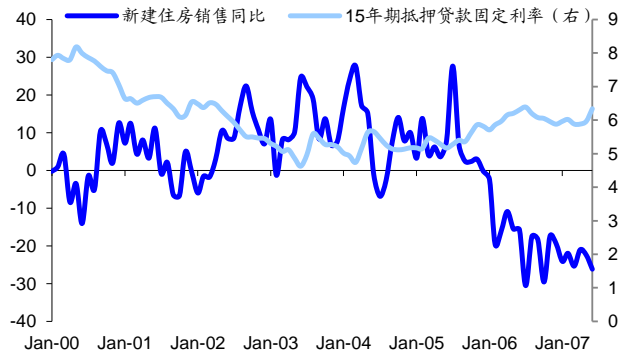
2.2 01-07 年经济过热

美联储加息应对通胀，通胀走高时期债券陷入熊市。与滞胀时期的两难选择不同，面对经济过热引起的通胀，美联储果断选择加息。在 2004 年和 2005 年间美联储分别上调联邦基金利率 5 次和 8 次，最终基准利率从 2003 年 6 月的 1% 上升至 2006 年 6 月的 5.25%。伴随着美联储持续加息，通胀走高时期美国债券市场利率也出现明显上行，10 年期国债收益率从 2003 年 6 月 3.3% 上升至 2006 年 6 月 5.11%，使得美国债市一直处于熊市中。

而美联储过快加息也刺破了美国房地产泡沫。受益于前期的宽松货币环境，美国房地产价格出现了明显的上涨，20大中城市房价指数在2000年-2004年间累计上涨75%。但随着2004年美联储快速加息以后，美国抵押贷款利率快速上行带动美国新屋销售同比增速开始大幅下滑。而房价在加息之后上演了最后的疯狂，2006年7月达到历史高点后才开始逐步回落，并在2007年引爆了次贷危机。

图17 美联储联邦基金利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 美国抵押贷款利率与新屋销售同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

但通胀走高时期美国企业盈利维持高速增长，直到危机之后才大幅回落。由于本轮通胀是因为经济过热而引起，并且通胀处于相对温和的区间，因此在通胀攀升期间美国经济整体表现也非常好。受益于经济的持续繁荣，美国企业利润增速在2002年-2006年间一直处于10%以上的高位，部分月份甚至达到20%以上。而2007年次贷危机爆发以后，受到经济走弱的影响企业利润出现断崖式下降，并在2007年一季度到2009年二季度处于负增。

而得益于企业盈利的增长，美国股市在通胀上升期也持续上涨，但最终因为危机暴跌。尽管通胀走高期间美国市场利率大幅上行对股市估值产生了向下压力，但是经济繁荣带动美国企业盈利持续向好，美国股市仍然走出了牛市行情。标普500指数从2004年1月的1132点上涨至2007年7月的1520点。随后，因为次贷危机的爆发，美国股市开始持续下跌，最终在2009年3月跌至757点。

图19 美国企业利润同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 标普500指数 (点)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 发展中国家的通胀

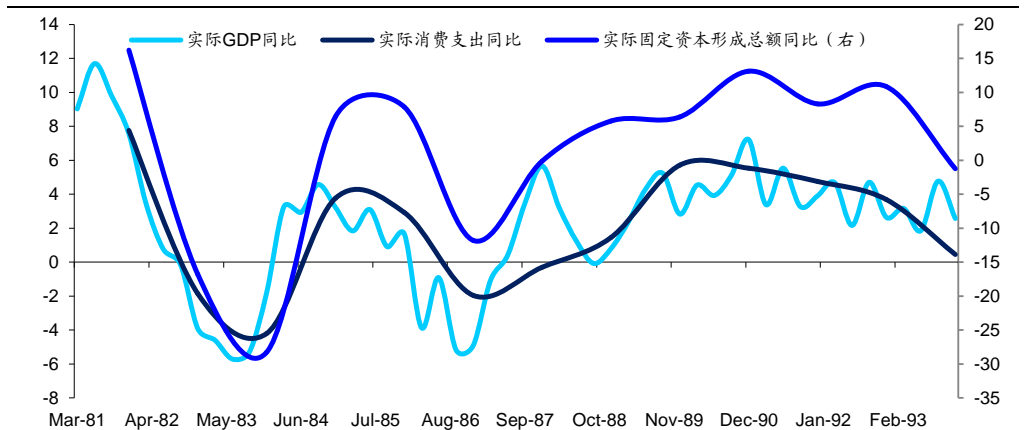
3.1 80年代墨西哥

高通胀时期墨西哥居民购买力大幅缩水，引发消费下滑。受到劳动合同期限限制、进行工资谈判时不能完全预期到通胀程度等因素的影响，工资往往滞后于物价的变动，这就使得恶性通胀期间墨西哥居民的工资购买力被大大削弱，购买力下滑进而抑制居民

消费。1980-1983年，通胀率由26.4%上涨到101.9%，实际消费支出同比增速从10.2%下滑到-4.2%；随后通胀有所缓和，1985-1987年期间，通胀率再次大幅上涨到131.8%，实际消费支出由2.9%大幅下滑至-0.3%。此外，购买力的大幅下滑也加剧了社会动荡。

高通胀下的利率上行与社会动荡也导致墨西哥投资大幅下滑。高通胀导致墨西哥市场利率快速上升，使得投资成本提高，同时动荡的社会环境又降低了投资意愿，投资增速由1981年的16.2%大幅下滑至1983年的-28.3%。随后随着利率的短暂回落，投资有所回升，但1985年开始利率再次上行，投资增速又随之下滑并在1986年达到-11.8%的低点。投资叠加消费导致墨西哥经济陷入衰退，1983年和1986年墨西哥GDP同比增速分别仅为-3.5%和-3.1%。

图21 墨西哥实际GDP、实际消费支出、实际投资同比增速(%)

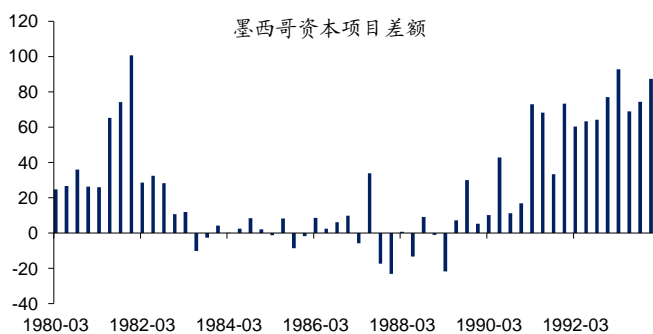


资料来源：CEIC, Wind, 海通证券研究所

而高通胀中的墨西哥经历了资本外逃与股市下跌。一方面，恶性通胀期间本币购买力的降低使得居民出于保值需要将本币兑换成美元；另一方面，通胀引发的社会动荡与经济衰退也会恶化投资环境与投资者预期，引起资本大规模撤退。1981年开始墨西哥资金流入规模持续下降，1987年甚至出现12.4亿美元的流出。资本流出和经济衰退导致墨西哥股指从1987年9月343.5点下跌至12月的105.7点，下降幅度达到约7成。此外，资本大量外逃还进一步引发了汇率危机，1983年-1987年间美元兑墨西哥比索汇率从0.02大幅上升至1.4，相当于比索贬值超过98%。

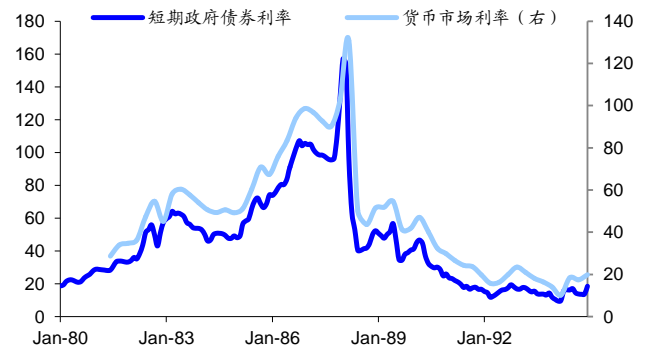
从债券市场来看，高通胀引发利率上行导致债市承压。在1980-1983年的第一次通胀快速上涨期间，货币市场利率从1981年6月的28.7%提升至1983年12月的53.9%，随后通胀有所缓和，货币市场利率短暂下跌。但1985-1987年通胀再次飙升，货币市场利率从51.2%提高到102.7%，几乎翻了一倍。市场利率的提高使得债券收益率上行，价格下跌，高通胀期间墨西哥债券市场一直处于熊市状态。

图22 墨西哥资本项目差额(亿美元)



资料来源：Wind, 海通证券研究所

图23 墨西哥短期政府债券利率与货币市场利率(%)



资料来源：CEIC, 海通证券研究所

为了应对恶性通胀，墨西哥政府采取了包括减少财政赤字、货币改革等在内的多种措施。前面已经提到，墨西哥恶性通胀的根源在于债务危机后通过货币超发弥补财政赤

字，因此墨西哥对症下药。1988年以来政府采取了压缩公共投资、实行国有企业私有化来减少国有企业亏损、改革税收管理体制以减少偷税漏税等多种措施减少财政赤字。1993年墨西哥更是确认了中央银行的独立性，从而杜绝央行为满足财政需要超发货币的行为。这些措施取得了良好的效果，1988年墨西哥通胀开始下跌，1994年墨西哥通胀率已经回落至6.9%。而随后墨西哥市场利率也出现大幅下行，同时股市开始不断走强。

3.2 2014年俄罗斯

输入性高通胀背后是货币的大幅贬值，俄罗斯通过加息予以应对。与墨西哥不同的是，2014年俄罗斯高通胀的直接原因是汇率大幅贬值，而汇率大跌是西方国家经济制裁与油价暴跌的外部冲击导致。因此，俄罗斯在应对措施上非常被动。为了稳定汇率，一方面俄罗斯央行投入了大量的外汇储备，2014年一年内俄罗斯外汇储备就减少1302亿美元；另一方面，2014年俄罗斯央行进行了多次加息，12月16日俄罗斯央行更是宣布一次性加息650个百分点。

而资本外逃和货币政策收紧导致资本市场遭受冲击。受到西方制裁的影响，2014年俄罗斯的资本净流出规模达到1515亿美元，资本外逃使得资本市场资金减少，而央行加息则进一步加剧资金紧缩。流动性的收紧叠加经济的恶化，2014年一年内俄罗斯RTS股票价格指数下跌了超过4成。而高通胀下俄罗斯央行的多次加息也使得国债收益率持续上行，长期国债收益率从2014年1月的7.7%大幅上涨至12月的11.7%。

图24 俄罗斯 RTS 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

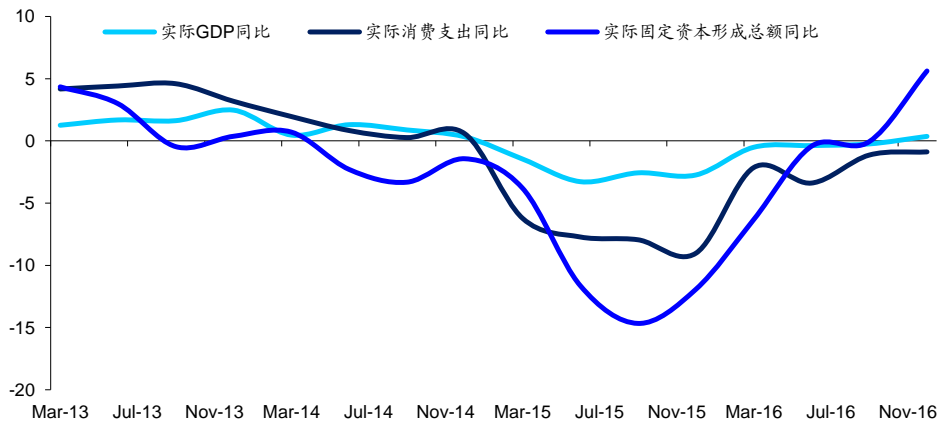
图25 俄罗斯长期国债收益率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

相比之下，经济的反映更为滞后，15年经济才全面进入衰退。相比于资本市场对消息的反映更为迅速，俄罗斯经济自14年三季度开始下滑，但到15年才真正跌入负增。与墨西哥类似，严重的通胀也通过投资和消费拖累俄罗斯的经济增长。一方面，大幅提高市场利率和局势动荡对俄罗斯投资抑制明显，2015年投资增速下降至-11.2%；另一方面，通胀也削弱了居民的购买力，导致2015年消费增速下降至-7.8%。此外，作为俄罗斯最重要的出口品之一，油价暴跌也严重影响了俄罗斯的出口贸易，内外交困下2015年俄罗斯GDP同比增速仅为-2.5%。

图26 俄罗斯实际 GDP、实际消费支出、实际投资同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 历史与现在的中国

回顾历史我们可以发现，通胀大体有这样几种成因。其一，由于单个重要商品的供给收缩带来的价格上涨，这种通胀往往难以治理，只能通过供给的恢复逐步缓解。其二，因为经济过度繁荣引发的过热，这种通胀往往只需要采取紧缩的货币政策即可，但是也容易引发资产价格泡沫的破灭。而因为货币失控引起的恶性通胀和货币贬值带来的输入型通胀则容易在发展中国家中出现，这两种恶性通胀往往伴随着金融危机，对经济会带来巨大冲击。

而从资本市场的表现来看，债券往往下跌，股市则需要关注经济。由于央行在面对高通胀时总会采取紧缩的货币政策，市场利率往往会随着通胀的走高而升上，因此在高通胀时期无论是债券价值还是股票估值都会出现明显的下降。而高通胀时期往往也容易出现经济的下滑，因此对于股票盈利也会形成一种拖累，所以股债双杀的情景经常出现。但是如果高通胀是因为经济过度繁荣而引起，则企业盈利的改善可能会超过估值下降的部分，从而带动股市走高。更值得注意的是，尽管高通胀期间资本市场往往表现不佳，但如果通胀得到有效治理，则后续资本市场还会出现明显的好转。例如 80 年代之后和次贷危机之后，美国均走出长期的股债双牛行情，而墨西哥和俄罗斯在通胀回落以后也出现了债券收益率大幅下行和股市反弹的情况。

图27 历史上高通胀的成因和影响

	原因	影响
高通胀	70-80年代美国: 【石油危机, 货币超发】	【陷入滞胀, 股债双杀】
	01-07年美国: 【政策宽松, 经济过热】	【地产泡沫, 股牛债熊】
	80年代墨西哥: 【债务危机, 货币失控】	【经济衰退, 股债汇三杀】
	2014年俄罗斯: 【外部冲击, 货币贬值】	【金融危机, 股债汇三杀】

资料来源: 海通证券研究所整理

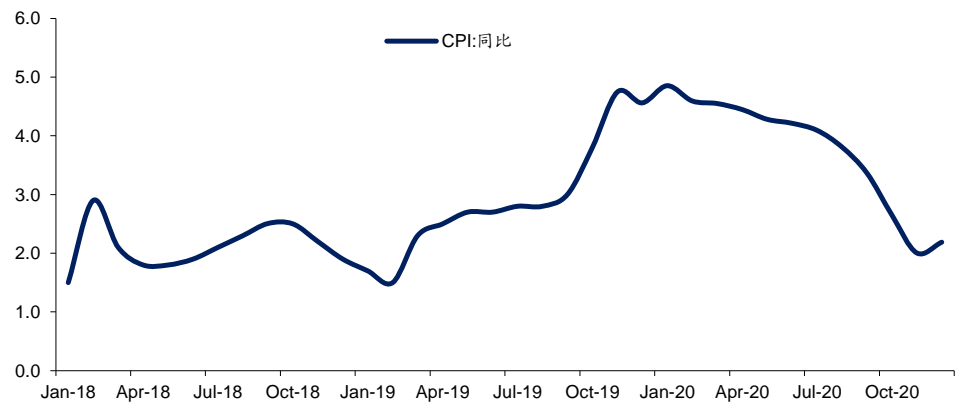
目前发生在我国的通胀上升与 70 -80 年代因为原油价格上涨引起的通胀存在相似之处。本轮通胀上行主要来源于猪价上涨，而猪价上涨则是因为供给收缩引发的供需失

衡。而当时发达国家的通胀是因为油价上涨，而油价上涨主要源于中东原油供给收缩，由于全球产量中超过 50%来自中东，供需失衡问题难以改善。

但我国当前的通胀也不同于当时美国陷入的滞胀。目前来看猪价上涨对通胀的影响相比于 70 年代的油价幅度更小，当时美国 CPI 同比一度达到 14.8%，而目前我国 CPI 同比仍然不到 4%。同时当时美国在受到石油危机冲击之前已经出现了滞胀情况，油价上涨加剧了通胀，同时又直接影响了消费和工业生产。当时美国政府也采取了错误的应对政策导致货币超发，使得滞胀愈演愈烈。而目前我国经济并未因为猪价上涨而受到冲击，中国经济增速仍有 6%，而且出现了短期企稳回升的迹象。同时，未来随着生猪产能的逐步恢复，猪价可能在明年下半年就见顶回落，通胀也会随之回落到温和区间。

尽管短期由于通胀的加速上行，对股市和债市的表现都存在一定压制，但明年通胀压力将逐步缓解，高通胀对资本市场的影响也会逐步减弱。而从中长期来看，只要我们坚定稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌和强刺激，就不用担心滞胀风险。同时，未来中国经济还会迎来工程师红利、城市化以及深化改革开放等三大新动力的支撑。这意味着，未来我国有望进入温和增长与温和通胀相伴随的大缓和时代，而资本市场也有望迎来长期慢牛。

图28 CPI 同比及预测 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
宋潇 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 联系人
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
 联系人
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜璐璐(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zhx12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
 李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 联系人
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昭 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡轶清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com