

## 怎么看国内通胀前景？

### 兼谈转型期高通胀影响

#### ● 核心结论

在点评 1 月国内通胀时，我们认为下半年有破 3% 风险，彼时油价还在 100 美元/桶下方，而过去一个月，油价及农产品大涨，我们需要进一步上调通胀预期。若油价持续超预期上行，Q4 国内 CPI 破 4 风险不低。

**油价假设。**1) 保守：WTI 原油价格自 2 月起维持 91.6 美元/桶价位至 12 月；2) 乐观：WTI 原油价格自 2 月起由 91.6 美元/桶线性上行至 12 月的 120 美元/桶；3) 极度乐观：WTI 原油价格自 2 月起由 91.6 美元/桶线性上行至 12 月的 145 美元/桶（2008 年高点）。

**猪价假设。**1) 保守：22 省市猪肉均价自 2 月起由 21.6 元/公斤线性回落至 5 月的 18.6 元/公斤，再线性回升至 12 月的 30.0 元/公斤；2) 乐观：22 省市猪肉均价自 2 月起由 21.6 元/公斤线性回落至 5 月的 18.9 元/公斤，再线性回升至 12 月的 35.2 元/公斤。

**预测结果：**1) 最保守情形组合下，今年国内 CPI 同比将由 1 月的 0.9% 持续上行至 11 月的 3.7%，12 月回落至 3.4%，全年 CPI 同比平均为 2.3%；2) 最乐观情形组合下，今年国内 CPI 同比将由 1 月的 0.9% 持续上行至 11 月的 4.4%，12 月回落至 4.1%，全年 CPI 同比平均为 2.6%。无论哪种情形，Q3 国内 CPI 破 3 风险不低，而 Q4 CPI 破 4 的可能性也在上升。

**历次国内 CPI 破 4 时资产表现回溯。**1) 大类资产：每一轮都不一样，可以说没有一种大类资产稳赢或必输。2) A 股宽基指数：金融危机前两轮 2003.8~2004.5 和 2006.7~2007.6 价值股表现突出；金融危机后两轮 2009.11~2010.10 和 2019.2~2019.11 成长股表现更好。

**通胀因素（或滞胀）必然利空股市吗？**国际经验显示高收入经济体经济转型前的滞胀期对市场或并非利空。历史上日本、韩国、中国台湾地区经济结构转型期有三点规律：第一，经济转型完成前这些经济体均出现短暂滞胀；第二，经济转型完成前各国汇率均大幅升值；第三，经济转型完成前后股市都有所表现、但节奏有差异，即使处于滞胀期股市也并不一定下跌。十四五期间中国的转型方向是“消费大国叠加制造大国”，并有望跨过中等收入国家陷阱、成为高收入国家。结合历史评估，经济转型完成前国内或有滞胀，但对市场而言或并非绝对利空。

风险提示：商品价格波动超预期；国内政策超预期。

#### 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

#### 联系人



王砾宾



18810513200



wangluobin@research.xbmail.com.cn

#### 相关研究

## 内容目录

一、油价快速上行或令 Q4 国内 CPI 破 4 .....	3
二、历次国内 CPI 破 4 时资产表现回溯 .....	4
(一) 历次国内 CPI 破 4 回顾 .....	4
(二) 大类资产：没有一种能穿越周期 .....	5
(三) A 股宽基指数：金融危机前两轮价值为王，后两轮成长亮眼 .....	6
(四) A 股行业指数：上游原材料、地产及其后周期行业胜率更高 .....	7
三、国际经验表明经济转型前滞胀期对市场未必绝对利空 .....	9
四、风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：2022 年中国 CPI 同比预测值 .....	3
图 2：2000 年以来国内 CPI 曾四度破 4 .....	5
图 3：1971-1980 年日本实际 GDP 同比和 CPI 同比 .....	10
图 4：1971-1980 年日本股市和汇率走势 .....	10
图 5：1985-1995 年中国台湾实际 GDP 同比和 CPI 同比 .....	10
图 6：1985-1995 年中国台湾股市和汇率走势 .....	10
图 7：1995-2005 年韩国实际 GDP 同比和 CPI 同比 .....	11
图 8：1995-2005 年韩国股市和汇率走势 .....	11
表 1：历次 CPI 破 4 的时点和关键位置（灰点代表破 4 时点） .....	4
表 2：CPI 破 4 期间大类资产表现 .....	5
表 3：四次 CPI 破 4 期间大类资产表现（括号内为收益率，按时间先后排列，空值为 N） .....	6
表 4：CPI 破 4 期间 A 股宽基指数表现 .....	7
表 5：CPI 破 4 期间 A 股宽基指数表现（括号内为收益率，按时间先后排列，空值为 N） .....	7
表 6：CPI 破 4 期间 A 股申万一级行业指数表现 .....	8
表 7：CPI 破 4 期间 A 股申万一级行业指数表现（括号内为收益率，按时间先后排列） .....	9
表 8：日本、中国香港、中国台湾和韩国经济转型完成时点 .....	10

## 一、油价快速上行或令Q4国内CPI破4

前期报告中我们测算了今年猪油同涨情形下 Q3 国内 CPI 破 3 风险上升，随着近期油价持续超预期，我们认为 Q4 国内 CPI 破 4 的可能性也不低。假设今年油价和猪价分别存在如下情形（油价较此前调整），两两组合测算 6 种情形下猪油共振对国内 CPI 同比的影响。（具体测算方法参见 2 月 16 日报告《猪油共振之下 Q3 国内 CPI 或破 3》）

### 1. 原油：

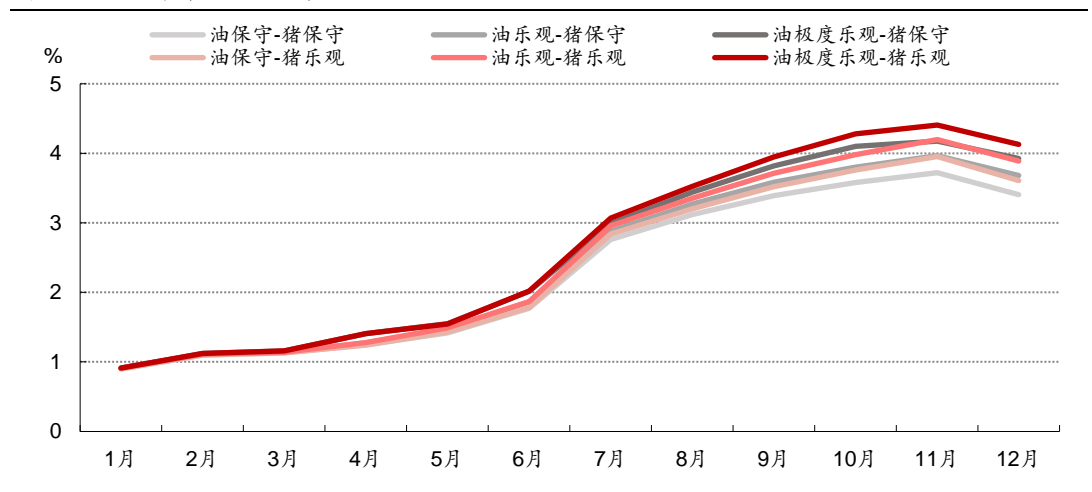
- 1) 保守：WTI 原油价格自 2 月起维持 91.6 美元/桶价位至 12 月；
- 2) 乐观：WTI 原油价格自 2 月起由 91.6 美元/桶线性上行至 12 月的 120 美元/桶；
- 3) 极度乐观：WTI 原油价格自 2 月起由 91.6 美元/桶线性上行至 12 月的 145 美元/桶。

### 2. 猪肉：

- 1) 保守：22 省市猪肉均价自 2 月起由 21.6 元/公斤线性回落至 5 月的 18.6 元/公斤，再线性回升至 12 月的 30.0 元/公斤；
- 2) 乐观：22 省市猪肉均价自 2 月起由 21.6 元/公斤线性回落至 5 月的 18.9 元/公斤，再线性回升至 12 月的 35.2 元/公斤。

模型预测结果显示：最保守情形组合下，今年国内 CPI 同比将由 1 月的 0.9% 持续上行至 11 月的 3.7%，12 月回落至 3.4%，全年 CPI 同比平均为 2.3%；最乐观情形组合下，今年国内 CPI 同比将由 1 月的 0.9% 持续上行至 11 月的 4.4%，12 月回落至 4.1%，全年 CPI 同比平均为 2.6%。无论哪种情形看，Q3 国内 CPI 同比破 3% 风险不低，而 Q4 国内 CPI 同比破 4% 的可能性也在上升。

图 1：2022 年中国 CPI 同比预测值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 二、历次国内CPI破4时资产表现回溯

### (一) 历次国内CPI破4回顾

2000年至今国内CPI同比曾4次上破4%，分别为2004年5月、2007年6月、2010年10月、2019年11月。类比当下，我们计算了CPI同比从0.5%~1.5%区间上破4%时各类资产的表现，同时分别计算了CPI同比破4%前后1个月和3个月的资产表现。

**1. 资产选择：**大类资产、A股宽基指数、A股行业指数。

1) 大类资产：万得全A、中债国债总指数、人民币兑美元、中证货币基金指数、WTI原油、上金所黄金、南华综合指数、南华工业品指数、南华农产品指数。





2) A股宽基指数：万得全A、沪深300、上证50、上证180、中证100、中证500、中证1000、创业板指、中小板指。

3) A股行业指数：申万31个一级行业指数。

**2. 关键时点选择：**1%（±0.5%）水位、破4时点、破4前3个月、破4前1个月、破4前1个月、破4后3个月，如表1所示。

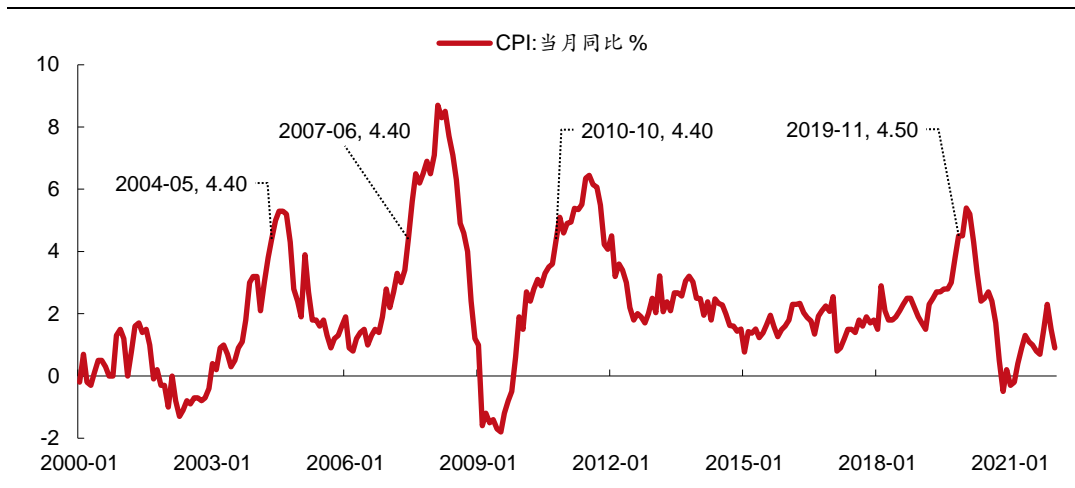
**3. 资产收益率计算：**均为非年化，计算平均收益率时按时间加权。

表 1：历次CPI破4的时点和关键位置（灰点代表破4时点）

1（±0.5）水位	CPI 同比	破 4	CPI 同比	区间高点	CPI 同比	区间走势
2003-08	0.90	2004-05	4.40	2004-07	5.30	
2006-07	1.00	2007-06	4.40	2008-04	8.50	
2009-11	0.60	2010-10	4.40	2011-07	6.45	
2019-02	1.50	2019-11	4.50	2020-01	5.40	

资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：2000 年以来国内 CPI 曾四度破 4



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## (二) 大类资产：没有一种能穿越周期

历史平均看，CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，大类资产表现排序为：股票 > 黄金 > 农产品 > 原油 > 商品综合 > 货币基金 > 人民币 > 国债 > 工业品；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，大类资产表现排序为：股票 > 原油 > 农产品 > 商品综合 > 工业品 > 黄金 > 人民币 > 货币基金 > 国债。但每一轮很不一样，可以说没有一种资产在此情形下稳赢或必输。

**1) 2003.8~2004.5:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，原油表现最好、黄金次之，股票一般、债券最差；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，原油表现最好、黄金次之，股债双杀。

**2) 2006.7~2007.6:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，股票一枝独秀；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，股票依旧领涨，商品也有所表现。

**3) 2009.11~2010.10:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，商品普涨，股债汇表现平平；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，商品涨幅更大，股票次之。

**4) 2019.2~2019.11:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，黄金涨幅居前，其余资产表现交叉；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，股、债、黄金有相对收益。

表 2：CPI 破 4 期间大类资产表现

大类资产	1 (±0.5) 水位~破 4	破 4 前 3M~破 4 后 3M	破 4 前 3M~破 4	破 4 前 1M~破 4	破 4~破 4 后 1M	破 4~破 4 后 3M
万得全 A	47.74%	19.73%	9.21%	-0.17%	2.81%	7.11%
中债国债总指数	-0.25%	-1.13%	-1.91%	-0.22%	0.15%	0.78%
人民币兑美元	0.99%	2.32%	1.21%	0.32%	0.51%	1.09%
中证货币基金指数	1.81%	1.29%	0.56%	0.19%	0.22%	0.73%
WTI 原油	5.22%	9.61%	5.21%	5.19%	4.38%	3.87%
上金所黄金	7.74%	6.06%	0.22%	-0.40%	1.71%	6.18%
南华综合指数	2.87%	7.50%	2.70%	1.14%	2.56%	4.56%
南华工业品指数	-0.87%	6.37%	2.22%	1.27%	2.91%	3.88%
南华农产品指数	5.57%	8.86%	3.36%	1.23%	1.50%	5.23%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

5 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

表 3：四次 CPI 破 4 期间大类资产表现（括号内为收益率，按时间先后排列，空值为 N）

大类资产	1 (±0.5) 水位~破 4	破 4 前 3M~破 4 后 3M	破 4 前 3M~破 4	破 4 前 1M~破 4	破 4~破 4 后 1M	破 4~破 4 后 3M
万得全 A	(2%,169%,1%,2%)	(-24%,88%,8%,7%)	(-9%,30%,16%,0%)	(-2%,-9%,12%,-2%)	(-12%,19%,-4%,8%)	(-17%,45%,-7%,7%)
中债国债总指数	(-6%,-1%,3%,3%)	(-3%,-3%,-3%,4%)	(-3%,-3%,-2%,0%)	(1%,-1%,-2%,1%)	(1%,1%,-2%,1%)	(0%,1%,-1%,4%)
人民币兑美元	(N,5%,2%,-5%)	(N,3%,3%,1%)	(N,2%,1%,1%)	(N,0%,0%,0%)	(N,1%,0%,1%)	(N,1%,2%,0%)
中证货币基金指数	(N,2%,2%,2%)	(1%,2%,1%,1%)	(1%,1%,1%,1%)	(0%,0%,0%,0%)	(0%,0%,0%,0%)	(1%,1%,1%,1%)
WTI 原油	(26%,-5%,5%,-4%)	(16%,24%,17%,-19%)	(10%,7%,3%,0%)	(7%,10%,2%,2%)	(-7%,11%,3%,11%)	(6%,16%,13%,-19%)
上金所黄金	(7%,-3%,12%,16%)	(1%,8%,12%,3%)	(-2%,-4%,13%,-7%)	(1%,-2%,2%,-3%)	(-1%,2%,2%,4%)	(3%,12%,-1%,11%)
南华综合指数	(N,-4%,10%,3%)	(N,4%,24%,-6%)	(N,-5%,13%,1%)	(N,-3%,6%,1%)	(N,4%,-1%,4%)	(N,10%,11%,-7%)
南华工业品指数	(N,-8%,4%,1%)	(N,2%,23%,-6%)	(N,-5%,10%,1%)	(N,-2%,5%,1%)	(N,5%,-1%,4%)	(N,7%,12%,-7%)
南华农产品指数	(N,-2%,18%,0%)	(N,5%,28%,-6%)	(N,-6%,17%,-1%)	(N,-3%,8%,-1%)	(N,3%,-1%,2%)	(N,12%,9%,-5%)

资料来源：Wind，西部证券研发中心

### （三）A股宽基指数：金融危机前两轮价值为王，后两轮成长亮眼

由于 2003 年 8 月到 2004 年 5 月多数宽基指数尚无数据，若计入历史平均表现会大幅提高误差，因此剔除这一轮、仅单独讨论。历史平均看，CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，A 股宽基指数表现排序为：沪深 300>中证 100>上证 50>上证 180>万得全 A>中证 500>中证 1000>中小板指>创业板指；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，A 股宽基指数表现排序为：沪深 300>万得全 A>中证 100>上证 180>中小板指>中证 500>中证 1000>上证 50>创业板指。具体看，每一轮也不太一样。

**1) 2003.8~2004.5:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，中证 100 表现最好；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，股指普跌、上证 50 最抗跌。

**2) 2006.7~2007.6:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，涨幅前 3 名为中证 100、沪深 300 和上证 50；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，涨幅前 3 名为沪深 300、中证 100 和上证 180。

**3) 2009.11~2010.10:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，价值风格普跌、成长风格普涨；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，价值和成长的分化有所收敛。

**4) 2019.2~2019.11:** CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时，创业板指表现最好，上证 50、中证 100 次之；CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时，成长表现明显优于价值。

表 4: CPI 破 4 期间 A 股宽基指数表现

大类资产	1 (±0.5) 水位~破 4	破 4 前 3M~破 4 后 3M	破 4 前 3M~破 4	破 4 前 1M~破 4	破 4~破 4 后 1M	破 4~破 4 后 3M
万得全 A	61.11%	36.06%	16.24%	0.71%	7.60%	15.51%
沪深 300	67.64%	39.35%	19.07%	3.46%	6.05%	14.78%
上证 50	63.50%	30.39%	13.58%	4.24%	4.09%	12.54%
上证 180	62.81%	35.08%	16.09%	3.70%	5.51%	14.09%
中证 100	66.87%	35.95%	16.74%	4.41%	4.91%	13.93%
中证 500	58.28%	33.07%	15.36%	-2.80%	10.70%	15.01%
中证 1000	56.70%	32.18%	12.69%	-4.31%	12.66%	17.62%
创业板指	8.41%	16.32%	6.97%	6.95%	9.64%	9.16%
中小板指	52.46%	33.14%	17.93%	0.61%	9.27%	13.51%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 5: CPI 破 4 期间 A 股宽基指数表现 (括号内为收益率, 按时间先后排列, 空值为 N)

大类资产	1 (±0.5) 水位~破 4	破 4 前 3M~破 4 后 3M	破 4 前 3M~破 4	破 4 前 1M~破 4	破 4~破 4 后 1M	破 4~破 4 后 3M
万得全 A	(2%,169%,1%,2%)	(-24%,88%,8%,7%)	(-9%,30%,16%,0%)	(-2%,-9%,12%,-2%)	(-12%,19%,-4%,8%)	(-17%,45%,-7%,7%)
沪深 300	(2%,191%,-4%,4%)	(-22%,101%,7%,4%)	(-11%,35%,18%,1%)	(-3%,-4%,15%,-1%)	(-11%,19%,-7%,7%)	(-13%,48%,-9%,3%)
上证 50	(N,186%,-11%,5%)	(-18%,88%,-1%,-2%)	(-8%,27%,10%,1%)	(-2%,-1%,14%,-2%)	(-10%,16%,-10%,6%)	(-11%,48%,-10%,-3%)
上证 180	(3%,182%,-7%,2%)	(-21%,95%,5%,-1%)	(-10%,31%,15%,0%)	(-3%,-3%,15%,-2%)	(-11%,18%,-8%,6%)	(-12%,49%,-9%,0%)
中证 100	(11%,193%,-9%,5%)	(-18%,98%,4%,-1%)	(-8%,33%,14%,0%)	(-2%,-1%,16%,-2%)	(-9%,18%,-9%,6%)	(-11%,49%,-9%,-1%)
中证 500	(N,152%,15%,-3%)	(N,74%,10%,12%)	(N,23%,21%,0%)	(N,-16%,8%,0%)	(N,23%,1%,8%)	(N,42%,-9%,11%)
中证 1000	(N,141%,22%,-4%)	(N,68%,12%,13%)	(N,15%,21%,-1%)	(N,-19%,9%,-2%)	(N,27%,2%,9%)	(N,45%,-8%,15%)
创业板指	(N,N,N,8%)	(N,N,6%,29%)	(N,N,10%,3%)	(N,N,13%,0%)	(N,N,11%,8%)	(N,N,-3%,24%)
中小板指	(N,117%,28%,3%)	(N,62%,12%,23%)	(N,21%,26%,4%)	(N,-7%,10%,-1%)	(N,19%,0%,9%)	(N,33%,-11%,19%)

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

#### (四) A股行业指数: 上游原材料、地产及其后周期行业胜率更高

历史平均看, CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时, A 股行业指数表现前 5 名为: 建筑材料>非银金融>房地产>综合>家用电器; CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时, A 股宽基指数表现排序为: A 股行业指数表现前 5 名为: 煤炭>有色金属>建筑材料>国防军工>机械设备。

1) 2003.8~2004.5: CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时, A 股行业指数表现前 5 名为: 电力设备>煤炭>通信>石油石化>公用事业; CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时, A 股行业指数表现前 5 名为: 煤炭>交通运输>银行>石油石化>电力设备。

2) 2006.7~2007.6: CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时, A 股行业指数表现前 5 名为: 房地产>非银金融>建筑材料>综合>银行; CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时, A 股行业指数表现前 5 名为: 煤炭>有色金属>房地产>非银金融>国防军工。

3) 2009.11~2010.10: CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时, A 股行业指数表现前 5 名为: 电子>美容护理>计算机>有色金属>国防军工; CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时, A 股行业指数表现前 5 名为: 机械设备>有色金属>建筑装饰>国防军工>建筑材料。

4) 2019.2~2019.11: CPI 同比从 0.5%~1.5% 区间上破 4% 时, A 股行业指数表现前 5 名为: 食品饮料>电子>家用电器>农林牧渔>医药生物; CPI 同比破 4% 前 3 个月到破 4% 后 3 个月时, A 股行业指数表现前 5 名为: 电子>计算机>建筑材料>通信>传媒。

表 6: CPI 破 4 期间 A 股申万一级行业指数表现

大类资产	1 (±0.5) 水位~破 4	破 4 前 3M~破 4 后 3M	破 4 前 3M~破 4	破 4 前 1M~破 4	破 4~破 4 后 1M	破 4~破 4 后 3M
基础化工	39.95%	17.06%	7.71%	-1.61%	3.40%	6.96%
钢铁	48.76%	20.29%	4.97%	-0.05%	2.38%	11.60%
有色金属	61.12%	46.40%	21.67%	7.08%	3.69%	17.31%
建筑材料	70.14%	30.89%	16.34%	1.97%	5.73%	9.52%
建筑装饰	34.30%	18.00%	6.61%	-2.56%	4.28%	8.31%
电力设备	49.52%	24.80%	15.24%	2.36%	3.80%	6.92%
机械设备	51.64%	26.97%	13.06%	3.33%	3.80%	9.03%
国防军工	47.29%	28.66%	12.82%	0.21%	-0.45%	10.36%
汽车	52.66%	17.00%	9.58%	1.59%	1.30%	4.54%
家用电器	61.18%	19.89%	14.83%	2.33%	3.27%	2.05%
纺织服饰	55.25%	13.29%	9.42%	-4.32%	4.75%	2.10%
轻工制造	40.68%	14.40%	6.81%	-3.21%	3.17%	5.46%
商贸零售	51.25%	15.77%	11.11%	-3.92%	1.71%	1.50%
农林牧渔	41.30%	9.59%	6.05%	-6.83%	2.21%	2.87%
食品饮料	46.95%	12.76%	8.70%	-2.21%	4.21%	1.83%
社会服务	46.77%	12.75%	6.25%	-4.82%	4.21%	2.96%
医药生物	46.55%	16.82%	10.30%	-5.25%	4.96%	4.20%
公用事业	41.73%	13.75%	7.77%	-1.72%	2.23%	3.19%
交通运输	41.47%	14.72%	6.74%	-0.42%	0.56%	5.48%
房地产	63.12%	23.43%	12.34%	-1.16%	5.26%	4.36%
电子	43.07%	20.85%	10.60%	-1.48%	4.21%	8.97%
计算机	49.95%	12.67%	9.65%	-1.95%	2.33%	2.43%
传媒	29.50%	13.96%	6.80%	-2.24%	3.43%	5.31%
通信	38.03%	13.30%	1.12%	-0.94%	1.79%	11.39%

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39294](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39294)

