



Research and
Development Center

PPI 回升周期：主导力量、政策基础 和前景展望

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

PPI 回升周期：主导力量、政策基础和前景展望

2025 年 10 月 30 日

摘要：

- **PPI 多维拆解显示,驱动价格走势的主导力量正在筑底阶段。**我们通过 PPI 的大类、行业的双重维度拆解发现,生产资料价格与“三黑一色”行业价格是主导 PPI 波动的关键变量,且当前两类核心力量均呈现筑底回暖迹象。一是生产资料价格与总 PPI 价格环比同步摆脱负区间,结束此前连续下行态势;二是“三黑一色”重点行业中,超六成行业环比由负转正,为后续总 PPI 持续实现环比正增长奠定坚实支撑。
- **反内卷有望带来 PPI 的上行拐点。**从供需二者关系看,产能扩张快于需求增长,将导致产能过剩规模上升,反之则下降。伴随产能治理各项措施逐步实施,产能扩张有望进一步放缓,产能过剩化解进程有望明显加快,我们认为“反内卷”有望推动产能过剩下行拐点出现。历史数据显示,产能过剩规模和 PPI 高度负相关。随着产能过剩化解进程加快, PPI 也有望迎来上行拐点。
- **若配套需求侧政策, PPI 转正有望加快。**“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点和 PPI 上行拐点,但与此同时,反内卷也可能带来制造业动能的衰减。因此,“反内卷”实施过程中,有必要从需求侧做好配套措施,推动增长动能实现再平衡。回顾中国四轮 PPI 转正周期,政策皆在宽松基础上搭配需求扩张或者供需并进的核心驱动政策,才得以扭转价格弱势。目前已经具备货币政策宽松的基础条件,也有了作用于供给侧的反内卷政策,若辅之以需求端的政策, PPI 回正的节奏可能会加快。
- **基准情形下,明年年中或将迎来 PPI 的回正。**在反内卷政策驱动下, PPI 有了托底支撑。明年能否转正以及何时转正取决于其上行动力,而 PPI 回正的上行动力是否强劲取决于有无和反内卷配套的需求侧政策。若没有新增的需求侧政策,仅靠现有政策赋予 PPI 上行动力,则 PPI 回正需待明年下半年。若有配套的需求侧政策,基准情形下 PPI 或在明年年中附近回正。若 PPI 如期转正,或将改善工业企业盈利预期,企业利润增速或与股指形成正向共振。
- **风险因素:**“反内卷”推进低于预期,地缘政治风险突发,历史规律可能会失效等。



目录

一、PPI 多维拆解显示，其价格主导力量正在筑底	4
1.1 二分法：生产资料价格变动主导 PPI	4
1.2 行业法：“三黑一色”行业主导 PPI 走势	7
二、“反内卷”有望带来 PPI 上行拐点	10
2.1 “内卷式”竞争的根源是产能扩张快于需求增长	10
2.2 工业部门经历的三次产能过剩	13
2.3 “反内卷”有望带来产能过剩下行拐点	15
2.4 “反内卷”也有望带来 PPI 上行拐点	15
三、若配套需求侧政策，PPI 转正有望加快	16
3.1 过去几年经济增长高度依赖制造业动能	16
3.2 “反内卷”实施下制造业动能可能有所衰减	17
3.3 四轮 PPI 转正周期的驱动逻辑	19
3.4 反内卷及其配套政策或成为 PPI 拐点的重要抓手	21
四、基准情形下，PPI 或在明年 Q2 迎来回正	23
风险因素	25

图目录

图 1：PPI 的走势主要由生产资料主导	4
图 2：波动幅度上，采掘工业>原材料工业>加工工业	5
图 3：生活资料下的四类价格走势经常出现分化	5
图 4：二分法下 PPI 各分项占比	6
图 5：二分法下，PPI 的整体走势主要由生产资料价格变动主导	6
图 6：三黑一色行业和 PPI 同比的走势基本相同	9
图 7：规模以上工业总产能走势	11
图 8：工业总产能不变价走势	11
图 9：规模以上工业总产能占 GDP 比重的走势	12
图 10：过去几年产能扩张的三个阶段	12
图 11：产能增速和 GDP 增速的比较	13
图 12：实际产能超出合意区间的部分，即产能过剩规模	13
图 13：历史上的三次产能过剩	14
图 14：产能过剩规模占总产能比重的走势	15
图 15：随着产能过剩化解进程加快，PPI 也有望迎来上行拐点	16
图 16：过去几年，设备投资增速不断提升	17
图 17：过去几年，制造业投资持续高增	17
图 18：上中下游投资呈现雁行轮番高增特征	18
图 19：上游和中游投资已放缓，下游仍然保持高增	18
图 20：制造业投资增长领先于产能增长约 1 年时间	19
图 21：2000 年以来，我国共经历四次典型的 PPI 转正周期	20
图 22：出口增速和 PPI 增速的走势关联度较高	21
图 23：历史上，四轮 PPI 转正期间的政策梳理	22
图 24：基准情形下，PPI 或将于明年年中附近回正	24

一、PPI 多维拆解显示，其价格主导力量正在筑底

我们通过二分法和行业法双重维度拆解 PPI，发现生产资料价格和“三黑一色”行业价格是主导 PPI 波动的关键变量，且当前两类核心力量均呈现筑底回暖迹象。

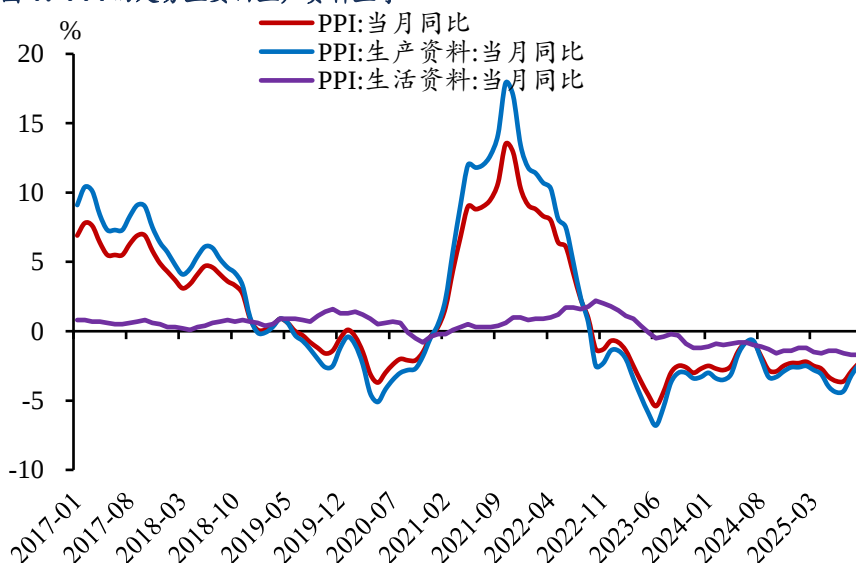
1.1 二分法：生产资料价格变动主导 PPI

PPI 二分法的核心是按产品流通过去向划分，可以分为生产资料和生活资料两大维度，二者在权重占比和波动特征上有所差异。

从定义来看，生产资料是指出售给其他生产企业并用于工业生产活动的原材料和中间品，包括采掘、原材料及加工工业三大类；生活资料是出售给居民用于生活的消费品，包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品四大类。

权重测算层面，尽管未公布权重，但可以利用国家统计局发布的通胀通稿进行反推。2025 年 9 月份的通稿中提到，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 2.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降 1.81 个百分点；生活资料价格下降 1.7%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.45 个百分点。据此，可以倒推出生产资料和生活资料在 PPI 中的权重分别约为 75%、25%。由于生产资料的权重较高，再叠加其波动率要远高于生活资料，PPI 的整体走势主要由生产资料价格变动主导。

图 1：PPI 的走势主要由生产资料主导



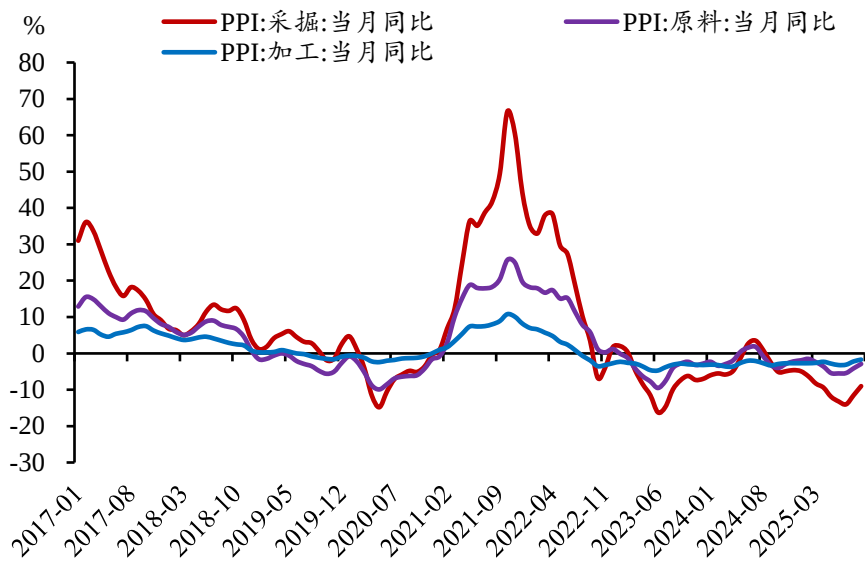
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

进一步拆解生产资料内部结构，发现采掘、原材料、加工工业的价格变动方向基本保持一致，但波动幅度呈现明显的产业链梯度递减特征，即采掘工业>原材料工业>加工工业。二分法下，生产资料的三个分项变化方向基本一致，但变化幅度存在明显区别。历史数据显示，采掘工业、原材料工业、加工工业三类行业的价格波动幅度沿着产业链从上游到下游逐级递减，即：采掘工业>原材料工业>加工工业。我们认为，这或与行业内部的竞争格局有关，上游采掘企业多数具备垄断性优势，大宗商品价格上涨往往充分反映至产品定价。而中下游行业集中度较低，因此企业面临议价能力、下游需求弹性等各方面因素的压力，导致价格传导不畅。

关于二级分项权重方面，统计局也没有公布二级分项的权重信息，但我们可以使用 2015 年以来的三大类价格同比对生产资料价格同比进行回归，回归得到的系数即为对应变量的权重。回归结果显示，采掘工业、原材料工业、

加工工业在生产资料中的权重分别为 7.0%、32.7%、60.3%。再乘以生产资料在 PPI 中的权重，可得采掘工业、原材料工业、加工工业三大类在 PPI 整体中的权重分别约为 5.3%、24.5%、45.2%。

图 2：波动幅度上，采掘工业>原材料工业>加工工业

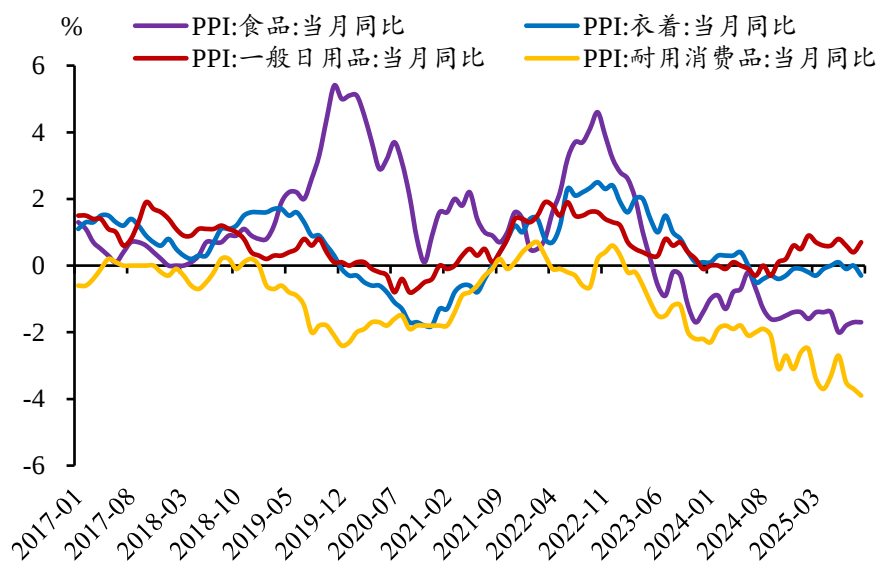


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

与生产资料不同，生活资料内部四大品类的价格走势常呈现分化态势。耐用消费品的价格走向与 PPI 生产资料一致，显示中上游价格对耐用品消费价格有着较强的传导作用。衣着类、一般日用品价格与中上游价格的联动性要显著弱于耐用品，且长期来看，两项的波动幅度展现出下降趋势。另一方面，食品类价格的变动方向经常与中上游价格相反。

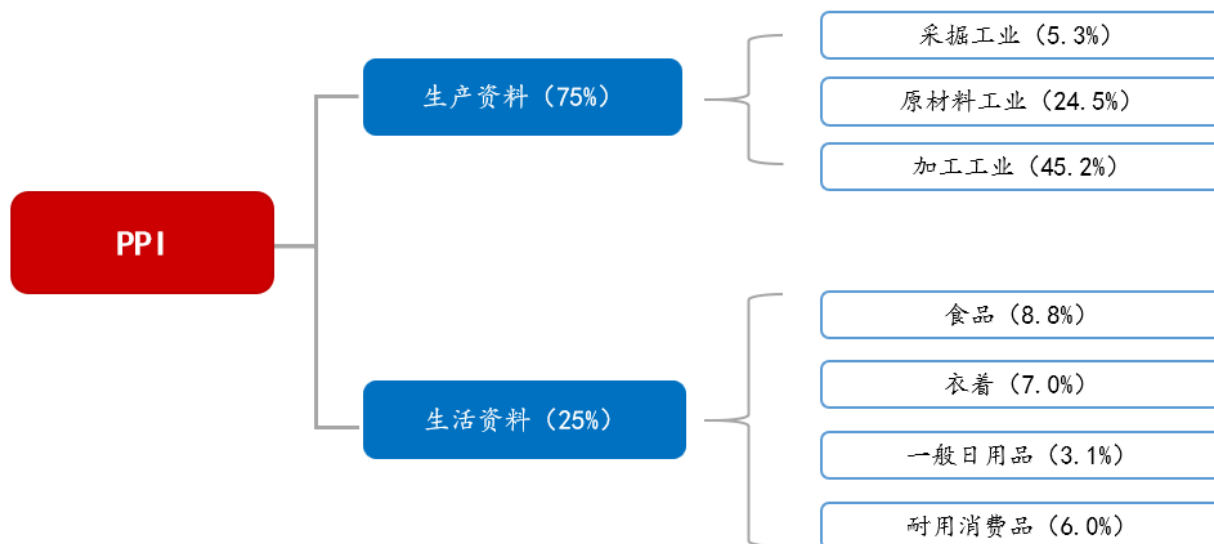
用前文相同的方式计算四个二级分类的权重，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类在生产资料中的权重分别为 35.3%、28.1%、12.5%、24.1%，在 PPI 整体的权重约为 8.8%、7.0%、3.1%、6.0%。

图 3：生活资料下的四类价格走势经常出现分化



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：二分法下 PPI 各分项占比

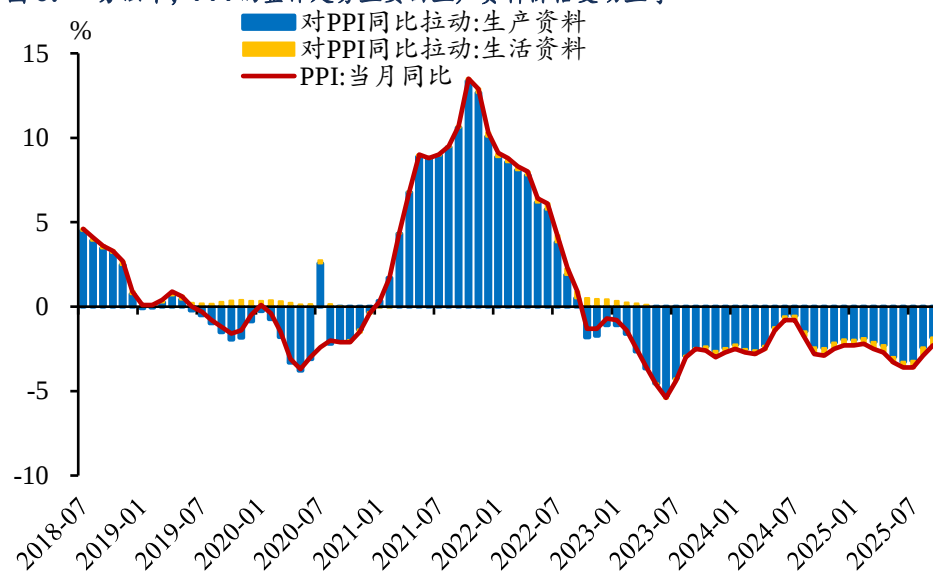


资料来源:ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

注: 括号内为估算占比

从二分法看, PPI 的整体走势主要由生产资料价格变动主导, 生活资料对 PPI 的拉动较小。一个积极的变化是, 生产资料价格与总 PPI 价格环比同步摆脱负区间, 结束此前连续下行态势。

图 5：二分法下, PPI 的整体走势主要由生产资料价格变动主导



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

1.2 行业法：“三黑一色”行业主导 PPI 走势

PPI 的二分法拆解显示生产资料价格环比已开始改善，而行业法拆解，也显示主导 PPI 的重点行业也有筑底回暖迹象。

行业法的 PPI 拆解需判断哪些行业对 PPI 的走势影响较大，一个重要且直观的指标就是行业权重。

在行业权重测算上，国家统计局编制 PPI 的核心依据是工业行业销售产值，但该数据仅更新至 2016 年，参考现有研究，我们选择各行业营业收入（2017-2024 年均值）来近似替代权重。结合 2015 年 1 月以来的分工业行业 PPI 当月同比，可计算出 PPI 拟合值。PPI 拟合值与实际值的拟合优度达到 0.997，拟合程度较好，验证了该权重计算方法的有效性。结果上看，计算机、通信和其他电子设备制造业的权重最高（10.84%），随后是汽车制造业（7.43%）、电气机械及器材制造业（6.94%）、化学原料及化学制品制造业（6.61%）、黑色金属冶炼及压延加工业（6.49%）、电力的生产和供应业（6.39%）等。

但权重高低并非决定行业对 PPI 走势影响程度的唯一因素，各行业 PPI 增速的波动性差异也同样关键。通过计算各行业 2015 年以来价格同比的标准差，并乘以对应权重，可量化过去各行业对 PPI 的实际影响程度。结果显示，高权重行业未必具备高影响力，如计算机、通信和其他电子设备制造业，虽权重居首，但价格波动率仅为 1.24，对 PPI 的影响程度仅 0.13。

综合看，真正主导 PPI 走势的行业可概括为“三黑一色”——三黑指黑色金属、石化（石油+化工）、煤炭，一色指有色金属。

为什么“三黑一色”行业得以主导 PPI 的走势？

首先，原油价格是 PPI 走势的核心影响因素，其影响力贯穿工业全产业链。

一是原油在产业链中具备全覆盖特性，这一强相关性给 PPI 带来传导效应。原油及其衍生品渗透至工业行业的上、中、下游各个环节。上游为原油、油页岩等原料采掘；中游通过燃料加工业形成汽油、柴油、燃油等终端能源产品，同时产出橡胶、塑料、沥青等基础化工原料；在下游工业行业中，原油及其衍生品涉及的产品甚至高达上千种，从建筑材料、汽车轮胎、电线电缆到塑料袋等，几乎涵盖工业生产与居民生活的核心领域。这种渗透也体现在二者相关性上，原油价格与 PPI 总指数存在较强相关性，2014 年以来布伦特原油与 PPI 总指数的相关系数达到了 0.86。

原油价格与其他行业 PPI 也存在显著相关性，如直接对原油进行开采（0.93）、加工（0.90）的行业，还有化工制造业（0.86）、橡胶塑料制品业（0.80）等以原油和衍生品为原料的行业。我们认为相关性较高的原因在于，一方面石油制品广泛存在于各工业行业，另一方面原油与其他大宗商品的价格走势均主要受到全球经济周期、生产周期的影响。值得注意的是，有色、黑色金属及煤炭相关行业也与油价的相关性较高，一大原因是在经济和生产周期的更迭过程中，全球主要大宗商品价格通常呈现相似的变化趋势。

二是较高的进口依赖度导致的价格被动性。我国原油产量并不低，每年约生产 2 亿吨，但国内产油量难以满足需求。我国原油需求量的来源有两个方面，一是国内的人均石油消费，二是我国原材料加工出口贸易占比高。从进口数量上看，2014 年-2024 年间，我国原油进口数量从 3 亿吨增长到 5.5 万吨，从进口依赖度上看，我国对原油等国际大宗商品的定价权仍较弱，是国际油价的被动接受国。

表 1：工业行业分项权重以及对 PPI 走势的影响程度

行业	权重 (%)	细分 PPI 增速波动性 (%)	对 PPI 的波动性影响 (pet)
黑色金属冶炼及压延加工业	6.49	16.12	1.05
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.30	18.77	0.81
化学原料及化学制品制造业	6.61	9.67	0.64
煤炭开采和洗选业	2.41	23.88	0.58
有色金属冶炼及压延加工业	5.41	10.14	0.55
非金属矿物制品业	4.77	6.02	0.29
石油和天然气开采业	0.79	31.19	0.25
电气机械及器材制造业	6.94	2.99	0.21
电力、热力的生产和供应业	6.39	3.14	0.20
农副食品加工业	4.41	3.43	0.15
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.84	1.24	0.13
金属制品业	3.39	3.82	0.13
纺织业	2.21	3.46	0.08
化学纤维制造业	0.79	9.54	0.08
汽车制造业	7.43	0.95	0.07
燃气生产和供应业	0.97	6.78	0.07
废弃资源综合利用业	0.62	10.60	0.07
造纸及纸制品业	1.19	5.31	0.06
黑色金属矿采选业	0.38	16.45	0.06
橡胶和塑料制品业	2.32	2.58	0.06
通用设备制造业	3.67	1.18	0.04
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.15	2.50	0.03
医药制造业	2.18	1.28	0.03
食品制造业	1.73	1.53	0.03
专用设备制造业	2.88	0.86	0.02
有色金属矿采选业	0.30	7.72	0.02
酒、饮料和精制茶制造业	1.33	0.94	0.01
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.80	1.46	0.01
非金属矿采选业	0.32	3.48	0.01
纺织服装、服饰业	1.30	0.78	0.01
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.92	1.00	0.01
烟草制品业	0.98	0.79	0.01
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.08	0.66	0.01
仪器仪表制造业	0.75	0.92	0.01
印刷业和记录媒介的复制	0.58	1.17	0.01
家具制造业	0.62	0.74	0.00
开采专业及辅助性活动	0.18	2.16	0.00
金属制品、机械和设备修理业	0.13	1.94	0.00
水的生产和供应业	0.30	0.73	0.00
其他制造业	0.16	1.19	0.00

资料来源:ifind, 信达证券研发中心

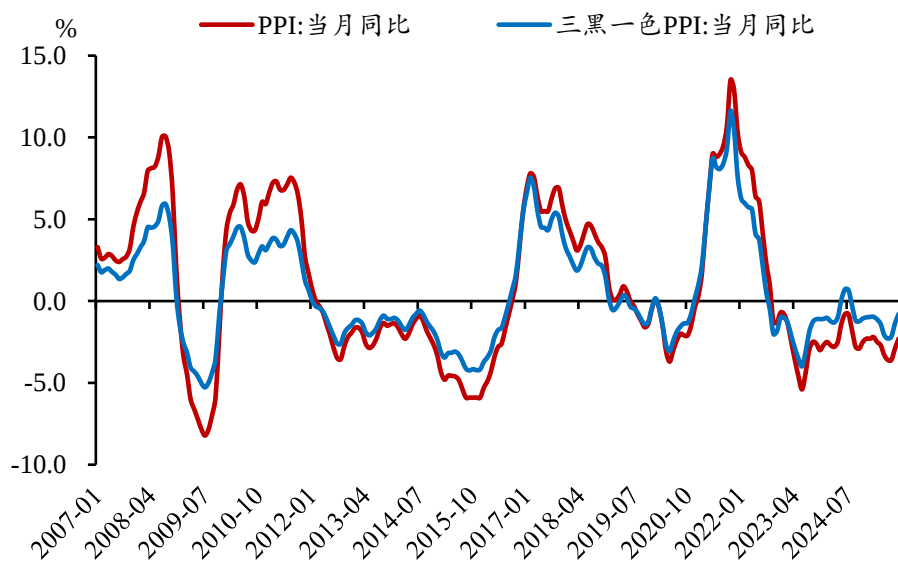
表 2：布伦特原油价格与细分行业 PPI 的相关系数

行业名称	相关系数	行业名称	相关系数
石油和天然气开采业	0.93	有色金属冶炼及压延加工业	0.77
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.90	金属制品业	0.77
化学原料及化学制品制造业	0.86	电气机械及器材制造业	0.75
化学纤维制造业	0.86	黑色金属冶炼及压延加工业	0.73
橡胶和塑料制品业	0.80	通用设备制造业	0.69

资料来源:ifind, 信达证券研发中心

其次，钢铁、有色、煤炭对 PPI 走势的影响不亚于石油化工。除石油化工外，显著影响 PPI 走势的“三黑一色”行业中还包括煤炭、钢铁和有色金属，分别对应煤炭开采洗选业和加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业。2014 年以来，煤炭、钢铁、有色 3 大类行业和 PPI 同比的走势基本相同，对 PPI 的贡献率也往往在 30%以上。这一现象的本质是，钢铁、铜、铝等作为关键基础性原材料，广泛渗透至汽车制造、机械装备等中下游产业链，其价格变动直接传导至中游加工环节与下游终端产品；而煤炭作为动力燃料也影响全行业生产成本，从而影响 PPI 整体走势的变化方向。

行业法拆解显示，PPI 由“三黑一色”行业主导。而三黑一色重点行业中，超六成行业价格环比已经实现由负转正，这些积极信号为后续总 PPI 持续实现环比正增长奠定坚实支撑。

图 6：三黑一色行业和 PPI 同比的走势基本相同


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

二、“反内卷”有望带来 PPI 上行拐点

前文梳理了 PPI 的多维度拆解框架，发现驱动 PPI 价格走势的主导力量都有出现筑底回暖的迹象。我们认为，这与当前反内卷政策有关联，当前反内卷治理本质上是对工业生产和竞争模式的调整，这轮反内卷有望带来产能过剩下行拐点和 PPI 的上行拐点。

2.1 “内卷式”竞争的根源是产能扩张快于需求增长

2024 年 7 月中央政治局会议首次提出防止内卷式恶性竞争，2024 年 12 月中央经济工作会议强调综合整治内卷式竞争，这时反内卷已经进入中央视野，但尚未聚焦到产能问题。2025 年 7 月中央财经委第六次会议提出依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，同月中央政治局会议再次强调推进重点行业产能治理，至此反内卷明确聚焦到产能治理上来。

谈及产能问题时，产能数据极为重要。国家统计局虽公布工业产能利用率数据，但未公布工业总产能数据。我们研究发现，依据规模以上工业企业的营收、库存、产能利用率等公开数据，可以推算工业总产能数据，帮助我们更好的理解产能问题。

具体推算方法如下：

已知工业产能利用率的定义如下，

工业产能利用率

$$= \text{工业总产值} / \text{生产能力}$$

$$= (\text{工业销售产值} + \text{库存期末期初差额}) / \text{生产能力}$$

$$\approx (\text{工业企业营业收入} + \text{库存期末期初差额}) / \text{生产能力}$$

对上式加以变换得到，

产能（生产能力）

$$\approx (\text{工业企业营业收入} + \text{库存期末期初差额}) / \text{产能利用率}$$

产能与 GDP 类似，既有现价总产能，也有不变价总产能。根据上述公式测算出来的工业总产能数据为现价总产能，从我们测算的产能数据来看，我国工业总产能呈现随时间推移持续增长的特征。而当我们计算产能增速时，应以不变价增速为准。我们用 PPI 剔除工业总产能现价数据中的价格因素，得到不变价时间序列，进一步测算得到我国规模以上工业总产能的实际增速。结果发现，自 2014 年以来，我国工业总产能已经经历了三轮扩张。

第一轮扩张发生在 2018 年。2015-2016 年，受当时产能过剩和供给侧结构性改革去产能政策影响，我国工业总产能增速不断走低，到 2017 年底降至零左右的历史低点，产能基本实现出清。2018 年，受产能出清后企业盈利逐渐改善等因素影响，产能迎来一轮小幅扩张，产能增速不断提高，但该轮产能扩张总体谨慎，2019 年一季度达到高点 5.7%。

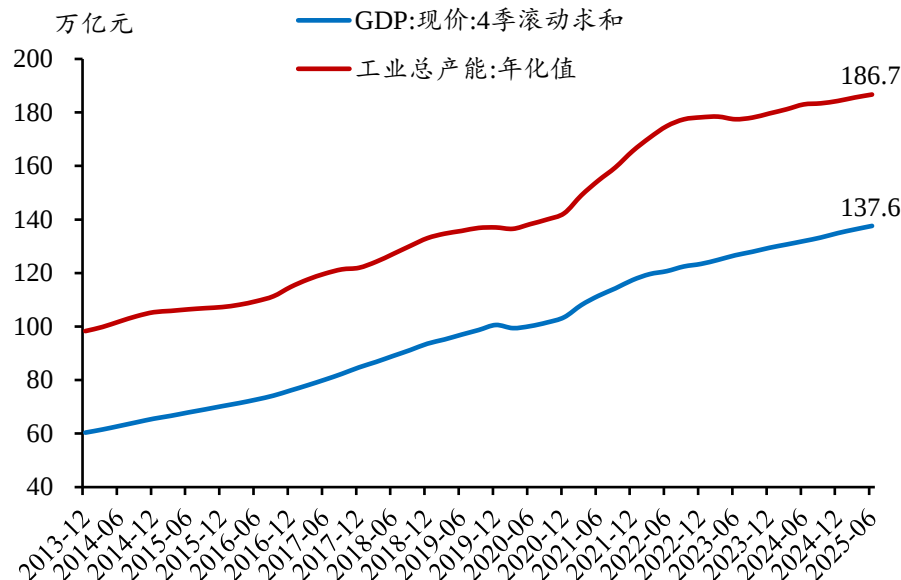
第二轮扩张发生在 2021 年。2021 年我国经济内外需双旺，内需上，我国率先走出新冠疫情危机，需求快速恢复，房地产仍处于繁荣期；外需上，海外受新冠疫情影响正处于供应链危机之中，我国出口迎来爆发。受此提振，2021

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

年我国工业总产能迎来一轮快速扩张，产能增速大幅提高，2021 年底产能增速高达两位数以上。但该轮产能扩张相对较快，叠加后续有效需求不足，埋下了部分行业产能过剩的隐患。

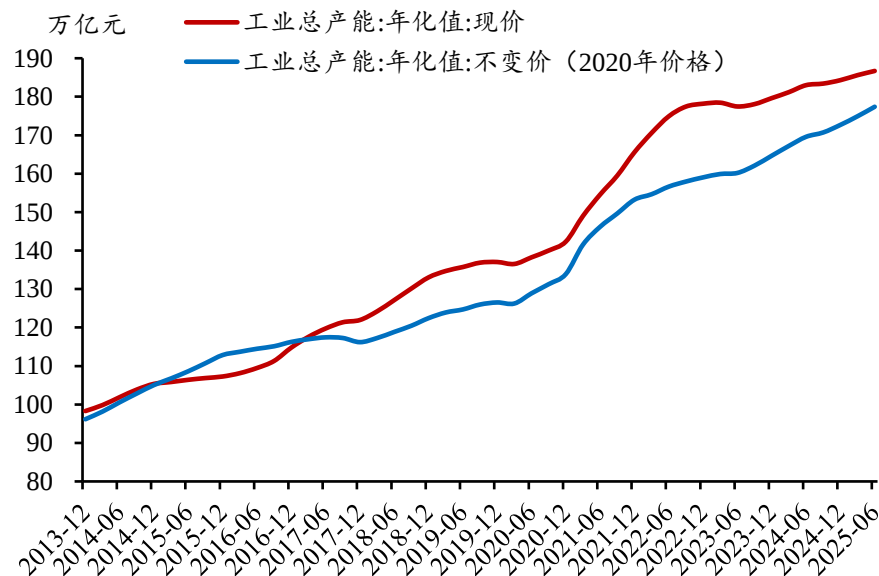
第三轮扩张发生在 2023-2024 年。2023 年二季度，我国工业总产能增速降至阶段性低点 2.3%，后来随着制造业投资持续高增而逐渐回升，2024 年二季度达到 5.9%。客观上看，这轮产能扩张有利有弊，利在对稳增长有积极贡献，弊在一定程度上加剧了供需失衡问题。伴随“内卷式”竞争种种现象出现，2024 年三季度以来产能扩张速度已开始逐渐放缓。

图 7：规模以上工业总产能走势



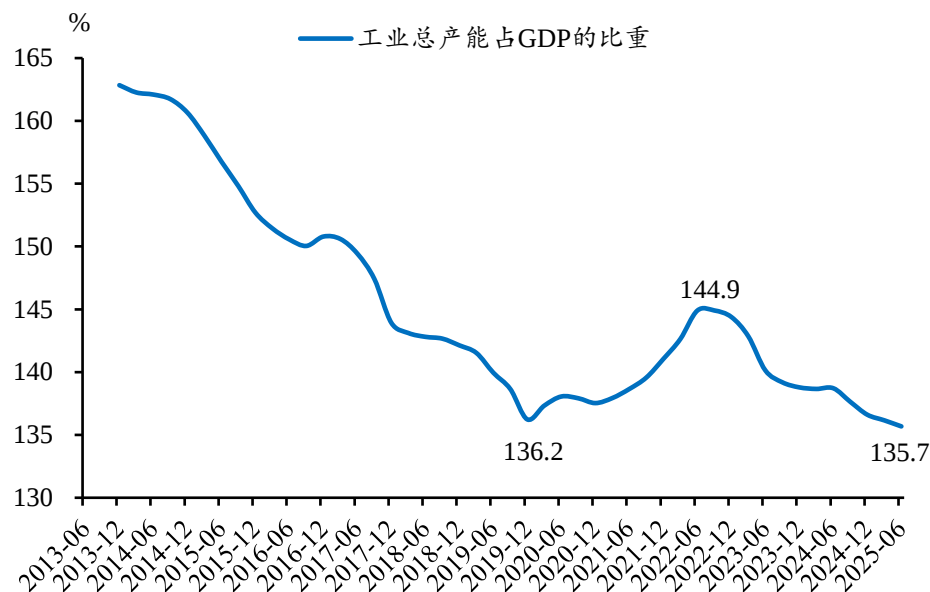
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 8：工业总产能不变价走势



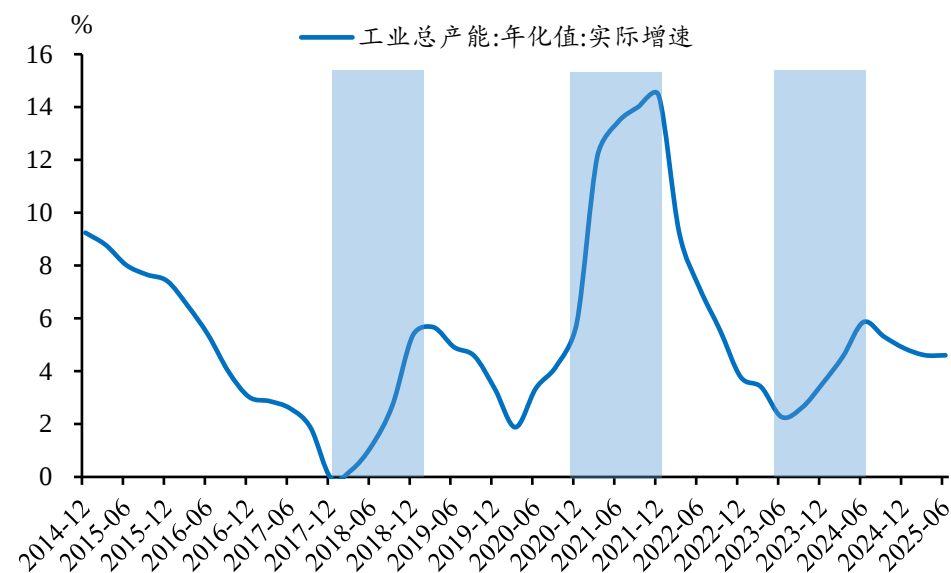
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 9：规模以上工业总产能占 GDP 比重的走势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 10：过去几年产能扩张的三个阶段



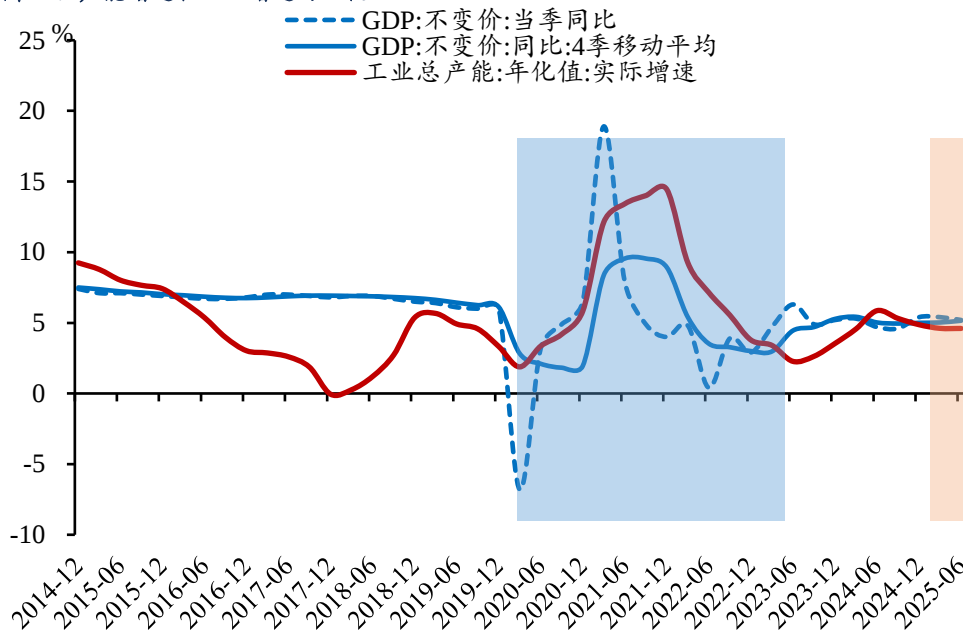
资料来源：ifind，信达证券研发中心

长期来看，产能扩张和需求增长应保持基本平衡，但短期内，二者各自存在波动，不能平衡则容易引发各种问题。

- 若需求增长速度快于产能扩张速度，往往出现经济过热、商品短缺、通胀高企等问题。1980-1990 年代，我国处于“短缺经济”时期以及现阶段美国经济，都大致符合这一特征。
- 若产能扩张速度快于需求增长速度，往往出现企业恶性竞争、商品过剩、物价低迷等问题。

比较我国工业总产能增速和 GDP 增速（反映总需求增速）可以发现，自 2020 年二季度到 2023 年一季度，在长达三年的时间里，我国产能扩张速度持续高于总需求增速（图 11），部分行业产能过剩和“内卷式”竞争等问题的出现，都与此脱不开关系，我国 PPI 和 GDP 平减指数陷入负增长也都发生在这一时期。

图 11：产能增速和 GDP 增速的比较



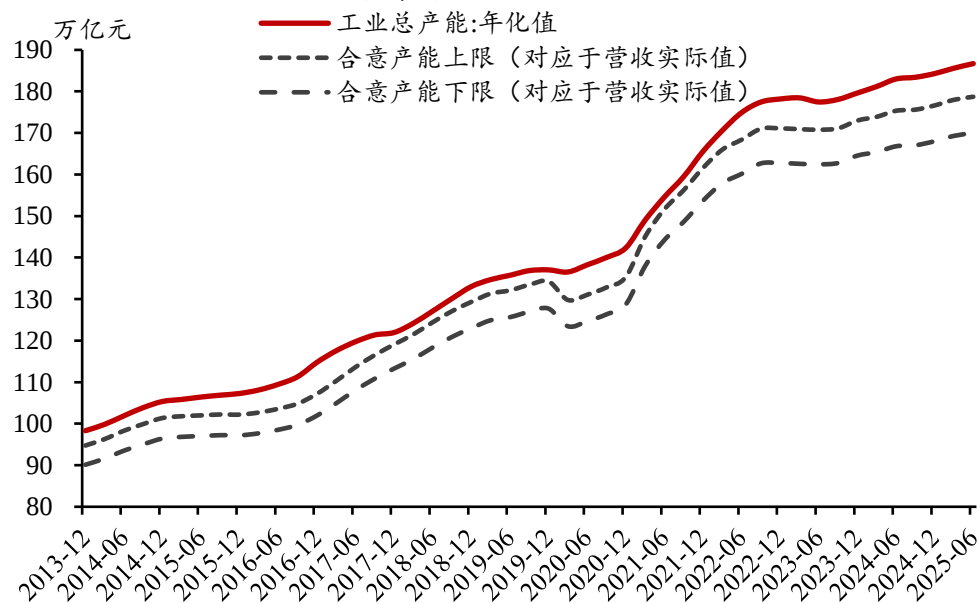
资料来源：ifind，信达证券研发中心

2.2 工业部门经历的三次产能过剩

前文提到，我们依据规模以上工业企业营收、库存、产能利用率等公开数据，推算得到我国规模以上工业总产能数据。在此基础上，我们进一步估算得到产能过剩规模数据。

测算思路如下：若把 78%-82% 视为合意的产能利用率区间，以此为标准，可以计算出对应于企业实际营收的合意产能区间。即，工业总产能规模落在该区间时，产能利用率落在 78%-82% 区间。实际工业总产能超出该合意区间的部分，定义为产能过剩规模（图 12）。

图 12：实际产能超出合意区间的部分，即产能过剩规模



资料来源：ifind，信达证券研发中心

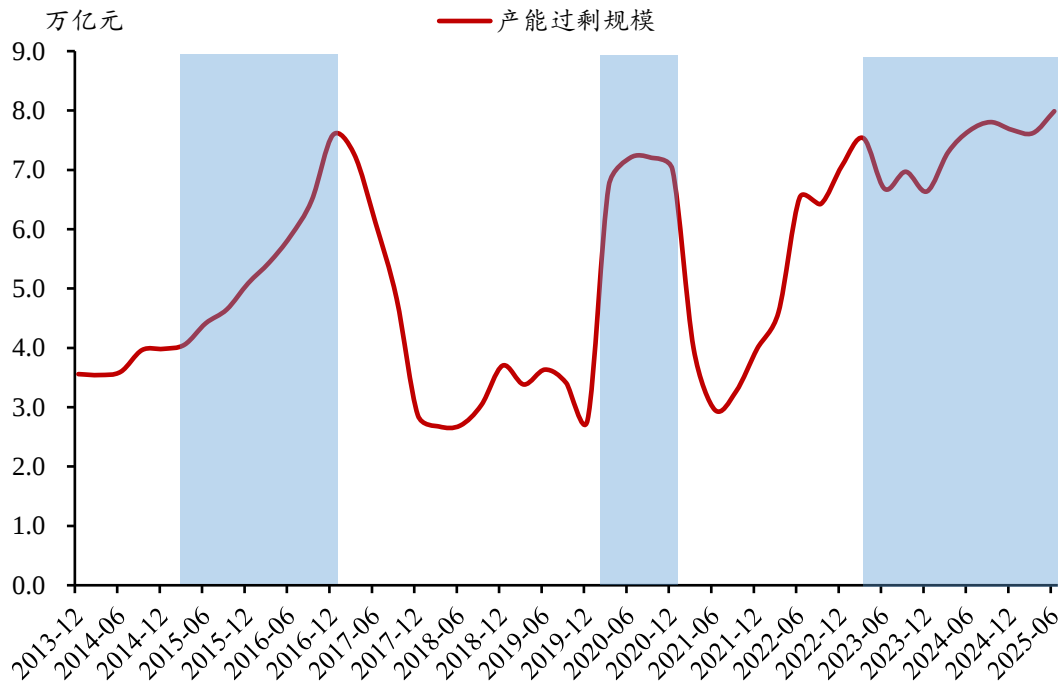
基于上述方法，我们估算得到我国规模以上工业部门产能过剩数据，发现 2014 年以来，我国工业部门经历了三次产能过剩（图 13）。

第一次产能过剩发生在 2015-2016 年。该时期，产能利用率持续处于 75% 以下，PPI 长期处于负区间，产能过剩规模不断上升，产能过剩规模占总产能的比重最高达到 6.6%。2015 年底中央经济工作会议提出供给侧结构性改革，随后大力度去产能等措施开始实施，产能过剩得到有效化解，到 2018 年二季度，产能过剩规模占总产能的比重已降至 2.1% 的较低水平。

第二次产能过剩发生在 2020 年。2020 年新冠疫情爆发后，短期内销售停滞经济走弱，但工业总产能规模还在，因此出现了暂时性和临时性的产能过剩，2020 年二季度产能过剩规模占总产能的比重达到 5.2%。本轮产能过剩源于疫情造成的经济走弱，随着经济恢复正常运行和需求快速修复，产能过剩也迅速得到化解，到 2021 年二季度，产能过剩规模占总产能的比重降至 2% 以下。

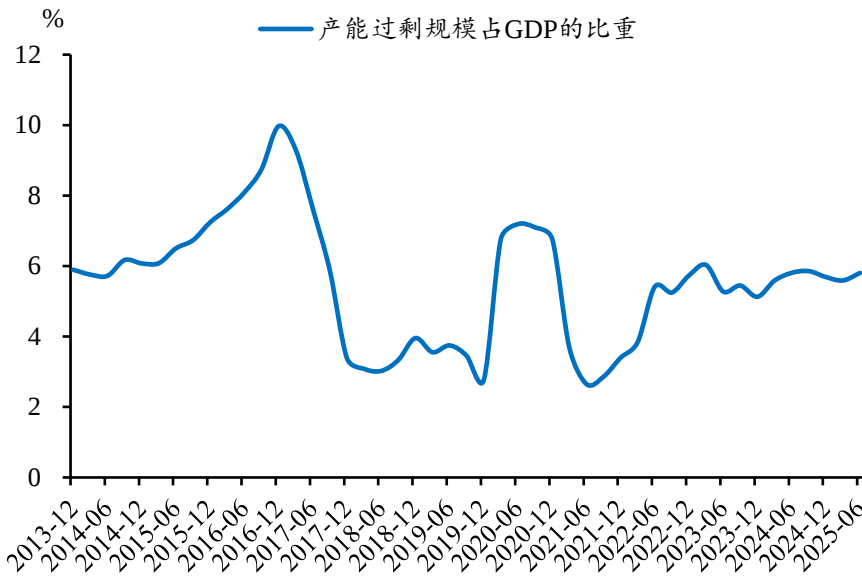
第三次（部分行业）产能过剩发生在 2023 年以来。受前文论述的产能持续扩张和有效需求偏弱共同影响，2023 年以来部分行业产能过剩问题再次出现。2024 年三季度，产能过剩规模占总产能的比重达到本轮高点 4.3%。本轮产能过剩持续时间较长，对经济造成负面影响的时间也较长，但从产能过剩规模占总产能的比重看，本轮产能过剩严重程度低于前两轮，尤其是 2015 年供给侧结构性改革那轮（图 14）。

图 13：历史上的三次产能过剩



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 14：产能过剩规模占总产能比重的走势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

2.3 “反内卷”有望带来产能过剩下行拐点

尽管当前反内卷的产能治理可能包含多种措施，但其共同点是压低产能增速。产能治理可能既包括落后产能退出措施，也包括产能并购重组、控制新增产能等其他措施，但不管是哪种措施，共同点是都会压低工业总产能扩张速度。

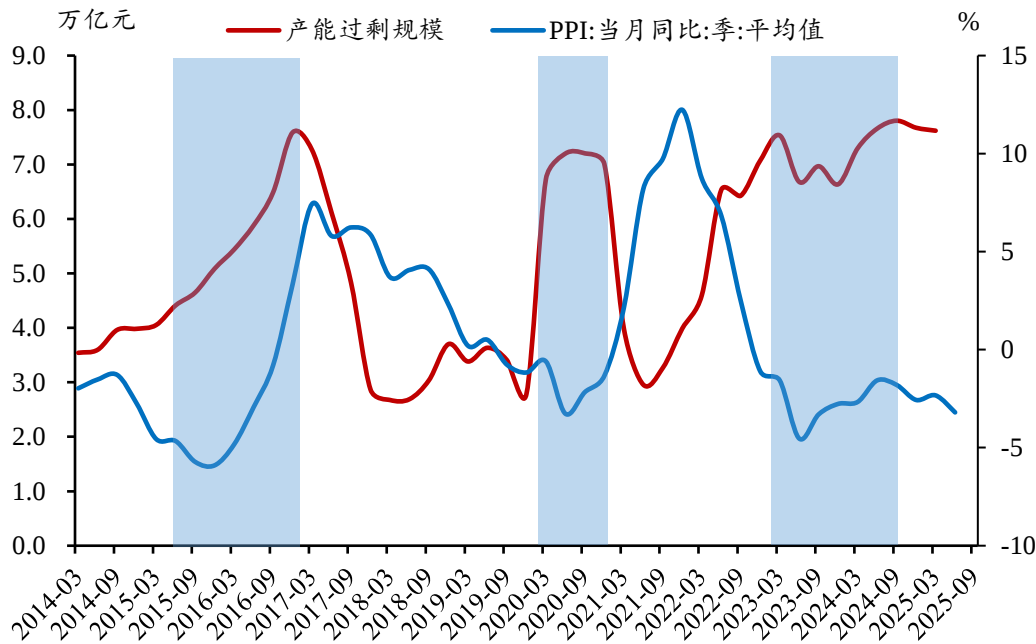
从供需二者关系看，产能扩张快于需求增长，将导致产能过剩规模上升，反之，产能扩张慢于需求增长，将导致产能过剩规模下降。前文提到，截至 2025 年二季度，我国规模以上工业总产能增速已降至 4.6%，略低于 GDP 增速（反映总需求增速），这意味着，产能过剩规模有望缓慢下降。伴随产能治理各项措施逐步实施，产能扩张有望进一步放缓，产能增速有望持续低于 GDP 增速且增速差扩大，这意味着，产能过剩化解进程有望明显加快，即，产能过剩下行拐点有望到来。

2.4 “反内卷”也有望带来 PPI 上行拐点

理论上，产能过剩和 PPI 低迷存在密切关系，考察历史数据也发现，产能过剩规模和 PPI 确实存在高度负相关关系。产能过剩规模达到高位时，PPI 往往达到低位；产能过剩规模进入下降阶段时，PPI 往往进入上行阶段。例如，2020 年二季度产能过剩规模达到高位，同期 PPI 达到低位，2020 年下半年起，产能过剩规模快速下降，同时 PPI 快速上行。又如，2023 年至今部分行业产能过剩重现，同期 PPI 持续低迷。

基于上述逻辑，在“反内卷”政策下，伴随产能过剩化解进程加快，PPI 也有望迎来上行拐点。当前各行业反内卷政策的执行核心集中于产能调控与价格引导，我们认为，“反内卷”有望推动产能过剩下行拐点出现。随着产能过剩化解进程加快，PPI 也有望迎来上行拐点。由于企业盈利受 PPI 的影响较大，PPI 上行有助于改善企业盈利，改善微观主体的经济体感。

图 15：随着产能过剩化解进程加快，PPI 也有望迎来上行拐点



资料来源：ifind，信达证券研发中心，产能过剩规模为左轴

三、若配套需求侧政策，PPI 转正有望加快

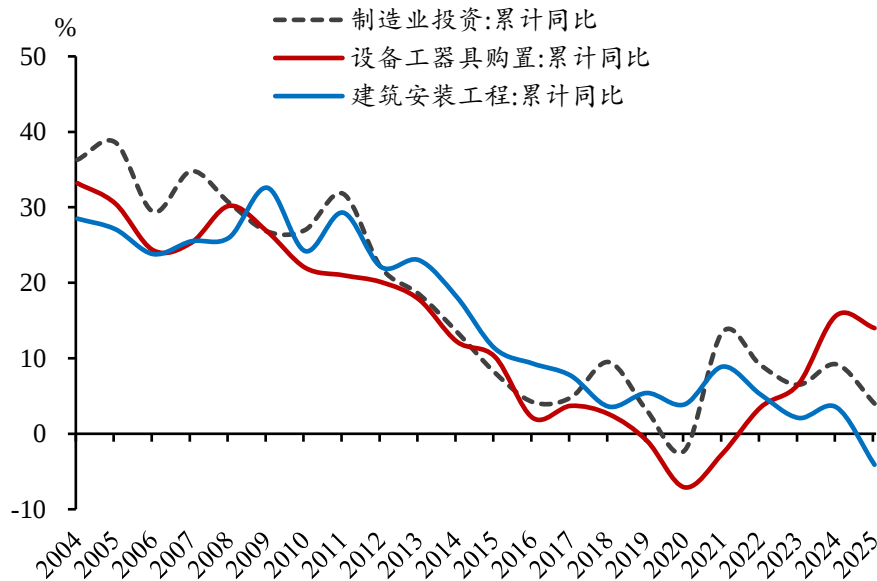
前文指出“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点和 PPI 上行拐点，但与此同时，反内卷也可能带来制造业动能的衰减。因此，“反内卷”实施过程中，有必要从需求侧做好配套措施，推动增长动能实现再平衡，为“反内卷”持续推进创造良好的宏观环境。

3.1 过去几年经济增长高度依赖制造业动能

当前一个阶段，我国经济持续推进转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力。2021 年 4 月，初步走出疫情冲击后，中央政治局会议即强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，同时促进制造业投资和民间投资尽快恢复。2021 年起，房地产“三道红线”全面施行，以房地产为代表的传统动能开始走弱。各项支持制造业发展的政策不断出台，包括 2022-2023 年央行设备更新再贷款政策，2024-2025 年大规模设备更新政策，持续加大制造业中长期贷款力度等。受此提振，制造业动能持续保持强劲，新兴动能加快培育壮大。

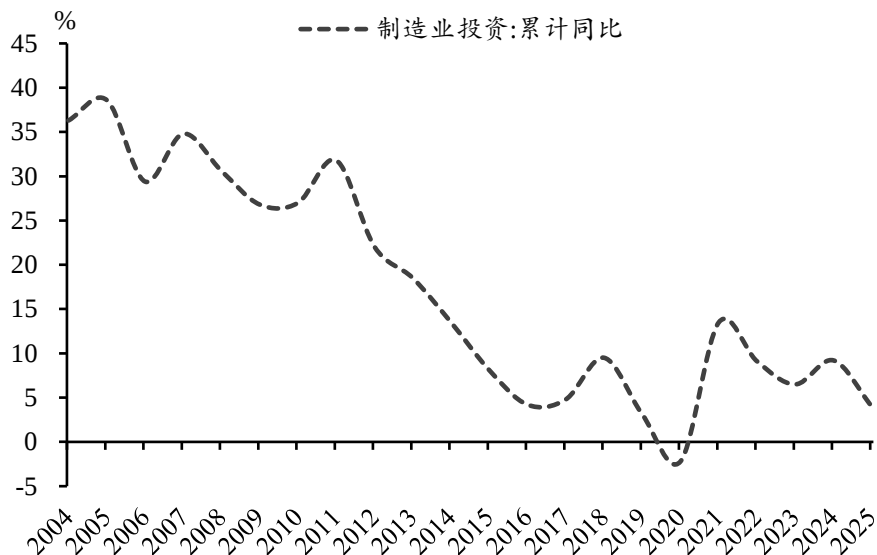
经济增长对制造业动能的依赖度不断提高。从投资端看，2021 年以来，设备投资增速触底回升，2024 年高达 15.7%，2025 年 1-9 月为 14%（图 16）；制造业投资持续保持高增，2021-2024 年增速分别为 13.5%、9.1%、6.5%、9.2%，2025 年 1-9 月为 4%（图 17）。2025 年上半年，固定资产投资中第二产业比重为 35.5%，较 2020 年底提高 6.8 个百分点。从生产端看，2021 年以来，工业增加值增速持续保持高增，多数时间里均高于 GDP 增速，2025 年上半年，工业增加值累计增速为 6.4%，GDP 累计增速为 5.3%，前者高于后者 1.1 个百分点。

图 16：过去几年，设备投资增速不断提升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心
备注: 2025 年数据截至 1-9 月。

图 17：过去几年，制造业投资持续高增



资料来源: ifind, 信达证券研发中心
备注: 2025 年数据截至 1-9 月。

3.2 “反内卷”实施下制造业动能可能有所衰减

过去几年制造业投资之所以保持高增，分行业看，上中下游投资大致呈现了雁行轮番高增的特征。先是上游原材料制造业投资高增，2021-2023 年连续三年保持两位数增速，增速分别高达 13.6%、11%、10.4%，2024 年起增速回落到个位数；接着是中游装备制造业投资高增，2022-2023 年连续两年保持两位数增速，增速分别高达 19.6%、16.1%，2024 年起增速同样回落到个位数；最后是下游消费品制造业投资高增，2024 年以来保持两位数增速，2024 年增速高达 14.7%，2025 年上半年增速为 12.3%（图 19）。目前上游和中游投资已放缓，下游仍保持高增（图 19）。

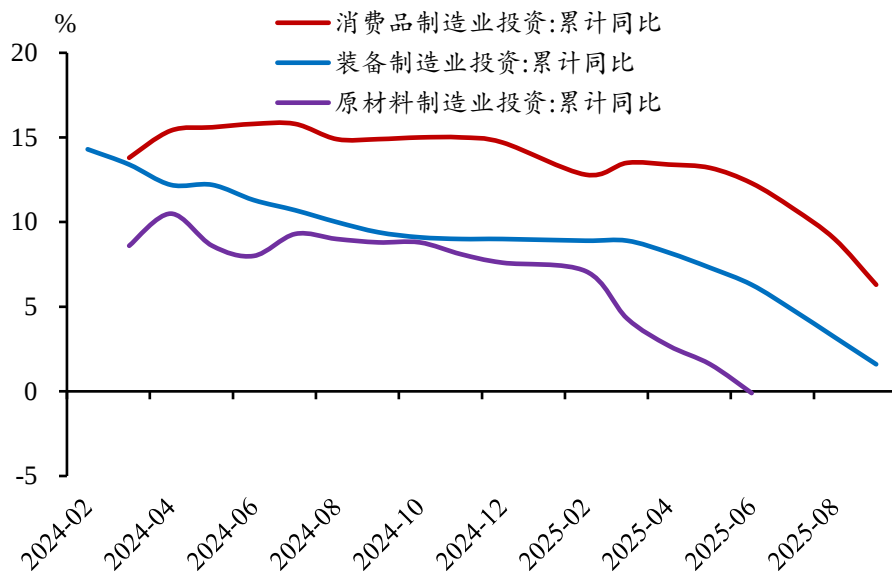
图 18：上中下游投资呈现雁行轮番高增特征

	制造业投资: 累计同比	上游	中游	下游
		原材料制造业投资: 累计同比	装备制造业投资: 累计同比	消费品制造业投资: 累计同比
2019	3.1			
2020	-2.2	2.1		
2021	13.5	13.6		
2022	9.1	11.0	19.6	8.1
2023	6.5	10.4	16.1	5.8
2024	9.2	7.6	9.0	14.7
2025	4.0	-0.1	1.6	6.3

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

备注: 2025 年数据截至 1-9 月, 原材料制造业数据截至 1-6 月。

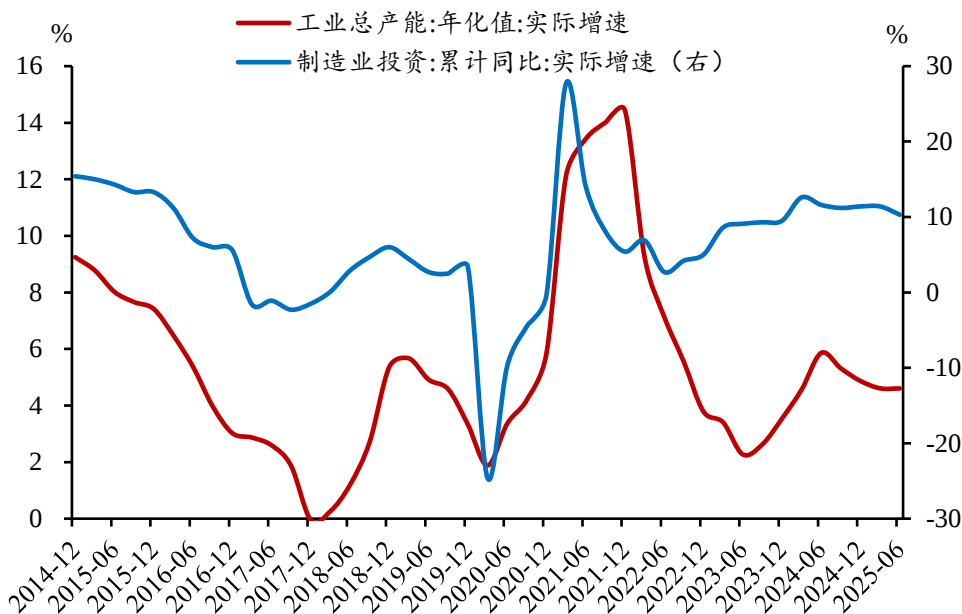
图 19：上游和中游投资已放缓，下游仍然保持高增



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

过去几年工业总产能之所以持续扩张，源头就是制造业投资持续高增。制造业投资与最终消费不同，最终消费能够贡献当期需求，但不会形成未来产能；制造业投资既能贡献当期需求，又会形成未来产能。历史数据显示，制造业投资增长领先于产能增长约一年时间，亦即，去年的制造业投资，今年会形成新增产能；今年的制造业投资，明年会形成新增产能。例如，2017 年起，制造业投资实际增速触底回升，2018 年起，工业总产能开始扩张；又如，2022 年下半年起，制造业投资实际增速触底回升，2023 年下半年起，工业总产能开始扩张（图 20）。

图 20：制造业投资增长领先于产能增长约 1 年时间



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

制造业投资和产能增速走弱是产能出清的题中之义。“反内卷”实施下，随着落后产能退出、产能并购重组、控制新增产能等产能治理措施逐步落地见效，制造业投资可能告别高增，工业总产能增速可能继续放缓，最终推动产能实现出清。在这一过程中，尽管部分新兴动能仍有望继续培育壮大，但制造业总体动能可能将有所衰减。

客观看待“反内卷”一枚硬币的两面。承前所述，“反内卷”有望带来产能过剩下行拐点，也有望带来 PPI 上行拐点，改善企业盈利，改善微观主体的经济体感；但与此同时，“反内卷”也可能带来制造业动能有所衰减，客观上要求经济增长摆脱过于依赖制造业动能的局面。从经济学上看，经济目标和政策工具需要适配，有几个经济目标，就需要几个相应的政策工具。我们认为，“反内卷”从供给侧发力，有助于推动产能出清，但制造业总体动能可能将有所衰减，为了同时实现稳增长的目标，我们还需要配套实施需求侧的政策工具。

3.3 四轮 PPI 转正周期的驱动逻辑

2000 年以来，我国共经历四次典型的 PPI 转正周期，转正时点分别为 2002 年 11 月、2009 年 12 月、2016 年 9 月及 2021 年 1 月。

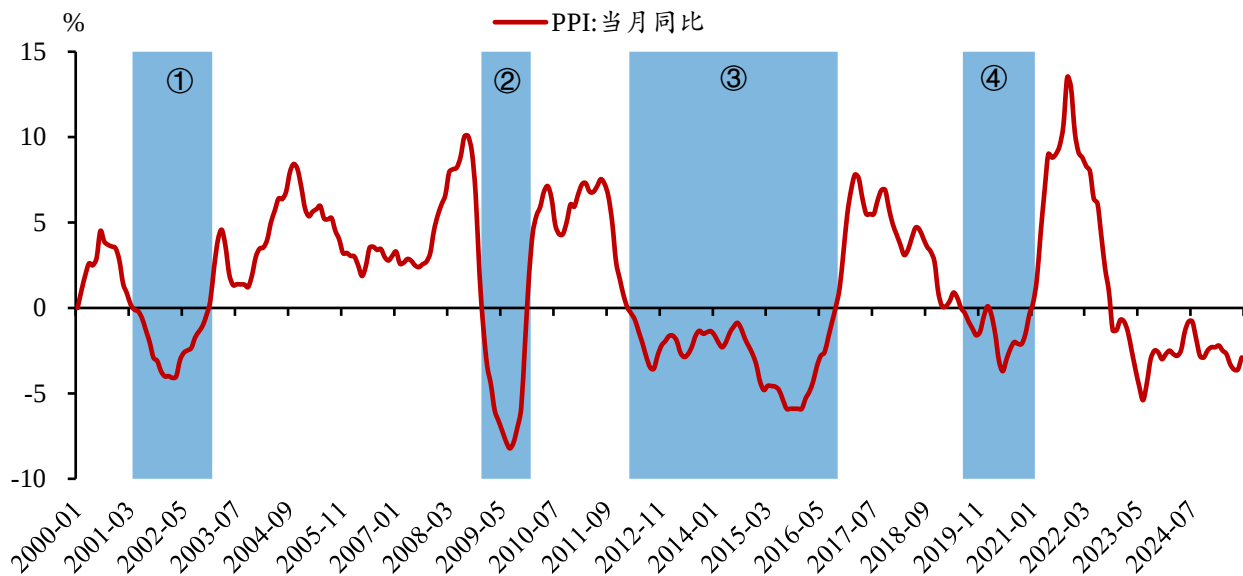
第一轮（2001-2002 年）：市场准入扩大为出口赋能，带动工业复苏。2000 年 3 月美国互联网泡沫破裂后，全球经济陷入阶段性衰退，外需收缩冲击中国出口，工业部门产能利用率均低于 75%，工业品价格持续承压，PPI 长期处于低位。这一局面的转折，源于 2001 年 12 月中国正式加入 WTO，此后，**市场准入的全面扩大快速激活出口潜力**，2002 年出口增速反弹，带动工业产业链复苏。最终，PPI 在 2002 年 2 月实现同比转正，结束此前的工业通缩压力。

第二轮（2008-2009 年）：“四万亿”投资对冲外需冲击，内需回升拉动价格。2008 年 9 月雷曼兄弟破产引发全球金融危机，中国出口遭遇“断崖式”冲击，工业品需求骤降带动 PPI 跌至 2009 年 7 月的 -8.2%。为了对冲总需求的下滑，2008 年 11 月我国推出“四万亿”投资刺激计划，计划 45% 的资金投向基建领域，实际落地比例 37.5%，**拉动基建投资增速**从 2008 年的 25.9% 升至 2009 年的 42.2%；同时地产端回暖，2009 年房地产新开工面积增速由年初的 -14.8% 转正至年底的 12.5%。内需回升带动黑色金属等产业链价格快速上涨，叠加国际油价从低位回升，多因素共振下，PPI 在 2009 年 12 月实现同比转正。

第三轮（2012-2016 年）：供给侧结构性改革扭转过剩格局，供需再平衡推动价格实现回升。经历 2008 年“四万亿”刺激后，钢铁、煤炭、电解铝等行业产能继续扩张，产能利用率逐步走低，供过于求的格局导致 PPI 同比增速低迷。2015 年起，我国启动供给侧结构性改革，当时供给侧结构性改革的核心是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大措施，其中去产能从供给侧着手，推动了钢铁、煤炭、电解铝等若干重点行业的落后产能淘汰，去库存则从需求侧着手，通过实施棚改等措施提振了房地产景气从而扩大了有效需求。工业品供需失衡格局逐步扭转后，PPI 同比开始回升，并于 2016 年 9 月转正。

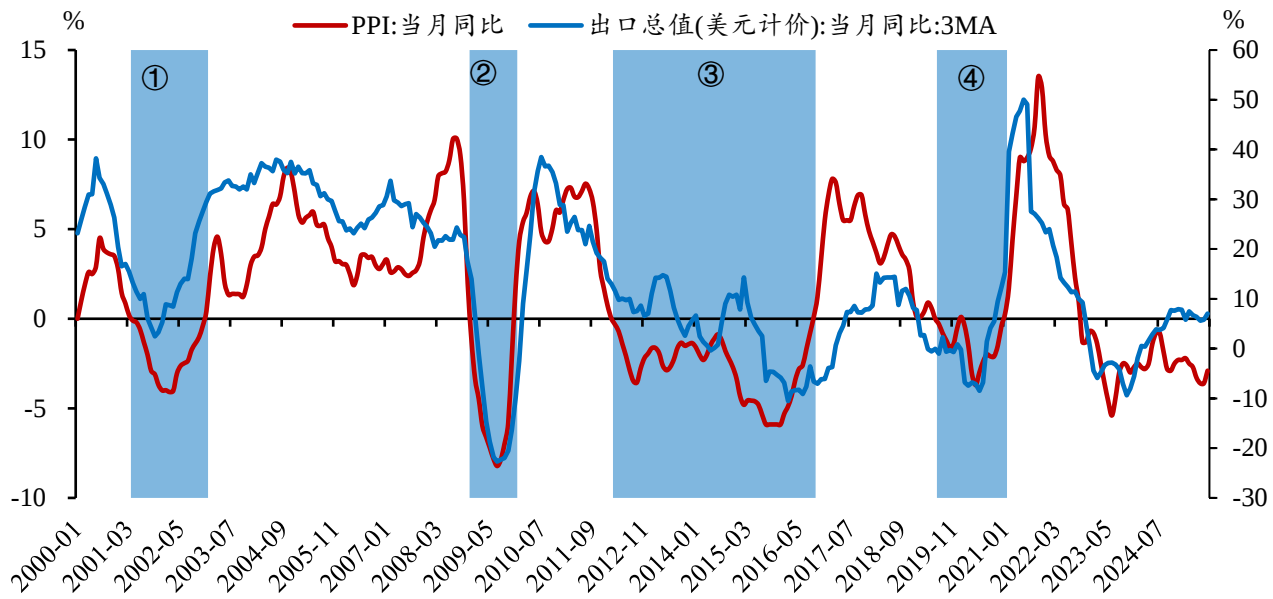
第四轮（2019-2021 年）：全球流动性宽松下出口红利再现。2019 年，受中美贸易摩擦影响，我国外需承压，叠加投资和消费需求疲弱，工业品价格已有低迷的基础。2020 年疫情蔓延进一步加剧了工业领域供需失衡的局面。而后中国率先控制住疫情并推进复工复产，再加上美联储推出“无上限”量化宽松，推高全球流动性，中国再次受益于一波出口红利，内外需求共振下，PPI 同比从-3.1%回升至 13.5%的历史峰值，创有数据以来最高水平。

图 21：2000 年以来，我国共经历四次典型的 PPI 转正周期



资料来源：ifind，信达证券研发中心，2020 年短暂回正不视作一次周期

图 22：出口增速和 PPI 增速的走势关联度较高



资料来源：ifind，信达证券研发中心

3.4 反内卷及其配套政策或成为 PPI 拐点的重要抓手

PPI 作为工业领域供需变化的价格指标，其价格持续走弱本质上是供需失衡的结果。我们认为，PPI 走低可能是需求降低导致，也可能是供给扩张过快导致。若要使价格在更高位的水平重新达到均衡，政策发力的可能方向有三：一是扩大需求，二是减少供给（即去产能），三是扩大需求和减少供给并进。

历史数据显示，过去的政策发力往往为扩大需求，即第一种，或者是扩大需求和减少供给并进，即第三种。

从四轮周期的政策共性来看，每一轮均伴随货币政策宽松（降准降息）以释放流动性、降低企业融资成本，为工业复苏奠定基础，但单靠降准降息难以独立拉动 PPI 转正。因为降准降息的核心功能是改善资金供给环境，却无法直接创造有效需求，也不能解决“供给过剩”的根本矛盾。

我们认为，降准降息或是拉动 PPI 的必要工具，但并非充分条件。因为缺乏流动性支持，需求难以修复；而仅有流动性，无有效需求或供给端优化，PPI 也较难转正。减税政策的作用逻辑与此类似。

综上，政策面上，我们认为，降准降息或是辅助工具，PPI 转正的关键条件或是货币宽松叠加多因素共振。降准降息的作用是保驾护航，PPI 转正的核心驱动力还是需求实质性修复或供给得到优化，如果没有这些核心驱动，即使持续降准降息，PPI 也较难摆脱持续负增长。

图 23：历史上，四轮 PPI 转正期间的政策梳理

四轮 PPI 转正			对应主要政策		
周期时段	转正时点	前期通缩时长	(1) 货币政策	(2) 财政政策	(3) 产业政策
第一轮 (2001. 4-2002. 11)	2002 年 11 月	20 个月负增长	1 次降息	增发国债支持基础设施和西部开发、扩大赤字、两免三减半	围绕对外开放和外资准入展开
第二轮 (2008. 12-2009. 12)	2009 年 12 月	12 个月负增长	1 次降息+1 次降准	四万亿刺激计划、减税	出台十大产业振兴规划
第三轮 (2012. 3-2016. 9)	2016 年 9 月	54 个月负增长	8 次降息+4 次降准	棚改货币化、营改增改革、结构性减税	供给侧结构性改革
第四轮 (2019. 7-2021. 1)	2021 年 1 月	18 个月负增长	4 次降息+3 次降准	增发抗疫国债用于防疫和企业纾困、减税降费	疫后扶持制造业、部分领域设备更新贷款补贴
第五轮 2022. 10-目前	-	至少 35 个月	7 次降息+6 次降准	两重两新、减税、化债	围绕反内卷政策

资料来源：ifind，中国人民银行，中国政府网，国家发改委，信达证券研发中心

注 1：周期时段的起点为 PPI 开始陷入负增长，终点为 PPI 开始转正

注 2：降准降息次数仅限于每轮的周期时段

回顾中国四轮 PPI 转正周期，政策上不单单是降准降息和减税，而是在此基础上搭配需求扩张或者供需并进的核驱动政策，才得以扭转价格弱势。

- 1) 2001 年到 2002 年，这一轮真正拉动 PPI 转正的核心驱动力，是加入 WTO 后市场准入扩大。
- 2) 2008 年到 2009 年，拉动 PPI 转正的核心驱动力是四万亿投资拉动基建和地产需求。
- 3) 2012 年到 2016 年，核心驱动是供给侧改革去产能，棚改货币化提升地产需求。
- 4) 2019 年到 2021 年，核心驱动在于中国经济率先修复，再加上全球 QE 推动了大宗商品涨价。

回顾历史，2015-2016 年供给侧结构性改革成功的经验在于，供给侧和需求侧措施形成了有效的协同配套。当时供给侧结构性改革的核心是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大措施，其中去产能从供给侧着手，推动了钢铁、煤炭、电解铝等若干重点行业的落后产能淘汰，去库存则从需求侧着手，通过实施棚改等措施提振了房地产景气从而扩大了有效需求。2016 年，制造业投资增速较上年下降了 3.9 个百分点至 4.2%，房地产投资增速则较上年提高了 5.9 个百分点至 6.9%，基建投资、消费基本保持平稳，上升动能对冲了下行动能，共同促使总需求基本保持平稳。

以史为鉴，本轮“反内卷”也有必要配套扩大需求措施，以对冲制造业动能走弱，实现增长动能再平衡。在“反内卷”之下，经济增长过于依赖制造业动能的局面或难以为继，基建投资、房地产投资、消费等非制造业动能亟待增强。也就是说，我们认为相应的需求配套措施有三种可能的方案：一是中央加杠杆重启大基建计划，降雨带北扩后北方地区水利设施升级、农村公路新改建等都是可选方向；二是加大商品房库存消化力度和城市更新力度，扭转房地产投资降幅扩大趋势，推动房地产动能从经济拖累力量转为拉动力量；三是更大力度提振消费，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。

目前已经具备货币政策宽松的基础条件，也有了作用于供给侧的反内卷政策，我们认为政策发力方向更可能是扩大需求和减少供给并进。若辅之以需求端的政策，PPI 回正的节奏可能会加快。

四、基准情形下，PPI 或在明年 Q2 迎来回正

在基准情形下，2026 年 PPI 同比回正的关键窗口或集中在二季度，这一判断既依赖“反内卷”政策对供给端的核心支撑以及新增需求侧政策的提振，也离不开基期效应的边际改善，二者共同构成价格修复的基础逻辑。

从基期影响来看，翘尾因素的拖累已进入收窄通道。今年 9 月 PPI 翘尾因素从 7 月的-1.4%收窄至-0.1%，对同比读数的拖累幅度减少 1.3 个百分点，四季度 PPI 的翘尾因素有望进一步收窄。这一基期效应的边际改善，有利于 PPI 后续回升。

当前“反内卷”政策已在核心行业显现托底效果，为 PPI 提供基础支撑。在主导 PPI 的“三黑一色”重点行业中，已经有超六成行业价格环比由负转正。截至今年 9 月，煤炭、黑色金属、有色金属采选业的价格环比都超过了 2%，黑色和有色金属冶炼及压延加工业的价格环比也进入正增长。虽然 PPI 有了反内卷政策作为托底，但明年 PPI 能否如期转正、具体何时转正，核心取决于上行动力的强弱，而这一动力的关键变量在于是否有与“反内卷”配套的需求侧政策落地。基于此，我们通过三种情景进一步推演：

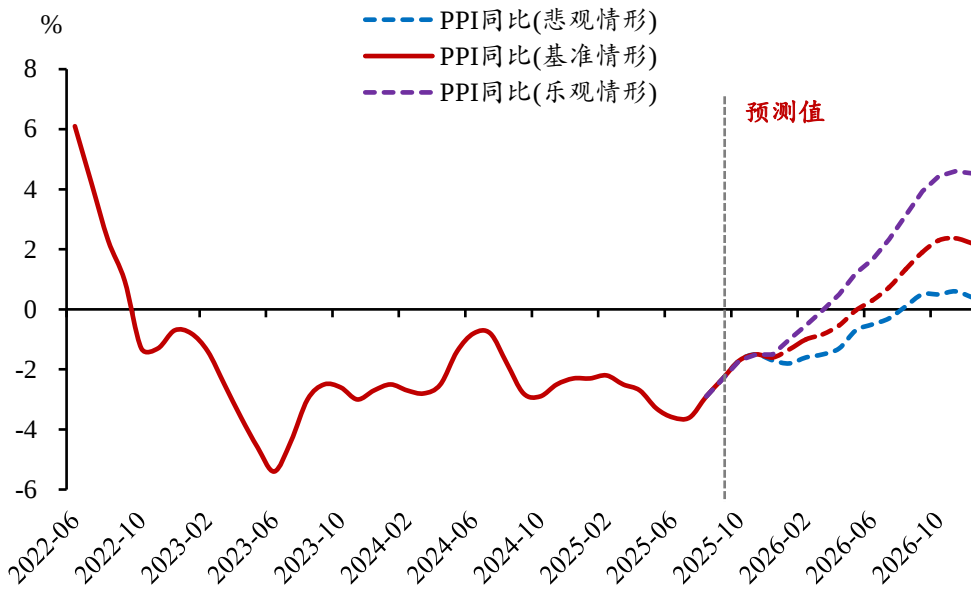
1) 悲观情景：无新增需求侧政策，依赖现有政策托底。若依靠现有的反内卷、5000 亿新型政策性金融工具等政策，缺乏额外的需求侧新增政策出台，则 PPI 的上行动力较弱。但在现有政策托底之下，我们认为 PPI 的价格表现或仍不弱于 2023-2024 年同期水平。在此情景下，PPI 靠自身缓慢修复，或直至明年下半年才能逐步回升至 0%附近。

2) 中性情景：有配套需求侧政策，提振力度接近 2016 年的一半。若有与“反内卷”相配套的需求侧政策出台，且政策对 PPI 的提振速度接近 2016 年供给侧改革的一半（2016 年 2 月至 9 月供给侧改革期间，PPI 环比月均值为+0.3%，考虑到当前反内卷以市场化调控为主，价格提振速度可能减弱）。假设明年 PPI 环比月均值为 0.1%，则 PPI 同比有望在明年年中附近突破 0%，实现回正。

3) 乐观情景：有配套需求侧政策，提振力度比肩 2016 年。若需求侧政策超预期发力，推动需求端对价格的拉动速度比肩 2016 年供给侧改革时期。假设明年 PPI 环比月均值维持 0.3%，则 PPI 同比有望在明年一季度回到 0%。

若 2026 年 PPI 如期转正，将进一步驱动工业企业盈利预期改善，进而推动股指与利润增速形成正向共振。当前企业盈利偏弱，价格负增有拖累影响，若 PPI 如期转正，或将改善工业企业盈利预期，而盈利预期的修复将进一步传导至资本市场，企业利润增速可能与股指形成正向共振。

图 24: 基准情形下, PPI 或将于明年年中附近回正



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 虚线为团队预测

风险因素

“反内卷”推进低于预期，地缘政治风险突发，历史规律可能会失效等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。