

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

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
CINDASECURITIES 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 转正的重要抓手

2025 年 10 月 10 日

- **2000 年以来,我国四轮 PPI 转正周期均由能直接重塑供需关系的核心因素驱动。**第一轮集中在 2001-2002 年,我国加入 WTO 后市场准入持续扩大,出口快速增长带动工业 PPI 回暖;第二轮则出现在 2008-2009 年,“四万亿”投资计划及时对冲外需压力,内需快速回升拉动工业价格反弹;第三轮始于 2012 年并延续至 2016 年,随着供给侧结构性改革深入推进,传统行业过剩产能得到有效出清,供需关系从失衡走向再平衡;第四轮周期为 2019-2021 年,全球主要经济体开启流动性宽松模式,大宗涨价和外需扩张再次成为 PPI 转正的关键推手。
- **当前已有供给侧的反内卷政策,需求侧的配套增量政策或仍待观察。**从政策支撑的维度分析,每一轮 PPI 转正周期过程中,均伴随降准、降息等货币政策宽松操作,这为工业复苏筑牢基础,但单纯的货币宽松难以独立推动 PPI 转正,PPI 真正实现转正的核心,仍依赖需求端的实质性修复或供给端的结构性优化(如过剩产能出清)。结合当前市场环境,我国已具备货币政策宽松的基础条件,且供给侧“反内卷”政策已逐步落地,若后续能辅以前端的需求端配套刺激政策,PPI 向正区间回升的节奏有望进一步加快。
- **当前我国 PPI 正处于筑底回升的关键阶段,而“反内卷”政策及其配套政策或成为打破供需僵局、推动 PPI 拐点出现的重要抓手。**当前各行业反内卷政策的执行重点集中于产能调控与价格引导,我们判断,反内卷政策将加速产能过剩下行拐点的到来,随着过剩产能逐步化解,市场供需格局将持续改善,PPI 也有望同步迎来上行拐点。若 PPI 顺利进入正区间,不仅将直接驱动工业企业盈利预期改善,还可能推动股指与企业利润增速形成正向共振,为资本市场带来结构性机会。
- **风险因素:** 消费者信心修复偏慢,政策落地不及预期等。

目录

一、历史上四轮 PPI 转正周期的驱动逻辑	3
二、需求侧的配套增量政策可能仍待观察	4
三、反内卷及其配套政策或成为 PPI 拐点的重要抓手	5
风险因素	8

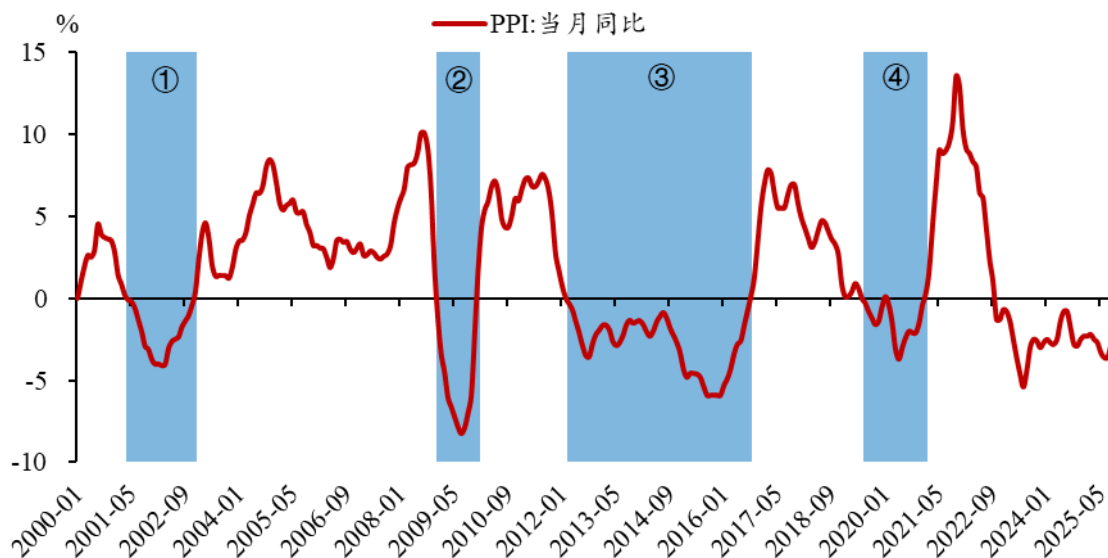
图目录

图 1: 2000 年以来, 我国共经历四次典型的 PPI 转正周期.....	3
图 2: 出口增速和 PPI 增速的走势关联度较高	4
图 3: 历史上, 四轮 PPI 转正期间的政策梳理	5
图 4: “反内卷”有望推动产能过剩下行拐点出现	6
图 5: 随着产能过剩化解进程加快, PPI 也有望迎来上行拐点	6
图 6: 有色 PPI 已经实现转正并维持一段时间	7

一、历史上四轮 PPI 转正周期的驱动逻辑

PPI 作为反映工业领域供需变化的核心指标，其由负转正的过程往往标志着工业经济从收缩向复苏的关键转折。**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。

图 1：2000 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

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。

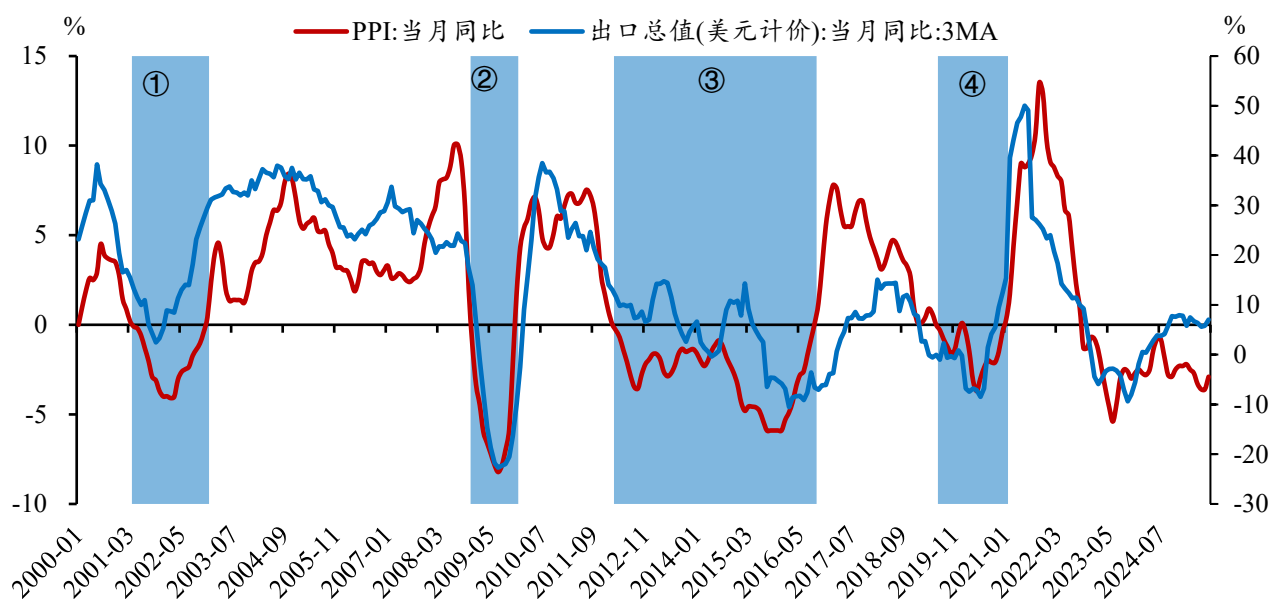
第二轮（2008-2009 年）：“四万亿”投资对冲外需冲击，内需回升拉动价格。2008 年 9 月雷曼兄弟破产引发全球金融危机，中国出口遭遇“断崖式”冲击，工业品需求骤降带动 PPI 跌至 2009 年 7 月的-8.2%。为了对冲总需求的下滑，2008 年 11 月我国推出“四万亿”投资刺激计划，计划 45% 的资金投向基建领域，实际落地比例 37.5%，**拉动基建投资增速**从 2008 年的 25.9% 升至 2009 年的 42.2%；同时地产端回暖，2009 年房地产新开工面积增速由年初的-14.8% 转正至年底的 12.5%。内需回升带动黑色金属等产业链价格快速上涨，叠加国际油价从低位回升，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 2：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

二、需求侧的配套增量政策可能仍待观察

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 走低要么是需求降低导致，要么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 PPI 转正的关键条件或是货币宽松叠加多因素共振，降准降息或是辅助工具。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 3：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。

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前文总结的第三种情况，即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。

三、反内卷及其配套政策或成为 PPI 拐点的重要抓手

结合历史规律与当前市场环境，本轮 PPI 正处于筑底关键阶段。2022 年 10 月以来，截至今年 8 月，PPI 已连续 35 个月处于负区间，虽然目前 PPI 已经具备部分转正条件（如：美联储开启降息周期，国内政策持续加码、发行超长期特别国债），但仍面临地产需求修复偏慢、工业品价格回升动力不足的短板。

当前的反内卷政策或有望带来产能过剩下行拐点和 PPI 的上行拐点。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。

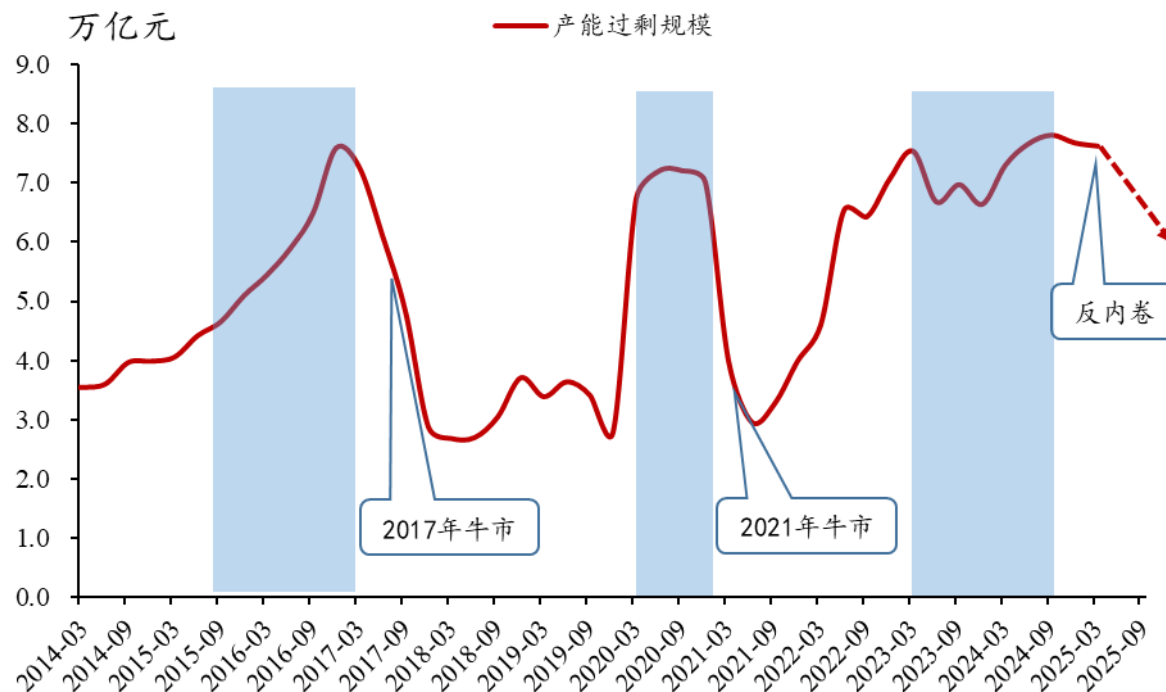
有色 PPI 已先于整体 PPI 回正，后续可关注黑色 PPI 变化进展。基于 PPI 细分行业的历史数据限制，无法观察 2001-2002 年这一轮。但在 2007 年以来的三轮 PPI 转正周期中，有色 PPI 变化都先于整体 PPI，既早于整体

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>5

PPI 陷入负增长，也先于整体 PPI 回正。当前有色 PPI 已实现转正并维持一段时间，结构性行情持续。黑色金属 PPI 与国内基建、地产需求高度绑定，若后续黑色 PPI 跟进回升，将形成更有利于 A 股上涨的条件。

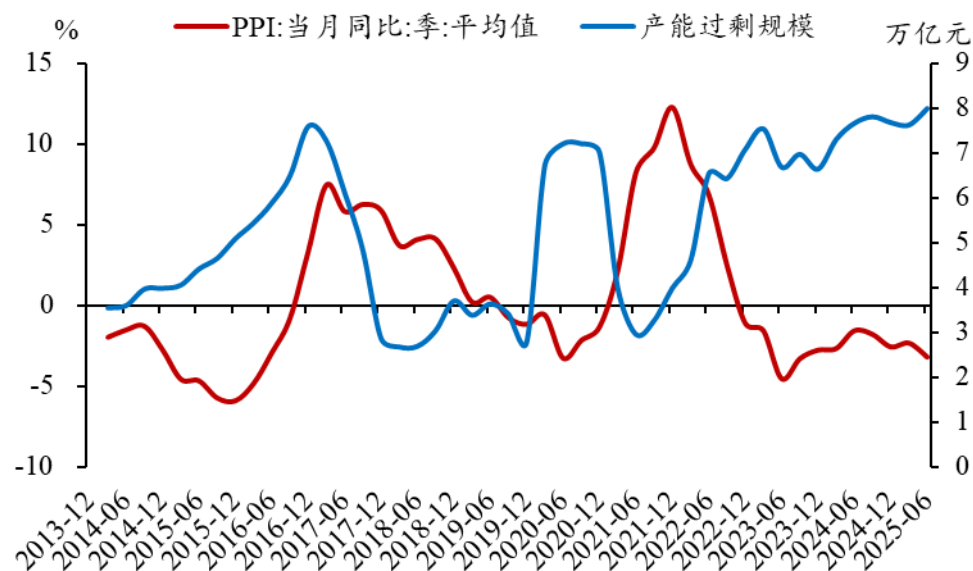
若 PPI 转正，或将驱动盈利预期，股指与利润增速正向共振。当前企业盈利偏弱，价格负增有拖累影响，若 PPI 如期转正，或将改善工业企业盈利预期，企业利润增速可能与股指形成正向共振。

图 4：“反内卷”有望推动产能过剩下行拐点出现



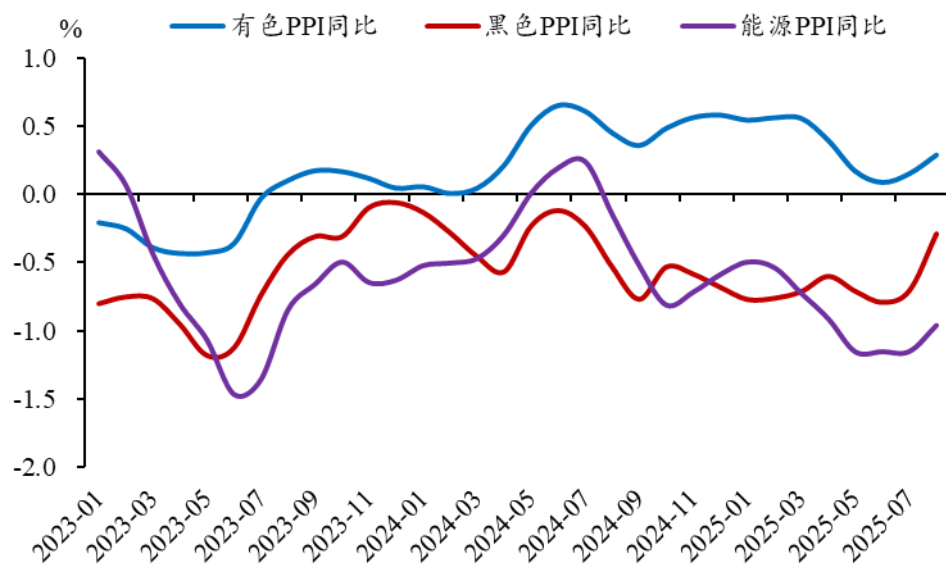
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 5：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, 产能过剩规模为右轴

图 6：有色 PPI 已经实现转正并维持一段时间



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。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。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”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

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所，从事宏观经济研究。

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。