宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应

——宏观策略周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 01 月 31 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

本篇报告通过历史数据分析 PPI 与货币政策及债券市场价格的相关性。2020 年 12 月 PPI 超预期回升，叠加货币及财政宽松下，海外需求回暖生产修复带动再通胀预期发酵，PPI 逐步成为市场关注点。12 月 PPI 同比下降 0.4%（前值-1.1%），或与国际原油价格上涨和市场需求持续回暖，铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格持续攀升等因素有关。随经济景气进一步验证，政策常态化节奏成为市场关注点。可以预见的是 PPI 处于上行通道，PPI 显著上扬又将多大程度影响政策调控进而影响市场价格？本篇报告通过历史数据分析 PPI 与货币政策及债券市场价格的相关性。

- **工业生产材料价格波动对 PPI 贡献显著。**随海内外生产修复对煤炭、钢铁、铜铝等大宗商品需求支撑，PPI 上行通道确立。
- **PPI 一个完整周期大约持续 3 年至 4 年。**2000 年以来，我国 PPI 大致可以分为 5 个周期。而 PPI 上行的时间越来越短，下行的时间越来越长。本轮周期自 2020 年 5 月始，历时 8 个月，目前仍处于上行通道中。
- **货币政策坚持币值稳定的最终目标，对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。**
- **历史经验来看政策更多考量 PPI。**物价稳定的通用衡量为 CPI 与 PPI，前者更多反应生活资料价格（消费属性），后者更多反应生产资料价格（生产属性）。从历史经验来看政策更多考量 PPI，如 PPI 由负转正到连续多月上行，通胀预期发酵，在物价过热前，政策多有调控。
- 债券收益率的主要影响因素包括经济基本面、资金面、货币政策、供求关系、市场情绪等。其中经济基本面是影响债市的核心要素。泰勒规则下决定利率走势的两个主要因素是产出缺口与通胀缺口。
- **PPI 与长端债券收益率相关性更强。短端利率更多受流动性和供需等因素影响。**

从最近 20 年数据来看，PPI 共经历五轮周期，其中三次有由负转正低谷到峰值的明显变动。而在 PPI 由负转正并加速回升过程中政策多有明显转向，且当前处于 PPI 回升通道中，基于此我们选取五轮周期中三个由负转正的上行周期进行分析。

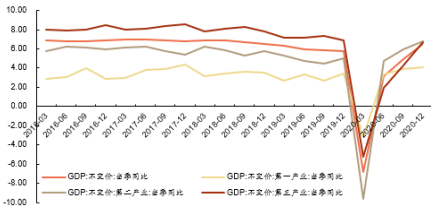
历史数据上看，PPI 与货币政策和债券市场有较强的相关性。

- **PPI 与货币政策的规律：**（1）降准降息只会发生在 PPI 为负值或 PPI 大幅下降的情况下。（2）央行升准加息只发生在 PPI 为正值时。（3）政策加紧的迹象可以有：PPI 数值过高（超过 4.5%甚至 6%）、PPI 上升迅猛（连续 4 个月累计上升近 10%）以及强政策指向性。（4）货币政策在 PPI 出现峰值前收紧。
- **货币政策与债券市场规律：**三轮周期中，债券收益率分别在政策开始收紧后的第 4 个月、9 个月、当月开始走熊明显。

预计 PPI 有望在 2021 年 1 月转正，Q2 PPI 或将达到峰值，或超 8%。

- 2020 年 12 月，我国 PPI 同比数据为-0.50%，环比增长 1.10%，有望 2021 年 1 月转正，并持续上升。
- 历史上，PPI 三次转正的周期中，从低谷至峰值的时间分别为 2 年零 8 个

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《工业继续向上 消费修复趋缓：12 月经济数据点评》2021-01-20

2、《社融增速超预期回落 信贷结构继续优化：12 月金融数据点评》2021-01-14

3、《稳前棋 步步扩先：——2021 年年度经济展望与宏观策略》2021-01-06

4、《消费修复边际趋缓 对美出口创新高：11 月经济数据点评》2020-12-16

5、《流动性拐点将至？资产价格怎么走？：——宏观策略周报》2020-12-07

月、2 年整、及 1 年零 6 个月（从 15 年 8 月第一个-5.9%算起），到达顶峰周期逐渐缩短。去年 5 月 PPI 触底，按照历史经验，我们认为今年第二季度我国 PPI 同比数据或将达到峰值。

- 为更好的定量衡量，我们利用 PPI 与 3 类重点工业品（布伦特原油、LME 铜、螺纹钢）价格的进行了简单的回归分析用以预测 PPI。根据回归分析结果及对于大宗商品的价格预测（考虑到 2021 年上半年海内外经济复苏共振对需求端支撑较强且供给端结构性短缺，大宗价格大概率维持当前高位并小幅上扬），保守预测下得出 2021Q2 的 PPI 预测或超 8%。

货币政策在一季度末或二季度期间在 PPI 到达峰值前可能转为紧缩，流动性收紧。对债券价格风险值得警惕。

- 根据历史经验，在 PPI 处于上行阶段达到峰值前，货币政策或转向紧缩。PPI 可能在二季度达到峰值，货币政策在一季度末或二季度期间在 PPI 到达峰值前可能转为紧缩。
- 短期内（节前）流动性应该保持平稳，中期来看，随着全球经济持续复苏，市场对于通胀抬头保持一致预期，PPI 可能在二季度达到峰值，货币政策在一季度末或二季度期间在 PPI 到达峰值前可能转为紧缩，流动性收紧。即除了我国经济增长稳中向好，上行背景基本面保持韧性等对债市的潜在不利影响外，PPI 大幅上扬可能带来的风险也值得警惕。

投资策略：关注政策紧缩、PPI 大幅上扬对债券市场的不利影响。

风险提示：货币政策超预期调整、经济及企业盈利修复弱于预期、海外关系波动等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	2.30	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.90	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.80	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.70	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.89	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. PPI 逐步成市场关注点 5
1.1 PPI 5
1.2 货币政策目标 6
1.3 PPI 与债券价格 6
2. PPI、货币政策与债券价格 7
2.1 PPI、货币政策与债券价格 7
2.2 第一轮上行周期（2002.02-2004.10） 8
2.2.1 PPI 于 2002 年 12 月首次转正 后一路上扬 8
2.2.2 货币政策先松后紧 9
2.2.3 资金面上外汇占款导致以及降息导致流动性较为充足 9
2.2.4 债券市场价格 10
2.2.5 第一轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 10
2.3 第二轮上行周期（2009.07-2011.07） 11
2.3.1 PPI 第二次由负转正 后保持高位 11
2.3.2 货币政策先松后紧 11
2.3.3 资金面上“四万亿刺激计划”以及降准降息使得流动性较为充足 12
2.3.4 债券市场价格 13
2.3.5 第二轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 13
2.4 第三轮上行周期（2015.08-2017.02） 14
2.4.1 PPI 第三次由负转正 次年 2 月达到峰值 14
2.4.2 货币政策先松后紧 15
2.4.3 资金面上金融去杠杆大背景导致流动性明显收紧 15
2.4.4 债券市场价格 16
2.4.5 第三轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 16
2.5 第四轮上行周期（2020.05—） 17
2.5.1 预计 2021 年 1 月有望第四次转正 今年第二季度达到峰值 17
2.5.2 货币政策 稳字当头 不急转弯 市场预期稳健偏紧 预计第 1 季度末或 2 季度会有明显收紧政策 18
2.5.3 资金面上中国货币政策保持稳健偏宽松 短期内流动性保持合理充裕 18
2.5.4 第四轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 19

图表目录

图 1： PPI 周期 5
图 2： CPI 受 CPI 食品影响更大 核心 CPI 相对区间稳定 6
图 3： 债券收益率与 PPI、CPI 6
图 4： PPI 与 10Y、1Y 7
图 5： 2002-2004 年 PPI 当月同比 9
图 6： PPI 首次转正后 10Y 国债到期收益率走势 10
图 7： 第一轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 10
图 8： 2008-2011 年 PPI 当月同比 12
图 9： 2009-2011 年 PPI 与 M2 13
图 10： 第二轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 13
图 11： 2015-2017 年 PPI 当月同比 14
图 12： 2015-2017 年 PPI 与 M2 15

图 13： PPI 第三次转正后 10Y 国债到期收益率走势 16
图 14： 第三轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 17
图 15： PPI 有望 2021 年 1 月第四次转正 17
图 16： 第四轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加 19

表 1：历次 PPI 上行周期、货币政策与债市走势关系 8

1. PPI 逐步成市场关注点

本篇报告通过历史数据分析 PPI 与货币政策及债券市场价格的相关性。2020 年 12 月 PPI 超预期回升，叠加货币及财政宽松下，海外需求回暖生产修复带动再通胀预期发酵，PPI 逐步成为市场关注点。12 月 PPI 同比下降 0.4%（前值-1.1%），或与国际原油价格上涨和市场需求持续回暖，铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格持续攀升等因素有关。随经济景气进一步验证，政策常态化节奏成为市场关注点。可以预见的是 PPI 处于上行通道，PPI 显著上扬又将多大程度影响政策调控进而影响市场价格？本篇报告通过历史数据分析 PPI 与货币政策及债券市场价格的相关性。

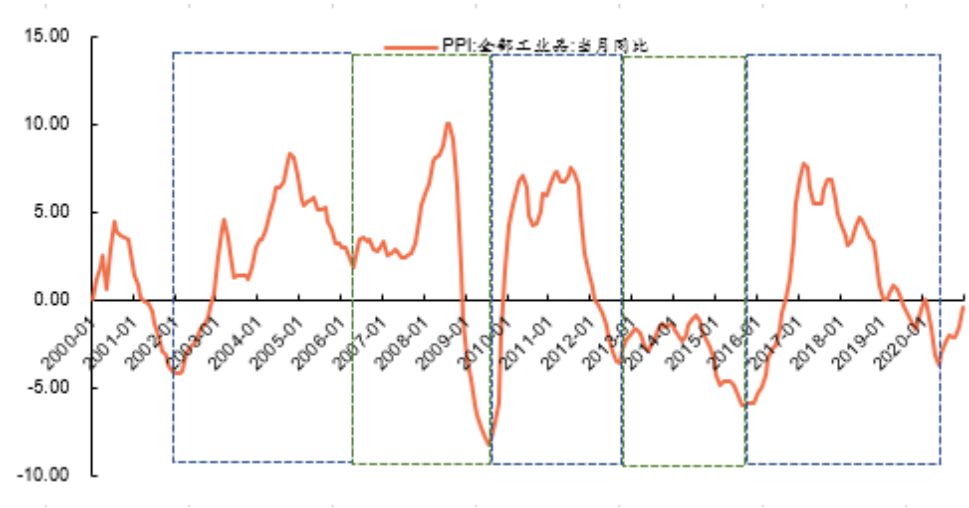
1.1 PPI

PPI（Producer Price Index，生产价格指数）是反映某一时期生产领域价格变动情况的重要经济指标，也是制定有关经济政策和国民经济核算的重要依据。从历史数据上来看，2000 年以来，PPI 明显上行影响货币政策走向，与债券市场价格走势相关性较强。

- **工业生产材料价格波动对 PPI 贡献显著。**据统计局对 PPI 的核算，生产资料与生活资料对 PPI 的贡献大致为 75%与 25%。工业生产材料价格波动对 PPI 贡献显著。随海内外生产修复对煤炭、钢铁、铜铝等大宗商品需求支撑，PPI 上行通道确立。

- **PPI 一个完整周期大约持续 3 年至 4 年。**2000 年以来，我国 PPI 大致可以分为 5 个周期：第一个周期从 2002 年 1 月到 2006 年 4 月，历时 4 年 3 个月；第二个周期从 2006 年 5 月到 2009 年 7 月，历时 3 年 2 个月；第三个周期从 2009 年 8 月到 2012 年 8 月，历时 3 年整；第四个周期从 2012 年 9 月到 2015 年 9 月，历时 3 年整；第五个周期从 2015 年 12 月到 2020 年 5 月，历时 4 年 5 个月。

图1：PPI 周期



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **PPI 上行的时间越来越短，下行的时间越来越长。**我们可以从上述 5 个周期注意到，PPI 上行与下行的持续时间是不均等的。上行的时间从第一个周期的 33 个月下降到第五个周期只有 15 个月，而下行的时间从第一个周期的 17 个月到第五

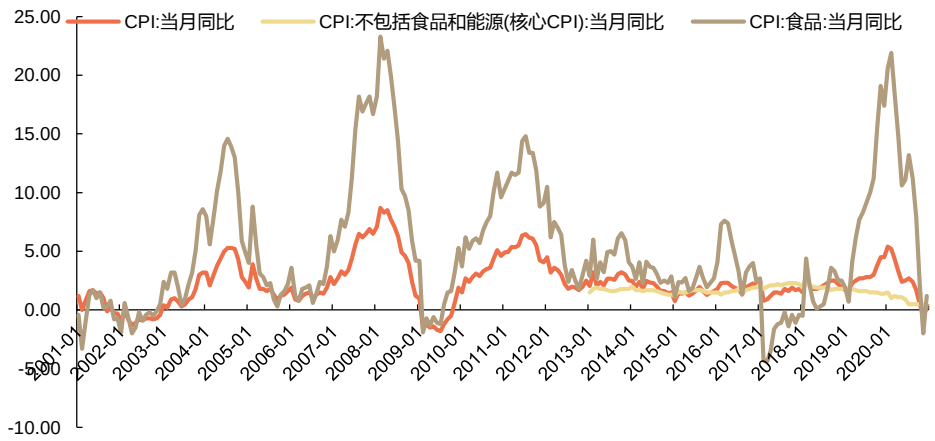
个周期需要 38 个月。即 PPI 一旦开始下行，想要调头转正所需要的难度越来越大。本轮周期自 2020 年 5 月始，历时 8 个月，目前仍处于上行通道中。

1.2 货币政策目标

货币政策坚持币值稳定的最终目标，对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制。坚持币值稳定的最终目标一方面包括以币值稳定为首要目标，对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。另一方面，更加重视就业目标。

- **物价稳定的通用衡量为 CPI 与 PPI，前者更多反应生活资料价格（消费属性），后者更多反应生产资料价格（生产属性）。从历史经验来看政策更多考量 PPI，如 PPI 由负转正到连续多月上行，通胀预期发酵，在物价过热前，政策多有调控。**
- **CPI 由于猪肉价格对整体效果扰动过大，导致整体数据“失真”，对通胀通缩的反映意义降低。**而猪肉本身有自己的存栏出栏周期，更多取决于供给端，与整体经济反应程度不高。比如 2019 年猪肉价格带领 CPI 大幅上行，货币政策端也并未多加考量。

图2：CPI 受 CPI 食品影响更大 核心 CPI 相对区间稳定

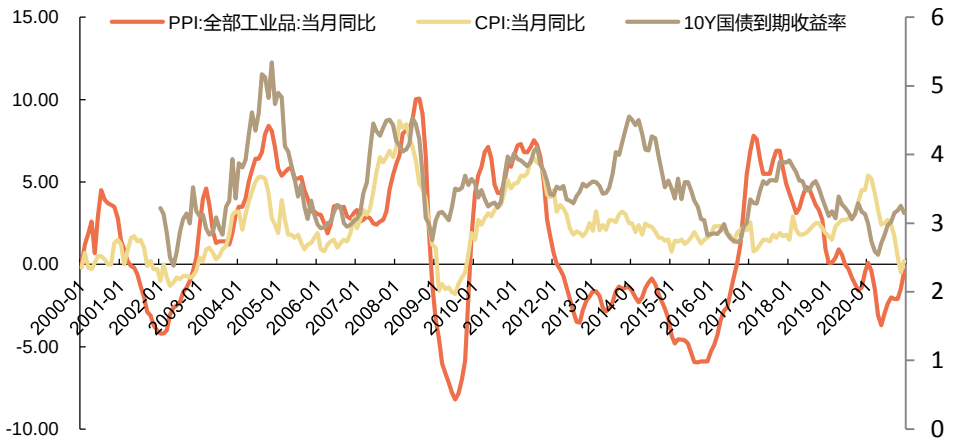


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 PPI 与债券价格

债券收益率的主要影响因素包括经济基本面、资金面、货币政策、供求关系、市场情绪等。其中经济基本面是影响债市的核心要素。泰勒规则下决定利率走势的两个主要因素是产出缺口与通胀缺口。

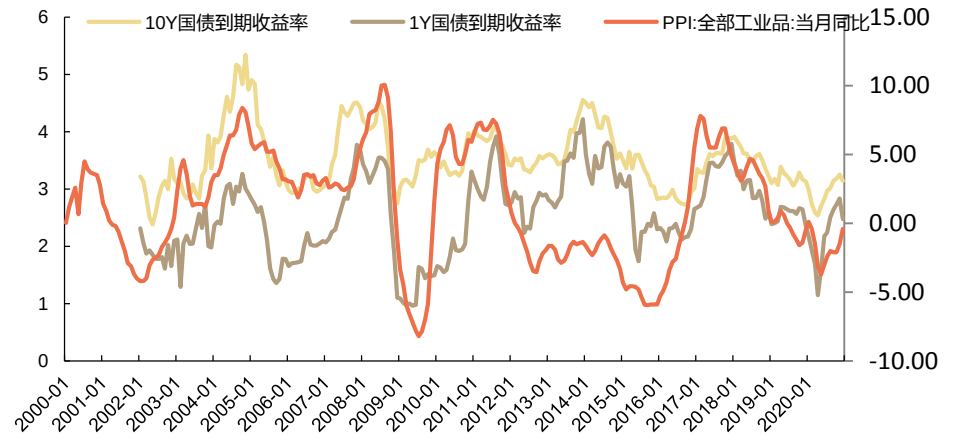
图3：债券收益率与 PPI、CPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

PPI 与长端债券收益率相关性更强。短端利率更多受流动性和供需等因素影响。

图4：PPI 与 10Y、1Y



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. PPI、货币政策与债券价格

2.1 PPI、货币政策与债券价格

从最近 20 年数据来看，PPI 共经历五轮周期，其中三次有由负转正低谷到峰值的明显变动。而在 PPI 由负转正并加速回升过程中政策多有明显转向，且当前处于 PPI 回升通道中，基于此我们选取五轮周期中三个由负转正的上行周期进行分析。

表 1：历次 PPI 上行周期、货币政策与债市走势关系

	第一轮上行周期			第二轮上行周期			第三轮上行周期			第四轮上行周期		
PPI 周期（%）	低谷	转正	峰值	低谷	转正	峰值	低谷	转正	峰值	低谷	转正	峰值
	-4.09	0.41	8.43	-8.22	1.70	7.54	-5.90	0.10	7.80	-3.70		
	2002.02	2002.12	2004.10	2009.07	2009.12	2011.07	2015.08	2016.09	2017.02	2020.05	预计 2020.01	预计 2021Q2
历时	2 年零 8 个月			2 年整			1 年零 6 个月			预计小于 1 年零 6 个月		
经济基本面	加入世贸，出口走强，经济增长迅猛			2010 年初，经济见顶回落			经济运行平稳			经济持续复苏		
货币政策	2002.02-2003.04 偏宽松			2009.07-2010.01 偏宽松			2015.08-2016.07 偏宽松			2020.05-2020.12 偏宽松		
	2003.04-2004.10 偏紧缩			2010.01-2011.07 偏紧缩			2016.07-2017.02 偏紧缩			预计 2020 年第一季度末或第二季度政策收紧		
	紧缩时间：转正后第 4 个月（峰值前）			紧缩时间：转正后第 1 个月（峰值前）			紧缩时间：政治局“726”会议（峰值前）					
	紧缩前月 PPI：4.58%			PPI 转正前后 4 个月上升超 10%			有明确的政策导向，且 OMO 上调前月 PPI：6.9%			预计紧缩时间：第一季度末或第二季度		
	（1）降准降息只会发生在 PPI 为负值或 PPI 大幅下降的情况下。（2）央行升准加息只会发生在 PPI 为正值时。（3）政策加紧的迹象可以有：PPI 数值过高（超过 4.5%甚至 6%）、PPI 上升迅猛以及强政策指向性。（4）货币政策在 PPI 出现峰值前收紧。											
资金面	流动性较为充足			流动性较为充足			流动性明显收紧			流动性较为充足		
债市走势	**以 2003 年 8 月为分界线，前牛后熊。**2003 年 8 月，PPI 上行阶段，央行升准，同期 10Y 国债收益率开始上行，债市转熊，至 2004 年 10 月期间高低点之差可达 249 个基点。			**以 2010 年 10 月为分界线，前牛后熊。**2010 年 10 月末，PPI 为 5.04%，且处于上行阶段，央行加息，债市转熊，10Y 国债收益率从 3.6821%一路攀升，11 年 8 月末达到 4.105%。			**以 2016 年 7 月为分界线，前牛后熊。**2016 年 7 月金融去杠杆开始，2016 年 9 月 PPI 由负转正，10Y 国债到期收益率上升，从“726 政治局会议”的 2.79%上升到 PPI 峰值的 3.49%，上升近 70 个 BP。			预计 1 季度流动性相对平稳。中期来看，PPI 或在第二季度达到峰值，央行货币政策可能会在此前收紧，对债市具有潜在不利影响。		

资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 第一轮上行周期（2002.02-2004.10）

2.2.1 PPI 于 2002 年 12 月首次转正 后一路上扬

PPI 第一轮上行周期从 2002 年 2 月到 2004 年 10 月。经济基本面上，中国出口持续走强，经济增长迅猛。PPI 于 2002 年 12 月转正，于 2004 年 10 月达本轮峰值。货币政策上，以 2003 年 4 月为分界线，前宽后紧。债市走势上，以 2003 年 8 月为分界线，前牛后熊。

- **PPI 从 2002 年 2 月的最低点-4.09%持续上升并于 12 月转正。**在 2003 年 1 月至 2004 年 10 月期间，除受“非典”影响外，PPI 一路上扬，直到 2004.10.31 的最高点 8.43%。本轮 PPI 由最低点到转正共经历 10 个月，由最低点至峰值共历时

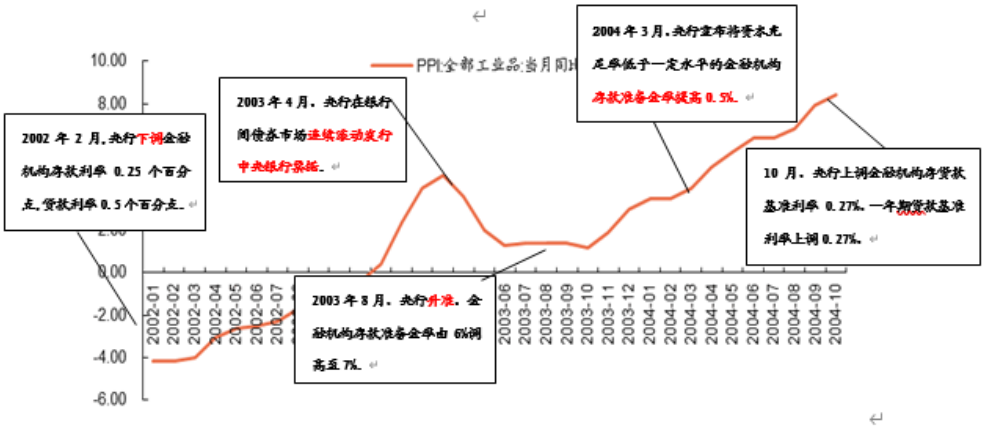
2 年零 8 个月。

- **经济基本面上，中国出口持续走强，经济增长迅猛。**2002 年三季度末至 2005 年二季度末，国内出口月度同比增长数据基本处于 30%以上的高区间。同期，GDP 季度同比增长均超 10%。
- **货币政策上，以 2003 年 4 月为分界线，前宽后紧。**自 PPI 转正后第 4 个月的峰值前，政策转为紧缩，紧缩前月 PPI 值达 4.58%。
- **债市走势上，以 2003 年 8 月为分界线，前牛后熊。**2003 年 8 月以前，流动性整体较为充裕，叠加由于非典导致的市场对于基本面的担忧，债市走牛。2003 年 8 月后，我国基本面持续向好，叠加央行升准紧缩政策落地，市场对通胀及流动性紧缩形成一致预期，债市走熊，期间高低点之差可达 249 个基点。2002 年 12 月我国 PPI 当月同比数据在年内首次由负转正。

2.2.2 货币政策先松后紧

2003 年 4 月为分界线，前松后紧。PPI 转正后第 4 个月的峰值前，政策转为紧缩，紧缩前月 PPI 为 4.58%。本轮 PPI 从谷底至峰值的 2 年零 8 个月中，政策走向以 2003 年 4 月分为 2 个阶段：2002.02-2003.04 偏宽松，2003.04-2004.10 偏紧缩。从 PPI 的数值来看，转正后的第 4 个月（前一个月 PPI 为 4.58%），政策转为收紧。

图5：2002-2004 年 PPI 当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2.3 资金面上外汇占款导致以及降息导致流动性较为充足

2001 年 12 月开始出口总量迅速飙升，为控制人民币汇率，国内货币供应量大幅增加。2002 年 Q3 至 2005 年 Q2 期间，国内出口月度同比增长数据基本处于 30%以上的高区间。强出口导致中国贸易顺差逐步扩大，外汇储备增加，为控制人民币汇率，央行用人民币购买美元，外汇占款增多，使得国内货币供应量大幅增加。

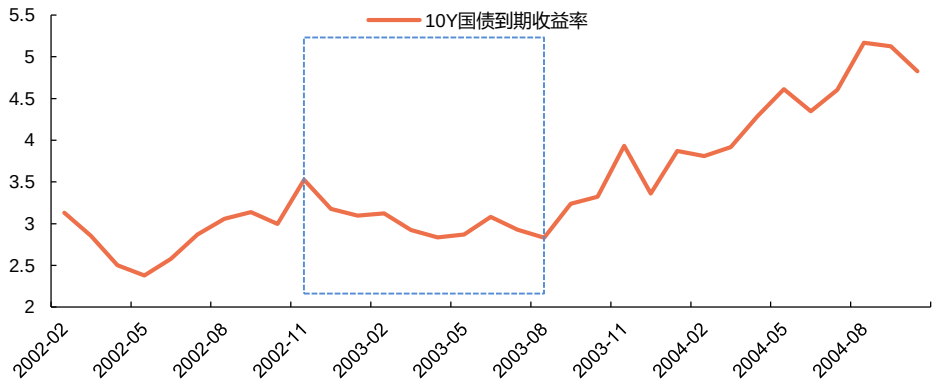
为了应对“非典”对经济基本面负面冲击的影响，央行采取了宽松的货币政策。广义货币供给量 M2 也一路飙升，从 2002 年 3 月的 14.40%开始，每月以两位数的同比速度增长，且速度逐步加快，经过了近一年半的时间，在 2003 年 6 月达到了 20.82%的同比增长，并以超过 20%的速度持续下去。相对充裕的流动性也在一定程度上助长了通胀上行的趋势。

2.2.4 债券市场价格

债市走势上，以 2003 年 8 月为分界线，前牛后熊。2003 年 8 月以前，流动性整体较为充裕，叠加由于非典导致的市场对于基本面的担忧，债市走牛。2003 年 8 月后，我国基本面持续向好，叠加央行升准紧缩政策落地，市场对通胀及流动性紧缩形成一致预期，债市走熊，期间高低点之差可达 249 个基点。

- 2002 年 12 月 PPI 由负转正，货币政策宽松，流动性较为充裕，叠加由于非典导致的人们对于基本面的担忧，10Y 国债到期收益率逐步降低，债市走牛。从 2002.12.02 的 3.3229%缓慢降低，至 2003.06.26 的 2.8538%，收益率下降周期基本结束，持续了长达半年之久。
- 2003 年 8 月末，由于我国基本面持续向好，叠加央行升准紧缩政策落地，人们对于未来通货膨胀及流动性紧缩形成一致预期，10Y 国债到期收益率开始攀升，债市走熊，从 03 年 8 月的 2.831%上升到 04 年 10 月 8 日的 5.3191%，高低点之差可达 249 个基点。

图6：PPI 首次转正后 10Y 国债到期收益率走势

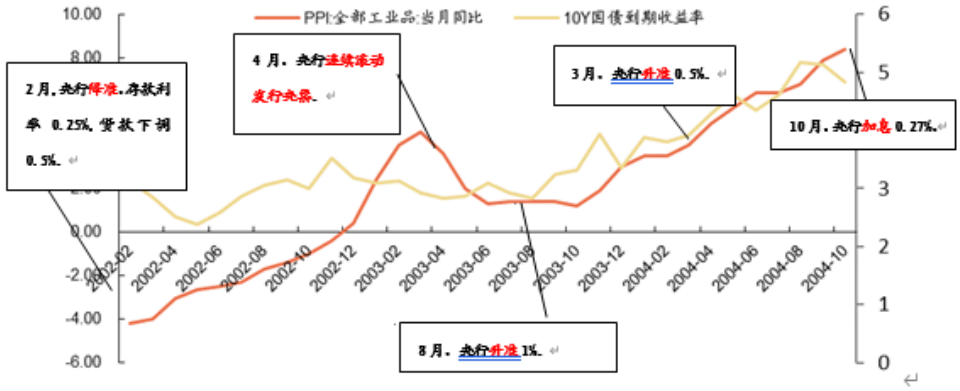


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2.5 第一轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加

PPI 转正后连续上行 3 个月后，央行开始收紧流动性，4 个月后债券收益率一路上行。2002 年 12 月 PPI 首次转正，在 2003 年 1 月至 3 月的 PPI 连续上行三个月（2.38%、3.97%、4.58%）。2003 年 4 月，央行开始在银行间债券市场连续滚动发行中央银行票据，收紧流动性。同年 8 月 23 日，央行宣布升准，将金融机构存款准备金率由原来的 6%调高至 7%，由此正式开启紧缩政策。同一时期，10Y 国债收益率开始上行，债市转熊，从 2003 年 8 月的 2.8%上升到 2004 年 10 月的 5.32%，高低点之差可达 249 个基点。

图7：第一轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.3 第二轮上行周期（2009.07-2011.07）

2.3.1 PPI 第二次由负转正 后保持高位

PPI 第二轮上行周期从 2009 年 7 月到 2011 年 7 月。经济基本面上，中国出口持续走强，经济增长迅猛。PPI 于 2002 年 12 月转正，于 2004 年 10 月达本轮峰值。货币政策上，以 2010 年 1 月为分界线，前宽后紧。债市走势上，以 2010 年 10 月为分界线，前牛后熊。

- **2009 年 12 月 PPI 由负转正。**随着“四万亿”刺激计划的实施，我国 PPI 当月同比数据于 2009 年 7 月份触底回弹，从 2009 年 7 月的-8.22%上升到 2009 年 11 月的-2.08%，并在 12 月由负转正（1.7%）。此后 PPI 一路上升，于 2011 年 5 月达到峰值 7.31%，而后 PPI 保持高位运行。后于 2011 年 8 月开始回落，次年 3 月由正转负。本轮 PPI 由最低点到转正共经历 5 个月，由最低点至峰值共历时 2 年整。
- **经济基本面上，自 2010 年初见顶回落。**GDP 增速从 10 年一季度 12.20%的两位数增长逐渐下降到 11 年三季度的 9.4%。
- **货币政策上，以 2010 年 1 月为分界线，前宽后紧。**自 PPI 转正后第 1 个月的峰值前，政策转为紧缩，PPI 同比数据转正前 4 个月上升超 10%。
- **资金面上，“四万亿刺激计划”以及降准降息使得流动性较为充足。**
- **债市走势上，**2010 年初，我国整体呈现经济见顶回落，债市利好。但充足流动性引发的通货膨胀，债市利空。相互博弈后，10Y 国债到期收益率震荡下行，债市相对利好。2010 年 10 月，央行加息，债市走熊，10Y 国债收益率从 3.6821%一路攀升，11 年 8 月末达到 4.105%。

2.3.2 货币政策先松后紧

2010 年 1 月为分界线，之前偏宽松，后期偏紧缩。PPI 转正后一个月，且在峰值前，政策转为紧缩，PPI 同比数据转正前 4 个月上升超 10%。

为应对较严峻的经济下行风险，货币政策调整为宽松。2008 年第三季度开始，货币政策调整为适度宽松的政策基调，央行 9 月降准，10 月降息，先后实行了 4 次降准，5 次降息的操作。提供了较为充裕的流动性。

- 2008 年 Q3 以来，为应对经济下行风险，央行在三季度货币政策执行报告中提出，将“做好流动性管理工作”调整为“确保金融体系流动性充足”，基调有所转向，期间多次降准降息，到 2010 年 1 月前，政策表现为宽松。

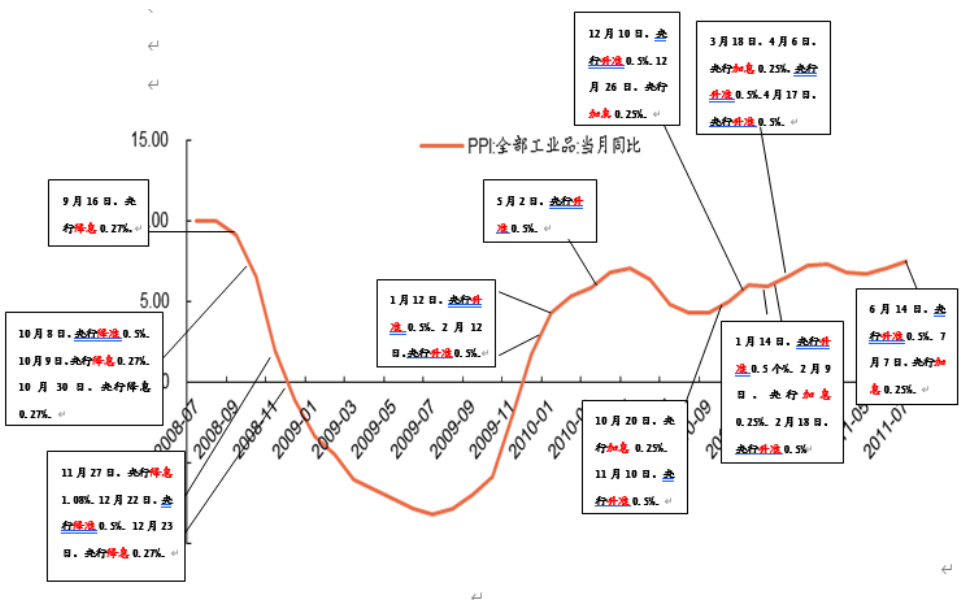
- 从 2010 年 1 月 18 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%，开始了其紧缩政策之路。并在同年 2 月 12 日与 5 月 2 日，再次宣布升准。2011 年 7 月前，共计 5 次加息 12 次升准。

货币政策转向前 6 个月 PPI 累计上升近 10%。2009 年 12 月我国 PPI 为 1.7%，首次转正后的第 1 个月，政策便迅速出现转向。2008 年三季度以来，央行先后实行了 4 次降准，5 次降息的操作，使得流动性较为充裕，也一路推动了 PPI 的上涨。2009 年 7 月谷底至 2009 年 12 月转正以来的 PPI 当月同比数据分别为：-8.22%、-7.86%、-6.99%、-5.85%、-2.08%、1.7%。6 个月上升了近 10%，不可谓不迅猛。

- 2010 年 1 月开始，或为遏制 PPI 一路上升，货币政策由松转紧，总计进行了 5 次加息和 12 次升准，存款准备金率从 2009 年末的 15.5%上升至 2011 年 6 月的 21.5%，1 年存款利率由 2009 年末的 2.25%上升到 2011 年 7 月的 3.5%。

- 本轮 PPI 从谷底至峰值的 2 年中，政策走向 10 年 1 月为轴分为 2 个阶段：2009.07-2010.01 偏宽松，2010.01-2011.07 偏紧缩。PPI 转正后的第 1 个月政策转为收紧，或与 PPI 上升迅猛有关且 2009 年三四季度的货币政策执行报告也有所提示。

图8：2008-2011 年 PPI 当月同比

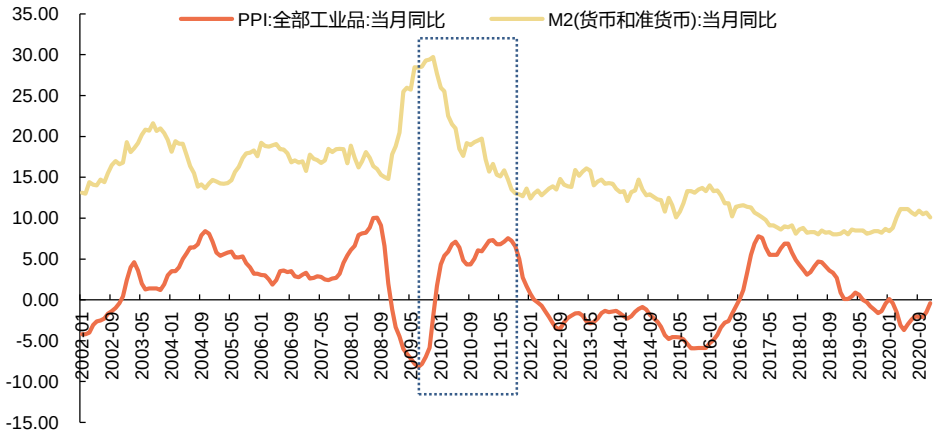


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.3.3 资金面上“四万亿刺激计划”以及降准降息使得流动性较为充足

2008 年全球金融危机，中国对外出口严重下滑，为了应对经济衰退，中国推出了“四万亿刺激计划”，市场流动性充足。2008 年三季度开始，央行开始采取宽松的货币政策，9 月降准，10 月降息。由于较为宽松的货币政策，2009 年流动性充足，全年广义货币供给量 M2 除 1 月外（18.79%），同比增速均在 20%以上，并不断上升，同年 11 月达到峰值 29.74%，并于 12 月开始回落。

图9：2009-2011 年 PPI 与 M2



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.3.4 债券市场价格

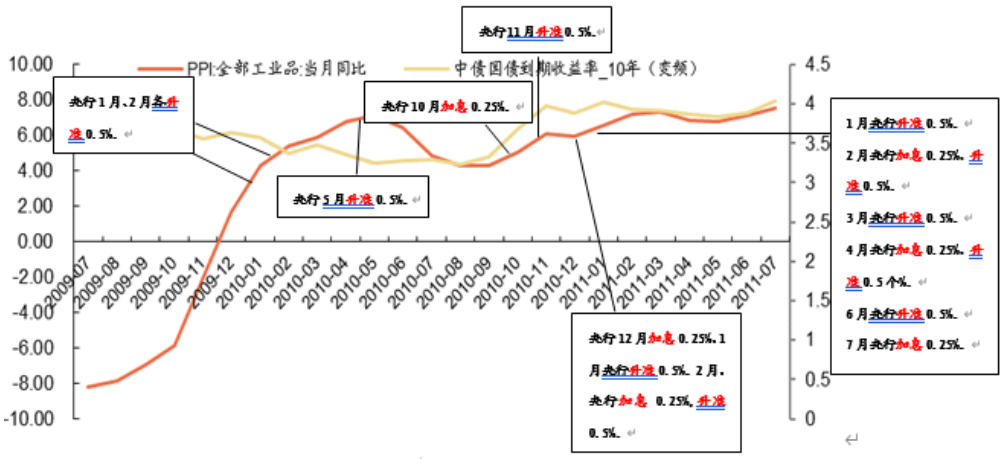
2010 年初，经济见顶回落与充足流动性引发的通货膨胀相互博弈，债市利好。2010 年 10 月，央行加息，债市走熊。

2010 年初，我国整体呈现经济见顶回落，市场对于未来经济增长预期悲观，债市利好。但充足流动性引发的通货膨胀，市场对未来紧缩货币政策逐步形成加息的预期，债市利空。两种逻辑博弈下，10Y 国债到期收益率震荡下行，从 2009 年 11 月 17 日的 3.70%波动到 2010 年 9 月的 3.24%。**2010 年 10 月 20 日，中国人民银行上调金融机构人民币存贷款基准利率，市场形成了货币紧缩、流动性收紧的一致预期，10Y 国债到期收益率一路攀升，债市转熊。**

2.3.5 第二轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加

2009 年 12 月，我国 PPI 同比数据第二次由负转正，并持续上升。2010 年 1 月开始，为遏制 PPI 一路上升，货币政策由松转紧，总计进行了 5 次加息和 12 次升准。由于之前市场上流动性充足的利好与通胀预期的利空，两种逻辑相互博弈，10Y 国债收益率震荡下行。从 2009 年 11 月 17 日的 3.70%波动到 2010 年 9 月的 3.24%。2010 年 10 月，央行再次加息，这促使市场形成了货币紧缩、流动性收紧的一致预期，10Y 国债到期收益率一路攀升，债市转熊，10Y 国债收益率从 3.68%一路攀升，11 年 8 月末达到 4.1%。

图10：第二轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加



资料来源：Wind，申港证券研究所

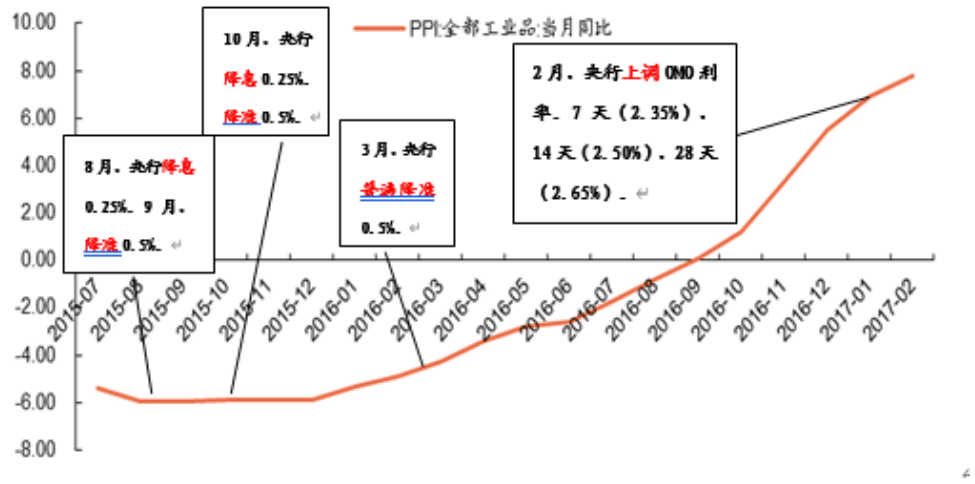
2.4 第三轮上行周期（2015.08-2017.02）

2.4.1 PPI 第三次由负转正 次年 2 月达到峰值

PPI 第三轮上行周期从 2015 年 8 月到 2017 年 2 月。经济基本面上，整体平稳增长，GDP 同比增长在 7.00%。PPI 于 2016 年 9 月转正，于 2017 年 2 月达本轮峰值。货币政策上，以 2016 年“726 政治局会议”为分界线，前宽后紧。债市走势上，走熊明显。从“726 政治局会议”的 2.79%上升到 PPI 峰值的 3.49%，上升近 70 个 BP。

- **2015 年 8 月，PPI 下降到最低点-5.90%，并以此数值一直持续到 12 月，随后进入新一轮上行周期。**从 2015 年 12 月的最低点-5.90%上升到 2016 年 8 月的-0.8%，并在 9 月转正（0.1%）。在 2016 年 9 月至 2017 年 2 月期间，，PPI 一路大幅上升，直到 2017.02.28 的最高点 7.80%。本轮 PPI 由最低点到转正共经历 1 年零 1 个月，由最低点至峰值共历时 1 年零 6 个月，从零点至峰值仅用 5 个月的时间。
- **经济基本面上，经济运行整体平稳，GDP 季度同比数据在 7.00%上下浮动。**
- **货币政策上，以 2016 年“726 政治局会议”为分界线，前宽后紧。**OMO 上调前月 PPI 为 6.9%且在峰值前。
- **资金面上，金融去杠杆大背景导致流动性明显收紧。**
- **债市走势上，走熊明显。**2016 年 7 月金融去杠杆开始，2016 年 9 月 PPI 由负转正，10Y 国债到期收益率上升，从“726 政治局会议”的 2.79%上升到 PPI 峰值的 3.49%，上升近 70 个 BP。

图11：2015-2017 年 PPI 当月同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4.2 货币政策先松后紧

以 2016 年下半年为分界线：之前偏宽松，后期偏紧缩。紧缩时间点“726 政治局会议”，OMO 上调前月 PPI 为 6.9%且在峰值前。金融去杠杆导向明确、6 月 PPI 数值处于较高水平，政策紧缩预期一致。

- 2012 年欧债危机，中国经济进入新常态，PPI 开始下行。在 PPI 接近于 0 时，2011 年 12 月，央行启动降准，开启了宽松周期，直至 16 年 3 月的最后一次降准，这段时间政策宽松，流动性充裕，PPI 于 15 年 8 月见底反弹。
- 2016 年下半年为政策走向转变阶段，通过资金缩短放长抬升资本成本，次年 2 月、3 月和 12 月分别上调了 OMO 利率。金融去杠杆大背景下流动性紧缩。

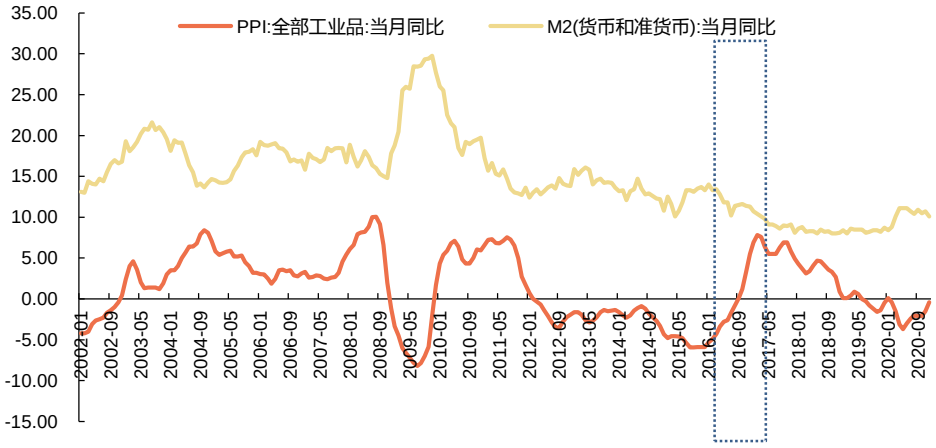
PPI 上，2016 年 9 月我国 PPI 当月同比数据为 0.7%，转正后的第 5 个月，政策出现转向。至 2017 年 2 月到达峰值 7.8%之前，过去 4 个月上升 4.8%。自 2016 年下半年以来，金融去杠杆开始，另外，2017 年 1 月 PPI 为 6.9%，20 世纪以来也处于较高水平。央行在 2 月调高 OMO 利率，实行紧缩性的货币政策可以预见。

2.4.3 资金面上金融去杠杆大背景导致流动性明显收紧

2016 年 7 月 26 日，中央政治局会议指出：“要有效防范和化解金融风险隐患，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”。金融去杠杆的序幕正式拉开。8 月 24 日，央行重启 14 天逆回购，9 月 12 日又进行了 28 天的逆回购，通过期限的拉长，提高机构资本成本。10 月 28 日，中央政治局再次召开会议，指出货币政策要“在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”。

2017 年 2 月 3 日，央行通过利率招标方式开展逆回购操作，上调 OMO 利率。7 天、14 天、28 天中标利率分别为 2.35%、2.50%、2.65%。同年 3 月 16 日，央行再次开展逆回购操作上调 OMO 利率。7 天、14 天、28 天中标利率分别为 2.45%、2.60%、2.75%。货币政策稳健偏紧，流动性收缩，使得 M2 同比数据一路下行。

图12：2015-2017 年 PPI 与 M2



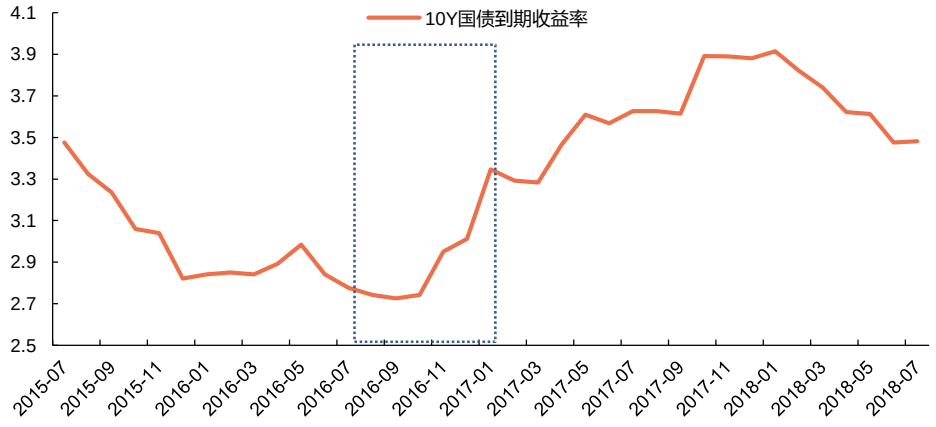
资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4.4 债券市场价格

2016 年 7 月金融去杠杆开始，2016 年 9 月 PPI 由负转正，10Y 国债到期收益率上升，债市走熊。

2016 年 7 月 26 日，中央政治局会议指出："要有效防范和化解金融风险隐患"，当日 10Y 国债到期收益率为 2.79%。随着金融去杠杆的序幕拉开，央行缩短放长抬高资本价格，并在 17 年 2 月、3 月上调 OMO 利率，市场上流动性紧张，债市走熊，国债收益率连续爬高，在 2017 年 2 月 6 日达到了 3.49%，4 个月时间上升了近 70 个 BP。

图13：PPI 第三次转正后 10Y 国债到期收益率走势

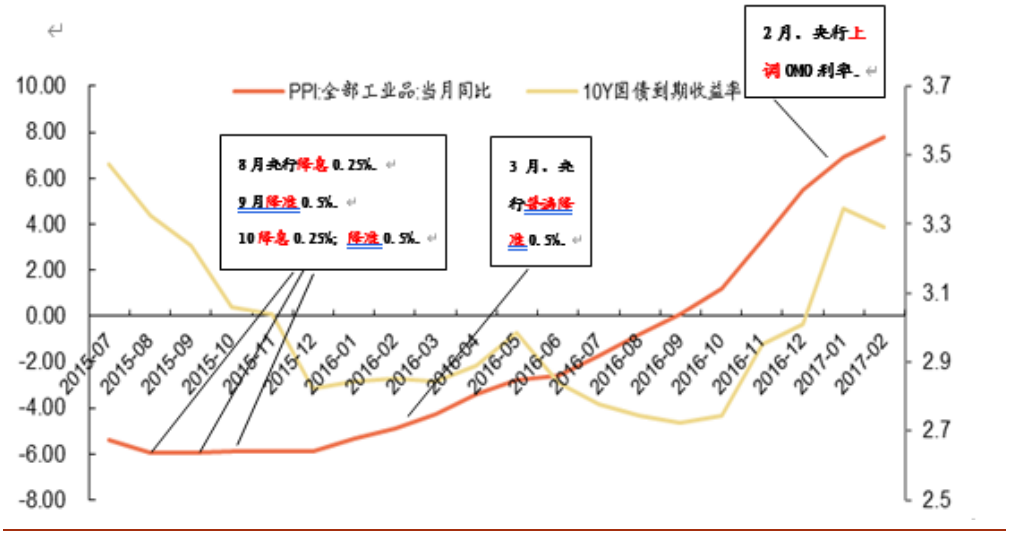


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4.5 第三轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加

2016 年 9 月，我国 PPI 第三次由负转正，随后一路上行。2016 年 7 月金融去杠杆的序幕正式拉开，央行随即在同年 8 月 24 日、9 月 12 日分别开展了 14 天、28 天的逆回购，提高资本成本，并在 17 年 2 月、3 月上调 OMO 利率，政策明显收紧。同时期，市场上流动性紧张，债市走熊，国债收益率连续爬高，在 2017 年 2 月 6 日达到了 3.49%，4 个多月的时间上升了近 70 个 BP。

图14：第三轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.5 第四轮上行周期（2020.05—）

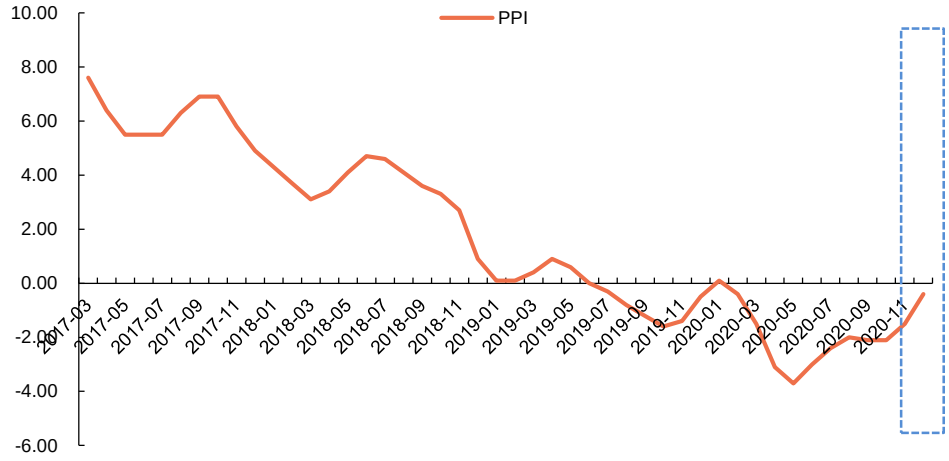
2.5.1 预计 2021 年 1 月有望第四次转正 今年第二季度达到峰值

2020 年 5 月，我国 PPI 同比数据为-3.7%，是近年来的最低值。6 月开始一路上行，6 月至 11 月 PPI 同比数据分别为-3.00%、-2.40%、-2.00%、-2.10%、-2.10%、-1.50%， 12 月最新数据为-0.4%。1 月 PPI 有望第四次转正。

预计 2021 年 Q2 我国 PPI 同比数据或将达到峰值，或超 8%。

- 历史上，PPI 三次转正的周期中，从低谷至峰值的时间分别为 2 年零 8 个月、2 年整、及 1 年零 6 个月（从 15 年 8 月第一个-5.9%算起），到达顶峰周期逐渐缩短。去年 5 月 PPI 触底，按照历史经验，我们认为今年第二季度我国 PPI 同比数据或将达到峰值。
- 参照历史数据，我们利用 PPI 与 3 类重点工业品（布伦特原油、LME 铜、螺纹钢）价格的进行了简单的回归分析用以预测 PPI。模型的 R 方为 90.55%，拟合程度较高。根据回归分析结果及对于大宗商品的价格预测（考虑到 2021 年上半年海内外经济复苏共振对需求端支撑较强且供给端结构性短缺，大宗价格大概率维持当前高位），保守预测下得出 2021Q2 的 PPI 预测或超 8%。

图15：PPI 有望 2021 年 1 月第四次转正



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.5.2 货币政策 稳字当头 不急转弯 市场预期稳健偏紧 预计第 1 季度末或 2 季度会有明显收紧政策

政策上更可能维持中性或谨慎偏紧，考虑到政策目标，较为明确的政策收紧可能在风险可控、GDP 回归潜在增速并通胀过热的情境下。四季度例会提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度。”故而政策上不会突然收紧，更可能维持中性或谨慎偏紧。考虑到政策目标，较为明确的政策收紧可能在风险可控、GDP 回归潜在增速及通胀过热的情境下。

我们可以从前三个周期中发现一些 PPI 与货币政策的规律：（1）降准降息只会发生在 PPI 为负值或 PPI 大幅下降的情况下。（2）央行升准加息只会发生在 PPI 为正值时。（3）政策加紧的迹象可以有：PPI 数值过高（超过 4.5%甚至 6%）、PPI 上升迅猛以及强政策指向性。（4）货币政策在 PPI 出现峰值前收紧。

- 第一次转正后的第 4 个月（2003 年 4 月）政策实施紧缩，前一个月（2003 年 3 月）的 PPI 为 4.58%。
- 第二次转正后的第 1 个月（2010 年 1 月）政策便紧缩，前一个月（2009 年 12 月）的 PPI 为 1.7%，但周期拉长我们可以发现，2010 年 2 月 PPI 为 4.32%，2009 年 10 月 PPI 为-5.85%，4 个月内 PPI 上升超 10%，上升迅猛。
- 第三次转正后的第 5 个月（2017 年 2 月）央行上调 OMO 利率，前一个月（2017 年 1 月）的 PPI 为 6.9%，数值偏高，且本次上调前半年已有迹象，具有较强的背景与导向性。

本轮 PPI 涨幅相较于第二次比较温和，由负转正历时 1 年零 1 个月。预计 1 季度 PPI 转正，但数值不会太高，二季度将达到峰值。因此，货币政策很有可能在二季度出现明显的紧缩举措。

2.5.3 资金面上中国货币政策保持稳健偏宽松 短期内流动性保持合理充裕

流动性短期内大概率平稳充裕。2020 年 12 月 8 日，中央经济工作会议指出：“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政

策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。”当前我国经济基本面韧性十足，4 季度 GDP 达到 6.5%，超出市场预期。但总体来看仍在持续恢复之中，叠加疫情不确定性，需要合理的流动性支持经济复苏。全球来看，世界主要经济体没有明显退出宽松政策的迹象。流动性短期内大概率平稳充裕。

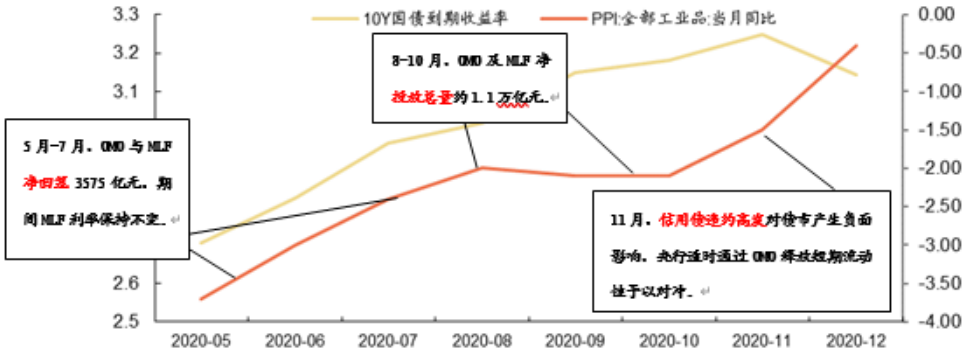
2.5.4 第四轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加

PPI 有望在 1 月转正。2020 年 12 月，我国 PPI 同比数据为-0.50%，环比增长 1.10%，有望 2021 年 1 月转正，并持续上升。

2020 年货币政策精准导向灵活调控。从 2020 年 5 月开始，央行的货币政策为“精准导向”的总量边际收紧阶段，5-7 月 OMO 与 MLF 净回笼 3575 亿元，期间 MLF 利率保持不变。8-10 月，货币政策保持稳健中性，OMO 及 MLF 净投放总量约 1.1 万亿元，MLF 利率依旧保持不变。11 月，信用债违约高发对债市产生负面影响，央行适时通过 OMO 释放短期流动性予以对冲。

根据历史经验，在 PPI 处于上行阶段达到峰值前，货币政策或转向紧缩。短期内（节前）流动性应该保持平稳，PPI 可能在二季度达到峰值，货币政策在一季度末或二季度期间在 PPI 到达峰值前可能转为紧缩。从中期来看，随着全球经济持续复苏，市场对于通胀抬头保持一致预期，PPI 可能在二季度达到峰值，货币政策在一季度末或二季度期间在 PPI 到达峰值前可能转为紧缩，流动性收紧。即除了我国经济增长稳中向好，上行背景基本面保持韧性等对债市的潜在不利影响外，PPI 大幅上扬可能带来的风险也值得警惕。

图16：第四轮上行周期 PPI、货币政策与债券市场叠加



资料来源：Wind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上