PPI 回升对 2021 年政策和资产配置的影响

2020 年 12 月 28 日

观点

- **当前对于 2021 年中国经济主要指标的预测中，PPI 是分歧最大的一项。**从走势上看，2021 年中国 PPI 呈现出前高后低已是一致性预期，但回升的幅度以及可持续性均存在较大的不确定性。那么，2021 年 PPI 的回升幅度有多大？对 2021 年的货币政策和资产配置又将有怎样的影响？

- **2021 年 PPI 回升的幅度有多大？**我们认为当前在预测上的下行风险大于上行风险，尤其是考虑此前两轮 PPI 的上行均伴随着人民币名义有效汇率持续贬值，未来 PPI 上行显然不具备这一条件。同时，当前服务业价格指数的缓慢回升，也将制约 PPI 在未来 6 个月的回升。因此，我们预计 2021 年年中 PPI 的高点可能在 3%-4%。

- **债券市场如何演绎？**2012 年之后 PPI 对长端国债收益率的影响权重上升，主要通过基本面和政策渠道对后者产生影响。我们分析 2009 年至 2010 年和 2016 年至 2017 年两个 PPI 同比由负转正的时段债市的表现，我们发现收益率变化可以分为“上涨——调整——上涨”3 个阶段。第一阶段上涨通常源于复苏预期，调整则往往由经济不及预期或外部冲击引起，第二阶段上涨的幅度则与央行进一步收紧货币政策有关。上述两个时期央行加息使得第二阶段长端收益率超越第一阶段大幅上涨。当前 10 年期国债收益率可能已经进入调整的第二阶段，但 2021 年 PPI 的水平可能无法使得央行进行加息，2021 年年内大部分时间 10 年期国债收益率的高点或不及今年 11 月的高位水平。

- **PPI 上行利好什么资产？**选取 2016/1/31-2017/3/1 作为本次疫情后 PPI 上行情形的可比时期（图 1），通过复盘可比期间各类资产表现、解读驱动资产价格波动的因素，可为此轮通胀的投资决策提供一定启发。

  我们发现在上一轮 PPI 走出通缩且大幅上行时期，各类资产涨幅表现为：商品>股票>黄金>债券。

  从宏观角度，①商品价格上涨与 PPI 上行一体两面；②股票&债券方面，经济复苏+通胀环境通常伴随流动性收紧，这对债券有直接的负面影响，但初期股票更受益于经济复苏带来的盈利增长；③黄金兼具金融和商品属性，受益于通胀上涨。

  从中观层面，权益中**周期性行业**（如建筑、建材、钢铁、有色、煤炭等板块）更受益于 PPI 上行，从财务指标看，2016Q1-2017Q1 周期性行业毛利率上升幅度及归母净利润同比均领先全行业，这充分说明市场对周期行业盈利提升的正面反馈明显超过对流动性收紧的担忧。

- **风险提示：**新冠病毒变异致经济再次陷入困境，货币政策可能维持宽松；PPI 预测模型主要基于原油和铜价的一致预期，可能与实际情况存在误差。

证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
研究助理　赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

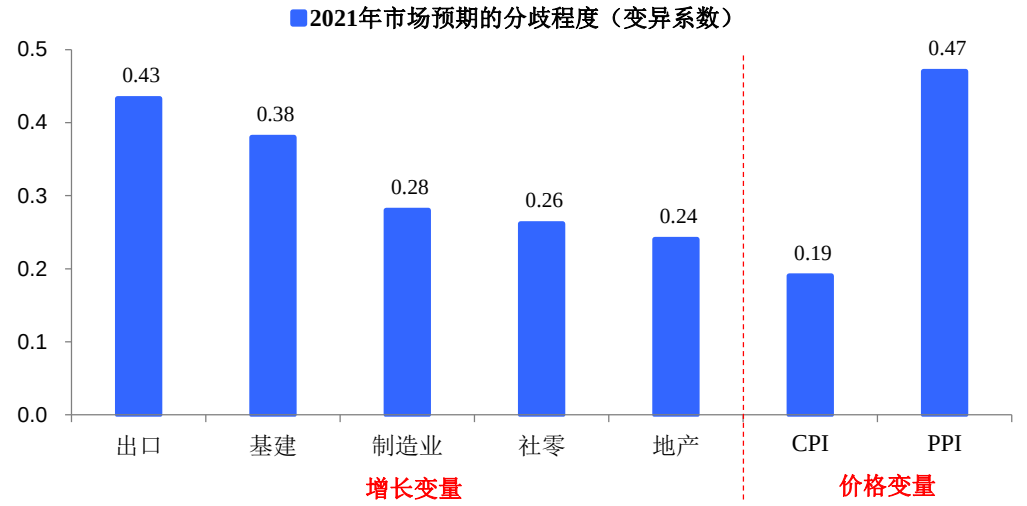
相关研究

1、《宏观点评 20201224：新框架看 2021 年基建投资》2020-12-24
2、《宏观点评 20201223：中央经济会议定调的“保质期”是多久？》2020-12-23
3、《宏观点评 20201222：升还是降？--2021 年中国出口份额怎么看》2020-12-23
4、《宏观点评 20201218：中央经济工作会议六大关注点》2020-12-18
5、《宏观点评 20201217：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？》2020-12-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们在此前的年度展望中，在当前各家外资机构对于 2021 年中国经济主要指标的预测中，PPI 是分歧最大的一项（图 1）。虽然从走势上看，2021 年中国 PPI 的回升呈现出前高后低已是一致性预期，但回升的幅度以及可持续性均存在较大的不确定性。**那么，2021 年 PPI 的回升幅度有多大？对 2021 年的货币政策和资产配置又将有怎样的影响？**

图 1：PPI 是市场当前对 2021 年中国经济预期上分歧最大的一项

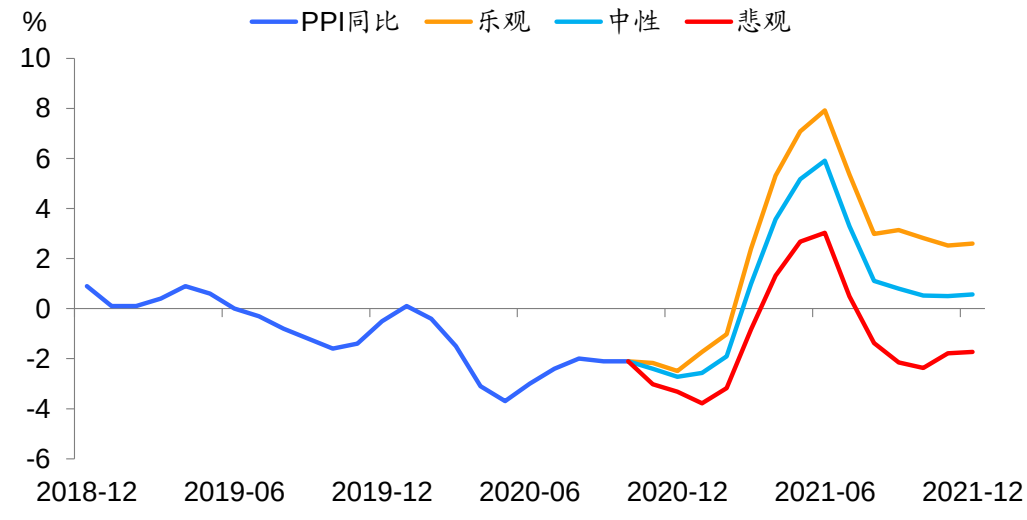


数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

1. 2021 年 PPI 回升幅度有多大？

核心在于明年 PPI 回升的高点是多少？在我们此前的通胀展望中，根据市场对于明年油价和铜价的不同预期，预测 2021 年 PPI 在中性情景下于 5、6 月份左右创下全年高点，有望破“5”。

图 2：中性情景下预测 2021 年 PPI 有望在 5、6 月份破“5”

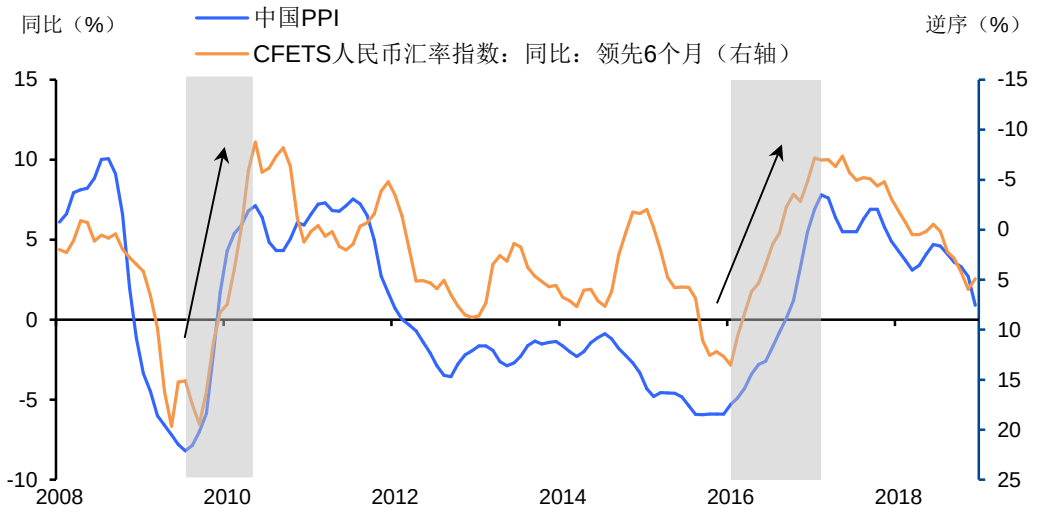


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

回头来看，我们认为这一预测的下行风险大于上行风险。尤其是回顾此前两轮 PPI 上行的历史，我们发现在 2009-2010 年、2016-2017 年这两轮 PPI 回升期间，均出现了人民币名义有效汇率的持续贬值，事后来看，这期间人民币贬值向 PPI 回升的传导在 6 个月左右（图 3）。而展望 2021 年，显然人民币像此前两轮那样持续贬值的基础是不存在，鉴于中国和海外国家在基本面和政策面的差异，2021 年人民币有效汇率仍有望延续小幅升值的态势，这将在一定程度上抑制 PPI 的回升。

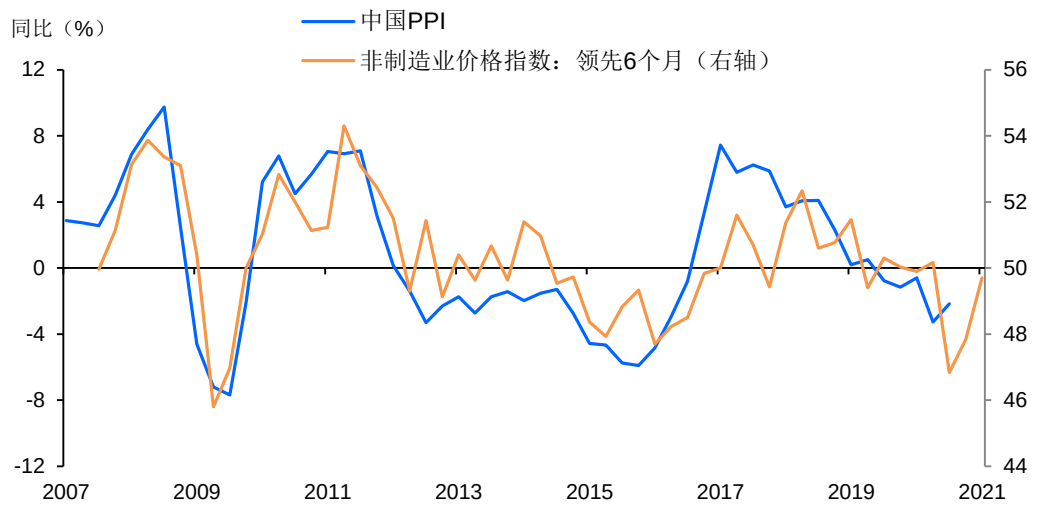
图 3：此前两轮 PPI 上行时期，均伴随着人民币名义有效汇率的明显贬值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021 年服务业价格的走势也将影响到 PPI 的回升。如图 4 所示，历史上非制造业价格指数在走势上与 PPI 有着明显的正相关性，并且具有 6 个月左右的领先性。前者在疫情后虽然筑底反弹，但考虑到当前服务业需求的缓慢回升，其有限的上涨空间也将制约 PPI 在未来 6 个月的回升。

图 4：非制造业价格指数在走势上领先 PPI 在 6 个月左右



数据来源：Wind，东吴证券研究所

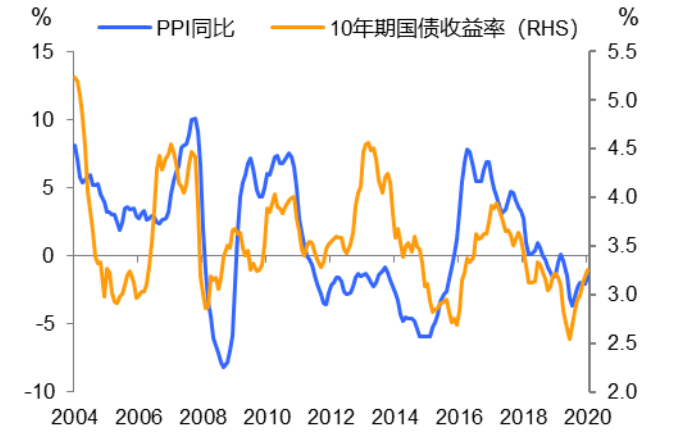
请务必阅读正文之后的免责声明部分

基于以上分析，如果在我们的预测中纳入人民币汇率和服务业价格这两个因素，**2021 年 PPI 的回升幅度将低于此前的预期，其年中的高点很可能在 3%-4%之间。**

2. 债市逻辑如何演绎？

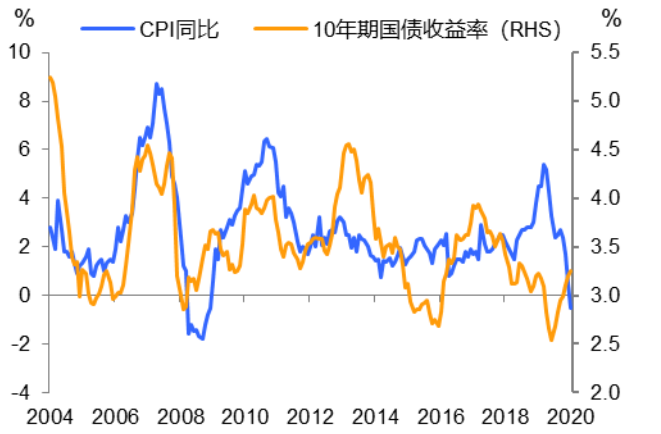
通胀一直是追踪和判断债券收益率走势的重要宏观切入点。不过自 2012 年后，PPI 对国债收益率的影响权重上升，而 CPI 的指示作用则在减弱。**怎么看待通胀对于利率的影响？**我们提供可以从两个渠道来分析：第一，通胀作为重要的基本面因子，和经济增长一起影响长端利率的水平及其预期；第二，控制通胀是央行政策的重要目标，通胀的变化会阶段性成为央行政策调整的主线，而货币政策会直接影响短端利率并间接影响长端利率。

图 5：金融危机后 PPI 对国债收益率影响更大



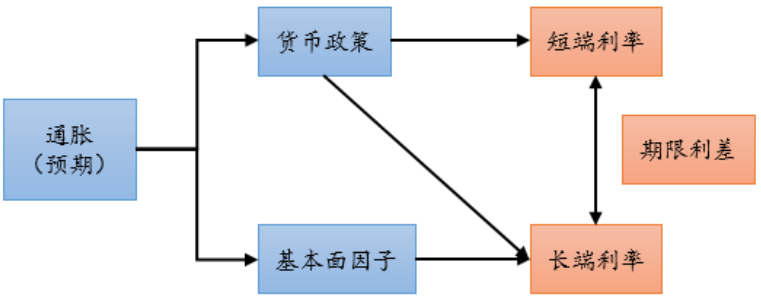
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：CPI 的影响权重则在下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：通胀对利率影响的简单框架



数据来源：东吴证券研究所绘制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

考虑到历史情景和数据的可得性，我们着重分析 2009 年至 2010 年，和 2016 年至 2017 年两个时段——这两个时期都出现了 PPI 同比由负转正、大幅上涨的情况。我们发现两个时期内，在 PPI 迅速上升的过程中 10 年期国债收益率都出现了“上涨——调整——上涨”的行情三阶段：

- **第一阶段上涨：**通胀回升背后的“复苏”预期支撑长端收益率上升，货币政策保持谨慎，短端收益率波动相对有限，期限利差走阔；
- **第二阶段调整：**复苏预期过于乐观，经济数据不及预期，叠加外部事件冲击，长端收益率进入阶段性调整，期限利差收敛；
- **第三阶段再次上涨：**经济向上不变，央行进一步收紧货币政策（通常会进行加息），长、短端收益率一起上涨，且前者上涨幅度不如后者，期限利差加速收敛，曲线平坦化。

图 8： PPI 上涨过程中长端债券收益率出现了三阶行情

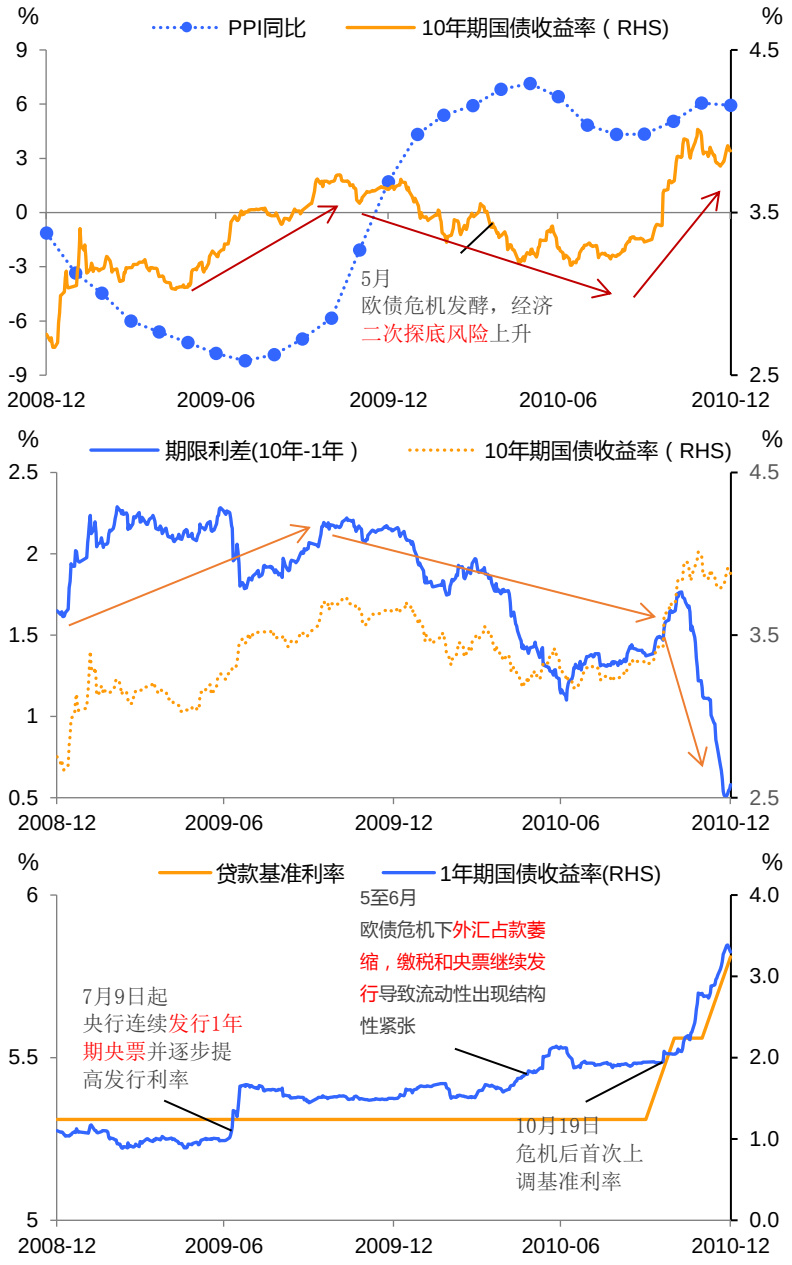


数据来源： Wind，东吴证券研究所

2009 年至 2010 年：2009 年经济主线是“复苏+信贷过度扩张”，2009 年 6 月信贷增速超过 34%，央行在 7 月开始重启央票发行回收流动性并引导市场利率上行。2010 年初，部分经济数据（例如 CPI）不及预期，叠加欧洲危机不断发酵，5 月全球经济二次触底的风险不断上升，10 年期国债收益率进入调整。**2010 年 10 月央行意外上调存贷款基准利率**，国债收益率开启第二段上涨，并突破前一阶段高点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9： 2009 年至 2010 年 PPI 上涨过程中债券收益率的表现

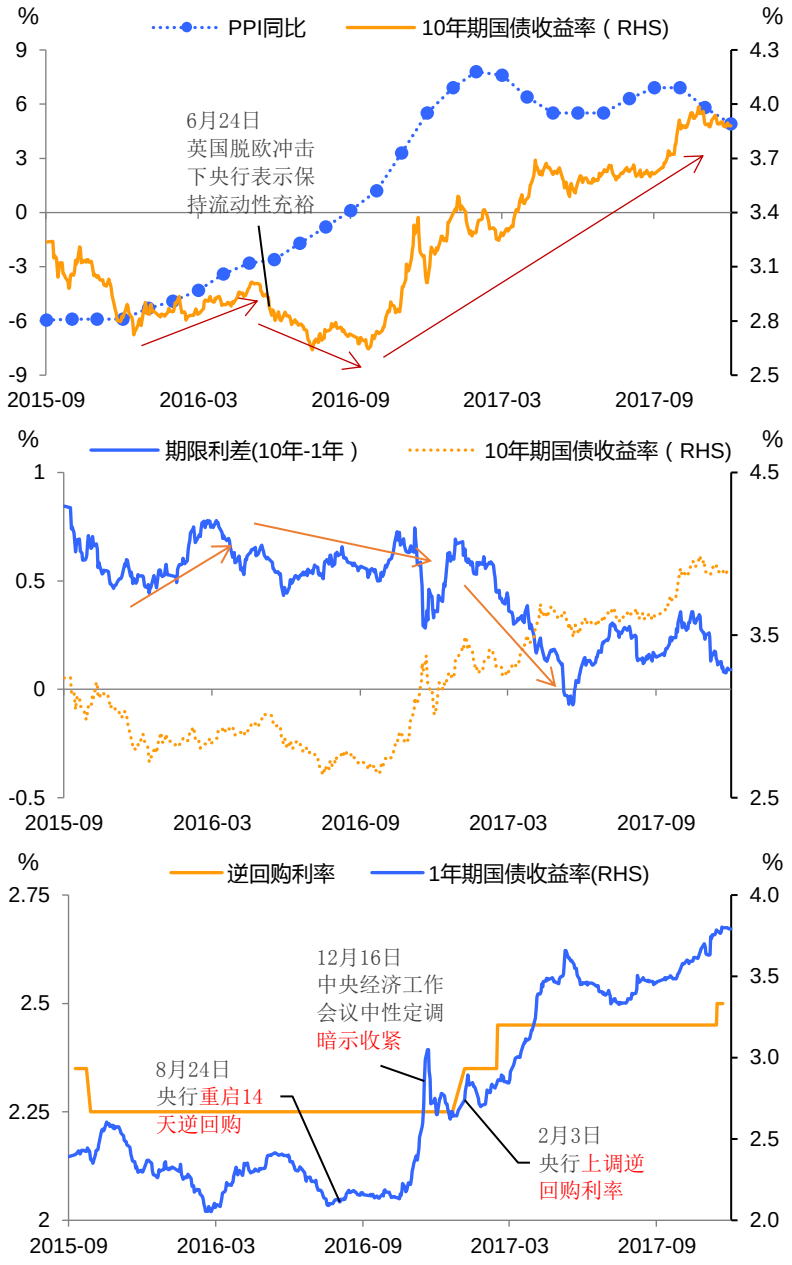


数据来源： Wind，东吴证券研究所

2016 年至 2017 年：2016 年初市场对经济周期复苏的预期升温，10 年期国债收益出现阶段性上涨。**5 月 9 日“权威人士”在接受《人民日报》采访时表示中国经济运行是 L 型走势**，5 月固定资产投资数据的大跌，叠加英国脱欧冲击下央行表示将保持流动性充裕，长短端利率进入调整。第四季度风云变幻，央行拉长资金投放久期、提高货币市场利率波动率，美国大选后特朗普再通胀逻辑升温以及中央经济工作会议“中性”定调暗示货币政策收紧，长短端利率一齐大幅上涨，**来年 2 月央行正式上调逆回购利率**进一步确定了国债收益率的第二段上涨行情。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10： 2016 年至 2017 年 PPI 上涨过程中债券收益率的表现



数据来源： Wind，东吴证券研究所

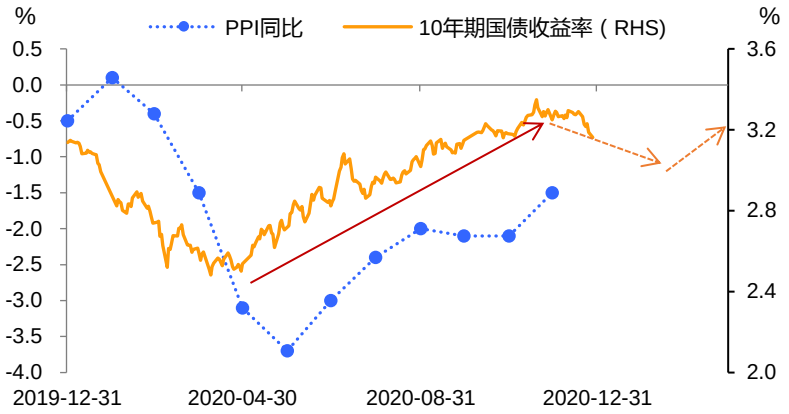
站在当前的时点，结合行情走势和基本面因素，**10 年期国债收益率或已结束第一阶段上涨，进入调整的第二阶段**。进一步调整的催化剂可能来自两个方面：一方面，今年第四季度以来经济的超预期表现，可能令市场调高明年一季度经济数据的预期，但在过高的预期下，一季度的部分经济数据或不及预期；另一方面，疫苗的生产和推广注射进度不及预期，疫情病毒变异的速度超过预期，全球经济二次探底的压力上升。

不过从中期看，全球经济复苏的基本方向不变，拜登治下美国基础设施刺激和房地产周期性上升可期，全球再通胀交易的逻辑也许离我们并不会太远。**长端国债收益率大**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

概率仍会开启第二段上涨行情，但是 3%~4%的 PPI 高点或不足以使央行在 2021 年年内进行加息操作，2021 年年内大部分时间 10 年期国债收益率可能不及今年 11 月的高点。

图 11： 2020 年至 2021 年 PPI 上涨过程中债券市场的演绎



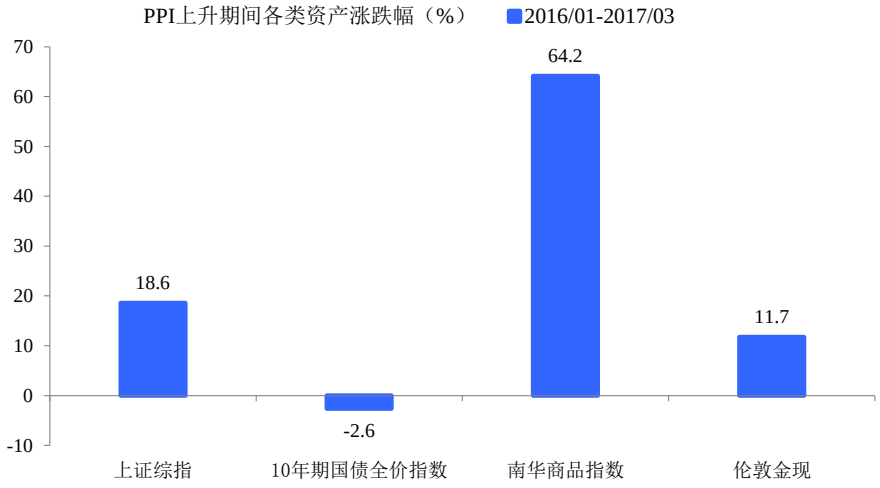
数据来源： Wind，东吴证券研究所

3. 此轮通胀利好什么资产？

选取 2016 年 1 月-2017 年 3 月作为本次疫情后 PPI 上行情形的可比时期，通过复盘期间各类资产表现、解读驱动资产价格波动的因素，可为此轮通胀的投资决策提供一定启发。

我们发现在 PPI 走出通缩大幅上行的时期，各类资产价格表现涨幅为：商品>股票>黄金>债券（图 12）。**从宏观角度，**①商品价格上涨与 PPI 上行一体两面；②股票&债券方面，经济复苏+通胀环境通常伴随流动性收紧，这对债券有直接的负面影响，但初期股票更受益于经济复苏带来的盈利增长；③黄金兼具金融和商品属性，受益于通胀上涨。

图 12： 2016 年 PPI 上行期间各类资产价格表现

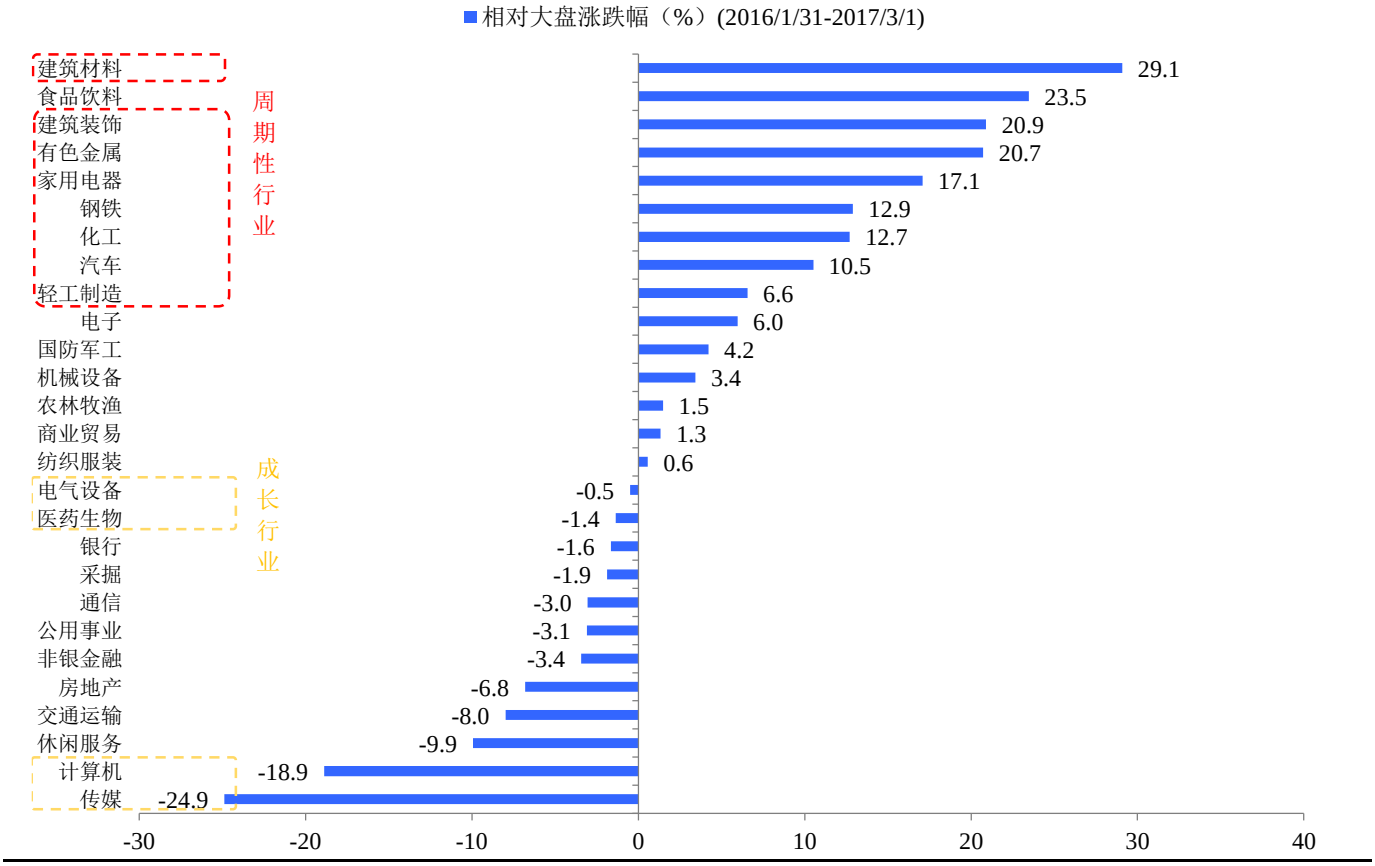


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从中观层面，权益中周期性行业（如建筑、建材、钢铁、有色、煤炭等板块）更受益于 PPI 上行（图 13），从财务指标看，2016Q1-2017Q1 周期性行业毛利率上升幅度及归母净利润同比均领先全行业（图 14、图 15），这充分说明市场对周期行业盈利提升的正面反馈明显超过对流动性收紧的担忧。

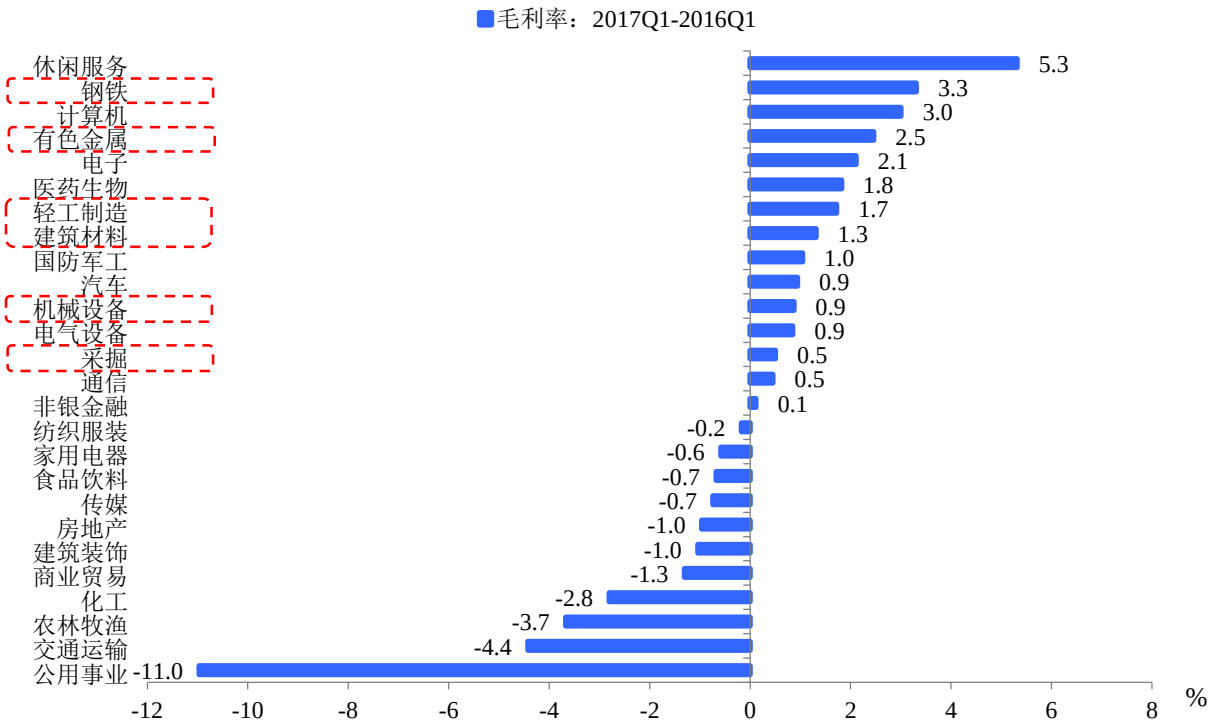
图 13：各行业股价相对大盘涨跌幅，建筑建材、食品饮料、有色、家电、钢铁、化工等周期行业表现领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

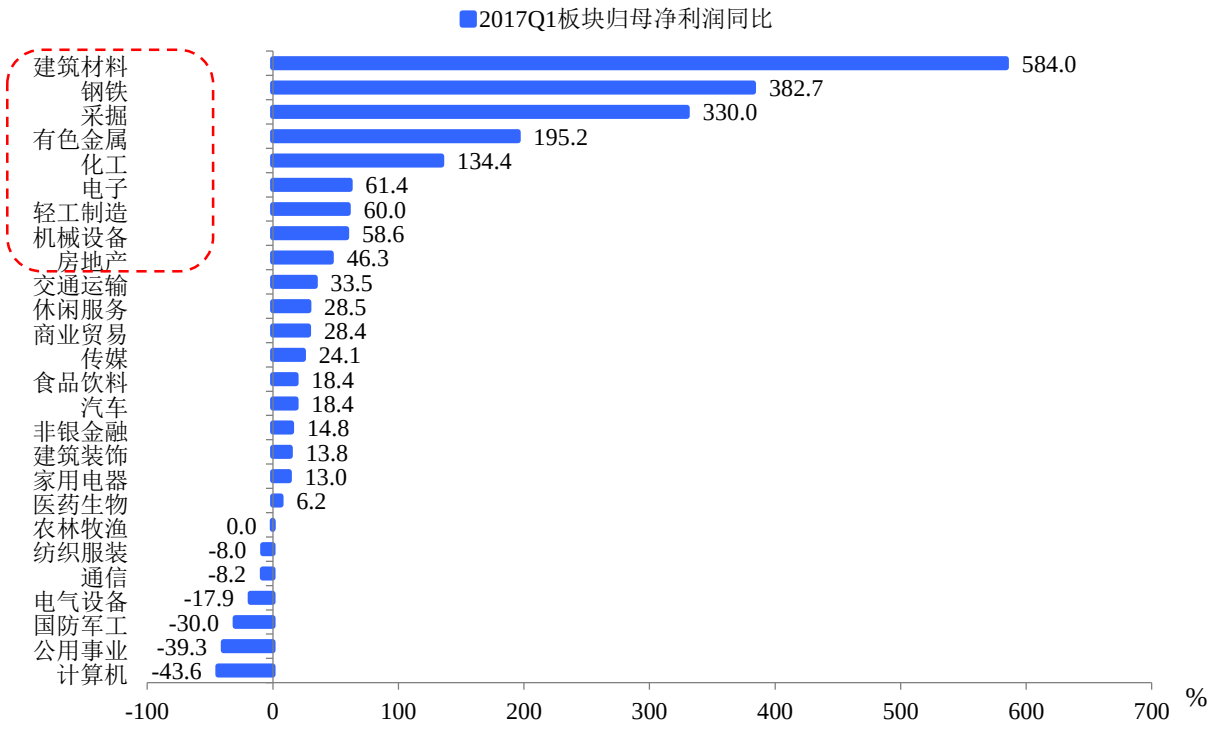
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：周期性行业毛利率受益于 PPI 上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：PPI 上行期间周期性行业利润增速大幅领先其他行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

疫情病毒变异导致疫苗失效，全球经济再度陷入困境，央行不得不再次扩大宽松；央行过快收紧政策导致经济和市场崩盘，货币政策被迫再度回到宽松；信用风险意外扩散迫使央行扩大宽松。

2020 年第四季度经济增长大幅好于预期，货币政策收紧可能提前。经济复苏好于预期，中国出口表现异常亮眼，央行加速收紧货币政策。

PPI 预测模型主要基于原油和铜价的一致预期，可能与实际情况存在误差。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

