

工业品通缩期的投资

——2012至2015年复盘

核心内容:

分析PPI的下一步走势是预测工业企业利润增速进而上市公司利润增速进而权益市场走势的关键问题。

1.当前PPI见底但不回升?这一轮PPI的下行始于2021年10月的13.5%，2022年10月由正转负，2023年4月降至-3.6%，同期工业企业利润增速持续下行，权益市场总体下行，仅呈现结构性行情。从基数效应来看，PPI即将见底。但市场担忧是，今年经济增长的驱动力都比较平缓。消费、房地产销售、固定资产投资等都没有大幅度上行的可能性；出口增速的底部、工业产成品库存增速底部等都要到下半年才会陆续出现，这导致PPI尽管即将见底，但可能会在负值状态持续运行，年内能否转正存疑。

2.为什么拿当前对比2012年至2015年?从历史经验来看，最近两次PPI见底回升都是每年十几个百分点的大幅度拉升（从2020年5月的底部-3.7%升至2021年10月的顶部13.5%，以及从2015年12月的底部-5.9%上升至2017年9月的顶部6.9%）。但2012至2015年PPI却连续4年多的负值。当前市场最担心的就是这种见底但不回升的工业品通缩。具体而言，PPI从2011年7月顶部的+7.5%开始下行，2012年3月由正转负；2012年5月至2013年12月在-1.1%至-3.5%区间内波动；2014年一季度开始加速下行（美联储缩减并停止QE），直至2015年12月到达底部-5.9%；之后在2016年9月由负转正。负值时期共持续了54个月。

3.对比当前与2012年至2015年国内外经济与政策条件。国内需求侧当前与2012至2015年类似，都是经济增长率放缓；但供给侧当前产能过剩情况相对较轻。海外方面，经济下行与2012至2015年类似，但美联储加息的影响已经结束，商品价格进入筑底阶段，不会形成输入性通缩。综合而言，下半年随着库存周期见底、出口逐步见底、内需逐步修复，前期投放的信贷还是会找到去向，并通过乘数效应形成有效需求，因此PPI还是有希望进一步收窄降幅，并在年内转正。尽管上行斜率并不会是一年内拉升10多个百分点的情况，但还是要比2012年至2015年好一些。

4.PPI持续负值时期的资产价格走势完全取决于政策宽松预期。2012至2014年权益市场持续低迷（期间并没有政策宽松预期），国债收益率高位波动（2013年因“钱荒”形成顶部），商品价格持续下行。直至2014年PPI加速下行，通缩预期强化导致9月房地产调控放松，2014年11月至2015年央行连续6次降基准利率，权益市场快速拉升，国债收益率显著下行。商品价格直至供给侧结构性改革启动之后才开始回升。

5.但在当前PPI回升斜率平缓、政策力度也相对平缓的状况之下，权益资产可能呈现区间震荡、快速轮动的局面。展望未来，市场至少等7月才能进一步确认经济更大斜率复苏还是政策更进一步宽松。但考虑全球竞争格局的长期化和中国发展目标的坚定性，还是应该更注重内生修复。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

研究助理: 于金潼

特此鸣谢: 吕雷、铁伟奥

风险提示:

1. 内需不及预期的风险
2. 全球经济下行的风险

目 录

一、PPI 持续为负的历史经验	3
二、当前 PPI 持续为负的可能性——对比 2012 至 2015 年.....	3
（一）国内：需求侧经济增速趋于下行，供给侧传统行业产能过剩.....	4
（二）全球：危机之后经济停滞，美联储政策主要影响 2014 年	5
三、PPI 持续为负时期的资产表现	7

一、PPI 持续为负的历史经验

当前 PPI 见底但不回升？这一轮 PPI 下行始于 2021 年 10 月的 13.5%，2022 年 10 月由正转负，2023 年 4 月降至 -3.6%，同期工业企业利润增速持续下行，权益市场总体下行，仅呈现结构性行情。从基数效应来看，PPI 将于 2023 年 5 月见底。但市场担忧是，今年经济增长的驱动力都比较平缓。消费、房地产销售、固定资产投资都没有大幅度上行的可能性；出口增速的底部、工业产成品库存增速底部等都要到下半年才会陆续出现，这导致 PPI 尽管即将见底，但可能会在负值状态持续运行，且年内能否转正也是存疑的。

最近两次 PPI 见底之后都是快速拉升。最近一次的 PPI 见底回升是从 2020 年 5 月的底部 -3.7% 升至 2021 年 10 月的顶部 13.5%，驱动力主要是新冠疫情爆发之后全球出台超常规扩张政策。再之前的一次 PPI 见底回升是从 2015 年 12 月的底部 -5.9% 上升至 2017 年 9 月的顶部 6.9%，驱动力主要是供给侧结构性改革的启动，以及房地产周期再次上行。

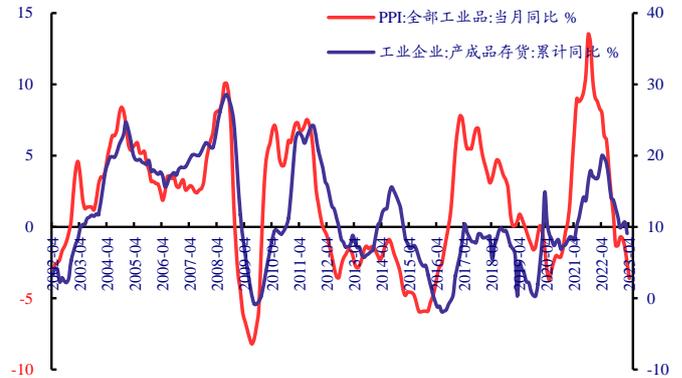
但 2012 至 2015 年 PPI 却连续 4 年多负值。具体而言是从 2011 年 7 月的顶部 +7.5% 开始下行，2012 年 3 月由正转负；2012 年 5 月至 2013 年 12 月在 -1.1% 至 -3.5% 区间内呈现锯齿状波动；2014 年一季度开始加速下行（原因是 2014 年 4 月美联储开始消减 QE，10 月正式结束 QE，美元指数从 80 升至 100，全球商品价格剧烈下跌），直至 2015 年 12 月到达底部 -5.9%；之后在 2016 年 9 月由负转正。负值时期总共持续了 54 个月。

图 1: 沪深 300 指数自 2016 年以来更受上市公司净利润增速的影响，此前依赖性并不明显。



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2: PPI 跟随库存周期波动，2012 年以来库存周期减弱，但 PPI 波动性是加剧的。



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

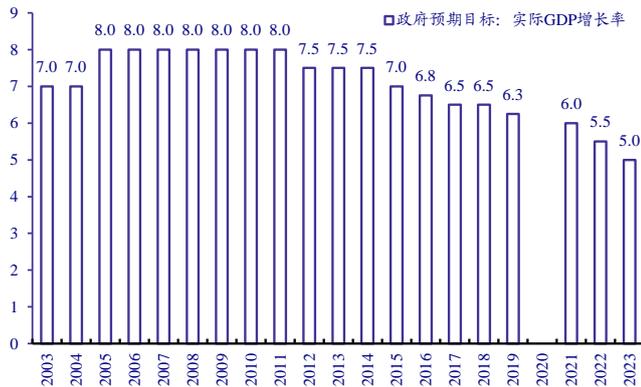
二、当前 PPI 持续为负的可能性——对比 2012 至 2015 年

要预测下一阶段 PPI 持续为负的可能性，可以对比当前与 2012 年至 2015 年国内外经济与政策条件。国内需求侧当前与 2012 至 2015 年类似，都是经济增长率放缓，但供给侧当前传统产业产能过剩情况要相对较轻。海外方面，经济下行与 2012 至 2015 年类似，但美联储加息的影响已经结束，商品价格进入筑底回升阶段，而 2012 至 2015 年美联储对商品价格的影响集中在 2014 年——美元指数从 80 升至 100，原油价格从 100 降至 50 美元/桶以下。

(一) 国内：需求侧经济增速趋于下行，供给侧传统行业产能过剩

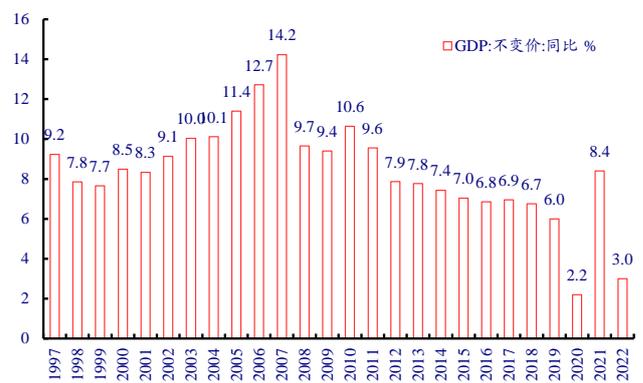
2012年至2015年，从需求侧来看，中国经济增长率目标持续调降，财政政策与货币政策趋于缓和，固定资产投资、房地产开发投资、出口趋于降速，这与当前类似。从供给侧来看，全球次贷危机期间中国实施了大力度刺激政策，并形成过剩产能，直至2016年供给侧结构性改革的启动才解决问题。当前这个情况要轻一些，事实上2018年以来国内固定资产投资增速一直保持低位。

图 3: GDP 增速目标: 2012 年首次调降, 2015 年第二次调降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

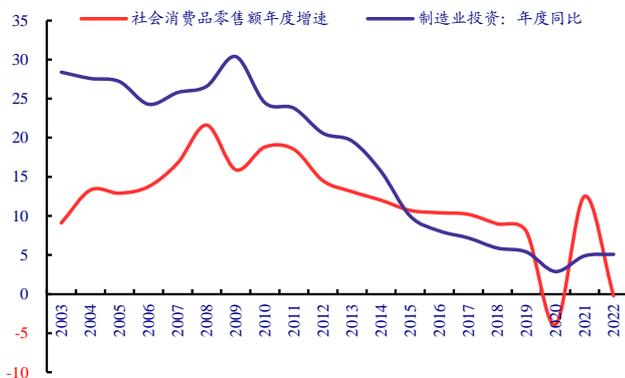
图 4: GDP 增速从此前 10% 左右降至 2012 至 2015 年 7.5% 左右



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

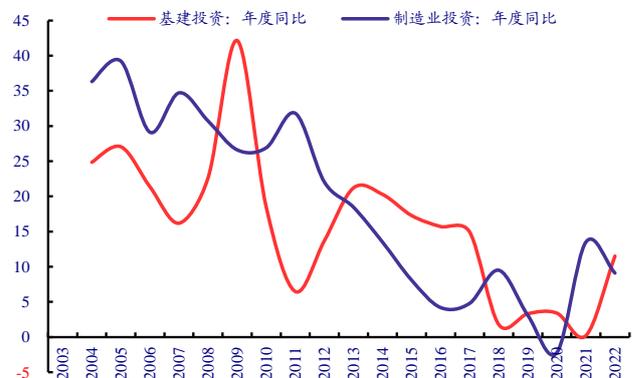
这里首先要特别强调一下固定资产投资，因为固定资产投资既是当期的需求，又是未来的供给。可以看到，2012年之前中国的固定资产投资增速达到了年均 25% 左右的超高增速（这虽然拉动了当期需求，但也形成了过剩产能），但之后从 2012 年的 20.6% 快速下降至 2015 年的 10%，以及 2019 年的 5.4%，下行速度要明显快于消费（其中制造业投资增速下行更快）。这导致了期间工业品需求持续下行，叠加前期高速增长的投资形成过剩产能，就形成了工业品长期通缩的基础。

图 5: 固定资产投资增速: 从 2012 年之前的 25% 持续下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 2012 年至 2016 年制造业投资增速下行速度更为明显



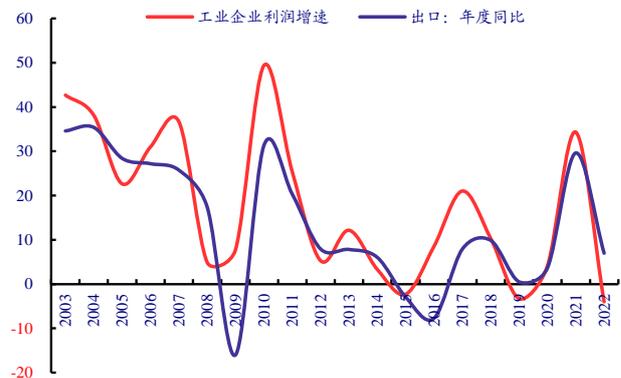
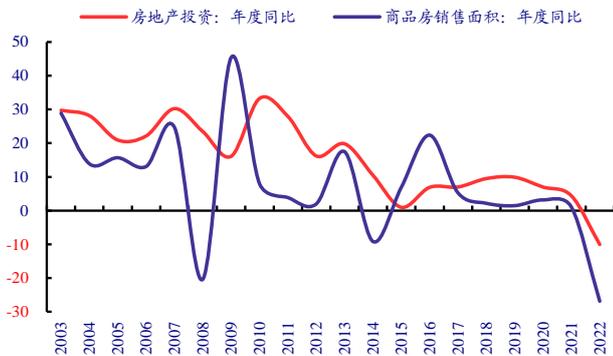
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

其次需要强调一下房地产周期。在 2012 至 2015 年 PPI 持续负值的同时，房地产销售其实并不弱，且总体呈现“逆周期性”特征，亦即在一定程度上成为了稳增长工具。但房地产开发投资增速却从 2012 年之前 25% 左右的高速增长状态很快降温到与名义 GDP 基本同步的状态。

从房地产调控措施来看，在金融危机时期的房地产支持政策之后，2010 年一季度紧缩性措施相继出台。2011 至 2013 年房地产调控政策总体延续 2010 年以来的偏紧基调，但 2013 年仍然出现一次房地产上行周期，呈现出“宏观稳，微观活”的特征。2014 年工业品通缩开始加剧，房地产调控随之趋于宽松——2014 年 9 月首套房贷利率最低七折；2015 年 6 月推出 3 年棚改计划，内含货币化安置条款；2016 年 2 月房地产契税与营业税优惠政策出台，首套房首付比例降至 25%（各地可下浮 5 个百分点），二套房首付比例降至最低三成。2016 年住宅销售面积增长 22.4%，年末调控趋紧。

图 7：2010 年至 2017 年中国房地产销售呈现明显逆周期特征，但房地产投资持续降速

图 8：2012 年之后中国出口增速出现显著下降，对工业企业盈利影响显著



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

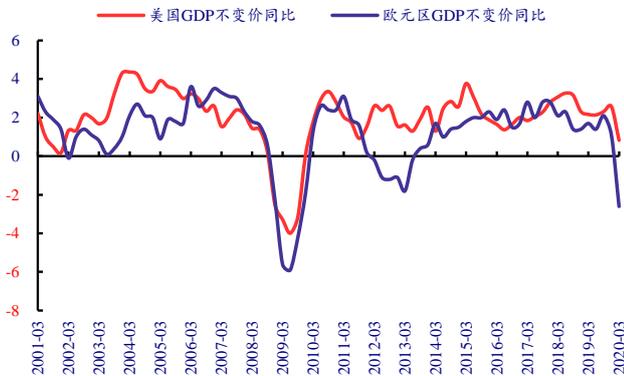
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

最后可以看到，中国的出口增速也是从 2012 年之前 20% 至 30% 的高速增长（仅 2009 年为负）持续降温。2012 年至 2014 年同比增速降至 6% 至 8% 区间，2015 年、2016 年出现同比下降，分别为 -2.9%、-7.7%。

（二）全球：危机之后经济停滞，美联储政策主要影响 2014 年

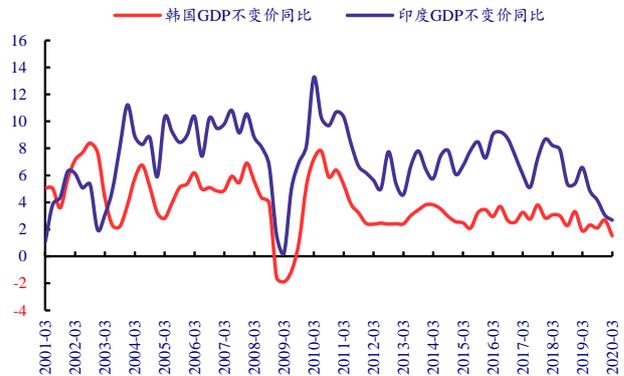
从海外环境来看，2012 至 2015 年全球经济增长也相对低迷，这与当前类似。具体而言，2012 至 2015 年美国 GDP 增速均值为 2.3%，相对正常；但欧元区在 2012 至 2013 年受主权债务危机的影响，出现 GDP 负增长，2014 年与 2015 年分别恢复到了 1.4% 与 2.0% 的增长率水平。韩国与印度也出现 GDP 增速低于 2012 年之前水平的情况，仅越南 GDP 增速相比 2012 年之前加快。

图 9: 2012 年至 2015 年美国 GDP 增长基本正常, 但欧元区在 2012 至 2013 年受到主权债务危机的影响



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 2012 年至 2015 年韩国、印度 GDP 增速均值下降: 韩国从此前 5.0% 降至 2.9%, 印度从此前 9.0% 降至 6.6%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

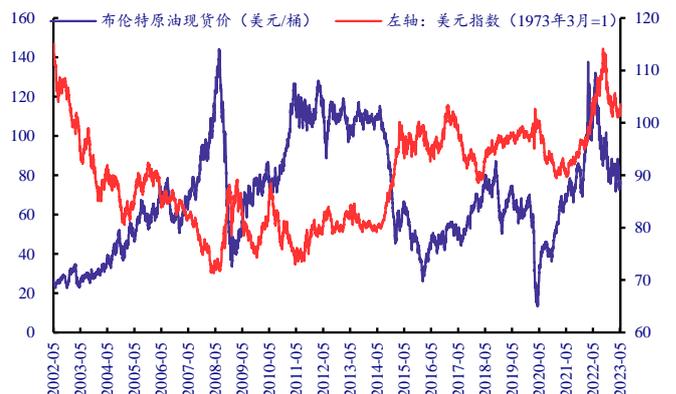
但政策层面当前与 2012 至 2015 年有明显不同。2013 至 2015 年美联储退出进程更长, 对商品价格的影响主要发生在 2014 年, 而当前美联储退出已经完成, 对商品价格的影响已接近完全定价。回顾过去, 2013 年 5 月美联储宣布将逐步退出 QE, 美国国债利率从 5 月初的 1.66% 快速升至 9 月初的 2.98%, 美元指数在 80 左右的低位运行。2014 年 4 月, 美联储开始削减 QE, 10 月正式结束 QE, 期间美国利率高位回落; 美元指数从 80 大幅度升至 100, 导致商品价格剧烈下调, 并加剧全球通缩压力。2015 年开始美联储持续引导加息预期, 2015 年 12 月、2016 年 12 月正式加息, 这一时期美国利率总体下行, 仅 2015 年 2 月至 6 月从 1.7% 升至 2.5% (美元指数结束快速上升, 国际油价反弹), 期间美元指数稳定在 95 至 100 的高位, 商品价格在 2016 年受特朗普基建投资计划、中国供给侧结构性改革和房地产上行周期的驱动触底回升。

图 11: 美国利率快速上行发生在 2013 年 5 月至 9 月, 之后震荡回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 美元指数快速上行, 并导致大宗商品价格下跌, 主要发生在 2014 年 4 月至 10 月

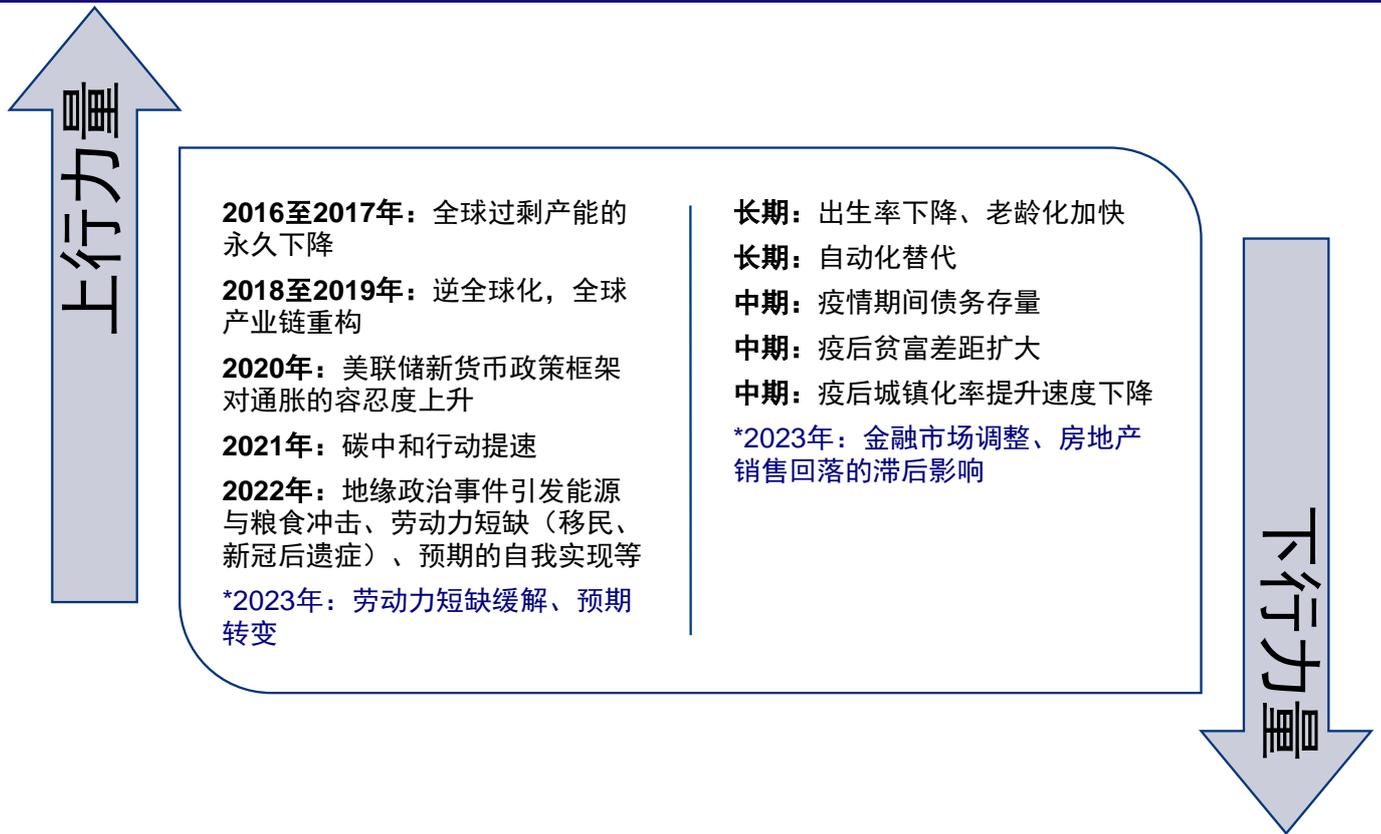


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对比当前, 2022 年以来美联储为控制高通胀而加息, 期间全球商品价格一直相对强势, 呈现出商品与美元同步的罕见现象。但进入 2023 年二季度之后, 美联储收缩进程已经结束, 商品价格也已经回到相对正常的水平, 同时 OPEC+ 联盟的一致行动也进一步强化, 预计商品价格持续下行且形成持续性通缩的概率并不高——事实上 2022 年在地缘政治冲突加剧、全球

产业链重构的背景下,市场更多预期全球会进入通胀中枢长期上行的趋势。而我们想提示的是,尽管 2016 年以来全球不断在出现推动通胀率上行的因素,但压制全球通胀率的中长期因素也仍然在持续起作用,尤其是疫后债务存量问题加剧、人口老龄化加速、贫富差距扩大、城镇化放缓等,所以对于通胀率的预测要更加关注短周期,避免在短期投资中过度押注中长期逻辑。

图 13: 2016 年以来每年都有推动全球通胀率上行的因素,但压制通胀率的中长期因素也仍然在起作用



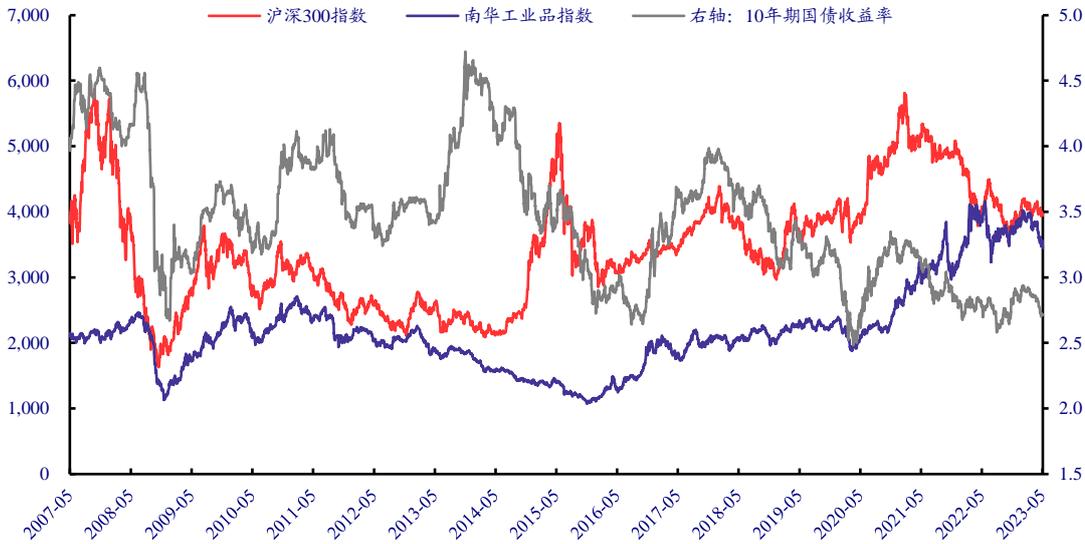
资料来源: 中国银河证券研究院

三、PPI 持续为负时期的资产表现

2012 至 2015 年, PPI 持续负值导致工业企业利润增长预期持续低迷, 主要资产走势完全取决于政策宽松预期。图 14 显示, 2012 至 2014 年权益市场持续低迷(此时并没有政策宽松预期), 国债收益率高位波动(2013 年因“钱荒”特殊事件形成了顶部), 国内大宗商品价格持续下行。直至 2014 年 PPI 加速下行, 工业品通缩的强化导致 9 月房地产调控放松, 2014 年 11 月至 2015 年央行连续 6 次调降基准贷款利率, 权益市场大幅度拉升, 国债收益率显著下行。商品价格直至供给侧结构性改革启动之后才开始回升。行业风格层面, 在流动性驱动时期, TMT 等高弹性品种、以及证券公司板块超额收益显著。

作为对照, 在 PPI 见底之后明显反弹的情况下, 权益市场会具备一定基本面驱动的特征。一般分为三个阶段: 在衰退末期至复苏初期(PPI 见底并开始收窄降幅), TMT、消费等最先开始反弹; 在复苏中期(PPI 逐渐转正但尚未过热), 地产链、制造业逐渐占优。在复苏后期至开始过热阶段(PPI 上行超过一定阈值), 能源与原材料最后一次上行, 随后权益牛市终结。

图 14: 2012 至 2015 年, PPI 持续负值导致企业利润增长预期低迷, 资产走势完全取决于政策预期变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: PPI 加速下行并导致货币宽松的时期, 以及 PPI 快速拉升的两个时期的权益市场行业特征

季度增幅 股指	PPI快速上行期(一): 2020Q2至2021Q3						PPI快速上行期(二): 2016Q1至2017Q3							PPI加速下行并导致货币宽松的时期: 2014Q1至2015Q4							
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
万得全A	15.0	10.1	8.2	-1.5	8.4	-0.1	-19.1	1.3	3.5	1.9	2.3	-0.8	6.2	-2.4	3.3	23.6	24.4	30.8	22.1	-28.7	-2.1
上证综指	8.6	8.7	7.7	0.8	3.9	-0.1	-15.9	-2.4	2.5	3.5	3.8	-0.6	5.0	-3.1	0.3	16.1	37.2	18.4	13.0	-24.7	-1.2
沪深300	13.3	11.6	13.5	-1.3	2.5	-6.2	-14.5	-1.9	3.2	2.0	4.4	6.7	4.6	-6.7	0.6	14.0	44.4	17.2	9.4	-23.6	5.1
上证50	9.4	10.5	12.3	-1.0	-2.2	-8.2	-11.4	-1.6	2.6	5.1	3.2	8.7	4.7	-5.3	0.7	9.9	59.2	9.2	3.1	-19.9	7.0
创业板指	31.1	8.5	15.7	-4.9	25.5	-4.7	-19.5	-0.9	-2.7	-8.6	-2.8	-4.0	2.9	1.5	5.6	10.9	-3.6	59.9	24.8	-22.6	-6.1
深证成指	21.1	9.8	12.2	-3.0	9.2	-4.6	-18.9	0.4	1.0	-3.2	2.5	1.8	5.5	-10.1	2.5	10.5	36.3	22.7	8.7	-26.4	-0.4
深证100	23.0	12.6	18.6	-3.1	9.2	-7.7	-16.9	-0.2	2.6	-2.6	5.7	7.9	5.9	-8.9	2.5	12.9	28.0	26.3	13.2	-26.3	5.9
中证1000	16.7	6.5	0.4	-3.6	12.4	5.7	-21.8	3.6	-1.0	-1.5	-1.8	-10.2	5.2	3.2	4.6	26.9	-0.9	46.8	30.5	-29.1	-10.5
石油石化(中信)	-0.3	9.6	14.2	7.0	6.0	14.4	-14.3	-2.5	6.0	11.9	0.6	-4.3	4.6	-3.0	1.2	17.0	9.6	19.2	22.5	-36.1	2.1
煤炭(中信)	-0.6	12.0	12.8	3.9	12.0	41.7	-9.0	-1.3	9.4	1.4	7.3	1.7	15.3	-15.8	2.5	27.7	22.0	14.5	20.8	-37.6	-4.4
有色金属(中信)	11.7	9.7	28.5	1.8	12.6	28.4	-12.1	6.1	-6.0	3.2	4.1	-5.3	26.0	-2.4	5.8	29.3	11.7	25.6	14.3	-37.4	-10.0
电力及公用事业(中信)	4.2	7.0	-1.1	11.3	-3.8	20.2	-21.5	-2.3	6.9	0.5	2.9	0.0	-0.1	-5.3	2.5	28.7	32.5	19.4	30.1	-30.8	-6.3
钢铁(中信)	6.1	4.2	13.5	16.2	7.0	23.5	-19.0	-3.3	7.0	10.3	4.3	-2.5	17.1	-3.9	2.7	30.3	33.9	27.8	27.7	-42.4	-3.5
基础化工(中信)	17.1	15.6	9.8	5.0	20.2	18.8	-21.5	4.1	4.6	3.8	0.0	-6.3	7.3	-0.5	1.0	30.6	3.3	44.0	28.0	-28.8	-8.8
建筑(中信)	-4.4	7.8	-5.7	8.7	-1.6	12.0	-18.1	-5.6	9.0	14.1	6.0	-4.9	0.6	-7.0	1.4	27.2	68.8	29.6	9.6	-25.5	-8.2
建材(中信)	7.4	17.7	2.5	8.2	-1.6	-3.5	-18.2	0.3	9.7	2.7	5.4	-3.1	10.3	-5.5	1.7	24.5	15.6	28.7	19.2	-27.8	-1.4
轻工制造(中信)	12.8	13.1	2.8	7.5	-1.5	-4.8	-21.3	0.3	7.1	1.5	1.2	-8.4	6.6	4.5	3.2	25.3	-2.2	49.7	39.6	-28.5	-10.0
机械(中信)	12.1	17.1	10.1	0.2	5.4	4.5	-23.4	3.7	-0.8	4.1	1.9	-10.1	2.8	-1.7	2.6	31.5	12.2	42.9	35.6	-30.6	-6.2
电力设备及新能源(中信)	20.0	25.3	30.7	-3.1	31.1	15.9	-20.6	3.1	-0.4	1.6	0.5	-8.2	5.6	4.6	1.0	29.5	1.9	50.7	27.0	-30.2	-5.1
国防军工(中信)	12.8	34.0	17.6	-15.3	6.2	8.6	-21.9	2.5	-4.4	0.5	4.8	-13.3	3.8	-9.3	17.6	44.9	7.1	27.8	41.6	-32.5	-11.0
汽车(中信)	10.4	21.8	22.8	-7.9	21.7	-1.9	-16.6	4.1	2.3	2.1	3.7	0.0	5.0	-0.2	6.1	25.2	5.8	38.5	19.5	-24.9	-6.6
商贸零售(中信)	18.6	-1.0	-10.4	0.0	0.8	0.6	-22.3	-6.5	7.6	6.9	-2.9	-5.8	3.9	-4.5	-2.3	30.5	14.5	41.6	18.7	-28.2	-6.6
消费者服务(中信)	48.7	32.9	12.5	10.1	-7.7	-18.2	-20.0	-9.5	3.3	-4.2	3.5	-8.1	5.7	6.9	4.5	29.6	3.4	57.0	34.9	-18.5	-3.0
家电(中信)	19.5	9.2	21.5	-5.8	-6.7	-9.7	-16.5	7.7	10.5	3.0	13.3	16.1	1.0	-5.3	5.0	12.0	14.8	38.1	31.8	-34.5	11.4
纺织服装(中信)	-2.3	5.4	-2.0	2.5	9.0	-10.5	-18.5	-2.4	1.9	7.2	-4.3	-9.4	-1.0	1.3	-1.4	33.4	9.0	49.7	33.4	-27.9	-10.0
医药(中信)	31.8	4.0	4.6	-2.6	16.5	-14.5	-20.5	3.1	6.2	-1.9	1.2	0.9	0.3	-0.1	1.0	19.2	0.0	39.8	25.7	-21.8	3.3
食品饮料(中信)	34.9	20.8	26.6	-5.7	7.3	-12.7	-8.5	11.5	1.1	6.2	9.1	9.7	12.1	-3.6	0.0	16.4	11.2	15.2	27.1	-25.3	16.0
农林牧渔(中信)	6.9	2.0	-1.4	0.3	-9.2	-7.4	-19.2	-1.9	3.6	4.1	-4.2	-11.6	3.8	-10.6	3.0	34.7	-0.2	44.2	33.6	-28.0	0.2
银行(中信)	0.9	4.3	9.7	11.9	-2.0	-6.0	-8.1	1.4	6.2	0.8	4.0	5.8	5.6	-1.6	2.4	8.6	60.1	-0.1	12.5	-10.7	1.4
非银行金融(中信)	5.5	18.2	1.7	-9.8	-6.7	-4.3	-14.6	-1.5	3.4	0.7	-1.0	9.0	9.3	-11.9	4.3	18.3	116.4	7.2	-6.4	-33.2	0.9
房地产(中信)	5.5	7.3	-7.0	-1.3	-8.3	0.6	-23.4	-3.6	12.2	-2.5	-2.0	1.8	1.2	2.9	-0.6	24.5	42.4	32.9	21.0	-27.2	0.0
交通运输(中信)	8.3	12.4	4.9	2.3	1.0	-1.6	-22.6	-5.5	1.4	2.4	5.7	-3.0	2.6	-2.8	-2.8	31.1	39.3	28.6	37.0	-30.4	-0.4
电子(中信)	29.4	4.7	5.8	-7.3	23.9	-4.3	-21.3	10.2	-1.0	-3.4	6.1	3.3	10.4	-2.2	8.9	21.1	-7.5	47.1	31.7	-28.7	-1.4
通信(中信)	7.1	-6.1	-9.0	-9.6	4.9	-3.2	-22.9	5.2	1.6	-1.7	0.0	-1.3	11.3	2.4	9.1	23.1	-0.7	59.1	33.3	-25.1	-7.3
计算机(中信)	19.0	1.2	-3.3	-7.0	14.9	-4.7	-30.4	2.4	-7.5	-5.7	-5.6	-8.0	3.9	6.9	13.6	29.1	3.6	98.4	19.6	-32.1	-10.2
传媒(中信)	21.7	0.3	-12.1	-6.2	2.3	-8.5	-24.8	-8.7	-2.5	-7.1	-4.0	-7.7	-3.4	-1.7	8.0	13.5	-0.4	61.5	20.3	-30.3	-8.2
综合(中信)	2.0	4.1	-5.7	-0.8	23.6	-3.6	-21.2	-2.5	7.0	0.3	-0.6	-3.2	7.7	-1.1	-0.7	31.2	18.9	34.4	31.9	-36.0	-12.6
综合金融(中信)	7.8	1.0	-14.6	-4.3	0.8	-5.4	-	-	-	-	-8.6	-17.1	5.5	-	-	-	-	-	-	-	3.8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 沪深 300 指数自 2016 年以来更受上市公司净利润增速的影响, 此前依赖性并不明显。.....3

图 2: PPI 跟随库存周期波动, 2012 年以来库存周期减弱, 但 PPI 波动性是加剧的。.....3

图 3: GDP 增速目标: 2012 年首次调降, 2015 年第二次调降.....4

图 2: GDP 增速从此前 10% 左右降至 2012 至 2015 年 7.5% 左右.....4

图 5: 固定资产投资增速: 从 2012 年之前的 25% 持续下行.....4

图 6: 2012 年至 2016 年制造业投资增速下行速度更为明显.....4

图 7: 2010 年至 2017 年中国房地产销售呈现明显逆周期特征, 但房地产投资持续降速.....5

图 8: 2012 年之后中国出口增速出现显著下降, 对工业企业盈利影响显著.....5

图 9: 2012 年至 2015 年美国 GDP 增长基本正常, 但欧元区在 2012 至 2013 年受到主权债务危机的影响.....6

图 10: 2012 年至 2015 年韩国、印度 GDP 增速均值下降: 韩国从此前 5.0% 降至 2.9%, 印度从此前 9.0% 降至 6.6%.....6

图 11: 美国利率快速上行发生在 2013 年 5 月至 9 月, 之后震荡回落.....6

图 12: 美元指数快速上行, 并导致大宗商品价格下跌, 主要发生在 2014 年 4 月至 10 月.....6

图 13: 2016 年以来每年都有推动全球通胀率上行的因素, 但压制通胀率的中长期因素也仍然在起作用.....7

图 14: 2012 至 2015 年, PPI 持续负值导致企业利润增长预期低迷, 资产走势完全取决于政策预期变化.....8

图 15: PPI 加速下行并导致货币宽松的时期、以及 PPI 快速拉升的两个时期的权益市场行业特征.....8

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn