



中航证券金融研究所  
所长 董忠云  
证券执业证书号: S0640515120001  
证券分析师 成果, CFA  
证券执业证书号: S0640520070001  
电话: 010-59562558  
邮箱: chengg@avicsec.com

## PPI 恢复, 上调低估值强周期行业至标配

宏观策略深度报告

2020 年 08 月 16 日

### 摘要

- PPI 能够与 M1、国债收益率、工业企业利润增速和 A 股非金融石油石化净利增速在库存周期内产生共振, 是基钦库存周期研究框架下重要的观测指标。
- 隐含在企业经济行为背后的是驱动实体经济加减杠杆的货币政策。M1 是启动增长和通胀恢复进程的最领先指标 (3 个季度)。过去大开大合的逆周期调节放大了我国基钦库存周期下各类经济数据的振幅。
- 未来逆周期调节更加科学, 更加精准的背景下, 基钦库存周期内各类指标的大幅波动可能有所收敛。尽管如此, PPI 恢复预示 A 股净利增速同步改善。
- M1 和 PMI 原材料购进价格大幅反弹, 预示着下半年 PPI 将由深度负值逐渐向 0 附近回升。
- 各主要经济体重启经济的同时整体上基本阻止了疫情进一步恶化, 叠加疫苗的研发进度, 我们认为不能排除全球超预期复苏下 PPI 超预期恢复的可能性。
- 钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等低估值强周期行业的配置价值重新显现。PPI 的回暖下周期行业的景气程度将上升。我们对周期类行业的建议配置仓位由低配上调为标配。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59562524  
传真: 010-59562637

目录

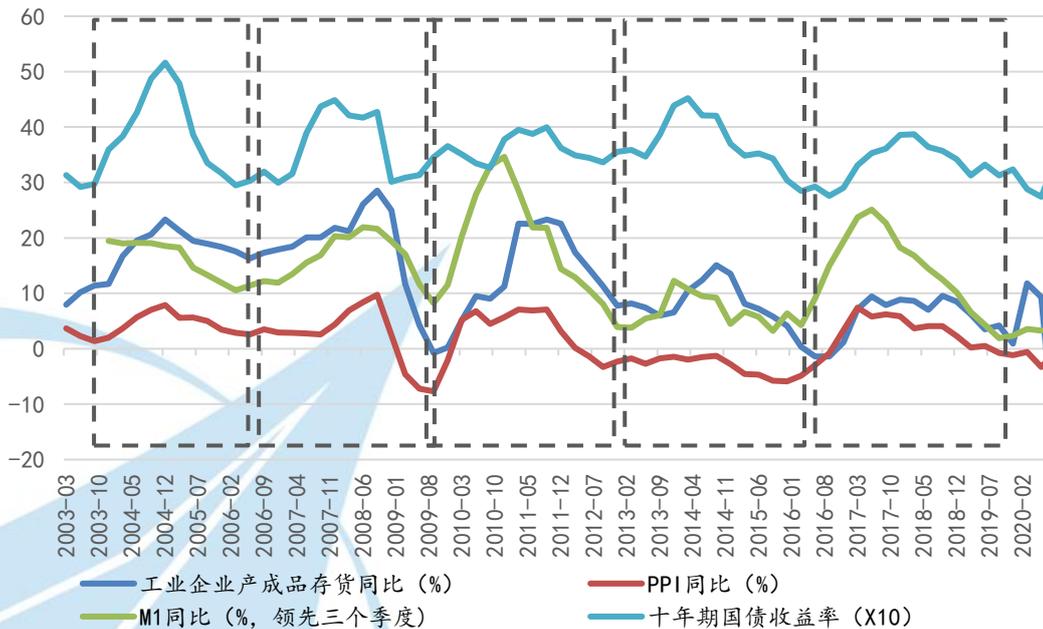
一、	库存周期下 PPI 与企业盈利.....	3
二、	先行指标预示 PPI 将恢复.....	5
三、	PPI 回暖下周期行业景气度可能提升 .....	7



## 一、 库存周期下 PPI 与企业盈利

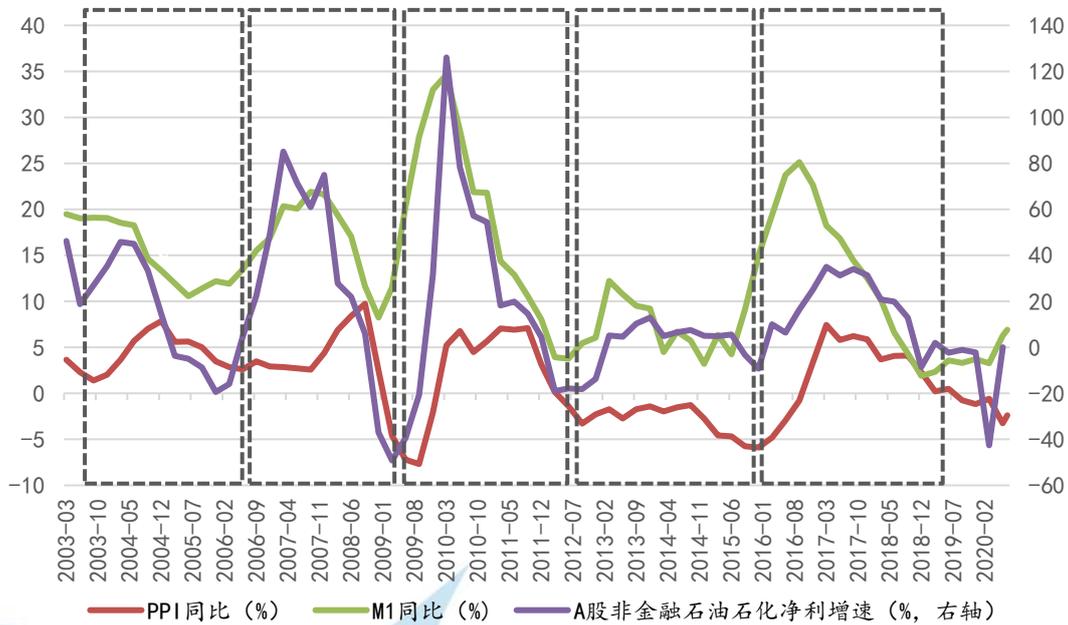
2003 年以来中国经历了五轮完整的库存周期，每一轮周期的平均长度是 39 个月。在库存周期的逻辑框架下，能够完整刻画宏观经济的“增长、通胀和利率”三个类别的指标呈现周期性波动的特点，这也使得基钦库存周期成为中国经济领域应用最广泛的宏观经济研究框架之一。而 PPI 作为通胀的指引，能够与 M1、国债收益率、工业企业利润增速和 A 股非金融石油石化净利增速在库存周期内产生共振。

**图表 1 PPI 与中国基钦库存周期**



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2 PPI、中国基建库存周期与 A 股净利增速

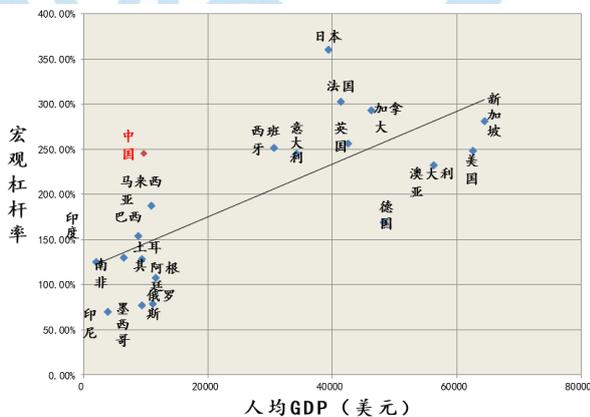


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

中国库存周期主要由工业部门投资行为的扩张和收缩所驱动。但是隐含在企业经济行为背后的是驱动实体经济加减杠杆的货币政策。M1 是启动增长和通胀恢复进程的最领先指标（三个季度）。过去大开大合的逆周期调节本身就放大了我国基建库存周期下各类经济数据的振幅。

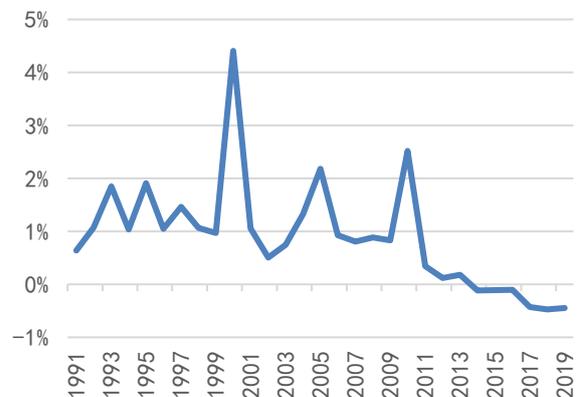
在“宏观杠杆率高企”以及“刘易斯拐点后潜在产出下滑”两个因素的限制下，我国的逆周期调节力度将更加精确、更加科学。未来基建库存周期内各类指标的大幅波动可能有所收敛。尽管如此，PPI 仍然是库存、工业企业利润、A 股利润的共振指标。在 PPI 恢复的情况下 A 股净利增速应该能够同步改善。

图表 3 各国宏观杠杆率(2019)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

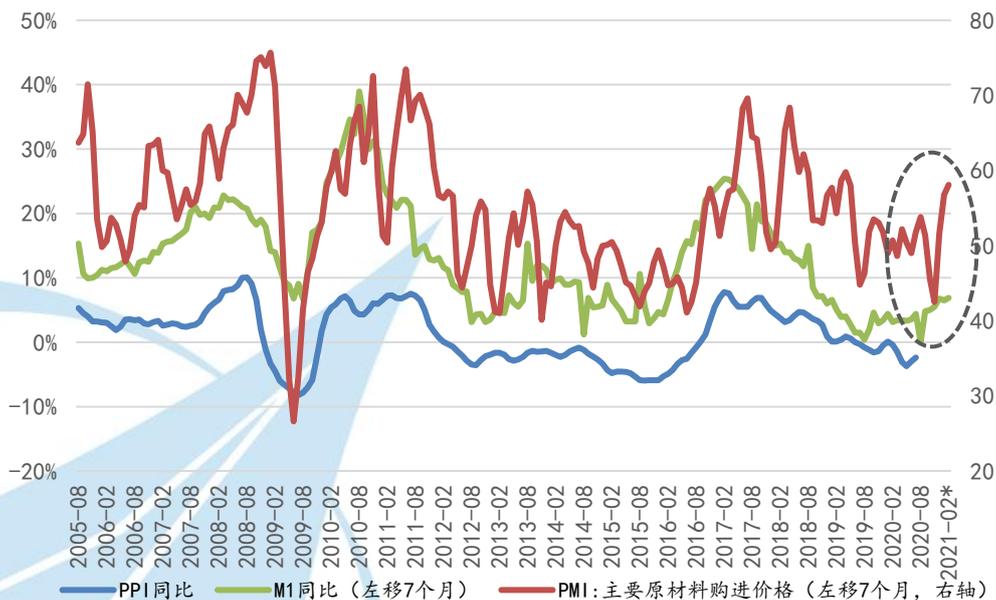
图表 4 中国 15-64 岁人口增速



## 二、 先行指标预示 PPI 将恢复

我们能够使用原油和螺纹钢对 PPI 进行较为理想的拟合。通过分别预测原油和螺纹钢来共同拟合 PPI 确实是一个比较常见的方法。从市场对原油和螺纹钢下半年的供求共识来看，二者上涨空间有限。但是我们认为先行指标的意义是不能够忽视的，在 M1 和 PMI 购进指数大幅反弹的情况下 PPI 还是将由深度负值逐渐向 0 靠近。

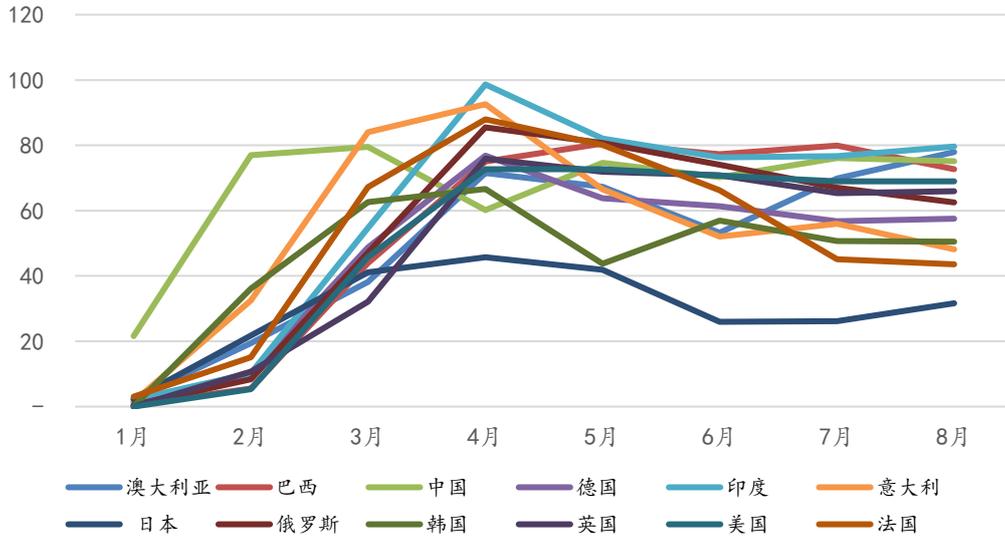
图表 5 PPI、中国基建库存周期与 A 股净利增速



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

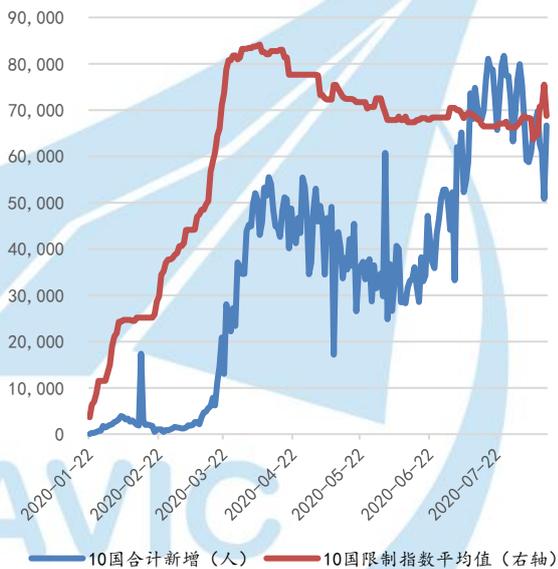
除此之外，我们对全球经济从新冠底部复苏要更加乐观一些。牛津大学根据各国政府对经济社会活动的封锁程度编制了一个限制指数（Government Response Stringency Index）。我们对十二个主要经济体（中美德日英法俄意韩印巴澳）的限制指数进行跟踪，可以发现四月份是一个高峰，此后各国都不同程度的重启了经济。重启经济后这十二个国家的新增确诊合计有所反弹，但近期有触顶的迹象，排除巴西与印度之后这一形态更加明显。主要经济体大体上已经能够在重启经济的过程中一定程度上控制住疫情。

图表 6 12 国政府限制指数

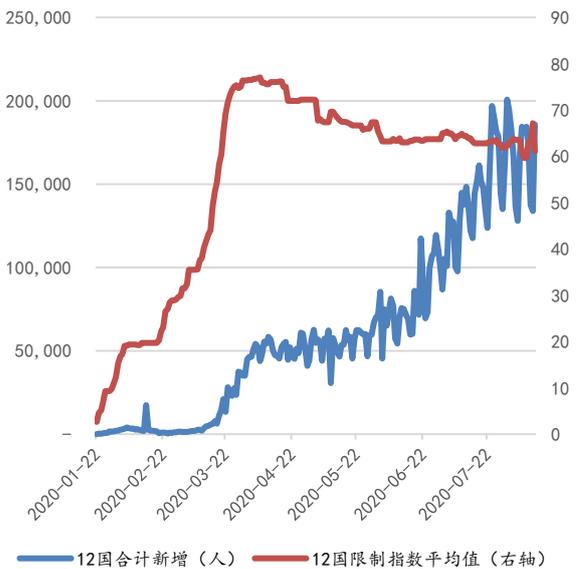


数据来源：牛津大学，中航证券金融研究所

图表 7 12 国政府限制指数与新增确诊(剔除巴西印度)



图表 8 12 国政府限制指数与新增确诊



数据来源：Wind，牛津大学，中航证券金融研究所

疫苗的进展也比较理想。8月12日，俄罗斯宣布注册全球首支新冠疫苗并投入生产，由于临床数据信息较少，各国专家对疫苗效果均持怀疑态度。尽管如此，全球已有31款新冠疫苗研发项目进入临床试验阶段，其中7款疫苗项目已经进入临床三期，包括中国生物武汉所、中国生物北京所和科兴生物的灭活疫苗，美国辉瑞和Moderna公司的mRNA疫苗，以及英国阿斯利康和牛津大学研发的非复制型腺病毒载体疫苗等，临床数据和各国政府的大规模预定订单显示三种技术路径的在研疫苗的有效性值得期待，预计最快今年年底或明年年初将有新冠疫苗上市。

**图表 9 疫苗进展**

疫苗项目	研发机构	研发进度
BBIBP-CorV	国药中生北京所和武汉所	0624阿联酋启动ph3
克尔来福, CoronaVac	科兴生物与巴西布坦坦研究所合作	0706巴西启动ph3
mRNA-1273	Moderna	0727美国启动ph3
BNT162	BioNTech, Pfizer, 复星医药	0727美国启动ph3
ChAdOx1, nCoV-19, AZD1222	牛津大学, AZ, 康泰生物	0528英国启动ph2b/3
俄罗斯卫星V腺病毒疫苗项目	莫斯科加马列亚研究所	已上市 (尚未得到WHO认可)

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

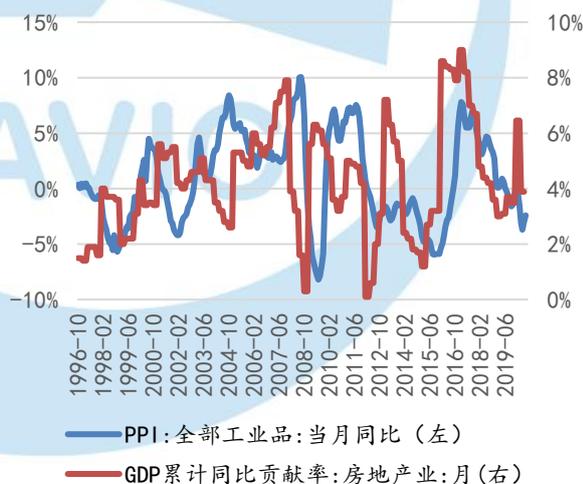
截至 2020 年 6 月, 美国的 M2 增速达到 22.8%, 创二战以来的新高。1943 年二战时期美国 M2 增速达到 26.35% 的峰值, M2 的高增速导致一年后的 CPI 达到 18.1%。虽然最近几十年货币发行对通胀的解释力下降, 但今年极端的货币超发对通胀的影响是不能忽视的。

各主要经济体重启经济的同时整体上基本阻止了疫情进一步恶化, 叠加疫苗的研发进度, 我们认为不能排除全球超预期复苏下 PPI 超预期恢复的可能性。

### 三、 PPI 回暖下周期行业景气度可能提升

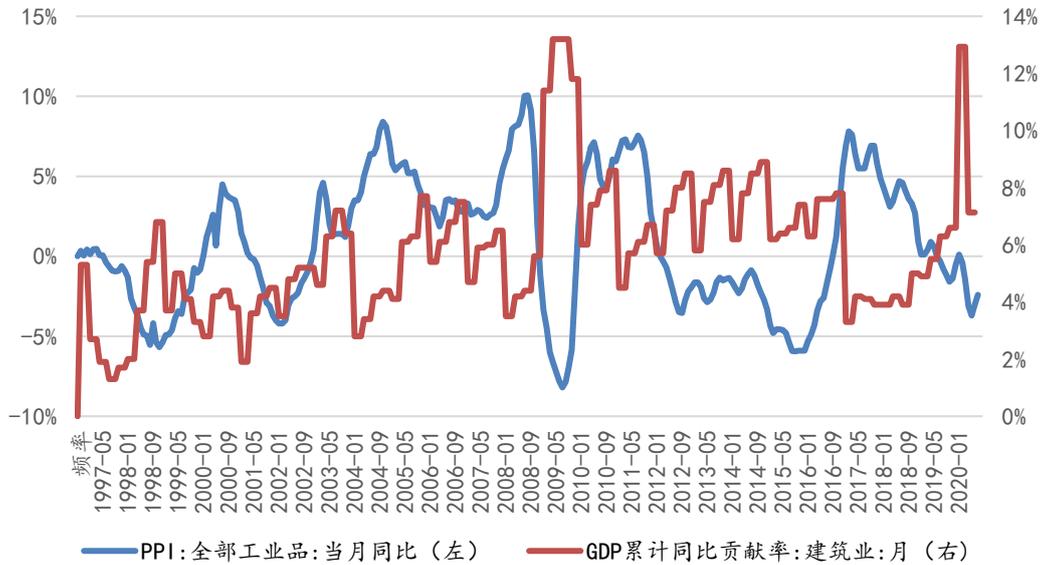
钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等低估值强周期行业的配置价值重新显现。PPI 回暖下周期行业的景气程度将上升。我们对周期类行业的建议配置仓位由低配上调为标配。在具体操作层面上, 我们认为贝塔上周期股存在景气边际改善的可能性, 但还是建议以个股的阿尔法筛选作为择股原则。

#### ➤ 钢铁行业

**图表 10 PPI 与房地产业 GDP 累计同比贡献率**

**图表 11 PPI 与螺纹钢**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 12 PPI 与建筑业 GDP 累计同比贡献率

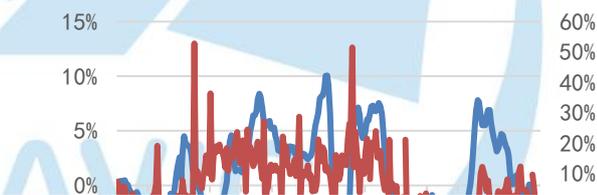


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

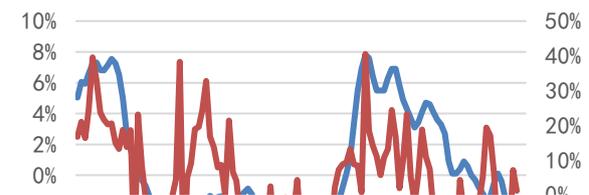
地产 GDP 累计同比贡献率领先于 PPI。螺纹钢与 PPI 同步。而建筑业 GDP 累计同比贡献率与 PPI 呈现明显的负相关。其原因是经济下行时扩张的财政政策会以基建的形式作用于建筑业，使得建筑业对 GDP 的贡献比例在衰退时期大幅上升。下半年如果工业物价回暖，钢铁行业的景气度也将同步回升。

煤炭行业

图表 13 PPI 与原煤产量



图表 14 PPI 与六大发电集团耗煤量



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_3113](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3113)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn