

分析师：

黄伟平 S0190514080003

左大勇 S0190516070005

研究助理：徐琳

历史上 PPI 回升对债市有何影响？

——写在 PPI 即将由负转正之际

2021 年 1 月 4 日

投资要点

近期我国 PPI 指数持续上行。从传统的认识来看，PPI 上行可能意味着通胀风险的提升，或将对债市造成较大压力。本文基于“基本面-政策面-资金面”三角分析框架，结合历史上 PPI 上行时期的相关经验，主要分析两个层次的问题：1) PPI 上行的核心逻辑是什么？2) PPI 上行时期对债市有何影响，债市的核心矛盾是什么？

历史上 PPI 由负转正后都发生了什么？债市走势如何？

- **一、2002 年 12 月后：经济上行期的大通胀**
 - **基本面：**国际大宗商品价格迅速提升，国内出口走强支撑经济快速增长。
 - **政策面：**央行货币政策先松后紧，2003 年 6 月初是政策导向转向的关键时点。
 - **资金面：**贸易顺差扩大导致国内货币供应量大幅扩张。
 - **总结：**持续向好的经济基本面和相对宽松的资金面共振，导致了本轮 PPI 同比增速的大幅上行；持续向好的基本面可能是导致 2004 年债市整体走熊的主要因素。
- **二、2009 年 12 月后：“四万亿”后的“滞胀”风险**
 - **基本面：**经济“二次衰退”风险引发市场担忧。
 - **政策面：**从“适度宽松”到“稳健”体现了货币政策由松到紧的调控方向。
 - **资金面：**“适度宽松”货币政策下的充裕资金面是本轮 PPI 上行的重要原因。
 - **总结：**较为宽松的资金面是促使本轮 PPI 同比增速迅速上行的主要原因；通货膨胀与经济回落两种不同逻辑的相互博弈导致债券收益率一度震荡向下；2010 年四季度央行加息操作后债市转熊。
- **三、2016 年 9 月后：供给侧改革下的供需再平衡**
 - **基本面：**经济总体运行平稳较好。
 - **政策面：**本轮 PPI 上行的核心逻辑是供给侧改革对大宗商品供需关系的影响。
 - **资金面：**金融去杠杆导致流动性明显收紧。
 - **总结：**本轮 PPI 上行的核心逻辑可能是政策面的供给侧改革对大宗商品供需关系的影响，而债市走熊的核心逻辑可能是金融去杠杆导致的资金面流动性收紧。
- **通胀压力可能是导致前两轮 PPI 上行周期中债市走熊的主要因素，但可能不是第三轮 PPI 上行周期中债市走熊的核心逻辑。**

本轮 PPI 回暖的核心逻辑及其对债市的影响

- **基本面：**全球经济的持续回暖是 PPI 同比增速快速上升的根本动力。
- **政策面：**拜登上台后的新一轮疫后财政刺激政策值得期待。
- **资金面：**世界主要经济体较为宽松的货币政策在短期内退出的可能性不大。
- **经济基本面向好、政策面和资金面不差**是本轮 PPI 回暖的核心逻辑。
- **PPI 上行预期下对未来债市走势的展望：**
 - 1) 短期内（1-2 个月），市场的主要矛盾是仍是流动性，政策不着急转弯，意味着流动性收紧的概率不大，交易性行情持续。
 - 2) 但中期方向看，需要关注 PPI 上行背景基本面韧性持续、通胀预期回升对债市潜在的不利影响。

风险提示：海外疫情发展超预期、货币政策和监管政策超预期、地缘政治风险。

相关报告

20201228

三个关键词看 2020 年债市——20 年债市深度回顾

20201220

关注超长债的配置价值

20201214

存单利率下来了，然后呢？

20201207

如何看待下一阶段的资金面格局

20201130

为何市场对流动性预期仍悲观？

20201123

信用违约冲击对市场的影响结束了吗？

20201116

违约冲击、信用分层与信用风险重定价——谈谈当下信用违约对市场的影响

20201111

蓄盈待竭——2021 年利率市场展望

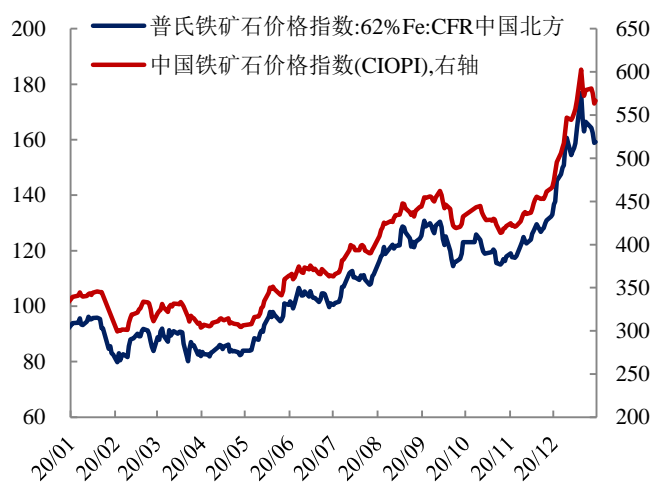
请阅读最后一页信息披露和重要声明

近期煤炭、钢铁等大宗商品价格普遍大幅上涨，支撑我国 PPI 指数持续上行。从传统的认识来看，PPI 上行可能意味着通胀风险的提升，或将对债市造成较大压力。本文基于“基本面-政策面-资金面”三角分析框架，结合历史上 PPI 上行时期的相关经验，主要分析两个层次的问题：1) PPI 上行的核心逻辑是什么？2) PPI 上行时期对债市有何影响，债市的核心矛盾是什么？

图表 1：近期煤炭价格快速提升

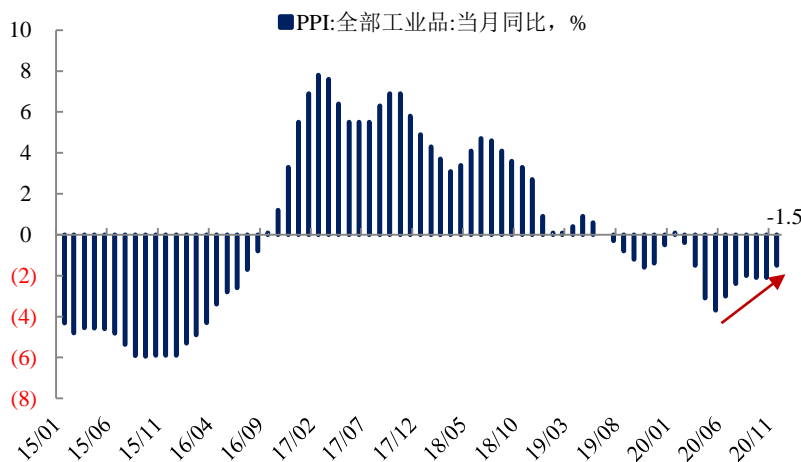


图表 2：近期铁矿石价格大幅上涨



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3：近几个月我国 PPI 指数持续上行



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

一、影响 PPI 的“基本面-政策面-资金面”三角分析框架

PPI 同比增速的变动主要受到基本面、政策面、资金面三大类因素的共同影响：

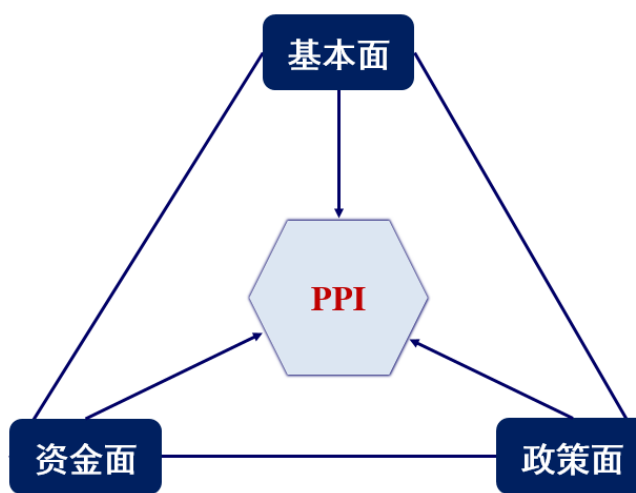
- **基本面：**基本面走强可能导致通胀风险增加，进而增加债市下行压力。一般认为，通货膨胀是经济增长的滞后指标。经济的持续增长一般伴随着需求的走强，而需求走强则可能会导致物价的上升，进而增加通货膨胀风险、增加债市下行压力。
- **政策面：**国家经济、货币、财政政策可能对通货膨胀造成重要影响，进而可能影响债市走势。如国家在推行“四万亿计划”、供给侧结构性改革等相关政

策的时期，我国通货膨胀、债券收益率等相关指标都曾出现过大幅波动。

- **资金面：**相对宽松的资金面可能会增加通胀风险，进而增加债市下行压力。通货膨胀在本质上是货币现象。在资金面较为宽松、市场上流动性较为充足的时期，资金更有可能流入商品市场并导致物价上升，进而增加通胀风险和债市下行压力。资金面的宽松和紧缩与央行货币政策导向具有较强的相关性。

基本面、政策面、资金面三大类因素共同决定了 PPI 同比增速变动的方向和幅度。本文构建了“基本面-政策面-资金面”三角分析框架，主要分析两个层次的问题：1) PPI 上行的核心逻辑是什么？2) PPI 上行时期对债市有何影响，债市的核心矛盾是什么？

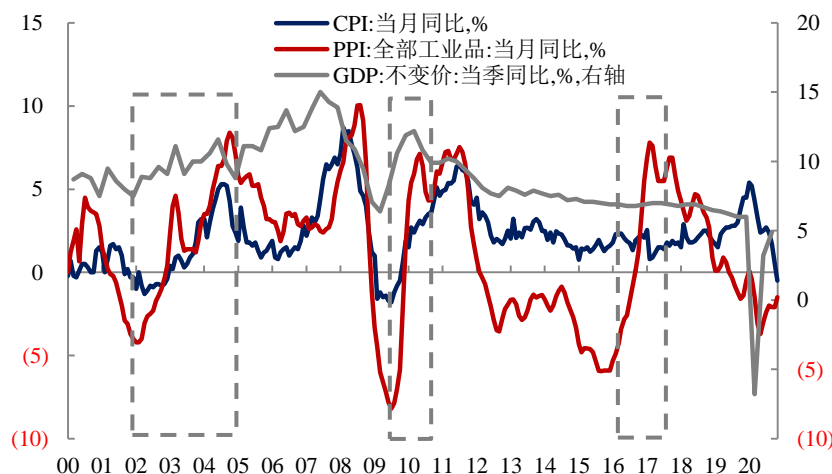
图表 4：影响 PPI 的三角分析框架：“基本面-政策面-资金面”



数据来源：兴业证券经济与金融研究院

二、历史上，PPI 由负转正后都发生了什么？债市走势如何？

目前我国 PPI 指数持续上行，可能将由负转正。21 世纪以来，我国 PPI 指数当月同比数据曾出现过三次由负转正的大幅回升。其中 PPI 当月同比数据由负转正的时间分别为 2002 年 12 月、2009 年 12 月、2016 年 9 月。从 PPI 走势来看，上述三个时期可能与当前情况存在一定相似之处，值得深入分析和借鉴。但由于三次 PPI 当月同比数据由负转正时期的基本面、政策面、资金面情况明显不同，PPI 当月同比数据由负转正后的债市走势存在着巨大差异。

图表 5：2000 年后曾出现三次 PPI 当月同比数据由负转正的大幅回升


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

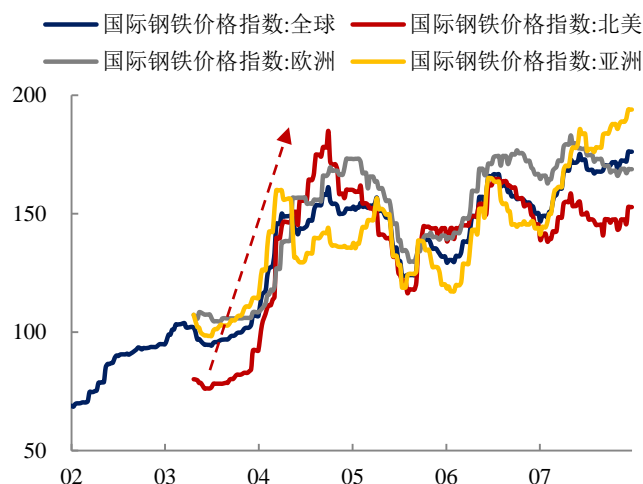
一、2002 年 12 月后：经济上行期的大通胀

经历了 2002 年的通货紧缩后，2002 年 12 月我国 PPI 当月同比数据在年内首次由负转正，并于 2004 年 10 月达到峰值 8.4%。在 2003 年 1 月至 2004 年 10 月之间，除 2003 年二三季度受“非典”疫情影响 PPI 同比增速有所下降之外，PPI 同比增速均呈现出较为明显的上行趋势。

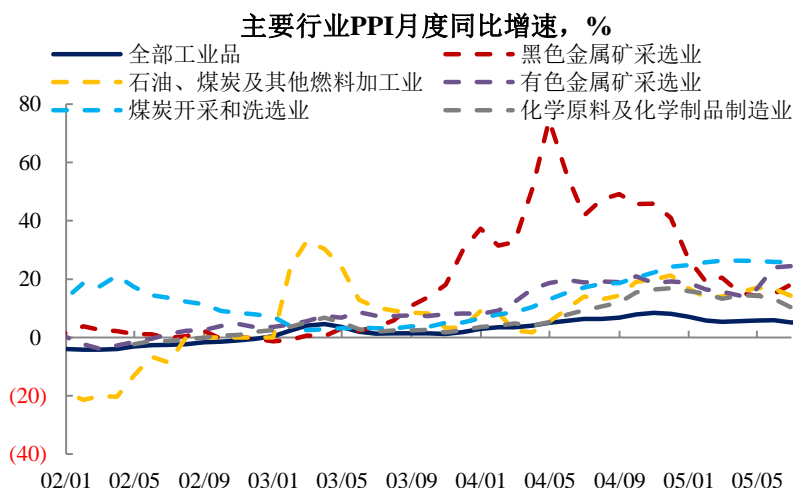
● 基本面：国际大宗商品价格迅速提升，国内出口走强支撑经济快速增长。

- 国际大宗商品价格的迅速提升是本轮 PPI 大幅上行的主要外因。随着互联网泡沫破灭的影响逐渐消退，2002 年世界经济开始逐步复苏，明显拉动了大宗商品需求，导致国际市场上包括原油、钢铁等在内的大宗商品价格均出现了不同程度的提升。以钢铁为例，在 2002 年 1 月至 2004 年 10 月的 34 个月内，国际钢铁价格指数上涨了 134%。彼时国际大宗商品市场的狂热导致了我国石油、黑色金属等行业 PPI 的大幅提升。

图表 6：2002 至 2006 年国际油价迅速上涨

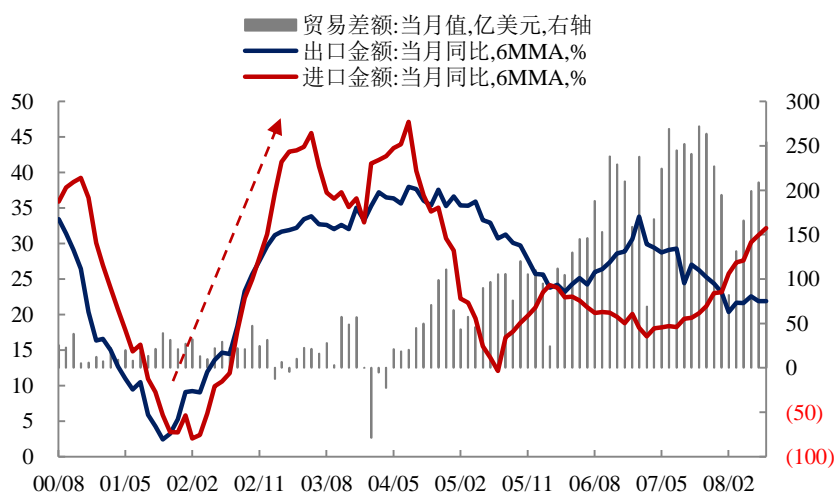
图表 7：2002 至 2004 年铁矿石价格飙升


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8：黑色金属和石油价格的上涨是推动 PPI 同比增速上行的主要原因


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **强出口支撑下的国内经济快速增长提供了本轮 PPI 大幅上行的基本面基础。**2001 年 12 月 11 日，中国正式加入 WTO，随后国内进出口同比增速迅速飙升。自 2002 年三季度末至 2005 年二季度末，中国出口月度同比增速基本上均处于 30% 以上的高增长区间，远高于同期的 GDP 同比增速。随着国内出口的走强，中国的国际贸易顺差额逐年扩大，这为彼时中国经济基本面的走强提供了重要支撑。

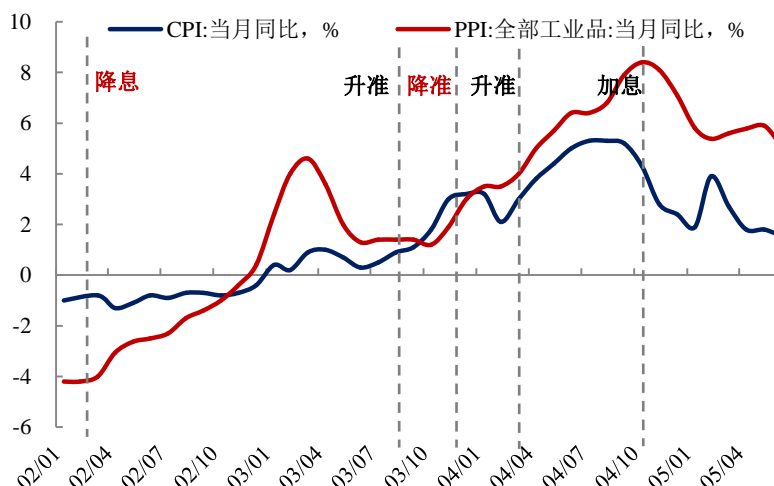
图表 9：2002 年以来国内出口走强，中国的国际贸易顺差额呈扩大趋势


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **政策面：央行货币政策先松后紧，2003 年 6 月初是政策导向转向的关键时点。**
 - **2003 年 6 月前较为宽松的货币政策在一定程度上助长了通胀上行的趋势。**2003 年 6 月前，虽然 PPI 同比增速已呈现出较为明显的上行趋势，但为了缓解“非典”疫情对经济基本面的负面影响，央行的货币政策倾向仍较为宽松，这在一定程度上助长了通胀上行的趋势。
 - **2003 年 6 月开始央行货币政策逐渐从宽松转向紧缩。**2003 年 5 月底，世界卫生组织宣布了对我国“非典”疫情的解禁令，标志着疫情风险告一段落。同年 6 月 6 日，央行发布月度金融统计报告，表明要进一步创造条件加大公开市场操作力度，并可能选择适当的时机调整存款准备金率；8 月 23 日，央行宣布升准。货币政策开始逐渐呈现边际收紧的态势。

- 边际收紧的货币政策在一定程度上遏制了通胀上行的趋势。2003 年 8 月 23 日，货币政策逐步转入紧缩周期，表明彼时通货膨胀已成为央行关注的重要风险。升准后 CPI 和 PPI 的上行势头仍未见扭转迹象，2004 年 10 月 29 日央行在本轮 PPI 上行周期内首次加息。随后通胀上行的趋势在一定程度上得到了遏制。

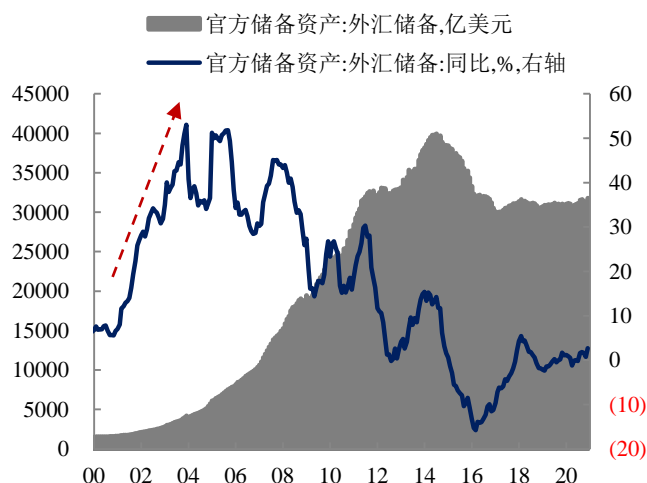
图表 10：加息在一定程度上遏制了通胀上行的趋势



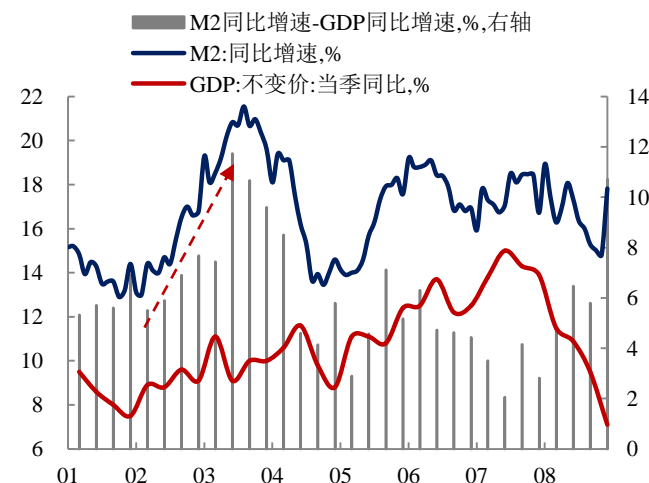
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 资金面：贸易顺差扩大导致国内货币供应量大幅扩张。强出口导致中国在国际贸易中的顺差额逐年扩大。为了维持人民币汇率的相对稳定，央行不得不用人民币购买美元等外币，导致了本币供应量的迅速增加。自 2002 年一季度起，我国 M2 与 GDP 的同比增速差值明显走阔，这表明我国货币供应量的增长步伐明显快于 GDP 的增长步伐，这对我国的经济造成了较大的通胀压力。

图表 11：2002 年以后外汇储备同比增速迅速飙升



图表 12：2002 年后 M2 与 GDP 同比增速差明显扩大



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

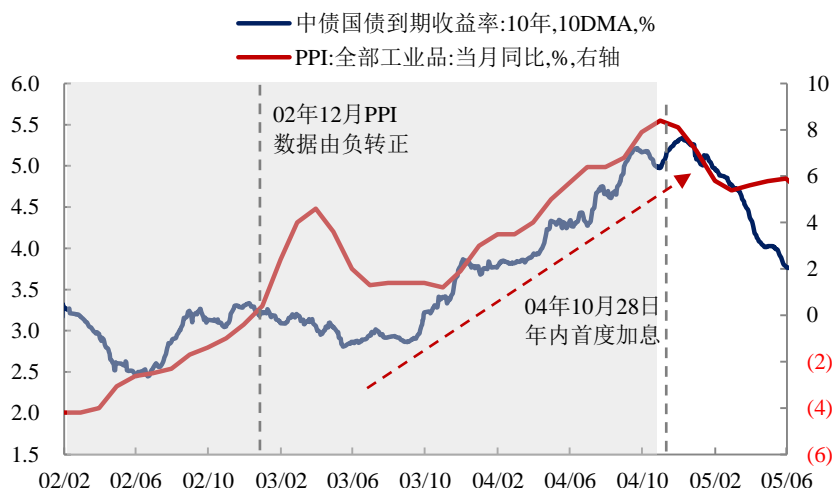
- 债市影响：PPI 由负转正后债券收益率先下后上，加息一致性预期形成后债市走熊。
 - 在 2002 年 12 月 PPI 同比增速由负转正后，但由于 2003 年初市场资金较为充裕且“非典”疫情的蔓延对经济基本面担忧上升，2003 年前三个季度 10Y 国债收益率中枢整体下移，债市走牛。
 - 2003 年 8 月末，持续向好的经济基本面叠加央行升准政策的落地，市场

资金面收紧并逐渐对未来的通货膨胀和央行加息形成一致性预期，10Y 国债收益率持续上行，从 2003 年 9 月 1 日的 2.86% 一路飙升至 2004 年 9 月 22 日的 5.21%。

- 2004 年 10 月 29 日，央行加息政策靴子落地，10Y 国债收益率由 10 月 29 日的 4.97% 升至 12 月 8 日的 5.34% 后开始回落。其主要原因可能是在加息政策出台后，投资增幅回落、货币信贷增长放缓，宏观调控取得了一定成效，因此政策层面没有进一步收紧。

总体来说，2002 年 12 月前后，持续向好的经济基本面和相对宽松的资金面产生共振，导致了本轮 PPI 同比增速的大幅上行；随着政策面的收紧，PPI 同比增速的上行趋势得到了一定程度的遏制；加息后投资增幅回落、货币信贷增长放缓，债券收益率下行；“非典”疫情在短期内对 PPI 和债券收益率下行造成了一定影响，但并未改变 PPI 上行和债市走熊的整体趋势，持续向好的经济基本面引发的通货膨胀可能是导致 2004 年债市整体走熊的主要因素。

图表 13：第一次 PPI 由负转正后 10Y 国债收益率先下后上

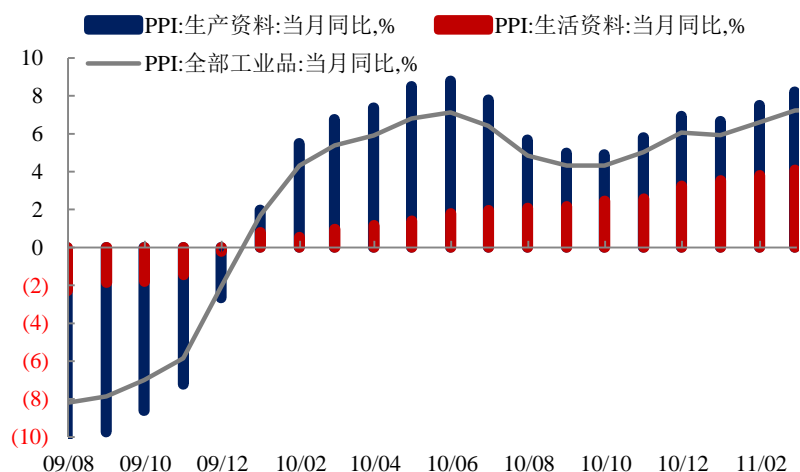


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

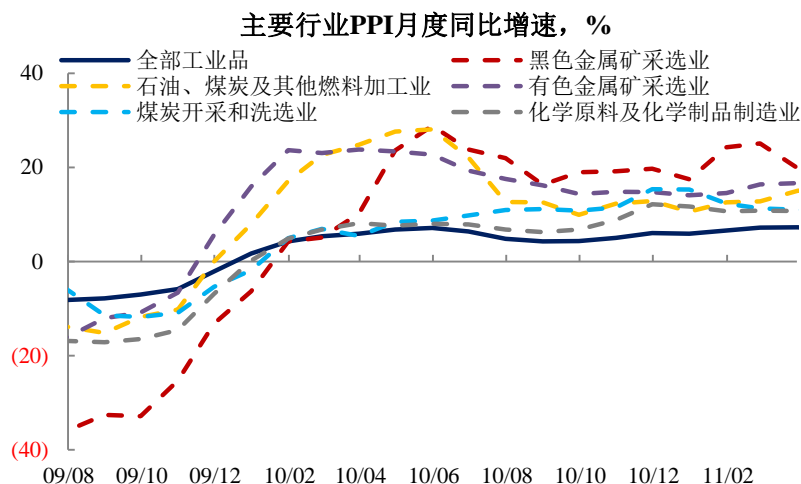
二、2009 年 12 月后：“四万亿”后的“滞胀”风险

随着“四万亿计划”经济刺激措施的逐步落地，2009 年 7 月我国 PPI 当月同比数据触底回弹，12 月在年内首次由负转正，并于 2010 年 5 月达到峰值 7.13%。此后一年多的时间中，PPI 当月同比数据始终保持高位运行。本轮 PPI 上行周期呈现出较为明显的生产资料价格向生活资料价格传导的价格提升路径，有色、石油、煤炭、钢铁等大宗商品价格的提升对本轮 PPI 上行的贡献较大。

- **基本面：经济“二次衰退”风险引发市场担忧。**“四万亿计划”推出之后，中国经济增速触底反弹，2010 年一季度 GDP 同比增速已恢复至 12.2% 的高点。然而随着 2010 年 4 月房地产行业调控政策“新国十条”的颁布和 5 月欧债危机的爆发，2010 年二季度开始 GDP 同比增速明显走弱，市场预期由担忧“经济过热”向担忧经济“二次衰退”转变。

图表 14：本轮 PPI 上行趋势由生产资料价格向生活资料价格传导


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15：有色、石油、煤炭、钢铁价格上涨对本轮 PPI 增速大幅上升贡献较大


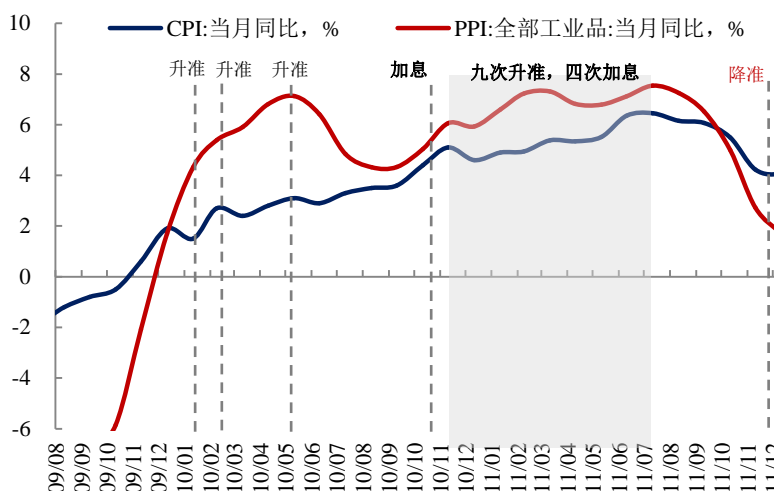
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● **政策面：从“适度宽松”到“稳健”体现了货币政策由松到紧的调控方向。**

- **第一阶段：货币政策基调调整为“适度宽松”的货币政策。**为应对较为严峻的经济下行风险，2008 年第三季度的货币政策执行报告将“做好流动性管理工作”的货币政策基调调整为“确保金融体系流动性充足”的适度宽松的货币政策基调。在 2008 年第三季度的货币政策执行报告发布前后，央行实施了 4 次降准、5 次降息操作。这说明在这一阶段通胀并不是央行货币政策所考虑的主要风险。
- **第二阶段：货币政策边际收紧，目标兼顾管理通胀预期。**在 2009 年第三季度的货币政策执行报告中，虽然仍坚持“适度宽松”的货币政策，但货币政策的目标除了“稳增长”以外，还加上了“注意管理好通胀预期”。2009 年四季度的货币政策执行报告则进一步增加了“加强流动性管理”的表述。这说明通胀形势已经开始制约央行货币政策的调控方向。
- **第三阶段：将“适度宽松”的货币政策调整为“稳健”的货币政策。**随着通胀水平的进一步增强，央行于 2010 年 10 月 20 日实施了年内首次加息。随后在 2010 年四季度货币政策执行报告中，央行将“适度宽松”的货币政

策调整为“稳健”的货币政策，强调“价格上行风险不容忽视”和“把好流动性总闸门”，这说明央行货币政策开始进一步收紧，彼时通胀问题已成为央行货币政策调控所考虑的主要问题。本轮 PPI 上行周期央行采取的调控政策较为激烈，共使用了 5 次加息和 12 次升准，直至 2011 年四季度紧缩的货币政策才有所缓和。

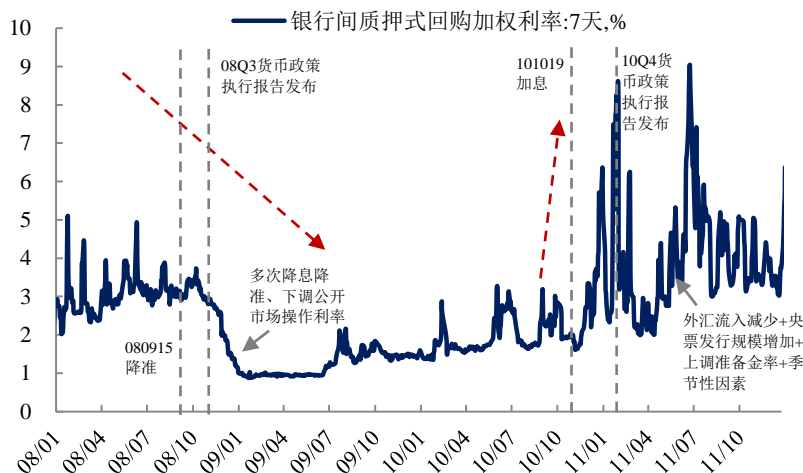
图 16：本轮 PPI 上行周期央行共使用了 5 次加息和 12 次升准



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **资金面：“适度宽松”货币政策下的充裕资金面是本轮 PPI 上行的重要原因。**
 - 在货币政策全面转松时期，资金面相对充裕。在 2008 年第三季度货币政策执行报告发布前后，受益于央行多次降息降准操作，R007 趋势性下行后，一直在低位保持稳定。这一时期充裕的流动性是本轮 PPI 同比增速迅速上行的重要原因。
 - 货币政策边际收紧后，资金面明显趋紧。2009 年 10 月后，CPI 同比增速超预期走高叠加央行密集的加息、升准等操作，R007 上行速度加快，这表明该时期市场上的流动性相对紧张。

图 17：2008 年末至 2009 年 10 月前资金流动性较为宽松



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **债市影响：基本面走弱与资金面宽松两种不同逻辑的相互博弈导致债市震荡**

下行，而央行加息后预期差消除、债市整体转熊。

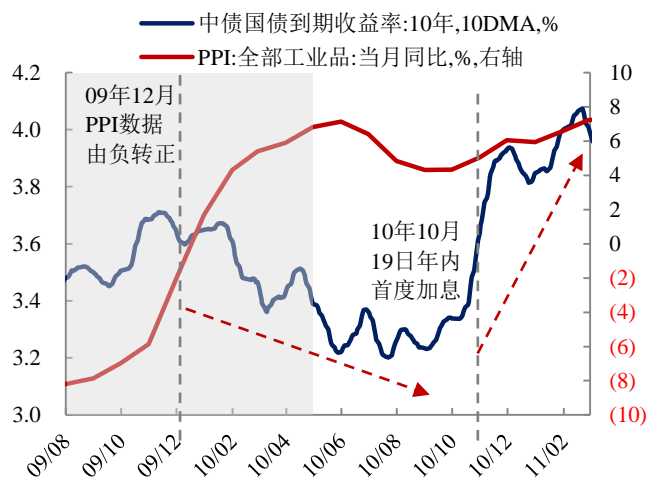
- **经济衰退与通货膨胀两种不同逻辑的相互博弈是债市震荡下行的主要原因。** 09 年末 10 年初，我国整体呈现经济见顶回落、通胀上行的局面，市场上对于经济衰退和通货膨胀的担忧同时存在。一般来说，经济衰退利好债市，通货膨胀导致的货币紧缩预期利空债市，两种不同逻辑对于债市的影响截然相反，2009 年末至 2010 年三季度，10Y 国债收益率走势出现了较为明显的反复震荡的格局，但由于该时期内市场对经济下行的预期略强于货币紧缩的预期，10Y 国债收益率中枢呈现缓慢下行的趋势。
- **央行加息操作引导市场形成流动性收紧的一致预期，导致债市整体转熊。** 2010 年 10 月 20 日，在历经三次升准调控后央行进行了年内首次加息调控操作，这促使市场形成了货币紧缩、流动性收紧的一致预期，10Y 国债收益率中枢加速上行，债市整体转熊。

总体来说，“四万亿计划”刺激下较为宽松的资金面是促使本轮 PPI 同比增速迅速上行的主要原因；通货膨胀与经济回落两种不同逻辑的相互博弈导致债券收益率一度震荡向下；2010 年四季度央行加息操作使得政策面与资金面的边际收紧成为市场普遍认可的一致预期，可能是彼时债市迅速转熊的主要因素。

图表 18：2010 年国内经济走弱、通胀回升



图表 19：第二次 PPI 由负转正后债市走势受到经济衰退与通货膨胀两种不同逻辑的共同影响



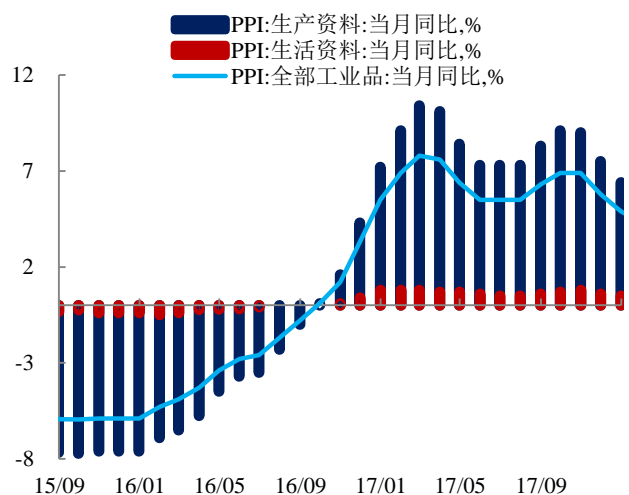
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、2016 年 9 月后：供给侧改革下的供需再平衡

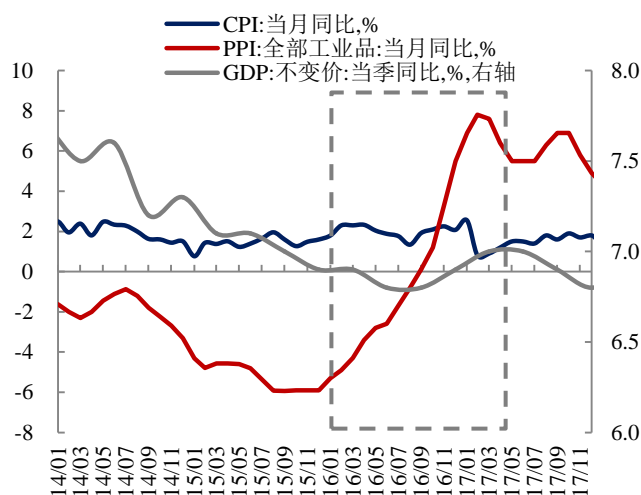
从 2015 年 9 月开始 PPI 同比增速进入了新一轮大幅上行的周期，其中 2016 年 9 月 PPI 同比增速由负转正，2017 年 2 月达到峰值 7.8%。本轮 PPI 同比增速大幅上行的主要驱动因素是生产资料价格的快速抬升，生活资料价格对于本轮 PPI 同比增速提升的边际贡献较小。本轮 PPI 上行周期 CPI 同比增速较为稳定，基本维持在 2% 的正常水平附近上下波动。

- **基本面：经济总体运行平稳较好。** 自 2015 年一季度开始，我国 GDP 增速基本维持在 7% 左右的水平。总体来说，这一阶段我国经济总体运行平稳较好。基本面因素并不是在这一时期影响通货膨胀和债市走势的主要因素。

图表 20: 本轮 PPI 上行周期中生活资料 PPI 同比增速变动较小



图表 21: 本轮 PPI 上行周期 CPI 同比增速较为稳定



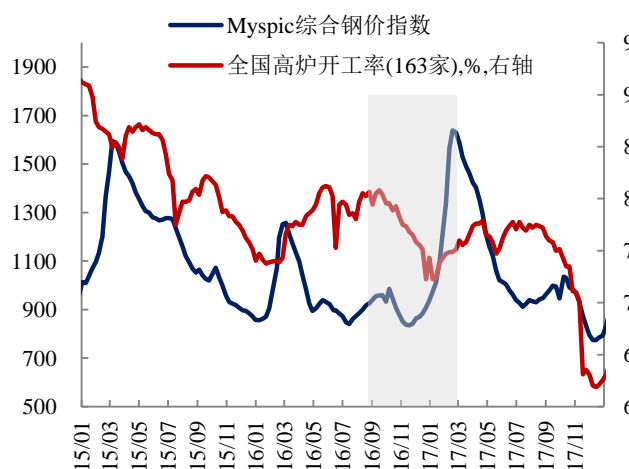
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 政策面: 本轮 PPI 同比增速上行的核心逻辑可能并不是通货膨胀, 而是供给侧改革对大宗商品供需关系的影响。

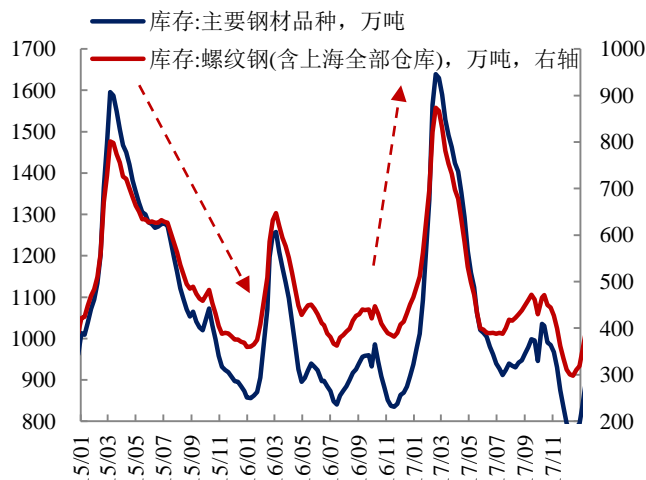
- 供给侧改革可能是本轮 PPI 同比增速由负转正、大幅上行的主要逻辑。2015 年推行的供给侧改革对过剩产能的压降和化解改变了大宗商品供给和需求之间的关系。以钢铁产业的供给侧改革为例: 从供给侧来看, 供给侧改革压降过剩产能的要求抑制了钢铁产业的生产动能, 从而导致钢铁供给量的下行; 从需求侧来看, 16 年末 17 年初正值钢铁补库存周期的前期, 市场对钢铁制品的需求较强; 供给和需求的失衡导致钢铁价格迅速上涨。在供给侧改革的影响下, 煤炭、钢铁等上中游原材料产业价格提升、盈利明显改善。供给侧改革导致的大宗商品价格上涨可能是本轮 PPI 由负转正大幅回升的主要原因。

- 控通胀可能并不是彼时央行货币政策的主要目标。自 2016 年以来, 虽然央行对通胀预期的变化给予了一定程度的关注, 但这一时期央行的主要目标仍是金融去杠杆和抑制资产泡沫。这在一定程度上也证实了当时通货膨胀风险并不是央行宏观政策调控所考虑的最主要问题。

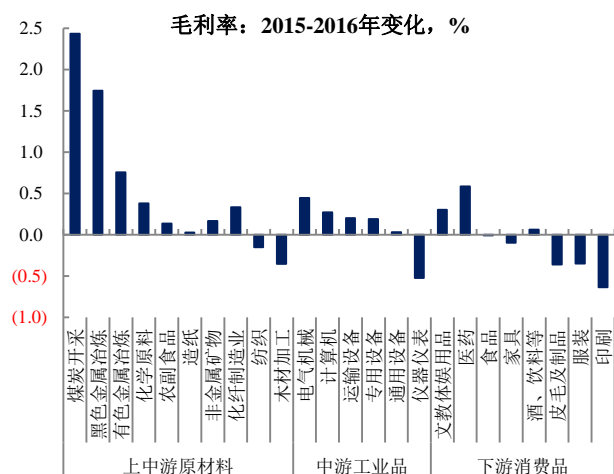
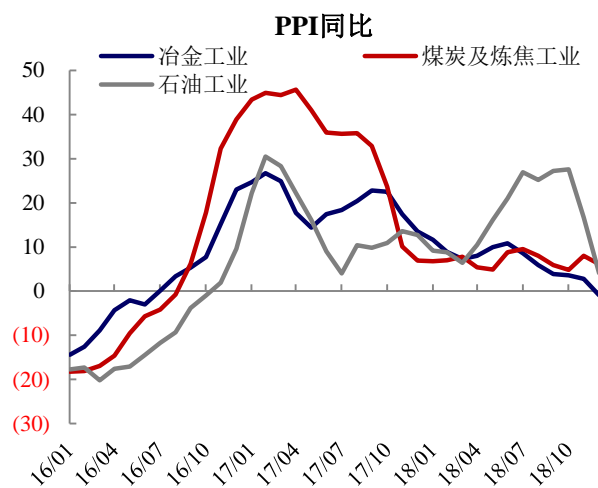
图表 22: 16 年末 17 年初钢价上行、高炉开工率下行



图表 23: 16 年末 17 年初正值钢铁补库存周期

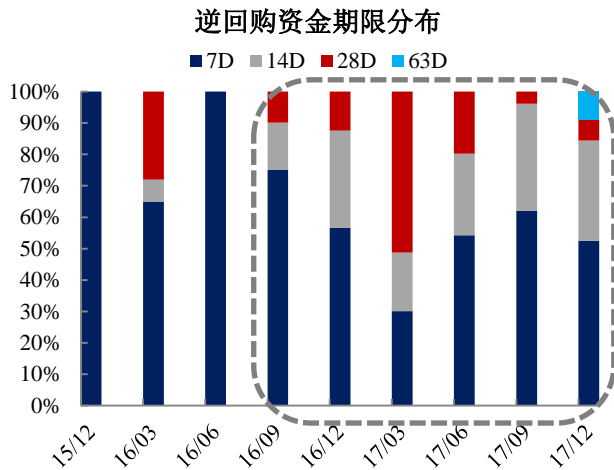
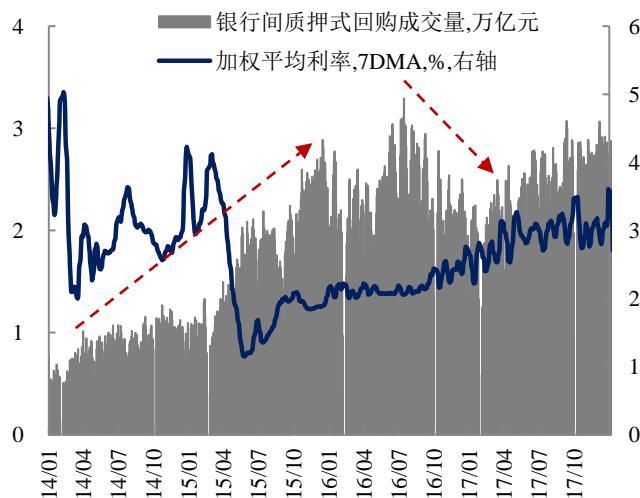


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24：煤炭、钢铁等上中游原材料产业盈利改善

图表 25：煤炭等原材料产业 PPI 同比增速涨幅较大


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **资金面：金融去杠杆导致流动性明显收紧。**2016 年以来，央行“金融去杠杆”的政策导向明确且坚定。同年 8 月，央行重启 14 天和 28 天逆回购，通过拉长长期限、缩短放长的方式提升流动性溢价，从而间接提高资金成本，抑制金融机构加杠杆的行为，打击资金空转套利。从债券市场的角度来看，2016 年下半年以来，债券质押融资规模的增速下降明显。金融去杠杆导致资金面的流动性明显收紧。

图表 26：16 年 8 月起央行开展 14、28 天逆回购

图表 27：16 年下半年以来，债券质押融资已经得到明显限制，规模基本没有增长


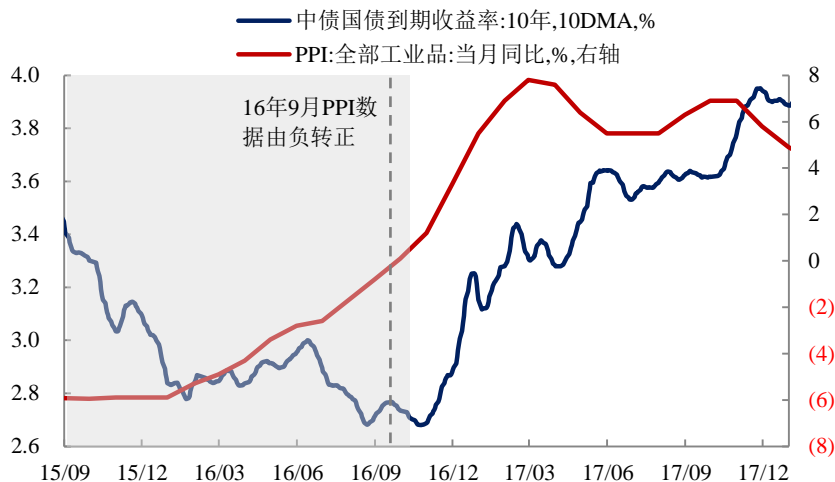
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **债市影响：本轮 PPI 同比增速由负转正后债市持续走熊，金融去杠杆导致的流动性收紧可能是彼时债市走熊的核心逻辑。**2016 年 10 月初，在 9 月通胀数据发布前后，10Y 国债收益率中枢在 2.70% 左右；时至 2017 年 2 月中旬，10Y 国债收益率上升至 3.44%，在近 5 个月的时间内上行 74 个 BP；在本轮 PPI 同比增速数据见顶后 10Y 国债收益率继续上行，在 2017 年 11 月 28 日达到了 3.95% 的峰值。在这一时期虽然 PPI 同比增速大幅上行，但 CPI 同比增速基本维持在 2% 的正常水平附近，这说明彼时的通胀压力并不算大。这说明通货膨胀可能不是本轮 PPI 上行周期中债市走熊的核心逻辑，金融去杠杆导致的流动性收紧可能是彼时债市整体走熊的主要原因。

总体来说，本轮 PPI 同比增速由负转正、大幅上行周期债市整体走熊，但通货膨

胀可能不是债市走熊的核心逻辑；本轮 PPI 同比增速上行的核心逻辑可能是政策面的供给侧改革对大宗商品供需关系的影响，而债市走熊的核心逻辑可能是金融去杠杆导致的资金面流动性收紧。

图表 28：本轮 PPI 上行周期中生活资料 PPI 同比增速变动较小



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

总结：

- 通胀压力可能是导致前两轮 PPI 上行周期中债市走熊的主要因素。在第一轮 PPI 上行周期中，持续向好的经济基本面导致通胀压力增大，债券收益率上行；在第二轮 PPI 上行周期中，前期通货膨胀与经济回落两种不同逻辑的相互博弈导致了债券收益率的震荡向下，央行加息后通胀压力成为市场一致性预期，债市走熊。
- 通货膨胀可能不是第三轮 PPI 上行周期中债市走熊的核心逻辑。供给侧改革导致 PPI 大幅上行，金融去杠杆导致流动性明显收紧、债市走熊。本轮 PPI 上行周期中通胀风险可能并不是影响债市的主要矛盾。

图表 29：历史上三轮 PPI 上行周期的情况总结

	2002 年 12 月前后	2009 年 12 月前后	2016 年 9 月前后
基本面	经济快速增长	“二次衰退”风险	经济总体运行平稳较好
政策面	货币政策先松后紧	货币政策先松后紧	供给侧改革、金融去杠杆、货币政策较为宽松
资金面	较为宽松	较为宽松	流动性明显收紧
债市走势	起初受“非典”冲击债券收益率下降，加息一致性预期形成后债市走熊	基本面走弱与资金面宽松两种不同逻辑的相互博弈导致债市反复震荡，央行加息后预期差修正，债市整体转熊	PPI 同比增速由负转正后债市持续走熊
通胀与债市关系	持续向好的经济基本面引发的通货膨胀可能是导致债市整体走熊的主要因素	前期通货膨胀与经济回落共同影响债市走势，央行加息后通货膨胀成为影响债市的主要逻辑	通货膨胀可能不是债市走熊的核心逻辑

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

三、本轮 PPI 回暖的核心逻辑及其对债市的影响

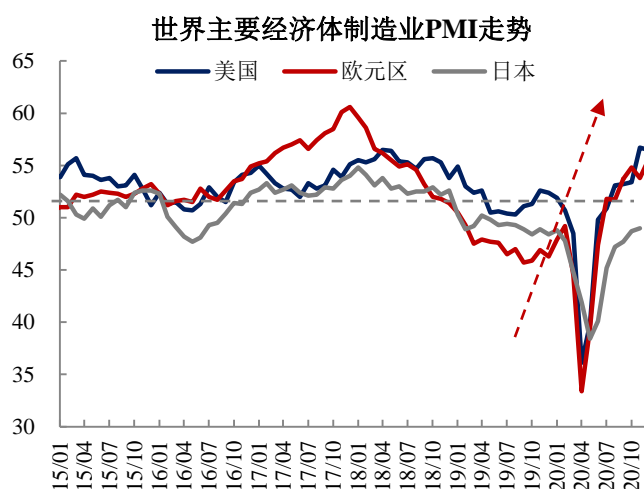
全球需求的持续回暖和疫后世界经济复苏的预期是驱动近期大宗商品价格普遍上涨的重要因素。除此之外，世界主要经济体较为宽松的货币政策和积极的财政政

策也导致了市场对于大宗商品的追捧。本轮 PPI 回暖的核心逻辑仍然可以通过“基本面-资金面-政策面”三角分析框架进行分析和解释。

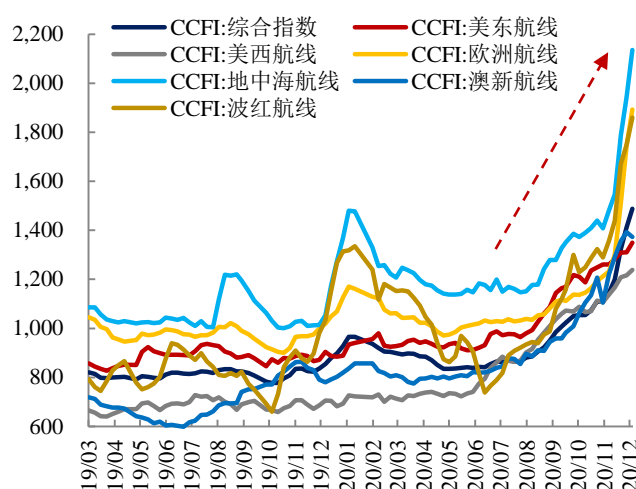
● **基本面：全球经济的持续回暖是 PPI 同比增速快速上升的根本动力。**

- **全球经济持续回暖，海外需求迅速复苏。**随着海外复工复产进程的推进和新冠疫苗的逐步落地，全球经济持续回暖。从 PMI 来看，美国、欧元区国家和日本等海外主要经济体的 PMI 指数均呈现出良好的上升势头，基本上已恢复至疫情爆发前的水平。此外，近几周包括美东、美西、欧洲、地中海、澳新等在内的各大主要航线的中国出口集装箱运价指数均大幅上扬，已创出近几年以来的新高。海外主要经济体 PMI 指数的上行和海运行业的走强反应出全球产业链的重启和世界需求的复苏态势。

图表 30：世界主要经济体 PMI 指数已基本恢复

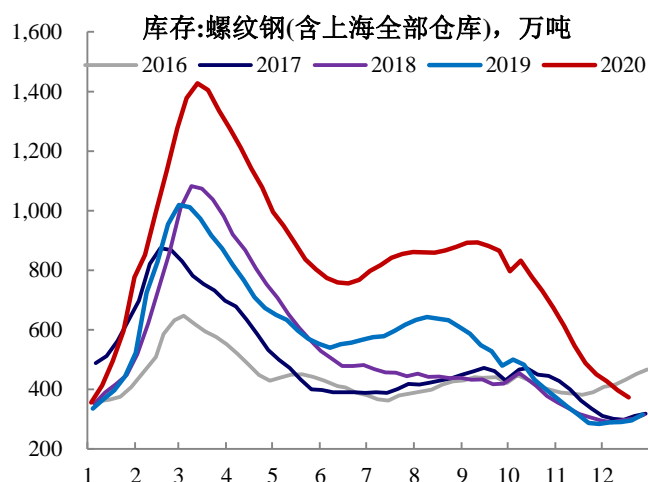


图表 31：近期中国出口集装箱运价指数大幅上扬

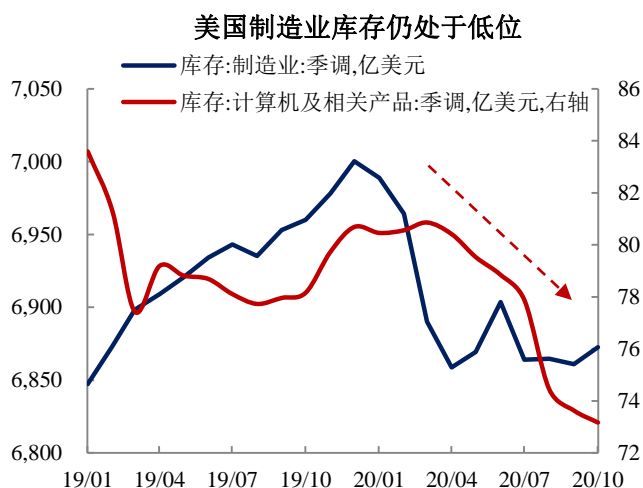
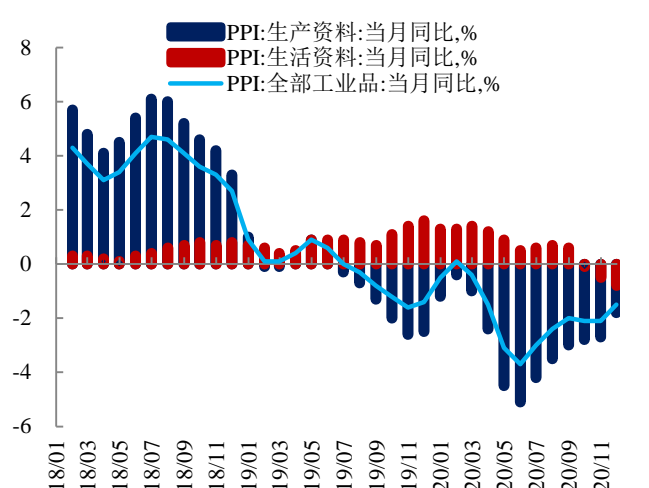


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **海外需求恢复速度快于供给恢复速度，企业库存明显下降、补库存动力较强。**为缓解失业民众的生活压力，美国、欧盟等西方发达经济体向本国民众发放了大量疫情失业救济金，这促使了海外需求的快速恢复。但由于疫情的影响和制约，海外生产和供给的恢复速度慢于需求的恢复速度。一方面，需求大于供给导致大宗商品价格迅速提升；另一方面，供需失衡导致工业企业的大宗商品库存快速降低，通过产业链上下游的传导，批发和零售企业的产成品库存也随之降低。较强的企业补库存动力进一步促进了需求端的恢复。
- **大宗商品价格的持续上升是 PPI 同比增速走强的直接原因。**以二分法的视角来看，PPI 同比增速的增长包括生产资料 PPI 同比增速的增长和生活资料 PPI 同比增速的增长，其中生产资料 PPI 的权重较大。大宗商品价格的上涨推动了生产资料 PPI 同比增速降幅的快速收窄，是 PPI 同比增速走强的直接原因。

图表 32: 螺纹钢库存量迅速下降

图表 33: 近期主要有色金属库存量均呈现下行趋势


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34: 美国制造业库存水平处于近年来的低位

图表 35: PPI 生产资料同比增速降幅收窄


数据来源: CEIC, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 政策面: 拜登上台后的新一轮疫后财政刺激政策值得期待。**近期特朗普签署日前美国国会通过的总金额约 9000 亿美元的疫情援助法案。援助法案覆盖的领域包括刺激支票、中小企业救济、失业救济、购买疫苗、新冠检测、租金援助、学校援助、营养补助等。新一轮的疫后财政政策可能会继续推动美国整体需求的恢复。此外, 近期拜登曾表示, 新一轮的疫后财政刺激政策仅仅是一个开始。拜登上台后的后续财政刺激政策值得市场关注和期待。市场对于政策面较为乐观的预期也是本轮 PPI 同比增速走强的重要原因之一。

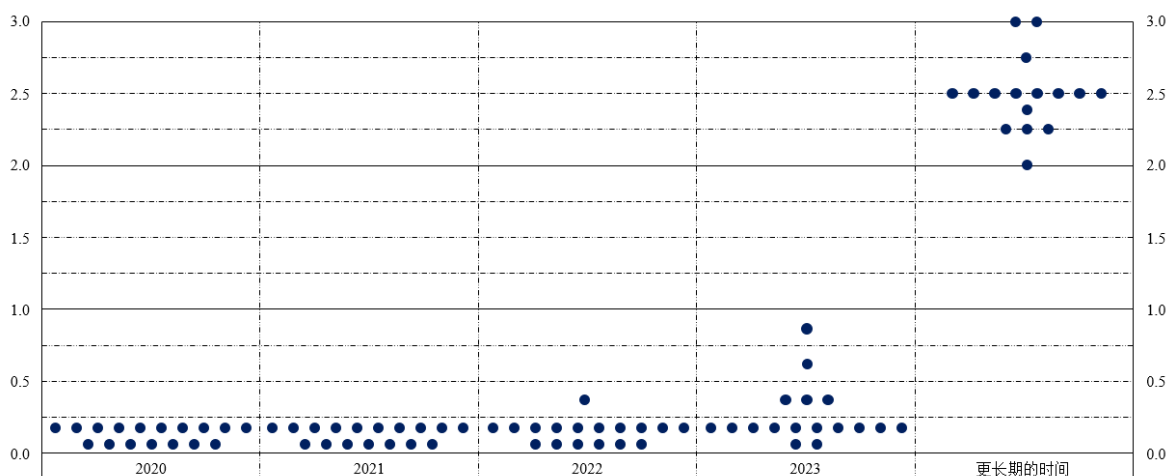
图表 36：近期美国国会就总金额约 9000 亿美元的疫情援助法案达成协议

美国第二轮财政刺激细则	
刺激支票	符合条件的居民可直接收到 600 美元
中小企业救济	2840 亿美元薪资保护计划贷款
失业救济	每周 300 美元，用于增强失业保险福利
购买疫苗	200 亿美元购买疫苗，80 亿美元用于疫苗分销
新冠检测	200 亿美元用于新冠病毒检测工作
租金保护	250 亿美元用于租金援助和延长驱逐时间
学校援助	820 亿美元用于学校援助
营养补助	130 亿美元用于补充营养援助方案和儿童营养福利
总金额	约 9000 亿美元

数据来源：Wall Street Journal，兴业证券经济与金融研究院整理

- **资金面：世界主要经济体较为宽松的货币政策在短期内退出的可能性不大。**
 - **中国较为宽松的货币政策在短期内迅速退出的可能性不大。**2020 年 12 月 18 日落幕的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。”央行四季度例会再提“坚持稳中求进工作总基调，稳字当头、不急转弯”。中央经济工作会议精神叠加近期央行连续超额续作 MLF 向市场提供长钱的操作表明，虽然长期来看疫情期间的宽松政策可能会边际收紧，但宽松政策在短期内迅速退出的可能性不大，短期内资金面的流动性可能不会出现明显收紧的状况。
 - **目前世界主要发达经济体短期内货币政策边际收紧的可能性不大。**在疫情影响下，世界主要发达经济体较为宽松的货币政策在短期内退出的可能性不大。在 2020 年 12 月 16 日结束的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，虽然所有会议代表均认为美国联邦基金利率水平在长期应维持在 2-3% 的区间内，但是绝大多数会议代表认为在 2023 年以前美国联邦基金利率水平应当处于 0.25% 以下的低利率区间内。欧央行 12 月议息会议也重提保持关键利率不变，并增加了紧急抗疫购债计划（PPEP）额度。这表明世界主要发达经济体在短期内可能不会上调基准利率。
 - **国内外资金面的基本状况表明：世界主要经济体较为宽松的货币政策在短期内退出的可能性不大，短期内资金面较为宽松的预期是本轮 PPI 同比增速走强的重要原因。**

图表 37：绝大多数 FOMC 会议代表认为 2023 年以前联邦基金利率应保持在 0.25% 以下



注：上图中每一个蓝色圆点代表一名 FOMC 会议代表，蓝色圆点所处位置代表该会议代表认为当年联邦基金利率应保持的合适的利率水平区间。
数据来源：美联储，兴业证券经济与金融研究院整理

本轮 PPI 回暖的核心逻辑:

- 总体来说, 经济基本面向好、政策面和资金面不差是本轮 PPI 回暖的核心逻辑。目前基本面、政策面、资金面的基本逻辑均难以证伪, 这可能是目前市场对 PPI 上行“预期拉满”的主要原因之一; 未来应持续关注基本面、政策面、资金面基本逻辑的边际变化对于通胀预期的影响。

PPI 上行预期下对未来债市走势的展望:

- 短期内 (1-2 个月), 市场的主要矛盾是仍是流动性, 政策不着急转弯, 意味着流动性收紧的概率不大, 交易性行情持续。2020 年以来, 曲线形态往“1-4 月份牛陡—5-11 月中熊平—11 月中以来牛陡”的方向演绎, 说明市场核心的矛盾是流动性。11 月份以来, 流动性的预期差主要在于: 1) 市场普遍认为央行收紧, 但央行在永煤事件后加强对冲; 2) 本轮“紧信用”更多是通过“紧财政+严监管+破刚兑”的形式推进, 而不是传统意义上的紧货币。也就是说 11 月份以来, 债券收益率的下行主要体现在流动性悲观预期的修正。往后看, 政策操作上要更加精准有效, 不急转弯, 说明流动性收紧的概率不大, 加上 1-2 月份是宏观数据的真空期, 有利于债券市场交易行情持续。
- 但中期方向看, 需要关注 PPI 上行背景基本面韧性持续、通胀预期回升对债市潜在的不利影响。1) 目前国内经济增长稳定向好, 全球经济呈现明显的复苏态势, 2021 年的经济主线大概率是“疫情过后的全球经济复苏”。2) 目前 PPI 同比增速虽然仍处于负增长区间, 但回升势头迅猛, 近期 PPI 同比增速大概率将由负转正; 随着全球经济复苏进程的加速, 通胀预期逐渐抬升, 应密切关注通胀数据的边际变化。3) 政策不着急转弯, 意味着社融增速出现断崖式回落的概率也不大。届时, 流动性出现持续宽松的概率可能不大, 要注意反向预期差带来的潜在风险。

图表 38: 11 月中以来, 债市更多体现为流动性悲观预期修正的交易性机会



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 海外疫情发展超预期、货币政策和监管政策超预期、地缘政治风险。

附录：

图表附 1：第一次 PPI 由负转正、大幅回升时期的央行货币政策

时间	事件	货币政 策倾向	CPI 同 比增速 (%)	PPI 同 比增速 (%)	10Y 中债国 债收益率 (%)
2002/2/21	央行降低了金融机构存贷款利率，其中，存款利率平均下调 0.25 个百分点，贷款利率平均下调 0.5 个百分点。	宽松	-1.00	-4.20	3.1583
2002/12/17	央行进行固定利率数量招标的逆回购操作，并采用新的招标方式买入现券，增加了商业银行流动性。	宽松	-0.70	-0.40	3.3332
2003/6/19	央行货币政策委员会召开了 2003 年第二季度例会，提出要加大公开市场业务操作力度，保持货币供应量的稳定增长，维护经济金融发展的良好势头。	宽松	0.70	2.00	2.8482
2003/8/23	央行宣布从 9 月 21 日起，将金融机构存款准备金率由原来的 6% 调高至 7%，城市信用社和农村信用社暂时执行 6% 的存款准备金率不变。	紧缩	0.50	1.40	2.8825
2003/12/21	央行下调超额存款准备金利率，金融机构在人民币行的超额存款准备金利率由现行年利率 1.89% 下调到 1.62%，法定存款准备金利率维持 1.89% 不变。	宽松	3.00	1.90	3.796
2004/3/22	央行货币政策委员会召开 2004 年第一季度例会，深入分析了当前宏观经济和物价形势，强调了防止通货膨胀和金融风险的货币政策目标。	紧缩	2.10	3.50	3.8717
2004/3/24	央行宣布自 4 月 25 日起，实行差别存款准备金率制度，将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高 0.5 个百分点。	紧缩	2.10	3.50	3.9508
2004/3/24	央行下发《中国人民银行关于实行再贷款浮息制度的通知》（银发[2004]59 号），规定从 2004 年 3 月 25 日起，对期限在 1 年以内、用于金融机构头寸调节和短期流动性支持的各档次再贷款利率，在现行再贷款基准利率基础上加 0.63 个百分点，再贴现利率在现行再贴现基准利率的基础上加 0.27 个百分点。	紧缩	2.10	3.50	3.9508
2004/10/29	央行上调金融机构存贷款基准利率，金融机构一年期存款基准利率上调 0.27 个百分点，由现行的 1.98% 提高到 2.25%；一年期贷款基准利率上调 0.27 个百分点，由现行的 5.31% 提高到 5.58%。其他各档次存、贷款利率也相应调整，中长期存贷款利率上调幅度大于短期。	紧缩	5.20	7.90	4.8246
2005/3/17	央行将金融机构在人民币行的超额准备金存款利率由现行年利率 1.62% 下调到 0.99%。	宽松	3.90	5.38	4.4573

数据来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院

图表附 2：第二次 PPI 由负转正、大幅回升时期的央行货币政策

时间	事件	货币政 策倾向	CPI 同 比增速 (%)	PPI 同 比增速 (%)	10Y 中债国 债收益率 (%)
2010/1/12	央行决定从 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 个百分点。	紧缩	1.90	1.70	3.6694
2010/2/12	央行决定从 2010 年 2 月 25 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	1.50	4.32	3.457
2010/5/2	央行决定从 2010 年 5 月 10 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	2.40	5.91	3.3565
2010/10/20	央行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 5.31% 提高到 5.56%；其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。	紧缩	3.60	4.33	3.6201
2010/11/10	央行决定从 2010 年 11 月 16 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	4.40	5.04	3.9204
2010/11/19	央行决定从 2010 年 11 月 29 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	4.40	5.04	3.87
2010/12/20	央行决定从 2010 年 12 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	5.10	6.06	3.785
2010/12/26	央行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率。一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.50% 提高到 2.75%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 5.56% 提高到 5.81%；其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时，上调中国人民银行对金融机构贷款利率，其中一年期流动性再贷款利率由 3.33% 上调至 3.85%；一年期农村信用社再贷款利率由 2.88% 上调至 3.35%；再贴现利率由 1.80% 上调至 2.25%。	紧缩	5.10	6.06	3.8136
2011/1/14	央行决定从 2011 年 1 月 20 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	4.60	5.93	3.9156
2011/2/9	央行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.75% 提高到 3%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 5.81% 提高到 6.06%；其他期限档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率作相应调整。	紧缩	4.90	6.60	4.1006
2011/2/18	央行决定从 2011 年 2 月 24 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	4.90	6.60	4.045
2011/3/18	央行决定从 2011 年 3 月 25 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	4.94	7.23	3.8489
2011/4/6	央行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 3% 提高到 3.25%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 6.06% 提高到 6.31%；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。	紧缩	4.94	7.23	3.9203
2011/4/17	央行决定从 2011 年 4 月 21 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	5.38	7.31	3.8709
2011/5/12	央行决定从 2011 年 5 月 18 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	5.34	6.82	3.8211
2011/6/14	央行决定从 2011 年 6 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	紧缩	5.52	6.79	3.9406
2011/7/7	央行决定上调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 3.25% 提高到 3.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由 6.31% 提高到 6.56%；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。	紧缩	5.52	6.79	3.9021
2011/11/30	央行决定从 2011 年 12 月 5 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	宽松	5.50	5.00	3.6091

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表附 3：第三次 PPI 由负转正、大幅回升时期的央行货币政策

时间	事件	货币政 策倾向	CPI 同 比增速 (%)	PPI 同 比增速 (%)	10Y 中债国 债收益率 (%)
2015/2/5	央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。	宽松	1.51	-3.32	3.4018
2015/3/1	央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%。	宽松	0.76	-4.32	3.3602
2015/4/20	央行下调金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。同时对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率 1 个百分点，统一调农村合作银行存款准备金率至农信社水平，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 2 个百分点。	宽松	1.38	-4.56	3.4554
2015/5/11	央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%。	宽松	1.51	-4.57	3.3752
2015/6/28	央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%。同时针对性地对金融机构实施定向降准，对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率 0.5 个百分点，对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率 0.5 个百分点，降低财务公司存款准备金率 3 个百分点。	宽松	1.23	-4.61	3.6080
2015/8/26	央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.75%。	宽松	1.65	-5.37	3.429
2015/8/26	央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，有针对性地实施定向降准，额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，额外下调金融租赁公司和汽车金融公司存款准备金率 3 个百分点。	宽松	1.65	-5.37	3.429
2015/10/24	央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。	宽松	1.60	-5.95	3.0400
2015/10/24	央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点。	宽松	1.60	-5.95	3.0400
2016/3/1	央行普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	宽松	1.80	-5.30	2.8527
2017/1	为保障春节前由现金投放形成的集中性需求，央行通过临时流动性便利（TLF）操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持。	宽松	2.08	5.50	3.2316

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn