

宏观专题

走出低物价：理论、经验与路径

2024年底以来，低物价成为我国政策的重要关注点，“促进物价合理回升”也是今年的主要目标之一。本专题报告通过深度分析，试图回答“促进物价合理回升”的政策选择，报告分为4部分：一是抬升物价的理论解释；二是复盘中国、美国、日本历史上5轮低物价周期，以及对应的促进物价回升的经验；三是分析当前我国物价偏低的现实原因；四是基于理论、历史、现实的分析，推演后续我国“促进物价合理回升”可能的政策方向。

核心结论：复盘中国、美国、日本历史上5轮低物价周期，物价持续偏低的核心基本都在需求，抬升物价则需要多措并举、并强化不同政策之间的协调，但最关键的抓手是需求政策，货币政策、供给端政策只能“锦上添花”。对我国来说，有效“促进物价合理回升”（比如短期以GDP平减指数回到0%为锚），可能有5方面的政策：①财政政策：若无其他政策，测算所需广义赤字率为12.8%（实际8.4%）；②进一步松地产；③货币政策：进一步降准降息；④促消费：以旧换新短期提振，提高最低工资标准、负所得税、提升社保水平有助于稳住物价中枢；⑤供给侧结构性改革：煤炭、化工、建材、黑色、有色冶炼等行业是重点。

一、关于抬升物价的理论解释

理论上，关于物价的解释大致可以分为两套体系：一是西方经济学的解释，既包括古典学派、新古典学派、凯恩斯等传统理论，也包括货币主义、理性预期学派等现代理论；二是马克思主义政治经济学对物价的解释。

综合看，理论上“促进物价合理回升”存在3种可能的选择：一是刺激需求，具体可分两类：刺激消费和刺激投资（需求拉动论）；二是收缩供给，包括减少过剩产能、增加劳动者工资等（供给推动论）；三是增加货币供给、降低失业率，从而实现物价回升（货币主义理论、理性预期学派），但可能面临“流动性陷阱”问题。

二、中国、美国、日本历史上的5轮低物价周期复盘

1、中国历史上3轮低物价周期：需求不足是核心，出口、地产是诱因

中国历史上物价持续下行至偏低水平主要有3个时间段：1998年-2000年，CPI、PPI连21个月负增；2008-2009年，由于全球金融危机冲击，CPI、PPI连续9个月同时负增；2012-2016年，PPI连续54个月负增。

1) 1998-2000年CPI、PPI持续负增

>原因：亚洲金融危机导致出口骤降、国内产能过剩、1998年特大洪水；

>应对措施：①货币政策：降息5次423bp、降准2次700bp；②财政政策：合计发行6600亿长期建设国债，相当于GDP的3%；③产业政策：1998年“房改”、2001年加入WTO；④供给侧改革，纺织等行业出清。

2) 2008-2009年CPI、PPI持续负增

>原因：全球金融危机导致2009年出口和出口链断崖式回落；

>应对措施：①货币政策：降息4次189bp、降准4次200bp；②财政政策：“4万亿”；③产业政策：放松地产调控，“家电下乡”，耐用品“以旧换新”等；④其他政策：7次提高出口退税“稳出口”，开拓新兴市场。

3) 2012-2016年PPI持续负增

>原因：2012年欧债危机致出口大降、国内地产下行、上游行业产能过剩；

>应对措施：①货币政策：降息6次165bp、降准5次300bp；②财政政策：地方隐性债务置换；③地产政策：2014年“松地产”，2015年棚改货币化；④供给侧改革：“三去一降一补”；⑤其他政策：“一带一路”。

2、美国历史上的低物价周期：“大萧条”带来的供需失衡

作为消费型经济体，美国历史上物价偏低最典型的是20世纪30年代“大萧条”。

>原因：“一战”之后，工业生产强导致产能过剩，供需矛盾达到极致情况下出现“大萧条”；1930-1933年美国货币供应量大降23%。

>应对措施：①货币政策：在“降息-加息-降息”中反复切换，“大萧条”后货币转向宽松；②财政政策：胡佛总统系列经济刺激政策+罗斯福新政。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘安林

执业证书编号：S0680523020002

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

- 《提振消费专项行动：海外和历史经验分析》2025-02-25
- 《2月CPI为何再度走弱？降息降准会远吗？》2025-03-09
- 《回光盼暖—2024年物价复盘与2025年展望》2025-01-09
- 《千字当头—2025年经济与资产展望》2024-12-01
- 《中美贸易摩擦：现状、趋势、影响》2024-05-26
- 《本轮铜价上涨的复盘与展望—兼评3月国内物价再走低》2024-04-11
- 《从日本股市楼市大涨，看我国消费前景》2024-03-24
- 《2024年去产能：行业、路径与影响》2024-02-23

3、日本历史上的低物价周期：不仅仅是“资产负债表衰退”

日本持续地低物价环境最为典型、同时也最顽固，1994年7月日本CPI同比转负之后，直到2022年才趋势性达到2%以上，持续时间长达28年。

>原因：①需求端：人口老龄化+地产泡沫破灭后资产负债表衰退的双重压制；②供给端：1990s年代劳动生产率停滞，“广场协议”后日元升值，反向“巴-萨效应”（巴拉萨-萨缪尔森效应）压制日本国内物价。

>解决尝试：①货币政策：零利率、甚至负利率，量化宽松（QE），质化量化宽松（QQE），收益率曲线控制（YCC）；②财政政策：数十轮、超100万亿日元财政刺激；③产业政策：主银行制度、终身雇佣制和年功序列制。

>政策实效的深层逻辑：①货币政策陷入“流动性陷阱”；②不同政策之间相互割裂、协调性不足，导致政策效果相互抵消、弱化；③错失结构性改革的关键窗口期，未能培育房地产之后新的经济增长点。

综合上述5轮历史梳理，可以总结以下几点规律：

①历史上看，物价持续走低的核心拖累基本都是需求；

②促进物价合理回升需要多措并举、并强化不同政策之间的协调，核心仍是需求相关的政策，比如1998年“房改”、2015年棚改货币化、2008年“四万亿”，货币政策、供给端的政策只能“锦上添花”，无法成为促进物价合理回升的核心逻辑。

③促进物价合理回升并非一日之功、一策之力，既要着眼短期，也要解决中长期支柱产业问题，如果只着眼短期，则易出现日本物价偏低反复的问题。

④解决物价持续偏低问题，除了考虑需求不足、供给过剩的现实外，居民、企业预期同样重要，改善预期的核心在于，迅速、果断、超预期的政策。

三、多维度看我国本轮物价偏低成因及未来走势

1) 长周期看，本轮中国物价偏低，可能面临一定的持续性。核心约束在于过去20余年债务驱动经济增长模式遭遇阶段性困境，即：人口老龄化加深+居民、企业、地方政府进一步加杠杆空间不足，带来的经济下行压力的集中体现。落地到产业，则表现为房地产销售下降、房价下跌、地方政府“土地财政”遭遇困境，进而导致居民财富受损、企业经营压力加大、就业形势紧张、居民收入预期恶化，消费意愿和生育意愿不足，上述过程同时也在经济实际运行过程中不断强化和自我实现。

2) 短周期看，可分CPI、PPI两方面：

>CPI方面：本轮CPI走弱，主要是消费需求偏弱、房租下降、猪肉价格低位震荡，以及油价下跌等4方面因素共同作用的结果，其中：前3个因素都有偏强的中长期逻辑，预计后续仍有一定的持续性；而油价因素则不确定性偏强。

>PPI方面：2022年10月以来，本轮PPI下行并转负过程中，全球定价的原油等大宗商品是主要拖累，但其影响在2024年基本消退；即：2023年的PPI负增主要由全球大宗价格下跌、国内的产能过剩、房地产和基建实物工作量偏弱影响，2024年则主要受后两个因素影响；2023年6月后，PPI降幅反弹过程中，全球定价的大宗商品发挥了主要作用，国内产能过剩、房地产和基建相关行业贡献偏小。

四、当前我国如何“促进物价合理回升”，重点关注5方面的政策

参考前文理论分析，中国历史上的3轮低物价周期，以及美国、日本相关经验，中长期看，促进物价合理回升既要着眼通过政策改善物价持续下行的趋势，也要着眼中长期的产业转型升级，尤其是培育房地产之后新的支柱产业。此外，还需强化收入分配制度改革，增加居民的工资性收入和财产性收入，推动社会逐步从生产型社会逐步向生产和消费均衡型社会转变。

短期看，如果以GDP平减指数回到0%左右为锚，可能的政策包括：

1) 财政政策：应是促进物价合理回升的核心举措，若无其他增量政策，如果按照名义GDP绝对值逆推，2025年GDP平减指数要回到0%，广义赤字规模需达到18.3万亿、广义赤字率需达12.8%（按《政府工作报告》，预算赤字规模约为11.86万亿，全口径广义赤字率约为8.4%），若有其他政策配合，所需规模可能缩小。

2) 进一步“松地产”：核心在于稳房价、稳预期，提高居民购房意愿。可能的政策包括：进一步放松限购；更大规模收储；加大购房补贴；优化公积金使用；降息等。

3) 货币政策：2022年10月PPI转负以来，央行降准5次、降幅175bp，5Y、1Y LPR降息4次，降幅分别为70bp、55bp，仍然显著小于前3次物价偏低时期，“适度宽松”主基调下，进一步降准、降息仍然可期。

4) “促消费”相关政策：参照前期报告分析，“以旧换新”政策的短期提振效果最为显著，有助于稳住CPI交通工具、通信工具、生活用品等分项；提高最低工资标准、负所得税、提升社保水平对消费的长期促进作用较好，有助于稳住物价中枢。

5) 供给侧结构性改革：煤炭采选、燃料加工、化工、非金属矿物制品（水泥、玻璃等）、黑色冶炼、有色冶炼等行业减量置换中低端产能是重点。

风险提示：特朗普关税超预期；政策力度超预期；测算可能存在偏差。

内容目录

引言	5
关于抬升物价的理论解释	6
中国、美国、日本历史上的 5 轮低物价周期复盘	9
1、中国历史上 3 轮低物价周期：需求不足是核心，出口、地产是诱因	9
2、美国历史上的低物价周期：“大萧条”带来的供需失衡	12
3、日本历史上的低物价周期：不仅仅是“资产负债表衰退”	14
多维度看我国本轮物价偏低成因及未来走势	19
我国如何“促进物价合理回升”，重点关注 5 方面的政策	23
风险提示	25

图表目录

图表 1: 2021 年以来历次《货币政策执行报告》物价相关表述 (单位: %)	5
图表 2: 需求拉动的通货膨胀	6
图表 3: 供给推动的通货膨胀	6
图表 4: 菲利普斯曲线 (π 代表通货膨胀率, u 代表失业率)	7
图表 5: 货币主义认为长期菲利普斯曲线是处于自然失业率的垂线	7
图表 6: 除了本轮, 中国历史上共有 3 轮物价持续偏低的时期	9
图表 7: 1998 年亚洲金融危机导致出口增速显著回落	10
图表 8: 1997 年至 2000 年期间, 央行共计降息 5 次、降准 2 次	10
图表 9: 2008 年金融导致我国出口大幅负增	11
图表 10: 2008 年央行连续 4 次下调存款准备金率和贷款基准利率	11
图表 11: 2011-2015 年工业企业产能利用率显著回落	12
图表 12: 2016 年“棚改货币化”带动房地产销售显著改善	12
图表 13: 1929-1933 年美国 CPI、PPI 持续偏低	12
图表 14: 1914-1930 年美国财政政策先扩张后收缩	13
图表 15: 1920 年代美国工业生产扩张速度快于需求	13
图表 16: 1929-1933 年美国货币供应量低增长	13
图表 17: 美联储贴现率走势 (阴影部分为经济衰退区间)	14
图表 18: 1994-2022 年日本 CPI 持续偏低	15
图表 19: 日本 65 岁以上老龄人口占比持续提升	16
图表 20: 日本社保支出中养老/医疗相关支出占比持续提升	16
图表 21: 1990s 年代之后日本股价、房价大幅下跌	16
图表 22: 1990s 年代日本居民、非金融企业持续“去杠杆”	16
图表 23: 1990s 年代之后日本全要素生产率持续回落	17
图表 24: “广场协议”之后, 日元持续升值	17
图表 25: 经过多轮财政刺激, 日本政府杠杆率显著高于其他经济体	17
图表 26: 1999 年初日本央行将无担保隔夜利率降至 0% 左右	17
图表 27: 人口数据显示, 我国地产可能步入长周期下行趋势	19
图表 28: 当前我国企业、居民、地方政府杠杆已经偏高	19
图表 29: 2022-2025 年本轮 CPI 下行过程中不同分项的影响情况 (单位: %; 百分点)	19
图表 30: CPI 非食品、核心 CPI、CPI 服务分项持续偏低	20
图表 31: CPI 房租分项跟二手房价格指数同步或略有滞后	20
图表 32: 生猪存栏数量偏高, 导致猪肉价格持续偏低震荡	21
图表 33: 2022 年 6 月以来, CPI 交通工具用燃料持续走低	21
图表 34: 2022-2025 年 2 月本轮 PPI 下行过程中不同行业的影响情况	22
图表 35: 如果不考虑其他增量政策, 假设 GDP 平减指数回到 0% 左右, 可能需要的财政赤字规模	23
图表 36: 2024 年以来各地、各类“稳地产”相关政策出台情况 (单位: 次)	24
图表 37: 2024 年“以旧换新”政策拉动测算	24

图表 38: CPI 同比跟社零走势一致.....25
图表 39: 中国社会保障支出占 GDP 的比例跟消费的 GDP 占比正相关.....25

引言

2024年11月8日，中国人民银行发布第三季度《货币政策执行报告》，首提“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”；2024年12月中央经济工作会议也明确指出“着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”，大背景来看：截至2024年第四季度，CPI同比已经连续7个季度保持在0%左右，PPI同比则已连续9个季度负增，物价总水平处于偏低水平的持续时间已经持平1998-2000年。因此，为了解决如何“促进物价合理回升”的问题，本报告分为四部分：一是抬升物价的理论解释；二是复盘中国、美国、日本历史上5轮低物价周期，以及对应的促进物价回升的经验；三是分析当前我国物价偏低的现实原因；四是基于理论、历史、现实的分析，推演后续我国“促进物价合理回升”可能的政策方向。

图表1: 2021年以来历次《货币政策执行报告》物价相关表述(单位: %)

时间	相关表述	CPI	PPI
2024年第四季度	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	0.2	-2.6
2024年第三季度	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	0.5	-1.8
2024年第二季度	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。	0.3	-1.6
2024年第一季度	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。	0.0	-2.7
2023年第四季度	加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需，保持物价在合理水平。	-0.3	-2.8
2023年第三季度	疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济的稳定性，促进经济金融良性循环，保持物价水平合理稳定。	-0.1	-3.3
2023年第二季度	发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用，保持物价水平基本稳定。	0.1	-4.5
2023年第一季度	全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，提升支持实体经济的可持续性。	1.3	-1.6
2022年第四季度	重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动金融支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长。着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。	1.8	-1.1
2022年第三季度	抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，发挥有效投资的关键作用，巩固和拓展经济回稳向上态势，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”。不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	2.7	2.5
2022年第二季度	抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，发挥有效投资的关键作用，巩固经济回升向好趋势。搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	2.2	6.8
2022年第一季度	密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，着力稳定宏观经济大盘。	1.1	8.7
2021年第四季度	总的看，我国经济供求基本平衡，央行实施正常货币政策，有利于物价走势中长期保持稳定。	1.8	12.2
2021年第三季度	密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，保持物价水平总体稳定。	0.8	9.7
2021年第二季度	密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，保持物价水平总体稳定。	1.1	8.2
2021年第一季度	加强监测分析和预期管理，保持物价水平基本稳定。……要保持物价稳定，关键要管好货币总闸门。	0.0	2.1

资料来源：中国人民银行，Wind，国盛证券研究所

关于抬升物价的理论解释

学术上看，关于物价的解释大致可以分为两套体系：一是西方经济学的解释；二是马克思主义政治经济学的解释。其中，西方经济学对于物价的解释则可以分为传统理论体系和现代理论体系，具体看：古典学派、新古典学派、凯恩斯、汉森等关于物价的解释，属于传统理论；现代物价和通货膨胀理论则是将物价看成一个动态的过程，包括货币主义、理性预期学派等的解释。具体可分以下几类：

1、传统物价理论：需求拉动论（Demand-pull）、供给推动论（Cost-pull）等

需求拉动论（Demand-pull）：认为物价上涨或者通货膨胀主要是由总需求过度增加引起的，即：凯恩斯认为，当经济中已经实现充分就业，表明资源已经得到充分利用，如果此时需求继续增加，就会导致经济中总需求超过总供给，从而引发物价上涨或者通货膨胀。历史上看，“二战”之后的20-30年内，西方市场经济国家大体遵循这一理论，通过或紧或松的财政、货币政策来调节总需求，实现经济的稳定增长。按照总需求增加的来源不同，需求拉动的物价上涨可以分为：投资需求拉动型、消费需求拉动型。反之，如果总需求持续不足，则会引发物价持续偏低的问题。

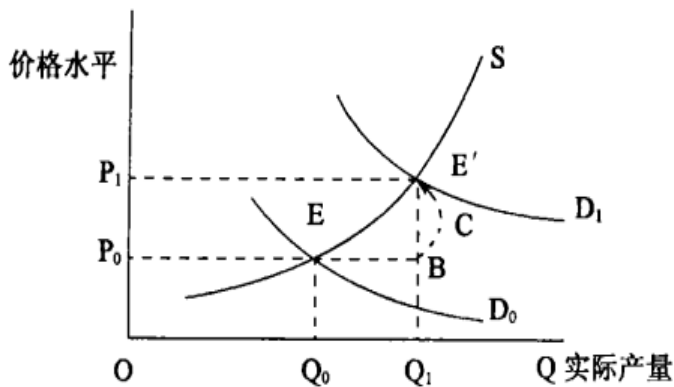
供给推动论（Cost-pull）：认为物价上涨的根源在于供给和成本，即使没有商品或者劳务需求过度的情况，但因生产成本增加，也会推动物价上升；反之，如果生产成本下降或者供给过剩，也会导致物价持续偏低。按照成本上升的原因不同，可以进一步分为：

一、工资成本推动的物价上涨，即：工资是商品成本的主要构成部分，工资提高会使生产成本增加，现实当中这一理论实现的前提是有强有力的工会，雇主迫于压力提高工资之后，会将提高的工资计入成本，从而导致产品价格上涨；并且，实际当中二者可能相互推动，形成“工资-物价螺旋”。

二、利润推动的物价上涨，即：垄断厂商为了提高利润而提高产品价格导致的物价上涨。尤其工资增加时，垄断厂商以工资增加为借口，更大幅度提高产品价格，从而增加利润。

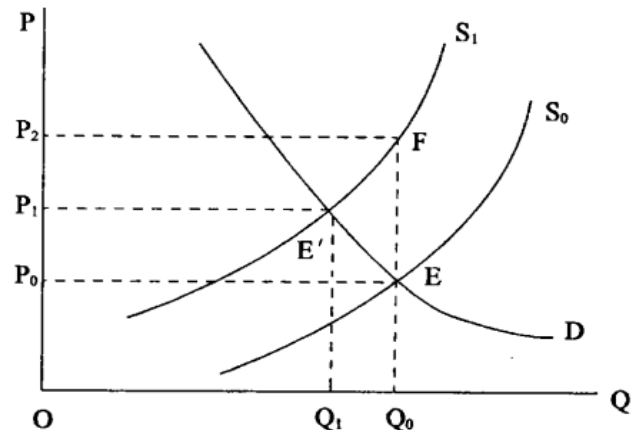
三、进口成本推动的物价上涨，即：在开放型经济当中，由于进口原材料价格上涨导致的通货膨胀；与之相对应的是出口性物价上涨，即：由于出口迅速增加，导致出口生产部门供给不足，引发的物价上涨。

图表2: 需求拉动的通货膨胀



资料来源：国盛证券研究所绘制

图表3: 供给推动的通货膨胀



资料来源：国盛证券研究所绘制

除此之外，西方经济学家还将上述理论综合起来，提出“供求混合推动”物价理论和“结构性”物价理论。其中：“供求混合推动”理论认为，物价上涨的根源，究竟是“需求拉动”还是“成本推动”，就跟鸡与蛋孰先孰后一样难以分清。实际上，物价上涨的过程包含了上述两个方面，即：推中有拉、拉中有推，需求增加决定短期物价水平，成本推动则决定了长期物价的持续上涨。“结构性”理论假定，经济活动可以分为两个部门，进步部门和保守部门，二者区别在于，进步部门的劳动生产率高于保守部门，然而整个经济的货币工资增长率要求一致，这就必然导致保守部门存在恒久性的成本压力，这种压力会造成整个经济出现成本推动的物价上涨。

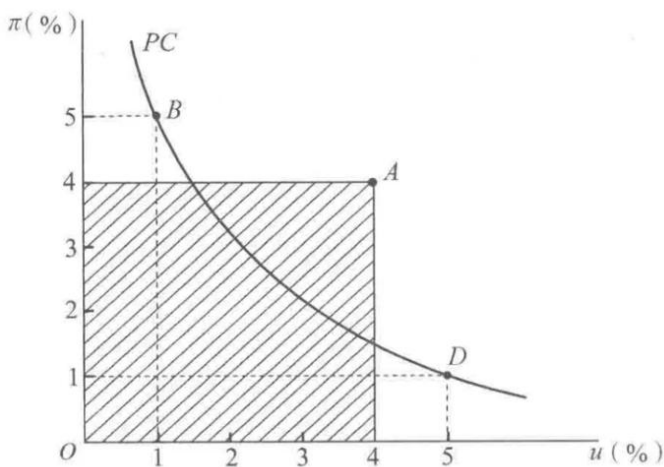
2、现代物价理论：货币主义、理性预期学派、奥地利学派等

货币主义的物价理论：弗里德曼认为“无论何时何地大规模的通货膨胀或者物价上涨统统是货币现象”，即：认为过多的货币供给是物价上涨的根本原因。具体包括：承认短期菲利普斯曲线存在（即：短期通货膨胀率和失业率存在替代关系），长期则不承认菲利普斯曲线存在（即：长期通货膨胀率和失业率没有替代关系），认为长期主要是“自然失业率”在发挥作用。此外，货币主义的通货膨胀理论引入“预期通货膨胀率”的概念，认为预期通货膨胀率是追逐实际通货膨胀率进行调整的，所以在适应性预期下，通货膨胀率会加速上升。因此，反之要实现了对通货膨胀的控制，短期必须以超自然的失业率为代价，否则不足以消除通货膨胀预期的影响。

理性预期学派的物价理论：主要将理性预期（即：认为人们对未来的预期是合乎理性）引入物价的分析（相比之下，货币主义的预期是适应性预期，即：人们对于未来的预期主要基于历史经验，不管是否合乎理性）。因此，理性预期学派认为短期和长期菲利普斯曲线都不存在；换言之，就是不能通过增加失业率来降低物价水平。此外，理性预期学派也认为货币供应是产生通货膨胀的根本原因，只要政府一次性宣布减少货币供应，通货膨胀马上就会消失。然而，这一理论无法在现实中得到印证。

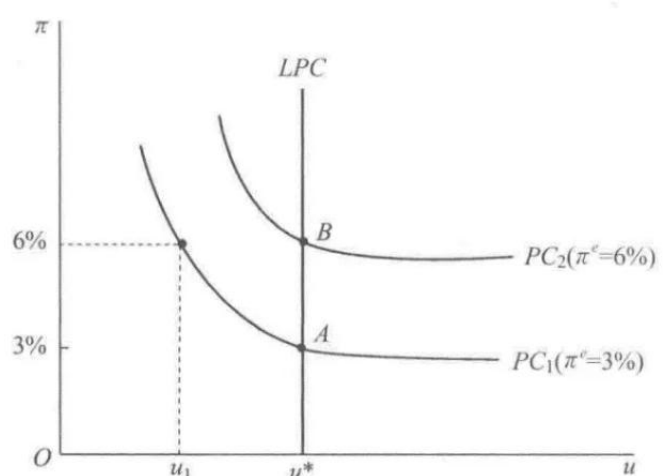
奥地利学派的物价理论：以哈耶克为代表，主要从微观角度对物价进行解释。认为货币扩张过程中并不是同时进入所有行业，而是从一个行业向另一个行业蔓延的过程；并且，在这个过程中，资产价格上涨是物价上涨的重要环节，农产品价格的普遍上涨则意味着通胀的全面发生。奥地利学派还认为真正通货膨胀只可能是法令性的，19世纪以来，纸币成为各国唯一的法定货币，只要货币垄断者不放弃其垄断权，就无法利用市场机制来约束其通货膨胀的欲望，因为政府可通过通货膨胀的分配效应减轻债务并提高税收。

图表4：菲利普斯曲线（ π 代表通货膨胀率， u 代表失业率）



资料来源：国盛证券研究所绘制

图表5：货币主义认为长期菲利普斯曲线是处于自然失业率的垂线



资料来源：国盛证券研究所绘制

3、马克思主义经济学的物价理论

马克思主义经济学认为，现实经济生活当中，物价上涨并非单纯的货币现象，而是资本主义制度内在矛盾的外在表现，是资本积累逻辑、剩余价值分配失衡以及资本主义国家干预共同作用的结果。其中：纸币取代经书货币成为信用符号，并与商品真实价值（由社会必要劳动时间决定）脱钩，成为物价上涨的制度基础。此外，资本主义生产的根本目的是追求剩余价值，这驱动了资本有机构成（ C/V ）提高的趋势：资本家为竞争需要不断用机器替代活劳动，导致利润率下降。为延缓危机，资产阶级通过以下途径制造通货膨胀：1) 工资-物价螺旋：压低实际工资以提高剩余价值率，工人要求加薪引发成本推动型通胀；2) 垄断定价权：大资本通过垄断地位抬高价格，将过剩产能转化为超额利润；3) 军事化与浪费性消费：军备竞赛和奢侈消费人为创造需求。

因此，综合上述理论分析，为了“促进物价合理回升”，理论上存在3种可能的选择：一是刺激需求，具体可分两类：刺激消费和刺激投资（需求拉动论）；二是收缩供给，具体包括减少过剩产能、增加劳动者工资等（供给推动论）；三是增加货币供给、降低失业率，从而实现物价回升（货币主义理论、理性预期学派等），但按照这一理论，可能面临凯恩斯“流动性陷阱”的问题。

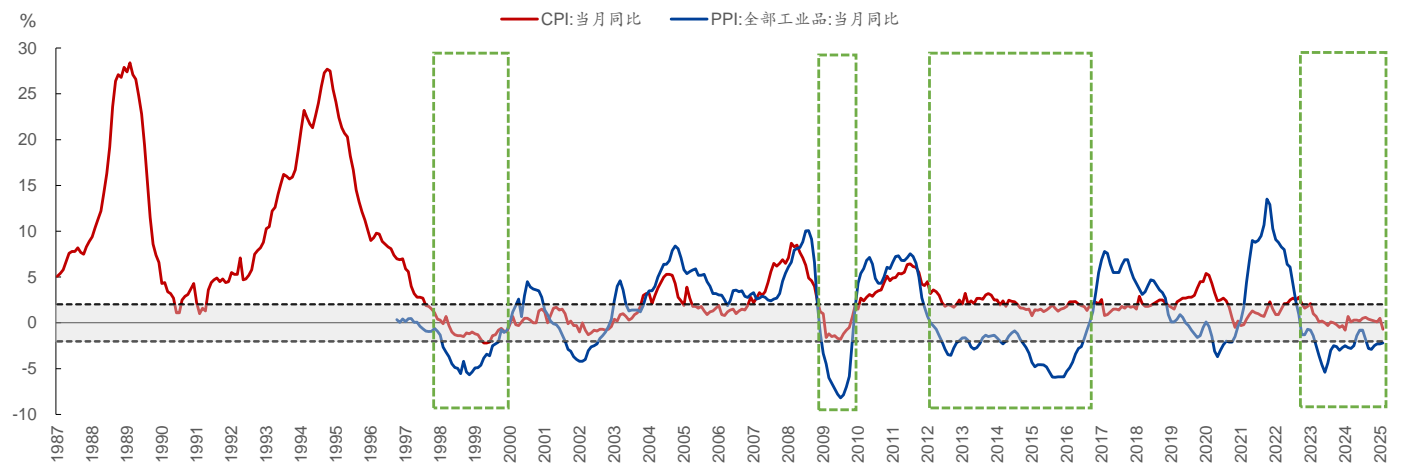
中国、美国、日本历史上的 5 轮低物价周期复盘

前文主要基于西方经济学、马克思主义经济学等理论，给出“促进物价合理回升”可能的路径，这一部分则主要聚焦分析美国、日本、以及中国历史上低物价时期采取的实际举措，提供促进物价合理回升可能的政策参考。

1、中国历史上 3 轮低物价周期：需求不足是核心，出口、地产是诱因

中国历史上看，出现物价持续下行至偏低水平的时间并不多，除本轮外，主要有三个时间段：1998 年-2000 年，CPI、PPI 连 21 个月负增；2008-2009 年，由于全球金融危机冲击，CPI、PPI 连续 9 个月同时负增；2012-2016 年，PPI 连续 54 个月负增。

图表6: 除了本轮，中国历史上共有 3 轮物价持续偏低的时期



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1) 1998-2000 年 CPI、PPI 持续负增的原因及应对措施

原因分析: 海外方面，1998 年亚洲金融危机爆发，导致出口显著回落，同比增速由 1997 年的 20.9% 降至 1998 年的 0.5%，出口需求不足成为经济的重要拖累；国内方面，重复建设、产能过剩问题突出，尤其是纺织、文教等下游消费品制造行业，国有企业经营陷入困境，尤其是东北地区等国企集中的区域，失业人口增加，消费需求同样受到抑制；此外，1998 年长江流域发生特大洪水，扰动经济正常运行。

应对措施: 为了应对经济下行压力、物价持续偏低，主要采取了 4 方面的举措：

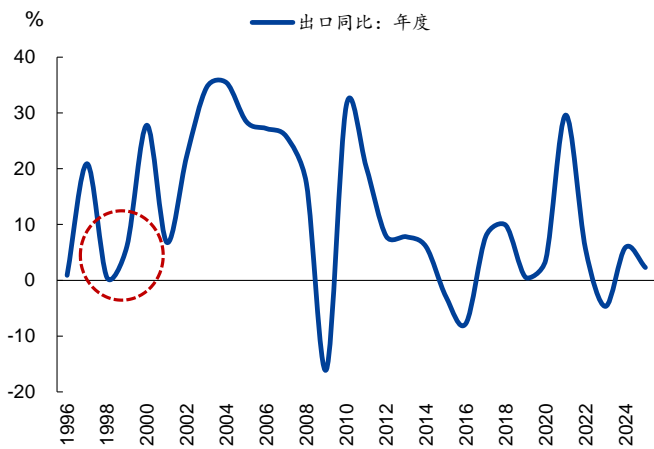
一是货币政策，将政策基调由“适度从紧”转为宽松，1997 年至 2000 年期间，央行共计降息 5 次、降准 2 次，1 年期贷款利率下调 423bp、存款准备金率累计下调 700bp。

二是财政政策，1998 年-2002 年中央政府合计发行 6600 亿长期建设国债，主要用于加大基建投资，平均每年 1320 亿元，约占 1998 年 GDP 总量的 3%。

三是产业政策，1998 年正式启动住房市场化改革，2000 年 2 月全国住房实物分配全面停止，房地产成为新的支柱产业；此外，除了 1999-2000 年海外经济好转、出口显著增加外，同时积极谋求加入 WTO，到 2001 年成功入世，出口开启新一轮上行周期。

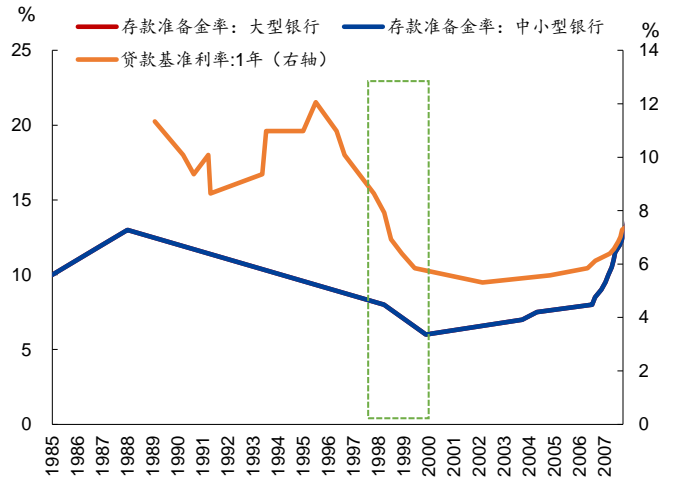
四是深化“供给侧”改革，以纺织业为突破口，采用多种手段淘汰落后产能，支持企业技术改造升级；同时，深化国企改革，抓大放小，实现中小国企民营化；垄断行业拆分重组，促使国企市场化经营。

图表7: 1998年亚洲金融危机导致出口增速显著回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 1997年至2000年期间, 央行共降息5次, 降准2次



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 2008-2009年CPI、PPI持续负增的原因及应对措施

原因分析: 全球金融危机导致2009年出口和出口产业链断崖式回落。

应对措施: 为了应对2008年全球金融危机带来的影响, 政策主要采取了4方面的措施:

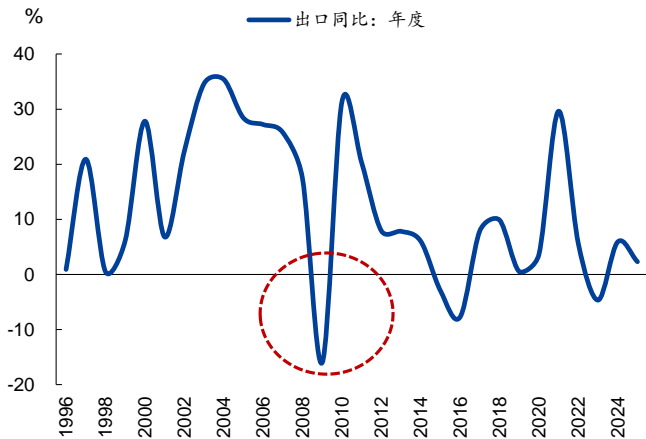
一是货币政策, 2008年11月将货币政策总体基调从2007年底的“从紧”调整为“适度宽松”, 随后央行分别于2008年9月、10月、12月四次降准, 大型银行存款准备金率从17.5%降至15.5%、降幅200bp; 中小型企业存款准备金率从16.5%降至13.5%、降幅300bp。2008年分4次降息, 1年期贷款基准利率从2008年9月的7.2%降至12月的5.31%、降幅189bp。

二是财政政策, 进行大规模的经济刺激计划(“4万亿”), 主要投向4个领域: 基础设施建设, 比如传统的铁路(京沪高铁)、公路(西部干线公路)、机场、电网等; 民生工程, 包括保障性住房、农村危房改造等; 灾后重建, 主要支持汶川灾后重建工作; 技术创新和环境保护, 包括推动节能减排、生态工程和战略性新兴产业(如新能源、新材料)等。

三是产业政策, 主要包括: 放松房地产调控, 降低首付比例和房贷利率等; “家电下乡”; 城市耐用品“以旧换新”等措施促进国内需求改善。此外, 针对汽车、钢铁、装备制造、电子信息等关键行业, 通过税收优惠、技改补贴推动产业升级。

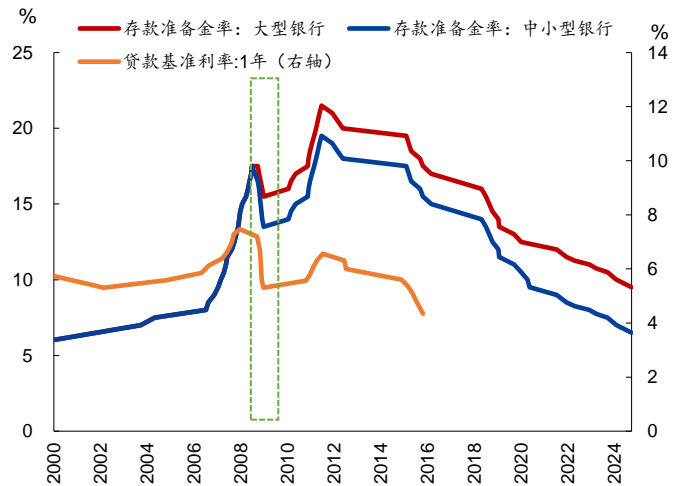
四是多措并举稳定出口, 包括连续多次提高出口退税率(比如纺织品退税率从11%提至16%); 鼓励企业开拓东盟、非洲等新兴市场, 推动自贸区谈判等。

图表9: 2008年金融导致我国出口大幅负增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 2008年央行连续4次下调存款准备金率和贷款基准利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3) 2012-2016年PPI持续负增的原因及应对措施

原因分析: 海外方面, 2012年欧洲债务危机爆发, 全年出口增速从2011年的20.3%大幅下滑至7.9%, 需求端存在明显拖累。国内方面, 2008年金融危机“四万亿”之后, 导致煤炭、石油、冶金等上游行业出现严重产能过剩; 加上当时地产政策严格调控, 地产投资、地产销售出现明显回落, 尤其2014年房地产销售面积同比转负, 为2008年以来首次; 此外, 由于地产下行、土地出让收入下滑+2012年财政发力之后债务进入偿还期, 地方政府加杠杆空间受限, 带动基建同时偏弱, 导致国内定价的大宗商品价格显著回落, PPI持续负增; 然而, 消费仍有韧性+猪肉价格整体偏高, CPI仍然维持偏高水平。

应对措施: 为了应对需求下降、PPI持续偏低, 政策主要采取了5方面的措施:

一是货币政策, 延续“稳健的货币政策”基调, 2014年11月至2016年2月央行5次降准、6次降息, 累计降准300bp, 下调1年期贷款利率165bp。

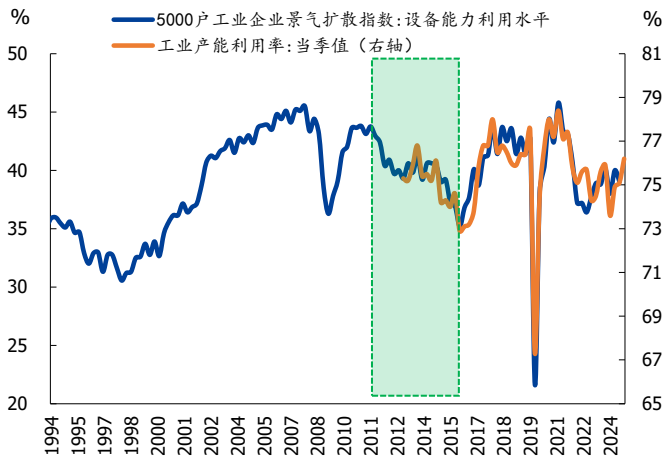
二是财政政策, 推行地产债务制度改革, 包括地方隐性债务置换等。

三是地产政策, 持续“松地产”, 2014年起, 部分地区率先放开限购、限售、限贷, 2015年下半年正式推行棚改货币化, 成为重要的增量需求来源。

四是继续深化供给侧结构性改革, 推进“三去一降一补”(去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板), 尤其是产能过剩的钢铁、建材、有色等上游行业“去产能”。

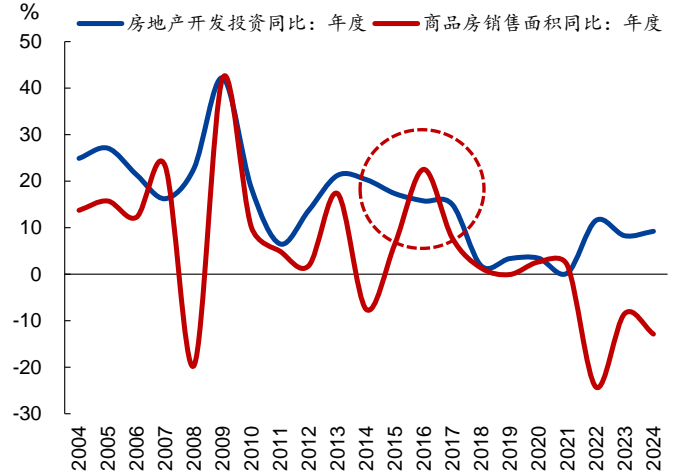
五是推进“一带一路”建设, 提供了新的增量海外需求, 促使出口企稳。

图表11: 2011-2015年工业企业产能利用率显著回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 2016年“棚改货币化”带动房地产销售显著改善

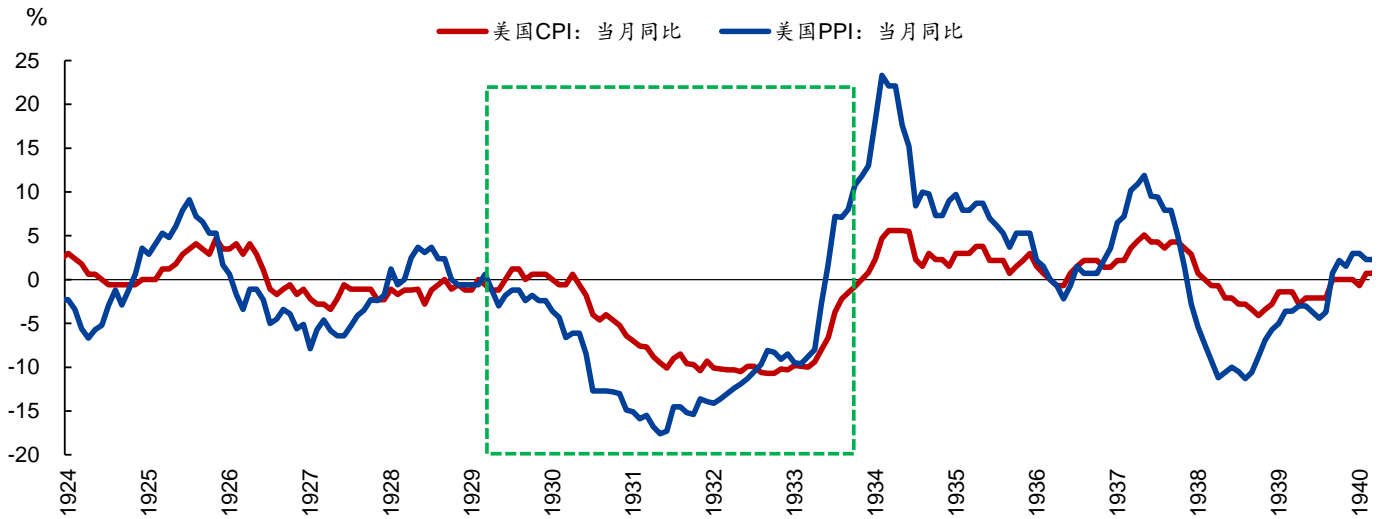


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、美国历史上的低物价周期：“大萧条”带来的供需失衡

作为典型的消费型经济体，美国历史上物价持续偏低的时期同样不多，最为典型的是20世纪30年代“大萧条”时期。具体看，1914-1920年期间，美国通胀持续上升，其中CPI同比在1920年达到23.7%的高点，PPI同比在1917年达到47.2%的高点。1920年之后，美国通胀开始持续回落，1921年CPI、PPI同比最低降至-15.8%、-43.9%。整个1920-1930年代，美国通胀均处在低位，CPI和PPI同比大部分时期在0%以下。

图表13: 1929-1933年美国CPI、PPI持续偏低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

原因分析:

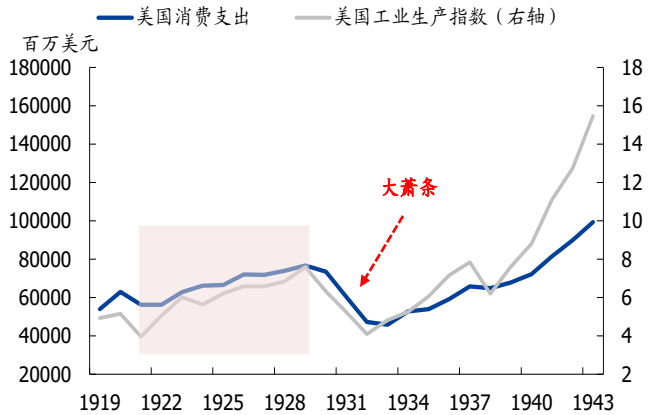
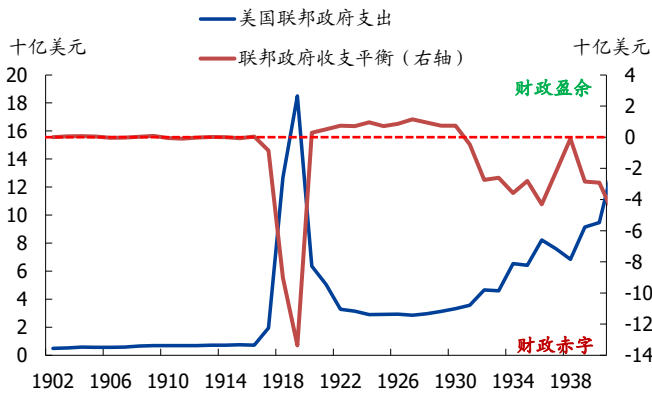
1) 供需角度看，1914-1918年第一次世界大战时期，美国开启战时经济模式，表现为财政支出和工业生产大幅扩张，刺激了总需求和总供给增加，物资的紧缺也推升了物价。1918年一战结束后，美国财政政策从扩张转为收缩，总需求开始逐步放缓，但工业生产仍维持较高水平，导致出现了明显的产能过剩。1921-1929年，美国工业生产增长了91%，

同期消费支出仅增长了36%。最终在1929年，美国经济在供需矛盾达到极值的情况下发生经济衰退，进入了长达数年的“大萧条”时期，总需求大幅萎缩。

2) 货币角度看，为了满足“战时经济”的需要，美国货币供应量在1914-1920年间大幅增加108%，这也刺激了物价的上涨。战争结束之后，美国货币供应量增速明显放缓，1925-1929年间M1总量几乎持平，1930-1933年间货币供应量大幅下降了23.0%。货币供应增速的下降，也加剧了物价下行压力。

图表14: 1914-1930年美国财政政策先扩张后收缩

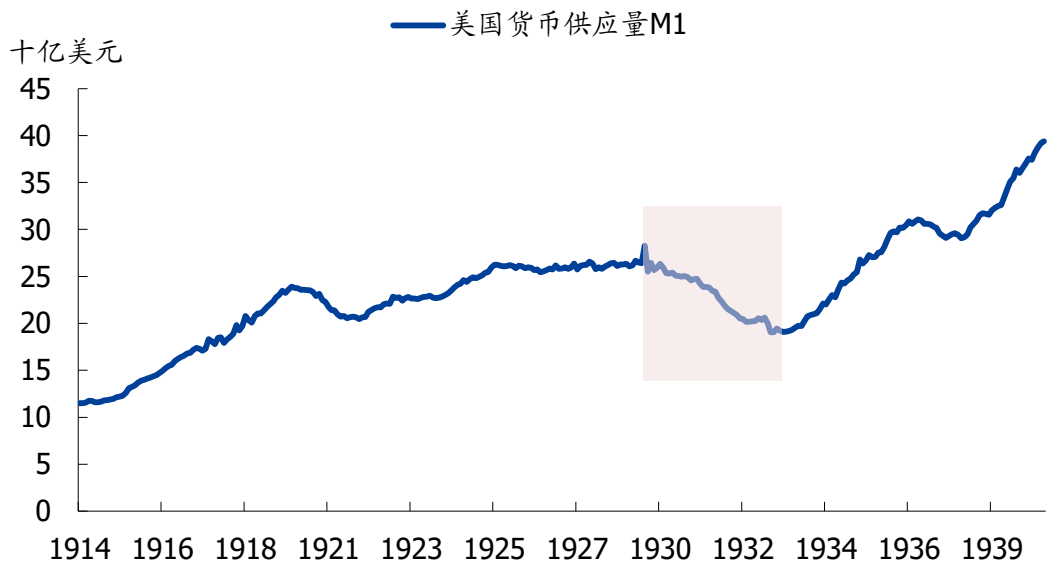
图表15: 1920年代美国工业生产扩张速度快于需求



资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

资料来源: CEIC, FRED, Wind, 国盛证券研究所

图表16: 1929-1933年美国货币供应量低增长



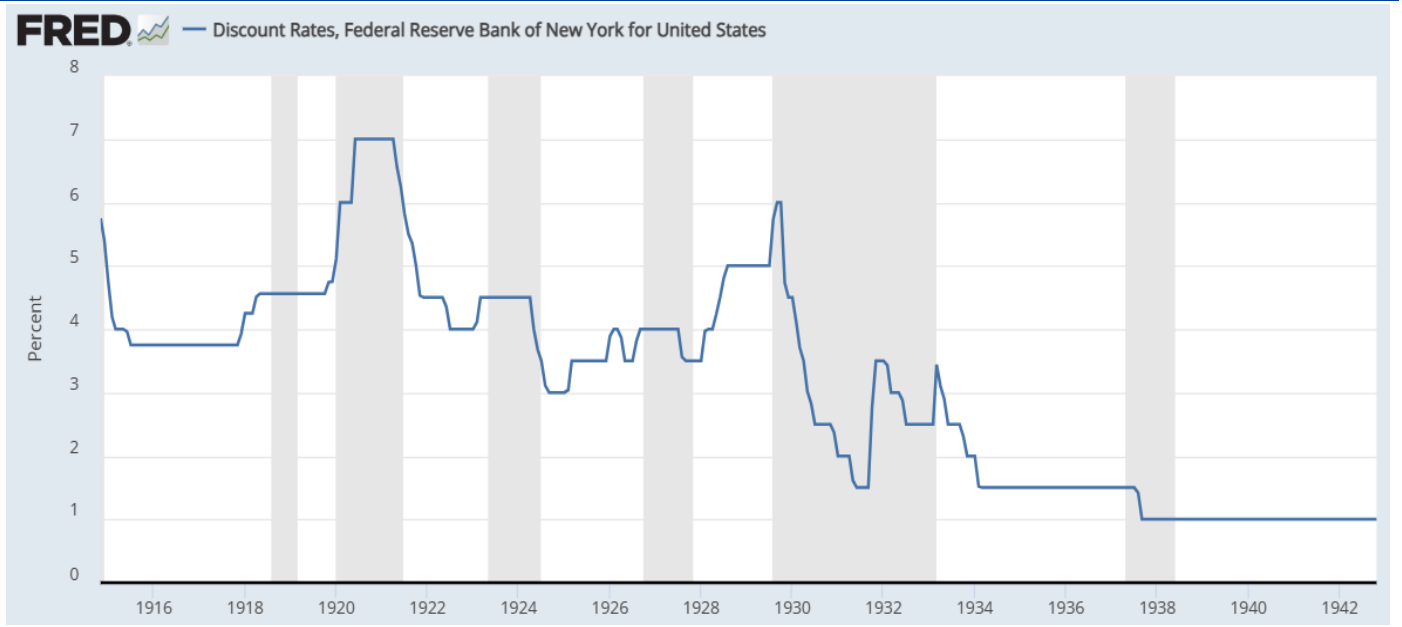
资料来源: FRED, 国盛证券研究所

应对措施:

1) 货币政策: 1929-1934年, 美联储经历了“降息-加息-降息”的反复切换, 美国货币供应量也从1933年之后逐步回升。总体看, 1924-1929年间, 美联储货币政策整体偏向紧缩, 这也为后面的“大萧条”和物价持续走低埋下了伏笔; 而在“大萧条”和物价持续走低之后则转向宽松, 但这一过程中阶段性出现了紧缩, 宽松力度较弱和宽松政策反复也导致了经济和物价未能快速走出低迷。

2) 财政政策: 1929年美国经济出现“大萧条”后, 美国总统胡佛出台了一系列经济刺激政策, 主要包括: 实施大规模基建投资、提高最低工资标准、限制企业裁员、要求过剩行业联合减产、救助困难银行、建立住房抵押贷款系统等。结果看, 联邦支出从1930年财政年度的33亿美元增加到1932-1933年财政年度的46亿美元, 增幅达到38.5%。与此同时, 联邦预算收入减少了一半, 从40.6亿美元下降到不到20亿美元, 这导致财政赤字规模升至除战争时期外的最大水平。

图表17: 美联储贴现率走势 (阴影部分为经济衰退区间)

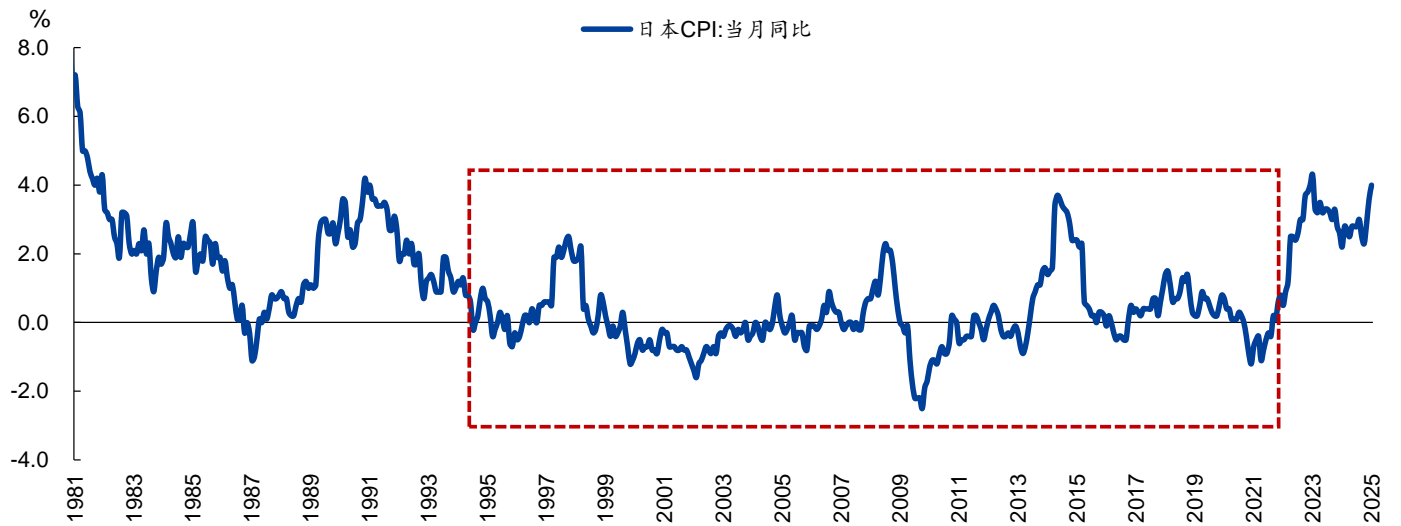


资料来源: FRED, 国盛证券研究所

3、日本历史上的低物价周期: 不仅仅是“资产负债表衰退”

相对其他国家来说, 日本持续地低物价环境最为典型、同时也最顽固, 1994年7月日本CPI同比转负之后, 直到2022年才趋势性达到2%以上, 持续时间长达28年, 期间除了1998年、2008年、2014年短暂出现过CPI高于2.0%的情形外, 其他绝大多数时间CPI同比都在0%左右、甚至负增的状态。

图表18: 1994-2022年日本CPI持续偏低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

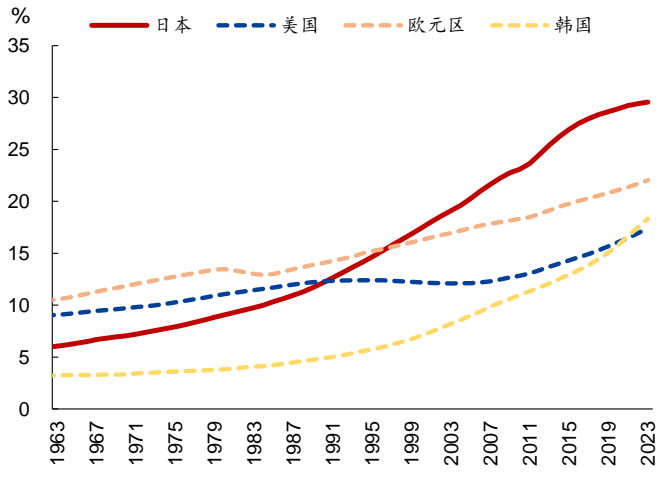
原因分析: 相比中国、美国, 日本长达近 30 年的低物价, 更多的是长期的、本质的、深层次的原因, 具体可以归结为 3 个方面:

1) **需求端看, 日本面临人口老龄化、资产负债表衰退的双重压制。** 其中:

第一、人口老龄化: 1990s 年代之后, 日本老龄人口占比持续提升, 65 岁以上人口占比从 1990 年的 12.2% 进一步抬升至 2023 年的 29.6%, 成为全球老龄化最严重的国家, 随着老龄人口的增加, 会导致全社会整体消费倾向被抑制, 主要有两条影响路径: 一是老年人口的消费主要集中在医疗、护理等基础服务, 而对耐用品、投资品需求有限, 从而导致内需结构单一且增长乏力; 二是随着老龄化加深, 社会保险支出 (比如养老金、医疗保险等) 支出显著增加, 截至 2019 年, 日本社会保障支出中养老/医疗相关支出约为 27.1 万亿日元, 分别占日本当年中央财政支出和 GDP 的 24.9%、4.9%。伴随着财政资源向老年人口倾斜, 进一步挤压年轻一代的可支配收入, 抑制年轻一代的消费和生育意愿 (比如年轻一代的“低欲望社会”现象), 进而形成对物价的负反馈。

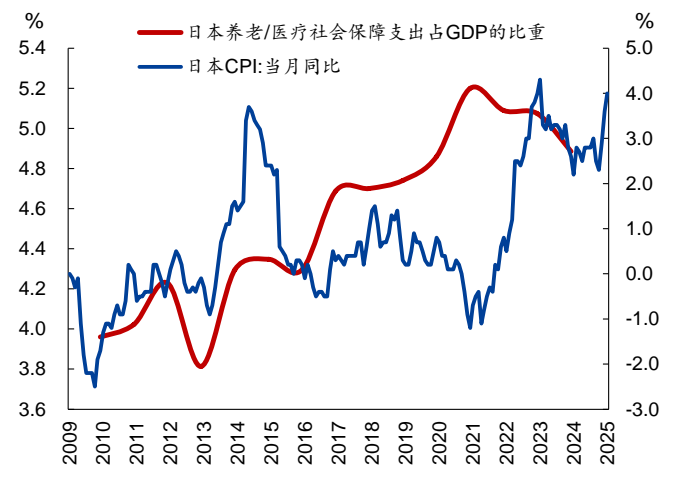
第二、居民和企业资产负债表衰退: 1990s 年代地产和股市泡沫破灭之后, 日本居民、非金融企业陷入资产负债表衰退, 其中: 日本居民部门杠杆率从 1999 年的 71.0% 最低降至 2016 年的 59.8%、降幅达到 11.2 个百分点, 日本非金融企业部门杠杆率则从 1994 年的 144.7% 最低降至 2016 年的 96.8%、降幅达到 47.9 个百分点。居民、非金融企业的持续“去杠杆”, 导致日本社会消费和投资意愿持续低迷, 形成“物价下跌预期→减少支出→物价下跌”的恶性循环。

图表19: 日本65岁以上老龄人口占比持续提升



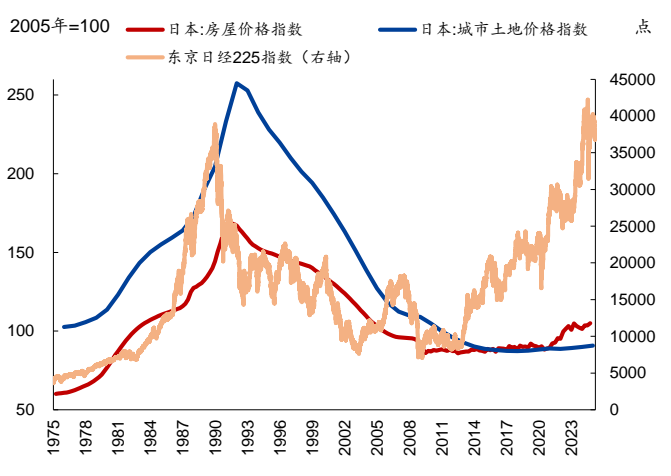
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 日本社保支出中养老/医疗相关支出占比持续提升



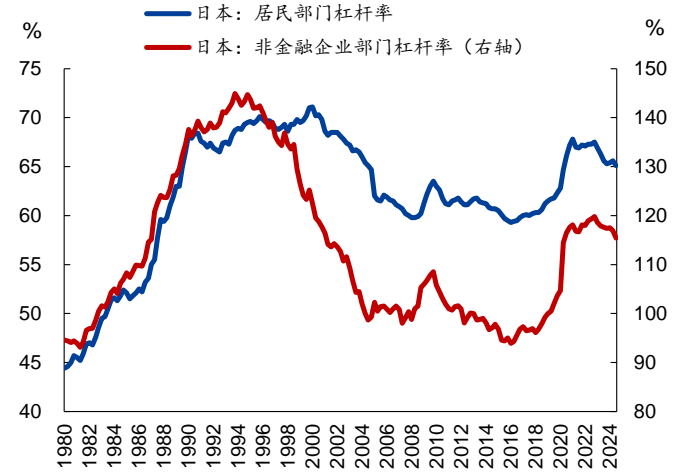
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 1990s年代之后日本股价、房价大幅下跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表22: 1990s年代日本居民、非金融企业持续“去杠杆”

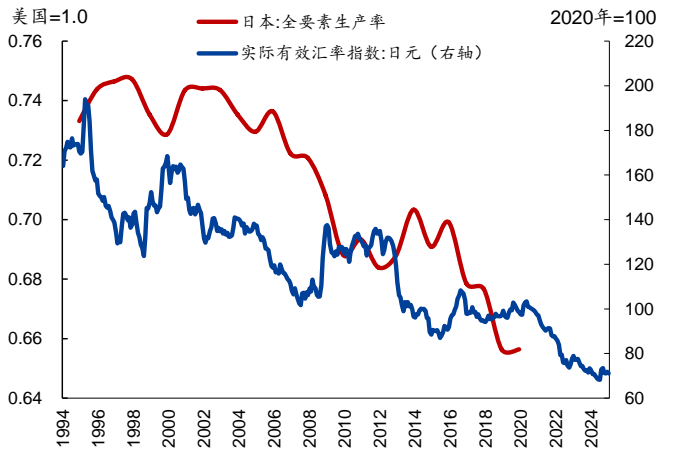


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 供给端看, 日本 1990s 年代之后劳动生产率停滞; 然而, “广场协议” 要求日元升值, 反向 “巴-萨效应” (巴拉萨-萨缪尔森效应) 进一步压制日本国内物价。具体看, 巴-萨效应是指一国的实际汇率由其劳动生产率决定, 即: 如果一个国家劳动生产率越高, 则经济增长率、工资实际增长率越快, 实际汇率越趋于升值。国内整体物价则取决于名义汇率 (现实中的汇率) 和实际汇率 (按照巴-萨效应测算的汇率) 的情况, 如果名义汇率和实际汇率同步上行或者同步下行, 则国内物价能够维持相对稳定; 反之, 如果名义汇率升值、但实际汇率贬值的话, 国内物价就会承担较大的下行压力。背后的作用机制在于: 实际汇率贬值, 意味着该国劳动生产率下降, 产品竞争力弱化; 此时, 如果名义汇率趋于升值, 则将进一步削弱该国产品在国际市场的竞争力, 导致需求不足、物价下跌。

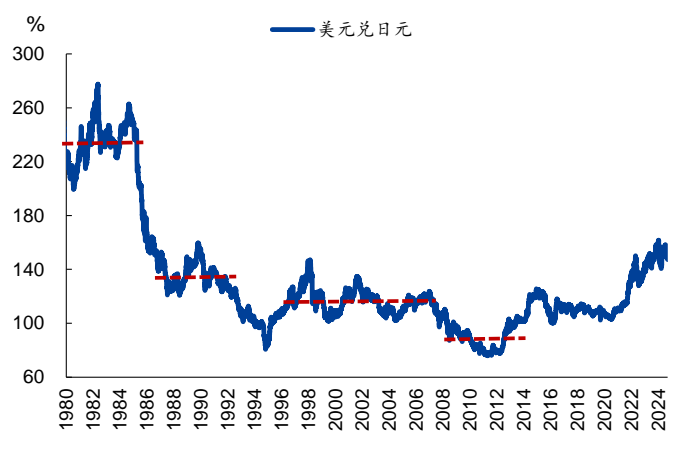
实际上, 按照荷兰格罗宁根大学测算, 如果美国全要素生产率为 1.0, 日本全要素生产率 1991 年最高为 0.754, 一直到 1997 年仍然维持在 0.747 左右, 随后开始加速回落, 2011 年则已降至 0.684 左右, 指向日本的生产效率持续处于回落过程中。而且, 由于劳动成本上升, 1990s 年代之后, 日本开启了快速的制造业产业链外迁, 也在一定程度上削弱了日本国内的产业链活力, 导致供给端难以通过效率提升支撑价格。与此同时, 1985 年美日 “广场协议” 签署之后, 美元兑日元从 1980s 年代的中枢 200 以上持续回落至 2010s 年代的 80.0 左右, 升值幅度一度超过 60%, 进一步削弱了日本产品的竞争力。

图表23: 1990s年代之后日本全要素生产率持续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表24: “广场协议”之后, 日元持续升值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

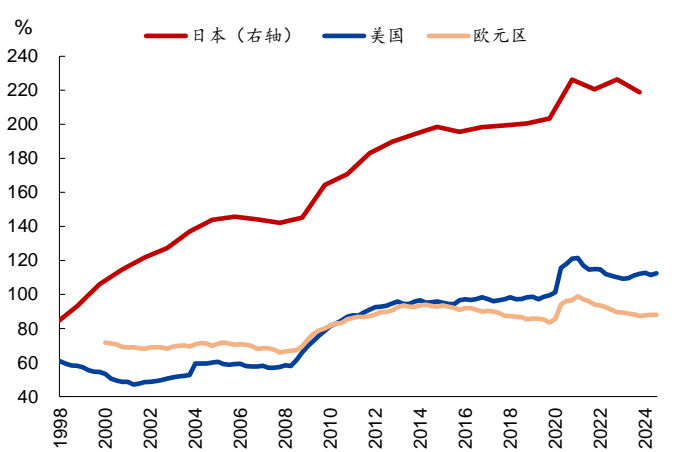
应对措施: 日本解决物价持续偏低问题的尝试:

1) **财政政策**: 1990s年代以来, 日本政府先后推出多轮财政刺激计划, 多数资金投向桥梁、高速公路等传统基建项目; 2000年之后, 财政资金则主要投向社会保障项目, 真正用于驱动经济增长的投资相对不足。

2) **货币政策**: 为了对抗日本经济下行、物价持续偏低的问题, 日本央行通过一系列的非常规型货币政策, 实现了货币的极致宽松, 包括: 零利率政策 (1999年初将无担保隔夜利率降至0%左右) 甚至负利率政策 (2016年)、量化宽松 (QE, 2001-2012年通过国债购买大量向市场注入流动性, 并且随着时间推移每年资产购买规模不断扩大)、质量量化宽松 (QQE)、收益率曲线控制 (YCC, 将10年期国债收益率锚定为0%左右) 等非常规型货币政策。

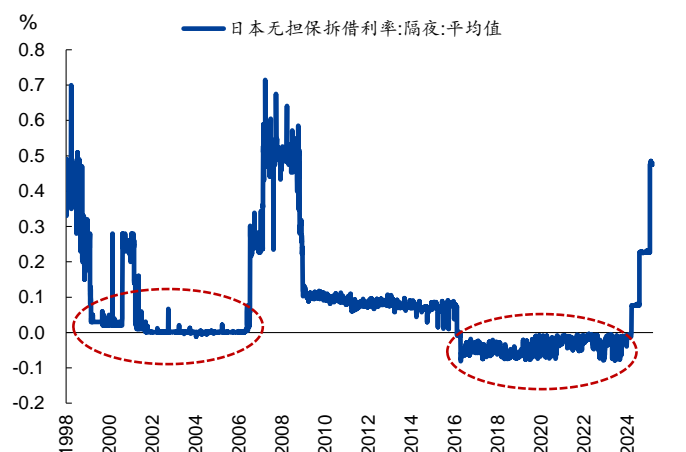
3) **产业政策**: 日本推行主银行制度、终身雇佣制度和年功序列制, 其中: 前者要求银行和配对企业形成固定搭档, 由主银行专门给配对企业提供贷款, 帮助企业解决资金问题; 后两者则要求员工终身为某一家企业服务, 并且职位晋升和工资增长只取决于为企业服务的年限, 而不是个人业绩。上述三项政策确实减少了危机时期的企业破产和居民失业, 同时也带来了“僵尸企业”, 员工生产效率低下、工作积极性不足等问题。

图表25: 经过多轮财政刺激, 日本政府杠杆率显著高于其他经济体



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表26: 1999年初日本央行将无担保隔夜利率降至0%左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

日本政策失效的深层逻辑:

1) 货币政策陷入“流动性陷阱”。1999年日本实施零利率，加上物价长期低迷，日本实际利率长期高于自然利率，传统利率工具全部失效；即便2016年日本央行进一步引入负利率，日本家庭和企业仍然倾向于持有现金，即：经济陷入了凯恩斯的“流动性陷阱”。

2) 不同政策之间割裂，协调性不足导致政策效果相互抵消、弱化。货币政策、财政政策、产业政策之间的协调性不足，一定程度上抵消和弱化了各项政策的效果，比如：1990s年代财政扩张期间，常常伴随着日元升值（美元兑日元从1998年8月的147.2降至1999年12月102左右），抵消了货币政策的实施效果；尽管货币方面已将利率降至0%左右，然而，银行因为不良债权问题，出现“惜贷”显现，企业融资成本下降并未转化为实际的投资；日本央行通过资产购买投放了大量流动性，然而，央行的购买行为极大地扭曲了资本市场的定价逻辑，相关政策效果并未有效传导至实体经济。

3) 错失结构性改革关键窗口，未能培育新的经济增长点。日本1990s年代虽然大规模地增加了财政支出；多数资金都投向了道路、桥梁等传统基建项目，对于数字化、信息化等新兴产业投入不足，未能成功培育房地产调整之后新的经济增长点。此外，1990s年代日本还伴随着企业海外扩张的浪潮，日本国内产业空心化问题凸显，也削弱了国内政策的传导。

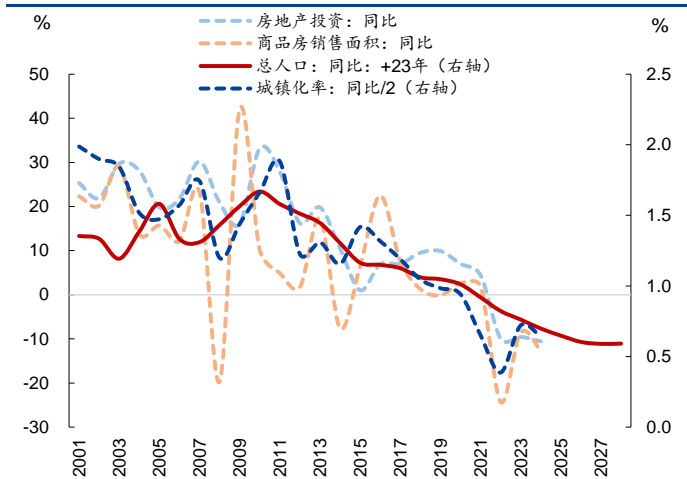
因此，综上：从中国历史上3轮物价偏低时期、美国1930年代物价偏低，以及日本长达近30年物价持续偏低的经验看，要解决物价持续偏低的问题，“促进物价合理回升”，至少有以下几点规律：

- 历史上看，物价持续走低的核心拖累基本都是需求，包括：我国1998-2000年的出口、2012-2015年的地产；日本1998年之后的地产、居民消费；美国的居民消费。
- 促进物价合理回升需要多措并举、并强化不同政策之间的协调，核心仍是需求相关的政策，比如我国1998年的“房改”和2001年加入WTO、2008年的“四万亿”、2015年的“棚改货币化”，美国1930s年代大规模的基建投资；而货币政策、供给端的政策只能“锦上添花”，无法成为促进物价合理回升的核心逻辑。
- 促进物价合理回升并非一日之功、一策之力，既要着眼短期问题，也要解决中长期的支柱产业问题，如果只着眼短期，则会出现类似日本物价偏低反复的问题。
- 解决物价持续偏低的问题，除了考虑需求不足、供给过剩的现实情况，居民、企业的预期同样重要，如果居民、企业预期仍然偏弱，政策实施起来往往会“事倍功半”；反之，如果居民、企业预期好转，物价偏低的问题往往能够得到迅速解决，而改善居民、企业预期的核心在于，迅速、果断、超预期的政策。

多维度看我国本轮物价偏低成因及未来走势

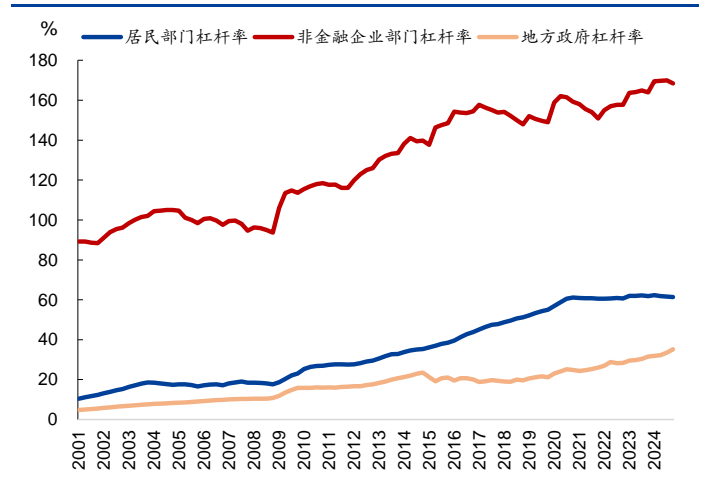
长周期看，本轮中国物价持续偏低，核心约束在于需求不足，背后体现的应是过去 20 余年债务驱动经济增长模式遭遇的阶段性的困境，即：人口老龄化加深+居民、企业、地方政府进一步加杠杆空间不足，带来的经济下行压力的集中体现。落地到产业上，则表现为房地产销售下降、房价下跌、地方政府“土地财政”遭遇困境，进而导致居民财富受损、企业经营压力加大、就业形势紧张、居民收入预期恶化，消费意愿和生育意愿不足，上述过程同时也在经济实际运行过程中不断强化和自我实现。因此，从这个维度看，本轮中国物价偏低，可能面临一定的持续性。

图表27: 人口数据显示，我国地产可能步入长周期下行趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表28: 当前我国企业、居民、地方政府杠杆已经偏高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

短期看，可分 CPI、PPI 两方面:

1) CPI 方面: 2022 年 9 月，CPI 录得同比增 2.8%，随后见顶逐步回落，2023 年 6 月首次降至 0% 附近，此后基本保持 0% 左右波动（多数时间处于 -0.5%-0.5% 之间），2024 年 1 月录得阶段性低点 -0.8%，期间 2022 年、2023 年、2024 年中枢分别为 2.0%、0.2%、0.2%。结构上看，主要影响因素来自 4 个方面:

图表29: 2022-2025 年本轮 CPI 下行过程中不同分项的影响情况 (单位: %; 百分点)

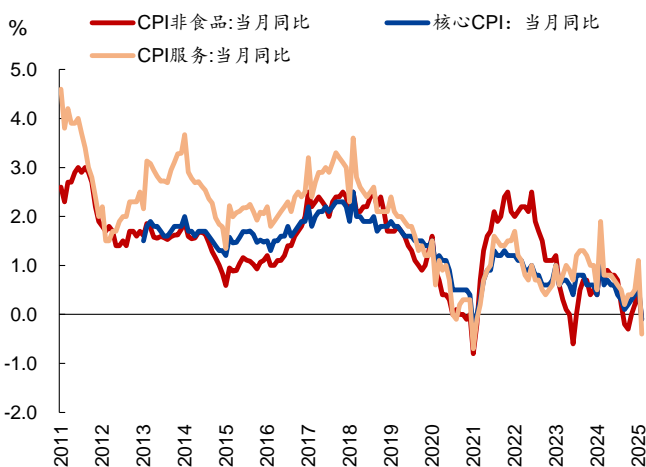
细分项名称	各个分项所占权重	2022年	2022年分项拆分	2023年	2023年分项拆分	2024年	2024年分项拆分	2025年1-2月	2025年1-2月分项拆分	2022年9月	2024年1月	CPI下行幅度	各个分项的贡献
CPI	100%	2.0	2.0	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1	-0.1	2.8	-0.8	-3.6	-3.6
CPI: 食品	18.7	2.9	0.5	-0.3	-0.1	-0.6	-0.1	-1.5	-0.3	8.8	-5.9	-14.7	-2.7
CPI: 食品烟酒	28.5	2.5	0.7	0.3	0.1	-0.1	0.0	-0.7	-0.2	6.3	-3.6	-9.9	-2.8
CPI: 食品: 粮食	2.2	2.8	0.1	1.1	0.0	-0.1	0.0	-1.4	0.0	3.6	0.5	-3.1	-0.1
CPI: 食品: 鲜菜	2.1	3.8	0.1	-2.2	0.0	5.4	0.1	-5.1	-0.1	12.1	-12.7	-24.8	-0.5
CPI: 食品: 畜肉	3.4	-2.2	-0.1	-6.6	-0.2	-0.1	0.0	0.4	0.0	16.0	-11.6	-27.6	-0.9
CPI: 食品: 猪肉	1.5	0.1	0.0	-11.3	-0.2	8.1	0.1	9.0	0.1	36.0	-17.3	-53.3	-0.8
CPI: 食品: 鲜果	2.3	13.1	0.3	4.9	0.1	-3.2	-0.1	-0.6	0.0	17.8	-9.1	-26.9	-0.6
CPI: 食品: 蛋类	0.8	7.2	0.1	0.6	0.0	-4.4	0.0	-1.0	0.0	7.3	-6.4	-13.7	-0.1
CPI: 非食品	79.1	1.8	-1.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	1.5	0.4	-1.1	-0.9
CPI: 除食品烟酒外	71.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
CPI: 衣着	6.8	0.5	0.0	1.0	0.1	1.4	0.1	1.2	0.1	0.5	1.6	1.1	0.1
CPI: 居住	22.1	0.7	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0
CPI: 生活用品及服务	4.7	1.2	0.1	0.1	0.0	0.5	0.0	-0.9	0.0	1.4	1.0	-0.4	0.0
CPI: 交通和通信	11.3	5.2	0.6	-2.3	-0.3	-1.9	-0.2	-1.6	-0.2	4.5	-2.4	-6.9	-0.8
CPI: 交通和通信: 交通工具	4.4	-0.4	0.0	-4.0	-0.2	-5.1	-0.2	-4.3	-0.2	-1.2	-5.6	-4.4	-0.2
CPI: 交通和通信: 交通工具用燃料	2.6	21.1	0.5	-5.1	-0.1	-0.5	0.0	-0.9	0.0	19.0	-0.1	-19.1	-0.5
CPI: 交通和通信: 通信工具	1.2	-2.1	0.0	-2.4	0.0	-1.7	0.0	1.0	0.0	-1.6	-1.7	-0.1	0.0
CPI: 教育文化和娱乐	13.7	1.8	0.3	2.0	0.3	1.5	0.2	0.6	0.1	1.2	1.3	0.1	0.0
CPI: 医疗保健	11.2	0.6	0.1	1.1	0.1	1.3	0.1	0.5	0.1	0.7	1.3	0.6	0.1
CPI: 其他用品和服务	1.7	1.6	0.0	3.2	0.1	3.8	0.1	6.0	0.1	1.6	2.9	1.3	0.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **消费需求不足，导致CPI非食品项持续偏低：**从CPI的构成看，非食品项占比约在79%左右，尽管波动不大、但能基本决定CPI中枢，食品分项则主要加剧CPI的波动。此外，其他跟消费需求直接相关的还包括核心CPI、CPI服务分项。具体看，由于前文所述居民财富受损、企业经营压力加大、就业形势紧张、居民收入预期恶化，消费意愿和生育意愿不足等影响，2023年至2025年2月CPI非食品项、核心CPI、CPI服务分项中枢分别为0.3%、0.5%、0.7%，而2017-2019年中枢分别为2.0%、1.9%、2.4%，应是近年CPI中枢下移的核心拖累。
往后看，未来持续性：强。需要通过政策改善居民收入预期和消费意愿。
- **房价下跌带动CPI房租分项持续回落：**按照结构看，居住分项占CPI的权重约为22.1%，其中：租赁住房房租约占17个百分点。2021年以来，由于房价持续回落，同样带动租赁住房房租分项持续回落。对比看，2017-2019年CPI租赁住房房租分项同比中枢约为2.4%，2022-2025年2月中枢则降至-0.2%；换言之，如果按照17%的权重计算，2017-2019年CPI租赁住房房租分项对于CPI的贡献约为0.41个百分点，2022-2025年2月则降为-0.03个百分点。
往后看，未来持续性：强。需要房地产，尤其是房价真正实现“止跌回稳”。
- **生猪存栏处于高位，导致猪肉价格运行持续偏弱，对CPI的支撑弱化：**在CPI所有分项中，猪肉价格占比不高、仅有不到2.0%，但由于其波动很大，所以对CPI的影响很大。2022年底以来，由于生猪存栏持续处于高位，猪肉价格整体处于低位震荡，对CPI的支撑有所弱化。对比看，2017-2019年CPI猪肉分项同比中枢为8.4%，2021-2025年2月降至-4.9%，对CPI的支撑显著弱化。
往后看，未来持续性：偏强。规模化养殖导致行业和猪肉价格稳定性显著提升。
- **国际油价持续回落，带动CPI交通工具用燃料分项趋势性走弱：**跟猪肉分项类似，CPI交通工具用燃料占比不高、但由于波动很大，对CPI的影响同样较大。往前看，2022年6月开始，布伦特原油价格持续回落，带动CPI交通工具用燃料同比持续走低，2023-2025年2月中枢降至-2.2%，也是本轮CPI中枢回落的重要拖累。
往后看，未来持续性：不确定。后续全球经济、地缘政治不确定性仍强。

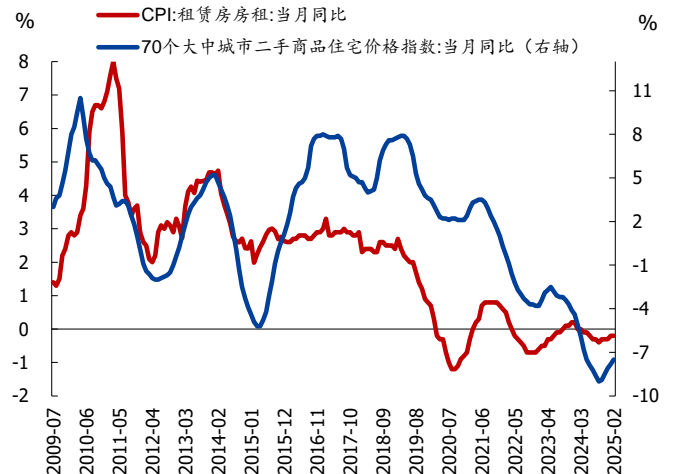
因此，综合看：本轮CPI走弱，主要是消费需求偏弱、房租下降、猪肉价格低位震荡，以及油价下跌等4方面因素共同作用的结果，其中：前3个因素都有偏强的中长期逻辑，预计后续仍有一定的持续性；而油价因素则不确定性偏强。

图表30: CPI非食品、核心CPI、CPI服务分项持续偏低



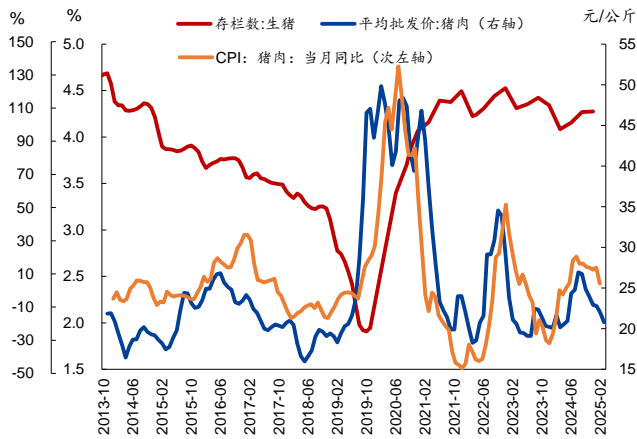
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表31: CPI房租分项跟二手房价格指数同步或略有滞后



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表32: 生猪存栏数量偏高, 导致猪肉价格持续偏低震荡



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表33: 2022年6月以来, CPI交通工具用燃料持续走低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) **PPI** 方面: 2022年10月本轮PPI首次转负以来, 已经连续29个月同比负增, PPI负增持续时间仅次于2012-2016年(当时PPI连续负增54个月), 其中: 2023年、2024年中枢分别为-3.0%、-2.2%, 2023年6月达到最低点-5.4%, 随后降幅逐步收窄, 2025年2月升至-2.2%。结构上看, 本轮PPI负增主要是3方面因素影响:

- **全球定价的大宗商品:** PPI中占比较高、且属于全球定价的大宗商品主要包括原油、铜、铁矿石等, 主要涉及PPI细分行业中的油气开采、燃料加工、化工、化纤、有色采矿、有色冶炼、黑色采矿等7个行业, 合计占比17.1%; 但是, 燃料加工、化工、化纤中部分也由国内定价, 因此, 这一比例可能存在高估。如果按照上述行业, 2023年、2024年对PPI的拖累分别为1.1、0.0个百分点, 2022年9月至2023年6月PPI转负至见底的过程中, 相关行业大概贡献了2.9个百分点(总共6.3个百分点)的PPI下行, 是最主要的拖累; 2023年6月至今震荡过程中, 上述行业贡献了约2.3个百分点(总共3.2个百分点)的PPI上行。
- **可能存在产能过剩的行业:** 按照前期报告分析, 本轮产能过剩典型行业包括: 电气机械、汽车制造、石化化工、通信电子、专用设备(详见报告《2024年去产能: 行业、路径与影响》, 非金属矿物制品归入下文地产、基建相关品类), 合计占PPI的权重约为34.5%。如果按照上述行业, 2023年和2024年对PPI的拖累均为0.9个百分点, 2022年9月至2023年6月PPI转负至见底的过程中, 相关行业大概贡献了1.6个百分点(总共6.3个百分点)的PPI下行; 2023年6月至今震荡过程中, 上述行业贡献了约0.6个百分点(总共3.2个百分点)的PPI上行。
- **房地产、基建相关行业:** PPI中狭义跟地产、基建相关的行业主要包括: 非金属矿物制品、黑色冶炼、家具制造等(广义上看, 还应包括电气机械中的家用电器, 化工制造中的PVC材料等, 通用设备中的电梯、机床, 专用设备中的建筑工程专用机械等, 但是此处无法详细区分, 则都不包含在统计当中), 合计占比约12.8%。如果按照上述行业, 2022年、2023年、2024年对PPI的拖累分别0.3、1.0、0.8个百分点, 2022年9月至2023年6月PPI转负至见底的过程中, 相关行业大概贡献了0.1个百分点(总共6.3个百分点)的PPI下行; 2023年6月至今震荡过程中, 上述行业贡献了约0.5个百分点(总共3.2个百分点)的PPI上行。

因此, 综合上述3个方面: 本轮PPI下行转负的过程中, 全球定价的原油等大宗商品是主要拖累, 但其影响在2024年基本消退; 换言之, 2023年的PPI负增主要由上述3方面共同作用, 2024年则主要是国内的产能过剩、房地产和基建实物工作量偏弱影响。而

在2023年6月以来，PPI降幅反弹过程中，全球定价的大宗商品发挥了主要作用，国内产能过剩、房地产和基建相关行业贡献偏小，指向相关行业改善仍需时间。

图表34: 2022-2025年2月本轮PPI下行过程中不同行业的影响情况

	所占权重	2022年	2023年	2024年	2022年9月	2023年6月	转负阶段各个行业拉动	2023年6月	2025年2月	底部回升阶段各个行业拉动	
PPI:全部工业品	100	4.2	-3.0	-2.2	0.9	-5.4	-6.3	-5.4	-2.2	3.2	
上游采掘	煤炭采选	1.9	0.4	-0.2	-0.1	-2.7	-19.3	-0.3	-19.3	-12.5	0.1
	油气开采	0.6	0.2	-0.1	0.0	31.1	-25.6	-0.4	-25.6	-3.3	0.1
	黑色采矿	0.4	-0.1	0.0	0.0	-25.1	-13.9	0.0	-13.9	-13.2	0.0
	有色采矿	0.3	0.0	0.0	0.0	3.9	2.8	0.0	2.8	21.2	0.0
	非金属采矿	0.3	0.0	0.0	0.0	6.1	1.0	0.0	1.0	-0.2	0.0
上游原材料	燃料加工	3.9	1.0	-0.3	-0.2	17.2	-20.1	-1.5	-20.1	-5.5	0.6
	化工制造	5.9	0.5	-0.5	-0.2	1.0	-14.9	-0.9	-14.9	-3.6	0.7
	医药制造	2.3	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	-1.0	0.0
	化纤制造	0.8	0.0	0.0	0.0	3.1	-6.7	-0.1	-6.7	-4.0	0.0
	橡胶塑料	2.3	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-4.4	-0.1	-4.4	-1.4	0.1
	非金属矿物制品	5.3	0.1	-0.4	-0.3	-1.8	-6.4	-0.2	-6.4	-3.5	0.2
	黑色冶炼	6.9	-0.3	-0.6	-0.4	-18.0	-16.0	0.1	-16.0	-10.6	0.4
	有色冶炼	5.2	0.3	-0.1	0.3	-4.4	-7.2	-0.1	-7.2	9.5	0.9
	金属制品	3.5	0.1	-0.1	-0.1	-1.3	-4.3	-0.1	-4.3	-2.1	0.1
	其他制造	0.2	0.0	0.0	0.0	2.3	-0.8	0.0	-0.8	-0.4	0.0
中游设备制造	通用设备	3.8	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.4	0.0	-0.4	-1.3	0.0
	专用设备	3.1	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.0	-0.5	-1.2	0.0
	汽车制造	7.7	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-1.3	-0.1	-1.3	-3.1	-0.1
	交运设备	1.1	0.0	0.0	0.0	0.9	0.1	0.0	0.1	0.4	0.0
	电气机械	6.4	0.3	-0.1	-0.2	3.1	-1.9	-0.3	-1.9	-1.2	0.0
	电子通信	11.4	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-2.0	-0.2	-2.0	-1.8	0.0
	仪器仪表	0.7	0.0	0.0	0.0	2.0	0.8	0.0	0.8	-1.2	0.0
	其他制造	0.2	0.0	0.0	0.0	2.3	-0.8	0.0	-0.8	-0.4	0.0
	废弃资源利用	0.5	0.0	0.0	0.0	-5.8	-14.8	0.0	-14.8	-3.8	0.1
	金属制品、机械设备修理	0.1	0.0	0.0	0.0	3.1	2.7	0.0	2.7	2.6	0.0
下游消费	农副食品	4.5	0.2	0.0	-0.2	7.4	-2.1	-0.4	-2.1	-4.2	-0.1
	食品制造	1.8	0.1	0.0	0.0	3.2	-1.3	-0.1	-1.3	-1.7	0.0
	酒类饮料	1.4	0.0	0.0	0.0	1.2	1.1	0.0	1.1	-1.0	0.0
	烟草制品	1.1	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.0	0.5	0.6	0.0
	纺织	2.1	0.1	-0.1	0.0	1.4	-4.7	-0.1	-4.7	-2.1	0.1
	纺织服装	1.3	0.0	0.0	0.0	1.8	0.6	0.0	0.6	-0.2	0.0
	皮革制鞋	1.0	0.0	0.0	0.0	2.3	2.3	0.0	2.3	0.7	0.0
	木材加工	0.8	0.0	0.0	0.0	1.2	-1.5	0.0	-1.5	-2.1	0.0
	家具制造	0.6	0.0	0.0	0.0	1.5	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0
	造纸	1.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	-6.7	-0.1	-6.7	-2.5	0.1
	印刷	0.6	0.0	0.0	0.0	0.8	-0.3	0.0	-0.3	-1.6	0.0
	文体用品	1.2	0.0	0.1	0.1	3.0	4.9	0.0	4.9	7.8	0.0
公用事业	电力热力	6.4	0.6	0.1	-0.1	10.1	1.3	-0.6	1.3	-0.8	-0.1
	燃气生产	0.8	0.1	0.0	0.0	16.4	-1.5	-0.2	-1.5	-1.5	0.0
	水的生产供应	0.3	0.0	0.0	0.0	1.2	0.5	0.0	0.5	1.0	0.0
全球定价的大宗商品	17.1	2.0	-1.1	0.0	—	—	-2.9	—	—	2.3	
可能存在产能过剩的行业	34.5	0.9	-0.9	-0.9	—	—	-1.6	—	—	0.6	
房地产、基建相关行业	12.8	-0.3	-1.0	-0.8	—	—	-0.1	—	—	0.5	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我国如何“促进物价合理回升”，重点关注5方面的政策

参考前文中国历史上的3轮低物价周期，以及美国、日本的相关经验，“促进物价合理回升”既要着眼于通过政策改善物价持续下行的趋势，也要着眼于中长期的产业转型升级，尤其是培育房地产之后新的国民经济支柱产业。此外，为了促进CPI合理回升、并进入健康的循环，也要强化收入分配制度改革，增加居民的工资性收入和财产性收入，推动社会逐步从生产型社会逐步向生产和消费均衡型社会转变。

短期看，如果以GDP平减指数回到0%左右为锚，可能的政策包括：

1) **财政政策**：如前所述，参照历史经验，财政政策能够直接创造增量需求，应是“促进物价合理回升”的核心举措。如果假设要促使2025年GDP平减指数回升至0%左右（按照对应关系，比如CPI升至1%、PPI升至-1.5%左右），在没有其他额外刺激政策的情况下，居民消费、制造业投资、出口、房地产投资等跟财政相关性不大的分项按照市场一致预期估算，基建投资、政府消费等跟财政相关性较大的分项，则按名义GDP绝对值逆推，测算得出广义赤字规模需要达到18.3万亿、广义赤字率需要达到12.8%（按照2025年《政府工作报告》，实际赤字规模约为11.86万亿，全口径广义赤字率约为8.4%），才有可能促使全年GDP平减指数回升至0%左右。

图表35: 如果不考虑其他增量政策，假设GDP平减指数回到0%左右，可能需要的财政赤字规模

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E	
GDP: 不变价(万亿元)	52.5	56.4	60.3	73.6	78.7	84.0	89.0	91.0	109.9	113.2	119.1	128.2	134.6	
GDP: 不变价: 同比(%)	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	5.0	5.0	
GDP: 现价(支出法, 万亿元)	59.6	64.7	69.2	74.6	82.9	91.6	99.1	102.6	114.5	120.2	125.9	134.9	142.3	
GDP: 现价: 测算同比(%)	10.6	8.4	7.0	7.8	11.1	10.5	8.2	3.5	11.7	5.0	4.7	4.8	5.5	
GDP: 现价: 同比(%)	9.5	11.9	6.3	10.0	11.2	8.9	10.1	2.5	12.6	5.8	4.2	4.0	5.0	
内生需求	居民消费(万亿元)	21.2	23.6	26.0	28.9	32.1	35.4	38.7	38.7	43.8	45.0	49.3	52.2	55.6
	居民消费: 同比(%)	11.5	11.2	10.1	10.9	11.1	10.4	9.3	-0.0	13.1	2.8	9.5	5.8	6.5
	社会消费品零售总额: 同比(%)	13.1	12.0	10.7	10.4	10.2	9.0	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.2	3.5	4.5
	房地产投资(万亿元)	8.6	9.5	9.6	10.3	11.0	12.0	13.2	14.1	14.8	13.3	11.1	10.0	9.2
	房地产投资: 同比(%)	19.8	10.5	1.0	6.9	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	-10.0	-9.6	-10.0	-7.5
	制造业投资(万亿元)	14.7	16.7	18.0	18.8	19.4	21.2	21.9	21.4	24.3	26.5	28.2	30.7	33.2
	制造业投资: 同比(%)	17.9	13.3	8.1	4.1	3.1	9.5	3.1	-2.2	13.5	9.1	6.5	9.0	8.0
	货物净出口(万亿元)	1.6	2.4	3.7	3.3	2.9	2.3	2.9	3.6	4.1	5.6	5.8	6.9	6.7
	货物净出口: 同比(%)	10.6	46.2	56.6	-9.2	-14.7	-18.5	25.3	24.8	13.1	36.1	3.3	19.0	-2.1
	服务净出口(万亿元)	-0.2	-1.0	-1.4	-1.6	-1.4	-1.6	-1.8	-1.1	-1.1	-1.7	-3.1	-3.1	-3.1
服务净出口: 同比(%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
外生需求	政府消费+基建投资(万亿元)	13.6	13.5	13.3	15.0	19.0	22.2	24.1	25.8	28.7	31.6	34.6	38.2	40.7
	政府消费+基建投资: 同比(%)	—	-0.9	-1.1	12.6	26.9	16.8	8.6	6.9	11.3	9.9	9.6	10.6	6.4
	政府消费(万亿元)	9.4	10.2	11.2	12.2	13.6	15.2	16.5	17.4	18.2	19.3	20.8	—	—
	政府消费: 同比(%)	11.0	8.1	9.8	9.3	11.2	11.9	8.8	4.9	4.6	6.4	7.6	—	—
基建投资(万亿元)	9.4	11.2	13.1	15.2	17.3	17.6	18.2	18.8	18.9	21.0	22.8	25.0	27.3	
基建投资: 同比(%)	21.3	19.8	17.0	15.8	13.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.5	8.2	9.8	9.0	
财政收入	一般公共预算收入(万亿元)	12.9	14.0	15.2	16.0	17.3	18.3	15.1	15.8	16.1	15.8	17.1	16.8	17.4
	一般公共预算收入: 同比(%)	—	8.7	8.5	4.8	8.2	6.2	-17.5	4.6	1.6	-2.0	8.7	-2.0	3.5
	政府性基金收入(万亿元)	5.2	5.4	4.2	4.7	6.1	7.5	8.5	9.3	9.8	7.8	7.1	5.7	5.1
	政府性基金收入: 同比(%)	—	3.5	-21.7	10.1	31.8	22.7	12.1	10.6	4.9	-20.6	-9.2	-20.0	-10.0
	上述两本账合计(万亿元)	18.1	19.4	19.5	20.6	23.4	25.9	23.6	25.2	25.9	23.5	24.2	22.4	22.4
上述两本账合计: 同比(%)	—	7.2	0.1	6.0	13.5	10.6	-8.9	6.7	2.8	-9.0	2.7	-7.3	0.1	
财政缺口(盈余, 万亿元)	4.5	6.0	6.1	5.6	4.4	3.6	-0.6	-0.6	-2.8	-8.0	-10.4	-15.8	-18.3	
财政缺口占GDP的比例(广义赤字率, %)	7.6	9.2	8.9	7.5	5.3	4.0	-0.6	-0.6	-2.5	-6.7	-8.3	-11.7	-12.8	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) **进一步“松地产”**：核心在于稳房价、稳预期，提高居民的购房意愿。可能进一步出台的政策包括：①核心城市、核心区域（京、沪、海南部分区域）进一步放松限购；②更大规模的收储；③因地制宜加大购房补贴力度（特殊人才、多子女家庭等）；④因地制宜优化公积金使用；⑤加速推进100万套城中村改造货币化安置；⑥降息等。其中：收储是最值得期待的方向；然而，当前收储运作模式尚未完全理顺，仍需进一步探索。

图表36: 2024年以来各地、各类“稳地产”相关政策出台情况(单位:次)

	合计	优化限购	优化限贷	优化限售	调整公积金	优化限价	购房补贴	优化预售资金监管	引才及落户
1月	68	8	7	3	20	0	22	4	4
2月	48	2	4	1	17	2	16	2	4
3月	48	4	2	0	29	0	10	1	2
4月	70	6	5	1	35	1	12	3	7
5月	118	6	59	3	26	2	12	1	9
6月	79	1	15	0	29	4	20	4	6
7月	98	4	10	2	44	3	25	5	5
8月	87	1	11	1	37	7	22	1	7
9月	181	10	28	6	69	14	38	2	14
10月	187	2	43	11	71	10	25	4	21
11月	58	0	6	1	26	1	13	2	9
12月	51	0	2	0	31	3	7	2	6

资料来源:中指研究院,国盛证券研究所

3) **货币政策**: 参考2025年《政府工作报告》,“实施适度宽松的货币政策”仍是主基调,意味着货币宽松仍是大方向,降准、降息仍然可期。幅度上看,从2022年10月PPI转负以来,央行合计降准5次,大型银行存款准备金率从11.25%降至9.5%、降幅175bp,中小银行存款准备金率从8.25%降至6.5%、降幅175bp;5Y、1Y LPR降息4次,降幅分别为70bp、55bp,整体降准、降息幅度仍然显著小于前3次物价偏低时期。

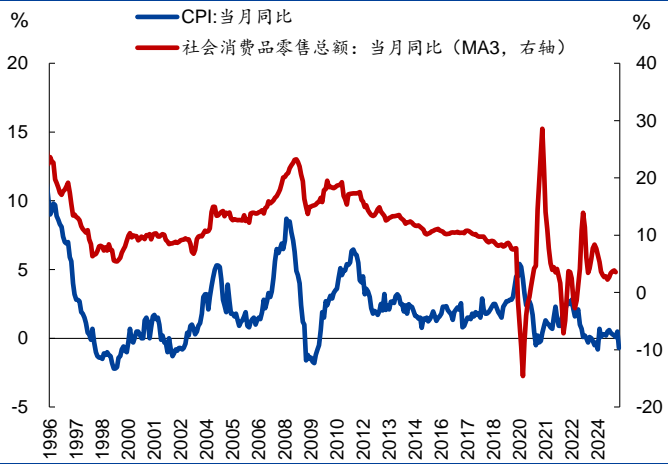
4) **“促消费”相关政策**: 按照前文分析,本轮CPI持续偏弱的核心原因在于消费需求不足导致CPI非食品项走低。因此,“促消费”相关政策发力,也是促进物价合理回升的重要手段。参考前期报告《提振消费专项行动:海外和历史经验分析》中的分析,“以旧换新”政策的短期提振效果最为显著,可以短时间内促进消费电子、汽车、办公用品等品类消费,有助于稳住CPI交通工具、通信工具、生活用品等分项;提高最低工资标准、负所得税制度、提升社会保障水平对于消费的长期促进作用较好,相关政策落地,有助于稳住社零消费中枢水平,进而稳住物价。

图表37: 2024年“以旧换新”政策拉动测算

	汽车	家电	文化办公用品、家居等	合计
2024以旧换新带动销量(万辆、万台)	680	6200	-	-
1-7月带动销量(万辆、万台)	14	128	-	-
8-12月带动销量(万辆、万台)	666	6072	-	-
补贴金额	1132	405	119	1656
中央补贴	1019	365	107	1491
没有以旧换新政策时的增速(%)	-2.4	2.5	-4.9	-
没有以旧换新政策时的销售额(亿元)	47447	8937	3924	-
有以旧换新政策的销售额(亿元)	50314	10308	4327	-
以旧换新拉动(亿元)	2866	1371	404	4641
以旧换新拉动倍数	2.5	3.4	3.4	3.1

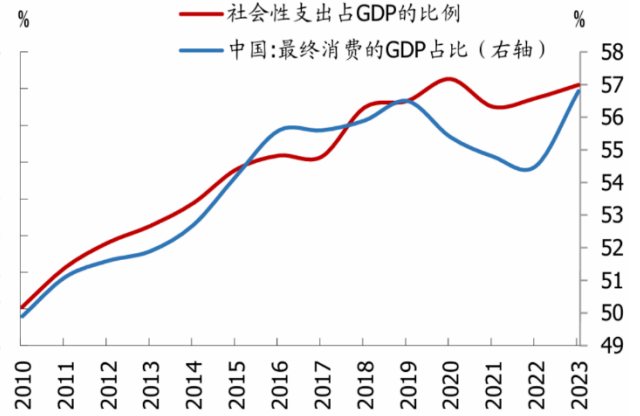
资料来源:Wind,国盛证券研究所测算

图表38: CPI同比跟社零走势一致



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 中国社会保障支出占GDP的比例跟消费的GDP占比正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5) **供给侧结构性改革**: 历史上看, 供给侧结构性改革也是推动物价合理回升的重要辅助措施。结构上看, 本轮物价下行、尤其是 PPI 持续偏弱, 主要源于**煤炭采选、燃料加工、化工、非金属矿物制品(水泥、玻璃等)、黑色冶炼、有色冶炼**等行业价格下跌。换言之, 强化上述相关行业的供给侧结构性改革, 也是促进物价合理回升、尤其是 PPI 中枢回升的重要举措。具体看, 参照现在已有方向, 工信部、发改委等已经发布磷化工、传统制造业转型升级的相关方案, 后续可能采取“严格产能置换+转型升级”方式化解产能过剩。比如部分子行业严禁新增产能, 等量或者减量置换中低端产能等; 另外, 可能也会鼓励加大研发投入, 对新增高端化、绿色化、智能化的高端产能给予补贴等等。(具体测算过程详见前期报告《2024 年去产能: 行业、路径与影响》)

风险提示

- 1、特朗普关税超预期: 若特朗普对我国加征关税幅度、节奏超预期, 则会对我国出口形成较大扰动, 进而拖累总需求, 造成物价总水平走低。
- 2、政策力度超预期风险: 如果中央加大对居民支持, 如大规模发钱等, 可能推动消费超预期反弹, 也会显著影响物价水平。
- 3、测算可能存在偏差: 文中涉及到的“以旧换新”拉动测算、CPI 和 PPI 分项占比测算等, 均源于已有经验的线性外推, 可能会使测算结果存在细微偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com