结构性低通胀对资本市场运行质效的阻滞

郑 征

摘 要 当前我国物价呈现低通胀走势，结构性特征尤为突出，影响上市公司业绩表现和资本市场运行质效。与传统产能关联度较高的建材、化工等行业，价格跌幅较大，相关企业盈利走弱；与基本民生直接相关以及部分体现新质生产力的行业，价格水平相对稳定，有利于带动相关企业营收增长。预计 2025 年低通胀的结构性特征仍将延续，或将导致上市公司业绩分化，引起投资者预期改变，加大资产估值提升压力，对此提出相关对策思考。

关键词 低通胀 结构性特征 资本市场

一、当前我国低通胀结构性特征较为显著

2023 年 3 月以来，我国物价出现持续的“低通胀”现象，CPI 低位运行与 PPI 负增长并存状态长达 19 个月。在经济结构转型升级、新旧动能转换与新质生产力发展过程中，价格分项指标的结构性变化更加明显。

（一）不同行业价格变化存在结构性差异

2024 年以来，基本民生、高端制造、传统资源等行业价格分别呈现“升、稳、降”走势（表 1）。**一是与居民日常消费关系密切的行业价格微涨。**衣食住行分项在 CPI 中的权重为 24.2%，1—9 月，交通工具用燃料、衣着、水电燃料价格分别同比平均增长 1.8%、1.5%、0.6%。服务分项在 CPI 中的权重为 28.6%，1—9 月，旅游、家政、教育与医疗等服务同比增长超 1.5%，有利于促进投资和消费。**二是部分与新质生产力关联行业价格稳定。**高新技术制造业分项在 PPI 中的权重为 35.3%，1—9 月，航空航天、医药、通用与专用设备等制造业同比下降 0%~1%，计算机通信、汽车制造、电气机械同比下降 1%~3.5%。**三是部分资源类行业价格跌幅较大。**以建材为主要代表的黑色金属及化工等行业分项在 PPI 中的权重约为 20%，1—9 月，煤炭开采和洗选、黑色金属冶炼及压延加工业价格同比下降 8.1%、5.8%，一定程度上有利于库存去化。

（二）2024 年末物价有望温和回升至较低水平

据测算，2024 年物价将呈“前低后高”的走势，年末 CPI 和 PPI 单月同比增速有望升至 1% 和 0% 左右（图 1~2），GDP 平减指数降幅或将收窄，但仍处于历史较低水平。**一是居民日常消费品价格继续增长。**随着水电气等公共商品价格上涨，有效需求逐步释放，衣食住行等生活必需品价格

郑征，中证金融研究院。

表 1　不同产业价格与 A 股上市公司分布

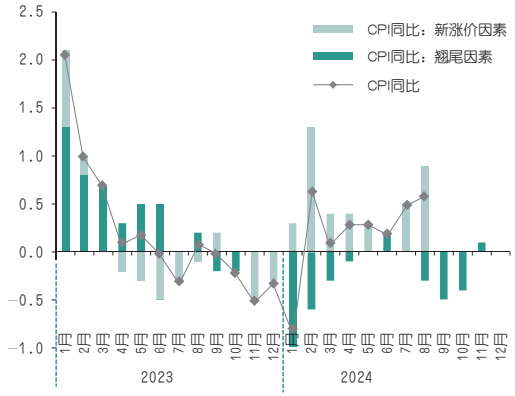
产业分类	价格		上市公司			
	价格分项	权重	CSRC 行业分类	营收占比	价格先行营收	价格先行利润
居民消费行业	CPI 衣着	6.9	纺织服装、服饰业	0.2	2	—
	CPI 水电燃料	5.0	电力、热力、燃气及水生产和供应业	3.6	4	—
	CPI 交通工具用燃料	2.0				
	CPI 交通工具使用和维修	1.2	居民服务、修理和其他服务业	0.001	4	4
	CPI 租赁房房租	5.3	租赁业	0.01	0	0
	CPI 医疗服务	5.4	卫生和社会工作	0.1	4	—
	CPI 通信服务	3.5	电信、广播电视和卫星传输服务	3.0	1	1
	CPI 邮递服务	0.3	邮政业	0.7	4	0
	CPI 教育服务	9.5	教育	0.02	4	—
	CPI 旅游	3.0	住宿和餐饮业	0.05	0	1
	CPI 家庭服务	0.4	居民服务、修理和其他服务业	0.001	4	4
新质生产力行业	PPI 计算机、通信和其他电子设备制造业	11.4	计算机、通信和其他电子设备制造业	6.3	0	0
	PPI 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.4	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.3	0	—
	PPI 汽车制造业	6.8	汽车制造业	5.1	—	4
	PPI 医药制造业	2.3	医药制造业	1.7	0	0
	PPI 通用设备制造业	3.8	通用设备制造业	1.2	0	0
	PPI 电气机械及器材制造业	6.7	电气机械及器材制造业	6.1	0	4
	PPI 专用设备制造业	2.9	专用设备制造业	2.0	0	0
传统资源行业	PPI 黑色金属冶炼及压延加工业	7.5	黑色金属冶炼及压延加工业	3.3	0	3
	PPI 金属制品业	3.8	金属制品业	0.9	0	0
	PPI 非金属矿物制品业	5.3	非金属矿物制品业	1.5	0	—
	PPI 煤炭开采和洗选业	2.6	煤炭开采和洗选业	2.0	2	2

数据来源：从 Wind 数据库获取 2022 年中国居民人均现金消费支出、2021 年工业企业营业收入、2023 年上市公司营业收入，依据国民经济行业分类，测算不同行业支出在总支出中的比重获得 CPI 分项权重、PPI 分项权重，依据证监会行业分类，测算不同行业上市公司营业收入在总营收占比获得上市公司分项权重。运用 2022 年 1 季度至 2024 年 2 季度数据计算价格分项同比增速领先上市公司营收、净利润增速的季度数。

仍具备上行动能。居民消费意愿加快恢复，旅游出行、家政服务等消费更加活跃，助推消费品价格回暖。**二是与新质生产力关联行业价格保持稳定。**中国正处于经济转型升级的关键期，前期各项激励政策效果显现，有利于稳固经济回升态势，支撑高新技术制造业价格回升。**三是与传统产能关联度较高的行业价格回落。**地产拖累影响可能依旧，钢材仍在去库存周期中，建筑建材等耐用品价格大概率走低。

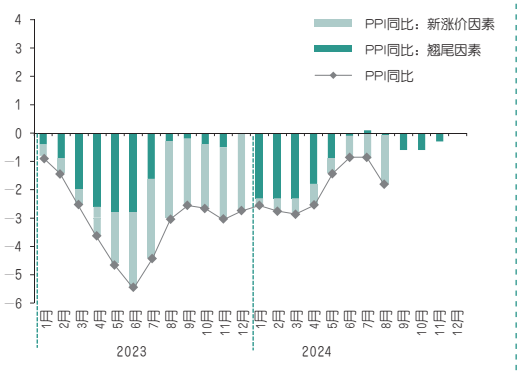
（三）2025 年物价中枢维持偏低状态

从翘尾和新涨价因素看，CPI 涨幅实



数据来源：Wind。

图 1　CPI 同比增速（%）



数据来源：Wind。

图 2　PPI 同比增速（%）

现 2% 增速有难度。据测算，翘尾贡献 2025 年 CPI 同比增速约 0.6 个百分点，较 2024 年高 0.9 个百分点[①]，如果 2025 年全年 CPI 同比上涨 2%，需要新涨价因素贡献 1.4 个百分点，较 2024 年高 0.6 个百分点，超过近 5 年、10 年均值 0.6 个、0.4 个百分点，实现难度较大（表 2）。**从环比均值看，**CPI 涨幅可能低于 1.5%。以过去五年每月环比均值为基准，2025 年新涨价因素对 CPI 同比增速约贡献 0.7 个百分点，叠加翘尾因素支撑，2025 年全年 CPI 涨幅约 1.3%。如果环比增速弱于过去五年平均水平，2025 年全年 CPI 增速可能更低。**从美日欧历史经验看**[②]**，**经济低水平循环下 CPI 从负值到回到通胀目标水平，平均用时 41 个月；PPI 从负值到正值，平均用时 45 个月。以 2023 年 7 月为起点，我国 CPI 回升至 2% 以上、PPI 转正可能需要一段时间。考虑到内需不足、供给相对较多等困难，2025 年将继续维持低通胀态势。

二、结构性低通胀抑制资本市场运行质效

随着宏观调控政策落地，物价有望迎来温和修复，但修复过程面临内需不足与外部不确定因素干扰，未来可能延续低通胀情形，这将会影响企业经营业绩和实际偿债能力，引起投资者预期变化，并可能通过多个渠道影响资本市场运行质效。

（一）降低市场主体获得感

受物价持续走低影响，实际与名义 GDP 增速走势相背离，综合反映物价变化的 GDP 平减指数自 2023 年二季度开始降为负值，并逐季扩大。如果物价中枢偏低

① CPI、PPI同比增速可拆解为翘尾和新涨价之和，其中“翘尾”是指上年价格变化对本年同比价格指数的滞后影响，是上年n+1至12月环比增速的乘积。如果为正值，称为翘尾；为负值，称为掉尾。本文使用2023年环比增速，推算出2024年掉尾。“新涨价”是指当年价格上涨对CPI、PPI同比增速产生的影响，是当年1月到n月的环比连乘。

② 其中典型代表为“大萧条”后期的美国（1930—1933）、泡沫破灭后的日本（1999—2003）、欧债危机后的欧元区（2014—2017）。美国、欧洲的长期通胀目标为2%，日本因处于“失去的三十年”，通胀中枢较低，长期难以达到国际常用的通胀目标（2%），因此该时期的通胀目标值采用1999—2009年的均值估算。

表 2　CPI、PPI 同比增速、新涨价因素与翘尾因素（%）

年份	CPI			PPI		
	新涨价因素	翘尾因素	同比增速	新涨价因素	翘尾因素	同比增速
2013	1.6	1.0	2.6	–0.8	–1.1	–1.9
2014	1.1	0.9	2.0	–1.3	–0.5	–1.8
2015	1.0	0.4	1.4	–3.3	–1.9	–5.2
2016	1.4	0.6	2.1	1.3	–2.6	–1.3
2017	0.9	0.7	1.5	1.9	4.6	6.5
2018	1.1	1.0	2.1	0.8	3.0	3.7
2019	1.8	0.8	2.7	–0.4	0.1	–0.3
2020	0.3	2.4	2.7	–2.1	–0.1	–2.2
2021	0.9	–0.1	0.9	6.3	1.5	7.9
2022	1.4	0.5	2.0	0.8	3.9	4.7
2023	–0.2	0.4	0.2	–1.7	–1.3	–3.0
2024 年 1—9 月	0.6	–0.3	0.3	–0.9	–1.1	–2.0
2024（预测）	0.8	–0.3	0.5	–0.1	–1.0	–1.1
2025（预测）	0.7	0.6	1.3	0.5	–0.8	–0.3
2019—2023 均值	0.8	0.9	1.7	0.6	0.8	1.4
2014—2023 均值	1.0	0.8	1.8	0.2	0.7	0.9

数据来源：从 Wind 数据库获取 CPI、PPI 新涨价因素、翘尾因素、同比增速的月度数据，经过算数平均变频处理后获得年度数据。以 2019—2023 年的 8—12 月每月环比均值为基准，估测 2024 年 8—12 月新涨价因素。运用 2024 年每月环比增速估测 2025 年翘尾因素。以 2020—2024 年每月环比增速均值为基准，估测 2025 年新涨价因素。

情况没有得到明显改善，名义经济增速继续放缓，整体投资回报率下降，可能导致市场主体对经济增长的获得感受损，影响资本市场的长期投资策略和资产配置。低通胀会导致产能过剩，劳动力富余，企业被迫减产裁员，从而引发失业率上升。同时低通胀还会造成产出大于需求，引起市场供需失衡，企业经营困难甚至亏损，员工收入下降。在整体就业状态欠佳情况下，大量中低收入群体压缩开支，削减消费，市场主体购买力受到很大抑制。由此可能引起“收入降低 - 需求收缩”，对于市场复苏产生不利影响。

（二）削弱上市公司经营绩效

一是企业利润率承压。物价偏弱会造成资产价格下跌，企业订单收缩引发开工不足，产能过剩引起市场过度竞争，致使企业盈利增长困难、营收改善空间收窄，拖累上市公司整体表现。从国际看，物价走低时期，美国、日本等国上市公司盈利能力均明显趋弱。[①] 从历史看，我国 GDP 平减指数与 A 股企业营收增速相关系数为 0.7，消费品和资源品价格持续走低，引起 A 股企业经营业绩走弱（图 3）。截至 2024 年二季度，A 股实体企业连续 6 个季度营收增速放缓，净利润同比下滑。**二是企业债务负担加重。**低通胀会抬升贷款实际利率，导致企业财务费用增加，还本付息能力下降。2023 年以来，人民银行已四次下调政策利率，但 GDP 平减指数降幅超过利率降幅，造成实质性“加息”，增加企业资金成本、降低经营利润，加重实际债务负担。企业为应对偿债压力而缩减支出，降低扩大再生产意愿，由此抑制新增投资动力。同时也会造成企业资产价格大幅缩水，抵押担保价值减少，引发银行信用紧缩危机和债务违约风险。

（三）影响不同行业经营表现

运用 CPI 和 PPI 价格分项、上市公司

① 以近20年来的美国和日本为例，2009年美国纽约证券交易所实体上市公司净利润率为-169%，较2008年低85个百分点。2009—2011年日本东证所实体上市公司净利润率均值为-350%，较2008年低313个百分点。

营收和净利润增速指标构建分析框架，检验出结构性通胀对上市公司的影响。**一是**纺织服装、批发零售、住宿餐饮等与居民日常消费相关的行业，在A股实体企业营收占比16.2%，CPI分项同比增速领先关联行业营收增速1—4个季度。当前价格微涨，带动有关企业营收增长（图4）。**二是**计算机、航空航天、汽车制造等体现新质生产力的行业，在A股营收占比23.7%，其净利润与PPI同比增速高度相关。今年以来PPI分项价格总体稳定，有利于推动有关企业利润增长（图5）。**三是**黑色金属、煤炭开采等传统资源行业，在A股营收占比7.7%，PPI分项同比增速领先关联行业营收和净利润。房地产投资延续疲软态势，建材、化工等商品涨价空间受限，或将引起有关企业经营业绩下滑（图6）。

（四）引发资本市场投资预期改变

一是改变投资者风险偏好。从历史看，物价持续低迷会造成资产价格下跌与名义GDP走低，降低风险资产的回报预期，可能导致股权风险溢价下降，影响资本市场的风险定价和资金配置。**二是增加预期管理难度。**从数据看，通胀数据低于预期的程度（国家统计局公布数据–Wind市场一致性预期）与数据公布当日A股跌幅之间，具有较高的相关性。考虑到内外部不确定性因素和社会预期恢复情况影响，个别月份可能出现物价公布数据不及预期的情景，或将引起股市大幅波动。**三是扰动债券市场投资收益水平。**在低通胀环境下，人民银行可能使用边际宽松的货币政策刺激经济。这会导致无风险利率下降，影响债券市场和其他固定收益投资的回报。2024年以来物价低位运行，货币政策边际放松带来债券收益率的下降，2024年初至9月20日，1年期国债到期收益率从2.1%下降至1.39%，10年期从2.55%下降至2.04%。

三、结构性低通胀抑制资本市场的防范对策

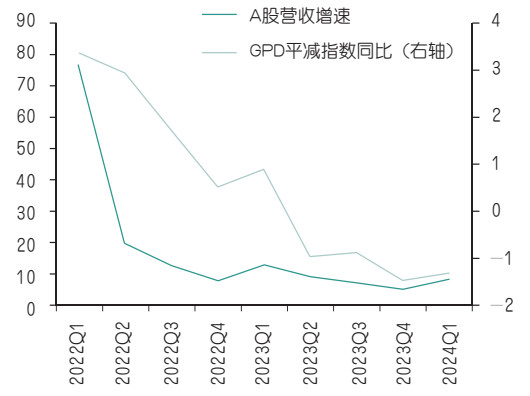
总的来看，宏观调控和经济企稳为2024—2025年物价回升创造有利的基础条件。但结构性低通胀压力依然存在，建议充分评估物价低水平运行对资本市场运行质效的压力，及其所带来的潜在风险，从多方协同发力，推动物价增长至目标水平，助力经济复苏，维护资本市场稳定。

（一）推动新涨价稳步回升

新涨价是决定2025年物价能够稳步回升的关键。建议研究以推动新涨价回升为目标的一揽子宏观调控手段，着力扭转供过于求局面。**一是**将“稳物价”作为主要货币政策目标，切实降低实际利率，同时更加注重做好跨周期和逆周期调节，疏通货币政策传导渠道，提高资金使用效率。**二是**加大以旧换新政策力度，促进消费品更新换代，稳定房地产市场，带动家具家电、装潢等产品消费。适度放松教育、医疗、通信等公共服务价格管制，降低社会摩擦成本，充分发挥市场配置资源的作用。**三是**针对价格下行较快行业，建立和完善产能监测预警体系，通过政府采购、兼并收购等方式，调整产能布局，带动物价回暖，实现“价格水平预期目标”。

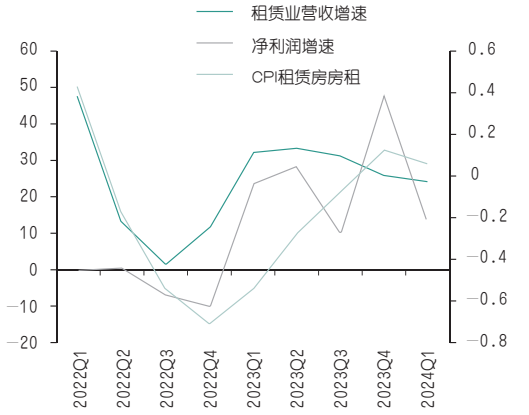
（二）优化上市公司结构

物价的结构性分化会影响不同行业的经营表现，需要对居民日常消费、新质生产力、资源类行业实施差异化政策，改善上市公司产业结构，助力新旧动能转换，引领实体经济高质量发展。**一是加快培育**



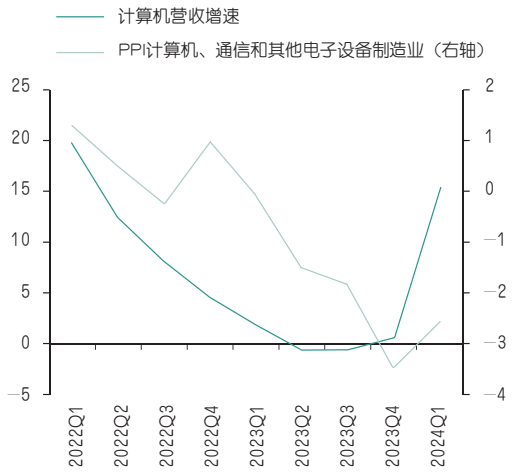
数据来源：Wind。

图 3　GDP 平减指数与 A 股上市公司营收增速（%）



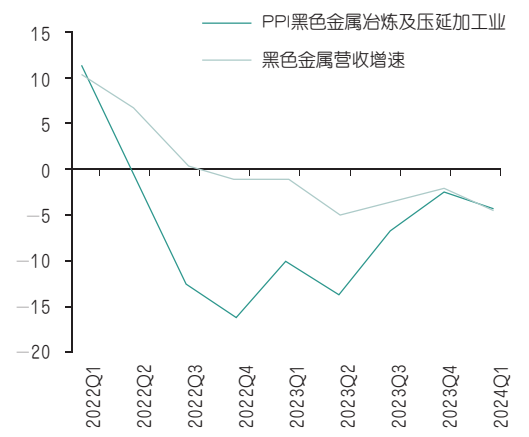
数据来源：Wind。

图 4　基本民生行业与 CPI 分项（%）



数据来源：Wind。

图 5　新质生产力行业与 PPI 分项（%）



数据来源：Wind。

图 6　传统行业与 PPI 分项（%）

新质生产力。夯实制造业高质量发展基础，重点支持战略性新兴产业和先进装备制造业发展，更好助力产业结构转型升级。**二是重视服务业发展。**提高住宿餐饮、文化体育、卫生等消费服务行业上市公司营收占比，增强资本市场对服务产业发展的拉动作用。**三是优化产业布局。**通过主动退市、并购重组等渠道，加快 A 股去劣育优进程，改善产业结构。

（三）维护 A 股平稳运行

物价持续低位运行，相关 A 股企业的净利润和营收增长压力加大。需要做好舆情监测和预期管理，妥善应对物价持续低迷的冲击。**一是**创造良好营商环境，消除企业内生增长的不确定因素，增强企业抵御外部环境变化的能力，提高上市公司经营业绩。**二是**做好舆情监测，引导市场机构正确解读企业业绩变化原因，支持上市

公司采用路演、分红、回购等措施巩固投资者信心。**三是**重视预期管理，对于物价波动概率较大的月份，加强信息沟通，合理引导投资者预期，避免低通胀数据公布对市场稳定运行的冲击。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 陈卫东,王有鑫.全球流动性、通胀与金融资产价格互动演变逻辑：理论框架和经验分析[J].国际金融研究,2022(06):3-20.

[2] 刘元春,丁洋.工资-价格螺旋：向上还是向下？[J].金融市场研究,2023(12):1-16.

[3] 倪红福,吴立元,张志达.PPI—CPI分化“悖论”及其传导机制——基于生产链PPI统计指标体系的新解释[J].管理世界,2023,39(02):38-89.

[4] 万光彩,田涵晖,张成思.菲利普斯曲线迷失了吗？——基于通胀动态和预期形成机制的分析[J].管理世界,2024,40(03):56-74.

[5] 伍戈,曹红钢.中国的结构性通货膨胀研究——基于CPI与PPI的相对变化[J].金融研究,2014(06):1-16.

[6] 项后军,张清俊,刘文革,等.金融系统向实体经济让利政策：效果评价及宏观效应研究[J].管理世界,2023,39(12):70-89+121+90-93.

[7] 张成思,田涵晖.结构性通货膨胀与通货膨胀预期形成机制[J].经济研究,2020,55(12):148-164.

[8] 张成思,田涵晖,王晨曦.结构性需求冲击、政策独立性与财政货币政策协调机制研究[J].经济理论与经济管理,2024,44(02):117-132.

The Structural Low Inflation Characteristics' Blockage to the Quality and Efficiency of Capital Market Operation

ZHENG Zheng

(China Institute of Finance and Capital Markets)

Abstract Currently China's prices show a low inflation trend,structural characteristics are particularly prominent,affecting the performance of listed companies and the quality of capital market operation.With the traditional capacity of the higher degree of correlation of building materials,chemical and other industries,the price fell more,the relevant enterprise earnings weakened;and basic livelihood directly related to and part of the embodiment of the new quality of productivity of the industry,the price level is relatively stable,is conducive to drive the relevant enterprise revenue growth.It is expected that the structural characteristics of low inflation will continue in 2025,which may lead to the differentiation of the performance of listed companies,cause investors to change their expectations,and increase the pressure of asset valuation upgrading,and relevant countermeasure thinking are put forward in this regard.

Keywords Iow inflation, Structural characteristics, Capital market

JEL Classification E31 E37 G1