



今年 PPI 能否转正?

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）
songxuetao@gjzq.com.cn sunyongle@gjzq.com.cn

今年 PPI 能否转正?

往后来看，今年在低基数、AI 相关行业需求延续的情况下，PPI 或在二季度实现正增长。在没有中下游配合的情况下，大宗商品价格或需要重演去年 8 月以来的表现，才能够带动 PPI 转正。如果地产开始出现见底迹象，下游行业价格走出了 2023 年以来的负增长，则在大宗商品价格表现偏弱的情况下，PPI 也能够转正。

风险提示

本文部分数据如 CPI 权重基于此前估算，与实际数据或存在一定的偏差。

大宗商品价格走势或超预期，在 AI 带动下，去年大宗商品价格与市场预期存在一定偏差。

大宗商品价格上涨如果不能顺利向下游传导或会导致需求进一步下滑，进而导致上文的估算存在偏差。



2026 年第一份物价数据出炉，1 月 CPI 同比因春节错位下滑 0.6 个百分点至 0.2%，在输入性通胀的带动下，PPI 同比在上行 0.5 个百分点至-1.4%。以此估算，1 月 GDP 平减指数同比在-0.4%左右。对于 1 月物价，我们认为有三个点值得关注：

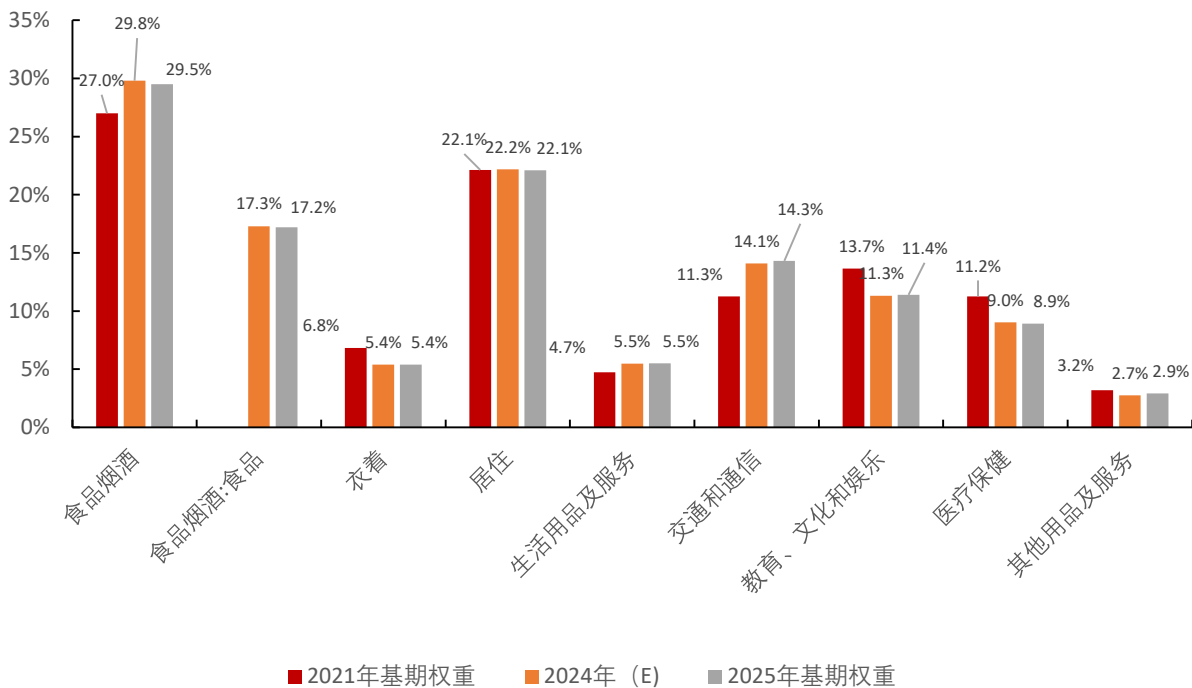
第一，物价数据口径修正影响几何？

2026 年物价数据迎来了五年一次的基期轮换，此次基期轮换对 CPI 和 PPI 各月同比指数的影响平均约为 0.06 和 0.08 个百分点，总体较小。

从类别上看，CPI 在总类别不变的情况下（8 大类、268 基本分类），通过删减、合并等方式增加了一部分与新消费相关的商品价格如医疗美容服务、车用电量、互联网医疗服务等等。同时，新增了新增计算出行服务价格指数数据。

从 CPI 权重上看，本轮基期 CPI 各分类权数总体变动不大。2025 年食品烟酒及在外餐饮、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务八大类的权数分别为 29.5%、5.4%、22.1%、5.5%、14.3%、11.4%、8.9%和 2.9%。

图表1：CPI 口径修正的幅度并不大

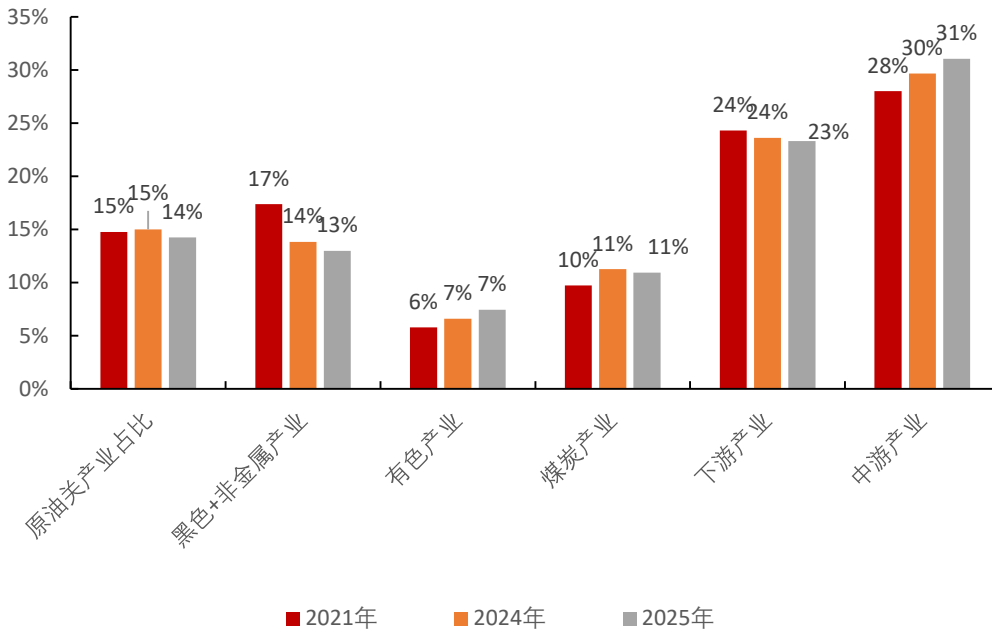


来源：统计局，wind，国金证券研究所

从 PPI 的权重上看，按照工业企业营业收入来估算分行业权重，以电气机械及器材制造业、计算机等电子设备制造业为代表的中游行业和有色金属行业权重稳步提高，黑色相关行业和下游行业占比小幅回落，2025 年原油、黑色、有色、煤炭、中游、下游产业占 PPI 的权重分别为 14%、13%、7%、11%、23%、31%。



图表2：按照工业企业营业收入估算的PPI权重



来源：wind，国金证券研究所

第二，黄金和AI投资是物价的支撑几何？

除春节错位对CPI造成的扰动外，需要关注金价对CPI、核心CPI中枢的支撑。2025年以来随着金价上涨，黄金相关商品对CPI的支撑力度逐渐增强，2025年一度拉动CPI和核心CPI同比增长0.3、0.4个百分点。2026年1月随着金价再度冲高，金价进一步拉动CPI、核心CPI同比上行的0.5、0.6个百分点。黄金是对混沌的定价，在美元信用前景尚不明确、地缘政治波动此起彼伏的当下，中期来看金价尚未见顶。这意味着在黄金是年内CPI特别是核心CPI同比增速最确定的支撑。

PPI确定性则来自AI投资带动的相关产业链价格上行。本轮PPI同比负增长已经历40个月，自2025年8月开始PPI同比和环比在有色等行业的带动下持续上行，PPI环比连续4个月正增长，2026年1月PPI同比-1.4%，环比上行至0.4%。

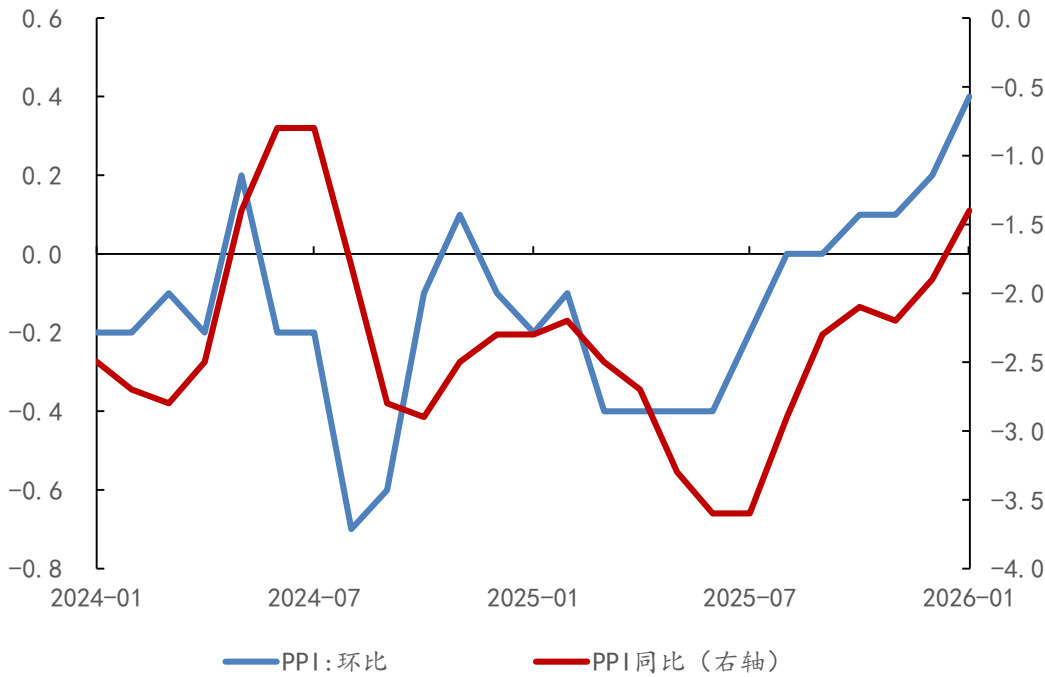
PPI上涨的背后主要支撑是全球AI投资扩张带来的相关商品价格上涨。最具代表性的是有色，1月LME铜价相比2025年12月末一度上行10.7个百分点至1.3万美元每吨。输入性因素影响国内有色行业价格走势，在国际有色金属价格带动下，1月PPI有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业同比分别上涨22.7%、17.1%，拉动PPI同比增长1.1个百分点，环比分别上涨5.7%和5.2%。

此外，AI投资需求增长带动PPI计算机通信和其他电子设备制造业同比降幅收窄0.6个百分点至-1.6%，PPI电气机械及器材制造业也在持续回升。合并来看，1月AI相关性行业拉动PPI同比0.9个百分点，相比2025年12月提高0.5个百分点，是去年下半年以来PPI降幅收窄的主要贡献者之一。

除AI相关行业外，其他行业整体好转程度有限，原油、黑色、煤炭、中游、下游对PPI的拖累为-1.2、-0.5、-0.4、-0.2、-0.5个百分点左右。

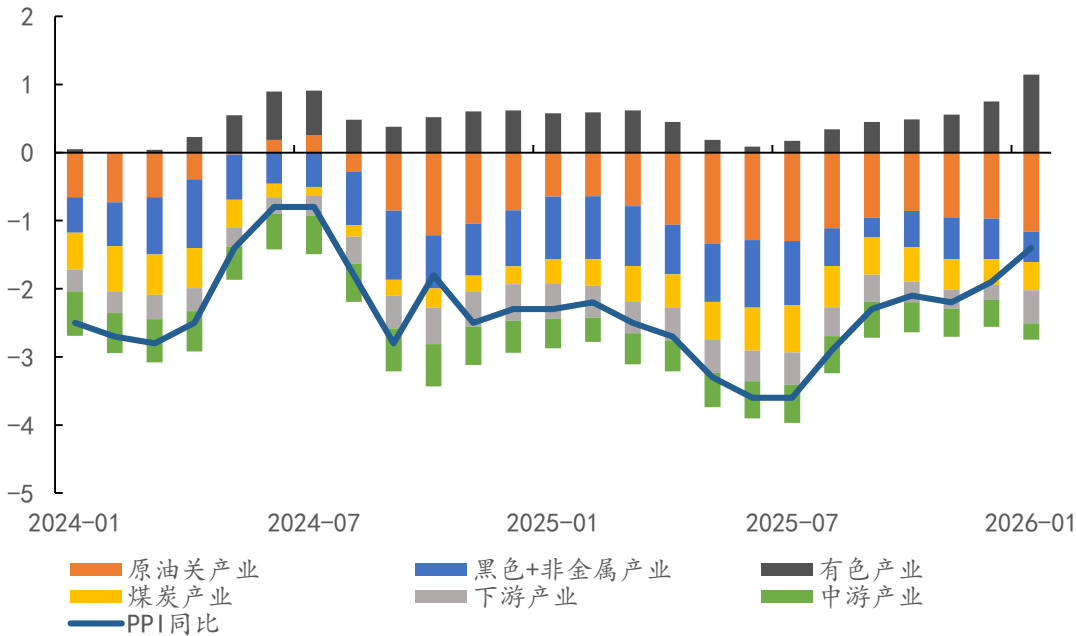


图表3: PPI 同比和环比已经连续数月回升



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

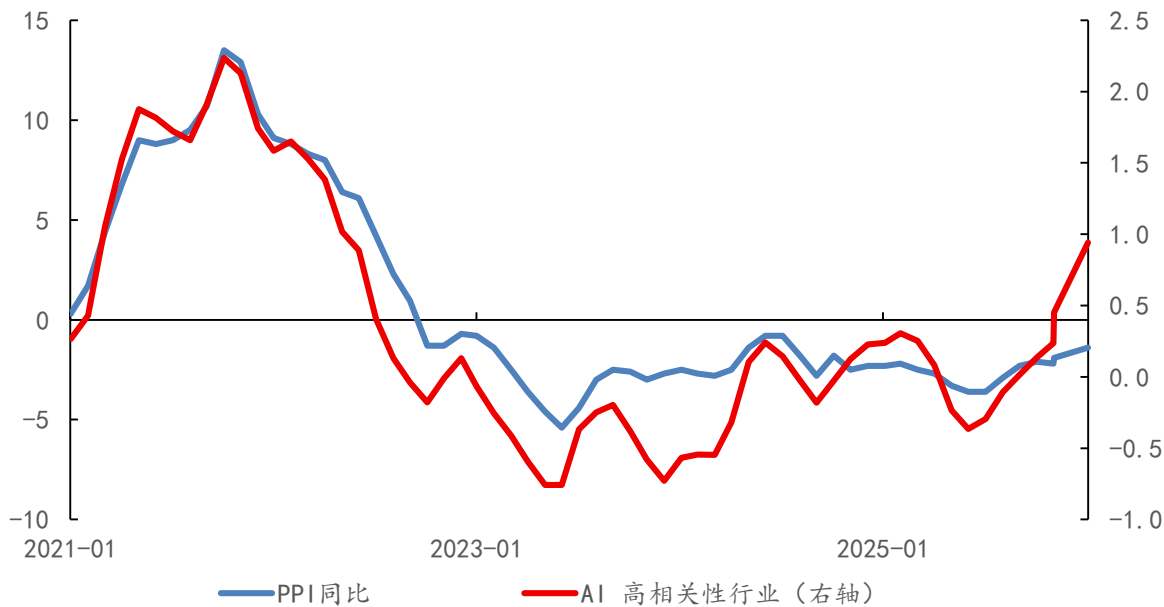
图表4: PPI 同比内部结构



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表5: AI 相关行业与 PPI



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所（注：参考 AI 相关商品出口，将有有色金属矿采选业、非金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业纳入 AI 高相关性行业）

第三，今年 PPI 能否转正？

我们认为今年二季度 PPI 有望实现转正，但持续性有待观察地产企稳的情况。伴随着 PPI 同比转正，快则二季度，慢则三季度 GDP 平减指数也有望转正。

翘尾因素是今年 PPI 同比转正的主要支撑，其对 PPI 的影响会从年初的-1.5 个百分点持续收敛至 7 月的+0.4%左右。这几乎决定了今年 PPI 同比低开高走的大方向。

从环比视角上看，如果未来几个月 PPI 环比均值能够企稳在 0%以上，则 6 月开始 PPI 同比就能够顺利转正，如果环比均值企稳在 0.1%以上，则 5 月 PPI 同比就有望转正，并有望后续向上触及 1%左右的增速。这一增速与去年 8 月以来的 PPI 环比表现接近，低于当前 PPI 环比表现，自去年 8 月份以来，在有色等部分大宗商品价格的支撑下，PPI 环比增速持续处于 0%以上水平，均值达到了 0.1%。

这意味今年如果能够重演去年 8 月以来的走势（去年下半年 PPI 环比好转主要依赖有色等上游行业，去年四季度铜、煤炭、铝、螺纹钢、油环比三季度分别变动+10%、+6%、+3%、-2%、-7%），二季度 PPI 同比就能够实现正增长。

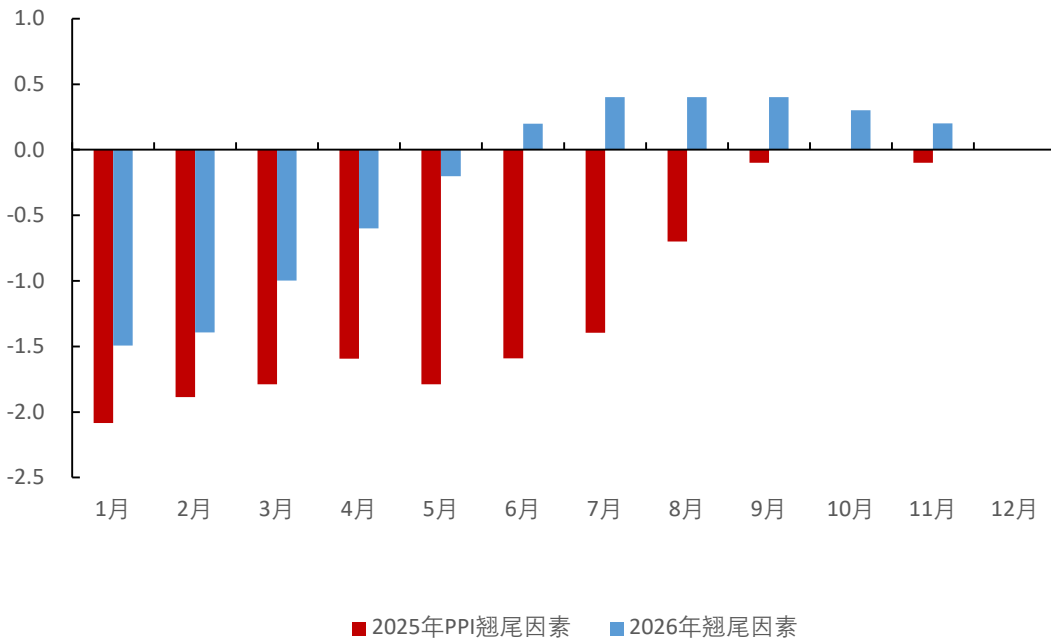
对于具体由哪类商品上涨则较为灵活，按照大宗商品价格估算，如果后续主要大宗商品价格（有色、黑色、煤炭、原油）能够维持在 1 月均价水平，则二季度开始 PPI 同比就有望转正。除有色的确定性较强外，去年以来政策也一直在推动反内卷，如果今年如煤炭、光伏、黑色等相关领域有反内卷政策落地，则其他大宗商品价格或也有不错表现。考虑到当前有色金属供需错配、节后实物工作量好转有望带动黑色等部分商品价格好转等，年内个别月份实现 PPI 转正并不困难。

另外一种可能则是上游价格涨幅减弱，但物价开始向中下游行业传导。目前中下游价格尚未有效跟随上游涨价，但是中下游行业占 PPI 权重的 54%左右，物价如果开始向中下游传导，也能够带动 PPI 扭负为正。从历史经验上看，在 2023 年之前，PPI 下游价格一直处于 0%以上的水平。考虑到这几年上中下游 PPI 同比均负增长主要是受到地产的拖累，物价如果想要向中下游传导或需要地产在年内逐渐见底。

往后来看，今年在低基数、AI 相关行业需求延续的情况下，PPI 或在二季度实现正增长。在没有中下游配合的情况下，大宗商品价格或需要重演去年 8 月以来的表现，才能够带动 PPI 转正。如果地产开始出现见底迹象，下游行业价格走出了 2023 年以来的负增长，则在大宗商品价格表现偏弱的环境下，PPI 也能够转正。



图表6: PPI 翘尾因素



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

风险提示

本文部分数据如 CPI 权重基于此前估算，与实际数据或存在一定的偏差。

大宗商品价格走势或超预期，在 AI 带动下，去年大宗商品价格与市场预期存在一定偏差。

大宗商品价格上涨如果不能顺利向下游传导或会导致需求进一步下滑，进而导致上文的估算存在偏差。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究