

# 策略专题

## PPI 转正，共识之外的潜在影响

### 核心观点

**核心结论：**①PPI 回升背景下，国内企业盈利改善的前提是需求回暖，企业通过扩产、涨价实现利润增长。②历史上 PPI 回升周期伴随着内需或外需高景气，而本轮需求侧不确定因素较多，关注地缘扰动下的中国能源稳定及制造韧性。③中性假设下 26 年全 A 利润望实现 10%左右的温和增长，若全球需求共振向上，乐观情形下增速或达 15%-20%。

**历史上企业盈利与 PPI 正相关。**在传统分析框架中，PPI 被视为企业盈利中“价”的核心指标，与工业企业利润及 A 股盈利周期呈稳定正相关。历史数据显示，PPI 上行周期中，企业营收和利润率同步改善，例如 2002—2004 年、2020—2021 年等阶段。PPI 每回升 1%，工业企业利润率平均提升 0.1 个百分点，营收增速平均提升 1.3 个百分点。需求回暖是 PPI 回升周期里企业盈利上升的关键前提。尽管大宗商品上涨时，原材料成本（PPIRM）涨幅通常高于产成品（PPI）和 CPI，理论上会挤压中下游利润，但历史表明，在需求扩张与产能利用率提升的共同作用下，企业仍能实现利润改善。需求回暖带动产量扩大、单位固定成本摊薄，形成“量价齐升”格局，从而抵消成本压力。因此，只要需求维持景气，PPI 上行往往伴随企业盈利扩张。

**以往国内 PPI 回升周期均伴随需求回暖。**历史上，国内 PPI 回升大多与地产投资正相关，地产作为内需扩张的核心，通过产业链传导推升工业品价格。但也存在背离阶段，如 2010—2011 年、2021 年下半年：地产投资已下行，PPI 却维持高位，其共同点在于外需显著强于内需，全球制造业景气形成“需求补位”。历史 PPI 回升但内需走弱时，外需高速增长是关键驱动力。从外需视角看，大宗商品价格与出口价格之间存在较为稳定的领先—滞后关系，CRB 指数通常领先中国出口价格指数约 6 个月，说明全球定价的大宗商品价格变化，会先通过成本端传导，再逐步反映到出口报价中。上述两轮周期中，全球 PMI 强于中国 PMI，外需承接支撑工业品价格。同时，出口价格上行时数量往往回落，企业倾向提价而非放量。这两轮周期本质是全球流动性宽松与需求扩张共振，外需驱动“量价齐升”或“以价补量”，成为 PPI 高位运行的关键支撑。

**需求因素是涨价拉动企业盈利的关键。**内需：地产周期约束下内需或较难大幅回升。国内视角下，今年作为“十五五”开局之年，国内的政策面和宏观面有望维持基本的稳定。从目前的地产销售和 investment 数据来看，虽然当前宏观政策通过“扩内需”和“稳地产”积极对冲地产周期的下滑趋势，但从领先指标看年内地产增速或有望企稳，但较难形成明显反转趋势。外需：地缘冲突大概率扰动全球需求总量。外需方面，展望 2026 年的外部环境，地缘政治冲突已成为影响外需的最大扰动项。若东盟本土的能源和电力系统受到明显冲击，或对我国的出口形成一定的扰动。出口份额的增长或将是外需向上的重点支撑因素。盈利展望：全年 A 股盈利望温和修复。中性假设下 26 年全 A 利润望实现 10%左右的温和增长，若全球需求共振向上，乐观情形下增速或达 15%-20%。

**风险提示：**地缘局势加速恶化，美国通胀上行幅度超预期。

### 策略研究 · 策略专题

**证券分析师：吴信坤**      **证券分析师：余培仪**  
 021-61761046                      021-61761040  
 wuxinkun@guosen.com.cn      yupeiyi@guosen.com.cn  
 S0980525120001                      S0980526010001

#### 基础数据

中小板/月涨跌幅 (%)	8570.93/-1.26
创业板/月涨跌幅 (%)	3347.61/3.66
AH 股价差指数	119.47
A 股总/流通市值 (万亿元)	99.94/91.38

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《策略专题-不畏浮云遮望眼——26 年二季度股市展望》——2026-04-05
- 《大类资产配置双观点-滞胀交易的后半场》——2026-04-03
- 《策略专题研究-哪些战略资源品更具投资价值？》——2026-03-30
- 《策略周报-美联储变卦，如何影响 A 股？》——2026-03-21
- 《油价冲击下的滞胀交易》——2026-03-20

## 内容目录

1. 历史上企业盈利与 PPI 正相关 .....	4
2. 以往国内 PPI 回升周期均伴随需求回暖 .....	5
3. 需求因素是涨价拉动企业盈利的关键 .....	6
风险提示 .....	9
免责声明 .....	10

## 图表目录

图 1: 商品涨价期间 PPIRM 回升幅度大于 PPI .....	4
图 2: 历史上 PPI 回升伴随着工业企业量价齐升 .....	4
图 3: 历史上 PPI 回升期 A 股盈利明显增长 .....	5
图 4: PPI 回升同时伴随着企业产能利用率提升 .....	5
图 5: 在历轮 PPI 的回升周期中企业固定资产周转率提升 .....	5
图 6: 历史上仅两次出现地产投资下行但 PPI 上行... ..	6
图 7: ...背景均是外需维持高增长 .....	6
图 8: 全球大宗商品价格领先中国出口价格 6 个月 .....	6
图 9: 历史上出口价格增长时常伴随着出口数量同比回落 .....	6
图 10: 地产销售周期领先投资周期 .....	7
图 11: 高技术产业投资从绝对体量上难以对冲传统投资 .....	7
图 12: 26 年 3 月建筑业 PMI 弱于季节性 .....	7
图 13: BCI 前瞻指数指向 3 月企业对盈利担忧加剧 .....	7
图 14: 地缘冲突或冲击全球需求 .....	8
图 15: 东盟是现在中国出口的主要市场 .....	8
图 16: 通过霍尔木兹海峡的原油主要出口向亚洲 .....	8
图 17: 2022 年油价高企时“新三样”出口维持高增长 .....	8
图 18: 26 年全 A 非金融两油盈利望温和增长 .....	9
图 19: 26 年全 A 盈利望温和增长 .....	9

在岁末年初展望 2026 年 A 股全年行情时，市场普遍期待 26 年市场基本面接棒流动性，成为驱动 A 股进一步向上的主要动力，其中通胀回升是市场判断 A 股盈利修复的重要判断依据。当前油价持续高位的背景下，国内通胀数据或近期就会有转正的可能。

诚然历史上来看国内的工业企业利润或者 A 股利润回升均与 PPI 的修复同步进行，但这是否意味着这次也必然会重复相同的历史规律？我们认为，企业盈利和 PPI 的相关性背后还存在着需求这一因果变量，而本轮需求端、尤其是外需的稳定性或是未来企业基本面回升的关键前提。

## 1. 历史上企业盈利与 PPI 正相关

传统分析框架中，PPI 是企业盈利“价”的指标。历史上，商品价格的上涨往往带动 PPI 回升，而 PPI 的回升又与工业企业利润及 A 股盈利周期呈现出较为稳定的正相关关系。从指标含义上看，PPI 反映的是工业品出厂价格水平，其变化直接影响企业收入端表现，因此在传统分析框架中，PPI 代表了企业利润中的“价”的指标，通常被视为企业盈利的重要领先或同步指标。回顾历史数据，随着 PPI 同比、工业企业的营收增长及利润率在方向上高度一致，尤其在周期上行阶段这种共振更加明显，例如 2002-04 年、2009-11 年、2016-17 年、2020-21 年。我们回测了每个 PPI 上行周期工业企业数据的变化，数据显示 PPI 同比增速每回升 1%，工业企业的利润率（TTM）平均回升 0.1 个百分点，而营收同比增速（TTM）平均回升 1.3 个百分点。与规模以上工业企业数据类似，A 股上市公司盈利与 PPI 之间也呈现出类似特征，说明价格因素通过产业链传导，最终在利润端形成体现。

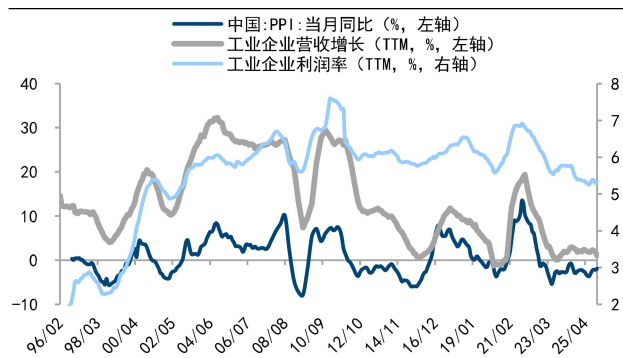
需求回暖是 PPI 回升周期里企业盈利上升的关键前提。但实际上，当大宗商品价格上涨时，PPIRM 所代表的原材料成本涨幅往往高于 PPI 成品价格涨幅，同时 PPI 的同比增速也往往都是高于 CPI 增速的，这意味着理论上，当大宗商品涨价时，中下游企业通常面临原材料成本挤占利润的压力。然而历史数据却显示，在多数 PPI 上行阶段，工业企业利润仍实现同步改善，这一“表面矛盾”的背后，关键在于需求扩张与产能利用率提升的对冲作用。在以往国内 PPI 回升阶段，供需格局也往往迎来改善，体现为工业企业产能利用率、以及 A 股上市公司的固定资产周转率通常同步抬升。生产扩大的规模效应使得单位固定成本被摊薄，从而抵消原材料上涨带来的压力。因此，只要需求维持景气，原材料成本上行往往对应的是企业“量价齐升”的格局，企业盈利反而进入扩张通道，这也是使得 PPI 与利润长期正相关的关键前提。

图1: 商品涨价期间 PPIRM 回升幅度大于 PPI



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 历史上 PPI 回升伴随着工业企业量价齐升



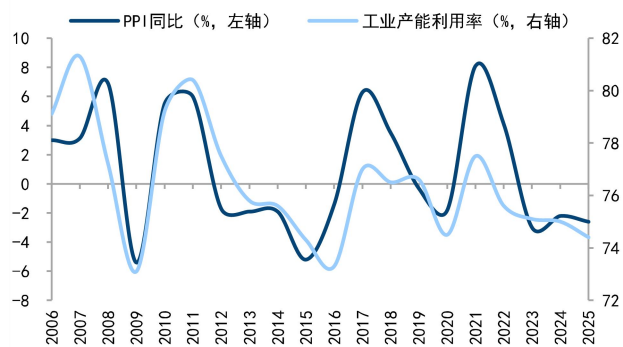
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 历史上 PPI 回升期 A 股盈利明显增长



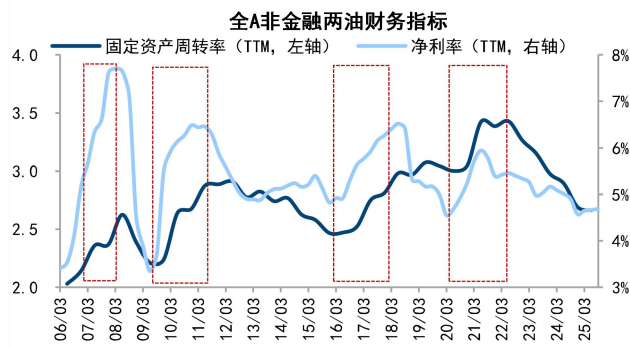
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图4: PPI 回升同时伴随着企业产能利用率提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 在历轮 PPI 的回升周期中企业固定资产周转率提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 2. 以往国内 PPI 回升周期均伴随需求回暖

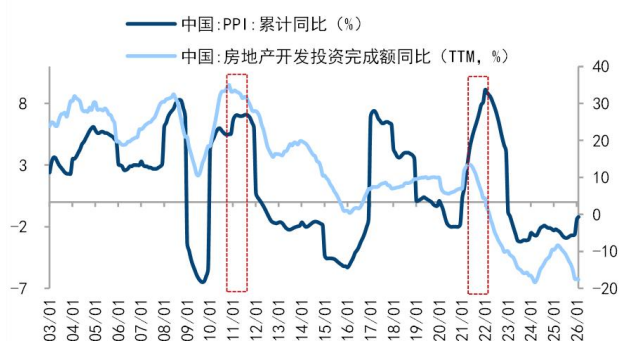
前文我们提到 PPI 和企业盈利的明显正相关前提是需求侧变化, 下文我们进一步从 PPI 和需求端的关系出发进行分析。

**历史上, 国内 PPI 回升大多时候伴随着地产投资回暖。**从历史经验来看, 国内 PPI 周期大多时候与地产投资周期呈现出较强的正相关关系, 地产作为信用扩张与需求放大的核心载体, 其波动通过上游原材料与中游制造业传导至工业品价格体系。历史数据显示, PPI 与房地产开发投资完成额同比在多数阶段同向运行, 说明内需主导下的价格回升, 本质上是投资驱动需求扩张的结果。不过, 也存在少数背离阶段, 例如 2010 年下半年至 2011 年, 以及 2021 年下半年, 这两轮周期中地产投资已进入下行通道, 但 PPI 仍维持上行或高位震荡。其共同特征在于外部需求显著强于国内需求, 全球制造业景气度上行对中国形成“需求补位”。因此, 内需并非 PPI 回升的唯一来源, 但在常规环境下仍是最稳定、最具持续性的驱动力, 而当内需走弱时, 若缺乏外需对冲, PPI 上行通常难以延续。

**历史 PPI 回升但内需走弱时, 外需高增长是关键驱动力。**从外需视角看, 大宗商品价格与出口价格之间存在较为稳定的领先一滞后关系, CRB 指数通常领先中国

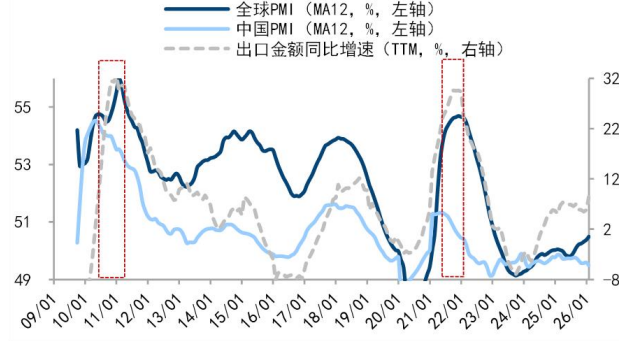
出口价格指数约 6 个月，说明全球定价的大宗商品价格变化，会先通过成本端传导，再逐步反映到出口报价中。同时，如前所述，在 2010-2011、2021 年典型的两轮由外需主导的 PPI 高位阶段，全球 PMI 韧性往往优于中国 PMI，意味着外需强于内需，中国在全球产业链中承接需求扩张，从而支撑工业品价格上行。进一步来看，出口价格与数量之间也存在一定的“替代效应”：出口价格同比上行阶段，往往伴随着出口数量同比回落，反映出在需求旺盛或供给偏紧环境下，企业更倾向于通过提价而非放量来实现收入增长。因此，2010-2011 年与 2021 年两轮典型周期，本质上都是全球流动性宽松与需求扩张共振的结果，外需驱动“量价齐升”或“以价补量”，成为 PPI 维持高位的重要支撑力量。

图6: 历史上仅两次出现地产投资下行但 PPI 上行...



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图7: ...背景均是外需维持高增长



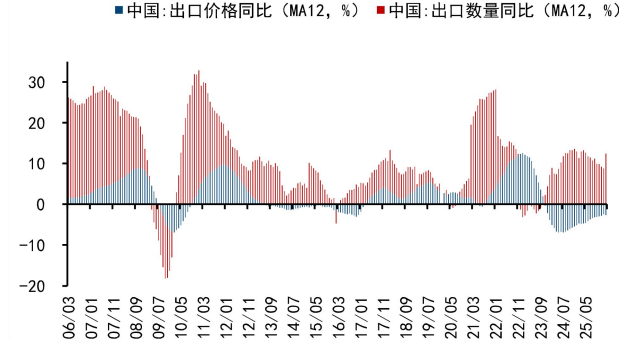
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 全球大宗商品价格领先中国出口价格 6 个月



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 历史上出口价格增长时常伴随着出口数量同比回落



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 3. 需求因素是涨价拉动企业盈利的关键

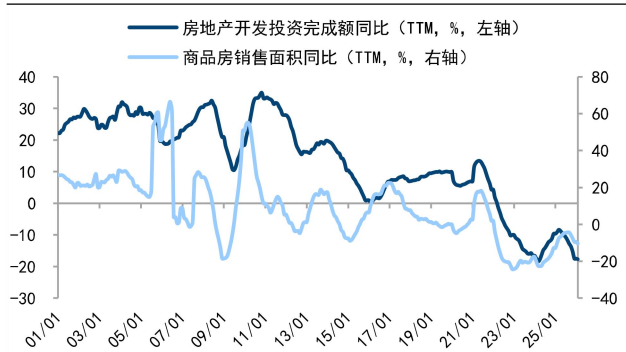
如前文分析，在 PPI 回升周期里，需求稳定是企业盈利回升的重要前提，那么如何分析展望本轮的需求端情况？下文我们分内需和外需进行分析。

**内需：地产周期约束下内需或较难大幅回升。**国内视角下，今年作为“十五五”开局之年，国内的政策面和宏观面有望维持基本的稳定。我们在前文分析过地产的投资周期是衡量国内需求的重点指标，而地产的销售周期往往是地产投资周期的先导信号。从目前的地产销售和 investment 数据来看，虽然当前宏观政策通过“扩内需”和“稳地产”积极对冲地产周期的下滑趋势，但从领先指标看年内地产增

速或有望企稳，但较难形成明显反转趋势。此外，尽管近年来以高技术产业为代表的“新经济”正成为投资端的增量，但从绝对体量上看，短期内新动能对需求拉动的贡献仍无法对冲传统投资链条的收缩，2025年地产投资同比减少1.7万亿、基建投资同比减0.4万亿元，而高技术产业固定资产投资同比增加0.4万亿。

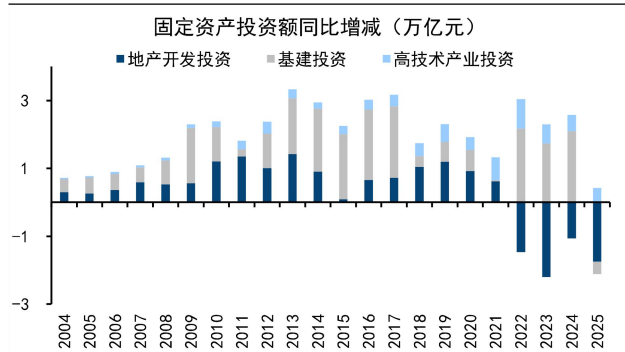
从最新的宏观数据看，3月国内PMI超预期录得50.4%的扩张水平，但建筑业PMI修复仍然较弱，3月仍处于49.3%的收缩区间，虽然相较前值48.2%环比改善，但弱于历史同期季节性表现。同时，3月PMI中主要原材料购进价格指数升至63.9%，为2022年4月之后的最高值。与之相对应的是，BCI（长江商学院中国企业经营状况）的企业总成本前瞻指数达到70.26，达到2024年以来的新高，而企业销售以及利润前瞻指数在3月均边际下行，指向企业对利润受挤压的担忧有所增加。

图10: 地产销售周期领先投资周期



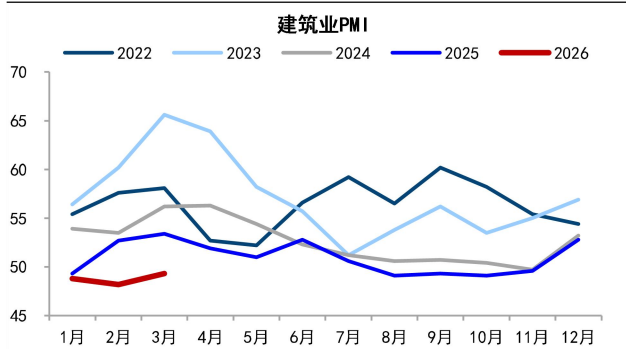
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 高技术产业投资从绝对体量上难以对冲传统投资



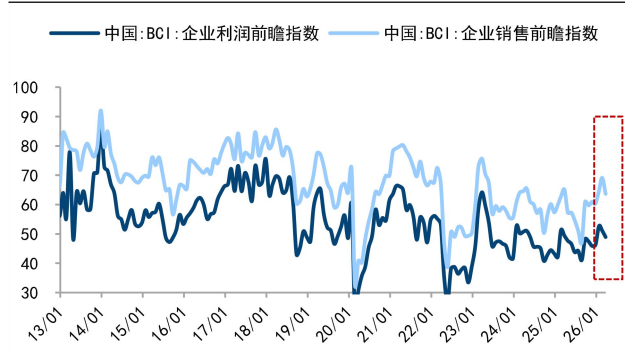
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 26年3月建筑业PMI弱于季节性



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图13: BCI 前瞻指数指向3月企业对盈利担忧加剧



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**外需：地缘冲突大概率扰动全球需求总量。**外需方面，展望2026年的外部环境，地缘政治冲突已成为影响外需的最大扰动项。参考美国达拉斯联储的测算模型，霍尔木兹海峡的关闭将导致2026年二季度全球近20%的石油供应从市场上消失，预计二季度WTI原油的平均价格将上涨至每桶98美元，并使2026年第二季度全球实际GDP增长率下降2.9个百分点，并且随着海峡关闭持续时长的延长，对全球经济的冲击将进一步扩大。同时，经由霍尔木兹海峡出口的原油主要出口地集中在亚洲，而东盟这类新兴经济体普遍对外部能源依赖度高、且能源储备相对少，因此受到的冲击或也相对更大。过去几年时间里，东盟在我国的出口结构

中份额持续攀升，目前份额已经超越欧盟和美国，是我国主要的出口目的地。若东盟本土的能源和电力系统受到明显冲击，或对我国出口形成一定的扰动。

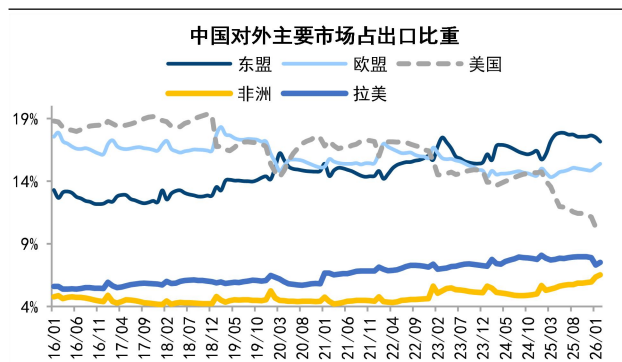
出口份额的增长或将是外需向上的重点支撑因素。不过，另一方面，在油价上涨抬高全球、尤其是亚洲制造业国家生产成本的情况下，部分国家的制造产能或被迫收缩。相较而言，据环球时报报道，2025年我国国内各类能源供应保持全面增长，年能源自给率达到84.4%，较上年提高0.8个百分点，标志着我国能源供应保障能力与韧性继续保持较高水平。得益于国内构建的全方位、多层次、立体化能源安全体系，中国的供应链稳定优势或在目前的高不确定局面下进一步凸显，进而实现订单转移和出口份额提升。类比2022年，随着俄乌冲突对全球能源价格和需求总量形成冲击，我国出口的“新三样”电动车、锂电池和光伏等出口增速反而逆势高增，成为拉动当年出口的重要抓手。数年后，当下中国企业的出海仍如火如荼，未来需密切跟踪出口的变化情况，这或将是本轮PPI回升周期里国内企业盈利能否趋势性上行的关键因素。

图14: 地缘冲突或冲击全球需求

霍尔木兹海峡关闭持续时间对全球GDP同比增长的冲击测算	一个季度	两个季度	三个季度
Q1	0	0	0
Q2	-2.9	-2.9	-2.9
Q3	+2.2	-1.2	-1.2
Q4	+0.1	+2.7	-1.1
全年	-0.2	-0.3	-1.3

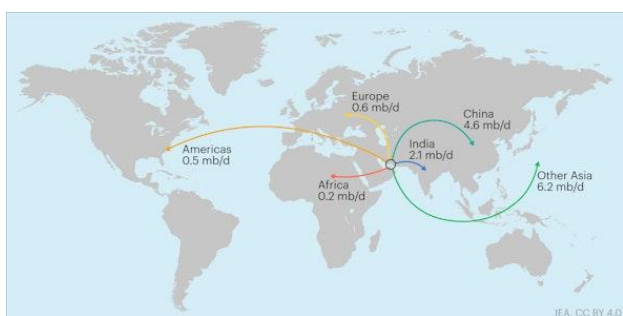
资料来源: Federal Reserve Bank of Dallas, 国信证券经济研究所整理

图15: 东盟是现在中国出口的主要市场



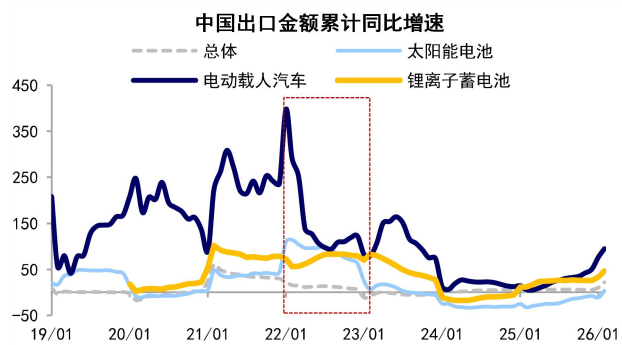
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 通过霍尔木兹海峡的原油主要出口向亚洲



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

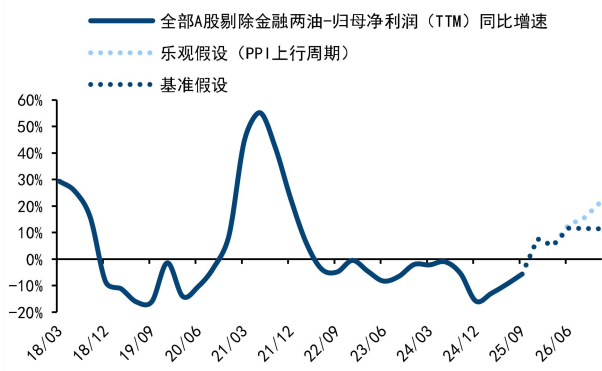
图17: 2022年油价高企时“新三样”出口维持高增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

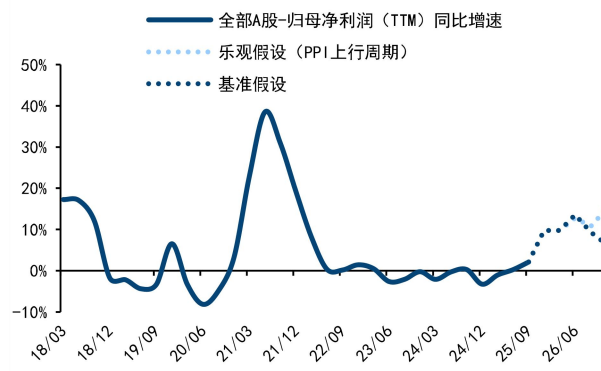
**盈利展望：全年 A 股盈利望温和修复。**如前所述，在内需及外需尚未明朗的情况之下，即便 PPI 上行也不宜对全年企业盈利作太高期待。参考 2021 年的盈利修复，在疫情后全球央行大放水导致外需维持景气的背景下，2021 年全 A 盈利相较 2019 年的年化复合增速约 15%、全 A 非金融两油的复合增速约 19%。因此在中性假设下，若今年需求端类似 2021 年，即内需未明显下滑、外需在出口替代逻辑下维持边际景气，则全年的全部 A 股、全 A 非金融两油的利润增速或均在 10%左右，测算逻辑详见《26 年 A 股业绩亮点有哪些？——2026 年牛市展望系列 4》。乐观假设下，若今年的盈利修复路径类似历史上的 PPI 上行周期（例如 2006-07、2009-11、2016-17、2020-21 年），则 26 年全 A 的利润增速或望达 15%、全 A 非金融两油增速望超 20%。

图18: 26 年全 A 非金融两油盈利望温和增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 26 年全 A 盈利望温和增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

地缘局势加速恶化，美国通胀上行幅度超预期。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032