下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

通胀高峰已过

证券研究报告

政策专题 / 2026.07.07

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 万琦
SAC 证书编号：S0160525090007
wanqi@ctsec.com

相关报告

1. 《美国非农数据为何频繁修订？》2026-07-05
2. 《股债汇三牛：钱多就是硬道理——2026年下半年宏观展望》 2026-07-01

核心观点

- **地缘冲突引发输入性通胀，驱动国内 PPI 脉冲式反弹。**受中东地缘局势扰动，国际原油风险溢价一度大幅上行，外部输入性通胀压力快速升温，推动国内 PPI 自 3 月起结束长达 41 个月的负增长、同比由负转正，4 月、5 月涨幅进一步超预期走高，能化产业链成为本轮价格上行的核心拉动力量。本轮 PPI 回暖源于海外供给冲击，属于典型的成本推动型通胀，并非国内内需复苏带动的持续性涨价行情。

- **成本传导存在结构性分化，需求负反馈压制涨价持续性。**本轮油价上行显著利好上游资源行业盈利修复，但在内需偏弱的背景下，中下游制造业、消费品行业成本转嫁能力不足，普遍呈现“价涨利不涨”的分化格局。原材料成本持续抬升，不仅挤压企业利润，还会抑制企业生产、投资与招工意愿，同时削弱居民消费能力，需求端的内生约束进一步限制 PPI 上行空间。

- **结合传导时滞与历史规律，下半年 PPI 整体动能或趋于收敛。**油价向国内各行业 PPI 传导存在明显时滞，且下游行业价格反应更为滞后。参考历史油价冲击周期、海内外实证研究及我们定量测算结果，本轮 PPI 同比大概率在年中触及年内高点，下半年上行动能逐步消退，全年 PPI 同比中枢有望维持在 1.8%-2.2%区间。

- **长周期 PPI 上行核心依托内需改善，外部冲击难以形成长期趋势。**复盘国内多轮 PPI 长周期修复行情可知，能够支撑工业品价格持续回暖的核心驱动力，是国内内需、工业生产及固定资产投资的系统性改善，单纯的外部地缘、供给冲击仅能带来阶段性脉冲行情，无法构筑长期通胀上行趋势。后续行情主线将回归国内基本面，重点关注中游产业升级、传统行业供给出清等结构性机会。

- **风险提示：**地缘政治不确定性；内需修复不及预期；下行节奏不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

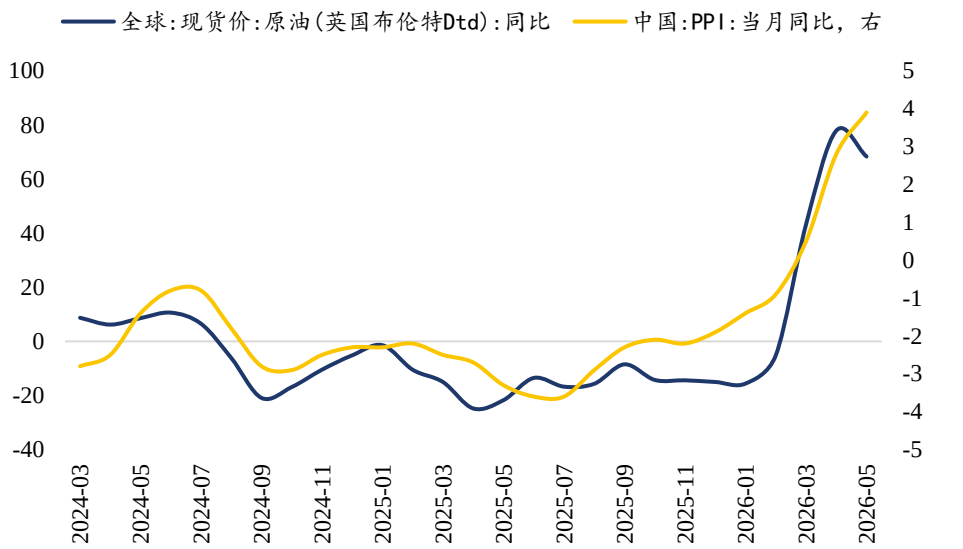
图表目录

图 1：地缘冲突带动国际原油与 PPI 当月同比上行 3
图 2：PPI 与企业盈利并非简单同涨同跌 4
图 3：PPI 与利润同比-采矿业 4
图 4：PPI 与利润同比-上游原材料业 4
图 5：PPI 与利润同比-中游设备制造业 5
图 6：PPI 与利润同比-下游消费品制造业 5
图 7：成本传导系数分行业 5
图 8：不同行业利润率与 PPI 拆分 6
图 9：分行业 PPI 同比与不同时期油价同比的相关系数 7
图 10：选取样本时间段 PPI 当月同比情况 8
图 11：不同油价假设下 PPI 当月同比实际及预测 9
图 12：PPI 经历三轮较长上行周期 9
图 13：上游权重行业相对历史均值向上偏离较为明显 10
图 14：2016 年起 PPI 与 GDP 走势明显背离 11

下载日志已记录，仅供内部参考

地缘冲突推升原油风险溢价，带动国内 PPI 超预期转正。自今年 2 月底美伊冲突升级后，国际原油一度因风险溢价定价大幅抬升，外部输入性通胀压力明显升温，并带动国内 PPI 同比超预期由负转正。3 月国内 PPI 同比回升至 0.5%，结束了此前连续 41 个月的负增长区间；环比上涨 1.0%，创下近 48 个月以来的最大单月涨幅。4 月 PPI 上行幅度进一步超出市场预期，同比大幅升至 2.8%，其中能化相关贡献约 1.50 个百分点。进入 5 月，PPI 涨势延续，同比进一步走高。

图1: 地缘冲突带动国际原油与 PPI 当月同比上行



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

随着原油价格波动、地缘局势持续演化，PPI 上行的持续性也值得关注。本轮 PPI 回暖由地缘事件驱动，呈现明显脉冲式特征，后续涨价动能能否延续、高点何时出现、回落路径与中枢水平如何演绎，是需要进一步讨论的方向。

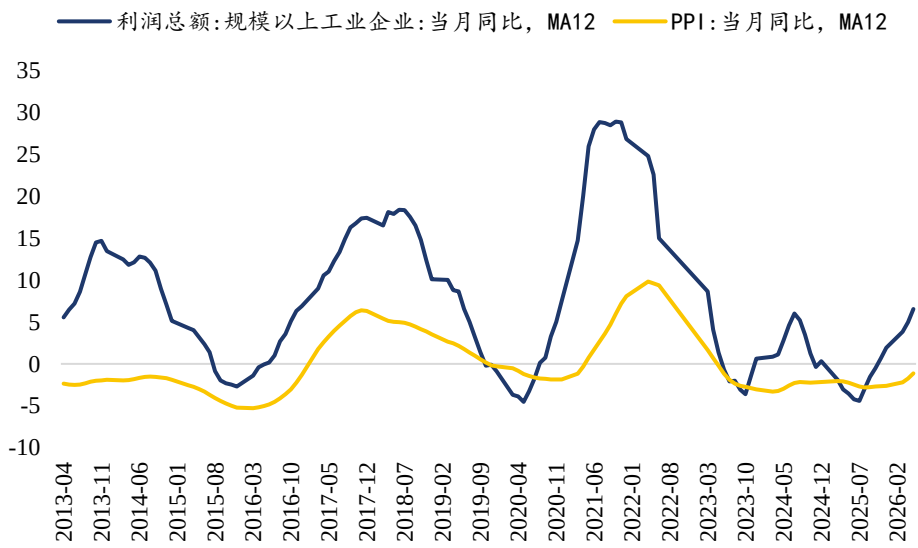
我们之所以关注油价这一输入性因素对国内 PPI 上行持续性的影响，主要原因在于这是偏负面的供给侧冲击，本质上引起的是成本推动型通胀。此类通胀中，工业品价格由上游成本上行被动支撑，短期内直接推升 PPI 读数。但另一方面，原材料成本抬升会压制终端企业盈利、抑制实体需求修复，反过来约束工业品价格进一步上行的空间，这一压制效应在 PPI 回升中后期会愈发明显。

具体而言，PPI 与企业盈利的并非简单的同涨同跌关系。不同的通胀环境、不同的产业链位置，存在结构性分化。输入性通胀环境中，上游资源品行业盈利相对受益。其产品本身即是大宗商品，售价随国际价格的上行而抬升，同时开采环节固定成本占比高、边际成本相对刚性，因此往往呈现价格、营收、利润同步改善的特征。

但对中下游行业来说，盈利和 PPI 之间的非对称特征更强。核心原因在于成本沿产业链传导存在明显损耗，上游原材料涨价难以通过终端提价完全向下转嫁。尤其在内需偏弱的背景下，中下游企业为维持市场份额、规避份额流失，难以顺畅调价，只能通过压缩自身利润对冲原材料成本上行压力，最终形成 PPI 上行但行业盈利修复乏力的“价涨利不涨”格局。

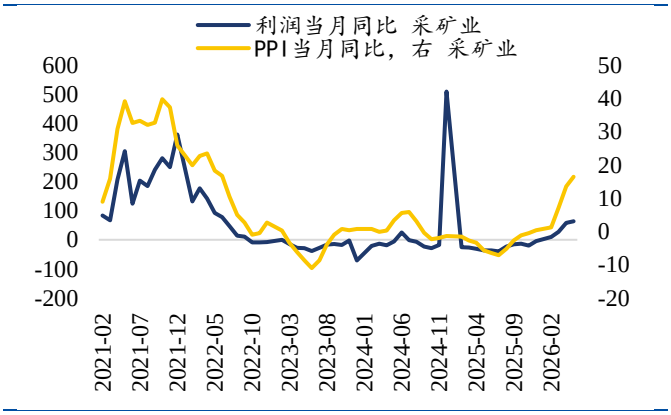
下载日志已记录，仅供内部参考

图2: PPI 与企业盈利并非简单同涨同跌



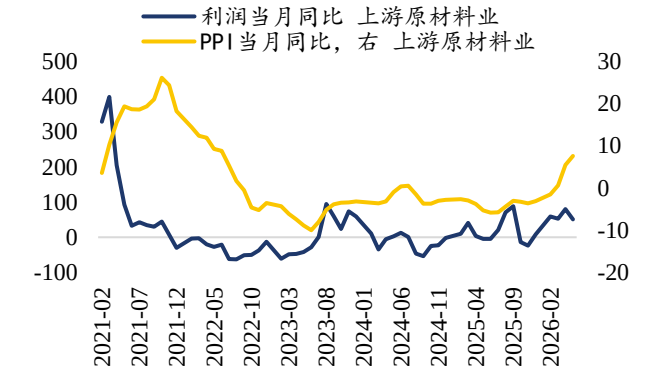
数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

图3: PPI 与利润同比-采矿业



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：PPI 为大类行业下细分行业的均值，下同

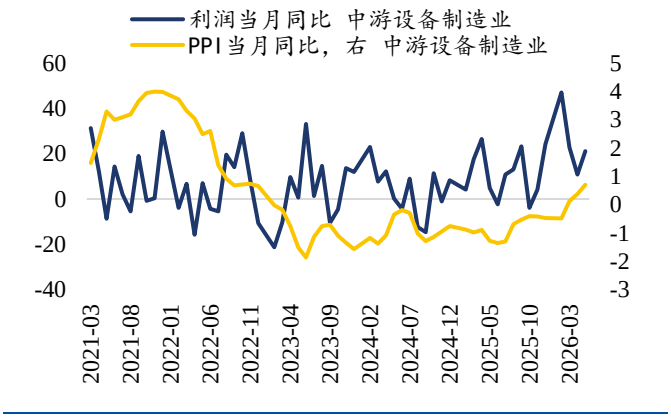
图4: PPI 与利润同比-上游原材料业



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

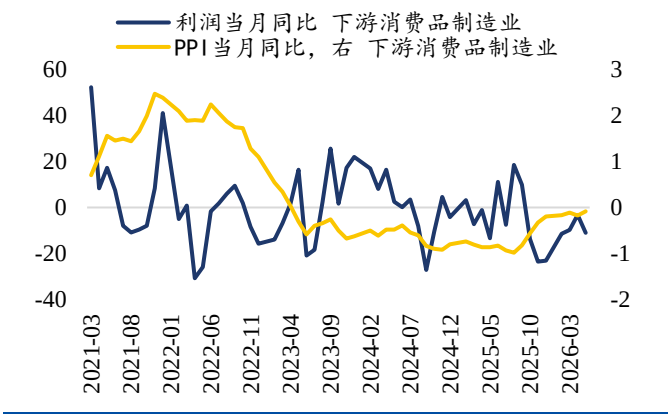
下载日志已记录，仅供内部参考

图5: PPI 与利润同比-中游设备制造业



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

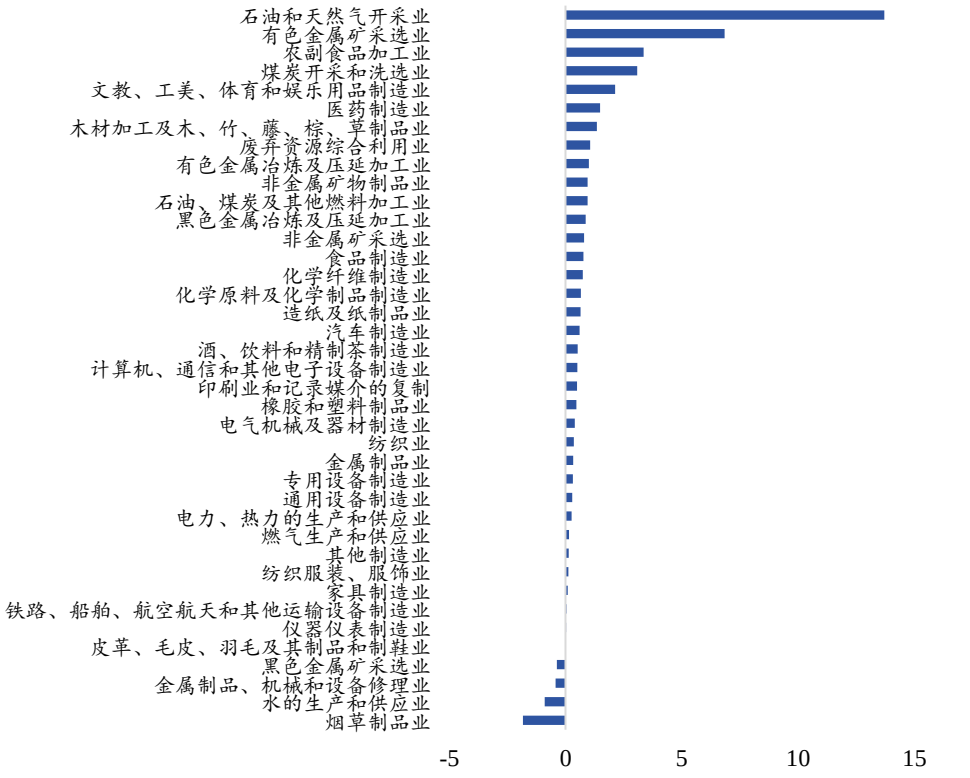
图6: PPI 与利润同比-下游消费品制造业



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

为衡量上游成本上涨向工业品出厂价格的传导能力，我们结合投入产出表与PPI，计算各工业行业的成本传导系数。具体而言，设定传导系数=行业 PPI 涨幅/综合成本涨幅，其中综合成本涨幅由各类投入品 PPI 涨幅结合对应完全消耗系数（成本权重）加权计算得到。该系数越大，表明行业的议价能力越强，原材料涨价压力可顺畅向下转嫁，盈利受成本冲击越小；反之则表明成本对利润的挤压相对严重，原材料涨价更多由企业自身消化。计算结果表明，上游资源类行业的传导系数整体偏高。

图7: 成本传导系数分行业



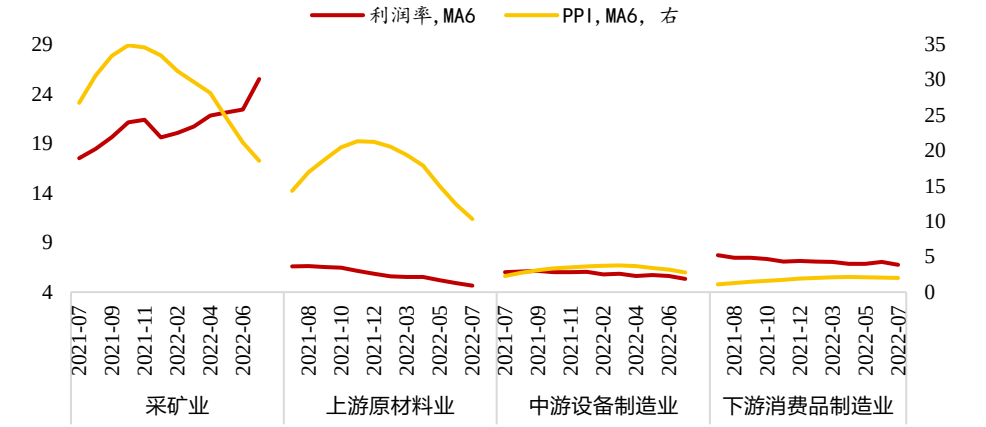
数据来源：Wind，财通证券研究所计算

注：由于单月数据波动幅度较大，选取近 12 个月数据的中位数作为参考值

下载日志已记录，仅供内部参考

另外梳理国内几轮比较典型的输入性通胀阶段，也可以看到主要靠成本因素支撑的 PPI 上行，对多数企业的盈利改善意义有限。比如 2021 年-2022 年，上游行业 PPI 与利润率同步抬升，中下游行业则出现走势背离：PPI 向上但利润率反而趋于收缩。

图8: 不同行业利润率与 PPI 拆分



数据来源：Wind，财通证券研究所计算；单位：%。

PPI 与盈利的非对称关系，意味着油价上涨-PPI 上行的传导链条后期将面临需求侧的内生制约。成本抬升导致盈利走弱后，企业对于原料备货、生产开工、产能扩张等行为将趋于审慎，这也会弱化居民收入预期，再加上部分消费品涨价，居民实际购买力与消费意愿也会受到间接压制。生产端与消费端需求同步走弱，进一步削弱工业品涨价动能，这也决定了，成本推动式的 PPI 脉冲式冲高并不具备长期延续基础，后续将逐步回落并回归常态中枢。

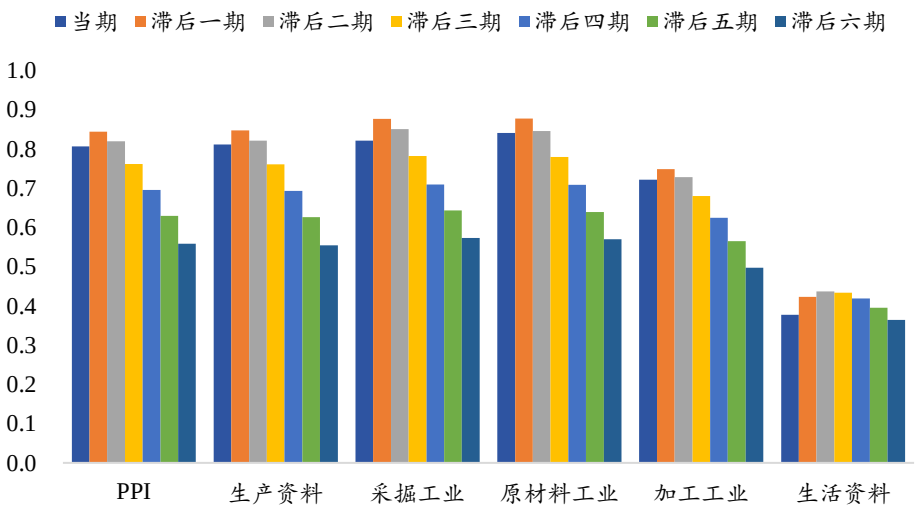
输入性因素的反向约束效应，也可在以下信号中得到印证。今年 4 月，美联储褐皮书指出，中东地缘冲突成为主要不确定性因素，干扰企业招聘、定价及资本投资决策，市场观望情绪升温。与此同时，因中东冲突推高能源价格、扰乱供应链、压制总需求，IMF 下调全球经济增长预期，将增速预判从 1 月的 3.3% 修正至 3.1%。

从定量视角看，核心问题在于：随着美伊形势的缓和，国际油价的年内高点很大概率已于 4 月确立，油价回落以后，国内 PPI 同比将在何时达峰？这一问题不仅涉及前文所述的需求反馈限制（即油价上涨引发的经济收缩会反向抑制价格传导），还需要考虑油价向 PPI 传导的累积效应，即由于价格刚性以及生产网络结构等因素，油价向下游行业的渗透存在滞后性。

我们简单测算不同滞后期下国际原油同比与国内 PPI 各细分行业同比的相关系数，可以发现油价与上游行业 PPI 相关性显著更高、同步性更强，另外下游行业 PPI 对油价的价格反应存在滞后，相关性达峰时点偏晚。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9: 分行业 PPI 同比与不同时期油价同比的相关系数



数据来源：Wind，财通证券研究所计算

需求负反馈与产业链传导时滞两类因素，共同影响 PPI 上行的峰值时点。

对此，有不少官方及学术论文有相关研究。比如：

Minton 与 Wheaton（2023）研究发现，国际油价冲击对 PPI 的拉动效应在供应链网络中呈现显著延迟，平均行业在一年内仅完成约 60%的传导，两年后升至 80%；达到长期传导效应 75%所需的时间约为 20 个月。下游行业由于距离冲击源更远，传导周期显著延长。

欧央行分析指出，石油供给冲击和石油特定需求冲击均会显著推升欧元区总 PPI 和能源 PPI。供给冲击发生后，PPI 的累积响应在约一年达到峰值，随后缓慢下降。

Maria Giulia Cassinis 等（2025）研究显示，美国能源供给冲击对 PPI 的拉动是短期且分化的：整体 PPI 在冲击后快速上行，但受经济收缩、需求回落影响，约 5 个月后效应开始反转。价格压力主要集中在能源相关行业，多数其他行业并未提价，反而因需求收缩在滞后阶段出现 PPI 回落。

王永中与钱胜存（2025）认为，国际油价冲击对国内 PPI 的上行拉动效应主要集中于冲击发生后 12 个月内，峰值出现在第 5 个月左右。

马婧（2025）的实证研究表明，原油供给冲击对国内 PPI 的传导效应存在显著时变特征。2015 年以后，原油供给冲击在短期、中期与长期维度均对 PPI 形成负向作用。在新冠疫情、俄乌冲突等重大外部冲击阶段，原油供给冲击对 PPI 同样呈现负向影响，且当期冲击效果最为显著，滞后四期后影响逐步趋于稳定。

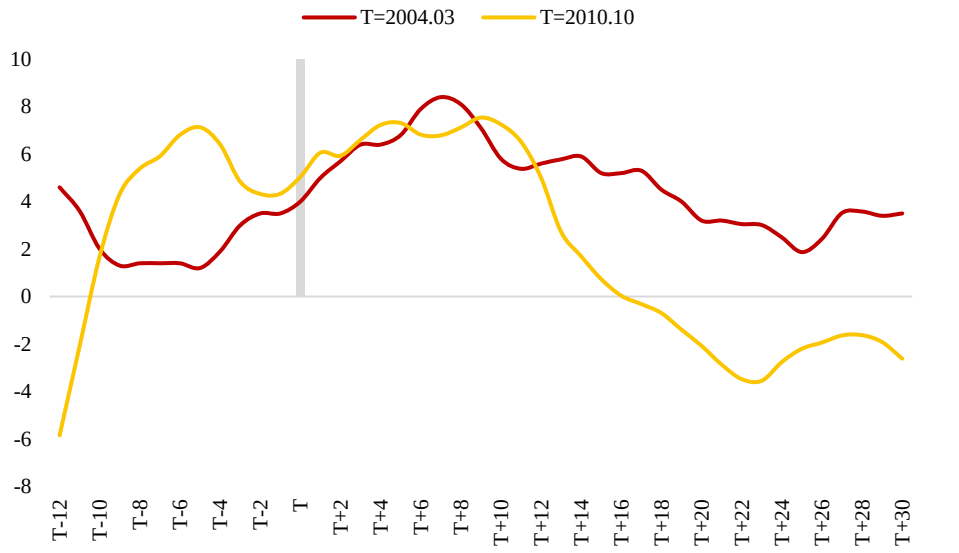
此外我们选取历史样本数据做简单梳理。选取 2000 年以来油价因突发的不可抗力事件而被动上涨的阶段作为样本时间段，2004 年-2008 年中、2011 年-2012 年、2021 年底-2022 年，其中 2021 年底-2022 年 PPI 因前期高基数，同比已先行步入下行通道。

下载日志已记录，仅供内部参考

将国际油价大幅跳升当月设定为冲击起始月 T 月，分别统计从 T 月至国内 PPI 同比触及高点的间隔月数，以及从 T 月至 PPI 回落至冲击前 12 个月均值水平的间隔月数。

根据几轮历史样本测算，PPI 同比受油价供给冲击后的见顶周期约 7-9 个月，而冲击后回落至前期基准水平的修复周期在 1–2 年左右。

图10: 选取样本时间段 PPI 当月同比情况



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。

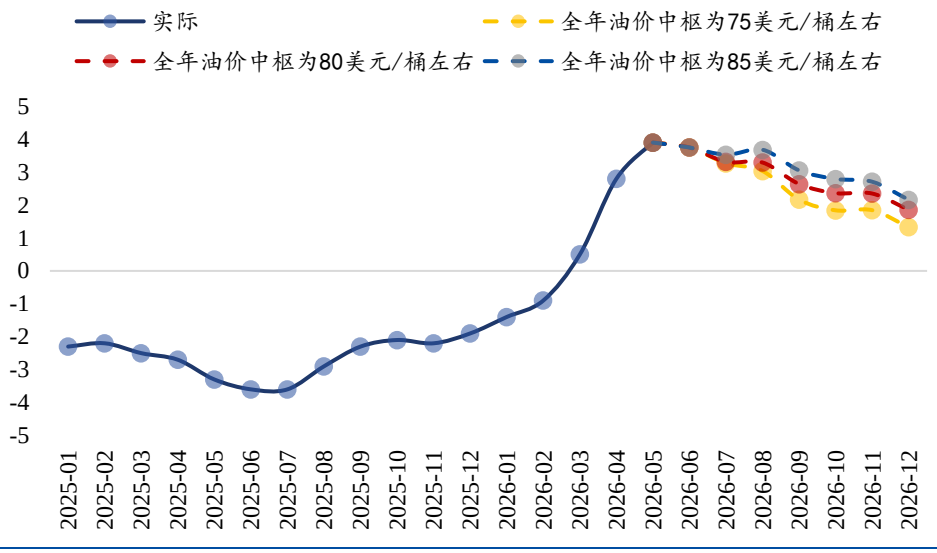
按此推演，本轮由供给驱动的油价上行对国内 PPI 的影响预计在下半年逐渐退潮。

最后我们对全年油价及 PPI 中枢开展定量预测。本轮油价上行主要源于贸易受阻带来的供给约束，在此环境下，油价对地缘事件反应更为灵敏。因此 4 月美伊和谈信号释放后，国际油价步入下行通道。随着美伊备忘录落地、霍尔木兹海峡恢复通行，油价也快速回调。当然，危机后的油价回落节奏存在不确定性，包括后续美伊协议的落地执行仍有变数，航道扰动也存在长尾影响，叠加市场补库行为或形成阶段性支撑等。综合判断，国际油价或在 4 月已触及年内高点，我们假设全年油价中枢小幅抬升，运行于 75-85 美元/桶的区间。据此假设，前期由油价上涨推升工业成本、带动工业品出厂价格上行的传导逻辑将迎来调整。我们预计，全年国内 PPI 同比中枢或运行于 1.8%-2.2%，峰值大概率出现在年中。



下载日志已记录，仅供内部参考

图11: 不同油价假设下 PPI 当月同比实际及预测

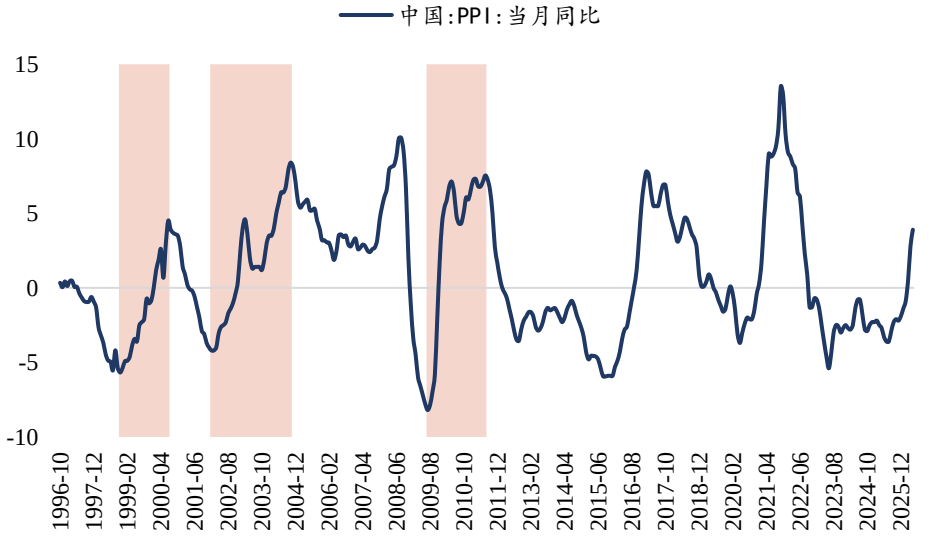


数据来源：Wind，财通证券研究所测算；单位：%。

延伸来看，如果油价扰动带来的仅为阶段性、脉冲式物价上涨，那么支撑 PPI 形成稳步、持久上行趋势的核心动力，可能终究要回归物价形成的底层逻辑——国内市场供需格局的系统性改善。**相较于短期外部冲击，内需回暖主导的供需修复，更易形成可持续的工业温和通胀上行行情。**

复盘国内 PPI 历史走势，能够形成 20 个月以上长周期、实质性修复上行的行情主要包含三轮：1998 年 11 月–2000 年 7 月（持续 21 个月）、2002 年 1 月–2004 年 10 月（持续 34 个月）、2009 年 7 月–2011 年 7 月（持续 25 个月）。

图12: PPI 经历三轮较长上行周期

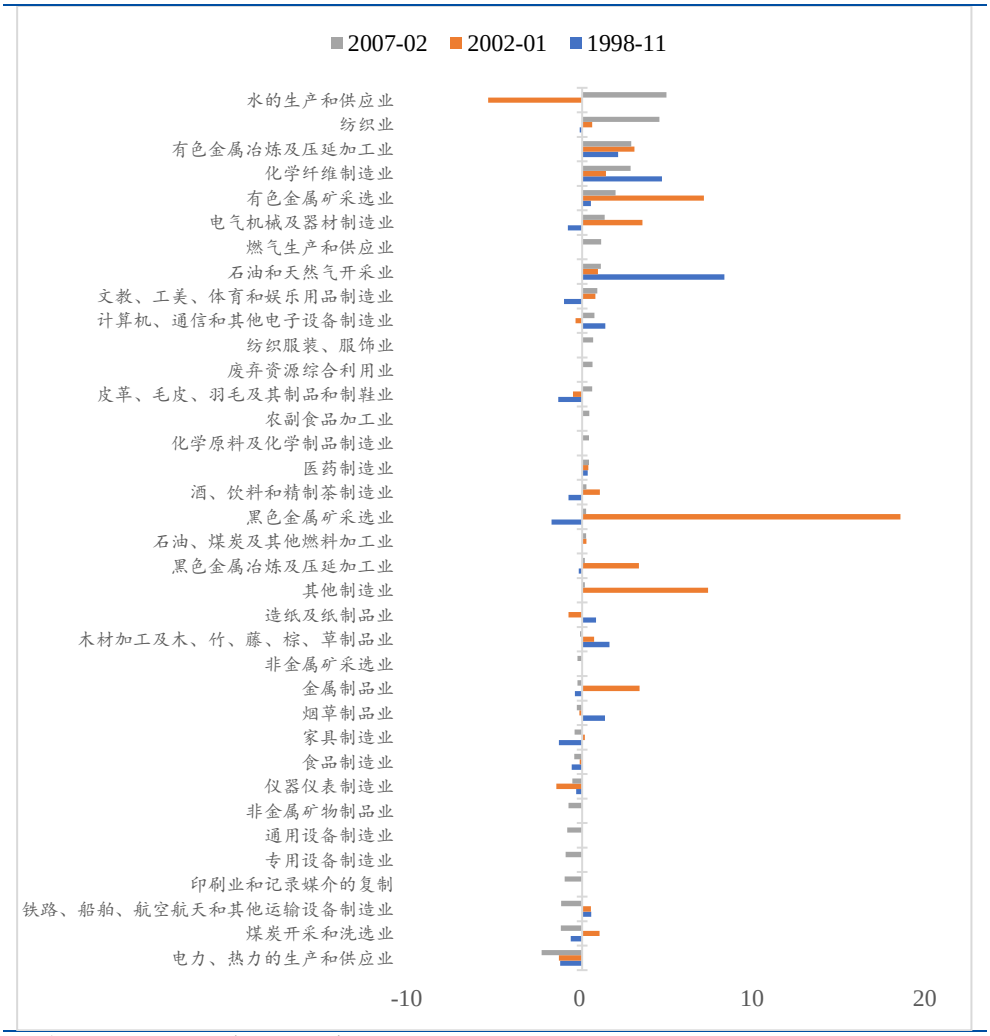


数据来源：Wind，财通证券研究所;单位：%。

纵观三轮长周期上行行情，虽然都是多重因素共振的结果，且不同程度受到全球供给、输入性价格的扰动，但具备一定共性：行情的持续上行均伴随国内需求的

稳步修复，尤其是工业生产与固定资产投资的回暖托底。其中，1998–2000 年 PPI 修复依托积极财政政策发力、基建投资托底实体经济；2002–2004 年得益于入世红利释放，出口与国内投资形成双向旺盛格局；2009–2011 年则由四万亿元投资强刺激带动内需全面修复。从结构上看，上述几轮行情中，黑色、有色、能化等上游权重行业价格涨幅均明显高于历史均值。

图13: 上游权重行业相对历史均值向上偏离较为明显



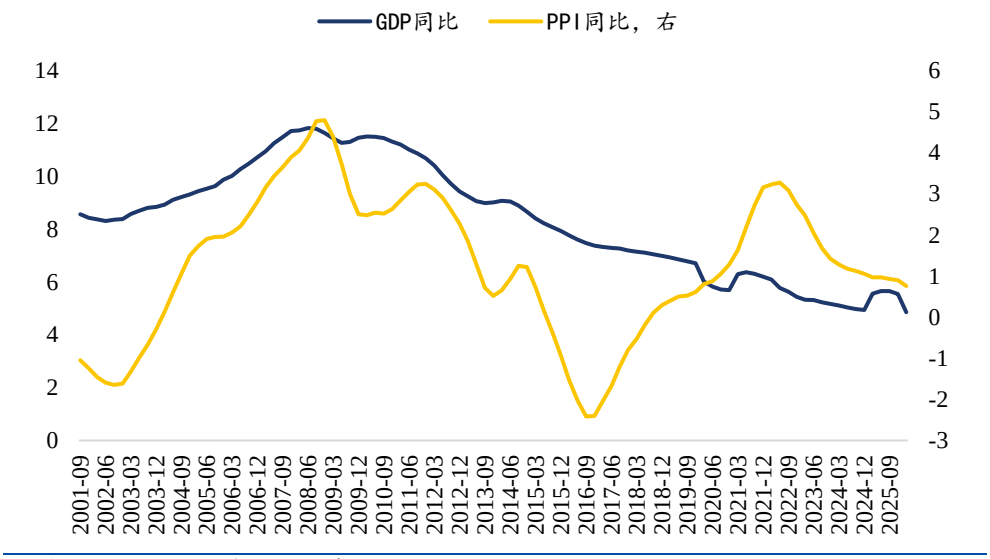
数据来源：Wind，财通证券研究所计算
注：偏离度=(PPI 当期同比−基准期均值)/基准期标准差，其中基准期设定为周期起点之前的 12 个月

与之形成对比的是，短周期、快涨快跌的 PPI 上行行情，大多由突发供给冲击、结构性政策调整等短期因素主导，缺乏内需基本面的持续支撑，因此上涨幅度明显但持续性弱。比如 2015 年 9 月至 2017 年 2 月，PPI 同比由-5.9%大幅攀升至 7.8%，核心驱动为供给侧结构性改革带来的行业供需格局短期修复，基本面需求支撑不足；2020 年 5 月至 2021 年 10 月，PPI 同比从-3.7%飙升至 13.5%，主要源于全球疫情引发的供应链断裂、大宗商品输入性通胀冲击。两轮行情均呈现脉冲式暴涨特征，但上行趋势难以延续，属于典型的短期事件驱动型通胀行情。

我们结合 PPI 及 GDP 同比的五年移动平均数据也可以看出，2002 年-2009 年国内 GDP 增速与 PPI 移动平均呈现明显的正相关关系，增长与通胀形成共振；2016 年-2022 年供给或外部冲击主导的阶段，两者出现阶段性背离。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14: 2016 年起 PPI 与 GDP 走势明显背离



数据来源：Wind，财通证券研究所；单位：%。
注：图表采用两指标同比数据的 5 年移动平均

回归本轮 PPI 上行周期，根据我们前文分析，原油价格所带来的成本推升属于典型的短期供给冲击，因需求反噬及前期高基数效应，难以成为支撑 PPI 持续且稳步上行的核心动力。

中长期更有价值的关注点，应当转向需求侧和供给侧的内生结构性因素。具体而言，需求侧可锚定以产业升级为核心逻辑的中游设备制造业。供给侧则应重点关注涉及产能管理的“反内卷”相关行业。本轮政策层面释放出“反内卷”信号，有利于推动渐进式的供给收缩。事实上，中游制造需求升级叠加传统行业供给出清，两者合力已经在当前的 PPI 同比回升中有所体现。以最新的 5 月通胀数据为例，受益于产业结构优化升级，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上行，算力需求加快释放，带动有色金属、电气机械和计算机相关行业价格上涨。

下半年 PPI 环比上行动能大概率逐步弱化，核心在于油价上涨带来的短期脉冲效应渐进消退。5 月 PPI 环比已由 4 月的 1.7%回落至 0.5%；结合 6 月以来国际油价走势及全年油价中枢判断，后续月度环比出现阶段性负增长的概率偏高。同时，国内需求修复力度偏弱，传统终端需求难以对相关品类价格形成有效支撑。叠加下半年基数切换，PPI 同比读数将趋于回落。不过有色、电子等行业仍具备价格同比正增的支撑，因此同比数据转为负值的可能性较小。

拉长周期至 2027 年，PPI 同比下行压力将加大。今年 PPI 同比修复的重要支撑来自 2025 年的低基数红利，阶段性翘尾效应抬升了全年同比读数，而这也将导致 2027 年面临高基数压力。随着基数效应反转、翘尾支撑减弱，PPI 同比将天然承压。

另外还需观察以下变量：一是传统行业“反内卷”产能管控政策的落地效果，能否持续优化供给格局；二是海外需求韧性与出口价格的延续性；三是内需能否实现有效接力修复。若上述供给、外需、内需三方面的支撑整体偏弱，2027 年 PPI 同比转负的压力可能会被进一步放大。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

地缘政治不确定性：中东局势仍存变数，油价易出现波动，带动输入性通胀反复。

内需修复不及预期：地产、基建表现偏弱，相关终端需求难以对工业品价格形成有力支撑。

下行节奏不确定性：PPI 回落速度受油价、外需及供需关系等多重因素影响，基准预测或与实际走势存在偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：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；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。