下载日志已记录，仅供内部参考

经济指标预测框架系列

PPI 见顶后：下半场的轨迹

2026 年 09 月 03 日

- **随着 7 月 PPI 同比数据的出炉，年内物价高点的轮廓正逐渐清晰，PPI 增速大概率已步入阶段性的下行通道。**进入下半年，随着输入性动能的退潮，AI 相关产业持续高景气带来的价格支撑，正悄然接棒成为当前物价图景中的结构性亮色。
- **PPI 不仅是宏观经济感知供需冷暖的“温度计”，更是资本市场中预判企业盈利周期与大类资产定价走向的关键锚点。当 PPI 环比处于持续为正的扩张期时，股市往往能展现出较强的上行弹性，**这为市场奠定了积极的贝塔基调；**当前 AI 相关行业 PPI 增速的逆势走强，正与科创 50 指数的走势形成愈发紧密的共振，**一定程度上为结构性贝塔的确认提供了新的视角。
- **面对总量下行与结构分化的复杂局面，如何提前且精准地捕捉 PPI 的真实脉动？**我们试图**分别构建近月拟合与远月映射两套量化预测模型，**以期在不确定的宏观环境中，寻得研判大类资产走势的基石。
- **近月预测：破局数据时滞的“高频捕捉”。**为了在数据发布前的真空期内提前感知 PPI 的真实脉动，我们将目光锁定在对总量波动起决定性作用、权重占约 75%的生产资料上，以此构建近月高频拟合模型。

  在变量精炼环节，我们以统计局旬度公布的 50 种重要生产资料为底层基础，为避免过度拟合，**开辟了静态与动态两条降维路径。**

  从回测效果来看，该模型在每月 14 日即可给出当月物价初窥，次月 4 日便能完成全月拼图，相较官方发布日抢跑近一周。**以 7 月为例，两种路径给出的预测值（3.6%与 3.4%）均贴近 3.5%的实际公布值，展现出较为稳健的跟踪效能。**
- **远月预测：破译商品传导的“跨期映射”。**大宗商品价格向中下游的传导并非一蹴而就，我们恰可利用这一天然的“时间差”，采取“两步走”策略构建映射模型。首先是搭建跨期传输链条，其次是注入前瞻价格预期。

  回测显示，**模型预测的平均均方根误差随预测月份推远而自然上升，但该矩阵对未来 1-2 个月的 PPI 方向预测准确率仍稳定在 80%以上。**
- **未来路径：峰值已过，静待金秋余波。**站在当前时点，我们将测算的前瞻价格输入远月模型，最终得到了 2026 年下半年 PPI 同比增速预计为 3.4%。**基于这一结果，我们为下半年 PPI 运行轨迹勾勒出“峰值已过、九月反弹、四季度回落”的三条核心主线：**
- **第一，6 月 PPI 同比 4.1%的读数大概率已探明年内高点。**该年中峰值主要源于二季度地缘冲突催化的油价急涨，在中性预期下，此类量级的单边供给冲击难以复现，7 月同比回落至 3.5%也初步印证了物价中枢有所下移的态势。
- **第二，9 月或将迎来年内 PPI 同比的阶段性“小高峰”。**背后源于三重力量的短期交汇：一是 7 月中旬油价反弹的滞后效应将在 8 至 9 月集中释放；二是 AI 产业链的高景气度正持续为上游有色金属提供结构性支撑，展现出较强价格韧性；三是基数效应方面，9 月尚存 0.4 个百分点的翘尾因素发挥托底作用。
- **第三，四季度起总量读数或将重新进入缓步回落轨道。**10 月以后，翘尾因素对 PPI 同比的支撑将减弱，若后续未见超预期的内需强刺激政策或新的外部供给扰动接棒，PPI 同比读数将面临温和下行的现实压力。
- **风险提示：**模型预测存在样本外失效风险；滚动窗口的参数设定存在主观性；远月模型存在基差风险。



分析师 **陶川**
执业证书：S0590525110006
邮箱：taochuan@glms.com.cn
分析师 **钟渝梅**
执业证书：S0590525110008
邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

相关研究

1. 海外市场点评：美债利率拐点何时到来？-2026/09/01
2. 国内经济观察系列：7 月工业企业利润：领跑与分化-2026/08/31
3. PMI 数据观察系列：8 月 PMI：企稳的能见度-2026/08/31
4. 海外宏观 & 大类资产周度观察：沃什就任 100 天的鹰派重申-2026/08/30
5. 宏观周度观察：解码官媒署名文章的政策信号-2026/08/30

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 PPI 高点已过：如何在结构分化中寻找定价之锚？ 3
2 当前 PPI 结构：管窥经济温差的“四重分化” 4
3 近月预测：破局数据时滞的“高频捕捉” 6
4 远月预测：破译商品传导的“跨期映射” 9
5 未来路径：峰值已过，静待金秋余波 12
6 风险提示 13
插图目录 14

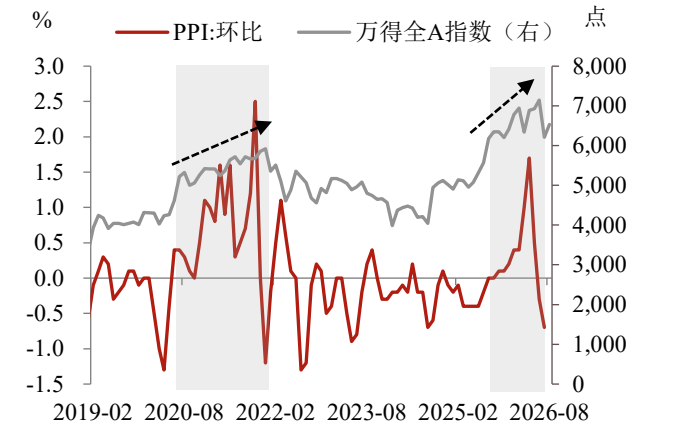
下载日志已记录，仅供内部参考

1 PPI 高点已过：如何在结构分化中寻找定价之锚？

随着 7 月 PPI 同比数据的出炉，年内物价高点的轮廓正逐渐清晰，PPI 增速大概率已步入阶段性的下行通道。不过，单纯的“总量回落”并不足以概括当前的宏观全貌，隐藏在水面之下的，是极具张力的结构性切换：上半年，在外部地缘博弈与供给冲击的交织下，上游大宗商品价格的脉冲式攀升成为了推高物价的主力；**而进入下半年，**随着输入性动能的退潮，AI 相关产业持续高景气带来的价格支撑，正悄然接棒成为当前物价图景中的结构性亮色。

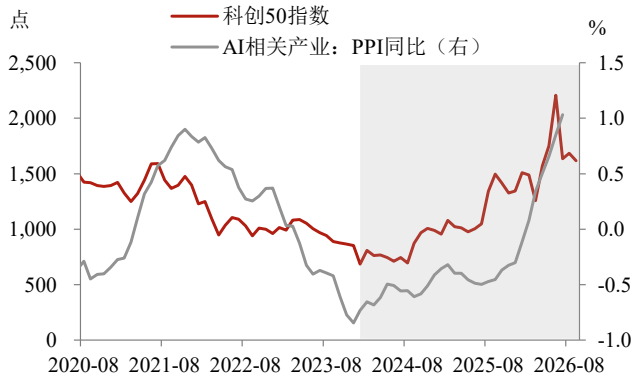
PPI 不仅是宏观经济感知供需冷暖的“温度计”，更是资本市场中预判企业盈利周期与大类资产定价走向的关键锚点。复盘历史可以清晰地看到，**当 PPI 环比处于持续为正的扩张期时，股市往往能展现出较强的上行弹性，**这为市场奠定了积极的贝塔基调。更重要的是，**上半年 AI 相关行业 PPI 增速的逆势走强，正与科创 50 指数的走势形成紧密的共振，**一定程度上为结构性贝塔的确认提供了新的视角。

图1：PPI 环比持续为正时期，股市表现亦不会差



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

图2：科创 50 走势与 AI 相关产业 PPI 增速愈发相近



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

面对总量下行与结构分化的复杂局面，如何提前且精准地捕捉 PPI 的真实脉动？**我们试图分别构建近月拟合与远月映射两套量化预测模型，以期在不确定的宏观环境中，寻得研判大类资产走势的坚实基石。**

下载日志已记录，仅供内部参考

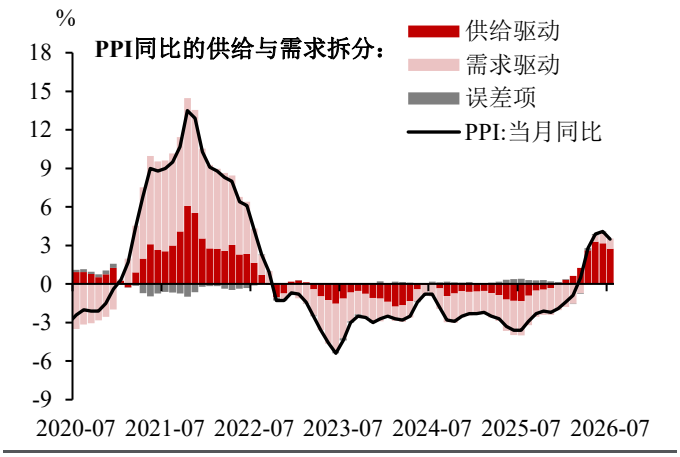
2 当前 PPI 结构：管窥经济温差的“四重分化”

欲前瞻未来，必先解构当下。细究 2026 年以来的 PPI 走势，总量回升的表象下潜藏着极具张力的“四重分化”：

其一为“供强需弱”：利用经济学中经典的 Blanchard-Quah 结构向量自回归（BQ SVAR）模型，将 PPI 变动分解为供给与需求两端驱动源后发现，本轮物价抬升主要由供给端约束撬动，需求侧的支撑相对平缓。

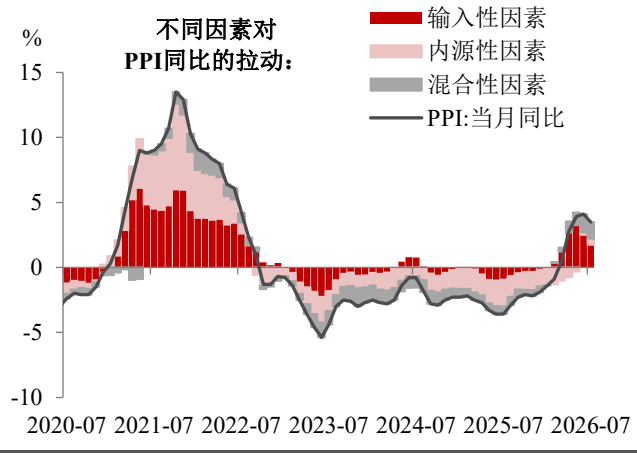
其二为“外热内温”： 以中东局势为代表的外部扰动使得原油等国际定价商品率先发力，地缘博弈推高的输入性成本成为上半年 PPI 攀升的主要动力，而内源性动能的接力则相对克制。

图3：当前 PPI 同比主要由供给驱动



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图4：输入性因素对 PPI 的贡献更大



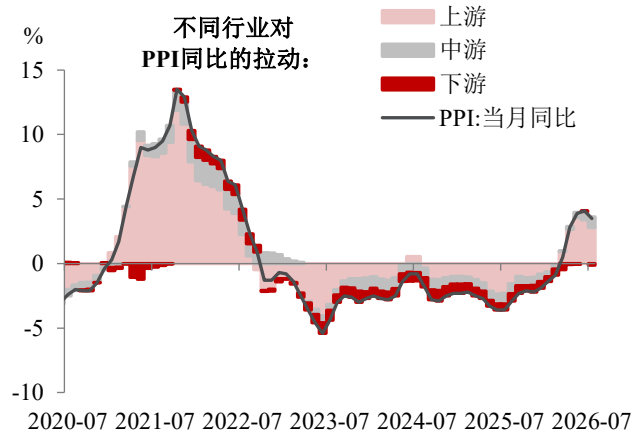
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

其三是“上热下冷”：上游资源品尽享涨价红利，但成本向下传导滞缓，致使中下游企业利润空间承压。在“供强需弱”的宏观背景下，价格红利向上游环节集中，下游行业却仍面临有效需求不足，企业盈利修复面临双向挤压。

其四为“新老交替”：乘着全球 AI 产业发展的东风，电子通信等新质生产力相关产业接棒成为物价抗跌的韧性所在，折射出经济动能加速切换的微观镜像。特别是在 5 月下旬国际油价阶段性回落、输入性通胀退潮之际，新产业相关价格仍保持环比上涨，正逐步成为 PPI 企稳的重要接续力量。

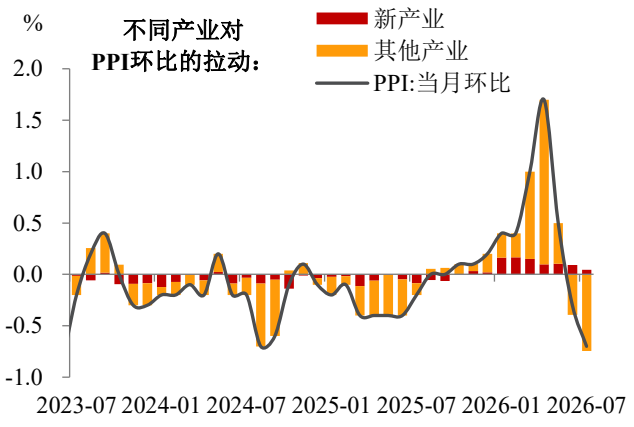
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：上游行业是本轮涨价的主要贡献者



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图6：新产业成为输入性因素退潮后的重要接续



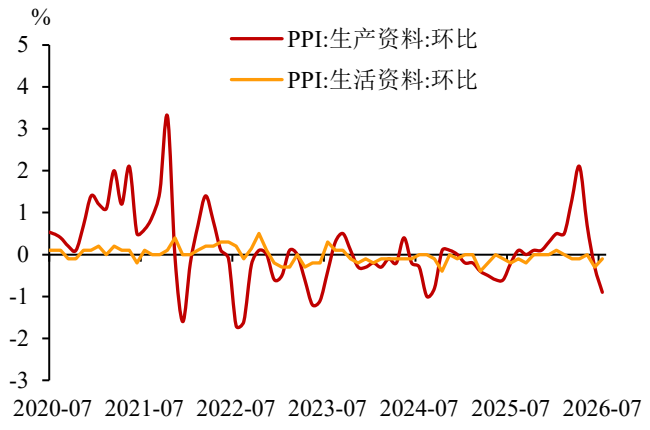
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 近月预测：破局数据时滞的“高频捕捉”

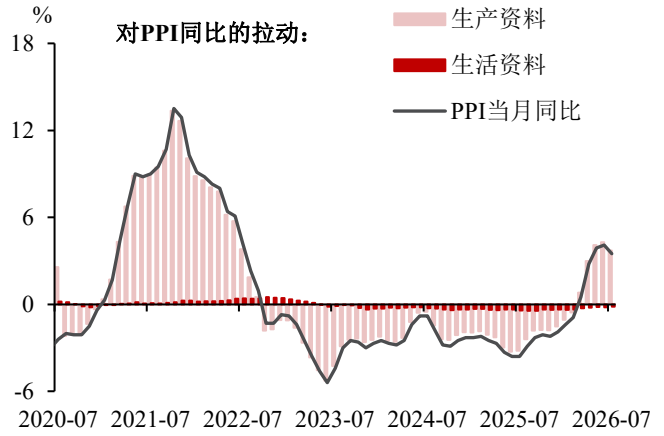
由于官方数据通常滞后于实际经济进程半个月以上，难免存在一定的信息时滞。为了在数据发布前的真空期内提前感知 PPI 的真实脉动，我们将目光锁定在对总量波动起决定性作用、权重占约 75%的生产资料上，以此构建近月高频拟合模型。

图7：生活资料的环比变化幅度较小



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图8：生产资料是 PPI 同比的主要拉动

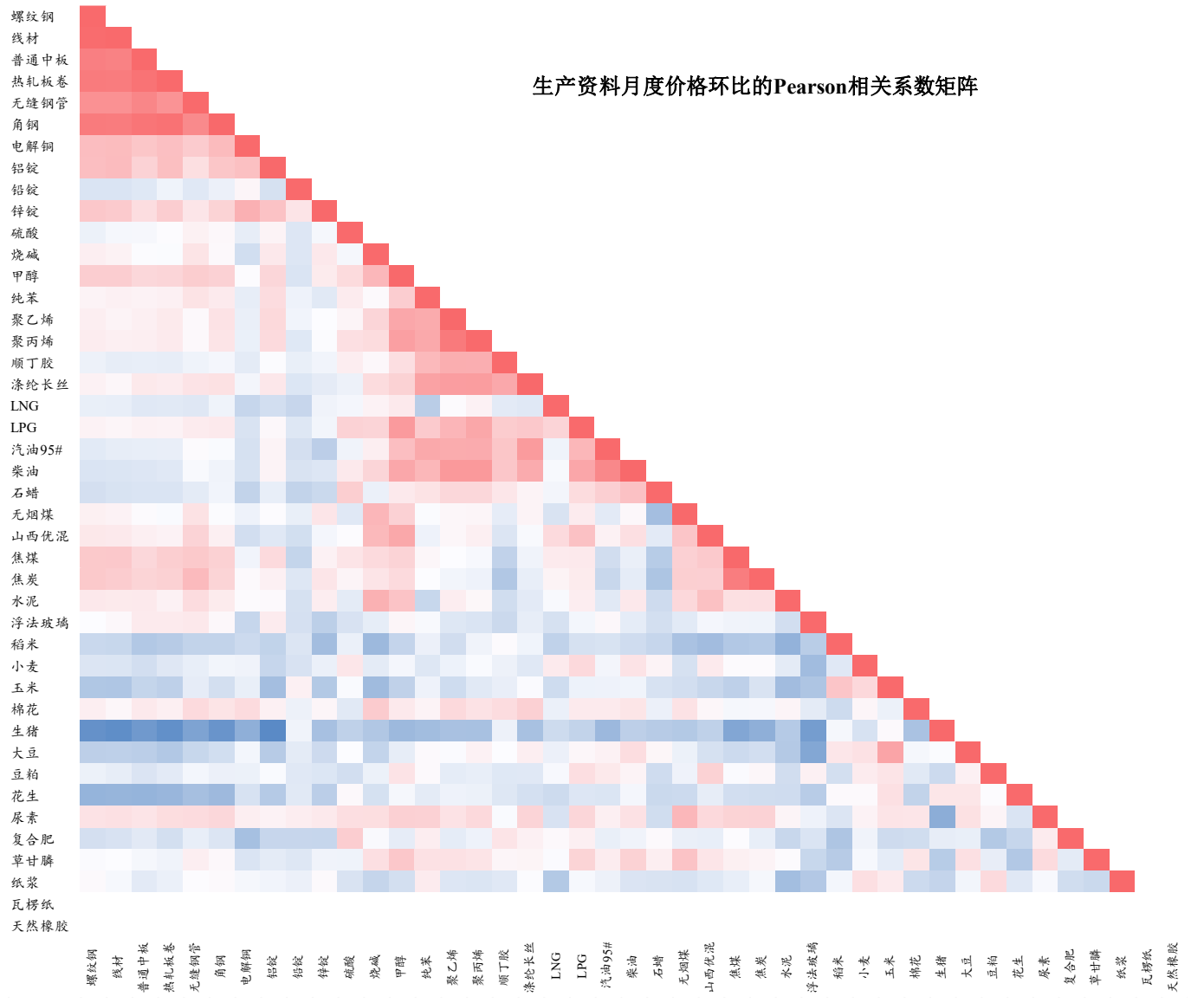


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

在变量精炼环节，我们以统计局旬度公布的 50 种重要生产资料为基础，开辟了静态与动态两条降维路径，以避免过度拟合。由于部分生产资料价格具有较强的共线性，**静态筛选**采用了 LASSO 正则化降维技术，在惩罚系数为 0.0313 时，模型在均方误差与维度之间取得了最佳平衡。遵循“板块内择优”原则，我们先在 9 个板块内部各选出 1 个解释力最强的品种，随后综合板块覆盖度进一步精简，最终锁定无缝钢管、LPG、山西优混、尿素、聚丙烯这 5 个核心品种。这一方法在最大程度保留板块代表性的同时，也保持了较强的经济学含义可解释性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：部分生产资料的价格变化具有较强的共线性

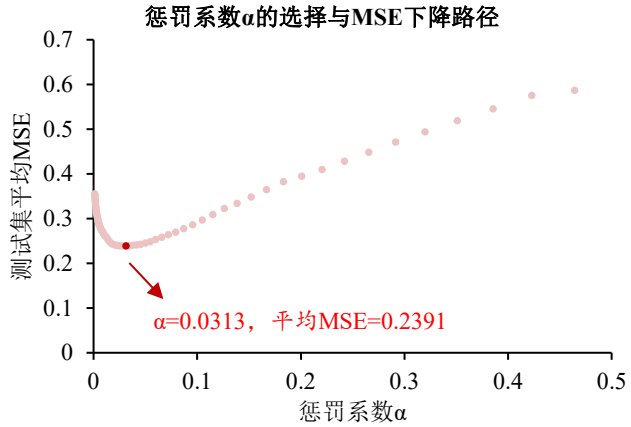


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

注：上图数据范围为 2021 年 1 月至 2026 年 6 月，颜色深浅表示变量间相关系数大小，红色表示相关系数较高，蓝色表示相关系数较低。

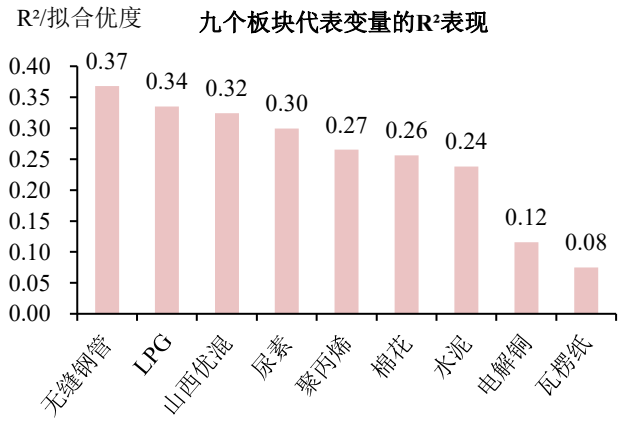
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：惩罚系数为 0.0313 时均方误差最小



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图11：9 个生产资料板块内解释力最强的品种

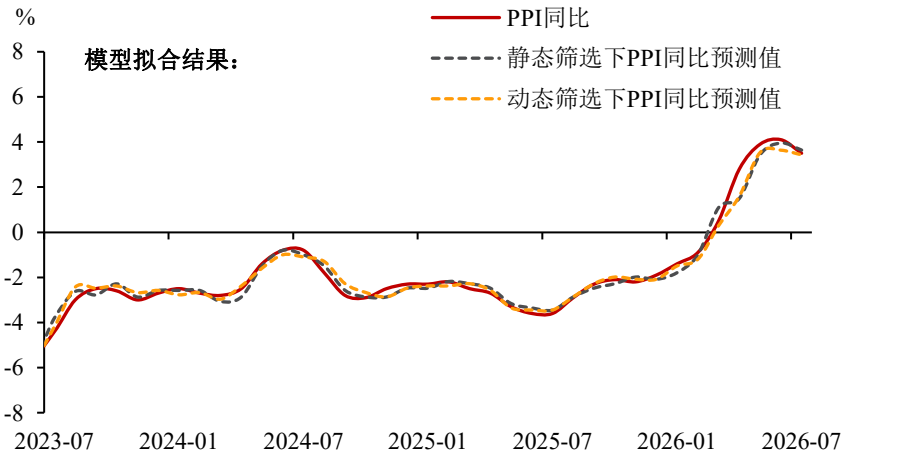


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

动态筛选则引入 24 个月滚动窗口，并配合贪心算法进行特征动态寻优，精准提取出山西优混、LPG、水泥、电解铜 4 大品类。相比于静态模式，动态筛选能够持续淘汰旧信息并纳入新信息，确保参数及时跟进经济环境的边际变化。

从回测效果来看，该模型在每月 14 日即可给出当月物价初窥，次月 4 日便能完成全月拼图，相较官方发布日抢跑近一周。以 7 月为例，两种路径给出的预测值（3.6%与 3.4%）均贴近 3.5%的实际公布值，展现出较为稳健的跟踪效能。

图12：静态与动态筛选下 PPI 同比的拟合效果均较好



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

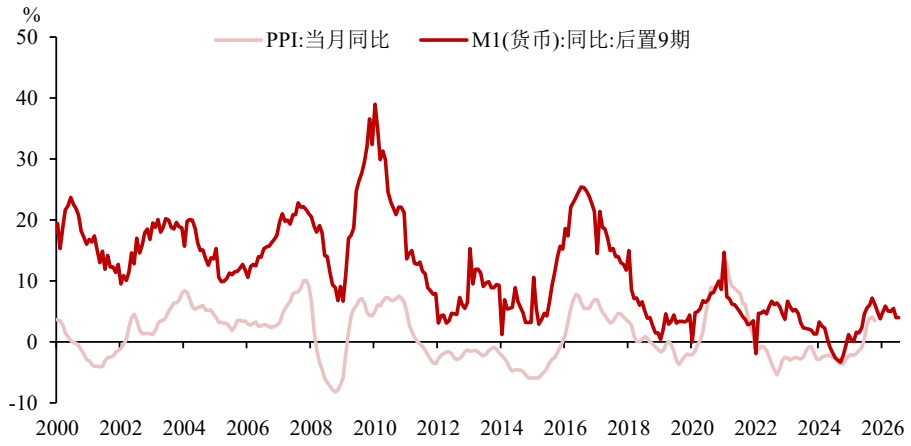
下载日志已记录，仅供内部参考

4 远月预测：破译商品传导的“跨期映射”

近月拟合固然解决了数据的时滞痛点，但大类资产定价往往需要更为前瞻的视野。在直接构建远期量化模型前，如果仅需判断物价的大趋势，**M1 同比是一个效果较好的领先指标。从长时间序列来看，M1 同比稳定领先 PPI 同比约 9 个月。**其传导逻辑十分清晰：M1 上升意味着资金活化程度提高，企业获得资金后扩大生产与采购，进而推高工业品出厂价格。基于此，自 2025 年 10 月以来进入下行趋势的 M1 同比，同样预示着 PPI 同比或将从 2026 年 7 月起进入下行通道。

不过，尽管 M1 有效，但考虑到其统计口径近期的调整以及历史上的阶段性背离，我们仍需立足于实体经济，从大宗商品价格出发构建量化预测逻辑。

图13：M1 同比领先 PPI 同比约 9 个月



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

大宗商品价格向中下游的传导并非一蹴而就，我们恰可利用这一天然的“时间差”，采取“两步走”策略构建映射模型。首先是搭建跨期传输链条——PPI 涵盖 40 个工业行业，其对总量读数的影响受行业权重与价格波动性的共同影响。我们以 2025 年各行业规上企业的营收占比近似作为权重，结合 2021 年以来的波动率发现，黑色、化学原料、有色、石油、煤炭五大行业是 PPI 同比的主要贡献者。

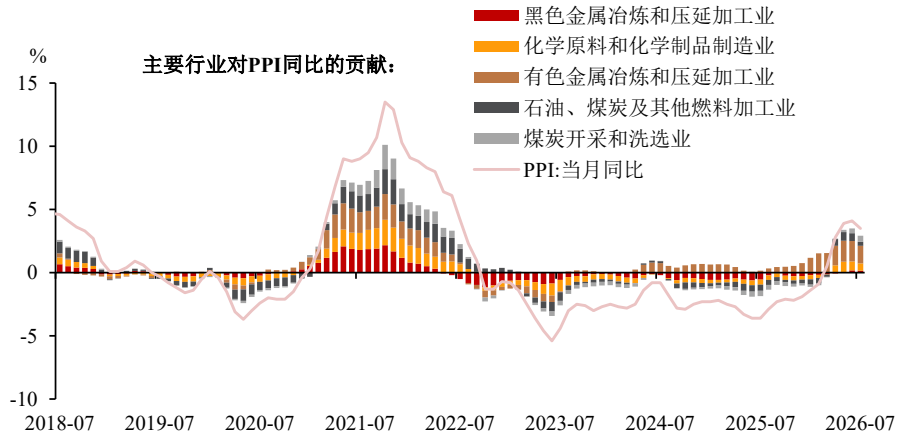
下载日志已记录，仅供内部参考

图14：权重大、波动强的行业对 PPI 影响更大

	40个行业	2025年权重	2021年至今同比波动率	权重×波动率
前10名	黑色金属冶炼和压延加工业	5.44	15.43	84.03
	化学原料和化学制品制造业	6.37	11.75	74.80
	有色金属冶炼和压延加工业	6.89	10.80	74.39
	石油、煤炭及其他燃料加工业	3.75	19.33	72.56
	煤炭开采和洗选业	1.84	29.06	53.42
	电力、热力生产和供应业	9.08	4.14	37.58
	电气机械和器材制造业	8.27	3.73	30.83
	石油和天然气开采业	0.81	28.33	22.92
	计算机、通信和其他电子设备制造业	12.26	1.76	21.62
	非金属矿物制品业	3.26	5.52	18.00
后10名	非金属矿采选业	0.24	3.54	0.87
	纺织服装、服饰业	0.78	0.90	0.70
	印刷和记录媒介复制业	0.45	1.38	0.62
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.52	1.12	0.58
	金属制品、机械和设备修理业	0.20	1.76	0.35
	家具制造业	0.43	0.78	0.34
	烟草制品业	1.00	0.32	0.32
	开采专业及辅助性活动	0.18	1.50	0.27
	水的生产和供应业	0.35	0.53	0.19
	其他制造业	0.15	1.19	0.18

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图15：黑色、化学原料、有色、石油、煤炭等行业是 PPI 同比的主要贡献者

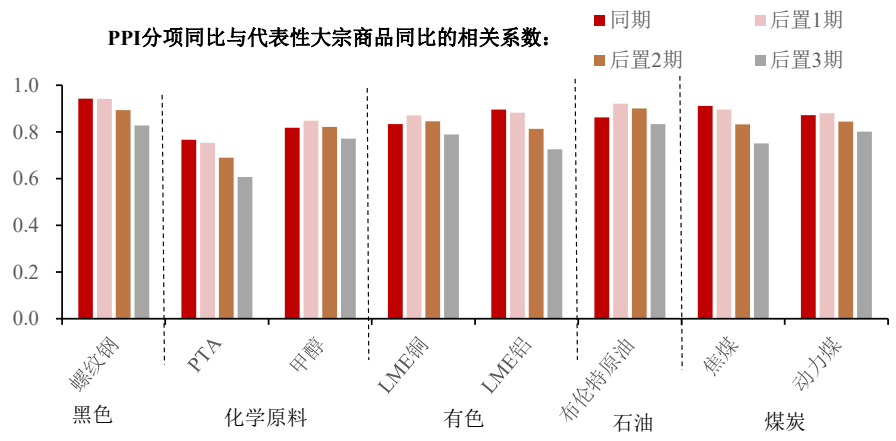


资料来源：iFind，国联民生证券研究所

我们将这五大行业代表性品种的价格同比滞后 1 至 3 期后进行测试，发现诸如甲醇、LME 铜等品种在滞后 2 期时与 PPI 的相关性甚至超越了当期，**进一步印证了传导的滞后特征。**通过 36 个月滚动窗口外推与连续性约束，模型最终筛选出包含 12 个自变量的最佳预测模型（涵盖当期及滞后 1 期的螺纹钢、滞后 1-3 期的 LME 铝等）。

下载日志已记录，仅供内部参考

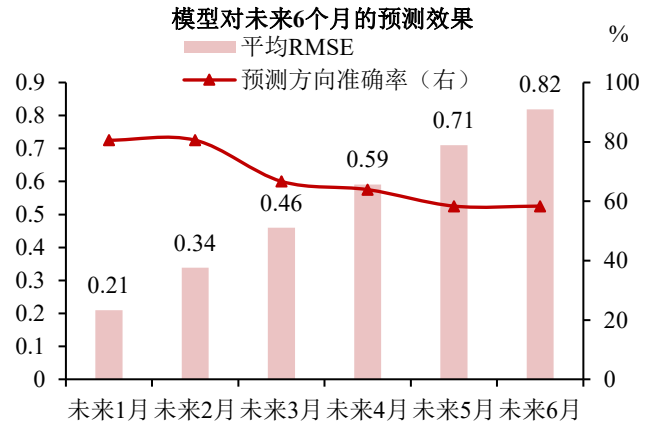
图16：多种大宗商品对 PPI 同比有滞后影响



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

其次是注入前瞻价格预期。回测结果显示，虽然模型的平均均方根误差（RMSE）随预测月份的推远而自然上升，但该模型对未来 1-2 个月的 PPI 方向预测准确率仍稳定在 80%以上。我们借助活跃期货市场的价格发现功能，将螺纹钢、LME 铝等远月期货合约价格转化为隐含价格变动代入模型（缺乏活跃合约的动力煤则以近 3 月价格环比均值替代），从而完成从历史传导规律向未来趋势前瞻的跨越。

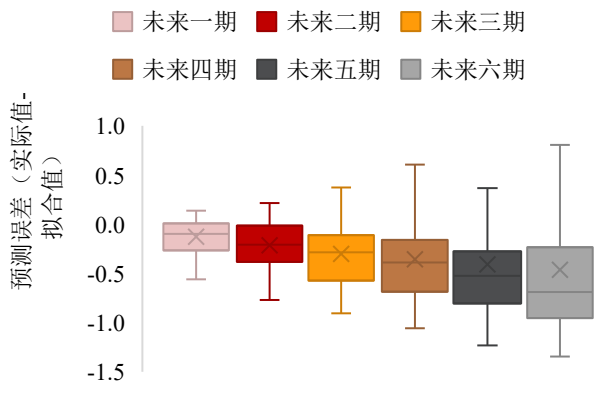
图17：模型对未来 1-2 月的方向预测准确率较高



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

注：方向指 T+1 月的 PPI 同比相比 T 月的 PPI 同比是上升、持平或下降。

图18：预测误差随预测月份拉远而放大



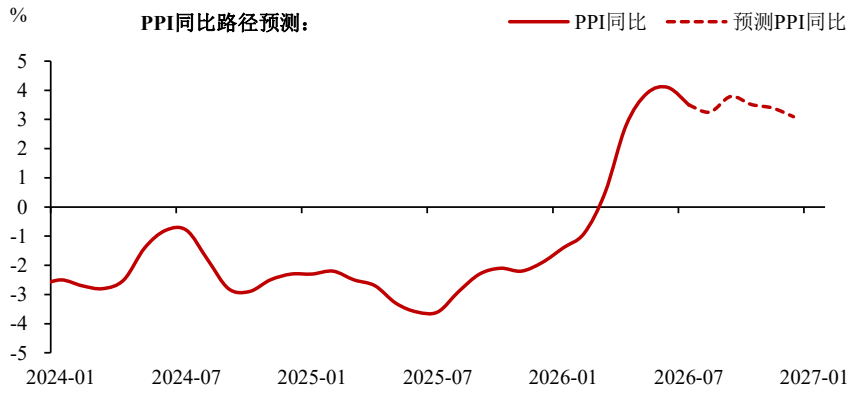
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5 未来路径：峰值已过，静待金秋余波

站在当前时点，我们将上述测算的价格输入远月模型，最终得到了 2026 年 8 月至 2027 年 1 月的 PPI 同比预测值，分别为 3.2%、3.8%、3.5%、3.3%、3.0%和 2.6%。下半年 PPI 同比增速预计为 3.4%，全年 PPI 同比增速预计为 2.45%。**基于这一结果，我们为下半年 PPI 运行轨迹勾勒出“峰值已过、九月反弹、四季度回落”的三条核心主线：**

图19：PPI 同比路径预测：峰值已过、九月反弹、四季度回落



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

首先，6 月 PPI 同比 4.1%的读数大概率已探明年内高点。该年中峰值主要源于二季度地缘冲突催化的油价急涨，在中性预期下，此类量级的单边供给冲击难以复现，7 月同比回落至 3.5%也初步印证了物价中枢有所下移的态势。

其次，9 月或将迎来年内 PPI 同比的阶段性“小高峰”。这并非通胀周期的全面反转，而是三重力量的短期交汇：一是 7 月中旬以来地缘冲突反复带来的油价反弹，其滞后效应将在 8 至 9 月集中释放；**二是** AI 产业链的高景气度正持续为上游有色金属提供结构性支撑，展现出较强价格韧性；**三是**基数效应方面，9 月尚存 0.4 个百分点的翘尾因素发挥托底作用。**这三重动力有望在季末形成共振，托举读数阶段性上行。**

最后，四季度起总量读数或将重新进入缓步回落轨道。10 月以后，翘尾因素对 PPI 同比的支撑将减弱，若后续未见超预期的内需强刺激政策或新的外部供给扰动接棒，PPI 同比读数将面临温和下行的现实压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

6 风险提示

1）模型预测存在样本外失效风险。本文近月与远月模型的训练与回测均基于历史数据，若经济环境发生样本外结构性变化（如地缘政治格局变动加剧、国内政策超预期调整等），模型预测精度将出现衰减。

2）滚动窗口的参数设定存在主观性。近月模型采用 24 个月滚动窗口进行变量筛选与参数估计，窗口长度的选择存在一定主观性，若价格传导节奏因外部冲击而显著变化，固定窗口可能无法及时响应，导致预测偏差。

3）远月模型存在基差风险。远月模型对部分品种未来价格的估计采用对应期货合约价格，若期货市场因流动性不足、极端情绪或交割制度变化而出现价格扭曲，期货价格隐含的预期可能与未来真实价格产生偏离，对预测结果造成扰动。

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： PPI 环比持续为正时期，股市表现亦不会差 3
图 2： 科创 50 走势与 AI 相关产业 PPI 增速愈发相近 3
图 3： 当前 PPI 同比主要由供给驱动 4
图 4： 输入性因素对 PPI 的贡献更大 4
图 5： 上游行业是本轮涨价的主要贡献者 5
图 6： 新产业成为输入性因素退潮后的重要接续 5
图 7： 生活资料的环比变化幅度较小 6
图 8： 生产资料是 PPI 同比的主要拉动 6
图 9： 部分生产资料的价格变化具有较强的共线性 7
图 10： 惩罚系数为 0.0313 时均方误差最小 8
图 11： 9 个生产资料板块内解释力最强的品种 8
图 12： 静态与动态筛选下 PPI 同比的拟合效果均较好 8
图 13： M1 同比领先 PPI 同比约 9 个月 9
图 14： 权重大、波动强的行业对 PPI 影响更大 10
图 15： 黑色、化学原料、有色、石油、煤炭等行业是 PPI 同比的主要贡献者 10
图 16： 多种大宗商品对 PPI 同比有滞后影响 11
图 17： 模型对未来 1-2 月的方向预测准确率较高 11
图 18： 预测误差随预测月份拉远而放大 11
图 19： PPI 同比路径预测：峰值已过、九月反弹、四季度回落 12



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室