

PPI 可能是中短线风格切换的“发令枪”

2025 年 09 月 06 日

PPI 是识别盈利修复的关键。我们在《ROE 拐点交易和红利陷阱》中强调，7 月指数上行突破，关键驱动是反内卷政策的启动，叠加大基建项目开工打开需求扩张的空间。国内外叙事转变下，投资者对“盈利周期见底企稳”的共识不断凝聚，点燃市场情绪。而下周，这一叙事将迎来一场“短期小考”——8 月 PPI 数据即将出炉。下周 PPI 数据的表现至关重要，或将直接决定未来 1-2 个月内市场风格能否迎来切换。

■ PPI 数据的重要性体现在两个方面：

一是，本轮市场交易的核心逻辑围绕内部价格拐点展开，而 PPI 恰恰是识别 ROE 与盈利弹性的核心指标。我国经济体以工业企业为主导，形成了上游至下游的价格传导机制，历史上看全 A 营收同比、净利率均与 PPI 同比高度相关，PPI 拐点一般领先 A 股盈利拐点约 3 个月。因此 PPI 触底回升的逻辑一旦成立，将带动显著的利润弹性释放。

二是，当前市场对于 ROE 回升逻辑的认知仍存分歧。“反内卷”政策落地时，部分投资者担忧政策效果难以验证。但事实上，当前市场仍处于“PPI 拐点→ROE 上行”间的拐点交易阶段，中短期无法证伪、具备想象空间。回溯 2016 年供给侧改革时期，PPI 同比在 2 月触底、9 月回正，历时约三个季度，ROE 拐点亦于 9 月同步得到确认。当前我们正处于 2016 年初相似的阶段：ROE 回升的确认尚需时日，但短期内倘若 PPI 能出现环比回升，叠加当前市场整体向上的态势，则大概率会强化 ROE 触底的市场叙事。

■ PPI 出台可能是顺周期风格切换的“发令枪”

若 8 月 PPI 出现环比改善，则通胀正相关品种应当高看一眼。许多投资者对于“反内卷”，倾向去做“胜率交易”，即等待价格反弹信号明确出现才行动，但我们认为当下理应更加聚焦“赔率交易”：

- 1、从流动性角度出发，市场成交额已经回升至 2 万亿以上，流动性充裕。
- 2、交易结构上看，前期指数上行、科技板块大幅领涨，各板块涨跌幅分化加大，8 月杠杆资金流入电子及 TMT 板块的比例分别达到 29%、48%，交易集中度显著提升。本周科技高位方向波动率明显放大，科技主线超涨后短期对于边际利好或趋于钝化。
- 3、“慢牛”思维下，单一板块“一支独秀”较难持续，“多点开花”的格局正在酝酿。极致的结构分化亟需新的板块承接资金、完成修复接力——前期顺周期方向滞涨，估值仍处于偏底部，例如电力设备、食品饮料 8 月末市盈率仍处于过去 5 年 23%、62% 的历史分位。若此阶段 PPI 能释放积极信号形成催化，夯实短期难以证伪的 ROE 拐点逻辑，那么从赔率角度考量，顺周期无疑是更易凝聚资金合力的配置方向，本周电池、光伏等顺周期细分方向已出现部分投资者“抢跑”迹象。

此外，从资金层面看，若 PPI 迎来拐点，外资有望加速回流，进一步强化中短期的顺周期风格。外资对于基本面、盈利的实质性拐点更为关注。历史上看 PPI 回升阶段通常伴随外资的加大流入，例如 19 年 10 月-20 年 1 月，北向资金月均净流入额达 510 亿元，远高于此前一年的月均值 199 亿元。若本轮 PPI 迎来拐点，外资有望加速进场，且配置方向大概率聚焦其传统偏好标的（如白酒、新能源等），而对于光模块等我国相对优势/稀缺性不甚明显的科技高位细分，预计不会盲目追涨。

■ 下周交易情形展望及板块配置建议

总结而言，下周三 PPI 数据的表现至关重要，可能是中短期向顺周期风格切换的“发令枪”。当前市场“抢跑”迹象已有所显现，但这并不妨碍交易信号明确后行情的进一步展开，一旦高位板块启动调整，市场对低位相关板块的做多意愿往往会明显升温。后续具体的交易情形可能分为两种：若

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋琚逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《美联储降息之箭已在弦，全球钱往哪里跑？》

2025-09-05

《上半年，汇金买了哪些 ETF？——资金流向和中短线指标体系跟踪（十七）》

2025-09-02

PPI 不及预期，市场大概率维持震荡格局，建议关注泛科技中相对低位、具备“看涨期权”特性的机器人、AI 应用、智驾等，不过考虑到当前 ETF 交易占比提升带动板块联动性增强，若 AI 高位品种出现调整，则中下游板块也较难逆势有巨大涨幅。若 PPI 明显好于预期，则未来 1-2 个月有望切入顺周期价格品种主线，但中长期、直到明年上半年我们仍看好科技方向。

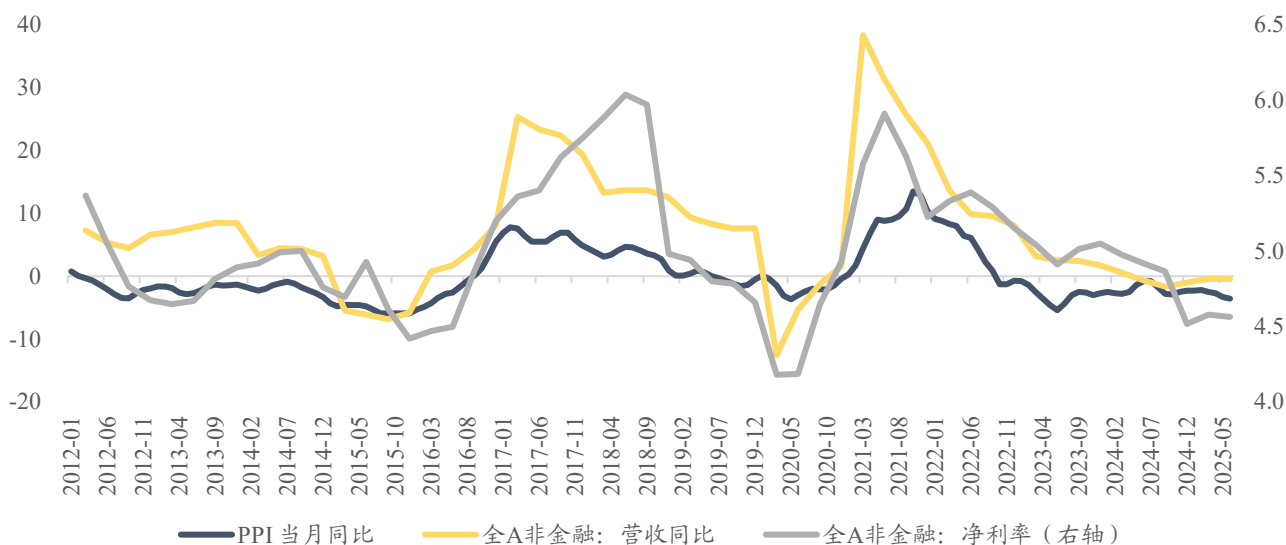
顺周期方向的具体配置品种上，建议关注：

1、 PPI 交易下的价格主线，如新能源、化工、有色、建材等，当前因市场对“反内卷”政策效果仍存分歧，板块预期尚未充分抬升，具备潜在空间。其中，有色、化工板块还可叠加降息叙事，整体交易逻辑清晰。

2、 PPI→CPI 传导方向，目前估值仍偏低，如白酒、餐饮、旅游等，亦有望成为大盘整理阶段的跑赢方向。

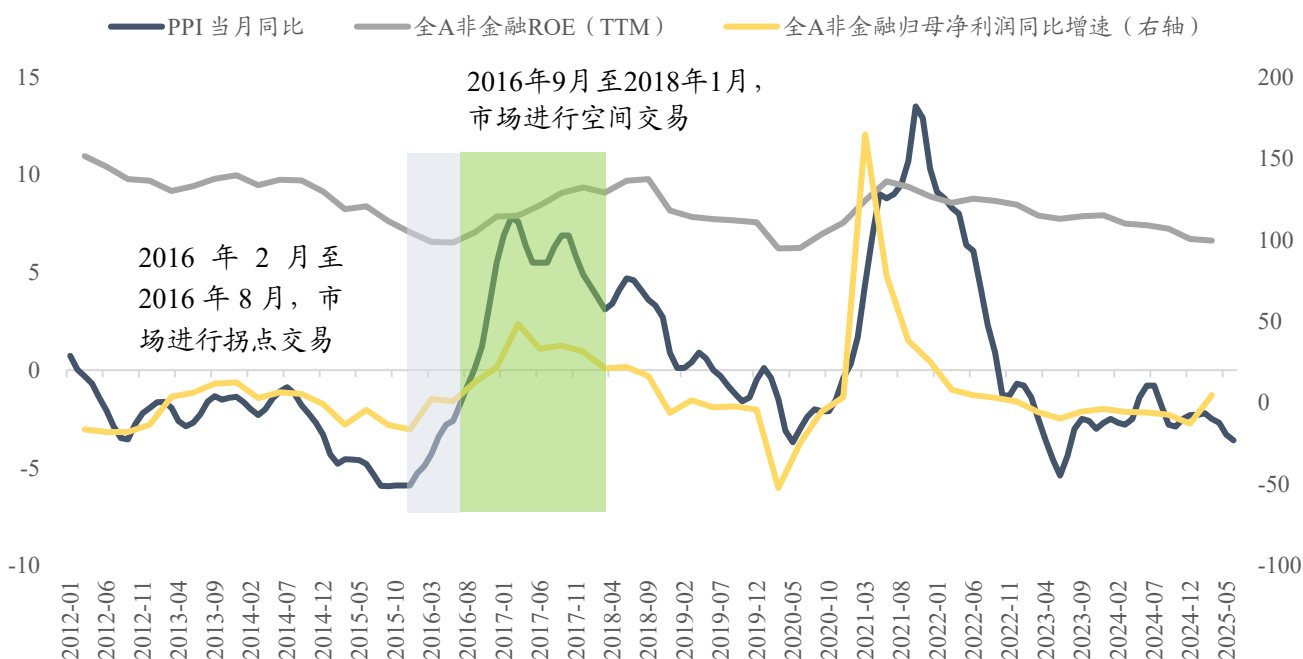
■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

图1：历史上看全A营收同比、净利率均与PPI同比高度相关（单位：%）



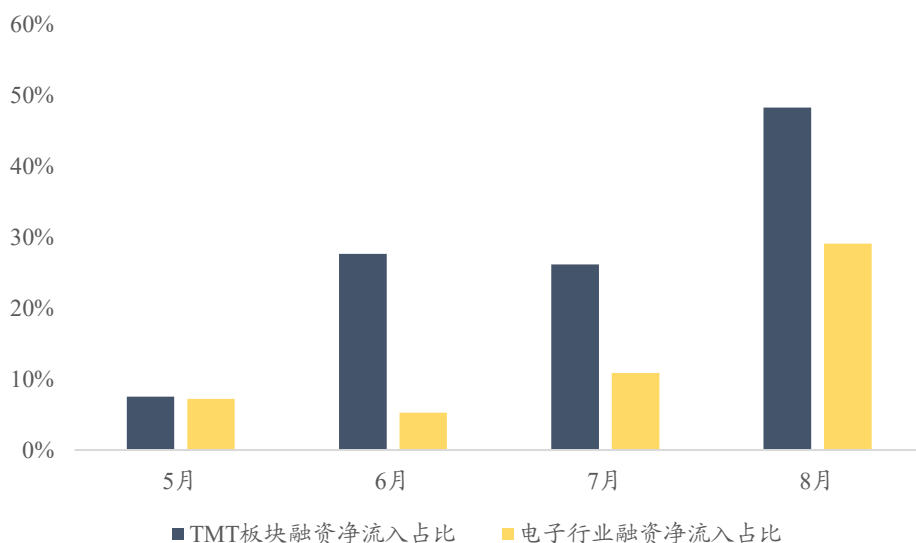
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：回溯 2016 年供给侧改革时期，PPI 同比在 2 月触底、9 月回正，ROE 拐点亦于 9 月同步得到确认（单位：%）



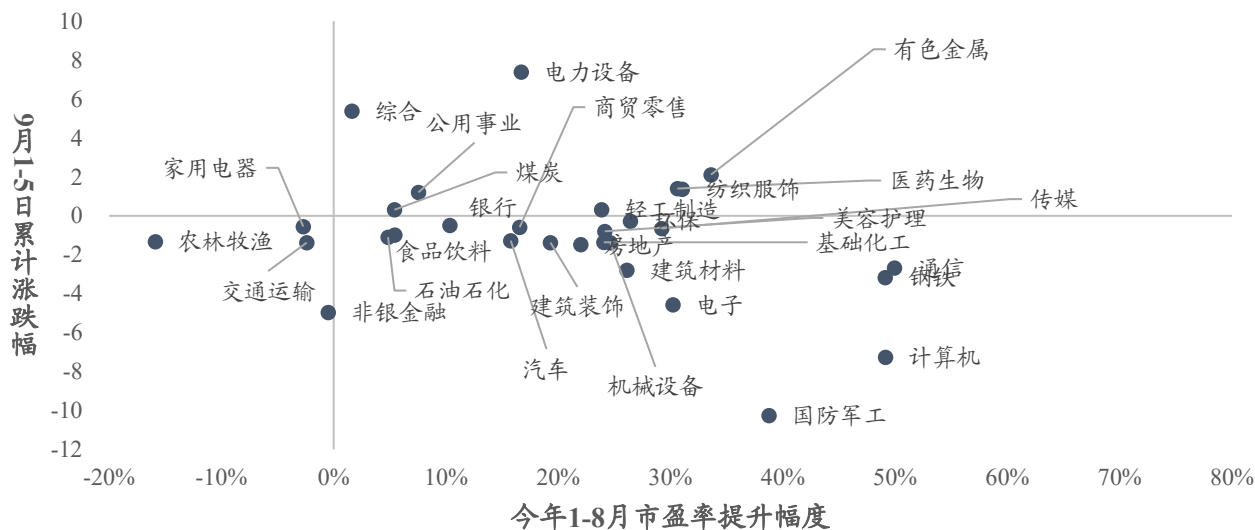
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 电子及 TMT 板块融资净流入占比 (单位: %)



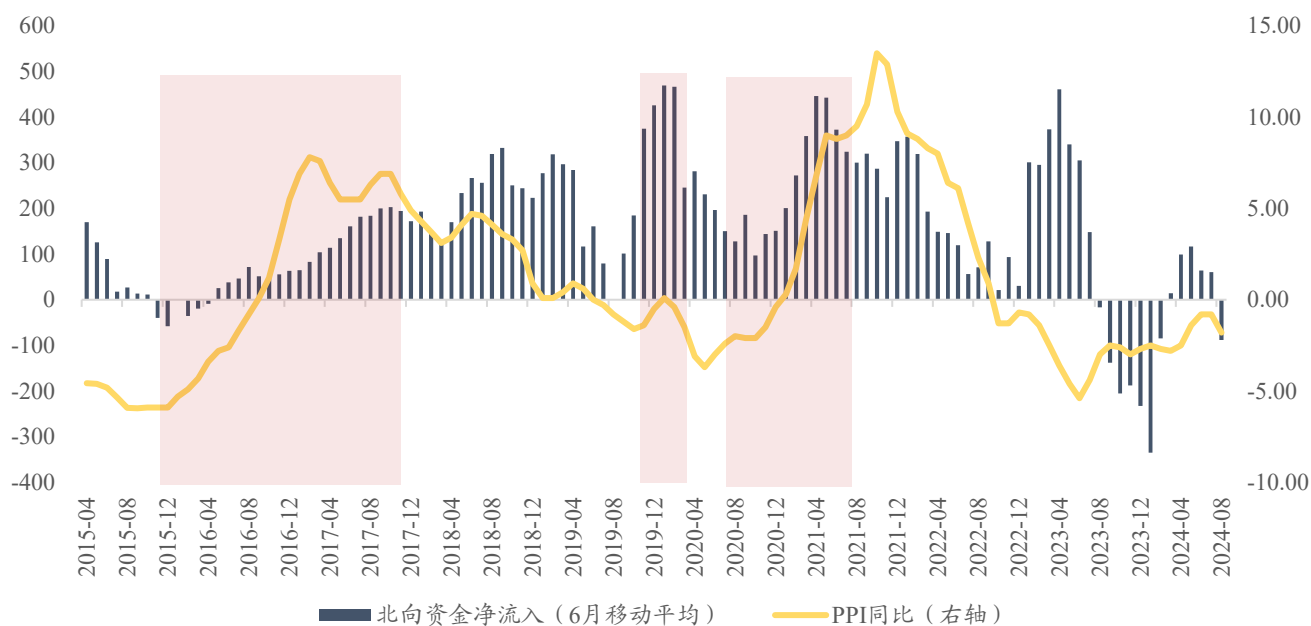
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 本周科技高位方向波动率明显放大, 顺周期细分方向已出现部分投资者“抢跑”迹象 (单位: %)



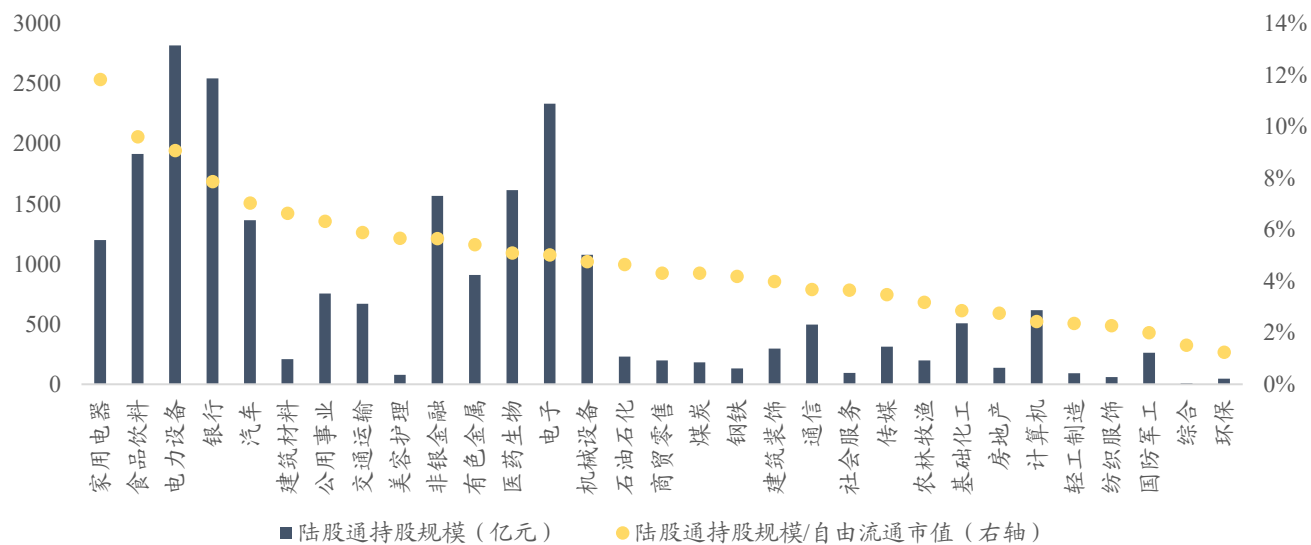
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 历史上看 PPI 回升阶段通常伴随外资的加大流入 (单位: 亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 外资持股的行业偏好 (单位: 亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 数据截至 2025 年中

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>