



PPI 转正需要什么样的价格水平

宏观经济报告
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

PPI 转正需要什么样的价格水平

如果 PPI 同比增速要转正，那么大宗商品价格相比当下还需要涨多少？

如果 PPI 要今年底转正，则 8-12 月 PPI 环比均值需要达到 0.43%，这与 2016 年供给侧改革时的 PPI 环比均值接近。

对应到大宗商品的价格上，则需要更大涨幅，相当于螺纹、无烟煤、铜、原油的价格比 7 月上涨 11%，分别达到 3580 元/吨、940 元/吨、88000 元/吨、79 美元/吨，PPI 同比才能在年底转正。

更现实的考虑是在明年二季度，在低基数的支持下，PPI 同比接近转正的时机有望出现。明年二季度，螺纹、无烟煤、铜、原油的价格只需要比今年 7 月涨 4% 左右就能带动 PPI 转正，对应的价格分别为 3340 元/吨、940 元/吨、81800 元/吨、74 美元/吨。

风险提示

关注后续国内价格相关政策对物价等因素的影响，关注后续价格持续负增长的影响。

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营。

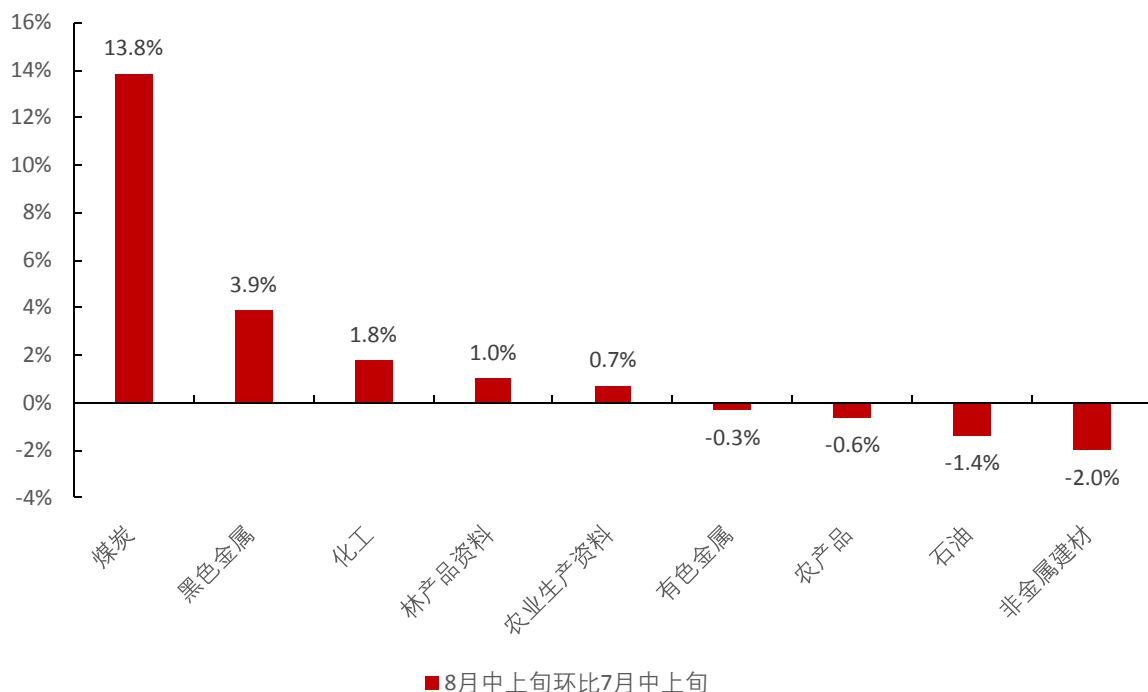
关注后续国内基本面变化，出口下滑压力加剧或造成整个行业景气度回落以及对价格的影响。。



7月以来大宗商品冲高后小幅回落，截至8月中上旬，煤炭、黑色金属环比7月中上旬上涨13.8%、3.9%，领涨主要大宗商品。由于去年基数偏低，8月PPI同比有望回升，但依然难以摆脱连续34个月的同比负增长。

如果PPI同比增速要转正，那么大宗商品价格相比当下还需要涨多少？

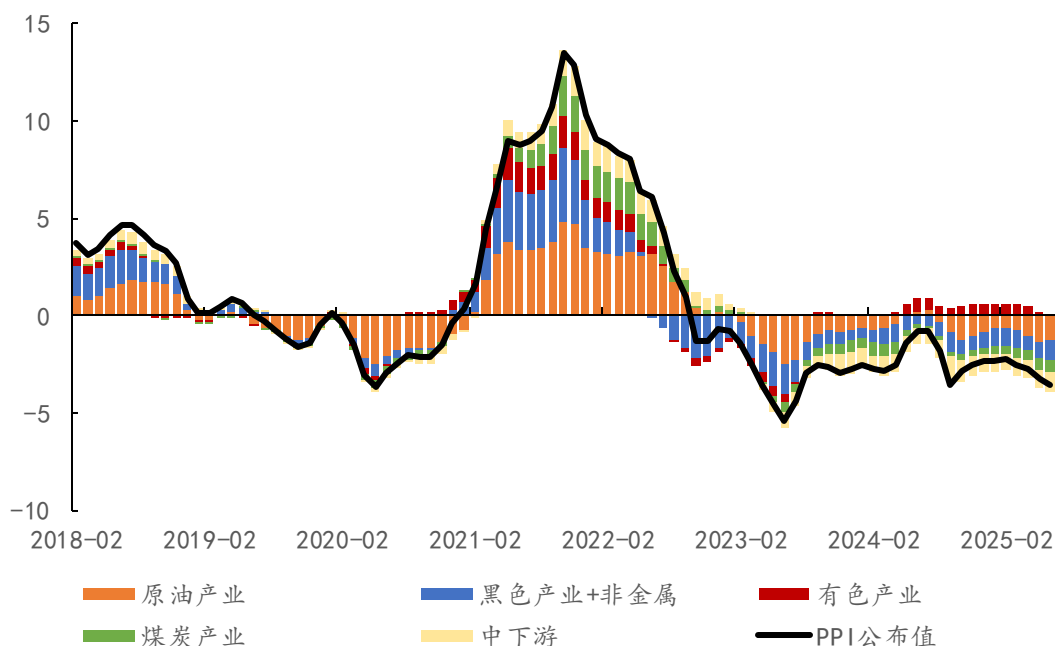
图表1：统计局口径下重点大宗商品价格变动



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

PPI的组成中，黑色、有色、原油、煤炭和其他商品的比重分别为13.6%、7.3%、16.7%、9.3%和53.2%。2025年1-7月，原油、黑色、煤炭、其他商品分别拖累PPI下行1、0.9、0.5、0.9个百分点，有色拉动PPI上行0.4个百分点。

图表2：PPI同比分项目（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

我们选取螺纹钢、无烟煤、铜、布伦特原油的现货价格作为黑色、煤炭、有色、原油PPI的代表性商品，相关系数分别达到81%、93%、75%、96%。



如果 PPI 要今年底转正，则 8-12 月 PPI 环比均值需要达到 0.43%，这与 2016 年供给侧改革时的 PPI 环比均值接近。对应到大宗商品的价格上，则需要更大涨幅，相当于螺纹、无烟煤、铜、原油的价格比 7 月上涨 11%，分别达到 3580 元/吨、940 元/吨、88000 元/吨、79 美元/吨，PPI 同比才能在年底转正。

特别是考虑到原油和铜是全球定价的大宗商品（PPI 权重为 24% 左右），受国内政策的影响较小，而原油价格 8 月以来持续走弱，这意味着螺纹、煤炭等国内定价的商品（权重为 23% 左右）需要更大的涨幅才可能推动 PPI 年末转正，比如如果原油、铜价持平，则螺纹、无烟煤价格需要比 7 月均价上涨 20% 左右。

从历史经验看，大宗商品数月内涨幅超过 10%，往往需要外部因素的驱动，且涨幅主要集中在部分大宗商品上。

比如 2021 年“运动式”节能减排驱动煤炭价格大幅上涨，2021 年 10 月无烟煤价格相比 4 月大幅上涨 198%，带动煤炭开采和洗选业 PPI 同比从 13% 大幅上行至 10 月的 103.7%。

再比如 2016 年-2017 年供给侧改革驱动黑色金属价格上涨，2016 年末螺纹钢、线材价格相比 2015 年末上涨 82%、91%，带动 2016 年末黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 同比上行 35%。

因此，更现实的考虑是在明年二季度，在低基数的支持下，PPI 同比接近转正的时机有望出现。明年二季度，螺纹、无烟煤、铜、原油的价格只需要比今年 7 月涨 4% 左右就能带动 PPI 转正，对应的价格分别为 3340 元/吨、940 元/吨、81800 元/吨、74 美元/吨。

但需要注意的是，过了明年二季度，低基数的支撑力度减弱，PPI 同比转正又需要更多条件。如果原油价格如果继续走低，则需要黑色、煤炭等商品价格更大幅度的上涨来推动 PPI 转正。

图表3：不同节点转正，大宗商品所需要的价格（单位：）

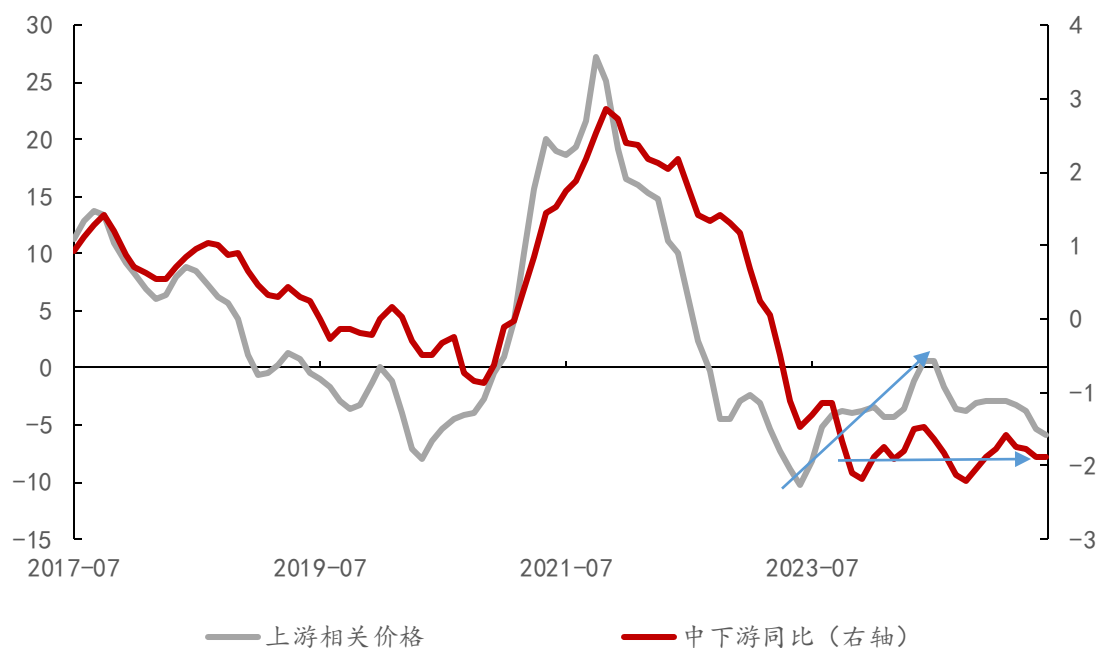
	螺纹	无烟煤	铜	原油	大宗商品 均价涨幅
7月均价	3213	844	78644	71	
2025年四季度	3580	940	87609	79	11%
2026年一季度	3519	924	86115	78	10%
2026年二季度	3342	877	81789	74	4%

来源：wind，国金证券研究所

最后，无论怎么讨论 PPI 转正的条件，都离不开需求，上述计算方法也是默认在上游价格能够顺利传导至下游的情况下，同样需要有下游需求侧的配合。如果疲弱的需求导致价格传导受阻，那么 PPI 同比转正需要上游价格更大幅度的上涨。比如 2023 年下半年-2024 年上半年，虽然上游 PPI 上涨，但中下游 PPI 一直在-2% 左右徘徊，这和地产下行带来的需求疲弱、价格传导不畅有关。



图表4：上游和中下游行业价格（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

关注后续国内价格相关政策对物价等因素的影响，关注后续价格持续负增长的影响。
全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营。
关注后续国内基本面变化，出口下滑压力加剧或造成整个行业景气度回落以及对价格的影响。



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：北京市东城区建国门内大街 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