

2026年5月8日

# PPI修复回升背景下的国内股指走势研究

——宏观专题报告

东海专题

宏观

分析师：

明道雨  
从业资格证号：F03092124  
投资咨询证号：Z0018827  
电话：021-68758120  
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

## 投资要点：

- 2026年3月，我国PPI同比上涨0.5%，结束连续41个月负增长，标志工业通缩周期终结，宏观经济步入温和复苏新阶段。本报告系统梳理本轮PPI回升的驱动逻辑、传导机制与历史规律，研判股指走势并给出投资策略。
- 2022年下半年起，受全球需求疲软、国内产能过剩等影响，PPI持续下行，工业企业盈利收缩，资本市场周期板块长期低迷，形成“需求弱—价格跌—盈利差”的负向循环。2025年7月成为修复拐点，环比率先转正并连续上涨，同比降幅逐月收窄，2026年3月正式转正，环比涨幅创48个月新高。本轮修复呈现四大特征：一是动能多元，由国际大宗商品、国内稳增长、新动能产业与供给侧治理共同驱动；二是行业分化显著，上游资源领跑、中游材料跟进、下游消费滞后，新动能行业独立高景气；三是与CPI弱联动，生产端回暖、终端消费温和，通胀压力有限；四是节奏阶梯化，呈“环比转正—降幅收窄—同比转正”的温和复苏路径。
- PPI通过盈利、流动性、风险偏好、行业轮动四大路径传导至股指。盈利端，上游行业直接受益、盈利弹性最大，中游先压后升、逐步改善，下游受制于终端需求偏弱而承压；流动性端，温和回升背景下货币政策维持宽松，利好估值修复；风险偏好端，经济复苏信号提振市场信心，吸引增量资金入场；行业轮动端，呈现“成长先行—周期接力—消费与稳定收尾”的清晰节奏。
- 复盘国内五轮PPI回升周期，股指走势呈现三阶段规律：第一阶段（环比见底至同比见底），估值修复，成长股占优，TMT、电力设备等板块领涨；第二阶段（同比见底至转正），盈利与估值共振，市场均衡上涨，成长、周期、消费全面开花；第三阶段（同比转正至见顶），高位震荡，前期成长和周期风格占优中后期稳定风格占优，资金转向低估值防御板块。当前市场已进入第二阶段后期、第三阶段初期，成长和周期板块配置价值凸显。
- 2026年二至三季度PPI有望稳步冲高至2%—3%，企业盈利持续改善，货币政策保持友好、流动性较为充裕，A股与港股大概率结构性上行。投资上建议采用“周期+成长+防御”均衡配置：核心层聚焦油气、煤炭、有色等高弹性周期板块；成长层布局算力、储能、电子材料、半导体芯片等高景气赛道；防御层配置银行、公用事业等稳定收益板块，把握PPI修复带来的盈利修复行情。

**风险提示：**需警惕大宗商品价格回落、内需复苏不及预期、通胀超预期上行及外部流动性收紧等风险，密切跟踪PPI持续性、盈利兑现度与政策导向变化。

## 1. 研究背景

价格周期是宏观经济运行的核心维度，工业生产者出厂价格指数（PPI）直接反映生产资料与工业品出厂价格的变动趋势，是观测工业景气、企业盈利与宏观复苏强度的关键指标。自 2022 年下半年起，受全球需求走弱、国内产能过剩、行业竞争加剧等多重因素影响，中国 PPI 进入持续下行区间，同比连续 41 个月为负，工业企业面临通缩压力、营收下滑、盈利收缩的困境，资本市场风险偏好持续偏弱，周期板块长期跑输成长与消费板块。

长达三年多的工业通缩对宏观经济与资本市场产生深远抑制作用：其一，企业营收与利润持续恶化，资产负债表修复缓慢，制造业投资意愿低迷；其二，居民收入与就业预期偏弱，消费复苏乏力，形成“需求弱—价格跌—盈利差—投资低—需求更弱”的负向循环；其三，资本市场风格高度集中于成长与主题赛道，周期、金融、价值板块持续被资金低配，市场结构失衡，波动加大。

进入 2025 年下半年，国内外宏观环境发生系统性转变：国际原油、有色金属、煤炭等大宗商品价格触底反弹；国内稳增长政策持续加码，基建、制造业投资保持较快增速，产业链逐步企稳；人工智能、新能源、高端装备等新动能产业快速扩张，带动上游原材料与中间品需求改善；叠加产能治理、统一大市场建设、行业竞争秩序优化等政策推进，工业品供需格局持续优化。2025 年 7 月至 2026 年 3 月，PPI 环比持续上涨，同比降幅逐月收窄，最终在 2026 年 3 月实现同比上涨 0.5%、环比上涨 1.0%，正式进入回升通道。

PPI 由负转正具有标志性意义：其一，意味着工业通缩周期结束，企业盈利预期迎来根本性改善；其二，反映国内经济从需求偏弱走向复苏回暖，宏观经济韧性增强；其三，改变资本市场行业轮动逻辑与估值定价体系，周期与价值板块重新具备配置价值。股指作为宏观经济的“晴雨表”，与 PPI 存在高度联动性，但本轮 PPI 回升在驱动结构、行业分布、政策环境与历史多轮周期存在显著差异，传统分析框架难以完全适用。在此背景下，系统研究 PPI 修复回升如何传导至股指、不同阶段股指如何表现、哪些行业持续受益，成为当前资本市场最核心的命题之一。

## 2. 国内 PPI 修复回升的现状、驱动因素与特征分析

### 2.1. PPI 修复回升的现状

#### 2.1.1. 整体走势：从持续通缩到正式转正

2025 年 7 月成为本轮 PPI 修复的拐点。在此之前，PPI 同比持续深度为负，企业被动去库、价格战频发、营收利润双弱，工业经济处于通缩底部徘徊状态。2025 年 7 月后，环比率先企稳转正并连续上涨，同比降幅逐月收窄，价格修复趋势逐步确立：

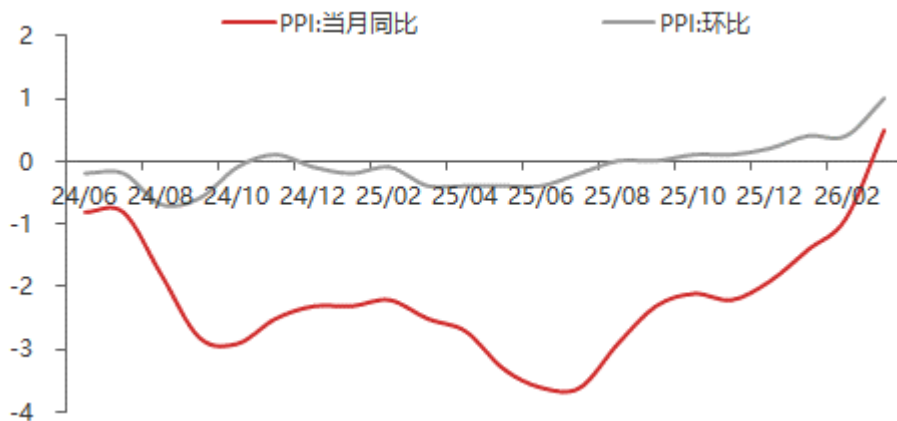
2025 年 7—12 月：PPI 环比持稳并逐步转正，同比从-3.6%收窄至-1.9%，通缩压力显著缓解；

2026 年 1—2 月：环比继续上升，均保持在 0.4%以上，同比分别为-1.4%、-0.9%，快速接近转正临界点，市场对价格转正的预期持续升温；

2026 年 3 月：同比+0.5%，环比+1.0%，结束 41 个月同比负增，环比涨幅创 48 个月新高，价格修复进入加速期。

这一走势清晰表明：PPI 已从被动去库、价格下跌的通缩阶段，转向主动补库、价格回升的复苏阶段，工业经济景气度进入上行通道。从价格驱动结构看，生产资料价格回升是核心拉动项，2026 年 3 月生产资料价格同比上涨 1.0%，涨幅较上月扩大 1.7 个百分点，其中采掘工业、原材料工业涨幅居前；生活资料价格同比-1.3%，终端消费价格保持稳定、略有改善，呈现出“生产端恒强、消费端弱稳”的结构特征。

图1 2025.7—2026.3 PPI 同比与环比走势折线图



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

#### 2.1.2. 结构特征：行业分化显著，上游领跑、中游跟进、下游滞后

本轮 PPI 修复呈现明显的上中下游分层特征，不同行业价格修复力度差异极大，形成“上游领跑、中游跟进、下游滞后”的格局：

1. 上游资源行业：修复力度最强，是 PPI 转正的核心拉动项。石油和天然气开采、有色金属矿采选等行业价格大幅上涨。2026 年 3 月，石油和天然气开采业价格环比上涨 15.8%，同比上涨 5.2%；有色金属矿采选业同比上涨 36.4%，上游资源品价格进入快速上行通道。

2. 中游材料行业：同步回暖，边际改善明显。钢铁、化工、化纤、有色加工等行业价格企稳回升，受下游开工复苏与成本传导带动，盈利空间逐步修复。2026 年 3 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.3%、连续三个月环比正增长，化学原料和化学制品制造业价格环比上涨 3.6%、加速上升，有色金属冶炼和压延加工业价格环比 1.0%、近两年延续环比增长趋势，中游制造环节价格修复趋势确立。

3. 下游消费行业：传导滞后，价格涨幅有限。农副食品加工、纺织服装、汽车制造、家用电器等终端行业价格涨幅温和，成本传导不畅，盈利改善不明显。2026 年 3 月，下游生活资料行业价格同比-1.3%，其中耐用消费品价格同比下降 1.0%、一般日用品同比-1.4%，终端消费需求尚未完全复苏。

4. 新动能行业：独立景气，量价齐升。光伏设备、电子专用材料、光纤、储能设备、外存储设备等行业受产业高景气支撑，价格与产量同步提升，形成独立驱动。2026 年 3 月，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格分别上涨 5.2%和 2.5%，光纤制造价格上涨 76.1%，外存储设备及部件价格上涨 21.1%，电子专用材料制造价格上涨 18.7%，新动能产业成为价格修复的新亮点。

行业分化的本质是：本轮修复由成本推动与产业需求双轮驱动，而非终端消费全面复苏。上游资源品受国际大宗商品输入性影响显著，价格弹性最大；中游制造业跟随上游成本与下游需求逐步修复；下游消费行业受制于终端需求偏弱，价格传导滞后；新动能行业则依托产业高景气实现独立复苏，形成差异化的价格运行逻辑。

### 2.1.3.历史对比：五轮 PPI 回升周期的差异

中国过去 20 年共经历五轮完整 PPI 回升周期：2002—2004 年、2009—2010 年、2015—2017 年、2020—2021 年、2025 年 7 月至今。通过对比启动动力、修复速度、行业结构、CPI 联动性等核心维度，可见本轮 PPI 修复的独特性：

1. 驱动更多元：过往多为单一驱动（如 2009 年四万亿投资、2020 年全球流动性宽松），本轮是国际大宗商品+国内需求+新动能+政策治理四重驱动，动能结构更均衡，抗风险能力更强。

2. 修复速度偏缓但韧性更强：同比转正耗时约 8 个月，高于历史平均水平，避免快速过热，更接近“温和复苏”，持续性优于历史上快速冲高的周期。

3. 行业结构更优：传统周期与新动能共同拉动，而非单纯依赖基建地产链条，新动能产业贡献度显著提升，符合经济转型升级方向。

4. 与CPI弱联动：历史上PPI转正后CPI快速跟随上涨，本轮CPI温和上涨、核心CPI偏弱，呈现“生产热、消费温”格局，通胀压力较小。

5. 政策环境更友好：本轮修复伴随产能治理、统一大市场建设等供给侧改革，供需格局优化更彻底，价格回升基础更稳固。

## 2.2. PPI修复回升的核心驱动因素

### 2.2.1. 国际输入性因素：大宗商品上行带动

全球需求边际改善、地缘冲突持续、供给约束增强，推动原油、铜、铝、锡等大宗商品价格大幅上行，直接拉动国内上游行业价格。中国作为大宗商品进口大国，输入性通胀成为PPI修复的第一动力。

原油方面，2025年下半年以来，OPEC+持续减产、全球航空航运需求复苏以及中东地缘冲突爆发，推动国际油价从60美元/桶上涨至95美元/桶以上，涨幅超50%，直接传导至油气开采、炼油、化工产业链。

有色金属方面，全球新能源产业需求爆发、矿山供给扰动、库存处于历史低位，推动铜、铝、锂、钴等金属价格大幅上涨，LME铜价一度涨至14527美元/吨，持续创历史新高，带动国内矿选、冶炼、加工环节价格同步回升。

煤炭方面，国内冬季供暖需求、海外能源价格上涨、进口管控等因素，推动动力煤、焦煤价格企稳回升，支撑煤炭开采行业价格修复。

国际大宗商品价格上行通过“进口价格—生产资料价格—PPI”的路径快速传导，成为本轮PPI修复最直接、最强劲的外部动力。

### 2.2.2. 国内供需因素：政策显效与供需格局改善

需求端：稳增长政策落地见效，制造业投资、基建投资触底反弹，地产链缓慢企稳，带动用能、用钢、用料需求边际回升。2026年一季度，制造业投资同比增长4.1%，基建投资同比增长8.9%，房地产开发投资降幅收窄至-11.2%，工业企业开工率持续提升、工业生产持续维持快速增长，工业品需求逐步回暖。

供给端：产能治理、行业整顿、“反内卷”政策推进，部分过剩行业产能出清，无序价格战减少，供需格局从严重过剩走向再平衡。钢铁、化工、建材等传统过剩行业通过产能置换、环保限产、行业自律等方式优化供给，企业议价能力显著提升，价格企稳回升。

供需双向改善，使工业品价格具备持续回升基础，摆脱了过往“价格短暂反弹后快速回落”的困境。

### 2.2.3.产业驱动因素：新动能与绿色转型独立拉动

“人工智能+”战略深入推进，推动算力基础设施高速建设，带动服务器、光纤、存储设备、电子材料需求爆发；新能源、储能、光伏、风电等绿色产业持续高景气，拉动上游金属、化工新材料需求。这类需求不受传统周期约束，形成独立景气链，成为 PPI 修复的新支柱。

算力产业链：2026 年一季度，存储芯片、服务器等产品产量分别增长 22.8%、12.6%，光纤、电子占用材料产量放缓但需求驱动价格大幅上涨，带动相关行业价格大幅上涨。

绿色产业链：光伏新增装机量同比下降约 10%至 15%、增速放缓明显，但储能装机量同比大幅增长 148%，推动光伏设备、电池材料、生物质燃料加工等行业价格回升。

新动能产业的快速发展，不仅对冲了传统行业的下行压力，更成为 PPI 修复的新增量，提升了价格回升的质量与持续性。

### 2.2.4.政策因素：宏观与产业政策协同支撑

积极的财政政策加力提效，2026 年以来专项债和超长期特别国债加快发行使用，重大项目落地提速；货币政策保持合理宽松，降准、降息工具适时运用，流动性环境友好；全国统一大市场建设推进，破除地方保护与行业壁垒，改善价格形成机制；产能调控、安全生产、环保政策约束供给，支撑价格企稳。政策端为 PPI 修复提供了稳定的制度环境，形成“需求托底+供给优化”的政策组合拳。

## 2.3. 本轮 PPI 修复回升的核心特征

### 2.3.1.修复动能多元化

区别于历史上由基建、地产或全球流动性单一驱动周期，本轮 PPI 回升由外部输入、内需复苏、产业升级、政策托底共同推动，动能更均衡、持续性更强。国际大宗商品提供短期弹性，国内需求提供中期支撑，新动能提供长期增量，政策提供稳定环境，四重动能相互配合，形成“短期有弹性、中期有支撑、长期有空间”的修复格局。

### 2.3.2.行业分化极端化

上游资源→中游材料→下游消费的传导链条清晰但滞后，新动能行业独立走强，形成周期链复苏、成长链高景气、消费链弱复苏的三元结构。上游行业盈利弹性最大，中游行业边际改善，下游行业承压，新动能行业量价齐升，行业间盈利分化将推动资本市场出现显著的结构性情行。

### 2.3.3.PPI 与 CPI 弱联动

生产端价格快速修复，但终端需求偏弱，居民消费信心与收入预期尚未完全恢复，成本难以顺畅传导至终端，形成生产端通胀、消费端温和的组合。2026 年一季度，CPI 同比上

涨 0.9%，核心 CPI 同比上涨 1.2%，通胀较去年四季度继续回升，但整体温和。这种“弱联动”特征为货币政策保持宽松提供空间，避免了因通胀压力提前收紧流动性，对资本市场形成利好。

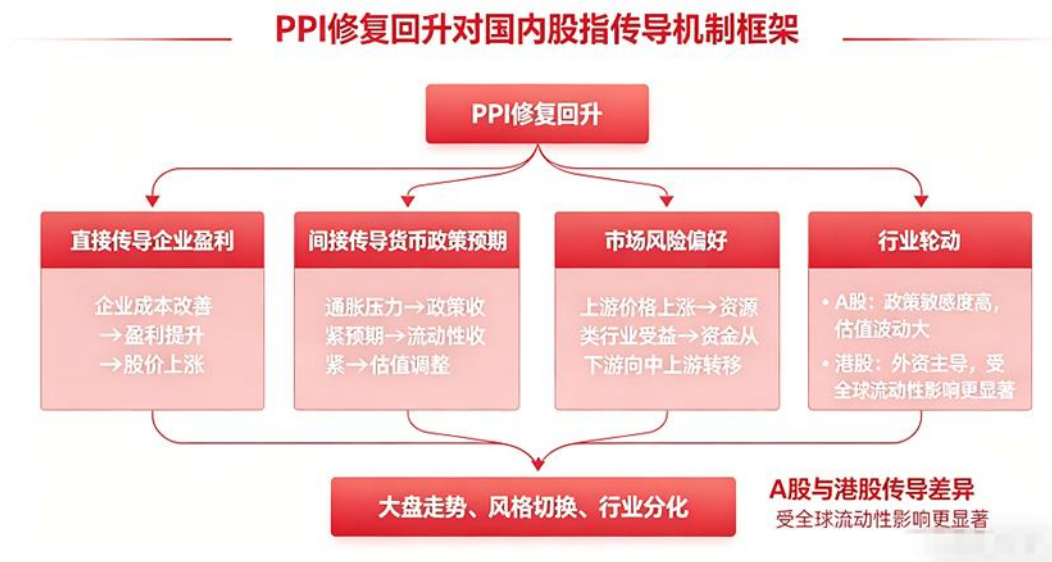
#### 2.3.4.修复节奏阶梯化

本轮 PPI 修复呈现“环比先转正→同比降幅收窄→同比正式转正→同比稳步冲高”的阶梯化节奏，而非快速冲高回落。2025 年 7 月环比见底，2025 年 12 月同比降幅收窄至-1.9%，2026 年 3 月同比转正，预计 2026 年二、三季度同比冲高至 2%—3%区间，修复节奏温和可控，符合“温和复苏”的政策导向。

### 3. PPI 修复回升影响国内股指走势的传导机制

PPI 并非直接影响股指，而是通过盈利、流动性、风险偏好、行业轮动四条核心路径传导，最终体现为大盘走势、风格切换与行业分化。这一传导机制具有明确的时滞性与结构性，不同阶段、不同行业的传导效果差异显著。

图2 PPI 修复回升影响国内股指走势的传导机制



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

#### 3.1. 直接传导机制：企业盈利渠道

PPI 是工业企业盈利的先行同步指标，价格回升直接改善营收、毛利率与利润水平，是驱动股指上涨的最核心动力。企业盈利的改善程度与传导节奏，决定了股指的上涨空间与结构特征。

##### 3.1.1. 上游行业：直接受益，盈利弹性最大

PPI 上行→大宗商品价格上涨→上游企业营收与毛利率大幅提升→盈利高速增长→股价上涨。油气、煤炭、有色、矿选等行业是 PPI 回升的第一受益链，盈利弹性远大于大盘。

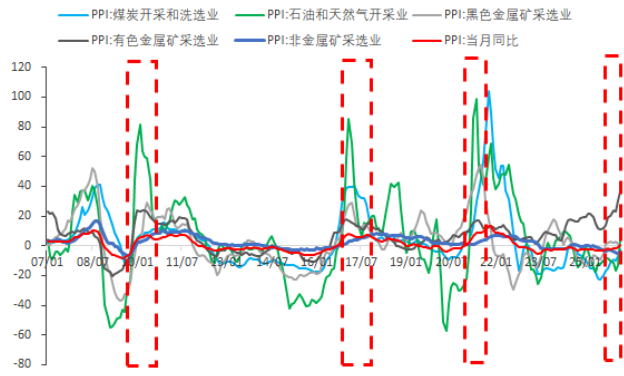
营收端：产品价格直接跟随 PPI 上涨，营收规模快速扩张；

成本端：原材料成本占比低，成本压力小；

盈利端：毛利率大幅提升，业绩增速往往达到 50%—400%，远超市场预期。

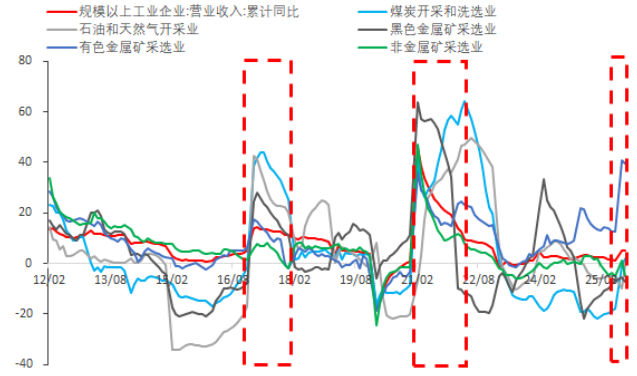
历史数据显示，PPI 同比转正后 3 个月内，上游资源行业指数涨幅超 10%，显著跑赢沪深 300 指数。

图3 上游行业 PPI 与整体 PPI



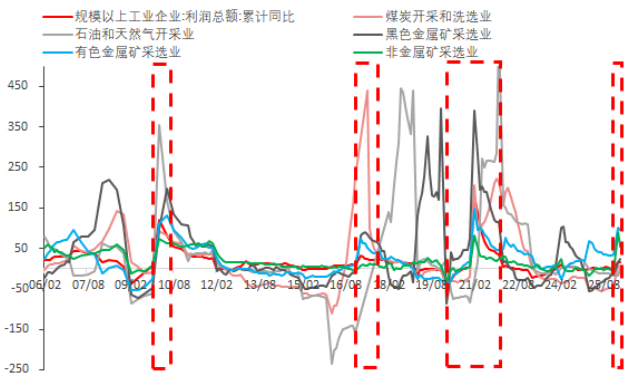
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图4 上游行业营业收入与总营业收入同比增速



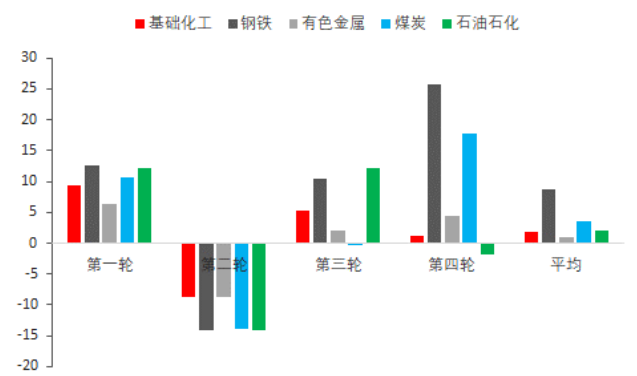
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图5 上游行业利润增速与工业企业利润增速



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图6 PPI 转正后 3 个月上游资源板块涨跌幅



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

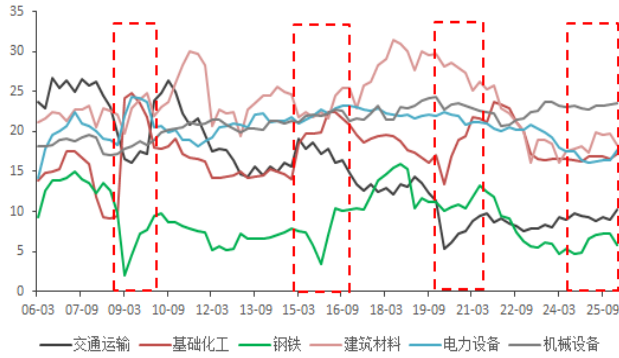
### 3.1.2.中游行业：先压后升，盈利逐步改善

中游制造业（钢铁、化工、建材、机械）的盈利传导遵循先抑后扬规律，分为三个阶段：

1. PPI 回升初期：原材料成本上涨快于产品涨价，毛利率受压，盈利偏弱，股价震荡调整；
2. PPI 回升中期：需求回暖，议价能力提升，成本顺利向下传导，毛利率修复，盈利转正，股价开始上涨；
3. PPI 回升后期：量价齐升，产能利用率提升，进入高盈利区间，股价加速上涨。

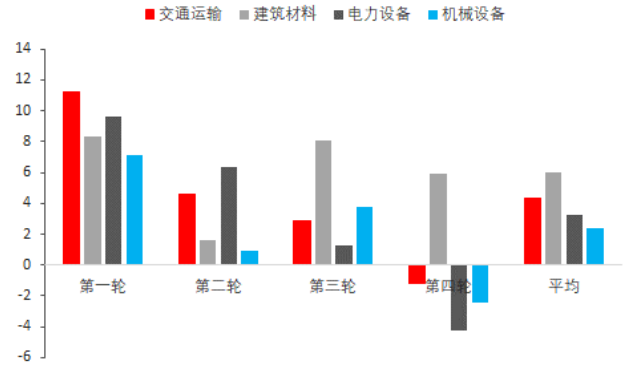
中游行业的盈利拐点滞后于上游 1—2 个季度，是 PPI 修复中期的核心受益板块。

图7 中游制造业毛利率先下降后上升



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图8 PPI 转正后 3 个月各中游制造业板块涨跌幅



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

### 3.1.3. 下游行业：承压为主，需求决定弹性

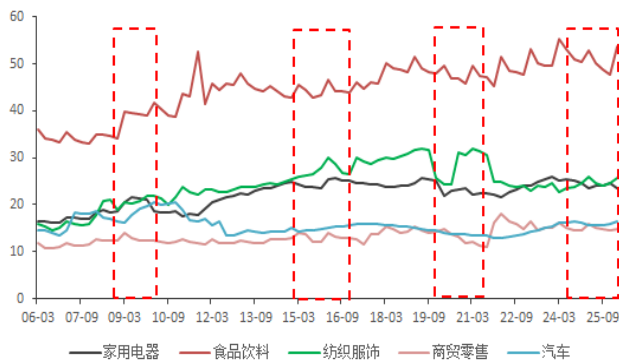
下游消费行业（食品、纺织、汽车、家电）的盈利表现完全取决于终端需求：

若终端需求弱：成本上涨无法转嫁，毛利率下滑，盈利承压，股价表现偏弱；第四轮由于疫情原因消费需求较弱，因此企业毛利和股价表现不佳，第五轮由于居民收入增速缺乏弹性、消费需求偏弱，因此消费行业股价表现不佳。

若终端需求强：量价齐升，盈利同步改善，股价跟随上涨；第一至第三轮由于消费需求较为强劲，因此股价涨幅表现较好。

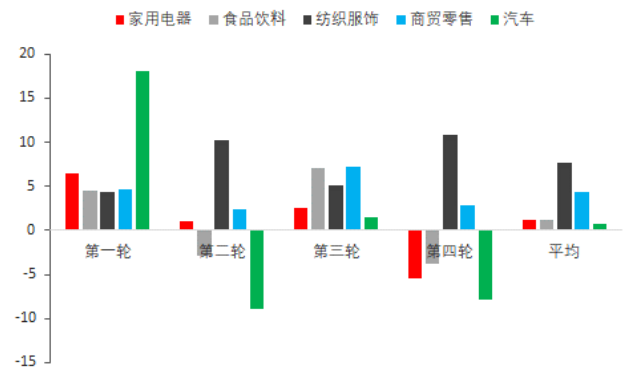
当前下游消费需求偏弱，因此下游行业在 PPI 回升初期表现偏弱，后期需关注居民收入增速以及随消费复苏情况，届时才会迎来修复机会，是 PPI 修复后期的受益板块。

图9 下游消费行业毛利率未见明显回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图10 PPI 转正后 3 个月各下游消费板块涨跌幅



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

## 3. 2. 间接传导机制

### 3.2.1. 货币政策渠道：预期主导估值

PPI 通过影响通胀预期与货币政策导向，间接作用于股指估值水平，核心逻辑分为两种情景：

温和回升情景：PPI 稳步上行，经济复苏、无通胀压力→货币政策维持宽松→流动性充裕→股指估值抬升；

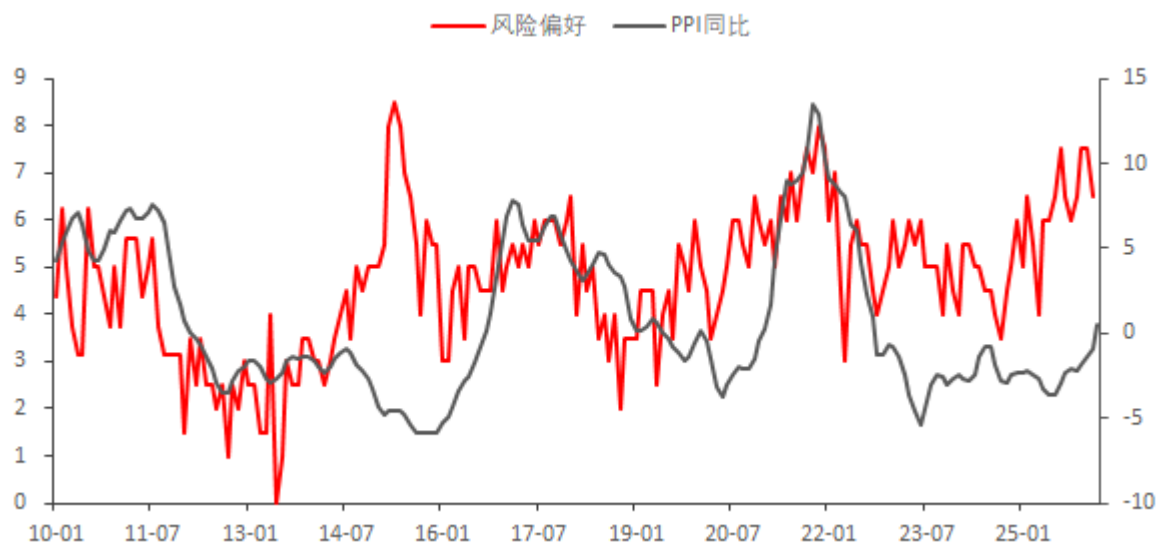
过快上行情景：PPI 大幅上涨，通胀预期升温→货币政策边际收紧→利率上行→估值受压，股指震荡调整。

本轮 PPI 为温和修复，CPI 保持低位，通胀压力极小，货币政策大概率维持宽松，对股指估值以正面支撑为主。

### 3.2.2.市场情绪渠道：风险偏好提升

PPI 由负转正是经济筑底回升的强烈信号，显著改善投资者对经济、企业盈利与市场的预期，吸引增量资金入场，推动大盘上行。历史上 PPI 同比转正前后，A 股风险偏好均出现阶段性抬升，成交量放大，场外资金加速入市，形成“预期改善—资金入场—股指上涨”的正向循环。目前由于 PPI 同比转正，国内风险偏好处于偏高水平并接近历史高位水平，未来风险偏好还有一定的上行空间和时间的持续性。

图11 PPI 同比与股市风险偏好折线图



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

### 3.2.3.行业轮动渠道：资金再配置

PPI 不同阶段对应不同行业占优，资金在周期、成长、消费、金融等板块间切换，直接决定股指结构与收益分布：

通缩末期/环比见底：成长、TMT 占优，资金偏好高弹性赛道；

同比见底/转正初期：均衡，成长+消费+周期轮动，市场全面回暖；

同比冲高阶段：周期、价值、金融占优，资金转向盈利确定性强的板块。

行业轮动的本质是盈利预期的再平衡，PPI 修复推动盈利结构变化，进而引导资金流向，形成清晰的轮动规律。

### 3.3. 市场传导差异：A 股 vs 港股

#### 3.3.1.A 股：内需主导，结构分化明显

A 股市场以内资定价为主，与国内 PPI、工业盈利高度正相关，成长与周期双主线并行，政策与流动性影响更强，风格切换更快。A 股行业结构更均衡，新动能赛道占比高，在 PPI 修复周期中呈现“成长先行、周期接力、消费稳定收尾”的结构特征，结构性机会多于整体性机会。

#### 3.3.2.港股：盈利敏感，弹性更大

港股市场上游周期股、工业股、金融股占比高，对 PPI 与盈利预期更敏感；同时受海外流动性影响，在国内经济复苏+美联储宽松的组合下，往往出现估值盈利双击，弹性高于 A 股。港股内资股占比持续提升，与国内宏观经济关联度增强，PPI 作为工业盈利领先指标，对港股盈利预期的影响愈发显著，上游周期板块率先受益，涨幅往往超过 A 股同类板块。但是当前美联储流动性收紧预期增强，港股在盈利支撑下面临着估值的压力，短中期周期股表现预计好于成长股。

## 4. PPI 回升背景下股指走势历史复盘与实证分析

### 4.1. 五轮 PPI 回升周期股指历史复盘

本文基于价格运行逻辑，将 PPI 回升划分为三个核心阶段，通过复盘历史上五轮完整周期，提炼股指走势、风格切换与行业轮动的共性规律：

阶段一：PPI 环比见底→同比见底（通缩末期，预期先行）

阶段二：PPI 同比见底→同比转正（复苏初期，盈利改善）

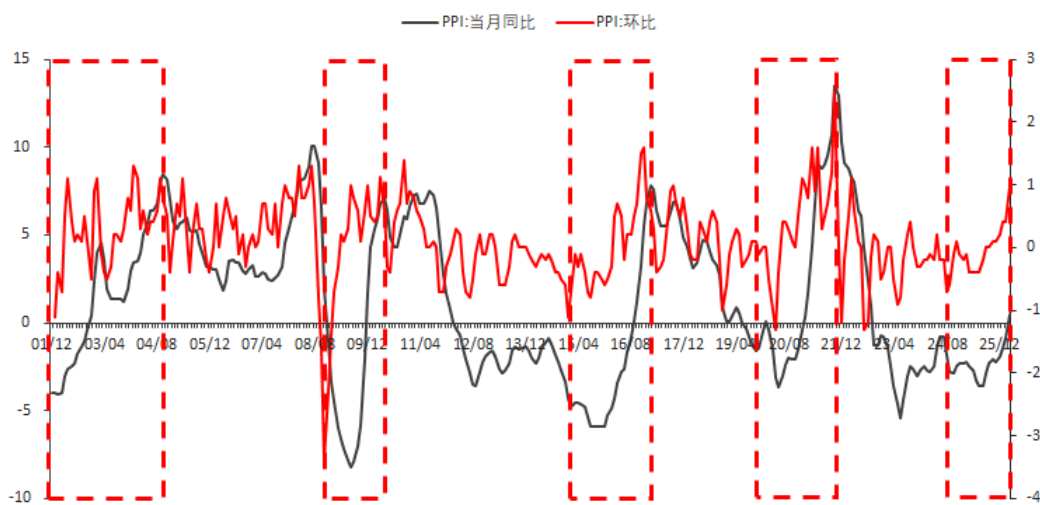
阶段三：PPI 同比转正→同比见顶（繁荣期，量价齐升）

图12 中国自 2022 年以来五轮 PPI 回升周期划分

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮
环比底		2008-11	2015-01	2019-11	2024-08
同比底	2002-02	2009-07	2015-09	2020-05	2025-07
同比转正	2002-12	2009-12	2016-09	2021-01	2026-03
同比顶	2003-03	2010-05	2017-02	2021-10	

资料来源：东海期货研究所整体

图13 2025.7—2026.3 PPI 同比与环比走势折线图



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图14 PPI 三阶段股指风格与行业轮动流程示意图

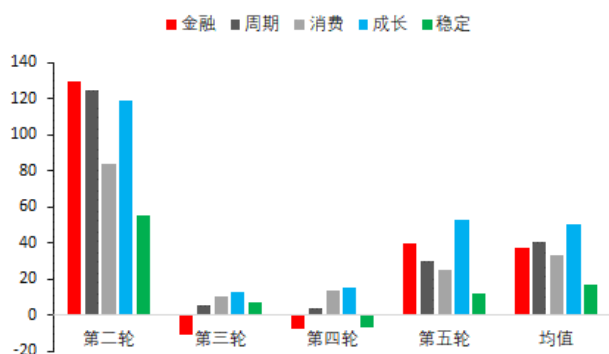


资料来源：东海期货研究所整理

#### 4.1.1.阶段一：估值先行，成长占优

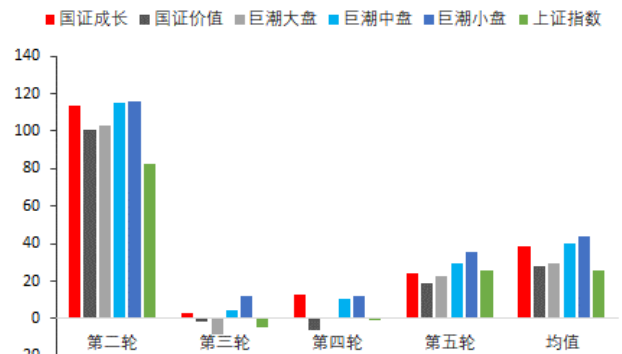
- 大盘表现：震荡上行，估值修复为主，指数涨幅中等，波动较小；
- 风格特征：中小盘优于大盘股、成长股表现强于价值和周期、消费和稳定风格垫底；
- 行业表现：计算机、通信、传媒、电子、国防军工、电力设备和机械设备等板块涨幅居前且表现优于整体；
- 核心逻辑：通缩缓解，流动性宽松，风险偏好提升，盈利尚未兑现，资金偏好高弹性成长赛道。本轮第五轮流动性宽松的环境下，上述行业表现较好，叠加 AI、先进制造、新能源等产业趋势催化，计算机、通信、电子等相关板块获得更高的增长溢价。

图15 五轮风格：成长风格表现最好



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图16 五轮风格：成长好于价值、中小盘好于大盘



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图17 计算机、通信、传媒、电子、国防军工、电力设备和机械设备等板块涨幅居前且表现优于整体

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	均值
通信	-10.6	煤炭 234.0	轻工制造 38.8	美容护理 42.9	计算机 69.4	有色金属 58.9
家用电器	-12.6	有色金属 209.3	纺织服饰 27.3	医药生物 24.9	综合 67.5	国防军工 57.4
钢铁	-12.7	汽车 165.7	社会服务 25.2	建筑材料 24.0	通信 64.3	综合 57.2
银行	-13.8	国防军工 165.0	交通运输 24.7	食品饮料 18.7	传媒 55.9	汽车 52.9
公用事业	-14.0	房地产 134.6	计算机 21.8	计算机 17.6	电子 50.9	社会服务 52.3
交通运输	-14.7	社会服务 134.2	传媒 21.2	电力设备 16.2	机械设备 49.6	计算机 52.1
食品饮料	-15.1	综合 131.5	综合 18.8	电子 15.5	商贸零售 48.0	煤炭 50.7
汽车	-16.5	非银金融 130.1	农林牧渔 17.1	传媒 12.5	国防军工 45.7	电子 49.0
非银金融	-16.7	银行 126.8	通信 17.0	社会服务 12.3	非银金融 44.0	轻工制造 44.7
医药生物	-16.8	电子 118.7	医药生物 16.3	农林牧渔 12.1	钢铁 40.8	通信 42.5
机械设备	-16.9	建筑材料 106.0	电力设备 13.5	商贸零售 11.0	汽车 39.1	建筑材料 41.6
纺织服饰	-17.7	纺织服饰 103.9	商贸零售 11.8	综合 10.9	社会服务 37.6	传媒 41.2
环保	-18.1	钢铁 103.3	环保 10.9	国防军工 8.6	环保 37.6	机械设备 40.7
轻工制造	-18.4	轻工制造 99.9	电子 10.9	机械设备 7.7	医药生物 37.0	纺织服饰 40.5
煤炭	-18.6	计算机 99.8	国防军工 10.3	通信 7.7	有色金属 35.5	商贸零售 39.5
计算机	-18.7	机械设备 98.1	公用事业 9.0	轻工制造 6.9	建筑材料 33.7	美容护理 39.2
建筑材料	-19.3	家用电器 95.2	建筑装饰 8.2	基础化工 6.4	轻工制造 33.2	房地产 39.0
房地产	-20.3	电力设备 87.6	机械设备 7.5	家用电器 6.4	基础化工 32.3	医药生物 38.4
建筑装饰	-20.7	商贸零售 87.4	食品饮料 7.1	有色金属 5.9	纺织服饰 31.8	银行 36.8
电子	-21.0	环保 86.7	基础化工 6.8	环保 2.5	银行 31.5	电力设备 36.8
传媒	-21.5	基础化工 84.5	汽车 4.9	汽车 2.0	电力设备 29.7	环保 34.4
有色金属	-22.1	通信 80.9	房地产 3.3	纺织服饰 -0.9	建筑装饰 27.0	非银金融 33.8
社会服务	-22.2	交通运输 75.9	建筑材料 2.5	建筑装饰 -2.1	美容护理 26.7	钢铁 33.6
石油石化	-22.3	石油石化 75.5	银行 -1.2	房地产 -4.2	农林牧渔 22.4	基础化工 32.5
商贸零售	-22.3	医药生物 75.4	美容护理 -2.7	公用事业 -5.5	房地产 22.2	农林牧渔 30.1
基础化工	-22.9	传媒 75.2	家用电器 -3.0	交通运输 -5.9	家用电器 20.0	家用电器 29.6
国防军工	-23.3	食品饮料 74.4	钢铁 -3.1	钢铁 -6.7	交通运输 12.0	交通运输 26.7
综合	-25.4	农林牧渔 68.6	石油石化 3.4	非银金融 -8.0	食品饮料 6.0	食品饮料 26.6
美容护理	-26.1	公用事业 59.0	有色金属 -14.9	银行 -9.7	石油石化 3.8	建筑装饰 21.6
电力设备	-27.6	建筑装饰 53.3	煤炭 -16.0	煤炭 -10.1	公用事业 2.3	公用事业 16.2
农林牧渔	-35.6	美容护理 90.0	非银金融 -30.7	石油石化 -14.6	煤炭 -4.9	石油石化 14.1

资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

### 4.1.2.阶段二：均衡上涨，全面开花

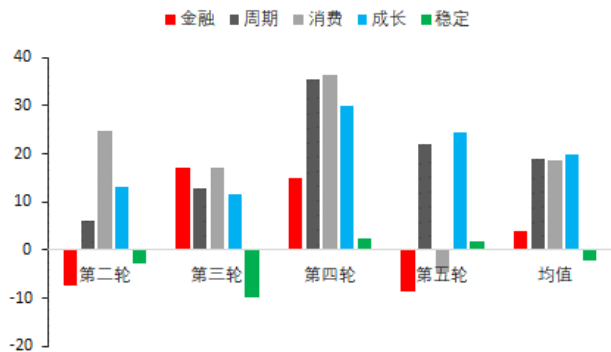
大盘表现：持续上行，盈利与估值共振，指数涨幅最大，市场赚钱效应强；

风格特征：市场风格更加均衡，成长、消费、周期均有不错的变现，表现较为均衡，大小盘风格也趋于平衡，金融和稳定等价值风格表现垫底。

行业表现：成长板块得益于流动性依旧宽松，产业政策支持下表现依旧较好且跑赢大盘，电子、通信、机械设备、电力设备等行业持续上涨；不过由于前一阶段成长股估值已完成一定程度的修复，这一阶段涨幅有所收窄。周期板块得益于商品价格企稳反弹，表现也较好且优于大盘，煤炭、黑色、有色、石油、化工等行业在该阶段表现优于大盘。消费板块得益于经济基本面弱复苏，居民消费意愿温和回升，消费刺激政策持续发力带动可选消费回升，食品饮料、家电、汽车等消费行业业绩迎来修复，因此也有较好的表现。

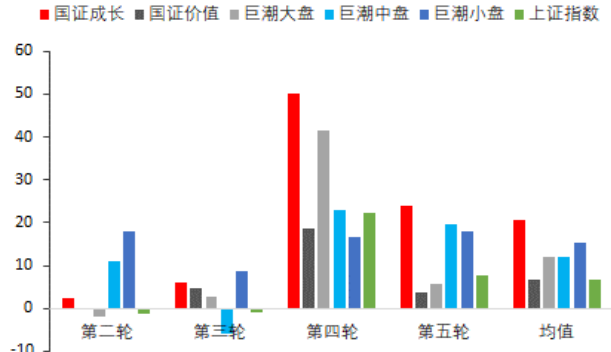
核心逻辑：PPI 环比转正，盈利拐点确认，经济复苏预期强化，资金全面入场。

图18 五轮风格：成长与周期较为均衡



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图19 五轮风格：成长明显好于价值、中小盘略好于大盘



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

图20 电子、通信、电力设备等成长，有色、石化、煤炭等周期，家电、汽车得益于政策刺激表现较为均衡

第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	均值
国防军工 3.2	家用电器 39.8	家用电器 30.4	社会服务 94.4	通信 61.7	电力设备 38.4
汽车 -3.0	医药生物 33.2	电子 26.7	电力设备 91.5	有色金属 56.5	有色金属 31.8
银行 -3.8	汽车 32.8	有色金属 21.0	食品饮料 65.3	电力设备 43.8	汽车 28.5
石油石化 -5.3	商贸零售 25.5	食品饮料 20.8	汽车 58.8	综合 43.5	电子 27.8
机械设备 -5.6	食品饮料 24.6	基础化工 20.0	有色金属 52.4	电子 29.3	社会服务 27.5
医药生物 -6.9	电子 23.4	房地产 19.4	基础化工 49.0	石油石化 27.1	基础化工 26.1
非银金融 -7.5	美容护理 22.7	美容护理 18.1	石油石化 44.7	基础化工 22.8	食品饮料 25.8
社会服务 -9.0	农林牧渔 22.1	综合 17.6	国防军工 38.1	机械设备 21.1	家用电器 25.6
轻工制造 -10.7	轻工制造 20.0	汽车 17.5	机械设备 34.3	煤炭 19.6	综合 18.7
房地产 -11.1	计算机 18.1	通信 15.9	家用电器 32.2	建筑材料 15.9	机械设备 18.3
食品饮料 -11.2	环保 15.6	建筑材料 15.6	电子 32.0	轻工制造 10.6	石油石化 17.7
交通运输 -11.4	机械设备 14.4	煤炭 14.4	医药生物 26.6	公用事业 10.4	通信 17.1
商贸零售 -11.4	纺织服饰 14.2	农林牧渔 13.1	美容护理 23.8	环保 9.9	医药生物 15.2
基础化工 -12.0	社会服务 13.5	纺织服饰 12.5	轻工制造 20.4	建筑装饰 8.3	建筑材料 15.1
钢铁 -12.3	建筑材料 13.4	非银金融 12.5	银行 18.7	国防军工 7.8	轻工制造 14.7
纺织服饰 -12.7	传媒 12.7	环保 11.2	钢铁 18.1	汽车 4.9	煤炭 13.0
公用事业 -13.1	基础化工 12.7	医药生物 11.0	煤炭 17.9	传媒 3.0	美容护理 11.8
建筑材料 -13.3	电力设备 10.8	电力设备 7.7	非银金融 17.9	纺织服饰 2.8	农林牧渔 10.4
电子 -13.6	综合 5.6	轻工制造 7.7	建筑材料 15.5	钢铁 2.4	国防军工 10.2
电力设备 -13.9	通信 5.3	社会服务 6.6	交通运输 12.1	家用电器 0.0	环保 7.1
综合 -14.2	国防军工 2.7	银行 6.0	综合 7.9	农林牧渔 -1.0	纺织服饰 6.0
农林牧渔 -14.7	石油石化 0.6	机械设备 3.4	农林牧渔 7.6	交通运输 -1.1	计算机 3.5
环保 -15.1	交通运输 0.3	计算机 3.3	传媒 7.1	计算机 -3.0	传媒 3.4
有色金属 -15.8	煤炭 0.2	商贸零售 0.1	公用事业 4.4	社会服务 -4.4	银行 2.7
美容护理 -16.3	公用事业 -1.5	石油石化 -1.6	房地产 -4.3	房地产 -6.0	非银金融 2.5
传媒 -16.3	有色金属 -2.7	建筑装饰 -2.0	计算机 -4.3	银行 -7.4	公用事业 1.7
建筑装饰 -19.6	银行 -6.7	公用事业 -6.4	建筑装饰 -5.0	食品饮料 -7.4	商贸零售 1.0
计算机 -20.0	非银金融 -7.3	国防军工 -7.6	纺织服饰 -5.5	商贸零售 -8.3	钢铁 0.1
煤炭 -20.1	建筑装饰 -7.6	传媒 -9.2	环保 -8.2	医药生物 -9.8	房地产 0.0
家用电器 -21.2	钢铁 -8.7	钢铁 -11.3	商贸零售 -13.3	非银金融 -13.0	建筑装饰 -1.6
通信 -32.1	房地产 -9.0	交通运输 -20.2	通信 -14.6	美容护理 -17.4	交通运输 -2.2

资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFinD

### 4.1.3.阶段三：高位震荡，周期成长占优，稳定切换

大盘表现：冲高震荡，波动加大，指数涨幅放缓，局部调整风险上升；

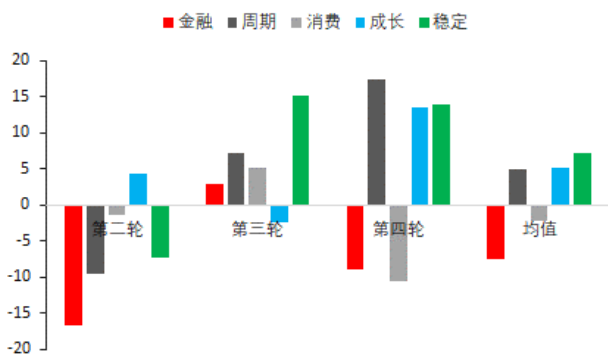
风格特征：周期、成长以及稳定风格表现占优，大盘、价值以及金融板块表现垫底；

行业表现：成长板块得益于业绩继续冲顶，电子、计算机一级传媒等板块仍有一定的表现、但受估值方面的压制涨幅更低。周期板块得益于煤炭、有色、钢铁、石油等大宗商品价

格继续上涨，带动相关行业盈利持续回升，为周期股跑赢大盘提供业绩支撑。稳定风格由于A股整体转入高位震荡，前期涨幅较大的成长板块面临盈利兑现与估值消化压力，资金为平衡组合风险，往往增配公用事业、交通运输、环保等稳定风格板块，这类板块需求刚性强、现金流稳定、股息率较高，在市场波动中具备抗跌能力。

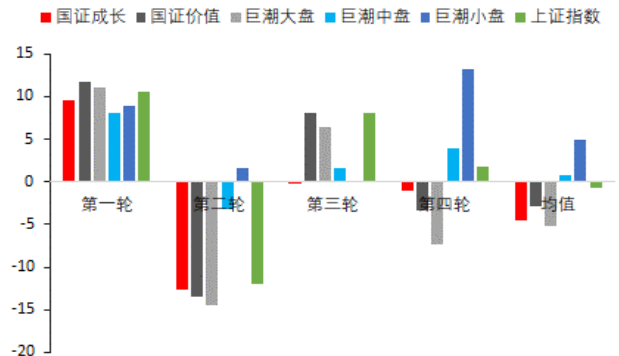
核心逻辑：盈利高增，但通胀预期升温，货币政策边际收敛，资金转向低估值、高股息

图21 五轮风格：稳定好于成长和周期



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图22 五轮风格：价值好于成长、中小盘依旧占优



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图23 电力设备、电子得益于业绩兑现，煤炭、钢铁、有色等周期得益于价格上涨，公用事业、银行得益于防御

	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	均值
银行	19.2	14.6	22.7	18.0	18.5
汽车	18.1	11.8	20.6	14.6	11.0
非银金融	17.3	11.4	15.4	32.4	10.3
钢铁	12.6	11.0	14.4	30.6	9.9
石油石化	12.2	10.3	12.6	29.0	8.7
通信	12.1	5.7	10.9	27.7	7.8
交通运输	11.2	5.1	10.6	16.1	7.2
传媒	10.9	4.7	9.1	15.5	6.9
公用事业	10.8	3.8	8.8	14.1	6.9
煤炭	10.6	1.2	8.0	11.3	5.6
社会服务	10.2	-0.1	6.9	10.7	5.1
电力设备	9.6	-1.0	6.6	8.9	4.9
基础化工	9.3	-3.5	6.6	4.9	2.4
建筑材料	8.3	-3.7	5.8	4.3	2.1
计算机	8.0	-5.1	5.1	4.0	1.3
轻工制造	7.6	-6.6	4.5	2.4	1.0
环保	7.5	-7.6	4.3	2.0	0.9
机械设备	7.1	-8.7	3.9	1.9	0.7
国防军工	7.1	-10.7	3.5	-2.1	-0.1
综合	6.8	-11.1	3.3	-2.6	-0.5
房地产	6.7	-11.2	3.0	-5.6	-0.8
美容护理	6.5	-12.3	2.3	-6.6	-0.8
家用电器	6.4	-12.6	1.7	-6.7	-1.3
有色金属	6.3	-13.0	1.2	-8.2	-2.2
电子	6.0	-13.9	0.6	-10.0	-2.8
建筑装饰	5.5	-16.7	-0.5	-11.8	-4.4
农林牧渔	5.1	-16.8	-0.6	-12.2	-4.5
商贸零售	4.7	-19.0	-1.2	-13.3	-4.6
食品饮料	4.5	-21.7	-1.4	-13.5	-4.6
纺织服装	4.4	-23.7	-6.6	-16.8	-8.4
医药生物	3.6	-24.9	-7.4	-22.3	-8.4

资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

#### 4.1.4. 复盘结论

1. PPI 回升周期绝大多数时间股指上涨，胜率超 80%，是资本市场的友好周期；
2. 三阶段风格清晰：成长→成长周期均衡→周期和稳定，切换时点与 PPI 关键拐点高度吻合；
3. 行业轮动遵循：成长先行→周期接力→消费和稳定收尾，节奏明确；
4. PPI 同比转正是市场关键拐点，确认上行周期进入中后期，是转正后风格逐步由周期和成长均衡切换稳定防御的关键阶段。

## 5. PPI 回升背景下股指核心影响因素与未来预判

### 5.1. 股指走势核心影响因素

#### 5.1.1. PPI 回升持续性

PPI 能否持续温和回升，直接决定股指上行空间。若大宗商品维持强势、国内需求稳步回暖，PPI 将持续上行并冲顶，利好股指；若大宗商品回落、内需疲软，PPI 二次探底，股指将承压调整。预计 2026 年二季度至下半年 PPI 同比将稳步冲高至 2%—3%，修复持续性较强。

#### 5.1.2. 企业盈利兑现度

PPI 回升必须转化为工业企业利润上行，才能支撑股指持续上涨。2026 年一季度，工业企业利润同比增长 15%，整体延续上行趋势，后续随 PPI 持续修复回升，利润增速有望进一步提升，成为股指最核心的支撑力量。

#### 5.1.3. 货币政策稳定性

在 CPI 温和、核心 CPI 偏弱的背景下，货币政策大概率维持合理宽松，流动性对股指友好；若通胀超预期上行，才会出现边际收紧，当前概率较低。

#### 5.1.4. 外部环境

美联储整体处于降息周期的尾声、全球风险偏好提升、叠加中东地缘局势整体趋向缓和，将利好国内股指；短中期海外经济处于缓慢复苏期、发生衰退风险较低，美股波动降低是大趋势，外部环境对国内股指的冲击将逐步降低。但是需关注欧美通胀快速上升导致美联储和欧央行货币政策快速紧缩的风险。

### 5.1.5.行业结构变化

半导体、AI、人形机器人、新能源等新动能产业持续高景气，传统周期行业稳步复苏，形成周期+成长双主线，支撑股指结构性行情，避免全面熊市风险。

## 5.2. 股指走势预判

### 5.2.1.短中期预判（3—6个月，2026年4—9月）

大盘走势：温和上行、高位震荡，指数中枢逐步抬升，年内沪深 300 目标涨幅 5%—10%；

风格方向：稳定、周期关注度提升，成长震荡走强，风格从成长转向均衡偏稳定；

核心驱动：PPI 快速上升、企业盈利持续改善、货币政策整体宽松、国内外增量资金入场。

### 5.2.2.分市场预判

A 股：结构性行情为主，周期链、新动能链两条主线交替发力，指数震荡上行；

港股：本轮弹性或弱于 A 股，上游周期、内资科技板块得益于盈利修复回升表现较好；互联网科技受制于国内商业复苏乏力以及海外流动性紧缩预期，盈利和估值上升空间均弱于 A 股。

### 5.2.3.分行业受益主线

1. 核心高弹性：石油、天然气、煤炭、有色、矿产（直接受益 PPI 上行，盈利弹性最大）；
2. 边际改善：钢铁、化工、建材、化纤（成本传导顺畅，盈利逐步修复）；
3. 高景气成长：算力硬件、储能、电子材料、半导体芯片（产业独立景气，量价齐升）；
4. 后期防御：银行、公用事业、必需消费（稳收益，对冲市场波动）。

## 6. 结论与投资建议

### 6.1. 核心结论

1. 2026 年 3 月 PPI 同比转正标志中国工业通缩正式结束，进入温和复苏新周期，价格修复回升趋势确立且持续性较强；

2. 本轮 PPI 回升驱动多元、行业分化、与 CPI 弱联动，为资本市场提供友好的宏观环境，通胀压力较小；

3. PPI 通过盈利、流动性、情绪、轮动四条路径传导至股指，中期对股指以正面驱动为主，历史复盘与当前阶段均验证其正向作用；

4. PPI 回升三阶段对应成长→均衡→周期稳定风格切换，当前已进入均衡中后期阶段，周期板块迎来配置窗口，成长板块仍有较好表现；

5. 未来 3—6 月 A 股与港股大概率呈结构性上行，周期与成长双主线并行、稳定和价逐步切换。

## 6.2. 投资建议

### 6.2.1. 大盘判断

短中期保持乐观，以持股为主、波段操作，避免过度博弈通缩与衰退，抓住 PPI 修复回升带来的盈利修复行情。

### 6.2.2. 风格配置

短期周期与成长均衡配置，逐步增配价值稳定与周期板块，中长期坚守成长主线，实现“周期+成长”双轮驱动。

### 6.2.3. 行业配置

1. 核心层（高弹性，40%仓位）：油气、煤炭、有色、化工，直接受益 PPI 上行，业绩弹性最大；

2. 成长层（高景气，40%仓位）：算力、储能、电子材料，半导体芯片产业独立景气，长期空间广阔；

3. 防御层（稳收益，20%仓位）：银行、公用事业、必需消费，对冲市场波动，获取稳定股息收益。

### 6.2.4. 跨市场配置

A 股把握结构性机会，重点配置周期与成长赛道；港股加大上游周期、内资科技板块配置，分享盈利修复回升收益。

## 6.3. 风险提示

1. 国际大宗商品价格大幅回落，PPI 修复中断，企业盈利预期证伪；
2. 国内内需复苏不及预期，终端消费持续疲软，成本传导不畅；
3. 通胀超预期上行，货币政策提前边际收紧，流动性环境恶化；
4. 地缘冲突加剧、海外经济衰退、美股大幅波动，带来外部冲击；
5. 行业政策超预期调整，影响板块盈利与估值。

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)