

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

核心通胀韧性或有望延续

2026年1月9日

- **2025年收官之际，CPI与PPI双双实现回升，对此我们重申2026年度策略报告的观点——不靠强刺激，通胀也能稳住。**
- **核心通胀韧性或有望延续。**回顾2025年，核心CPI同比回升至1.2%，并且维持这一水平3个月。整体来看，2025年核心CPI韧性较强，构成CPI的重要支撑。同年8月以来，CPI一直由消费品价格所引领。总体看，以旧换新政策对消费品价格有所提振，扣除能源的工业消费品价格也一直在修复。2025年底发改委、财政部印发了关于新一轮以旧换新的通知，我们认为，2026年核心CPI有望继续修复。
- **2025年核心CPI同比韧性较强，而整体CPI波动较大，主要是受到食品价格和能源价格的影响较多。**第一，12月新涨价因素，更多集中在食品价格变化上。边际来看，CPI同比边际上行0.1个百分点，主要是新涨价因素的影响。猪肉、鲜菜、鲜果价格同比抬升，非食品价格同比与前值持平，显示CPI的回升主要由食品价格抬升引起。第二，受国际油价变动影响，国内汽油、柴油等价格有所下调，同比跌幅略有走阔。
- **PPI超预期回升得益于供需结构的改善。**12月PMI主要原材料购进价格和出厂价格指数均有回升，其隐含PPI环比将较11月上升。在此基础上，12月PPI同比仍实现了超预期回升，主要得益于部分行业供需结构的改善。1) 市场竞争秩序优化后，煤炭开采和洗选业、锂离子电池制造、光伏设备及元器件制造行业价格降幅出现连续收窄。2) PPI的回升集中在上游、中游和下游制造，下游消费的价格没有变好。结合这两个特征来看，我们认为，年底PPI同比的超预期回升可能是反内卷政策和设备更新政策带来的支撑。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、核心通胀韧性或有望延续.....	3
二、PPI 超预期回升得益于供需结构的改善.....	5
风险因素	8

图目录

图 1: 核心 CPI 同比韧性较强.....	3
图 2: 去年 8 月以来, CPI 的回升一直由消费品价格在拉动	4
图 3: 2025 年核心 CPI 全年较前值有所回升.....	4
图 4: 12 月的进一步上升中主要是新涨价因素的影响	5
图 5: 12 月 PMI 价格指数回升	5
图 6: PPI 新涨价因素的降幅收窄.....	6
图 7: PPI 上游和中游价格在改善.....	6
图 8: 下游制造 PPI 同比也有回升	7

2025 年收官之际，CPI 与 PPI 双双实现回升，对此我们重申 2026 年度策略报告的观点——不靠强刺激，通胀也能稳住。

一、核心通胀韧性或有望延续

12 月 CPI 同比进一步上行至 0.8%，这不仅仅是 2025 年内最高水平，更是 2023 年 2 月以来的最高水平。

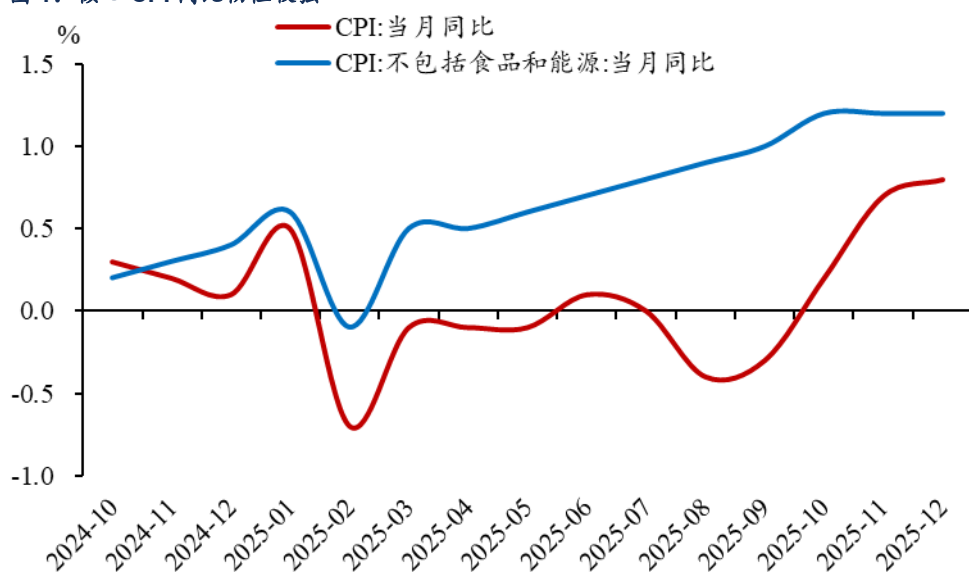
2026 年中国人民银行工作会议在 1 月 5 日-6 日召开，会议强调，把促进经济高质量发展、物价合理回升作为货币政策的重要考量。12 月这份 CPI 数据，虽较目标尚有距离，但已取得了较为不错的成绩。

最为重要的成果，就是核心 CPI 价格取得回升后，整体韧性较强。回顾 2025 年，核心 CPI 同比从同年 2 月的-0.1%一直回升至 1.2%，并且维持这一水平 3 个月。整体来看，2025 年核心 CPI 韧性较强，构成 CPI 的重要支撑。同年 8 月以来，CPI 一直由消费品价格所引领。12 月，服务价格回落，消费品价格回升。总体看，以旧换新政策对消费品价格有所提振，扣除能源的工业消费品价格也一直在修复。

2025 年 12 月 30 日，发改委、财政部印发《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，我们认为，**2026 年核心 CPI 有望继续修复。**

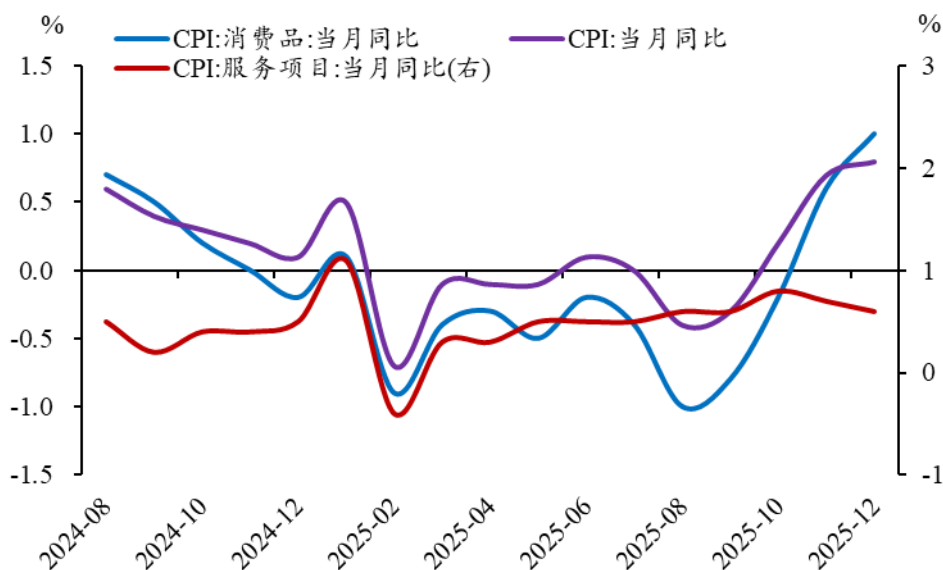
为了巩固和延续当前核心通胀取得的成果，2026 年货币政策有望延续宽松基调，但不宜对货币政策过度宽松抱有太多期待。

图 1：核心 CPI 同比韧性较强



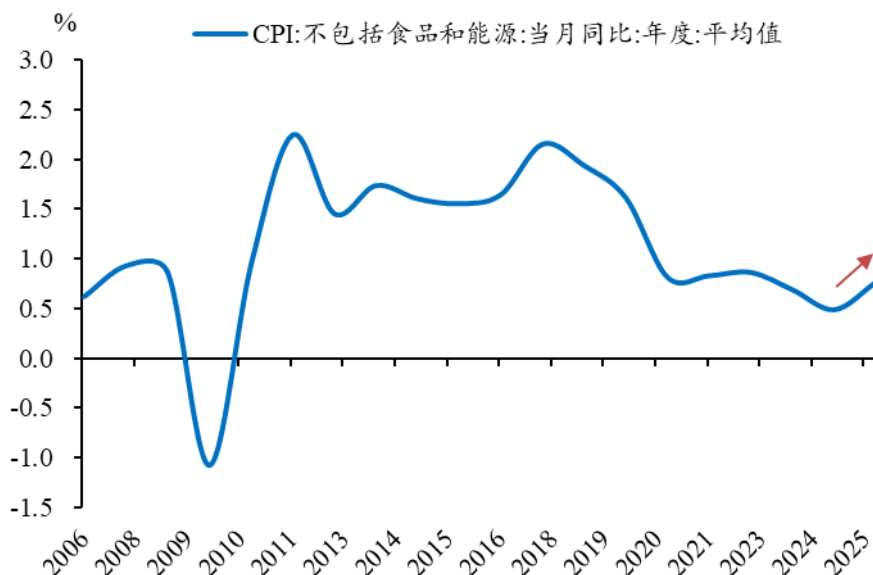
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 2：去年 8 月以来，CPI 的回升一直由消费品价格在拉动



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 3：2025 年核心 CPI 全年较前值有所回升



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

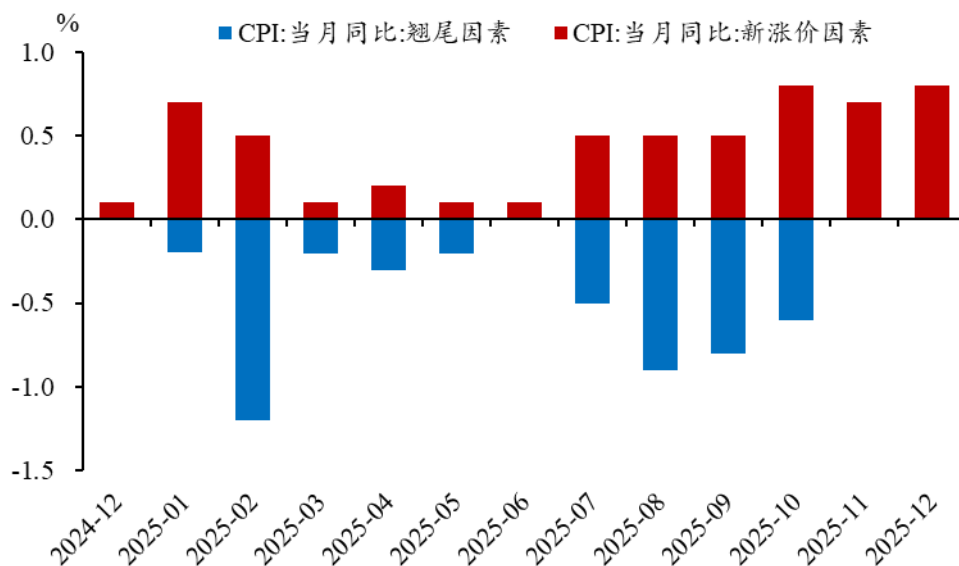
2025 年核心 CPI 全年较前值有所回升；而 2025 年 CPI 全年 0%，较前值有所下降。

2025 年核心 CPI 同比韧性较强，而整体 CPI 波动较大，主要是受到食品价格和能源价格的影响较多。

第一，12 月新涨价因素，更多集中在食品价格变化上。2025 年年底 11 月、12 月，国内 CPI 同比从 10 月的 0.2% 明显跨至 0.5% 以上，这其中翘尾因素有不少的贡献。但是边际来看，CPI 同比边际上行 0.1 个百分点，12 月的进一步上升中主要是新涨价因素的影响。猪肉、鲜菜、鲜果价格同比抬升，非食品价格同比与前值持平，显示 CPI 的回升主要由食品价格抬升引起。

第二，受国际油价变动影响，国内汽油、柴油等价格有所下调，同比跌幅略有走阔。12 月，交通工具用燃料 CPI 同比降幅扩大，甚至在 2025 年的整个四季度里，该 CPI 分项呈现出降幅走阔的现象。

图 4：12 月的进一步上升中主要是新涨价因素的影响

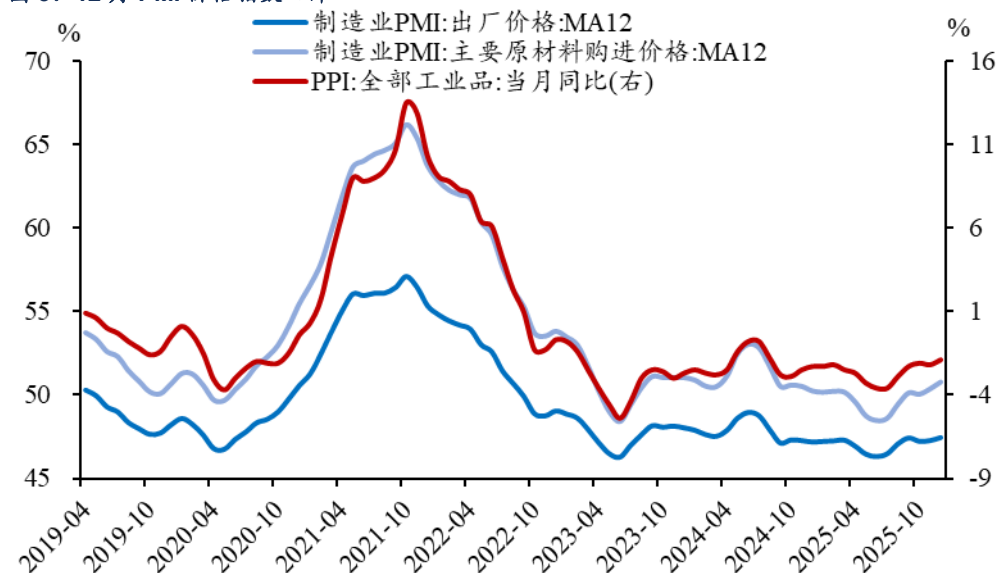


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、PPI 超预期回升得益于供需结构的改善

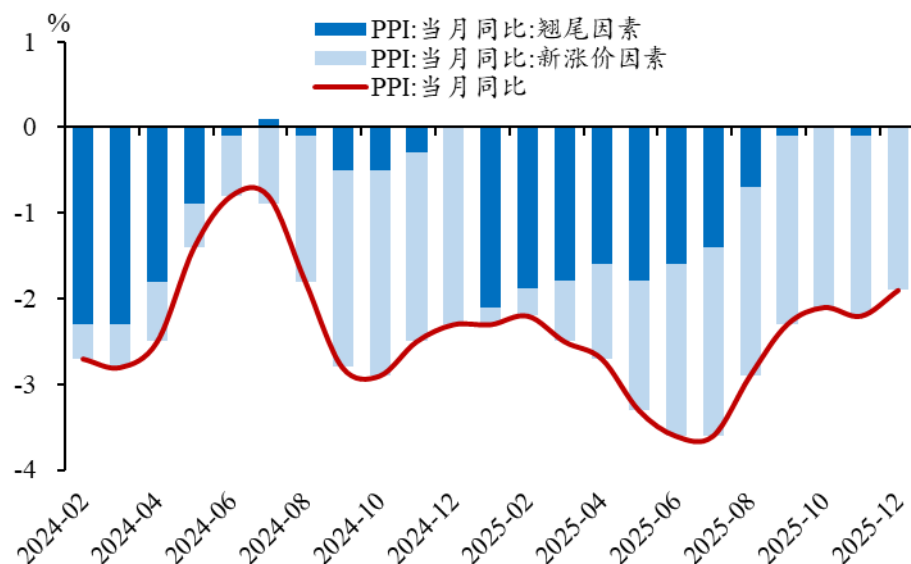
年底 PPI 同比超预期回升。12 月 PMI 主要原材料购进价格指数较 11 月回升超 0.4 个百分点，而出厂价格指数相较 11 月回升近 0.2 个百分点，已指向 PPI 环比大概率较 11 月上升。市场预期 2025 年底 PPI 同比降幅收窄至 2.0%，实际年底 PPI 降幅收窄至 1.9%，12 月 PPI 同比降幅收窄 0.3 个百分点，PPI 实现超预期回升。

图 5：12 月 PMI 价格指数回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：PPI 新涨价因素的降幅收窄



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

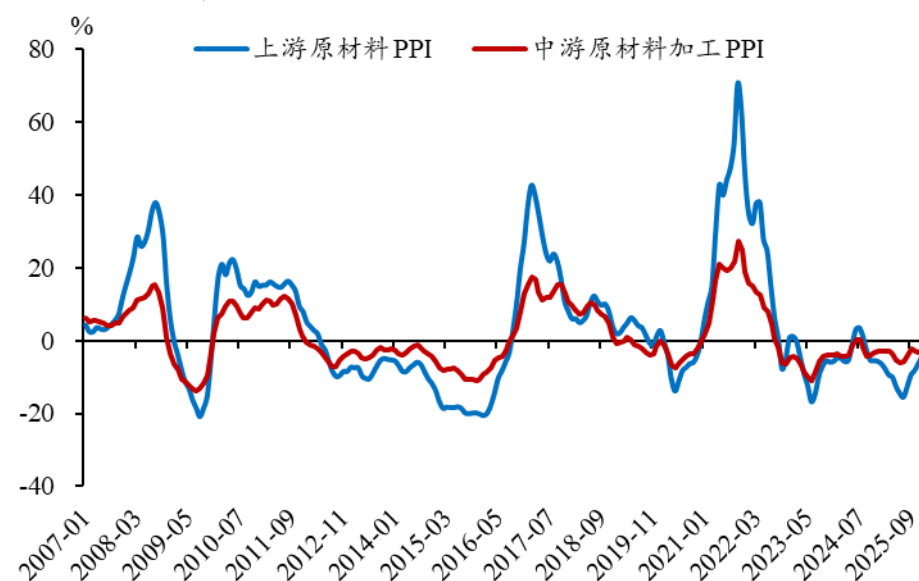
PPI 的超预期回升，主要得益于部分行业供需结构的改善，主要体现在两个方面：

1) 市场竞争秩序优化后，多个行业价格降幅出现连续收窄。12 月，煤炭开采和洗选业、锂离子电池制造、光伏设备及元器件制造价格降幅比 11 月分别收窄 2.9 个、1.2 个和 0.4 个百分点，已分别连续收窄 5 个月、4 个月和 9 个月。

2) PPI 的回升集中在上游、中游和下游制造，下游消费的价格没有变好。12 月 PPI 生活资料环比不变，但 PPI 生产资料的环比明显上升，显示下游弱于上游。根据我们追踪的数据显示，上游原材料 PPI 同比降幅从 11 月的 6.4% 收窄至 4.5%，中游原材料加工 PPI 同比降幅从 11 月的 3.1% 收窄至 2.6%，下游制造 PPI 同比降幅从 1.8% 收窄至 1.5%。相比之下，年底下游消费 PPI 的价格没有变好。

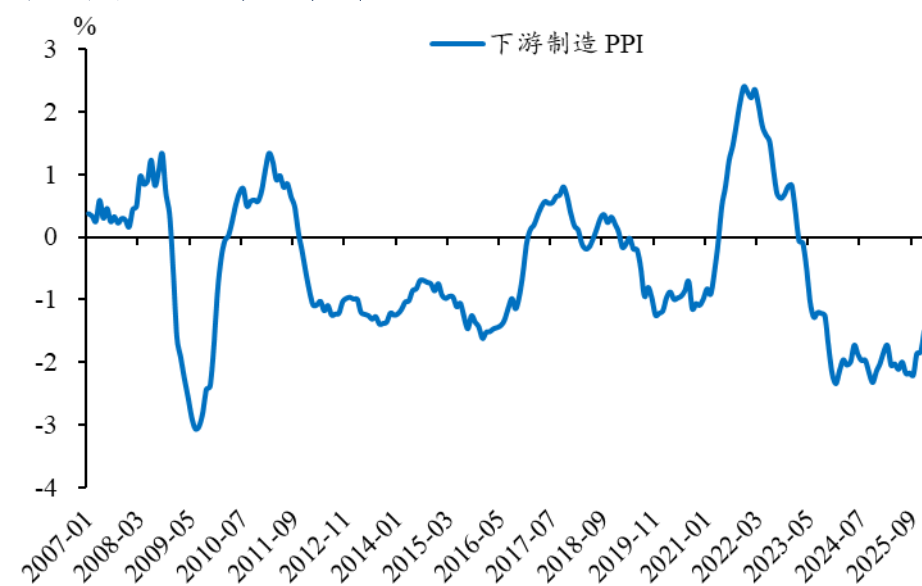
结合这两个特征来看，我们认为，年底 PPI 同比的超预期回升可能是反内卷政策和设备更新政策带来的支撑。

图 7：PPI 上游和中游价格在改善



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 8：下游制造 PPI 同比也有回升



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。