

12 月通胀点评

内需不足带动的价格疲弱贯穿全年

12 月 CPI 同比增速和 PPI 同比增速均符合万得一致预期；CPI 同比增速偏弱，且较 11 月小幅下滑，主要是受食品价格的拖累，服务价格同比增速较 11 月小幅上行；PPI 同比增速受部分行业进入传统生产淡季的影响；我们延续在年度报告中的预测结果，认为 2025 年 CPI 和 PPI 同比增速都将延续上行趋势。

- 12 月 CPI 环比增速持平，同比增长 0.1%，核心 CPI 同比增长 0.4%，服务价格同比增长 0.5%，消费品价格同比增速-0.2%。
- 从环比看，12 月食品价格下降 0.6%，降幅比上月收窄 2.1 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点，非食品价格由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%，影响 CPI 环比上涨约 0.12 个百分点；从同比看，食品价格由上月上涨 1.0%转为下降 0.5%，影响 CPI 同比下降约 0.09 个百分点，非食品价格由上月持平转为上涨 0.2%，影响 CPI 同比上涨约 0.14 个百分点。
- 内需不足是拖累 CPI 同比增速的主要原因。2024 年 12 月 CPI 同比增速 0.1%，其中食品项影响 CPI 同比下降约 0.09 个百分点，非食品项影响 CPI 同比上涨约 0.14 个百分点。2024 年全年，CPI 累计同比增长 0.2%，其中食品价格累计同比下降 0.6%，消费品价格累计同比下降 0.1%，服务价格累计同比上升 0.7%，核心 CPI 累计同比上升 0.5%。CPI 同比增速全年走势偏弱，主要是受内需不足的影响，从结构看，食品价格累计同比增速偏低的影响最大，服务价格累计同比增速也偏低，但从 2024 年四季度开始服务价格当月同比增速出现了小幅上行的趋势。我们在年度报告中预测，2025 年 CPI 同比增速或在 2024 年基础上抬升至 0.9%，但四个季度的增速存在波动，其中 2025 年一季度和四季度增速相对较高，分别为 1.2%和 1.3%，二季度和三季度的增速偏低，均为 0.5%。
- 12 月 PPI 环比下降 0.1%，同比下降 2.3%，PPIRM 同比下降 2.3%，同比增速较 11 月下降的品类有黑色金属、木材纸浆和农副产品，增速较 11 月上升较多的有燃料动力、有色金属和建筑材料。
- 12 月份，受部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响，全国 PPI 环比下降。从同比看，调查的主要行业中，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 8.7%，石油和天然气开采业价格下降 6.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降 4.8%，农副食品加工业价格下降 4.3%，非金属矿物制品业价格下降 3.0%，电气机械和器材制造业价格下降 2.1%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 1.9%，电力热力生产和供应业价格下降 0.7%，上述 8 个行业降幅比上月均收窄。
- 传统淡季影响工业品价格表现。12 月 PPI 同比增速较 11 月继续小幅上行，虽然传统淡季对生产资料价格的季节性影响，导致 12 月 PPI 同比增速上行幅度较此前有所收窄，但从分类看，受稳增长的宏观政策影响，非金属矿物价格同比降幅收窄、环比价格上涨。我们在年度报告中预测，2025 年 PPI 同比增速仍将延续上行趋势，但是受生产端需求不足的影响，预计 2025 年 PPI 同比下降 0.6%，整体仍难实现转正，首次增速回正的时间或在 2025 年四季度，PPI 同比增速或达到 1.1%。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《基于公募重仓的“黑白马股”因子专题》
20250107

《中银量化大类资产周报》20250105
《低通胀惯性仍是主要矛盾》20250105

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

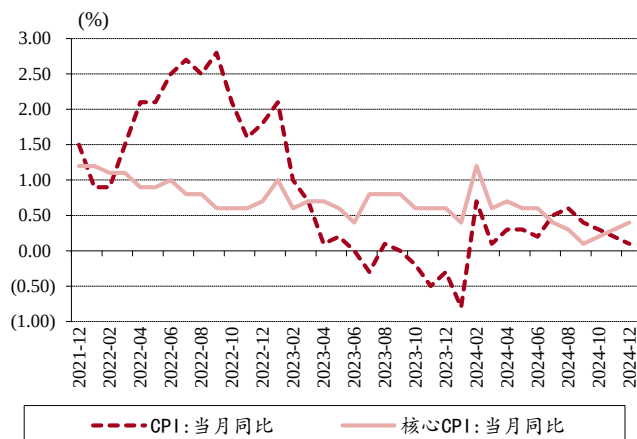
12月¹CPI 同比增速符合市场预期，但较11月有所下降。12月CPI环比增速持平，增速较11月上行0.6个百分点。从分项看，12月环比上涨的包括生活用品及服务（0.3%）、交通通信（0.3%）、衣着（0.2%）和居住（0.1%），环比下降的有食品烟酒（-0.3%）和医疗保健（-0.1%）；12月分项中较11月环比增速上升较多的有食品烟酒、生活用品及服务和教育文化娱乐，环比增速下降的是衣着和医疗保健。12月CPI同比增长0.1%，较11月下降0.1个百分点，核心CPI同比增长0.4%，较11月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.5%，较11月上升0.1个百分点，消费品价格同比增速-0.2%，较11月下降0.2个百分点。从分项看，12月同比增速较高的是其他用品和服务（4.9%）、衣着（1.2%）、医疗保健（0.9%）和教育文化娱乐（0.9%），同比负增长的是交通通信和生活用品及服务，同比增速较11月上升的仅有交通通信、居住和衣着，较11月下降的是食品烟酒、生活用品及服务、其他用品和服务、医疗保健和教育文化娱乐。12月份，消费市场运行总体平稳，全国CPI环比持平。

食品价格仍是通胀的主要拖累。12月份，由于天气条件较好，利于农产品生产储运，鲜菜、鲜果价格分别下降环比2.4%和1.0%，合计影响CPI环比下降约0.07个百分点；受前期压栏惜售、二次育肥等因素影响，猪肉供应充足，价格环比下降2.1%，降幅比上月收窄1.3个百分点，影响CPI环比下降约0.03个百分点。从环比看，12月食品价格下降0.6%，降幅比上月收窄2.1个百分点，影响CPI环比下降约0.12个百分点；从同比看，食品价格由上月上涨1.0%转为下降0.5%，影响CPI同比下降约0.09个百分点。食品中，猪肉和鲜菜价格同比涨幅均有回落；鲜果、牛肉、羊肉、食用油和粮食价格同比降幅在1.3%-13.8%之间。

非食品中服务价格受假期临近影响表现较好。从环比看，12月非食品价格由上月下降0.1%转为上涨0.1%，影响CPI环比上涨约0.12个百分点；从同比看，非食品价格由上月持平转为上涨0.2%，影响CPI同比上涨约0.14个百分点。临近元旦假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，飞机票价格环比由降转涨；家政服务、电影及演出票价格环比上涨；部分品牌新款上市，通信工具价格环比上涨；能源价格同比下降1.7%，降幅比上月收窄2.1个百分点；扣除能源的工业消费品价格同比继续持平；服务价格涨幅比上月扩大0.1个百分点。

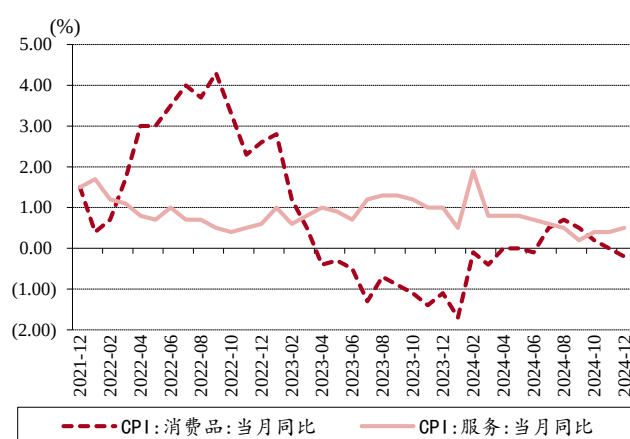
内需不足是拖累CPI同比增速的主要原因。2024年12月CPI同比增速0.1%，其中食品项影响CPI同比下降约0.09个百分点，非食品项影响CPI同比上涨约0.14个百分点。2024年全年，CPI累计同比增长0.2%，其中食品价格累计同比下降0.6%，消费品价格累计同比下降0.1%，服务价格累计同比上升0.7%，核心CPI累计同比上升0.5%。CPI同比增速全年走势偏弱，主要是受内需不足的影响，从结构看，食品价格累计同比增速偏低的影响最大，服务价格累计同比增速也偏低，但从2024年四季度开始服务价格当月同比增速出现了小幅上行的趋势。我们在年度报告中预测，2025年CPI同比增速或在2024年基础上抬升至0.9%，但四个季度的增速存在波动，其中2025年一季度和四季度增速相对较高，分别为1.2%和1.3%，二季度和三季度的增速偏低，均为0.5%。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



资料来源：万得，中银证券

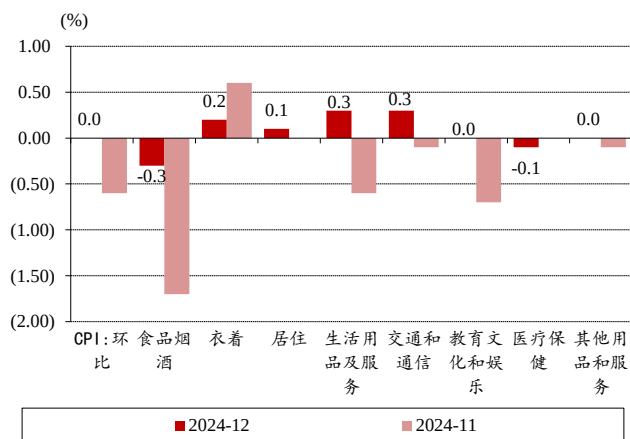
图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



资料来源：万得，中银证券

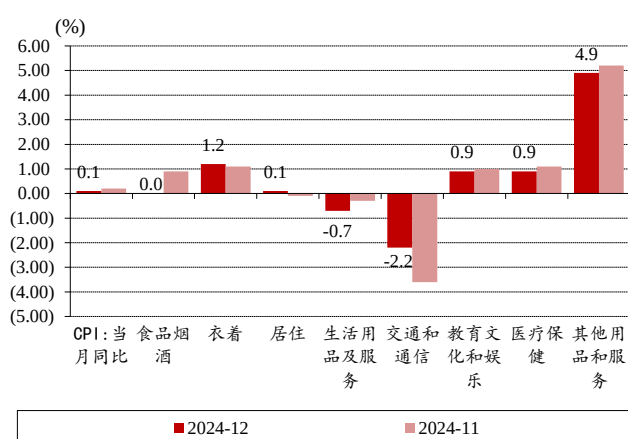
¹ 文中的“12月”均指2024年12月，“11月”均指2024年11月，下同。

图表 3. CPI 环比走势



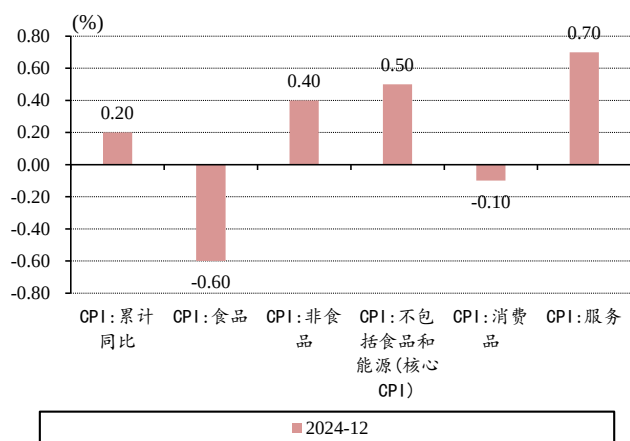
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



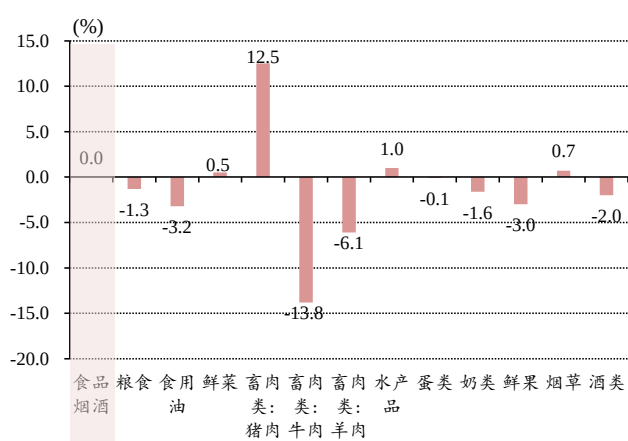
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2024 年 CPI 各分类累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 12 月食品烟酒分项中类同比增速



资料来源：万得，中银证券

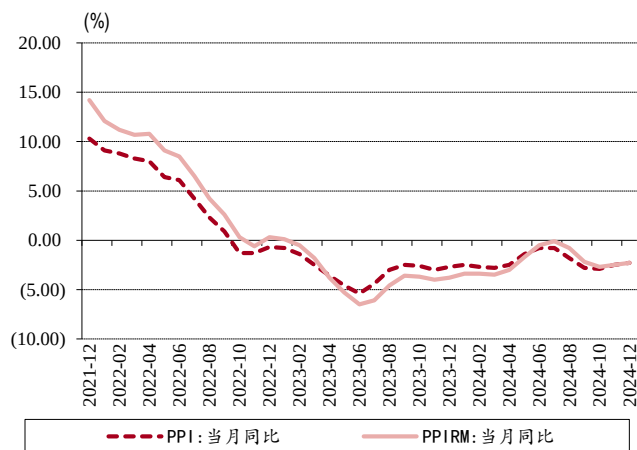
PPI

PPI 环比增速再度回落。12 月 PPI 环比下降 0.1%，其中生产资料环比持平，生活资料环比下降 0.1%。12 月 PPI 同比下降 2.3%，较 11 月上升 0.2 个百分点，其中生产资料同比下降 2.6%，较 11 月上升 0.3 个百分点，生活资料同比下降 1.4%，较 11 月持平。PPIRM 同比下降 2.3%，较 11 月上升 0.2 个百分点，从构成来看，12 月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是黑色金属（-7.9%），燃料动力（-5.9%），化工原料（-4.7%）和农副产品类（-3.9%），同比增速上升的是有色金属（11.4%）；同比增速较 11 月下降的品类有黑色金属、木材纸浆和农副产品，增速较 11 月上升较多的有燃料动力、有色金属和建筑材料。

部分行业进入传统生产淡季，影响 PPI 环比重新回落。12 月生产资料价格中，采掘业环比下降 0.8%，原材料业环比上升 0.3%，加工业环比下降 0.1%。12 月份，受部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响，全国 PPI 环比下降。从环比看，电厂存煤较为充足，煤炭新增需求有限，煤炭开采和洗选业价格环比下降；房地产、基建项目淡季陆续停工，钢材需求有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降；受国际大宗商品价格波动传导影响，国内石油开采以及有色金属冶炼和压延加工业价格环比均与上月持平。从同比看，调查的主要行业中，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 8.7%，石油和天然气开采业价格下降 6.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降 4.8%，农副食品加工业价格下降 4.3%，非金属矿物制品业价格下降 3.0%，电气机械和器材制造业价格下降 2.1%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 1.9%，电力热力生产和供应业价格下降 0.7%，上述 8 个行业降幅比上月均收窄。

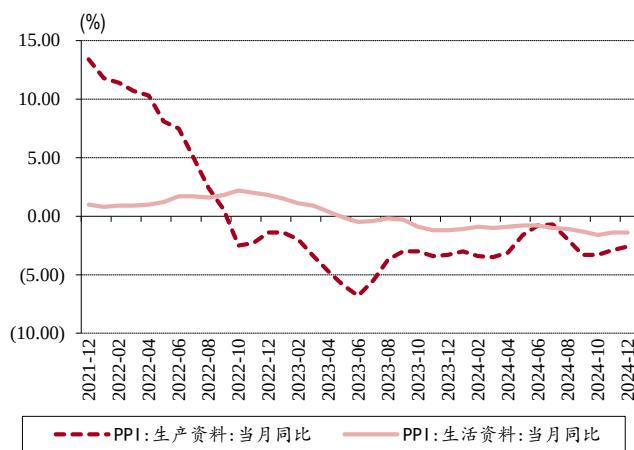
传统淡季影响工业品价格表现。12月PPI同比增速较11月继续小幅上行，虽然传统淡季对生产资料价格的季节性影响，导致12月PPI同比增速上行幅度较此前有所收窄，但从分类看，受稳增长的宏观政策影响，非金属矿物价格同比降幅收窄、环比价格上涨。我们在年度报告中预测，2025年PPI同比增速仍将延续上行趋势，但是受生产端需求不足的影响，预计2025年PPI同比下降0.6%，整体仍难实现转正，首次增速回正的时间或在2025年四季度，PPI同比增速或达到1.1%。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



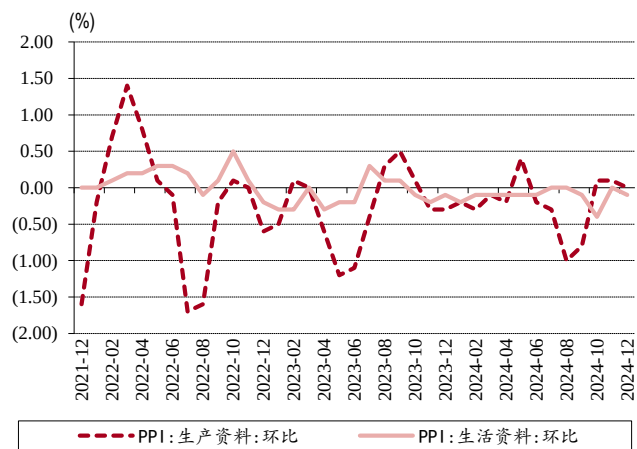
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



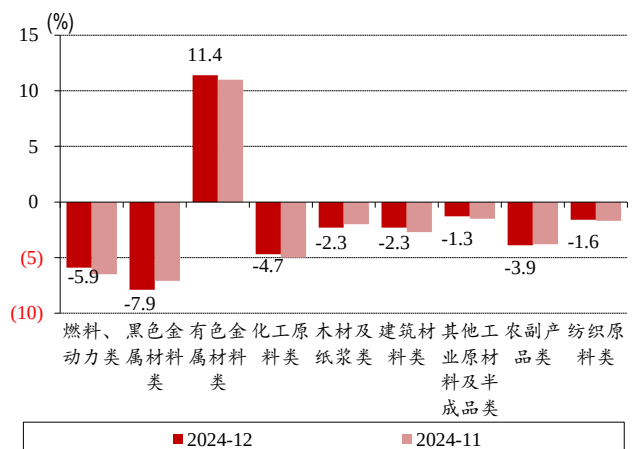
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



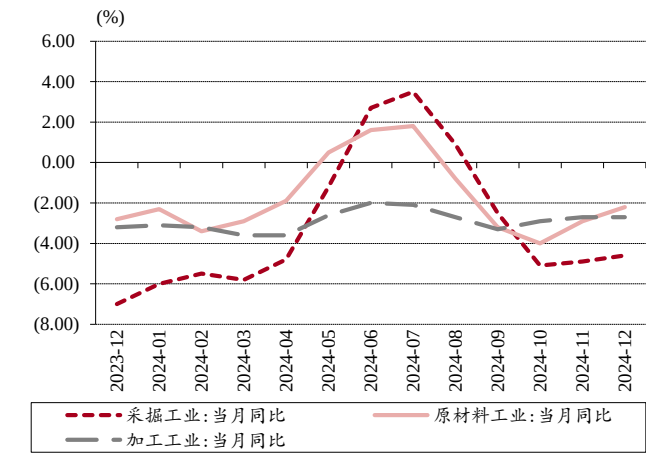
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



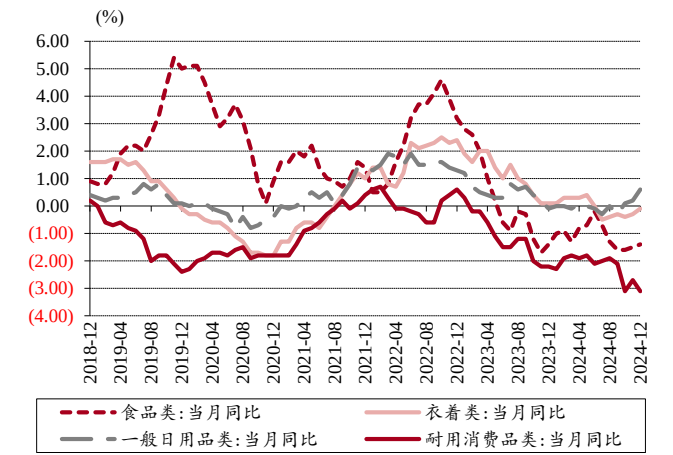
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371