

核心 CPI 回升明显，稳增长政策初见成效

2024 年 1 月 6 日-2025 年 1 月 12 日周报

◆ 2024 年 12 月核心 CPI 回升明显

2024 年 12 月 CPI 环比为 0，低于过去 10 年（2014 年至 2023 年）同月均值的 +0.2%，主因 12 月食品烟酒项环比-0.3%，明显低于近 10 年同月均值的 +0.44%。进一步来说，主要系食品烟酒项中的鲜菜（2024 年 12 月环比为-2.4%，近 10 年均值+5.5%）和鲜果项（2024 年 12 月环比-1.0%，近 12 月均值+2.8%）环比明显低于近 10 年均值。2024 年 12 月核心 CPI 环比为+0.2%，超过过去 10 年均值的 0.05%，显示去除波动较大的食品项后，12 月价格水平环比回升幅度实际超过了历史同月水平。

2024 年 12 月 CPI 同比录得+0.1%，较 11 月-0.1PCTS，符合市场预期。12 月 CPI 同比较 11 月略微走弱，主要系 CPI 食品烟酒项同比为 0，较 11 月-0.9PCTS。食品项中起主要拖累作用的是鲜菜项（2024 年 12 月同比+0.5%，11 月同比+10.0%）、鲜果项（2024 年 12 月同比-3.0%，11 月同比-3.0%）和猪肉项（2024 年 12 月同比+12.5%，11 月同比+13.7%）。去除食品项和能源项扰动后，2024 年 12 月核心 CPI 同比+0.4%，较 11 月的+0.3%继续回升。

2024 年 11 月份全国平均气温为 1961 年以来历史同期最高，导致生鲜品类价格超季节性下降，12 月由于天气条件较好，利于农产品生产储运，鲜果、鲜菜价格继续超季节性下降。鲜果、鲜菜价格连续 2 个月的超季节性下降，叠加猪肉价格因供应充足连续 2 个月的环比下滑，最终导致 2024 年 11 月和 12 月 CPI 同比表现相对弱势。排除食品项和能源项影响后，2024 年 10 月到 12 月核心 CPI 同比分别为+0.2%、+0.3%和+0.4%，呈现明显的持续回升态势，体现出 9 月底以来增量稳增长政策对价格的支撑作用。

预计 2025 年全年 CPI 同比具有较强的向上势能，主要依据为：1，在强力稳增长政策加持下，2025 年内需有望加速修复。2，2024 年年底中央经济工作会议自 2010 年以来再次定调“适度宽松”的货币政策，有利于 CPI 上行。3,2024 年 CPI 同比基数相对较低。虽然 2025 年全年 CPI 具有较强的向上势能，但全年 CPI 同比的修复节奏仍然很大程度上取决于其核心分项在 2025 年的走势。预计明年 CPI 同比的节奏是“高-低-高的走势”，4 月之后 CPI 同比将持续上行，年末 CPI 同比有望望升至+1.2%左右，CPI 年涨幅+0.6%。

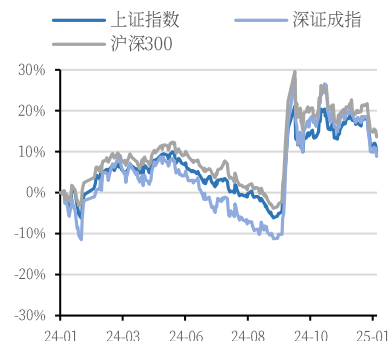
2024 年 12 月 PPI 环比-0.1%，较 11 月-0.2PCTS，PPIRM 环比-0.1%，与 11 月相同。2024 年 12 月 PPI 同比-2.3%，较 11 月+0.2PCTS，PPIRM 同比-2.3%，较 10 月+0.2PCTS。

2024 年 12 月 PPI 环比在 11 月转正后再次转负，从分项看主要是生产资料中采掘工业和加工工业 PPI 转负的影响。生产资料方面，采掘、原材料和加工工业三大分价格

主要数据

上证指数	3168.5238
沪深 300	3732.4806
深证成指	9795.9438

主要指数走势图



作者

符畅 分析师

SAC 执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC 执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 分析师

SAC 执业证书: S0640524090002

联系电话: 010-59562515

邮箱:

相关研究报告

金融市场分析周报 —2025-01-09

制造业景气度仍在恢复通道 —2025-01-06

金融市场分析周报 —2025-01-03

环比分别较 11 月-0.7PCTS、+0.1PCTS 和-0.2PCTS。生活资料方面，食品类、衣着类、一般日用品类和耐用消费品类价格环比分别较 11 月+0.1PCTS、持平、+0.1PCTS 和-5.0PCTS。2024 年 12 月，行业角度：煤炭开采和洗选业 PPI 较 11 月-1.5PCTS，主因电厂存煤较为充足，煤炭新增需求有限；黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 环比较 11 月-0.8PCTS，主因房地产、基建项目淡季陆续停工，钢材需求有所回落；有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业 PPI 环比分别较 12 月-0.9PCTS 和-1.2PCTS，主因国际大宗商品价格波动传导影响。总体来说，虽然 2024 年 12 月石油产业链价格有所回暖，但在煤炭、黑色和有色和化工产业链价格普遍走弱的影响下，最终 12 月 PPI 环比再次转负，同比录得-2.3%，仅较 11 月略微回升。

2025 年，PPI 能否如期修复及其修复速率主要取决于内需的修复进程：1,当前 IMF 等多个机构均预期 2025 年全球经济增速将与 2024 年持平或略有放缓，叠加特朗普上台后美国石油供给大概率增加，总体上看我国因能源价格上涨而产生输入性通胀的概率不大。2，2025 年我国面临着特朗普二次上台后中美贸易争端再次升级的不确定性，出口受抑制的情况下，出口产品价格易跌难涨，对 PPI 同比形成潜在抑制。3，在输入性通胀和外需面临挤压的局面下，2025 年我国 PPI 修复进程主要取决于内需恢复的强度。4，当前一揽子稳增长政策为近年罕有，有望带动我国内需持续回暖，对 PPI 形成支撑。5，2025 年超长期特别国债等财政发力力度加大，重点支持的“两重、两新”（国家重大战略、重点领域的安全能力建设；大规模设备更新、消费品以旧换新）项目对应的新基建、制造业设备更新等有望带动工业上游的原材料工业（黑色、有色、非金属矿物）等行业利润持续改善，而历史数据显示工业上游的采矿业和原材料工业利润率与 PPI 同比相关性更高。在假设 2025 年内需修复进程能够覆盖外需不确定性的情况下，预计年内 PPI 同比降幅持续缩窄，四季度有望回正，全年 PPI 同比-1.2%。

◆ 市场货币宽松预期“抢跑”引关注，资金面边际趋紧

截止 1 月 11 日，DR007 报收 1.75%，较上周五上行 7BP；SHIBOR1W 报收 1.69%，较上周五上行 2BP。截止 1 月 10 日，1 年期同业存单到期收益率报收 1.63%，较上周五上行 7BP。自 2024 年中旬央行货币政策框架改革以来，央行公开市场流动性投放结构出现显著偏移，通过买断式逆回购释放流动性规模不断上升，质押式逆回购操作规模收缩。本周通过 7D 逆回购累计投放流动性 309.00 亿元，利率 1.50%；7D 逆回购到期量共计 2909.00 亿元，本周通过逆回购累计净回收流动性 2600.00 亿元。

本周央行主管媒体金融时报发文提醒，市场对于货币宽松有抢跑之嫌，透支了货币“适度宽松”的利好。当前货币政策面临人民币汇率压力、长债收益率快速下行背后折射的有效需求不足以及系统性金融风险三大方面的制约，要避免对 12 月中共中央经济会议定调“适度宽松货币政策”的过度解读。受央行表态影响，市场宽松预期小幅降温。往后看，春节前资金面干扰较多，包括政府债券发行、缴税大月、居民取现等带来的流动性需求上行，央行或通过结构性工具加大货币投放力度。但降息时点或小幅后置以观察国际环境变化引起的冲击。

◆ 市场对美联储 1 月会议维持利率不变形成一致预期，非农数据助力降息预期再降温

1 月 10 日，最新数据显示美国 12 月非农新增就业 25.6 万人，为九个月最大增幅，大超市场预期的 16.5 万人。12 月失业率为 4.1%，低于预期和 11 月的 4.2%。劳动力

市场的坚韧带动市场降息预期进一步下行，截止 1 月 11 日，CME FEDWatch 数据显示市场预计美联储在 1 月会议上维持利率不变的概率已升至 93.6%，基本上已形成一致预期。结合 2025 年开面多名美联储官员，波士顿联储主席柯林斯、堪萨斯城联储主席施密德以及费城联储主席哈克等均发声支持“渐进性降息”，“当前利率或接近中性水平”，我们预计年内美联储对进一步降息的态度或更加谨慎，利率处于当前水平的时间或更长，这对人民币汇率更提出了挑战。

美联储降息预期降温叠加特朗普就任在即引发美元升值趋势增强，周内美元指数波动上行。截止 1 月 10 日，美元指数报收 109.66%，较上周五上行 0.67%；人民币兑美元即期汇率报收 7.3326，汇率压力边际上行。

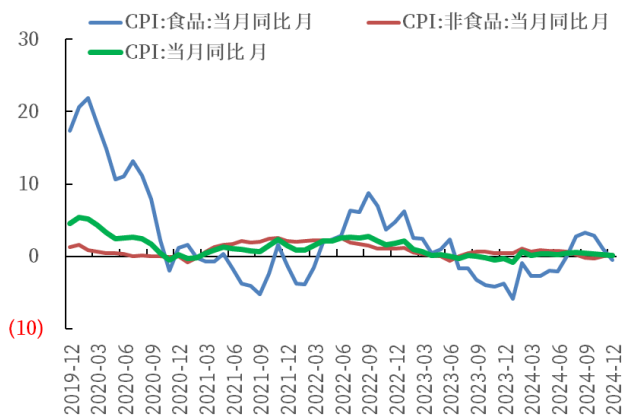
◆ 央行暂停购买国债，长端利率回调

截止 1 月 10 日，我国 10 年期国债收益率报收 1.63%，较上周五上行 3BP；1 年期国债收益率报收 1.20%，较上周五上行 18BP；短端利率大幅回调使得收益率曲线平坦化，10 年期与 1 年期国债收益率的期限利差压缩至 43.77BP，较上周五大幅收缩 14.87BP。

自 2024 年 6 月长端利率开启下行趋势以来，四季度受益于政府加力货币宽松以提振经济的“东风”，债市提前交易降息预期，以 10 年期国债为代表的长端利率出现快速、大幅下行的牛陡行情，屡次突破历史低点，当前波动中枢已降至 1.60% 左右。央行多次提醒市场长期利率单边下行累积系统性风险，但无法逆转市场一致看多预期，债市做多情绪处于高位。1 月 10 日，中国人民银行发布公告，2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。此外，央行主管媒体金融时报发文提醒，市场对于货币宽松有抢跑之嫌，透支了货币“适度宽松”的利好。多管齐下，本周债市长端利率出现小幅回调。往后看，我们认为货币宽松对于支持实体经济必不可少，但限于内外部环境压力，降息降准的节奏或缓于市场预期。因此，短期内资金面波动性上升叠加止盈压力或对债市形成扰动，长端利率或在当前位置小幅盘整。

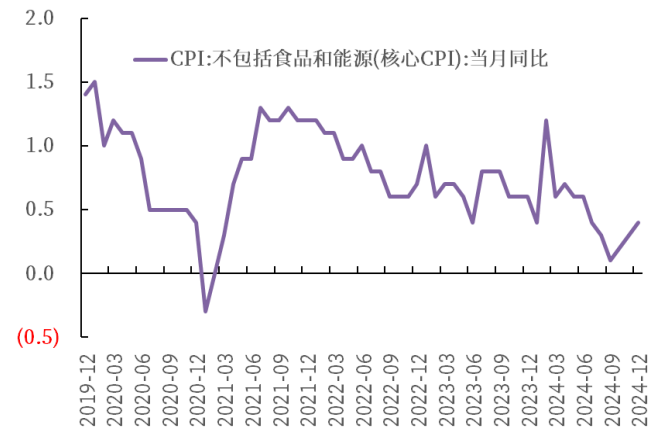
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



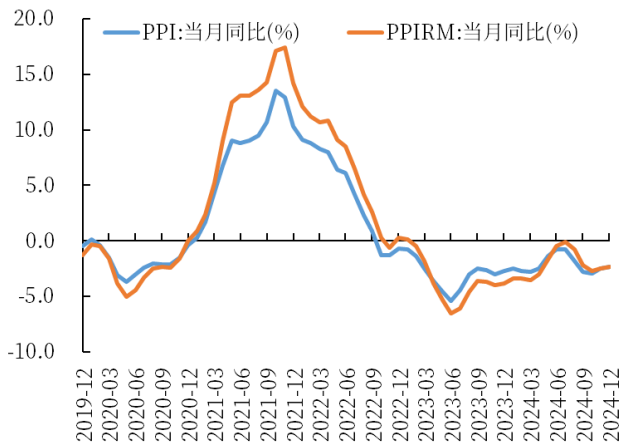
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)



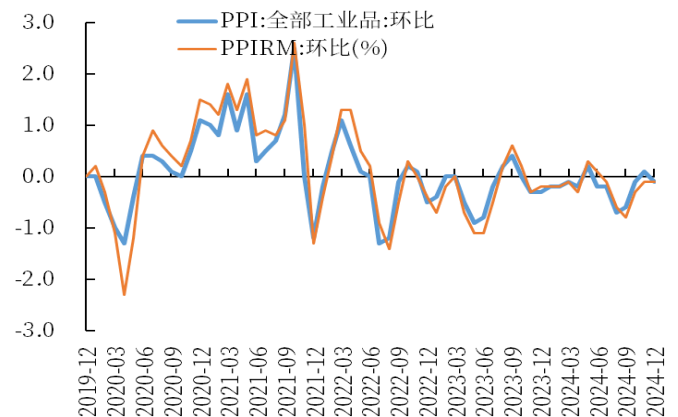
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PPI 和 PPIRM 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12
CPI: 当月同比	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	0.30	0.30	0.10	0.70	-0.80	-0.30
CPI: 食品烟酒: 当月同比	0.00	0.90	2.00	2.30	2.10	0.20	-1.10	-1.00	-1.40	-1.40	-0.10	-3.60	-2.00
CPI: 衣着: 当月同比	1.20	1.10	1.10	1.30	1.40	1.50	1.50	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.40
CPI: 居住: 当月同比	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.30	0.30
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	-0.70	-0.30	0.10	0.10	0.20	0.70	0.30	0.30	1.40	1.00	0.50	1.00	0.00
CPI: 交通和通信: 当月同比	-2.20	-3.60	-4.80	-4.10	-2.70	-0.60	-0.30	-0.20	0.10	-1.30	-0.40	-2.40	-2.20
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	0.90	1.00	0.80	0.60	1.30	1.70	1.70	1.70	1.80	1.80	3.90	1.30	1.80
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.90	1.10	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.50	1.60	1.50	1.50	1.30	1.40
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	4.90	5.20	4.70	3.50	3.40	4.00	4.00	3.60	3.80	2.70	3.00	2.90	2.90
CPI: 环比	0.00	-0.60	-0.30	0.00	0.40	0.50	-0.20	-0.10	0.10	-1.00	1.00	0.30	0.10
CPI: 食品烟酒: 环比	0.20	-0.10	0.00	-0.10	-0.20	0.30	-0.10	-0.20	0.20	-0.60	0.50	0.30	0.10
CPI: 衣着: 环比	0.20	0.50	0.00	0.30	-0.20	-0.40	-0.20	0.30	-0.10	0.50	-0.20	-0.30	0.10
CPI: 居住: 环比	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.30	-0.90	-0.20	-0.20	-0.70	0.40	-1.20	-1.10	-0.10	-0.30	0.00	0.50	0.60
CPI: 交通和通信: 环比	0.00	0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.60	-1.00	-0.90	-0.60	-0.70	0.10	-0.10	-0.70
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.00	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.10	0.10	0.10	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637