

# 核心 CPI 连续 3 月回升，通胀是否有起色？—12 月通胀数据点评

2025 年 1 月 9 日  
热点点评

## 主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

[lixif@cspengyuan.com](mailto:lixif@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”  
微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、数据

12 月 CPI 同比增长 0.1%，符合 wind 市场预期（0.1%），低于前值（0.2%）；

12 月 PPI 同比增长-2.3%，符合 wind 市场预期（-2.3%），高于前值（-2.5%）。

## 二、具体分析

（1）CPI 同比回落到零值附近，再次受到食品项拖累，环比弱于季节性，核心 CPI 同比连续三月回升，环比强于季节性。12 月 CPI 同比增速较上月下降 0.1pct，CPI 环比 0.0%，弱于季节性（0.1%），高于前一月环比（-0.6%）。分项来看，12 月 CPI 内部分化继续收窄，其中食品项同比-0.5%，较上月下降 1.5pct，非食品项同比 0.2%，较上月上升 0.2pct。核心 CPI 同比上涨 0.4%，较上月上升 0.1pct，连续三个月小幅回升；环比 0.2%，强于季节性（0.04%），高于前一月环比（-0.1%）。食品项超季节性回落，但跌幅收窄，带动 CPI 环比由跌转为持平，元旦假期前出行和服务消费有所增加，非食品项环比回暖，强于季节性。

（2）PPI 环比转跌，同比跌幅收窄，主要受到国际大宗商品价格波动、生产活动季节性回落等因素的影响。12 月，PPI 同比较前值上升 0.2pct，环比-0.1%，由涨转跌，较上月下降 0.2pct，强于季节性（-0.18%）。国际定价的原油价格窄幅波动，有色金属涨幅收窄，国内煤炭、钢铁、铜等多数工业品价格出现回落。

## 三、展望

（1）12 月 CPI 和 PPI 均符合预期，预计后续 CPI 将低位震荡，PPI 继续小幅抬升。对于 CPI，在总需求没有明显改善的背景下，后续 CPI 同比预计主要在 0-1%的区间震荡反复。对于 PPI，特朗普当选下原油价格中枢或小幅下降，对 PPI 价格形成偏长期的制约，国内定价的黑色金属、非金属等板块在 9 月底政策组合拳提振下边际改善，但是在高库存、生产淡季等因素下价格有所回落，

反弹持续性并不高。PPI 环比动能偏弱，一季度同比在低基数下压力较小。

(2) 12 月 CPI 和 PPI 同比一降一升，可以看出：(1) 政策效果在核心 CPI 和非食品项等数据上有所显现，但是通胀水平在低基数上未见明显好转，需要持续性政策打破通缩预期。在极端天气消退和气温升高等因素下，鲜菜、鲜果 10 月-12 月价格超季节性回落，带动 CPI 同比连续回落。不过在政策推动下，核心 CPI 近三月在低位小幅抬升，非食品项中交通工具、家庭服务等分项环比走强，消费动能有所修复。整体来看，通胀绝对水平仍偏低，仍需要更多补贴或者促进消费政策来打破通缩预期。(2) 春节错位效应下一季度通胀水平波动将明显增大，1-2 月 CPI 同比增速预计将出现“1 月大、2 月小”的特征。今年春节再次回到 1 月下旬，预计在基数效应今年 1-2 月 CPI 同比增速将出现“1 月大、2 月小”的特征，春节错位对生产活动的影响也传导到 PPI 同比读数。(3) 对债市的影响：价格水平低迷的状态没有改变，债市中长期趋势不变。11 月投资、消费、出口同比增速均回落，12 月制造业景气度下降，虽然核心 CPI 和非食品项等数据在低位边际改善，但是改善幅度较小，持续性也有待观察，整体通胀水平偏低。在基本面未明显改善、货币政策继续宽松的情况下，债市震荡偏强的趋势仍在，但债市在 12 月抢跑后赔率下降，调整是较好的配置机会。

## 1. 数据

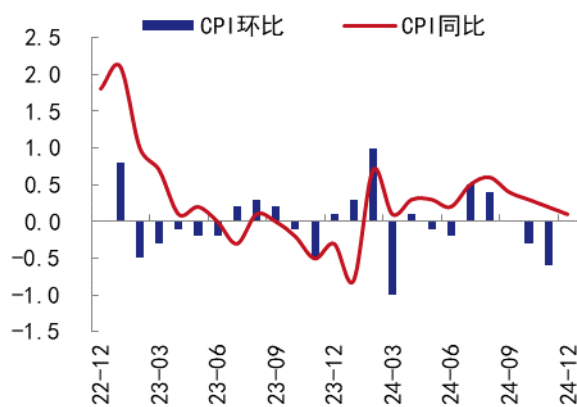
12月CPI同比增长0.1%，符合wind市场预期（0.1%），低于前值（0.2%）；

12月PPI同比增长-2.3%，符合wind市场预期（-2.3%），高于前值（-2.5%）。

## 2. 具体分析

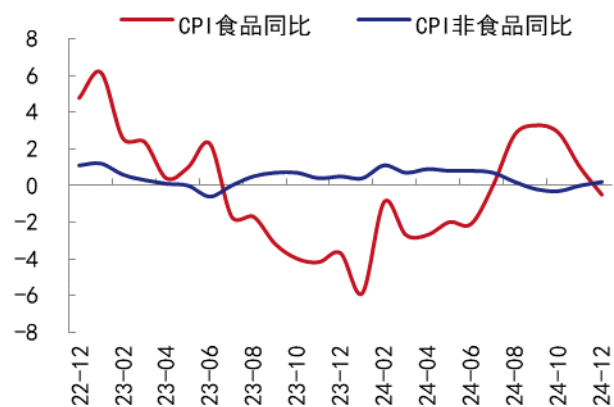
CPI同比回落到零值附近，再次受到食品项拖累，环比弱于季节性，核心CPI同比连续三月回升，环比强于季节性。12月CPI同比增速较上月下降0.1pct，持平wind市场预期（0.1%）；CPI环比0.0%，弱于季节性（0.1%），高于前一月环比（-0.6%）。分项来看，12月CPI内部分化继续收窄，其中食品项同比-0.5%，较上月下降1.5pct，非食品项同比0.2%，较上月上升0.2pct，食品项和非食品项同比差距减小。剔除食品和能源后，12月核心CPI同比上涨0.4%，较上月上升0.1pct，连续三个月小幅回升；环比0.2%，强于季节性（0.04%），高于前一月环比（-0.1%）。

图1 12月CPI环比和同比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 12月CPI食品项和非食品项同比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

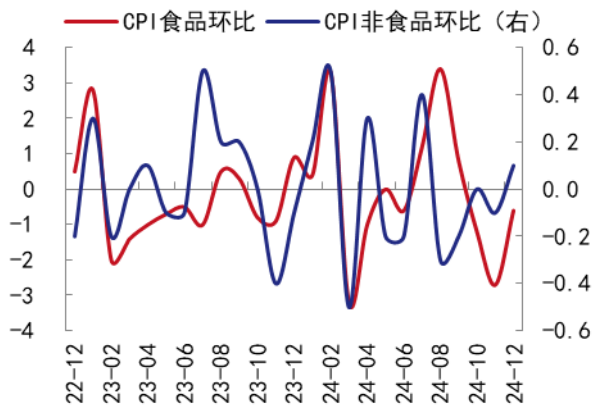
食品项超季节性回落，但跌幅收窄，带动CPI环比由跌转为持平，元旦假期前出行和服务消费有所增加，非食品项环比强于季节性。

**（1）食品分项再次走弱，主要受到鲜菜、鲜果和猪肉价格下跌的影响。**12月CPI食品环比-0.6%，显著弱于季节性（0.6%），但较前一月环比跌幅收窄2.1pct，是CPI环比由下跌转为持平的主要原因。食品中只有蛋类和烟草强于季节性，其他均弱于季节性，鲜菜鲜果环比跌幅靠前。具体来看，今年冬天全国平均气温显著高于历史均值，有利于农产品生产储运，同时极端天气的影响逐步消退，供应充足下鲜菜鲜果价格再次超季节性下降，分别下降2.4%和1.0%，合计影响CPI环比下降约0.07个百分点；虽然随着气温下降，猪肉腌腊和节日补货需求上升，但是受前期压栏惜售、二次育肥等因素影响，猪肉保持供应宽松的状态，但是消费需求不强，猪价延续跌势，本月环比下跌2.1%，跌幅较上月收窄1.3pct。

**（2）非食品分项环比回暖，交通工具用燃料、通信工具、家庭服务等分项较强。**12月CPI非食品价格

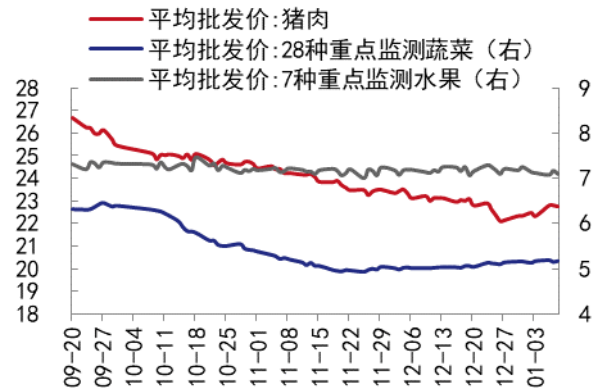
环比 0.1%，强于季节性（-0.1%），较前一月上升 0.2pct，影响 CPI 环比上涨约 0.12 个百分点。具体来看，冬季换装需求持续，CPI 衣着分项环比上涨 0.2%，强于季节性（0.0%）；临近元旦假期，出行和家庭服务需求增加，飞机票价格由上月下降 8.6% 转为上涨 4.6%，同时补贴政策对车辆购置需求和车辆价格形成有利支撑，CPI 交通通信分项环比上涨 0.3%，强于季节性（-0.6%）。

图 3 12 月 CPI 分项环比



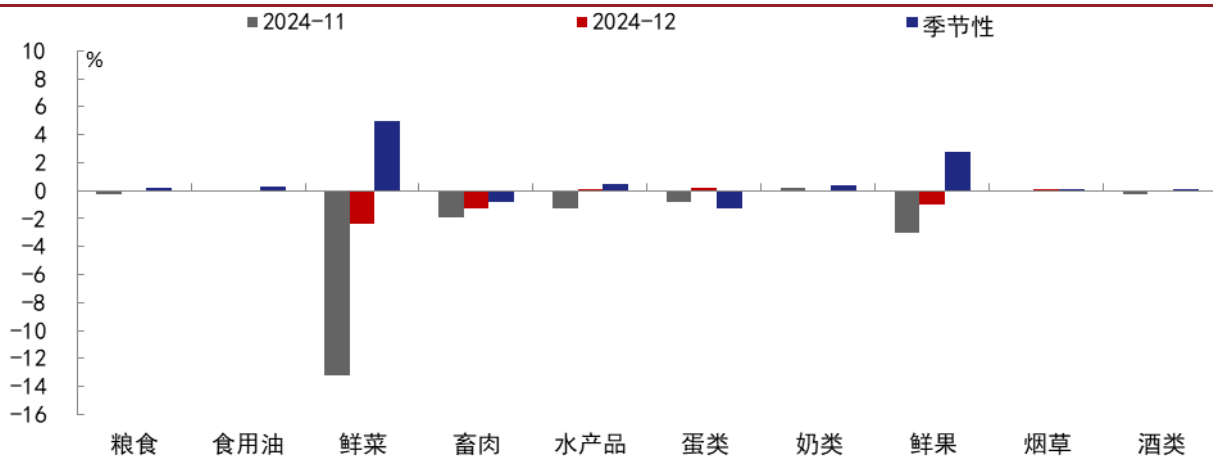
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 CPI 重点分项相关价格近期走势



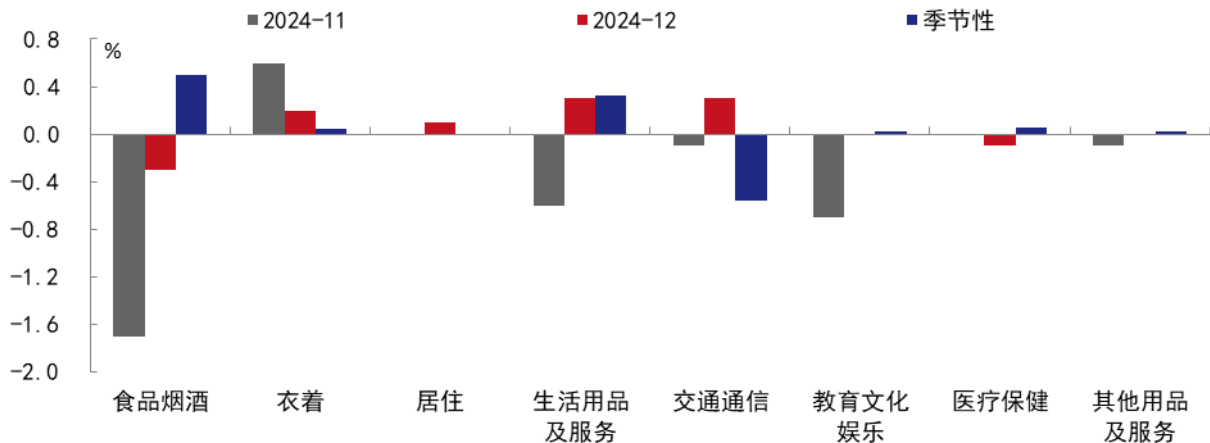
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 12 月 CPI 食品分项环比与季节性



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 12 月 CPI 大类分项环比与季节性



资料来源：Wind，中证鹏元整理

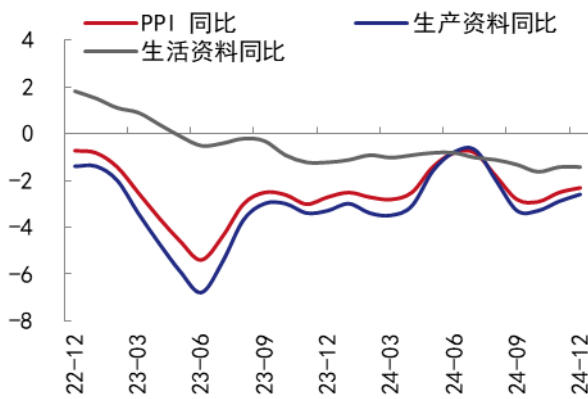
**PPI 环比转跌，同比跌幅收窄，主要受到国际大宗商品价格波动、生产活动季节性回落等因素的影响。**

12 月，PPI 同比-2.3%，持平 wind 预期（-2.3%），较前值上升 0.2pct；PPI 环比-0.1%，由涨转跌，较上月下降 0.2pct，强于季节性（-0.18%）。从结构上看，生产资料价格同比-2.6%，较上月上升 0.3pct；生活资料价格同比-1.4%，和上月持平。

**国际定价的原油价格窄幅波动，有色金属涨幅收窄，国内煤炭、钢铁、铜等多数工业品价格出现回落。**

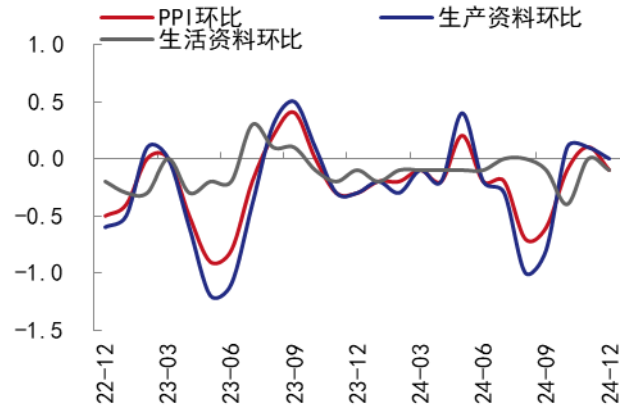
分行业看：**（1）原油：**受地缘冲突升级、“特朗普交易”等多空因素影响，国际原油价格窄幅波动，12 月小幅上涨，发改委对国内成品油价格不作调整，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比分别微涨 0.1%和 0.2%；**（2）有色金属：**受国际有色金属价格的波动传导影响，国内有色金属板块继续表现较好，但涨幅有所回落，其中上游的有色金属矿采选业继续相对强势，连续十个月环比上涨，环比涨幅 0.5%，涨幅较上月收窄 0.9pct，有色金属冶炼和压延加工业价格环比持平，涨幅较上月收窄 1.2pct，其中铜冶炼价格下降 1.7%，金冶炼价格上涨 0.4%；**（3）黑色金属：**房地产、基建项目在冬天淡季停工增加，钢材需求回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.6%，上月环比上涨 0.2%。**（4）煤炭：**煤炭库存充足，叠加暖冬天气降低取暖需求，煤炭价格出现下跌，煤炭开采和洗选业价格环比下跌 1.9%，跌幅扩大 1.5pct；**（5）其他：**冬天燃气、电力需求季节性增加，燃气生产和供应业价格环比上涨 1.2%，电力热力生产和供应业价格环比上涨 0.9%。装备制造业中，光伏设备及元器件制造价格下降 0.6%，锂离子电池制造价格下降 0.3%，新能源车整车制造价格上涨 0.7%，光伏电池行业继续进行以价换量，新能源整车制造价格有所企稳。

图7 12月PPI及分项同比



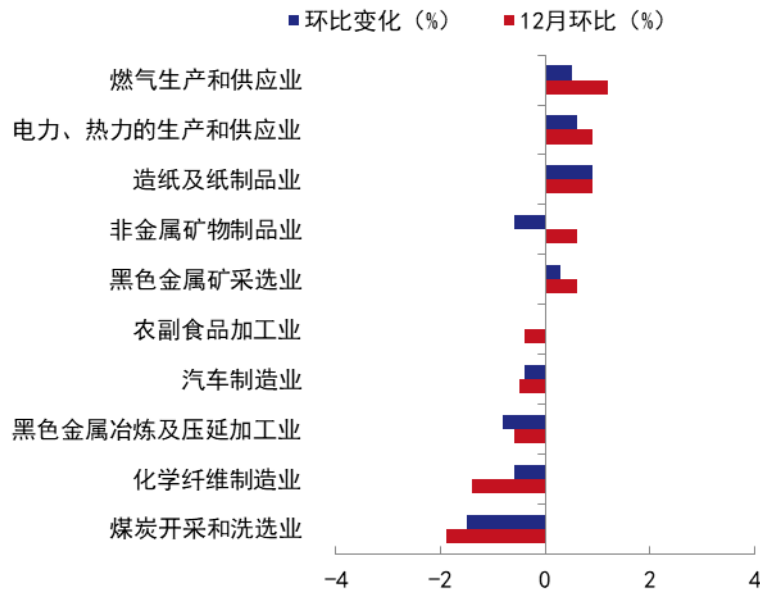
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图8 12月PPI及分项环比



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图9 11月PPI分行业环比增速前五位、后五位



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### 3. 展望

12月CPI和PPI均符合预期, 预计后续CPI将低位震荡, PPI继续小幅抬升。对于CPI, 食品项重点分类中, 猪价跌幅收窄, 春节猪肉需求有望回升, 鲜菜鲜果价格预计逐步企稳, 对CPI拖累作用减弱; 非食品项中, 原油价格窄幅震荡, 汽车在补贴政策下有所回暖, 出行类服务需求在节日有望增加, 非食品项环比可能走强。在总需求没有明显改善的背景下, 后续CPI同比预计主要在0-1%的区间震荡反复, 极端天气影响消退、基数效应以及春节错位因素下1月有望明显反弹。对于PPI, 外部定价的原油、有色金属等主要受

到全球需求、地缘冲突等因素的影响，其中特朗普当选以意味着更低的地缘风险溢价和更高的原油增产预期，原油价格中枢或小幅下降，可能带动国内相关行业价格继续下降，对 PPI 价格形成偏长期的制约；有色金属板块边际再度回暖，对国内相关板块偏利好；国内定价的黑色金属、非金属等板块在 9 月底政策组合拳提振下边际改善，但是在高库存、生产淡季等因素下价格有所回落，反弹持续性并不高。整体来看，PPI 环比动能偏弱，一季度同比在低基数下压力较小。

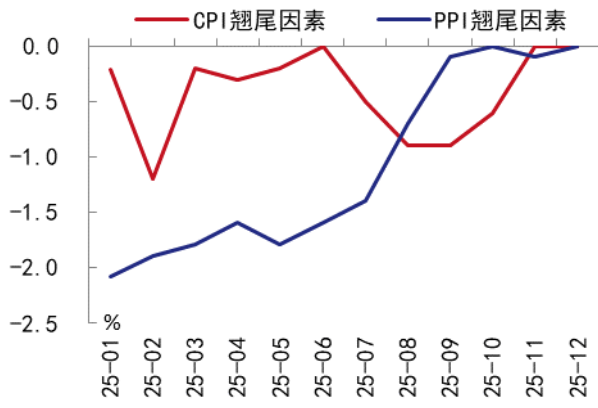
### 12 月 CPI 和 PPI 同比一降一升，可以看出：

**(1) 政策效果在核心 CPI 和非食品项等数据上有所显现，但是通胀水平在低基数上未见明显好转，需要持续性政策打破通缩预期。**从结构上看，近期 CPI 和核心 CPI 等通胀数据有所分化。一方面，CPI 的波动主要来自食品项，今年 4-9 月食品项是 CPI 主要支撑项，但在极端天气消退和气温升高等因素下，鲜菜、鲜果等食品的供给逐步恢复并进入相对充足状态，10 月-12 月相关价格超季节性回落，带动食品项成为 CPI 同比的拖累项，因此四季度 CPI 同比增速连续回落。另一方面，在政策推动下，核心 CPI 同比增速近三月在低位小幅抬升，非食品项中交通工具、家庭服务等分项环比走强，显示消费动能有所修复，但整体上通胀形势不容乐观。从绝对水平上看，2023 年全年 CPI 和 PPI 同比分别上涨 0.2%、下跌 3.0%，价格水平偏低；2024 年 12 月 CPI 同比接近零值，全年同比上涨 0.2%，PPI 连续 27 个月低于零值，全年下跌 2.2%，价格水平在 2023 年低基数上并未明显好转，期间政策效果相对有限。当前政策更多偏向工业生产和制造业，而国内有效性需求不足，因此经济呈现“供强需弱”的格局，价格端持续承压。2025 年要打破通缩预期，仍需要更多实质性补贴或者促进消费的政策出台。

**(2) 春节错位效应下一季度通胀水平波动将明显增大，1-2 月 CPI 同比增速预计将出现“1 月大、2 月小”的特征。**2023 年和 2024 年春节分别在 1 月下旬和 2 月上旬，因此 2024 年 1-2 月 CPI 同比出现“1 月小、2 月大”的特征。今年春节再次回到 1 月下旬，预计在基数效应下今年 1-2 月 CPI 同比增速将出现“1 月大、2 月小”的特征，春节错位对生产活动的影响也传导到 PPI 同比读数，一季度通胀数据的波动将增大。

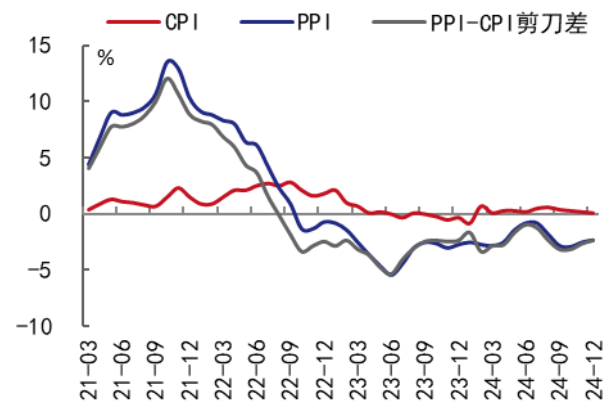
**(3) 对债市的影响：价格水平低迷的状态没有改变，债市中长期趋势不变。**一方面，11 月投资、消费、出口同比增速均回落，12 月制造业景气度下降，经济整体偏弱。另一方面，虽然核心 CPI 和非食品项等数据在低位边际改善，但是改善幅度较小，持续性也有待观察，整体通胀水平偏低。在基本面未明显改善、货币政策继续宽松的情况下，债市震荡偏强的趋势仍在，但债市在 12 月抢跑后赔率下降，调整是较好的配置机会。

图 10 2025 年 CPI 和 PPI 翘尾因素



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 PPI-CPI 剪刀差



资料来源：Wind，中证鹏元整理



**附表 1：通胀月度数据**

单位：%	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2023-12
<b>CPI 同比</b>	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	-0.3
CPI 食品:同比	-0.5	1.0	2.9	3.3	2.8	0.0	-3.7
CPI 非食品:同比	0.2	0.0	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.5
核心 CPI:同比	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6
服务 CPI:同比	0.5	0.4	0.4	0.2	0.5	0.6	1.0
<b>CPI:环比</b>	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.5	0.1
CPI 食品:环比	-0.6	-2.7	-1.2	0.8	3.4	1.2	0.9
CPI 非食品:环比	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.4	-0.1
核心 CPI:环比	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.3	0.1
服务 CPI:环比	0.1	-0.3	0.0	-0.3	-0.1	0.6	0.1
<b>PPI:同比</b>	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-2.7
<b>PPI 生产资料:同比</b>	-2.6	-2.9	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	-3.3
采掘工业:同比	-4.6	-4.9	-5.1	-2.5	0.9	3.5	-7.0
原材料工业:同比	-2.2	-2.9	-4.0	-3.2	-0.8	1.8	-2.8
加工工业:同比	-2.7	-2.7	-2.9	-3.3	-2.7	-2.1	-3.2
<b>PPI 生活资料:同比</b>	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-1.2
食品类:同比	-1.4	-1.5	-1.6	-1.6	-1.3	-0.7	-1.4
衣着类:同比	-0.1	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	0.1
一般日用品类:同比	0.6	0.2	0.1	-0.3	0.0	-0.3	-0.1
耐用消费品类:同比	-3.1	-2.7	-3.1	-2.1	-1.9	-2.0	-2.2
<b>PPI:环比</b>	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-0.7	-0.2	-0.3
<b>PPI 生产资料:环比</b>	0.0	0.1	0.1	-0.8	-1.0	-0.3	-0.3
采掘工业:环比	-0.8	-0.1	-0.3	-1.6	-1.6	0.7	-1.1
原材料工业:环比	0.3	0.2	-0.4	-1.2	-1.2	-0.2	-0.5
加工工业:环比	-0.1	0.1	0.3	-0.6	-0.9	-0.4	-0.2
<b>PPI:生活资料:环比</b>	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1
食品类:环比	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.3
衣着类:环比	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.1	-0.2
一般日用品类:环比	0.2	0.1	0.3	-0.2	0.0	0.1	-0.2
耐用消费品类:环比	-0.3	0.2	-1.1	-0.2	0.0	0.2	0.1

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

**深圳** 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
电话：010-66216006 传真：010-66212002

**上海** 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120  
总机：021-51035670 传真：021-51035670

**湖南** 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
电话：025-87781291 传真：025-87781295

**四川** 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室  
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

**陕西** 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**香港** 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140