

## 经济形势月报： 服务业与燃料价格支撑的通胀弱回升



12 月全国居民消费价格同比上涨 0.1%（前值 0.2%），消费品价格上涨-0.2%（前值 0%），服务价格上涨 0.5%（前值 0.4%）。核心 CPI 同比上涨 0.4%（前值 0.3%）。本月食品价格对 CPI 的拉动已消失，耐用品价格上行偏弱，可选服务性消费通胀继续维持，核心 CPI 略有改善。

12 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.3%，生产、生活资料价格水平同比分别下降 2.6%、1.4%，三者环比则下降 0.1%、0%、0.1%。上月中游原材料加工行业价格的上涨在本月推升了下游制造业的出厂价格同比，不过这一变化集中于一般日用品而非耐用品制造业。燃料价格支撑了全行业采购价格的同比上涨，而其他品类的购入价格则出现不同程度的边际下行。

本月我们再次提醒 CPI 出现通缩的风险，而 PPI 在本月的回升仍缺少下游耐用品的支撑。后续应继续观察服务消费通胀、制造业供给改革和更大范围的耐用品消费补贴政策落地于执行情况。

# 服务业与燃料价格支撑的通胀弱回升

## ——2024 年 12 月蒙格斯 CPI 月报

### 摘要

● 12 月全国居民消费价格同比上涨 0.1%（前值 0.2%），消费品价格上涨 0.2%（前值 0%），服务价格上涨 0.5%（前值 0.4%）。核心 CPI 同比上涨 0.4%（前值 0.3%）。食品价格对 CPI 的拉动作用完全消失，交通类价格（交通燃料，交通工具）的同比改善对 CPI 仍处通胀区间的边际贡献最大；而服务性消费的通胀水平则继续维持相对的高位，保证了 CPI 的下限水平。

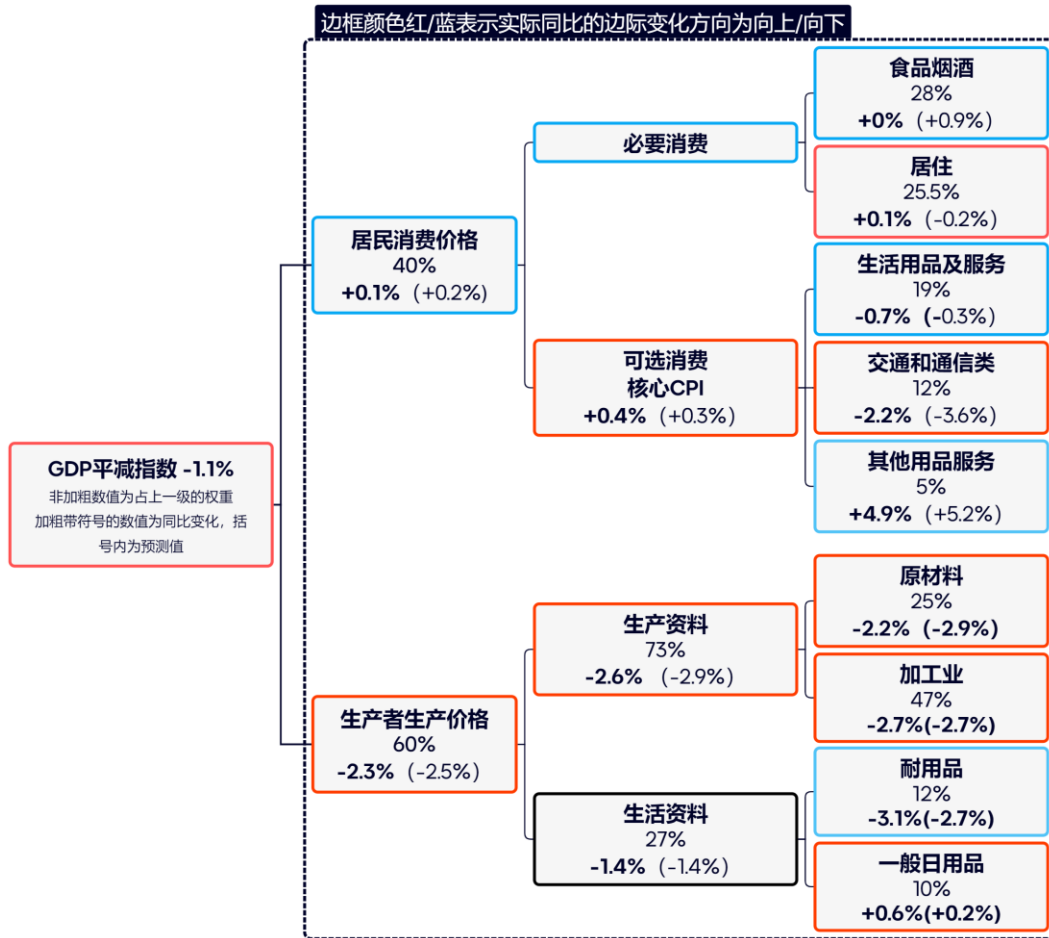
● 12 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.3%，生产、生活资料价格水平同比分别下降 2.6%、1.4%，三者环比则下降 0.1%、0%、0.1%。同比的改善主要由上中游的石油开采和加工业贡献，下游制造中计算机通信电子行业的出厂价格同比的改善速度加快，不过下游客体的 PPI 出现“日用品强，耐用品弱”的分化。

● 向前看，短期内（3 个月）CPI 的下行概率更大，有跌入通缩区间的风险，而 PPI 的上行程度则有限且易出现反转。我们对后续通胀水平的提高仍有信心：政策方面，1 月初落地的新一轮以旧换新和消费补贴或将再度提振耐用品通胀；围绕碳排放和低效产能的出清或部分缓解制造业长期低价竞争的局面；对服务消费的补贴或继续推高其通胀水平。外部环境上，中长期看比当前水平更为偏弱的美元和复杂的国际形势将更为广泛地推高上游原材料价格，使 PPI 的中枢高于当前位置，但能否实现并最终使 GDP 平减指数升至 0 以上则仍不明朗。

## 目录

摘 要.....	2
一、 十二月物价全景：消费端通胀回落，生产端通胀回升 .....	4
（一） CPI 解读：服务消费通胀助推核心 CPI 三连升 .....	4
（二） PPI 解读：整体价格上行，中间品增速突出 .....	7
二、 中期价格水平前瞻：CPI 企稳，PPI 先改善后下行 .....	10
（一） CPI 中期：食品耐用品拉动力度偏弱，服务业或加力 .....	10
（二） PPI 中期：先下探，后回升 .....	10

# 一、十二月物价全景：消费端通胀回落，生产端通胀回升



## (一) CPI 解读：服务消费通胀助推核心 CPI 三连升

指标名称	11 月数值	12 月数值（变速） <sup>1</sup>
CPI（全口径/核心）	+0.2%/+0.3%	+0.1%↘↘/+0.4%↗↗
CPI（城市/农村）	+0.1%/+0.2%	+0.1%→/+0%↘
CPI（消费品/服务）	+0%/+0.4%	-0.2%↘/+0.5%↗↗
CPI 食品烟酒	+0.9%	+0%↘
CPI 交通通信	-3.6%	-2.2%↗↗
CPI 其他用品服务	+5.2%	+4.9%↘↘

<sup>1</sup>一个箭头表示下降或上升速率与上月相同或趋缓，两个箭头表示既有趋势加速或反转（方向为反转后的方向）

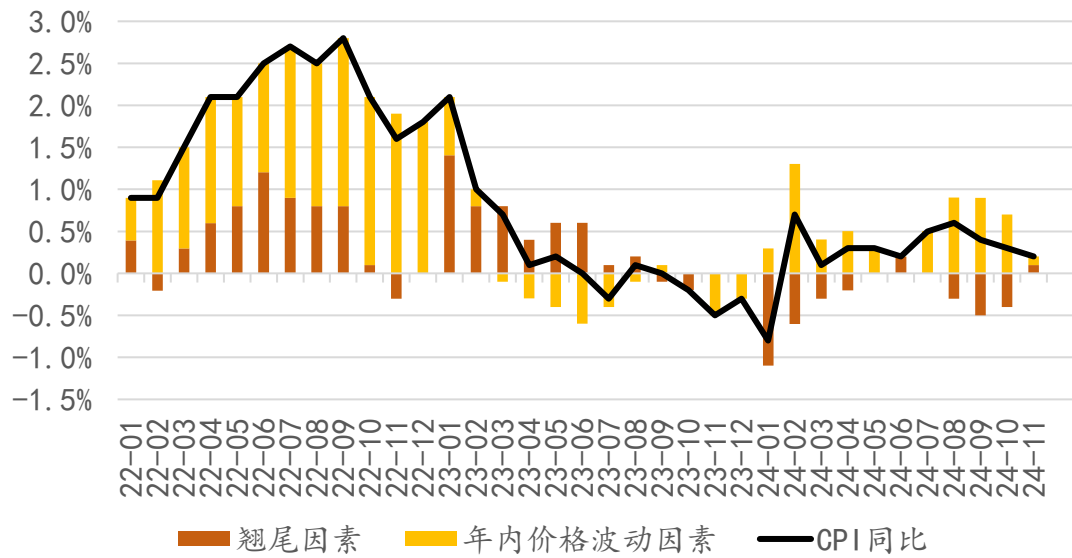
**数据速览：**2024 年 12 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%，连续第四个月回落；其中城市上涨 0.1%，农村上涨 0%，24 年内第二次农村通胀低于城市；消费品价格同比下降-0.2%，其中耐用品价格同比升降互现。服务价格上涨 0.5%，四季度以来服务消费通胀强于商品消费通胀的趋势连续增强，居住价格同比上行 0.2%，上一次出现该情况要追溯至 23 年 5~6 月，**核心 CPI 连续第三个月上行，是疫情后的首次。**

具体分项上，**食品烟酒类价格同比上涨 0%，对 CPI 的拉动作用完全消失。**其他七类中：其他用品及服务上涨 4.9%（前值 5.2%，后同），继续保持高通胀水平；衣着和教育文化与娱乐价格同比上涨 1.2%（1.1%）和 0.9%（1.0%）；居住同比上涨 0.1%（-0.1%）；生活用品及服务价格下降 0.7%（-0.3%）；交通通信价格下降 2.2%（-3.6%）。**对核心 CPI 上行的推动，本月贡献最大的是居住价格水平同比的重新上涨，其次是交通工具价格同比较 11 月更快的改善。**

**细分解读：**本月食品烟酒类对 CPI 的拉动为负，必要的鲜菜和畜肉价格同比均有回落，食品中仅有蛋类价格同比上涨，高频价格信息显示其食品价格同比在最近 2 周仍处于下行趋势，短期内恐难重新对 CPI 带来推动作用。

0.1%的 CPI 同比数据略高于我们的预测值 0%，**最重要的影响来自居住价格的同比回升**，从分项看租赁房房租和水电燃料价格同比均未出现变化，参考居民消费分类（2013），我们认为可能是月内 CPI 核算时对自有住房折算租金的统计方式与 GDP 核算同步进行了调整（成本法变为租金法），推高了最终的通胀水平。除此以外，交通工具价格同比的加速上行亦减少了该品类对 CPI 的拖累，不过开年以来汽车生产企业价格战似有再度激化的迹象，可能这一上行趋势将面临挑战。其他耐用品方面家用器具价格同比有所回落，通信工具同比持平前值。服务类消费的较高通胀水平继续对 CPI 形成了支撑：家庭服务价格同比在持平三个月后走高，旅游价格则升至临界位置，有望在 25 年初重现 24 年初的盛景，其他用品和服务则如我们所预期的，继续维持在 5%左右的通胀水平。

图二：消费者价格指数分解



指标名称	12 月同比	最近两周（同比/ICPI 为环比）
28 种蔬菜批发价	+1.93%	-0.99% ▼
6 种鲜果批发价	+0.94%	+0.31% ▼
猪肉批发价	+13.44%	+11.57% ▼
鸡蛋批发价	+1.2%	+3.05% ▲
汽油批发价格指数	-6.42%	-5.48% ▲
ICPI 生活用品服务	-3.2%	-3.7% ▼
ICPI 教育文娱	-0.2%	-0.9% ▼
ICPI 其他用品及服务	+4.2%	+2.4% ▼

向前看，统计角度看 1 月的 CPI 将有-0.1%的基数效应，定性来看由于该月处于政策的空窗期和春节前的促销季，商家或有意接续 24 年四季度的降价策略以维持经营业绩，同时从上表看主要食品价格同比则仍处下行通道，因而我们预计 CPI 的同环比读数将继续下行。不过考虑到耐用品制造业 PPI 在本月的再度探底，后续再度走低的阻力较大，故我们认为中长期看耐用消费品价格易涨不易跌。同时正如我们在之前的报告中提及的，服务业由于对就业人口的吸纳超过制造业，预计年内将有相关的扶持和补贴政策，因此服务消费的通胀将在年内保持稳健或进一步上升。

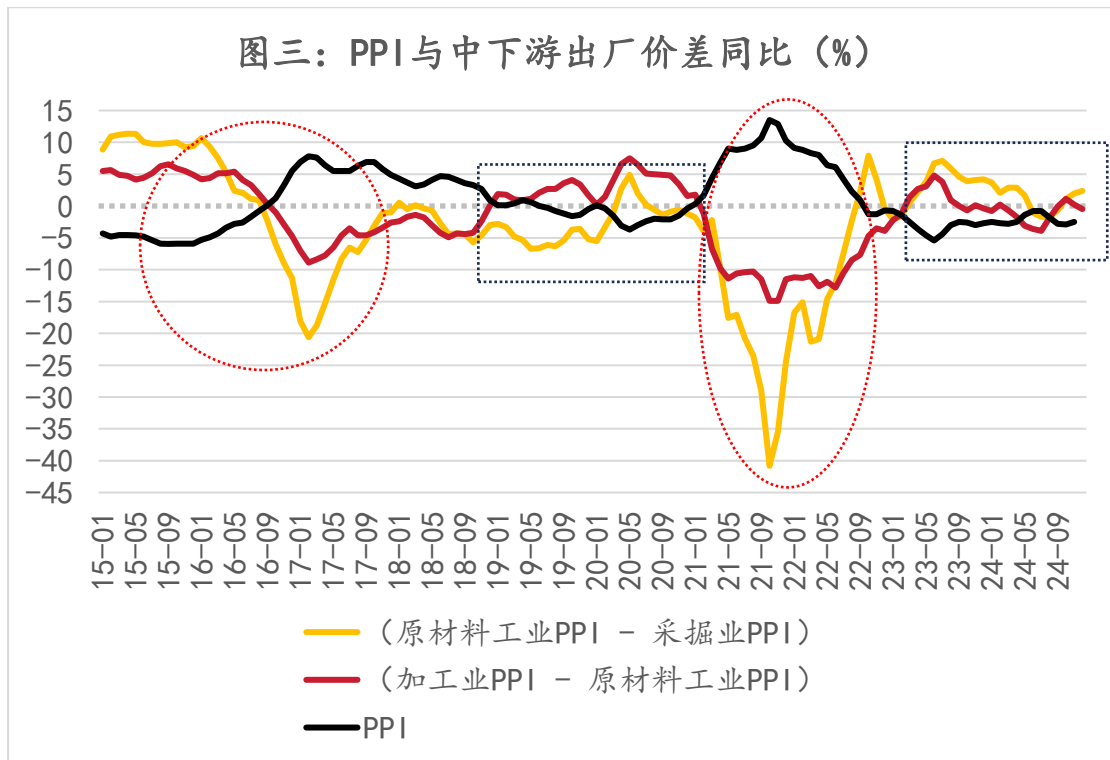
**(二) PPI 解读：整体价格上行，中间品增速突出**

指标名称	11 月同比	12 月数值（变速）
PPI/PPIRM	-2.5%/-2.5%	-2.3%↗/-2.3%→
PPI（生产/生活）	-2.9%/-1.4%	-2.6%↗/-1.4%→
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.5%	-1.9%↗↗
汽车制造业	-3.1%	-3.8%↘↘
通用设备制造业	-1.1%	-1.0%↘↘
黑色/有色金属冶炼压延	-8.2%/9.7%	-9.5%↘↘
非金属矿物制品业	-3.4%	-3.0%↗
电力、热力供应	-0.9%	-0.7%↗

**数据速览：**2024 年 12 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.3%，环比下降 0.1%；生产资料价格同比下降 2.6%，其中采掘工业价格下降 4.6%，原材料工业价格下降 2.2%，较 11 的数据边际上行，加工工业价格下降 2.7%，与前值持平。原材料行业价格的上涨是 PPI 上行的核心因素，其中又以石油上中游产业为主。生活资料价格同比持平，一般日用品出厂价同比回升，耐用品回落。

**细分解读：**本月生产资料价格与生活资料价格环比略有下降，同比则相对稳定，基数效应的拖累的消失起到的一定的作用，考虑到 1 月基数效应的拖累为 2%，因此目前仍不能判断 PPI 是否已经给出了企稳信号。11 月原材料制造业进口价格指数同比大幅升高至 9.1%（前值 6.8%），使得 12 月原材料行业 PPI 同环比上升明显，同时带动制造业 PPI 上行。而与经济循环关联更为紧密得消费品方面则分化明显：一般日用品 PPI 同比升至 0.6%，为 15 个月来的新高，与之相对的则是耐用品 PPI 再度回落至近二十年的低点。





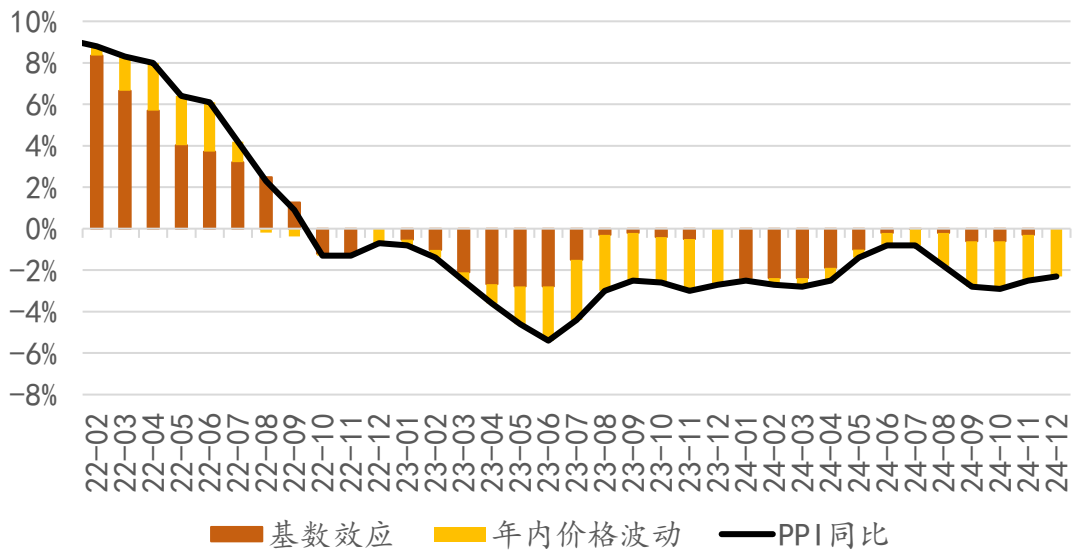
红圈表示 PPI 由通缩转通胀的节点前后，黑色矩形表示 PPI 通缩时期

行业大类方面，本月制造业中游(原材料)行业的出厂价与采掘业(其上游)出厂价的价差升至 2.4%，不过从历史规律看这一结果与 PPI 通胀水平升高相悖。由上图三，通胀水平上升时，原材料工业产出购进价差应已领先数月开始回落，同时对下游加工业的负面影响减弱(即图三红线应在黄线之上或二者高差加大)，目前看这一变化尚未发生。制造业下游的“出厂-购进”价差再度回落，表明下游企业仍难以通过出厂价的提升传递上中游的涨价冲击，这一现象贯穿了 2024 全年。对下游产成品制造企业而言，本月的体感 PPI 水平可能与 23 年 12 月相近，彼时 PPI 为-2.7%。

具体到下游行业大类，本月有近 60%的行业 PPI 同比边际改善，上月则不足三成，市场整体有所回暖，显然同四季度更长更有力的促销活动暂告段落有关。不过耐用消费品出厂价的表现则有所不同：汽车制造业 PPI 回落至-3.8%，表明车企之间的价格战在 2025 年将进一步加剧，计算机通信电子行业 PPI 同比则在 24 年下半年首次升至-2%以上，我们理解为消费电子季节性价格回归平常和高端产品推出的综合结果。



图四：生产者出厂价格指数分解



指标名称	12 月同比	最近两周同比
生产资料价格指数	-5.76%	-6.24% ▼
WTI 现货价	-3.43%	-0.44% ↗
南华有色指数	+6.27%	+4.34% ▼
动力煤价格指数	-15.89%	-17.42% ▼
钢材价格指数（长材）	-13.6%	-14.14% ▼
钢材价格指数（板材）	-13.5%	-15.03% ▼
水泥价格指数	+16.59%	+14.61% ▼

中长期来看，特朗普正式开启总统任期后，相对弱势的美元将更为利于其多项政策的推进，利于大宗商品价格中枢的上移；但同时近期美国宏观经济数据则再度对美元指数形成支撑，稳定汇率再度成为货币当局的工作重心，境内外流动性可能有所收紧，或推后利于通胀上行的货币宽松、财政扩张政策的落地。我们在前期的宏观月报中已经预测，2025 年的宏观政策的目标或包含 PPI 的回正，如果同一时期内 CPI 不进入通缩区间，则我们有望在明年三/四季度观察到 GDP 平减指数的由负转正<sup>2</sup>。

2 我们构建了基准的情景假设：2025 年第一季度 PPI 月环比为 0.1%，二季度为 0.2%，三季度为 0.3%，在这一情况下 PPI 将在 2025 年 8 月回正。

## 二、 中期价格水平前瞻：CPI 低位企稳，PPI 先回落再回升

### （一）CPI 中期：食品耐用品拉动力度偏弱，服务业或加力

指标名称	近一个月/一周曲线移动方向	
生猪期货	↘ ↘	
黄玉米期货	↗ ↘	
豆粕期货	↗ ↘	
	2 月-4 月	3 月-5 月
拉尼娜现象概率（NOAA） <sup>3</sup>	59%	<40%

我们认为 2025 年初，食品价格对 CPI 的支撑难以维持（见上文分析），从近期的期货价格曲线移动和气象预测结果看，2025 年中的食品价格或将出现回落，中期（6 个月以上）范围内对 CPI 的拉动或维持在低位。

耐用品通胀方面，我们认为中期可能仍然在低位运行，1 月初各地再次推出一定的消费补贴，不过考虑到 24 年有相当一部分潜在消费需求已经得到释放，同时从监管层上明确了对“先涨价后降价”的打击，叠加外贸受阻对国内供给市场的冲击，因此耐用消费品价格同比或继续落于-3%以下。服务通胀方面，近期的消费补贴有逐步扩大至餐饮、文旅等领域，公休日增加两天（春节、劳动节），医疗服务，健康保障等亦有较大的发力空间，以上因素或将进一步推升服务消费的通胀水平。综合来看我们认为 25 年 CPI 长期处于负区间的概率不大，不过囿于商品端较大的涨价压力，继续维持“低位低波动”这一特征可能仍是主要情景。

### （二）PPI 中期：先下探，后回升

指标名称	未来三个月远期价格走势	中枢位置较 1 个月前
上期所原油	↘ ↘ ↘	连续上涨
螺纹钢	↗ ↗ ↗	连续回落
焦煤	↗ ↗ ↗	连续大幅回落
沪铜	↘ ↗ ↗	先降后升，低于月前
碳酸锂	↘ ↗ ↗	先降后升，低于月前
工业硅	↘ ↗ ↗	连续大幅回落

<sup>3</sup> 拉尼娜对我国的影响主要表象就是我国出现冷冬热夏，并出现“北涝南旱”，该现象的弱化多指向农产品产量的增加

从内盘期货的表现看，截至1月9日收盘，不难看出市场对未来主要原材料价格的定价中枢均出现下行迹象（除原油），从结构看除黑色商品存在期货升水外，期货以近端贴水为主，表明企业原材料购进成本和制造业上中游在近月的PPI有下行压力，中期看市场对后续原材料价格的逐步回升有所预期。预计PPI或将类似24年中旬出现自上而下的提升，我们预计同期国内将出台相关政策以控制全产业链的总供给，进一步淘汰出清行业内低效高污染（相对同业）的产能，并推高PPI和企业净利。综合来看，2025年主要经济体或加大货币宽松和财政扩张政策以应对局部市场的流动性压力和风险爆发（如美债）或刺激经济增速（中国、欧洲），因此全球整体的通胀水平大概率高于2024年，我们认为尽管我国的PPI能否在年内重回通胀仍不确定，但中枢高于当前位置应无疑虑。



**蒙格斯智库**  
MONGOOSE THINK

蒙格斯智库是在深圳大学经济学院和惟道风险研究中心支持下成立的，是国内首家致力于中国宏观经济拐点研究和风险研究的独立智库机构。以稳健的理论基础、详尽的数据分析、科学的建模方法为基础，拥有丰硕的研究成果。



本报告知识产权为蒙格斯智库所有