

经济形势月报： 核心 CPI 与 PPI 的弱修复



11 月全国居民消费价格同比上涨 0.2%（前值 0.3%），消费品价格上涨 0%（前值 0.2%），服务价格上涨 0.4%（前值 0.4%）。核心 CPI 同比上涨 0.3%（前值 0.2%）。本月食品价格对 CPI 的拉动影响继续减弱，商品弱势而服务消费旺盛的格局未有明显改善，因此 CPI 读数不及市场预期（0.5%），核心 CPI 的改善不显，呈现弱修复的态势。

11 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.5%，生产、生活资料价格水平同比分别下降 2.9%、1.4%，三者环比则增长 0.1%、0.1%、0%。汇率波动和下游抢出口补库存的带来需求脉冲使本月工业中游原材料行业的出厂价中枢上行最为显著。除此之外，目前仍无法观察到明确的工业部门通胀升温之迹象。

静态预测方面，预计 CPI 在未来三个月有通缩风险，而 PPI 有望在明年 1 月回升至-2%以上。动态前瞻上，若 CPI 能维持在通胀区间，PPI 和平减指数的回正有望在明年 3 季度末实现。

核心 CPI 与 PPI 的弱修复

——2024 年 11 月蒙格斯 CPI 月报

摘要

● 11 月全国居民消费价格同比上涨 0.2%（前值 0.3%），消费品价格上涨 0%（前值 0.2%），服务价格上涨 0.4%（前值 0.4%）。核心 CPI 同比上涨 0.3%（前值 0.2%）。强于往年的促销力度和补贴政策的延续性，叠加已在 10 月有所释放的消费需求，导致市场对本月核心 CPI 的预期偏高。服务类价格延续了强势表现，我们预期后续的补贴政策将同样对其有所侧重。

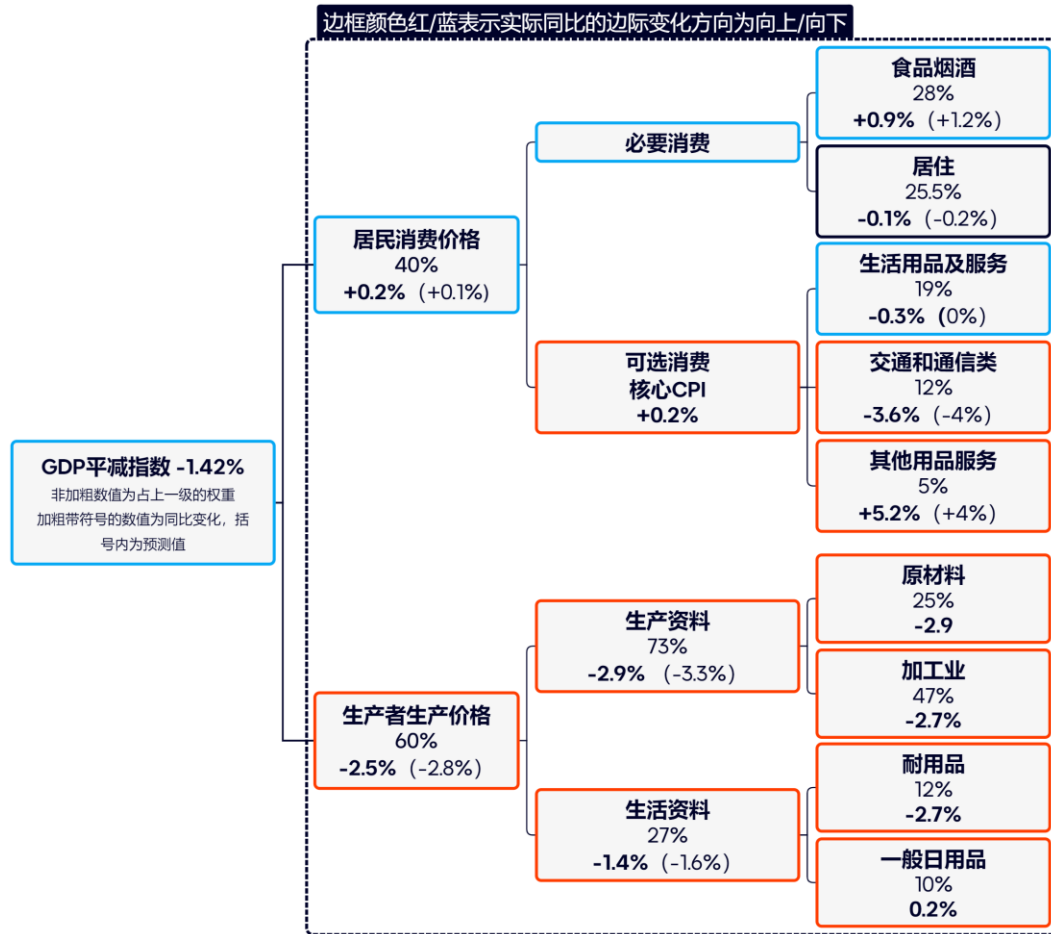
● 11 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.5%，生产、生活资料价格水平同比分别下降 2.9%、1.4%，三者环比则增长 0.1%、0.1%、0%。环比的上行主要来自汇率波动和下游短期需求的走高，债务置换对传统行业价格的改善有限，其实际的影响可能需待明年。目前来看 PPI 的升高难以通过需求的改善实现（全行业产能过剩），其重回通胀区间需要货币环境的进一步宽松化和行业政策对更高位置价格底部的支撑。

● 向前看，短期内（3 个月）CPI 可能会逐步下行，并有再入通缩区间的风险，而 PPI 则有望升至-2%以上。本月我们维持前期的判断：后续食品价格回降，耐用品价格改善趋缓，服务业价格可能是唯一值得期待的通胀大类，亦可能是财政针对微观行业或个体着重发力的方向。PPI 方面，考虑到后续中美货币宽松共振和国内产业政策对供需失衡的介入调整，预计明年三季度末的 PPI 有望重回正值，并实现平减指数的由负转正。

目录

摘要.....	2
一、十一月物价全景：超预期的 PPI 与不及预期的 CPI.....	4
（一）CPI 解读：核心 CPI 时隔近三年后的两连升	4
（二）PPI 解读：整体价格上行，中间品增速突出	7
二、短期价格水平前瞻：CPI 企稳，PPI 先改善后下行	12
（一）食品价格的回降路径下的 CPI 分析.....	12
（二）远期市场价格曲线下的 PPI 分析（截至 12.09）	13

一、十一月物价全景：超预期的 PPI 与不及预期的 CPI



(一) CPI 解读：核心 CPI 时隔近三年后的两连升

指标名称	10 月数值	11 月数值（变速） ¹
CPI（全口径/核心）	0.3%/0.2%	0.2%↓/0.3%↑
CPI（城市/农村）	0.2%/0.3%	0.1%↓/0.2%↓
CPI（消费品/服务）	0.2%/0.4%	0%↓/0.4%→

¹ 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）

CPI 食品烟酒	+2.0%	+0.9% ↓ ↓
CPI 交通通信	-4.8%	-3.6% ↑ ↑
CPI 其他用品服务	+4.7%	+5.2% ↑

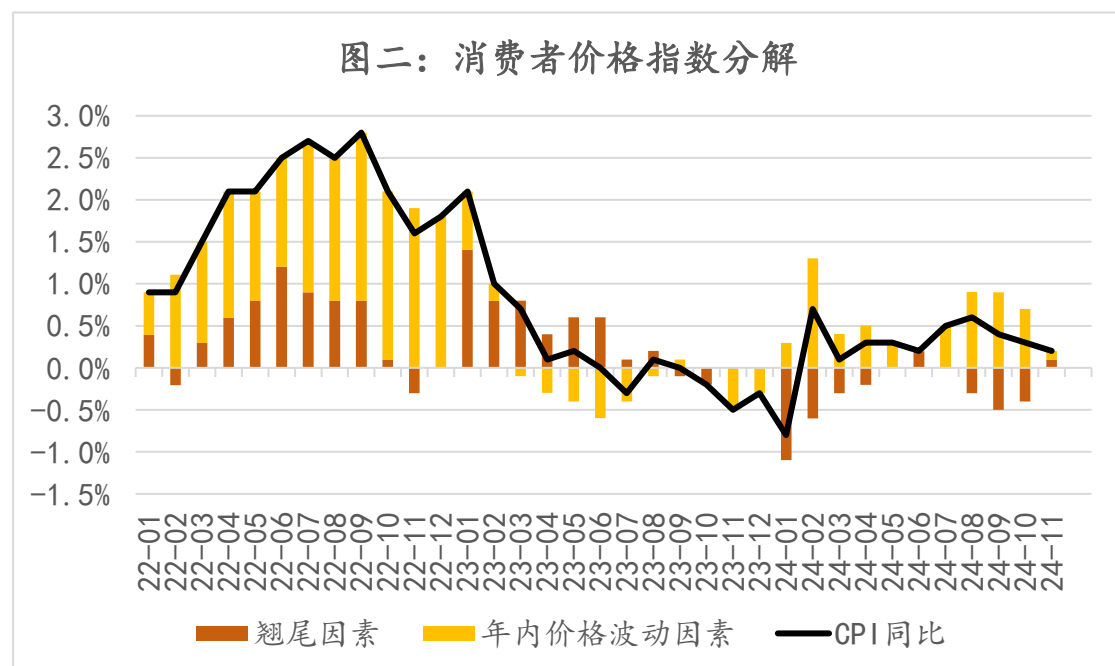
数据速览：2024 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%，连续第二个月回落。其中城市上涨 0.1%，农村上涨 0.2%，均较 10 月下降 0.1%；消费品价格同比上涨 0%，服务价格上涨 0.4%，服务消费强于商品消费的趋势有所增强。服务价格企稳叠加耐用品价格同比的回升推动核心 CPI 同比录得 0.3%，连续两个月走。

具体分项上，**食品烟酒类价格同比上涨 0.9%，影响 CPI 涨约 0.26%，对 CPI 整体的支撑已远不如前期。**其他七类中：其他用品及服务、衣着价格分别上涨 5.2%（前值 4.7%，后同）和 1.1%（1.1%），医疗保健价格水平上涨 1.1%（1.1%），教育文化与娱乐价格上涨 1.0%（0.8%），生活用品及服务价格下降 0.3%（+0.1%）；居住同比下降 0.1%（-0.1%）；交通通信价格下降 3.6%（-4.8%）。**对核心 CPI 上行的拉动，通信工具价格同比改善的贡献最大（0.06%），其他用品和服务次之（0.03%），交通工具价格和家用器具价格亦有部分贡献（0.02%）。**

细分解读：本月食品烟酒类对 CPI 的拉动倍数为 1.3，较前期大幅缩小。其中食品中的必要消费贡献了 0.26% 的 CPI 涨幅：鲜菜、畜肉、鲜果分别为 0.2%、0.07% 和 -0.01%。**可选食品消费**中的水产、蛋奶价格同比均有所上行。酒类价格同比抹平 10 月的涨幅，与商务活动的趋缓有一定关联。

尽管 0.2% 的 CPI 同比略高于我们预测的 0.1%，不过远不及市场预期的 0.5%，推测市场过高地估计了核心 CPI 的改善情况。整体来看，随着必需食品消费价格的回落，可选品（食品与非食品）的价格开始逐步企稳回升。**核心消费品价格水平同比（+0.3%）连续第二个月回升，上一次出现类似现象已要追溯至 21 年的 3~5 月。**通信工具的价格同比在本月回正，结束了自 22 年 12 月以来的负区间运行，因而对核心 CPI 的贡献最为显著（推算拉动约 0.06%），其他用品及服务价格保持了大类中最高的通胀水平（5.2%），从 ICPI 环比看可能是美容美发类消费

价格推动了分类数据的上行；交通工具和家用器具价格同比的降幅缩窄，与前期政策影响减退的情况相符。总体而言，在加长促销季和各地不断地补贴政策刺激下消费端确有回暖的迹象，不过值得注意的是在三大类耐用品（家用器具、通信工具、交通工具）中占比最大更替周期最短的家用器具类价格环比降幅在 11 月大幅降至-0.9%，后两者则为+1.1%和+0.1%。我们认为这一现象或隐含了一种可能：当促销与补贴退潮后，当前的核心 CPI 回升趋势将被逆转，原因在于后两类价格的坚挺可能主要由潜在消费需求的集中释放所致。由于宏观政策目标方面，“价”的意义或已胜过“量”，因而后续政策对消费的继续支撑值得期待。考虑到通信和交通工具的需求短期内难以回补，预期明年的消费刺激覆盖或将有所泛化：可能包含文娱服务（如使其通胀回升至 2%以上）、家用器具（包括但不限于电器）等。



指标名称	11 月同比	12 月同比（上旬）
28 种蔬菜批发价	+10.46%	+0.96% ↓ ↓
6 种鲜果批发价	+4.73%	+0.69% ↓ ↓
猪肉批发价	+17.57%	+15.58% ↑ ↑
鸡蛋批发价	+0.72%	+0.70% ↑ ↑

汽油批发价格指数	-11.14%	-8.58% ↑
ICPI 生活用品服务（环比） ²	（23 年）+1.3% （24 年）+0.2%	
ICPI（教育文娱 其他）	-0.1%/-0.3% +0.9%/-0.1%	

向前看，统计角度看 12 月的 CPI 将不再具有基数效应，定性来看由于 12 月处于政策的空窗期，商家或有意延续促销季以维持经营业绩，同时食品价格仍处下行通道，因而我们预计 CPI 的同环比读数将均不高于 11 月。具体到 12 月第一周的高频情况：蔬菜与水果价格同比的涨幅已非常有限；肉蛋方面各类畜肉和鸡蛋价格同比均不及 11 月。ICPI 的生活用品服务月环比对 CPI 同类环比变化的预测胜率为 89%，上月报告中对其进入通缩区间的判断已得到了验证。12 月首周该高频指数较 23 年同期的环比降幅明显，初步预计其通缩幅度可能将有所加深；ICPI 中其他用品服务的环比对 CPI 同类方向判断正确率约 80%，11 月的预测结果同样正确，从 12 月首周的情况看，其上涨趋势可能在 12 月将有所转向。从定量的角度来看，12 月第一周高频数据的信息同样指向最后一个月消费通胀将有所回落。

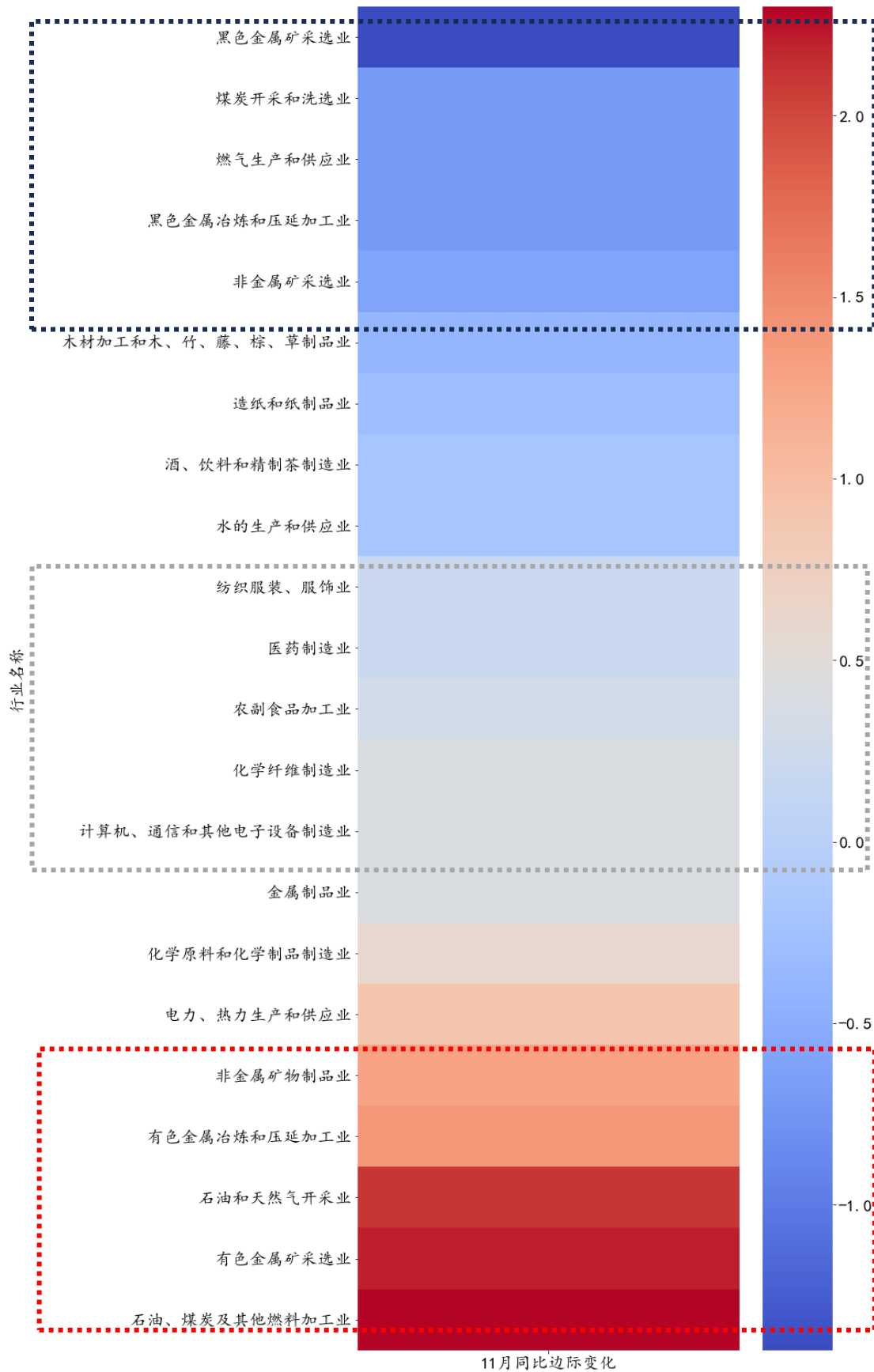
（二）PPI 解读：整体价格上行，中间品增速突出

指标名称	10 月数值	11 月数值（变速）
PPI（生产/生活）	-3.3%/-1.6%	-2.9 ↑ ↑ / -1.4 ↑ ↑
PPIRM/PPI	-2.7%/-2.9%	-2.5% ↑ ↑ / -2.5% ↑ ↑
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.9%	-2.5% ↑ ↑
汽车制造业	-3.1%	-3.1% →

² 我们使用连续两年本月上旬/第一周的环比数据，教育文化娱乐的数据与之相同

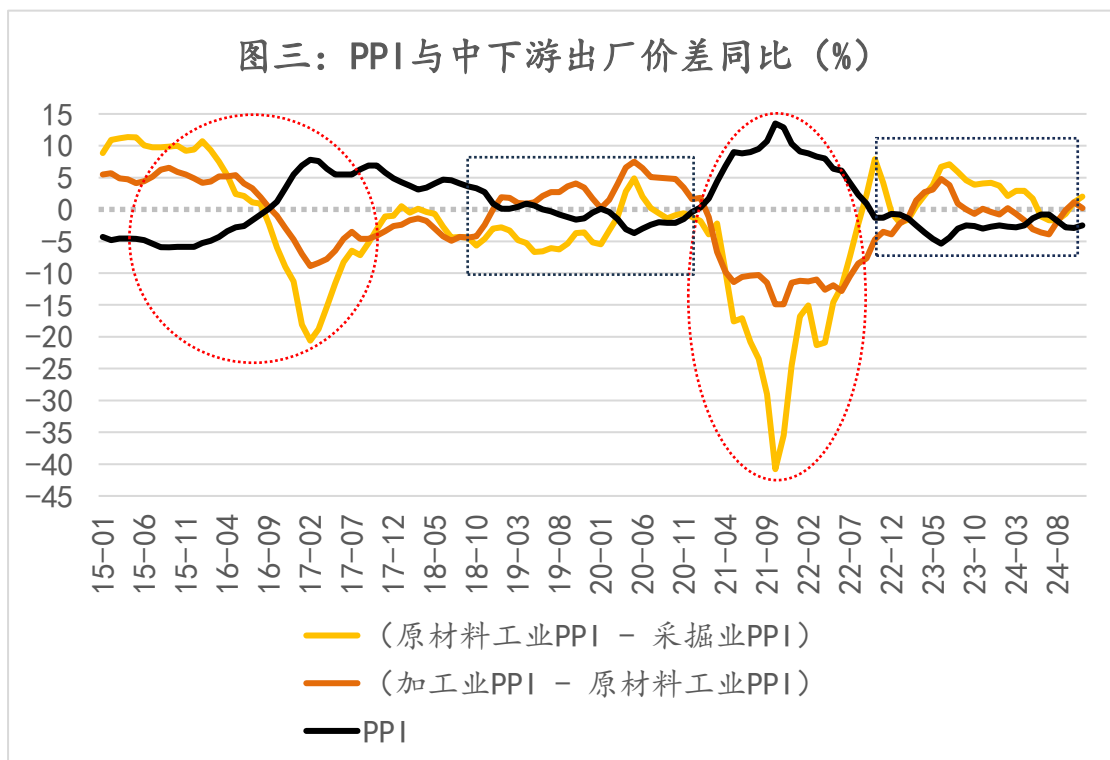
通用设备制造业	-1.0%	-1.1%↓↓
黑色/有色金属冶炼压延	-7.5%/+8.3%	-8.2%↓↓/9.7%↑
非金属矿物制品业	-4.7%	-3.4%↑↑
电力、热力供应	-1.8%	-0.9%↑↑

数据速览：2024 年 10 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.5%，环比上涨 0.1%，是继今年 5 月后的年内第二次。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 2.9%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.12%。其中采掘工业价格下降 4.9%，原材料工业价格下降 2.9%，加工工业价格下降 2.7%，10~11 月下游加工业的价格同环比上行自下而上地，11 月部分上游行业的价格自上而下地共同推升了 11 月中游原材料行业的价格中枢。生活资料价格下降 1.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.36%。分项上同比除一般日用品外皆有所修复，环比上耐用消费品出厂价环比改善明显，而一般日用品则是仅有的边际收缩类别。



仅保留了同比边际变化绝对值大于 0.1% 的行业

细分解读：本月生产资料价格与生活资料价格同环比均有一定程度的修复，不过在同比边际上行的 0.4% 中有 0.3% 来自基数效应拖累的减少，对于 PPI 是否已完成筑底还未给出明确的信号。环比看过去两个月累计涨幅约 1.1%，上一次出现此相近涨幅要追溯至 23 年 7~8 月（约 1%），两次人民币兑美元的当期汇率分别贬值 1.85% 和 1.27%。故我们认为进口原材料价格上涨对 PPI 同比的企稳贡献可能超过供需结构改善带来的基本面修复。从购进价格看，国际定价的有色类同比边际上行 1.7%，而国内定价的非金属则为 1.4%；同样地原油价格实际进口的人民币成本上涨幅度应超过国内煤炭采购价的幅度。



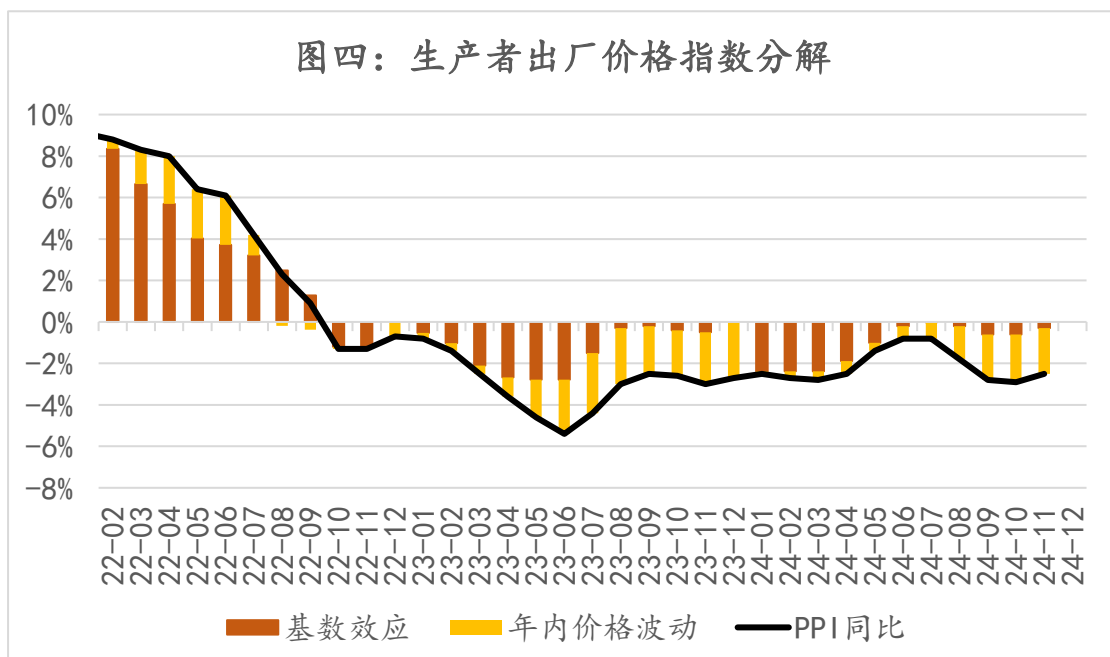
红圈表示 PPI 由通缩转通胀的节点前后，黑色矩形表示通缩时期

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）出厂价的价差进一步修复至 2%，不过从历史规律看这一结果与提升通胀水平的目标相悖。由上图三，当通胀水平上升时，原材料工业产出购进价差应领先数月开始回落，目前来看上游价格尚未出现中枢上行，我们认为可能需要观察货币条件的宽松与产业政策的转向来作为拐点的判别依据。制造业下游的加工业本月的价差有所收窄，不过仍处于正区间，上一次出现同样情形的时期为去年 8~9 月，彼时的 PPI 通缩情况与当前基本相同。

具体行业，上游采掘业 PPI 同比为-4.9%，较上月有所修复，修复完全由国际市场定价的油气和有色开采行业贡献(原因见上文)，国内市场定价的行业中，黑色金属矿采选业的出厂价格同比进一步回落(-9.1%)，煤炭和非金属开采的降幅则有所缩窄。中游原材料行业，承前所述，同比边际上行 1.1%至-2.9%。除自上而下地受上游采掘业的出厂价影响外，下游加工业的抢出口+补库需求亦使得除黑色金属加工以外的所有行业的同比出现改善。下游制造业 PPI 的同比整体延续了前期起伏不大的特征，耐用品方面如汽车和计算机通信电子的出厂价在本月依然受上游原材料价格支配：前者对黑色金属的用量高于后者，而后者则与有色，半导体的联系更强，故前者 PPI 同比的改善不及后者也实属合理。

整体看，统计局报告的 30 个行业中有 14 个实现 PPI 同比的边际改善，较 10 月增加 6 个，市场整体有所回暖。从近期市场的高频信息看，支撑本月 PPI 上行的内外原因则似乎在现有趋势上继续分化：于外，国际原油价格进一步下跌的幅度可能有限（去年 11~12 月降幅约 5 美元，目前则已处于阶段性的低位，进一步向下的阻力较大）；国际（伦敦）铜价若能在 12 月站稳 9000 美元/吨，或可对国内上中游产业 PPI 带来更大的改善力度。在市场对美联储降息的预期概率超过 8 成的情况下，二者皆有望支撑 12 月 PPI 读数的上行空间。与之相对，国内主要工业大宗商品价格多处于下跌通道中，对后续企业的实际购进产出价格中枢有压降效应。

图四：生产者出厂价格指数分解



指标名称	11 月同比	12 月同比（最新）
WTI 现货价	-10.12%	-5.17% ↑
南华有色指数	+6.16%	+6.79% ↑
动力煤价格指数	-10.58%	-12.87% ↓
钢材价格指数（长材）	-11.71%	-14.05% ↓
钢材价格指数（板材）	-11.99%	-13.65% ↓
水泥价格指数	+20.01%	+17.79% ↓

在特朗普交易逐渐回归理性后，目前市场主流观点认为弱美元将成为最有可能发生的情景，利于我国后续各项政策的执行（如供给侧改革和流动性宽松³）。我们在 11 月的宏观月报中已经预测，2025 年的宏观价格目标或包含 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平减指数的由负转正⁴。

二、 短期价格水平前瞻：CPI 企稳，PPI 先改善后下行

（一）食品价格的回降路径下的 CPI 分析

8~10 月 CPI 总体表现出一定韧性的核心原因是居民必要食品消费中的一个或数个品类价格同比出现大幅上涨，而进入 11 月以来，其中的主要品类价格已出现了明显的回降。

³ 2024 年 12 月 9 日的政治局会议新闻稿已指出了这一点

⁴ 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。

指标名称（权重）	12~2 月同比推算	隐含 CPI 预测
蔬菜批发价（2%）	1.0%/1.2%/-6.8%	12 月：0.1% 1 月：0% 2 月：-0.5%
鲜果批发价（2%）	0.6%/1.6%/-1.6%	
猪肉批发价（1.3%）	15.5%/8.3%/-1.7%	

上表是我们对 CPI 食品项中蔬菜、水果、猪肉价格对 CPI 同拉动影响的预测值，作为民生必需品故三者受经济波动或疫情等外生冲击的幅度较轻。我们按过去三年对应月的平均价格边际变化作为未来 3 个月的环比变动参考（12 月当月的则同时引入已知的价格变动情况）。

在其他项目的同比不变的情况下，我们预计 12 月的 CPI 将录得 0.1%，而 12 月和明年 1 月的 CPI 将可能在通缩区间左右运行。考虑到中美或将在本月或明年早些时候开启共振宽松，我们预计这将提升物价水平的中枢位置，定性来看，维持全口径 CPI 读数在通胀区间企稳和核心 CPI 形成较为一致的上行预期应是后续宏观政策的重要目标。

（二）远期市场价格曲线下的 PPI 分析（截至 12.09）

商品（最近合约结算价）	2412 ⁵	2501	2503
铁矿石	820 ↑ ↑	802 ↑ ↓	792 ↑ ↓
焦煤	1100 ↓ ↓	1151 ↓ ↓	1211 ↓ ↓
沪铜	74810 ↓ ↑	74790 ↓ ↑	74860 ↓ ↑
碳酸锂	76730 ↑ ↓	76200 ↑ ↓	79050 (2504) ↑ ↓
工业硅	11725 ↓ ↓	11735 ↓ ↓	11825 ↓ ↓

⁵ 第一个箭头表示过去一个月至一周前的价格变化，第二个箭头表示一周前至最新收盘日的价格变化

从内盘期货的表现看，截至 12 月 9 日收盘（未计入政治局会议对财政货币政策叙述口径的变化）除沪铜跟随国际铜在近期计价国际市场流动性宽松（欧洲央行，美联储）有所提振外，其他主流商品均在预期回落后出现价格中枢回落的情况。考虑到企业实际生产的原材料成本一般通过期现市场锁定，因此期货市场中枢的回落将对 PPI 的回升带来压力。目前我们可以从期货市场观察到部分品类（如碳酸锂）对供给侧改革的预期，而 12 月 9 日政治局会议则为国内市场提供了流动性的宽松预期，我们认为这对于商品价格的**止跌企稳**应有较好的指引作用，亦符合我们对下一季度单月 PPI 环比 0.1% 的中性预期。



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