



报告日期：2024年11月20日

2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊，下半年PPI当月同比大概率高于上半年

——10月通胀数据解读

首席经济学家：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 10月CPI当月同比0.30%，前值0.40%；10月PPI当月同比-2.90%，前值-2.80%；10月PPIRM当月同比-2.70%，前值-2.20%。我们解读如下：

- 一、10月CPI数据表现并不很好，猪肉因素使得消费品与服务CPI走势分化；
- 二、11月CPI当月同比或不具备大幅下行基础，明年上半年CPI当月同比或低位徘徊；
- 三、耐用消费品类PPI当月同比大幅下行，预示宏观经济或依旧处于承压阶段；
- 四、11月PPI当月同比或不具备大幅上行基础，2025年年内低点或位于上半年；
- 五、11月议息会议多处透露延缓降息意图，12月美联储降息概率相对较低。

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.全球宏观经济下行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20241111）2024年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势
- 2.英大宏观评论（20241030）全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场
- 3.英大宏观评论（20240826）下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用
- 4.英大宏观评论（20240729）新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重
- 5.英大宏观评论（20240702）下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势
- 6.英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
- 7.英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2季度央行大概率继续降准或降息
- 8.英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
- 9.英大宏观评论（20240221）2季度CPI均值大概率高于1季度，2024年PPI大幅上行概率较低
- 10.英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行
- 11.英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、10月CPI数据表现并不很好，猪肉因素使得消费品与服务CPI走势分化.....	3
二、11月CPI当月同比或不具备大幅下行基础，明年上半年CPI当月同比或低位徘徊.....	4
三、耐用消费品类PPI当月同比大幅下行，预示宏观经济或依旧处于承压阶段.....	5
四、11月PPI当月同比或不具备大幅上行基础，2025年年内低点或位于上半年.....	7
五、11月议息会议多处透露延缓降息意图，12月美联储降息概率相对较低.....	9

事件: 10月CPI当月同比0.30%¹, 前值0.40%; 10月PPI当月同比-2.90%, 前值-2.80%; 10月PIRM当月同比-2.70%, 前值-2.20%。

点评:

一、10月CPI数据表现并不很好，猪肉因素使得消费品与服务CPI走势分化

10月CPI累计同比为0.30%，持平于前值，为2023年11月以来高点，但是10月CPI数据表现并不很好，主要体现在以下两点：一是10月CPI当月同比为0.30%，较前值下行0.10个百分点，创近4个月新低；二是10月CPI环比为-0.30%，较前值下行0.30个百分点，时隔3个月重新进入负值区间，且创2024年4月以来新低。

从结构上看：10月食品CPI当月同比为2.90%，虽然较前值下行0.40个百分点，但是连续3个月录得正增长，与此同时，10月非食品CPI当月同比为-0.30%，较前值下行0.10个百分点，连续2个月位于负值区间，创2023年7月以来新低，剔除掉2023年6月的-0.60%，则创2021年2月以来新低，再剔除掉2021年1月的-0.80%，则创2009年12月以来新低，表明非食品CPI当月同比十分疲弱；10月消费品CPI当月同比为0.20%，较前值下行0.30个百分点，虽然创近4个月新低，但是连续4个月位于正值区间，与此同时，10月服务CPI当月同比为0.40%，虽然较前值上行0.20个百分点，但是如果剔除掉9月，则持平于2022年10月，为2021年4月以来低点。

图 1: 2016 年 1 月起消费品 CPI 当月同比与服务 CPI 当月同比的走势出现分化 (%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

2016年1月起，消费品CPI当月同比与服务CPI当月同比的走势出现分化：2002年1月有数据记录以来，直到2015年12月，消费品CPI当月同比与服务CPI当月同比的走势十分相近，二者的相关系数为0.33，而2016年1月至2024年10月，二者的相关系数转负，

¹ 本文所有数据，均来自WIND资讯，经英大证券研究所整理。

仅为-0.04，其中，在部分时段甚至完全背离，如2019年2月至2020年2月，消费品CPI当月同比从1.10%上升至7.90%，而服务CPI当月同比则从2.10%下降至0.60%，再如2022年1月至2022年9月，消费品CPI当月同比从0.40%上升至4.30%，而服务CPI当月同比则从1.70%下降至0.50%。是什么因素促使二者走势发生背离呢？我们认为，是猪肉价格的大起大落所导致的：2019年2月至2020年2月，猪肉CPI当月同比从-4.80%上升至135.20%；2022年2月至2022年9月，猪肉CPI当月同比从-42.50%上升至36.0%。因此，如果剔除掉猪肉因素，消费品CPI当月同比与服务CPI当月同比的走势总体上是一致的。

二、11月CPI当月同比或不具备大幅下行基础，明年上半年CPI当月同比或低位徘徊

从基数的角度看，2023年9月、10月CPI当月同比分别录得0、-0.20%，基数下行利多2024年10月CPI当月同比。但是，10月CPI当月同比依旧较9月下行0.10个百分点。从“三分法”的角度看，其原因主要有以下三点：**一是**10月猪肉CPI当月同比录得14.20%，较前值下行2.0个百分点，创近5个月新低；**二是**10月交通工具用燃料CPI当月同比录得-10.50%，较前值下行2.90个百分点，连续3个月位于负值区间，创2023年8月以来新低；**三是**10月核心CPI当月同比录得0.20%，虽然较前值上行0.10个百分点，但是依旧处于历史低位区间。

展望11月，CPI当月同比或不具备大幅下行的基础。从基数的角度看，2023年10月、11月CPI当月同比分别录得-0.20%、-0.50%，基数下行利多2024年11月CPI当月同比。从“三分法”的角度看，11月1-18日，猪肉平均批发价同比的均值为18.68%，较10月全月均值上行2.39个百分点，同期WTI原油同比的均值为-11.23%，较10月全月均值上行5.03个百分点。在以上三因素的支撑下，11月CPI当月同比或不具备大幅下行的基础，但是从基本面与趋势上看，也不具备大幅上行的基础。

图2：猪肉CPI当月同比在2025年上半年大概率还将继续下行（%；万头）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



展望 2025 年，我们认为 2025 年上半年 CPI 当月同比或依旧在低位徘徊。这一判断的依据主要有以下三点。**第一**，观察猪肉 CPI 当月同比，在 2024 年 7 月到达本轮周期的顶峰 20.40%之后，在随后的 3 个月累计下探 6.20 个百分点。猪肉 CPI 当月同比具有较强的周期性，本轮周期的起点是 2023 年 11 月的-31.80%。从基本面看，能繁母猪存栏数在 2024 年 4 月到达 3986 万头这一阶段性低点之后，连续 5 个月累计上行 76 万头至 4062 万头，与之相对应，生猪存栏数从 2024 年 1 季度的 40850 万头这一阶段性低点，连续 2 个季度累计上行 1844 万头至 3 季度的 42694 万头。结合猪肉 CPI 的周期走势，以及能繁母猪与生猪的基本面，在此前下探的背景下，猪肉 CPI 当月同比在 2025 年上半年大概率还将继续下行。**第二**，在 12 月美联储大概率暂停加息的背景下，我们坚持在《英大证券宏观评论 2024 年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势（20241111）》中“在美国以及全球宏观经济承压的背景下，我们认为国际油价大概率承压”的观点。预计在国际油价同比下探的背景下，交通工具用燃料 CPI 当月同比大概率在 2024 年 1 季度继续下探，在 2 季度的后半段有可能筑底企稳。**第三**，核心 CPI 当月同比方面，我们认为，中短期之内，核心 CPI 当月同比可能不具备大幅上行的基础：**一是**从领先指标看，PPI 当月同比领先核心 CPI 当月同比，2024 年 8-10 月 PPI 当月同比累计下行 2.10 个百分点，可能对未来 6 个月的核心 CPI 当月同比形成压制；**二是**从基本面角度看，当前就业还面临一定压力，926 政治局会议明确指出存在“大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体”，与之相对应，3 季度居民人均可支配收入实际累计同比仅录得 4.90%，较前值下行 0.40 个百分点，创 2023 年 2 季度以来新低，在此背景下，9 月消费者信心指数录得 85.70，较前值下行 0.10 个百分点，创 1991 年 1 月有数据记录以来新低；**三是**内部结构方面，从组成核心 CPI 当月同比的 6 大分项来看，与 9 月相比，“2 上 2 平 2 下”，表明当前并未形成推动核心 CPI 当月同比上行的“合力”，具体看，“2 上”方面，10 月其他用品和服务、教育文化和娱乐 CPI 当月同比分别为 4.70%、0.80%，较前值分别上行 1.20、0.20 个百分点；“2 平”方面，10 月居住、生活用品及服务 CPI 当月同比分别为-0.10%、0.10%，持平于前值；“2 下”方面，10 月衣着、医疗保健 CPI 当月同比分别为 1.10%、1.10%，较前值分别下行 0.20、0.10 个百分点。值得指出的是，2024 年 1 月 CPI 当月同比仅录得-0.80%。-0.80%的极低基数是否对 2025 年 1 月 CPI 当月同比形成支撑，需要我们持续跟进。

三、耐用消费品类 PPI 当月同比大幅下行，预示宏观经济或依旧处于承压阶段

总体而言，10 月 PPI 数据表现不大乐观，体现在以下三点：**一是**10 月 PPI 当月同比为-2.90%，较前值下行 0.10 个百分点，创 2023 年 12 月以来新低；**二是**10 月 PPI 累计同比为-2.10%，较前值下行 0.10 个百分点，为 2024 年 6 月以来低点；**三是**10 月 PPI 环比为-0.10%，较前值上行 0.50 个百分点，但是连续 5 个月位于负值区间。

从结构上看：10 月生产资料 PPI 当月同比为-3.30%，持平于前值，为 2024 年 4 月以来低点；10 月生活资料 PPI 当月同比为-1.60%，较前值下行 0.30 个百分点，创 2009 年 10 月

以来新低。可见，生活资料 PPI 当月同比下行，是 10 月 PPI 当月同比下行的主因。

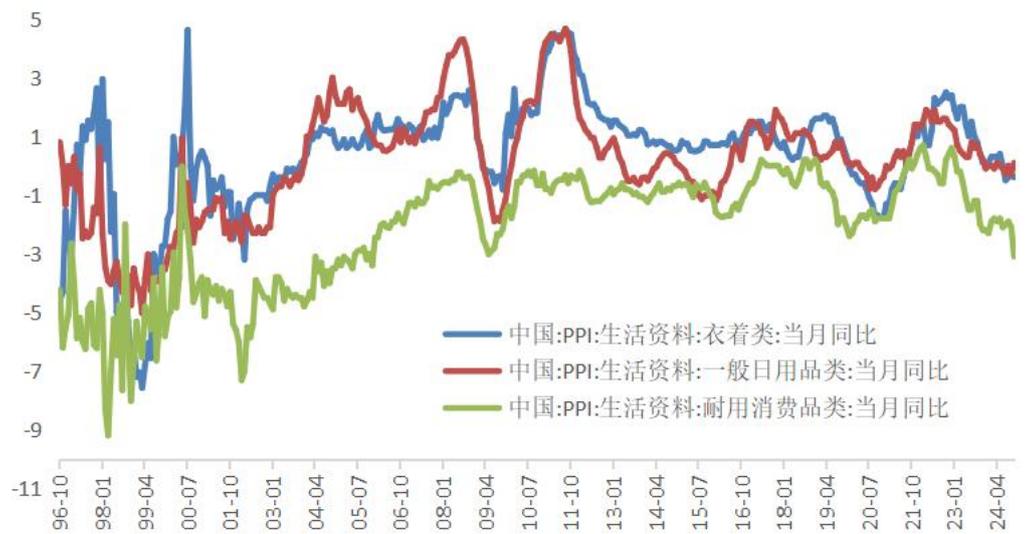
从生产资料 PPI 的 3 个分项来看，10 月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比分别为-5.10%、-4.00%、-2.90%，较前值分别上行-2.60、-0.80、0.40 个百分点。其中：采掘工业连续 2 个月位于负值区间，创 2024 年 4 月以来新低；原材料工业连续 3 个月位于负值区间，创 2023 年 9 月以来新低；加工工业虽然逆势较前值上行 0.40 个百分点，但是自 2022 年 8 月以来持续位于负值区间。加工工业是指对采掘工业和农业所提供的产品进行加工和再加工的工业部门的总称。其主要特点是，以人类过去劳动获取的劳动对象作为自己的劳动对象。依据其加工深度的不同，加工工业分为初级加工和深加工两个层次。前者指直接对采掘工业产品和农业产品进行加工，生产出各种原料和材料，如冶金工业、炼油工业、粮油加工业、部分化学工业和建材工业等；后者是指对经过初步加工的原材料进行再加工，生产出各种工业产成品，如机器制造业、纺织工业、食品工业等。

从生活资料 PPI 的 4 个分项来看，10 月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 当月同比分别为-1.60%、-0.40%、0.10%、-3.10%，较前值分别上行 0、-0.10、0.40、-1.0 个百分点。除了一般日用品之外，其余三项均位于负值区间。具体看：食品类持平于前值，为 2023 年 12 月以来低点，自 2023 年 6 月以来持续位于负值区间；衣着类连续 4 个月位于负值区间；一般日用品时隔 6 个月首次转正；耐用消费品类则大幅下行 1.0 个百分点，创 2006 年 12 月以来新低。

在生活资料 PPI 中，居于主导地位的是一般日用品 PPI，体现为生活资料 PPI 与食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 的相关系数分别为 0.88、0.76、0.91、0.70，一般日用品位居首位。此前我们提到，PPI 是核心 CPI 的领先指标，如果我们进一步细化，则生活资料 PPI 中的一般日用品类与核心 CPI 的关系最为密切，这一点也可以从 10 月的走势看出端倪：10 月一般日用品类 PPI 当月同比较前值上行 0.40 个百分点，而 10 月核心 CPI 当月同比较前值上行 0.10 个百分点。但是换个角度看，核心 CPI 当月同比与食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 的相关系数分别为-0.10、0.41、0.17、0.43。其中，耐用消费品类位居首位，衣着类位列第二，一般日用品类仅位列第三。食品类则录得负相关，这也符合常理，毕竟核心 CPI 不包含食品。综上，衣着类、一般日用品类、耐用消费品类三者走势基本一致，均是核心 CPI 的领先指标。

10 月 PPI 数据存在的一个现象是，耐用消费品类 PPI 当月同比大幅下行 1.0 个百分点，创 2006 年 12 月以来新低。耐用消费品是指那些使用寿命较长，一般可多次使用的消费品。耐用消费品由于购买次数少，购买金额大，因而消费者的购买行为和决策较慎重。耐用消费品的典型产品包括家用电器、家具、汽车等。众所周知，耐用消费品的消费情况是宏观经济的重要观测指标，因其消费金额较大，与利率有较强关联，也因家用电器、家具、汽车是宏观经济重要组成部分。10 月耐用消费品类 PPI 当月同比创 2006 年 12 月以来新低，从价格角度表明当前宏观经济可能还面临一定压力。

图 3：耐用消费品类 PPI 当月同比创新低，表明宏观经济还面临一定压力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们注意到，家用电器、家具、汽车均与房地产有一定关联，因此，耐用消费品 PPI 的走势，可能与房地产投资相关指标有关联，毕竟房地产是“经济周期之母”。考虑到房地产相关指标使用的是累计同比，因此我们使用耐用消费品类 PPI 累计同比做研判。从图形走势上看，房地产开发投资完成额累计同比的拐点领先耐用消费品类 PPI 累计同比的拐点。坦率地说，二者的相关系数并不高，甚至是负相关，仅为-0.3523，但是二者的图形走势确实具有较强的相似性。之所以相关系数为负，有两个可能的解释：一是二者存在领先与滞后的关系；二是 2020 年新冠肺炎疫情期间，房地产开发投资完成额累计同比受基数效应的冲击，出现畸高畸低的异常值，而耐用消费品类 PPI 累计同比并未出现相似情况。

图 4：房地产投资增速的拐点领先耐用消费品类 PPI 累计同比的拐点（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

四、11月PPI当月同比或不具备大幅上行基础，2025年年内低点或位于上半年

展望11月，PPI当月同比或不具备大幅上行的基础。这一判断的依据有以下三点。**第一**，从翘尾因素看，2024年10月、11月PPI当月同比翘尾因素分别录得-0.60%、-0.30%，翘尾因素上行利多11月PPI当月同比。**第二**，从基数效应看，2023年10月、11月PPI当月同比分别录得-2.60%、-3.0%，基数下行利多2024年11月PPI当月同比。**第三**，从新涨价因素看，11月1-19日国际油价与国际铜价均承压，对11月PPI当月同比形成利空。

展望2025年，我们认为PPI当月同比的年内低点，大概率位于2025年上半年。我们首先做个回顾。1996年10月有数据记录以来，PPI当月同比曾经五次向上穿越“零轴”：第一次是2020年1月的0.03%，本轮的最低点是1998年11月的-5.68%，二者相隔14个月；第二次是2002年12月的0.40%，本轮的最低点是2002年2月的-4.20%，二者相隔10个月；第三次是2009年12月的1.70%，本轮的最低点是2009年7月的-8.20%，二者相隔5个月；第四次是2016年9月的0.10%，本轮的最低点是2015年9月的-5.95%，二者相隔12个月；第五次是2021年1月的0.30%，本轮的最低点是2020年5月的-3.70%，二者相隔8个月。

图5：1996年10月有数据记录以来，PPI当月同比曾经五次向上穿越“零轴”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

2022年10月以来，我国PPI当月同比进入负值区间，至今连续27个月位于负值区间。2023年6月录得-5.40%，为2022年10月以来最低值。问题的关键是，2023年6月的-5.40%是不是本轮周期的最低点？如果是本轮下行周期的最低点，则从前五轮周期的经验看，本轮PPI当月同比“破零”的时点范围是2023年11月至2024年这8月。目前这一时间段已经过去，且年内“破零”概率几乎为零。如果仅从这一点反推，则2023年6月的-5.40%有可能不是本轮下行周期的低点。

现在的问题是，在2024年10月的-2.90%读数的基础上，PPI当月同比会不会继续下探，并创下本轮的新低？抛开能否“创下本轮的新低”这一问题，我们认为，后期我国PPI当



月同比大概率继续下探。至于“创下本轮的新低”的可能性，取决于全球宏观经济走势，观测指标是国际油价。如果全球宏观经济大幅承压，国际油价大幅下挫，则 PPI 当月同比存在突破前低-5.40%，再创新低的可能。

在当前美国联邦基金目标利率位于高位的背景下，国际油价大概率继续下探，中短期内国际油价同比的低点，大概率位于 2025 年 3-5 月之间。我们对比国际油价同比的低点与 PPI 当月同比的低点：**第一轮**下行周期中，国际油价同比的低点是 1998 年 12 月的-38.35%，滞后 PPI 当月同比的低点 1 个月；**第二轮**下行周期中，国际油价同比的低点是 2001 年 11 月的-42.59%，领先 PPI 当月同比的低点 3 个月；**第三轮**下行周期中，国际油价同比的低点是 2009 年 2 月的-58.83%，领先 PPI 当月同比的低点 5 个月；**第四轮**下行周期中，国际油价同比的低点是 2015 年 8 月的-55.36%，领先 PPI 当月同比的低点 1 个月；**第五轮**下行周期中，国际油价同比的低点是 2020 年 4 月的-73.86%，领先 PPI 当月同比的低点 1 个月。在国际油价同比低点大概率位于 2025 年 3-5 月之间的前提下，参照历史经验，后期 PPI 当月同比的低点大致位于 2025 年 2 月至 2025 年 10 月之间。在此范围内，我们认为，PPI 当月同比低点位于上半年的概率大于位于下半年的概率，或者说，下半年 PPI 当月同比大概率高于上半年。

五、11 月议息会议多处透露延缓降息意图，12 月美联储降息概率相对较低

美联储利率决议对包括中美在内的全球宏观经济走势有重大影响。当下市场关注的焦点是，美联储是否会在 12 月议息会议上降息？我们认为，12 月美联储降息概率相对较低。这一判断的依据有以下七点。**第一**，自 9 月首次降息以来，美联储已经连续两次累计降息 75 个基点。前两次议息会议降息频率较高，降息幅度较大。在此背景下，有必要“歇一歇”，在 12 月暂停降息。**第二**，目前美国的部分经济指标还具有较强的韧性，如 10 月美国 ISM 非制造业 PMI 录得 56.0%，较前值上行 1.10 个百分点，创 2022 年 12 月以来新高，再如 10 月美国零售和食品服务销售额总计同比录得 4.62%，较前值上行 4.39 个百分点，创 2024 年 3 月以来新高。**第三**，就美联储紧盯的通胀指标而言，10 月美国 CPI 同比较 9 月上行 0.20 个百分点至 2.60%，预计在随后的一两个月，美国 CPI 同比大概率还将继续反弹。与之相呼应的是，10 月美国 PPI 同比录得 2.40%，较前值大幅上行 0.50 个百分点，高出预期 0.10 个百分点。**第四**，特朗普再次当选美国总统，加大“特朗普交易”预期，而“特朗普交易”的典型特征是交易通胀上行，也就是说，市场预期通胀会上行。如果 12 月再次降息，将加大通胀上行的预期。对此，11 月美联储议息会议明确提出，“美联储不会允许通胀预期上升”。**第五**，11 月美联储议息会议多处透露出延缓降息的意图：“如果经济保持强劲，通胀未能回落至 2%，则可以更缓慢地调整政策”；“随着接近中性利率，可能有必要放缓降息步伐”。**第六**，从政治因素的角度看，11 月议息会议指出“在短期内，选举将不会对政策产生影响”，言外之意是，中长期内此次总统选举可能会对（美联储的利率）政策产生影响。鲍威尔表示，即使特朗普提出要求，他也不会卸任美联储主席，并称法律不允许解



职美联储主席。如果美联储在 12 月降息，会产生鲍威尔向特朗普“低头”的感觉，有损美联储的独立性。**第七**，美联储议息会议指出，“地缘政治风险处于高位”。此前虽然特朗普“承诺一旦当选，将在 24 小时内通过与俄罗斯谈判达成和解，结束俄乌战争”，但是他同时承诺“在巴以冲突方面坚定支持以色列”。地缘冲突可能导致原油等大宗商品价格短期出现大涨，而 12 月降息将助推这一风险。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
