

2025年12月10日

11月通胀大幅回升，通胀整体继续改善

——宏观数据观察

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758786
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

事件要点：

中国11月CPI同比增长0.7%，预期0.7%，前值0.2%；11月PPI同比增长-2.2%，预期-2.0%，前值-2.1%。

摘要：

➤ **11月CPI同比超预期回升，通胀整体继续改善。**上游端国际大宗商品价格总体有所上升，且内需型商品价格在部分重点行业产能治理持续推进的情况下，国内供需关系逐步改善，价格中枢短期整体上移，PPI降幅有望持续收窄；11月份，服务消费政策刺激加强以及食品价格大幅回升，CPI同比大幅回升，短期通胀整体改善。目前我国进入商品消费旺季尾声，叠加房地产、基建项目施工整体放缓，国内需求持续偏弱；但是海外需求向好，外需端短期对总需求仍有支撑；此外，国内重点行业产能治理持续推进，市场竞争秩序不断优化，部分内需型商品价格供需基本面整体持续改善，价格中枢短期有望继续上移。国外由于OPEC+停止增产但俄乌和平谈判一度取得进展，原油价格中枢整体下降；海外商品需求整体上升以及供应端扰动，有色价格整体震荡偏强运行；海外商品价格中枢整体上移。整体来看，上游国际大宗商品价格总体上移，国内需求偏弱但部分行业产能治理持续推进推动相关行业价格整体上涨，PPI降幅有望逐步收窄。CPI环比下降，下一阶段，随着国内服务消费政策刺激进一步增强且逐步落地显效，内需有一定的支撑；而且随着食品供需关系整体改善以及部分行业产能治理持续推进，供求关系有望继续改善，加之上年同期高基数影响逐步消除，CPI有望逐步修复回升。

➤ **11月CPI同比增长0.7%，预期0.7%，前值0.2%；环比-0.1%，预期0.2%，前值0.2%，通胀继续回升且符合市场预期，同比涨幅比上月扩大0.5个百分点，为2024年3月份以来最高，同比涨幅扩大主要是食品价格由降转涨拉动；环比下跌主要受服务价格季节性下降影响。**从翘尾看，上年价格变动对本月CPI同比的翘尾影响约为0个百分点，下拉影响比上月缩窄0.6个百分点；从新涨价看，本月CPI同比0.7%，高于季节性水平，二者共同导致CPI同比回升。

食品价格由上月下降2.9%转为上涨0.2%，对CPI同比的影响由上月下拉0.54个百分点转为上拉0.04个百分点。食品中，猪肉价格下降15.0%，降幅比上月缩窄1个百分点，影响CPI下降约0.21个百分点；鲜菜价格上涨14.5%，大幅上升21.8个百分点，影响CPI上升约0.31个百分点；鲜果价格上升0.7%，较上月上涨2.7个百分点，影响CPI上升约0.01个百

分点。能源价格同比下降3.4%，降幅扩大1%，影响CPI下降约0.26个百分点，能源对通胀的拖累持续加大。

随着反内卷带动上游原料价格上涨、扩内需促消费政策持续显效以及金饰价格的持续上涨，核心CPI同比涨幅继续维持在1.2%的高位，涨幅较上个月持平。其中，非食品价格上涨0.8%，较上月下降0.1%，拉动CPI同比上升0.66%。服务和扣除能源的工业消费品价格分别上涨0.7%和2.1%，分别影响CPI同比上涨约0.29个百分点和0.53个百分点。其中扩内需政策措施继续显效，家用器具和服装价格分别上涨4.9%和2.0%，飞机票、家政服务 and 在外餐饮价格分别上涨7.0%、2.4%和1.2%。金饰品价格涨幅扩大至58.4%，影响CPI同比上涨约0.35个百分点。另外，燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降2.5%和2.4%。整体来看，由于服务价格上涨，但能源和食品价格降幅收窄，通胀超预期回升。

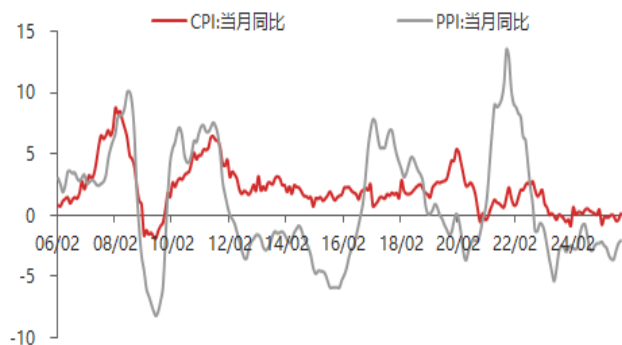
- 11月PPI同比增长-2.2%，预期-2.0%，前值-2.1%，PPI同比降幅比上月扩大0.1个百分点；PPI环比由上月持平为0.1%，为年内连续第二个月上涨。主要受上年同期对比基数走高、国内部分行业供需结构优化、国际大宗商品价格传导等因素影响。在11月份2.2%的PPI同比降幅中，翘尾影响约为-0.1个百分点，今年价格变动的新影响约为-2.1个百分点。

国外方面，由于OPEC+停止增产但俄乌和平谈判一度取得进展，原油价格中枢整体下降；海外商品需求整体上升以及供应端扰动，有色价格整体震荡偏强运行；整体来看，输入性因素影响国内有色金属和石油相关行业价格走势分化。国内方面，国内房地产、基建以及制造业投资持续放缓，国内商品需求整体偏弱；但是随着重点行业产能治理持续推进，市场竞争秩序不断优化，供需关系改善带动部分行业价格上涨，国内工业品整体震荡运行；因此，PPI环比小幅上涨。其中，煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格同比降幅比上月分别收窄3.8个、2.0个和0.7个百分点，均已连续多个月收窄；新能源车整车制造价格降幅比上月收窄0.6个百分点。从边际变化看，我国各项宏观政策不断显效，价格呈现积极变化。一是综合整治“内卷式”竞争成效显现，相关行业价格同比降幅收窄。二是新兴产业快速发展，带动相关行业价格同比上涨。三是消费潜力有效释放，带动有关行业价格同比回升向好。

- 目前我国进入商品消费旺季尾声，叠加房地产、基建项目施工整体放缓，国内需求持续偏弱；但是海外需求向好，外需端短期对总需求仍有支撑；此外，国内重点行业产能治理持续推进，市场竞争秩序不断优化，部分内需型商品价格供需基本面整体持续改善，价格中枢短期有望继续上移。国外由于OPEC+停止增产但俄乌和平谈判一度取得进展，原油价格中枢整体下降；海外商品需求整体上升以及供应端扰动，有色价格整体震荡偏强运行；海外商品价格中枢整体上移。整体来看，上游国际大宗商品价格总体上移，国内需求偏弱但部分行业产能治理持续推进推动相关行业价格整体上涨，PPI降幅有望逐步收

窄。CPI环比下降，下阶段，随着国内服务消费政策刺激进一步增强且逐步落地显效，内需有一定的支撑；而且随着食品供需关系整体改善以及部分行业产能治理持续推进，供求关系有望继续改善，加之上年同期高基数影响逐步消除，CPI有望逐步修复回升。

图1 CPI 和 PPI 当月同比



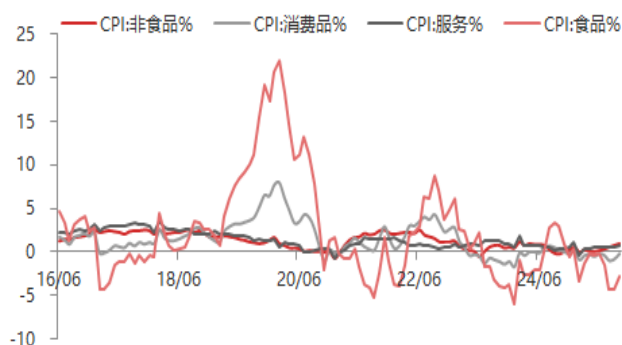
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图2 核心 CPI 当月同比



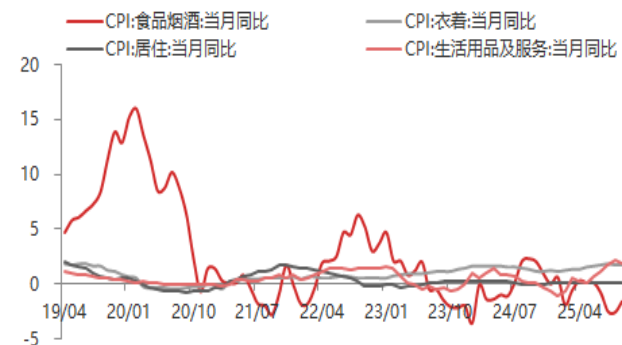
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图3 CPI 食品、非食品、消费、服务当月同比



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图4 食品、衣着、居住、生活用品及服务同比增速



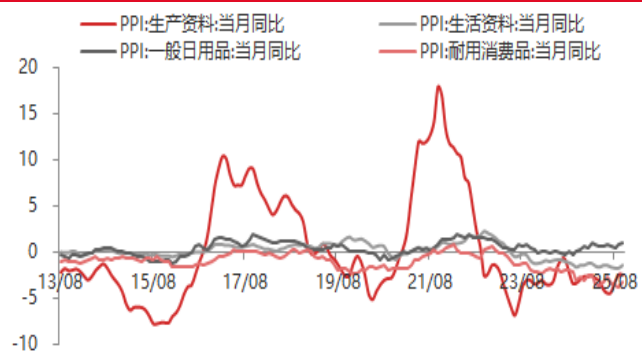
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图5 PPI 生产资料和生活资料当月同比

	权重	同比增速			同比拉动		
		边际变化	25/11	25/10	边际变化	25/11	25/10
CPI	100.0	0.5	0.7	0.2			
食品	20.0	3.1	0.2	-2.9	0.62	0.04	-0.58
粮食	2.5	0.3	-0.4	-0.7	0.01	-0.01	-0.02
畜肉类	3.0	0.8	-6.6	-7.4	0.02	-0.20	-0.22
猪肉	1.4	1.0	-15.0	-16.0	0.01	-0.21	-0.22
鲜菜	2.1	21.8	14.5	-7.3	0.47	0.31	-0.16
鲜果	1.4	2.7	0.7	-2.0	0.04	0.01	-0.03
水产品	2.0	-0.5	1.5	2.0	-0.01	0.03	0.04
蛋类	0.6	-0.9	-12.5	-11.6	-0.01	-0.08	-0.07
能源	7.5	-1.0	-3.4	-2.4	-0.08	-0.26	-0.18
核心CPI	74.0	0.0	1.2	1.2	0.00	0.89	0.89
核心商品	24.0	0.2	3.5	3.3	0.05	0.85	0.80
交通工具	4.0	-0.1	-2.0	-1.9	0.00	-0.08	-0.08
通信工具	1.5	-1.9	-0.7	1.2	-0.03	-0.01	0.02
家用器具	1.5	-0.1	4.9	5.0	0.00	0.07	0.08
金饰品	0.6	6.8	58.4	51.6	0.04	0.35	0.31
酒类	1.2	0.3	-1.7	-2.0	0.00	-0.02	-0.02
中药	1.5	-0.2	-1.1	-0.9	0.00	-0.02	-0.01
房租	15.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.02	-0.03	-0.02
除房租外核心服务	35.0	-0.2	2.1	2.3	-0.09	0.73	0.82
旅游	1.7	-0.1	2.0	2.1	0.00	0.03	0.04
医疗服务	5.2	0.3	2.7	2.4	0.02	0.14	0.13
教育服务	4.5	-0.1	0.6	0.7	0.00	0.03	0.03
家庭服务	2.3	0.0	1.6	1.6	0.00	0.04	0.04

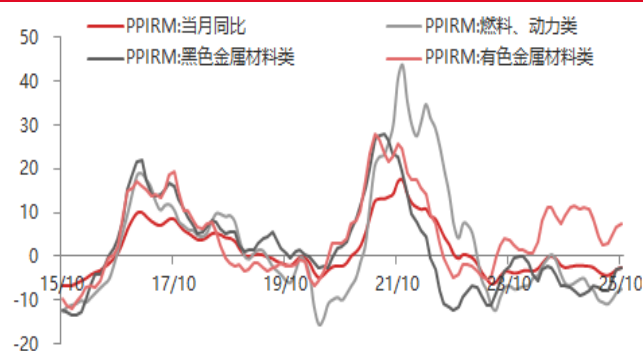
资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图6 PPI 生产资料和生活资料当月同比



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

图7 PPI 燃料、有色、黑色当月同比增速



资料来源：东海期货研究所，同花顺 iFind

以上文中涉及数据来自：Wind、同花顺 iFind，东海期货研究所整理。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn