

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/3/10

2月通胀数据点评——

春节错月影响延续，供需格局尚待优化

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、高基数带动CPI同比转负
- 2、PPI降幅略有收窄，内部结构持续分化

- 中国2月CPI同比-0.7%，预期-0.5%，前值0.5%。
- 中国2月PPI同比-2.2%，预期-2.1%，前值-2.3%。

图表1：通胀数据主要分项

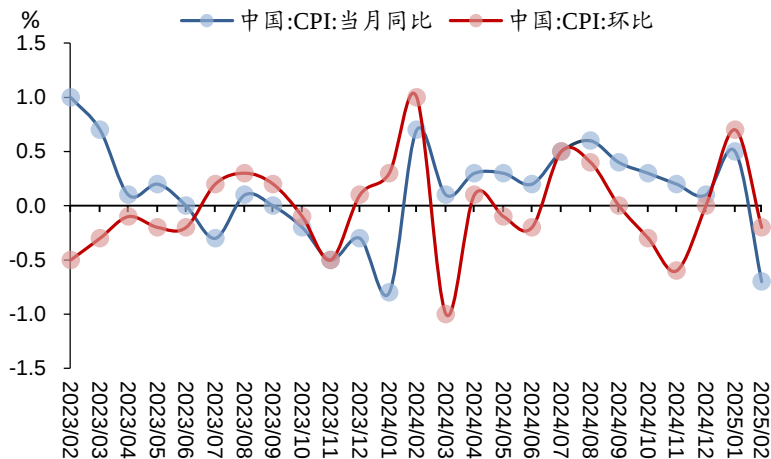
(%)	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
CPI同比	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7
食品	-3.3	0.4	-0.5	1.0	2.9	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7	-0.9
非食品	-0.1	0.5	0.2	0.0	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1
核心	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	1.2
CPI环比	-0.2	0.7	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-1.0	1.0
食品	-0.5	1.3	-0.6	-2.7	-1.2	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0	-1.0	-3.2	3.3
非食品	-0.1	0.6	0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.3	-0.5	0.5
核心	-0.2	0.5	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.5
PPI同比	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7
生产资料	-2.5	-2.6	-2.6	-2.9	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4
生活资料	-1.2	-1.2	-1.4	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9
PPI环比	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-0.7	-0.2	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.2
生产资料	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	-0.8	-1.0	-0.3	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.3
生活资料	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、高基数带动CPI同比转负

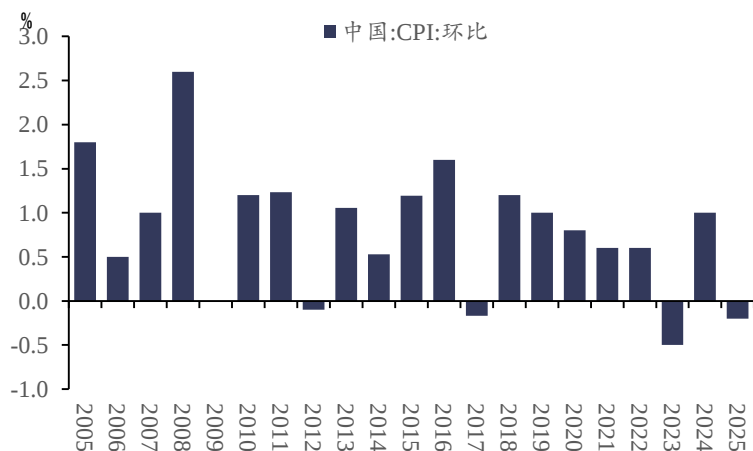
► **CPI环比、同比均为负增，春节错月为重要影响。**2月CPI同比下降0.7%，低于市场一致预期，环比亦有走弱，下降0.2%。近两月CPI波动较大，上月暂时性升高，本月又快速回落，如何理解上述变动？一则，去年同期基数走高。根据国家统计局，2月份-0.7%的CPI同比变动中，上年价格变动的滞后影响约为-1.2个百分点（前值为-0.2个百分点），今年价格变动的新影响约为0.5个百分点（前值为0.7个百分点）。而基数的走高又可归因于以下两方面：一是春节错月的影响。春节前期食品、服务等方面的消费需求集中释放，往往推动相关行业价格上涨，去年春节在2月中上旬开启，在节前消费的带动下形成了较高的价格基数。根据国家统计局，扣除春节错月影响后，2月份CPI同比上涨0.1%，仍为正增长；二是天气因素。去年同期部分地区出现雨雪冰冻天气，影响农业生产和运输，导致部分食品供给侧收紧，相应抬高价格。

图表2：CPI环比及同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：2月CPI环比



资料来源：Wind，太平洋证券

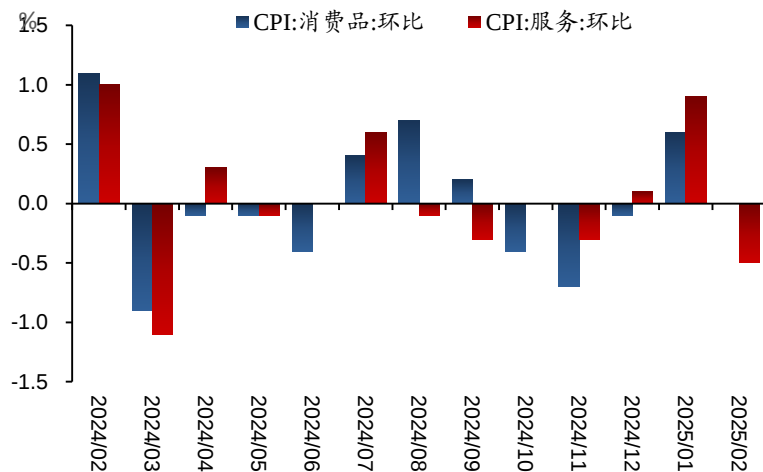
1、高基数带动CPI同比转负

- “错月”之外，数据还受其他逻辑驱动。春节错位并不是CPI同比下滑的全部原因，一方面剔除了错位因素后，0.1%的同比涨幅并不算高，另一方面综合1、2月份价格表现来看，1-2月CPI累计同比相比12月单月同比也出现了0.2个百分点的下滑。在春节这一季节性因素之外，价格走势或还对应着其他驱动逻辑，包括节前消费集中释放的透支效应、供需格局尚待优化以及促销活动的降价影响等。

1、高基数带动CPI同比转负

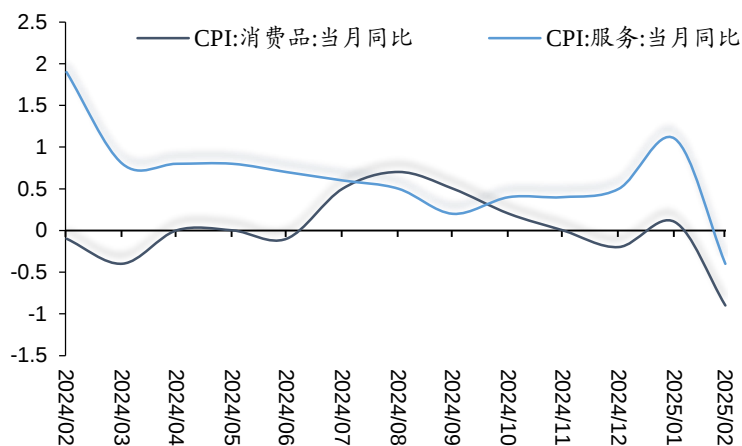
- **消费与服务环比双双走弱。** 节日效应退潮，上月对价格形成较强支撑的消费与服务也均有走弱。服务价格环比转为负增，环比下降0.5%，1月则环比上涨0.9%。消费品价格环比持平（前值为环比上涨0.6%），同比较前值回落1.0个百分点至-0.9%，其中食品价格的下降构成主要拖累。国家统计局表示，本月食品价格影响CPI同比下降约0.60个百分点，占CPI总降幅超出八成。

图表4：消费品及服务环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：消费品及服务同比

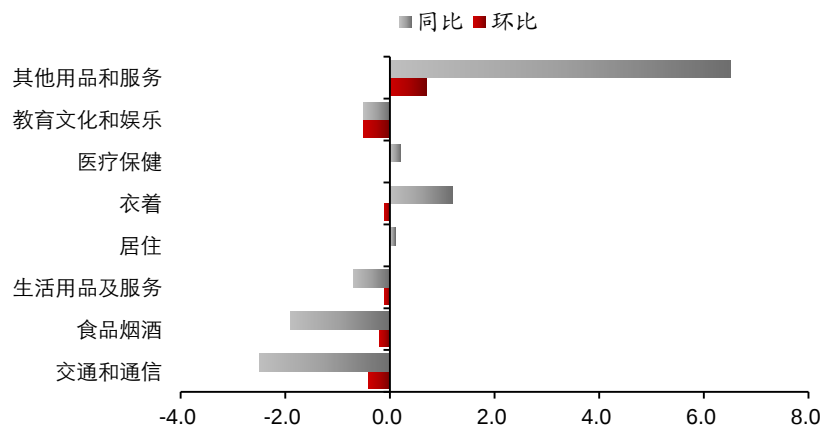


资料来源：Wind，太平洋证券

1、高基数带动CPI同比转负

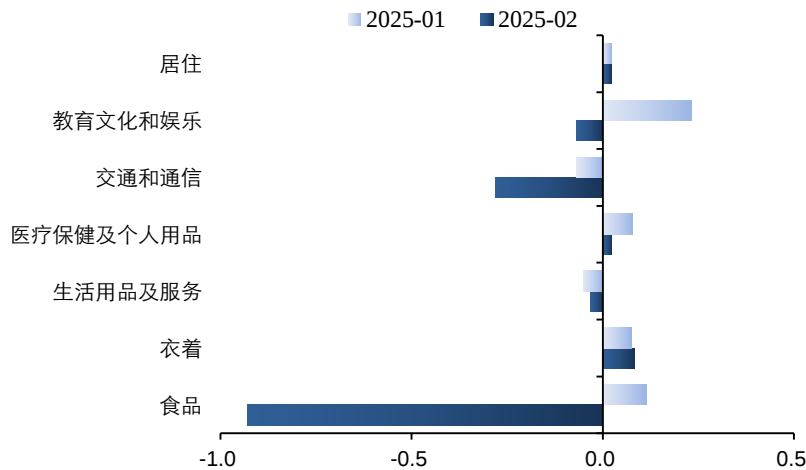
► **主要分项价格普遍环比负增。**2月CPI中多数分项价格环比均由正转负，其中交通和通信、教育文化和娱乐以及食品烟酒价格环比增速下滑明显。其他用品和服务本月价格虽然还维持了正增长，但增势较前值也有所放缓，录得0.7%的环比涨幅（前值为环比上涨1.6%）。梳理来看，上述品类价格下行的驱动源自供给侧、需求端以及企业竞争策略方面。

图表6：2月各分项价格环比及同比



资料来源: Wind , 太平洋证券

图表7：各分项对CPI同比的拉动

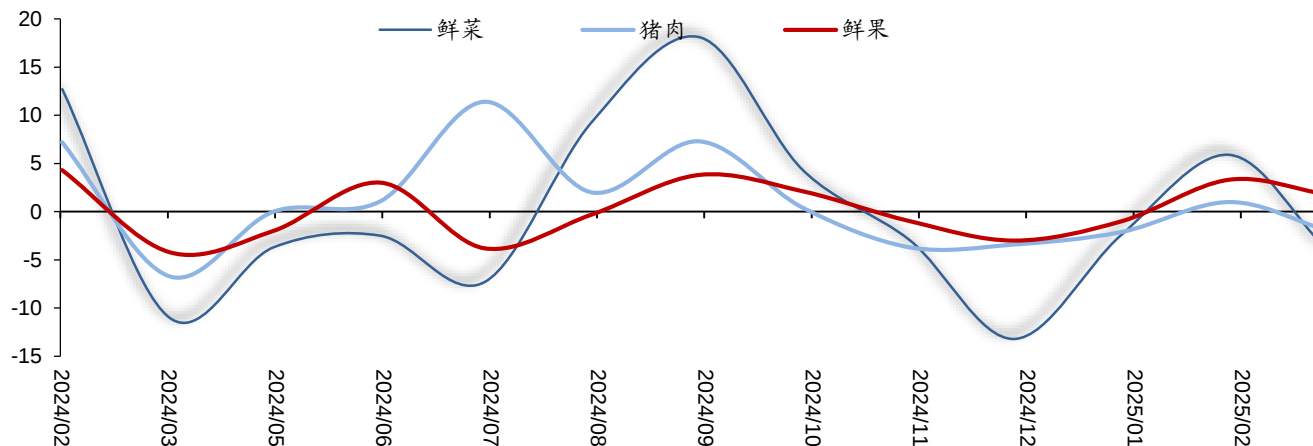


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、高基数带动CPI同比转负

► **供给延续偏松态势，食品价格有所回落。**本月食品价格同比下降3.3%，较上月下行3.7个百分点；环比下降0.5%，较上月下行0.7pct。食品价格的下行是本月CPI同比转负的主要拖累，对应着较弱的供需格局。一方面供给延续偏松格局，今年天气环境有利于鲜菜鲜果生长运输，另外猪肉供给量仍呈现高位；另一方面需求阶段性收缩。春节之后居民对食品消费意愿季节性降低，采购需求有所收缩。在上述供需偏弱的格局下，食品价格上涨缺乏足够动能。

图表8：部分食品分项价格环比

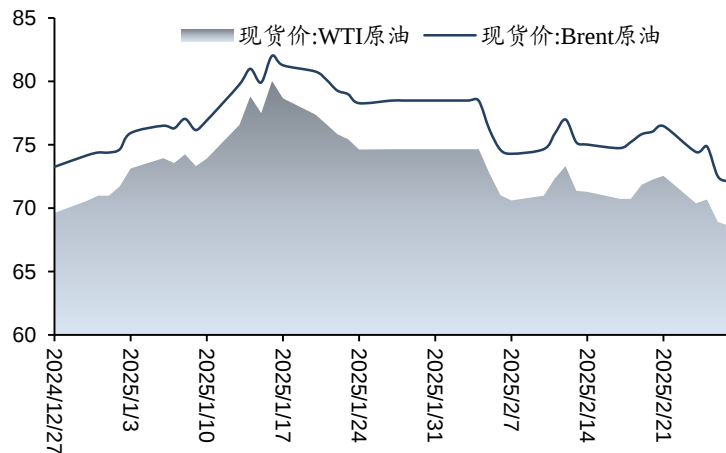


资料来源：Wind，太平洋证券

1、高基数带动CPI同比转负

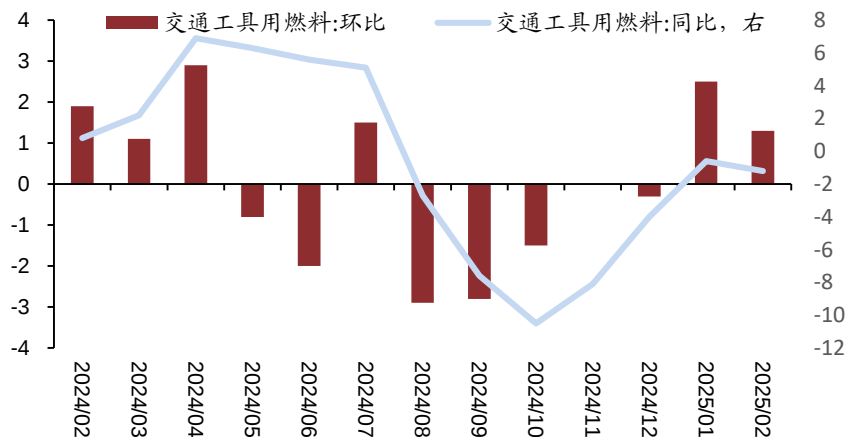
➤非食品的消费品价格变动中，有以下两点值得关注：一是国际大宗价格传导效应。本月国际黄金价格上涨，原油价格则震荡运行，反映到国内相关消费品价格上，金饰品价格同比涨幅扩大至38.6%，交通工具用燃料价格环比涨幅收窄；二是政策补贴叠加促销活动的降价效应。本月交通工具价格同比降幅进一步扩大至4.4个百分点，环比也下降0.2个百分点，再度下行至负增区间。2月份燃油小汽车和新能源小汽车价格同比分别下降5.0%和6.0%，合计影响CPI同比下降约0.16个百分点。年初新一轮购车补贴政策正式发布，多家车企也陆续推出降价等购车优惠，“以价换量”的竞争模式仍在延续。

图表9：国际油价



资料来源: Wind , 太平洋证券

图表10：交通燃料价格环比及同比

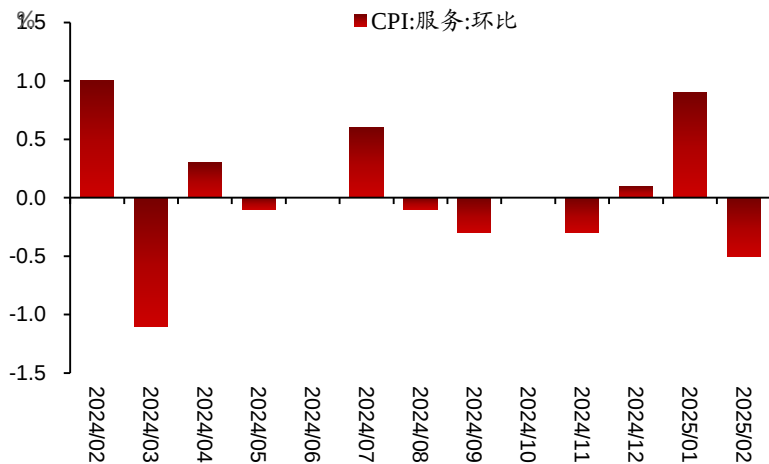


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、高基数带动CPI同比转负

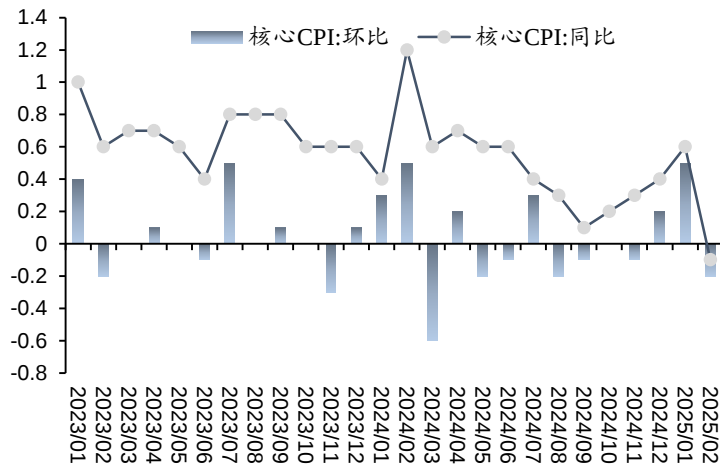
►假期消费支撑减弱，服务价格季节性回落。本月服务分项价格环比下降0.5个百分点（前值为环比上涨0.9%），同比也由1.1%回落至-0.4%。服务价格边际上的走弱符合季节性特征，节前服务需求脉冲性释放抬高价格，节后旅游出行等消费需求降温，带动价格向下调整。本月飞机票和旅游价格同比分别下降22.6%和9.6%，合计影响CPI同比下降约0.27个百分点。此外本月家庭服务、邮递服务价格环比回落也较为明显，表现弱于季节性，环比分别为-4.4%、-1.5%。在服务价格的拖累下，核心CPI同比、环比均转为负增长，表明国内消费需求仍待提振。今年政府工作报告中将CPI通胀目标定为2%左右，相比之前多次设定的3%有所下调，这是对内生动能偏弱这一现实的回应，也释放出推动物价温和回升的政策信号，后续在提振消费、优化供给以及稳楼市股市等方面的增量举措值得关注。

图表11：服务价格环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：核心CPI同比及环比

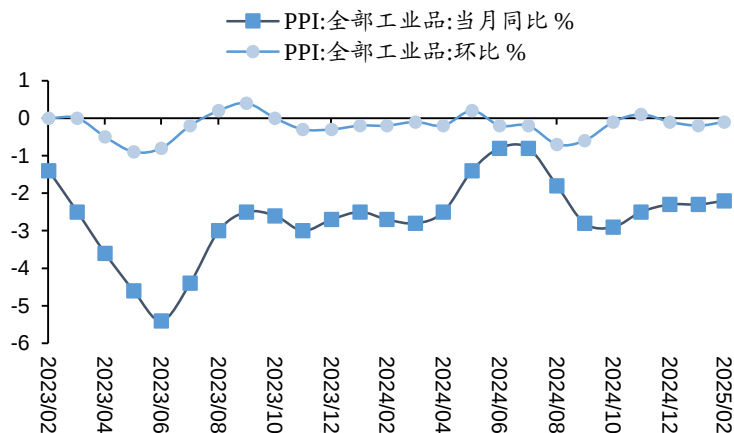


资料来源：Wind，太平洋证券

2、PPI降幅略有收窄，内部结构持续分化

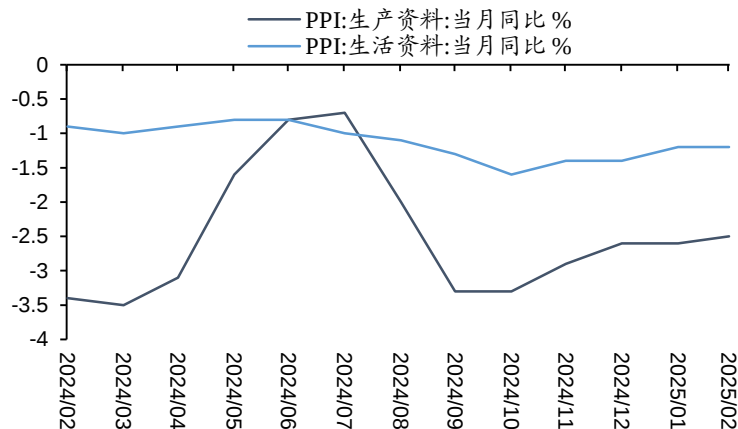
► **内外因素叠加，PPI持续偏弱运行。**2月PPI同比-2.2%，较上月上行0.1个百分点，小幅低于市场预期；环比-0.1%，较上月上行0.1个百分点。PPI持续运行在偏弱区间，一是受春节前后工业生产节奏放缓的影响，部分建材需求阶段性收缩；二是国内地产以及传统基建投资形成的实物工作量有限，相应制约内需定价工业品价格的回升；三是国际大宗商品价格的变动也对国内部分工业品有传导效应。

图表13：PPI同比及环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：生产资料及生活资料同比

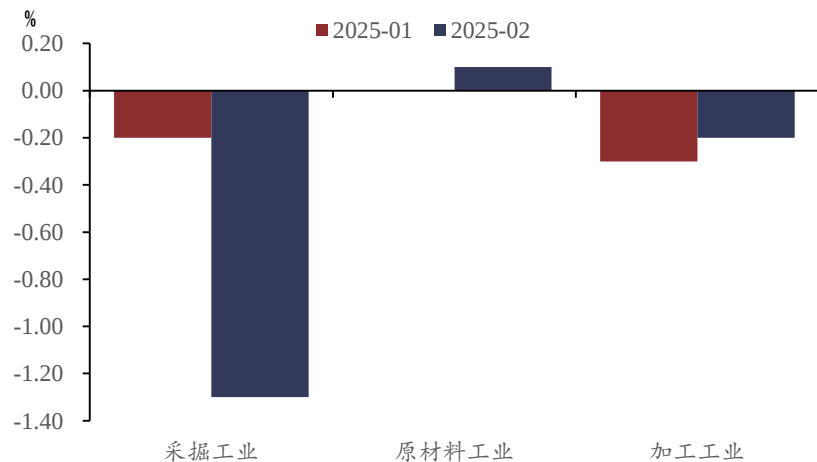


资料来源：Wind，太平洋证券

2、PPI降幅略有收窄，内部结构持续分化

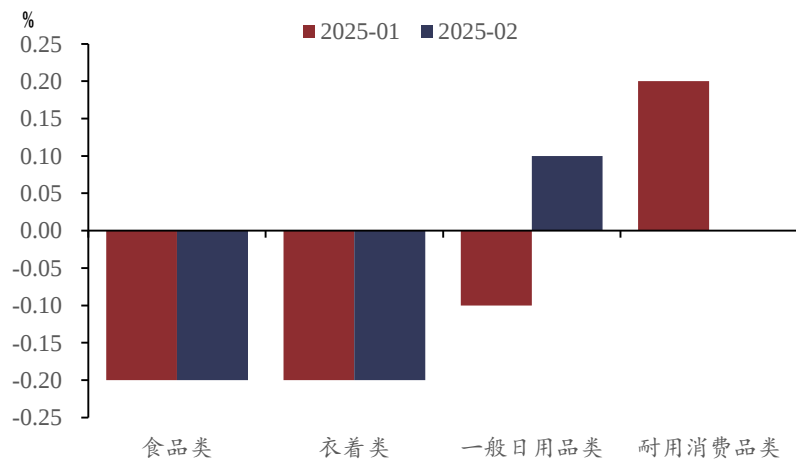
➤ **生产资料价格持续拖累。**大类结构上看，生产资料依旧是PPI偏弱运行的主要拖累，尤其是上游的采掘工业方面。本月生产资料以及生活资料价格同比分别下降2.5、1.2个百分点，环比而言，生产资料价格延续降势，录得-0.2%的环比，生活资料价格则持平于前值。生产资料的三大分项中，采掘工业价格承压较为明显，其同比降幅最大并且环比下降最为显著，生活资料中耐用消费品类与食品类对价格同比拖累较重。

图表15：生产资料细分项环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：生活资料细分项环比

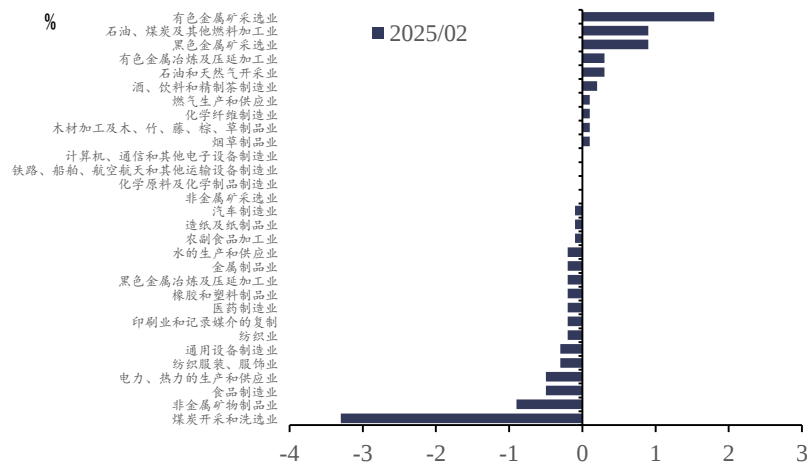


资料来源：Wind，太平洋证券

2、PPI降幅略有收窄，内部结构持续分化

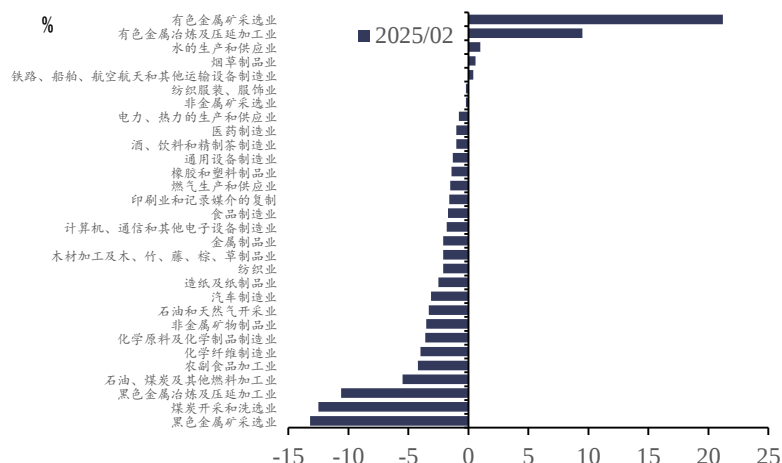
► **内、外需定价工业品结构分化明显。**一方面，内需定价的工业品价格表现较弱。本月非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业价格分别环比下降0.9、0.2个百分点。这一是受国内节后复工复产节奏较慢的影响，另外也与地产及传统基建投资支撑有限、建材需求延续偏弱走势有关。外需定价工业品方面，第一，增产及关税扰动下，2月国际原油价格震荡向下，国内相关行业价格也面临下行压力，本月石油开采价格同比下降5.1%，有机化学原料制造价格同比下降4.5%，精炼石油产品制造价格同比下降1.6%。第二，科技相关新兴行业的发展带动有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨1.8%和0.3%。

图表17：主要行业PPI环比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表18：主要行业PPI同比



资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示

- 外部环境不确定性；
- 稳增长政策不及预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。