

春节因素扰动 CPI 回落, 推动价格合理回升任重道远

2025 年 2 月通胀数据点评

2 月价格数据一定程度上受到春节因素的扰动。排除春节因素后, CPI 仍在温和回升, PPI 降幅也在逐渐收窄。与此同时, 价格的后续走势仍有不确定性, 推动价格合理回升依然任重道远。

- 2 月 CPI 同比下跌 0.7%, 环比下降 0.2%。2 月核心 CPI 同比下降 0.1%, 环比下降 0.2%。CPI 表现偏弱, 其中部分因素可归结为春节因素的影响。一是春节错位导致基数变化, 二是节后部分食品价格季节性回落。但与历史同期相比, 2 月 CPI 环比为 2012 年以来的次低水平, 仅强于 2023 年 2 月的-0.5%; 核心 CPI 环比与 2023 年 2 月持平, 同为历史最低值。综合看, 即使剔除了春节因素的影响, CPI 表现依然偏弱。
- 2 月 PPI 同比下降 2.2%, 环比下降 0.1%, 同比、环比降幅均比上月收窄 0.1 个百分点; PPIRM 同比下降 2.3%, 环比下降 0.2%, 同比环比降幅均与上月持平。2 月国际大宗商品价格有所回升, PPI 环比下降主因仍在国内需求恢复偏慢。随着基数效应影响逐步走弱, 后续 PPI 走势仍有不确定性
- 核心 CPI 的回升有待于消费需求的回暖, 如居民消费持续好转, 则核心 CPI 有望温和回升。近期能繁母猪存栏同比降幅在逐渐收窄, 猪肉供应或将逐步回升, 压制猪肉价格。如后续猪肉价格持续弱势, 食品价格或将对 CPI 构成拖累。综合看, CPI 后续或将呈现震荡中温和回升态势。
- PPI 能否持续回升关键仍看国内需求的复苏情况。从存货与产成品存货的增速看, 尽管存货的增速仍低于产成品存货增速, 但二者的差值近期呈现出逐渐收窄态势, 显示库存周期的启动在即。后续如国内需求在政策支撑下如期回暖, 则 PPI 同比降幅或将逐渐收窄乃至转正, 我们预计 PPI 同比或将在三季度转正。
- 综合看, CPI 与 PPI 后续回升态势不变, 但其中过程仍有曲折。后续关注两点: 第一, GDP 平减指数至少在 2025 年上半年仍难以转正。实现价格合理回升的目标依然任重道远, 需要政策持续发力。第二, 近期 PPI-CPI 剪刀差尽管仍呈负值, 但降幅总体呈收窄态势, 显示企业盈利在缓慢复苏。我们预计 PPI-CPI 剪刀差降幅收窄态势将持续, 并将于三四季度转正, 企业盈利温和复苏的态势延续。
- **风险提示:** 政策力度不及预期, 地缘政治风险上升, 美联储降息力度不及预期。

相关研究报告

《宏观和大类资产配置周报》20250309
《2025 年 1-2 月进出口数据点评》20250307
《科技产业蓄势上行》20250306

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

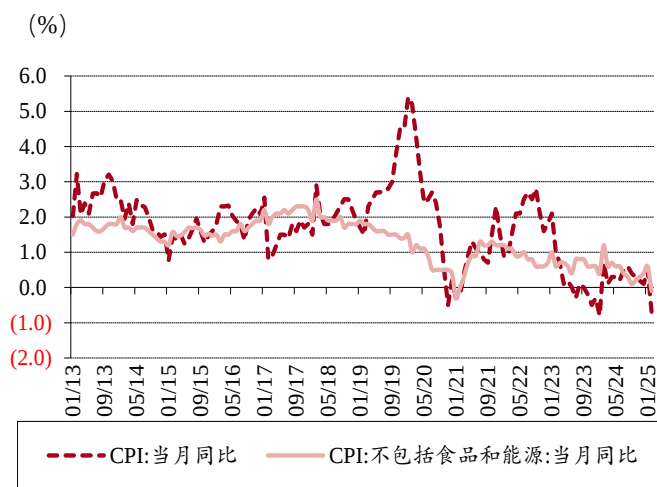
春节因素扰动，2月CPI同比转负

2月CPI同比下跌0.7%，自2024年2月以来首次同比转负，前值上涨0.5%；2月CPI环比下降0.2%，前值上涨0.7%。2月核心CPI同比下降0.1%，是2021年2月以来首次同比出现负值，前值上涨0.6%；2月核心CPI环比下降0.2%，前值上涨0.5%。

2月CPI表现偏弱，其中部分因素可归结为春节因素的影响。一是春节错位导致基数变化，据统计局测算，2月同比下降的0.7个百分点中，翘尾因素影响1.2个百分点，新涨价因素影响0.5个百分点，扣除春节错位影响，2月CPI同比上涨0.1%。二是节后部分食品价格季节性回落，2月食品价格同比下降3.3%，影响CPI同比下降约0.6个百分点。

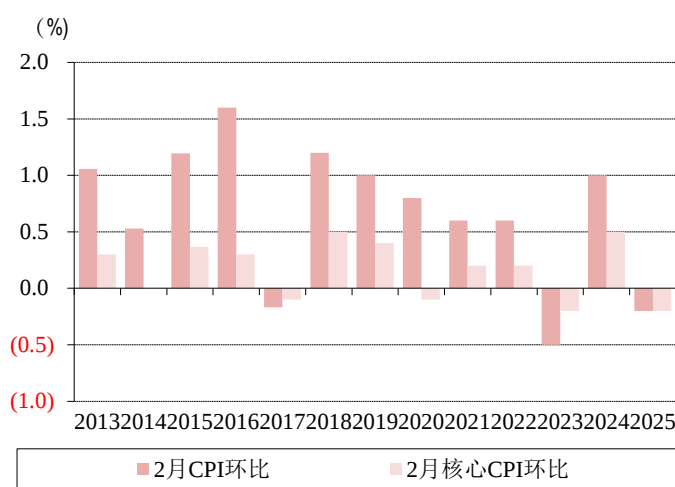
与历史同期相比，2月CPI环比为2012年以来的次低水平，仅强于2023年2月的-0.5%；核心CPI环比与2023年2月持平，同为历史最低值。综合看，即使剔除了春节因素的影响，CPI表现依然偏弱。

图表 1. 2025 年 2 月 CPI 与核心 CPI 同比再度转为下降



资料来源：Wind，中银证券

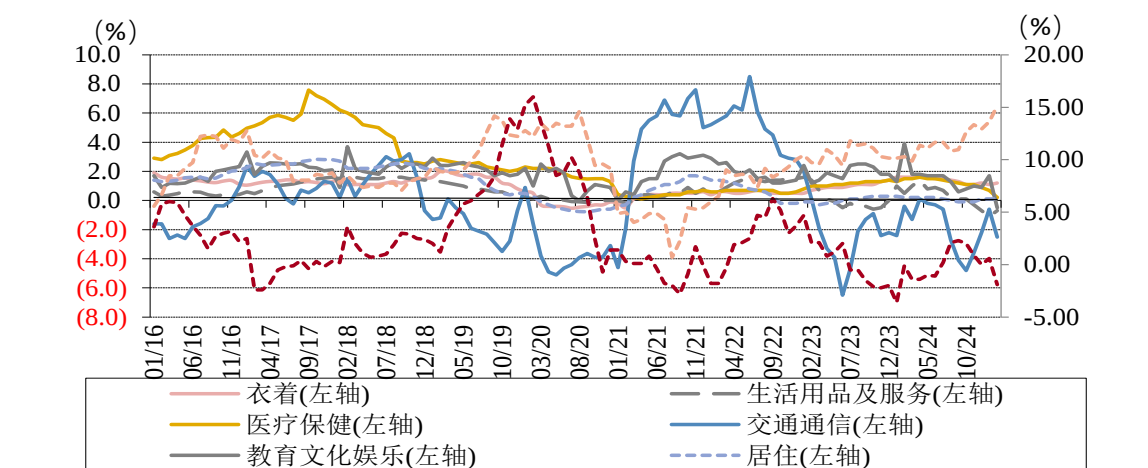
图表 2. 与历史同期相比，2月CPI和核心CPI环比偏弱



资料来源：Wind，中银证券

从各分项看，八类价格四涨四降。2月食品烟酒类价格同比下降1.9%，影响CPI下降约0.54个百分点。其中鲜菜价格下降12.6%，影响CPI下降约0.31个百分点。交通通信、生活用品及服务、教育文化娱乐价格分别下降2.5%、0.7%和0.5%。其他用品及服务、衣着价格分别上涨6.5%和1.2%，医疗保健、居住价格分别上涨0.2%和0.1%。值得关注的是：（1）生活用品及服务价格同比已经四个季度为负；（2）教育文化娱乐价格同比在2020年9月以来首度转负，后续趋势仍待观察；（3）其他用品及服务价格同比涨幅持续扩大，一定程度上反映了目前消费结构的变化。

图表 3. CPI 分项价格走势

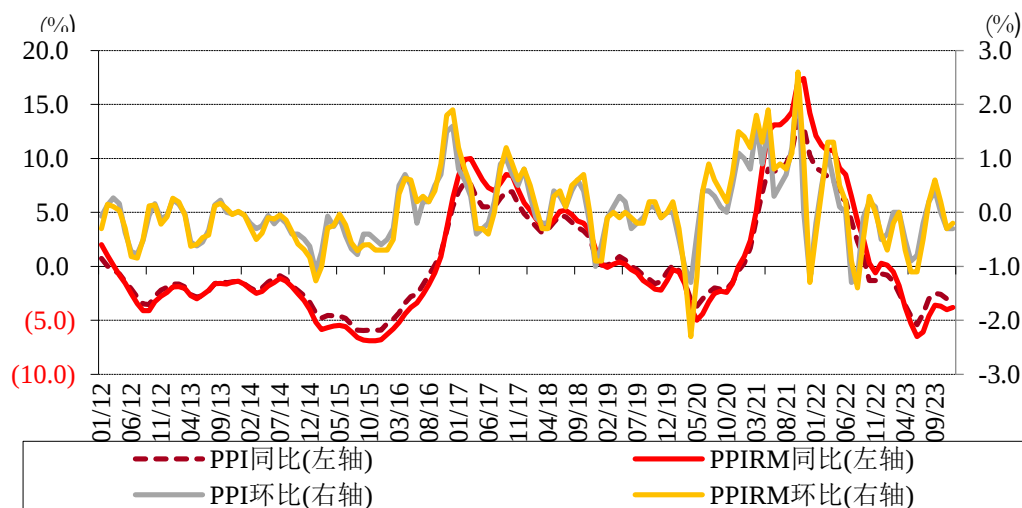


资料来源：Wind，中银证券

PPI 同比降幅仍在收窄进程中

2 月 PPI 同比下降 2.2%，环比下降 0.1%，同比、环比降幅均比上月收窄 0.1 个百分点；PPIRM 同比下降 2.3%，环比下降 0.2%，同比环比降幅均与上月持平。

图表 4. 2 月 PPI 同比降幅收窄

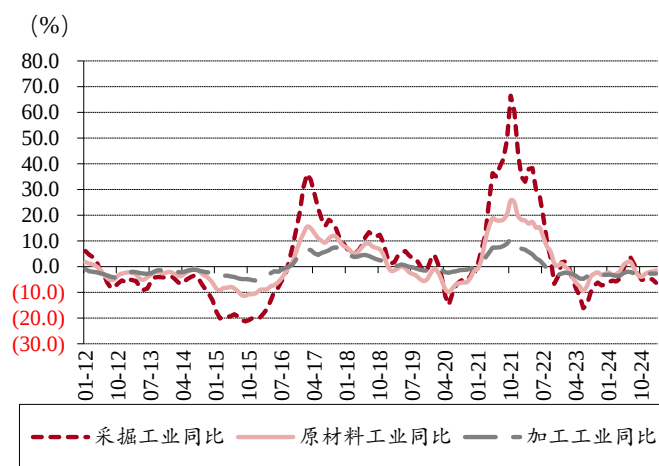


资料来源：Wind，中银证券

分大类看，2 月生产资料价格同比下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。其中，采掘工业价格同比下降 6.3%，降幅较上月扩大 1.4 个百分点；原材料工业价格同比下降 1.5%，降幅较上月收窄 0.4 个百分点；加工工业价格同比下降 2.7%，降幅与上月持平。

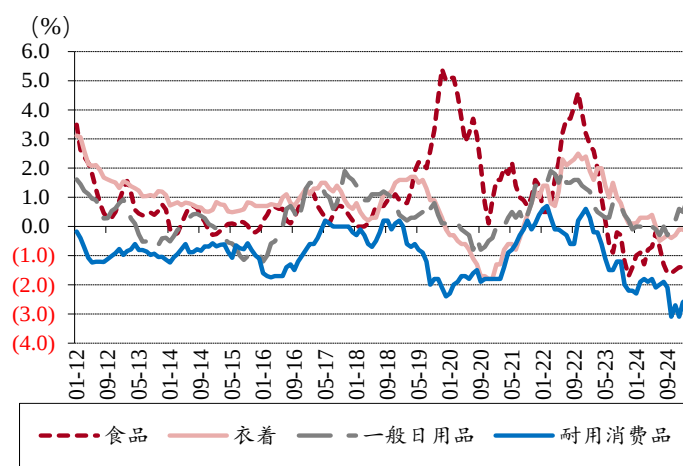
2 月生活资料价格同比下降 1.2%，降幅与上月持平。其中，食品价格同比下降 1.6%，降幅较上月扩大 0.2 个百分点；衣着价格同比下降 0.2%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；一般日用品价格同比上涨 0.9%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点；耐用消费品价格下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。

图表 5. 原材料工业价格降幅有所收窄



资料来源：Wind，中银证券

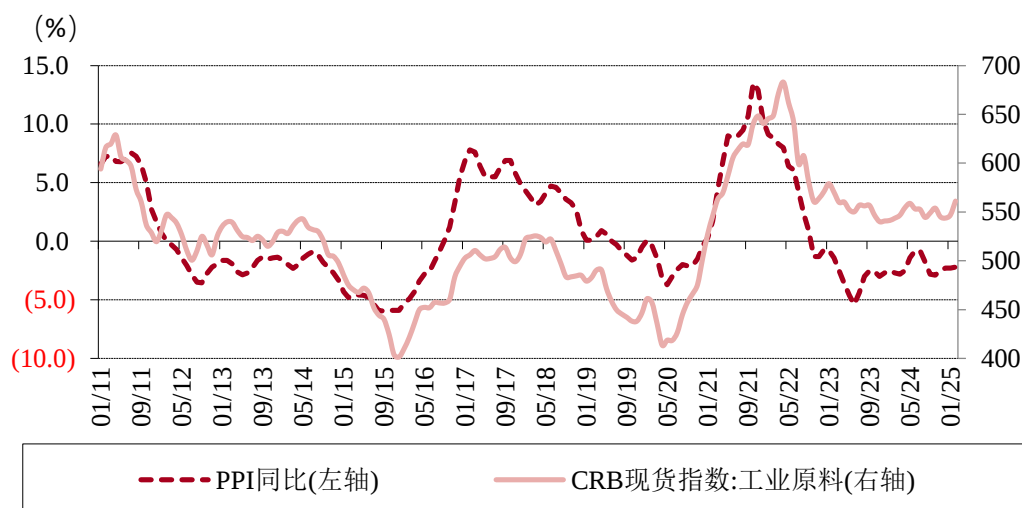
图表 6. 一般日用品价格涨幅有所扩大



资料来源：Wind，中银证券

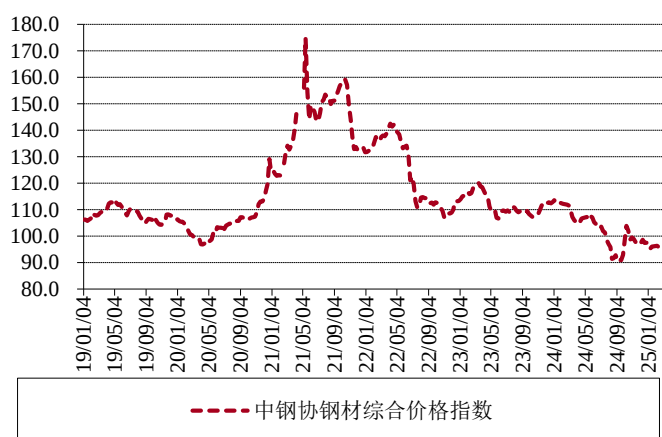
2 月国际大宗商品价格有所回升，CRB 现货指数（工业原料）2 月日均为 561.17 点，同比上涨 3.2%，环比上涨 2.6%。PPI 环比依然下降，主因仍在国内需求恢复偏慢。2025 年以来，钢材和动力煤价格总体呈回落态势；随着基数效应影响逐步走弱，后续 PPI 走势仍有不确定性。

图表 7.2 月 CRB 现货指数（工业原料）上涨



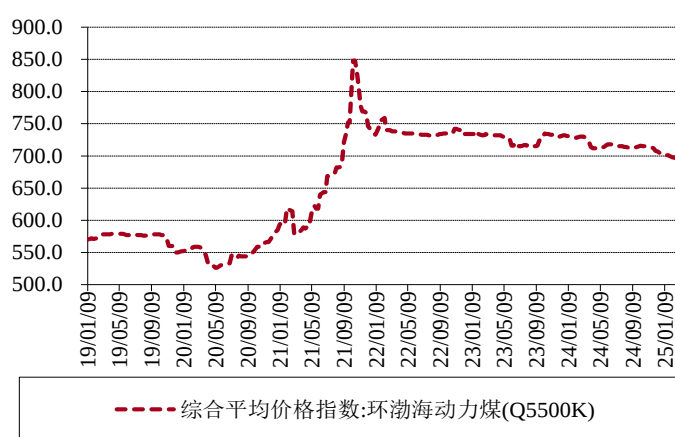
资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 中钢协钢材综合价格指数持续回落



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 环渤海动力煤价格下行



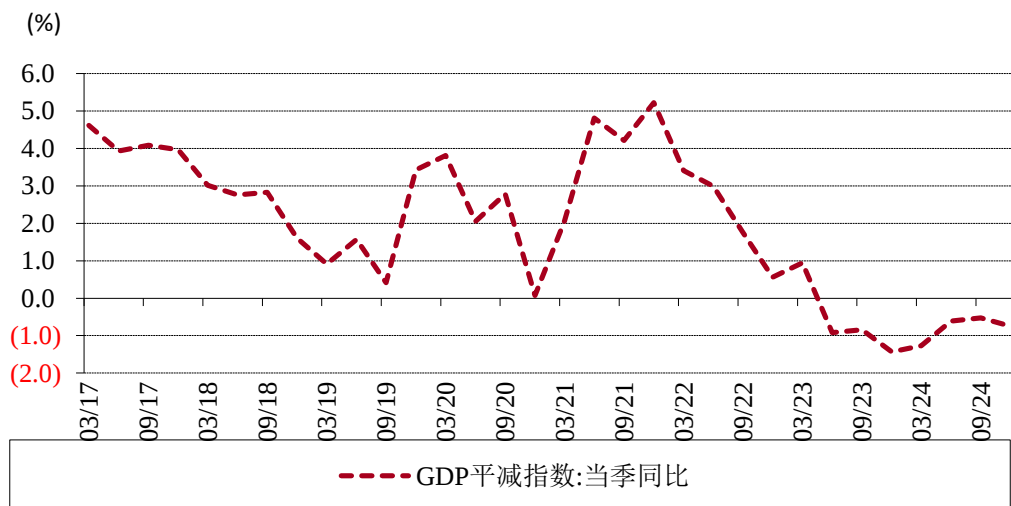
资料来源: Wind, 中银证券

推动价格合理回升依然任重道远

综合看，2 月价格数据一定程度上受到春节因素的扰动。排除春节因素后，CPI 仍在温和回升，PPI 降幅也在逐渐收窄。与此同时，价格的后续走势仍有不确定性，推动价格合理回升依然任重道远。

2025 年政府工作报告将 2025 年的通胀目标确定为 2% 左右，较此前的 3% 有所下调，体现了决策者对通胀形势的务实判断。截至 2024 年四季度，中国 GDP 平减指数已经持续 7 个季度为负。而正如我们在此前的报告《提振内需仍是关键，风险偏好扰动市场》中所指出的，促进价格回升需要政策持续发力，尤其是财政政策。2025 年政府工作报告指出，财政赤字率扩大至 4%，政府债务规模增加了 11.86 万亿元，财政政策力度明显扩大，将对物价回升构成支撑。

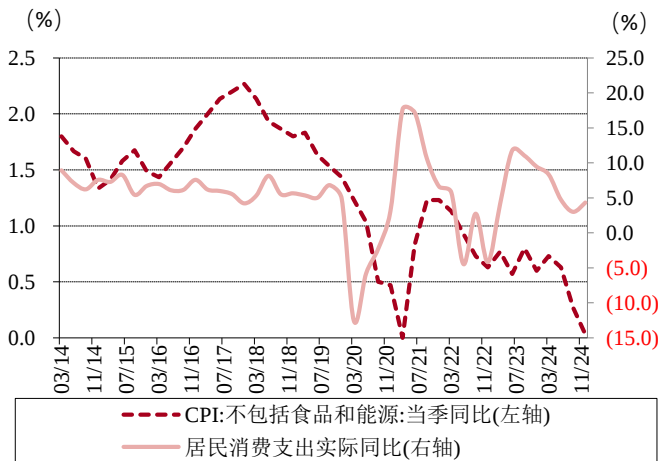
图表 10. 中国 GDP 平减指数持续 7 个季度为负



资料来源: Wind, 中银证券

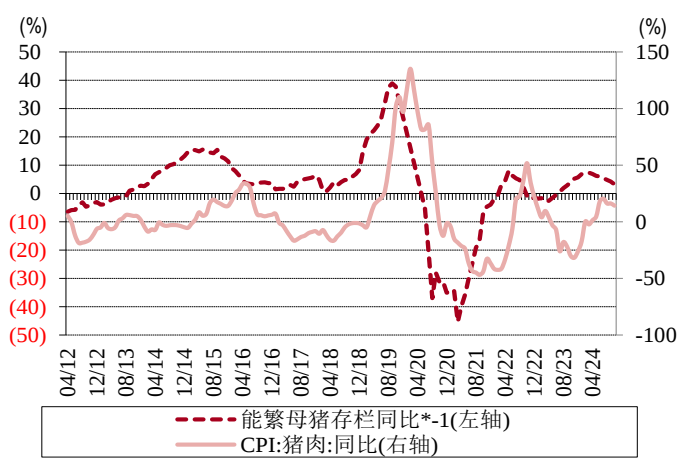
从 CPI 角度看, 核心 CPI 的回升有待于消费需求的回暖。2024 年居民边际消费倾向为 68.3%, 已经回到了疫情前水平。从季度看, 四季度居民人均可支配收入和人均消费支出增速也较三季度有明显回升。边际消费倾向的回升意味着消费意愿有所好转, 后续制约消费复苏的主要因素则是居民收入的回升能否持续。如居民消费持续好转, 则核心 CPI 有望温和回升。而从食品价格看, 近期能繁母猪存栏同比降幅在逐渐收窄, 猪肉供应或将逐步回升, 压制猪肉价格。如后续猪肉价格持续弱势, 食品价格或将对 CPI 构成拖累。综合看, CPI 后续或将呈现震荡中温和回升态势。

图表 11. 核心 CPI 回升有待消费需求回暖



资料来源: Wind, 中银证券

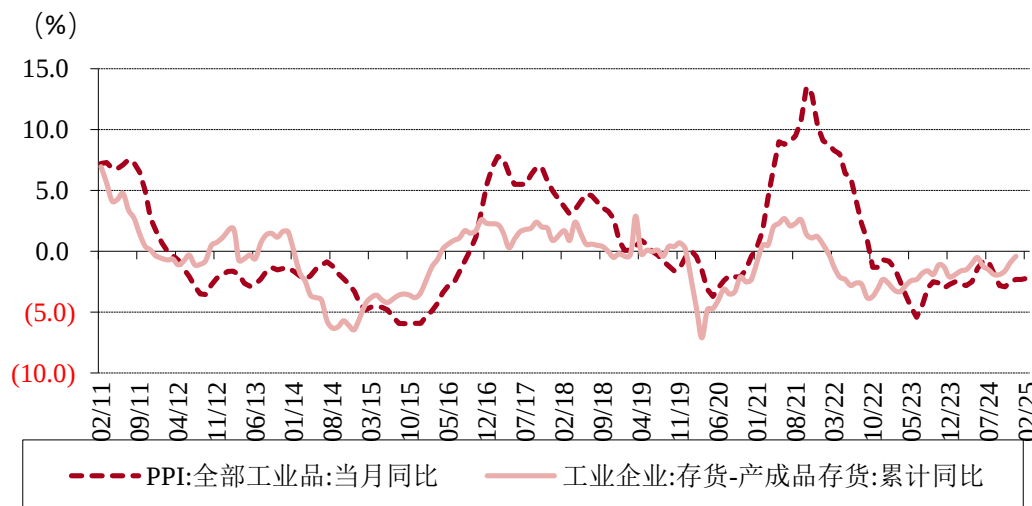
图表 12. 食品价格或将对 CPI 构成压制



资料来源: Wind, 中银证券

后续 PPI 能否持续回升关键仍看国内需求的复苏情况。从存货与产成品存货的增速看, 尽管存货的增速仍低于产成品存货增速, 但二者的差值近期呈现出逐渐收窄态势, 显示库存周期的启动在即。后续如国内需求在政策支撑下如期回暖, 则 PPI 同比降幅或将逐渐收窄乃至转正, 我们预计 PPI 同比或将在三季度转正。

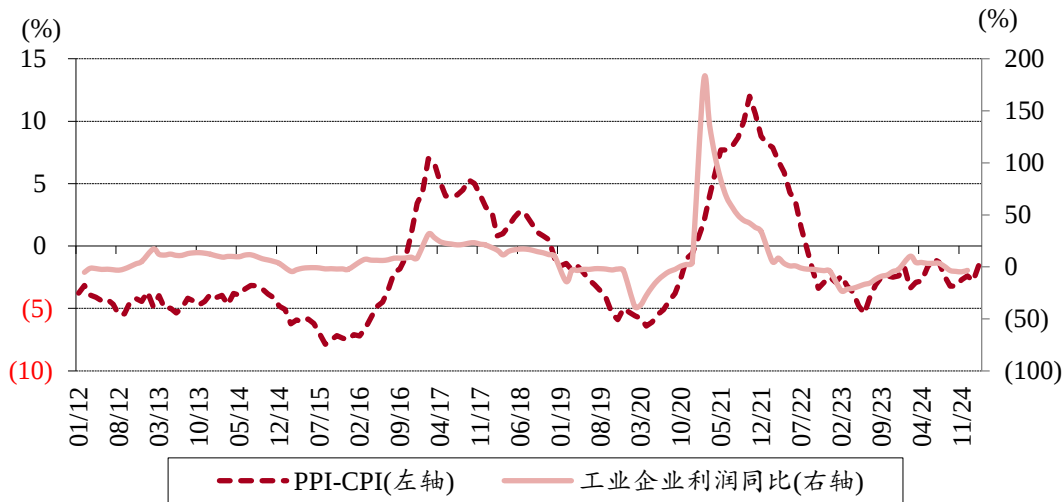
图表 13. 存货周期或将启动支撑 PPI 回升



资料来源: Wind, 中银证券

综合看, CPI 与 PPI 后续回升态势不变, 但其中过程仍有曲折。后续关注两点: 第一, 从目前的形势判断, GDP 平减指数至少在 2025 年上半年仍难以转正。实现价格合理回升的目标依然任重道远, 需要政策持续发力。第二, 近期 PPI-CPI 剪刀差尽管仍呈负值, 但降幅总体呈收窄态势, 显示企业盈利在缓慢复苏。我们预计 PPI-CPI 剪刀差降幅收窄态势将持续, 并将于三四季度转正, 企业盈利温和复苏的态势延续。

图表 14. PPI-CPI 剪刀差降幅收窄支撑企业盈利复苏



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示: 政策力度不及预期, 地缘政治风险上升, 美联储降息力度不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371