

2025年03月10日

春节错位难掩商品消费内生动能不强

CPI、PPI 点评（2025.2）

投资要点

- ◆ **春节提前、商品消费内生动能不强，CPI 同比大幅回落；暖冬电煤需求一般，PPI 底部仅略有改善。**2月CPI同比时隔13个月再度转负，在1月短暂冲高后大幅下行1.2个百分点至-0.7%；核心CPI同样大幅回落0.7个百分点至-0.1%，创21年2月以来新低。PPI同比跌幅小幅收窄0.1个百分点至-2.2%。
- ◆ **冬季气候持续温和有利于生鲜供给，食品CPI同比大幅转跌。**尽管有春节提前导致的节后食品涨幅趋于温和效应，但2月食品CPI环比-0.5%仍显著低于此前三个春节提前至1月年份的同期均值（0.6%），拖累食品CPI同比仅-3.3%，较1月下滑达3.7个百分点。两方面原因均指向当前食品供给充足价格难以大幅上涨：一是今冬气候持续偏暖2月极端天气较往年同期更少，鲜菜鲜果生产和储运成本大幅降低，2月环比分别为-3.8%、1.8%，与此前三个春节提前至1月年份同期环比均值相比分别大幅偏低17.5和5.0个百分点；二是猪肉等肉类供给仍处于相当充足的周期阶段，2月畜肉类价格环比下跌0.9%，同样偏低。
- ◆ **节后服务价格正常回落，服务消费趋稳；油价有所上涨但核心商品涨幅不高，显示商品消费内生动能仍然不强，消费补贴持续加力仍属必要。**2月核心CPI同比大幅回落0.7个百分点至-0.1%，为2021年2月以来首度转负，除了前述春节错位提前的正常影响外，也显示商品消费内生动能仍然不强。除房租外的服务环比-0.68%，符合春节提前之后节后2月环比下跌的季节性特征，因春节错位同比下行1.5个百分点至-0.4%，后续月份有望回升。租赁房租环比小幅上涨0.1%，弱于春节后月份的平均水平，当前房地产周期尚在筑底。商品消费内生动能仍然不强，尽管交通工具用燃料环比上涨并可能对工业消费品价格形成一定的渗透性拉动，但核心商品环比涨幅有限，交通工具同比跌幅较前月扩大0.3个百分点至-4.4%，2月燃油车和新能源车价格同比分别下跌达5.0%和6.0%。消费补贴持续加力仍是大力提振消费所必需的政策手段。
- ◆ **PPI 环比同比跌幅均稍有收窄，暖冬用电需求不高煤价跌幅加深是主要拖累。**2月PPI环比-0.1%，同比-2.2%，跌幅均较1月收窄0.1个百分点，但仍未走出磨底区间。我国PPI同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对PPI影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。2月原油石化产业链价格总体维持上涨，但涨幅较1月有所收窄，石油和天然气开采环比0.3%，涨幅较1月收窄4.2个百分点。今冬气温总体偏高电煤需求并不突出，加之煤炭供给充足，煤价跌幅加深，煤炭开采环比-3.3%，跌幅较1月扩大1.1个百分点。黑色金属环比-0.2%跌幅较小，节后复工节奏整体平稳，投资增长趋势或将持续影响PPI的修复速度。
- ◆ **2月通胀数据呈现上游能源价格下跌、商品消费内生动能衰减的格局，消费和投资内需稳增长的政策力度节奏将在很大程度上决定今年通胀回升的强度和速度。**《政府工作报告》对投资稳增长已经做出超预期力度的财政资金支持保障，新增专项债扩容5000亿至4.4万亿、特别国债扩容至1.8万亿并可最多安排1万亿用于项目投资、赤字率4%并大幅增加预算内投资安排，均有利于拉动基建投资和稳定地产竣工，我们预计后续PPI同比跌幅稳步收窄，4季度或有望转正。但另一方面，近期受美国对华迅速大幅加征关税的冲击，人民币汇率趋弱，可能进一步影响到居民耐用消费品的购买力，消费补贴年中加码的必要性或已经开始提升。我们小幅下修全年CPI同比均值预测至0.3%。
- ◆ **风险提示：**财政补贴消费效果低于预期风险。

事件点评

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

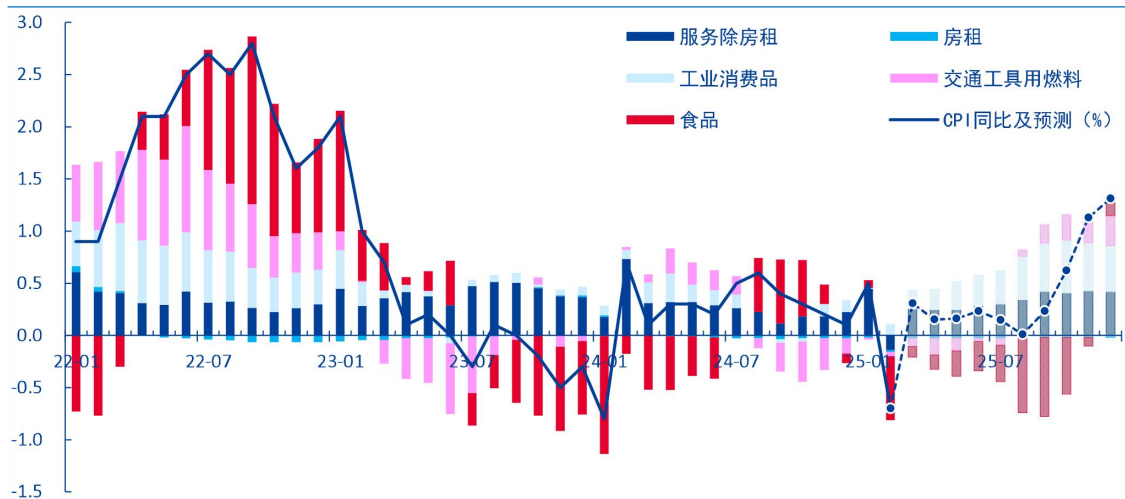
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

出口初现降温迹象，山雨欲来尚需绸缪——
 国际贸易数据点评（2025.1-2） 2025.3.7
 扩财政促内需的含金量正在上升——《政府工作报告》解读 2025.3.5
 两会聚焦：五大看点 2025.3.4
 PMI 节后反弹，投资好于消费——PMI 点评
 （2025.2） 2025.3.2
 LPR 四度持平，十债利率升至 1.7%，释放
 何种信号？——华金宏观·双循环周报（第
 95 期） 2025.2.21

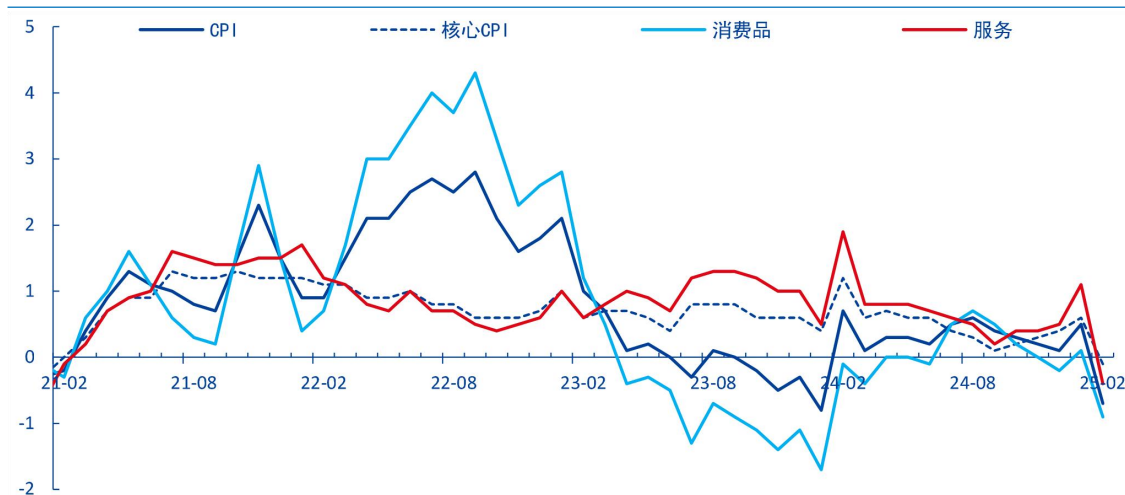


图 1: CPI 同比、贡献结构及预测 (%)



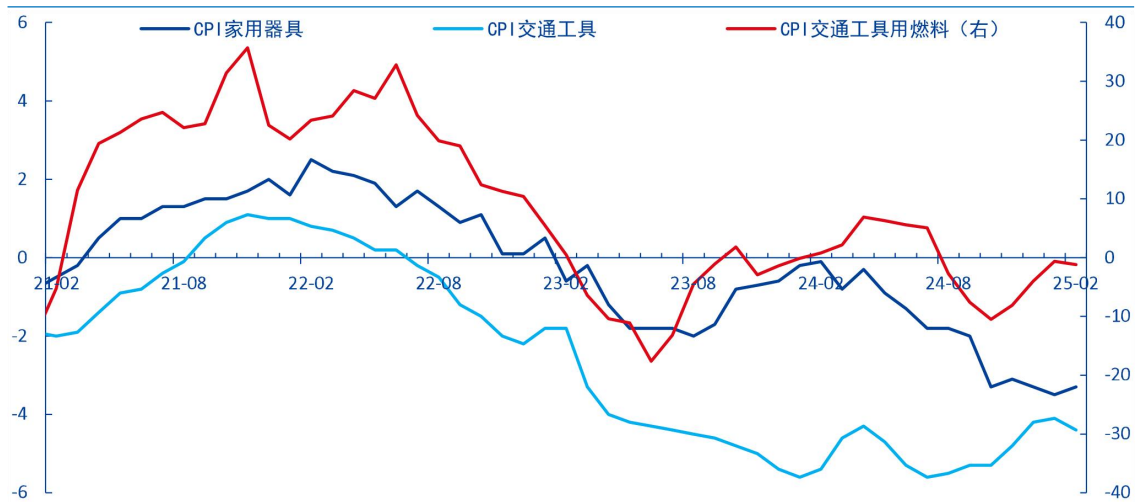
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)



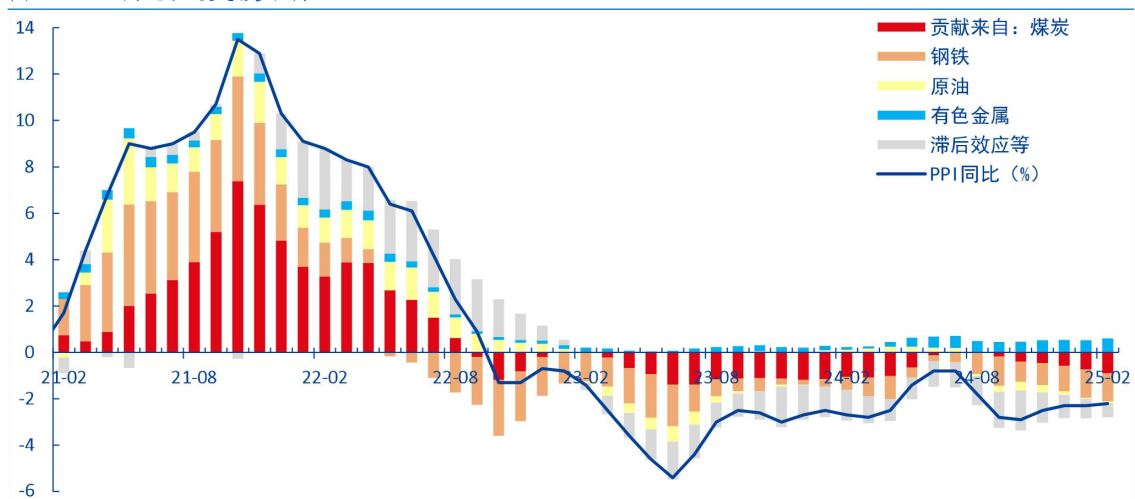
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: CPI 家用器具、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: PPI 同比及敏感度结构 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn