



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

3月CPI同比转正的难度不大

——国内观察：2025年2月通胀数据

投资要点

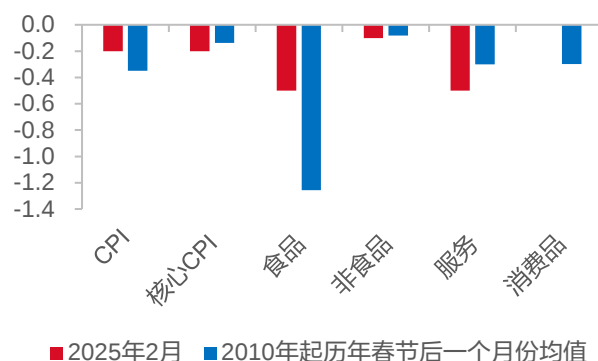
- **事件：**2025年3月9日，统计局发布2月通胀数据。2月，CPI当月同比-0.7%，前值0.5%；环比-0.2%，前值0.7%。PPI当月同比-2.2%，前值-2.3%；环比-0.1%，前值-0.2%。
- **核心观点：**春节错位继续对CPI造成影响，2月同比回落也符合我们之前的判断。据统计局测算，扣除春节错位影响2月CPI同比0.1%。从环比来推算，3月CPI以及核心CPI同比回正的难度不会太大，但总体来看仍处较低水平。PPI仍处-2%至-3%的区间内，突破该区间仍需更多实物工作量形成带动需求回升。政府工作报告将2025年CPI目标自3%下调至2%，上限目标或切换为政策努力去推动实现的目标，此外也提到通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，关注后续供需两侧的政策共同发力。总体上看，推动价格水平回升仍需政策加力。
- **春节错位有影响，但CPI整体仍处相对低位。**从历史经验来看，CPI环比通胀在春节当月走高，而在春节后一个月回落，错位影响对CPI同比的读数有较大影响。以春节后一个月作为同维度进行比较，2月环比-0.2%，高于近10年同期均值-0.4%。另一维度来看，1-2月CPI同比均值为0.25%，有统计以来仅高于2023年的0.15%，价格水平整体仍处相对低位。据统计局解释，在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，今年价格变动的新影响约为0.5个百分点，扣除春节错月影响2月份CPI同比上涨0.1%。
- **1-2月平均来看，食品表现偏弱。**食品价格环比-0.5%，前值1.3%，春节后季节性回落，但明显强于近5年春节后同期均值，不过也要考虑到前值弱于季节性的影响。故从1-2月环比平均来看，食品价格为0.4%，为历史下限区间。主要分项中，1-2月平均来看，鲜果环比2.55%，鲜菜1.05%，猪肉-0.45%，蛋类-3.05%。
- **1-2月平均来看，非食品表现符合季节性。**非食品价格1-2月平均来看，环比0.2%，与近5年同期均值持平。分项中，1-2月平均来看，与历年相比表现偏好的是衣着、生活用品及服务、交通和通信，偏弱的是教育文化和娱乐、医疗保健。
- **核心CPI同比转负，但3月大概率回正。**前期表现相对稳定的核心CPI，也受到春节影响，2月同比转负至-0.1%。不过若3月核心CPI环比持平，则核心CPI同比则能回升至0.5%。同理若3月CPI环比持平，CPI同比也能回升至0.3%。
- **PPI基本符合预期。**PPI受春节错位的影响相对偏小，我们仍然沿用同期均值比较季节性。2月PPI环比-0.1%，弱于近5年同期均值0.12%。同比上来看，PPI继续位于-2%至-3%区间内震荡，当月的走势也符合此前PMI中购进价格以及出厂价格做出的预测。
- **结构上生产资料拖累。**PPI的结构上来看，生活资料环比持平，生产资料环比-0.2%。生产资料中，拖累继续来自于采掘和加工，分别环比-1.3%和-0.2%。分行业来看，除当月原油价格下行，影响石油相关行业环比涨幅收窄之外，黑色金属受假期、寒冷天气开工淡季的影响，煤炭受供给充足的基本面暂无变化。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；消费恢复不及预期；关税政策的不确定性。

图1 CPI 当月同比, %



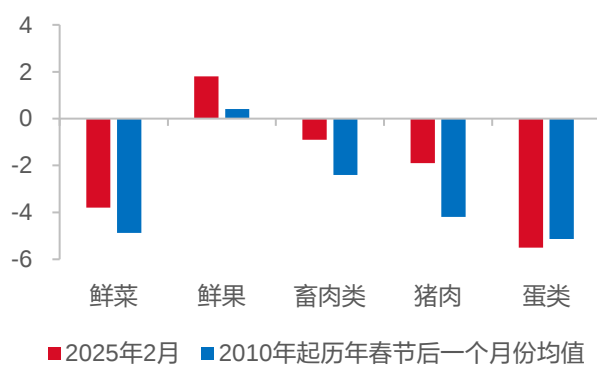
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 2010 年以来春节后一个月 CPI 及分项环比, %



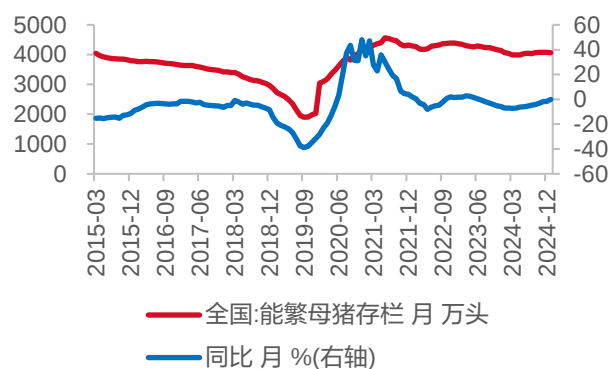
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 2010 年以来春节后一个月食品 CPI 分项环比, %



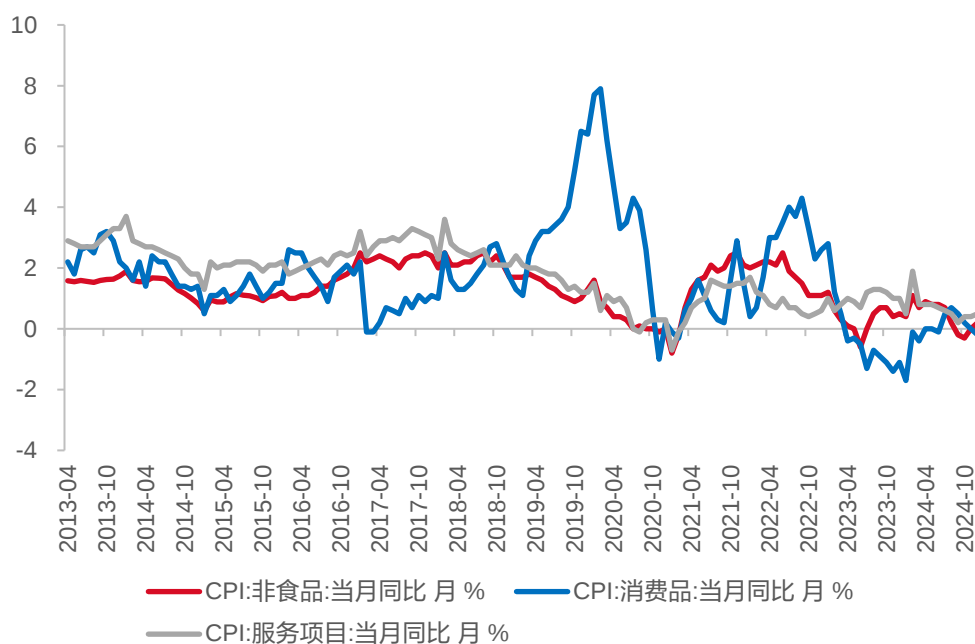
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 能繁母猪存栏及同比, 万头, %



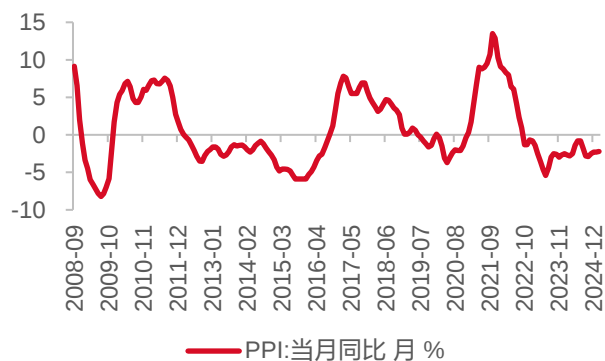
资料来源：种猪信息网，农业农村部，东海证券研究所

图5 CPI 消费品、服务同比, %



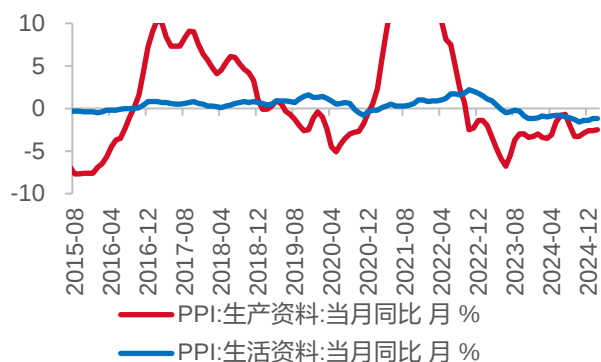
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 PPI 当月同比, %



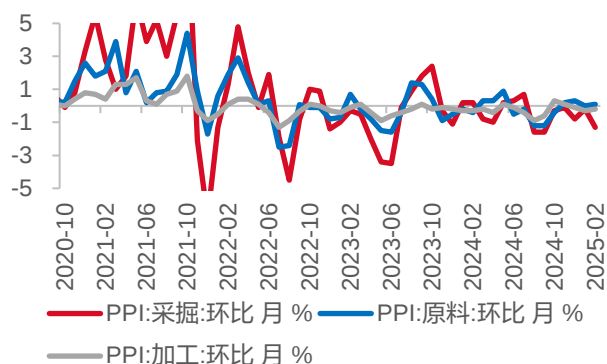
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 PPI 生产和生活资料类同比, %



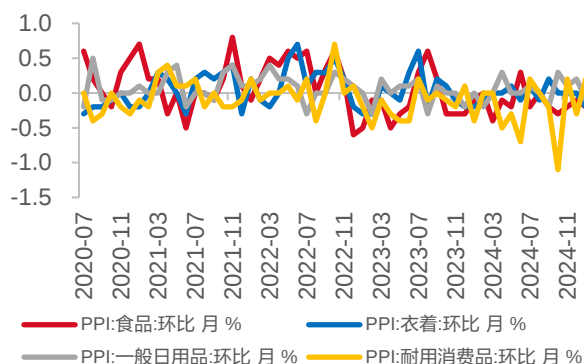
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI 生活资料分项环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089