

CPI “转负”，这次有何不同？

2025 年 03 月 09 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**3 月 9 日，国家统计局公布 2 月通胀数据，CPI 同比-0.7%、前值 0.5%、预期-0.4%；PPI 同比-2.2%、前值-2.3%、预期-2.1%。

➤ **今天公布的 CPI 环比和同比均出现了负增长，这种看似反常的现象背后究竟是基本面的映射还是短期的扰动？**

一方面，春节提前在 1 月往往会带动“涨价”提前，从而压低 2 月的 CPI 读数。从历史来看，2006、2014、2017 年等与今年春节时点相近的年份，都存在类似现象。相较之下，这些年份的 2 月 CPI 环比平均上涨 0.3%，要好于今年同期水平，这部分与天气造成的“供给冲击”有关。

另一方面，在短期扰动之外，核心 CPI 同比四年以来首次转负、服务业拉动明显走弱，均反映出需求修复存在症结；PPI 延续负增长，也印证了供给过剩的问题依然存在，这些都需要在政策层面予以应对。**考虑到两会已对“研究化解重点产业结构性矛盾”问题做出表态，我们预计后续供给端的增量政策或率先出台，缓解 PPI 持续下行的状态。**

➤ **“春节错位”之外，“极端天气”对 CPI 同比读数造成了额外拖累。**分项来看，2 月食品拖累 CPI 同比下降 0.6 个百分点，是最大拖累项，其中鲜菜占一半以上、拖累幅度达 0.31 个百分点。**一方面**，去年 2 月中下旬，全国多地出现低温、冻雨等极端天气，造成蔬菜价格明显走高。**另一方面**，今年 2 月全国天气条件、鲜菜的生长运输条件较好，鲜菜价格低位运行，“一高一低”之下鲜菜价格的同比波动被明显放大。

天气因素还导致出行服务价格同比走弱，但也反映出旅游消费单价仍较疲弱。2 月 CPI 服务项同比下降 0.4%，其中尤其是飞机票和旅游价格降幅扩大，合计拉低了 CPI 同比约 0.27 个百分点。

➤ **此外“两新”政策持续生效，压低了汽车等耐用消费品的价格。**2 月燃油、新能源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。**相比之下，服装、通讯工具、小家电等价格涨幅扩大；但值得关注的是，伴随“两新”加力扩围，相关品类可能会呈现出类似的“降价”压力。**

➤ **PPI 同比降幅收窄，开年“拼经济”的科技含量上升，但传统板块价格相对疲软。**PPI 内部结构分化，一方面或源自开年“拼经济”的产业结构变化，伴随科技的含量上升，以有色金属为代表的工业品价格涨幅强势，而黑色金属、非金属矿等价格仍较低迷。另一方面，建筑链条价格疲弱也与节后复工节奏较滞后相互映射，“稳增长”实物工作量落地待进一步提速。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

1. 2025 年 2 月外贸数据点评：如何看待“抢出口”不及预期？-2025/03/09

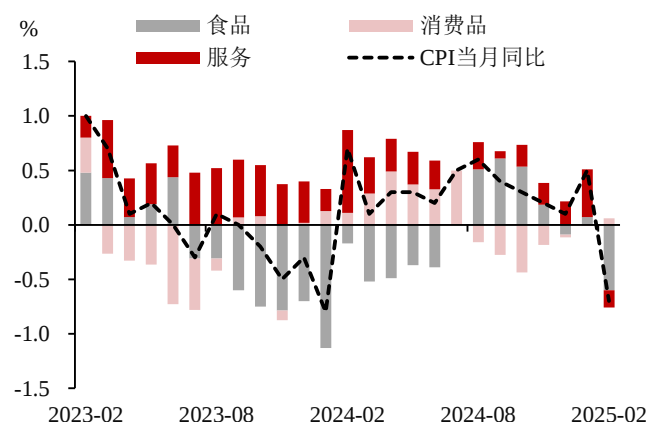
2. 美国就业数据点评：2 月非农的“隐忧”-2025/03/08

3. 2025 年财政预算案点评：今年预算报告的“新鲜事”-2025/03/07

4. 美国政策跟踪：政府裁员如何影响美国就业？-2025/03/06

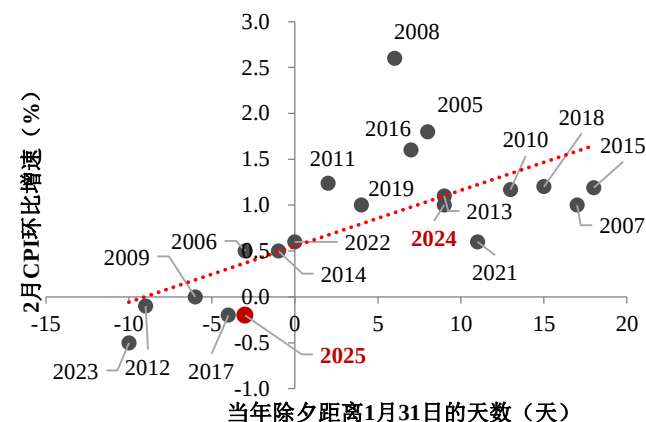
5. 2025 年政府工作报告点评：政府工作报告：哪些新变化？-2025/03/05

图1：2月，CPI当月同比“转负”



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：“早春”往往会压低2月CPI环比读数



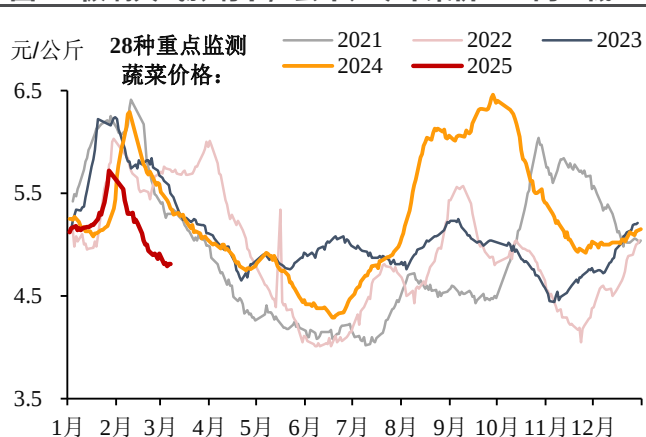
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：2月，鲜菜价格对CPI形成明显拖累

单位：%	2025-02	2025-01	2024-12
CPI当月同比	-0.7	0.5	0.1
CPI食品	-3.3	0.4	-0.5
畜肉	-1.8	2.5	1.7
猪肉	4.1	13.8	12.5
鲜菜	-12.6	2.4	0.5
鲜果	-1.8	0.6	-3.0
CPI消费品			
烟酒	0.8	1.0	0.8
衣着	1.2	1.1	1.2
交通工具	-4.4	-4.1	-4.2
通信工具	1.3	0.6	0.7
CPI服务	-0.4	1.1	0.5
核心CPI	-0.10	0.6	0.4

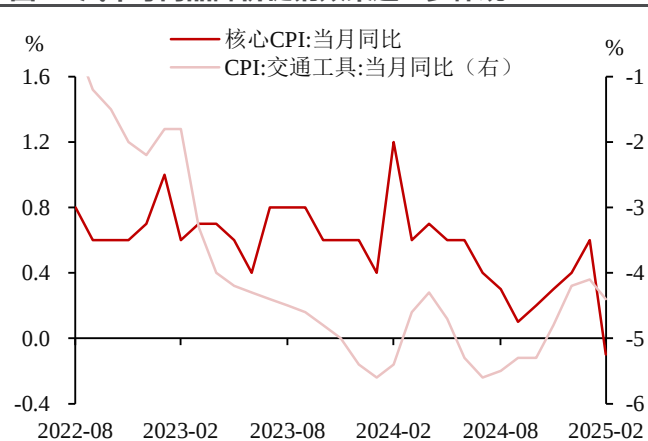
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：极端天气影响下，去年、今年菜价“一高一低”



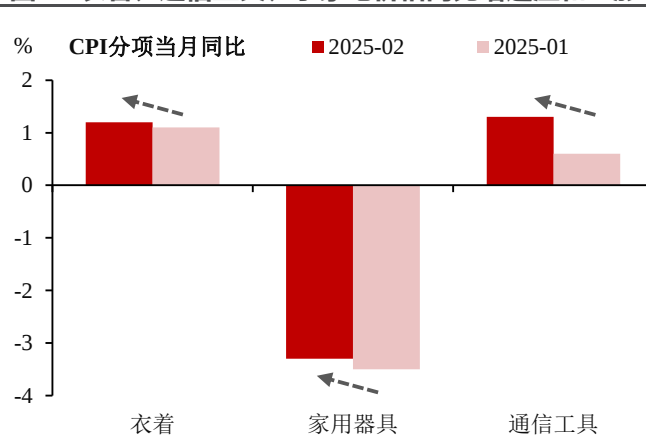
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：汽车等商品降价促销效果进一步体现



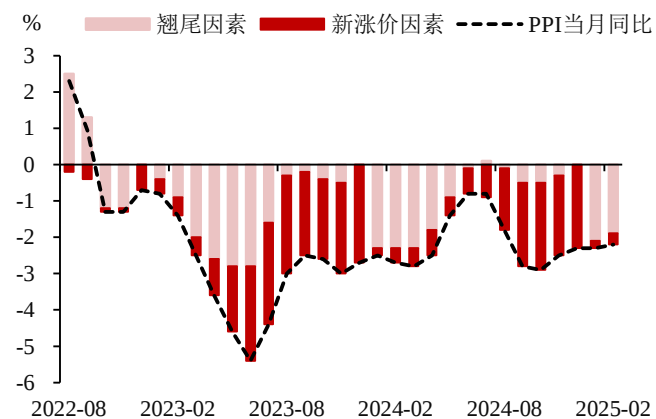
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：衣着、通信工具、小家电价格同比增速温和上涨



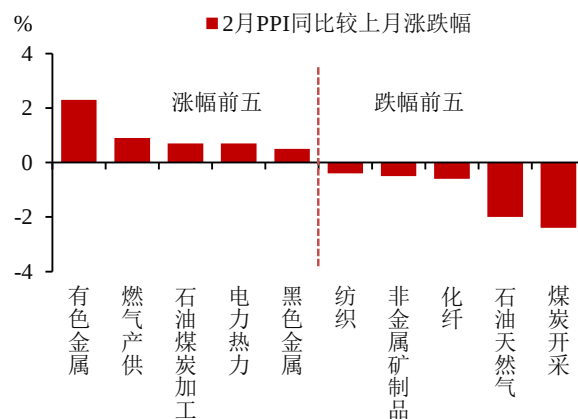
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：2月，PPI 同比降幅有所收窄



资料来源：iFnd，民生证券研究院

图8：2月，PPI 分行业同比涨跌幅



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048