

通胀低于预期，内需亟待提振

——2025 年 2 月 CPI 和 PPI 数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

李沫 伍超明

核心观点：

一、春节错月和服务需求偏弱共致 CPI 超预期回落，食品环比回落幅度并未超出历史同期均值。2 月份 CPI 同比回落 1.2 个百分点至 -0.7%，其中，食品和非食品的拉动作用分别较上月回落 0.7 和 0.5 个百分点，春节错月导致基数走高叠加节后需求下降是回落主因。但从环比增速看，2 月份食品价格环比高于 2015-24 年节后一个月均值水平 1.0 个百分点，食品并非 CPI 超预期回落的主因；服务价格同比下降 0.4%，2021 年 3 月以来首次转负，环比下降 0.5%，为历年 2 月份的最低值，均表明服务价格是 CPI 超预期回落的主因，这也导致核心 CPI 同比时隔 4 年再次转负，居民消费不振问题凸显。

二、预计 3 月 CPI 增长 -0.2% 左右，二三季度或继续负增长。一是预计受气温回暖供给增加和需求较弱影响，3 月份食品价格环比降幅有所扩大；二是猪肉对 CPI 同比的拉动作用有望维持在 0% 附近；三是服务价格受益于政策加力显效影响，维持稳定概率偏大；四是预计油价对非食品价格的支撑作用减弱；五是 3 月 CPI 翘尾因素较 2 月份提高 1.0 个百分点，对 CPI 同比形成支撑。

三、国际原油价格下跌、房地产开复工偏慢共致 PPI 环比延续负增，同比小幅收窄。2 月份 PPI 同比下降 2.2%，降幅收窄 0.1 个百分点，其中翘尾因素贡献了 0.2 个百分点；PPI 环比下降 0.1%，继续形成拖累。分结构看，采掘工业是 PPI 环比延续负增主因，“以旧换新”政策效果有所显现。分行业看，房地产建材、原油链、汽车行业价格环比回落，但基建链、通信电子行业价格环比有所回升。

四、预计 3 月份 PPI 降幅维持在 -2.2% 左右，全年延续负增格局概率偏大。一是 3 月份 PPI 翘尾因素较 2 月份提高 0.1 个百分点；二是受特朗普意图增加传统能源供给、美国近期经济指标不及预期等因素影响，短期国际油价仍面临一定下行压力；三是随着一揽子刺激政策进一步见效，加上年初各地奋战“开门红”，国内工业品价格有望温和回升。

五、总结：2 月份 CPI 同比超预期回落、PPI 同比降幅仅小幅收窄，这其中固然有春节错月因素的影响，但更多反映出国内有效需求不足，尤其是消费和地产需求不振，同时国际输入性通缩压力也有所增加。往后看，预计短期内外部输入性因素将继续对国内通胀回升形成钳制，基准情况下二三季度 CPI 继续负增长、PPI 全年为负的概率偏大。年内物价能否温和回升，将取决于国内促消费、稳地产和促民企等政策的力度及其成效，预计两会后扩需求尤其是促消费政策会加快出台。

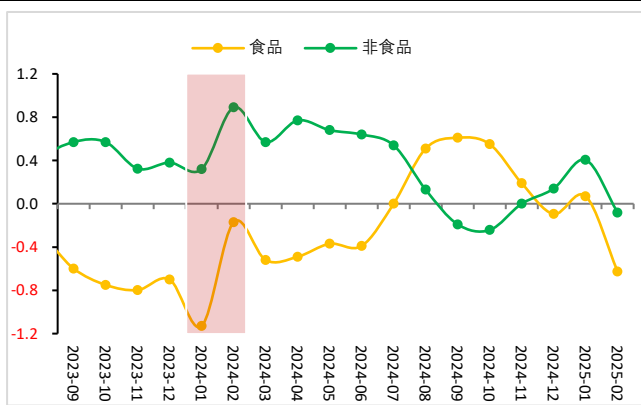
事件：2月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下降0.2%，同比下降0.7%，较上月回落1.2个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，同比下降2.2%，降幅较上月收窄0.1个百分点。

正文：

一、春节错月和服务需求偏弱共致CPI超预期回落，预计3月CPI增长-0.2%左右

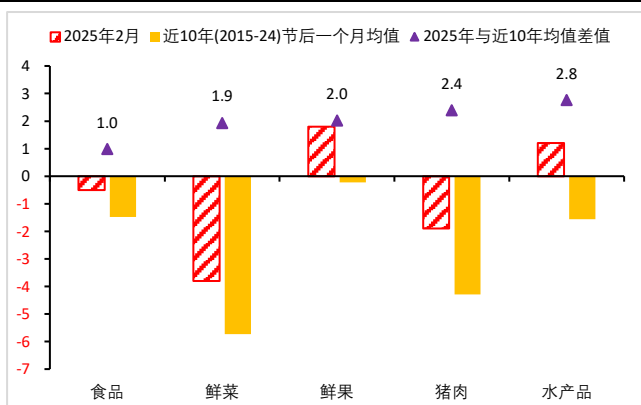
春节错月压低食品价格同比，但食品并非CPI超预期回落的主因。2月份食品价格同比增速由上涨0.4%转为下降3.3%，对CPI同比的拉动作用较上月回落0.7个百分点（见图1），春节错月导致基数走高叠加节后需求下降是主要原因。一是从环比增速看，2月食品价格环比由上涨1.3%转为下跌0.5%（见图2），主因节后需求季节性下降；二是去年2月份食品同比增速较1月份提高4.0个百分点，高基数压制作用明显。但食品并不是CPI超预期回落的主因，2月份食品价格环比高于2015-24年节后一个月-1.5%的均值水平较多（见图3）。从分项看，鲜菜、猪肉、水果等主要食品价格环比增速均较上月回落，但同样高于近10年节后均值较多。

图1：食品和非食品对CPI同比的拉动（%）



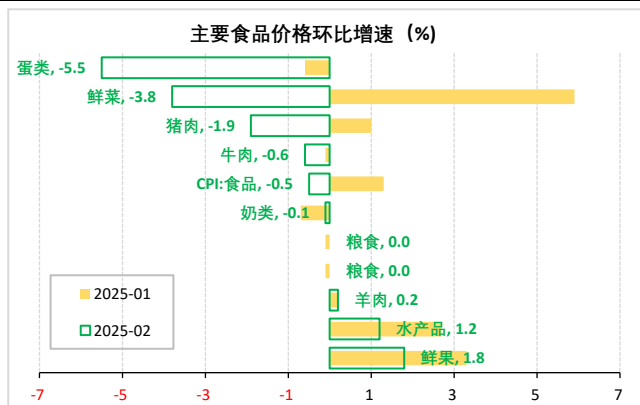
资料来源：WIND，财信研究院

图3：主要食品分项环比增速与历史同期均值水平



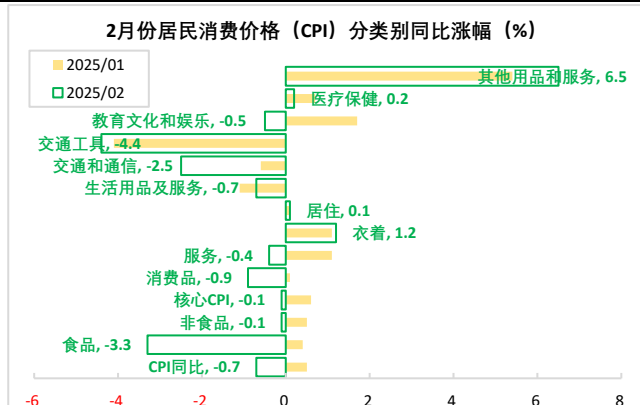
资料来源：WIND，财信研究院

图2：主要食品价格环比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图4：2月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



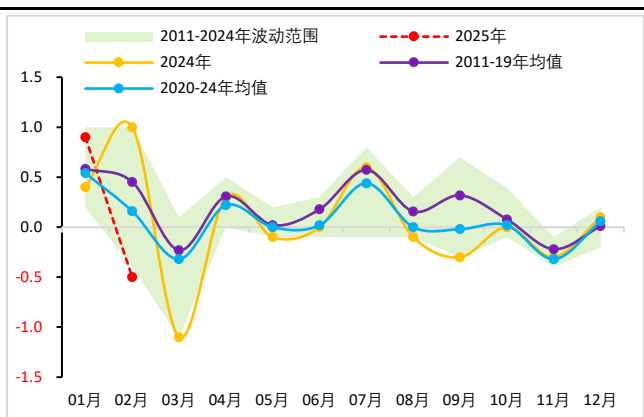
资料来源：WIND，财信研究院

注：数据标签中同比数据为当月各分项涨跌幅

春节错月和服务需求偏弱共致非食品价格回落。2月非食品价格同比下降0.1%，较上月回落0.6个百分点（见图4），对CPI同比的拉动作用较上月回落约0.5个百分点，春节错月和服务价格回落是主要原因。分结构看，服务价格同比较上月回落1.5个百分点至-0.4%，2021年3月份以来首次转负，这固然受到春节错月的影响，但更多反映出国内消费需求的不足。如从环比增速看，2月份服务价格环比下降0.5%，为历年同期的最低值，偏离均值水平较多（见图5），是非食品价格的主要拖累因素。此外，能源分项对非食品同比的支撑作用减弱，主要源于国际原油价格下行影响；家用器具对非食品价格的拖累作用减弱，主要源于以旧换新政策的影响，但两者同比增速变动不大，对非食品价格的影响想多较小。

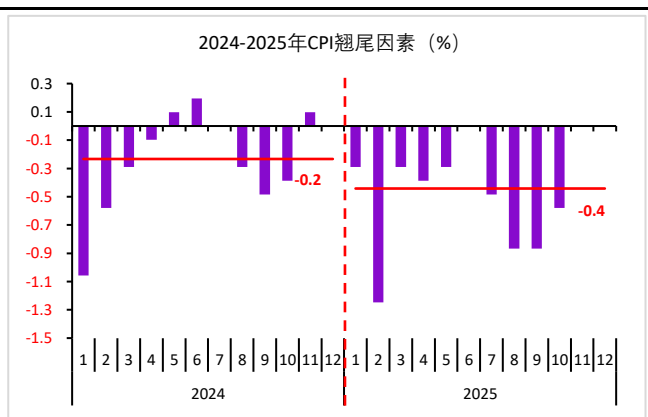
核心CPI转负，提振消费仍需政策加力。2月剔除食品和能源的核心CPI同比下降0.1%，较上月大幅回落0.7个百分点，为2021年2月份以来首次转负，春节错月和服务需求偏弱是主要拖累，反映出居民消费需求依然偏弱偏慢。预计未来受益于宏观政策着力点转向促消费、稳住楼市股市，未来核心CPI回升面临的“就业-收入-消费”循环堵点有望趋于缓解，年内核心CPI有望温和回升，但国内大循环畅通仍需时日、供给端去化压力仍大，未来核心CPI回升幅度不宜高估。

图 5：2 月服务价格环比创历史同期最低



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2024-2025 年 CPI 翘尾因素（%）



资料来源：WIND，财信研究院

预计3月CPI同比增长-0.2%左右。一是预计2月份食品价格环比跌幅扩大。根据农业部数据，截止到3月7日，28种重点监测蔬菜、7种重点监测水果、猪肉价格环比分别回落6.3%、1.2%、5.0%，鲜菜和猪肉价格跌幅扩大、水果价格由涨转跌，节后食品价格普遍季节性回落，因此预计3月份食品价格降幅或有所扩大。二是受去年同期基数有所走低、猪肉价格环比下降两方面因素相互冲销影响，预计3月份猪肉对CPI同比的影响变化不大，继续维持在0%附近；三是随着一揽子促消费政策加力显效，预计3月份服务价格有望稳定运行；四是在国际原油价格回落和基数有所走高的双重作用下，预计3月份油价对非食品价格的支撑作用继续减弱；五是3月份CPI翘尾因素为-0.3%左右，较2月份提高1.0个百分点左右（见图6）。

预计2025年CPI约增长0.0%，二三季度或继续负增长。一是宏观政策着力点转向促消费、稳住楼市股市，将对居民消费和收入预期形成提振，核心CPI温和回升可期；

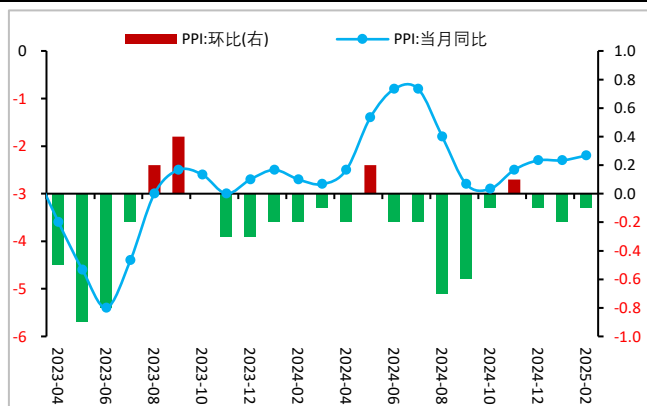
二是受猪肉供给充足、油价面临回落压力影响，两者对 CPI 的拉动作用或较 2024 年回落；三是受国内房地产市场止跌回稳尚需时日、民营经济恢复面临外部制约影响，国内需求或仅温和恢复，年内低通胀格局难改。整体看，预计 2025 年 CPI 中枢在 0.0% 左右，二三季度 CPI 继续负增长的概率偏大。

二、国际原油价格下跌、房地产开复工偏慢共致 PPI 环比延续负增， 预计 3 月同比增长-2.2% 左右，全年延续负增格局概率偏大

PPI 同比降幅小幅收窄、环比继续为负，国际原油价格下跌和节后开复工偏慢是主要原因。2 月份工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.2%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点（见图 7），其中上年价格变动的滞后拖累（翘尾）减弱 0.2 个百分点；PPI 环比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.1%，继续形成拖累，国际原油价格下跌和春节停工扰动是主要原因。

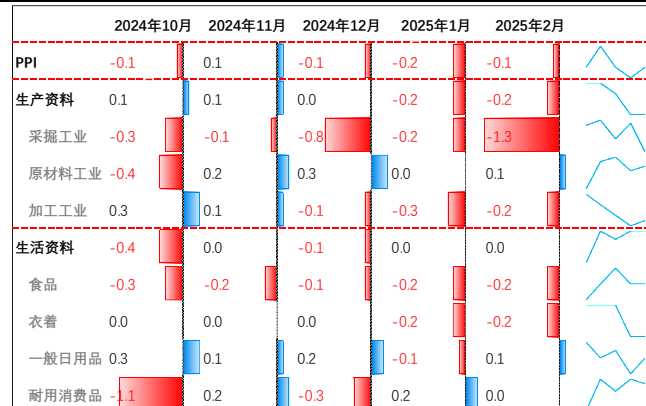
采掘工业是 PPI 环比负增主因，“以旧换新”政策效果显现。分结构看，生产资料和生活资料分别同比下降 2.5% 和 1.2%，降幅分别收窄 0.1 个百分点和与上月持平。从环比看，生产资料环比持平于上月的-0.2%，其中采掘工业降幅扩大是主要拖累，原材料和加工工业环比增速均回升；生活资料环比同样持平于上月的 0%，其中一般日用品和耐用品价格环比出现回升，反映出“以旧换新”政策对价格的提振作用有所显现（见图 8）。

图 7：PPI 同比和环比变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：PPI 细项价格环比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

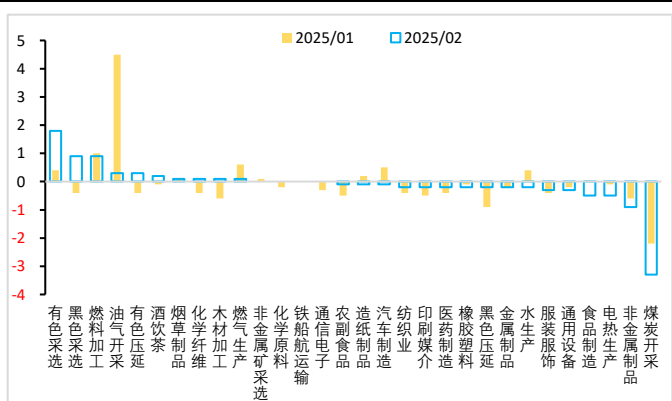
从行业看，房地产建材、原油链、汽车行业价格回落，但基建链、通信电子行业价格回升。一是受国际原油价格回落影响，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业环比增速均回落（见图 9），尤其是前者环比增速较上月回落 4.2 个百分点，拖累作用明显。二是受节后房地产项目开复工较慢影响，非金属矿开采、非金属制品行业环比增速均有所回落，但有色金属、黑色金属等行业价格环比增速回升，反映出基建项目加快开工的带动作用明显。同时煤炭行业价格环比降幅继续扩大，可能与国内能源结构转型和投资需求偏弱有关。三是中游行业价格表现分化，汽车制造业环比由正转负，但计

计算机通信电子行业增速回升，说明“以旧换新”政策效果继续显现，“扩围”新品种价格有所回升，但前期透支效应和部分行业供给去化压力也有所显现。

预计3月份PPI降幅维持在-2.2%左右。一是3月份PPI翘尾因素在-1.8%左右（见图10），较2月份提高0.1个百分点；二是受特朗普意图增加传统能源供给、美国经济指标不及预期等因素影响，短期国际原油价格面临一定的下行压力；三是随着一揽子刺激政策进一步见效，加上年初各地奋战“开门红”，未来国内工业品价格有望温和回升，但房地产低迷和经济供强需弱制约短期难改。

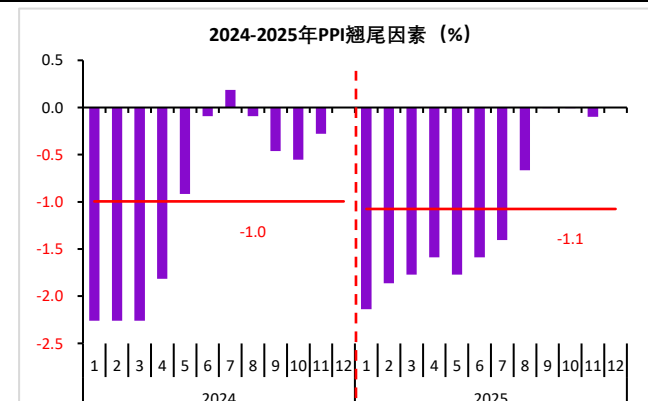
预计2025年PPI约增长-1.3%，全年延续负增长的概率偏大。展望2025年，财政更加积极和稳地产政策有望带动国内工业品价格温和回升，但原油价格受供应过剩影响面临回落风险，特朗普关税政策可能加剧中游行业供强需弱矛盾，加上稳地产政策对投资端的传导作用有限，预计2025年PPI约增长-1.3%，全年延续负增长的概率偏大。

图9：主要行业PPI环比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图10：2024-2025年PPI翘尾因素（%）



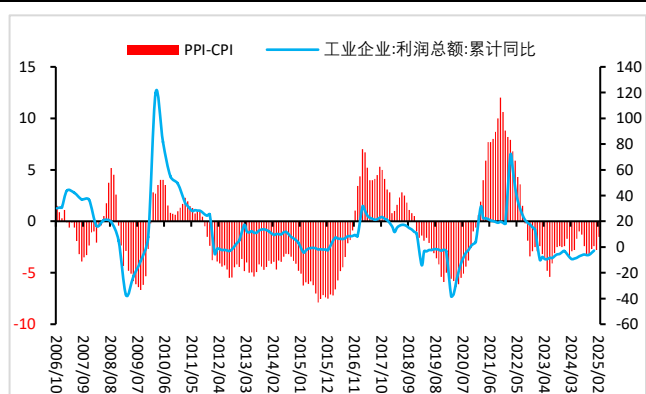
资料来源：WIND，财信研究院

三、PPI和CPI负剪刀差有所收窄，但工业企业利润改善或偏弱

PPI和CPI剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。PPI和CPI剪刀差的扩大，通常意味着企业利润和经济动能的持续修复，反之则相反（见图11-12）。疫后本轮PPI和CPI剪刀差经历了扩大-收窄的过程，扩大阶段主要是由上游原材料涨价驱动的，结构性特征显著，不是全面性涨价，对应的下降阶段主要是由高基数主导，国内需求恢复带动的价格上涨尚不明显。在国内需求恢复偏弱的情况下，中下游行业转嫁成本的能力依然较弱，导致上游原材料上涨对中下游利润的挤占作用偏强，进而压制中下游企业投资扩产意愿，不利于国内经济动能的恢复。

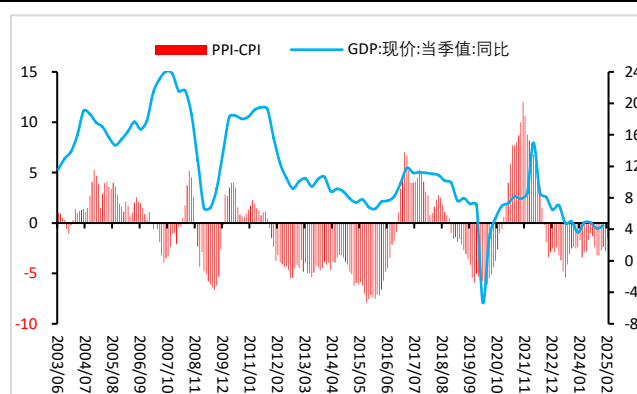
2月份PPI和CPI的剪刀差较上月收窄1.5个百分点至-1.5%，但这主要源于国内消费需求偏弱，并不是源于企业出厂价格的回升，反而PPI负增长的时间可能有所拉长，未来工业企业利润改善力度或偏弱。往后看，受一揽子增量政策对国内需求尤其是基建需求形成积极带动，政策效果或更快显现在PPI降幅收窄上，PPI和CPI剪刀差有望迎来收窄，对工业企业利润形成一定带动，但国内地产需求依然低迷、外部出口不确定性增加，PPI降幅小幅收窄对利润的推升作用不宜高估。

图 11: PPI 与 CPI 差值和工业企业利润 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 12: PPI 与 CPI 差值和名义 GDP 增速 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。