

2025年02月09日

油价回升服务走高，CPI 稍好于预期

事件点评

CPI、PPI 点评（2025.1）

投资要点

- ◆ **1月CPI在春节提前、油价回升、服务消费稳中向好的共同拉动下，抵消食品涨幅温和的影响，同比涨幅有所扩大。**1月CPI同比0.5%，较12月涨幅扩大0.4个百分点。在春节提前至1月本应短暂冲高的背景下，食品同比仅上涨0.4%，较12月低位仅温和回升0.9个百分点。而服务CPI同比涨幅扩大达0.6个百分点至1.1%，显示春节期间服务消费需求增长趋势稳中向好。
- ◆ **春节提前但食品价格涨幅显著低于季节性，畜肉、鲜菜、鲜果等各类食品供给普遍充足。**1月食品CPI环比上涨1.3%，大幅低于此前三个春节在1月的年份同期均值（3.2%），对总体CPI形成一定抑制，各类食品供给均较为充足价格涨幅普遍温和。对食品价格影响最大的畜肉、鲜菜、鲜果环比涨幅分别为0.4%、5.9%、3.3%，与此前三个春节提前至1月的年份同期环比均值相比，分别低0.7、7.8、3.5个百分点，显示食品供给普遍充足，也预示全年食品价格涨幅可能都趋于温和。
- ◆ **出行文娱消费需求拉动服务价格上涨较快，加之油价回升对工业消费品价格亦有一定渗透性拉动，核心CPI涨幅好于预期。**1月核心CPI同比0.6%，较12月再度上行0.2个百分点，连续第4个月回升。主要拉动来自两个方面：其一，春节假期出行旅游、文娱消费需求增长稳中向好，对相关领域服务价格形成明显拉动，飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格分别上涨达27.8%、16.0%、11.6%和9.6%，测算除房租的服务价格环比上涨1.2%，高于我们此前预期0.2个百分点；其二，国际油价前期回升，不仅带动交通工具用燃料环比上涨2.5%，而且对工业消费品价格形成一定渗透性拉动，后者环比0.1%，亦稍高于我们预期。
- ◆ **PPI环比未能转正同比跌幅持平，国际油价回升传导效应不敌投资相关煤炭钢铁跌幅扩大。**1月PPI环比-0.2%未能转正，近8个月中仅1个月环比小幅增长其余均为下跌，1月PPI同比-2.3%与12月持平。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。1月受前期国际油价回升的带动，原油石化产业链价格转涨，石油和天然气开采环比上涨达4.5%，较12月扩大4.4个百分点。但受春节假期提前和低温天气影响，国内投资活跃度下降，煤炭冶金产业链跌幅扩大，煤炭开采和洗选、黑色金属分别环比下跌2.2%、0.9%，跌幅均较前月扩大0.3个百分点。
- ◆ **1月通胀数据呈现核心CPI稍好于预期、食品上涨温和、PPI低位徘徊的结构，显示食品供给充足、服务消费稳中向好，投资方面地产筑底尚需时日、地方债务置换进程中基建投资增长趋势能够基本维持即是较好的结果。**在贸易壁垒可能持续抬升冲击外需和出口的背景下，当前促进内需、拉动通胀改善的主要政策抓手仍在于中央财政加力扩张有力刺激高端耐用品消费内需方面。消费补贴年初接续政策确定后，我们对全年超长期特别国债安排5000亿左右资金直接用于刺激汽车、家电、通讯器材等类别消费的预测信心进一步提升。预计2025年CPI同比均值0.5%左右，稍好于2024年，四季度或迎来更快速的改善。
- ◆ **风险提示：**财政补贴耐用品消费效果低于预期风险。

分析师

秦泰

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

报告联系人

周欣然

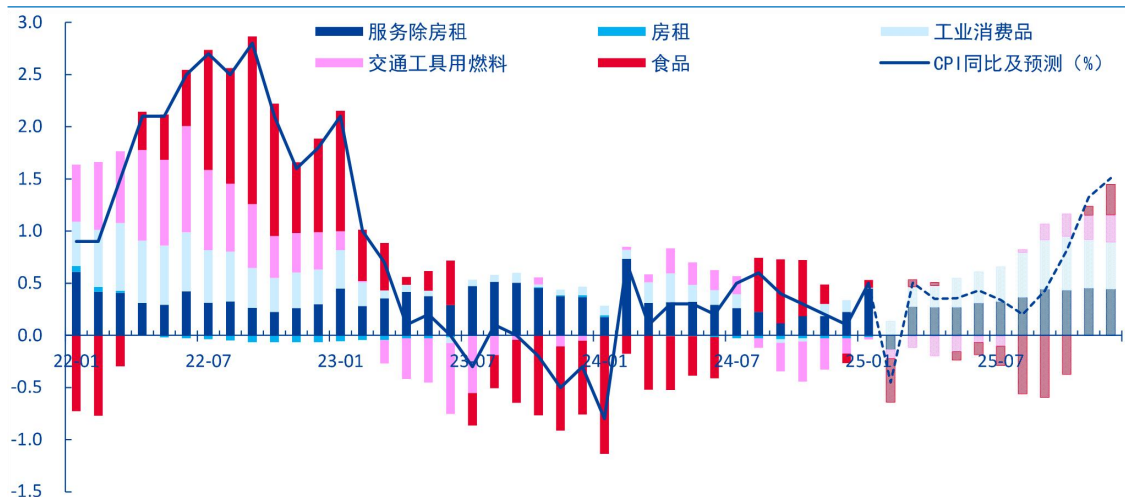
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

美国就业强劲，薪资通胀螺旋开始转动——
 美国就业数据点评（2025.1） 2025.2.8
 1月外储略增或未干预汇率，预计新增贷款
 4.25万亿——华金宏观·双循环周报（第93
 期） 2025.2.7
 乙巳之初，风起云涌——2025年春节海内外
 宏观综述 2025.2.4
 PMI开年走低，主因春节提前和出口风险——
 PMI点评（2025.1） 2025.1.27
 “两新”补贴和抢出口共同推动工业利润回
 升——工业企业利润点评（2024.12）
 2025.1.27

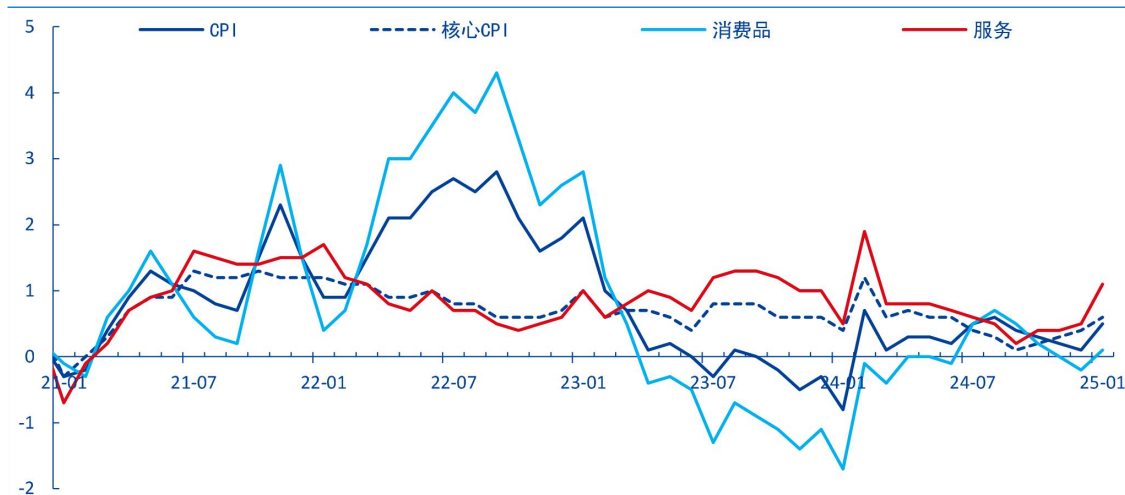


图 1: CPI 同比、贡献结构及预测 (%)



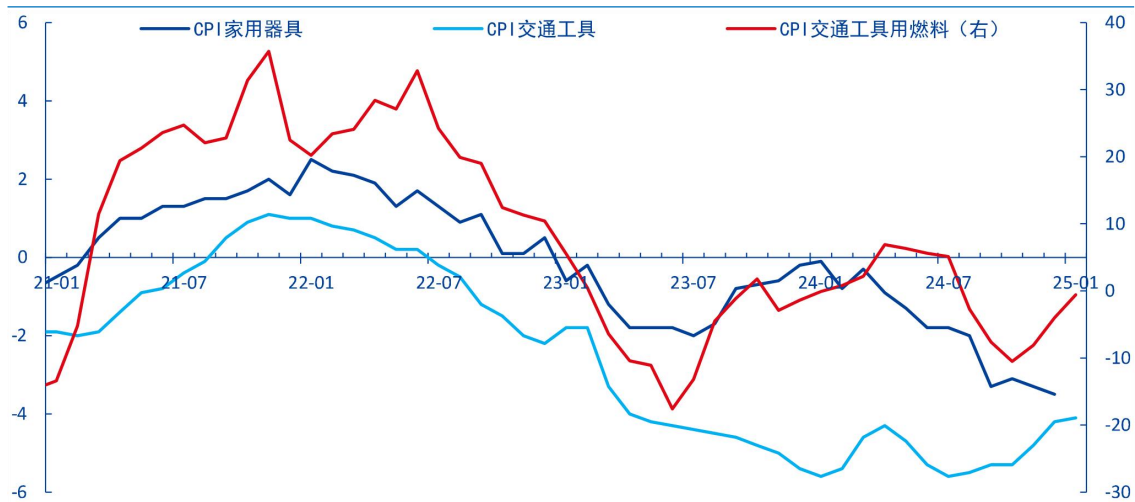
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)



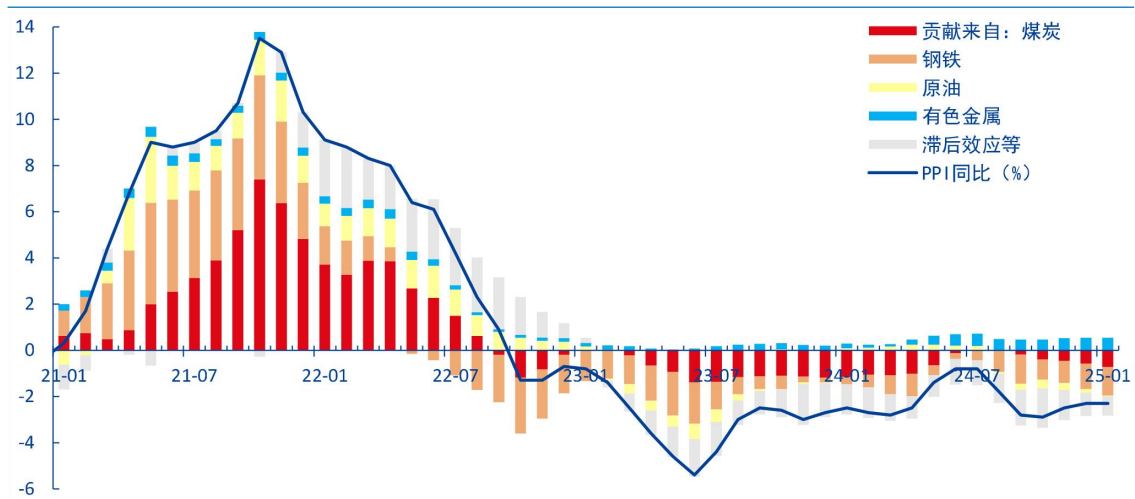
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

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