

## 2月通胀点评

### 输入性因素的影响或放大

2月CPI和PPI同比增速均高于万得一致预期；CPI增速受春节假期消费影响较大，食品和服务价格均有不同程度的显著上涨；PPI受现代化产业体系建设和“反内卷”政策影响，延续同比增速上行趋势；2月输入性因素的影响仍较大，国际金价持续影响CPI，国际油价的波动也对CPI和PPI构成上行拉动；关注3月国际油价超预期波动对国内通胀的输入性影响加大的情况。

- 2月CPI环比增长1.0%，同比增长1.3%，核心CPI同比增长1.8%，服务价格同比增长1.6%，消费品价格同比增长1.1%。
- 从环比看，2月水产品、鲜果、猪肉、羊肉、牛肉、鸡蛋和禽肉价格合计影响CPI环比上涨约0.34个百分点；飞机票、交通工具租赁、旅行社收费和宾馆住宿价格四项合计影响CPI环比上涨约0.32个百分点，占CPI总涨幅超三成；宠物服务、车辆修理与保养、家政服务、电影及演出票、在外餐饮五项合计影响CPI环比上涨约0.18个百分点；黄金饰品和汽油两项合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。
- 2月推升CPI的分项是食品和服务，3月将受能源价格扰动。2月CPI同比增速1.3%为近三年来最高，食品价格影响CPI同比上涨约0.30个百分点，服务价格影响CPI同比上涨约0.75个百分点；环比增速1.0%为近两年来最高，其中食品价格影响CPI环比上涨约0.33个百分点，服务价格影响CPI环比上涨约0.54个百分点，受国际因素影响的黄金饰品和汽油价格合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。整体来看，2月CPI受春节因素影响较大，从季节性影响来看，预计食品和服务价格在3月或出现不同程度回落。但另一方面，受中东地缘局势持续紧张影响，国际原油期货价格从2月底的70美元/桶下方快速上升至90美元/桶上方，我们认为能源价格的走势仍有不确定性，但3月CPI或将较大程度上受到上行扰动。
- 2月PPI环比增长0.4%，其中生产资料环比增长0.5%，生活资料环比持平。2月PPI同比下降0.9%，PIRM同比下降0.7%。
- 2月PPI环比运行的主要特点：一是国际有色金属、原油价格上行拉动国内相关行业价格上涨，二是算力增长带动部分行业需求增加价格上行。
- PPI同比增速上行幅度或受输入性因素影响。2月PPI同比降幅继续收窄，主要还是“反内卷”政策、输入性因素影响、现代化产业体系建设等因素影响。我们认为年内PPI同比增速仍将维持上行趋势，但上行幅度可能受到扰动：一是从2月PPI构成看，部分行业受成本推动影响，已经开始出现价格环比上涨，二是受国际形势影响，3月上旬国际能源价格出现较大幅度上行。中性预期来看，PPI同比增速或在二季度转正。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

#### 相关研究报告

《策略周报》20260308  
 《更具弹性的增长目标未必改变利率趋势》  
 20260308  
 《中银量化大类资产跟踪》20260308

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359  
 Qibing.Zhu@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

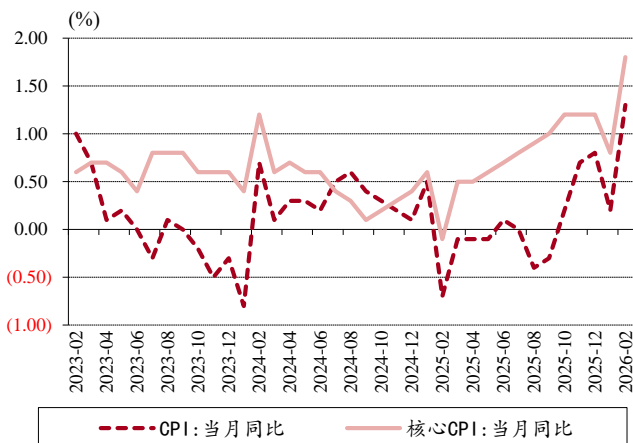
**2月CPI同比增速高于万得一致预期，增速较1月大幅上升。**2月CPI环比增长1.0%，增速较1月上升0.8个百分点。从分项环比看，2月环比上行的包括其他用品和服务(2.3%)、交通通信(2.2%)、教育文化娱乐(1.6%)、食品烟酒(1.4%)、生活用品及服务(0.2%)、医疗保健(0.1%)，环比增速持平的是居住，环比增速下降的是衣着(-0.1%)；2月分项中较1月环比增速上升的有交通通信、食品烟酒、教育文化娱乐和衣着。2月CPI同比增长1.3%，较1月上升1.1个百分点，核心CPI同比增长1.8%，较1月上升1.0个百分点，服务价格同比增长1.6%，较1月上升1.5个百分点，消费品价格同比增长1.1%，较1月上升0.8个百分点。从分项同比看，2月同比增速增长的是其他用品和服务(15.4%)、生活用品及服务(2.8%)、教育文化娱乐(2.0%)、衣着(1.9%)、医疗保健(1.9%)、食品烟酒(1.4%)，同比增速下降的是居住(-0.2%)和交通通信(-0.7%)，同比增速较1月上升的是交通通信、其他用品和服务、教育文化娱乐、食品烟酒、医疗保健和生活用品及服务。

**春节因素抬升食品价格。**从环比看，2月食品烟酒及在外餐饮类价格环比上涨1.4%，影响CPI环比上涨约0.41个百分点；食品价格由上月持平转为上涨1.9%，影响CPI环比上涨约0.33个百分点。食品中，水产品、鲜果、猪肉、羊肉、牛肉、鸡蛋和禽肉价格合计影响CPI环比上涨约0.34个百分点；鲜菜市场供应充足，价格环比下降0.1%。从同比看，2月食品烟酒及在外餐饮类价格同比上涨1.4%，影响CPI同比上涨约0.41个百分点；其中食品价格由上月同比下降0.7%转为同比上涨1.7%，影响CPI同比上涨约0.30个百分点。食品中，鲜菜、牛肉、羊肉和鲜果价格同比涨幅比上月均有所扩大，合计影响CPI同比上涨约0.41个百分点；水产品价格影响CPI同比上涨约0.11个百分点；猪肉和鸡蛋价格同比降幅比上月均有收窄，合计影响CPI同比下降约0.18个百分点。

**服务价格环比拉动扩大。**从环比看，2月服务价格环比上涨1.1%，涨幅比上月扩大0.9个百分点，影响CPI环比上涨约0.54个百分点；其中飞机票、交通工具租赁、旅行社收费和宾馆住宿价格四项合计影响CPI环比上涨约0.32个百分点，占CPI总涨幅超三成；宠物服务、车辆修理与保养、家政服务、电影及演出票、在外餐饮五项合计影响CPI环比上涨约0.18个百分点；黄金饰品和汽油两项合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。从同比看，服务价格上涨1.6%，涨幅比上月扩大1.5个百分点，影响CPI同比上涨约0.75个百分点；工业消费品价格上涨1.1%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。

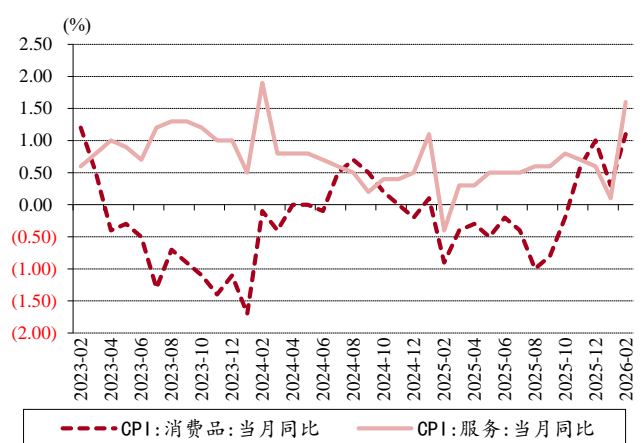
**2月推升CPI的分项是食品和服务，3月将受能源价格扰动。**2月CPI同比增速1.3%为近三年来最高，食品价格影响CPI同比上涨约0.30个百分点，服务价格影响CPI同比上涨约0.75个百分点；环比增速1.0%为近两年来最高，其中食品价格影响CPI环比上涨约0.33个百分点，服务价格影响CPI环比上涨约0.54个百分点，受国际因素影响的黄金饰品和汽油价格合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。整体来看，2月CPI受春节因素影响较大，从季节性影响来看，预计食品和服务价格在3月或出现不同程度回落。但另一方面，受中东地缘局势持续紧张影响，国际原油期货价格从2月底的70美元/桶下方快速上升至90美元/桶上方，我们认为能源价格的走势仍有不确定性，但3月CPI或将较大程度上受到上行扰动。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



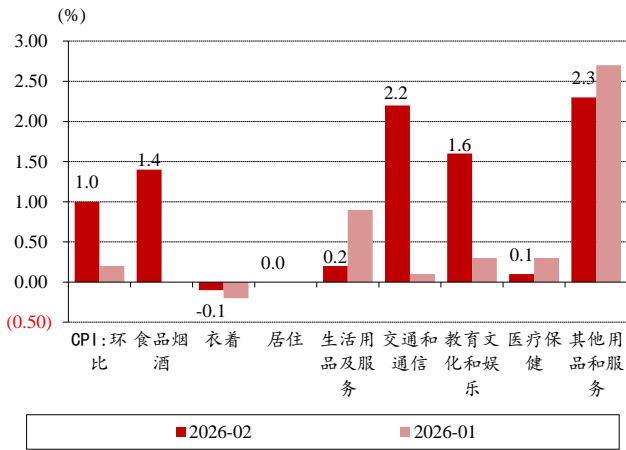
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



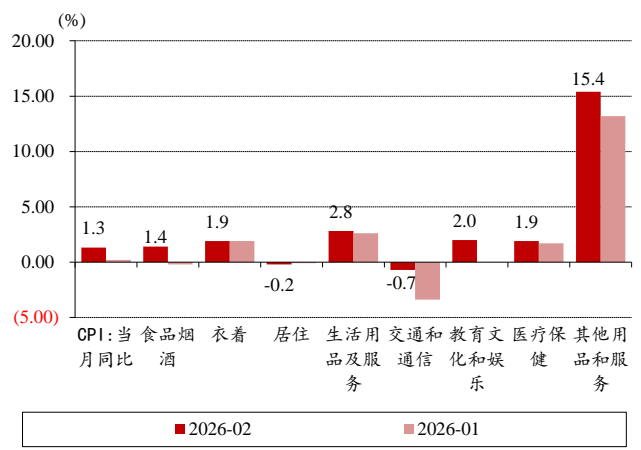
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



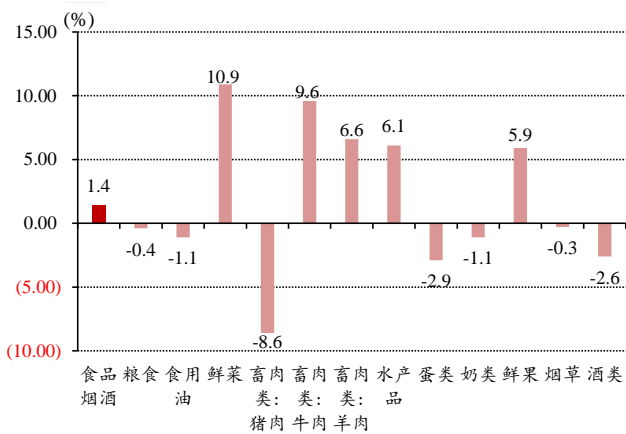
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



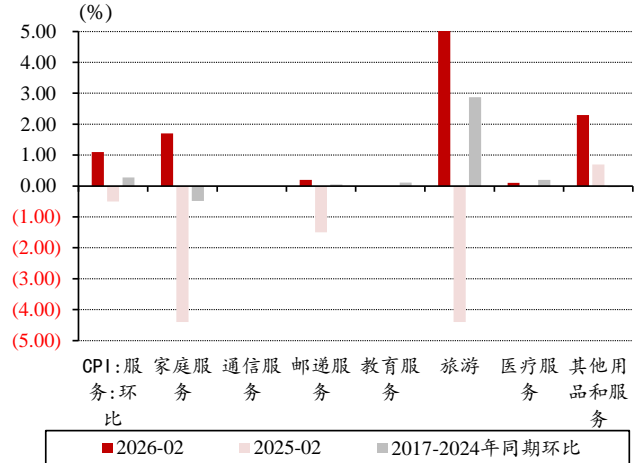
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 2月食品烟酒分项下中类同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 2月服务分类价格环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

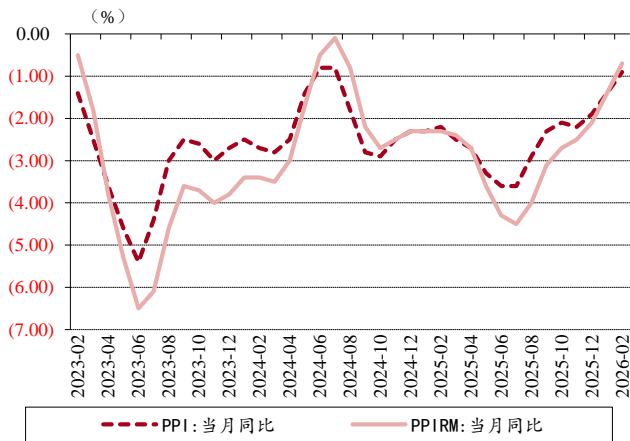
## PPI

**PPI 环比连续五个月上涨。**2月PPI环比增长0.4%，较1月持平，其中生产资料环比增长0.5%，生活资料环比持平。2月PPI同比下降0.9%，较1月上升0.5个百分点，其中生产资料同比下降0.7%，较1月上升0.6个百分点，生活资料同比下降1.6%，较1月上升0.1个百分点。2月PPIRM环比增长0.7%，同比下降0.7%，较1月上升0.7个百分点；从构成来看，2月同比增速上升的是有色金属材料类（21.3%），同比增速下降的是燃料、动力类（-8.4%），化工原料类（-5.0%），建筑材料类（-4.5%），黑色金属（-3.1%），木材纸浆（-3.0%），农副产品（-2.3%）和纺织原料（-1.9%）；所有品类中，同比增速较1月上升较多的是有色金属材料类，化工原料类和其他工业原材料及半成品类，同比增速下降的是燃料、动力类，木材及纸浆类和黑色金属材料类。2月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，有色金属矿采选业（30.2%），有色金属冶炼及压延加工业（22.1%）和水的生产和供应业（1.6%），同比增速较低的是石油和天然气开采业（-12.9%），石油、煤炭及其他燃料加工业（-12.0%）和煤炭开采和洗选业（-7.0%）；同比增速较1月上升较多的是有色金属矿采选业，有色金属冶炼及压延加工业和石油和天然气开采业，下降较多的是电力、热力的生产和供应业，黑色金属矿采选业和造纸及纸制品业。

**PPI 同比降幅连续三个月收窄。**2月PPI环比运行的主要特点：一是国际有色金属、原油价格上行拉动国内相关行业价格上涨，除了有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、石油和天然气开采业、精炼石油产品制造、有机化学原料制造价格上涨之外，受成本推动等因素影响，电气机械和器材制造业价格环比也出现上涨；二是算力增长带动部分行业需求增加价格上行，其中计算机通信和其他电子设备制造业价格环比上涨0.6%。从同比看，国内宏观政策集成效应持续显现，部分行业价格呈积极变化。一是现代化产业体系加快建设，相关行业价格同比上涨，如“人工智能+”、绿色转型、高端装备等相关行业；二是市场竞争秩序持续优化，部分行业价格同比企稳回升，如锂离子电池制造价格月度同比连降33个月后首次上涨，煤炭开采和洗选业、水泥制造、新能源车整车制造、黑色金属冶炼和压延加工业价格同比降幅比上月有不同程度收窄，光伏设备及元器件制造价格同比涨幅有所扩大。

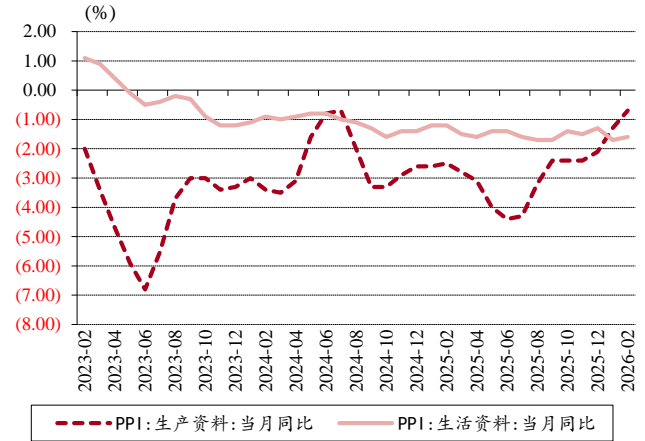
**PPI 同比增速上行幅度或受输入性因素影响。**2月PPI同比降幅继续收窄，主要还是“反内卷”政策、输入性因素影响、现代化产业体系建设等因素影响。我们认为年内PPI同比增速仍将维持上行趋势，但上行幅度可能受到扰动：一是从2月PPI构成看，部分行业受成本推动影响，已经开始出现价格环比上涨，二是受国际形势影响，3月上旬国际能源价格出现较大幅度上行。中性预期来看，PPI同比增速或在二季度转正。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增速



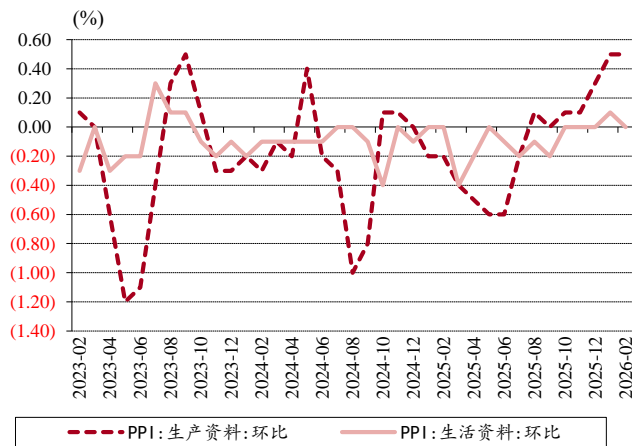
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



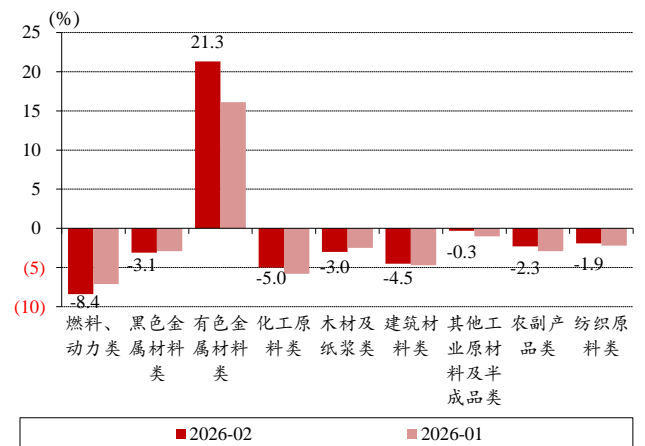
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



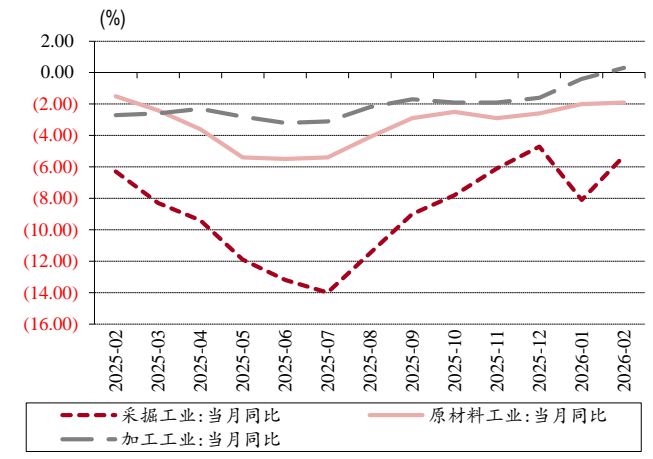
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



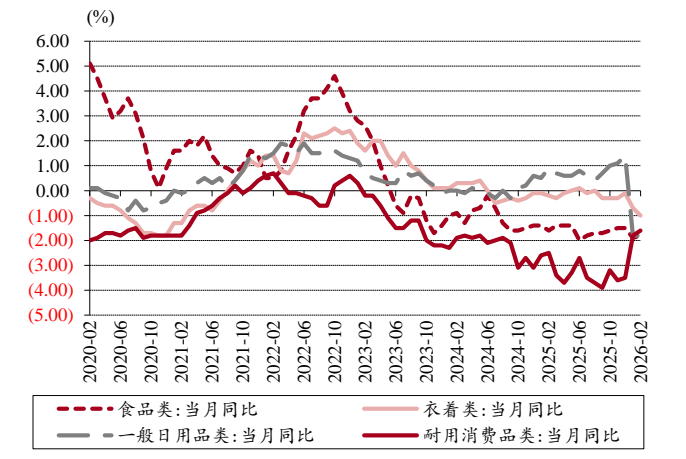
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371