中航证券研究所
分析师：符旸
证券执业证书号：S0640514070001
研究助理：王茹丹
证券执业证书号：S0640120090031
分析师：刘庆东
证券执业证书号：S0640520030001
邮箱：liuqd@avicsec.com

# 内外部靴子落地，市场关注点重回经济基本面

2022 年 3 月 20 日

## 核心观点：

**（1）全球经济金融走势：美联储靴子落地、俄乌冲突缓解提振资本市场。**3 月 17 日，议息会议上，美联储决议以加息 25 个基点的方式开始收紧货币政策，并暗示今年将再加息多达六次。此外，一些迹象表明，俄乌冲突正逐渐明朗化。受益于美联储靴子落地以及俄乌冲突缓解，全球主要股指普遍上涨。目前，中美利差已位于 60BP 左右的低位，随着美联储开启加息周期，中美利差大概率将进一步缩窄。近年来我国外资占比的持续提升加大了我国资本市场的对外风险敞口，因此中期内由美联储加息带来的外部流动性收紧的影响依然不能忽视。

**（2）欧美重要经济数据点评：美国消费增速放缓，欧盟通胀超预期。**美国 2 月份零售额环比增长 0.3%，增速有所放缓。我们认为，受俄乌局势导致的大宗商品上涨可能会在短期内抑制美国的消费支出，并拖累本季度的经济增长。由于能源价格飙升，欧元区 2 月份 CPI 上涨超出预期。按年率计算，2 月通胀率同比 5.9%。高于 1 月的 5.1%。近期，乌克兰局势变化令欧洲央行深陷“两难”境地。高通胀压力可能超出央行预期，使其加紧退出宽松货币政策的压力增大。另一方面，欧洲经济复苏不确定性加大，仍需央行的流动性支持。

**（3）国内信用和流动性： 宽货币预期短期削弱。**本周货币市场流动性保持平稳。截止 3 月 18 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别较上周五分别下行 4 个 BP 和 3 个 BP 左右。与上周相比，央行加大了投放力度，公开市场操作净投放 2500 亿元。但 3 月 15 日 MLF 利率并未调降，叠加当天公布的 1-2 月经济数据全面超预期，宽货币预期短期看有所削弱。

**(4) 消费：2022 年 1-2 月消费超预期，后续可能面临较大压力。** 2022 年 1-2 月，社会消费品零售总额同比+6.7%（预期+4.6%），较去年 12 月+5.0PCTS。虽然 1-2 月消费数据表现较好，但展望 3 月，消费复苏的势头能否持续存在较大不确定性。截止 3 月 19 日，中国内地新增本土确诊连续 8 天超过千例，涉及省份(20 个)连续 6 天达到或超过 20 个。截至 3 月 20 日 18 时，中国内地现有中高风险地区已达 559 个。明显加重的疫情形势，可能会对 3 月社零产生较严重的影响。一个侧面佐证是八大城市地铁客流量：从春节后第三周开始（对应今年 2 月最后一周），八大城市除重庆外地铁客流量全面低于去年农历同期。

**（5）固定资产投资：1-2 月制造业、基建投资强势复苏，房地产投资企稳。**2022 年 1-2 月，固投同比+12.2%，超市场预期的+5.3%。其中，制造业投资同比+20.9%（去年 12 月+11.8%）、基建投资同比+8.6%（去年 12 月+3.8%）、房地产投资同比+3.7%（去年 12 月-13.9%）。制造业投资和基建投资强势复苏，分别拉动固投同比上行 5.8PCTS 和 2.2PCTS，房地产投资对固投同比由去年 12 月的负贡献转为正向拉动，拉动固投上行 1.1PCTS。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

——（5.1）**制造业投资全面回暖，后续投资增速有望继续回升。**制造业投资今年 1-2 月录得+20.9%，是固投同比超预期的重要推动力量。今年 1-2 月制造业投资全面回升、同比超预期主要得益于：1，内需复苏，制造业自身预期转好。2，市场自身演进和国家政策大力支持下，我国产业结构不断迈向更高层次，高技术制造业持续的高强度投资强力支撑制造业总体投资增速。今年上半年，稳增长政策将持续发力。随着宽信用的进一步推进、结合目前持续复苏的内需，叠加产业政策对制造业的支持，预计制造业投资有望保持韧性，持续对固投形成支撑。

——（5.2）**房地产投资上行，但持续性仍有待观察。**2022 年 1-2 月房地产开发投资同比+3.7%，较去年 12 月的-13.9%实现反弹。虽然房地产投资总体反弹，但 1-2 月，房地产销售情况仍然低迷，房企对拿地仍然谨慎，房地产开发到位资金仍在下滑。每周数据看，春节后的第四周到第六周（3 月前三周），30 大中城市商品房成交面积、100 大中城市土地供应面积和成交面积仍然低于去年同期，房地产仍然面临着较大的下行压力。1-2 月房地产投资的反弹，是否具有持续性，仍然需要进一步观察。

——（5.3）**基建投资发力，稳增长初见成效。**2022 年 1-2 月，基建投资同比+8.6%，较去年 12 月+4.9PCTS，带动固定资产投资上行 2.2PCTS，去年年底即不断强调的基建“提前发力”初见成效。3 月 13 日后仍将发行专项债 4500 亿元以上，发行额度依然可观，有望为 3 月及之后的基建投资持续提供充沛的资金。预计后续基建投资将继续保持强度，成为固定资产投资的重要支撑，对稳增长持续起到作用。

（6）**工业生产：1-2 月工业生产同比上行，环比仍处在历史低位。**2022 年 1-2 月，工业增加值同比+7.5%，较去年 12 月的+4.3%提高 3.2PCTS。但环比来看，2022 年 1 月、2 月工业增加值环比分别为+0.34%和+0.34%，均为扣除 2020 年后，2012 年以来历史同期最低，显示工业回暖仍然不够充分。1-2 月工业增加值同比增速的回升综合反映了我国内需的企稳、外需的韧性、生产端成本压力较去年下半年整体的减弱以及经济转型下部分高新行业对工业增加值总体的支撑作用。往后看，工业的需求端面临着外需的逐渐减弱，生产端面临着俄乌冲突导致上游原材料短缺和价格阶段性上行的威胁，短期内或有波动。

（7）**后续判断：宽货币预期短期削弱，3 月金融数据是关键。**1-2 月进出口保持韧性，固投和消费同比增速提升，总体上看实际经济数据大超预期，令受 2 月金融数据打压的宽信用预期再次受到提振，同时，结合 MLF 降息预期落空，宽货币预期受到一定程度的削弱。虽然经济数据开局较好，但未来不确定性仍存，3 月至今疫情严峻程度显著增强，3 月以来居民购房、房企拿地仍然显著弱于去年同期，经济走势的不确定性仍然较强。3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。会议强调，有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长等。会议内容进一步强化了政策稳增长的方向，同时也缓解了市场对于房地产、互联网等领域的担忧，我们继续强调不应低估政策稳增长的意愿和能力，对后续宽信用与稳增长应保持信心。3 月金融数据更加反映信用扩张的趋势，届时其能较 2 月低点有多大程度的修复将对市场中期预期产生关键影响。

## 1、全球经济金融走势： 美联储靴子落地、俄乌冲突缓解提振资本市场

随着俄罗斯/乌克兰冲突进入第四周，投资者继续消化地缘政治事件的影响，市场波动持续。尽管之前的停火谈判没有取得任何进展，但一些迹象表明，俄乌冲突正逐渐明朗化。乌克兰总统泽伦斯基表示，和平协议开始“听起来更加现实”，而俄罗斯外长拉夫罗夫在接受英国广播公司采访时表示，“有一些达成妥协的希望”。另外，北京时间 3 月 17 日，美联储结束了为期两天的议息会议。本月议息会议标志着超宽松货币周期的正式结束。如市场所预期，本次会议中，美联储决议以加息 25 个基点的方式开始收紧货币政策，结束自新冠大流行以来的宽松政策，并暗示今年将再加息多达六次。随着美联储加息“靴子落地”，受益于美联储靴子落地以及俄乌冲突缓解，全球主要股指普遍上涨，其中，以科技股为主的纳斯达克综合指数涨幅最大。

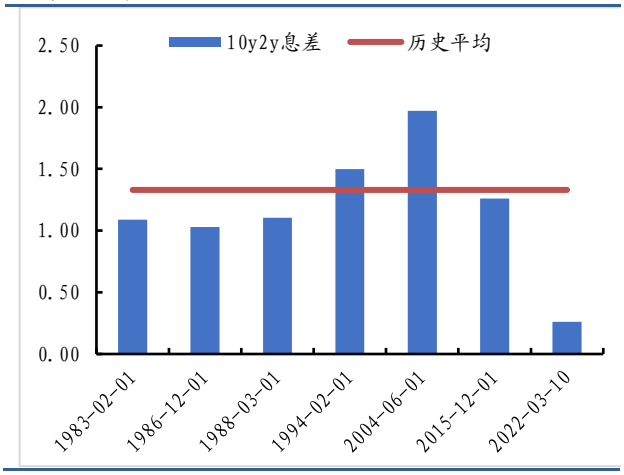
图表 1：国际金融市场主要资产走势

| | 最新收盘价 | 周涨跌幅（%） |
|---|---|---|
| 标普 500 | 4411.67 | 4.93 |
| 纳斯达克指数 | 13614.78 | 6.00 |
| 道琼斯指数 | 34480.76 | 4.66 |
| 美元指数 | 98.02 | -1.12 |
| CBOE 波动率 | 25.67 | -16.52 |
| MSCI 新兴市场 | 1122.98 | 3.44 |
| MSCI 欧洲 | 1909.18 | 6.10 |
| MSCI 美国 | 4274.05 | 6.39 |
| ICE 布伦特原油（美元/桶） | 107.01 | -5.02 |
| 黄金（美元/盎司） | 1921.50 | -3.20 |

*资料来源：Wind，中航证券研究所*

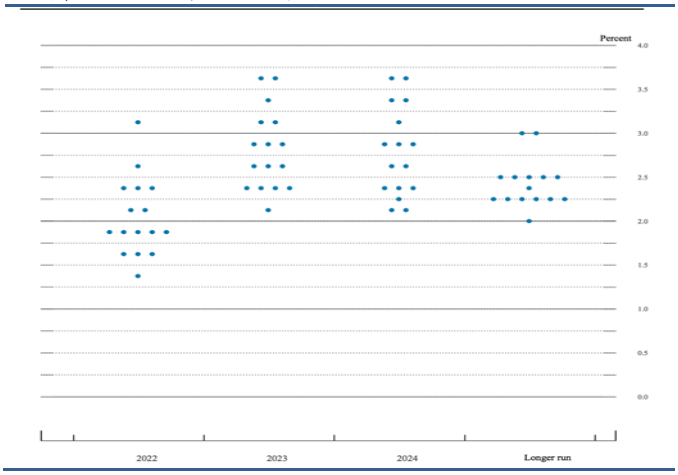
美联储的利率点阵图显示，联储官员预计今年年底，政策利率将升至 1.9%左右，且 2023 年还会有三次加息。尽管目前预期加息节奏很快，但我们认为后续加息步伐将随着经济运行的轨迹而调整。加息通常会导致经济活动的减弱，当前 10 年期和 2 年期国债收益率差属于历史上紧缩周期开始时的最低水平，趋于平坦的收益率曲线表明着美国经济动能已经不足，本轮美联储加息有可能会导致收益率曲线的倒挂以及经济衰退，这或将制约目前货币政策正常化的空间。因此，后续不排除美联储根据经济数据重新调整加息节奏的可能性。另外，随着美联储逐渐加息，政府债务及其利息将上升，加大政府偿债压力，这也可能成为利率过快上升的阻碍。

图表 2：10 年期和 2 年期国债收益率之间的息差目前处于历史最低水平（%）




资料来源：wind，中航证券研究所

图表 3：2022 年 3 月点阵图




资料来源：美联储报告，中航证券研究所

除此之外，美联储表示将在“即将召开的会议上”开始缩减资产负债表规模，最早可能在 5 月。这一表态基本符合此前的市场预期。鲍威尔对本次缩表将与上次缩表非常相似的表态有助于打消市场对于美联储过快缩表或通过主动抛售资产来缩表的担忧。

经济方面，政策制定者将今年的经济增长预期从 4%下调至 2.8%，并预计通胀率将显著高于此前预测的 4.3%。尽管美联储调整了经济增长和通胀的预期，但会议之后，美联储主席鲍威尔对美国经济状况及其消化加息的能力发表了积极讲话。近期俄乌事件影响导致能源价格飙升，加剧了美国的高通胀，尽管俄乌局势带来的地缘政治不确定性也同时给经济增长带来了下行风险，但美联储显然仍以控通胀为优先考量。但高通胀很大程度上源于供给端，并不完全是需求端的问题，因此，加息来抑制通胀的效果值得怀疑，后续美国“加息失灵”并陷入滞涨的风险不应忽视，这也成为美股的潜在风险点。

图表 4：美联储 2022 年 3 月的经济预测

Percent

| Variable | Median[1] | | | | Central Tendency[2] | | | | Range[3] | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run | 2022 | 2023 | 2024 | Longer run |
| Change in real GDP | 2.8 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 2.5–3.0 | 2.1–2.5 | 1.8–2.0 | 1.8–2.0 | 2.1–3.3 | 2.0–2.9 | 1.5–2.5 | 1.6–2.2 |
| December projection | 4.0 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 3.6–4.5 | 2.0–2.5 | 1.8–2.0 | 1.8–2.0 | 3.2–4.6 | 1.8–2.8 | 1.7–2.3 | 1.6–2.2 |
| Unemployment rate | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 4.0 | 3.4–3.6 | 3.3–3.6 | 3.2–3.7 | 3.5–4.2 | 3.1–4.0 | 3.1–4.0 | 3.1–4.0 | 3.5–4.3 |
| December projection | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 4.0 | 3.4–3.7 | 3.2–3.6 | 3.2–3.7 | 3.8–4.2 | 3.0–4.0 | 2.8–4.0 | 3.1–4.0 | 3.5–4.3 |
| PCE inflation | 4.3 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 4.1–4.7 | 2.3–3.0 | 2.1–2.4 | 2.0 | 3.7–5.5 | 2.2–3.5 | 2.0–3.0 | 2.0 |
| December projection | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.2–3.0 | 2.1–2.5 | 2.0–2.2 | 2.0 | 2.0–3.2 | 2.0–2.5 | 2.0–2.2 | 2.0 |
| Core PCE inflation[4] | 4.1 | 2.6 | 2.3 | | 3.9–4.4 | 2.4–3.0 | 2.1–2.4 | | 3.6–4.5 | 2.1–3.5 | 2.0–3.0 | |
| December projection | 2.7 | 2.3 | 2.1 | | 2.5–3.0 | 2.1–2.4 | 2.0–2.2 | | 2.4–3.2 | 2.0–2.5 | 2.0–2.3 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 2.4 | 1.6–2.4 | 2.4–3.1 | 2.4–3.4 | 2.3–2.5 | 1.4–3.1 | 2.1–3.6 | 2.1–3.6 | 2.0–3.0 |
| December projection | 0.9 | 1.6 | 2.1 | 2.5 | 0.6–0.9 | 1.4–1.9 | 1.9–2.9 | 2.3–2.5 | 0.4–1.1 | 1.1–2.1 | 1.9–3.1 | 2.0–3.0 |

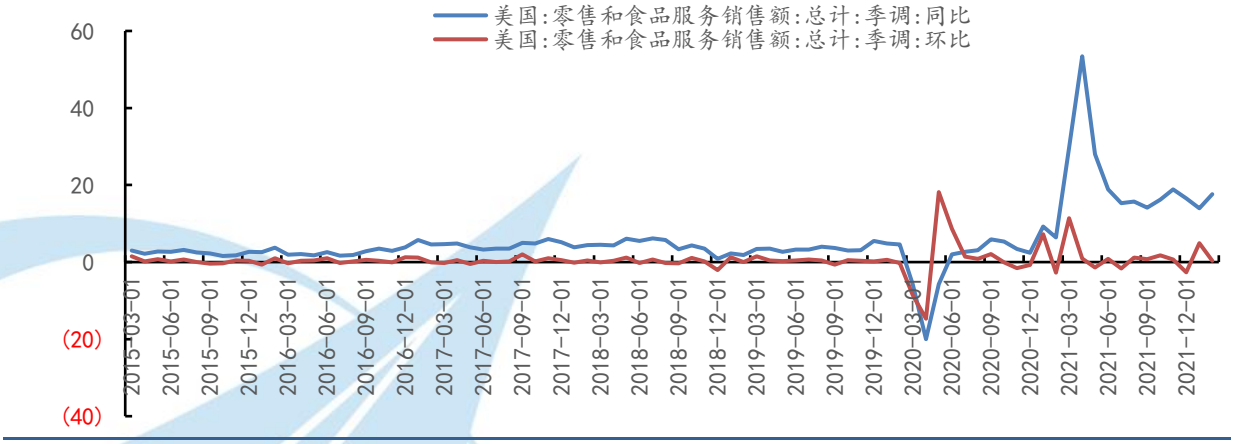
资料来源：美联储报告，中航证券研究所

目前，中美利差已位于 60BP 左右的低位，随着美联储开启加息周期，中美利差大概率将进一步缩窄。届时海外资金流入的动能或将有所减弱，人民币贬值压力也会再度提升。总体而言，中美金融周期错配的进一步深化对我国股债都是不利因素。近年来我国外资占比的持续提升加大了我国资本市场的对外风险敞口，因此中期内由美联储加息带来的外部流动性收紧的影响依然不能忽视。

## 2、欧美重要经济数据点评

美国 2 月份零售额环比增长 0.3%，与 1 月份 4.9%的异常强劲增长相比，增速有所放缓。其中，汽油支出大幅上升，而家具、医疗和个人护理、日用百货以及在线零售商的支出则出现下降。这说明高通胀以及不断上涨的汽油价格正在限制消费者在家具、电子产品和家电等其他商品上的支出。但受益于新冠肺炎疫情的改善以及美国进一步的放松限制，食品和饮料服务销售(餐厅)分项出现了反弹。我们认为，受俄乌局势导致的大宗商品上涨可能会在短期内抑制美国的消费支出，并拖累本季度的经济增长。根据美国劳工部(Labor Department)的上周发布的数据，2 月份的通胀率较上年同期上升了 7.9%，为 40 年来的最快增速。

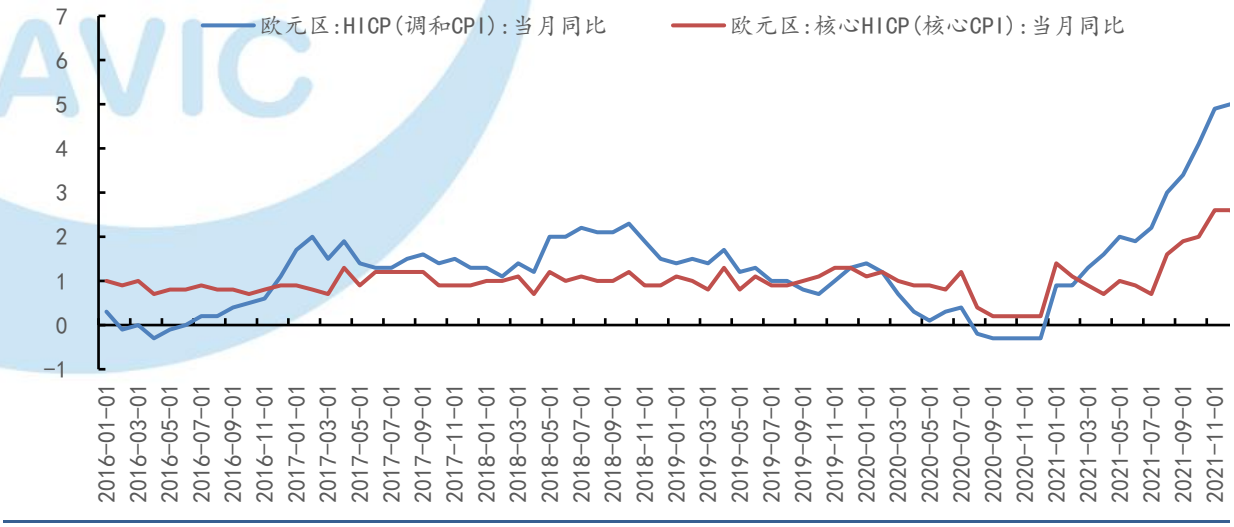
图表 5：美国零售业增速（%）




*资料来源：wind，中航证券研究所*

由于能源价格飙升，欧元区 2 月份 CPI 上涨超出预期。按年率计算，2 月通胀率同比 5.9%。高于 1 月的 5.1%。其中，能源价格按年率计算上涨 32%，是推升当月通胀的主因。近期，乌克兰局势变化令欧洲央行深陷“两难”境地。高通胀压力可能超出央行预期，使其加紧退出宽松货币政策的压力增大。另一方面，欧洲经济复苏不确定性加大，仍需央行的流动性支持。

图表 6：欧元区通胀数据（%）




*资料来源：Wind，中航证券研究所*

### 3、国内信用和流动性：宽货币预期短期削弱

本周货币市场流动性保持平稳。截止 3 月 18 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 2.0616%和 2.0730%，较上周五分别下行 4 个 BP 和 3 个 BP 左右。与上周相比，央行加大了投放力度：逆回购方面，本周一（3 月 14 日）到周五（3 月 18 日），每日有 100 亿元 7D 逆回购到期，央行周一到周三保持等量续作，利率不变，但周四、周五分别投放 7D 逆回购 800 亿元和 300 亿元；MLF 方面，3 月 15 日有 1000 亿元 1 年期 MLF 到期，央行投放了 2000 亿元 1 年期 MLF，利率未变，保持 2.85%。叠加 3 月 16 日的 700 亿元国库现金定存，本周公开市场操作净投放 2500 亿元，与上周相比释放流动性力度加大。但 3 月 15 日 MLF 利率并未调降，叠加当天公布的 1-2 月经济数据全面超预期，宽货币预期短期看有所削弱。

图表 7：重要会议和文件中的下一阶段货币政策思路

| 重要会议及文件 | 下一阶段货币政策思路 |
|---|---|
| 2020 年一季度央行货币政策执行报告（2020 年 5 月 10 日） | 下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度，把握好政策出台的力度、节奏和重点，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高，以适度的货币增长支持经济高质量发展。 |
| 2020 年二季度央行货币政策执行报告（2020 年 8 月 6 日） | 保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。 |
| 2020 年三季度央行货币政策执行报告（2020 年 11 月 26 日） | 稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。 |
| 2020 年四季度央行货币政策执行报告（2021 年 2 月 28 日） | 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。 |
| 2021 年 4 月 30 日政治局会议 | 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 |
| 2021 年一季度央行货币政策执行报告（2021 年 5 月 11 日） | 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。 |
| 2021 年 7 月 30 日政治局会议 | 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定；做好大宗商品保供稳价工作。 |
| 2021 年 7 月 31 日央行 2021 年下半年工作会议 | 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。搞好跨周期政策设计，把握好政策实施的节奏和力度。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。持续深化利率市场化改革，促进实际贷款利率稳中有降。深化人民币汇率形成机制改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 |
| 2021 年 8 月 23 日央行金融机构货币信贷形势分析座谈会 | 下一阶段要“以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复，保持经济运行在合理区间”。易纲在总结中强调，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 |
| 2021 年 9 月 24 日央行三季度例会 | 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。 |
| 2021 年 10 月 24 日新华社《十问中国经济》 | 当前，金融管理部门加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，同时搞好跨周期政策设计，统筹金融支持实体经济与防风险，增强信贷总量增长的稳定性，确保经济运行在合理区间。 |
| 2021 年 12 月 6 日政治局会议 | 会议强调，明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。微观政策要激发市场主体活力。 |

| | |
|---|---|
| 2021 年第四季度中国货币政策执行报告（2022 年 2 月 11 日） | 下一阶段，稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充分发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合；保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定；保持信贷结构稳步优化；要促进降低企业综合融资成本。 |
| 政府工作报告（2022 年 3 月 5 日） | 加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力支持。扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 |

*资料来源：人民银行、新华社、中国政府网，中航证券研究所*

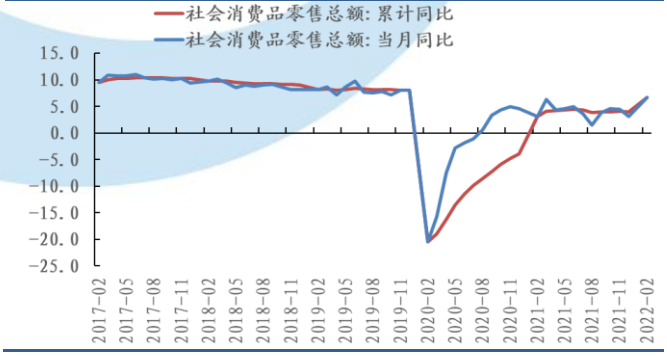
**4、消费：2022 年 1-2 月消费超预期，后续可能面临较大压力**

2022 年 1-2 月，社会消费品零售总额同比+6.7%（预期+4.6%），较去年 12 月+5.0PCTS。

从商品类别角度，前 2 月限额以上 16 类商品中，有 10 类商品增速高于去年 12 月，体现了消费复苏在商品类别上的全面性。其中，金银珠宝类商品同比+19.5%（去年 12 月-0.2%），可能是受益于消费升级下居民消费观念转变；家用电器及器材类同比+12.7%（去年 12 月-6%）、汽车类同比+3.9%（去年 12 月-7.4%），可能是受益于新一轮消费下乡政策的刺激以及新能源汽车销量的暴增；石油及制品类商品同比销售额+25.6%(去年 12 月为+16.6%)，主要反映了能源价格上涨的影响。

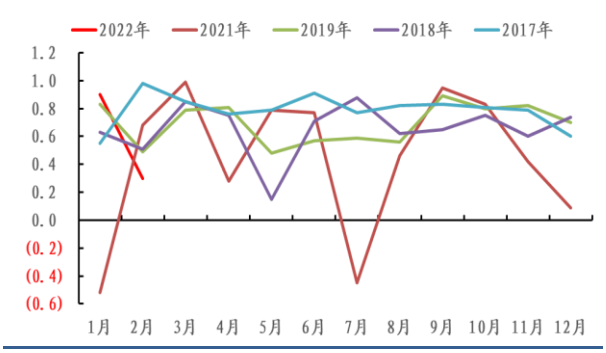
总体上，从 1-2 月社零数据看，消费复苏较为全面，超过市场预期。此外，社零名义增速-实际增速的差由去年 12 月 2.19PCTS 缩小为 1.80PCTS，在价格作用减弱的情况下，面对去年 1-2 月的相对高基数，社零实现同比增速的提升，对消费复苏的指向意义更大。虽然 1-2 月消费数据表现较好，但展望 3 月，在疫情的影响下，消费复苏的势头能否持续存在较大不确定性。截止 3 月 19 日，中国内地新增本土确诊连续 8 天超过千例，涉及省份(20 个)连续 6 天达到或超过 20 个。截至 3 月 20 日 18 时，中国内地现有中高风险地区已达 559 个。其中高风险地区 33 个，涉及 11 个省份：福建、山东各 7 个，天津 4 个，陕西 3 个，黑龙江、吉林、江苏、广东、甘肃各 2 个，河北、辽宁各 1 个。中风险地区 526 个，分布在北京、天津、上海、吉林、山东等 20 个省份。明显加重的疫情形势，可能会对 3 月社零产生较严重的影响。一个侧面佐证是八大城市地铁客流量：从春节后第三周开始（对应今年 2 月最后一周），八大城市除重庆外地铁客流量全面低于去年农历同期，本周，此前客流量一直高于去年农历同期的重庆，客流量也大幅低于去年同期。此外，从消费数据自身看，1 月到 2 月已经出现走弱：环比上看，2022 年 1 月社零环比+0.9%，超过 2012 年以来历史均值（去掉受疫情扰动的 2020 年，以及春节假期主要在 1 月的 2012 年和 2017 年）的+0.5%，2 月社零环比+0.3%，低于 2012 年以来历史均值（计算方法同上）的+0.7%。

图表 8：社零同比增速走势（%）




*资料来源：wind，中航证券研究所*（注：2021 年为两年复合增速）

图表 9：社零环比走势（%）




*资料来源：wind，中航证券研究所*

图表 10：今年春节后和去年同期八大城市地铁客运量对比（单位：万人次）

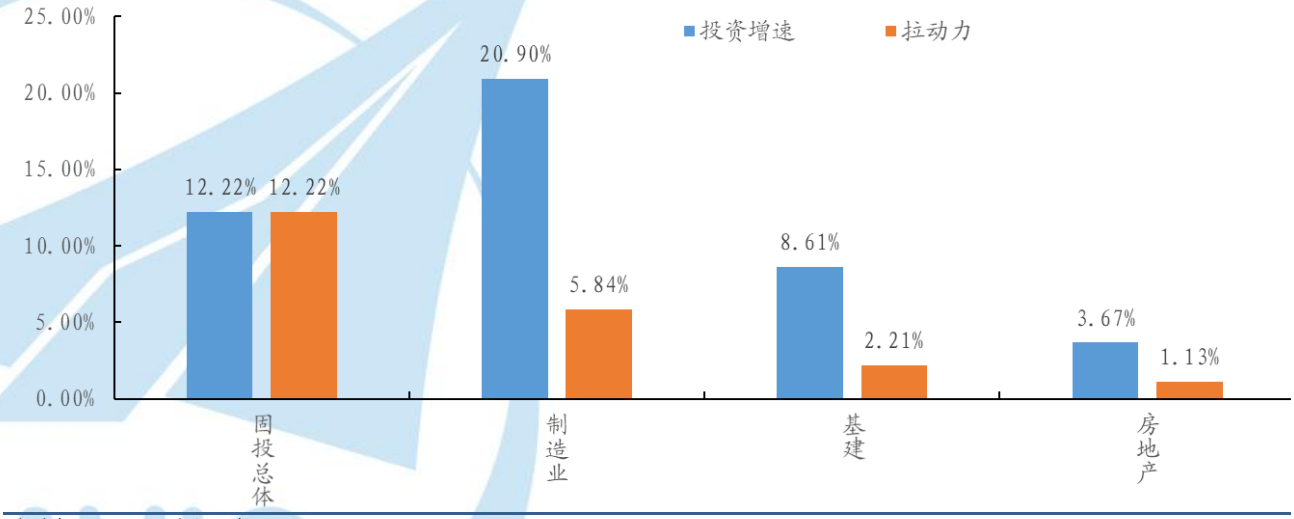
| | 广州 | | 成都 | | 南京 | | 武汉 | | 西安 | | 苏州 | | 郑州 | | 重庆 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 |
| 春节后第六周（本周） | 648 | 900 | 523 | 566 | 151 | 311 | 261 | 316 | 138 | 337 | 63 | 119 | 124 | 174 | 248 | 334 |
| 春节后第五周 | 769 | 882 | 499 | 542 | 271 | 308 | 202 | 320 | 203 | 331 | 88 | 118 | 137 | 168 | 328 | 321 |
| 春节后第四周 | 822 | 908 | 428 | 529 | 279 | 293 | 196 | 302 | 307 | 322 | 69 | 112 | 140 | 161 | 334 | 310 |
| 春节后第三周 | 748 | 906 | 422 | 522 | 270 | 278 | 254 | 298 | 304 | 328 | 42 | 109 | 143 | 162 | 334 | 323 |
| 春节后第二周 | 723 | 848 | 551 | 519 | 259 | 266 | 321 | 280 | 285 | 310 | 49 | 105 | 130 | 153 | 331 | 316 |
| 春节后第一周 | 601 | 784 | 442 | 499 | 221 | 249 | 264 | 259 | 232 | 289 | 98 | 97 | 105 | 143 | 283 | 315 |

*资料来源：wind，中航证券研究所（注：黄色代表今年较去年人流量少，绿色代表去年较今年人流量少，每周时间取值为周日到下周六）*

**5、固定资产投资：1-2 月制造业、基建投资强势复苏，房地产投资企稳**

2022 年 1-2 月，固投同比+12.2%，超市场预期的+5.3%。其中，制造业投资同比+20.9%（去年 12 月+11.8%）、基建投资同比+8.6%（去年 12 月+3.8%）、房地产投资同比+3.7%（去年 12 月-13.9%）。制造业投资和基建投资强势复苏，分别拉动固投同比上行 5.8PCTS 和 2.2PCTS，房地产投资对固投同比由去年 12 月的负贡献转为正向拉动，拉动固投上行 1.1PCTS。

图表 11：1-2 月固投及主要分项投资增速及拉动力




*资料来源：wind，中航证券研究所*

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39611