

中国 2 月宏观经济数据分析报告

稳政策开始发力，降息预期增加

整体来说，稳经济宏观政策成为主轴，受国际粮食和能源价格上升影响，预期 PPI 增速回升，CPI 则继续受畜肉价格下跌维持低增速。消费端总体在冬奥和春节带动出现明显反弹，持续性有待观察。基础建设和制造业投资开局鲜明。贸易方面开局平稳，受俄乌局势影响，全球供应链再次被歪曲，中国外贸发展不确定性增加。金融数据在一月冲高后大幅回落，中小企信贷需要下跌，国内房地产需求恢复仍需时，如果信贷持续走低，将增加央行降息预期。

国际能源价格上涨预期推升短期 PPI，逐步传递至 CPI

我们预计 CPI 整体短期还会在低位徘徊，主要预期短期国内多地疫情反弹，短期内餐饮行业受影响，需求不振的情况没有改善。俄乌局势紧张，小麦价格暴涨，粮价上升，生猪养殖户亏损压力持续加大。从能繁母猪存栏和生猪存栏量来看，产能淘汰或还需持续一段时间。但国际能源价格上升，例如原油、天然气和煤炭。因此，预计交通工具用燃料分项将展开上升周期。对 CPI 增速给予支撑作用。俄乌局势导致两国一系列产业链进出口受阻，影响全球原材料价格供应，导致价格飙升，其中原油、有色金属等国际大宗商品价格升幅突出。我们预期能源开采、采选、金属冶炼行业的出厂价格将持续上升。2 月国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确煤炭价格合理区间，并与燃煤发电价格机制相衔接，明确合理区间内煤、电价格可以有效传导，而超出价格合理区间将及时调控监管。因此，电力、热力生产和供应业出厂价格将有效传导致需求端。

固定资产投资发力，制造业及基础建设领头，房地产投资维持低位

今年稳增长稳投资政策发力，1-2 月份，固定资产投资资金来源中，国家预算资金同比增长 33.9%，大项目投资增长明显，1-2 月份计划总投资在亿元及以上的大项目完成投资增长 15.8%，对全部投资的贡献率接近 60%。国有及国有控股单位投资完成额累计同比增长 14.1%，高于民间投资的 11.4%。制造业投资增长的成效明显，各制造业子行业投资增长明显，汽车制造业投资增速由负转正。高技术制造业投资增长 42.7%，比上年全年加快 20.5 个百分点。基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长 8.1%，比上年全年加快 7.7 个百分点。基础设施建设投资主要由重要能源基地和设施等投资建设、水利工程和综合立体交通网推动。

1-2 月外贸整体平稳，商品价格快速上涨，拉高了整体进口增速。

出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口均录增长。前两个月中国出口机电产品 2.02 万亿元，按年增长 9.9%，占出口总值的 58.3%。其中，手机 1478.7 亿元，同比下降 1.1%，家用电器 897 亿元，同比下降 5.9%。同期，出口劳动密集型产品 6,214.6 亿元，同比增长 8.9%，占 17.9%。其中，服装及衣着附件 1622.7 亿元，同比增长 3.7%，包括口罩在内的纺织品 1577 亿元，同比增长 9.3%。进口方面，铁矿砂进口量基本持平、价格下跌，原油、煤炭和天然气等进口量减但价涨，大豆、成品油等进口量价齐升。前两个月中国进口铁矿砂 1.81 亿吨，与去年同期基本持平，进口均价每吨同比下跌 36%。同期，进口原油 8513.8 万吨，同比减少 4.9%，进口均价每吨上涨 47.1%。煤 3539.1 万吨，同比减少 14%，进口均价每吨上涨 151.6%。天然气 1985.8 万吨，同比减少 3.8%，进口均价每吨上涨 84.5%。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露，Wind, Bloomberg, 国信证券(香港)研究部整理

宏观经济数据分析报告

2022 年 3 月 25 日

市场重点数据(截至 3 月 24 日)

主要指数	数值	一周变化	月度变化	年初至今
香港恒生指数	21,946	2.07%	-4.17%	-6.20%
香港国企指数	7,528	1.63%	-6.26%	-8.60%
上证指数	3,250	1.10%	-5.24%	-10.70%
沪深 300 指数	4,251	0.32%	-6.14%	-13.95%
深证成分指数	12,306	0.13%	-7.14%	-17.18%
内地创业板指数	2,706	-0.17%	-2.79%	-18.55%
道琼斯工业指数	34,708	0.66%	4.47%	-4.49%
纳斯达克指数	14,192	4.24%	5.33%	-9.29%
标普 500 指数	4,520	2.46%	5.40%	-5.16%
德国 DAX 指数	14,274	-0.79%	1.58%	-10.14%
巴黎 CAC 指数	6,556	-0.86%	0.53%	-8.35%
富时 100 指数	7467.38	1.11%	3.61%	1.12%
主要外汇	数值	一周变化	月度变化	年初至今
美元指数	98.789	0.83%	1.70%	3.26%
美元兑人民币	6.3678	0.33%	0.61%	0.18%
英镑兑美元	1.3187	0.29%	-1.44%	-2.55%
欧元兑美元	1.0997	-0.85%	-1.74%	-3.28%
美元兑日圆	122.35	3.16%	5.90%	6.32%
大宗商品	数值	一周变化	月度变化	年初至今
黄金现货	1,957.69	0.76%	2.83%	7.02%
纽约期油	112.34	9.09%	21.04%	49.37%
布伦特期油	119.03	11.62%	20.14%	53.03%
利率	数值	一周变化	月度变化	年初至今
美三年期债收益率	2.3713	12.23%	35.15%	147.82%
美十年期债收益率	2.3718	9.27%	20.80%	57.06%
国债 1 年期收益率	2.1704	-0.84%	3.61%	-3.23%
国债十年期收益率	2.8052	-0.07%	0.64%	1.07%
3 个月 LIBOR	0.64286	8.92%	53.67%	148.45%
3 个月 SHIBOR	2.369	0.08%	-0.42%	-5.24%

资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

程嘉伟

证监会中央编号:BGK939

+852 2899 6747

gary.ching@guosen.com.hk

中国 2 月宏观经济数据分析

通胀数据

CPI继续低位徘徊，畜肉价格预计未见底，惟交通工具用燃料上升周期开始

中国2月CPI同比上涨0.9%，与1月持平，符合市场预期。食品价格下降3.9%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨0.7%，服务价格上涨1.2%。1—2月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.9%。2月CPI环比增长0.6%。食品价格上涨1.4%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格上涨1.0%，服务价格持平。同比来看，食品烟酒类价格同比下降1.8%，影响CPI（居民消费价格指数）下降约0.54个百分点。食品中，畜肉类价格下降26.0%，影响CPI下降约1.11个百分点，其中猪肉价格下降42.5%，影响CPI下降约0.95个百分点；鲜果价格上涨6.6%，影响CPI上涨约0.13个百分点；水产品价格上涨4.9%，影响CPI上涨约0.10个百分点；蛋类价格上涨2.6%，影响CPI上涨约0.02个百分点；粮食价格上涨1.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点。其他七大类价格同比均上涨。其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨5.5%、2.5%和1.4%，衣着、生活用品及服务、医疗保健价格均上涨0.6%，其他用品及服务价格上涨0.3%。其他七大类价格同比均上涨。其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨5.5%、2.5%和1.4%，衣着、生活用品及服务、医疗保健价格均上涨0.6%，其他用品及服务价格上涨0.3%。环比来看，食品烟酒类价格环比上涨1.2%，影响CPI上涨约0.34个百分点。食品中，鲜菜价格上涨6.0%，影响CPI上涨约0.14个百分点；水产品价格上涨4.8%，影响CPI上涨约0.09个百分点；鲜果价格上涨3.0%，影响CPI上涨约0.06个百分点；蛋类价格下降3.1%，影响CPI下降约0.02个百分点；畜肉类价格下降1.5%，影响CPI下降约0.05个百分点，其中猪肉价格下降4.6%，影响CPI下降约0.06个百分点。其他七大类价格环比五涨一平一降。其中，交通通信、教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别上涨1.4%、0.4%和0.2%，居住、其他用品及服务价格均上涨0.1%；医疗保健价格持平；衣着价格下降0.3%。

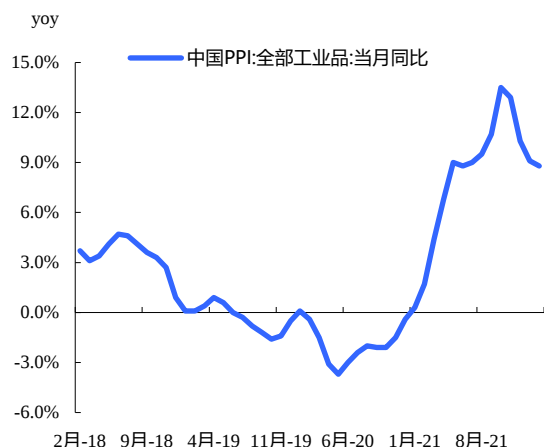
PPI 同比增速持续下跌，惟环比开始反弹，高昂国际能源价逐步反映

中国 2 月 PPI 同比上升 8.8%，高于预期 8.6%，连续 4 个月回落。环比上涨 0.5%。工业生产者购进价格同比上涨 11.2%，环比上涨 0.4%。1—2 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 8.9%，工业生产者购进价格上涨 11.6%。同比来看，工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 11.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 8.56 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 33.0%，原材料工业价格上涨 17.9%，加工工业价格上涨 6.6%。生活资料价格上涨 0.9%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.21 个百分点。其中，食品价格上涨 0.5%，衣着价格上涨 1.4%，一般日用品价格上涨 1.5%，耐用消费品价格上涨 0.7%。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 27.6%，有色金属材料及电线类价格上涨 17.5%，化工原料类价格上涨 16.8%，黑色金属材料类价格上涨 7.7%。环比来看，工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.7%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.52 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 1.3%，原材料工业价格上涨 1.9%，加工工业价格上涨 0.1%。生活资料价格上涨 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.02 个百分点。其中，食品价格上涨 0.2%，衣着价格下降 0.1%，一般日用品价格上涨 0.2%，耐用消费品价格下降 0.1%。工业生产者购进价格中，燃料动力类价格上涨 1.4%，有色金属材料及电线类价格上涨 1.3%，化工原料类价格上涨 0.4%，黑色金属材料类价格上涨 0.3%。

国际能源价格上涨预期推升短期 PPI，逐步传递至 CPI

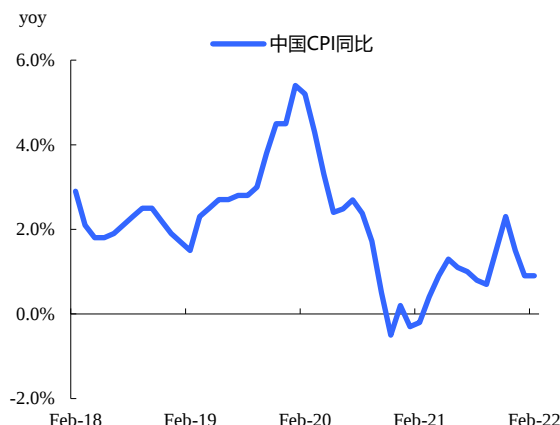
2 月 CPI 同比增速是四个月低位，与上月持平，我们预计 CPI 整体短期还会在低位徘徊，主要预期短期国内多地疫情反弹，短期内餐饮行业受影响，需求不振的情况没有改善。俄乌局势紧张，小麦价格暴涨，粮价上升，生猪养殖户亏损压力持续加大。从能繁母猪存栏和生猪存栏量来看，产能淘汰或还需持续一段时间。但国际能源价格上升，例如原油、天然气和煤炭。因此，预计交通工具用燃料分项将展开上升周期。对 CPI 增速给予支撑作用。俄乌局势导致两国一系列产业链进出口受阻，影响全球原材料价格供应，导致价格飙升，其中原油、有色金属等国际大宗商品价格升幅突出。我们预期能源开采、采选、金属冶炼行业的出厂价格将持续上升。2 月国家发展改革委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确煤炭价格合理区间，并与燃煤发电价格机制相衔接，明确合理区间内煤、电价格可以有效传导，而超出价格合理区间将及时调控监管。因此，电力、热力生产和供应业出厂价格将有效传导致需求端。

图 1: 中国 PPI 走势图 (自 2018 年)



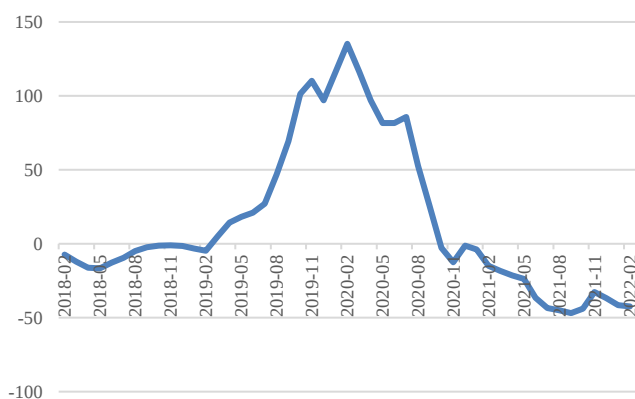
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图 2: 中国 CPI 走势图 (自 2018 年)



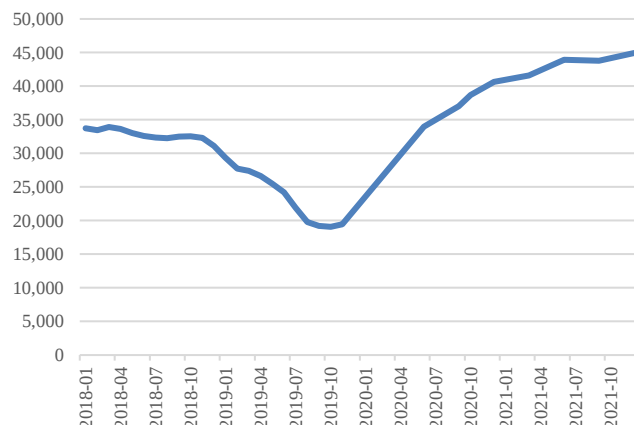
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图 3: CPI 猪肉当月同比 (%) (自 2018 年)



资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部

图 4: 生猪存栏 (万头) (自 2018 年)



资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部

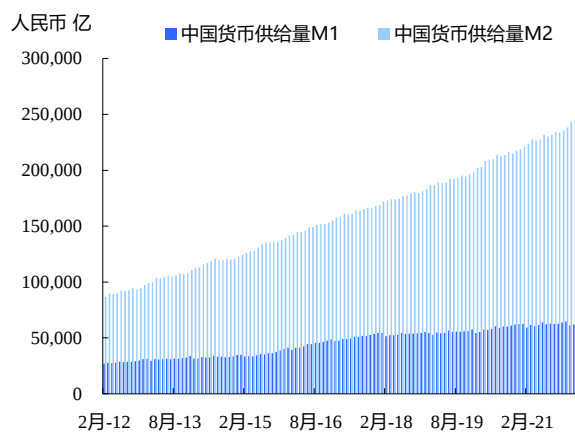
金融数据

2 月中国金融数据全面回落, 信贷需求有待恢复, 松货币政策预期进一步增加

截至 2 月底, 中国 M2 余额为 244.15 万亿元, 同比增加 9.2%, 增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 0.9 个百分点。M1 余额为 62.16 万亿元, 同比增长 4.7%, 增速比上月末高 6.6 个百分点, 比上年同期低 2.7 个百分点。2 月社会融资规模增量 1.19 万亿元, 较上年同期减少 5315 亿元, 前值 6.17 万亿元人民币。其中, 对实体经济发放的人民币贷款增加 9084 亿元, 同比少增 4329 亿元; 对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 480 亿元, 同比多增 16 亿元。2 月新增人民币贷款, 1.23 万亿元, 同比少增 1258 亿元。前值 3.98 万亿元人民币。2 月末社会融资规模存量为 321.12 万亿元, 同比增长 10.2%。整体中国 2 月金融数据全面弱于预期, 新增人民币贷款和社融增量均明显低于预期, 社融大幅低于预期值。地产景气度和实体信贷需求仍待改善, 宽信用政策开展, 企业中长期贷款自一月份同比多增后再次出现少增, 且降幅较大, 需求端欠缺持续力。中国 3 月一年和五年期以上 LPR 连续第二个月持平, 与中期借贷便利操作(MLF)利率稳势一致。内地央行保持稳健手段。我们认为如果信贷需求持续疲弱, 将增加货币政策进一步放松空间, 包括降息。

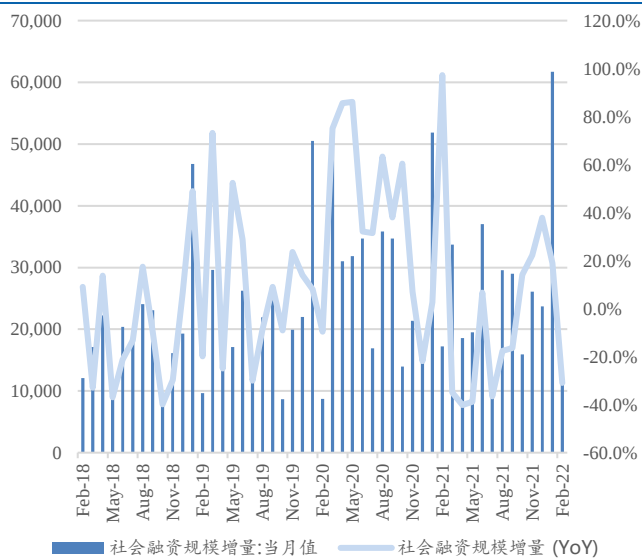
图 5: 中国货币供给量 (自 2012 年)

图 6: 中国货币供给量 (YoY) (自 2012 年)



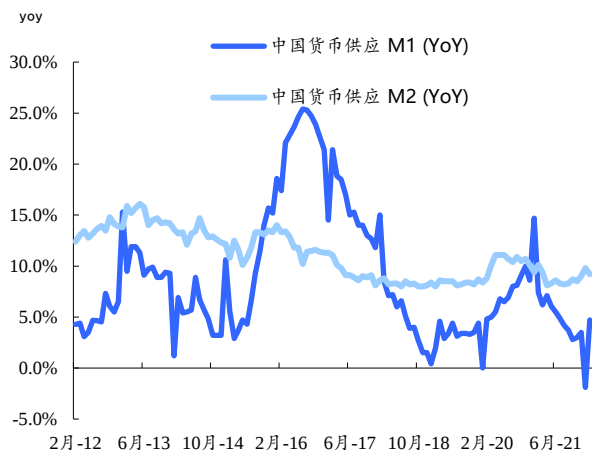
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图7: 社会融资规模 (自2018年)



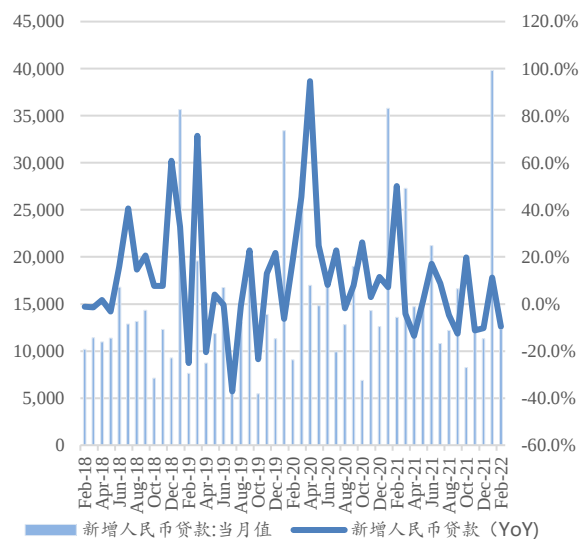
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图9: 国家每月外汇储备及 YoY (自2018年)

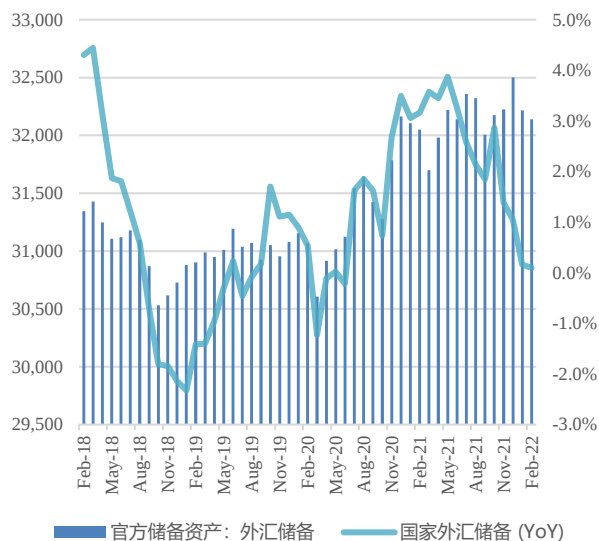


资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部

图8: 新增人民币贷款 (自2018年)



资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部



资料来源：Bloomberg，国信证券（香港）研究部

社会消费品零售

春节和冬奥效应刺激商品零售，石油制品零售额升幅明显，粮食及石油制品继续受价格上升影响

1-2月社会消费品零售总额为74426亿元，同比增长6.7%。除汽车以外的消费品零售额67305亿元，增长7.0%。扣除价格因素，1-2月份社会消费品零售总额同比实际增长4.9%。1—2月份，全国网上零售额19558亿元，同比增长10.2%。其中，实物商品网上零售额16371亿元，增长12.3%，占社会消费品零售总额的比重为22.0%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长12.7%、3.9%和15.1%。实物商品网上零售额同比增长比12月份明显加快。粮油、食品类同比增长7.9%。餐饮收入同比增长8.9%，结束连续两个月衰退。冬奥期间冰雪产品的销售增加，商品零售同比增长较明显，其中饮料类、烟酒类、金银珠宝类、日用品类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类同比上升双位百分比，石油及制品类更同比上升25.6%。汽车类同比增长3.9%。由于国内疫情再次反复，因此我们预计接触式消费再次受到影响，春节和冬奥效应过后，预计3月消费意愿相应回落。

图 10：中国社会消费品零售总额：城镇/乡村

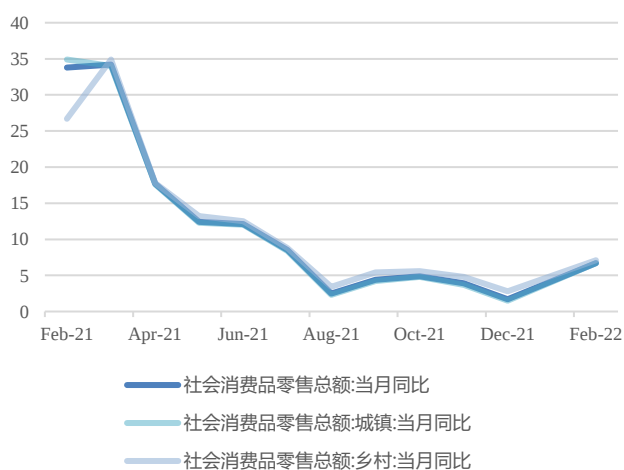
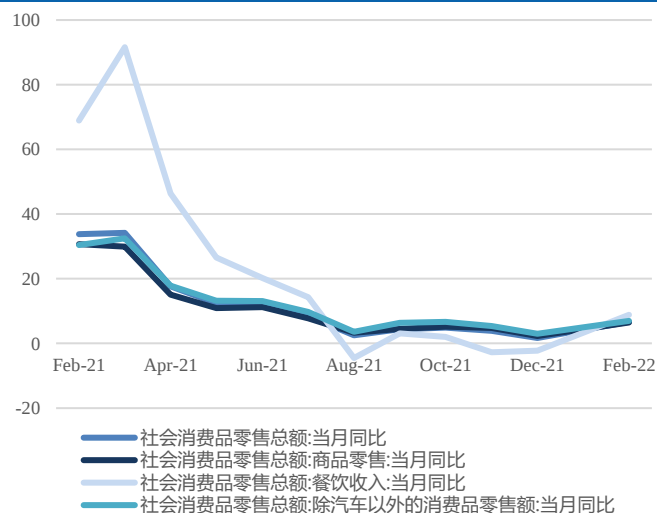


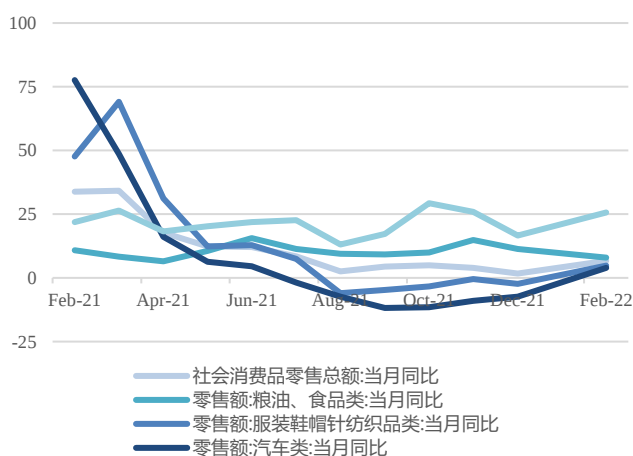
图 11：社会消费品零售总额：分类别



资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部

资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部

图 12: 中国社会消费品零售总额: 商品分类零售额



资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部

表 1: 社会消费品零售总额分项

	2022 年 1-2 月	2021 年 12 月	2021 年 11 月	2021 年 10 月	2021 年 9 月	2021 年 8 月	2021 年 7 月
社会消费品零售销售	6.7	1.7	3.9	4.9	4.4	2.5	8.5
其中: 除汽车以外的消费品零售额	7.0	3.0	5.4	6.7	6.4	3.6	9.7
其中: 限额以上单位消费品零售额	9.1	1.6	4.2	4.6	2.8	0.5	8.5
按经营地分							
城镇	6.7	1.5	3.7	4.8	4.2	2.3	8.4
农村	7.1	2.8	4.8	5.6	5.4	3.4	8.8
按消费类型分							
餐饮服务	8.9	-2.2	-2.7	2.0	3.1	-4.5	14.3
其中: 限额以上单位餐饮收入	10.1	-0.1	-0.3	4.00	5.5	-4.2	20.7
商品零售	6.5	2.3	4.8	5.2	4.5	3.3	7.8
其中: 限额以上单位商品零售	9.1	1.7	4.5	4.7	2.7	0.8	7.7
粮油、食品类	7.9	11.3	14.8	9.9	9.2	9.5	11.3
饮料类	11.4	12.6	15.5	8.8	10.1	11.8	20.8
烟酒类	13.6	7.0	13.3	14.3	16.0	14.4	15.1
服装、鞋帽、针纺织品类	4.8	-2.3	-0.5	-3.3	-4.8	-6.0	7.5
化妆品类	7.0	2.5	8.2	7.2	3.9	0.0	2.8
金银珠宝类	19.5	-0.2	5.7	12.6	20.1	7.4	14.3
日常品类	10.7	18.8	8.6	3.5	0.5	-0.2	13.1
家用电器和音像器材类	12.7	-6.0	6.6	9.5	6.6	-5.0	8.2
中西药品类	7.5	9.4	9.3	5.6	8.6	10.2	8.6
文化办公用品类	11.1	7.4	18.1	11.5	22.6	20.4	14.8
家具类	-6.0	-3.1	6.1	2.4	3.4	6.7	11
通讯器材类	4.8	0.3	0.3	34.8	22.8	-14.9	0.1
石油及制品类	25.6	16.6	25.9	29.3	17.3	13.1	22.7
汽车类	3.9	-7.4	-9.0	-11.5	-11.8	-7.4	-1.8
建筑及装潢材料	6.2	7.5	14.1	12.0	13.3	13.5	11.6

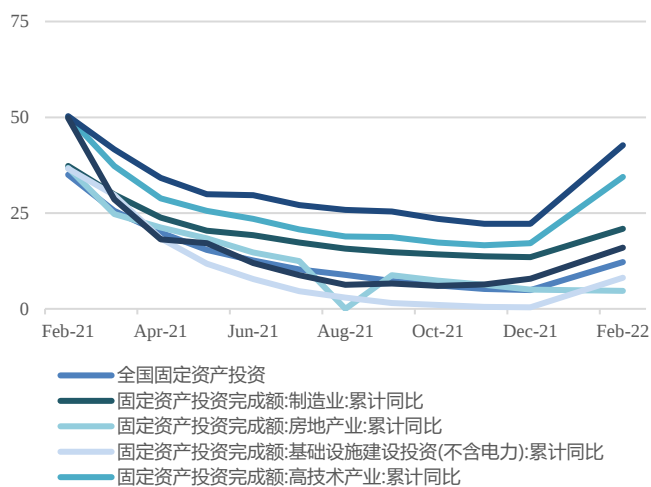
资料来源: Bloomberg, 国信证券(香港)研究部整理

全国固定资产投资

固定资产投资发力，制造业及基础建设领头，房地产投资维持低位

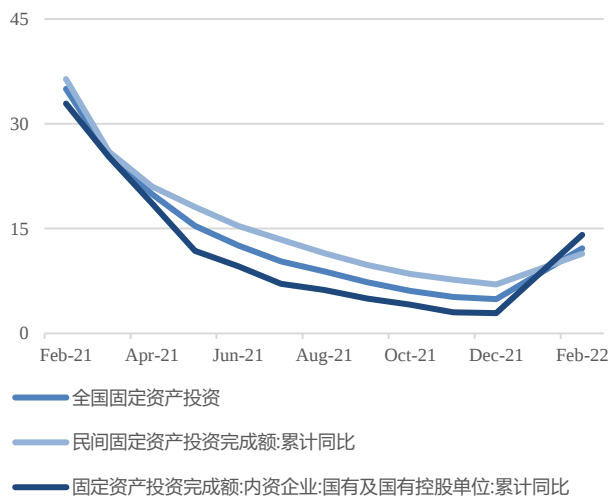
中国 1-2 月全国固定资产投资(不含农户)为 50763 亿元，同比增长 12.2%，5 个月以来首次同比增速重回双位数百分比。其中，民间固定资产投资 29176 亿元，同比增长 11.4%。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.66%。第一产业投资 1129 亿元，同比增长 8.8%；第二产业投资 14580 亿元，增长 19.6%；第三产业投资 35055 亿元，增长 9.5%。第二产业中，工业投资同比增长 19.8%。其中，采矿业投资增长 21.1%，制造业投资增长 20.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 11.7%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 8.1%。其中，水利管理业投资增长 22.5%，公共设施管理业投资增长 4.3%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 8.0%。今年稳增长稳投资政策发力，1-2 月份，固定资产投资资金来源中，国家预算资金同比增长 33.9%，大项目投资增长明显，1-2 月份计划总投资在亿元及以上的大项目完成投资增长 15.8%，对全部投资的贡献率接近 60%。国有及国有控股单位投资完成额累计同比增长 14.1%，高于民间投资的 11.4%。制造业投资增长的成效明显，各制造业子行业投资增长明显，汽车制造业投资增速由负转正。高技术制造业投资增长 42.7%，比上年全年加快 20.5 个百分点。基础设施投资建设(不含电力) 累计同比增长 8.1%，比上年全年加快 7.7 个百分点。基础设施投资建设主要由重要能源基地和设施等投资建设、水利工程和综合立体交通网推动。

图 13：中国固定资产投资：分产业



资料来源：Wind，国信证券（香港）研究部

图 14：中国固定资产投资：分企业类型



资料来源：Wind，国信证券（香港）研究部

表 2：固定资产投资分项

	2022 年 1-2 月	2021 年 12 月	2021 年 11 月	2021 年 10 月	2021 年 9 月	2021 年 8 月	2021 年 7 月
固定资产投资（不含农户）	12.2	4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3
其中：国有/国家持股	14.1	2.9	3.0	4.1	5.0	6.2	7.1
其中：民间投资	11.4	7.0	7.7	8.5	9.8	11.5	13.4
按构成分：							
建筑安装工程	12.4	8.9	--	10.0	11.5	12.9	14.8
设备器具购置	12.8	-2.6	--	-2.5	-3.8	-1.4	-0.1
其他费用	11.3	-1.5	--	0.1	1.9	3.8	4.4
按产业分：							
第一产业	8.8	9.1	9.3	11.1	14.0	18.1	21.8

第二产业	19.6	11.3	11.1	11.3	12.2	12.9	14.4
第三产业	9.5	2.1	2.5	3.7	5.0	6.8	8.2
按行业分:							
农林牧渔业	13.1	9.3	9.2	10.4	12.9	16.4	19.7
采矿业	21.1	10.9	7.3	5.0	6.2	6.7	8.9
制造业	20.9	13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3
其中: 农产品食品加工业	29.5	18.8	19.5	19.9	20.6	23.8	27.3
食品制造业	26.7	10.4	8.3	8.7	9.4	8.8	11.8
纺织业	36.3	11.9	12.4	13.2	13.5	13.9	12.3
化学原料和化学制品制造业	16.2	15.7	16.6	17.8	19.3	22.6	28.2
医药制造业	27.2	10.6	11.7	13.3	14.4	15.1	18.7
有色金属冶炼和压延加工业	19.6	4.6	8.5	7.9	10.8	10.5	12.7
金属制品业	35.3	11.4	12.1	13.8	13.4	14.1	14.6
通用设备制造业	28.3	9.8	11.4	11.1	9.3	10.3	12
专用设备制造业	30.2	24.3	25.3	25.9	25.2	27.2	27.3
汽车制造业	11.3	-3.7	-3.2	-5.5	-6.5	-4.4	-3.5
铁路、航运、航天及其他运输设备制造	36.3	20.5	23.1	22.1	26.7	30.2	31.5
电气机械设备制造业	56.4	23.3	24.4	25.0	22.0	21.3	21.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	35.1	22.3	21.4	22.5	24.4	24.9	25.4
电力、热力、燃气及水生产和供应业	11.7	1.1	0.2	0.4	1.6	1.1	1.7
交通运输、仓储和邮政业	10.5	1.6	1.1	2.3	2.4	4.3	5.9
其中: 铁路运输业	-8.0	-1.8	-1.7	-3.5	-4.2	-4.8	-4.4
道路运输业	8.2	-1.2	-0.3	-0.2	0.4	2.1	4.4
水利、环境和公共设施管理业	6.0	-1.2	-1.3	-0.4	0.8	1.8	3.8
其中: 水利管理业	22.5	1.3	2.1	3.4	5.4	7.3	6.9
公共设施管理业	4.3	-1.3	-1.6	-0.8	0.0	0.7	2.8
教育	19.8	11.7	9.5	10.1	10.4	12.2	12.1
卫生与社会工作	28.7	19.5	21.3	22.3	24.5	26.5	24.8
文化、体育与娱乐	8.9	1.6	2.2	2.7	3.5	4.2	5.2
公共管理、社会保障和社会组织	-2.4	-38.2	--	-10.8	-8.9	-10.5	-9.3
按注册类型分:							
内资企业	12.3	4.7	4.9	5.9	7.1	8.7	10.2
港澳台商投资企业	8.3	16.4	15.5	15.7	14.6	15.7	17.2
外商投资企业	12.2	5.0	2.0	1.0	6.6	0.1	0.4

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_39873

