

关注俄乌冲突下的通胀走势

2022 年 2 月 · 宏观月报

2022 年 2 月 25 日

主要观点：

- 1、2 月是工业生产淡季，电炉开工率处于低位，煤炭价格下降，预计工业增加值增长 3.5%。因制造业生产处于淡季，预计制造业 PMI 可能季节性下降到 49.8%。受疫情散发的影响，非制造业 PMI 也可能回落。
- 开年以来基建投资大概率加快，1 月信贷“开门红”对制造业投资构成支撑，但房地产投资仍将处于低位。从钢材价格先升后降、水泥价格持续下降来看。当前投资增速仍然较低，预计约为 4%。
- 尽管汽车销售出现改善，但商品零售指数普遍下降，疫情散发对线下消费的冲击明显，预计消费增长 3%，增速较低。
- 海外需求总体较强，日本偏弱，2 月韩国出口增速略有放缓，预计 1、2 月合计中国出口增速回落到 15.3%，但仍保持一定景气度。主因能源价格上涨，预计进口同比增速 15.8，仍维持一定增速。
- 因农产品、猪肉价格继续下降，预计 CPI 同比涨幅收窄到 0.6%。PPI 延续回落态势，但俄乌冲突下，国际大宗商品价格骤升很可能拉高 PPI 环比涨幅，延缓 PPI 回落势头，预计 2 月 PPI 同比涨幅小幅回落至 8.9%。后续需密切关注俄乌冲突对国内通胀的影响。

交通银行金融研究中心
(BFRC)

研究团队：

周昆平（资深专家）
唐建伟（首席研究员）
鄂永健（高级经理）
夏 丹（资深研究员）
刘学智（高级研究员）
孙长华（高级研究员）
邓 宇（高级研究员）
汪皓明（高级研究员）

本期统稿人：孙长华

联系方式：

021-32169999-1058

- 随着节后企业复工复产，信贷可能仍有较高增长，预计 2 月新增人民币贷款规模约为 16000 亿元左右，环比季节性回落，但同比有望多增。
- 受信贷投放和政府债券发行支撑，社融和 M2 增速可能进一步提升。预计社融增速提升至 10.6% 左右。在财政资金加快下放的进一步加持下，预计 M2 同比增速可能显著回升至 10.1% 左右。
- 受美联储加息预期和地缘政治冲突的双重影响，美元趋于走强。但中国出口维持一定增速、跨境资金保持流入，特别是人民币展现一定避险货币特征，将对人民币形成支撑。预计 3 月人民币对美元汇率在地缘政治冲突影响下小幅波动，总体或略贬。
- 预计货币政策仍将主动作为。当前外部环境可能使近期降息预期减弱，3 月 MLF、LPR 利率有可能保持不变。地方专项债发行正在提速，积极财政政策正在释放效能，未来更大规模减税降费措施将加快实施，强化精准定向支持。

表：2022 年 2 月中国宏观经济金融数据前瞻（红色为预测值）

指标名称	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12	2022-1	2022-2
GDP:当季同比 (%)	4.9	-	-	4	-	-
工业增加值 IAV:当月同比 (%)	3.1	3.5	3.8	4.3	-	3.5
制造业 PMI (%)	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	49.8
非制造业 PMI (%)	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	50.6
固定资产投资 FAI:累计同比 (%)	7.3	6.1	5.2	4.9	-	4
消费零售 TRS:当月同比 (%)	4.4	4.9	3.9	1.7	-	3
出口金额:当月同比 (%)	28.1	27.1	22	20.9	-	15.3
进口金额:当月同比 (%)	17.6	20.6	31.7	19.5	-	15.8
贸易差额:当月值(亿美元)	667.6	845	717	944.6	-	1100
CPI:当月同比 (%)	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.6
PPI:当月同比 (%)	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.9
新增人民币贷款:当月值(亿元)	16600	8263	12700	11300	39800	16000
M2:余额同比 (%)	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	10.1
新增外汇储备 (亿美元)	-314.9	170	47.7	277.8	-285.3	-100
MLF:1 年 (下月末)	2.95	2.95	2.95	2.85	2.85	2.85
LPR:1 年 (下月末)	3.85	3.85	3.80	3.70	3.70	3.70

数据来源:WIND、交行金融研究中心

正文：

一、投资增速仍偏低，疫情拖累消费低位徘徊

年初工业生产较弱。1、2月是工业生产淡季，高频数据显示生产活动明显放缓。年初以来全国电炉开工率处于低位，平均只有30.1%，比去年同期下降了近18%。受春节假期影响，粗钢和铁精粉产量显著减少。煤炭保供稳价力度加大，冬季采暖旺季煤炭价格不升反降，1、2月环渤海动力煤价格指数平均在745点，显著低于去年四季度。春节之后南华工业品指数显著回升，2月末在3546点左右，比1月初上升了近290点，近期“新基建”项目密集推出，促进工业需求有所改善。去年1-2月工业增加值增速高达35.1%，过去两年平均增长8.1%。综合判断，预计今年1-2月工业增加值增速在3.5%左右，增速低于去年12月。

图1 动力煤指数和南华工业品指数（单位：点）



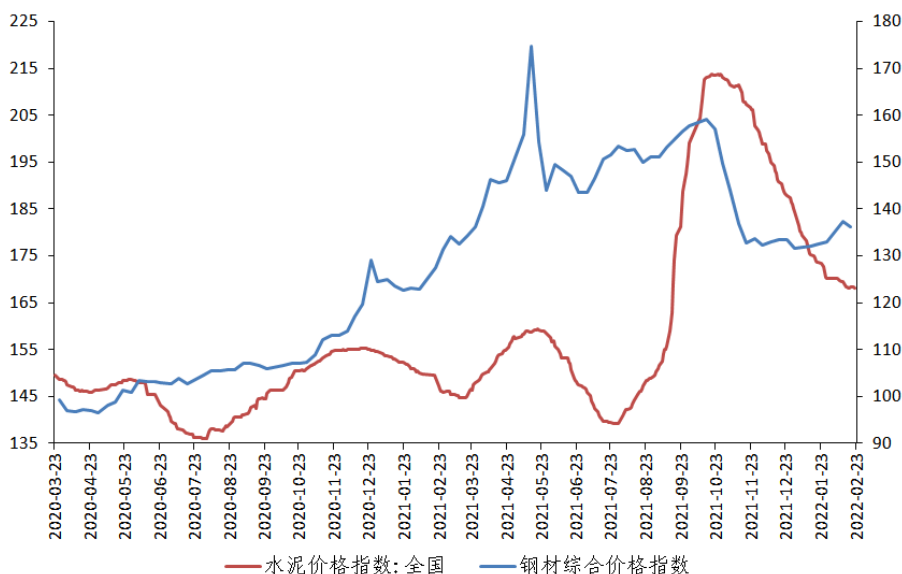
数据来源：WIND，交行金研中心

2021年规模以上工业企业利润同比增长34.3%，过去两年平均增长18.2%，增幅较大；但是2021年下半年利润增速逐渐下滑，呈边际走弱趋势。2月是制造业生产淡季，季节性因素导致PMI可能下降。预计制造业PMI可能

在49.8%左右，稳增长力度加大有望推动未来PMI指数上升。剔除春节期间波动，2月公路物流运价指数保持平稳，同比增速略有上升。受疫情点状散发的影响，全国客运量和铁路客运量同比依然负增长，降幅较大。主要钢厂建筑钢材库存上升，可能是基建投资预期改善带来库存需求。主要受疫情散发的影响，预计2月非制造业PMI下降到50.6%左右。

投资增速仍处于低位，未来有望改善。最近“新基建”投资力度加大，“东数西算”工程提上日程，预示投资增速有望改善，但对当前投资的拉动作用还未显现。今年提前下达了新增专项债券额度1.46万亿元，已发行超过1/3，将推动基建项目加快开工。1月信贷投放“开门红”，企业新增信贷总量大幅增长，制造业投资有望保持快速增长。近期房地产政策有所趋松，但受前期商品房销售放缓和拿地及开施工低迷的影响，房地产开发投资增速仍将处于低位。从高频数据来看，年初以来全国钢材价格先升后降，2月末在136.2点，高于去年末，但春节假期过后出现下降，表明节后投资需求还未恢复；从主要钢材价格看，春节之后螺纹钢价格回落到5000元/吨以内，热轧板卷、圆钢价格保持在高位。全国水泥综合价格指数趋势性下降，2月末在168点左右，比去年末显著下降了近16点，全国所有区域水泥价格都下降。去年1-2月固定资产投资增长35%，过去两年平均增长1.7%。综合判断，预计今年1-2月固定资产投资增速在4%左右，较去年12月有所回落。

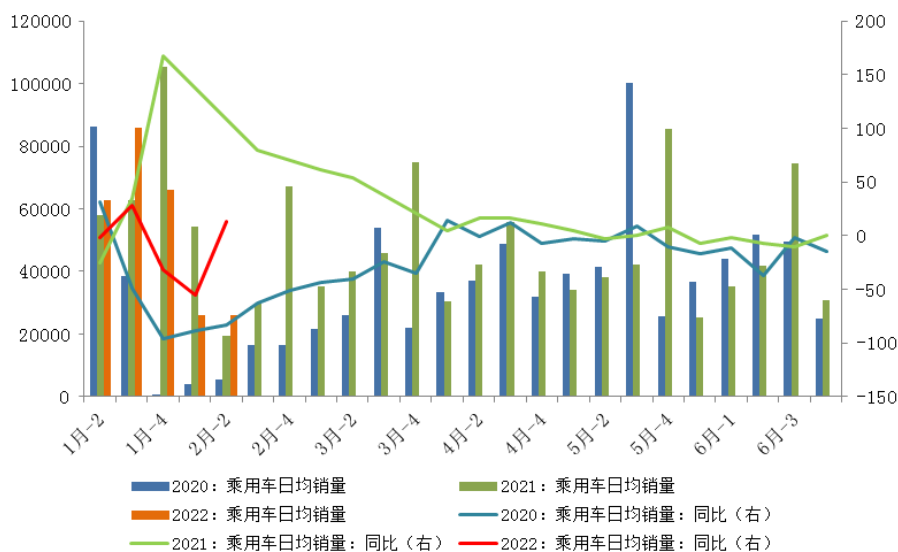
图 2 水泥和钢材价格指数（单位：点）



数据来源：WIND，交行金研中心

疫情拖累消费低位徘徊。春节之后全国商品房销售环比出现改善，同比仍然负增长。年初到 2 月 21 日，商品房累计销售面积 1662 万平方米，同比为-29%；成交 15 万套，同比为-32%。年初以来汽车零售同比延续负增长，平均增速为-7%，降幅比去年四季度收窄。乘用车批发量增速回正，同比约增长了 4%左右，预示未来销售有望改善。随着“缺芯”影响减弱，从去年 12 月开始汽车产量已经正增长，新能源汽车产量同比增速在 110%以上，预计乘用车批发量和零售额将逐渐增多。年初以来商品零售指数有所回落，2 月末在 2950 点左右，比去年末低了近 100 点。互联网零售指数下降到近 5030 点，电影娱乐、食品、饮料指数不同程度下降，电子产品零售指数基本平稳，只有汽车零售指数上升。义乌中国小商品指数小幅下降，临沂商城价格指数小幅上升。商品零售指数普遍下降，主要是受局部疫情散发的影响。去年 1-2 月消费同比增速为 33.8%，过去两年平均增长 6.4%，基数偏高。预计今年 1-2 月消费同比增速在 3%左右，增速较低。

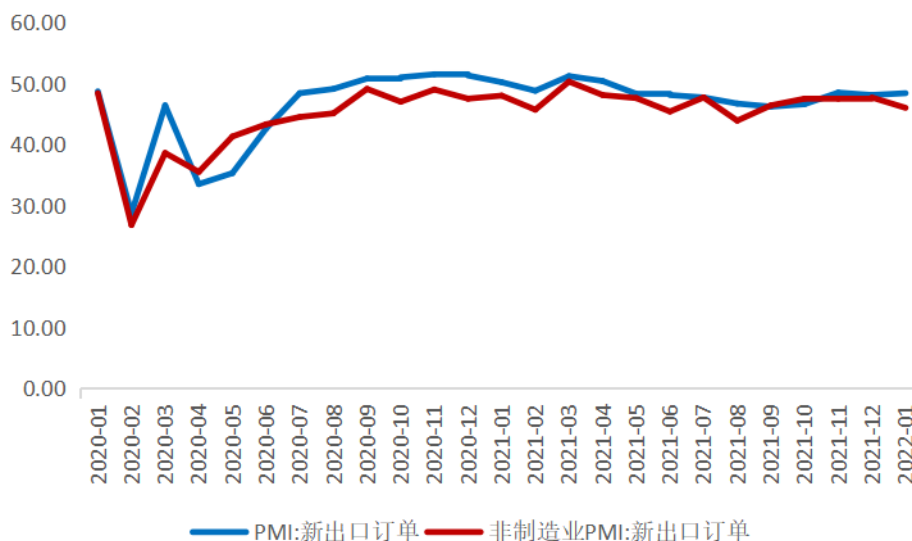
图 3 近年来乘用车每周日均销量及同比增速（单位：辆、%）



数据来源：WIND，交行金研中心

海外需求总体较强，预计出口增速回落但维持一定景气度。从中期趋势看，随着欧美经济体放松疫情防控、供应链逐步修复，中国出口增速将逐步放缓。从短期看，2 月以来，欧美国家加快放松疫情管控，欧美经济继续恢复。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值、服务业 PMI 初值分别为 57.5% 和 56.7%，高于市场预期；欧元区 2 月制造 PMI 为 58.4%，服务业 PMI 升至 55.8%，延续扩张趋势。但日本 2 月制造业 PMI 初值和服务业 PMI 分别降至 48.75%、42.7%，均创下近期新低，显示经济复苏动能相对疲软。从周边国家高频数据看，韩国 2 月前 20 日出口额为 343 亿美元，前 20 日同比增长 13.1%，增速略有放缓。运价方面，中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数分别为 3500 点和 4946 点，运价涨势有所趋缓。综合考虑季节性效应和内外环境，预计 1-2 月出口额约 5400 亿美元，1-2 月出口同比增长增速为 15.3%。

图 4 制造业 PMI 新出口订单与非制造业 PMI 新出口订单



数据来源：WIND，交行金研中心

主要受能源价格上涨影响，进口当月同比将保持较高增速。价格方面，2 月以来受地缘政治影响，重点进口大宗商品原油、天然气等能源价格大幅上涨，预计能源价格上涨对进口额的贡献较大。具体来看，截至 2 月前三周 CRB 现货指数突破 602 点，环比涨幅近 4%；布伦特原油快速升破 100 美元/桶，环比涨幅近 20%；美湾大豆 CNF 进口价涨至 667 美元/吨，环比涨幅超过 7%。进口量方面，1 月以来，基建等投资适度提前和宽松政策驱动，预计能源等重点商品进口需求将增加，政策调控和产能扩张背景下铁

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_38188

