

中航证券研究所

分析师：符昉

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

2022年3月13日

核心观点：

(1) 全球经济金融走势：俄乌冲突导致的油价上涨意味着美国通胀很难自然回落，如果美国通胀继续按当前的速度环比上涨，则美联储无法在年底将通胀控制在其2%的长期目标附近。我们认为，油价上涨，加上劳动力、农业成本的上升将不可避免的转化为企业更高的投入成本，使通胀在年内继续维持在较高水平。后续不排除通胀率达到9%的可能性。下一阶段我们仍需观察美俄制裁情况，大宗商品价格的不断上涨最终可能成为决定美国加息节奏的一个重要因素。

(2) 通胀压力或将导致欧美经济增长放缓：美联储大概率将在下周开始进入货币紧缩期，提高25个基点的利率。但观察近期10年期和2年期的国债收益率息差水平，我们发现当前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，这意味着美国经济动能已经不足。而加息通常会导致经济活动的减弱。因此，本轮美联储加息有可能会造成收益率曲线的倒挂以及经济衰退。预计美联储后续加息节奏将先急后缓。如果美国加息时经济减速，那么伴随着美国需求和贸易的放缓，新兴市场的资本外流和货币贬值压力将加大。

(3) 2月金融数据表明宽信用预期短暂受阻，政策力度有望加码：2月金融数据整体表现不佳，低于市场预期较多，核心原因在于信用扩张的主要载体，居民、制造业和房地产行业目前的融资需求，都出现了阶段性的低迷。2月金融数据表明经济信用扩张阶段受挫，这种情况如果持续，将影响2022年上半年稳增长的目标，结合外部环境上美联储加息即将来临，进一步降息以及配套其他宽松政策或是政策端合理选择，3月15日MLF到期，将是重要的观察窗口。

(4) 疫情再爆发，消费前景进一步黯淡：本周（文中本周均指2022年3月7日-2022年3月13日，下同）疫情进一步发酵。仅3月12日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例1938例。疫情的反复冲击预计将持续影响消费。我们监测的八大城市地铁客运量表明，疫情确实影响了居民出行，进而可能对消费形成压制。消费的前景进一步黯淡。

(5) 3月初至今数据显示房地产投资或继续下行：2022年前2个月，30个大中城市商品房成交面积、100大中城市土地供应面积和100大中城市成交土地面积同比进一步下滑。2月新增居民户中长期人民币贷款-459亿元，有数据以来首次为负，显示居民购房热情仍然较低。3月初（春节过后的第四周和第五周）至今的数据显示，30大中城市商品房成交面积、100大城市供应土地面积和100大城市土地成交面积继续不及去年同期，数据层面房地产投资并未出现值得关注的好转。

股市有风险入市须谨慎

(6) 1-2 月进出口保持韧性：本周一，海关发布了 1-2 月进出口数据。总体来看，1-2 月，我国的进出口，尤其是出口，仍然保持了韧性。但是一方面出口已经强势了两年，今年在面临去年的高基数的情况下，要再进一步压力不小，另一方面全球加息收水的大趋势是确定的，疫情期间被泛滥的流动性催生出的需求也面临着收缩。进出口仍然面临较大的下行压力。

(7) 地缘冲突下大宗商品价格上行拖慢 PPI 下行速度：由于俄乌冲突这一突发事件，2 月 PPI 和 CPI 同比均高于市场在 2 月中上旬时的预期。但无论是 PPI 还是 CPI，趋势上看均不对我国货币政策构成压力。上半年从宽财政、宽货币、宽信用到稳经济的政策向经济的传导路径并未遭到破坏。

(8) 后续判断：流动性外紧内松预期进一步加强：目前因突发的俄乌冲突，海外国家通胀压力进一步加大，流动性收紧提速在即。国内方面，经济数据喜忧参半。无论是海外的流动性收紧提速，还是国内的通胀温和、消费持续受到疫情压制、房地产投资预期走弱、进出口远期压力较大以及 2 月金融数据的大幅不及预期，均指向我国进一步释放流动性的紧迫性和必要性在提升，3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据和 3 月 15 日 MLF 到期时央行的操作需要重点关注。

1、全球经济金融走势

过去三周，俄罗斯和乌克兰的危机加剧了全球许多方面的通胀压力。我们不仅看到石油和天然气价格上涨，小麦和谷物价格也上涨，供应链进一步受到破坏。本周，美国和英国先后宣布将会停止购买俄罗斯出口的石油。考虑到俄罗斯和乌克兰危机的升级，美股本周继续下跌，美元金价走高。但由于欧盟十分依赖从俄罗斯进口石油，因此欧盟至今未有仿效英美两国的做法，禁止俄罗斯石油进口。受此影响，原油价格上周连续几天出现下跌。冲突局势与相关制裁措施的演进将主导未来原油等大宗商品走势，如果俄乌局势恶化进一步加强石油供应的短缺，则石油价格可能进一步推升。但如果战争局势在未来几周内能有所缓和，我们可能会看到一些能源、粮食和大宗商品价格迅速逆转。

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	4204.31	-2.87
纳斯达克指数	12843.81	-3.52
道琼斯指数	32944.19	-1.99
美元指数	99.12	0.62
CBOE 波动率	30.75	-3.84
MSCI 新兴市场	1085.66	-5.17
MSCI 欧洲	1799.48	2.55
MSCI 美国	4017.19	-3.00
ICE 布伦特原油 (美元/桶)	112.12	-5.07
黄金 (美元/盎司)	1992.30	1.30

资料来源: Wind, 中航证券研究所

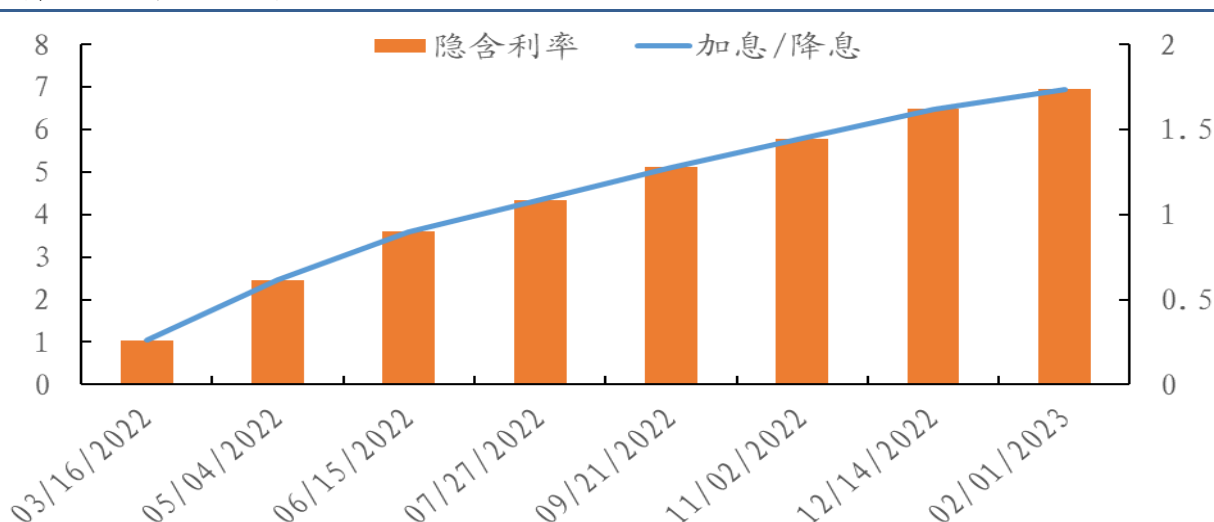
2、通胀压力或将导致欧美经济增长放缓

考虑到俄乌危机的升级，以及随之而来的能源和食品价格上涨压力，通胀成为本周大多数投资者关心的核心问题。美国时间 3 月 10 日，劳工部公布了美国 2 月的通胀数据。2 月美国 CPI 环比上涨 0.80%，同比上涨 7.90%，创下近四十年来新高。这一上涨是由于消费者基本需求领域——食品、燃料和住房——的价格普遍上涨。剔除食品和能源，核心通胀率同比上涨 6.4%，环比上涨 0.5%。

俄乌冲突导致的油价上涨意味着美国通胀很难自然回落，如果美国通胀继续按当前的速度环比上涨，则美联储无法在年底将通胀控制在其 2% 的长期目标附近。我们认为，油价上涨，加上劳动力、农业成本的上升将不可避免的转化为企业更高的投入成本，使通胀在年内继续维持在较高水平。后续不排除通胀率最高达到 9% 的可能性。下一阶段我们仍需观察美俄制裁情况，大宗商品价格的不断上涨最终可能成为决定美国加息节奏的一个重要因素。

由于美国通胀继续上升，美联储大概率将在下周提高基准利率 25 个基点，开始正式进入货币紧缩期。但观察近期 10 年期和 2 年期的国债收益率息差水平，我们发现当前 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，这意味着美国经济动能已经不足。而加息通常会导致经济活动的减弱。因此，本轮美联储加息有可能会导导致收益率曲线的倒挂以及经济衰退。预计美联储后续加息节奏将先急后缓。

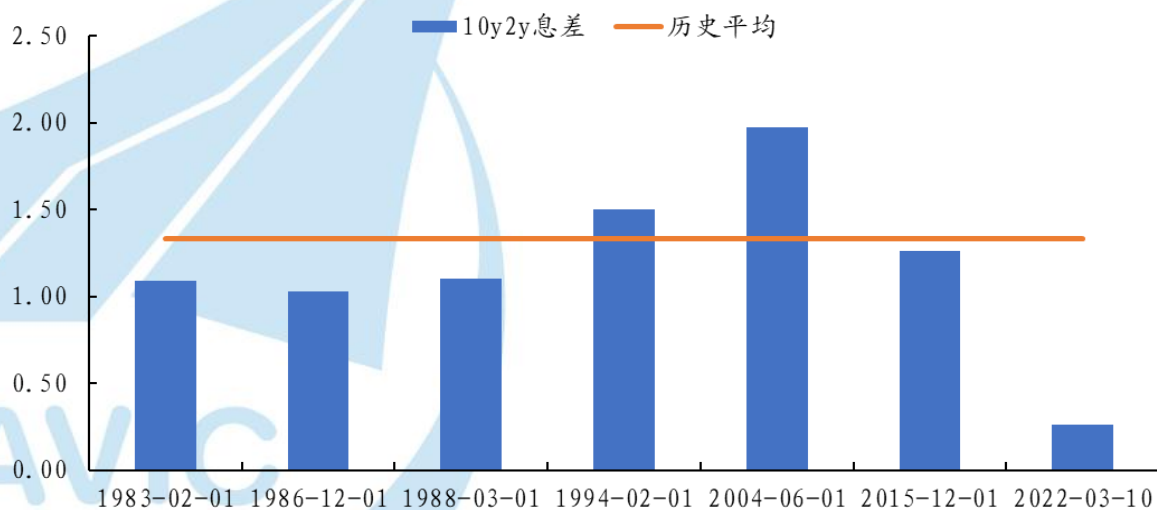
图表 2: 美国市场加息预期 (%)



资料来源: Bloomberg, 中航证券研究所

根据我们在 1 月 27 日发布的报告《紧缩无碍美股长牛? 这次可能不一样》, 如果美国加息时经济减速, 那么伴随着美国需求和贸易的放缓, 新兴市场的资本外流和货币贬值压力将加大。考虑到资产负债表的规模以及目前美联储抗通胀的政治压力, 本轮美联储加息对新兴市场的影响可能加剧。

图表 3: 10 年期和 2 年期国债收益率差 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

基于欧洲和俄罗斯贸易方面的联系, 欧洲经济相比美国面临更多下行风险。3 月 3 日欧洲央行公布利率决议, 维持三大关键利率不变。但暗示将以比计划更快的速度结束危机时期的债券购买。欧洲央行 (ECB) 行长克里斯蒂娜·拉加德 (Christine Lagarde) 表示, 如果中期通胀率不像欧洲央行预期的回落至 2% 的目标, 将在今年第三季度结束全部资产购买。欧央行这一举动使市场对欧洲经济陷入“滞胀”的预期升温。由于欧洲金融体系对俄罗斯有着较大的风险敞口, 后续需关注能源价格上涨给欧洲经济带来的下行风险。

3、国内信用和流动性：宽信用预期短暂受阻，政策力度有望加码

本周货币市场流动性保持平稳。截止 3 月 11 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 2.1035% 和 2.1020%，较上周五分别上行 7 个 BP 和 5 个 BP 左右。央行本周操作风格与上周相同，维持相对克制：本周一（3 月 7 日）到周五（3 月 11 日），分别有 3000 亿元、500 亿元、100 亿元、100 亿元和 100 亿元逆回购到期，而央行周一到周五每日投放 7D 逆回购 100 亿元，利率不变，保持在 2.1%。

本周五下午，央行公布了 2 月金融数据。2021 年 2 月社融增量 1.19 万亿元，同比少增 5343 亿元，低于市场预期的 2.22 万亿元。从结构上看，2 月社融同比少增主要受新增人民币贷款（社融口径）和新增未贴现银行承兑汇票拖累。如合并 1-2 月社融来看，今年 1-2 月社融新增 7.36 万亿元，同比多增 4499 亿元，社融仍然处在上升通道中。因此，对于 2 月社融同比较大幅度少增，我们认为应该理性看待，无需过度悲观。

2 月新增人民币贷款 1.23 万亿元，同比少增 1300 亿元。结构上看，2 月信贷数据不佳，在居民和企业中长期贷款双双走弱的情况下，银行主要通过“以票冲贷”的方式维持人民币贷款总体新增额度。2 月不同期限的国股银票转贴现利率较 1 月下降，进入三月之后，仍然处在下降通道中，或预示着 3 月的信贷扩张仍然面临着一定压力。

2 月新增居民户中长期人民币贷款-459 亿元，有数据以来首次为负。政策频吹暖风的同时，住房销售端并未改善，2 月 30 个大中城市商品房日均成交面积同比-27.3%。未来居民购房意愿的回暖，可能仍然需要信贷政策层面更大更实际的支持以及因城施策政策进一步落实下各地购房限制的进一步放松。

2 月企业新增人民币贷款 1.24 万亿，同比多增 400 亿元，但结构上较差，主要靠票据融资支撑，反映了 2 月实体企业融资需求不强。2 月实体融资较弱可能和房地产行业以及制造业融资需求不高有关。房地产方面，30 大中城市商品房成交面积同比继续萎缩，2 月居民中长期贷款有数据以来首次为负，房企仍然面临较大生存压力，缺乏拿地开工的动力。制造业方面，在俄乌局势走势尚不明朗，大宗商品价格上行压力之下，制造业企业融资意愿可能在短期受到了抑制。

2 月 M1 同比增 4.7%，较 1 月+6.6PCTS，M2 同比增 9.2%，较上月-0.6PCTS。M1 增速略微回升，可能主要由制造业企业和基建相关企业资金需求推动。随着稳增长政策进一步发力，若后续房地产行业能够见到实质性的好转，则 M1 可能在此后持续回升。

2 月金融数据整体表现不佳，低于市场预期较多，核心原因在于信用扩张的主要载体，居民、制造业和房地产行业目前的融资需求，都出现了阶段性的低迷。往后看：1，因城施策政策继续深化，信贷方面支持力度提升的情况下，房地产行业融资需求也将出现改善。3 月、4 月的商品房销售数据需要重点关注。2，2022 年财政支出力度明显加大，基建和制造业有望在强力的财政政策支持下，出现融资需求持续向上的情况，一定程度对冲房地产行业融资需求下降对社融的拖累。3，2 月金融数据表明经济信用扩张阶段受挫，这种情况如果持续，将影响 2022 年上半年稳增长的目标，结合外部环境上美联储加息即将来临，进一步降息以及配套其他宽松政策或是政策端合理选择，3 月 15 日 MLF 到期，将是重要的观察窗口。

图表 4：2022 年 2 月社融分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年2月同比	2022年2月环比	2021年2月环比	2020年2月环比	2019年2月环比	2022年2月	2021年2月	2020年2月
总	当月新增社会融资规模	-5,343.0	-49826.0	-34,641.0	-41,798.0	-37,126.0	11,900.0	17,243.0	8,737.0
表内	新增人民币贷款	-4,329.0	-32904.0	-24,769.0	-27,722.0	-28,027.0	9,084.0	13,413.0	7,202.0
	新增外币贷款	16.0	-551.0	-634.0	-261.0	-448.7	480.0	464.0	252.0
	新增委托贷款	26.0	-502.0	-191.0	-330.0	190.9	-74.0	-100.0	-356.0
表外	新增信托贷款	185.0	-71.0	-94.0	-972.0	-382.0	-751.0	-936.0	-540.0
	新增未贴现银行承兑汇票	-4,867.0	-8959.0	-4,263.0	-5,364.0	-6,890.0	-4,228.0	639.0	-3,961.0
	企业债券融资	2,021.0	-2422.0	-2,561.0	-73.0	-3,954.0	3,377.0	1,356.0	3,894.0
直接	非金融企业境内股票融资	-108.0	-854.0	-298.0	-160.0	-169.9	585.0	693.0	449.0
其他	政府债券	1,705.0	-3304.0	-1,420.0	-5,789.0	2,646.0	2,722.0	1,017.0	1,824.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 5：历年 1-2 月社融合并口径对比（亿元）

	项目	2022年1-2月	2021年1-2月	2020年1-2月	2019年1-2月	2018年1-2月	2017年1-2月
总	当月新增社会融资规模	73626	69127	59272	56456	43482	48775
表内	新增人民币贷款	51072	51595	42126	43309	37050	33450
	新增外币贷款	1511	1562	765	238	353	494
	新增委托贷款	354	-9	-382	-1208	-1459	4324
表外	新增信托贷款	-1431	-1778	-108	308	1071	4154
	新增未贴现银行承兑汇票	503	5541	-2558	683	1543	4411
	企业债券融资	9176	5273	7861	5704	2628	-1409
直接	非金融企业境内股票融资	2024	1684	1058	408	879	1796
其他	政府债券	8748	3454	9437	6046	181	475

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 6：2 月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年2月同比	2022年2月环比	2021年2月环比	2020年2月环比	2022年2月	2021年2月	2020年2月
总	新增人民币贷款	-1,300.0	-27,500.0	-22,200.0	-24,343.0	12,300.0	13,600.0	9,057.0
长短期	新增人民币贷款：短期贷款及票据融资	6,301.0	-8,642.0	-9,677.0	-7,467.0	4,252.0	-2,049.0	2,679.0
	新增人民币贷款：中长期	-10,530.0	-23,831.0	-14,735.0	-19,563.0	4,593.0	15,113.0	4,528.0
	新增人民币贷款：居民户	-4,799.0	-11,799.0	-11,279.0	-10,474.0	-3,369.0	1,421.0	-4,133.0
居民	新增人民币贷款：居民户：短期	-220.0	-3,917.0	-5,969.0	-3,355.0	-2,911.0	-2,691.0	-4,504.0
	新增人民币贷款：居民户：中长期	-4,579.0	-7,882.0	-5,335.0	-7,129.0	-459.0	4,113.0	371.0
	新增人民币贷款：企(事)业单位	400.0	-21,200.0	-13,500.0	-17,300.0	12,400.0	12,000.0	11,300.0
企业	新增人民币贷款：企(事)业单位：短期	1,614.0	-5,989.0	-3,258.0	-1,150.0	4,111.0	2,497.0	6,549.0
	新增人民币贷款：企(事)业单位：中长期	-5,948.0	-15,948.0	-9,400.0	-12,443.0	5,052.0	11,000.0	4,157.0
	新增人民币贷款：票据融资	4,907.0	1,264.0	-450.0	-2,962.0	3,052.0	-1,855.0	634.0

资料来源：wind，中航证券研究所

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、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的支持。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：疫情再爆发，前景进一步黯淡

随着本土病例大幅增长，截至12日17时，中国内地中高风险地区达到223个。仅3月12日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例1938例。年初以来疫情即反复冲击，本周严重加剧。预计将持续对消费、尤其是线下消费产生较大压制。我们监测的八大城市地铁客运量表明，春节之后的五周时间里，除重庆外，大部分时间里其余城市地铁客流量均较去年同期减少，表明疫情确实影响了居民出行，进而可能对消费形成压制。综合疫情发展、石油和汽车两大商品前两个月的消费情况以及去年同期社零相对的高基数，今年前2个月的消费数据，前景仍然难言乐观，难以恢复疫情前2月同比普遍8%以上的增速，但大概率超过去年12月同比1.7%的增速，可能介于3%到5%之间。

图表8：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
春节后第五周（本周）	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，绿色代表去年较去年人流量少，每周时间取值为周日到周六）

图表 9: 国内疫情仍未好转 (人)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 原油价格和乘用车销量走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

5、房地产: 3 月初至今数据显示房地产投资或继续下行

2022 年前 2 个月, 30 个大中城市商品房成交面积、100 大中城市土地供应面积和 100 大中城市成交土地面积 1 月和 2 月同比分别为-29.56%和-27.30%、+1.48%和-50.73%以及-36.18%和-51.59%, 均处在去年年中开始的下降通道中, 且下行幅度并未减弱。2 月新增居民户中长期人民币贷款-459 亿元, 有数据以来首次为负。显示居民购房热情仍然较低。3 月初 (春节过后的第四周和第五周) 至今的数据显示, 30 大中城市商品房成交面积、100 大城市供应土地面积和 100 大城市土地成交面积继续不及去年同期, 数据层面房地产投资并未出现值得关注的好转。总体上看目前居民购房热情仍然有待进一步激活, 房地产投资仍然有待改善。虽然今年上半年地产投资增速仍存下行压力, 但在政策边际放松, 地产融资环境改善的形势下, 对下半年地产投资并不悲观, 预计经历过行业调整和整合后, 下半年房地产投资同比增速有望回升至正增长。结合翘尾因素, 2022 年房地产投资当月同比或将在 4 月左右达到全年低点, 此后有望逐步上行, 下半年总体增速高于上半年。

图表 11: 今年春节后和去年同期商品房成交及土地供应和成交对比 (单位: 万平方米)

	30 大中城市商品房成交面积		100 大中城市供应土地面积		100 大中城市成交土地面积	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021
春节后第五周 (本周)	201.4	415.4				
春节后第四周	235.8	425.0	1147.3	1787.4	1114.9	1418.0
春节后第三周	263.7	377.9	1690.4	1905.1	1183.9	2649.3
春节后第二周	225.7	412.8	1139.9	1974.5	1233.2	2740.7
春节后第一周	133.0	360.8	1495.2	2168.4	680.2	1693.2

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年少, 商品房成交每周取值为周日到下周六, 土地供应和成交每周取值为周一到周日)

6、进出口: 1-2 月进出口保持韧性

本周一, 海关发布了 1-2 月进出口数据。2022 年 1-2 月, 以美元计, 出口同比+16.3%, 低于去年 12 月的+29.9%, 但高于市场预期的+15.5%, 进口同比+15.5%, 低于去年 12 月的+30.1%, 但高于市场预期的+14.7%。以每年前 2 个月的出口值/进口值较上一年前 2 个月出口值/进口值的环比作为判断季节性依据, 过去 10 年 (扣除 2020 年), 出口的环比均值和进口的环比均值分别为-20.4%和-15.2%, 而今年出

口和进口的环比为-18.1%和-14.1%，表明今年前2个月的出口强于季节性，这与2022年1月和2月PMI新订单指数连续两个月走强的趋势相一致。

从各类别商品对出口的拉动来看，电子产业链的手机、电脑，1-2月对出口的拉动分别较去年12月下降1.6和1.0个百分点，低附加值的劳动密集产品，服装、鞋靴和玩具，拉动力分别下降0.4、0.1和0.1个百分点，家电、灯具等地产后周期产品，拉动力分别下降0.6和0.1个百分点，另外纺织纱线和医疗器械拉动力分别下降了0.2和0.1个百分点。另一方面，音视频设备及零件、汽车和汽车底盘、塑料制品、集成电路对出口的拉动分别较去年12月上行0.7、0.4、0.4和0.2个百分点。总体来看，1-2月的出口总体呈现除与疫情和居家办公相关的商品对出口的拉动走弱，而与复工复产相关的商品对出口的拉动相对走强的态势。这也和目前全球流动性收紧的预期以及海关的复工复产趋势相对应。

进口方面，通过量价拆分，可以发现今年前2个月进口的增速主要靠价格上行来维持，尤其是大宗工业品的价格上涨，贡献比较大。大宗工业品中，除了铜矿砂和铜材实现量价齐升以及铁矿砂出现量价齐跌之外，其余大宗工业品均呈现量跌价升。如纸浆、钢材进口量下跌的同时，价格分别上涨20%以上和30%以上，原油、煤炭进口量下跌的同时价格分别上涨57%和160%。大宗商品的价格上行，长期因素是受到全球经济复苏的拉动，短期因素主要是地缘冲突的影响，但是量的下跌，可能也反映了我国目前内需相对偏弱。

总体来看，1-2月，我国的进出口，尤其是出口，仍然保持了韧性。但是一方面出口已经强势了两年，今年在面临去年的高基数的情况下，要再进一步压力不小，另一方面全球加息收水的大趋势是确定的，疫情期间被泛滥的流动性催生出的需求也面临着收缩。在进出口很难支撑经济，消费又比较差的情况下，固投的重要性凸显，固投中基建投资确定性最强，地产投资方面，目前虽然数据尚不支持回暖，但政策已经筑底，下半年或恢复正增长。

7、通胀：地缘冲突下大宗商品价格上行拖慢PPI下行速度

本周，统计局公布了2022年2月通胀数据。2022年2月CPI环比+0.6%，弱于近5年历史同期均值的+0.69%。2月CPI食品项环比+1.4%，弱于季节性，主因猪价环比下行，且鲜菜、水产、鲜果分项环比上行均弱于季节性；非食品项环比+0.4%，强于季节性，主因海外生产恢复和地缘政治冲突下国际油价上行。扣除食品和能源后，2月核心CPI基本符合季节性。2022年2月CPI同比+0.9%，与1月相同，略高于市场预期。在同比大幅下降的猪肉价格带动下，食品项同比仍然是CPI同比的主要拖累项。往后看：1，预计上半年猪肉价格仍将拖累CPI同比，但下半年猪肉对CPI的同比拖累将显著减弱甚至转为拉动因素。2，若地缘冲突持续时间超预期，原油的上涨或将带动CPI非食品项短期超预期上行。总体上，在去年全年油价逐渐上行，基数逐渐抬升的基础上，今年原油价格对CPI非食品项同比的推动力可能相对有限。而CPI食品项方面，下半年猪肉价格压制作用减弱之下，同比将较上半年显著上行。结合翘尾因素，我们维持此前判断，预计2022年上半年CPI快速上行的可能性不大，进入2022年下半年，CPI将较上半年显著抬升，但超过3%目标值的概率较低，全年CPI不会对货币政策构成压力。

2022年2月PPI同比+8.8%，较上月-0.3PCTS，基本符合市场预期和我们预期的+9%左右。进入2022

年 2 月，国内煤价保持稳定，钢价微幅上行，但国际油价在地缘政治突发事件的影响下快速上行，叠加镍、钼等有色金属价格不同程度上行，2 月 PPI 环比结束了连续两个月的负值，录得+0.5%（上月-0.2%）。PPI 环比超预期上行，叠加翘尾因素，最终使得 2 月 PPI 同比回落幅度不及市场在 2 月中上旬的预期。短期内，俄乌局势的继续发酵或进一步推升原油等国际定价的大宗商品价格。但一方面，我们认为俄乌局势长期胶着的可能性较小，另一方面，国内保供稳价的政策力度并未减弱，国内定价的大宗商品价格大概率保持稳定，叠加翘尾因素在今年持续减弱，我们仍然认为今年 PPI 同比将呈现逐渐下行的趋势。

由于俄乌冲突这一突发事件，2 月 PPI 和 CPI 同比均高于市场在 2 月中上旬时的预期。总体上看，我们认为地缘政治冲突对大宗商品价格上行的推动不具有中长期可持续性，维持今年 PPI 同比全年逐渐走低的判断，但回落幅度或将减缓，CPI 同比上半年受猪肉价格压制，下半年大概率持续走高的趋势并未改变。无论是 PPI 还是 CPI，趋势上看均不对我国货币政策构成压力。上半年从宽财政、宽货币、宽信用到稳经济的政策向经济的传导路径并未遭到破坏。此外，2 月 PPI-CPI 的剪刀差录得+7.9PCTS，仍然延续了去年 11 月以来下行的趋势，基于当下 PPI 和 CPI 全年走势预期，全年看 PPI-CPI 剪刀差持续收窄是大概率事件，利好下游行业的利润的逐步修复。

图表 12: CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02
CPI: 当月同比	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	1.10	1.30	0.90	0.40	-0.20
CPI: 食品烟酒: 当月同比	1.80	1.80	-0.10	1.70	-0.90	2.80	2.00	1.80	-0.40	0.80	0.10	0.10	0.30
CPI: 衣着: 当月同比	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40	0.40	0.40	0.20	0.10	-0.50
CPI: 居住: 当月同比	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30	1.10	1.10	0.90	0.70	0.40	0.20	-0.30
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50	0.60	0.30	0.30	0.40	0.40	0.00	-0.20
CPI: 交通和通信: 当月同比	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00	5.80	5.90	6.90	5.80	5.50	4.90	2.70	1.90
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20	3.00	2.70	1.50	1.50	1.30	0.40	0.60
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40	0.40	0.40	0.30	0.20	0.10	0.20	0.30
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	2.80	-3.90	-1.30	-0.90	-0.90	-1.30	-1.50	-0.80
CPI: 环比	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10	0.30	-0.40	-0.20	-0.30	-0.50	0.60
CPI: 食品烟酒: 环比	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	-0.40	0.50	-0.20	-1.00	-1.00	-1.50	-2.40	1.20
CPI: 衣着: 环比	-0.10	-0.30	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.10	-0.10	-0.20	0.30	0.00	0.40	-0.50
CPI: 居住: 环比	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10	0.20	0.10	0.10	0.10	0.20	0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30	-0.10	0.10	0.40	-0.20	-0.10	0.30	-0.10	0.10
CPI: 交通和通信: 环比	1.40	1.10	1.30	0.30	1.00	-0.20	-0.60	1.50	0.10	0.40	0.40	1.30	1.10
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00	1.00	-0.20	0.30	0.70	-0.40	0.80
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90	0.20	0.10	0.60	0.40	-0.80	-0.30

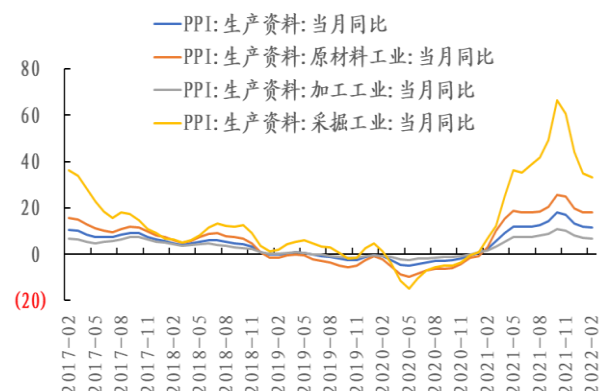
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: CPI 分项目季节性比较 (%)

	近五年均值	2022-02	2021-02	2020-02	2019-02	2018-02	2017-02
CPI: 环比	0.69	0.60	0.60	0.80	1.00	1.20	-0.17
CPI: 食品烟酒: 环比	1.86	1.20	1.20	3.00	2.30	3.10	-0.32
CPI: 衣着: 环比	-0.37	-0.30	-0.50	-0.30	-0.20	-0.60	-0.26
CPI: 居住: 环比	0.10	0.10	0.10	-0.10	0.10	0.00	0.41
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.08	0.20	0.10	-0.10	0.10	0.30	0.01
CPI: 交通和通信: 环比	0.22	1.40	1.10	-1.50	1.00	0.90	-0.41
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.59	0.40	0.80	0.00	1.30	1.80	-0.94
CPI: 医疗保健: 环比	0.13	0.00	0.00	0.10	0.20	0.10	0.26
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.02	0.10	-0.30	-0.20	0.20	0.40	-0.01

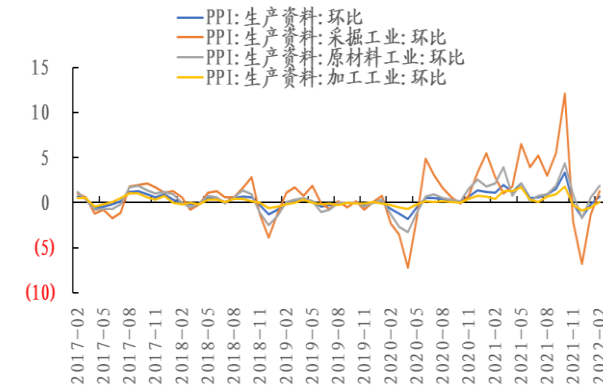
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 上中下游 PPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 上中下游 PPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

8、后续判断: 流动性外紧内松预期进一步加强

海外方面, 目前因突发的俄乌冲突, 通胀压力进一步加大, 流动性收紧提速在即。国内方面, 经济数据喜忧参半: 1-2 月进出口韧性较强, 继续支撑经济; 2 月通胀虽部分受到俄乌冲突下大宗商品价格上涨影响, 但 CPI 和 PPI 均相对温和; 2 月金融数据大幅不及市场预期, 宽信用暂时受阻; 疫情反复冲击, 消费预期进一步黯淡; 商品房成交数据和土地供应、成交数据均显示房地产投资仍然在筑底。政策端来看: 3 月 8 日, 央行发布公告, 今年人民银行依法向中央财政上缴结存利润超过 1 万亿元, 对财政支出的支持是直接且有力的, 对宽信用与经济预期形成利好。无论是海外的流动性收紧提速, 还是国内的通胀温和、消费持续受到疫情压制、房地产投资预期走弱、进出口远期压力较大以及 2 月金融数据的大幅不及预期, 均指向我国进一步释放流动性的紧迫性和必要性在提升, 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据和 3 月 15 日 MLF 到期时央行的操作需要重点关注。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符旻（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），经济学硕士，中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。