

## 2 月中国宏观数据点评—— 信贷和通胀面临短暂低迷，需关注长期趋势

对于 2022 年的信贷和通胀，政府工作报告分别给出了定性和定量的具体目标。对于信贷，报告强调要“扩大新增贷款规模”并“加大稳健的货币政策实施力度”。基于此，我们对今年的信贷扩张持乐观态度。考虑到今年经济增速面临“前低后高”的特征，与之匹配的社融存量增速和 M2 增速也将呈现“逐季回升”的特征。对于通胀，报告预测今年 CPI 同比为 3%，为 2011 年以来最高。这不仅现实地反应了目前全球通胀的问题，也凸显了猪周期回升带来的食品通胀压力。如果理解了政府工作报告对信贷和通胀长期趋势的判断，就不会过分担忧 2 月信贷和通胀的短暂低迷。

**社融存量增速边际回落。**2022 年 2 月，新增社融 1.19 万亿元，低于去年同期（1.72 万亿元）和市场预期（2.20 万亿元），新增社融同比少增 5,343 亿元，主要受表内信贷收缩和非标融资规模压降的拖累。社融存量升至 321.1 万亿元，同比增速为 10.2%，较前期下降 0.3 个百分点。

**信贷短暂遇冷，“质”和“量”均有待提升。**2022 年 2 月，新增人民币贷款 1.23 万亿元，低于去年同期（1.36 万亿元）和市场预期（1.45 万亿元）。信贷遇冷主要体现在居民端：居民短期贷款净减少 2,911 亿元（同比多减 220 亿元），居民中长期贷款净减少 459 亿元（同比多减 4,572 亿元），显示春节后居民消费和房贷需求均维持低迷。实体经济的融资需求仍偏短期：企业票据融资（4,907 亿元）和企业短期贷款（1,614 亿元）同比多增，企业中长期贷款同比少增 5,948 亿元，显示企业融资仍较谨慎、信贷结构并未优化。

**CPI 同比增速持平、环比温和增长。**2022 年 2 月，CPI 同比增速为 0.9%，与前期和市场预期持平；CPI 环比增速为 0.6%，较前期回升 0.2 个百分点。**PPI 同比增速继续回落，环比增速由负转正。**2022 年 2 月，PPI 同比增速由前期的 9.1% 降至 8.8%，高于市场预期（8.6%）；PPI 环比增速由负转正，从前期的 -0.2% 升至 2 月的 0.5%。2022 年 2 月，CPI 环比增速（0.6%）连续 4 个月超过 PPI 环比增速（0.5%），显示消费端的通胀变动幅度继续超过生产端，但幅度差距较前期有所收窄。

林琰

 宏观分析师 | 研究部主管  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

 宏观分析师  
yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

2022 年 03 月 15 日

主要数据	22 年 2 月	22 年 1 月	21 年 12 月
社融存量 (万亿元)	321.1	320.1	314.1
新增社融 (万亿元)	1.19	6.17	2.37
M2 同比增速 (%)	9.2	9.8	9.0
M1 同比增速 (%)	4.7	-1.9	3.5

主要数据 (%)	22 年 2 月	22 年 1 月	21 年 12 月
CPI 同比增速	0.9	0.9	1.5
其中：核心 CPI	1.1	1.2	1.2
CPI 环比增速	0.6	0.4	-0.3
其中：核心 CPI	0.2	0.1	0.0
PPI 同比增速	8.8	9.1	10.3
其中：生产资料	11.4	11.8	13.4
生活资料	0.9	0.8	1.0
PPI 环比增速	0.5	-0.2	-1.2
其中：生产资料	0.7	-0.2	-1.6
生活资料	0.1	0.0	0.0

资料来源：中国人民银行，国家统计局，浦银国际

### 相关报告：

[《2022 年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不只是增长》](#) (2022-03-07)

[《所见略同——中央经济工作会议后，再探明年中国经济》](#) (2021-12-22)

[《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#) (2021-12-03)


扫码关注浦银国际研究

## 信贷短暂遇冷，长期扩张趋势不变

**社融存量增速边际回落。**2022年2月，新增社融1.19万亿元，低于去年同期（1.72万亿元）和市场预期（2.20万亿元）；社融存量升至321.1万亿元，同比增速为10.2%，较前期下降0.3个百分点。考虑到2022年政府工作报告强调加大宏观政策力度（详情请见[《2022年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不只是增长》](#)），我们认为由信贷扩张驱动的社融增速回升仍是长期趋势，与名义GDP增速相匹配的社融存量增速将呈现“逐季回升”的特征。

**新增社融同比少增5,343亿元，主要受表内信贷收缩和非标融资规模压降的拖累。**2022年2月，新增本外币贷款约9,564亿元，同比少增4,313亿元，拖累了约80.7%的新增社融。资管新规后，非标融资规模继续压降，2022年2月非标三项合计减少5,053亿元，其中：委托贷款减少74亿元，信托贷款减少751亿元，表外票据融资减少4,228亿元。债券市场融资回暖，2022年2月，新增企业债券融资3,377亿元，同比多增2,021亿元；新增政府债券融资2,722亿元，同比多增1,705亿元。

**信贷短暂遇冷，“质”和“量”均有待提升。**2022年2月，新增人民币贷款1.23万亿元，低于去年同期（1.36万亿元）和市场预期（1.45万亿元）。信贷遇冷主要体现在居民端，企业端信贷结构并未出现优化。2022年2月，居民短期贷款净减少2,911亿元（同比多减220亿元），居民中长期贷款净减少459亿元（同比多减4,572亿元），显示春节后居民消费和房贷需求均维持低迷。2022年2月企业端，新增票据融资3,052亿元（同比多增4,907亿元）、新增短期贷款4,111亿元（同比多增1,614亿元），新增中长期贷款5,052亿元（同比少增5,948亿元）。从同比角度来看，实体经济的融资需求仍偏短期，同比多增主要来自票据融资和短期贷款，显示企业融资仍较谨慎、信贷结构并未优化。

**存款规模整体趋稳，财政净投放力度温和。**2022年2月，新增人民币存款2.54万亿元，同比增速为9.8%，较前期上升0.6个百分点。2022年2月，居民户存款规模下降2,923亿元（同比多减3,552亿元）、非金融企业存款规模上升1,389亿元（同比多增2,559亿元），春节错位导致居民户和非金融企业的存款同比变动较大，但存款规模的整体趋势较平稳。2022年2月，在政府债券融资推动下，财政存款规模上升6,002亿元，同比多增1,448亿元，显示财政净投放力度在2月趋于温和，我们预计一季度末财政支出将边际加快。

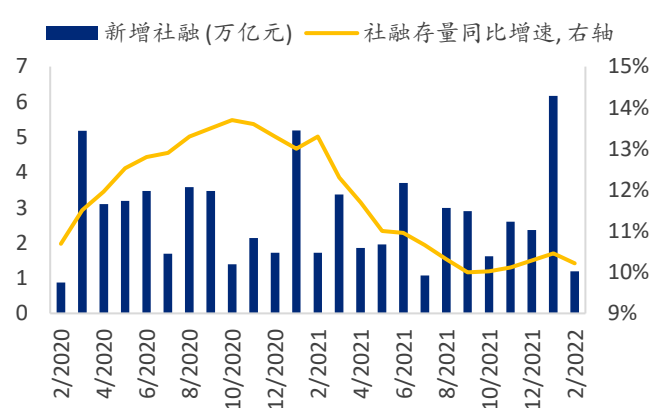
信贷扩张遇冷，带动 M2 增速回落；基数效应减弱，M1 增速反弹。2022 年 2 月，M2 同比增长 9.2%，低于市场预期（9.6%），较前期回落 0.6 个百分点。M2 的增速回落主要受信贷扩张遇冷的影响。2022 年 2 月，M1 同比增速由负转正，从前期的-1.9% 反弹至 4.7%，高于市场预期（3.8%）。伴随 M1 的增速回升，M2 和 M1 剪刀差从 2022 年 1 月的 11.7 个百分点，收窄至 2 月的 4.5 个百分点，较 2021 年四季度的均值（5.6 个百分点）有明显收窄，这意味着整体投资需求有改善迹象。

图表 1：中国信贷脉冲筑底反弹



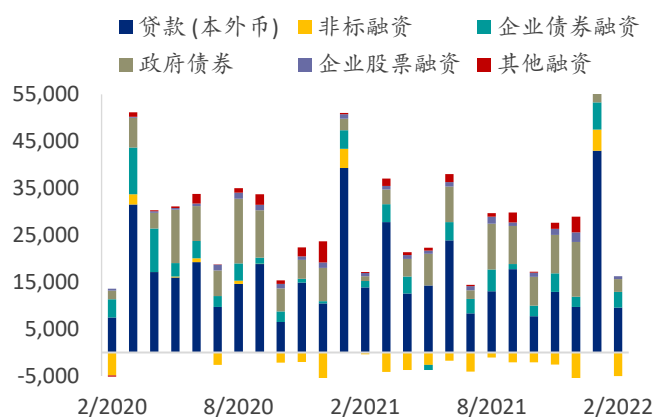
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 2：新增社融与社融存量同比增速的变化



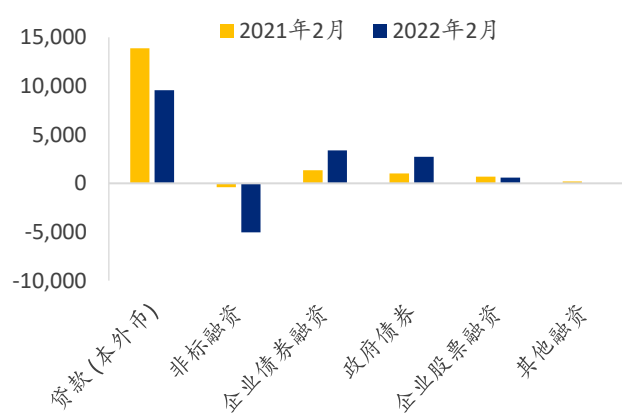
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：新增社融的结构（亿元）



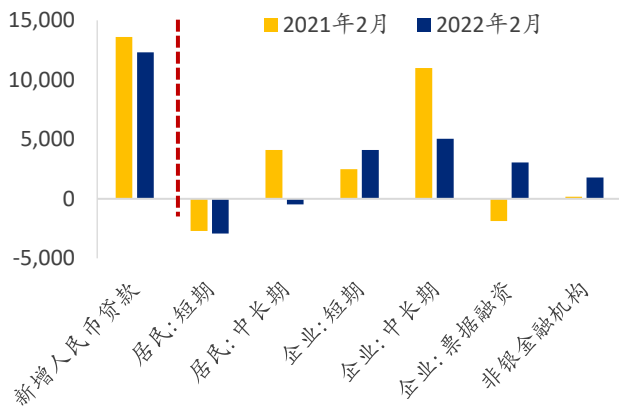
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增社融结构的对比（亿元）



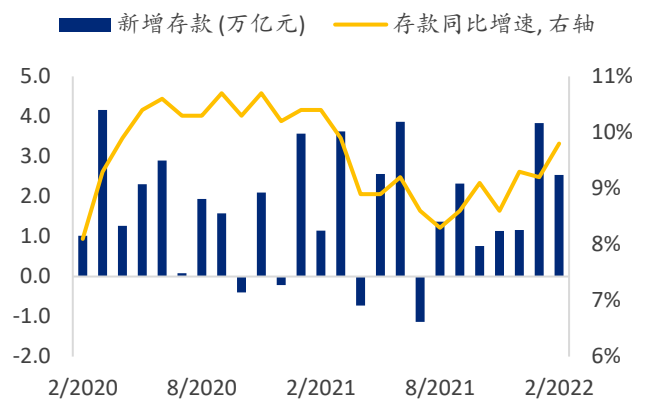
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：新增信贷结构的对比（亿元）



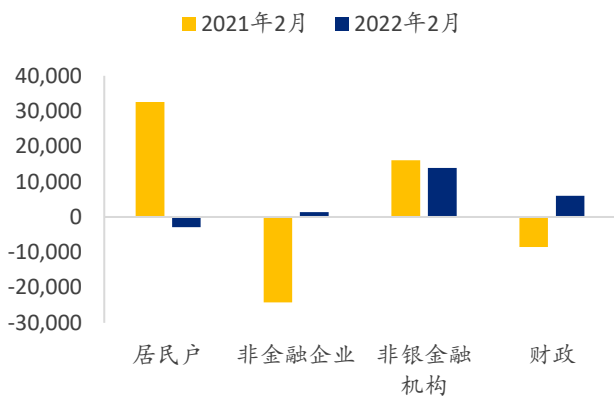
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：新增存款与存款同比增速的变化



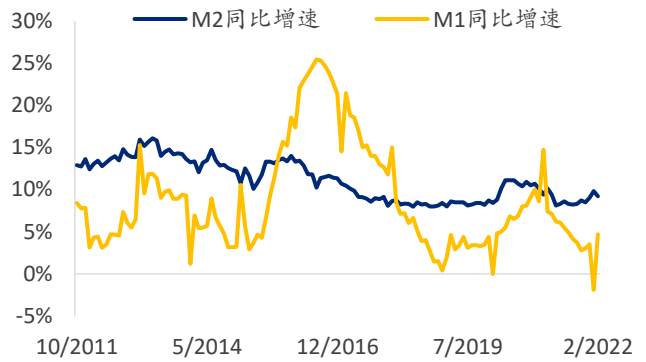
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：新增存款结构的对比（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 8：M2 增速边际回落，基数效应减弱后 M1 增速反弹



资料来源：CEIC，浦银国际

## 通胀短期低迷，价格修复仍有空间

**CPI 同比增速持平、环比温和增长。**2022 年 2 月，CPI 同比增速为 0.9%，与前期和市场预期持平；CPI 环比增速为 0.6%，较前期回升 0.2 个百分点。扣除食品和能源的价格影响，2022 年 2 月的核心 CPI 同比增长 1.1%（较前期回落 0.1 个百分点），环比增速为 0.2%（较前期上升 0.1 个百分点），核心通胀稳定。

**食品通胀仍保持低迷，能源价格回升推动交通通信和居住两个分项价格回升。**2022 年 2 月，食品烟酒的同比增速受高基数影响维持负增长（-1.8%），拖累 2 月 CPI 同比增速 0.5 个百分点。能源价格受俄乌冲突影响出现显著上涨，推动交通和水电的燃料价格上行。受此影响，2022 年 2 月交通通信（5.5%）和居住（1.4%）同比维持较高增速水平，对 CPI 同比增速的贡献率分别为 0.8 和 0.4 个百分点，显示能源驱动的通胀压力有所回升。

**猪肉价格短期内拖累食品通胀，猪周期上行阶段仍可期。**2022 年 2 月，猪肉价格同比降幅从前期的-41.6%扩大至-42.5%；鲜菜价格同比降幅收窄，从前期的-4.1%升至 2 月的-0.1%；春节后需求回落，带动鲜果价格增速从前期的 9.9%回落至 2 月的 6.6%。考虑到生猪存栏（2021 年底为 4.49 亿头）接近历史高位、能繁母猪存栏量已显著下降（2022 年 1 月降至 4,290 万头），我们预计生猪供给将边际回落，猪周期上行阶段可期。

**能源价格推动交通工具燃料和水电燃料通胀回升。**春节需求增强、叠加俄乌冲突对能源供给的影响，使得流通领域石油天然气价格出现显著上涨。受此影响，2022 年 2 月，交通工具用燃料价格同比增长 23.4%，较前期上升 3.2 个百分点；水电燃料价格同比增长 3.6%，较前期上升 0.1 个百分点。考虑到中国能源结构仍以煤炭为主，石油天然气的价格上涨对通胀上行的推动有限。我们认为，CPI 的上行动力将逐渐从能源价格、转移至食品价格和经济拐点后工业消费品的价格修复。

**工业消费品的价格修复分化。**2022 年 2 月，就同比增速而言，家用器具（2.5%）的价格修复程度好于交通工具（0.8%）、服装（0.7%）、通信工具（-3.7%）。其中，家用器具的同比涨幅扩大 0.9 个百分点，通信工具价格的同比降幅扩大 0.4 个百分点，工业消费品的价格修复出现较大分化。

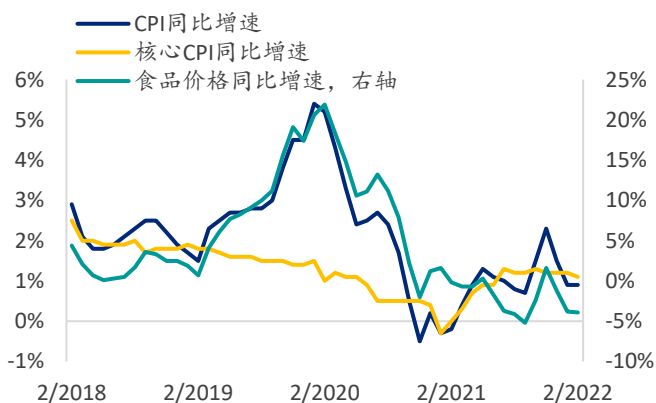
**PPI 同比增速继续回落，环比增速由负转正。**2022 年 2 月，PPI 同比增速从前期的 9.1%降至 8.8%，高于市场预期（8.6%）；PPI 环比增速由负转正，从前期的-0.2%升至 2 月的 0.5%。其中，就环比增速而言，生产资料价格从前期的-0.2%升至 2 月的 0.7%，生活资料价格从前期的 0.0%升至 2 月的 0.1%。

生产资料价格同比增速继续回落，环比增速回归正增长。2022年2月，生产资料端，采掘（33.0%）、原材料（17.9%）、加工（6.6%）的同比增速较前期分别回落2.0、0.3、0.4个百分点，其中原材料和加工的同比增幅低于上游采掘。2022年2月，就环比增速而言，采掘（1.3%）、原材料（1.9%）、加工（0.1%）较前期分别回升2.6、1.3、0.6个百分点，反映俄乌冲突后大宗商品价格回升传导至生产资料出厂价格。

生活资料项下继续价格修复。2022年2月，生活资料中，一般日用品（1.5%）和衣着（1.4%）的价格同比增速高于生活资料价格的整体增速（0.9%），价格修复较快；耐用消费品价格修复边际加快，同比增速从前期的0.6%升至0.7%。消费品延续价格修复，通胀由生产端逐渐传导至消费端。我们认为，俄乌冲突对中国PPI增速的影响为暂时性的：考虑到出口单位价格仍维持同比高增速，生产端通胀仍可通过出口传导到海外市场，不必过分担忧由PPI向CPI传导的通胀压力。

PPI与CPI剪刀差将继续收窄。2022年2月，CPI环比增速（0.6%）连续4个月超过PPI环比增速（0.5%），显示消费端的通胀变动幅度继续超过生产端，但幅度差距较前期有所收窄（1月为0.6个百分点，2月为0.1个百分点）。受此影响，PPI与CPI剪刀差继续收窄至7.9个百分点。伴随基数逐渐走高，PPI的同比增速将延续下行趋势，叠加CPI的增速回升，预计PPI与CPI剪刀差将继续收窄。

图表 9：食品价格降、能源价格升，CPI同比增速与前期持平；核心通胀边际回落



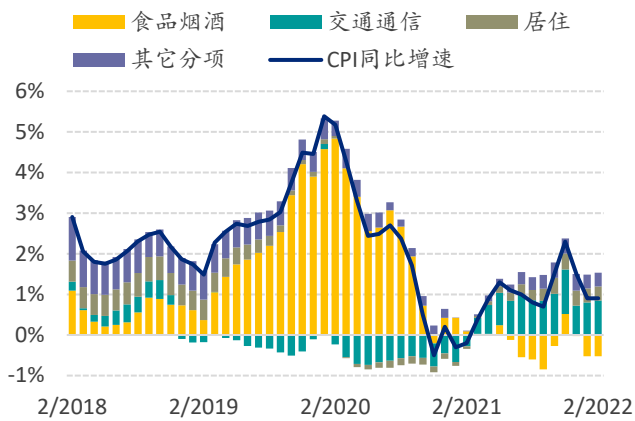
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：最新CPI数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	2月	1月	2月	1月
CPI	0.9	0.9	0.6	0.4
其中：核心CPI	1.1	1.2	0.2	0.1
其中：食品	-3.9	-3.8	1.4	1.4
非食品	2.1	2.0	0.4	0.2
其中：消费品	0.7	0.4	1.0	0.5
服务	1.2	1.7	0.0	0.3
其中：城市	1.0	1.1	0.6	0.5
农村	0.5	0.4	0.6	0.3

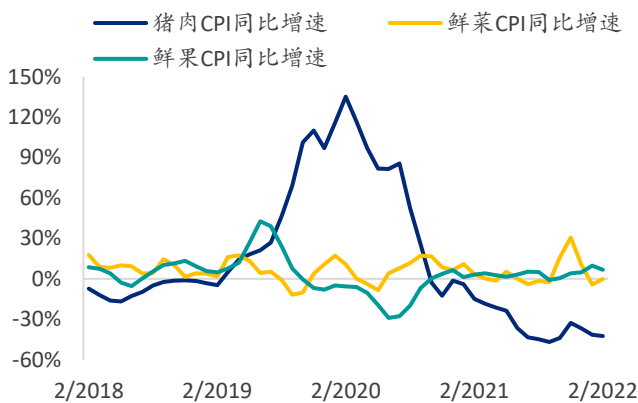
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11: CPI 同比增速及各分项贡献率



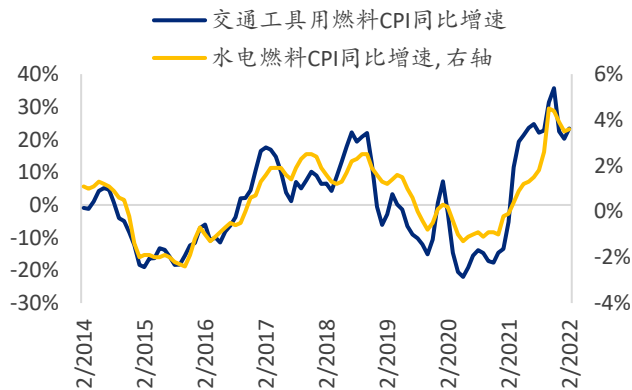
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 13: 主要食品的价格同比增速



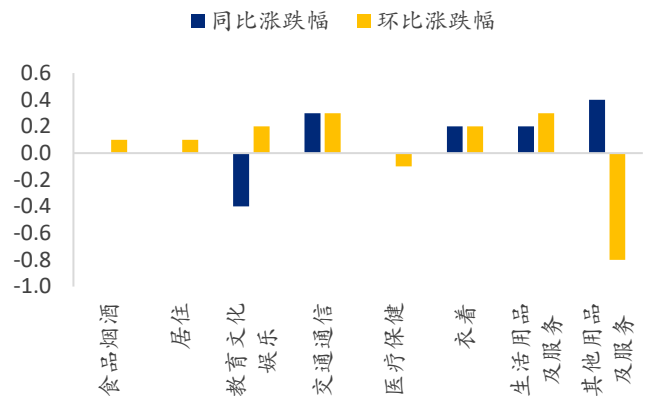
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 15: 交通工具用燃料、水电燃料的价格同比增速有所回升



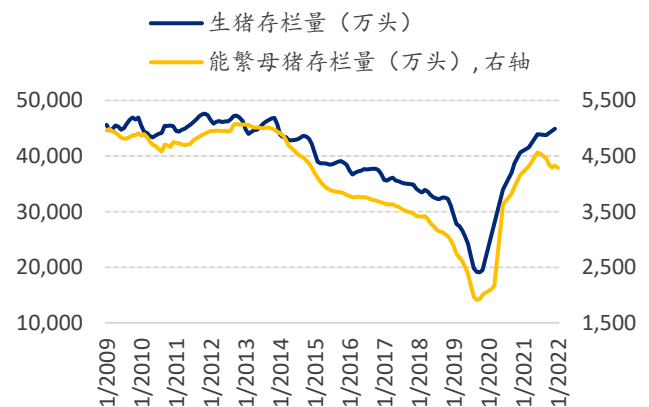
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 12: 2022 年 2 月, CPI 各项目同比和环比增速涨跌幅 (百分点)



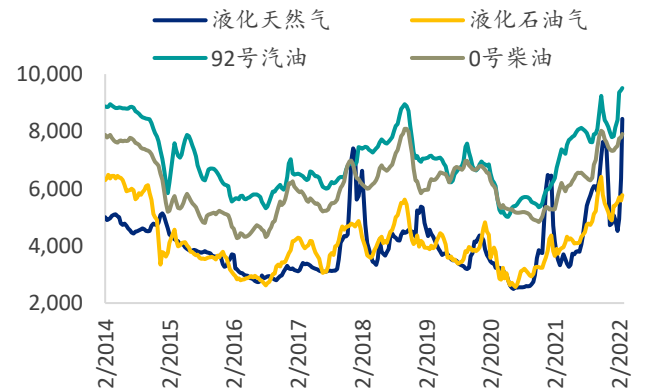
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 14: 生猪存栏接近历史高位, 能繁母猪存栏已下降, 猪肉供给将边际回落



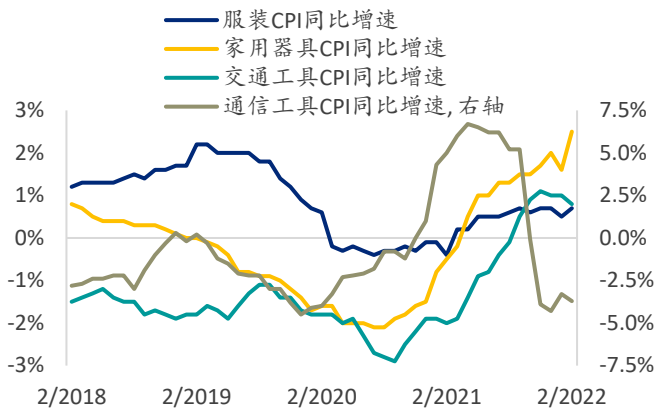
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 16: 春节后, 流通领域石油天然气价格 (元/吨) 出现大幅上涨



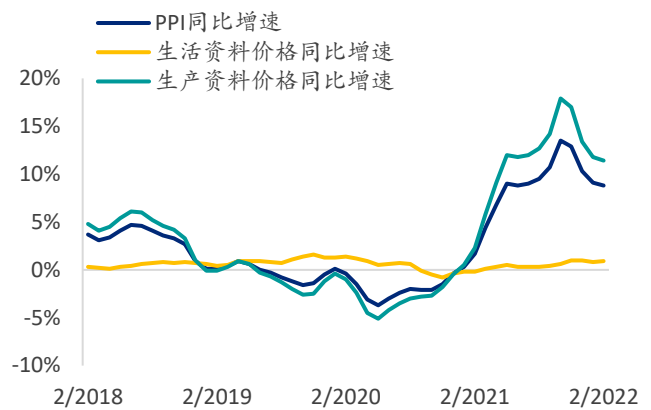
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: 主要工业消费品的 CPI 同比增速



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 18: 生产资料价格带动 PPI 同比增速回落



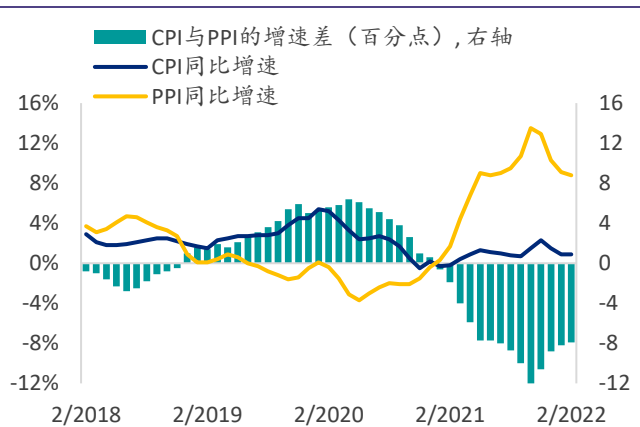
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 19: 最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	2月	1月	2月	1月
整体 PPI	8.8	9.1	0.5	-0.2
其中: 生产资料	11.4	11.8	0.7	-0.2
采掘	33.0	35.0	1.3	-1.3
原材料	17.9	18.2	1.9	0.6
加工	6.6	7.0	0.1	-0.5
其中: 生活资料	0.9	0.8	0.1	0.0
食品	0.5	0.5	0.2	-0.1
衣着	1.4	1.4	-0.1	0.2
一般日用品	1.5	1.3	0.2	0.1
耐用消费品	0.7	0.6	-0.1	0.2

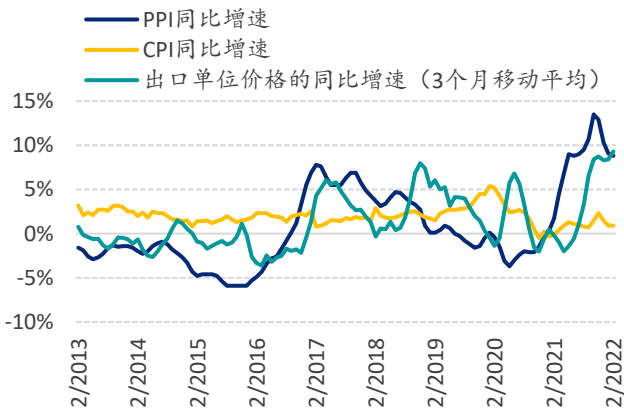
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 20: PPI 与 CPI 剪刀差收窄至 7.9 个百分点



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 21: 高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体, 国内通胀因此并未出现大幅上涨



资料来源: Macrobond, 浦银国际



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

