

二零二二年二月十六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 踏入 2022 年，中国的通胀压力逐步得到缓解，1 月全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅回落至 0.9%。在猪肉供应量增加及蔬菜价格下降的影响下，1 月食品价格继续回落，是导致 CPI 增速放缓的主要原因，非食品通胀则维持在合理区间内，整体消费价格温和向上。
- 工业生产者出厂价格指数（PPI）在 1 月同样进一步回落，同比涨幅跌至 9.1%。原材料价格环比涨幅收窄，是导致工业品出厂价格上升趋势放缓的主要原因。
- 总的来说，包括整体需求收缩、供应链冲击和经济增长预期减弱在内的多个负面因素，正给中国的经济增长前景蒙上阴影。持续的温和通胀水平将令市场原本对充裕的流动性可能推高通胀的担忧进一步消散，也为国家实施灵活的货币政策奠定基础，从而抵御经济下行风险。
- 考虑到政策制定者仍会在抑制大宗商品价格、恢复稳定的电力供应以及确保供应链弹性方面继续发力，整体消费及工业价格水平预计将保持稳定，为 2022 年中国经济持续稳健复苏创造有利条件。

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

中国 1 月通胀保持温和

踏入 2022 年，中国的通胀压力逐步得到缓解，1 月全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅回落至 0.9%，低于市场预期的同比增长 1% 和去年 12 月的 1.5%。在猪肉供应量增加及蔬菜价格下降的影响下，1 月食品价格继续回落，是导致 CPI 增速放缓的主要原因，非食品通胀则维持在合理区间内，整体消费价格温和向上。工业生产者出厂价格指数（PPI）在 1 月同样进一步回落，同比涨幅跌至 9.1%，低于市场预期的同比增长 9.5% 和去年 12 月的 10.3%。原材料价格环比涨幅收窄，是导致工业品出厂价格上升趋势放缓的主要原因。总的来说，包括整体需求收缩、供应链冲击和经济增长预期减弱在内的多个负面因素，正给中国的经济增长前景蒙上阴影。在这种情形之下，中国的政策制定者承诺将继续协调各方力量，遏制疫情蔓延并确保物资供应，从而帮助稳定物价水平，以及维护市场秩序。持续温和的通胀水平将令市场原本对充裕的流动性可能推高通胀的担忧进一步消散，也为国家实施灵活的货币政策奠定基础，从而抵御经济下行风险。考虑到政策制定者仍会在抑制大宗商品价格、恢复稳定的电力供应以及确保供应链弹性方面继续发力，整体消费及工业价格水平预计将保持稳定，为 2022 年中国经济持续稳健复苏创造有利条件。

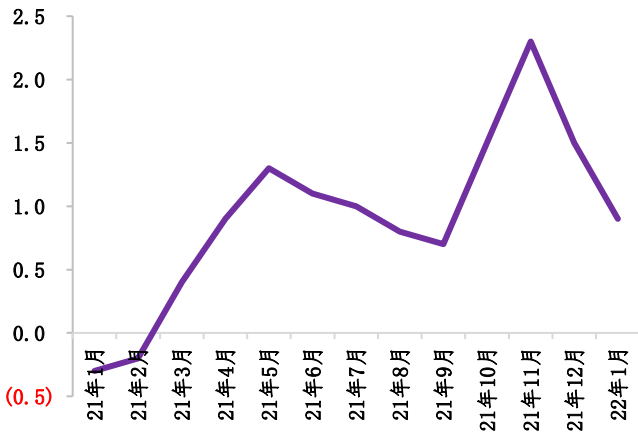
食品价格持续下降及服务价格保持稳定，抑制 1 月通胀上行。今年 1 月，全国居民消费价格指数（CPI）继续向上，主要由于非食品价格同比上升 2%，尽管较去年 12 月 2.1% 的同比升幅略有放缓。其中，交通工具用燃料价格同比升幅从去年 12 月的 22.5% 微降至 20.2%。食品价格方面则继续下降，同比降幅从去年 12 月的 1.2% 进一步扩大至 3.8%，其中猪肉和新鲜蔬菜价格分别同比下降 41.6% 和 4.1%。展望未来，尽管当前国内外的经济形势复杂多变，中国经济平稳复苏的步调并未被打乱。我们认为，食品及服务价格会继续保持相对稳定，在低基数干扰逐步退去之后，未来几个月中国的通胀压力将保持温和，通胀率在环比和同比基础上料将呈现平稳向上的趋势，2022 年上半年的增幅预计将维持在 1% 至 2% 这一区间。

当局严控大宗商品价格及解决电力危机，中国工业品出厂价格持续降温。中国 1 月工业品出厂价格增速继续放缓，反映当局在稳定大宗商品供应及价格水平方面成效显著，市场供需关系得到进一步改善。总体而言，在低基数效应之下，原油、金属及化工产品价格大幅上升，带动 1 月的工业通胀水平继续向上。其中，“煤炭开采和洗选业”、“石油和天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”、“化学原料和化学制品制造业”和“有色金属冶炼和压延加工业”的工业品出厂价格分别同比上升 51.3%、38.2%、30.1%、21% 和 19.8%。在我们看来，当局已经采取多项措施，确保煤炭的持续供应并稳定价格水平，工厂产能得以逐步修复及提升，

航运业面临的供应链瓶颈亦预期将得到缓解。在这些利好因素的支持下，工业通胀的上行压力也将进一步舒缓。展望未来，中国的政策制定者仍致力于在疫情持续及全球经济发展不确定性增加的大环境之下，确保经济的可持续发展。考虑到中国的工厂产能正在稳步提升，中国的制造业活动将保持适度扩张，固定资产投资和工业生产亦会保持增长，我们预计 2022 年的工业通胀水平将呈现健康向上的走势。

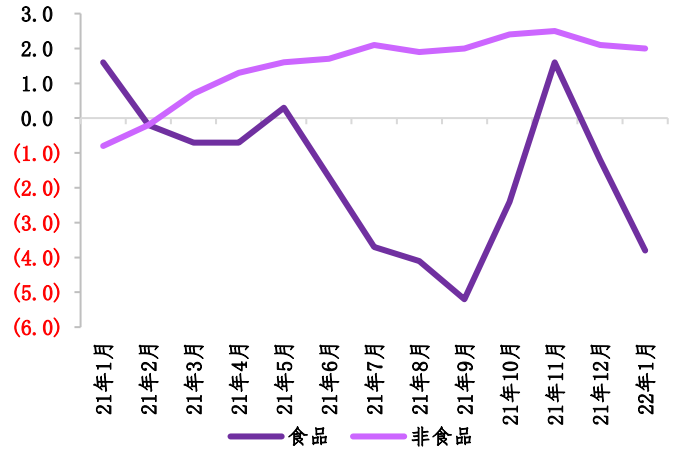
审慎的流动性管理将在 2022 年持续，以稳定物价走势。尽管当前经济发展正面临多重挑战，中国当局仍计划在 2022 年保持审慎灵活的货币政策，以稳定物价水平，并降低企业的融资成本。2022 年 1 月，得益于中国人民银行在此前下调贷款市场报价利率（LPR）及春节假期影响，1 月新增人民币贷款升至 3.98 万亿元，高于市场预期的新增 3.7 万亿元和 12 月的新增 1.3 万亿元。与此同时，1 月社会融资规模增量达到 6.17 万亿元，高于市场预期的 5.4 万亿元和 12 月的 2.37 万亿元。广义货币（M2）的增速在 1 月升至 9.8%，高于市场预期的 9.2% 和 12 月的 9%。总的来说，新冠疫情的发展形势仍难以评估，而当前的经济下行压力巨大，促使中国的政策制定者倾向于扩大经济刺激措施规模，以确保中国经济的稳定复苏。考虑到中国正面临复杂多变的全球经济环境，中国人民银行将不遗余力地在防范信贷风险和引导资金流入实体经济以提振经济增速二者之间保持平衡。展望未来，人行预计将避免过早地收紧政策，同时保持货币政策的灵活稳健、精准有效，希望在控制物价水平和稳定经济增长之间取得平衡。基于此，2022 年的市场流动性预计将继续保持合理充裕，更好地适应社会资金需求，稳定物价水平，从而支持经济发展。

图.1: 中国 CPI 同比走势 (%)



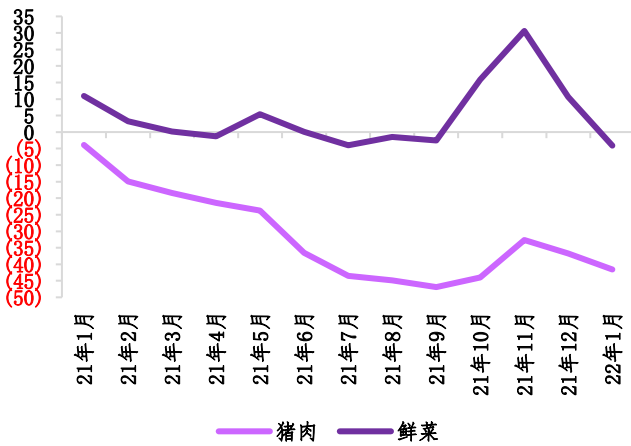
来源: 彭博

图.2: 食品及非食品消费价格同比走势 (%)



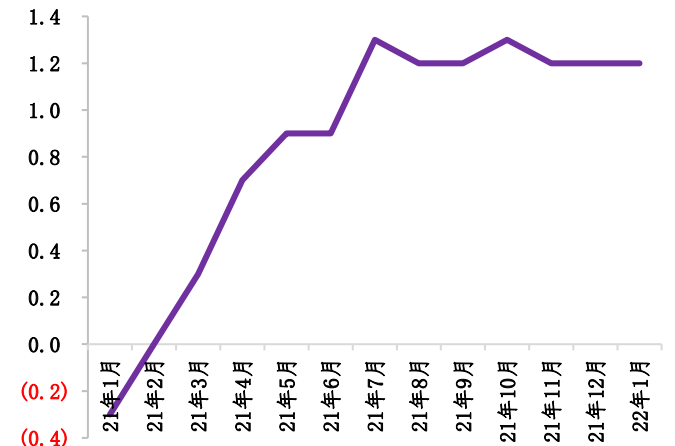
来源: 彭博

图.3: 猪肉及鲜菜消费价格同比走势 (%)



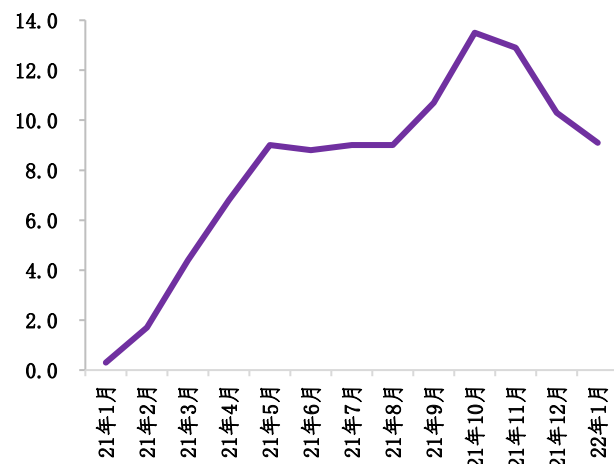
来源: 彭博

图.4: 中国核心 CPI 同比走势 (%)



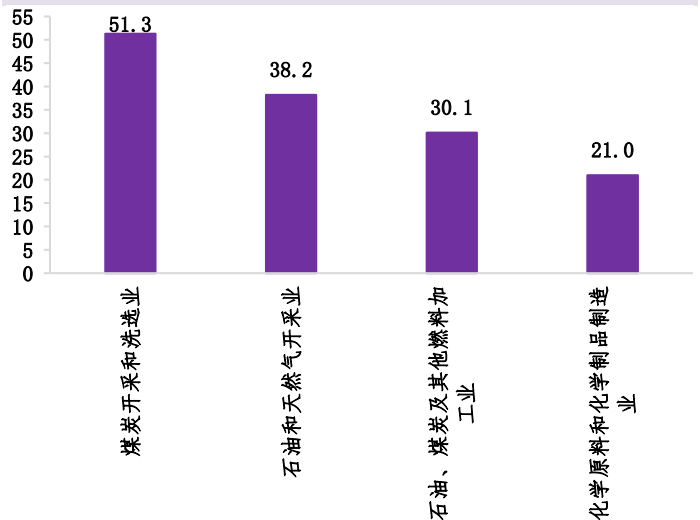
来源: 彭博

图.5: 中国 PPI 同比走势 (%)



来源: 彭博

图.6: 1月 PPI 同比涨幅(%)最大的行业



来源: 彭博

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.4	17.8	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.2	15.9	18.7	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	873.8	1173.4	1610.8	4368.7
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	23.0	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.0	25.6	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	108.9	135.1	181.9	250.6	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	1/21	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-
制造业 PMI (%)	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1
非制造业 PMI (%)	52.4	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1
出口(人民币/同比%)	139.2	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	16.4	-
进口(人民币/同比%)	11.8	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	20.2	-
贸易余额 (人民币/十亿)	231.0	75.4	264.2	283.2	326.3	358.6	378.8	435.8	545.1	460.9	604.7	404.6	-
出口增长 (美元/同比%)	154.6	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.6	-
进口增长 (美元/同比%)	18.9	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	28.7	-
贸易余额 (美元/十亿)	35.4	11.8	41.0	43.6	50.5	56.0	58.7	67.2	84.4	71.7	94.5	61.7	-
消费物价指数 (同比%)	(0.3)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9
生产者物价指数 (同比%)	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1
固定资产投资 (年初至今/同比%)	-	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	-	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-
工业增加值 (同比%)	-	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-
零售额 (同比%)	-	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-
新增贷款 (人民币/十亿)	3578.3	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0
广义货币供应量 (同比%)	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8
总社会融资 (人民币/十亿)	5188.4	1724.3	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6170.0
全国城镇调查失业率(%)	5.4	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	-
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.1	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,988.84	18.61	(1.34)
标准普尔 500 指数	4,471.07	23.27	(1.12)
纳斯达克综合指数	14,139.76	84.7	(0.39)
欧洲			
富时 100 指数	7,608.92	17.92	0.55
德国 DAX 30 指数	15,412.71	14.92	1.12
法国 CAC 40 指数	6,979.97	21.16	(0.69)
斯托克 600 价格指数	467.57	19.07	0.48
亚洲			
香港恒生指数	24,355.71	9.78	0.11
恒生中国企业指数	8,528.27	9.15	0.18
上海深圳沪深 300 指数	4,600.10	16.64	(0.19)
上海证券交易所综合指数	3,446.09	14.76	(0.19)
深证综合指数	2,283.63	34.52	0.14
日经 225 指数	26,865.19	15.67	(1.54)
韩国 KOSPI 指数	2,676.54	11.65	(2.55)
台湾证交所加权股价指数	17,951.81	14.29	(0.08)
标普/澳证 200 指数	7,206.93	19.23	0.28
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,054.26	20.68	(0.74)
MSCI ACWI 指数	717.81	19.51	(0.57)
MSCI 新兴市场指数	1,229.05	13.71	0.76
MSCI 美国指数	4,294.01	24.10	(0.95)
MSCI 英国指数	2,159.82	15.88	0.49
MSCI 法国指数	198.83	18.37	(0.53)
MSCI 德国指数	166.49	14.89	0.77
MSCI 中国指数	83.5	14.57	1.26
MSCI 香港指数	15,376.11	21.87	0.65
MSCI 日本指数	1,174.87	13.64	(1.33)

*所有市场根据 2022/02/15 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.25	0.00
美国最佳利率	3.25	0.00
联储贴现率	0.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.0025	(0.020)
美国综合国债 1 年收益率	1.0367	0.167
美国综合国债 5 年收益率	1.9401	0.123
美国综合国债 10 年收益率	2.0434	0.080
美国综合国债 30 年收益率	2.3572	0.100
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.1257	0.001
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.4586	0.096
日本综合国债 1 年收益率	(0.065)	(0.007)
日本综合国债 10 年收益率	0.219	0.001
德国综合国债 1 年收益率	(0.644)	(0.027)
德国综合国债 10 年收益率	0.308	0.043
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.7	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.867	(0.044)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.516	0.116
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.798	0.075
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.807	(0.237)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.348	(0.052)
香港基本利率(贴现率)	0.5	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0552	(0.0328)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1511	(0.0445)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.3160	(2.2155)
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.0355	0.0905
公司债(穆迪)		
Aaa	3.26	0.06
Baa	3.98	0.13

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	92.07	3.03
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	93.28	2.75
天然气期货	美元/百万英	4.306	1.37
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,234.50	0.62
铜期货	美元/磅	453.15	1.58
LME 钢筋期货	美元/吨	737	(1.27)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,320.00	5.02
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,855.04	1.98
黄金期货	美元/盎司	1,854.80	1.54
现货银	美元/盎司	23.3596	2.07
现货铂	美元/盎司	1,020.40	(1.53)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	638	0.91
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	779.75	0.13
11 号糖(全球)	美元/磅	18.07	(0.06)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,551.25	(1.13)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	95.989	0.36
欧元/美元	1.1348	(0.70)
英镑/美元	1.3552	(0.02)
澳大利亚元/美元	0.7138	0.18
美元/加拿大元	1.2713	0.14
美元/日元	115.64	0.34
美元/瑞士法郎	0.9247	0.21
人民币中间价指数	6.3605	0.06
美元/人民币	6.3393	(0.43)
美元/人民币-交割远期	6.4541	(0.42)
美元/中国境外即期汇率	6.3521	(0.28)
美元/港币	7.8026	0.09
人民币/港币	1.2309	0.53
中国境外即期汇率/港币	1.2284	0.38
美元/韩元	1,199.95	0.15
美元/新台币	27.889	0.19
美元/新加坡元	1.3457	0.09
美元/印度卢比	75.3387	0.79

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600