

物价修复，结构分化

—元瞻经纬总量月报（2026年3月）

报告要点：

● 物价水平修复进展如何

物价水平修复已成为牵动宏观目标实现的重要变量。2026年政府工作报告将“推动价格总水平由负转正、消费价格合理温和回升”置于更突出位置，意味着物价修复已不仅是价格层面的阶段性目标，更与名义GDP扩张、财政平衡和全年增长目标实现紧密相关。当前我国物价修复同时受内部需求改善与外部成本冲击共同影响，在供给偏强、需求修复偏缓的背景下，既要关注价格是否回升，更要判断其来源、结构和可持续性。

当前PPI修复更多由上游资源品和部分新兴产业链价格上行所主导。从结构看，2026年2月PPI降幅持续收窄、环比连续正增长，表明生产端价格修复趋势较为明确；但分行业和分链条看，修复的主要动力来自有色、算力等相关产业链，其中上、中游资源品相关行业贡献明显高于下游行业。投入产出表测算进一步表明，原油涨价对炼油、基础化工、合成材料等行业成本传导最为显著，若油价同比上涨10%，约可拉动整体PPI同比上升0.45个百分点，说明本轮PPI修复具有较强的成本推动特征。

CPI温和回升，油价上行目前对CPI影响有限。2026年2月CPI、核心CPI和服务CPI均明显上行，表明居民消费需求内生修复和消费结构升级正在发生。但与此同时，中东局势推升国际油价，但目前对国内CPI影响有限，后续政策应着力巩固以内需改善为驱动力的价格水平回升。

● 本期总量跟踪

工业生产篇：2026年1-2月，我国工业与投资数据明显改善，经济修复动能有所增强。规模以上工业企业营业收入和利润均实现较快增长，工业增加值保持较高增速，叠加PPI降幅收窄，反映出“量增价修”共同支撑工业企业盈利改善。分行业看，利润增长行业数量和回升行业覆盖面均超过半数，工业景气度有所扩散。与此同时，固定资产投资同比由负转正，房地产、制造业和基建投资增速均较前值明显改善，其中基建投资受政策前置发力和施工节奏加快带动，修复尤为突出。

内需篇：2026年2月制造业整体供需缺口收窄，我国“供强需弱”的格局有所缓解，战新产业表现出色。消费端增速高于预期，呈现“服务类表现优于商品类、与春节和以旧换新相关的品类（除汽车外）商品零售增速表现亮眼”的特点。就业形势受春节假期影响，但总体仍保持平稳，且3月战新产业就业景气度已上行至近5年来最佳水平。投资端固定资产投资（不含农户）累计同比增速实现止跌回正，且三个重要分项（基建、制造业、房地产）增速均有所好转。

财政篇：开年财政收入温和增长，支出力度保持积极。狭义财政收入方面，2026年1-2月，全国一般公共预算收入同比增长转正（0.7%），与2025年12月当月增速和2025年全年增速相比均有所改善。从预算完成情况看，1-2月一般公共预算收入完成全年预算数的20.01%，略高于2025年同期和2024年同期。从支出节奏来看，1-2月财政支出同比增长3.6%，较2025年同期（+3.4%）小幅加快。1-2月全国一般公共预算支出完成全年预算数（300100亿元）的15.56%，高于2025年同期（15.18%），显示财政支出节奏适度前

主要数据：

上证综指：	3919.29
深证成指：	13486.94
沪深300：	4478.91
中小盘指：	4910.56
创业板指：	3172.65

相关研究报告

- 1.《繁荣起点周年再续，合力厚植沃土方兴——元瞻经纬总量月报（2025年9月）》
- 2.《“十五五”承前启后，接续奋进谱新篇——元瞻经纬总量月报（2025年10月）》
- 3.《稳中求进、积极有为，提质增效、苦练内功——12月中央经济工作会议学习理解》
- 4.《2026年总量与政策年度展望：风至势起，进而有为》

报告作者

分析师	吴光杰
执业证书编号	S0020525100002
邮箱	wuguangjie@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	黄轩辕
执业证书编号	S0020524120001
邮箱	huangxuanyuan@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	陈兆祥
邮箱	chenzhaoxiang@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	喻炜易
邮箱	yuweiyi@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

置，支出强度有所加大。

进出口篇：出口数据强劲，欧盟、东盟和非洲仍是主要支撑。2026年2月全国进口总额（以美元计价）当月同比增长13.8%（前值为增长25.6%）；出口方面，当月同比增长39.6%（前值为增长10.0%），1-2月累计出口同比增长21.8%，出口端景气度总体仍处于较高水平，出口增量更多由欧盟、东盟和非洲等市场贡献，目的地结构继续分散。从重点出口商品看，2026年2月我国主要出口商品呈现高端制造领跑、传统品类同步修复的特征。高端制造仍是主要亮点，机电产品当月同比增长43.9%，自动数据处理设备及其零部件增长24.1%，集成电路增长66.6%，汽车（含底盘）增长81.2%，船舶增长188%。

金融篇：央行公布了2026年2月国内金融数据，整体呈现“社融平稳增长、信贷结构分化、M1延续回升、M2保持稳健”的特点。春节错位影响下，企业和居民资金行为有所扰动，但总量流动性保持充裕，资金活化程度继续改善，金融支持实体经济力度总体平稳。

● 风险提示

国际地缘政治局势变化超预期；国内政策力度或落地效果不及预期；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期。

内容目录

1. 物价水平修复进展如何	6
1.1 物价水平修复关乎经济发展全局	6
1.2 PPI：价格修复对生产端影响几何	6
1.3 CPI：涨价给需求带来的影响是好是坏？	9
1.4 输入性通胀压力下，中国打破物价低位运行的窗口或已显现	11
2. 本期总量跟踪	11
2.1 工业与生产篇：工业企业利润高增	11
2.2 内需篇：“供强需弱”格局有所缓解，消费高于预期，投资止跌回正	13
2.3 财政篇：开年财政收入温和增长，支出力度保持积极	16
2.4 进出口篇：出口数据强劲，欧盟、东盟和非洲仍是主要支撑	19
2.5 金融篇：社融平稳，M1 延续回升态势	22
3. 风险提示	25

图表目录

图 1：近期铜现货价格走势	6
图 2：近期布伦特原油价格	6
图 3：我国 PPI 近期当月同比增速	7
图 4：我国 PPI 近期环比增速	7
图 5：各行业价格水平环比变动对 PPI 修复贡献度前 10（2026 年 2 月）	7
图 6：CPI 有关数据	9
图 7：油价同比与 CPI 同比的回归关系	10
图 8：我国规上工业企业增加值累计同比增速（%）	12
图 9：我国规上工业企业利润累计同比增速（%）	12
图 10：近期固定资产累计同比增速	12
图 11：固定资产投资三大分项数据	12
图 12：磨机运转率近期走势	13
图 13：水泥发运率近期数据	13
图 14：整体供需缺口（%）	13
图 15：战新产业供需缺口（%）	13

图 16: 餐饮增速与商品增速差距走阔 (%)	14
图 17: 服务零售增速与商品零售增速呈现 K 型分化 (%)	14
图 18: 全国城镇调查失业率 (%)	15
图 19: 制造业 PMI:从业人员 (%)	15
图 20: 非制造业 PMI:建筑业:从业人员 (%)	15
图 21: 非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%)	15
图 22: EPMI:就业指数:当月值 (%)	15
图 23: 全国一般公共预算收入当月同比	16
图 24: 税收收入与非税收入同比增速	16
图 25: 2026 年 1-2 月主要税种收入同比增速	17
图 26: 全国一般公共预算收入当月同比季节性表现	17
图 27: 全国一般公共预算收入完成时序进度	17
图 28: 全国一般公共预算支出当月同比季节性表现	18
图 29: 全国一般公共预算支出完成时序进度	18
图 30: 2026 年 1-2 月全国一般公共预算支出主要项目金额同比增速	18
图 31: 全国、中央及地方政府性基金收入累计同比	19
图 32: 国有土地使用权出让收入累计同比	19
图 33: 全国政府性基金支出累计同比	19
图 34: 2024-2026 年新增专项债发行月度时序	19
图 35: 进出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速	20
图 36: 贸易顺差当月值	20
图 37: 进口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速	20
图 38: 出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速	20
图 39: 社融存量与人民币贷款余额同比	23
图 40: 社融增量季节性表现	23
图 41: 2026 年 2 月新增社融分项 (亿元)	23
图 42: M1、M2 同比走势与 M2-M1 剪刀差走势	24
图 43: 居民新增存款季节性表现	25
表 1: 细分工业部门对原油的消耗系数 (前 10)	8
表 2: 油价传导测算 (原油价格同比+10%情形下)	9
表 3: 2026 年 1-2 月主要出口目的地出口金额 (单位: 亿美元) 与整体出口份	

额变化（单位：%）	21
表 4：主要出口商品金额（美元计价）当月及累计同比增速	22
表 5：金融机构新增人民币贷款结构（单位：亿元）	25

1. 物价水平修复进展如何

1.1 物价水平修复关乎经济发展全局

2026 年政府工作报告提出赤字率拟按 4% 左右安排，延续去年高位水平，从预算赤字数据来倒推，赤字规模 5.89 万亿元，隐含名义 GDP 规模约 147.25 万亿，较 2025 年的 140.19 万亿增长约 5.04%，对应 GDP 平减指数变化约 0-0.5%。2026 年政府工作报告明确提出“推动价格总水平由负转正、消费价格合理温和回升”，这表明推动物价合理回升已不仅是政策导向性目标，而且是支撑名义 GDP 扩张、缓解财政约束的重要条件，物价水平的修复或将直接影响全年宏观政策目标的实现。

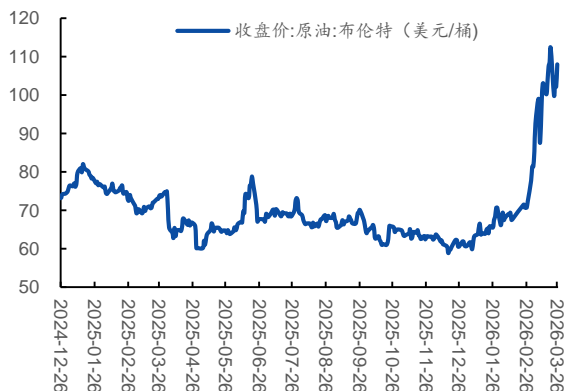
我国物价水平修复受外部成本冲击和内部需求改善综合影响。当前，我国经济供强需弱矛盾仍然突出，工业产能持续扩张，需求逐步恢复，AI 算力和服务消费等需求表现亮眼；与此同时，2026 年 3 月中旬以来，中东地缘局势急剧升级，美以对伊朗军事行动导致霍尔木兹海峡航运受阻，约五分之一的全球油气供应受阻，布伦特原油从 2 月约 70 美元一路飙升至 108 美元以上，一度逼近 120 美元。

图 1：近期铜现货价格走势



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 2：近期布伦特原油价格



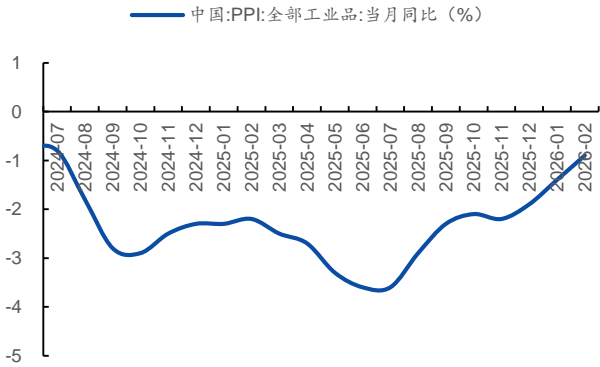
资料来源：iFind, 国元证券研究所

在此背景下，我们既要关注国内物价修复的进程，亦需辨识物价修复的驱动力和内在结构。需求驱动的涨价意味着企业因订单增加而主动提价、消费者因收入改善而愿为服务支付更高价格，其结果是企业盈利可持续改善、居民消费信心增强、财政税基有效扩张；而成本冲击驱动的涨价则表现为原油等资源品价格上涨推升全产业链成本，推高名义指标的同时挤压中下游利润、侵蚀居民购买力。因此，我们尝试从生产和消费两个维度，对物价修复的驱动力、传导方式以及产业影响进行研究，来评估物价水平修复的“含金量”。

1.2 PPI：价格修复对生产端影响几何

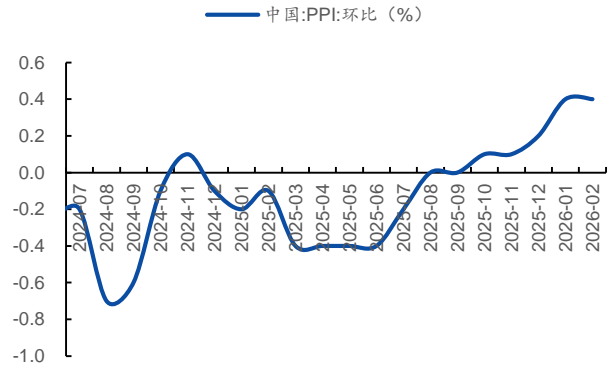
PPI 降幅持续收窄，价格水平修复趋势显著。从数据走势来看，PPI 同比降幅自 2025 年下半年以来持续收窄，环比增速 2025 年 10 月已转正；从最新数据来看，2026 年 2 月，PPI 当月同比增速-0.9%，前值-1.4%，较前值+0.5pct，连续 7 个月降幅持续收窄；2 月 PPI 环比+0.4%，前值+0.4%，连续 5 个月正增，价格水平持续修复的趋势已相当显著。

图 3：我国 PPI 近期当月同比增速



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：我国 PPI 近期环比增速



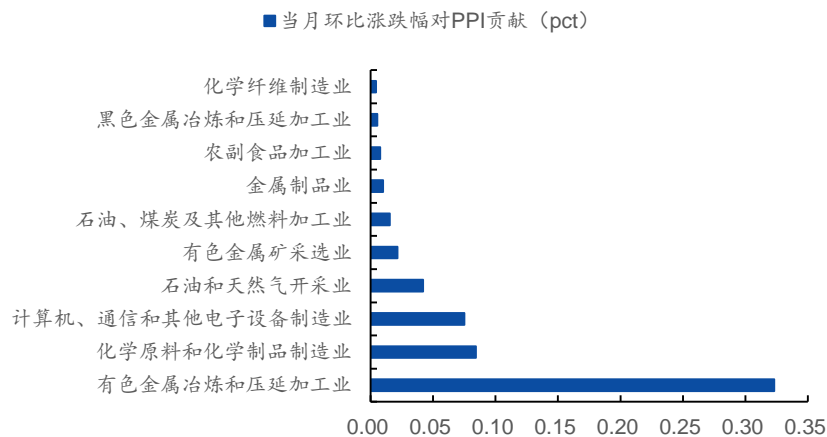
资料来源：iFind, 国元证券研究所

第一个问题：从结构上来看，哪些行业在主导价格修复？

从 2026 年 2 月 PPI 环比数据来看，国际有色金属、原油价格上行以及国内 AI 相关产业链需求增长对物价水平修复贡献度较高。国家统计局编制 PPI 的主要依据各行业工业行业销售产值来分配权重，由于暂无最新数据，我们以 2025 年各行业规上工业企业的营收占比为权重，来估算对各行业价格水平变化对 PPI 的贡献度：

1) 分行业来看，2026 年 2 月，有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业以及石油和天然气开采业等细分行业对 PPI 修复的贡献度居前列。

图 5：各行业价格水平环比变动对 PPI 修复贡献度前 10 (2026 年 2 月)



资料来源：国家统计局, 国元证券研究所

2) 分生产环节来看，上、中游尤其是资源品行业对 PPI 贡献度高于下游。参考各行业的特征和在产业链中的相对位置，我们将 PPI 相关行业划分为上游（包括采矿业和原材料加工业）、中游制造业、下游制造业和公共事业这四大类。从 2026 年 2 月 PPI 的环比数据来看，上游和中游原材料相关行业对 PPI 修复的贡献度最高，共计 0.48pct；下游相关行业和公共事业则对 PPI 修复分别贡献了 0.03/-0.28pct。

3) 从产业链视角来看，有色产业链为 2026 年 2 月 PPI 修复贡献了核心力量。有色

金属产业链主要包括有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业等行业，其 2026 年 2 月 PPI 分别环比+7.1%/+4.6%，共拉动 PPI 环比增长 0.34pct，对其环比增长贡献度约 86%；原油产业链主要包括石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、燃气生产和供应业等行业，2 月 PPI 分别环比+5.1%/+0.4%/+1.3%/+0.6%/-0.3%/0%，拉动 PPI 环比增长 0.14pct；煤炭相关产业主要包括煤炭开采和洗选业，2 月 PPI 环比-0.5%，对 PPI 环比增长贡献-0.01pct；黑色矿相关产业主要包括黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业等行业，2 月 PPI 分别环比-0.8%/+0.1%，共对 PPI 环比增长贡献 0.00pct。

除此之外，算力需求的增强对 PPI 修复亦有重要贡献。算力产业链主要包括有色金属矿采选业、非金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业，共对 2026 年 2 月 PPI 环比增长贡献 0.42pct；算力产业链内，中、上游相关的行业与有色产业链重合度高，这部分对 PPI 环比增长贡献 0.34pct，下游主要是计算机、通信和其他电子设备制造业，对 PPI 环比增长贡献 0.08pct。

第二个问题：PPI 价格水平修复对生产端影响几何？

上个问题中，本文对 2026 年 2 月 PPI 修复结构进行了拆分，以有色等资源品价格的上行对 2 月 PPI 的修复起主导作用，那么资源品价格的上行会对生产端影响几何呢？接下来本文从物价传导的过程入手，借助投入产出表（2023 年），通过计算不同行业对原油行业的消耗系数，来估算资源品价格上行对产业链各环节成本的影响。根据 2023 年投入产出表进行计算，精炼石油和核燃料加工品、基础化学原料、合成材料等细分行业对原油的完全消耗系数居前，这意味着生产 1 单位上述能化制品所需消耗的原油在成本中占比较高，因此原油价格变动对其影响最为显著。

表 1：细分工业部门对原油的消耗系数（前 10）

排名	工业部门	直接消耗系数	完全消耗系数
1	精炼石油和核燃料加工品	0.66	0.69
2	基础化学原料	0.08	0.21
3	合成材料	0.03	0.21
4	农药	0.05	0.16
5	化学纤维制品	0.02	0.16
6	专用化学产品和炸药、火工、焰火产品	0.02	0.13
7	塑料薄膜	0.00	0.13
8	涂料、油墨、颜料及类似产品	0.00	0.12
9	其他塑料制品	0.00	0.10
10	土砂石开采产品	0.00	0.09

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

从对原油消耗系数的计算中，我们可以大致看到原油价格上涨影响对产业链影响的两条路：首先，原油价格上涨直接推高原油原材料加工业价格；以精炼石油和核燃料加工品为例，其原油的直接消耗系数为 0.66，说明即便在不考虑后续间接消费的情形下，原油消耗所占成本已达 66%。第二，通过产业链的传导，以使用中间品的形式间接消耗原油；以基础化学原料、合成材料、农药等行业为例，其直接消耗系数不高，分别为 0.08/0.03/0.05，考虑间接消耗后的完全消耗系数较高，分别为

0.21/0.21/0.16。

此外，借助原油消耗系数的计算，我们可以得到原油价格同比变动对原油产业链（包括石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、燃气生产和供应业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等 6 个行业）影响的大小，并据此计算原油产业链 PPI 的变动大小，最后估算原油价格变动对 PPI 的整体影响。参照上述计算方法，在原油价格同比+10%的情形下，带动 PPI 同比变动约 0.45pct。

表 2：油价传导测算（原油价格同比+10%情形下）

PPI 行业	传导机制	完全消耗系数	行业 PPI 变动 (%)	PPI 权重 (%)	对整体 PPI 贡献 (pct)
石油和天然气开采业	价格恒等	N/A	10.00	0.82	0.08
石油煤炭及其他燃料加工业	成本传导	0.56	5.60	3.83	0.21
化学原料及化学制品制造业	成本传导	0.17	1.74	6.49	0.11
化学纤维制造业	成本传导	0.16	1.62	0.75	0.01
橡胶和塑料制品业	成本传导	0.09	0.93	2.17	0.02
燃气生产和供应业	成本传导	0.03	0.31	1.60	0.00
6 个行业合计				15.66	0.45

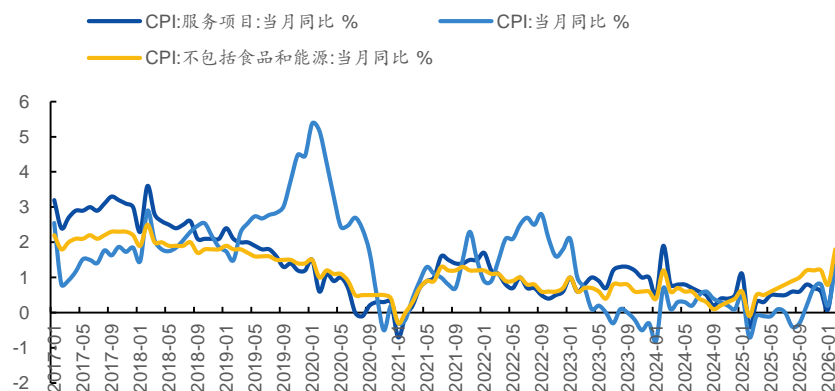
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

注：原油链 PPI 权重参考相应行业规上工业企业营收占比进行估算

1.3 CPI：涨价给需求带来的影响是好是坏？

居民消费需求的内生恢复确实正在发生，消费结构正在从“买商品”向“买服务”升级，CPI 有关数据的变化正是这两者在价格端的反映。2026 年 2 月，我国 CPI 同比上升至 1.3%，为 2023 年 2 月来的最高水平；剔除食品和能源的核心 CPI（更纯净地反映了终端消费需求的冷暖）同比在 2 月升至 1.8%，为 2019 年 2 月以来的最高水平；服务项目 CPI 同比升至 1.6%，为 2024 年 3 月来的最高水平。

图 6：CPI 有关数据



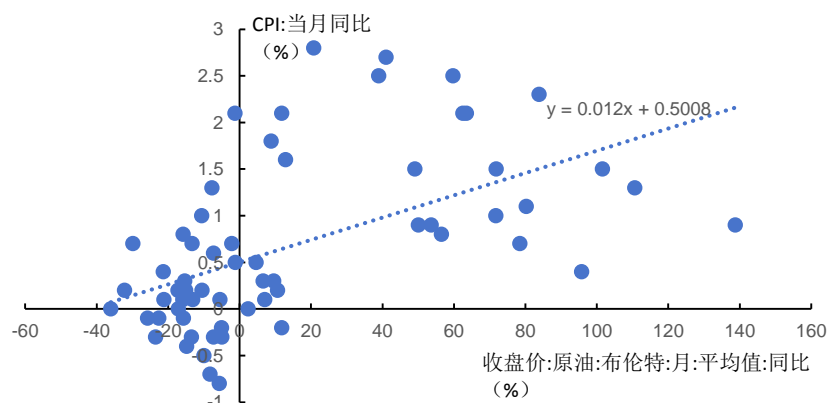
资料来源：iFind，国元证券研究所

国际政治局势变化导致油价飙升。伊朗战争爆发以来，波斯湾的石油出口咽喉、全球能源供应的“生命线”——霍尔木兹海峡受阻，石油海运不畅，截至 3 月 20 日的 3

月布伦特原油收盘价均价已高达 95.51 美元/桶，相较 2 月 69.16 美元/桶的均价大幅上涨 38.1%。

受地缘政治、全球供需等外部因素主导的油价是输入性通胀的主要来源，我国也难以避免在一定程度上受其影响，将由此引发温和的物价上涨。我国虽已建成全球最大的可再生能源体系，“十四五”以来能源消费增量 90% 以上由国内自主保障、能源自给率提升至 84% 以上，相较其他国家物价飞涨的可能性不大，居民仍无法完全免受油价上涨的影响。中东局势引发的油价飙升不仅将直接影响水电燃、交通工具燃料等 CPI 分项，石油作为现代工业的基石，亦可能通过 PPI 向 CPI 传导等方式，通过生产、运输等链条扩散至更广泛 CPI 分项。我们使用 2021 年来布伦特原油收盘价月均值同比与 CPI 当月同比进行一元线性回归，发现如果不考虑其他因素，布伦特原油收盘价月均值同比提升 1 个百分点可以直接拉动 CPI 上涨 0.012 个百分点。因此，若 3 月均价维持截至 3 月 20 日的 3 月布伦特原油收盘价均价水平，则 38.1% 的油价上涨预计拉动 CPI 上涨 0.46 个百分点，即在此假设前提下预计 3 月 CPI 同比将从 2 月的 1.3% 上升至 1.76%，有望帮助实现政府工作报告中 CPI 2% 左右的增速目标。

图 7：油价同比与 CPI 同比的回归关系



资料来源：iFind，国元证券研究所

那么，由油价推动的“温和”物价上涨，是否等同于实现了政府工作报告中提出的“物价合理回升”的目标？我们认为，虽然这种情况的发生辩证来看有利也有弊，但总的来说油价引发的物价上涨，并非政策期望的好的通胀——需求拉动型通胀。我们更希望看到的是，“需求增加-企业扩产-居民收入增长-需求增加”的正向循环。

油价飙升带来的 CPI 上行，属于成本推动型通胀，会在一定程度上侵蚀居民购买力。居民的“钱包”是有限的。随着交通出行成本上升、水电燃气费用增加、部分日常商品因物流和包装成本上涨而间接提价，当更多支出被迫流向能源这类刚性开支，留给教育、文旅、医疗健康等服务消费升级的空间就相应收窄。换句话说，油价冲击不仅推高了 CPI 总量（制造通胀的“表象”），还可能抑制核心 CPI 和服务消费的改善势头（削弱通胀的“真意”）。

不过，在当前物价相对低迷的阶段，由油价引发的 CPI 回升仍有可能提高居民通胀预期，使居民不再因物价低迷而推迟消费，从而起到刺激消费需求、推动企业盈利改善、带动居民收入增长的作用，从而实现推动内需复苏的目标。

在这种利弊兼有的情况下，我们认为后续不仅需关注油价对 CPI 的影响，也应拆解其在更深层次对企业、对民生、对内需的影响，并及时通过政策调整予以引导或纾困。

1.4 输入性通胀压力下，中国打破物价低位运行的窗口或已显现

综合上述对物价的分析，我们认为当前物价修复处于“成本冲击主导、内生需求持续修复”的阶段，供给端成本冲击表现出脉冲式的特征，内生需求的修复温和而持续，有望成为主导国内物价水平修复的中坚力量。

从情景推演来看，如果中东局势趋于缓和、油价回落至合理区间，需求驱动的价格回升有望逐步主导物价修复节奏；但若地缘冲突长期化、油价持续高位运行，则需我国把握加速打破通缩的窗口，不仅要利用政策引导物价走向良性循环，更应该借外部能源冲击之势倒逼国内产业升级、加速企业出海。历史经验表明，输入性通胀中也会孕育着机遇。日本在二战后起步阶段本来主打小型车、经济型车，后来在贸易限制下也曾受到抑制；真正促成其全球崛起的重要窗口，是 20 世纪 70—80 年代石油危机之后全球消费者对节能、小排量、高效率汽车需求的大幅上升。中国当前面临的能源价格波动、全球通胀压力和消费者对成本更敏感的环境，有可能成为包括中国新能源汽车在内的中国新能源产业进一步打开海外市场的重要机会窗口。

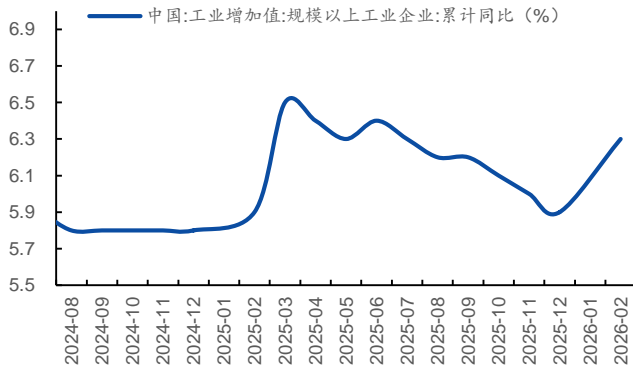
我们判断，当前政策需在货币端保持宽松定力并择机精准发力，在财政端加力支持内需修复，并继续深化我国能源转型的护城河，在供给侧持续推进产能治理与“反内卷”，将外部成本冲击转化为打破通缩预期、推动经济重回良性循环的催化剂。

2. 本期总量跟踪

2.1 工业与生产篇：工业企业利润高增

2026 年 1-2 月，规上工业企业利润实现高增。2026 年 1-2 月，规模以上工业企业实现营业收入 20.84 万亿元，同比增长 5.3%；规模以上工业企业实现利润总额 1.02 万亿元，同比增长 15.2%。2026 年 1-2 月，规上工业企业利润实现高增，量的回升和价的修复贡献了主要力量，从量上来看，1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.3%，从价上来看，1-2 月 PPI 同比-1.2%（前值-1.4%），呈现出持续修复的态势。分行业来看，41 个工业大类行业中，有 24 个行业利润同比增长，增长面为 58.5%；26 个行业利润增长较上年全年加快或降幅收窄、由降转增，回升面超过六成。

图 8：我国规上工业企业增加值累计同比增速（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

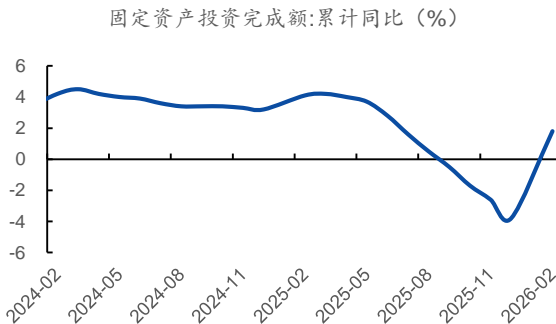
图 9：我国规上工业企业利润累计同比增速（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

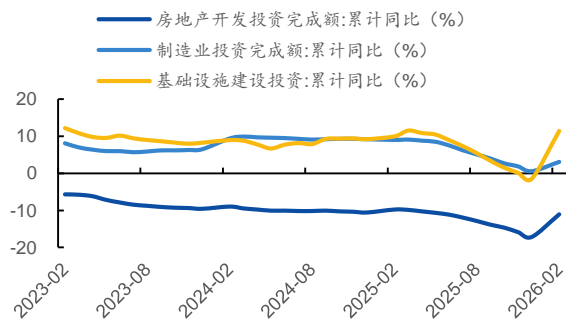
固定资产投资同比增速由负转正，分项数据显著改善，基建投资增速大幅回升。2026年1-2月，我国固定资产投资累计同比增速回升至+1.8%（前值-3.8%），提高5.6pct。分项结构来看，1-2月，房地产开发投资完成额累计增速为-11.1%（前值-17.2%），提升6.1pct；制造业投资累计增速+3.1%（前值+0.6%），提升2.5pct；基建投资累计增速+11.4%（前值-1.48%），提升12.9pct，回升幅度较大，主要受专项债靠前发力和春节赶工时间偏长影响，从高频数据上来看，磨机运转率、水泥发运率等数据近期亦呈现出上行倾向。2025年12月中央经济工作会议明确提出“推动投资止跌回稳”的要求后，“十五五”开局之年，投资端实现明显回暖，基建、制造业、房地产投资累计同比增速均有所好转。《求是》发文指出“坚持投资于物和投资于人紧密结合，并不意味着投资于物的地位下降”。2026年安排中央预算内投资7550亿元（较去年增加200亿元），安排8000亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设（较去年持平），支持力度强于去年，我们认为，基建投资增速有望成为“稳投资”的重要支撑力量。

图 10：近期固定资产累计同比增速



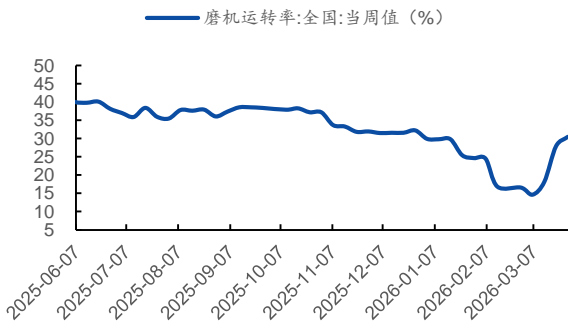
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 11：固定资产投资三大分项数据



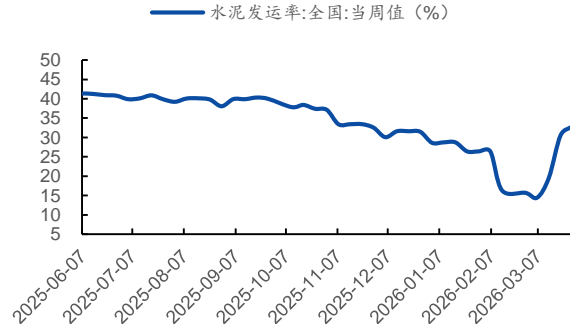
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 12: 磨机运转率近期走势



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 13: 水泥发运率近期数据

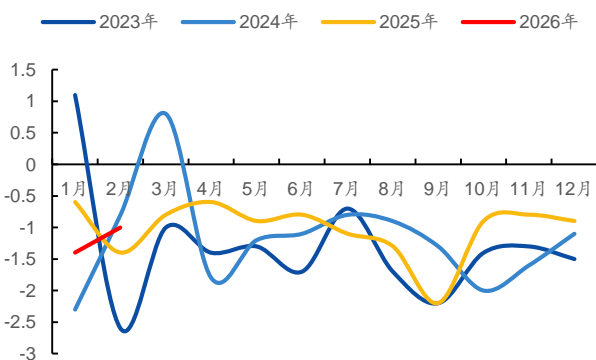


资料来源: iFind, 国元证券研究所

2.2 内需篇：“供强需弱”格局有所缓解，消费高于预期，投资止跌回正

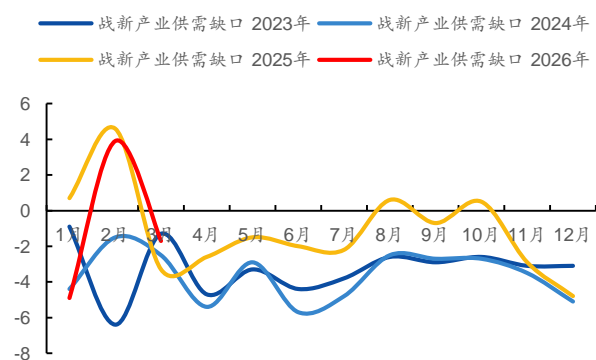
2026年2月制造业整体供需缺口收窄，我国“供强需弱”的格局有所缓解，且在战新产业已形成“供不应求”局面。若以（PMI新订单-PMI生产）衡量整体供需缺口，则2026年2月整体的供需缺口为-1%，较上月上升0.4个百分点，亦低于2023-2025年均值（-1.6%），且2月份战新产业已形成“供不应求”局面（2月战新产业供需缺口读数为3.9%）。2026年3月战新产业供需缺口重回负区间，主要由于生产的提振强于需求的提振，但缺口水平仍位于近4年较好位置。若以（EPMI:产品订货指数:当月值-EPMI:生产量指数:当月值）衡量战新产业供需缺口，则2026年3月战新产业供需缺口为-1.7%，较上月-5.6pct，主要由于表征需求的产品订货指数虽大幅上行17.8个百分点至60.6%、重回扩张区间，但生产量指数的提振更为强劲，上升23.4个百分点。但缺口水平仍位于近4年较好位置，仅略低于2023年。

图 14: 整体供需缺口 (%)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 15: 战新产业供需缺口 (%)



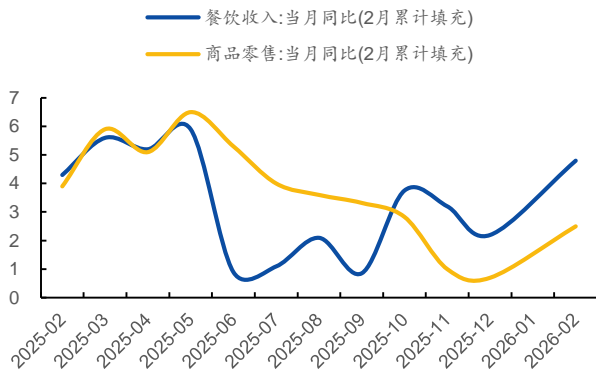
资料来源: iFind, 国元证券研究所

1-2月社零总额同比增长2.8%，比去年12月加快1.9个百分点，高于同花顺一致预期2.6%。消费整体呈现以下几个特点：

一是服务类表现优于商品类，或与春节假期延长致使文旅与休闲消费显著升温有关。社零内部来看，1-2月，餐饮收入同比增速较去年12月+2.6pct，录得4.8%；而商品收入同比增速较去年12月+1.8pct，录得2.5%。将商品零售同比与包含范围更广

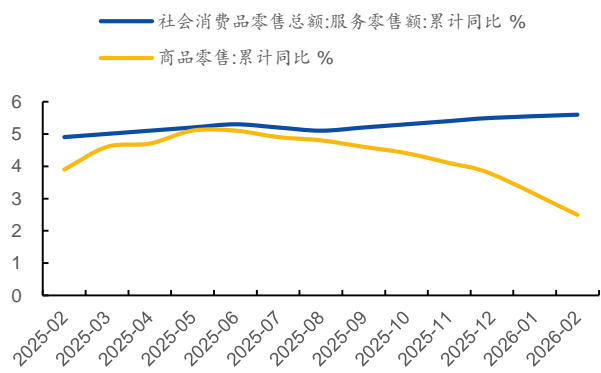
的服务零售增速对比来看，1-2 月，服务零售额累计同比较去年同期+0.7pct，录得 5.6%；而商品零售累计同比较去年同期-1.4pct，录得 2.5%。

图 16: 餐饮增速与商品增速差距走阔 (%)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 17: 服务零售增速与商品零售增速呈现 K 型分化 (%)

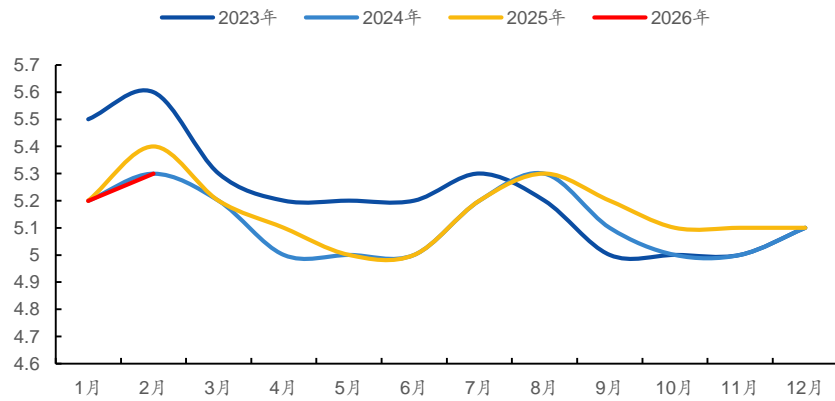


资料来源: iFind, 国元证券研究所

二是商品增速中，与春节相关的消费品类、与以旧换新相关的品类（除汽车外）商品零售当月同比高增。具体而言，1-2 月与春节相关的粮油、食品类较去年 12 月+6.3pct，饮料类+4.3pct，烟酒类+22pct，金银珠宝类+7.1pct，服装鞋帽、针、纺织品类+9.8pct；与以旧换新相关的通讯器材类-3.1pct，但读数仍维持 17.8% 的高位，家用电器和音像器材类+22pct。但值得注意的是，根据官方数据，截至 3 月 15 日，2026 年消费品以旧换新累计带动销售额 3232.6 亿元。若假设全年单位财政资金带动销售额的能力不变，则预计 2026 年全年 2500 亿元财政资金可带动销售额 1.59 万亿元。若将单位财政资金带动销售额的能力定义为财政资金带动倍数（1 亿元财政资金可带动多少亿元销售额），则 2024 年、2025 年的财政资金带动倍数均为 8.7，而 2026 年预计为 5.3。

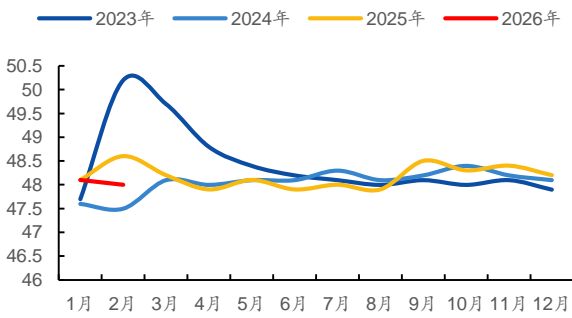
收入是影响消费能力的核心因素，而当前我国大部分城乡居民的收入主要依赖于劳动就业所得，因此就业形势的稳中向好对提振消费至关重要。就业形势受春节假期影响，但总体仍保持平稳，且 3 月战新产业就业景气度已上行至近 5 年来最佳水平。2026 年 2 月全国城镇调查失业率为 5.3%，同比-0.1pct，环比+0.1pct，环比的小幅上行主要受 2 月春节假期因素影响，而同比来看失业率位于近 4 年最低位置。分行业来看，多个行业的用工景气度有轻微回落，可能与“史上最长”的春节假期有关。2026 年 2 月制造业 PMI 从业人员指数为 48%，仍位于 50% 的荣枯线下、处于收缩区间，环比-0.1pct，同比-0.6pct；建筑业 PMI 从业人员指数为 42.5%，环比+1.4pct，与本月制造业、房地产固定资产投资累计同比增速均有所好转相互印证；服务业 PMI 从业人员指数为 46.6%，环比-0.4pct；战新产业就业指数 2 月值为 45.9%，环比-4.2pct，而后大幅上行 8.6pct 至 54.5%（3 月值），已重回扩张区间，为近 5 年来最佳水平。

图 18: 全国城镇调查失业率 (%)



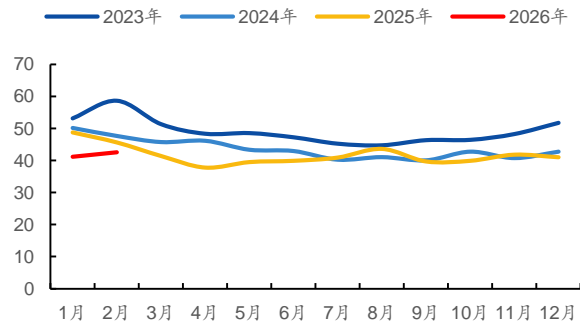
资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 19: 制造业 PMI:从业人员 (%)



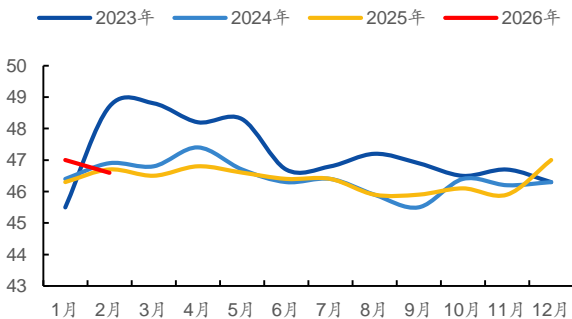
资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 20: 非制造业 PMI:建筑业:从业人员 (%)



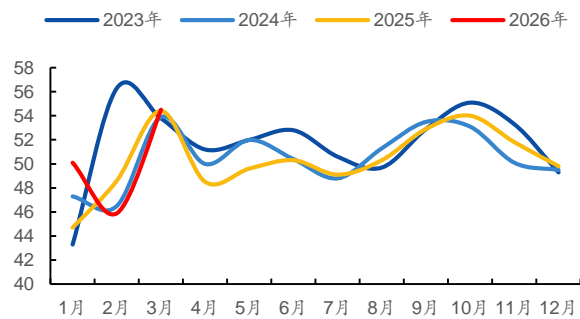
资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 21: 非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 22: EPMI:就业指数:当月值 (%)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

2.3 财政篇：开年财政收入温和增长，支出力度保持积极

狭义财政收入方面，2026年1-2月，全国一般公共预算收入为44154亿元，同比增长0.7%。其中，全国税收收入为36393亿元，同比增长0.1%，较2025年同期下降3.9%的水平明显改善；非税收入为7761亿元，同比增长3.4%，增速较2025年全年(-11.3%)大幅改善并由负转正，但低于2025年同期增速(+11%)。总体来看，2026年1-2月一般公共预算收入同比转正，与2025年12月当月增速和2025年全年增速相比均有所改善。

从预算完成情况看，1-2月一般公共预算收入完成全年预算数(220700亿元)的20.01%，略高于2025年同期(19.95%)和2024年同期(19.91%)，与近五年平均水平基本持平。

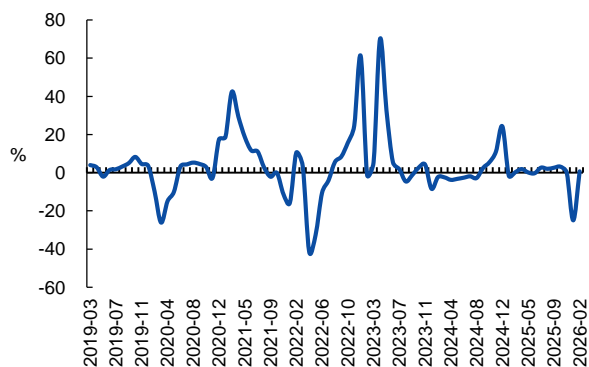
从1-2月的税收收入的具体分项结构看：

一是在大税种中，国内增值税同比增长4.7%，较2025年全年增速(3.4%)进一步提升，延续了较好的增长态势，较2025年12月同比(-2.2%)转正，反映工业生产和商品流通持续恢复。国内消费税同比下降6.2%，较2025年全年(+2.0%)由正转负，较2025年1-2月同期水平(0.3%)也有所放缓。进口环节增值税和消费税同比增长12.9%，较2025年全年(-4.8%)大幅改善并由负转正，显示进口贸易活跃度明显提升。

二是在小税种中，与房地产交易相关的契税收入同比下降11.1%，较2025年全年(-14.1%)降幅有所收窄，但仍处于较低水平，显示房地产市场尚未明显回暖。车辆购置税同比增长11.5%，较2025年全年(-18.8%)大幅改善并由负转正，也远好于2025年1-2月同期水平，反映汽车消费在以旧换新等政策的持续支持下有一定回暖。A股“慢牛”背景下，成交额保持高位，证券交易印花税同比大幅增长110%。土地增值税同比下降8.2%，较2025年全年(-15.7%)降幅有所收窄。

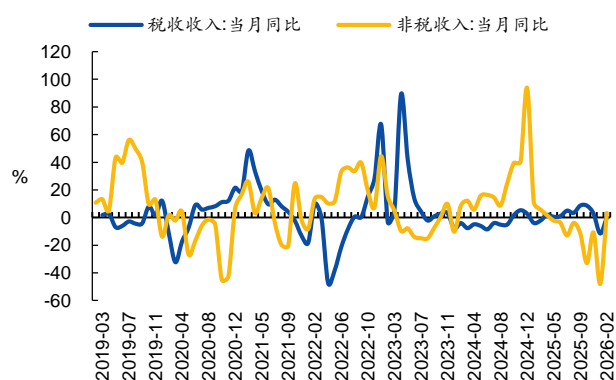
三是在所得税方面，企业所得税同比下降3.9%，较2025年全年(+1.0%)由正转负，一定程度上反映企业盈利仍面临压力。个人所得税同比下降6.9%，或受上年同期高基数效应影响(2025年1-2月个人所得税同比增长26.7%)。

图 23：全国一般公共预算收入当月同比



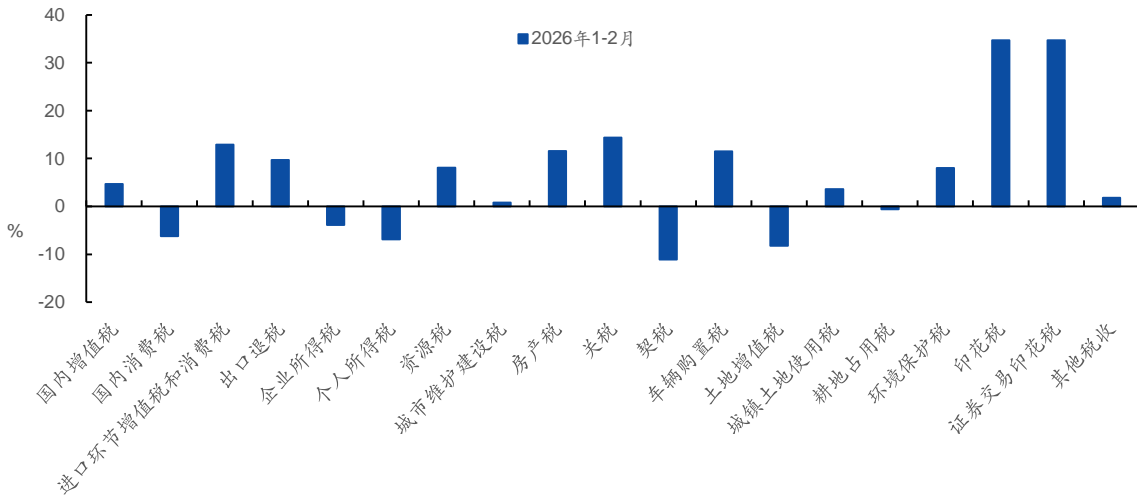
资料来源：iFind，国元证券研究所；注：2月为1-2月合并数据。

图 24：税收收入与非税收入同比增速



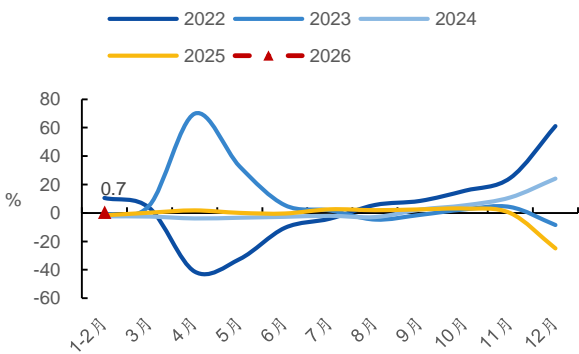
资料来源：iFind，国元证券研究所；注：2月为1-2月合并数据。

图 25：2026 年 1-2 月主要税种收入同比增速



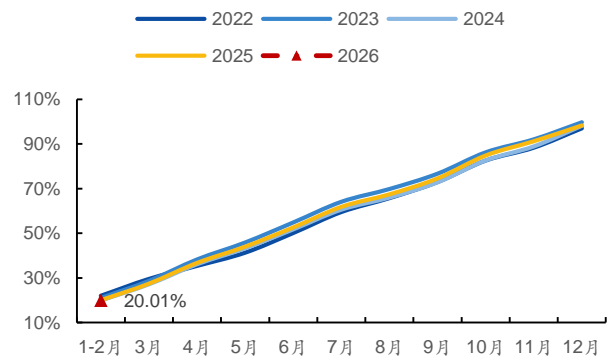
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 26：全国一般公共预算收入当月同比季节性表现



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 27：全国一般公共预算收入完成时序进度



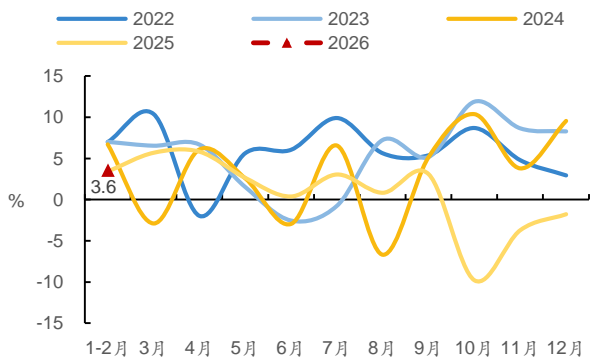
资料来源：iFind, 国元证券研究所

狭义财政支出方面，2026 年 1-2 月，全国一般公共预算支出 46706 亿元，同比增长 3.6%，较 2025 年全年增速(+1.0%)明显加快，显示更加积极的财政政策靠前发力、持续发力。

从支出节奏来看，1-2 月财政支出同比增长 3.6%，较 2025 年同期(+3.4%)小幅加快。1-2 月全国一般公共预算支出完成全年预算数(300100 亿元)的 15.56%，高于 2025 年同期(15.18%)，显示财政支出节奏适度前置，支出强度有所加大。

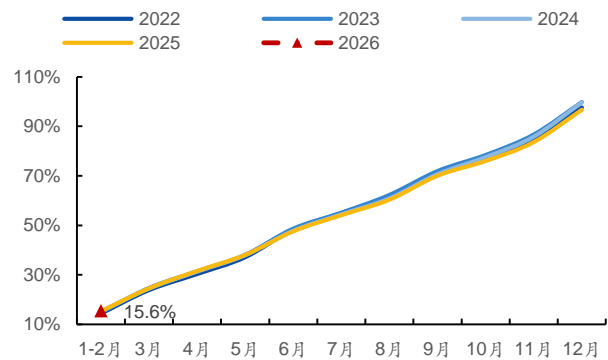
具体支出项目来看，投资于“人”的民生类支出中，社会保障和就业支出同比增长 8.6%，延续了较高增速；卫生健康支出表现强劲，同比增长 17.3%，增速在各分项中领先；教育支出同比下降 2.1%，较 2025 年全年和 2025 年 1-2 月同期水平均有所回落。投资于“物”的支出整体表现不一，城乡社区事务支出同比增长 7.7%，农林水事务支出同比下降 1.9%，交通运输支出同比下降 1.5%，节能环保支出同比增长 5.4%。

图 28：全国一般公共预算支出当月同比季节性表现



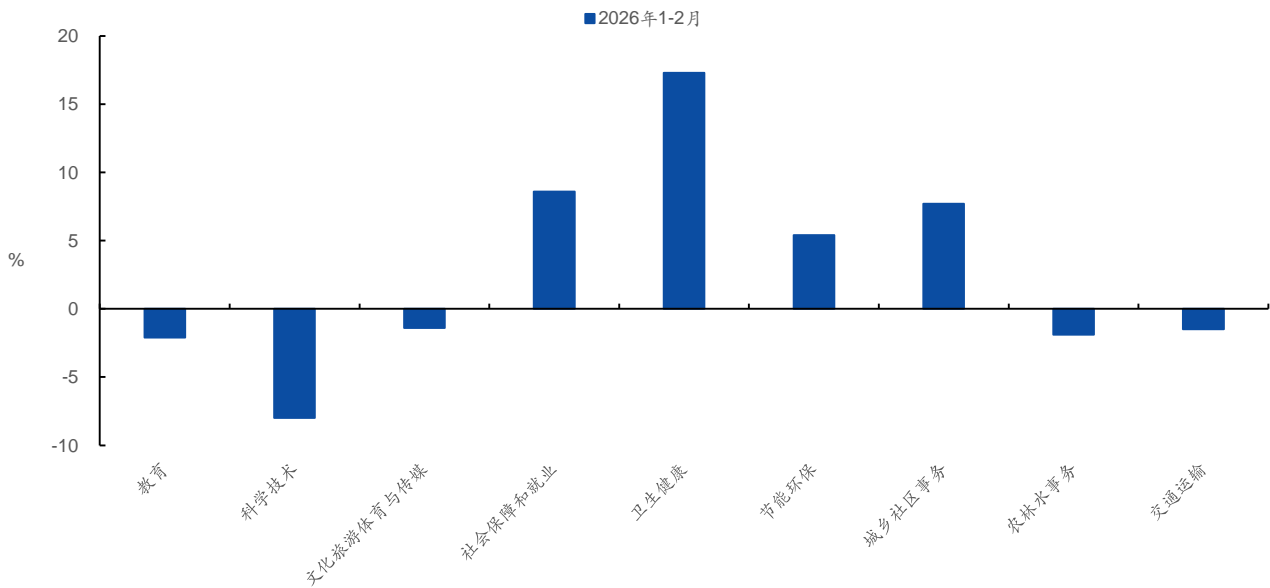
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 29：全国一般公共预算支出完成时序进度



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 30：2026 年 1-2 月全国一般公共预算支出主要项目金额同比增速



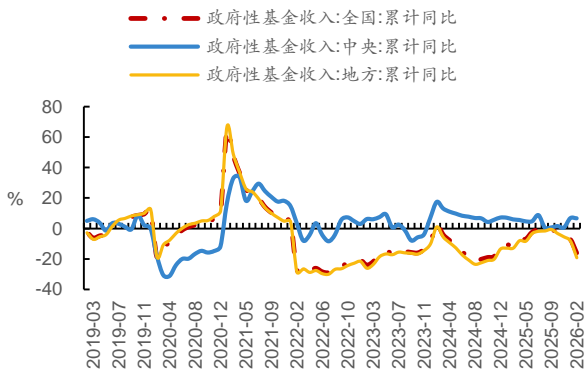
资料来源：iFind, 国元证券研究所

全国政府性基金收入方面，2026 年 1-2 月实现预算收入 5363 亿元，累计同比下降 16%。其中，土地出让金收入仍是主要拖累，1-2 月地方国有土地使用权出让收入完成 3547 亿元，累计同比下降 25.2%，较 2025 年同期 15.7% 的累计同比降幅进一步扩大约 9.5 个百分点，地方土地财政拐点尚未出现。

全国政府性基金支出方面，2026 年 1-2 月累计同比增长 16%，延续较高增速，一方面受 2025 年同期低基数影响（2025 年 1-2 月累计同比增长 1.2%），另一方面得益于 2026 年更加积极的财政政策持续加力，专项债额度的较早下达对支出端形成有力

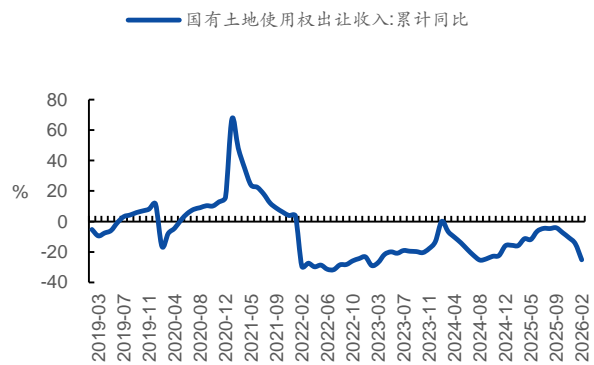
支撑。其中，地方政府性基金支出同比增长 16.3%，中央政府性基金支出同比增长 8%。

图 31：全国、中央及地方政府性基金收入累计同比



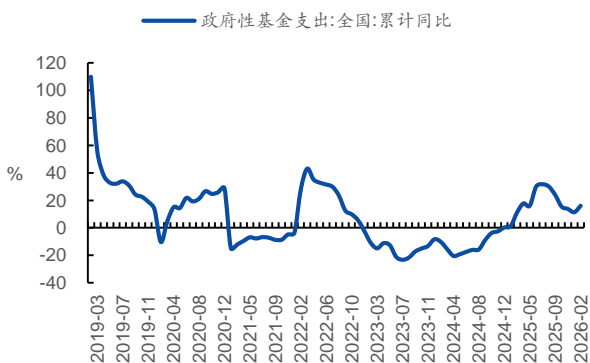
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 32：国有土地使用权出让收入累计同比



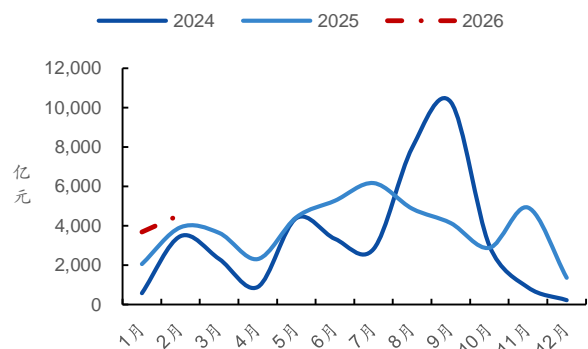
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 33：全国政府性基金支出累计同比



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 34：2024-2026 年新增专项债发行月度时序



资料来源：企业预警通，国元证券研究所

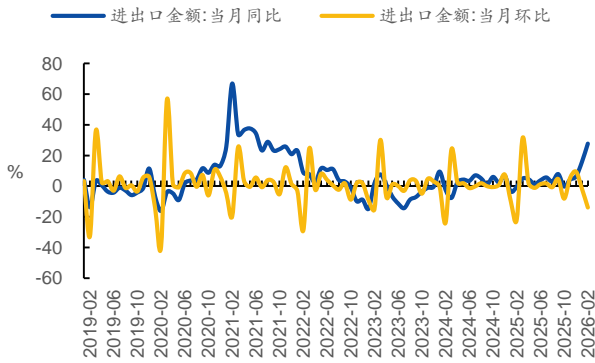
2.4 进出口篇：出口数据强劲，欧盟、东盟和非洲仍是主要支撑

进出口总额方面，2026 年 2 月全国进出口总额（以美元计价）为 5087.78 亿美元，当月同比增长 27.7%（前值为增长 15.7%）；环比下降 13.9%（前值为下降 1.6%）。1-2 月累计进出口总额为 10995.37 亿美元，累计同比增长 21.0%，较 1 月进一步抬升。

2026 年 2 月贸易顺差为 909.77 亿美元，较 1 月的 1226.41 亿美元有所回落，但 1-2 月累计顺差仍达到 2136.18 亿美元，显著高于去年同期的 1691.62 亿美元。

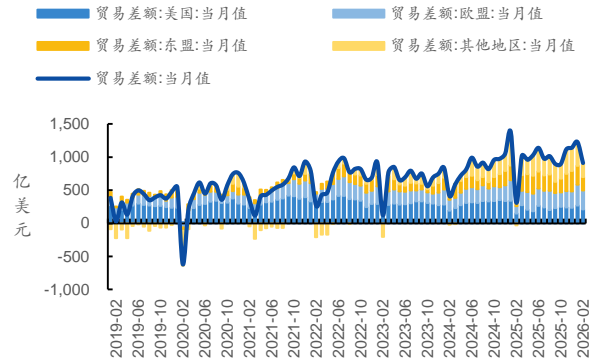
从 1-2 月累计顺差的地区结构看，对美国顺差占比为 22.39%，较去年同期下降 6.6 个百分点；对欧盟占比升至 27.97%，较去年同期提高 3.06 个百分点；对东盟占比为 22.80%，较去年同期提高 4.7 个百分点；其他地区占比为 26.83%，较去年同期小幅回落。整体来看，顺差来源继续向欧盟、东盟等市场分散。

图 35: 进出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 36: 贸易顺差当月值

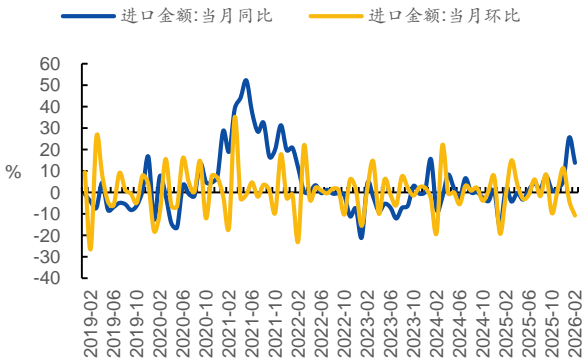


资料来源: iFind, 国元证券研究所

进口方面, 2026 年 2 月全国进口总额 (以美元计价) 为 2089 亿美元, 当月同比增长 13.8% (前值为增长 25.6%); 环比下降 10.7% (前值为下降 3.8%)。1-2 月累计进口同比增长 19.8%, 仍保持双位数增长。

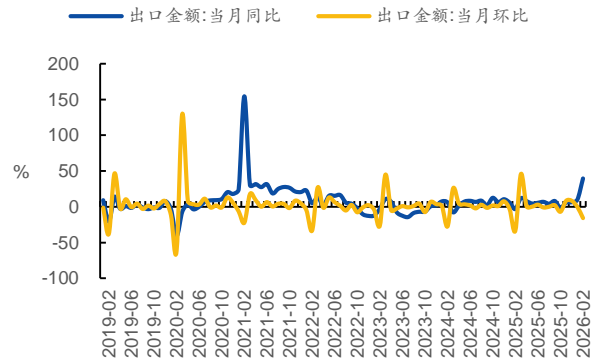
出口方面, 2026 年 2 月全国出口总额 (以美元计价) 为 2998.78 亿美元, 当月同比增长 39.6% (前值为增长 10.0%); 环比下降 15.9% (前值为下降 0.2%)。1-2 月累计出口同比增长 21.8%, 较 1 月的 10.0% 明显抬升, 出口端景气度总体仍处于较高水平。

图 37: 进口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 38: 出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

从主要出口贸易伙伴来看, 2026 年 2 月对欧盟、东盟和非洲出口分别为 470.79 亿美元、502.27 亿美元和 200.91 亿美元, 同比分别增长 54.91%、38.75% 和 97.48%; 其中对欧盟和非洲的出口份额分别为 15.70% 和 6.70%, 较上年同期提高 1.55 和 1.96 个百分点, 东盟份额为 16.75%, 与上年同期基本持平。对美国出口 304.51 亿美元, 同比增长 9.7%, 但份额仅为 10.15%, 较上年同期下降 2.77 个百分点。从 1-2 月累计看, 对非洲、东盟和欧盟出口累计同比分别增长 49.9%、29.4% 和 27.8%, 而对美累计同比为 -11.0%。整体上, 出口增量更多由欧盟、东盟和非洲等市场贡献, 目的地结构继续分散。

表 3：2026 年 1-2 月主要出口目的地出口金额（单位：亿美元）与整体出口份额变化（单位：%）

出口目的地	2026-02	2026-01	2026年累计	最新月份同比	最新月份环比	2026年累计同比	最新月份出口份额	最新月份出口份额同比变化
总值	2,998.78	3,567.00	6,565.78	39.60%	-15.90%	21.80%	/	/
欧洲	470.79	539.18	1,009.97	54.91%	-12.68%	27.80%	15.70%	1.58%
其中：德国	99.82	117.91	217.73	60.31%	-15.34%	31.30%	3.33%	0.43%
法国	39.78	45.33	85.11	62.49%	-12.24%	31.90%	1.33%	0.19%
意大利	48.74	50.18	98.93	75.25%	-2.87%	36.40%	1.63%	0.33%
荷兰	72.97	83.99	156.96	37.15%	-13.12%	17.90%	2.43%	-0.04%
英国	67.38	81.29	148.67	49.59%	-17.11%	26.70%	2.25%	0.15%
美洲	304.51	367.91	672.41	9.68%	-17.23%	-11.00%	10.15%	-2.75%
东盟	502.27	623.99	1,126.26	38.75%	-19.51%	29.40%	16.75%	-0.07%
其中：越南	125.74	186.52	312.26	12.16%	-32.59%	26.40%	4.19%	-1.02%
马来西亚	83.03	103.62	186.65	44.25%	-19.87%	32.10%	2.77%	0.09%
泰国	89.80	99.08	188.88	58.21%	-9.37%	35.60%	2.99%	0.36%
新加坡	60.42	74.91	135.33	48.73%	-19.34%	38.80%	2.01%	0.13%
印度尼西亚	68.61	77.74	146.35	40.46%	-11.74%	18.60%	2.29%	0.02%
菲律宾	46.17	49.33	95.50	46.05%	-6.41%	22.90%	1.54%	0.07%
亚太	117.86	143.76	261.62	22.48%	-18.02%	8.90%	3.93%	-0.54%
韩国	123.81	136.56	260.37	40.69%	-9.34%	27.00%	4.13%	0.04%
中国香港	257.00	339.43	596.43	18.93%	-24.28%	38.70%	8.57%	-1.47%
中国台湾	62.21	82.50	144.71	22.81%	-24.59%	28.70%	2.07%	-0.28%
澳大利亚	60.65	73.00	133.65	64.88%	-16.92%	29.40%	2.02%	0.31%
非洲	200.91	226.85	427.75	97.48%	-11.43%	49.90%	6.70%	1.97%
金砖国家	92.23	90.71	182.94	58.99%	1.68%	22.70%	3.08%	0.38%
南非	20.07	22.07	42.14	77.11%	-9.06%	40.80%	0.67%	0.14%
印度	119.28	132.27	251.55	37.87%	-9.82%	20.00%	3.98%	-0.04%
巴西	61.59	66.49	128.08	50.81%	-7.37%	24.20%	2.05%	0.16%

资料来源：iFind, 国元证券研究所

总体看，2026 年 2 月我国主要出口商品呈现高端制造领跑、传统品类同步修复的特征。高端制造仍是主要亮点，机电产品当月同比增长 43.9%，自动数据处理设备及其零部件增长 24.1%，集成电路增长 66.6%，汽车（含底盘）增长 81.2%，船舶增长 188%；与此同时，箱包及类似容器、服装及衣着附件、鞋靴、家具及其零件、家用电器、灯具照明装置及其零件当月同比分别增长 68.1%、64.5%、51.3%、67.9%、28.5%和 67.4%，传统消费品也明显回暖，仅手机仍同比下降 15.1%。拉长到 1-2 月累计口径看，集成电路、汽车（含底盘）、船舶累计同比分别增长 72.6%、67.1%和 52.8%，机电产品增长 27.1%，仍是出口高增的核心支撑；传统品类中家具、箱包、灯具、服装、家电累计同比也分别达到 24.7%、18.4%、16.7%、14.8%和 11.4%，只有手机仍为-8.3%，玩具仅增长 1.5%。

表 4：主要出口商品金额（美元计价）当月及累计同比增速

类别	商品名称(如有)	2026 年累计	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08
农产品		12.1%	27.0%	2.8%	0.4%	2.4%	-1.2%	4.5%	-3.8%
能源及工业资源品	成品油	9.9%	3.1%	17.0%	43.8%	2.3%	18.3%	-3.0%	2.9%
	稀土	-15.9%	-9.2%	-19.3%	53.3%	35.0%	42.9%	97.1%	34.7%
	肥料	12.9%	2.5%	24.5%	17.0%	40.2%	101.3%	95.4%	67.5%
	未锻轧铝及铝材	20.8%	25.8%	17.0%	14.1%	-10.0%	-7.7%	-1.4%	-6.5%
	钢材	-9.0%	4.8%	-20.4%	7.8%	4.3%	-14.4%	-2.2%	-6.8%
消费品	塑料制品	25.7%	64.9%	6.2%	-2.2%	-3.4%	-9.8%	3.9%	0.8%
	箱包及类似容器	18.4%	68.1%	-4.2%	-13.0%	-19.3%	-25.7%	-12.3%	-14.9%
	服装及衣着附件	14.8%	64.5%	-7.6%	-10.2%	-10.9%	-15.9%	-8.0%	-10.0%
	鞋靴	6.1%	51.3%	-12.4%	-17.4%	-17.1%	-20.9%	-13.2%	-17.1%
	家具及其零件	24.7%	67.9%	5.0%	-8.6%	-8.5%	-12.6%	0.4%	-3.2%
	玩具	1.5%	32.4%	-12.8%	-19.4%	-25.5%	-31.0%	-28.0%	-20.9%
机电产品	机电产品	27.1%	43.9%	15.7%	12.2%	9.8%	1.3%	12.7%	7.7%
	通用机械设备	19.2%	54.5%	-1.6%	3.7%	4.6%	-9.0%	24.9%	4.3%
	自动数据处理设备及其零部件	20.6%	24.1%	17.5%	6.0%	-6.9%	-9.9%	-0.2%	-2.9%
	手机	-8.3%	-15.1%	-2.5%	10.6%	-12.5%	-16.5%	-1.7%	-18.9%
	家用电器	11.4%	28.5%	0.0%	-6.9%	-5.8%	-13.6%	-9.6%	-6.6%
	音视频设备及其零件	22.8%	40.2%	11.2%	5.1%	4.8%	4.3%	8.0%	4.2%
	集成电路	72.6%	66.6%	78.4%	47.8%	34.4%	27.0%	32.8%	33.0%
	汽车包括底盘	67.1%	81.2%	56.3%	71.6%	52.9%	34.1%	10.8%	17.4%
	汽车零配件	14.4%	33.0%	2.1%	-0.5%	1.9%	-11.4%	5.4%	4.8%
	船舶	52.8%	188.0%	18.2%	25.1%	46.5%	60.9%	43.0%	35.3%
	液晶平板显示模组	23.3%	17.0%	28.8%	16.3%	17.6%	12.0%	17.0%	13.8%
	医疗仪器及器械	20.8%	45.8%	5.7%	2.0%	9.7%	-1.0%	8.8%	6.1%
灯具照明装置及其零件	16.7%	67.4%	-5.2%	-19.8%	-21.2%	-31.0%	-16.7%	-17.0%	
高新技术产品		26.9%	30.4%	24.1%	16.7%	7.8%	1.8%	11.9%	9.0%

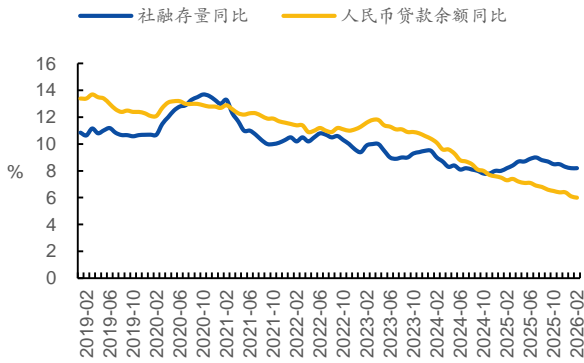
资料来源：iFind，海关总署，国元证券研究所

2.5 金融篇：社融平稳，M1 延续回升态势

央行公布了 2026 年 2 月国内金融数据，整体呈现“社融平稳增长、信贷结构分化、M1 延续回升、M2 保持稳健”的特点。春节错位影响下，企业和居民资金行为有所扰动，但总量流动性保持充裕，资金活化程度继续改善。

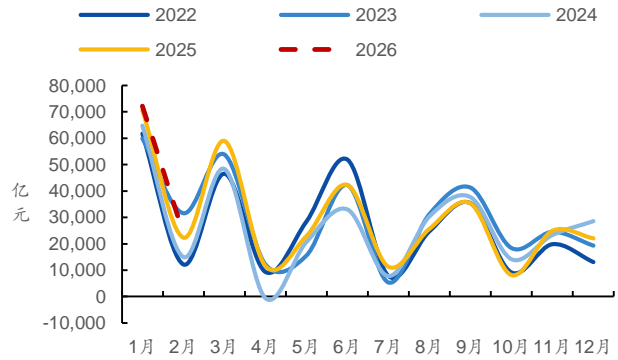
金融支持实体经济力度总体平稳。2 月末社融存量同比增速为 8.2%，与 1 月持平；人民币贷款余额同比增速为 6.0%，较 1 月回落 0.1 个百分点。前 2 个月新增社融 9.60 万亿元，较去年同期多增约 0.32 万亿元，新增人民币贷款 5.75 万亿元，较去年同期少增 0.12 万亿元，表内信贷扩张仍偏克制。结构上看，社融存量增速继续高于贷款余额增速。此外，人民币存款余额同比增速从 1 月的 9.9% 回落至 2 月的 8.7%，降低 1.2 个百分点。

图 39：社融存量与人民币贷款余额同比



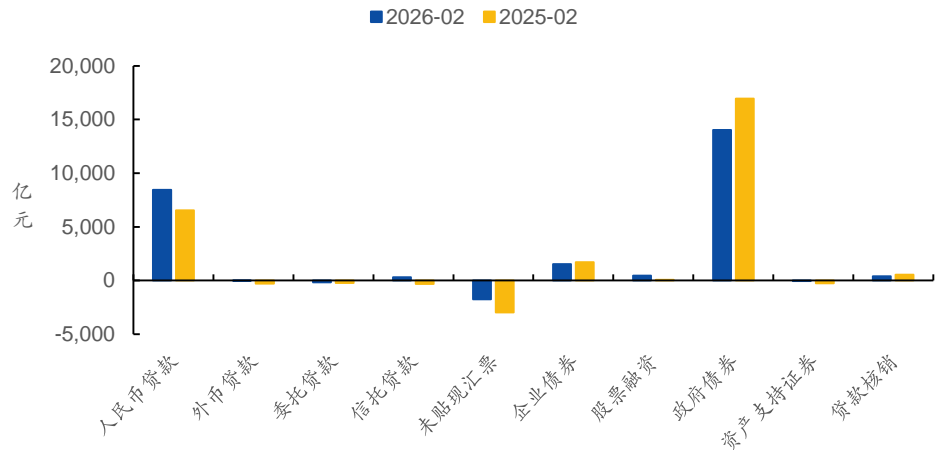
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 40：社融增量季节性表现



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 41：2026 年 2 月新增社融分项 (亿元)



资料来源：iFind，国元证券研究所

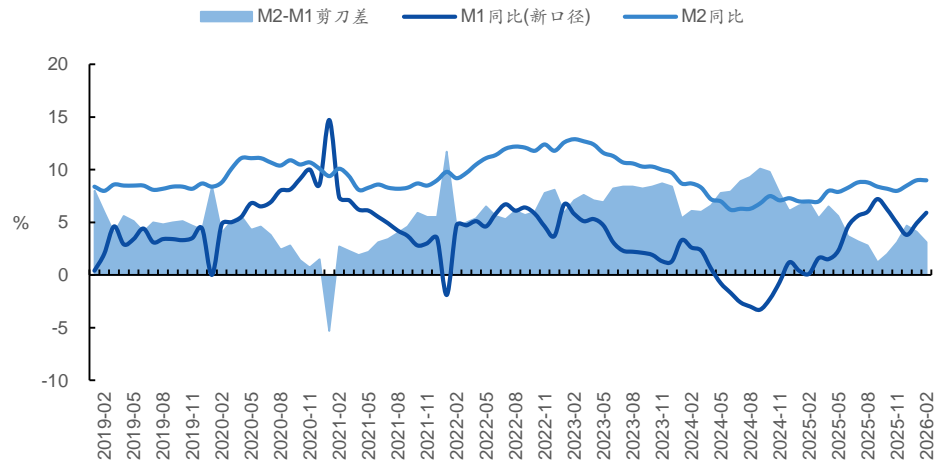
2 月新增社融 2.39 万亿元，同比多增 1524 亿元，表现平稳。从结构看，政府债券融资 1.40 万亿元，仍是社融最主要支撑；社融口径人民币贷款新增 8458 亿元，同比多增 1930 亿元；企业债券融资 1522 亿元、信托贷款新增 310 亿元，也对直接融资形成一定补充。拖累项主要来自未贴现银行承兑汇票减少 1755 亿元和委托贷款减少 181 亿元。整体看，财政发力仍然前置，政府债券仍是新增社融最大支撑。此外，股票融资 454 亿元，较去年同期（76 亿元）大幅增长约 5 倍，资本市场融资功能有所增强。

货币供应量方面，2 月 M1 同比增速升至 5.9%，较 1 月提高 1 个百分点，M2 同比增速持平于 9.0%，M0 同比则由 2.7% 大幅升至 14.1%。M1 继续回升，一方面受春节时点偏晚影响，企业和居民活期存款波动加大；另一方面也反映资金活化程度边际改善。M0 大幅走高更多体现节日现金需求扰动。

M2 保持平稳，M2-M1 剪刀差进一步收窄至 3.1 个百分点，显示总量流动性仍较充裕，而活期资金修复快于广义货币扩张。M2 没有继续上行，说明信用派生依然偏温

和；但剪刀差持续收窄，也反映资金沉淀程度下降，企业和居民资金活化有所改善。往后看，M1 能否继续修复，仍取决于企业盈利、地产销售和居民风险偏好的持续改善。

图 42：M1、M2 同比走势与 M2-M1 剪刀差走势



资料来源：iFind, 国元证券研究所

信贷结构方面，2 月新增人民币贷款 9000 亿元，同比少增 1100 亿元，信贷表现弱于 1 月，但结构好于总量。前 2 个月累计新增人民币贷款 5.61 万亿元，同比少增 5300 亿元，信贷修复斜率偏缓。从分项看，企业短期贷款新增 6000 亿元，同比多增 2700 亿元，企业中长期贷款新增 8900 亿元，同比多增 3500 亿元，或显示政策性工具和低利率环境仍对企业融资形成支撑；票据融资减少 350 亿元，同比少增 2043 亿元，冲量特征有所弱化。非银行业金融机构贷款减少 105 亿元，较去年同期(+2844 亿元)转弱，同比少增约 2949 亿元。

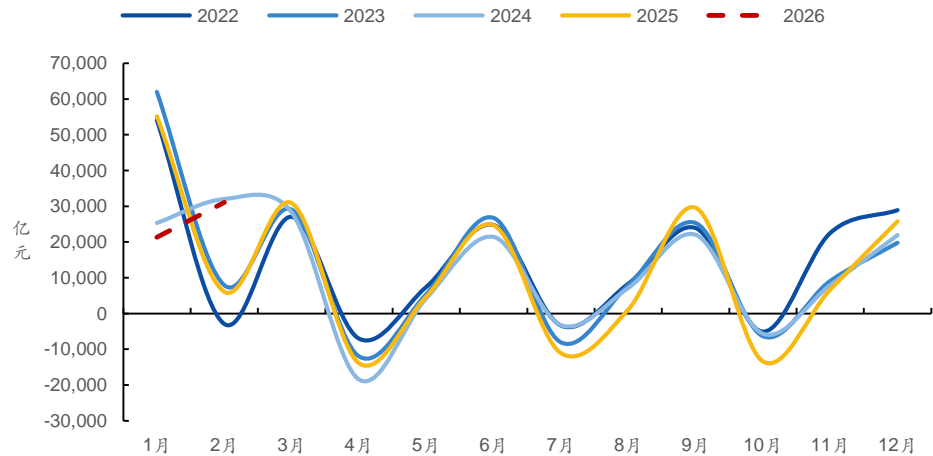
居民部门仍是本月信贷的拖累。2 月居民短期贷款减少 4693 亿元，同比少增 1952 亿元；居民中长期贷款减少 1815 亿元，同比少增 665 亿元，合计减少 6508 亿元。短贷转弱或说明节后消费信贷需求回落，居民中长贷继续为负则反映房地产销售与按揭修复仍不稳。由此看，当前信贷更多依赖企业端支撑，居民融资意愿仍待进一步改善。

表 5：金融机构新增人民币贷款结构（单位：亿元）

		2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
新增人民币贷款		9,000	47,100	9,100	3,900	2,200	12,900
住户	居民短期贷款	-4,693	1,097	-1,023	-2,158	-2,866	1,421
	居民中长期贷款	-1,815	3,469	100	100	-700	2,500
企（事业）单位	企业短期贷款	6,000	20,500	3,700	1,000	-1,900	7,100
	企业中长期贷款	8,900	31,800	3,300	1,700	300	9,100
	票据融资	-350	-8,739	3,500	3,342	5,006	-4,026
非银行业金融机构贷款		-105	-1,882	-771	-147	936	-2,348

资料来源：iFind，国元证券研究所

存款结构方面，2月居民存款新增3.11万亿元，非银存款新增1.39万亿元；企业存款减少2.65万亿元，财政存款减少3500亿元。综合来看，当前负债端改善快于信贷投放，银行可配置资金相对充裕。2月存款分项的剧烈波动主要受春节错位影响（2026年春节在2月17日，2025年在1月29日），导致企业存款向居民存款的转移集中体现在当月。合并1-2月来看（消除错位干扰），居民存款累计新增5.24万亿元，较去年同期少增约0.89万亿元，储蓄倾向并未进一步上升；企业存款合计仅减少445亿元，较去年同期（减少1.10万亿元）降幅收窄；财政存款1-2月合计增加1.20万亿元，较去年同期（+1.59万亿元）有所减少，财政支出节奏或边际加快。

图 43：居民新增存款季节性表现


资料来源：iFind，国元证券研究所

3. 风险提示

政策落地不及预期；中美关系恶化超预期；地缘局势恶化超预期；政策理解有偏差。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029