

2 月中国宏观数据点评—— 社融增速回升、趋势向下，通 胀已过基数效应拐点

中国货币政策，长期逐步“正常化”，但短期内不会“急转弯”。2 月，社融存量略微回升至 291.4 万亿元，同比增长 13.3%，但向下的趋势将不会改变，其中新增社融为 1.71 万亿元，高于预期（0.91 万亿元）。

社融增量主要来自贷款和汇票。2 月，社融口径的新增贷款为 1.39 万亿元，同比多增 6,410 亿元。除了贷款的增加，企业经营活动回暖、流动性需求增加也带动了汇票融资。2 月，新增银行承兑汇票为 640 亿元，同比多增 4,601 亿元。新增信贷热度不减，结构显著优化。2 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，同比多增 4,529 亿元，显著高于预期（0.95 万亿元）。新增信贷在 1 月创单月最高之后，2 月并未出现大幅下滑，显示信用需求依旧旺盛。新增信贷在结构上更加优化，居民、企业中长期贷款同比增加。其中，居民中长期贷款 2 月新增 4,113 亿元，同比多增 3,742 亿元；企业中长期贷款持续回升，2 月新增 1.1 万亿元，显著高于去年同期（4,157 亿元）。

M2 回升，M1 超预期下滑，企业和居民流动性未受影响。2 月，M2 同比增长 10.1%，高于预期（9.4%），较前期回升 0.7 个百分点。M1 的同比增速由 1 月的 14.7% 滑落至 2 月的 7.4%，显著低于预期（11.1%）。M1 的增速下降主要受春节期间企业向职工发放工资、奖金的影响；而 M2 增速回升主要受信用扩张和财政投放增加的影响。

CPI 同比延续负增长。2 月，CPI 同比增速由前期的-0.3%微升至-0.2%，略高于预期（-0.3%），但仍处于负值区间。其中，食品价格的同比增速由正转负（前期为 1.6%，2 月降至-0.2%），非食品价格同比降幅由前期的-0.8%收窄至 2 月的-0.2%。造成食品与非食品通胀分化的主要原因是，高基数出现错峰效应。随着基数效应在 3 月整体性减弱，预计通胀将缓慢恢复。

PPI 继续修复，回升显著。2 月，PPI 同比增幅扩大，从前期的 0.3% 上升至 1.7%，好于预期（1.5%）。商品价格回暖带动生产资料价格显著修复（2 月同比增长 2.3%），修复过程由上游向下游逐渐传递。2 月，生活资料价格同比下降 0.2%，与前期持平。

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

2021 年 3 月 12 日

主要数据（同比，%）	2 月	1 月	12 月
社融存量（万亿元）	291.4	289.7	284.8
新增社融（万亿元）	1.71	5.17	1.72
新增人民币贷款（万亿元）	1.36	3.58	1.26
M2	10.1	9.4	10.1
M1	7.4	14.7	8.6
CPI	-0.2	-0.3	0.2
核心 CPI	0.0	-0.3	0.4
PPI	1.7	0.3	-0.4

资料来源：中国人民银行，国家统计局，浦银国际

相关报告：

《1 月中国宏观数据点评——社融延续
边际放缓，高基数和新基期影响下通胀
走低》（2021-02-11）

《“钱荒”之后》（2021-02-04）

《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜
负已定》（2020-12-08）

浦銀國際

数据点评

2021 年 2 月宏观数据点评——货币信贷、通胀

货币政策的长期“正常化”与短期“不转弯”

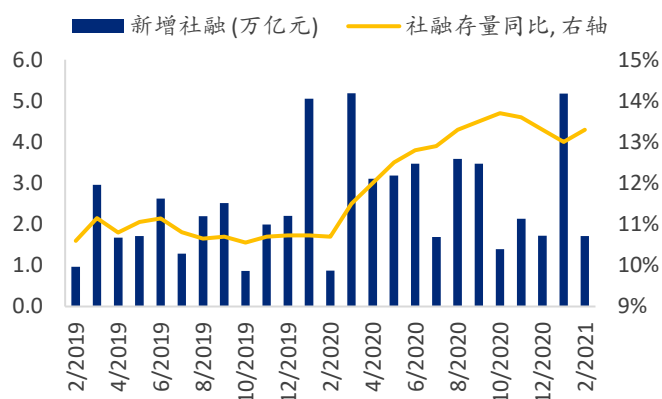
社融增速回升，新增社融超预期。社融存量2月份升至291.4万亿元，同比增长13.3%，高于1月的增速（13.0%）。2月，新增社融为1.71万亿元，高于预期（0.91万亿元）和去年同期（0.87万亿元）。长期来看，中国货币政策逐步回归正常，社融增速将延续下降的趋势，信贷脉冲也将继续下行，广义流动性的周期顶点已经过去了；但短期内，央行的货币政策不会出现“急转弯”，社融增速的下行斜率趋缓，流动性仍将是合理充裕的。

社融增量主要来自贷款和汇票。新增社融超预期，仍主要受贷款推动。2月，社融口径的新增贷款为1.39万亿元，同比多增6,410亿元。企业经营活动回暖，流动性需求增加带动汇票融资。2月，新增银行承兑汇票为640亿元，同比多增4,601亿元。此外，企业债券和股票融资恢复至正常水平，其中企业债券融资新增1,306亿元，同比减少2,588亿元；企业股票融资693亿元，同比增加244亿元。政府债发行依旧平静，2月新增1,017亿元，同比下降807亿元。

新增信贷热度不减，结构显著优化。2月新增人民币贷款1.36万亿元，同比多增4,529亿元，显著高于预期（0.95万亿元）。新增信贷在1月创单月最高之后，2月并未出现大幅下滑，显示信用需求依旧旺盛。新增信贷在结构上更加优化，居民、企业中长期贷款同比增加。2月，新增居民中长期贷款4,113亿元，同比多增3,742亿元；企业中长期贷款持续回升，2月新增1.1万亿元，显著高于去年同期（4,157亿元）。

M2回升，M1超预期下滑，企业和居民流动性未受影响。2月，M2同比增长10.1%，高于预期（9.4%），较前期回升0.7个百分点。M1的同比增速由1月的14.7%滑落至2月的7.4%，显著低于预期（11.1%）。M1的增速下降主要受春节期间企业向职工发放工资、奖金的影响，而M2增速回升主要受信用扩张和财政投放增加的影响。居民、非银存款多增，企业、财政存款减少。2月新增存款1.15万亿元，存款同比增速与前期持平（10.4%）。其中，居民存款2月新增3.26万亿元，同比多增3.38万亿元；非银存款2月新增1.61万亿元，同比多增1.12万亿元。此外，受财政支出增加的影响，财政存款2月减少8,479亿元；企业经营活动回暖，2月企业存款下降2.42万亿元。

图表 1: 新增社融与社融存量增速的变化



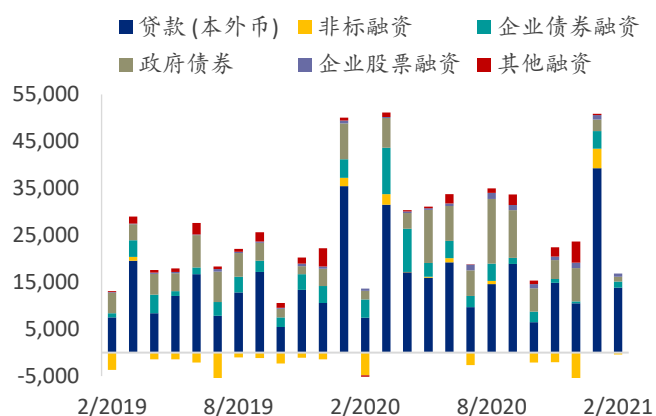
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 中国信贷脉冲呈现下降趋势



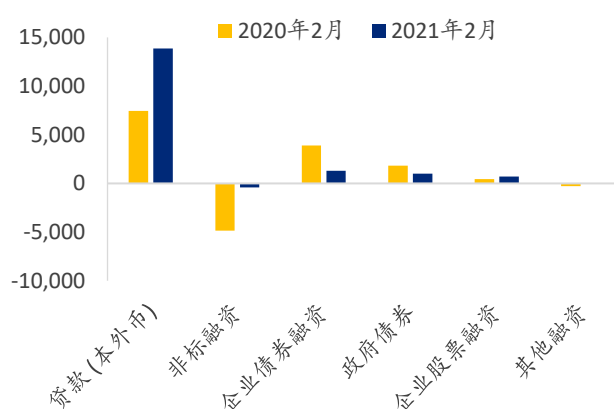
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 新增社融结构 (亿元)



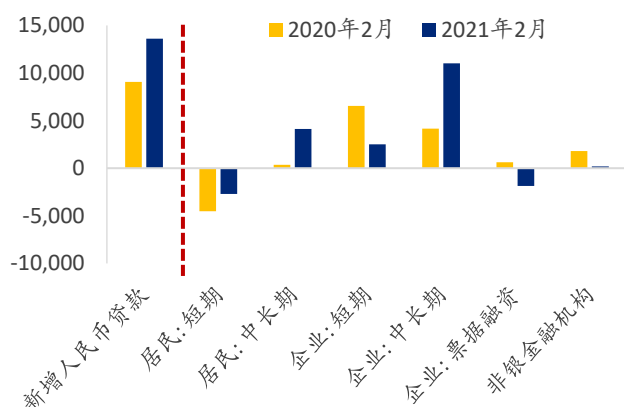
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 新增社融结构对比 (亿元)



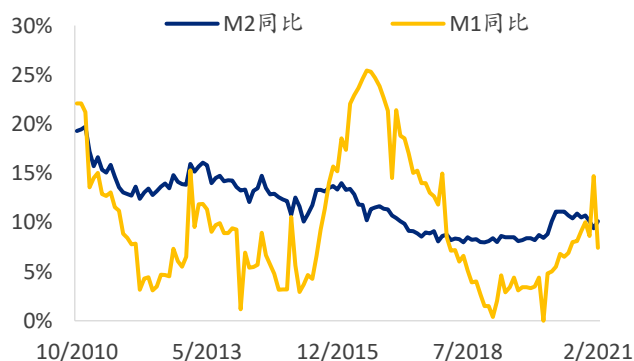
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 新增信贷结构对比 (亿元)



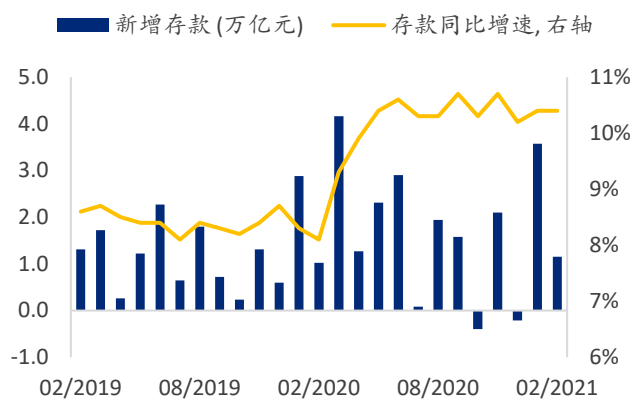
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: M2 增速回升, M1 增速下滑



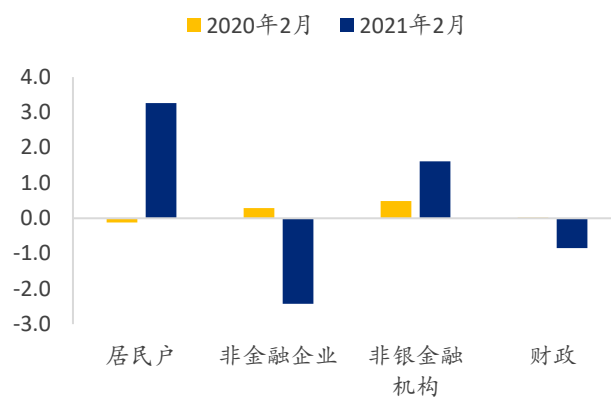
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7：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 8：新增存款结构对比（万亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

CPI 持续低迷，PPI 大幅上行

CPI 同比延续负增长。2 月，CPI 同比增速由前期的-0.3%微升至-0.2%，略高于预期（-0.3%），但仍处于负值区间。扣除食品和能源的价格影响，2 月核心 CPI 同比增速回升 0.3 个百分点至 0.0%。

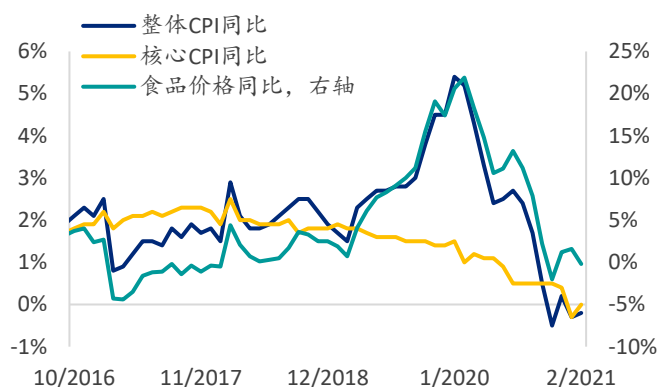
2 月，物价呈现食品通胀回落、非食品通胀上升的特点，拉动 CPI 上行的动力出现交替。其中，食品价格的同比增速由正转负（前期为 1.6%，2 月降至-0.2%），非食品价格同比降幅由前期的-0.8%收窄至 2 月的-0.2%。造成食品与非食品通胀分化的主要原因是，高基数出现错峰效应：整体通胀的基数效应在 1 月到达峰值，而食品通胀的基数效应 2 月才见顶。随着基数效应在 3 月整体性减弱，预计通胀将缓慢恢复。

高基数影响见顶，食品价格将触底回升；大宗商品价格回暖，非食品通胀将持续回升。去年 2 月，因非洲猪瘟和新冠疫情的共同影响，食品价格同比增长 21.9%，增速在之后逐渐回落。受高基数的影响，今年 2 月食品价格同比下降 0.2%，其中，肉类价格同比降幅较明显。肉类价格 2 月同比降幅扩大，从前期的-0.4%降至-7.3%。此外，油价上升带动储运成本增加，2 月鲜果价格的同比增速由前期的 1.3%上升至 3.1%，鲜菜价格同比也增长了 3.3%。2 月，原油等大宗商品价格持续上涨，是带动非食品通胀的主要原因。随着全球经济共振复苏，大宗商品价格受需求增加的影响将继续上行，预计非食品通胀将随经济复苏而出现持续地回升。

PPI 继续修复，回升显著。2 月 PPI 同比增幅扩大，从前期的 0.3% 上升至 1.7%，好于预期（1.5%）。**大宗商品价格回暖作用下，生产资料价格显著修复。**受原油、有色和黑色金属矿石价格上涨的带动，2 月生产资料价格同比增速回升至 2.3%，较前期上涨 1.8 个百分点，是推动 PPI 上行的主要动力。**价格修复过程由上游向下游逐渐传递。**2 月，采掘（6.8%）、原材料（2.9%）、加工（1.7%）的价格修复呈现上游快、下游慢的特征。此外，2 月生活资料价格同比增速为-0.2%，与前期持平。

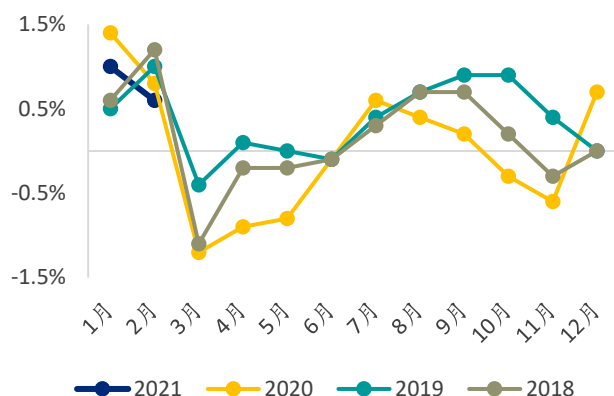
站在通胀高基数和广义流动性的拐点，我们预计未来 CPI 走势仍将面临波动和不确定性。随着全球各国央行上调经济预期，经济的共振复苏将继续带动大宗商品的需求回升，并使得商品价格稳步上涨，叠加国内工业生产持续向好的因素，预计 PPI 将继续温和修复。**在 PPI 回升较为确定的情况下，CPI 的走向将影响疫情后的经济复苏：过低的 CPI 将一定程度上压缩企业的利润空间，并对经济复苏造成潜在的负面影响。**接下来，我们仍将持续关注中国货币政策和通胀的走向。

图表 9：核心 CPI 回升，食品通胀下行



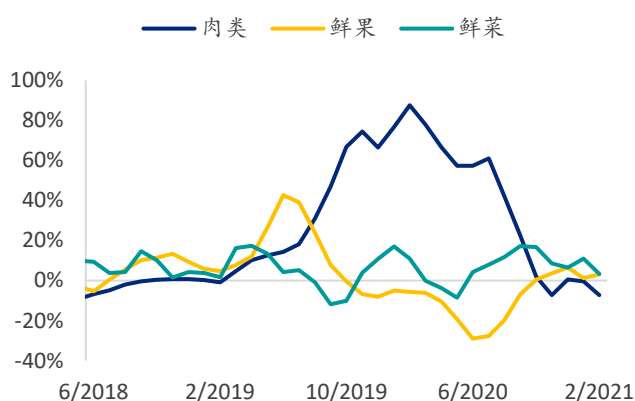
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：CPI 环比涨跌幅历史趋势比较



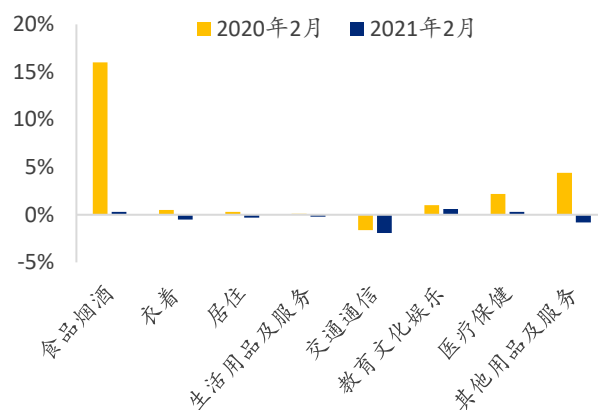
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11：肉类、鲜菜、鲜果价格的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：CPI 各项同比增速比较



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13：最新 CPI 数据一览

同比 (%)	环比 (%)
2月	1月
2月	1月

图表 14：除煤炭外，大宗商品价格 2 月继续回升



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_17509

