

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

社融增速见顶回落。1月社融存量升至289.7万亿元，增速进一步回落，从前期的13.3%降至13.0%。新增社融为5.17万亿元，高于预期（4.60万亿元）和去年同期（5.05万亿元），社融增量主要来自贷款和汇票。1月，社融口径的贷款新增3.93万亿元，同比多增3,861亿元；银行承兑汇票新增4,902亿元，同比多增3,499亿元。信用债违约的影响逐渐减轻，企业债券融资回升，从12月的442亿元增至1月的3,751亿元。1月政府债发行尤为平静，政府债券净融资从12月的7,156亿元回落至2,437亿元，同比下降5,176亿元。

新增信贷创单月新高。1月新增人民币贷款3.58万亿元，同比多增2,252亿元，高于预期（3.50万亿元）。信贷结构继续优化，居民和企业中长期贷款同比增加。**M2、M1增速交叉。**1月M2同比增长9.4%，低于预期（10.1%）；M1的同比增速由12月的8.6%回升至1月的14.7%，显著高于预期（10.5%）。M2与M1增速出现交叉，显示在货币投放边际放缓的同时，居民和企业的流动性仍保持充裕。

高基数和基期轮换的作用下，CPI同比增速再次回归负区间。1月CPI同比增速由正转负，下降0.3%，低于预期（0.0%）。高基数影响下，食品价格同比增速趋缓，导致CPI再次负增长。基期轮换调整了非食品权数并添加了新兴商品和服务，导致核心CPI同比下降0.3%，创2010年以来新低，也是核心CPI过去十一年来首次负增长。CPI的高基数影响在2月将迎来峰值，叠加基期轮换的影响，预计通胀仍面临下行压力。

大宗商品价格回暖作用下，PPI继续温和修复。1月PPI同比增速由负转正，从前期的-0.4%反弹至0.3%，符合预期。其中，生产资料价格显著修复，生活资料价格同比降幅有所收窄。大宗商品的需求回升带动价格趋于稳定、增速边际收窄，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。

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2月11日

主要数据（同比，%）	1月	12月	11月
社融存量（万亿元）	289.7	284.8	283.3
社融增量（万亿元）	5.17	1.72	2.14
新增人民币贷款（万亿元）	3.58	1.26	1.43
M2	9.4	10.1	10.7
M1	14.7	8.6	10.0
CPI	-0.3	0.2	-0.5
核心CPI	-0.3	0.4	0.5
PPI	0.3	-0.4	-1.5

资料来源：中国人民银行，国家统计局，浦银国际

相关报告：

《“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）

社融边际放缓，信贷扩张明显

社融增速进一步放缓，新增社融仍超预期。1月社融存量升至289.7万亿元，同比增长13.0%，低于12月的增速（13.3%）。1月，新增社融为5.17万亿元，高于预期（4.60万亿元）和去年同期（5.05万亿元）。随着中国货币政策逐步回归正常化，社融增速将延续边际放缓趋势，但货币政策不会出现“急转弯”，流动性仍将保持合理充裕。

社融增量主要来自贷款和汇票。1月新增社融超预期，主要受贷款推动。社融口径的新增贷款由12月的1.05万亿元增至1月的3.93万亿元，同比多增3,861亿元。1月非标融资（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）合计增加4,151亿元，其中汇票受流动性影响增加4,902亿元，同比多增3,499亿元。信用债违约的影响逐渐减轻，企业债券融资回升，从12月的442亿元增至3,751亿元，企业股票融资由12月的1,125亿元回落至1月的991亿元。1月政府债发行尤为平静，政府债券净融资从12月的7,156亿元回落至2,437亿元，同比下降5,176亿元。

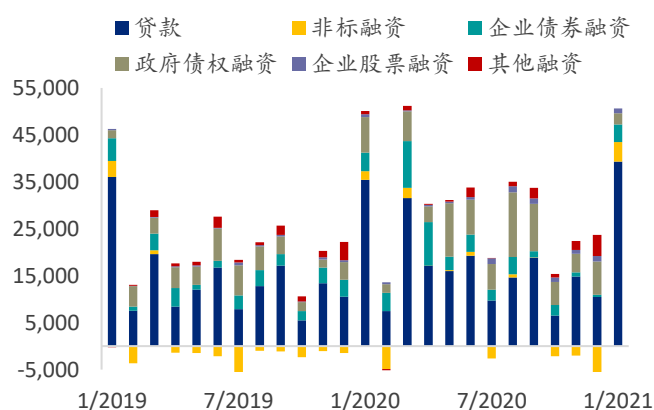
新增信贷创单月新高，结构继续优化。1月新增人民币贷款3.58万亿元，同比多增2,252亿元，高于预期（3.50万亿元）。居民、企业中长期贷款同比增加。央行新出台房地产贷款集中度管理制度的影响尚不明显，1月新增居民中长期贷款有明显回升达9,448亿元，较去年12月多增5,056亿元，高于去年同期（7,491亿元）。企业中长期贷款持续回升，1月新增20,400亿元，较去年12月多增14,900亿元，显著高于去年同期（16,600亿元）。企业投资活动持续回暖，贷款结构继续改善，流动性合理充裕。

新增存款多增，新增居民存款回落。受财政存款高增的影响，1月新增存款3.57万亿元，同比增长22%。1月新增居民存款1.48万亿元，同比减少2.76万亿元，比去年12月下降1,935亿元。新增居民存款回落显示春节前消费动力有所释放。

M2、M1增速交叉。1月M2同比增长9.4%，低于预期（10.1%），较前期下降0.7个百分点。M1的同比增速由12月的8.6%回升至1月的14.7%，显著高于预期（10.5%）。我们2021年宏观展望报告中（详情请见[《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)），预计2021年M2与M1增速将出现交叉，这显示在货币投放边际放缓的同时，居民和企业的流动性仍保持充裕。

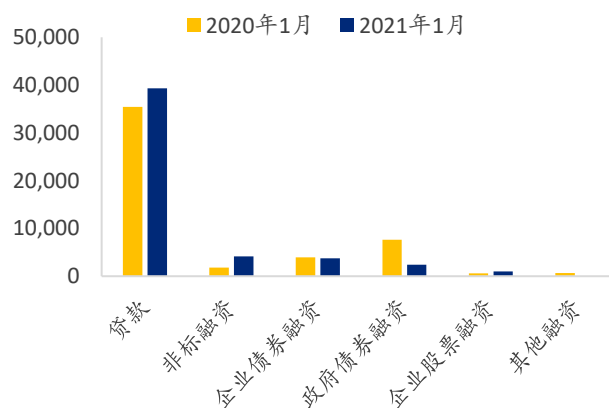
为对冲财政支出投放、给资本市场降温，央行 1 月“缩量”逆回购，导致银行间流动性收紧，短端利率突破近三年中枢并大幅上行，造成一定程度的“钱荒”。根据我们的宏观报告（详情请见[《“钱荒”之后》](#)），1 月的流动性紧张并不会持续，对金融市场和实体经济的影响有限。

图表 1：新增社会融资总量（亿元）



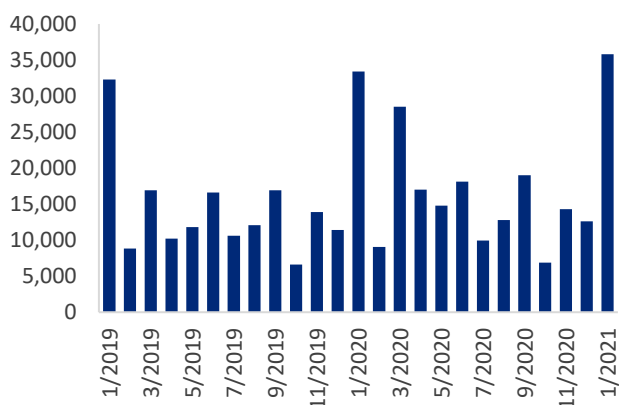
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：新增社会融资结构对比（亿元）



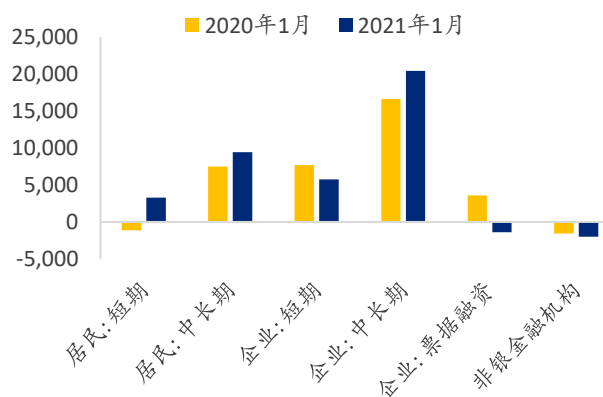
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：新增人民币贷款（亿元）



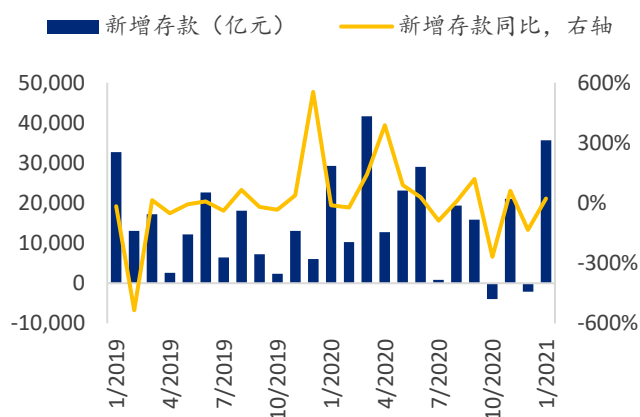
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增信贷结构对比（亿元）



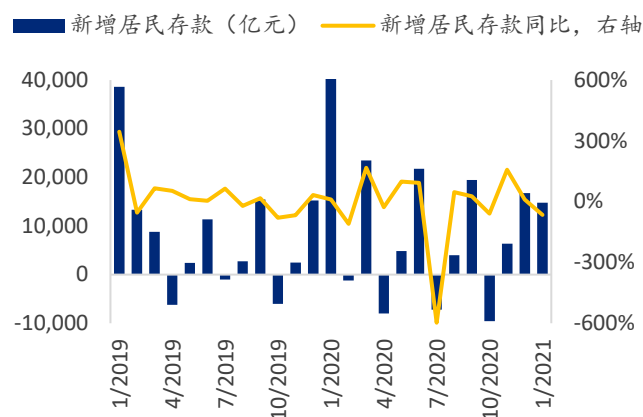
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5: 新增存款回升



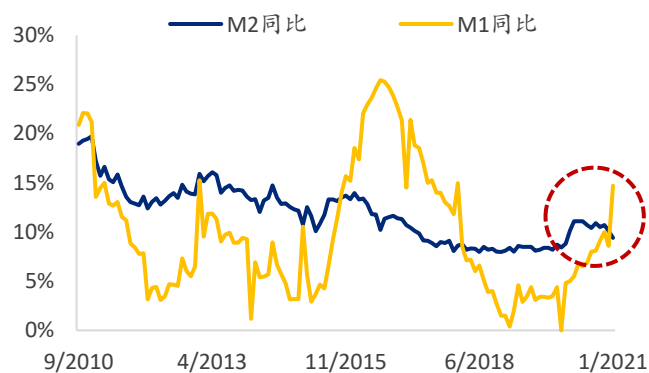
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 新增居民存款回落



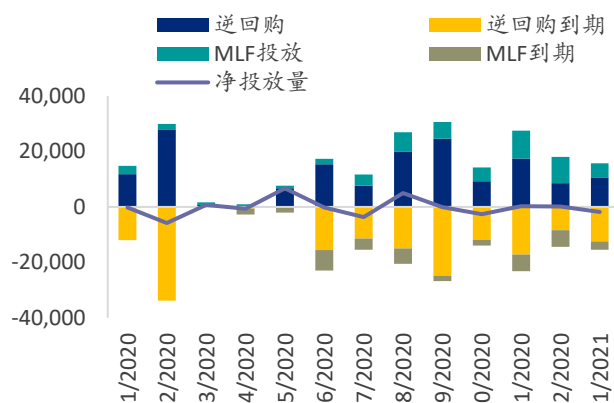
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: M2、M1 增速出现交叉



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 2020 年至今公开市场操作与到期 (亿元)



资料来源: CEIC, 浦银国际

CPI 由正转负，PPI 温和修复

2021 年 1 月为中国第四轮 CPI 基期轮换的首个月度。与第三轮基期（2016 至 2020 年）相比，此次新基期的权数变动不大，但延续了食品类权数下降、非食品类权数上升的特点。其中，食品烟酒的权数比上轮下降 1.2 个百分点，非食品类整体上升，居住、交通通信、医疗保健的权数上升明显。新基期“一篮子”商品和服务中，添加了新兴商品和服务（包括外卖、新能源汽车等）。此外，新基期剔除了非洲猪瘟、新冠疫情等对居民消费支出的尤为影响。

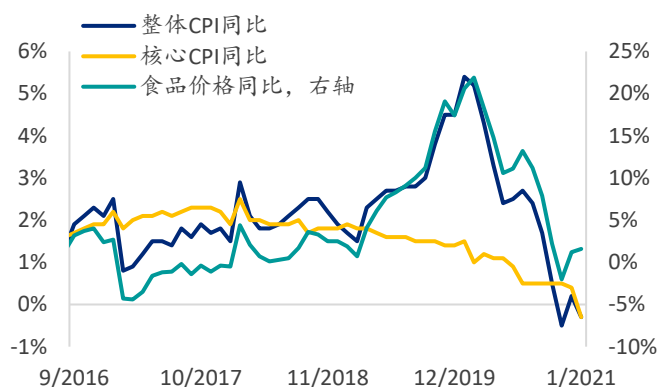
CPI 同比再次由正转负。1 月，CPI 同比增速由前期的 0.2% 回落至负区间（-0.3%），低于预期（0.0%）。高基数影响下，食品价格同比增速趋缓，导致 CPI 再次负增长。扣除食品和能源的价格影响，1 月核心 CPI 同比增速下降 0.7 个百分点至 -0.3%，创 2010 年以来新低，也是核心 CPI 过去十一年来首次负增长。基期轮换过程中权数调整和新增部分商品和服务，是导致核心 CPI 大幅回落的主要原因。

食品、原油价格仍是拉动 CPI 上行的主要动力。1 月食品价格同比增速由前期的 1.2% 回升至 1.6%，其中，肉类、鲜菜、鲜果是食品价格上升的主因。由于高基数的原因，肉类价格 1 月同比增速由正转负，从前期的 0.6% 回落至 -0.4%。其中，牛羊肉的价格上涨显著，同比增速分别为 4.1% 和 6.7%。寒潮天气增加了鲜果和鲜菜的储运成本，1 月鲜果价格的同比增速由前期的 6.5% 上升至 10.9%，鲜菜价格同比也增长了 1.3%。1 月，原油价格持续上涨，环比增长 7.6%，油价回升是带动非食品通胀的主因。

PPI 继续温和修复。1 月 PPI 同比由负转正，从前期的 -0.4% 反弹至 0.3%，符合预期。大宗商品价格回暖作用下，生产资料价格显著修复。1 月生产资料价格同比增速回升至 0.5%，较前期上涨 1.0 个百分点，是推动 PPI 温和修复的主要动力。生产资料价格修复主要由石油、煤炭、有色和黑色金属矿石价格上涨所导致，并带动了采掘和加工类别的价格同比增速由负转正。生活资料价格同比降幅有所收窄。1 月生活资料同比增速为 -0.2%，降幅较前期收窄 0.2 个百分点。其中，食品价格同比增速由前期的 0.9% 升至 1 月的 1.6%，价格持续修复明显。

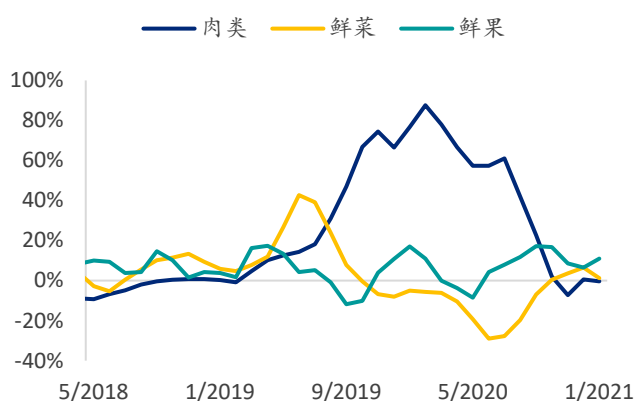
CPI 的高基数影响在 2 月将迎来峰值并随后减弱，抵消部分基期轮换的影响，预计通胀在未来数月仍面临波动。全球经济稳步回暖，大宗商品的需求回升带动价格趋于稳定、增速边际收窄，叠加国内工业生产持续向好的因素，预计 PPI 将继续温和修复。较高的 PPI 与较低的 CPI 并非好事，这将一定程度上压缩企业的利润空间，并对经济复苏造成潜在的负面影响，我们会密切留意接下来通胀的走势。

图表 9：基期轮换后 CPI 变动较明显



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

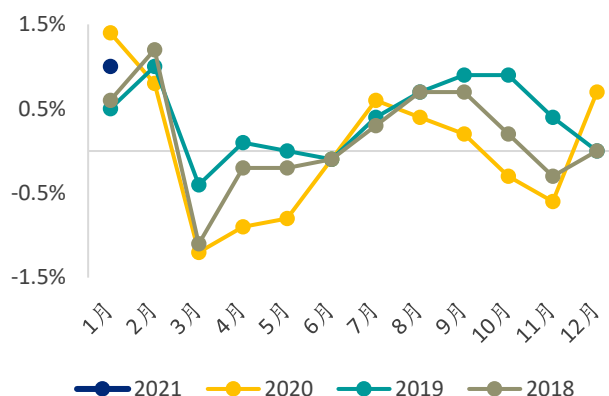


资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13：最新 CPI 数据一览

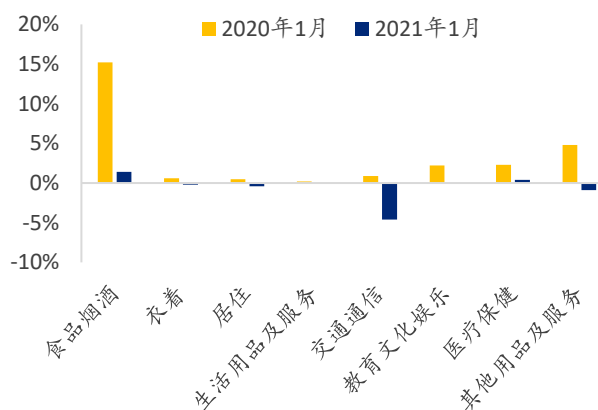
同比 (%)	环比 (%)
--------	--------

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 12：CPI 各项同比增速比较



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：大宗商品价格在 1 月微升



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_18066

