



供需双收缩，警惕“滞胀”

——蔡含篇

点评报告

A0001-20200222

2020 年 1 月	官方公布值	北大国民经济研究中心 预测值	Wind 市场 预测均值
通货膨胀			
CPI 同比	5.4	5.0	4.8
PPI 同比	0.1	0.1	0.2
货币信贷			
新增人民币贷款（亿元）	33400	31000	28211.1
M2 同比	8.4	8.6	8.6

主要观点：

- 居家隔离使得供需双收缩，或将导致“滞胀”
- 企业中长期贷款支撑信贷增速
- 财政存款增加导致 M2 同比增速回落
- 春节错位导致 CPI 增速显著上涨
- 低基数效应，PPI 增速继续上涨

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

课题负责人：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈 阳

邵宇佳

许琴芳

翟乃森

联系人： 蔡含篇

联系方式：

010-62767607

gmjjvj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告



当前宏观经济形势

2020 年春节前夕，新型冠状病毒疫情在武汉爆发并很快蔓延至全国，这对当前中国经济产生了较大影响。主要是由于居家隔离的防控措施使得供给、需求双收缩，“滞涨”出现的可能性增加。

“滞”，居家隔离，一边生产停滞，另一边需求减少，导致供给、需求双收缩，经济增速下行。“胀”，一方面，居家隔离使得供给全面减少而需求中很大一部分是刚需，不可能减少，需求相对增加，价格存在上涨的空间；另一方面，隔离使得居民日常购物更多的依靠网络、电话订购配送，这增加了购物成本，最终还是要通过价格上涨转嫁给消费者。

近期公布的 2020 年 1 月份价格、货币金融数据，虽然也显示出通胀率上涨的状况，但这只是延续 2019 年的自然走势，反映的并不是疫情对经济的影响。因为疫情对经济的影响是从春节过后逐渐开始的，而原计划的春节假期是放到农历正月初七，农历正月初八正式上班，初八是公历的 2 月 1 日，1 月份已经结束。可见 1 月份的数据主要反映的是 2019 年后经济的自然走势，并未很大地受到疫情的影响。

从 2020 年 1 月的价格、货币金融数据可以看出，自然走势下经济的下行压力不减。这主要是受 2019 年外贸形势的影响，虽然中美贸易已经达成阶段性协议，但由于根本问题并没有得到解决，这把外贸的达摩克利斯之剑其实仍在高悬。1 月份，CPI 增速继续上涨，这主要是由于春节错位导致的。货币方面，1 月份地方专项债发行前置拉升社会融资规模。

货币金融点评：

2020 年 1 月份人民币贷款增加 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元。2020 年 1 月末，广义货币(M2)余额 202.31 万亿元，同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平。

企业中长期贷款支撑信贷增速

2020 年 1 月份人民币贷款增加 3.34 万亿元，同比多增 1109 亿元，环比多增 22000 亿元。分部门看，首先，住户部门贷款回落。住户部门贷款增加 6341 亿元，同比少增 3557 亿元，其中，短期贷款减少 1149 亿元，与去年同期相比由正转负，同比少增 4079 亿元，中长期贷款增加 7491 亿元，同比多增 522 亿元。其次，企业部门贷款回升。企（事）业单位贷款增加 2.86 万亿元，同比多增 2800 亿元，其中，短期贷款增加 7699 亿元，同比多增 1780



亿元，中长期贷款增加 1.66 万亿元，同比多增 2600 亿元，票据融资增加 3596 亿元，同比少增 1564 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1567 亿元，同比少减 1819 亿元。

1 月份信贷超预期增长。年初信贷额度释放，信贷供给充足，导致新增人民币贷款环比大增。虽然春节前置，1 月工作日减少，但是，信贷同比仍然呈现回升态势。分部门来看，居民部门中长期信贷平稳增长，主要是因为居民住房贷款较平稳。企业贷款稳步回升，说明金融支持实体经济力度持续增加。同时，票据融资继续保持稳步回落的趋势。总体上来看，企业中长期贷款仍然是信贷的主要支撑力量，并且疫情对 1 月份的信贷影响不大。

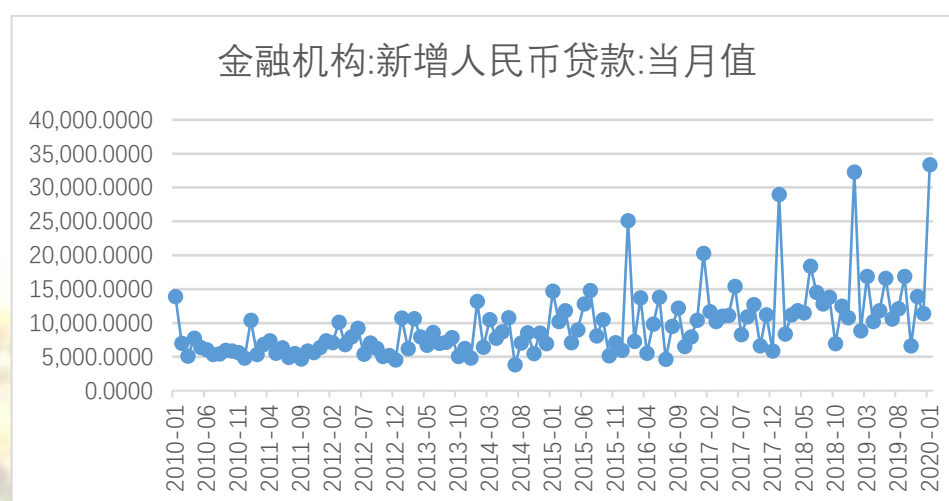


图 1：新增人民币贷款：当月值（亿元）

数据来源：WIND, 北大国民经济研究中心

财政存款增加导致 M2 同比增速回落

M2 同比增速回落。2020 年 1 月末，广义货币 (M2) 余额 202.31 万亿元，同比增长 8.4%，比上月末低 0.3 个百分点，与上年同期持平；狭义货币 (M1) 余额 54.55 万亿元，与上年同期持平，同比增长 0%，分别比上月末和上年同期低 4.4 个和 0.4 个百分点；流通中货币 (M0) 余额 9.32 万亿元，同比增长 6.6%。

虽然央行公布 1 月 6 日全面降准，释放了一定的流动性，但是 M2 同比增速依然回落。原因有二。第一，财政存款增加。1 月份新增财政存款 4002 亿元，较上月由负转正，导致 M2 同比增速较上月有所回落。第二，春节前置，企业发放年终奖的需求上升。这导致企业存款减少，这也是 1 月份的 M2、M1 同比增速回落的原因。

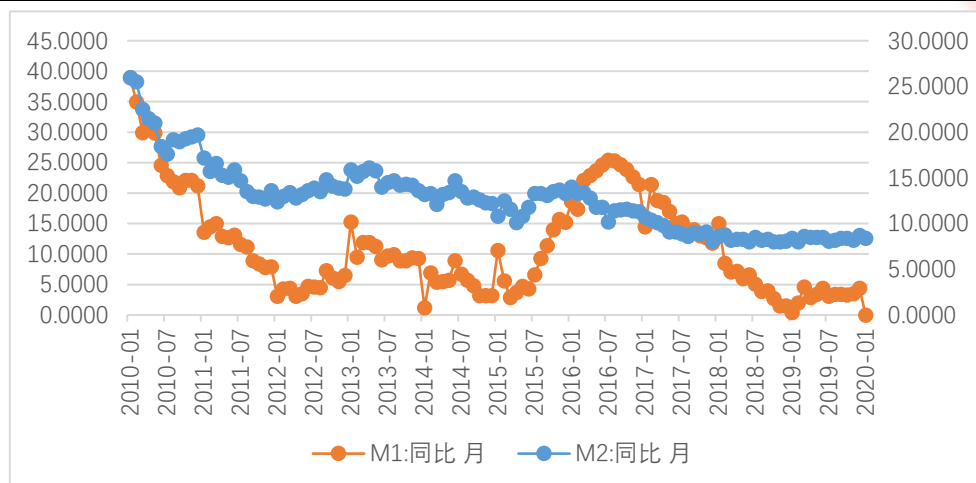


图 2: M1、M2 同比增速 (%)

数据来源: WIND, 北大国民经济研究中心

价格数据点评:

2020 年 1 月份, CPI 同比增长 5.4%, 涨幅较前月扩大 0.9 个百分点; PPI 同比增长 0.1%, 工业品价格增速由负变正。本月通胀率出现了较为明显的上涨, 这主要是由春节错位导致的。

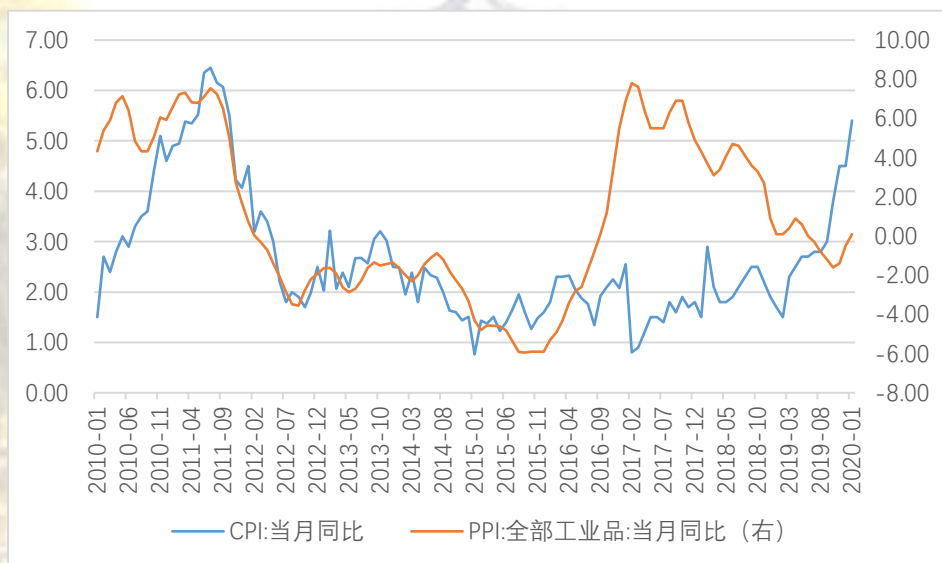


图 3: CPI、PPI 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

春节错位导致 CPI 增速显著上涨

1 月份, CPI 同比增长 5.4%, 涨幅较前月扩大 0.9 个百分点, 这主要是由于春节错位导致的。2020 年春节前夕, 新冠肺炎在武汉爆发, 很快蔓延至全国, 同时 1 月份全国各地的居民消费价格走势也相对较高。因此, 很多人会认为 1 月份 CPI 增速显著上涨是受疫情影响。



我们通过对以往春节错位对春节所在月 CPI 增速波动的影响发现，2020 年 1 月份 CPI 增速的波动与以往春节错位导致 CPI 增速波动大体一致，因此认为影响本月 CPI 增速上涨的主要因素是春节错位。

低基数效应，PPI 增速继续上涨

1 月份 PPI 同比增长 0.1%，PPI 增速有负转正，这主要是由于 2019 年 1 月份存在低基数效应。从具体分类来看，1 月份，生产资料价格同下滑 0.4%，降幅较 2019 年 12 月份收窄 0.8 个百分点；生活资料同比增长 1.3%，与 2019 年 12 月份持平。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业同比上涨 4.6%；黑色金属冶炼和压延加工业同比上涨 0.7%，增速有负转正。

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_7030

