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

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

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。

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）

浦银国际 | 数据点评 | 2021 年 2 月宏观数据点评——货币信贷、通胀

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

货币政策的长期“正常化”与短期“不转弯”

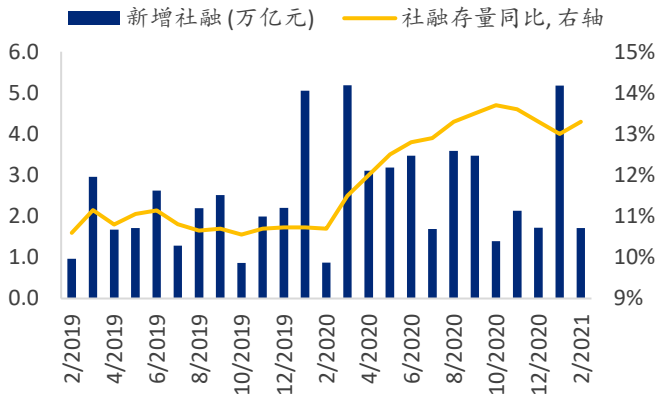
社融增速回升，新增社融超预期。社融存量 2 月份升至 291.4 万亿元，同比增长 13.3%，高于 1 月的增速（13.0%）。2 月，新增社融为 1.71 万亿元，高于预期（0.91 万亿元）和去年同期（0.87 万亿元）。长期来看，中国货币政策逐步回归正常，社融增速将延续下降的趋势，信贷脉冲也将继续下行，广义流动性的周期顶点已经过去了；但短期内，央行的货币政策不会出现“急转弯”，社融增速的下行斜率趋缓，流动性仍将是合理充裕的。

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



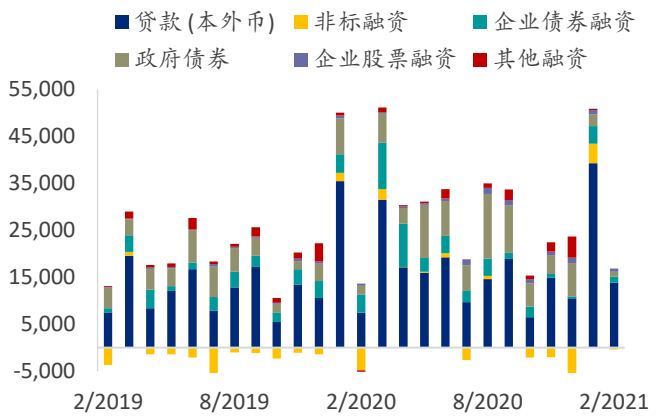
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：中国信贷脉冲呈现下降趋势



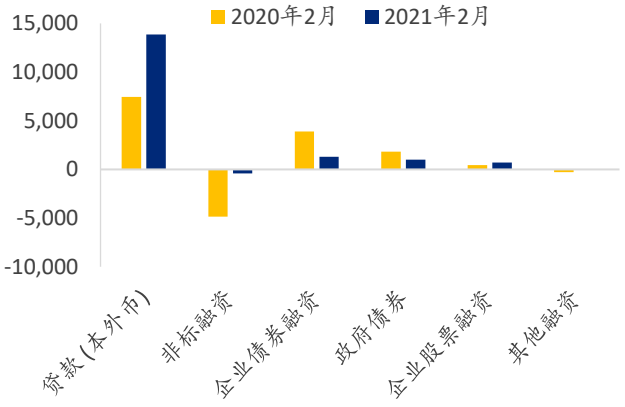
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 3：新增社融结构（亿元）



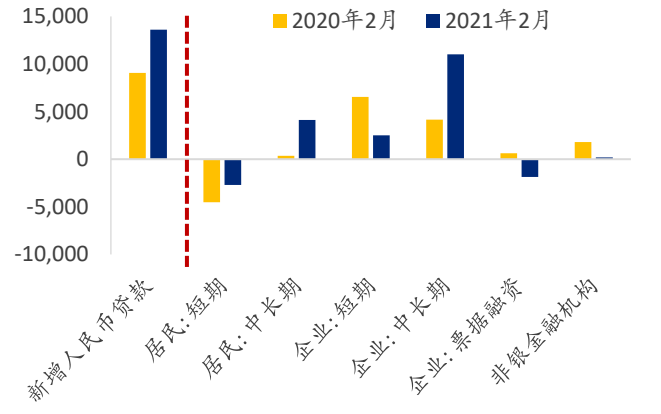
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增社融结构对比（亿元）



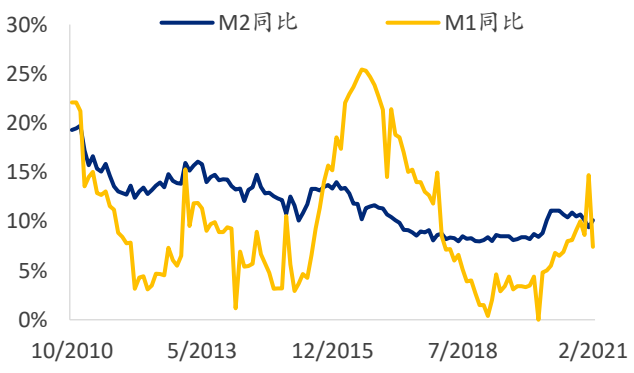
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：新增信贷结构对比（亿元）



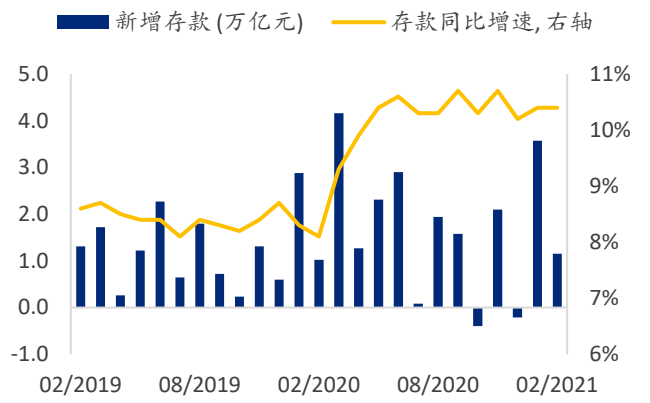
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：M2 增速回升，M1 增速下滑



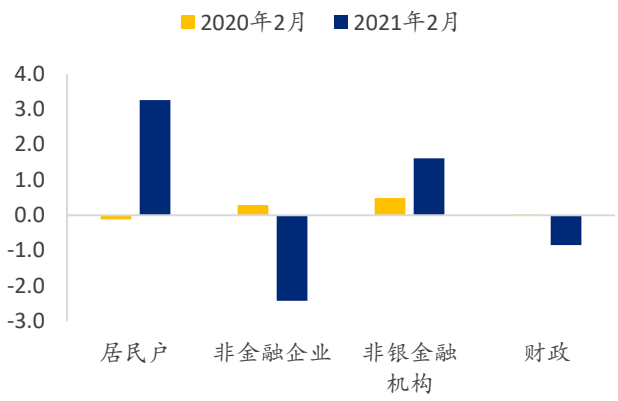
资料来源：CEIC，浦银国际

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%。

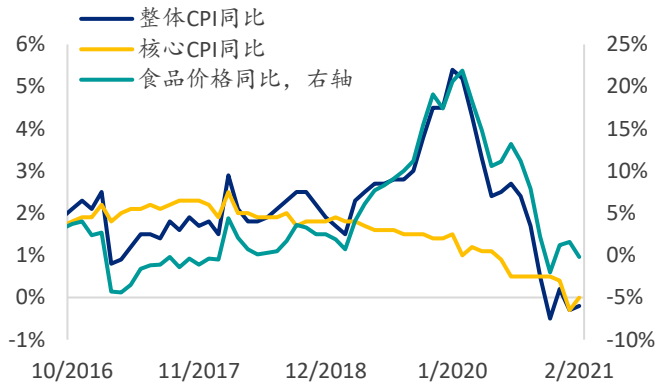
2 月，物价呈现食品通胀回落、非食品通胀上升的特点，拉动 CPI 上行的动力出现交替。其中，食品价格的同比增速由正转负（前期为 1.6%，2 月降至-0.2%），非食品价格同比降幅由前期的-0.8%收窄至 2 月的-0.2%。造成食品与非食品通胀分化的主要原因是，高基数出现错峰效应：整体通胀的基数效应在 1 月到达峰值，而食品通胀的基数效应 2 月才见顶。随着基数效应在 3 月整体性减弱，预计通胀将缓慢恢复。

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。

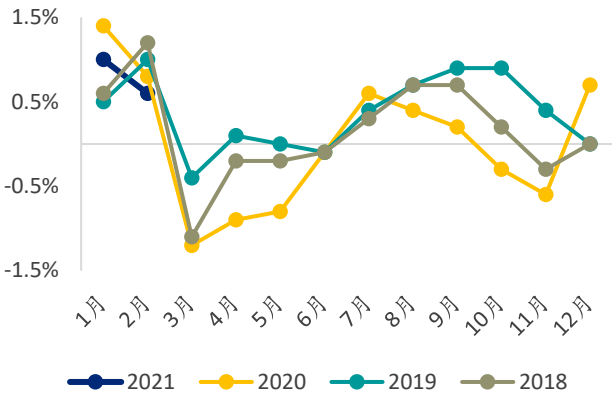
站在通胀高基数和广义流动性的拐点，我们预计未来 CPI 走势仍将面临波动和不确定性。随着全球各国央行上调经济预期，经济的共振复苏将继续带动大宗商品的需求回升，并使得商品价格稳步上涨，叠加国内工业生产持续向好的因素，预计 PPI 将继续温和修复。**在 PPI 回升较为确定的情况下，CPI 的走向将影响疫情后的经济复苏：过低的 CPI 将一定程度上压缩企业的利润空间，并对经济复苏造成潜在的负面影响。**接下来，我们仍将持续关注中国货币政策和通胀的走向。

图表 9：核心 CPI 回升，食品通胀下行



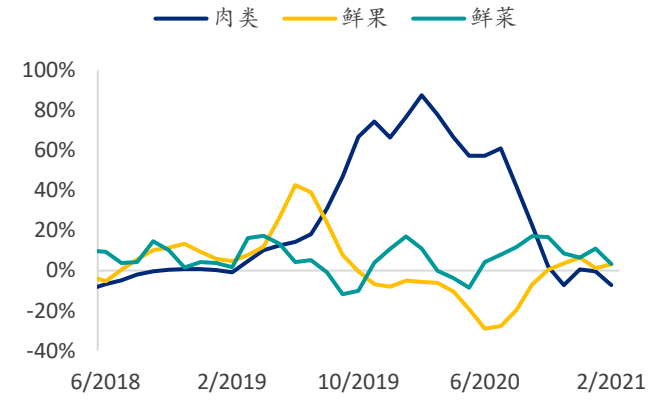
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：CPI 环比涨跌幅历史趋势比较



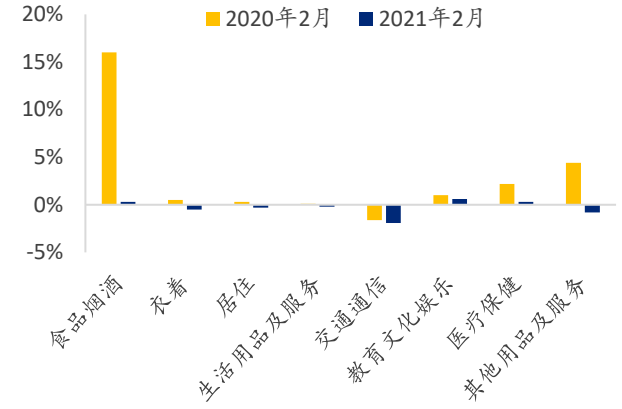
资料来源：CEIC，浦银国际

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



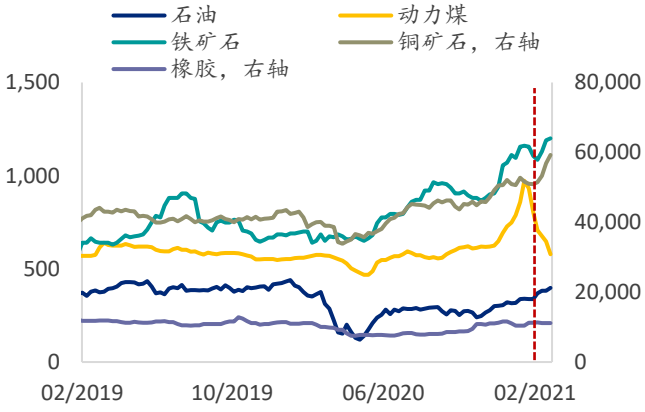
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13：最新 CPI 数据一览

	同比（%）		环比（%）	
	2 月	1 月	2 月	1 月
核心 CPI	**0.0**	-0.3	**0.2**	0.1
整体 CPI	**-0.2**	-0.3	**0.6**	1.0
其中：食品	**-0.2**	1.6	**1.6**	4.1
非食品	**-0.2**	-0.8	**0.4**	0.3
其中：消费品	**-0.3**	-0.1	**0.7**	1.5
服务	**-0.1**	-0.7	**0.4**	0.2
其中：城市	**-0.2**	-0.4	**0.6**	1.0
农村	**-0.1**	-0.1	**0.4**	1.1

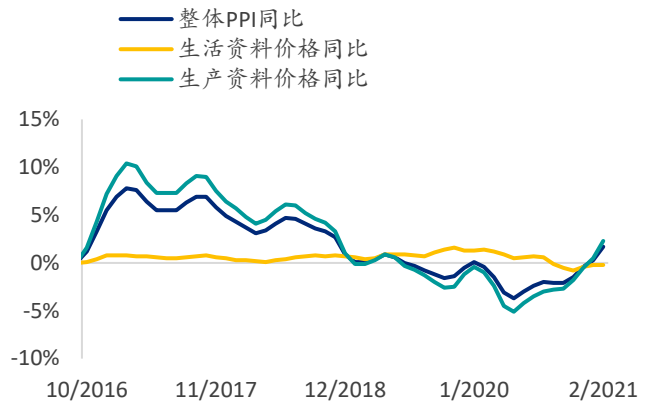
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：除煤炭外，大宗商品价格 2 月继续回升



注：石油价格为元/桶，其他商品价格为元/吨　　资料来源：FactSet，浦银国际

图表 15：生产资料价格修复，PPI 同比正增长



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 16：最新 PPI 数据一览

	同比（%）		环比（%）	
	2 月	1 月	2 月	1 月
整体 PPI	**1.7**	0.3	**0.8**	1.0
其中：生产资料	**2.3**	0.5	**1.1**	1.2
采掘	**6.8**	1.0	**2.8**	5.5
原材料	**2.9**	-0.8	**2.1**	1.8
加工	**1.7**	1.0	**0.4**	0.7
其中：生活资料	**-0.2**	-0.2	**0.0**	0.2
食品	**1.6**	1.6	**0.2**	0.7
衣着	**-1.3**	-1.3	**0.0**	-0.2
一般日用品	**-0.1**	0.0	**0.0**	0.1
耐用消费品	**-1.8**	-1.8	**-0.2**	-0.1

资料来源：CEIC，浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼