北京大学国民经济研究中心

经济平稳运行，货币政策回归常态

——康健

点评报告 A0012-20210210

2021 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	-0.3	0.1	-0.1
PPI 同比	0.3	1.1	0.3
货币信贷			
新增人民币贷款（亿元）	35800	35000	35300
M2 同比	9.4	10.3	10.2

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

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

康　健

纪　尧

邵宇佳

翟乃森

周　圆

联系人： 蔡含篇

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@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

要点

- 受春节错位高基数效应影响，CPI 增速小幅下降
- 食品需求扩张叠加极端天气，食品价格环比增速继续上涨
- 工业需求扩张叠加国际大宗商品价格上涨，PPI 增速继续上涨
- 居民春节消费需求释放，人民币贷款同比增加
- 季节效应叠加信贷集中投放，社融规模同比增加
- 季节效应叠加取现需求降低，M2 增速趋于回落

随着疫情得到有效控制，经济基本面逐步修复。需求进一步扩张，前期被抑制的部分消费在春节前得到了一定程度的释放，消费需求增加，推动商品价格与国际大宗商品价格上涨的同时，居民贷款需求也随之增加；货币政策更加体现了处理好恢复经济和防范风险的关系，始终坚持稳字当头。

供需关系的逐步改善，2020 年第四季度 GDP 同比增长 6.5%，经济增速进一步提高，超市场预期，并且高于去年同期水平。面对严峻复杂的国内外环境特别是新冠肺炎疫情严重冲击，中国率先控制住疫情，复工复产有序推进，经济增速从 2020 年第二季度开始修复转正，全年 GDP 同比增长 2.3%，总量首超百万亿，但也要看到经济复苏存在不平衡，需求端恢复仍存在压力，内需特别是消费的提振仍需加强，经济恢复基础尚需进一步牢固。

价格方面，受春节错位高基数效应影响，CPI 增速小幅下降，2021 年 1 月 CPI 同比下降 0.3%；经济基本面修复，工业品总需求相对增加的同时，国际大宗商品价格上涨，推动 PPI 增速上涨，2021 年 1 月 PPI 同比增长 0.3%。货币金融方面，居民春节消费需求释放的同时，制造业继续保持扩张态势，企业中长期贷款同比增加，使得新增人民币贷款同比增加，2021 年 1 月人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿元；虽然受到融资类信托严监管影响，新增信托贷款同比减少，但季节效应拉升了社融增量，2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1165 亿元；居民取现需求降低，M2 增速趋于回落，2021

年 1 月末，广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点。

价格部分：基数效应、需求扩张 CPI、PPI 走势相悖

1 月份，CPI 同比下降 0.3%，CPI 增速由上月的同比增长转为同比下降；PPI 同比增长 0.3%，PPI 增速则由上月的同比下降转为同比增长。其中，基数效应使得 CPI 增速下滑，工业需求扩张与国际大宗商品价格上涨使得 PPI 增速上行 。

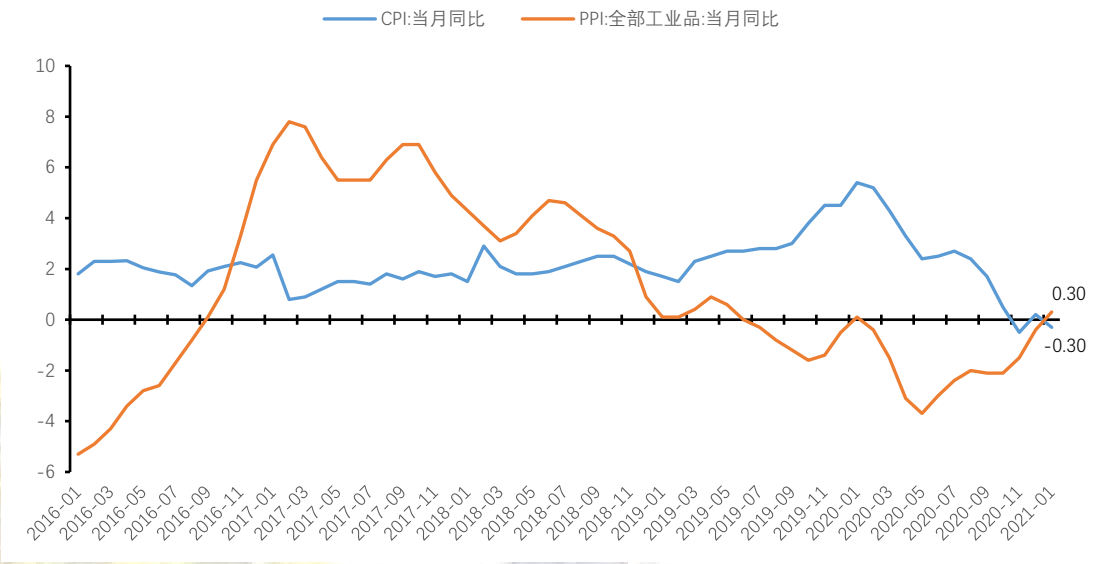


图 1 CPI、PPI 当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

受春节错位高基数效应影响，CPI 增速小幅下降

1 月份，CPI 同比下降 0.3%，较 2020 年 12 月份下滑 0.5 个百分点，导致 2021 年 1 月份 CPI 同比增速小幅下滑的主要影响因素是春节错位产生的高基数效应。尽管食品需求增加与极端天气推动 1 月份食品价格上涨，但其对 CPI 同比增速拉升的幅度小于高基数效应对 CPI 增速拉低的幅度。因此，受高基数效应影响，本月 CPI 增速出现小幅下滑。2020 年春节在 1 月份，一般春节所在月，居民消费价格存在普遍上涨的现象。2020 年 1 月份，CPI 同比增长 5.4%，也是 2020 年年内最高值。可见，去年同期的 CPI 增速对本月形成了高基数效应，拉低了本月 CPI 增速。

食品需求扩张叠加极端天气，食品价格环比增速继续上涨

1 月份，食品价格环比增长 4.1%，较 2020 年 12 月份上涨 1.3 个百分点，部分食品需求

增加叠加极端天气使得 1 月份食品价格环比增速显著上涨。受备年货的传统习俗影响，1 月份肉类需求继续增加，使得畜肉类价格依然位于上涨空间，环比上涨 3.7%。另外，1 月份全国出现极端天气，使得蔬菜供应出现暂时短缺的现象，使得蔬菜价格短期内大幅上涨，1 月鲜菜价格环比增长 19.0%。受肉、菜价格上涨带动，1 月份食品价格环比增速继续上涨。

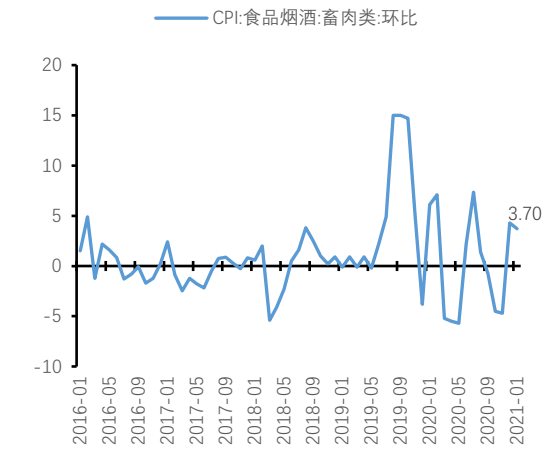


图 2 畜肉类价格环比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

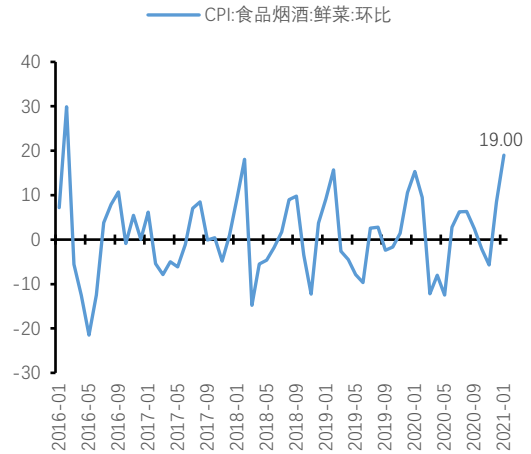


图 3 鲜菜价格环比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

工业需求扩张叠加国际大宗商品价格上涨，PPI 增速继续上涨

1 月份，PPI 同比增长 0.3%，PPI 增速由 2020 年 12 月份的同比下降转变为本月的同比增长。两方面因素使得 PPI 增速继续上涨，一方面，经济基本面修复，工业品总需求相对增加；另一方面，国际大宗商品价格上涨，推动 PPI 增速上涨。

从 2020 年末的数据可以看出，当前经济基本面得以修复，工业品需求正处于扩张区间。1-12 月份，固定资产累计同比增长 2.9%，较 1-11 月份上涨 0.3 个百分点，其中，制造业累计降幅较 1-11 月收窄 1.3 个百分点。可见，工业品需求正处于扩张区间。根据中国工程机械工业协会数据显示，2021 年 1 月纳入统计的 26 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机 19601 台，同比涨幅 97.2%。挖掘机作为工业需求扩张的先行指标，其需求量增速的上涨也进一步佐证了工业需求扩张推动 PPI 增速上涨的观点。

另外，1 月份国际大宗商品价格依然延续上涨势头。燃料油、铁矿石、螺纹钢等活跃合约期货结算价，在 1 月份的平均值较 2020 年 12 月份平均值环比上涨 6.3%、4.9%、5.2%。国际大宗商品价格的上涨，对国内 PPI 增速起到推升作用。

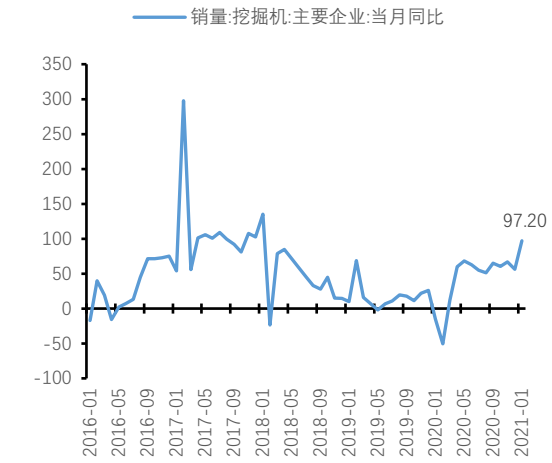


图 4 主要企业挖掘机销量同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

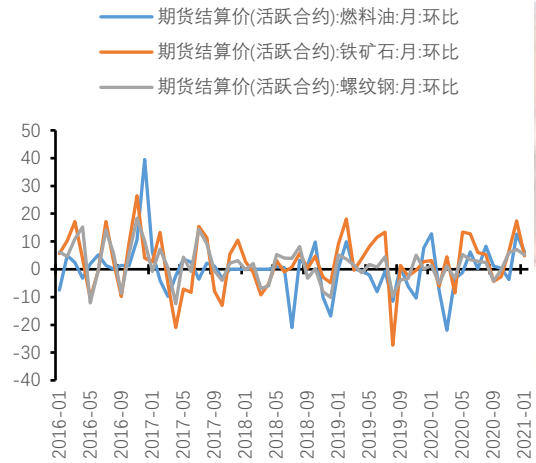


图 5 活跃合约期货燃料油、铁矿石、螺纹钢价格环比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

货币金融部分：春节错位叠加季节效应，M2 同比回落

2021 年 1 月人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿元；2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1165 亿元；2021 年 1 月末，广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点。在新增人民币贷款方面，居民春节消费需求释放的同时，制造业继续保持扩张态势，企业中长期贷款同比增加，使得新增人民币贷款同比增加；虽然受到融资类信托严监管影响，新增信托贷款同比减少，但季节效应拉升了社融增量；居民取现需求降低，M2 增速趋于回落。

居民春节消费需求释放，人民币贷款同比增加

2021 年 1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿元，分部门看，住户贷款增加 1.27 万亿元，同比多增 6359 亿元，其中，短期贷款增加 3278 亿元，同比多增 4427 亿元，中长期贷款增加 9448 亿元，同比多增 1957 亿元；企（事）业单位贷款增加 2.55 万亿元，同比少增 3100 亿元，其中，短期贷款增加 5755 亿元，同比少增 1944 亿元，中长期贷款增加 2.04 万亿元，同比多增 3800 亿元，票据融资减少 1405 亿元，同比多减 5001 亿元。

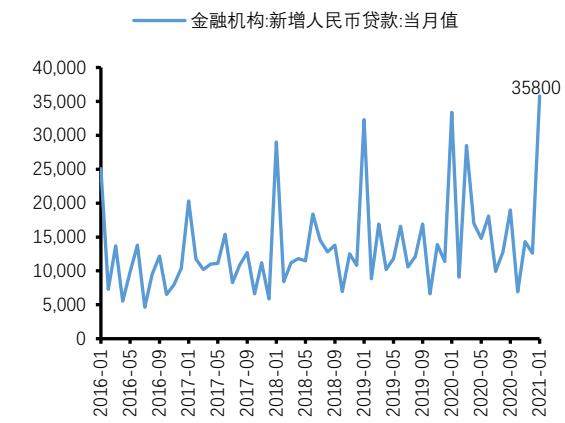


图 6 金融机构:新增人民币贷款:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

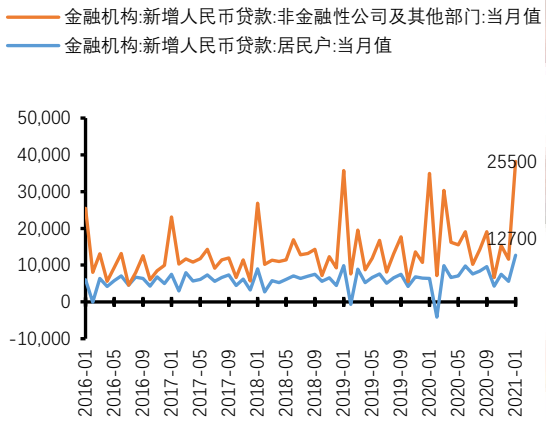


图 7 金融机构:新增人民币贷款:住户部门与企（事）业单位：当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

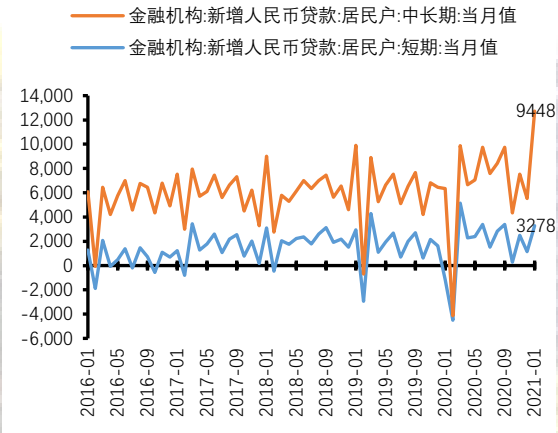


图 8 金融机构:新增人民币贷款:居民户:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

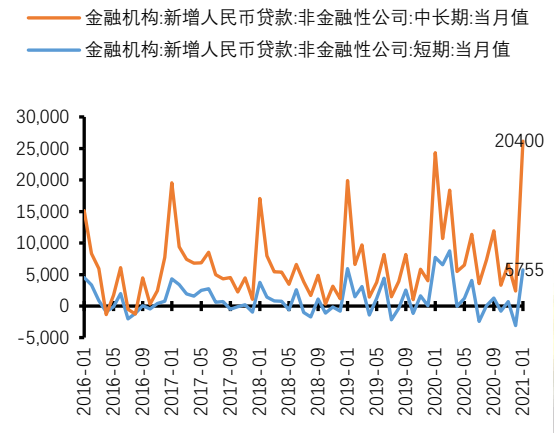


图 9 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司:短期与中长期:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

在新增人民币贷款方面，一方面，由于中国疫情得到有效防控，前期被抑制的部分消费在春节前得到了一定程度的释放，居民消费需求增加，使得居民短期贷款同比增加。此外，据克而瑞统计，由于 2020 年末热点城市购房热度延续至今，2021 年 1 月百强房企中有 33%的企业销售业绩表现好于 2020 年月均水平，促使居民中长期贷款同比增加。另一方面，2021 年 1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，虽然比上月回落 0.6 个百分点，但连续 11 个月位于临界点以上，表明制造业继续保持扩张态势，企业中长期贷款同比增加。因此，在上述两方面因素的影响下，1 月份新增人民币贷款同比增加。

季节效应叠加信贷集中投放，社融规模同比增加

2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1165 亿元。虽然受到融资类信托严监管的影响，新增信托贷款同比减少 1274 亿元，但社融同比多增主要是因为：一方面，考虑到 1 月份是商业银行传统的信贷集中投放时期，新增人民币贷款同比增加拉升了社融增量；另一方面，去年春节在 1 月，今年春节在 2 月，今年 1 月的工作日多于去年，拉升了社融增量。

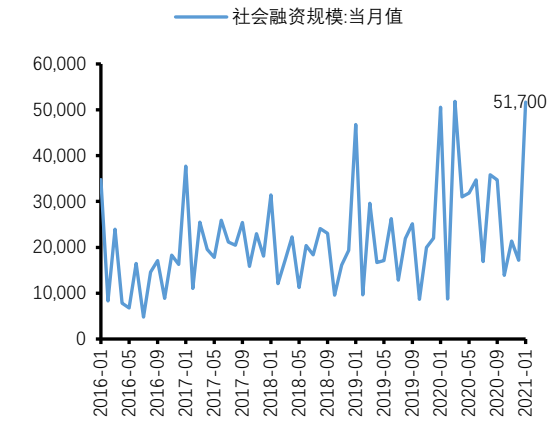


图 10 社会融资规模:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

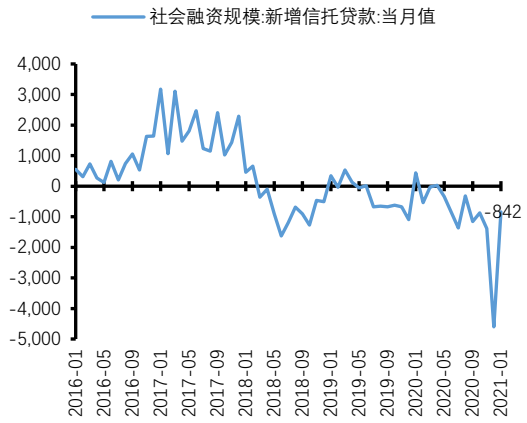


图 11 社会融资规模:新增信托贷款:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

季节效应叠加取现需求降低，M2 增速趋于回落

2021 年 1 月末，广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.56 万亿元，同比增长 14.7%，增速分别比上月末和上年同期高 6.1 个和 14.7 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.96 万亿元，同比下降 3.9%。

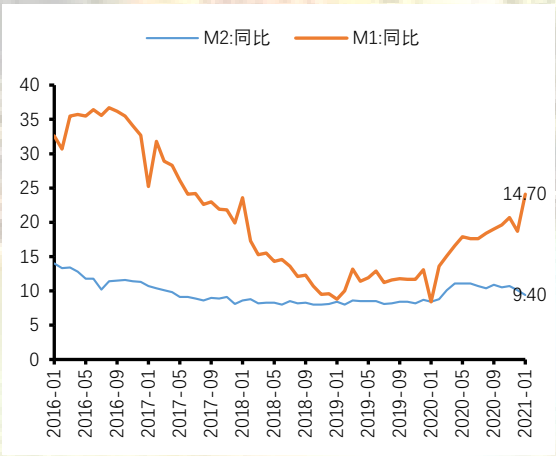


图 12 M1 与 M2 同比增速（%）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

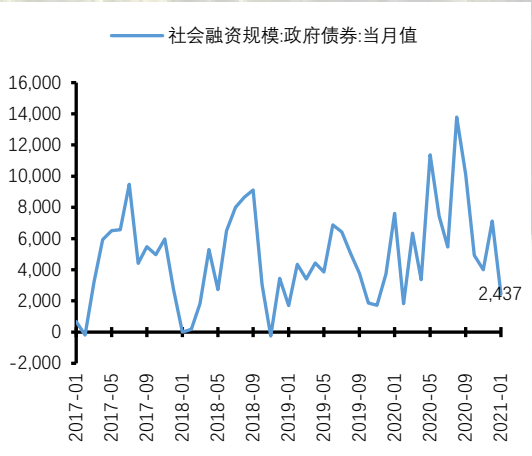


图 13 社会融资规模:政府债券:当月值（亿元）

数据来源： Wind，北京大学国民经济研究中心

M2 同比增速较上月回落。首先，1 月是传统的缴税大月，季节效应拉低 M2 同比增速；其次，就地过年、返乡隔离削弱了居民的春节取现需求，拉低了 M2 同比增速；最后，2020 年地方债发行规模较大，导致 2021 年 1 月政府债券供给量有所下降，降低了货币市场流动性的需求，拉低了 M2 同比增速。此外，随着移动支付等手段的广泛普及，春节期间居民的取现需求同样得到了削弱，进而拉低 M2 同比增速。

北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5%的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。