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）

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。

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。

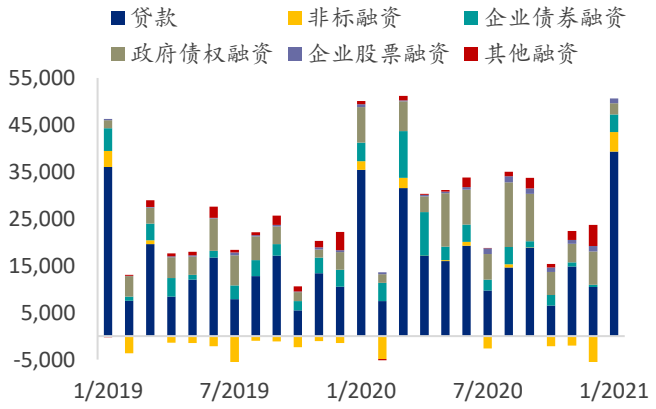
新增信贷创单月新高，结构继续优化。1 月新增人民币贷款 3.58 万亿元，同比多增 2,252 亿元，高于预期（3.50 万亿元）。**居民、企业中长期贷款同比增加。**央行新出台房地产贷款集中度管理制度的影响尚不明显，1 月新增居民中长期贷款有明显回升达 9,448 亿元，较去年 12 月多增 5,056 亿元，高于去年同期（7,491 亿元）。企业中长期贷款持续回升，1 月新增 20,400 亿元，较去年 12 月多增 14,900 亿元，显著高于去年同期（16,600 亿元）。企业投资活动持续回暖，贷款结构继续改善，流动性合理充裕。

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。

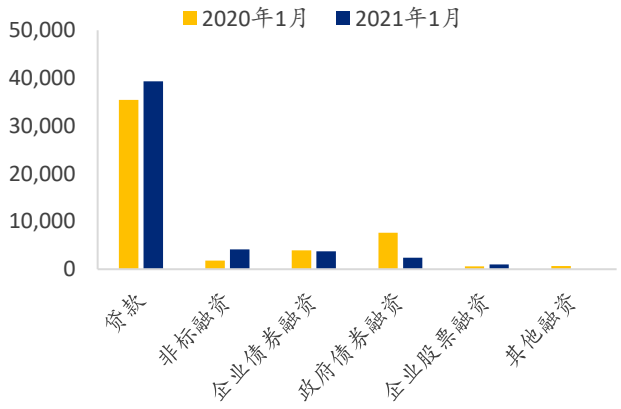
为对冲财政支出投放、给资本市场降温，央行 1 月“缩量”逆回购，导致银行间流动性收紧，短端利率突破近三年中枢并大幅上行，造成一定程度的“钱荒”。根据我们的宏观报告（详情请见《“钱荒”之后》），**1 月的流动性紧张并不会持续，对金融市场和实体经济的影响有限。**

图表 1：新增社会融资总量（亿元）



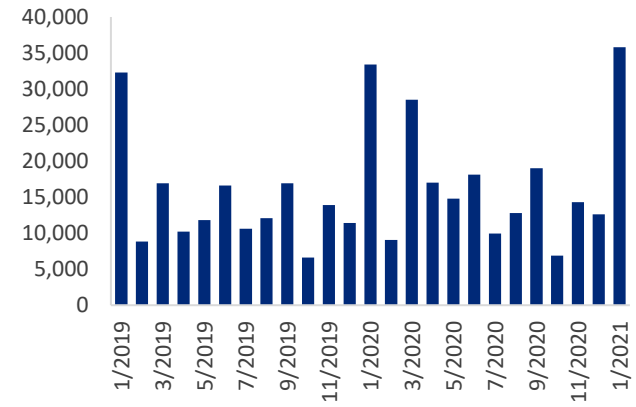
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：新增社会融资结构对比（亿元）



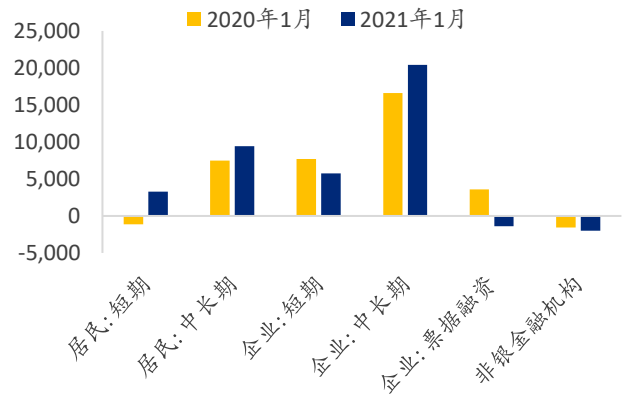
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：新增人民币贷款（亿元）



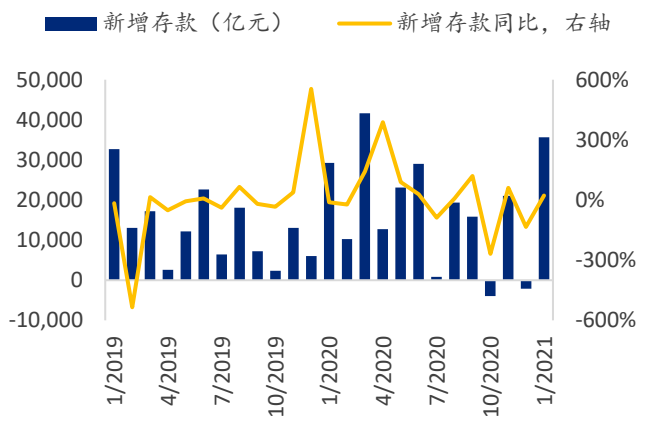
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增信贷结构对比（亿元）



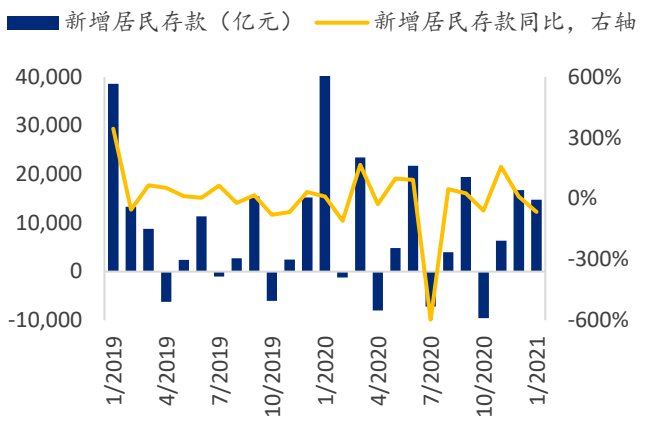
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：新增存款回升



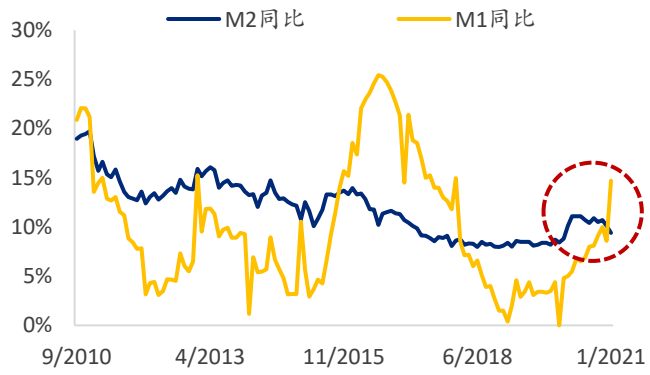
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 6：新增居民存款回落



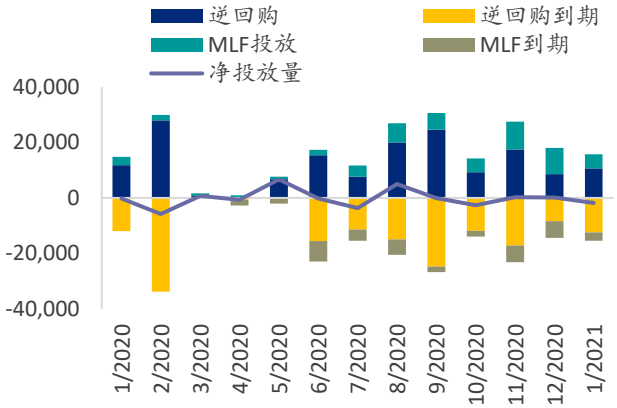
资料来源：CEIC，浦银国际

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。

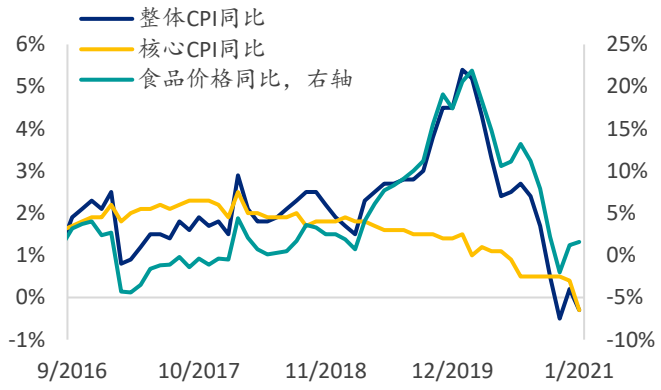
CPI 同比再次由正转负。1 月，CPI 同比增速由前期的 0.2%回落至负区间（-0.3%），低于预期（0.0%）。高基数影响下，食品价格同比增速趋缓，导致 CPI 再次负增长。扣除食品和能源的价格影响，1 月核心 CPI 同比增速下降 0.7 个百分点至-0.3%，创 2010 年以来新低，也是核心 CPI 过去十一年来首次负增长。基期轮换过程中权数调整和新增部分商品和服务，是导致核心 CPI 大幅回落的主要原因。

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。

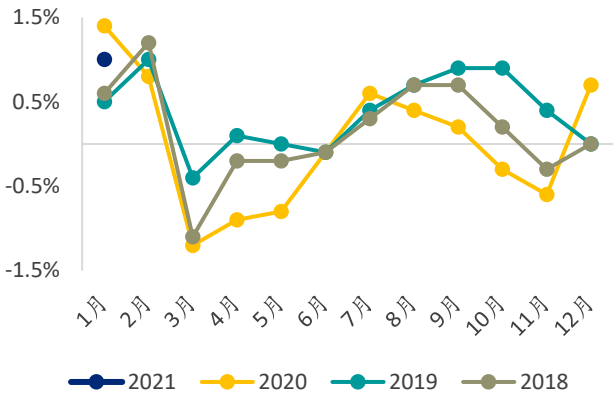
CPI 的高基数影响在 2 月将迎来峰值并随后减弱，抵消部分基期轮换的影响，预计通胀在未来数月仍面临波动。全球经济稳步回暖，大宗商品的需求回升带动价格趋于稳定、增速边际收窄，叠加国内工业生产持续向好的因素，预计 PPI 将继续温和修复。**较高的 PPI 与较低的 CPI 并非好事，这将一定程度上压缩企业的利润空间，并对经济复苏造成潜在的负面影响，我们会密切留意接下来通胀的走势。**

图表 9：基期轮换后 CPI 变动较明显



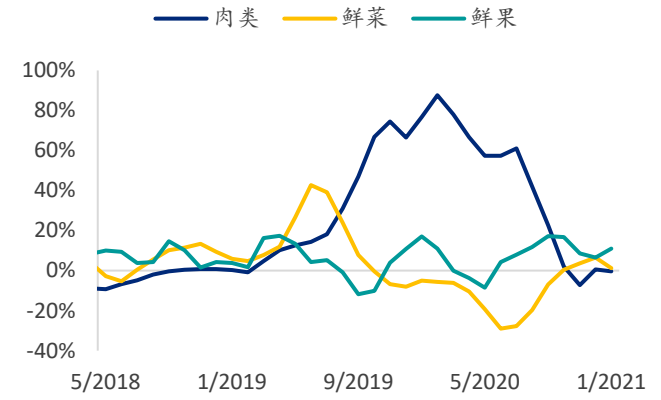
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：CPI 环比涨跌幅历史趋势比较



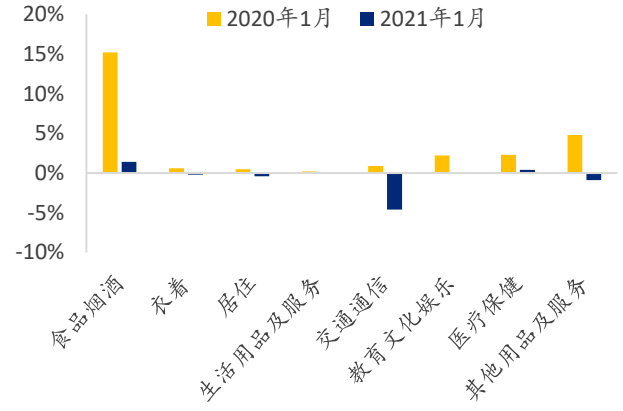
资料来源：CEIC，浦银国际

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



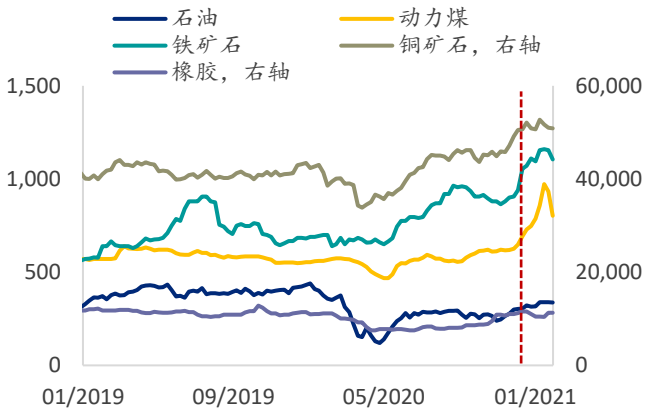
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13：最新 CPI 数据一览

	同比（%）		环比（%）	
	1 月	12 月	1 月	12 月
核心 CPI	**-0.3**	0.4	**0.1**	0.0
整体 CPI	**-0.3**	0.2	**1.0**	0.7
其中：食品	**1.6**	1.2	**4.1**	2.8
非食品	**-0.8**	0.0	**0.3**	0.1
其中：消费品	**-0.1**	0.2	**1.5**	1.2
服务	**-0.7**	0.3	**0.2**	0.0
其中：城市	**-0.4**	0.2	**1.0**	0.7
农村	**-0.1**	0.2	**1.1**	0.9

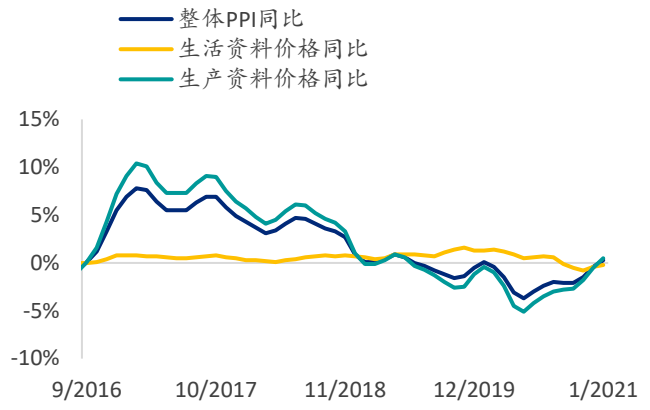
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：大宗商品价格在 1 月微升



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 同比由负转正



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 16：最新 PPI 数据一览

	同比（%）		环比（%）	
	1 月	12 月	1 月	12 月
整体 PPI	**0.3**	-0.4	**1.0**	1.1
其中：生产资料	**0.5**	-0.5	**1.2**	1.4
采掘	**1.0**	-0.4	**5.5**	3.3
原材料	**-0.8**	-1.6	**1.8**	2.6
加工	**1.0**	0.0	**0.7**	0.8
其中：生活资料	**-0.2**	-0.4	**0.2**	0.1
食品	**1.6**	0.9	**0.7**	0.5
衣着	**-1.3**	-1.8	**-0.2**	-0.2
一般日用品	**0.0**	-0.4	**0.1**	0.0
耐用消费品	**-1.8**	-1.8	**-0.1**	-0.3

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