

12月中国宏观数据点评—— 社融见顶及通胀短期回升不影响 复苏势头，尤其是制造业

社融增速见顶不代表流动性收紧。这周最让市场关注的数字应该是12月社融增量1.72万亿元，显著低于预期(2.19万亿元)，同比少增3,830亿元。可是，我们不认为这是值得担忧的信号，因为这主要是受表外融资减少而拖累。信用债违约事件导致企业融资由债券转向股票。12月非标融资创纪录减少7,376亿元，波及房地产和城投公司债务。12月政府债券净融资7,156亿元，成为支撑社融增长的动力。12月新增人民币贷款1.26万亿元，略高于预期(1.25万亿元)，而且结构继续优化。另一方面，12月M2同比增长10.1%，低于预期(10.7%)；M1的同比也放缓至8.6%，预计今年的M1、M2增长会继续受到逐渐增高的基数影响。12月中国央行超预期续作9,500亿元中期借贷便利(Medium-term Lending Facility, MLF)，近期利率也保持低位，如1年期SHIBOR从12月初的3.27%下降到本周的2.86%，显示出流动性依然保持充裕。

12月CPI受食品及油价价格的推动而出现短暂回升，不会影响货币政策。12月CPI同比增速为0.2%，好于预期(0.0%)。CPI回升的主要原因是，全国性寒潮推高了包括肉类、鲜菜、鲜果在内的食品价格。随着服务业的持续复苏，非食品价格也边际修复。由于去年一季度的高基数，我们不排除CPI再次由正转负的可能，但下行空间有限。大宗商品价格上涨带动生产资料价格回升，12月PPI经历温和修复。在工业生产积极向好的背景下，我们预计PPI在2021年初仍将延续缓慢回升的势头。

中国出口保持高速增长显示出制造业的韧性及竞争力。12月出口(美元口径)同比增长18.1%，明显好于预期(15.0%)。在全球经济开始复苏的背景下，中国制造更好、更快地填补了国际市场的需求，对主要目的地的出口增速都回归正区间。出口结构出现调整，高新技术和电子产品仍是主要出口动力。进口方面，煤炭和工业设备需求激增带动12月进口(美元口径)同比增长6.5%，好于预期(5.7%)。全国性寒潮导致煤炭需求缺口增加。工业生产向好带动机床、集成电路等工业设备的进口。贸易顺差的持续扩大推动人民币升值。12月，出口的高增速推动贸易差额升至781.7亿美元，显著高于预期(720.0亿美元)，为历史最高值。

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1月15日

主要数据 (同比, %)	12月	11月	3Q20
M2	10.1	10.7	10.7
M1	8.6	10.0	7.7
社融存量 (万亿元)	284.8	283.3	280.1
社融增量 (万亿元)	1.72	2.13	8.76
新增贷款 (万亿元)	1.26	1.43	4.17
CPI	0.2	-0.5	2.3
核心CPI	0.4	0.5	0.5
PPI	-0.4	-1.5	-2.2
出口 (美元口径)	18.1	21.1	8.9
进口 (美元口径)	6.5	4.5	3.2
贸易差额 (亿美元)	781.7	754.0	1582.5

 资料来源：中国人民银行，国家统计局，海关总署
浦銀國際

相关报告：

[《SPDBI全球央行观察：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测》](#) (2021-01-12)

[《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#) (2020-12-08)

[《10月中国宏观数据点评——通胀下行，但并非通缩开启》](#) (2020-11-10)

[《10月中国宏观数据点评——贸易顺差继续影响人民币升值》](#) (2020-11-09)

社融料将见顶，流动性依然充沛

社融增量回落，社融存量料将见顶。12月社融存量升至284.8万亿元，同比增加13.3%，略低于11月的增速（13.6%）。社融增量达到1.72万亿元，显著低于预期（2.19万亿元）。

12月社融增速见顶主要是受表外融资减少而拖累，无需过度担忧。非标融资（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）12月合计减少7,376亿元，下降幅度创历史记录，预计将波及房地产和城投公司债务。受多个信用债违约事件的影响，企业债券融资回落明显，从11月的862亿元继续下降至442亿元。信用债市场遇冷导致企业转向股市，股票融资由11月的771亿元增至12月的1,125亿元。12月支撑社融增长的动力来自政府债券融资，政府债券净融资从11月的4,000亿元增至12月的7,156亿元，同比增长91.4%。**2020年一季度社融因疫情影响增长显著，由此带来的高基数将导致社融增速未来进一步回落，属正常走势、并非有意压降社融规模。**

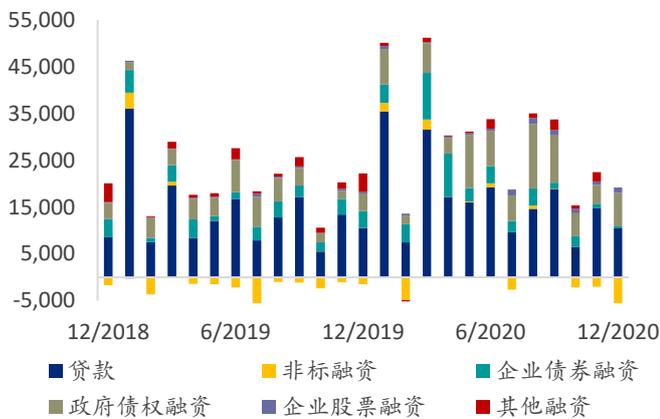
信贷小幅多增，结构继续优化。12月新增人民币贷款1.26万亿元，同比多增1,200亿元，略高于预期（1.25万亿元）。居民贷款同比减少，新增居民存款同比增加。12月居民贷款有所压降，其中短期贷款1,142亿元，明显低于11月的2,486亿元和去年同期的1,635亿元；居民中长期贷款4,392亿元，较11月（5,049亿元）有所下降，且低于去年同期（4,824亿元）。12月的中央经济工作会议再次强调“房住不炒”，政策导向下居民中长期贷款增长势头有所降温。12月新增居民存款1.67万亿元，同比多增1,489亿元。居民存款小幅增长显示消费动力仍未完全释放。

企业由短期贷款转向票据融资，中长期贷款回升。受贴现利率下降的影响，12月企业票据贴现融资3,341亿元，同比增长3,079亿元。中国经济复苏前景向好，企业投资活动持续回暖，企业贷款结构继续改善。12月，企业减少短期贷款3,097亿元，下降幅度为单月最大；中长期贷款为5,500亿元，显著高于去年同期（3,978亿元）。

高基数影响下，M2、M1增速回落。12月M2同比增长10.1%，低于预期（10.7%），较前期下降0.6个百分点。M1的同比增速由11月的10.0%降至12月的8.6%。**12月央行超预期续作MLF，但无碍货币政策正常化。**12月，央行在公开市场续作总量8,600亿元逆回购，逆回购到期8,400亿元，净投放资金200亿元。

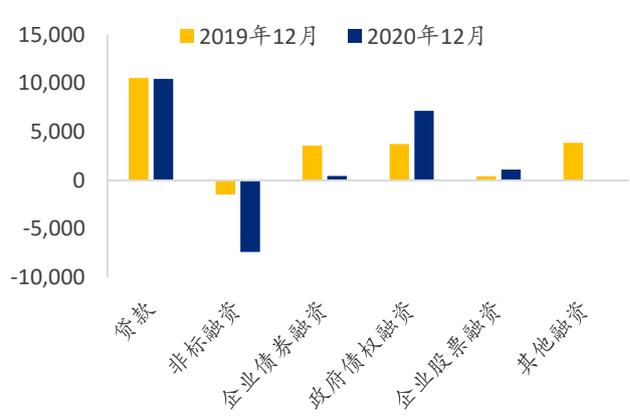
此外，央行超预期开展 1 年期 MLF 操作 9,500 亿元，但并不与“货币政策正常化”相矛盾，而是更多反映出央行所强调的“灵活精准、合理适度”原则（详情请见 [《SPDBI 全球央行观察：多数谨慎乐观，仅欧央行扩大宽松且下调预测》](#)）。近期利率也保持低位，如 1 年期 SHIBOR 从 12 月初的 3.27% 下降到本周的 2.86%，显示出流动性依然保持充裕。

图表 1：新增社会融资总量（亿元）



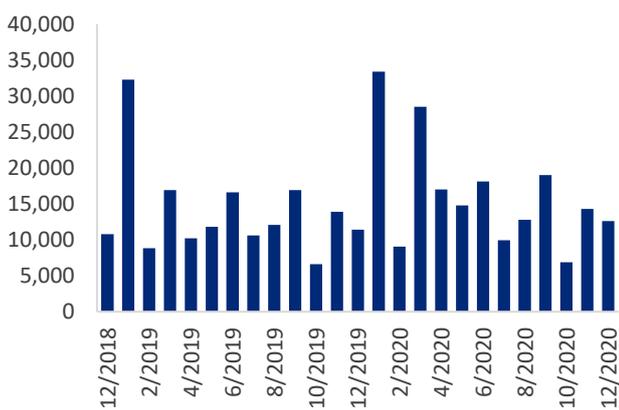
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：新增社会融资结构（亿元）



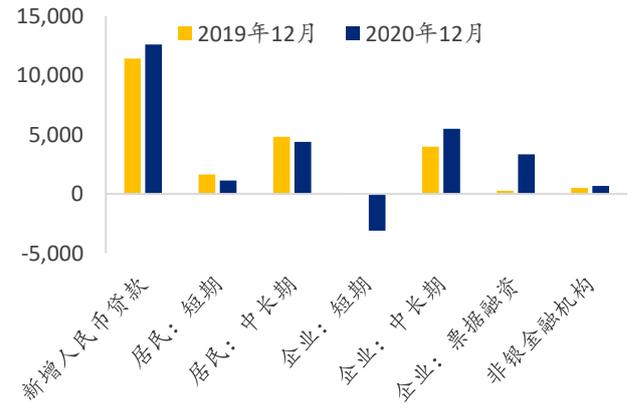
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：新增人民币贷款（亿元）



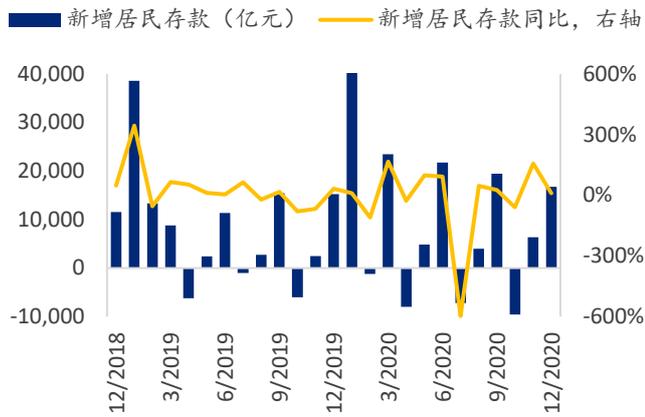
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增信贷结构（亿元）



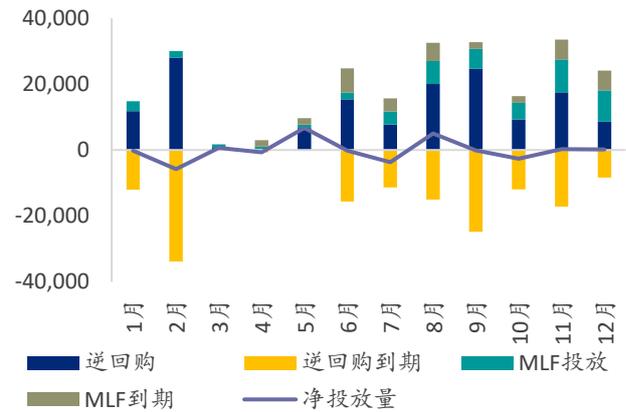
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5: 新增居民存款同比增速回落



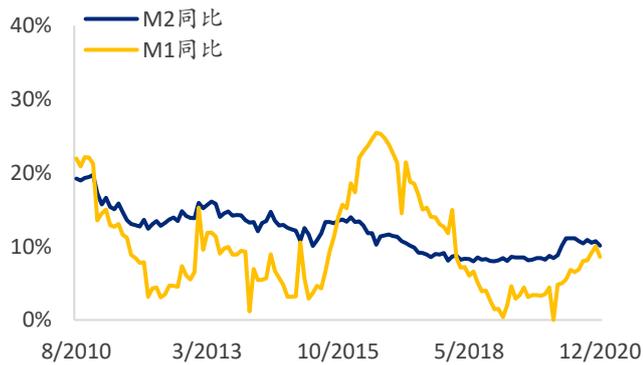
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 2020 年央行公开市场操作与 MLF (亿元)



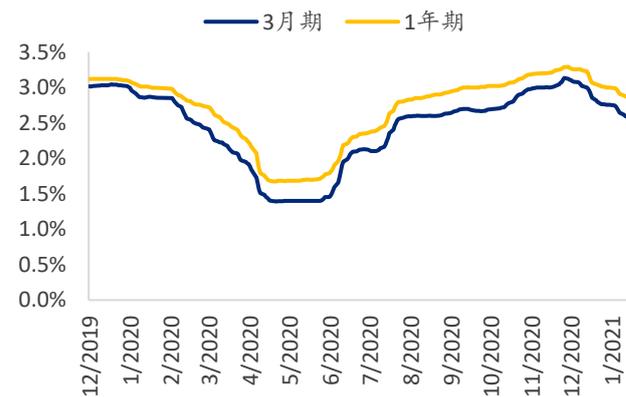
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: M2、M1 增速回落



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)



资料来源: CEIC, 浦银国际

CPI 短暂回升，PPI 温和修复

CPI 出现短暂回升。CPI 同比增速由前期的-0.5%回升至 12 月的 0.2%，好于预期 (0.0%)；CPI 环比结束 2 个月的负增长，12 月增速回升至 0.7%。虽然高基数的影响仍存在，但是拉尼娜现象导致的全国性寒潮推高了食品价格，并带动 CPI 的回升。扣除食品和能源的价格影响，12 月核心 CPI 同比增速下降 0.1 个百分点至 0.4%，为 2010 年以来最低，也是核心 CPI 维持 0.5% 水平 5 个月后的首次下降。

食品、油价价格上涨推动 CPI 回升。12 月食品价格同比增速由前期的-2.0%反弹至 1.2%，成为 CPI 上涨的主要推动力。其中，肉类、鲜菜、鲜果是食品价格上升的主因。冬季肉类需求增长带动价格上行，12 月肉类价格同比增速由负转正，从前期的-7.3%反弹至 0.6%。此外，寒潮天气影响了鲜菜和鲜果的运输供应，12 月鲜菜价格的同比增速由前期的 3.6% 上升至 6.5%，12 月鲜果价格的同比增速也同样达到了 6.5% 的水平。12 月，原油价格环比上涨 7.0%，油价上涨在一定程度上推动了 CPI 的回升。

非食品通胀稳定，服务价格修复。12 月非食品价格同比增速为 0%，环比增长 0.1%。在全国大部分地区疫情已得到控制的背景下，服务业持续复苏直接推动价格的修复，服务价格继续以 0.3% 的同比增速回升。其中，教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务的价格修复较好；交通和通信同比降幅虽有所收窄（11 月为-3.9%，12 月为-3.1%），但较其它类别，修复过程相对较慢。

CPI 在过去两个月的变化，符合我们之前的预测：不排除出现非可持续的负增长（详情请见 [《10 月中国宏观数据点评——通胀下行，但并非通缩开启》](#)）。考虑到高基数的影响在 2021 年前两个月将更加显著，**低通胀料将持续至 2021 年春节，并不排除 CPI 再次由正转负的可能**。但是，持续的寒潮影响将导致食品价格保持增长势头，叠加疫情反弹对局部地区食品运输和供应的负面冲击，以及春节前食品需求的激增，**CPI 的下行空间是有限的**。核心 CPI 下降并非意味着通缩的开始，随着中国经济的持续复苏，**价格修复将带动核心 CPI 缓慢回升**。此外，2021 年中国将进行第四轮 CPI 基期轮换。不断下降的恩格尔系数显示国民消费结构中食品的占比逐渐减小，这将导致基期轮换时食品权重下降，并直接减弱食品价格上涨对 CPI 上升的贡献。

PPI 经历温和修复。12 月 PPI 同比降幅明显收窄，由前期的-1.5% 回升至-0.4%，好于预期 (-0.7%)，环比增速为 1.1%。**大宗商品价格上涨作用下，生产资料价格显著修复**。12 月生产资料价格同比下降 0.5%，降幅较前期收窄 1.3 个百分点，环比增速为 1.4%。生产资料价格修复主要由能源、有色和黑色金属矿石价格上涨所导致，并带动了采掘、原材料、加工各类别整体的价格修复。

生活资料价格微升。12月生活资料同比增速为-0.4%，降幅较前期收窄0.4个百分点，环比增速为0.1%。其中，食品价格同比增速由前期的0.1%升至12月的0.8%，价格修复明显。

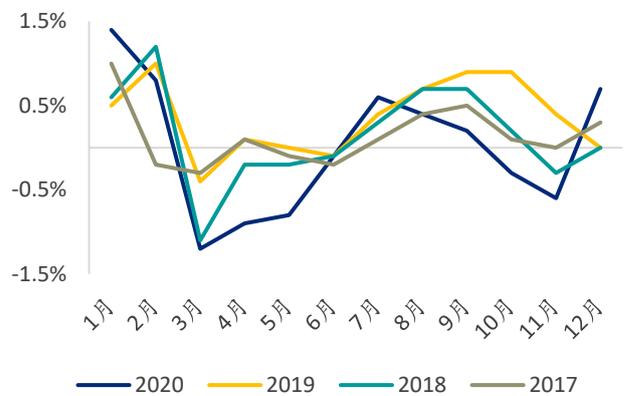
展望未来，我们预计大宗商品的价格上涨将出现边际收窄，尤其是煤炭的供需关系改善将带动煤炭价格回落，有色和黑色金属矿石的价格也有望从高位回调。在工业生产积极向好的背景下，我们预计PPI在2021年初仍将延续缓慢回升的势头，工业品价格将经历温和修复阶段。

图表 9：食品价格上涨带动CPI短暂回升



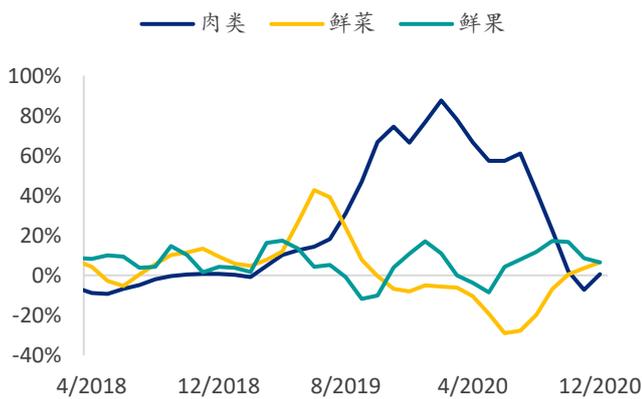
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 10：CPI 环比涨跌幅历史趋势比较



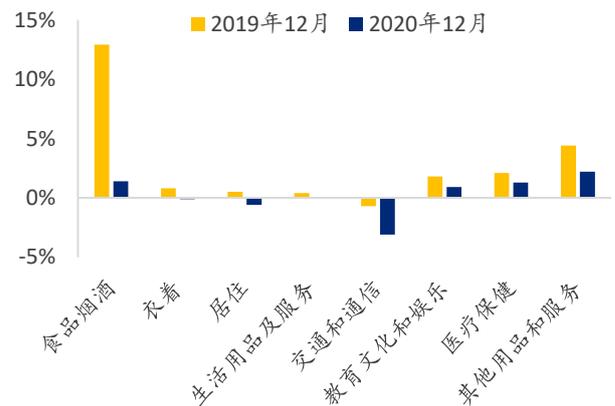
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11：肉类、鲜菜、鲜果价格的同比增速



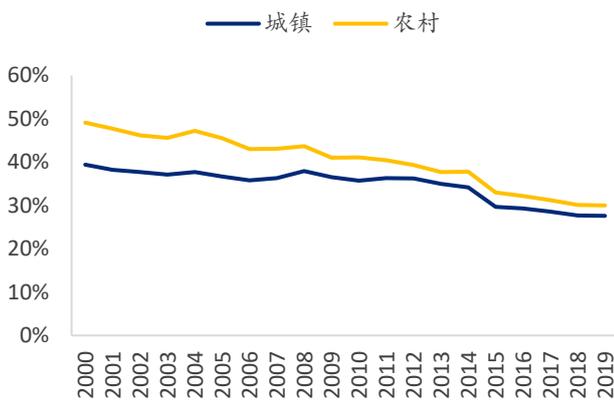
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：CPI 各项同比增速比较



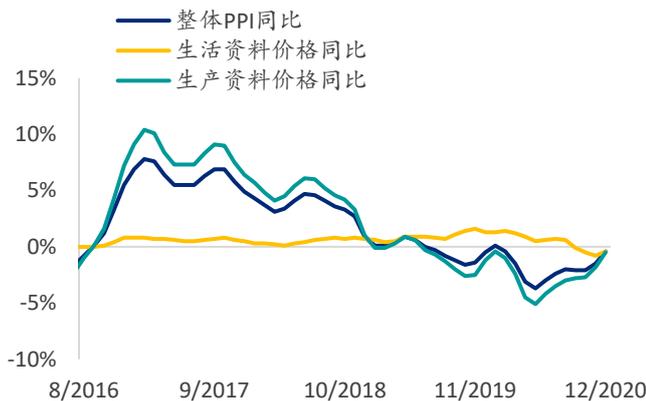
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13: 恩格尔系数逐年下降



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 15: 生产资料价格增速加快, PPI 持续修复



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 大宗商品价格在 12 月持续回暖



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 14: 最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	12月	11月	12月	11月
核心 CPI	0.4	0.5	0.0	-0.1
整体 CPI	0.2	-0.5	0.7	-0.6
其中: 食品	1.2	-2.0	2.8	-2.4
非食品	0.0	-0.1	0.1	-0.1
其中: 消费品	0.2	-1.0	1.2	-0.8
服务	0.3	0.3	0.0	-0.4
其中: 城市	0.2	-0.4	0.7	-0.6
农村	0.2	-0.8	0.9	-0.6

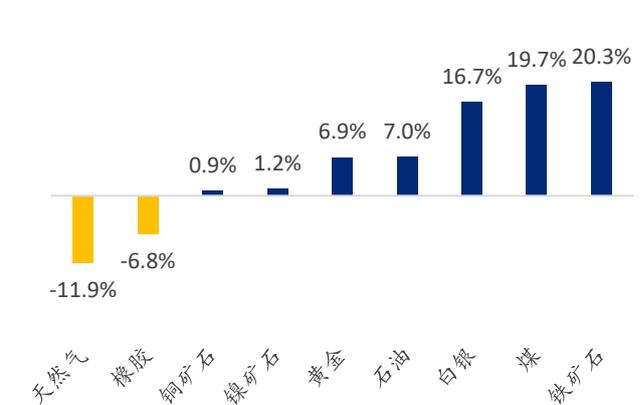
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 16: 最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	12月	11月	12月	11月
整体 PPI	-0.4	-1.5	1.1	0.5
其中: 生产资料	-0.5	-1.8	1.4	0.7
采掘	-0.4	-3.6	3.3	0.8
原材料	-1.6	-4.2	2.6	1.5
加工	0.0	-0.8	0.8	0.4
其中: 生活资料	-0.4	-0.8	0.1	0.1
食品	0.9	0.1	0.5	0.3
衣着	-1.8	-1.8	-0.2	0.0
一般日用品	-0.4	-0.5	0.0	0.0
耐用消费品	-1.8	-1.8	-0.3	-0.2

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 18: 12 月大宗商品价格涨跌幅



资料来源: FactSet, 浦银国际

进出口回暖，贸易顺差创新高

出口延续高增长，进口增速回升，贸易顺差创历史记录。12月出口（美元口径）同比增长18.1%，明显好于预期（15.0%），涨幅较前期回落3.0个百分点。进口（美元口径）同比增速从11月的4.5%升至12月的6.5%，好于预期（5.7%），涨幅较前期扩大2.0个百分点。12月，出口的高增速推动贸易差额升至781.7亿美元，显著高于预期（720.0亿美元），为历史最高值。这与我们之前的预计相一致（详情请见[《10月中国宏观数据点评——贸易顺差继续影响人民币升值》](#)）。

贸易顺差的持续扩大推动人民币升值。自2020年6月开始，美元兑人民币汇率从7.13的水平持续向下，12月已达到6.52的水平。人民币的升值，受美元走弱以及中国贸易顺差扩大的影响。但是12月，在美元指数下行趋势放缓时，中国贸易顺差的持续扩大成为了人民币升值的主要推动力。我们预计，2021年内需的复苏和大宗商品价格的回升将减少货物贸易顺差，服务贸易逆差也将轻微上升，两者共同作用下贸易顺差规模将有所收窄，这在一定程度上导致人民币升值动力边际放缓（详情请见[《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)）。

出口增长受全球经济复苏影响。12月，全球主要国家（尤其是美国）经济回暖，新冠疫苗的成功研发也使得乐观情绪回升。在全球经济开始复苏的背景下，中国制造更好、更快地填补了国际市场的需求，中国出口至主要目的地贸易额的同比增速都回归正区间，12月中国对美国的出口同比更是维持了34.5%的高增速。

防疫物资出口分化。12月，中国防疫物资出口呈现分化趋势。受新冠疫苗成功研发的影响，个人防护用品的需求将有所减少，用于制造口罩的纺织制品出口额同比增速由11月的23.4%降至15.7%。疫苗虽然减少了个人防护用品的需求，但是考虑到全球确诊患者的基数过大，药品和医疗器械的需求缺口短时间内仍

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_145

