

4 月中国宏观数据点评—— 流动性拐点进一步确认，CPI 与 PPI 的剪刀差引担忧

社融增速继续下降，新增社融温和回落。4 月，社融存量升至 296.16 万亿元，同比增长 11.7%，低于 3 月的增速（12.3%），为去年 4 月以来最低增速。4 月，新增社融 1.85 万亿元，低于预期（2.29 万亿元）和去年同期（3.10 万亿元），但仍高于 2019 年同期的 1.67 万亿元。社融增速下降主要受基数效应和财政支出慢于预期的影响，并不是因为央行加速收紧货币政策。

新增贷款和企业债券低于去年同期。4 月，社融口径的新增本外币贷款为 1.25 万亿元，同比少增 4,621 亿元；企业债券融资 3,509 亿元，同比少增 5,728 亿元。非标融资规模下降。信托贷款 4 月减少 1,328 亿元，汇票融资减少 2,152 亿元。政府债券融资和企业股票融资高于去年同期。4 月，政府债券融资 3,739 亿元，同比多增 382 亿元；股票融资 814 亿元，同比多增 499 亿元。

短期贷款回落导致信用扩张趋缓。4 月新增人民币贷款 1.47 万亿元，同比少增 2,300 亿元，低于预期（1.60 万亿元）和 2019 年同期（1.70 万亿元）。M2、M1 双双回落。信用扩张趋缓和基期扰动的影响下，4 月 M2 同比增长 8.1%，低于预期（9.2%），较前期下降 1.3 个百分点。M1 同比增速由 3 月的 7.1% 继续滑落至 4 月的 6.2%，低于预期（7.1%）。

CPI 同比增速继续回升。4 月，CPI 同比增速由前期的 0.4% 回升至 0.9%，略低于预期（1.0%）。物价继续呈现“食品通胀回落、非食品通胀上升”的特点，拉动 CPI 上行的动力转向输入性的大宗商品通胀。

大宗商品价格上升带动 PPI 显著增长。4 月，PPI 同比增幅显著扩大，从前期的 4.4% 上升至 6.8%，高于预期（6.5%）。受能源、有色和黑色金属矿石价格带动，生产资料价格加速回升是推动 PPI 上行的主要动力，且呈现出“上游快、下游慢”的特征。

CPI 与 PPI 的剪刀差扩大。4 月，CPI 与 PPI 的同比增速之差继续扩大，从前期的 4.0 个百分点扩大至 5.9 个百分点。价格修复虽然自上而下沿产业链传导，但在 PPI 增速扩大的背景下，CPI 回升幅度较小。CPI 与 PPI 的剪刀差的进一步扩大，将挤压企业利润空间，并对经济的进一步复苏造成一定程度的影响。

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 5 月 18 日

主要数据	4 月	3 月	2 月
社融存量 (万亿元)	296.2	294.6	291.4
社融增量 (万亿元)	1.85	3.34	1.71
M2 同比 (%)	8.1	9.4	10.1
M1 同比 (%)	6.2	7.1	7.4
CPI (%)	0.9	0.4	-0.2
PPI (%)	6.8	4.4	1.7

资料来源：中国人民银行，国家统计局，浦银国际

相关报告：

《各国央行 QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察（2021 年 5 月刊）》（2021-05-14）

《3 月中国宏观数据点评——一季度经济复苏的四大关注点》（2021-04-19）

《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》（2021-03-12）

《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》（2020-12-08）

浦銀國際

数据点评

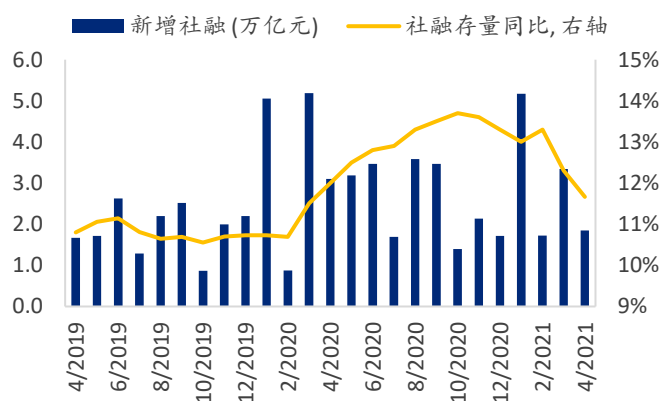
2021 年 4 月宏观数据点评——货币信贷、通胀

流动性拐点进一步确认

社融增速继续下降，新增社融温和回落。4月，社融存量升至296.16万亿元，同比增长11.7%，低于3月的增速（12.3%），为去年4月以来最低增速。4月，新增社融1.85万亿元，低于预期（2.29万亿元）和去年同期（3.10万亿元），但仍高于2019年同期的1.67万亿元。社融增速下降主要受基数效应和财政支出慢于预期的影响，并不是因为央行加速收紧货币政策。

政策层面，通过对比去年四季度与今年一季度央行货币政策执行报告，我们维持对流动性审慎的观点。按照央行“管好货币总闸门”的说法，我们认为，下一阶段货币政策方向将着重于“防风险”，流动性促经济的重要性将下降，社融增速仍有下降空间，预计年内将回落至10.5%的水平（详情请见《各国央行QE缩减面面观——SPDBI全球央行观察（2021年5月刊）》）。

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

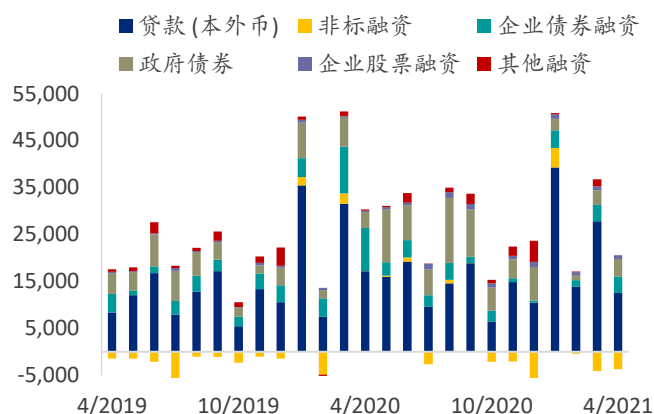


资料来源：Bloomberg，浦银国际

社融项下，新增贷款和企业债券低于去年同期，非标融资规模下降。4月，社融口径的新增本外币贷款为1.25万亿元，同比少增4,621亿元；企业债券融资3,509亿元，同比少增5,728亿元。除了上述两项的影响，信托贷款和汇票融资规模下降也导致社融增量低于预期，其中，信托贷款4月减少1,328亿元，汇票融资减少2,152亿元。政府债券融资和企业股票融资高于去年同期。4月，政府债券融资3,739亿元，同比多增382亿元；股票融资增量（814亿元）显著高于去年同期（315亿元）。

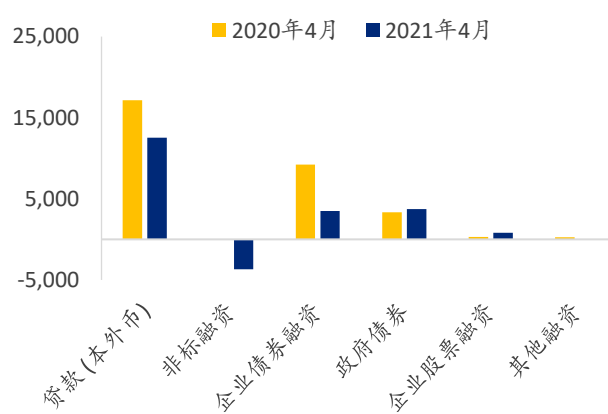
短期贷款回落导致信用扩张趋缓。4月新增人民币贷款1.47万亿元，同比少增2,300亿元，低于预期（1.60万亿元）和2019年同期（1.70万亿元），信用扩张趋缓变得明显。新增信贷结构优化，居民、企业中长期贷款同比增加。4月，新增居民中长期贷款4,918亿元，同比多增529亿元；企业中长期贷款6,605亿元，高于去年同期的5,547亿元。基数效应下，企业短期贷款同比减少。去年疫情期间，央行推出普惠型小微企业贷款等政策工具缓解企业融资困难，导致去年4月企业短期贷款同比多增1,355亿元。高基数的影响下，今年4月新增企业短期贷款为-2,147亿元，同比少增2,085亿元。

图表 3：新增社融结构（亿元）



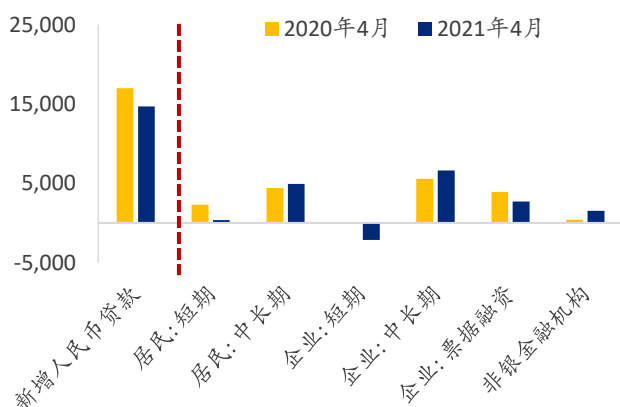
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增社融结构对比（亿元）



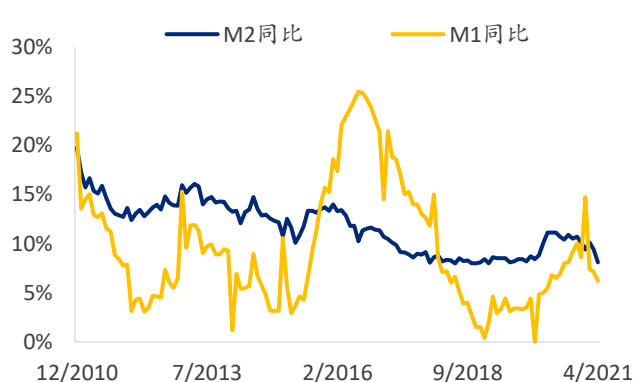
资料来源：CEIC，浦银国际

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、M1 增速延续边际下降

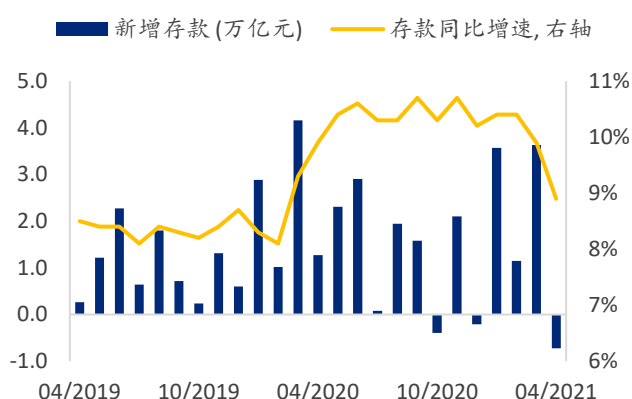


资料来源：CEIC，浦银国际

M2、M1 双双回落。信用扩张趋缓的影响下，4 月 M2 同比增长 8.1%，低于预期（9.2%），较前期下降 1.3 个百分点。M2 增速显著下降主要受基期扰动的影响。M1 同比增速由 3 月的 7.1% 继续滑落至 4 月的 6.2%，低于预期（7.1%）。M1 的明显下降显示出，流动性拐点确认后企业流动性出现一定程度的收紧。

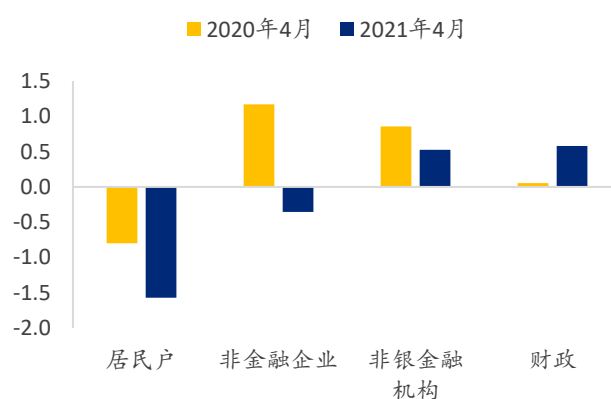
居民、企业存款下降带动存款增速趋缓，财政支出慢于预期。4 月，人民币存款同比增速由前期的 9.9% 继续下降至 8.9%，4 月新增存款为 -7,252 亿元。其中，4 月居民户存款减少 1.57 万亿元，降幅明显大于去年同期（7,996 亿元）；受企业经营活动回暖影响，4 月企业存款下降 3,556 亿元，同比少增约 1.53 万亿元。财政支出慢于预期，4 月新增财政存款 5,777 亿元，同比多增 5,248 亿元，预计下半年财政支出将集中投放，流动性的释放将带动 M2 增速回升。

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）

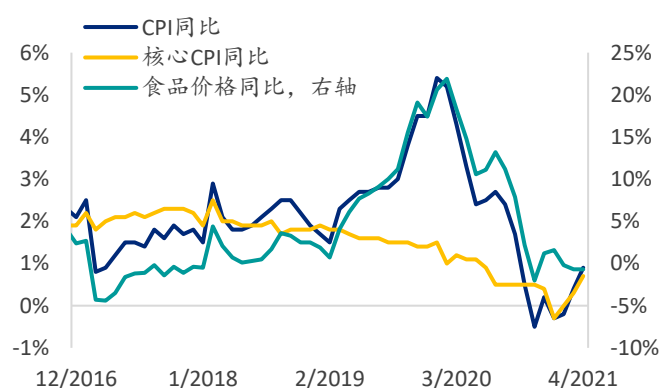


资料来源：CEIC，浦银国际

大宗商品通胀驱动下，CPI 与 PPI 的剪刀差扩大

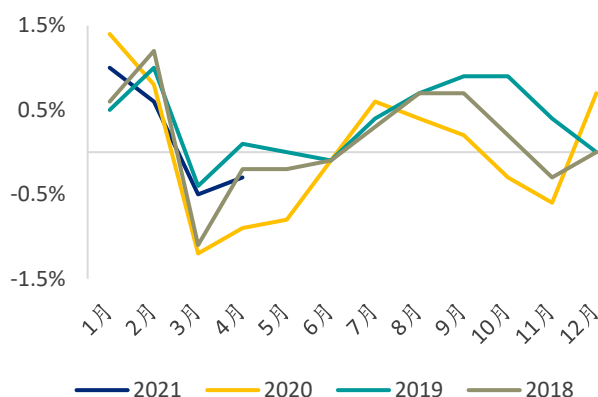
CPI 同比增速继续回升。4 月，CPI 同比增速由前期的 0.4% 回升至 0.9%，略低于预期（1.0%）。扣除食品和能源的价格影响，4 月核心 CPI 同比增速回升 0.4 个百分点至 0.7%。4 月，物价继续呈现“食品通胀回落、非食品通胀上升”的特点，拉动 CPI 上行的动力转向输入性的大宗商品通胀。

图表 9：CPI 同比增速回升，食品价格同比负增长



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

基数影响下，食品价格实际走低。去年 4 月，食品价格同比增速下降明显，从去年 3 月的 18.3% 降至去年 4 月的 14.8%，降幅达 3.5 个百分点。今年 4 月，食品价格同比增速为 -0.7%，与 3 月持平，但考虑到基数影响，食品价格实际走低。环比来看，4 月，食品烟酒分项下降 1.5%，降幅较前期有所收窄（3 月环比增速为 -2.4%）。其中，鲜菜（-8.8%）、肉类（-6.1%）、鲜果（-3.8%）4 月环比降幅较明显，主因是猪周期下行、鲜菜和鲜果的季节性供需改善。

油价高企，叠加需求回升，交通通信价格加快修复。4 月，大宗商品通胀显著，原油价格维持较高水平，叠加疫情后交通需求回升的影响，交通通信分项同比增速扩大，由前期的 2.7% 升至 4 月的 4.9%。其中，4 月交通工具用燃料价格同比增长 19.4%，增速较前期扩大 7.9 个百分点。

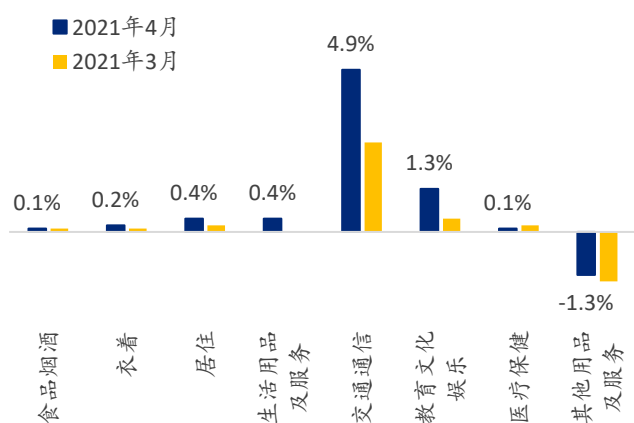
旅游价格修复预示需求回暖。教育文化娱乐分项中，旅游价格同比降幅有所收窄，由前期的 -8.2% 回升至 4 月的 -2.4%，降幅收窄 5.8 个百分点。在“五一”假期的推动下，我们预计旅游价格 5 月将进一步修复。

图表 11：最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	4 月	3 月	4 月	3 月
核心 CPI	0.7	0.3	0.3	0.0
整体 CPI	0.9	0.4	-0.3	-0.5
其中：食品	-0.7	-0.7	-2.4	-3.6
非食品	1.3	0.7	0.2	0.2
其中：消费品	1.0	0.6	-0.7	-0.8
服务	0.7	0.2	0.4	-0.1
其中：城市	1.0	0.5	-0.2	-0.5
农村	0.7	0.4	-0.5	-0.6

资料来源：CEIC，浦银国际

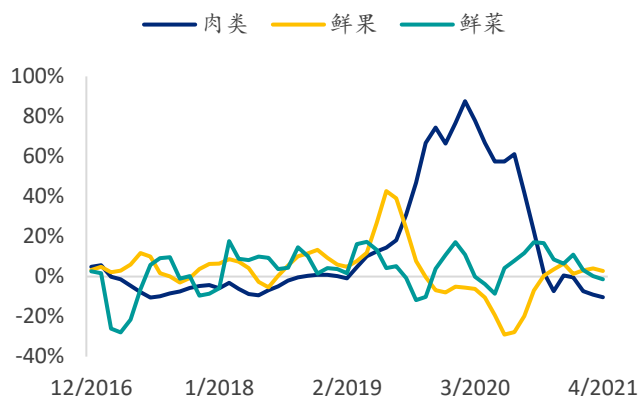
图表 13：CPI 各项同比增速比较



注：数据标签为 2021 年 4 月同比增速

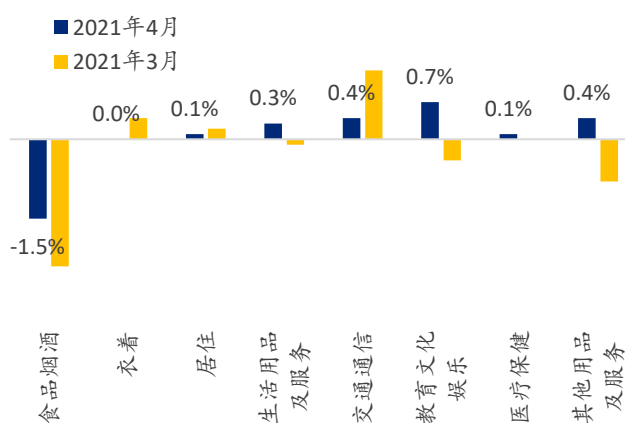
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：肉类、鲜菜、鲜果价格的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14：CPI 各项环比增速比较



注：数据标签为 2021 年 4 月环比增速

资料来源：CEIC，浦银国际

大宗商品价格上升带动 PPI 显著增长。4 月，PPI 同比增幅显著扩大，从前期的 4.4% 上升至 6.8%，高于预期（6.5%）。

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_19615

