

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)

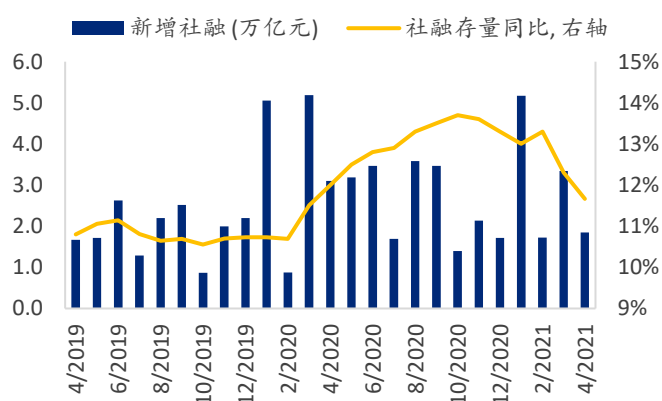
《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》(2020-12-08)

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

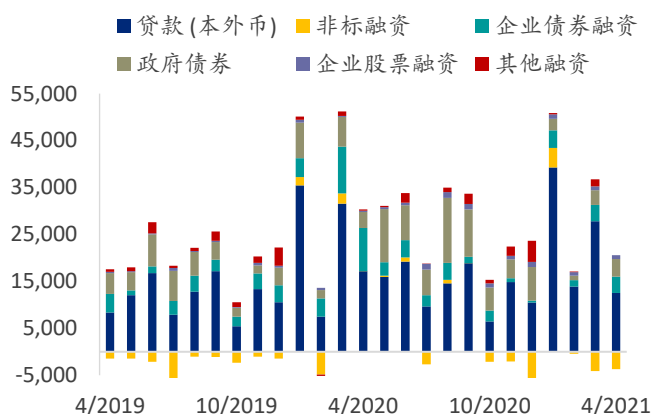


资料来源：Bloomberg，浦银国际

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）。

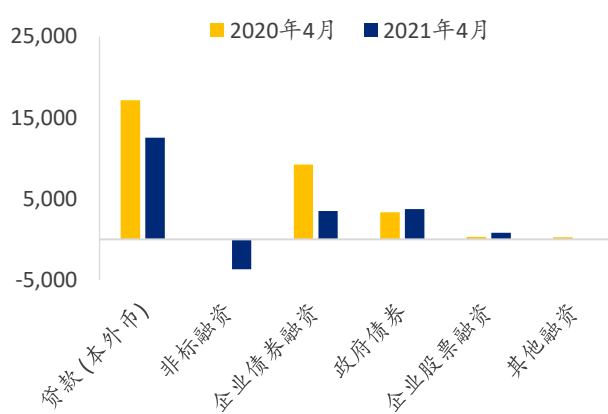
短期贷款回落导致信用扩张趋缓。4月新增人民币贷款1.47万亿元，同比少增2,300亿元，低于预期（1.60万亿元）和2019年同期（1.70万亿元），信用扩张趋缓变得明显。新增信贷结构优化，居民、企业中长期贷款同比增加。4月，新增居民中长期贷款4,918亿元，同比多增529亿元；企业中长期贷款6,605亿元，高于去年同期的5,547亿元。基数效应下，企业短期贷款同比减少。去年疫情期间，央行推出普惠型小微企业贷款等政策工具缓解企业融资困难，导致去年4月企业短期贷款同比多增1,355亿元。高基数的影响下，今年4月新增企业短期贷款为-2,147亿元，同比少增2,085亿元。

图表 3：新增社融结构（亿元）



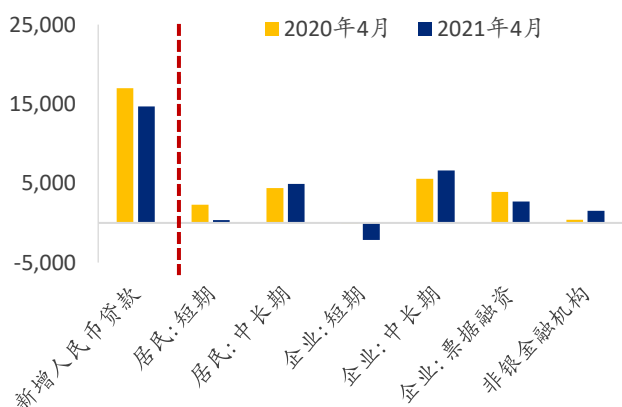
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：新增社融结构对比（亿元）



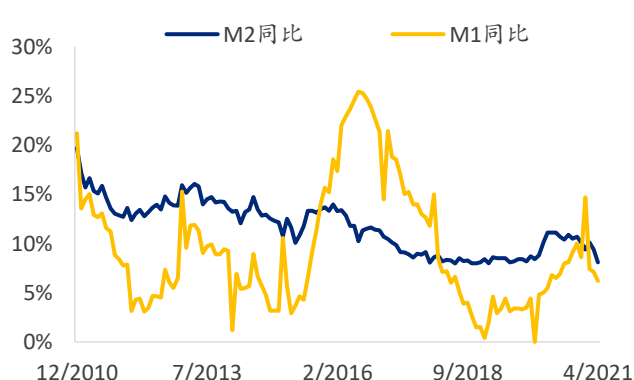
资料来源：CEIC，浦银国际

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

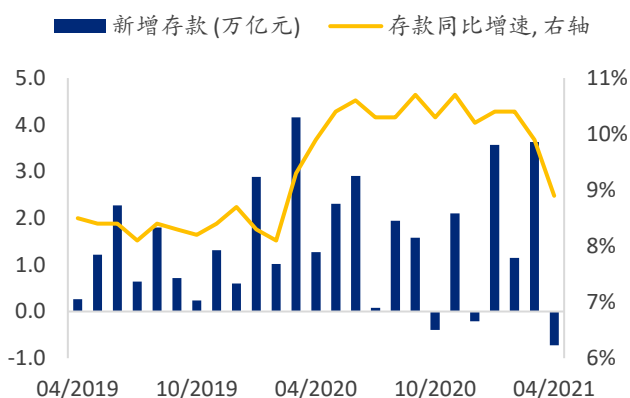


资料来源：CEIC，浦银国际

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。

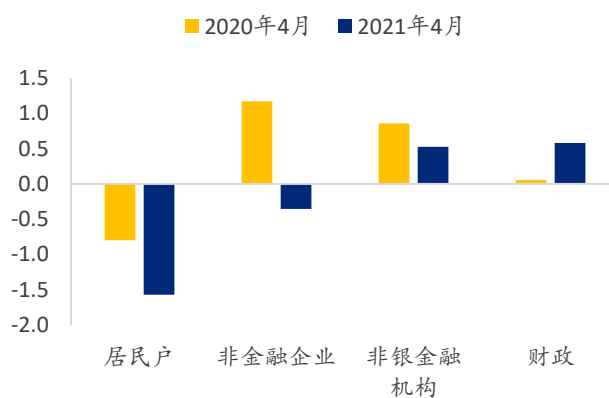
居民、企业存款下降带动存款增速趋缓，财政支出慢于预期。4 月，人民币存款同比增速由前期的 9.9% 继续下降至 8.9%，4 月新增存款为 -7,252 亿元。其中，4 月居民户存款减少 1.57 万亿元，降幅明显大于去年同期（7,996 亿元）；受企业经营活动回暖影响，4 月企业存款下降 3,556 亿元，同比少增约 1.53 万亿元。财政支出慢于预期，4 月新增财政存款 5,777 亿元，同比多增 5,248 亿元，预计下半年财政支出将集中投放，流动性的释放将带动 M2 增速回升。

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）

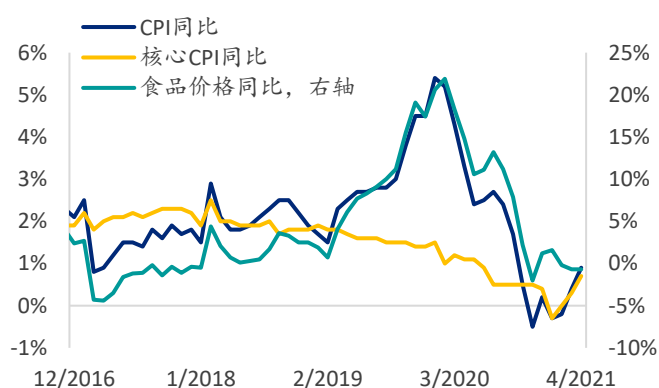


资料来源：CEIC，浦银国际

大宗商品通胀驱动下，CPI 与 PPI 的剪刀差扩大

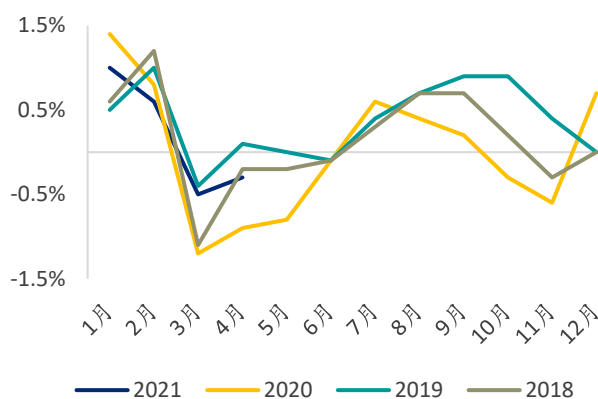
CPI 同比增速继续回升。4 月，CPI 同比增速由前期的 0.4% 回升至 0.9%，略低于预期（1.0%）。扣除食品和能源的价格影响，4 月核心 CPI 同比增速回升 0.4 个百分点至 0.7%。4 月，物价继续呈现“食品通胀回落、非食品通胀上升”的特点，拉动 CPI 上行的动力转向输入性的大宗商品通胀。

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。

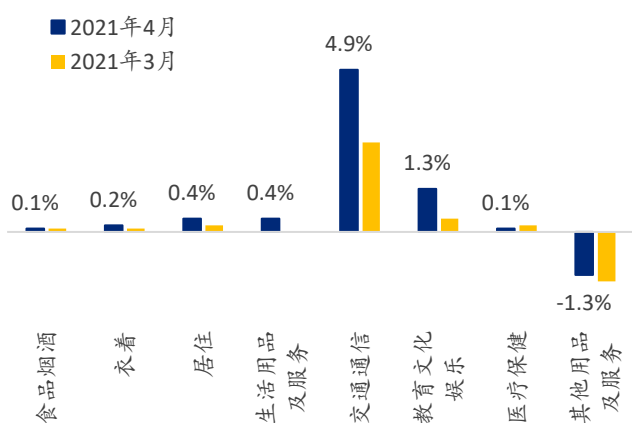
旅游价格修复预示需求回暖。教育文化娱乐分项中，旅游价格同比降幅有所收窄，由前期的 -8.2% 回升至 4 月的 -2.4%，降幅收窄 5.8 个百分点。在“五一”假期的推动下，我们预计旅游价格 5 月将进一步修复。

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

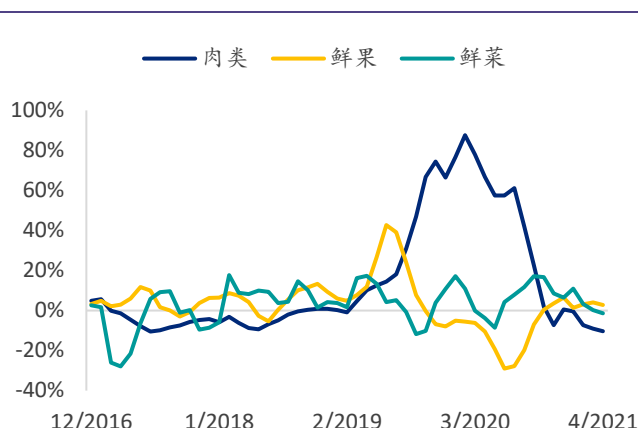
图表 13: CPI 各项同比增速比较



注: 数据标签为 2021 年 4 月同比增速

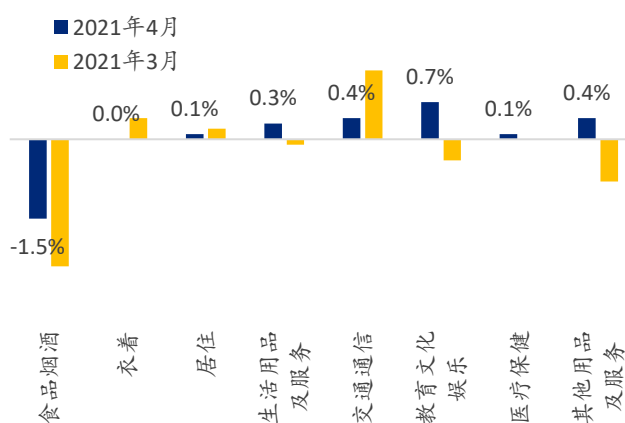
资料来源: CEIC, 浦银国际

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

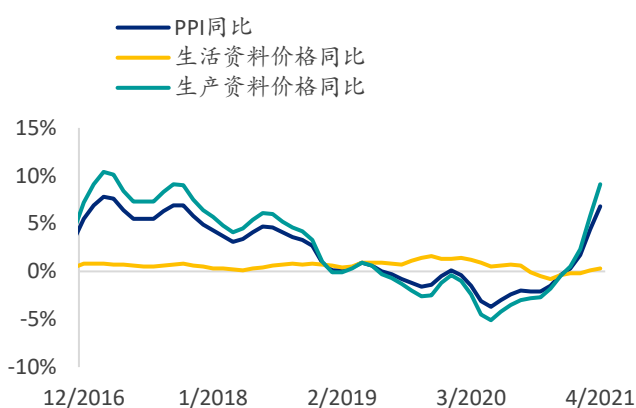
大宗商品价格上升带动 PPI 显著增长。4 月, PPI 同比增幅显著扩大, 从前期的 4.4% 上升至 6.8%, 高于预期 (6.5%)。

大宗商品价格维持高位, 生产资料价格显著修复。受能源、有色和黑色金属矿石价格带动, 4 月生产资料价格同比增速升至 9.1%, 较前期上涨 3.3 个百分点, 是推动 PPI 上行的主要动力。自上而下的价格修复过程更加明显。4 月, 采掘 (24.9%)、原材料 (15.2%)、加工 (5.4%) 的价格修复受大宗商品通胀驱动, 延续“上游快、下游慢”的特征。

生活资料价格缓慢修复。4 月, 生活资料价格同比增速缓慢修复, 从前期的 0.1% 升至 0.3%。其中, 食品资料价格呈现增速趋缓, 同比增速从前期的 2.0% 降至 4 月的 1.8%, 显示食品通胀回升仍面临压力。

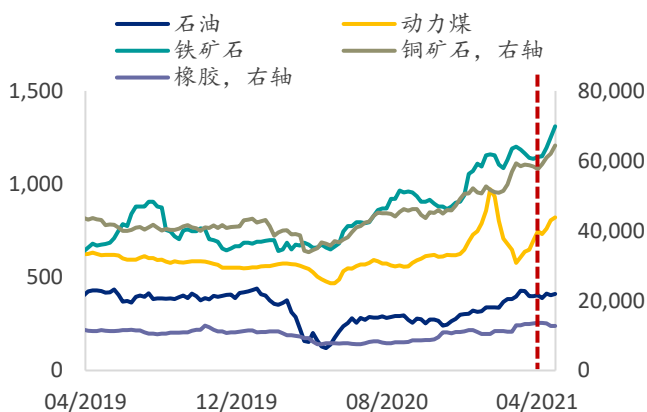
CPI 与 PPI 的剪刀差扩大。4月，CPI 与 PPI 的同比增速之差继续扩大，从前期的 4.0 个百分点扩大至 5.9 个百分点。伴随新冠疫苗的大规模接种，全球经济复苏加速，通胀预期回升，大宗商品价格持续走高。价格修复虽然自上而下沿产业链传导，但在 PPI 增速扩大的背景下，CPI 回升幅度较小。**CPI 与 PPI 的剪刀差的进一步扩大，将挤压企业利润空间，并对经济的进一步复苏造成一定程度的影响。**

图表 15：生产资料价格修复，PPI 同比增速扩大



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 17：大宗商品价格 4 月继续上升



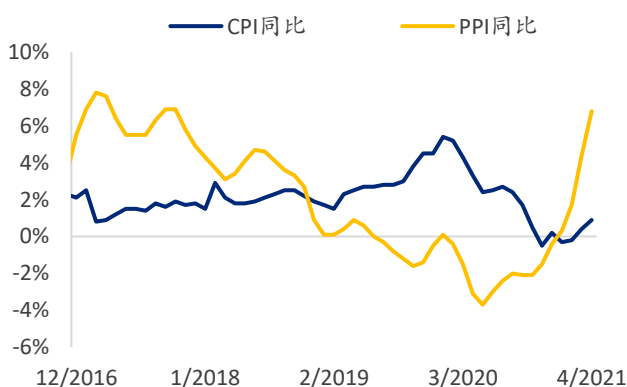
注：石油价格为元/桶，其他商品价格为元/吨
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 16：最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	4 月	3 月	4 月	3 月
整体 PPI	6.8	4.4	0.9	1.6
其中：生产资料	9.1	5.8	1.2	2.0
采掘	24.9	12.3	1.8	1.0
原材料	15.2	10.1	0.8	3.9
加工	5.4	3.4	1.3	1.3
其中：生活资料	0.3	0.1	0.1	0.2
食品	1.8	2.0	-0.3	0.2
衣着	-0.6	-0.8	0.2	0.3
一般日用品	0.3	0.0	0.3	0.0
耐用消费品	-0.9	-1.4	0.4	0.3

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 18：4 月 CPI 与 PPI 的剪刀差继续扩大



资料来源：CEIC，浦银国际

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国-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经授权的行为。

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附属公司、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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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人士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。

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

“持有”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
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