

研究部

宗韶晖

shzong@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 2 月新增社融 1.19 万亿，同比少增 5343 亿元，社融增速回落至 10.2%，较上月回落 0.3 个百分点，宽信用进程出现波折。1 月社融实际上体现了政策的作用，1-2 月新增社融合计 7.36 万亿，同比多增 4500 亿元，虽然总体实现了同比多增，但增幅依旧偏低，这与 2019 年社融的走势较为类似，1 月天量之后 2 月回落明显，但今年 1-2 月合并的表现更差。目前社融总量不稳，结构更不佳，宽信用的实现需要宽货币的推动，3 月仍有宽货币的窗口期，在政策发力靠前的情况下可以对宽货币抱有期待。
- 2018-2019 年的宽信用周期中，虽然货币发力较早，从 2018 年 4 月货币政策已经开始转向了边际宽松，但信用扩张起步较晚，直到 2019 年 1 月社融增速才开始趋势性回升。2019 年 1 月同样出现了天量社融，新增社融 4.7 万亿，信贷也出现了“开门红”，但接下来信用的扩张却一波三折，地产政策保持定力，地方隐性债务监管继续趋严，也并未出现融资渠道创新，最终到 2019 年 6 月社融增速仅上升了 0.9 个百分点。
- 目前宽货币已经率先出击，资金供给约束打开，但信用需求仍存在限制，地产遇冷使地产-基建链条的循环受阻，居民、非金融企业和地方政府加杠杆的能力都受到制约，以影子银行和隐性债务为代表的融资渠道受到严格监管，融资渠道的创新体现出开正门堵偏门的特点，开始以碳减排工具等结构性货币工具和地方政府专项债为手段推动信用扩张。种种约束下，本轮宽信用周期社融可能也是小步前进，下行有托底，但上行缺弹性。
- 实体经济：需求偏弱，黑色系价格下行。当前生产端面临的主要矛盾在于稳增长强化预期，但现实需求恢复迟滞，土地与房地产市场低迷，复工强度低于同期，唐山高炉开工率下行，黑色系价格趋弱。
- 食品价格：猪肉价格延续下行。上周食品价格涨跌互现，农产品批发价格 200 指数小幅回升 1%，除鸡蛋价格环比回升 2.7%外，主要农产品批发价格延续下行，其中猪肉平均批发价环比下降 1.9%，猪肉价格可能于今年上半年探底。
- 大宗商品：原油宽幅震荡。上周美英两国分别立法禁止进口俄罗斯原油，油价盘中一度冲击 2008 年以来的新高。此后随着德国表态，美国积极与委内瑞拉斡旋，阿联酋表示可以增产，油价回落，布伦特原油和 WTI 原油分别下跌 4.6% 和 5.5%。有色金属价格同样出现回落，伦铜和伦铝价格分别上涨 4.8% 和 6%，收于 10145 美元/吨和 3535 美元/吨。
- 金融市场：从股债双杀到债市回温。由于出口维持韧性，央行上缴利润增强宽财政预期，国际原油价格上行加剧输入性通胀风险，周一至周四债市持续下跌、10Y 国债利率一度上行至 2.85%周五。社融数据大幅低于预期，宽货币升温，债市大幅上涨，10Y 国债利率下行 6bp 至 2.79%。上周股市持续下跌，上证指数收于 3307.7 点，人民币汇率继续走强。



目录

一、宽信用道阻且长	3
二、高频数据跟踪	5

图表目录

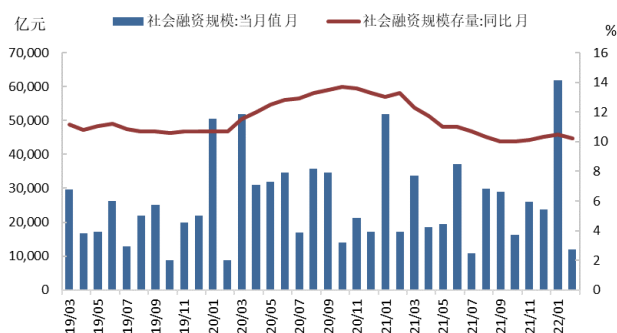
图表 1：2 月社融增速回落	3
图表 2：2 月企业和政府债券支撑社融	3
图表 3：前五轮宽信用周期复盘	4
图表 4：社融先于企业中长期贷款回升	4
图表 5：高频数据跟踪	6

一、宽信用道阻且长

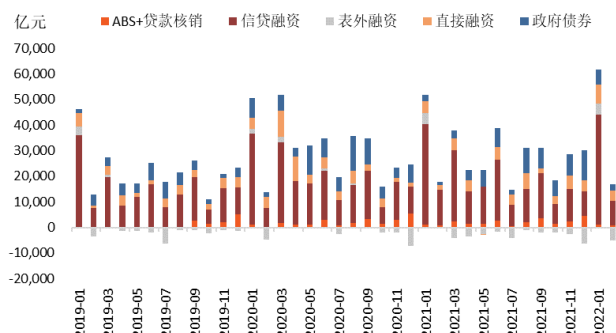
2月新增社融1.19万亿,同比少增5343亿元,社融增速回落至10.2%,较上月回落0.3个百分点,低于市场预期,宽信用进程出现波折。虽然2月存在春节的影响,数据波动大,但即使将1-2月数据合并来看,1-2月新增社融合计7.36万亿,同比多增4500亿元,虽然总体实现了同比多增,但增幅依旧偏低。1月社融实际上体现了政策的拉动,这与2019年社融的走势较为类似,1月天量之后2月回落明显,但1-2月合并的表现比2019年来得更差。目前社融总量不稳,结构更不佳,宽信用的实现依然需要宽货币的推动,3月仍有宽货币的窗口期,在政策发力靠前的情况下可以继续对宽货币抱有期待。

图表 1: 2月社融增速回落

图表 2: 2月企业和政府债券支撑社融



来源: Wind, 莫尼塔研究



来源: Wind, 莫尼塔研究

我国信用扩张始终围绕着土地运转,地产和基建是信用扩张的主要抓手,因此除了宽货币一马当先外,基本都需要在房地产政策或者财政纪律上留有空间,才能实现社融的大幅走高。

复盘五轮宽信用,我们能得到以下几个结论:

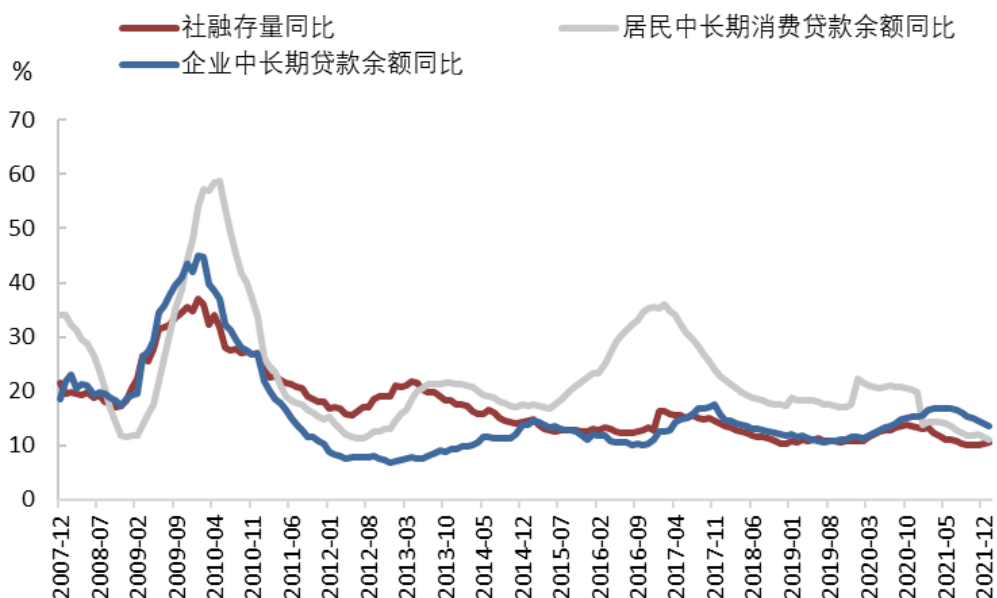
- 第一, 我国传统信用扩张是以土地为基础的,通过政府卖地这一行为连接起地产与基建两大链条,资金以房地产和基建为载体从金融机构流入实体经济。
- 第二, 宽货币是宽信用的先决条件,但从货币传导到信用需要时间,需要财政、金融监管等一系列政策配合。
- 第三, 融资渠道创新能够提高信用扩张的速度和幅度,但会提高金融风险。
- 第四, 尽管非金融企业杠杆率在每轮宽信用周期抬升幅度均为最高,但其中一部分归于地方政府隐性债务,另一部分可能要归于房地产企业加杠杆。因此每轮宽信用地方政府均存在加杠杆行为,只不过有时表现为隐性债务。
- 第五, 社融和居民中长期消费贷款的抬升往往要领先于企业中长期贷款的抬升(图表 20),企业中长期贷款表现出顺周期性,其发力出现在宽信用周期的后半程。因此宽信用的过程中信贷和社融的结构会存在改善。

图表 3：前五轮宽信用周期复盘

	第一轮 (2008. 11-2010. 1)	第二轮 (2012. 6-2013. 4)	第三轮 (2014. 12-2017. 1)	第四轮 (2019. 1-2019. 6)	第五轮 (2019. 11-2020. 10)	
货币传导时间	2个月	6个月	8个月	9个月	2个月	
社融提高幅度	20. 2%	6. 2%	2. 3%	0. 9%	3. 1%	
投向	房地产、基建	基建	房地产、基建	基建	房地产、基建	
杠杆率 上升幅 度	居民	7. 3%	3. 7%	10. 3%	2. 2%	6. 9%
	非金融企业	20. 7%	9. 4%	18. 3%	2. 6%	9. 3%
	中央政府	-0. 5%	0. 0%	1. 0%	0. 0%	3. 9%
	地方政府	5. 5%	2. 4%	-4. 2%	1. 6%	3. 2%
融资渠道创新	银信合作、城投平台	银证合作	银基、银银等通道； PPP、地方债	无	结构性货币工具、特别国 债	

来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：社融先于企业中长期贷款回升



来源：Wind，莫尼塔研究

在这五轮宽信用周期中，我们可能要尤为注意 2018-2019 年的宽信用周期。在这轮宽信用周期中，虽然货币发力较早，从 2018 年 4 月货币政策已经开始转向了边际宽松，但信用扩张起步较晚，直到 2019 年 1 月社融增速才开始趋势性回升。2019 年 1 月同样出现了天量社融，新增社融 4.7 万亿，信贷也出现了“开门红”，但接下来信用的扩张却一般三折，地产政策保持定力，地方隐性债务监管继续趋严，也并未出现融资渠道创新，最终到 2019 年 6 月社融增速仅上升了 0.9 个百分点。

站在当前的时点，宽货币已经率先出击，资金供给约束打开，但信用需求仍存在限制，地产遇冷使地产-基建链条的循环受阻，居民、非金融企业和地方政府加杠杆的能力都受到制约，以影子银行和隐性债务为代表的融资渠道受到严格监管，融资渠道的创新体现出开正门堵偏门的特点，开始以碳减排工具等结构性货币工具和地方政府专项债为手段推动信用扩张。在种种约束下，本轮宽信用周期社融可能也是小步前进，增速高点在 11% 左右，全年增速约为 10.6%，下行有托底，但上行缺弹性。

二、高频数据跟踪

实体经济：需求偏弱，黑色系价格下行。当前生产端面临的主要矛盾在于稳增长强化预期，但现实需求恢复迟滞，土地与房地产市场低迷，复工强度低于同期，唐山高炉开工率下行，黑色系价格趋弱。

食品价格：猪肉价格延续下行。上周食品价格涨跌互现，农产品批发价格 200 指数小幅回升 1%，除鸡蛋价格环比回升 2.7%外，主要农产品批发价格延续下行态势，其中猪肉平均批发价环比下降 1.9%，猪肉价格可能于今年上半年探底。

大宗商品：原油宽幅震荡。上周美英两国分别立法禁止进口俄罗斯原油，油价盘中一度冲击 2008 年以来的新高。此后德国表态现在仍将无法不使用俄罗斯能源，同时美国积极与委内瑞拉斡旋，阿联酋表示可以增产，油价回落，布伦特原油和 WTI 原油分别下跌 4.6%和 5.5%。有色金属价格同样出现回落，伦铜和伦铝价格分别上涨 4.8%和 6%，收于 10145 美元/吨和 3535 美元/吨。

金融市场：从股债双杀到债市回温。上周央行开展公开市场逆回购操作 500 亿元，到期 3800 亿元，净回笼 3300 亿元，资金利率小幅上升。由于出口维持韧性，央行上缴利润增强宽财政预期，国际原油价格上行加剧输入性通胀风险，周一至周四债市持续下跌、10Y 国债利率一度上行至 2.85%周五。社融数据大幅低于预期，宽货币升温，债市大幅上涨，10Y 国债利率下行 6bp 至 2.79%。上周股市持续下跌，上证指数收于 3307.7 点，人民币汇率继续走强。

图表 5：高频数据跟踪

		单位	当周值	环比	上周值	2月	1月	2021年	2020年
实体经济	国内主要港口：平均价：动力煤	元/吨	924	0.0	924	924	990	793	764
	期货结算价(连续)：铁矿石	元/吨	822	0.0	822	718	801.5	1381	788.5
	期货结算价(连续)：螺纹钢	元/吨	4900	-1.7	4985	4716	4778	4548	4220
	库存期货：螺纹钢	吨	20330	-2.8	20917	21794	43083	30233	31557
	唐山钢厂：高炉开工率	%	34.9	-25.4	46.8	44.4	50.8	39.7	74.6
	水泥价格指数：全国	/	172.0	1.0	170.2	168.1	170.2	184.3	154.6
	南华工业品指数	/	3910.0	1.8	3841.2	3577.2	3489.5	3210.8	2550.5
	30大中城市：商品房成交面积	万平方米	202	-17.7	245	715	1235	18420	17541
	100大中城市：供应土地占地面积	万平方米	1147	-32.1	1690	3283	3386	129316	146817
	100大中城市：成交土地占地面积	万平方米	1115	-5.8	1184	2883	2679	98989	110375
	100大中城市：成交土地溢价率	%	1.0	0.0	1.0	6.1	15.1	3.0	6.6
	当周日均销量：乘用车：厂家批发	辆	39839	-55.1	88780	88780	60884	102139	140067
食品价格	农产品批发价格200指数	/	132.3	1.0	131.0	130.3	138.7	126.5	130.3
	平均批发价：猪肉	元/公斤	18.3	-1.9	18.63	18.54	22.08	23.08	45.4
	平均批发价：鸡蛋	元/公斤	8.9	2.7	8.6	8.6	9.7	9.9	8.5
	平均批发价：28种重点监测蔬菜	元/公斤	5.7	-0.9	5.7	5.7	6.0	5.0	5.3
	平均批发价：7种重点监测水果	元/公斤	6.7	-0.4	6.7	6.8	7.0	6.4	6.0
大宗商品	RJ/CRB商品价格指数	/	295.1	-1.6	300.0	269.1	255.1	232.4	167.8
	期货结算价(连续)：布伦特原油	美元/桶	112.7	-4.6	118.1	101.0	91.2	77.8	51.8
	期货结算价(连续)：WTI原油	美元/桶	109.3	-5.5	115.7	95.7	88.2	75.2	48.5
	现货结算价：LME铜	美元/吨	10145.0	-3.1	10470	9974	9620	9692	7741.5
	现货结算价：LME铝	美元/吨	3535.0	-5.2	3728.5	3450	3076	2806	1978
金融市场	DR007	%	2.10	3.4	2.04	2.30	2.31	2.29	2.46
	R007	%	2.16	5.5	2.05	2.47	2.32	2.55	2.59
	SHIBOR：隔夜	%	2.05	7.8	1.90	2.23	2.16	2.13	1.09
	货币净投放	亿元	3300	/	4300	1000	6000	-7566	8940
	国债到期收益率：1年	%	2.09	-0.9	2.11	2.24	2.25	2.24	2.47
	国债到期收益率：10年	%	2.79	-0.7	2.81	2.78	2.83	2.78	3.14
	上证指数	/	3309.7	-4.0	3447.6	3462.3	3361.4	3639.8	3473.1
	创业板指	/	2665.5	-3.0	2748.6	2881.3	2908.9	3322.7	2966.3
	即期汇率：美元兑人民币	/	6.32	-0.6	6.36	6.31	6.36	6.37	6.54
	USDCNH：即期汇率	/	6.36	0.5	6.33	6.31	6.37	6.36	6.50
	人民币汇率指数	/	106.9	1.3	105.5	102.5	102.8	102.5	94.8

来源：Wind，莫尼塔研究

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: sales.list@cebm.com.cn