

研报精选

2021年3月15日 第15期

宏观专栏

输入性通胀难成货币收紧理由

报告认为，低基数或致PPI快速抬升，而猪价周期下行，服务消费对疫情敏感，CPI仍较温和。输入性通胀难以成为货币收紧的理由，但短期会制约松货币。受楼市制约，短期货币政策或维持中性偏紧，之后随着信用风险释放、楼市降温，货币政策或前紧后松，市场利率有下行空间。

居民信贷高增映射楼市韧性

报告指出，2月新增信贷和新增社融均超市场预期。居民中长期贷款显著强于正常年份同期，或表明房地产市场仍有韧性。环比动能来看，企业融资需求持续表现更强，反映经济景气度仍较高。

专题聚焦

粮食安全：粮安天下，创新护航长期发展

过去一年政策持续强调要把保障粮食安全放在突出位置。报告认为，当期看我国粮食产量可保障供给，有结构调整空间；远期看，创新发展尤为重要，育种环节将成为提升产业竞争力、保障粮食安全的重要驱动。

城市血脉，畅通未来——中国基础设施REITs之城市轨道交通篇

报告指出，城市轨道交通REITs的发行一方面有助于挖掘存量轨道交通项目资产的金融价值，提升直接融资比重，另一方面也有助于盘活存量资产、降低企业和政府杠杆率、化解地方债务风险。

宏观专栏

输入性通胀难成货币收紧理由

CPI同比仍在负区间，PPI同比快速冲高

2月总体CPI同比仍在负区间，达-0.2%，与我们的预期一致（前值-0.3%），食品CPI高基数导致同比由1月的1.6%放缓至-0.2%，非食品消费品CPI同比随PPI反弹，服务价格同比改善。节后食品价格回落，加之去年同期受疫情影响菜肉价格高基数，2月猪价同比降幅由1月的3.9%扩大至14.9%，菜价同比由1月的10.9%放缓至3.3%。油价大涨，交通与居住类燃料价格同比提升。房租、旅游、交通工具维修费、邮递等服务价格同比提升。

2月PPI同比由1月的0.3%快速冲高至1.7%，略高于我们预期的1.5%。全球需求复苏预期升温，而供给端仍偏紧（沙特承诺减产、美国飓风影响页岩油供给、铜供应恢复或偏慢），加上去年低基数，石油开采与冶炼加工、黑色金属采选与冶炼压延、有色金属冶炼加工、化工品价格同比均抬升，但生活资料和下游行业PPI分项同比上升不大。

低基数或致PPI同比二季度将快速抬升，但CPI仍较温和

我们在3月5日将2021年PPI通胀中枢由1.5%上调至3.5%。由于我国成品油价格调控有地板价，避免了去年4月负国际油价带来的超低基数。基准情形下，我们预计2021年PPI同比四个季度分别为2.5%，5.3%，4.0%，3.0%。风险情形下，油价四季度升至70美元/桶，PPI通胀全年中枢或抬升至4.5%左右，单月高点在6.5%左右，四个季度同比或分别为2.5%，6.1%，5.2%，4.3%。

非食品消费品将随PPI回升，但猪价周期下行，服务消费仍对疫情敏感。基准情形下，我们维持原来的CPI通胀判断，2021年CPI同比全年均值在1.0%左右，风险情形下，CPI通胀中枢或小幅抬升至1.2%左右，仍较温和。

中美复苏不同步，输入性通胀难成紧货币理由

往前看，PPI通胀短期或将冲高，但经济复苏进入下半场，输入性通胀难以成为货币收紧的理由，但短期会制约松货币。关键看楼市与信用风险。短期受楼市制约，货币政策或维持中性偏紧，之后随着信用风险释放、楼市降温，货币政策或前紧后松，市场利率有下行空间。



以上观点来自：2021年3月10日中金公司研究部已发布的《输入性通胀难成货币收紧理由》

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

居民信贷高增映射楼市韧性

央行发布2月金融数据，新增信贷和新增社融均超市场预期。

2月新增人民币信贷1.36万亿元，同比多增4,543亿元，部分与疫情造成的信贷低基数有关。

结构上看，居民部门新增贷款**1,421**亿元，同比多增**5,554**亿元，居民消费和按揭贷款发放进度在去年同期均受疫情影响。但居民中长期贷款新增**4,113**亿元，显著强于正常年份同期，或表明房地产市场仍有韧性。企业部门新增1.2万亿元（小幅同比多增700亿元），中长期贷款新增1.1万亿元，期限结构继续向中长期倾斜。由于2月地方新增专项债尚未启动发行，银行对专项债的基建配套贷款或新增不多，我们预计对公贷款或主要投向制造业、普惠金融等领域（通常房地产开发贷额度在年初较为充裕，新增或也较高）。今年央行对国有商业银行设定的普惠金融信贷增速目标为30%，显示金融体系对小微企业的支持力度仍较大。

2月新增社融1.71万亿元，社融增速回升至13.3%（前值13.1%）。其中信托贷款持续压降，2月降幅为936亿元，较去年12月4,620亿元的降幅，仍较为可控。未贴现银行承兑汇票新增640亿元，与银行压降表内贴现贷款带来表外新增正增长有关。

我们对社融投向进行拆分，2月居民部门新增1,421亿元（同比多增5,554亿元），企业部门新增1.41万亿元（同比多增3,029亿元），而在1月，居民和企业部门的同比多增额分别为6,359亿元、-7亿元。从环比动能来看，企业的融资需求持续表现更强，反映经济景气度仍较高。

2月末，广义货币M2增速回升至10.1%（前值为9.4%）。1月M2增速较低，与当时财政支出较慢、银行间流动性紧张有关，随着这些因素消除，M2增速逐步回升。2月新增财政存款-8,479亿元（同比多减8,687亿元），显示财政支出加快，M2与人民币存款增速之间的差异也在收敛。但我们预计年内M2增速仍

将逐步回落。此外企业活期存款增速由1月的18.5%回落至8.0%，1月高增主要与春节错位有关，对此不宜过度解读。

今年前2月新增人民币信贷虽持续多增，但考虑今年3-4月为延期贷款的还本付息高峰，我们预计后续信用条件仍会边际收缩。但鉴于我们对今年制造业投资相对乐观的预期，以及广义财政赤字率仍有6.5%，或支撑企业信贷增长，并缓冲企业还本付息高峰下信用条件的紧缩。



以上观点来自：2021年3月11日中金公司研究部已发布的《居民信贷高增映射楼市韧性》

邓巧锋 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

粮食安全：粮安天下，创新护航长期发展

从经济工作会议、农村工作会议，到一号文件、政府两会，粮食安全的政策脉络贯穿延续，粮食安全受到高度重视并成为“十四五”重要战略。我们认为，粮食安全问题，既关乎当期保障，也立足长期发展。当期看，我们认为我国粮食产量可保障供给，有结构调整空间；远期看，我们认为创新发展尤为重要，育种研发大有可为，我国水稻育种具有竞争优势，玉米育种迎来变革，畜禽育种仍需持续突破，育种环节将成为提升产业竞争力、保障粮食安全的重要驱动。

粮食安全持续受到政策高度重视：过去一年政策持续强调粮食安全，强调要把保障粮食安全放在突出位置，政策事件更密集、政策高度更高、政策方向更审慎。2020年起与粮食安全相关的政策密集出台，且政策多次强调粮食安全的重要性。同时，政策涉及方面广泛，主要问题包括土地改革、育种、粮食定价机制与生产结构等，也涉及到消费端如制止餐饮浪费等。

从我国当前总体生产格局来看，我国耕地面积稳定，土地流转推动耕种集约，效率稳步提升。粮食、肉类生产规模大，产量仍有保障。但近年来扰动频繁，新冠疫情影响粮食贸易，提升全球谨慎情绪；洪涝灾害影响南方多省生产秩序，草地贪夜蛾、非洲猪瘟冲击玉米、生猪生产等。基于政策方向和我国生产格局，我们认为粮食安全问题，不仅在于当期保障，也在于立足长远、未雨绸缪。

产量压舱当期供给，仍有结构调整空间：从粮食安全的保障性看，我们认为整体产量稳定，有结构调整空间。

- 口粮上，我国以小麦、水稻为主，当前政策通过收储制度稳定生产，产量高于需求，自给率高。同时小麦、水稻的储备水平较高，故口粮保障性较强。近年来，小麦、水稻收储价已企稳回升，2021年籼稻、小麦收储价分别上调20元/吨、20元/吨，粳稻收储价同比持平。向前看，

结合粮食安全政策方向，我们认为我国小麦、水稻收储制度仍将维持，且收储价有上调空间，这令小麦、水稻供给更具稳定性。

- 饲料用粮上，玉米、大豆两大饲用粮在保障性上低于口粮。其中，我国玉米供不足需，库存水平已降至低位，玉米进口上升，自给率从高位下降。大豆需求高度依赖进口，2020年自给率仅16%。我们认为，未来随政策扶持，饲用粮保障性将逐步增强。
- 肉类产量以猪肉、禽肉为主，据统计局数据，2019年二者产量占比分别达55%、29%。其中猪肉供给此前受到非洲猪瘟疫情的负面影响，当前正逐步修复；而禽养殖受益替代消费，供给维持高位且自给率较高。

创新护航长期发展，前端育种环节大有可为：从粮食安全的发展性看，我们认为我国将在前端育种研发继续努力，借以提高整体竞争水平，确保长期粮食安全。

- 水稻育种领域，我国以杂交育种为主，基于种源储备及育种技术优势，我国水稻育种的全球竞争力较强，水稻单产位于较高水平。
- 玉米育种领域，我国玉米单产较海外仍有差距，我们认为种源保护利用与生物育种技术为未来发展关键。而以转基因为代表的生物育种技术推广普及，也将带动玉米育种领域的深远变革。
- 畜禽育种上，我国白羽鸡祖代、生猪原种猪主要依赖海外进口，但当前部分头部企业持续进步，产业链逐步延伸到育种环节，我们认为未来有望实现持续突破。

以上观点来自：2021年3月13日中金公司研究部已发布的《粮食安全：粮安天下，创新护航长期发展》

孙扬 SAC 执业证书编号：S0080516050001 SFC CE Ref: BME215

专题聚焦

城市血脉，畅通未来——中国基础设施REITs之城市轨道交通篇

城市轨道交通是现代城市交通系统的重要组成部分，过去二十年，轨道交通在引领城市发展，缓解城市拥堵、改变居民出行方式方面发挥了较大的正向效应。但因其前期投入大、回收期长、定价具有公益性的特点，在建设和运营环节给地方政府带来了较大的财政压力。

在中国基础设施公募REITs渐行渐近的当下，城市轨道交通资产的REITs化也迎来曙光。城市轨交REITs产品的发行一方面有助于挖掘存量轨道交通项目资产的金融价值，提升直接融资比重，为社会资本提供多种可供选择的退出方式，另一方面也有助于盘活存量资产、降低企业和政府杠杆率、化解地方债务风险。

城市轨道交通建设概况：1) 历史建设斐然：至2020年底，全国城轨运营里程7978公里，位居全球第一（2010-2020年复合增速达18.6%），其中地铁是主流制式，2020年运营里程6,302.8公里，占比79.0%；2) 与发达国家对比仍有差距：我国城轨密度低于国际水平，且存在制式单一问题；3) 未来发展潜力大：城镇化率提升激活城轨需求，我国城镇化率已达60.6%，参考国际经验，有望进入建设拐点期。碳中和承诺下城市客运结构有望改善，城轨将承载更多城市客运出行，城轨建设规划指引行业未来五年高景气，我们测算“十四五”期间年均投资额将达到5,186亿元。

城市轨道交通运营情况：1) 客运量增长稳健但盈利能力较差：2019年客运量达到237亿人次，2012-2019年CAGR 15.4%。但整体盈利水平堪忧，运营入不敷出仍是普遍情况。对比香港地铁，我们认为低客运强度、非市场化的票价定价和多元化经营不足是盈利能力较弱的主要原因。2) 行业迎来发展新机遇：借鉴港铁公司“地铁+物业”的TOD模式，内地开始逐步尝试地铁上盖及沿线的物业开发，有助于反哺地铁运营，以实现经营收支平衡，我们估算国内TOD潜在市场规模达到近万亿元。

城市轨道交通投融资模式：1) 权益融资：PPP模式引入社会资本，推动融资由政府单一主体向多元化转变，但当前PPP项目存在退出机制不够灵活问题；2) 债务融资：地方政府面临建设和运营补贴双重负担，高资金需求与融资渠道单一共同推高债务规模，我们测算未来五年建设与运营环节平均每年新增债务共约3400亿元，地方政府债务负担恐进一步增加。

城市轨交REITs发行实现多方共赢：1) 政府端：松绑地方财政，降低地方政府杠杆率，化解债务风险；2) 企业端：盘活存量资产，加快地铁建设资产周转，为新项目提供资金来源；3) 投资者端：提供可观分红与资本增值兼具的投资产品，丰富资产配置选择；4) 行业端：严格的上市监管环境和主动管理模式有助于提升城轨行业运营效率及盈利水平。

城市轨交REITs规模测算：短期来看，我们看好路网建设成熟的北上广深四市轨道交通部分资产率先REITs化，对应市场规模500亿元，中长期看，城轨PPP项目为REITs提供了很好的储备项目，假设PPP项目可证券化率为10%，非PPP项目可证券化率为3%，则对应市场规模约2,000亿元。

以上观点来自：2021年3月11日中金公司研究部已发布的《城市血脉，畅通未来——中国基础设施REITs之城市轨道交通篇》

杨鑫 CFA SAC 执业证书编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

尹佳瑜 SAC 执业证书编号：S0080520090003

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.3.10 中国宏观简评：输入性通胀难成货币收紧理由 | 2021年2月通胀数据点评
- 2021.3.11 中国宏观热点速评：居民信贷高增映射楼市韧性 | 2021年2月金融数据点评
- 2021.3.11 海外宏观热点速评：油价继续推升CPI,核心CPI仍然温和 | 美国2月CPI点评
- 2021.3.12 海外央行观察：欧央行将加快购债速度

策略及大宗商品

- 2021.3.12 海外策略：利率的短期冲击是否已经过去？
- 2021.3.13 全球资金流向监测：外资第28周流入中资股；南向开通以来最大单周流出
- 2021.3.14 海外市场观察：美债利率上行下的风格轮动 | 2021年3月8日~3月14日
- 2021.3.14 A股策略周报：估值压力逐步释放，中期勿悲观
- 2021.3.14 量化策略周报：量化策略周报（235）：震荡行情仍将延续
- 2021.3.14 海外中资股策略周报：价值风格暂时相对占优

固定收益

- 2021.3.8 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.3.8 简评：行业利差多数走扩,煤炭地产弱区域城投压力延续 | ——2021年2月行业利差跟踪
- 2021.3.8 简评：高收益弱于投资级,城投板块回调 | ——中资美元债周报
- 2021.3.8 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.3.9 简评：六大变化：《民法典》视角详解ABS增信条款 | 《民法典》担保篇简评
- 2021.3.10 简评：PPI涨,核心CPI弱,难收紧 | ——2021年2月通胀数据点评
- 2021.3.10 简评：境外债券回购是如何操作的？
- 2021.3.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.3.10 简评：贷款好于预期,不急转弯 | ——2月金融数据点评
- 2021.3.11 专题研究：市场先行制度跟进，债券购回案例增多
- 2021.3.11 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.3.11 专题研究：国内机构情绪谨慎,外资机构逆势增持 | ——2021年2月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2021.3.12 简评：关注SLR政策到期对美债利率的影响
- 2021.3.12 中国可转债策略周报：策略“漂移”，不如再坚持一下
- 2021.3.12 简评：一周行业数据

2021.3.13 中国固定收益市场季报：中国固定收益市场季报

行业

- 2021.3.8 电力电气设备：工业自动化2020年度回顾：需求复苏，国产崛起
- 2021.3.8 主题研究：追"宗"系列 | 大宗投资前瞻:通胀修复提振铜铝价格,玻璃钢铁涨势强盛
- 2021.3.8 化工：核心企业1Q业绩前瞻，农化周期再起
- 2021.3.8 房地产：2月存量住房市场监测报告：挂牌价涨势走缓，后市房价有望趋稳
- 2021.3.8 交通运输：双周报148期：快递业务量修复强劲，灵便型散货船创11年新高
- 2021.3.8 基础材料：追"宗"系列 | 纸业解码:浆纸系纸种表现强势,箱瓦纸涨价蓄力待发
- 2021.3.8 房地产：中金房地产周报#234：销售增幅有所收窄，宅地成交量转增
- 2021.3.8 机械：研发费用加计扣除比例提升，利好高端制造业
- 2021.3.9 航空航天科技：3月金股推荐：板块底部有业绩支撑，中上游估值安全边际高
- 2021.3.9 节能环保：“燃”废为宝，扬帆远航——中国基础设施REITs之垃圾焚烧篇
- 2021.3.10 机械：中金挖机利用指数：2月份同比增长37.4%，行业销量再超预期
- 2021.3.10 石油天然气：石化月报(第一期)：长丝涨价，炼油毛利扩张，1Q21业绩或超预期
- 2021.3.10 金融：三论A/H银行股票的几个核心问题
- 2021.3.10 汽车及零部件：2月车市平稳复苏 双长广汽表现亮眼
- 2021.3.10 银行：信贷需求强劲，数据体现政策的“不急转弯”——2月社融点评
- 2021.3.11 建材：水泥“碳中和”整装待发，新一轮“供给侧改革”或有望开启
- 2021.3.11 交通运输：精选十个标的：2020业绩预览和1Q21业绩预测
- 2021.3.11 交通运输物流：城市血脉，畅通未来——中国基础设施REITs之城市轨道交通篇
- 2021.3.11 电力电气设备：巴拉德中国营收占比过半，燃料电池有望迎来长足发展
- 2021.3.12 汽车及零部件：造车新势力4Q20：经营再上台阶，智能新车催化可期
- 2021.3.12 建筑与工程：钢结构动态追踪#1：部分企业存在扩产行为，但供给格局仍有序
- 2021.3.12 家电及相关：如何看空调攻守易势
- 2021.3.13 农业：粮食安全：粮安天下，创新护航长期发展
- 2021.3.13 医疗健康：隐形正畸：科技赋能，笑容从“齿”绽放
- 2021.3.13 建筑与工程：装配式建筑2020目标超额完成，PC、钢结构并驾齐驱
- 2021.3.14 有色金属：有色周报：有色标的涨跌分化，铝板块领涨

- 2021.3.14 传媒互联网：周报：《阿凡达》复映促票房复苏，2月国内手游市场环比增长12%
- 2021.3.14 医疗健康：调整即是长期布局好时点，关注年报和一季报情况
- 2021.3.14 科技：赢彻科技“轩辕”发布：L3级Robotruck前装量产落地在即
- 2021.3.14 主题研究：光伏周报：硅料涨价持续，欧洲下游产能更新
- 2021.3.14 传媒互联网：数据月报：春节档助力影市回暖，2月手游市场规模环比增长12%
- 2021.3.14 科技：科技硬件周报（3/13）：小米回购受投资人广泛关注
- 2021.3.14 科技：通信设备周报：5G基站毛利率有望上行，第三方IDC供给率或提升



CICC
中金公司

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn