

研报精选

2021年5月24日 第24期

宏观专栏

大财政重启，资产定价大变局

报告判断大财政联手FAIT将大概率推升通胀中枢、并加剧通胀预期波动，带来三重含义：名义增长的波动幅度加剧；历史总结的资产行为逻辑在方向上将维持；估值较高的风险资产可能对流动性边际变化将更敏感。

分化考验复苏的持续性

报告指出，4月数据显示经济复苏分化仍然比较明显，外需和房地产仍然延续去年中期以来的韧性，而消费和制造业复苏仍然相对偏弱，分化将增加复苏的不确定性。

专题聚焦

值得关注的半导体行业潜在颠覆性技术

报告认为我国半导体产业正处于关键发展节点。新型技术有望驱动后摩尔时代芯片性能进一步提升，集成电路潜在颠覆性技术包括量子计算、光子计算、碳基器件、芯粒技术、3D堆叠等。

汽车行业十年展望

报告指出，汽车行业正在经历多重作用力对企业硬件和制造端盈利能力的侵蚀。而盈利能力的降低会开启行业长期的链式反应，如硬件利润下滑，代工成为可选项，汽车有望实现“中国产，全球销”。

宏观专栏

大财政重启，资产定价大变局

我们在《“大财政”重启，低通胀一去不回》一文中回顾了美国财政货币政策百年史，论述了财政政策的重要性正在系统性地提升。物价的财政决定理论为我们提供了财政（以及货币不同程度配合财政）决定价格的逻辑框架，在此框架下，我们判断大财政联手FAIT（灵活的平均通胀制）将大概率**推升通胀中枢、并加剧通胀预期波动**。这将对经济周期和资产表现带来三重含义：**首先**，名义增长的波动幅度加剧并进一步放大经济周期；**其次**，历史数据总结出的资产行为逻辑在方向上料将继续维持，然而其波动性可能随经济周期的放大和延伸亦被放大；**最后**，随着央行与财政以及与市场逐步“联姻”，由诸如QE等政策推动的估值已然较高的风险资产可能对流动性的边际变化将更为敏感。

本文中，我们梳理了1970年以来在不同产出和通胀周期组合下，财政扩张和紧缩期间主要大类资产的年化回报率，重点在于通过对比分析宽财政对大类资产表现的影响并讨论其背后逻辑。在通胀抬升、产出上行并叠加宽财政的背景下，铜、新兴市场股指、原油、标普500、黄金均获得较高绝对收益，且远高于样本期间各自的历史平均回报率。在收益率频谱的另一端，美债基本盈亏平衡，美元则垫底，是所研究大类资产中唯一录得负回报的资产。问题是，这其中财政贡献了多少力量？在通胀升、产出上的情况下，通过对比紧财政时期大类资产的表现，我们发现**宽财政对铜、新兴市场股指和标普500的正向刺激效果尤其显著，而宽财政则显著拖累美债及美元。**

以上观点来自：2021年5月16日中金公司研究部已发布的《大财政重启，资产定价大变局》

张峻栋 SAC执业证书编号：S0080120120076

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

分化考验复苏的持续性

——4月经济数据点评

4月数据显示，经济复苏分化仍然比较明显，外需和房地产仍然延续去年中期以来的韧性，而消费和制造业复苏仍然相对偏弱。分行业来看，上游涨价挤压下游的利润。近期PPI加速上升，一定程度上反映了供给端的冲击，因此货币政策仍然强调稳字当头。我们在一个月之前将全年经济增速预测从早前的9%下调到了8.5%左右，4月份的数据也进一步表明分化将增加复苏的不确定性。

工业增加值两年同比增速回升，但环比增速放缓。4月工业增加值同比增长9.8%，略低于市场预期的10%，较3月14.1%回落；两年平均增长6.8%，较3月6.2%回升，和1季度基本持平。今年以来，电器机械和器械制造，计算机、通信和电子，医药制造业，金属制品业，专用设备制造业等行业两年平均增速超过两位数。

零售两年平均增速较3月回落，环比增速放缓。4月社会消费者零售增额同比增长17.7%，低于市场预期的25%。两年平均增速4.3%，较3月6.3%回落，略高于1季度两年平均增速4.1%。4月零售环比增长0.32%，较3月0.94%大幅回落。

房地产和制造业投资带动固定资产投资两年平均增速加快。1-4月固定资产投资累计同比增长19.9%，和市场预期的20%基本一致。4月单月固定资产投资同比增长9.9%，较3月18.3%回落；两年平均增长5.3%，较3月3.5%加快，主要由房地产和制造业投资驱动。

- 房地产开发投资两年平均增速加快，房地产销售增速仍然较快。房地产开发投资4月同比增长13.7%，低于3月14.8%；但两年平均增速10.2%，较3月7.8%回升。房地产销售额4月同比增长32.5%；两年平均增长12.2%，较3月16.2%回落。房地产销售反应居民购房需求仍然旺盛，新开工下滑受房地产政策收紧影响，今年实行土地集中供应可能给土地成交带来一定延迟。

- **制造业投资两年平均增速回升，部分受2019年同期基数下降影响。**制造业投资4月同比增长14.7%，较3月25.1%下降；两年平均增速3.4%，较3月-0.3%回升。2019年4月制造业同比-1.2%，较2019年3月3.7%下降。年初至今，汽车制造业、纺织业、通用设备制造业、金属制品业等行业投资两年平均增速仍然为负。工业企业利润维持高增长对后续制造业投资可能会有一定激励。
- **基建投资两年平均增速低增长。**基建投资4月同比增长2.8%，较3月21.6%下降；两年平均增速3.8%，较3月5.8%回落，但高于1季度3%。基建投资增速下滑和今年以来专项债发行和财政支出较慢有关。由于去年基建发力是在5-7月，基数较高，不排除未来几个月基建投资同比出现小幅负增长可能。

城镇调查失业率创疫情以来新低。4月城镇调查失业率降至5.1%，为2019年12月以来最低水平，略高于2019年4月5%。但是城镇失业率调查可能没有完全反应总体就业变化，特别是农民工减少的影响。4月底统计局公布，2020年全国农民工总量比2019年减少517万人，下降1.8%。

总体而言，工业增加值环比增速放缓，零售环比增速下滑明显，制造业投资两年平均增速回升可能因为基数扰动。结合4月社会融资总量增速大幅下滑，我们判断国内需求仍然偏弱。近期安徽、辽宁部分城市出现本土新增病例，疫情防控措施再度加强，可能会给消费带来短期扰动。去年底以来PPI上涨较快，背后有供给约束的推动，CPI仍然处于较低水平，我们预计国内货币政策仍然会保持相对平稳。

以上观点来自：2021年5月17日中金公司研究部已发布的《分化考验复苏的持续性——4月经济数据点评》

刘鎏 SAC执业证书编号：S0080512120001 SFC CE Ref: BEI881

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

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

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

专题聚焦

值得关注的半导体行业潜在颠覆性技术

5月14日，国家科技体制改革和创新体系建设领导小组第十八次会议专题讨论了面向后摩尔时代的集成电路潜在颠覆性技术，引发了投资者对半导体行业潜在颠覆性技术的关注。

我们认为目前全球尤其是我国半导体产业正处于关键发展节点：1) 摩尔定律接近物理极限，通过制程升级提高芯片性能越来越难；2) 先进封装、化合物半导体等众多新技术近年来相继出现并快速发展；3) 芯片缺货等因素使得全球各国意识到半导体产业供应链安全的重要性，相继出台政策支持本国半导体产业发展。

新技术有望驱动后摩尔时代芯片性能进一步提升，我们梳理了集成电路潜在颠覆性技术。

1) 计算原理方面，量子计算、光子计算、类脑计算等技术使用量子作用法则、光子作用法则、类人脑信息处理法则替代经典电子计算与或非门表征计算，理论上可在部分类型算法上实现计算效率的大幅提升。

2) 材料、器件方面，第二/三/四代半导体 (GaAs、GaN、SiC、Ga2O3等)具有宽禁带、高导热率、高抗辐射等优势，在高速、高频、大功率等应用场景相较第一代半导体 (Si) 具有显著优势，随着5G、新能源技术的发展，化合物半导体的应用正逐步提升。碳基器件 (石墨烯、碳纳米管等)具有高电子迁移速率优势，理论上能够以比硅基器件高近200倍的速率工作。柔性器件 (碳纳米管、ZnO等)理论上可以较好适配柔性电子领域应用。新型存储器 (相变存储器、铁电存储器、磁性存储器、阻变存储器等)相较DRAM、NAND Flash、NOR Flash等传统存储器具有高可靠性、高读写速度、低功耗等优势，正逐步向市场推广。

3) 计算架构方面，RISC-V具有完全开源、架构简单、模块化设计等优势，目前正在物联网等领域积极推广，未来有望成为和x86、ARM比肩的重要架构

之一。异构计算（CPU+GPU、CPU+FPGA、CPU+ASIC等）能够充分发挥不同计算平台的优势以提升计算效率（例如让CPU从事管理和调度，而将计算交给运算能力更强的GPU），随着AI技术的发展（尤其是CUDA等技术的出现），异构架构目前已经得到了较为广泛的应用。存算一体（阻变存储器等）将目前计算机存储和运算两大基本功能单元合二为一，理论上能够和AI算法（神经网络）形成较好耦合。

4) 芯片集成方面，Chiplet（芯粒技术）、SiP（系统级封装）、3D堆叠等先进封装技术能是封装产业未来重要发展趋势。此外，我们认为在半导体设备、材料、工艺，软件层面的算法、应用也存在出现颠覆性技术的可能性。



以上观点来自：2021年5月17日中金公司研究部已经发布的《值得关注的半导体行业潜在颠覆性技术》

李学来 SAC 执业证书编号：S0080521030004

彭虎 SAC 执业证书编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

胡炯益 SAC 执业证书编号：S0080120070115

专题聚焦

汽车行业十年展望系列

从2007年到2020年拉长的时间维度下，中国汽车行业经历了加入WTO后合资企业供不应求的辉煌，经历了自主车企从无到有的兴盛，最终走到汽车销量在2018年阶段性见顶。与此同时，汽车行业大变革时期对电气化、智能化、网联化、共享化多重赛道，提出了截然不同的设计和开发需求、开始了从单车销售转向保有量收费的盈利模式转变、带来了移动互联网端的合作伙伴及竞争对手。我们认为汽车行业的估值体系正在发生变更：硬件端和制造端的利润将维持合理但较低水平，软件利润和服务收入将成为新时代的估值锚准，但我们与市场最大的不同，是认为自动驾驶收费或不长久，车企盈利模式转向“渠道费”。而盈利能力的降低，我们认为会开启行业长期的链式反应，是为蝴蝶效应。

蝴蝶效应I：硬件利润下滑，代工成为可选项，汽车有望实现“中国产，全球销”。传统汽车制造业通过组装过程获取超额收益，但当硬件利润可能长期处于低位，代工成为了可选项，涌现出了整体方案商并走向专业化。长期来看，我们认为2022年股比放开叠加自主品牌海外布局加速，中国有希望效仿德国、日本以优良的产品、精益的流程、优势的性价比，向全球输出汽车产品。

蝴蝶效应II：中国汽车零部件有望受益于整车出口，被动提升全球市占率。历史上国内零部件公司海外拓展能力弱，经统计154家零部件公司海外收入占比约32%，数量上59%的公司海外收入在20%以内。而伴随整车产大于销，有望被动提升全球市占率，并在过程中趋于集中化、专业化和模块化。

蝴蝶效应III：硬件模块化，带来软件通用化。从新能源车三电系统到底层智能硬件，都存在明确的模块化趋势：机电电控长期看将成为大宗商品，头部车企躬身入局电池以期打破格局；从分布式转向域控制带来芯片数量减少，座舱和自动驾驶芯片向少数供应商集中，智能硬件亦开始趋同。我们认为硬件模块化，会带来软件通用化：若通用化出现在车载系统端，出现驱动+操作系

统+中间件这三层组成的“软件大中层”，有利于行业提升效率；但若通用化出现在Robotaxi类型的自动驾驶端，可能会弱化主机厂的行业地位。

蝴蝶效应IV：硬件模块化、软件通用化、生产代工化的背景下，部分车企可能成为纯粹“品牌商”。我们认为会出现部分整车企业更加关注品牌搭建、市场营销和高端研发，实现轻资产模式运营。

蝴蝶效应V：长期竞争格局仍将保留较多参与者。我们以手机行业为鉴，发现即使硬件外观、软件功能大幅趋同，差异化的需求仍能保持竞争生态多样性。我们认为，尽管汽车智能化将使得头部企业适度集中，但经济、情感、实用性动机等细分需求难以被单一品类满足，竞争终局仍将留有较多参与者。



以上观点来自：2021年5月18日中金公司研究部已发布的《十年展望I：汽车行业估值体系正在发生变更》《十年展望II：汽车行业的蝴蝶效应》《十年展望III：打破汽车行业的边界》

王雷 SAC执业证书编号：S0080521050001 SFC CE Ref: BNN451

刘畅 SAC执业证书编号：S0080120030009

常菁 SAC执业证书编号：S0080518110003 SFC CE Ref: BMX565

库静兰 SAC执业证书编号：S0080120080100

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.5.17 中国图说中国宏观周报：从近两轮涨价看PPI拐点触发因素
- 2021.5.17 中国宏观热点速评：分化考验复苏的持续性 4月经济数据点评
- 2021.5.23 中国图说中国宏观周报：4月财政紧缩继续，未来有望缓解
- 2021.5.23 海外宏观简评：宏观探市：再通胀换挡期的资产价格

策略及大宗商品

- 2021.5.20 中国策略简评：策略简评：周期渐弱，重回成长
- 2021.5.22 全球资金流向监测：外资连续38周流入，南向流入加快
- 2021.5.22 海外策略：美新增八州开放，部分新兴疫情抬头：疫情疫苗周度追踪（5月20日）
- 2021.5.23 主题策略：恒生与港股通调整：系统性优化“牛刀初试”
- 2021.5.23 A股策略周报：利率下行，关注成长
- 2021.5.23 海外市场观察：QE减量的历史经验与启示 2021年5月17日~23日
- 2021.5.23 海外中资股策略周报：大宗回落，成长领先
- 2021.5.23 数据观察：图说大宗：回归基本面

固定收益

- 2021.5.17 简评：经济动能转弱，债市仍无虑——2021年4月经济数据点评
- 2021.5.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.5.17 中资美元债周报：新发提升，二级市场回调 ——中资美元债周报
- 2021.5.18 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.5.18 离岸中资信用债月报：波动行情下的风险和机会 ——中资美元债月报
- 2021.5.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.5.19 专题研究：疫情带来的盈利和现金流切换 ——债券发行人2020年年报和2021年一季报点评
- 2021.5.19 中国房地产债券月报：4月房地产债券月报： ---行业融资收缩持续
- 2021.5.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.5.20 简评：招标利率和利差再度提升 ——国库现金定存招标结果分析
- 2021.5.21 专题研究：一周行业数据
- 2021.5.22 中国固定收益市场季报：中美债市的殊途异归——2021年下半年经济及债市展望

行业

- 2021.5.17 教育：民促法靴子落地，高教、职业教育迎来利好
- 2021.5.17 交通运输物流：主要上市机场国内旅客吞吐恢复至疫前水平

- 2021.5.17 科技：科技硬件周报（5/15）：缺芯引发全球关注
- 2021.5.17 主题研究：光伏周报：产业链涨势持续，明阳进军HJT
- 2021.5.17 半导体：值得关注的半导体行业潜在颠覆性技术
- 2021.5.17 节能环保：固废工作精细化发展，看好环卫设备运营商
- 2021.5.17 交通运输物流：航运维持高景气，京东物流上市在即
- 2021.5.17 建筑与工程：4月建筑数据点评：制造业投资加速
- 2021.5.17 主题研究：追“宗”系列 | 复苏深化支撑铜铝价格，玻璃维系强势
- 2021.5.17 可选消费：4月社零较19年同期+8.8%，复苏态势延续
- 2021.5.17 房地产：4月销售、投资仍强劲，后市关注信贷变化
- 2021.5.17 煤炭：4月数据点评：供应偏紧，煤价持续上行
- 2021.5.18 消费赛道研究：潮流玩具：潮流酷品，玩心未泯
- 2021.5.18 地产：周报#243：销售韧性延续，宅地成交转增
- 2021.5.18 机械：继续看好成长及泛消费赛道
- 2021.5.18 基础材料：4月数据点评：供需持续向好，价格表现亮眼
- 2021.5.18 汽车及零部件：十年展望I：汽车行业估值体系正在发生变更
- 2021.5.18 传媒互联网：数据月报：4月中国手游市场同比持续增长
- 2021.5.18 物业管理服务：近期路演思考：坚定拥抱行业黄金时代
- 2021.5.18 博彩及奢侈品：1Q21博收环比改善，保持长期复苏趋势
- 2021.5.19 传媒互联网：4月电商数据：增速放缓，有待进一步观察
- 2021.5.19 汽车及零部件：科技重塑万亿汽车服务市场
- 2021.5.19 传媒互联网：互联网月报：建议逢低吸纳优质互联网公司
- 2021.5.19 汽车及零部件：十年展望II：汽车行业的蝴蝶效应
- 2021.5.19 家电及相关：空调价格持续上涨，需求弹性导致销售承压
- 2021.5.20 消费赛道研究：卤制品：品牌崛起，强者恒强
- 2021.5.20 交通运输物流：4月快递业务量同比+31%，单价降幅收窄
- 2021.5.20 主题研究：充电桩政策点评：补充电基建短板，推进车网互动、高质量运营转型
- 2021.5.20 银行：景气度向上，创新商业模式逐步走向差异化
- 2021.5.21 主题研究：政策夯实2021年风光90GW+并网预期
- 2021.5.21 家电及相关：传统品类有压力，看好新品类与新市场
- 2021.5.21 汽车及零部件：十年展望III：打破汽车行业的边界
- 2021.5.21 工业：“一体压铸”：车身制造之变革
- 2021.5.21 传媒互联网：4月广告市场回顾：梯媒同比高增长态势持续
- 2021.5.21 金融：资管通鉴：4月基金新发&投资者活跃度降温
- 2021.5.22 医疗健康：Botox引领美丽革命，中国医美有望迈向合规
- 2021.5.22 医疗健康：Botox引领美丽革命，中国医美有望迈向合规
- 2021.5.23 家电及相关：回顾品牌出海主题，阶段性高点如何布局
- 2021.5.23 医疗健康：CRO&CMO框架研究，外包生态的整合与扩张
- 2021.5.23 医疗健康：ASCO 2021摘要公布，多项国产新药公布数据
- 2021.5.23 传媒互联网：周报：广告市场稳定增长，筑底中择优布局

- 2021.5.23 机械：看好产业升级和消费升级新机遇
- 2021.5.23 科技：科技硬件周报（5/22）：AR新进展广受关注
- 2021.5.23 化工：限电收缩供给，看好黄磷-草甘膦和工业硅
- 2021.5.23 科技：汽车电气架构新趋势，车内通信迎变革



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