

研报精选

2021年2月8日 第11期

宏观专栏

2021年的三大政策焦点

报告指出，货币政策2021年大方向回归中性，但具体操作时点将会视通胀、增长、楼市等变量演变而相机抉择；财政政策上赤字将收窄，广义基建增速持平或略高于上年；宏观审慎政策将成为关注焦点。

“散户逼空”的影响难消散

报告指出“散户逼空”表面上是美国宽松政策带来的流动性泛滥现象，但背后反映了社交平台快速发展的深远影响。“散户逼空”说明数字经济时代相关领域的监管面临挑战，同时还折射了美国社会日趋严重的贫富分化问题。

专题聚焦

社区团购研究：下沉市场电商新范式

报告看好社区团购模式在履约过程中的创新。通过对底层基础设施的改造，社区团购提升下沉市场的商品流通效率，并有望在未来数年内加速一系列高频、低价、标准化消费品的线上化进程。

厚积薄发，乘势而上——中国基础设施REITs之污水处理篇

污水处理底层资产盈利稳定、现金流充足、受经济波动影响小，适合REITs的发行。报告认为，发行REITs有助于污水处理行业盘活市场存量资产，带动行业整体经营效率提升，推动绿色价格机制落地。

宏观专栏

2021年的三大政策焦点

2021年大方向上货币政策回归中性，但具体到时点操作，将会视多个变量（通胀、增长、楼市、金融风险等）的演变而相机抉择。由于经济复苏的不平衡性，结构性支持政策仍不可或缺，而紧信用过程中金融市场脆弱性增加，信用与货币持续双紧的可能性不大；而货币政策在楼市升温情况下或偏紧，而在信用收缩较快的窗口则可能偏松。在维持宏观杠杆率基本平稳的大背景下，我们预计今年全年社融增速或回落至11.0%左右，M2增速回落至9.0%左右。

宏观审慎政策亦将成为今年关注的焦点。资管新规收官，房地产金融监管框架亟待落地，汇率弹性增强、跨境资本双向波动加大，互联网平台涉足金融业务等，这都对宏观审慎监管带来挑战，此外，能源结构转型背景下从绿色金融角度加大系统性支持，也成为疫情下各国的政策启示。去年3月英格兰央行原行长Mark Carney在有关宏观审慎政策的演讲中，尤其提示了气候变化的影响，认为气候变化带来的风险增加可能是非线性的，应对气候变化的审慎政策调整越延后，在险GDP（GDP-at-risk）就会越大；应对政策的延迟可能会带来气候层面的“明斯基时刻”，即当受困资产大规模增加时，资产价格面临突然且剧烈的调整压力。

近年来居民部门还本付息负担上升较快，或与股市、楼市及互联网金融等诸多因素有关。房地产宏观审慎政策、互联网联合贷款业务规范等系列措施出台，或放缓该上升趋势，但居民偿债收入比绝对水平偏高，未来可能引发的风险值得关注。

财政赤字将收窄，需用跨周期视角看待，既有周期性原因，也有政策意图的变化，支出方面有保有压。去年的低基数效应、和减税翘尾效应减弱，带动一般预算收入增长较快，我们预计今年广义财政收入增速或在5.5%以上，较去年0.5%有较大提升。今年广义赤字率或由去年的8.4%回落至6.3%左右，但去年财政增收而支出低于预算，或有超1万亿元的财政资金结转至今年使用。

综合来看，今年广义赤字或降至7.0万亿元左右，广义赤字率由去年的8.4%降至6.3%左右，同时地方政府再融资债券发行额度或继续提高，以缓解债务到期对当期财政支出的压力。而政府债发行节奏或更趋均衡，对流动性的扰动降低，政府或将更加注重项目建设进度与政府债券发行的协调。

我们预计今年广义基建增速持平或略高于去年，但难回到5%以上，旧改和公租房建设补位棚改，社会事业投资或继续保持较高增速，同时财政在收入分配领域或有更大力度的倾斜。而在地方政府隐性债务严控的大背景下，低资质城投债务再融资值得关注，或将一定程度挤占地方财政支出，不过随着政府再融资债券发行规模加大，部分或用于债务置换，可一定程度缓解隐性债务化解压力。



以上观点来自：2021年2月1日中金公司研究部已发布的《2021年的三大政策焦点》

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

宏观专栏

“散户逼空”的影响难消散

近期美国部分投资机构遭遇散户逼空，反映多个深层次问题。“散户逼空”是否说明美国股市散户化有待商榷，但更深层次的问题是数字经济快速发展背景下社交平台的巨大影响，相关领域的监管面临挑战。“散户逼空”也折射了美国长期以来的贫富分化问题。

1月中下旬，美国视频游戏零售商GameStop遭遇了逼空，股价在短短11个交易日内由19.95美元最高上涨到了483美元，涨幅达到了2321%；随后大幅下跌，2月3日收于92.4美元。逼空最初是在Reddit的子板块wallstreetbets上发起的，而部分对冲基金作为对手方损失惨重。1月28日，包括Robinhood在内的多家经纪公司暂停了对GameStop和其他证券的购买，声称原因是其在清算所中的抵押品不足，这也遭到了部分批评和法律诉讼。之后部分wallstreetbets用户将注意力转向白银，白银现货在1月28日至2月1日期间上涨15%，2月2日则下跌8.1%。

表面上“散户逼空”是疫情爆发后美国极度宽松政策带来的流动性泛滥现象。为了应对疫情带来的负面冲击，2020年3月底美联储向金融机构注入了大量流动性，美联储资产负债表扩张幅度较大，这也助推美国股市V型反转，大幅上涨。牛市情绪推动、非金融服务消费因疫情受阻，提高了散户直接进入美国股市的比例。

有观点认为“散户逼空”表明美国股市散户化，这个观点有待商榷，但“逼空”背后反映了社交平台的发展对社会的深远影响更加值得关注。数字经济快速发展的大背景下，美国绝大多数人都接入了社交网络，使得信息传播的速度成几何状态增长，一点风吹草动就能对金融市场产生即刻影响。无论是Gamestop还是白银信托基金，市场活跃度和社交网络活跃度两者互相促进，形成了一定的正向循环。而wallstreetbets的订阅人数和评论数在短期内呈现指数型增长，也随着投机热度退去再度回落。

“散户逼空”也说明数字经济时代相关领域的监管面临挑战。数字经济时代的监管错综复杂，各国当局对此日益重视。同时Gamestop逼空事件也折射出金融监管面临的一些难题。近期市场热议的相关问题包括：1) 散户集合起来逼空的行为是否属于操纵市场；2) 对交易平台限制投资者交易的行为是否应该有所监管；3) 衍生品交易是否应该引入合格投资者制度；4) 对于对冲基金的监管是否应该加强，例如对冲基金的运行是否应该更为透明、杠杆率是否应该有限制；5) 超过100%的卖空比例是否合理。

同时，Gamestop “散户逼空”折射了美国社会的贫富分化问题。逼空事件本身并不鲜见，然而由通常较为弱勢的散户去逼空对冲基金则是较为罕见的。散户逼空对冲基金固然有经济上的理由，但是部分wallstreetbets用户更是将这种行为赋予了对抗华尔街金融资本的意义。2008年金融危机后，部分华尔街金融机构得到了政府救助，因此普通纳税人对华尔街的不满始终存在。疫情加剧了贫富分化，而疫情后的K型复苏使得贫富分化加剧。疫情爆发之后美国财政救助有利于缓解贫富分化，但贫富分化由来已久，短期可能难以出现明显改善。

总之，美国“散户逼空”直接反映了社交平台的巨大影响，间接反映了美国贫富分化问题，从而这个角度来看，这个事件的影响恐怕短期难以消除，警惕类似事件对全球市场带来的扰动。

以上观点来自：2021年2月4日中金公司研究部已发布的《“散户逼空”的影响难消散》
张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001
彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

社区团购研究：下沉市场电商新范式

我们看好社区团购模式在履约过程中的创新，通过对底层基础设施的改造，提升下沉市场的商品流通效率，并有望在未来数年内加速一系列高频、低价、标准化消费品的线上化进程。我们认为社区团购主要服务普通大众人群的消费主张，有望成为未来家庭日常消费的核心入口之一。我们看好以拼多多为代表的电商平台、以及美团为代表的本地生活平台在社区团购赛道的长期竞争潜力。

创新履约模式带来流通效率提升，有望开启电商第三波普及浪潮

电商过去的高速发展离不开以快递为代表的履约体系的成熟。目前通达系快递平均履约成本极限约为4-5元/件，意味着件毛利高于5元的商品才能大规模线上化，这也是生鲜、日百等品类线上化难的原因。我们认为社区团购通过有效的创新，有望将单均履约成本控制在1元左右，大幅消除了相关品类的线上化阻力，甚至较部分线下业态也更高效。聚焦低毛利、标准化、高复购率的品类，我们认为社区团购有望继快递、仓配驱动的电商浪潮之后，开启电商第三波普及。

价值主张上取舍明确，生鲜、快消品类首次大规模“向下”探索

生鲜、快消品类的线上化率较低，此前线上化解决方案基本都以保证体验为前提，其代价就是履约成本高，适合高毛利、高单价商品，具备消费升级属性。社区团购是首次大规模“向下”探索，即战略性牺牲部分体验，集中资源在性价比上并加以放大。社区团购模式的出发点，就是把普通大众的消费主张集合起来，形成客观上强大的购买能力。这种购买力不是站在供给方立场上，而是站在消费者角度上，代表最广大消费者的利益。社区团购也不是唯一的探索者，早年的团购、今天的拼多多等，都是帮助大众形成消费决策权合力的一种积极尝试。

巨头决战式竞争大幅提升行业门槛，决心与实力决定未来格局

由于牵涉到存量渠道的改造和替代，我们预计行业空间超过1.5万亿元，而先行者有效的探索，一定程度上证明了商业模式是有效的。好赛道总是拥挤，巨大的行业空间和商业模式上的可行性，必然会导致竞争无比激烈。所有人都看到的机会就不是所有人的机会了，它只属于最有远见、最有决心、最有实力配置资源的人。简单来说，我们认为互联网巨头的机会大一些。



以上观点来自：2021年2月2日中金公司研究部已发布的《社区团购研究：下沉市场电商新范式》

白洋 SAC 执业证书编号：S0080520110002 SFC CE Ref: BGN055

专题聚焦

厚积薄发，乘势而上——中国基础设施REITs之污水处理篇

2021年1月29日，上交所、深交所发布基础设施公募REITs配套业务相关规则，标志着中国基础设施REITs渐行渐近。污水处理底层资产盈利稳定、现金流充足、受经济波动影响小，适合REITs的发行，受到了投资者的广泛关注，我们认为污水处理行业REITs有望实现多方共赢。

污水处理行业商业模式确定、现金流强，和REITs契合度高。污水处理是基于合理回报率的原则定价，收入和盈利稳定；一般污水处理项目合同中包含调价条款，在发生提标改造、原材料价格上涨等情况下可以申请调价，进一步保障了项目的稳定回报。污水处理项目偏向民生属性，抗经济周期性波动能力强，并且污水处理费包含在居民自来水费中，现金流充足，有利于污水处理REITs派息稳定。

REITs发行适逢其时，从多方面利好污水处理行业：

- 生态环保政策持续严格，叠加长江大保护、污水资源化等政策实施带动污水处理行业改扩建等需求持续提升，且污水处理行业正在由此前单一终端处置设施向管网一体化、流域治理等综合统筹治理为主。我们认为污水处理市场未来投资需求依旧较大，REITs产品的推出有利于盘活市场存量资产，打通融资、投资、退出闭环，增强灵活度，提升社会资本参与积极性；且相比此前基础设施投资大、回报慢的特点，REITs灵活度高、流动性好，有助于拓宽保险资金、银行理财和公众投资者参与基础设施建设的途径。
- REITs由基金管理人运营管理，我们认为对资产稳定性、运营效率、现金流等更加重视，未来专业运营能力在市场竞争中优势有望强化，带动行业整体经营效率提升；并且我们认为REITs有助于污水处理行业更加市场化，推动绿色价格机制落地，带动行业估值提升。此外，REITs发行优先考虑长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区等重点区域，和

未来污水处理重点投资区域契合度高，我们认为REITs的推动有利于污水处理行业支撑国家战略发展。

市场化经营能力强、管理运营团队经验丰富的项目投资回报更有保障。

根据E20的统计，截至2018年底，存量市政污水处理项目中市场化运营的比例43%，新增项目市场化运营比例超过70%，我们认为市场化项目定价模式更加确定，成本等也更加透明，市场化运营机制也使得项目经营效率更高。借鉴亦股亦债特征明显的美国水业、港灯和吉宝基础设施信托，我们认为稳定的盈利能力、现金流和稳健的分红政策有助于提升投资者回报。对污水处理项目管理运营团队来说，需要能够保障调价政策的高效执行、推动经营层面的增效降本；且物联网、5G技术等新兴技术在行业中快速渗透进一步提升了管理运营团队吸收新技术的要求，因此我们建议优选具有经验丰富、专业能力强的管理运营团队的资产。



以上观点来自：2021年2月2日中金公司研究部已发布的《厚积薄发，乘势而上——中国基础设施REITs之污水处理篇》

刘俊 SAC 执业证书编号：S0080518010001 SFC CE Ref: AVM464

蒋昕昊 SAC 执业证书编号：S0080519020002 SFC CE Ref: BOE414

张钰琪 SAC 执业证书编号：S0080520040001

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.2.1 海外宏观周报：美国服务消费渐有起色
- 2021.2.1 中国宏观专题报告：2021年的三大政策焦点
- 2021.2.2 中国宏观热点速评：制造业供不应求仍未缓解 | 1月美国ISM制造业PMI点评
- 2021.2.4 中国宏观简评：“散户逼空”的影响难消散
- 2021.2.6 海外宏观简评：非农数据“支持”财政扩张
- 2021.2.7 海外宏观周报：美元反弹的背后：疫苗与财政

策略及大宗商品

- 2021.2.2 海外策略：海外资产配置月报（2021-2）：2018年的市场对当前有何借鉴？
- 2021.2.4 能源：OPEC+会议：加快市场再平衡意味着什么？
- 2021.2.5 全球资金流向监测：南向流入趋缓；外资连续23周流入中资股
- 2021.2.6 海外市场观察：美国新一轮财政刺激渐行渐近 | 2021年2月1日~2月7日
- 2021.2.7 专题研究：大宗商品：未来价格如何轮动？
- 2021.2.7 海外中资股策略周报：南向交易暂停可能使得港股交易相对平淡
- 2021.2.7 A股策略周报：节前市场情绪仍可能偏低
- 2021.2.7 量化策略周报：量化策略周报（231）：积极布局优势风格
- 2021.2.7 主题策略：MSCI指数2月调整预览：哪些可能被纳入？

固定收益

- 2021.2.1 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.2.1 简评：信用债质押融资再收紧,拟安排过渡期或对市场影响有限 | ——交易所质押回购交易结算风控指引修订征求意见稿简评
- 2021.2.2 资产证券化分析周报：公募基金四季度ABS持仓分析
- 2021.2.2 简评：理财子规模增长明显,投资端风险偏好下降 | -----2020年理财年报点评
- 2021.2.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.2.4 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.2.4 简评：2021年2月十大转债
- 2021.2.5 中国利率衍生品双周报：衍生品市场的回眸与展望
- 2021.2.5 中国可转债策略周报：急调带来机会，与转债“格林难题”的化解
- 2021.2.5 简评：高等级利差收窄,敏感区域和煤炭行业延续走扩 | ——2021年1月行业利差跟踪
- 2021.2.5 中国信用策略双周报：从近期信用事件看风险处置
- 2021.2.7 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第28期

行业

- 2021.2.1 航空航天科技：2月金股推荐：业绩预告验证“十四五”高增长，回调迎配置良机
- 2021.2.1 科技：通信设备周报：业绩预告印证视频物联机会，广电加入5G建设
- 2021.2.1 航空航天科技：1月观察&2月展望：流动性收紧造成板块波动，回调带来配置良机
- 2021.2.1 汽车及零部件：图说车市12月总结：2020年平稳收官，新能源市场景气度高
- 2021.2.1 软件及服务：从万达信息看2021年保险科技行业机会：藏器待时，前景可期
- 2021.2.1 交通运输：春运前三日公路发送旅客同比下降75%，上机免税重新谈判落地
- 2021.2.1 主题研究：硅料价格继续回升，五大电力央企全部表态十四五清洁转型决心
- 2021.2.1 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：对流动性担忧压制铜铝价格，锂钴仍有上涨空间
- 2021.2.1 汽车及零部件：图达通：快速实现量产的图像级激光雷达供应商 | 汽车前沿科技系列一
- 2021.2.1 机械：预计1月挖掘机同比翻番，继续看好顺周期板块
- 2021.2.2 金融：中金看海外·主题 | 银行卡清算组织：美国支付产业链“皇冠上的宝石”
- 2021.2.2 农业：制种行业：植根沃土，继往开来展新篇
- 2021.2.2 博彩及奢侈品：春节前出游情绪持续低迷，一月博彩总收入表现疲软
- 2021.2.2 房地产：中金房地产周报#230：新房销售、推盘增势稳健
- 2021.2.2 物业管理服务：百舸争流，挥斥方遒：物业管理行业投资手册
- 2021.2.2 传媒互联网：社区团购研究：下沉市场电商新范式
- 2021.2.2 化工：顺应时代趋势，掘金可降解塑料产业投资机会
- 2021.2.3 汽车及零部件：以不变应万变，以业绩确定性来应对流动性波动
- 2021.2.3 通信设备：爱立信4Q20：毛利率提升，料2021中国市场增长最快
- 2021.2.3 轻工日化：重申看好2021年家居板块的持续改善趋势，聚焦三条细分赛道
- 2021.2.3 证券及其他：2020年业务线全面提升；行业有望迎来连续三年正增长
- 2021.2.3 银行：政策平衡多目标，利好2021年银行业绩表现
- 2021.2.3 汽车及零部件：二手车专题研究：一倍空间待释放 龙头经销商具多重壁垒
- 2021.2.4 公用事业：厚积薄发，乘势而上——中国基础设施REITs之污水处理篇
- 2021.2.4 医疗健康：第四批国家药品集采结果公布
- 2021.2.4 房地产：A股房企2020年业绩预览：盈利稳增长，杠杆渐改善，成长现分化

- 2021.2.5 电力电气设备：光伏硅片涨价启动，或显示下游需求旺盛，行业成长属性提升
- 2021.2.5 房地产：内房股2020年业绩预览：不破不立
- 2021.2.5 主题研究：2月策略：关注四条主线，看好核心资产
- 2021.2.7 有色金属：有色周报：锂钴板块有所回调，铝板块一枝独秀
- 2021.2.7 医疗健康：第四批集采落地；关注创新药及器械国际化进展
- 2021.2.7 主题研究：颗粒硅投产不改全年硅料供应紧张，硅片龙头提价彰显需求旺盛
- 2021.2.7 科技：通信设备周报：云计算厂商季报保持景气，运营商开启部分集采
- 2021.2.7 传媒互联网：周报：《原神》小米应用商店7:3分成，春节档预售票房破3亿元
- 2021.2.7 科技：科技硬件周报（2/6）：关注科技板块股价分化情况
- 2021.2.7 化工：原油价格大涨，继续看好化工龙头的投资机会



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