

研报精选

2022年7月3日 第78期

宏观专栏

6月经济数据前瞻：供需继续回暖，货币增速亦较快

报告认为，随着疫情缓解、物流疏通、供应链改善，我国6月工业增加值增速或将进一步正常化，消费有望恢复正增长，出口同比增速预计维持在两位数，CPI同比或由2.1%进一步回升至2.3%。综合来看，报告预计今年2季度GDP同比增长为1.2%。

加息启示录：1980的沃尔克时刻

报告认为，美国的经历对当前有几点启示：一是通胀的本质是货币财政过度扩张，二是在高通胀面前不宜采取渐进加息的方案，三是以经济衰退换取物价稳定可能是必要的选择，四是对通胀预期的管理至关重要。

专题聚焦

全球煤炭：内外价差继续倒挂，品种比价或将见底

报告认为，短期内煤焦钢之间利润分配的博弈可能加剧，目前钢企的主动减产略不及预期，焦煤的基本面支撑短期内依然较强，但预计下半年焦煤偏强、动煤偏弱的格局或将出现反转。

工业减速器赛道研究：千亿市场，星火燎原

报告认为，工业减速器行业中期来看高端升级政策频出、短期来看2022Q3行业需求有望反弹。在细分领域上，通用减速机行业集中度持续提升，RV减速机行业迎来关键节点，谐波减速器行业竞争或将加速。

宏观专栏

6月经济数据前瞻：供需继续回暖，货币增速亦较快

工业增加值增速进一步正常化。随着疫情缓解，物流疏通，供应链改善，工业生产将进一步向正常状态回归。6月PMI生产分项环比上升3.1ppt至52.8%，其中装备制造业环比改善幅度较大，汽车制造业也进一步恢复，但是高耗能行业受下游需求影响整体偏弱。从高频数据来看，多数行业开工率增速回升，其中轮胎开工率提升幅度较大；耗煤量降幅在下旬收窄幅度较大，部分是由于天气因素。综合来看，我们预计6月工业增加值同比+4%（5月为0.7%）。

1-6月固定资产投资累计同比或为6.2%（1-5月为6.2%）。制造业投资方面，疫情后制造业投资仍有一定回补空间，但出口、利润等增速已经较去年高点有所下行，对制造业的拉动作用或有所下降；叠加不断抬升的基数，我们预计1-6月制造业投资同比+9.7%（1-5月为10.6%）。基建投资方面，从高频建材的生产指标看，沥青表观需求指数（含价格）已经恢复正增长，但6月南方阴雨天气增加，或将约束施工反弹幅度；6月新增专项债发行近1.3万亿元，有望在3季度加快拨付使用，我们预计前6月基建（含电力）的投资增速在8.0%以上。疫后楼市修复，需求复苏快于供给，数量复苏快于价格。从需求端看，6月30城商品房成交面积同比（剔除青岛和苏州等增速异常高城市）降幅从5月的-53%缩窄至-35%，二线收窄最快、一线其次。重点城市销售均价同比变化从5月第三周的-2.2%反弹至6月最后一周的4.1%。但供给端看，拿地恢复仍偏慢，百城土地成交建面同比降幅从5月的-37%进一步扩大至-44%，但成交均价同比从-57%快速收窄至-4%，反映拿地情绪仍谨慎。中金房地产供给指数恢复慢于需求指数。6月全国商品房销售面积同比或从5月的-32%小幅缩窄至-15%左右，开发投资同比降幅或从-7.8%小幅收窄至-3.5%左右。

6月消费有望恢复正增长，预计Q2社零增速在-5%左右。6月以来，全国疫情形势趋于平稳，防疫政策优化调整，上海、北京等重点大城市推动复工复产。我们根据线下服务、人员出行等消费相关高频指标构造CEAI消费指数来推算，6月消费受疫情的影响大约为4月的20%，对应的非汽车类商品零售额增速有望

恢复正增长；而线下服务仍然受影响较大，约为4月的50%，预计餐饮将延续两位数同比负增长。此外，车购税减半等政策，对汽车消费的刺激效果显著，根据乘联会数据，6月前3周乘用车零售量同比增长24%。综合来看，预计6月社零增速约为1.7%，Q2增速在-5%左右。

复工复产继续推进，出口维持两位数增长。虽然近期数据显示海外经济增长压力不断加大且去年同期基数抬升，但是中国复工复产继续推进，出口或仍能保持两位数同比增长。6月PMI新出口环比+3.3ppt至49.5%，6月越南出口同比+20%（5月为18.1%），6月韩国出口同比+5.4%（5月为21.3%），从中国进口同比+23%（5月为32%）。综合来看，我们预计6月出口同比+12.5%（5月为+16.9%）、进口同比+4.6%（5月为4.1%），贸易顺差748亿美元。

国际衰退担忧取代地缘风险、国内实物工作量形成慢，PPI环比或转负，同比或由6.4%进一步放缓至5.8%。国际方面，从比价上看，“滞”（衰退担忧）和“胀”（地缘风险）困境下，国际铜油比价、钢气比价、焦煤与动力煤比价下降；从时间上看，第六轮对俄制裁后能源市场从“断供恐慌”步入“有序减量”，6月油价先涨后跌，天然气和动力煤价格高位震荡；但联储加息75bp叠加美国PMI、消费支出超预期放缓，在衰退担忧下国际黑色有色金属价格均回落。国内方面，疫后工业生产恢复，动力煤价格稳中有升，但地产投资恢复、基建实物量形成慢于预期，中金高频建筑投资指数恢复弱于生产与消费指数，加上铁矿供给增加、成本回落，钢铁和建材价格回落。基于6月PMI购进和出厂价格，我们预测PPI环比或在5个月后首次转负为-0.3%；加之6月翘尾因素或边际拖累0.3ppt，PPI同比或进一步放缓。

猪周期上行和疫后服务消费复苏，CPI同比或由2.1%进一步回升至2.3%。食品方面，疫情对供给端物流的扰动较为短暂，农业农村部28种重点监测蔬菜和鸡蛋价格环比再度下跌7.4%和6.2%，同比从3.3%和14.3%回落至-2.0%和7.9%。在国际粮价高位回落，国内夏粮丰产的预期下，小麦价格下跌。但猪周期反转兑现，上行继续，加之去年低基数，6月猪肉平均批发价同比降幅从-24.8%快速收窄至-7.3%。供给端产能去化接近尾声（能繁母猪存栏止跌转增），本轮

在没有疫病导致大幅产能去化的前提下，周期会拉长、上涨节奏或缓和。非食品方面，消费品价格同比或随PPI回落，服务价格疫后继续复苏。

政府债发行推动社融高增。6月政府债净融资1.7万亿元，同比多增约1万亿元，是支撑社融增速的主要动力。5月底国常会后，信贷投放有所加速，叠加6月房地产成交环比回暖，我们预计信贷投放在去年高基数上能够实现一定的同比多增，6月新增信贷可能达到2.1万亿元，新增社融可能达到4.5万亿元左右，对应存量社融增速10.7%。在信贷与政府债发行的支持下，我们预计M2增速能够继续保持高位，达到11.2%。

我们预计2季度GDP同比增长1.2%。4-6月经济活动逐渐改善，PMI综合产出指数逐月上升，而部分未被月度高频数据覆盖的经济活动或使得2季度GDP增速高于月度工业增加值和服务业生产指数的加权平均增速。综合来看，我们预计2季度GDP同比增长1.2%。

以上观点来自：2022年7月3日中金研究院已发布的《6月经济数据前瞻：供需继续回暖，货币增速亦较快》

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

加息启示录：1980的沃尔克时刻

随着美国通胀高企，美联储加快加息，市场对经济衰退的担忧与日俱增。历史上是否有类似情况？当时美联储是怎样取舍的？对当前有哪些启示？本篇报告回顾了美国1979-81年的货币紧缩。当时的背景是美国经历了长达十年的高通胀，民众对美联储抗击通胀失去信心。沃尔克就任美联储主席后，对通胀采取“零容忍”态度，他主张激进的货币紧缩，最终以两年内美国经济两次陷入衰退为代价，成功控制通胀。

第一阶段：通胀根深蒂固（1978.4-1979.7）

上世纪70年代，美国通胀持续高企，在经历1973-75年的“大滞胀”后，通胀危机于1978年卷土重来。1976-78年，美国CPI通胀一直在5%以上，1978年4月后通胀开始加速上行，并于1980年3月达到14.8%的历史最高位。

通胀为何居高不下？当时的主流观点认为是强大的工会、能源和食品涨价等供给因素引发了通胀。对此，政策制定者应该利用某种收入政策来抑制通胀，而不是进行货币紧缩；如果采取货币紧缩政策，反而会使失业率进一步上升，经济陷入严重衰退。

在这样的背景下，通胀成为了美国的一种常态。尽管1977年的M1、M2同比增速已达到1973年的高点，但时任美联储主席威廉·米勒及美联储官员们并不担心这会助长通胀。他们认为，只要失业率在5.5%以上，就意味着经济存在产能过剩，扩张性的货币政策就不会引发通胀。

1978年12月，第二次石油危机爆发，全球油价上涨，美联储担心油价冲击引发衰退，在加息决策上再次退缩。受油价上涨推动，美国CPI通胀从1979年1月的9%上升至8月的11.8%，而同期的联邦基金利率却维持在10%附近，这意味着实际利率仍在下降。也就是说，米勒主席担心油价上涨导致经济下滑，无意收紧货币；但事后来看，这反而加剧了通胀压力。

随着通胀阴影再次笼罩美国，美国总统吉米·卡特于1979年7月向全体人

民发布讲话，强调能源问题、通胀以及经济衰退的严重性。在征求多方意见后，卡特任命保罗·沃尔克为新一届美联储主席。

第二阶段：沃尔克的反击（1979.8-1980.3）

与此前的联储主席不同，沃尔克在上任之初便开始积极推进货币紧缩，并做好了以衰退为代价解决通胀的准备。1979年8月，美联储开始允许利率上行，并在经济面临衰退担忧的背景下坚持这一做法。

沃尔克的紧缩政策也曾遇到阻力。阻力首先来自美联储内部，在1979年9月18日的FOMC中，七位委员对于加息决策的投票结果为4:3。反对者明确表示，频繁加息可能导致衰退，同时不一定能遏制通胀¹。白宫方面对于货币紧缩也表示了不满，卡特总统认为激进加息可能引发衰退，并影响连任选举。国会方面，众议院银行委员会主任罗伊斯公开质疑美联储的紧缩政策²，他问美联储“拯救美元”是否有必要让“男女失业，企业破产”。

但这些阻力没有让沃尔克放慢脚步。为推进货币紧缩，美联储制定了一个“新计划”，包括三项举措：将折现率上调1%，表明对抗通胀的决心；提高银行准备金率，促使信贷紧缩；最重要的是，让货币政策与联邦基金利率脱钩，直接以货币供应为政策目标。

沃尔克的紧缩计划实施后，联邦基金利率从1979年10月的11.6%上升至1980年4月的接近20%，M1同比增速从8.4%下降到4.1%。对于把货币政策目标从联邦基金利率转移到货币供给上，沃尔克在事后写到³：

引入“新计划”最重要的好处，是规范了我们自己的行为。一旦美联储把政策重点放到货币供应量上，即使利率飙升至难以忍受的水平，自己也无路可退。此外，更多强调货币供给也是在用另一种方式告诉公众，在对付

¹ 参见Joseph B. Treaster. Paul Volcker: The Making of a Financial Legend [M]. John Wiley & Sons, 2004, pp. 144.

² 参见Berry J. Fed Lifts Discount Rate to Peak 11% on Close Vote[J]. Washington Post, 1979, 19.

³ Paul A. Volcker, Fed Chairman Who Waged War on Inflation, Is Dead at 92. (2019). New York Times. 11 Dec. <https://www.nytimes.com/2019/12/09/business/paul-a-volcker-dead.html>.

通胀上，我们说到做到。

信贷管控也是美联储抗击通胀的重要工具。1979年10月，美联储宣布对大银行的主动负债追加8%的准备金要求，并于1980年3月出台了“特别信贷限制计划”。信贷控制的作用立竿见影：1980年二季度，美国消费贷和房贷的需求开始下滑，经济活动则出现了大幅萎缩。

第三阶段：以衰退为代价（1980.4-1982.11）

激进的货币紧缩最终引发了经济衰退。从1979年9月至1980年5月，美国ISM制造业PMI指数从49.6降至29.4，实际GDP环比增速（年化）从1979年第三季度的3%下降至1980年二季度的-8%，失业率也从5.9%上升至7.5%。随着经济转向萧条，美联储于1980年7月解除了信贷管控。令人意外的是，接下来经济竟然出现了强劲的复苏。1980年三季度，美国制造业PMI从5月的29.4上升至10月的55.5，消费者信心指数从51.7回升至75。

由于两伊战争引发全球油价上涨、带来通胀威胁，美联储很快开启了新一轮紧缩，联邦储备金利率从10月的13%再度升至12月的20%。由于货币紧缩较为及时，这段时间CPI同比增速稳定在12%左右，环比增速仍为1%。从反事实的角度看，如果不是美联储及时紧缩，通胀可能再次回升。

受货币紧缩影响，1981年美国一季度制造业PMI再次降至50以下，联邦基金利率逐步从22%又回落至15%。1981年4月，CPI同比增速保持在10%左右，增长有所放慢；但出于对通胀风险的担忧，美联储还是选择了紧缩，并于5月将联邦基金利率上调至20%。对于这次紧缩，美联储在1981年5月的会议纪要中写到⁴：

CPI涨幅减缓不足以反映潜在通胀压力的缓解；真正的重点，是要让公众感受到通胀在关键时刻得到了有效的控制，这对扭转通胀和通胀预期至关重要。

⁴ 参见《美联储货币政策史》，罗伯特·黑泽尔著（2008）

1981年三季度，美国经济再次陷入衰退，制造业PMI从7月的46.7下降至11月的36.1，并于1982年全年保持在40以下；消费者信心指数从73下降至65左右。与此同时，CPI同比增速从1981年7月的10.8%下降至1982年底的4.6%，环比增速从1%大幅下降至0.2%。由此可见，在美联储的反复打压下，通胀动能终于出现了明显的下降趋势。

这次的经济衰退持续了五个季度。1982年7月后，美联储的工作重心从对抗通胀转向提振经济，联邦基金利率下降。1982年11月，美国经济走出衰退，更重要的是，美国自此告别了高通胀，迎来了低通胀与持续增长的“大缓和”时代。

回顾这一阶段，从1979年四季度至1981年三季度，美联储多次实施激进的货币紧缩，并让美国经济两次陷入衰退。这充分反映出沃尔克对通胀“零容忍”的风格，甚至不惜以经济衰退为代价。事后看来，沃尔克成功抗击通胀也得益于强硬的预期管理。研究表明⁵，美国通胀预期自上世纪60年代开始上升，并于70年代达到峰值，而沃尔克成功扭转了预期通胀，大大降低了通胀的可持续性。

对当前的启示

沃尔克成功应对通胀，对当前的美联储货币政策有几点启示：

其一，通胀的本质是货币财政扩张，而非仅仅因为供给收缩。上世纪70年代美国的高通胀与当时的财政主导思维有很大关系，财政主导要求货币当局配合财政扩张，结果往往是财政赤字失控，外生货币超发，通胀高企。80年代后，宏观政策思维转向货币主导，央行的独立性上升，通胀才得到控制。

当前美国高通胀的根本原因也是财政主导，美联储为配合财政超发货币。然而，美联储起初并未意识到这一点，而是将通胀归咎于供应链瓶颈、劳动力短缺等供给冲击。更深层次地看，美联储的失误也来自未能正确理解“现代货币理论”（MMT）。MMT认为，在经济疲软、利率较低时，应投放货币以配合

⁵ 参见Leduc S, Sill K, Stark T. Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey[J]. Journal of Monetary economics, 2007, 54(2): 433-459.

财政扩张，且这样做不会带来通胀。但这次在疫情冲击下，总供给收缩，使得宏观政策在刺激需求时容易“用力过猛”，导致供需缺口加大，通胀上升。

其二，在高通胀面前不宜采取“渐进主义”的货币政策。沃尔克成功的关键在于其抗通胀的决心非常坚定，即使在美国经济陷入衰退的情形下，沃尔克依然允许联邦基金利率上升到历史最高水平。相比之下，前任美联储主席伯恩斯和米勒在高通胀面临犹豫不决，既想抗通胀，又想保就业，货币政策“进两步，退一步”，最终导致通胀失控，就业也没保住。

去年以来，一些美联储官员曾认为应通过渐进加息的方式对抗通胀，结果却是通胀屡创新高。在今年5月CPI通胀上升至8.6%后，美联储立刻改变立场，将原定的加息50个基点改为75个基点，并在6月公布的货币政策声明中增加了“委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标”的表述⁶。我们认为这些都是积极现象，接下来美联储应当继续保持对通胀的强硬态度，直至风险解除。

其三，以经济衰退换取物价稳定可能是必须的选择。在沃尔克上台后的两年内，由于货币紧缩较为激进，美国经济两度陷入衰退。看上去，美国经济似乎经历了巨大痛苦，但实际却是美联储用两次衰退换来了美国物价的长期稳定。沃尔克的强硬做派彻底控制了通胀，为美国经济步入“大缓和”时代打下了坚实的基础。

当前的美联储也面临经济增长与通胀“二选一”的难题，甚至可能需要以一场衰退来换取物价稳定。历史经验表明，为控制通胀而牺牲经济增长未必是最坏的选择，对经济与金融市场来说都有“长痛不如短痛”的好处。

其四，对通胀预期的管理至关重要，它能为货币政策提供“名义锚”。在沃尔克之前，美国民众普遍不相信美联储能管理好通胀，每当通胀上升，民众的通胀预期也会上升，从而形成“通胀上升—预期上升—通胀上升”的恶性循环。沃尔克上任后，通过重新树立美联储的公信力，逐步消除了民众根深蒂固的通胀心理。

⁶ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220615a.htm>

当前美国通胀预期高企，控制通胀预期将是美联储的首要任务。去年以来，美国密歇根大学和纽约联储的消费者通胀预期指数均呈现上升态势。美联储主席鲍威尔在6月FOMC会后的讲话中也表示，通胀预期上升是促使美联储决定加息75个基点的主要原因。可见，美联储已经意识到了通胀预期上升可能带来的风险。往前看，通胀预期将是美联储货币政策的一个重要参考指标，如果这一指标居高不下，那么美联储加息的步伐也不大可能就就此放缓。



以上观点来自：2022年6月29日中金公司研究部已发布的《加息启示录：1980的沃尔克时刻》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

全球煤炭：内外价差继续倒挂，品种比价或将见底

自去年下半年以来，全球能源与电力紧张开始发酵，叠加今年上半年俄乌局势的冲击，动力煤与炼焦煤在国内外均迎来了普涨的行情，国内与国外煤炭价格在去年10月与今年3月分别创下历史新高。近来在需求侧，海外加息进程开启，国内自疫情中逐步复工复产；在供给侧，国内积极推进煤炭增产保供，俄乌局势带来的全球范围内的能源供应风险仍在延续，欧盟对俄罗斯的煤炭与油品的制裁落地后，市场开始担忧对俄罗斯天然气也难以“幸免”，天然气供应面临潜在的制裁与反制裁风险。因此，我们看到在宏观环境与地缘风险的驱动下，近来煤炭内外价差和品种比价出现了比较显著的变化。

从内外价差来看，动力煤价格依然倒挂且处在高位

俄煤禁运叠加电力短缺对煤炭需求激增，虽然近来海外煤炭库存有所修复，但价格主导因素仍然在于西方对俄罗斯能源进口的政策风险。我们预计在今年下半年，高气价将继续支撑海外动力煤价处在高位；但国内煤炭增产保供持续加码，煤炭价格调控监管力度不断加强，动力煤国内外的价格倒挂或将持续。

但炼焦煤的国内外价差已经回正

最近国内外炼焦煤价格同比走弱，但海外焦煤跌幅更甚，炼焦煤的国内外价差已重新回正。国内外钢铁产量的分化可以解释两者价格表现的差异。在国内粗钢与生铁产量快速反弹的同时，今年以来海外钢铁产量增长较为乏力。前期俄乌局势曾一度催化海外煤焦钢价格大涨，但市场逐步消化供给侧冲击，海外加息周期开启后，黑色系基本回吐俄乌局势后的涨幅。我们预计下半年海外钢铁产量可能进一步下滑，焦煤等原材料可能依然维持弱势。

从品种比价的角度看，海外焦煤/动力煤的比价已经触及历史低位

经过这一轮下跌，海外焦煤与动煤比价已触及历史低位，焦煤价格甚至罕见地比高热值动力煤要更低。我们认为这与当前海外正在经历的“滞胀”困局密不可分。从各自用途来看，焦煤主要用于炼钢，下游需求是建筑、汽车与机

械等行业，工业品属性更强；而动力煤主要用于发电，能源属性更强。焦煤价格大跌与海外经济增长放缓互相验证，而相对有韧性的动力煤价格则表征了海外较为严峻的能源通胀形势，两者分别与“滞”与“胀”对应。我们看到，有类似对应关系的工业品与能源大宗商品比价，譬如全球定价商品中的铜和原油，以及区域定价（美国）的热卷和天然气比价，最近都有相似的走势。

加息周期叠加地缘风险加持下的能源供应溢价，我们预计海外动煤强、焦煤弱的相对关系可能会延续。但我们认为，如此罕见的焦煤/动力煤比价也难以维持，原煤资源可能将适当向动力煤倾斜，以驱动比价反弹。

但国内焦/动煤比价仍然较高

与此同时，国内焦煤与动力煤的价格比值则处在较高的位置，国内焦煤无论与海外同品种还是与国内动力煤相比都更加昂贵，而国内动力煤的价格则相对低廉。

不同品种间需求的分化可能驱动了价格表现的差异。一方面，在采暖季结束后，疫情反弹对发电及工业用煤需求带来较大的拖累；进入汛期后，水电超预期表现也挤占了火力发电的部分空间。另一方面，高炉产能利用率在冬奥会和采暖季限产结束后便节节攀升，疫情对钢厂运营影响总体较小。两者的库存水平因此也出现了较为明显的差异。

往前看，国内焦煤和动煤之间的强弱关系可能出现反转

当前焦煤库存偏低、下游焦化厂和钢厂利润水平较弱，这意味着短期内煤焦钢之间利润分配的博弈可能加剧。就目前来看，钢企的主动减产略不及预期，焦煤的基本面支撑短期内依然较强，但我们预计下半年焦煤偏强、动煤偏弱的格局或将出现反转。

从需求预期看，我们预计下半年铁水产量大概率向下，焦煤价格下方仍有空间。但对动力煤来说，夏季用电需求旺季、疫后生产经营活动修复与“稳增长”投入向实物工作量转化等因素，都将驱动煤炭需求环比改善，支撑动力煤价格中枢维持高位。

从供应预期看，煤炭增产保供仍在继续；但新产能投放仍需时日，叠加安全事故的压力等，我们预计今年原煤日均产量或略高于1200万吨。对焦煤而言，主焦煤的产能缺乏依然是结构性矛盾，供应的主要增量可能将来自于蒙煤进口的放量，俄煤进口也有上升的空间。

从海外角度看，在海外加息周期下，受用钢需求下滑拖累，我们预计海外焦煤的相对弱势难改，因此焦煤进口或将边际提升，对国内价格带来一定的下行压力。但正如前文所述，焦煤进口的主要决定因素除了价差外，还要考虑中蒙边关的疫情走势以及国际地缘政治形势。对于动力煤，在海外能源供应风险下，我们认为动力煤的进口窗口可能仍然难以打开。



以上观点来自：2022年6月30日中金公司研究部已发布的《全球煤炭：内外价差继续倒挂，品种比价或将见底》

王炙鹿 SAC 执证编号：S0080121040106

郭朝辉 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

专题聚焦

工业减速器赛道研究：千亿市场，星火燎原

近期，马斯克在其官方微博上宣布特斯拉人形机器人即将推出，引发资本市场对于机器人核心零部件——减速器的广泛关注。以此为契机，我们对减速器行业发展现状与未来趋势进行重点探讨。

高端升级叠加复工复产，减速器赛道景气反弹可期。减速器又称减速机、减速箱（齿轮箱），是链接电机与执行动力机构的闭式传动装置，在冶金、工程机械、船舶等一般工业或机器人等专用领域均有广泛应用。我国减速机行业在十一五前以中小型通用摆线减速机生产为主，发展至今已在通用减速机、专用减速机等方面多元开花。从中长期发展角度，我国通用中低端减速器已步入相对成熟的发展阶段，高端类专用减速器仍有政策助益。据前瞻产业研究院预测，2021年我国整体减速机市场规模达1,258亿元，同比增长5%，我们预计未来五年复合增长率在4-5%。我们认为，中期来看高端升级行业政策频出、短期来看22Q3行业需求有望反弹。

2021年通用减速机市场规模500亿元，国产企业高端突围。根据我们的产业链调研，2021年我国通用减速器约占整体减速器市场份额40%左右，因此对应后者市场规模约为500亿元。外资企业占据高端大客户市场；中端市场以国茂股份、通力科技为代表；低端市场长尾供应高度分散。在通用减速器行业中，模块化设计及精益生产构筑壁垒，市场集中度持续提升。我们认为，国产龙头有望通过产业链整合及跨行业延伸，打开成长空间。

2025年国内机器人RV减速机市场近40亿元，进入关键节点。我们测算，2025年国内机器人用RV减速器需求为79~104万台，中性情境下市场容量40亿元，机床、工业自动化设备等应用仍存。据MIR数据，我国RV减速器国产化率始终不足30%，截止2021年日本纳博及住友占据六成份额。2021年，多个重点国内企业双双跨过盈亏平衡点，产能跑马圈地及头部大客户渗透加速，我们认为行业将迎来关键节点。

国产谐波减速器品牌涌现，行业或步入竞争加速阶段。我们测算，2025年工业机器人用谐波减速器的市场规模为28亿元左右，叠加协作机器人、机床等应用场景，总市场规模可近40亿元。我国谐波减速器品牌呈“一超多强”格局，主要龙头企业已实现谐波减速器规模化国产替代，在国产工业机器人品牌市占率近六成，协作机器人市占率更高。此外，近两年相关厂商纷纷涌现，机器人本体企业供应链选择愈加多元，行业或步入竞争加速阶段。



以上观点来自：2022年7月1日中金公司研究部已发布的《工业减速器赛道研究：千亿市场，星火燎原》

郭威秀 SAC 执证编号：S0080521120004 SFC CE Ref: BSI157

陈显帆 SAC 执证编号：S0080521050004 SFC CE Ref: BRO897

王梓琳 SAC 执证编号：S0080121060117

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.6.27 中国图说中国宏观周报：两大指数跟踪复苏进度
- 2022.6.27 中国宏观热点速评：5月工业企业利润点评：复工复产加快，工业企业利润有望继续回升
- 2022.6.28 中国宏观专题报告：详解结构性就业压力
- 2022.6.29 海外宏观专题报告：加息启示录：1980的沃尔克时刻
- 2022.6.30 中国宏观热点速评：流动性拐点未到——2季度货币政策委员会例会点评
- 2022.6.30 中国宏观热点速评：6月PMI点评：实际恢复程度强于表征
- 2022.6.30 海外宏观专题报告：美国推出隐私新立法--数字经济月报
- 2022.7.2 海外宏观热点速评：衰退担忧加剧，利率难言见顶
- 2022.7.3 中国宏观热点速评：6月经济数据前瞻：供需继续回暖，货币增速亦较快

策略及大宗商品

- 2022.6.29 大类资产观察：周期错位下的成长配置机会
- 2022.6.30 大宗商品：全球煤炭：内外价差继续倒挂，品种比价或将见底
- 2022.7.1 主题策略：行业配置月报：政策宽松与疫情修复双主线
- 2022.7.1 A股和港股行业首选：2022年7月
- 2022.7.2 全球资金流向监测：外资流入A股扩大，南北向持续流入
- 2022.7.3 海外中资股策略周报：海外波动不改港股向好趋势
- 2022.7.3 A股策略周报：轻大盘，重结构
- 2022.7.3 海外策略：来自“衰退”的考验 海外资产配置月报（2022-07）
- 2022.7.3 大宗商品：图说大宗：消费疲弱延续，价格承压运行

固定收益

- 2022.6.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.6.27 简评：短期偿债压力尚可控，但需警惕后续演变——复星系企业市场波动简评
- 2022.6.27 招投标备忘录：国开债22年第2、4、6、8期增发——利率债招标分析
- 2022.6.28 中资美元债周报：一级发行维持低位，二级市场震荡下行
- 2022.6.28 简评：个人养老金投资公募基金细则明确，债券类资产或成为资金偏好的领域
- 2022.6.28 招投标备忘录：农发债22年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2022.6.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2022.6.29 招投标备忘录：贴现国开债22年第11期新发，国开债22年第10、17期增发——利率债招标分析
- 2022.6.30 简评：经济环比修复，强度有待观察，资金面仍将宽松 ——6月PMI数据分析
- 2022.6.30 资产证券化分析周报：信用卡不良ABS回收率分析
- 2022.6.30 简评：上能转债投资价值分析
- 2022.6.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.6.30 招投标备忘录：贴现国债22年第30期新发——利率债招标分析
- 2022.7.1 固收+周报：固收+的新可能：1000期货推出后
- 2022.7.1 中国信用策略月报：票息为王，资本债搏波动收益
- 2022.7.2 专题研究：历史会简单重复么？——中金债券市场调查2022年6月期
- 2022.7.2 信用债收益率跟踪周报：收益率走势分化持续，一级净增量维持高位

行业

- 2022.6.27 汽车及零部件：理想L9发布；重庆车展首设新能源专馆
- 2022.6.27 日常消费：周思考：白酒动销持续恢复，关注中报催化；大众品关注需求及成本压力改善标的
- 2022.6.27 家电及相关：度过2Q22，众多边际改善助板块估值修复
- 2022.6.27 主题研究：产业链价格上涨，欧盟碳关税修正案通过
- 2022.6.27 节能环保：减污降碳持续推进，政策助力行业协同发展
- 2022.6.27 有色金属：铝：铝价承压下行，海外能源紧缺再停产能
- 2022.6.27 有色金属：锂价持稳待涨，钴镍跌价但抬升三元系估值
- 2022.6.27 有色金属：稀土：原矿进口环比下降，供需偏紧格局延续
- 2022.6.27 非酒类食品饮料：中金看海外公司 | 美国亨氏：“57”变打造百亿美元食品王国
- 2022.6.28 金融：如何展望交易所权益类衍生品业务发展？
- 2022.6.28 医疗健康：创新药前沿系列（9）——炎症性肠病（IBD）：生物制剂突显长期缓解优势
- 2022.6.28 不动产与空间服务：周报#298：单周新房销售跌幅走平
- 2022.6.28 主题研究：追“宗”系列 | 下游需求仍偏弱，稳经济继续推进
- 2022.6.28 电力电气设备：新能源车月度观察：5月中欧销量环比回升，产业链排产持续向好
- 2022.6.28 汽车及零部件：从麒麟电池看热管理行业再升级
- 2022.6.29 航空航天科技：航空发动机专题#2：钛材——特种需求推动行业转型升级
- 2022.6.29 交通运输物流：航空机场：第九版新冠防控方案出台；国际线修复渐行渐近
- 2022.6.29 电力电气设备：锂电中游5月回顾：价格重心有所回调，疫后排产持续向好
- 2022.6.29 REITs：公募REITs首批项目解禁一周回顾与展望

- 2022.6.29 科技硬件：日元贬值对国产被动元器件厂商影响几何？
- 2022.6.29 电信服务：海外IDC龙头之鉴：核心资产本固枝荣，估值体系同频共振
- 2022.6.30 半导体：碳化硅器件：百亿美元赛道，谱写后硅基IGBT时代电力电子应用新篇章
- 2022.6.30 电力电气设备：储能或纳入容量机制，提升澳洲储能经济性
- 2022.6.30 石油天然气：如何看海外成品油毛利高企和芳烃上涨
- 2022.7.1 机械：工业减速器赛道研究：千亿市场，星火燎原
- 2022.7.2 纺织服装珠宝：每周聚焦：7月鞋服销售有望迎来加速恢复
- 2022.7.3 半导体：半导体周报（7/1）：代工产能现松动信号，关注2Q22业绩确定性
- 2022.7.3 博彩及奢侈品：六月总博彩收入下降，澳门特区本地疫情反复
- 2022.7.3 商业运营管理：洞察商管IV：中国购物中心总量潜力几何？
- 2022.7.3 金融：周报：重申配置价值、增配龙头及成长
- 2022.7.3 交通运输物流：双周报：2H22策略，关注四类投资机会
- 2022.7.3 化工：从BASF大中华区报告看化工行业的方向
- 2022.7.3 科技：科技硬件周报（7/1）：看好Mini/Micro LED渗透率持续提升
- 2022.7.3 日常消费：零研月报：5月多数品类商超销售增长稳健
- 2022.7.3 传媒互联网：周报：暑期档手游集结，关注业绩趋势

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