

# 研报精选

2021年3月1日 第13期

## 宏观专栏

### “非典型”动荡再现——从宏观看资产价格

报告认为，从新古典框架的现金流贴现模型来看，资产价格分子端（盈利）不确定性较小而分母端（流动性）不确定性更大。2021年我国虚实收敛，货币政策大方向稳字当头，但从市场流动性来看，波动可能加大。

### 疫情或降低生育意愿——人口系列报告之一

报告指出，2020年户籍登记新生儿数同比下降14.9%，合肥、广州等城市出生人口相关可比数据同比下降12-24%，较2019年3-11%的同比降幅扩大，体现受疫情影响的特殊因素，也符合出生人口下降的长期趋势。

## 专题聚焦

### 石油：美国供应风险可能消退

报告指出，寒潮影响下，美国原油市场遭遇的不仅是上游产量下降的问题，还有中游炼厂开工率的下降和下游需求的疲弱。往前看，德州气温显示美国供应风险即将消除，并且3月OPEC+会议可能推出增产计划。

### 数字货币对金融行业的影响正在发生

不同于私人设计推广的加密数字货币，中国央行致力于研究并推出的数字人民币是基于国家信用的电子化现金，具有法币地位。报告认为，央行数字货币推出后，金融服务形态可能发生改变，而金融机构的数字化能力可能是未来市场竞争的重要因素。

## 宏观专栏

### “非典型”动荡再现

#### ——从宏观看资产价格

最近全球市场波动加剧，股市、债市、汇市、大宗均出现不同程度的动荡。如何理解这些急剧变化？未来还将如何演变？我们在宏观层面，从新古典框架的现金流贴现模型和凯恩斯的动物精神两个视角来探讨这些错综复杂的现象。我们认为这些变化的根本原因仍然是疫情的演变以及随之而来的政策应对之间的差异。疫情演变、外生冲击与内生波动、供给与需求、实体与金融、海外与国内因素等等互相交织，市场面临错综复杂的因素的影响。如果说2020年市场动荡是疫情爆发带来的“非典型”动荡，那么2021年疫情消退期，全球市场的“非典型”动荡可能重来。

从新古典框架的现金流贴现模型(discounted cash flow, DCF)来看，股市的分子不确定性小、分母不确定性更大。

► 分子端，中外复苏大同小异，但结构有所差别。盈利今年全球大概率共振复苏，但大同中有小异，主要经济体复苏步伐并非完全一致。2021年中国复苏接近尾声（其中服务业复苏接近尾声），而疫苗则支撑美国经济内生性复苏、由此也可能继续拉动中国出口增长。

► 分母端，不确定性大。往前看，通胀上行风险和美国财政赤字扩张将推动美债收益率继续上行，我们预计4季度美债收益率升至1.6%-1.9%。虽然美联储近期对货币政策的表态仍然鸽派，市场可能已经担心对美国潜在的经济过热，以及货币政策提前结束宽松。

从新古典框架的现金流贴现模型来看，资产价格分子端（盈利）不确定性较小而分母端（流动性）不确定性更大。今年全球大概率共振复苏，但主要经济体复苏步伐并非完全一致。中国复苏进入下半场，而美国经济内生性复苏开始上半场。疫苗落地和美国财政赤字扩张将推动美债收益率继续上行，虽然美联储近期对货币政策的表态仍然鸽派，市场可能担心美国潜在的经济过热，

以及货币政策提前结束宽松。对中国而言，信用风险需要松货币对冲，但楼市局部过热风险以及油价带来的输入型通胀制约货币宽松空间，增加分母端的不确定性。

从凯恩斯所说的动物精神来看，可能更要关注美国股市的动荡。动物精神在资本市场里主要体现为杠杆模型，乐观者加杠杆，悲观者降杠杆，资产价格的涨跌取决于悲观者与乐观者的相对占比。新古典和凯恩斯动物精神两个框架互补，其中前者更聚焦中长期，后者则聚焦短期因素。利率在两个模型中都发挥着重要作用，在杠杆模型里更重要，因为杠杆对利率的波动更为敏感。结合新古典框架和凯恩斯所说的动物精神，经济增长改善带动美国盈利上行，但是利率上行既从新古典框架的分母端增加股价风险，也可能从杠杆调整角度给股价带来动荡。当前市场似乎对疫苗效果充满期待，但假若全球疫苗效果不达预期，市场对经济基本面的判断可能发生变化，也可能带来市场波动。

对中国市场而言，虚实收敛，货币政策大方向是“稳”字当头，相机抉择，但从市场流动性来看，波动可能加大。在外围市场动荡的大背景下，国内市场波动也可能随之加大。

---

以上观点来自：2021年2月26日中金公司研究部已发布的《“非典型”动荡再现——从宏观看资产价格》

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

刘刚 CFA SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

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

## 宏观专栏

### 疫情或降低生育意愿

#### ——人口系列报告之一

受第七次全国普查影响，2020年出生人口数据的公布较往年时点有所推迟，但近期部分部委及地方政府陆续公布了一些相关的统计指标。有些研究将非可比口径数据对比，估算结果是，一些地市出生人口可能下滑30-50%。用可比口径估算出生人口十分重要，从全国看，公安部2020年户籍登记新生儿数同比下降14.9%。从地方看，合肥、十堰、银川、温州、广州市公布的可比口径数据（出生人数、落户新生儿、分娩活产数）2020年同比下降12-24%，较2019年3-11%的同比降幅扩大，但与2018年其中一些地市15%-18%的降幅（2016-17年二胎释放后）相差没有那么显著。

出生人口下降符合长期趋势。2016年全面二胎政策实施前，中国出生人口已连续下降多年，总和生育率低迷；全面二胎政策似乎并未扭转趋势，仅在实施当年由于“存量”二胎生育意愿集中释放提高了出生人口，但2017-19年出生人口再度连续下滑。

2020年多地出生人口降幅走阔有疫情的影响。多地2020年出生相关数据的同比降幅较2019年降幅有所扩大，究其原因，一方面疫情在年初爆发压制生育意愿，或对四季度出生人数造成负面影响，另一方面，户籍登记不便也可能是新生儿落户数据降幅扩大的原因之一。从2003-04年看，非典疫情或导致北京出生率下降约0.5ppt。此外，惠普尔指数显示，鼠年的生育意愿并不低，部分人士认为的生肖因素或不是2020年人口骤降的主因。

---

以上观点来自：2021年2月26日中金公司研究部已发布的《疫情或降低生育意愿——人口系列报告之一》

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

## 专题聚焦

### 石油：美国供应风险可能消退

#### 美国寒潮对原油供应有实际冲击，油价上涨

最新公布的EIA数据显示，美国原油产量从2月12日的1080万桶/天下降至970万桶/天，接近去年减产以来的最低水平。德克萨斯寒潮下，美国供应风险转变为对供应的实际冲击，从当前进展看，对供应的实际冲击可能和去年8-9月份飓风类似。与此同时，国际油价日内继续上涨，在当前较浓的“顺周期”投机做多氛围下，美国减产预期兑现，布伦特原油价格继续上涨至67美元/桶。

#### 但是，原油加工量下降更多，取暖消费提振有限

从同期数据看，寒潮影响下，美国原油市场遭遇的不仅仅是上游产量下降的问题，还有中游炼厂开工率的下降和下游需求的疲弱。2月12日-2月19日，在原油产量下降110万桶/天的情况下，美国原油加工量和终端油品需求分别下降了260万桶/天和200万桶/天。从分地区看，寒潮冲击炼厂开工是局部现象，美国PADD2和PADD3炼厂开工率显著下降，而PADD1、PADD4和PADD5炼厂开工率略有回升。分油品看，寒潮带动的取暖需求并没有抵消对需求的负面影响。进入二月以来，燃料油消费增长45%，但大体量的汽油和柴油的消费均下滑8%左右，航油消费下降23%，与炼厂开工密切相关的烷烃消费下滑56%。

#### 美国原油商业库存回升，是局部平衡的结果

从上下游平衡来看，去年八月以来，美国炼厂加工的回升快于原油供应（原油产量和进口），是这一轮美国去库存周期的主要驱动因素。二月份的德州寒潮对上下游的不同冲击，改变了当地原油供需平衡，美国原油商业库存周环比上升128万桶。短期看，美国炼厂加工可能是美国原油重回去库周期的重要指标，长期而言，美国上游复产和扩产，可能缓解局部短缺。目前美国原油商业库存回升不具有持续性，但美国原油去库存周期可能并不是结构性短缺问题所致，而是疫情后供需复苏节奏不同所引发。

## 短期内，我们需要警惕供应风险消退

对布伦特原油，价格从1月份的55美元/桶波动中枢上涨至现在67美元/桶，这里既有美国供应风险溢价的驱动，也有投机做多的推波助澜。就供应风险溢价而言，借鉴过去美国飓风对石油产业的冲击，我们可以发现，供应风险消散可能并不需要等到天气因素完全好转，炼厂加工下降也会对油价形成负面影响。另一方面，就市场环境看，投机做多的氛围依然浓厚。但是我们认为，短期内石油市场可能会有投机多头获利了结的压力，一方面，目前德克萨斯当地的气温显示，美国供应风险即将消除，另一方面，三月份OPEC+会议可能会推出进一步的增产计划，虽然增产幅度仍有不确定性。



---

以上观点来自：2021年2月25日中金公司研究部已发布的《石油：美国供应风险可能消退》

郭朝辉 SAC 执业证书编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

## 专题聚焦

### 数字货币对金融行业的影响正在发生

2020年以比特币为代表的数字货币价格快速上升、4月Libra第二版白皮书发布,10月国际清算银行BIS与7国央行共同设立的联合工作组就央行数字货币发布首份研究报告、中国央行数字人民币(DC/EP)开启试点,数字货币引起全球关注。我们重点关注积极拥抱数字货币(数字经济)的金融机构,寻找投资机会。

国内来看,目前工农中建等国有银行正在参与数字钱包开立试点,另外就数字化转型而言,招商银行、工商银行、建设银行、平安银行、宁波银行、浙商银行等均在积极打造数字化能力,详见《银行:数字银行重构金融供给,场景/生态经营提升触达和洞察力》。参考美国经验,目前美国共有9家银行公开向加密货币公司提供服务,该类银行被称为加密货币友好银行,其中2020年Silvergate Bank、Silicon Valley Bank、Signature Bank股价跟随加密货币的价格和交易量上涨。

近期以比特币为代表的数字货币行情火爆,我们认为主要缘自部分投资者认可其“数字黄金”属性。该类货币更准确的叫法应当为加密货币(Cryptocurrency),是基于某种加密算法创建的数字货币。截至2021年2月18日,按市值排序,全球前两名的加密货币为比特币和以太币,我们认为其行情火爆主要由于国际上部分投资者认可其价值,即加密货币在理想状态下:1)可用于全球支付交易、交易匿名、费用低廉;2)没有存储成本;3)不由任何机构或组织决定发行量,例如比特币协议限定了供给总量,因此使其具有类似于“黄金”的保值抗通胀属性。但需注意的是,加密货币“去中心化”存在监管风险;基于区块链技术的加密货币币值不稳;基于区块链的支付网络难以实现实际生活所需的每秒交易笔数。

不同于美国私人组织机构设计推广的加密数字货币,中国央行致力于研究并推出的数字人民币(DC/EP)是基于国家信用的电子化现金,具有法币地位。1)近年来数字经济发展加速,数字货币的推出是在数字经济时代连接

起居民、企业和金融机构的交易等需求。2) 央行数字人民币是纸币人民币的替代、是电子化人民币的一种，相比现金和银行卡支付更为便捷，相比第三方支付具有法币地位（即背后是国家信用）。3) 通过央行数字货币钱包，交易双方可脱离中介机构实现点对点的货币交易和双离线支付，实现隐私保护。4) Facebook等机构计划推广稳定币Libra（一套无国界的全球货币支付系统），可能对各国法币造成未知的冲击。

央行数字货币推出后，我们认为金融服务形态可能发生改变，而金融机构的数字化能力可能是未来市场竞争的重要因素。央行数字货币推出后，金融机构提供的金融服务形态可能发生改变，既包括金融机构对基础设施和服务渠道形态的改造，也包括对支付、存贷、理财、风控等业务流程的重塑。这些变化趋势，从2013年起（互联网金融元年）就已经初现端倪，我们认为央行数字货币的推出将加速这一过程，且更多银行机构会深度参与其中，而非仅仅是互联网公司。虽然央行数字货币本身不会对行业竞争格局造成影响，但在如何衔接央行数字货币新系统、如何应对数字货币带来的不确定性时，各家机构再次处于同一起跑线。我们认为，除了渠道、场景、数据运用、产品研发、基础设施建设等竞争力驱动因素之外，数字化能力在未来市场竞争中的重要性明显提升。

---

以上观点来自：2021年2月22日中金公司研究部已发布的《数字货币对金融行业的影响正在发生》

严佳卉 SAC 执业证书编号：S0080518110004 SFC CE Ref: BNF177

张帅帅 SAC 执业证书编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

王瑶平 SAC 执业证书编号：S0080517120002 SFC CE Ref: ALE841

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.2.22 图说中国宏观周报：春节消费勿过喜,资金回笼勿过忧 | 2021年2月8日-21日
- 2021.2.24 海外央行观察：美联储：经济复苏还有很长的路
- 2021.2.25 海外宏观热点速评：美元遭受伏击
- 2021.2.26 海外央行观察：美联储“默许”美债利率上升
- 2021.2.26 中国宏观专题报告：疫情或降低生育意愿 | ——人口系列报告之一
- 2021.2.26 中国宏观专题报告：“非典型”动荡再现 | 从宏观看资产价格
- 2021.2.27 海外宏观简评：美债有望暂获喘息
- 2021.2.28 海外宏观周报：今年美国通胀有多高？
- 2021.2.28 中国宏观简评：总体尚好,但小企业出口压力大 | 2月PMI点评

### 策略及大宗商品

- 2021.2.22 海外策略：GameStop事件：Game Stopped？
- 2021.2.24 海外策略：利率上行的扰动：来自2018年的经验
- 2021.2.24 能源：石油：结构性牛市还是供需错配？
- 2021.2.25 能源：石油：美国供应风险可能消退
- 2021.2.25 主题策略：香港上调股票印花税影响几何？
- 2021.2.26 海外策略：美债利率上行过快的挑战
- 2021.2.27 全球资金流向监测：外资连续26周流入中资股；南向单日流出创纪录
- 2021.2.28 海外市场观察：实际利率走高的含义与影响 | 2021年2月22日~2月28日
- 2021.2.28 量化策略周报：量化策略周报（233）：市场下周或将止跌震荡
- 2021.2.28 主题策略：恒生系列指数调整：新经济占比提升；恒指有望进一步扩容
- 2021.2.28 海外中资股策略周报：港股调整后更具吸引力
- 2021.2.28 A股策略周报：急跌近尾声，盘整仍继续
- 2021.2.28 主题策略：物价回升：成因、对比及机会

### 固定收益

- 2021.2.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.2.22 简评：碳中和债既出,绿债迎新风口 | ——交易商协会推出碳中和债券简评
- 2021.2.22 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.2.23 简评：1月房地产债券月报
- 2021.2.23 固定收益资产配置策略周报：再通胀交易盛行,海外和国内债券将背道而驰 | ——债券相对价值体系跟踪第四十期
- 2021.2.24 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2021.2.25 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.2.26 中国可转债策略周报：上行转震荡后，转债的四条对策
- 2021.2.26 中国信用策略双周报：从信用周期看3-4月违约风险和操作策略
- 2021.2.26 简评：一周行业数据
- 2021.2.26 专题研究：表内负债现改善迹象,理财发行支数下降 | ——机构负债端跟踪2021年2月月报
- 2021.2.26 简评：利民股份转债投资价值分析
- 2021.2.27 中国利率策略周报：海外债市调整背景下，如何看待国内债市供需关系？
- 2021.2.28 简评：疫情反复以及社融回落压制PMI | ——2月制造业PMI点评

## 行业

- 2021.2.22 银行：历史维度看利率上行期银行股表现
- 2021.2.22 金融：监管进一步规范互联网贷款，联合贷/助贷业务影响几何？
- 2021.2.22 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
- 2021.2.22 农业：中央一号文件发布，关注种植产业链投资机会
- 2021.2.22 主题研究：春节以来光伏企业排产饱满，关注各省十四五能源发展规划安排
- 2021.2.22 银行：对《办法》的细化和量化补充——商业银行互联网贷款规范通知点评
- 2021.2.22 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
- 2021.2.22 交通运输：双周报147期：京东物流拟港股上市，外贸集运运价维持高位
- 2021.2.22 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻:工业金属受益于通胀上行,建材春季躁动开启
- 2021.2.22 银行：数字货币对金融行业的影响正在发生
- 2021.2.22 银行：报表修复逻辑更易演绎“周期复苏交易”
- 2021.2.22 教育：在线教育系列之二：抽丝剥茧，详解在线K-12教培经济模型
- 2021.2.22 交通运输：钢铁通途，重铸雄风——中国基础设施REITs之铁路篇
- 2021.2.22 机械：原材料价格上涨影响几何？
- 2021.2.23 房地产：中金房地产周报#232：春节期间新房销售好于季节性，宅地成交偏弱
- 2021.2.23 主题研究：图说电信：2021年开年移动用户数净增长，看好十四五产互放量
- 2021.2.23 研究报告：清洁电气化助力绿色低碳循环发展经济体系
- 2021.2.24 保险：寻找保险科技赛道的龙头：解密水滴，高度稀缺的保险科技平台
- 2021.2.24 有色金属：油价上行，对铜价影响几何？

- 2021.2.24 保险：负债端拐点渐近且复苏超预期+利率上行，把握保险板块投资机会
- 2021.2.24 日常消费：阿里线上数据月报：1月膳食营养补充剂/婴幼儿奶粉/调味品高增长
- 2021.2.24 银行：引入成熟资管经验，期待带来鲶鱼效应——第三家中外合资理财公司获批点评
- 2021.2.25 家电及相关：空调需求温和复苏，价格快速提升
- 2021.2.25 金融：中金看海外·公司 | 标普全球:全球金融数据及信息服务市场的“百年老店”
- 2021.2.26 保险：中国式健康管理：风来潮起，互联网医疗生态圈成为破局利器
- 2021.2.26 建筑与工程：港府2021预算案简评：基本工程支出加大，MiC得到积极推动
- 2021.2.26 旅游酒店及餐饮：现制茶饮行业与奈雪的茶
- 2021.2.27 日常消费：猪肉月报：看好中国业务中长期发展，美国FY20利润料将承压
- 2021.2.28 有色金属：有色周报：有色板块多数回调，锂行业标的领跌
- 2021.2.28 传媒互联网：周报：纽约市影院将重新开放，关注进口影片定档节奏恢复
- 2021.2.28 交通运输：仓配一体化：消费与产业升级的新基建

## **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