

# 研报精选

2021年10月3日 第42期

## 宏观专栏

### 能耗双控的经济影响

报告指出，能耗双控目标对短期生产的影响较大且主要集中在9月，可能拖累当月工业增加值增速下滑至4-4.5%。部分能耗双控政策对生产的压制会延续到年底，并对3、4季度经济增速带来约0.1-0.15%的影响。

### 穿过债务和财政风暴的美债利率

报告指出，过去三个多月美债利率低位盘整的额外压制因素是美债的供需矛盾，然而利率上行压力已在逐步显现，随着债务上限问题即将得到解决，报告预计未来几个月支撑上行的因素将开始主导。

## 专题聚焦

### 中国金融信息数据服务：迎接“一超三巨多强”领衔的黄金时代

报告指出，中国金融信息数据服务行业伴随资本市场三十年的时代浪潮成长壮大，当前正站在前所未有的发展新起点。基于金融信息数据服务商五大变现方式，我们测算2020年行业收入规模约为360亿元。

### 铜：需求换挡，供给可期

报告认为，虽然铜需求受益于能源转型和电气化，但铜矿供应恢复，新建扩产数量可观。目前低库存支撑铜价，但需注意中下游累库。四季度和明年，随着宏观经济增速回落和铜矿供应增加，铜价面临下行压力。

## 宏观专栏

### 能耗双控的经济影响

影响当前限电限产政策的主要逻辑有两条：第一，部分省份上半年能耗双控未能达标，近期为了完成3季度目标而集中限产，对短期生产带来冲击。第二，一些省份因为电力供给不足，而不得不采取用电指标分解、错峰用电等政策。能耗双控目标对短期生产影响较大，主要集中在9月，可能拖累当月工业增加值增速下滑至4-4.5%，部分能耗双控政策对生产的压制，会延续到年底。而煤炭供给不足导致的电力缺口，从7月以来便已经压制生产，年内或难以消除。总体来看，能耗双控政策对3、4季度经济增速的影响，均在0.1-0.15个百分点左右。我们预计，PPI年内同比增速或在9%以上，上游涨价对中下游盈利空间的挤压加剧，货币政策将保持稳中偏松。

8月中下旬以来，部分地区在“能耗双控”目标的约束下大幅限产，对短期工业生产形成影响。8月国家发改委发布《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示，全国19个省份为一级、二级预警。随后各地相继出台严格的限电限产举措，包括江苏、广东、云南等省，对化工、钢铁、有色金属、非金属建材等行业进行限产。双控政策对经济的短期冲击主要集中在9月份的工业生产，我们从两个思路来考察能耗双控的影响：

►思路1：考察分行业的变化和投入产出视角下的影响。能耗双控主要针对“两高”项目，包括煤电、石化、化工、钢铁、有色金属冶炼、建材等6个行业类别。根据9月发电日耗煤量、钢铁周产量、水泥开工率等高频数据估算，能耗双控对相关行业生产的拖累约在3-5%。按照这6个产业的降幅来估算，9月工业生产受拖累约1.5%。假设这种供给约束向下传导，受影响较大的行业包括非金属矿物制品业、金属制品业、建筑业等。

►思路2：参考秋冬季环保限产对工业生产的影响。2017年首次执行京津冀地区秋冬季环保限产，对相关省份工业增加值平均拖累约3%。长三角2018年也开始执行秋冬季环保限产，但政策相对温和，江浙两省工业增加值拖累约

0.5%。我们以这两个案例为基准，假设红色预警省份采取更严格措施、工业拖累3%，黄色预警省份政策相对温和，工业拖累0.5%，其余省份不做大规模额外限产，则对工业生产总的拖累约为1.3%。

除了能耗双控的短期冲击，电力供给不足也导致了7月以来持续性的限电限产。在需求端，受出口、气温等因素支撑，我国用电需求居高不下。1-8月全社会用电量同比增长13.8%，比规模以上企业发电量增速高2.5个百分点，创下2003年以来增速差的最大值，反映了用电紧张的格局。在供给端，水力发电同比负增长，火力发电则受到煤炭生产监管、进口煤炭减少等约束，难以弥补电力供给缺口。未来电力短缺对工业生产和居民生活的影响，或持续体现。

能耗双控政策的影响可能持续到年底，但4季度较9月会有边际改善。多数地方的能耗双控、限电限产政策截止时间并未明确，部分地方政策暂定截至9月底，比如江苏、浙江等地一些阶段性限产举措；也有些省份或城市的政策，将特定领域的限产持续到年底，比如云南（黄磷、铝、工业硅等）、广西（电解铝）、新疆（电解铝）等。总体来看，4季度工业生产仍然会一定程度上受能耗双控政策的压制，但在边际上会较9月有所好转。综合考虑9月能耗双控对工业生产的拖累，以及工业增加值占GDP比重，我们预计9月生产收紧对3季度经济增速的影响在0.1-0.15个百分点。

展望4季度，考虑到执行阶段性政策的省份的工业体量，明显大于将限产政策持续到年底的省份；并且持续到年底的产业政策，主要是针对特定领域（比如电解铝等）。9月份生产“急刹车”，可能更多是为了突击完成3季度的能耗双控目标。中性情形下，我们假设目前受到能耗双控影响的工业生产中，有30%的比例在四季度仍然受到压制，那么4季度经济增速受到的拖累约在0.1-0.15个百分点左右。未来还需关注3季度晴雨表发布后能耗双控政策的变化。

供给约束支撑上游工业品价格，PPI同比增速年内或在9%以上，但上游涨价对中下游盈利空间的挤压加剧，货币政策将保持稳中偏松态势。我们认为，伴随采暖季临近，煤价或仍将坚挺；各地钢铁限产的同时，地产、城投严监管也抑制了需求，钢价或继续5月以来的震荡态势；国际油价、铜价受疫情扰动

外出和生产、供给逐步释放、Taper临近等因素影响，可能延续近月的高位震荡态势。我们预计，年内PPI同比或维持在9%以上，CPI同比逐步回升、11月后升至2%以上。在原材料价格大涨、生产受限、运价高企的情况下，中下游利润空间受到挤压。7月降准后流动性偏松，近期利率市场的变化，可能更多反映了政府发债加速等因素的扰动，货币政策稳中偏松的态势并未转变。



---

以上观点来自：2021年9月26日中金公司研究部已发布的《能耗双控的经济影响》

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004

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

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

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

## 宏观专栏

### 穿过债务和财政风暴的美债利率

十年期美债利率于5月中旬起开始趋势性下行，7月下旬达到1.19%的低位，截止9月中旬持续在1.2%~1.4%的区间盘整，然而9月24日以来，利率突破过去两个多月的盘整区间。美债利率会否就此开始反弹？未来的上行空间如何？我们在本文统一了分析美债利率常用的两个维度：1) 实际利率和通胀预期；2) 风险中性利率和期限溢价，两个维度交叉划分出的四个因素可以使我们对驱动利率变化的主因有更全面的理解。基于此分析框架，我们认为过去三个多月美债利率低位盘整的额外压制因素是美债的供需矛盾，然而利率上行压力过去一段时间与日积累并已在逐步显现，随着债务上限问题即将得到解决，我们预计未来几个月支撑上行的因素将开始主导，美债利率年底前有望达到1.7%。

何时开始趋势性反弹？在7月12日的报告《预计美债利率Q3后期反弹》中，我们判断美债利率将于9月底重回上行趋势。短期内，我们认为债务上限问题未有定论仍将在一定程度上压制利率，使得利率虽有上行压力但仍会有所震荡，债务上限问题得以解决是缓解美债供需矛盾，从而使得美债利率开始趋势性反弹上行的关键。我们预计债务上限问题大概率于10月中旬前解决，此后美债利率有望开始持续上行。然而，密集的财政议程和紧迫的期限以及仍在拉锯的两党可能会加剧市场波动。中期内，我们预计美联储大概率于11月初宣布并于年底前正式开启Taper，并判断明年美债利率大概率呈前高后低的走势。虽然2014年的Taper经验表明，美债利率在美联储开始正式Taper后下行，然而我们认为，当前的市场预期、流动性环境、以及全球宏观环境均跟2014年初有较大差异。虽然美联储此次开启Taper后，流动性边际收紧可能会对美债利率施加向下压力（详见6月22日的报告《Taper溯往问今，资产谨慎可期》），但我们预计明年上半年的通胀风险和财政刺激风险或将支撑美债利率继续上行。如若通胀压力在下半年得到明显缓解，叠加流动性进一步边际收紧以及风险偏好相应回落，市场对美债的需求或将压低其利率，即明年或呈现先高后低态势。

最后，我们认为美债利率对中国国债利率的溢出效应有限，中美利率联动

很大程度上是经济周期驱动下的相关性而非因果性，中国市场应主要关注自身的经济基本面。未来几个月，美债利率有望持续上行，而中国国债利率在经济增长动能放缓的情形下，难有上行动力。中美利差收窄及其背后的经济基本面分化引发的跨境资本流出或将反映在人民币汇率的波动上。对市场而言，一是对中美利差收窄要有预期，但不必过分担心，我们认为外资对国债的需求仍较强；二是要对人民币汇率体系灵活性提升有充分预期。人民币汇率体系弹性增强意味着，无论人民币升值或者贬值都是及时释放市场压力和汇率弹性增强的体现，并不代表有升值或者贬值的压力和预期，因而要避免对汇率变化形成适应性预期，我们认为波动加大将是常态。



---

以上观点来自：2021年9月30日中金公司研究部已发布的《穿过债务和财政风暴的美债利率》

张峻栋 SAC 执证编号：S0080120120076

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

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

## 专题聚焦

### 中国金融信息数据服务：迎接“一超三巨多强”领衔的黄金时代

中国金融信息数据服务行业伴随资本市场三十年的时代浪潮成长壮大，当前正站在前所未有的发展新起点。

三大周期共振，行业正迎来历史性的发展机遇期。回首过去，伴随PC/移动互联网时代变迁下的技术变革周期、资本市场改革及政策规范下的行业监管周期，金融信息数据服务商初步实现了用户流量的快速积累和变现模式的多元拓展，并随着资本市场周期轮动于牛市迎来爆发，当前围绕B/C端不同用户需求已形成四类主要机构——证券基金信息技术服务商、机构金融数据和分析工具服务商、垂直领域金融信息数据服务商、一站式金融服务平台。立足当下，5G时代大幕已然拉开、资本市场改革全面深化、投资者活跃度持续向上，我们认为，在三大周期叠加下，中国金融信息数据服务行业正迎来前所未有的战略发展期。

三大趋势驱动，预计未来行业营收规模可达“五年四倍”。基于金融信息数据服务商五大变现方式（金融电商/互联网券商及期货/金融资讯及数据服务/行情交易系统/广告及其他），我们测算2020年行业收入规模~360亿元。展望未来，在机构化（居民资产配置拐点加速到来/专业财富管理及资产管理机构高速发展）、数字化（用户移动金融渗透率持续提升/金融机构加快智能化转型步伐）、国际化（居民跨境投资需求的增加/中国金融科技公司业务出海的加快）三大趋势的共同驱动下，我们预计2025年行业收入规模有望超1,400亿元、对应2020-25e CAGR ~32%、实现“五年四倍”，其中金融电商45%/互联网券商及期货40%、增速领跑；此外，资产管理业务（如公募/私募基金管理）或成为新的变现拓展方向。

三大能力筑基，竞争格局趋于稳定。基于“用户-产品-变现”价值链，我们认为，对用户的真正理解及围绕用户的价值创造是根基，变现方式的选择是决定业务空间及规模增速的基础，而对产品的打磨及优异的用户体验是实现从流量到变现的抓手。在此过程中，我们认为具备三方面能力的机构有望脱颖而出

出：1) **战略**——精准用户定位、敏锐需求捕捉、前瞻牌照布局；2) **产品**——完善产品生态、贴心用户服务、持续技术革新；3) **执行**——金融+科技复合基因、灵活组织架构、市场化激励。



---

以上观点来自：2021年9月29日中金公司研究部已发布的《中国金融信息数据服务：迎接“一超三巨多强”领衔的黄金时代》

姚泽宇 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

樊优 SAC 执证编号：S0080120080042 SFC CE Ref: BRI789

蒲寒 SAC 执证编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

## 专题聚焦

### 铜：需求换挡，供给可期

#### 低库存支撑价格，但可能难以持续

去年疫情爆发，铜价触及低点之后迅速反弹。从基本面来看，疫情后欧美等“消费国”大规模财政刺激拉动消费，而铜的上游原材料供给地区南美洲深陷疫情干扰，产量下降。中国作为中游“制造国”，迅速复工复产，承受了进口铜精矿TCs连续下行，精铜进口窗口打开，进口量达到历史新高，工业活动受外需拉动，出口强劲支持了经济增长。进入今年二季度，美国耐用品新订单增速放缓，中国PMI出口新订单指数作为领先指标转入收缩区间，说明因财政刺激而产生的需求正在放缓，铜价触顶回落。8月底杰克逊霍尔全球央行年会结束后，宏观面的变化逐渐被市场接受和消化，而铜的基本面维持强势，暂缓了铜价跌势。四季度和明年，随着宏观经济增速回落以及铜矿供应增加，我们预计铜价仍面临下行压力。

#### ➤ 库存降低至历史低位区间，基本面强劲，但需注意中下游库存累积

进入九月，国内精铜库存持续去库至历史低位区间、进口窗口打开保税库存开始流入国内但尚未造成明显累库、再生铜作为原料之一变得紧张，基本面支撑了铜价。但值得注意的是，中国的电线电缆库存已经开始累库，白色家电库存也处于高位区间，这说明一部分精炼铜去库后储存在中游和下游阶段，尚未被消费掉。通过持续跟踪这些微观指标，我们可以观察宏观需求放缓的压力如何在微观层面演绎。去年商品需求受益于财政刺激下的需求反弹，那么刺激措施退出时，这部分需求回落也会表现在商品需求基本面上，而且这一拐点已经越来越近。

#### ➤ 铜精矿供应从疫情中恢复，新建扩产产能数量可观

我们梳理了原料端的供应情况。除了从疫情影响中恢复的铜矿，被疫情耽搁建设和投产的矿山进入正轨，新建矿山的投产和一批已有矿山扩产也逐渐释放产量，中国进口铜精矿TC回升至今年年初低点的两倍。我们预计铜精矿供应

在今年和明年将分别同比增长2.6%和3.9%。精铜供应方面，中国贡献了主要增量，我们预计今年来自中国的产量将同比上升8%至1000万吨。主要因为去年下半年投产的产能在今年贡献产量、冶炼厂完成技改增产，以及去年受疫情和硫酸胀库问题干扰的冶炼厂产能利用率回升。

#### ➤ 再生铜供需趋紧，但马来西亚政策扰动可能小于预期

去年11月开始我国再生铜、黄铜进口政策开始施行，再生铜进口量随之增加，但由于国内再生铜杆企业扩产以及再生铜供应受东南亚国家疫情反复拖累，再生铜市场在今年三四季度可能维持紧缺。另外关于市场关心的马来西亚废铜进口政策调整问题，我们计算了中国海关和马来西亚海关的进出口数据，推测来自马来西亚的再生铜和铜锭中，大部分是转口贸易，因此，马来西亚政策变动短期对再生铜贸易流动产生影响，但不会显著影响基本面。

#### ➤ 能源转型和电气化带来需求增量

我们对铜的需求情景和未来增量保持乐观，并认为“碳中和”背景下铜的价格中枢已经抬升。碳中和要求能源结构转型，以及下游深度的电气化。尽管这中间存在一些新旧替代，但无论是光伏、风电装机，还是新能源汽车，铜的密度都大大提高，除此之外，配套的基础设施建设对铜的消耗也有所提升。我们预计今年和明年铜需求分别同比增加4.6%和3.2%，明年仍需观察光伏装机是否如期兑现，以及缺“芯”对新能源汽车行业的持续影响。

---

以上观点来自：2021年9月28日中金公司研究部已发布的《铜：需求换挡，供给可期》

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

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.9.27 海外宏观专题报告：日本自民党总裁选举：背景、预测与影响
- 2021.9.27 海外宏观周报：美国供应链问题再度发酵
- 2021.9.27 中国图说中国宏观周报：出口受台风扰动小于7月
- 2021.9.27 海外全球外汇周报：外汇市场聚焦德日大选
- 2021.9.28 中国宏观热点速评：强调精准发力和政策协调 —— 三季度货币政策例会点评
- 2021.9.28 中国宏观热点速评：9月CMI—— 经济连月走弱，能源短缺或将持续
- 2021.9.28 中国宏观热点速评：8月工业企业利润点评： 电力亏损加剧，压制电力供给动力
- 2021.9.30 其他宏观专题报告：穿过债务和财政风暴的美债利率
- 2021.9.30 海外宏观简评：德国大选跟踪：组阁结果难料，绿色转型或提速
- 2021.9.30 中国宏观热点速评：9月PMI点评： 限电影响中上游生产
- 2021.10.2 中国宏观热点速评：8月LEI—— 领先指数再跌，供需两端承压

### 策略及大宗商品

- 2021.9.29 海外策略：美债利率快速上升的背后
- 2021.9.30 A股和港股行业首选：2021年10月
- 2021.9.28 大宗商品：铜：需求换挡，供给可期
- 2021.10.1 大类资产配置月报(2021-10)：能源担忧升温，如何配置资产？

### 固定收益

- 2021.9.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.9.27 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.9.28 招投标备忘录：农发债17年第5期、21年第5、7期增发——利率债招标分析
- 2021.9.28 离岸中资信用债月报：8月美元债月报——中资美元债月报
- 2021.9.29 中国信用策略双周报：房地产行业信用展望及影响
- 2021.9.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.9.30 简评：经济动能持续回落，债券收益率仍有下行空间 ——9月PMI数据分析
- 2021.9.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

## 行业

- 2021.9.27 软件及服务：中国软实力系列之五：OpenEuler中场复盘
- 2021.9.27 机械：继续关注新能源、自动化板块性机会
- 2021.9.27 主题研究：硅料维持涨势，正泰授权出售户用光伏
- 2021.9.27 家电及相关：板块调整，市场在担心什么？
- 2021.9.27 汽车及零部件：周报：销量环比走强，关注零部件领域投资机会
- 2021.9.27 交通运输物流：周报：物流支持科技创新
- 2021.9.27 软件及服务：华为全联接大会点评：建设开源数字基础设施生态
- 2021.9.27 化工：化工品价格加速上涨，三季度价差分化明显
- 2021.9.28 银行：【理财月刊】8月跟踪：论新增理财牌照的考虑因素？
- 2021.9.28 公用事业：电力运营：控能耗与高煤价下挑战机遇并存
- 2021.9.28 纺织服装珠宝：纺服供应链：江浙能耗双控政策影响更新
- 2021.9.28 科技：半导体算力系列二：MCU供需景气，国内厂商迎发展良机
- 2021.9.28 机械：“能耗双控”对机械行业影响几何？
- 2021.9.28 航空航天科技：“能耗双控”对航空航天科技板块影响有限
- 2021.9.28 房地产：周报#262：楼地两市持续降温
- 2021.9.28 交通运输物流：量价角度看限电限产对交运行业影响
- 2021.9.29 传媒互联网：8月广告市场回顾：消费品广告主稳定增投
- 2021.9.29 金融：中金看海外公司 | FICO：全球领先的分析和决策管理服务商
- 2021.9.29 煤炭：如何看待限电限产下的煤炭走向
- 2021.9.29 金融：中国金融信息数据服务：迎接“一超三巨多强”领衔的黄金时代
- 2021.9.29 科技硬件：物联网新基建三年行动计划出台，产业链迎来发展加速期
- 2021.9.30 主题研究：锂电材料前瞻（一）：磷酸锰铁锂，新一代性价比优选正极材料
- 2021.10.2 交通运输物流：月报：8月货运延续增长，客运受疫情影响

## **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