

研报精选

2021年8月23日 第37期

宏观专栏

基建发力仍需等待——7月财政数据点评

报告指出，7月财政收支呈三大特点：公共财政收入中增值税与企业所得税增速出现背离、基建类支出较慢和土地收入增速明显放缓。向前展望，报告预计全年财政收入可以实现年初预算目标，但支出或不及预算。

避险背后：疫情反弹与Taper担忧

报告认为，避险情绪反映的是对疫情反弹、经济趋缓以及美联储Taper的担忧。鉴于疫情卷土重来，一些鹰派官员的态度有所松动。如果下周鲍威尔讲话“一鸽到底”，或许能给市场带来一些安慰。

专题聚焦

无人配送，未来已来

报告认为无人配送是解决用户体验和快递效率的“质变”方案。低速商用无人驾驶处于快速突破的前夜，关键在于技术完善、路权开放和商业场景的磨合。

技术+消费双升级，千亿级市场尽收“眼”底

报告指出，随着人们眼健康意识提升、消费意愿及能力增强、供给端技术不断迭新，眼科医疗行业有望持续享受庞大患者群体和高速增长的治疗需求，行业高景气度和广阔空间可期。

宏观专栏

基建发力仍需等待——7月财政数据点评

财政部发布前7月财政收支数据：7月，公共财政收入增速小幅回落至11.1%（前值11.7%），支出增速则降至-4.9%（前值7.6%）；政府性基金收入增速缩窄至2.5%（前值19.6%）、支出增速跌幅收敛至-1.4%（前值-9.5%）。整体上，财政支出仍相对偏慢，7月新增财政存款继续同比多增，也是印证之一。

7月财政收支数据呈现如下特点：

一是一般公共财政收入中增值税与企业所得税增速出现背离，增值税增速放缓，企业所得税增速仍保持较高增速。主要原因是，第二产业为增值税的缴纳主体（2019年缴纳占比为55.6%），但在企业所得税中占比仅有30%多，企业所得税中另有近30%来自货币金融服务业。因此，伴随着工业增加值增速放缓、银行盈利增速在今年2季度企稳回升，两大税种走势出现背离，我们预计年内这种现象或延续。

二是基建类支出较慢，拖累一般公共财政支出增速。7月公共财政支出增速负增长，民生与基建类支出均放慢，基建类拖累较大。7月单月广义基建增速-10.1%（前值-0.3%），很大程度与7月天气（高温、降雨）、疫情防控等因素有关，财政基建类支出也相应受阻。此外，今年房企和地方政府隐性债务监管持续偏强，建筑企业收入的现金回流速度变慢，叠加上游原料涨价，也一定程度影响建筑企业施工进度。

三是房地产市场降温，土地出让收入增速明显放缓。高频数据显示，8月前半月土地成交总价不足千亿元，远低于去年同期，年内土地出让收入增速或继续放缓。

向前展望，基建增速何时可以反弹回升？我们预计全年财政收入可以实现年初预算目标，但支出或不及预算，部分政府债的发行和使用或转移至明年年初。近期多地水泥价格上调，但更多是前期煤价上涨的传导，而此前天气、疫情防控等因素对建筑业的影响依旧存在，在8月仅是边际转弱（近期基建大省

四川、山东、安徽等省阴雨天气较多，下游需求表现一般)，因此我们预计8月基建增速或见底回升，但仍可能小幅负增长。从资金面看，8月中旬开始国债和地方债的发行节奏明显加快，叠加9、10月份两者的到期量也较少，政府债净融资将开始提速，并支持基建发挥逆周期托底功能。不过由于目前地方隐性债务监管仍相对偏紧，专项债撬动的杠杆效应或减弱，年内基建投资或温和复苏（交运市政等投资增速或快于电力等公用事业），我们预计全年广义基建增速有望保持在3.0%左右。



以上观点来自：2021年8月21日中金公司研究部已发布的《基建发力仍需等待——7月财政数据点评》

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

避险背后：疫情反弹与Taper担忧

本周市场避险情绪明显。美股三大股指悉数下跌，原油、铁矿石等大宗商品价格重挫，美元指数继续走高。我们认为，避险情绪反映的是对疫情反弹、经济趋缓、以及美联储Taper的担忧。在市场看来，疫情反弹+Taper的组合是“不能承受之重”。往前看，鉴于疫情卷土重来，Taper的变数也将增加，一些鹰派官员的态度也有所松动。如果下周鲍威尔讲话“一鸽到底”，或许能给市场带来一些安慰。

首先，Delta疫情继续发酵，“抗疫模范”以色列走下神坛，令市场沮丧。以色列是最早接种疫苗的几个国家之一，其疫苗接种率也已到达63%，被视为“抗疫模范”国家。然而，7月以来Delta病毒在以色列持续爆发，每日新增确诊病例数上升至6000多例，已超过了去年秋季的高峰。另一方面，美国的疫情也在不断发酵，单日新增病例数已达14万例，且住院人数也在同步上升，部分地区还出现了医疗资源挤兑。针对疫情反弹，美国和以色列已开始推动第三针疫苗接种。拜登政府于周三宣布，将从9月20日开始为已经接种两剂疫苗的人提供第三剂疫苗加强针（booster）。以色列政府也已全面推动40岁以上国民接种第三针，总理贝内特已带头接种。

在我们看来，接种第三针疫苗至少说明了两点：一是疫苗提供的初始免疫力会随时间推移而减弱，二是疫苗对Delta变异病毒的有效性不足。再过几个月，北半球国家将迎来冬天，Delta病毒是否会卷土重来？各国能否及时加固免疫屏障？这些都还有待观察。

其次，疫情对经济的影响已在一些宏观数据上得到体现。美国方面，8月密歇根消费者信心指数令人意外地从81.2大幅下跌至70.2。从分项看，家具、建筑材料等前期表现好的耐用品显示出“后劲不足”，而服装等与外出相关的非耐用品也表现不佳。与发达国家相比，新兴市场疫苗接种率低，受Delta病毒影响更大。我们一直强调，疫情冲击具有滞胀效应，如果说此前市场更多担心“胀”，那么最近已明显转向了“滞”。

第三，美联储Taper预期升温，市场认为疫情反弹+Taper的组合是“不能承受之重”。本周公布的美联储7月议息会议纪要显示，大多数美联储官员认为，在价格稳定目标方面已经取得了“实质性进一步进展”，在就业最大化方面也在不断接近目标。他们表示，如果经济能像预期的那样继续恢复，那么年内宣布Taper将是合适的。

就业方面，尽管7月非农就业总人数仍比疫情前低约600万，但拖累就业的主要原因是劳动力供给不足，而非需求不好。一些美联储官员也指出，继续放水对解决供给约束的帮助有限，反而容易加剧通胀，以此支持尽早退出宽松。但从7月议息会议纪要看，上述观点仍然不是主流，多数官员仍希望在就业改善后再宣布削减宽松。

我们认为，鉴于疫情反弹，Taper的变数有所增加。本周五，达拉斯联储主席卡普兰表示，如果Delta疫情导致美国经济增长大幅放缓，可能会对Taper的看法做出一定调整。卡普兰是最支持尽早Taper的美联储官员之一，他的态度发生微妙变化，既说明了疫情的复杂性，也反映了Taper的不确定性。

总之，在疫情反弹的敏感时期，关于Taper的风吹草动都会让市场难以平静。疫苗不到一年的“保质期”无疑为疫情与疫苗的赛跑增添了许多复杂性。站在当前时点看，如果没有重启封锁措施，疫情可能会继续扩散，然后才会随第三针铺开而逐步好转。这意味着疫情对风险偏好的压制不会很快消退。考虑到短期内财政能做的有限，能给市场带来希望的或许只有美联储打消年内Taper的念头。8月27日，美联储主席鲍威尔将在Jackson Hole全球央行行长会议上发表讲话。如果鲍威尔“一鸽到底”，或将降低市场对Taper的担忧，风险偏好也将得到改善。

以上观点来自：本文摘自2021年8月22日中金公司研究部发布的《避险背后：疫情反弹与Taper担忧》

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

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

无人配送，未来已来

过去一年间，市场愈发深刻意识到，在效率与公平的权衡中、在一个共同富裕的社会趋势中，科技公司的商业模式不能过度依赖不同群体的收入差异。这使得无人配送的解决方案，从一个长期趋势的探索，变成中期更现实甚至迫切的命题，导致在自动驾驶的各个赛道中，我们认为低速商用无人驾驶有望较早迎来发展拐点，其关键在于技术完善、路权开放和商业场景的磨合。

技术渐趋成熟适配通用性场景，产业链完善、规模效应驱动成本下降。1) 无人配送遵循自动驾驶的底层技术原理，目前感知、分析决策、控制执行以及云端基础设施等技术架构共识基本形成。无人配送车拥有人“可移动”的优点，带来较好的用户体验、更高的配送效率；2) 我们认为，逐步完善的产业链体系、快速商业化驱动的规模效应叠加国产替代将促使成本快速下降，进一步实现无人配送规模化复制。类似于激光雷达的降本路径，在规模效应驱动下，无人配送车其他零部件成本也将持续大幅下降。

持证上岗，路权开放是变量。不同于互联网时代的“创新先行，监管后置”，无人配送乃至整个自动驾驶行业的“公共资源”属性决定了政策必须先行规范。1) 2021年5月，北京高级别自动驾驶示范区采取类似于德国的“车辆自身+运营区域”双审核认证制度率先向美团、京东物流、新石器三家企业颁发国内首批无人配送车车辆编码，开放北京亦庄225平方公里路权。我们认为北京开放路权为行业提供了监管范本，后续随着无人配送车安全性逐步提高、生态逐步做大、模式得到验证，将会有更多城市向无人配送车开放路权。2) 我们认为各城市能在公开道路投入运营的无人配送企业数量将会受到监管，目前技术、商业案例准备充分的企业有望在路权开放的进程中享受明显的先发优势。

多点开花，各场景的商业化探索渐次展开，有望将行业从实验室快速推向现实场景。1) **无人配送+快递：**以京东物流为代表，其无人配送车历经四次迭代，率先在若干公开道路及高校实践无人快递配送，在真实环境中积累数据驱动业务正向循环。我们认为较高密度的集约化配送场景是突破口，随着单

车造价下降和运营效率的提升，无人车回本周期将缩短；**2) 无人配送+本地生活**：以美团为代表，尝试构建空、地、人一体的无人配送解决方案，在外卖、买菜、闪购多场景中以人机协作的方式提升骑手人效，以缓解日益明显的劳动力问题；**3) 无人配送+新零售**：以新石器为代表，其搭建了自下而上的技术和供应链体系，并且自建智能工厂快速实现量产。新石器以定义产品、打造标杆的方式，引领了无人车与新零售结合的模式，并尝试在其他场景实现更大范围验证，通过无人车网络构建移动化的智慧城市。



以上观点来自：2021年8月17日中金公司研究部已经发布的《无人配送，未来已来》

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

王秋婷 SAC 执业证书编号：S0080121030013

杨鑫CFA SAC 执业证书编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

任丹霖 SAC 执业证书编号：S0080518060001 SFC CE Ref: BNF068

彭虎 SAC 执业证书编号：S0080521020001SFC CE Ref: BRE806

专题聚焦

技术+消费双升级，千亿级市场尽收“眼”底

眼健康是贯穿人们全生命周期的重要问题。我们认为随着人们眼健康意识提升、消费意愿及能力增强、供给端技术不断迭新，眼科医疗行业有望持续享受庞大患者群体和高速增长的治疗需求，行业高景气度和广阔空间可期。

视光：近视防控需求旺盛，技术、消费升级催生广阔市场。供给端角膜塑形镜、低浓度阿托品、离焦镜等防控手段不断迭新；同时视光服务机构加速下沉加密提升服务可及性。我们预计2030年近视防控市场规模有望达约2,100亿元，十年CAGR约13.7%。此外成人视光产品方面，我们认为美瞳有望借消费升级迎来爆发式增长，为头部ODM企业带来黄金发展期。

屈光：渗透率仍较低，术式升级驱动行业持续量价齐升。中国屈光手术渗透率仍远低于海外发达国家。近年个性化半飞秒、全飞秒、PIOL植入术等在国内快速普及，凭借更好的手术效果和安全性推动渗透率及客单价提升。我们预计2030年屈光手术市场规模有望达近1,000亿元，十年CAGR达21.4%。

白内障：渗透率提升叠加高端转型，长期市场空间可期。短期政策因素不会影响行业的长期成长空间，尤其是屈光性白内障将成为未来行业增长的主要动力，需求增长+渗透率提升+产品高端转型有望支撑行业持续高景气度；我们预计2030年白内障手术市场规模有望超1,000亿元，十年CAGR达15.6%。

眼病：多个病种空间广阔，服务端能力不断增强。我国眼病诊断率相比于发达国家较低，眼病用药及诊疗市场发展潜力大。民营眼科机构有望提升在眼病领域的综合诊疗能力及品牌影响力，成为我国眼健康事业发展的重要推动者。

以上观点来自：2021年8月18日中金公司研究部已发布的《技术+消费双升级，千亿级市场尽收“眼”底》

张一弛 SAC执业证书编号：S0080520090005

李千翊 SAC执业证书编号：S0080121050191

邹朋 SAC执业证书编号：S0080513090001 SFC CE Ref: BCC313

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.8.16 海外宏观热点速评：美国债务上限变数增加
- 2021.8.16 中国图说中国宏观周报：不宜用中美利率联动解释利率下行
- 2021.8.16 中国宏观简评：7月经济数据点评：数据走弱过半或缘于临时性因素
- 2021.8.20 中国宏观专题报告：消费，继续在分化中缓慢复苏
- 2021.8.20 中国宏观热点速评：信贷需求仍弱，存款转换加剧货币波动
- 2021.8.20 其他宏观专题报告：贸易摩擦加剧美国通胀
- 2021.8.21 中国宏观简评：基建发力仍需等待 7月财政数据点评
- 2021.8.22 海外宏观周报：避险背后：疫情反弹与Taper担忧
- 2021.8.22 中国全球外汇周报：全球外汇周报：鹰鸽仍在平衡
- 2021.8.22 中国图说中国宏观周报：7月数据的三个补充解读

策略及大宗商品

- 2021.8.16 海外中资股策略周报：价值风格推动市场修复
- 2021.8.16 主题策略：疫情新形势下的抗疫模式与资产含义
- 2021.8.18 主题策略：美债利率如何影响中国市场？
- 2021.8.18 海外策略：从盈利前景看美股新高的成色 —— 美股2Q21业绩总结
- 2021.8.20 全球资金流向监测：互联互通双向大幅净流出
- 2021.8.20 大宗商品：旧事重提，并非超级周期
- 2021.8.21 大宗商品：生猪：供给压力持续，需求担忧再起
- 2021.8.21 海外策略：疫苗加强针能起多大作用？ 疫情复工周度追踪（8月21日）
- 2021.8.21 主题策略：恒指与港股通调整：新经济占比进一步提升
- 2021.8.22 海外市场观察：关于QE减量的八问八答 2021年8月16日~8月22日
- 2021.8.22 A股策略周报：增长预期重设，淡化指数预期
- 2021.8.22 海外中资股策略周报：政策不确定性仍限制短期表现
- 2021.8.22 大宗商品：黄金：从“再通胀”回归基本面

固定收益

- 2021.8.16 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.8.16 简评：超预期续作MLF，确保流动性合理充裕 —— 8月MLF续作点评
- 2021.8.16 简评：经济滞胀压力显现，债券利率下行仍有空间 —— 2021年7月经济数据点评
- 2021.8.16 中资美元债周报：高收益反弹，一级发行仍低迷
- 2021.8.16 专题研究：“资产荒”格局延续，广义基金大幅增持 —— 2021年7月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2021.8.17 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾

- 2021.8.18 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
 2021.8.18 简评：治痛点、重规范、迎发展 ——《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》点评
 2021.8.19 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
 2021.8.19 简评：规模稳定净值转型提速，债券续增风险偏好下降 ——2021年理财半年报点评
 2021.8.20 中国可转债策略周报：中等胜率下的合格回报：十大转债周年记录
 2021.8.20 固定收益资产配置策略周报：供给虽扰动，趋势尚未改，品种何操作？
 2021.8.20 简评：锂产业链价格再度走高 ——一周行业数据
 2021.8.21 信用债收益率跟踪周报：收益率评级和期限分化，个券差异加大
 2021.8.21 专题研究：经济回落VS债券供给上升，如何影响债市走向？ ——中金债券市场调查2021年8月期

行业

- 2021.8.16 汽车及零部件：周报：缺芯影响尚存，全球行业修复空间大
 2021.8.16 香港金融：香港银行：经济复苏大背景下，关注利率上行周期中的投资机会
 2021.8.16 主题研究：终端需求逐渐启动，硅料价格止跌
 2021.8.16 交通运输物流：周报：南航货运获批，海南七家免税店调研
 2021.8.16 日常消费：阿里线上月报：7月饮料/膳食营养补充剂行业仍表现突出
 2021.8.16 传媒互联网：社区团购：行至半程，徐图进取
 2021.8.16 有色金属：铜：南美矿山罢工风险回落，TC继续上行
 2021.8.16 有色金属：铝：广西限电范围扩大，铝价继续稳步攀升
 2021.8.16 传媒互联网：数据月报：7月游戏出海提速；国产片亮眼
 2021.8.16 房地产：7月房地产数据：基本面全线超预期降温
 2021.8.16 有色金属：电车需求景气度提升，锂产品价格全线上涨
 2021.8.17 机械：中金挖机利用指数：降雨及疫情影响开工
 2021.8.17 房地产：周报#256：销售持续降温，按揭跌幅走阔
 2021.8.17 可选消费：7月社零增速放缓，主因极端天气及疫情反复拖累
 2021.8.17 基础材料：7月点评：玻璃供需两旺，水泥暂处淡季
 2021.8.17 建筑与工程：7月建筑数据点评：基建投资同比下滑
 2021.8.17 交通运输物流：航空：7月客座率小幅回升；估值重回低位
 2021.8.17 机械：挖掘机短期需求波动，中长期有望保持稳定
 2021.8.18 医疗健康：技术+消费双升级，千亿级市场尽收“眼”底
 2021.8.18 传媒互联网：7月电商数据：三季度线上消费恢复或受影响
 2021.8.19 传媒互联网：中金看海外 公司 | Disney+：DTC战略高歌猛进，内容王者持续进击
 2021.8.19 机械：光伏电池片设备产业跟踪(1)：捷佳伟创HJT管式PECVD工艺电池下线；爱康科技HJT招标推进
 2021.8.19 主题研究：电动车产业链中游1H21回顾：多维崛起，全球共振

- 2021.8.19 REITs: 海外REITs扩募经验的简单梳理
- 2021.8.20 非酒类食品饮料: 乳业月报: 奶价温和上涨, 2H或延续趋势
- 2021.8.20 基础材料: 7月化工月度数据跟踪——行业景气持续, 建议密切关注下游需求
- 2021.8.20 有色金属: 盐湖提锂: 技术进步奏响产业革新主旋律
- 2021.8.20 传媒互联网: 互联网月报: 市场情绪影响行业整体估值
- 2021.8.20 交通运输物流: 7月快递业务量同比+29%, 单价跌幅收窄
- 2021.8.20 节能环保: 生物质补贴落地, 完善竞价机制、支付职责
- 2021.8.21 科技: 特斯拉召开AI日, 发布人工智能训练芯片
- 2021.8.22 软件及服务: 人工智能十年展望(二): 边际成本决定竞争力, 算法龙头主导格局优化
- 2021.8.22 传媒互联网: 周报: 手游市场稳定, 关注疫情对影市影响
- 2021.8.22 节能环保: 固废零进口, 倒逼国内完善资源回收利用体系
- 2021.8.22 机械: HJT技术进展积极, 持续看好新能源装备
- 2021.8.22 科技: 科技硬件周报(8/21): Tesla AI芯片广受关注
- 2021.8.22 保险: 国民养老保险公司拟设立: 第三支柱养老领域具备较强竞争力主体或将诞生
- 2021.8.22 日常消费: 周报: 过度担忧白酒政策引发超跌, 白酒龙头进入布局区间
- 2021.8.22 公用事业: 光伏辅材深度1: 论光伏胶膜行业的新与变
- 2021.8.22 电力电气设备: 7月光伏数据: 国内旺季启动, 海外高韧性
- 2021.8.22 交通运输物流: 周报: 航空物流迎风向上; 字节投资纵腾

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