

# 研报精选

2021年12月26日 第54期

## **宏观专栏**

### **进一步降准降息可期——LPR下调点评**

报告认为，本次1年期LPR下调5bp或已将前期积累的降息空间基本消耗完毕。往前看，预计仍需全面降准和降息来进一步降低实体融资成本以稳信贷、稳增长，下次降息或采取LPR和MLF/OMO利率同降的方式。

### **基建和绿色投资能否对冲地产回落？**

报告认为，棚改建设退坡或使得保障房投资对整体地产投资拉动有限，明年基建和绿色投资增量可对冲房地产投资小幅下行。预计明年广义基建增速或达6%，绿色融资规模或接近5万亿元。

## **专题聚焦**

### **汽车2022年展望：电动方兴未艾，智能华丽开篇**

展望2022年，报告预计行业需求稳健增长，新能源渗透率快速提升、智能化加速推进，产业变革已至。车企和产业链都面临重塑，能够快速迭代的技术和产品创新是重要抓手，也是公司业绩估值爆发的核心驱动力。

### **农业2022年策略：看好生猪及制种两条主线**

展望2022年，报告认为猪价将迎周期反转，龙头兼具扩张能力与空间；制种行业迎产业变革，粮食安全与科技创新驱动产业升级，玉米转基因推广将带来市场扩容与格局集中。

## 宏观专栏

### 进一步降准降息可期——LPR下调点评

在12月20日本年最后一次LPR报价中，1年期LPR下调5bp至3.80%；5年期维持不变在4.65%。近期“松货币”组合拳频出，12月6日全面降准（50bp）、12月7日结构降息（支农支小再贷款利率下调25bp），而LPR利率再度下调，是“松货币”的进一步深化。

#### 1. 如何看待MLF不降、而LPR下调？

MLF是银行资金边际成本的代表，LPR是银行的贷款定价参考利率，LPR改革即旨在让银行在MLF利率的基础上，综合考虑资金成本、风险溢价等因素报出LPR。自2019年8月LPR改革以来，除了前两次（2019年8月与9月）由于历史LPR和MLF的利差修正出现了前者降了6bp和5bp、而后者未降之外，此后三次（2019年11月、2020年2月和4月），均是MLF和LPR利率同降，利差保持在90bp。但MLF仅是银行资金成本的一部分，从银行的负债构成来看，对央行负债仅占3.5%，存款占60%，同业负债占11%。尽管MLF利率未降，但6月以来一系列松货币和改革措施汇总，负债成本的节约或为1年期LPR下调5bp的步长留出了空间。

从资产端看，1年期LPR降5bp或导致银行资产端年化减收约550亿元。目前全部银行人民币贷款约191万亿元，其中个人住房贷款约38万亿元，我们假设企业中长贷款中50%在5年以上，扣除以上两项后，以1年期LPR为定价基准的贷款约为110万亿元；从另一个方法计算，发债及上市银行中5年期以下贷款占比约60%，按照这一比例推算，以1年期LPR为定价基准的贷款也约为110万亿元左右，两种方法估算大体一致。那么，降息5bp相当于银行资产端减收550亿元左右（年化）。

从负债端看，6月以来两次降准、一次结构降息、同业存单利率下行、存款利率上限改革或可为银行节约资金成本760亿元。如果仅计算10月以来的新政策，那么一次降准与一次调降再贷款利率为银行直接节省成本约200亿元。

1) **降准与结构降息**: 我们测算7月以来, 央行两次降准、一次调降支农支小再贷款利率, 3项政策工具节省银行资金成本(年化)约320亿元(分别为130亿元、150亿元、40亿元)。

2) **同业存单利率下行**: 7月降准以来, 1年期同业存单利率下降约20bp, 1年期同业存单过去一年的发行量在9-10万亿元左右, 相于节省年化资金成本190亿元左右。

3) **存款利率上限改革**: 6月21日, 央行指导存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定。根据央行3季度货币政策执行报告, 2年期以上存款利率相比5月的降幅在25bp-45bp之间。11月定期存款余额110万亿元, 由于期限数据缺乏, 我们假定以央行公布的9月新发生定期存款的期限结构来代替存量存款的期限结构, 即其中26%是2年以上的定期存款、约29万亿元。由于定期存款越高期限的占比越低, 我们假设2年期以上存款平均久期为3年, 那么利率的降幅应该在30bp左右。总体看, 我们预计存款利率上限改革或可为银行节省资金成本约250亿元。

考虑到资金成本的节省, 以及经济下行和信用风险上升背景下银行要求的风险补偿提高, 我们测算本次1年期LPR下调5bp或已将前期积累的降息空间基本消耗完毕。

## 2. LPR调降开启降息周期, “宽财政”或有掣肘, 更需“松货币”发力

本次LPR下调早于我们的预期, 彰显在财政发力受掣肘, 需要松货币以稳增长的迫切性。同时, 本次通过调降1年期LPR、而非MLF、且5年期LPR利率不变的方式, 也凸显不希望引起放松过快、刺激地产的预期。

往前看, 宽财政的不确定性, 或更需要央行松货币和准财政进一步发力, 明年一季度或存在继续降准降息的可能。在去年信贷扩张再度推升房地产反弹后, 房地产严监管带动金融周期继续下行调整, “紧信用、松货币、宽财政”仍是未来一段时间的政策组合。但由于地方政府隐性债务化解的刚性要求, 以及各地收入分化、部分地区三保压力大, 财政发力或有掣肘, 11月在项目和资

金均到位，双控、天气和疫情影响均消退的情况下，基建增速继续弱于预期、甚至转负，或可见一斑。这或意味着央行“松货币”及“准财政”发挥更大的作用。“准财政”方面，央行或进一步通过再贷款再贴现和结构性信贷政策，加大对科创、绿色、小微的信贷支持。但考虑到今年绿色贷款余额同比已大增28%，过去两个季度新增小微贷款同比增幅收窄，我们预计仍需全面降准和降息来进一步降低实体融资成本以稳信贷、稳增长。经历过LPR降息后，银行息差或重回低位，考虑到两次降准、结构降息以及存款上限改革或才为LPR调降积累了一个步长，我们预计下次降息或采取LPR和MLF/OMO利率同降的方式。



---

以上观点来自：2021年12月21中金公司研究部已发布的《进一步降准降息可期 —— LPR下调点评》

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

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

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

## 宏观专栏

### 基建和绿色投资能否对冲地产回落？

我国正逐步建立起房地产可持续发展的中长期机制，保障性租赁住房成为住房体系建设新亮点，但棚改建设退坡或使得保障房投资对整体地产投资拉动有限。我们的估算显示，明年基建和绿色投资增量可对冲房地产投资小幅下行。但考虑到明年固投或成为经济增长的重要拉动项，以及房地产相关较大的存量债务，短期稳地产的必要性上升，中央经济工作会议强调房地产良性循环或是必然。

评估房地产对经济与就业的影响，应区分其存量与增量活动。两者均在GDP中占据相当比例，存量活动包括物业、租房及自有住房服务等，主要与住房消费有关；增量活动包括房地产投资和开发经营等。近期房地产的监管政策更多影响房地产增量活动，对存量住房消费影响不大。

广义基建与绿色投资领域存在重叠，也应做好区分。中金研究部通过绿色溢价来测算高碳排行业转为完全绿色生产的成本，根据行业组预测，明年仅有电力行业的绿色溢价为负，因此明年绿色投资也更多集中在公用事业，而这也是广义基建的重要组成。不过近期政策频频利好绿色投资，如今年12月召开的中央经济工作会议指出，明年新增可再生能源和原料用能不计入能源消费总量考核，这有助于加快可再生能源装机及其上游组件制造业投资，而央行也通过对银行业金融机构实施绿色金融评价、推出碳减排支持工具等鼓励绿色信贷，今年前三季度，公共事业与基建外的绿色信贷显著同比多增，这其中或主要投向制造业。我们预计制造业新增绿色投资~5000亿元。

借助投入产出表，我们可估算以上投资变动对经济和就业的影响，在广义基建增速6%，制造业新增绿色投资不高于5000亿元，房地产增量活动增速为-1.5%的基准情形假设下，总量上，投资带来的净增加值对GDP拉动为0.08ppt，即明年绿色与基建投资可以对冲房地产小幅回落；结构上，由于制造业重设备、基建重建安、地产重土地购置，基础设施建设、通用设备制造业、采矿业、黑色有色金属制造业的净增加值为正，且带来增量就业机会，而房屋建筑业和房

地产业则对增加值和就业岗位带来拖累，不过房屋建设与基础设施建设的劳动力岗位增减基本可对冲。

但考虑到明年出口面临回落压力，投资在稳增长的重要性提高，若以上投资对经济的净增长效应基本归于零，仅靠制造业非绿色投资拉动增长或独木难支。进一步地，投入产出表对房地产投资的影响分析，并不能测算地产后周期活动如个人住房装修、购买家电等对经济的影响，若考虑则房地产对经济增长和就业的影响会更为广泛和深入。此外当前三四线城市地产受到非对称冲击、房地产领域债务对上下游产业链甚至城投存在外溢风险，短期内房地产政策边际放松的必要性提高。



以上观点来自：2021年12月20中金公司研究部已发布的《基建和绿色投资能否对冲地产回落？》

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

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

### 汽车2022年展望：电动方兴未艾，智能华丽开篇

展望2022年，我们预计行业需求稳健增长，新能源渗透率快速提升、智能化加速推进，产业变革已至。大变革背景下，车企乃至产业链都面临颠覆与重塑，能够快速迭代的技术和产品创新是重要抓手，也是公司业绩估值爆发的核心驱动力。

**乘用车：加库存催化产销，关注电动智能下的新趋势。**我们认为终端需求表现有不确定性，但加库存持续带动产销跑赢终端需求，2022年产量及批发量有望增长8-10%。新能源产品多点开花，中间价格端发力，销量突破500万辆确定性高，快充、换电需求提升。智能硬件预埋+软件服务带动车企盈利模式变革，高级别自动驾驶法规有望快速落地。

**零部件：短线看业绩反转、估值补涨、需求溢出，持续挖掘电动智能化下产品升级逻辑。**短线挖掘业绩有弹性、估值补涨的公司，包括产能利用率反转、新能源溢出需求旺盛带动的产业链配套机会；中长期看，整体板块估值提升，但仍需持续关注单车配套价值量提升与国产替代机遇。

**商用车：客车出海与智能化打开空间，轻重卡销量尚有支撑。**期待补贴退坡与高峰替换需求拉动公交需求筑底回升，新能源客车出口与智能化打开成长空间，头部企业更为受益。重卡扰动因素逐步消退，轻卡行业治超趋严支撑需求，我们预计2022年销量为130/210万辆。电动商用车有望进入腾飞“元年”，带动企业单品价格带和估值双提升。

**二轮车：需求冲高、结构向上、品类外延，期待盈利高增兑现。**新国标替换潮驱动行业需求冲高，中低端市场激烈竞争态势或将延续，但产品升级有望拉动大众市场头部品牌均价及盈利能力提升兑现，品类延伸及海外市场拓展将贡献收入增量，板块有望迎来估值修复。

---

以上观点来自：2021年12月22日中金公司研究部已发布的《2022年展望：电动方兴未艾，智能华丽开篇》

邓学 SAC 执证编号：S0080521010008 SFC CE Ref: BJV008

常菁 SAC 执证编号：S0080518110003 SFC CE Ref: BMX565

陈桢皓 SAC 执证编号：S0080520050001 SFC CE Ref: BPR665

任丹霖 SAC 执证编号: S0080518060001 SFC CE Ref: BNF068

刘畅 SAC 执证编号: S0080120030009

荆文娟 SAC 执证编号: S0080121010058

库静兰 SAC 执证编号: S0080120080100

罗善文 SAC 执证编号: S0080121080251



CICC  
中金公司

## 专题聚焦

### 农业2022年策略：看好生猪及制种两条主线

**农业2022年策略：**我们认为猪价将迎周期反转，龙头兼具扩张能力与空间；制种行业迎产业变革，粮食安全与科技创新驱动产业升级，玉米转基因推广将带来市场扩容与格局集中。

**集约经营与科技创新，共同推动农业提质增效：**我国农业体量大，但生产效率有优化空间，我们认为其驱动在于集约经营与科技创新。对于养殖产业链，规模养殖企业的效率优势正在放大，而伴随其份额提升，行业也因此体现明确的集约经营趋势。对于种植产业链，粮食安全政策不仅在于确保当期供给，也旨在补强产业链整体竞争力。我们认为通过科技创新对产业链赋能，可有效提升全产业链尤其前端短板的能力，进而带动整体耕种效率的提高。

**周期与成长共振，重点布局生猪养殖：**从周期角度看，当前能繁母猪已见顶去化，猪价处于底部拐点左侧。我们判断养殖户现金流收紧并持续推动产能去化，猪价有望最早于2Q22见底反转。从成长的角度，我们认为进入周期上行阶段后，企业现金流改善将推动出栏量快速增长。同时当前规模养殖企业兼具扩张能力及空间，中长期成长性向好。整体看，我们认为2022年生猪养殖行业在周期与成长角度的机会均将明显改善，建议重点在此布局。

**粮食安全叠加技术迭代，制种行业处于变革窗口：**我们预计口粮收购价提高、饲用粮价格高位盘整，制种行业的经营环境持续改善。同时，粮食安全及科技创新政策，共同推动制种产业升级，以转基因为主的生物育种技术有望在玉米、大豆领域有序推广，制种行业的中长期变革正在发生。我们认为如转基因玉米商业化落地，一方面将带动玉米制种行业市场规模扩容超50%，另一方面有助于打破当前企业份额碎片化的格局，推动行业份额加速集中。

**新潮及品质消费兴起，挖掘成长机会：**我们认为宠物行业享早期高成长红利，国内企业锐意创新并推动国货崛起的趋势；食用油行业受益消费升级，中长期盈利中枢提高，企业借助强势渠道优势，有望在厨房食品、中央厨房领域

逐阶整合，发展空间广阔；禽产业链公司向下游延伸，其中即食鸡胸肉等产品契合新消费趋势，我们看好禽产业链公司中长期在下游消费领域的空间。



---

以上观点来自：2021年12月23日中金公司研究部已发布的《农业2022年策略:看好生猪及制种两条主线》

孙扬 SAC 执证编号：S0080516050001 SFC CE Ref: BME215

张宇茜 SAC 执证编号：S0080521090011

陈煜东 SAC 执证编号：S0080120080111

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.12.20 中国宏观专题报告：基建和绿色投资能否对冲地产回落？
- 2021.12.20 海外宏观专题报告：资本开支：全球复苏的第三步
- 2021.12.21 中国宏观热点速评：进一步降准降息可期 ——LPR下调点评
- 2021.12.21 海外宏观专题报告：联储加速紧缩，如何影响资产价格
- 2021.12.23 其他外汇专题报告：加元2022年易涨难跌

### 策略及大宗商品

- 2021.12.21 大宗商品：棉花：供给溢价趋弱，远期价格回落
- 2021.12.21 大宗商品：石油：库存担忧缓解，并非结构短缺
- 2021.12.22 碳中和双周报：“碳”策中国（6）：中央确定稳健推进双碳战略大方向 2021年12月9日~12月22日
- 2021.12.24 大宗商品：铁矿石2022年展望：预期改善难掩基本面宽松
- 2021.12.25 全球资金流向监测：外资流出A股，南向稳步流入
- 2021.12.25 海外策略：全球感染激增，多种特效药获批 疫情复工周度追踪（12月25日）
- 2021.12.26 海外市场观察：上一次中美政策周期反向时发生了什么？ 2021年12月20~26日
- 2021.12.26 A股策略周报：“稳增长”继续发力
- 2021.12.26 大宗商品：图说大宗：海外供应，担忧再起

### 固定收益

- 2021.12.20 简评：政策发力行业渐稳，中资美债风险可控
- 2021.12.20 简评：LPR下调开启宽松进程，债牛延续
- 2021.12.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.12.20 中资美元债周报：高收益地产波动再现，投资级交投清淡
- 2021.12.20 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.12.21 简评：佩蒂股份转债投资价值分析
- 2021.12.21 简评：华翔股份转债投资价值分析
- 2021.12.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.12.22 中国房地产债券月报：11月房地产债券月报： ——整体边际起色与内部分化演进
- 2021.12.22 简评：控隐债、防风险下的分类监管新时期 ——2021年以来地方政府债务和城投监管政策梳理

- 2021.12.23 债市动态跟踪：银行负债端下行趋势未变——机构负债端跟踪  
2021年12月月报
- 2021.12.23 简评：杭锅股份转债投资价值分析
- 2021.12.23 简评：从评级调整看城投转型
- 2021.12.23 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.12.23 简评：贵州燃气转债投资价值分析
- 2021.12.23 招投标备忘录：贴现国债21年第63、64期新发——利率债招标分析
- 2021.12.24 中国可转债策略周报：成交额去哪了，以及银行转债怎么看
- 2021.12.25 信用债收益率跟踪周报：一级发行和净增回落，收益率分化加大
- 2021.12.26 简评：卡倍亿转债投资价值分析
- 2021.12.26 简评：进出口银行助推绿色债券发展——进出口银行2021年第一期“债券通”绿色金融债券

## 行业

- 2021.12.20 建筑与工程：展望2022：基建整体回暖、高景气赛道更优，关注优质龙头投资机会
- 2021.12.20 机械：看好新能源装备，关注专精特新板块机会
- 2021.12.20 主题研究：主材延续跌势，11月户用装机环比+48%
- 2021.12.20 汽车及零部件：周报：12月销量环比走强；蔚来ET5新车发布
- 2021.12.20 交通运输物流：双周报：港口提装卸费，估值、业绩双修复
- 2021.12.20 有色金属：2022年基准TC上行，年底赶工支撑开工率
- 2021.12.20 软件及服务：电力IT增长逻辑清晰，双碳驱动行业新发展
- 2021.12.20 银行：LPR小幅下调对银行的意义，关注信用成本还是净息差？
- 2021.12.20 有色金属：稀土：磁材价格继续上涨，高景气度延续
- 2021.12.20 可选消费：2022年展望：坚守景气赛道，布局优质龙头
- 2021.12.20 主题研究：突破电池安全性技术，补齐高镍化关键一环
- 2021.12.20 香港金融：HIBOR缘何回升，对银行股有什么影响？
- 2021.12.20 化工：风电风起，聚醚胺进入黄金发展期
- 2021.12.20 节能环保：环保2022策略：双碳政策下需求不减，围绕市场化布局
- 2021.12.20 科技：光学系列深度#1：AIoT时代开启，光学赋能终端持续升级
- 2021.12.21 医疗健康：高需求下，国产硬镜有望开启放量
- 2021.12.21 有色金属：铝：吨铝利润快速上升，电解铝板块否极泰来
- 2021.12.21 主题研究：需求进入冬季，看好2022年稳增长需求推动
- 2021.12.21 房地产：周报#273：销售跌幅延续收窄态势

- 2021.12.21 电力电气设备：风电设备2022展望：陆海共振，行业上行周期更加确立
- 2021.12.21 电力电气设备：出口高增长基本面无忧，看好逆变器板块增长确定性
- 2021.12.21 有色金属：智利左派当选，锂资源供应多元化大势所趋
- 2021.12.22 汽车及零部件：2022年展望：电动方兴未艾，智能华丽开篇
- 2021.12.22 半导体：光学系列深度#2：国产替代和全球领先并进，CIS芯片有望迎来新格局
- 2021.12.22 软件及服务：Oracle收购Cerner：基础软件携手医疗IT
- 2021.12.22 可选消费：直播电商加强税收规范，助推行业健康发展
- 2021.12.22 主题研究：11月光伏数据：户用贡献结构性亮点
- 2021.12.22 汽车及零部件：华为跟踪系列#2：平台+生态战略加速落地，技术创新推动产业变革
- 2021.12.22 软件及服务：解读《上海市建设网络安全产业创新高地行动计划（2021-2023年）》
- 2021.12.22 机械：“大国重器”系列05：分析仪器，孰能破局
- 2021.12.22 机械：中金看海外公司 | 赛默飞世尔（Thermo Fisher）：分析仪器领导品牌，科学服务“航空母舰”
- 2021.12.23 航空航天科技：卫星遥感大额合同落地，行业高景气确认
- 2021.12.23 传媒互联网：虚拟人：风潮渐起，触摸未来
- 2021.12.23 农业：农业2022年策略：看好生猪及制种两条主线
- 2021.12.24 科技：后浪汹涌，大陆电子制造迎“黄金时代”
- 2021.12.25 医疗健康：中药板块领涨，品牌OTC逻辑强化
- 2021.12.26 科技：科技硬件周报(12/25)：汽车智能化趋势加速
- 2021.12.26 传媒互联网：周报：芒果TV宣布提价，全球游戏市场或达1,800+亿美元
- 2021.12.26 化工：重申看好硅产业前景，供给趋紧DMF开启涨价

## **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