

研报精选

2021年7月5日 第30期

宏观专栏

成本上升加大债务负担

报告指出，中上游工业生产边际回落，对中下游形成供给约束；建筑投资延续走弱态势，剔除价格因素的实际投资增速可能下滑更快；5月工业品价格分化进一步加大，受原材料涨价直接影响的行业盈利能力弱化。

失业率上升或反映供给矛盾

报告表示，美国6月新增非农就业好于预期，新增就业与失业人数同时上升，美国劳动力市场摩擦增加，主要矛盾在供给侧。通胀和房价上升、流动性泛滥或迫使美联储在促就业、防通胀、防风险之间做出权衡。

专题聚焦

“一二三四”说REITs投资与资产配置

报告指出，中国公募REITs启动，万亿市场启航。REITs价格受到内在价值、市场环境和估值水平共同影响，长期回报突出，分红收益较为稳定。REITs有望成为中国重要的资产配置类别，改善现有风险收益前沿。

2H21电力新能源策略：聚焦光伏转折，关注新能源运营长期成长性

报告认为，光伏制造环节的博弈将告一段落，硅料价格止涨企稳或是行业回暖的积极信号，并且预期在产业链供需改善、成本走低后成就2022年光伏大年。

宏观专栏

成本上升加大债务负担

本期中观月报的分析显示：中上游工业生产边际回落，上游工业品相对库存水平处于历史低位，对中下游形成供给约束；建筑投资延续走弱态势，剔除价格因素的实际投资增速可能下滑更快；原材料工业PPI同比涨幅已创数据记录以来新高，涨价向下游的传导尚在途中。成本上升加大部分企业的债务压力，纺服、制鞋等居民消费品，电气机械、仪器仪表等设备制造业资产负债率月环比上升较大。

生产端，中上游制造业生产边际回落、拖累工业生产放缓，上游工业品的“低库存”对中下游形成供给约束。5月制造业增加值两年平均增速较4月下降0.5个百分点，其中上游和中游制造业增速分别下滑1.3和0.8个百分点。下游消费品的生产则延续了年初以来持续修复的趋势，拉动主要来自于医药制造业，这可能与5月以来我国疫苗注射的加速推进有关。5月工企产成品存货增速上升2个百分点至10.2%，但考虑5月PPI同比高达9%，实际库存增速可能是较4月回落的。如果以库销比来刻画“相对库存”水平，则主要采矿业（黑色和有色金属矿、石油和天然气、煤炭等）、几乎所有上游原材料制造业（有色和黑色金属、金属制品、非金属矿物制品、化学制品等），相对库存水平都处于历史同期的低位，这可能对中下游制造业形成持续的供给端约束。

需求端，出口交货受疫情扰动，建筑投资延续走弱态势、剔除价格因素的实际投资增速下滑更快。5月，除了个别行业，工业出口交货值两年复合增速普遍出现回落，可能受东南亚疫情反弹、广东港口运行效率下降、以及国内“保供稳价”政策的多重影响。消费的修复呈现“二次分化”，商品消费修复空间有限，汽车和后地产消费，医药、通讯设备等疫情期间相对受益的消费，增速都出现下行趋势；而疫苗注射的加速推进，对下半年的线下服务消费则形成拉动。值得关注的是国内投资的走势，5月房地产和基建投资两年复合增速分别下降1.3和0.4个百分点，根据历史经验来看，当前原材料PPI的两年平均涨幅，对名义投资两年平均增速大约贡献3个百分点左右。在原料价格持续上行背景

下的投资增速回落，可能意味着实际投资增速下降幅度更大。根据建筑钢材、水泥玻璃等高频指标来看，6月建筑投资也表现偏弱。

5月工业品价格分化进一步加大，上游涨价向下游的传导尚在途中，受原材料涨价直接影响的行业盈利能力弱化。5月，采掘工业、原材料工业的PPI同比涨幅均达到了99%历史分位数之上，中游的设备制造业PPI涨幅也接近95%历史分位数，这表明设备制造业也在积极向下游传导价格压力。但中上游涨价向下游的传导可能尚在途中，比如衣着、一般日用品、耐用消费品价格涨幅，分别处于20%、55%、70%历史分位数。历史经验来看，PPI的传导存在一定时滞，消费品可能价格仍有上行空间。价格分化加大利润分化，涨价支撑下的采矿业利润进一步改善，而电气机械、通信电子等设备制造业利润增速回落较大。部分受原材料涨价的影响更为直接的行业，比如石油加工、塑料制品、设备制造、电气机械、造纸等，5月营收利润率环比弱于季节性表现。部分受原材料涨价的影响更为直接的行业，比如塑料制品、设备制造、电气机械等，5月营收利润率环比弱于季节性表现。盈利分化带来的中下游企业债务压力未来值得关注。

以上观点来自：2021年7月4日中金公司研究部已发布的《成本上升加大债务负担》

段玉柱 SAC 执业证书编号：S0080121040056

郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

宏观专栏

失业率上升或反映供给矛盾

美国6月新增非农就业好于预期，失业率小幅上升。我们发现，失业率上升的原因是主动离职者（Job leavers）和重新进入者（Reentrants）增加，而被裁员者（Job losers）反而是下降的。一个解释是美国劳动力市场摩擦增加，主要矛盾在供给侧。对货币政策而言，放水解决不了供给约束，反倒是通胀和房价上升、流动性泛滥或迫使美联储在促就业、防通胀、防风险之间做出权衡。我们认为失业率上升不会导致美联储延后讨论Taper（预计7月议息会议上可能就此进行讨论）。

具体来看，就业方面，6月新增非农就业85万人，高于预期的70万人。分行业看，表现最好的是教育业（+26.9万），反映学校在加快重启。餐饮（+19.4万）、住宿（+7.5万）、娱乐（+7.4万）等服务业继续复苏，表明外出活动越来越多。相对偏弱的是制造业，新增就业从上月的3.9万人下降至1.5万人。我们认为这与劳动力短缺有关。周四公布的美国6月制造业PMI报告显示，大部分企业认为需求旺盛，但许多企业仍在抱怨招工难。

让投资者比较困惑的是失业数据。6月失业人数为948.4万人，较上月增加16.8万人，失业率为5.9%，较上月的5.8%小幅上升。新增就业与失业人数同时上升，如何解释？一个原因是两组数据的来源不同。新增就业数据来自企业调查（Establishment Survey），失业数据来自家庭调查（Household Survey），两者虽在逻辑上有关联，但统计上并没有直接联系。另一个解释是人们返回劳动力市场，同时推高就业与失业人数。6月劳动力人口较5月增加15.1万，尽管劳动参与率并没有上升。历史上，在劳动力人口增加时，就业与失业人数也经常同步上升。

那么，失业率上升是否说明劳动力市场疲弱呢？这取决于失业上升的原因。在非农报告中，美国劳动统计局会将失业的原因分成四类，分别是被裁员者（Job losers）、主动离职者（Job leavers）、重新进入者（Reentrants）、以及新进入者（New entrants）。其中，被裁员者是那些被雇主裁撤掉的劳动者，他们

属于被迫失业。主动离职者是那些辞去已有的工作、但尚未找到新工作的人，他们属于主动失业，在经济学中也被称为摩擦性失业。重新进入者是那些先前离开、现在又回归劳动力市场，且没有找到工作的人。新进入者则是那些第一次进入劳动力市场，且尚未找到工作的人。

我们发现，6月失业率上升的原因是主动离职者和重新进入者增加，而被裁员者的人数反而是下降的。与5月相比，6月主动离职者增加16.4万人，重新进入者增加14.9万人。被裁员者下降5.4万人，其中，临时性裁员下降1.2万人，永久性裁员下降4.7万人（上述均为季调后数据）。由此可见，造成失业率上升的原因不是劳动力需求不足，而是劳动力回流以及供需未能及时匹配。换句话说，当前美国劳动力市场的主要矛盾在供给侧。

货币政策方面，美联储或在促就业、防通胀、防风险之间做出权衡。近两个月美国CPI通胀连续超预期，周四公布的4月Case-Shiller房价增速又创新高，令部分美联储官员坐立不安。与此同时，纽约联储隔夜逆回购已接近1万亿美元，流动性趋于泛滥。我们认为，尽管6月非农没有表现非常强劲，美联储仍可能在7月27-28日的议息会议上讨论Taper。这是因为美联储需要考虑继续大幅放水的宏观后果。放水解决不了供给瓶颈，反而容易加剧供需缺口，增加通胀压力。过度宽松也会加剧金融风险，增加中期不稳定因素。而这些都是美联储不愿意看到的。

以上观点来自：2021年7月4日中金公司研究部已发布的《失业率上升或反映供给矛盾》

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

“一二三四”说REITs投资与资产配置

一个方向：公募REITs启动，万亿市场启航。中国首批公募REITs已经正式上市交易。REITs这种在海外已经上市多年的金融工具引入中国，为潜在万亿元级的一类新资产类别拉开序幕，为盘活存量资产提供便捷方案，也将有助于支持金融服务实体经济、为投资者提供更多元的资产配置选择。本文将在对海外REITs梳理、定价与风险收益特征分析的基础上，为中国投资者进行REITs投资及资产配置提供参考。

两个特征：改善资产组合风险收益前沿、机构持仓为主。目前全球共有40多个国家和地区相继推出 REITs，自1992年以来全球REITs以CAGR约16%的速度快速发展，截至2020年底，全球REITs市场总市值逾2.2万亿美元。其中美国市场规模占比过半。从投资方式上看，权益型REITs为主流，美国市场中权益REITs占比超过90%。海外REITs长期回报突出，能够改善组合收益风险比：尽管海外REITs的波动率较大，从收益视角看，美国、欧洲、日本等全球主要国家和地区的REITs过去20年回报均优于对应市场股票指数，其中分红收益贡献较为稳定；此外，在美国股债组合里加入REITs，能够优化投资组合有效前沿。从配置角度看，机构是REITs主要投资者群体：目前，美国、日本、澳大利亚等全球主要国家和地区REITs机构和内部人合计占比均超过50%，以美国为例，养老保险和公募基金是REITs的主要持有人。2020年底，REITs行业在美国大中小盘指数中的市值权重为2.3%、8.6%、7.4%，过去几年也呈现持续上升趋势。

三方面因素分析定价及估值。基于海外的经验，我们发现REITs交易价格主要由内在价值、市场环境、估值水平三方面因素共同影响，我们在图表13中详细梳理并分析了各细分指标对REITs的正面/负面影响及传导逻辑，其中，内在价值包含分红收益和增值收益，市场环境方面经济周期、流动性及通胀环境等因素影响较大；REITs的估值一般可以从绝对估值、相对估值和资产净值等维度进行评估，详细请参看正文中的内容。

四点展望：REITs有望成为中国重要的资产配置类别，改善现有风险收益前沿。我们对比分析了全球主要国家REITs的运作模式、底层资产、税收制度、投资者结构等，结合以上对海外REITs的资产配置价值分析，中长期来看，我们对中国REITs市场有如下四点预判：（1）股性和债性兼具，改善资产配置风险收益前沿：从美国市场看，过去10年REITs表现和小盘价值及高收益债的相关性分别达到0.78和0.45，我国公募REITs收益来源和海外相近，因此可能也将同时具备股性与债性两种资产属性。假设中国REITs的收益风险特性呈现偏股（80%股票+20%债券）、偏债（20%股票+80%债券）、混合（50%股票+50%债券）的三种情形下，在传统股债组合中加入中国REITs均能改善现有风险收益前沿。（2）中国REITs的收益风险特征因产品而异：从项目性质上，特许经营权REITs分红相对更加稳定，或体现出更强债性，而产权REITs分红相对较低，资产增值潜力更强，或将体现出更强股性。此外参考海外市场经验，不同行业REITs受市场环境影响的因素和程度也存在差异，因此我们认为中国REITs的收益风险特征也因产品而异。（3）中国REITs市场空间广阔：中国REITs目前支持的资产包括仓储物流、产业园区、公路、铁路、互联网数据中心、污水处理、垃圾焚烧等，根据中金研究部匡算，符合REITs发行条件的各类基础设施资产合计约35万亿元。考虑未来或将扩容更多资产类别，我们认为国内REITs的市场空间广阔，前景可期。（4）中国REITs投资者配置空间巨大：中国居民正在进入金融资产配置加速的拐点，在利率整体不高的大环境下，中国REITs相对稳定的分红率和资产增长，未来将得到以养老金、银行理财、FOF为代表的机构投资者的重视。

另外，REITs在中国是新生事物，在期待其稳健、快速成长的同时，基于前期试行效果的不断完善产品结构、税收制度安排、管理人能力建设和资产纵深拓展等也可能是未来的应有之义。

以上观点来自：2021年6月29日中金公司研究部已发布的《“一二三四”说REITs投资与资产配置》

王汉锋 SAC执业证书编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

王浩 SAC执业证书编号：S0080516090001 SFC CE Ref: BMQ376

张宇 SAC执业证书编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

刘均伟 SAC执业证书编号：S0080520120002 SFC CE Ref: BQR365



专题聚焦

2H21电力新能源策略：聚焦光伏转折，关注新能源运营长期成长性

2060年碳中和在提出接近一年后已深入经济发展的方方面面，电力清洁化作为碳中和最为清晰的达成路径已逐步成为共识。虽然由于上游价格过高抑制建设需求，但走入下半场积极信号已现，我们重申推荐顺序：光伏制造>新能源运营>风电制造>传统电力运营=环保。

光伏制造：与往年光伏投资逻辑中涨价是需求启动的积极信号不同，今年以来，行业博弈带来上游涨价过快、影响中下游盈利能力和开工积极性，开工率下调影响板块股价表现。展望后续，我们看好上游涨价趋缓带动中下游盈利空间修复和开工率回暖，建议积极布局光伏板块拐点。并且，我们认为碳达峰、碳中和下光伏潜在需求保持强劲，供给释放、成本回落或将使得2022年迎来光伏大年。

新能源运营：受益去年抢装及消纳持续改善，新能源运营商在2021年将普遍迎来业绩高增长。进入平价时代，新能源开发规模空间广阔、具备长期成长性。回报方面，我们关注到在建设任务压力面前，运营商并未盲目开启设备招标，对平价项目底线的坚持保障投资回报稳定性和可持续性，且在制造价格出现竞争情况下获取好于预期的投资盈利。此外，6月底碳交易市场启动或将带来额外收益。（重点推荐：吉电股份、信义能源）

风电制造：短期来看，行业招标情况从4Q20开始持续强劲表现，2021年实现40GW以上装机可见度高，龙头企业订单饱满。成本端由于上游原材料价格上涨对零部件环节造成盈利压力，但边际上下半年有好转趋势。长期我们认为机组大型化加速趋势下，有望重塑风电制造环节行业格局，把握这一趋势的公司有望取得领先地位。

传统电力：高用能需求和能耗双控压力下，我们看到：1）水、核电消纳空间大幅提振，新项目审批、建设节奏加快；2）电力供应紧张下，电价压力减轻且市场电价格走高；3）高煤价下，火力发电意愿减弱，加速新能源布局

对冲碳交易压力。

环保：“十四五”明确污染治理更深入，生态环保治理需求有望持续，我们看好未来相关产业链需求进一步提升；碳中和背景下绿色转型作为重点方向之一，有利于带动绿色低碳技术和行业快速发展；未来环保行业仍围绕高景气、成长确定性强的板块寻找优质技术提供商及运营能力突出的专业化企业。



以上观点来自：2021年6月30日中金公司研究部已发布的《2H21电力新能源策略：聚焦光伏转折，关注新能源运营长期成长性》

刘俊 SAC 执证编号：S0080518010001 SFC CE Ref: AVM464

蒋昕昊 SAC 执证编号：S0080519020002 SFC CE Ref: BOE414

刘佳妮 SAC 执证编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556

张钰琪 SAC 执证编号：S0080520040001

车昀佶 SAC 执证编号：S0080520100002 SFC CE Ref: BQL481

苗雨菲 SAC 执证编号：S0080120070037

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.6.28 中国图说中国宏观周报：5月工业企业利润点评： 利润结构分化，政策仍需呵护
- 2021.6.30 中国宏观简评： 6月PMI点评： 供给冲击仍在发酵
- 2021.7.2 中国宏观热点速评： 6月经济数据前瞻： 疫情有扰动，物价仍强势
- 2021.7.4 中国中观月报： 成本上升加大债务负担
- 2021.7.4 海外宏观周报： 失业率上升或反映供给矛盾

策略及大宗商品

- 2021.6.28 主题策略： 行业比较与配置策略月报： 细化成长，兼顾周期
- 2021.6.29 主题策略： “一二三四” 说REITs投资与资产配置
- 2021.6.30 A股与港股行业首选： 2021年7月
- 2021.6.30 大宗商品： 生猪价格： 触底反弹，但难有突破
- 2021.7.3 全球资金流向监测： 外资44周流入，互联互通双向大幅流出
- 2021.7.4 海外策略： 美国线下活动和就业加速修复 疫情复工周度追踪（7月3日）
- 2021.7.4 主题策略： 中报预览： 哪些公司业绩有望超预期？

固定收益

- 2021.6.28 信用分析周报： 中国信用债评级调整周报
- 2021.6.28 中资美元债周报： 新发回升，二级市场分化加剧——中资美元债周报
- 2021.6.28 招投标备忘录： 国开债21年第4、6、10期增发——利率债招标分析
- 2021.6.29 资产证券化分析周报： ABS一周市场回顾
- 2021.6.29 招投标备忘录： 农发债21年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2021.6.30 简评： PMI符合预期，利好债市——6月PMI数据分析
- 2021.6.30 信用分析周报： 中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.6.30 招投标备忘录： 国开债21年第3、7期增发——利率债招标分析
- 2021.7.1 简评： 2021年7月十大转债
- 2021.7.1 招投标备忘录： 贴现国债21年第23期新发——利率债招标分析
- 2021.7.1 信用分析周报： 中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.7.2 中国可转债策略周报： 适合转债的走势划分、弹性重塑与Python实践
- 2021.7.2 中国信用策略双周报： 结构性资产荒下的区域和行业分化——上半年信用债市场回顾

行业

- 2021.6.28 钢铁： 被低估的盈利，看好板块悲观预期修复机会
- 2021.6.28 家电及相关： 品牌出海调整到位，第三消费成长股活跃

- 2021.6.28 主题研究：上游涨价企稳+政策利好，光伏行情持续演绎
- 2021.6.28 主题研究：铜铝抛储官宣落地，玻璃累库放缓
- 2021.6.28 基础材料：追“宗”系列 | 纸业解码：品种走势分化，静待下半年需求改善
- 2021.6.28 有色金属：追“宗”系列 | 锡：供需错配趋势延续，紧平衡格局或维持
- 2021.6.28 有色金属：铜：抛储量低于预期，价格回落下游订单回升
- 2021.6.28 银行：中金看海外公司 | 摩根士丹利：综合金融能力对接财富客群需求，全球领先的财富管理机构
- 2021.6.28 金融：财富管理：基金投顾试点扩容，买方时代已至
- 2021.6.28 有色金属：铝：首批抛储落地，淡季临近开工率下行
- 2021.6.28 有色金属：海外夏休备库推升钴价，俄征税抬升镍进口成本
- 2021.6.29 医疗健康：中金医药1H21业绩前瞻及7月月度组合
- 2021.6.29 汽车及零部件：周报：短期缺芯影响尚存，看好全年产销
- 2021.6.29 房地产：周报#249：销售稳中略降，宅地成交转增
- 2021.6.29 软件及服务：中国软实力系列之四：从华大九天透视本土EDA行业的空间与机遇
- 2021.6.29 日常消费：猪肉月报：2-4Q21美国业务料将存盈利弹性，关注2H21中国猪价下行
- 2021.6.30 交通运输物流：月报：5月客货运输畅旺，外贸维持高景气
- 2021.6.30 主题研究：2H21电力新能源策略：聚焦光伏转折，关注新能源运营长期成长性
- 2021.6.30 科技硬件：苹果备货如期而至，产业链或迎估值拐点
- 2021.7.1 建材：2H21展望：把握竣工高景气，拥抱长期成长
- 2021.7.1 日常消费：速冻调理食品20年成长期，预制菜方兴未艾
- 2021.7.1 证券及其他：中信/海通1H21业绩预增，行业持续高增长
- 2021.7.1 传媒互联网：中金看海外主题 | 行至中局，自动驾驶落地可期
- 2021.7.2 可选消费：新产品审批落地催化医美板块持续高景气度
- 2021.7.2 医疗健康：政策再加码，推动综合医院中医药工作发展
- 2021.7.2 博彩及奢侈品：六月总博收较疫情前下降72.5%，疫情反复背景下表现超预期
- 2021.7.2 有色金属：锂：大牛市和小逻辑
- 2021.7.2 主题研究：新能源车月度观察：美国新能源渗透率创新高，国内铁锂回暖、高镍持续放量
- 2021.7.4 医疗健康：系统性调整不改长期向好趋势
- 2021.7.4 有色金属：铜：TC仍在上行通道，炼厂检修高峰入尾声

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