

研报精选

2021年1月25日 第9期

宏观专栏

此时此刻，如何看人民币汇率？

报告估计人民币在一季度仍然比较强势。在“利差+风险溢价”框架下，预计风险溢价有望进一步下行，且短期内高出口和春节效应将支撑人民币汇率。看远一点，支撑人民币升值的若干因素或减弱。

拜登上任三天都出台了哪些政策？

报告指出，上任三天，拜登以“前所未有”的速度推出一系列政策，总计签署的行政命令多达30项，反映出在拜登及其团队眼中，当前形势的紧迫性、以及其逆转特朗普政府政策的迫切性。

专题聚焦

储能积势，流转八方——中国基础设施REITs之仓储物流篇

报告认为，仓储物流作为相对成熟和市场化的资产类型，不仅有望成为短期试点发行的“排头兵”，长期来看亦具备市场深度，有望持续扩容，未来将成为中国REITs板块中的长期优质赛道。

算力大航海时代，IDC如何成为数据的犀舟径楫？

数字经济时代，数据中心对数据起到承载、传输、存储的作用，为算力保驾护航。报告认为头部集中化、区位分层化、运维专业化、服务智能化、技术融合化将IDC行业逐渐从无序扩张带入差异化竞争的下半场。

宏观专栏

此时此刻，如何看人民币汇率？

过去几个月人民币对美元汇率升值比较明显，2021年初破6.5。我们构建了分析美元中短期走势的三因素模型：实际利差、期限溢价和安全溢价。其中，期限溢价作为美债的风险溢价，用以衡量美元的风险溢价。另一方面，作为美元资产独有的溢价成分，安全溢价在全球避险情绪升温时往往走高，从而推升美元汇率。在研究人民币中短期走势时，我们首先从“利差+风险溢价”这个一般性的框架入手。

人民币在有管理的浮动汇率制度下，其走势难免会受到风险溢价影响。当投资者预期人民币相关资产或其经济基本面蕴含风险上升时，人民币往往承压。同时它作为可交易外汇，利率平价理论决定了利差或多或少左右了人民币汇率。另一方面，在这些因素具体指标的选择上，由于资本账户尚未完全开放且资本市场仍未成熟，与研究美元指数时有所不同。具体来说，我们用短端而非长端实际利差作为利差因素，用全球经济政策不确定性作为人民币风险溢价。

展望2021，我们估计人民币在一季度仍然比较强势。在“利差+风险溢价”框架下，我们预计风险溢价有望进一步下行，并且在美国“提前量化缩减”的担忧被美联储主席鲍威尔抚平后，以美联储影子利率衡量的中美实际利差短期内料难以掉头收窄。另外，短期内我国出口亮眼支撑人民币，而历史经验显示春节效应也会对人民币汇率有推升作用。最后，一季度弱势美元也有助于人民币保持相对强势。

一季度往后，中美利差或将掉头收窄，或缩减人民币升值空间。美国方面，民主党“横扫”国会后，财政政策加码的预期得到强化，如果财政扩张未伴随进一步赤字货币化，那么国债供给的增加将对利率整体水平产生拉升作用。同时，更大规模的财政刺激也降低了货币政策承托需求的必要性，如果下半年疫苗有效且大规模接种，美国疫情得到控制，居民消费或将进一步释放，带来一定的通胀压力，美联储或将开始讨论“量化缩减”，短端利率也将面临上升

风险。中国方面，疫情爆发后，企业和家庭部门的债务率大幅上升，而前期信贷扩张意味后续债务可持续将是一个不可忽视的风险因素，这将对利率的上升有一定的抑制作用。综合以上因素，我们预计后续中美利差将继续收窄，从而削弱人民币继续升值的动力，甚至可能出现小幅贬值的可能。

因为人民币实行的是有管理的浮动汇率制度，而且资本账户没有完全开放，在风险溢价和中美利差双因素框架之外，我们还需要从经常账户、美元指数和春节效应这三个额外因素去综合考虑。

一方面，全球共振复苏后“出口强、进口弱”的现象难以持续，经常项目顺差将大概率收窄；另一方面，疫苗铺开，中美利差或将收窄；此外美元也将在二季度往后面面临更大的不确定性。同时我们预计拜登上台初期或侧重于国内事务，但往后仍关注拜登政府对中国立场和政策，政策不确定性将加剧汇率波动。

短期春节效应支撑人民币汇率。我们发现，2012年以来，人民币兑美元汇率在每年的一、四季度多为升值，尤其是在1、2月，升值现象最为明显。2012-2020年，1月人民币环比升值幅度平均为0.5%，如果看2016年以后，1月平均升值幅度为0.8%。一个原因是年初因为有春节，外贸企业售汇意愿更强一些，比如用于给员工发工资和奖金。我们使用农历调整后的月份进行类似的计算，结果显示春节效应更加明显，在春节所在的月份及前一个月，人民币往往处于升值状态。

以上观点来自：2021年1月19日中金公司研究部已发布的《此时此刻，如何看人民币汇率？》

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

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

拜登上任三天都出台了哪些政策？

就任三天签署**30项行政命令**，抗击疫情和支持经济占多数。美国当地时间1月20日，拜登正式宣誓就职为美国第46任总统。作为总统，其甫一就任的一举一动无疑都是市场关注焦点，特别是考虑到前100天通常被认为具有衡量新一任总统初期执政成果的重要象征性意义（这一说法和意义主要源自罗斯福总统就任前100天大刀阔斧地推出15项法案以应对大萧条）。

从就任仅三天的进展看，拜登的确是以“前所未有”的速度推出一系列政策。就任当天，拜登即签署了包括行政命令（executive order）、总统备忘录（presidential memoranda）和机构指示（agency directives）在内的17项行政命令，而前三天总计签署的行政命令多达30项。要知道，特朗普2017年走马上任的第一天也仅签署了1个行政命令，前100天签署了总计24项总统行政命令。而奥巴马在就任第一天也仅签署了5项行政命令。因此，这在一定程度上反映出在拜登及其团队眼中，当前形势的急迫性、以及其逆转特朗普政府诸多政策的迫切性。

那么，拜登上任三天内都推出了哪些政策？根据白宫官网的披露信息，我们汇总了拜登就职三天签署的30项行政命令，以抗击疫情和支持经济为主，主要涉及疫情（14）、经济（4）、移民（5）、环境（2）、道德人权（3）与其他行政程序（2）等6大方面。这其中，11项是直接逆转或废除特朗普此前政策，如果考虑到一些政策如抗击疫情是为了“补救”此前漏洞的话，基本可以说拜登一上台后基本上完全与特朗普时期改弦更张。具体来看：

► **疫情应对**：拜登表示将全力启动新政府抗疫工作。在预防传染方面，拜登发起“100天口罩挑战”，强制所有进出联邦政府建筑及土地人员佩戴口罩、要求在机场和其他交通工具内佩戴口罩，对入境美国游客提出提供核酸检测阴性性的要求。同时，加强新冠监测能力。**疫苗接种方面**，拜登要求加快疫苗制造、创建社区疫苗接种中心。**科研方面**，拜登要求加大新冠数据利用、研究新冠疗法。**国际合作上**，拜登宣布美国重返WHO并支持国际关于新冠疫情的合作。

► **支持经济**：延长暂停偿还学生贷款和驱逐房屋租客的期限、为受新冠疫情影响弱势群体提供援助，并恢复了联邦工人计提谈判权和工人保护。

► **移民**：拜登有关移民的5条行政令中有4条是撤销特朗普此前政策，如停止修建边境墙、撤销扩大移民执法范围、撤销穆斯林入境限制以及宣布“童年抵美者暂缓遣返”计划（DACA）重返舞台，为非法移民的幼童提供保护，这一点结合共和与民主两党在移民政策上的固有的巨大差异也不难理解。

► **环境方面**：拜登取消了对Keystone XL管道许可，并宣布重返巴黎协定。

► **道德及人权**：强化相关行政人员的道德规范、抵制性歧视；同时宣布撤销特朗普政府成立的“1776委员会”。

不难看出，除了撤销特朗普的一些政策外，拜登执政初期的工作重心主要都是放在抗击疫情和支持经济上，多达18项行政命令都与此有关，而这对于控制当前疫情和支撑经济增长无疑是积极的。

不过，拜登“激进”的政策转向也引发了部分共和党议员的批评，如共和党参议院领袖McConnell表示拜登总统的政策过于偏向左派方向倾斜。由于拜登近期新提出、也是市场广泛期待的1.9万亿美元新一轮抗疫财政刺激在理想情况下仍需要共和党参议员的支持，因此未来一两周有关财政刺激、以及对前总统特朗普的弹劾案(将于2月8日开始在参议院辩论)将成为短期内博弈焦点。

以上观点来自：2021年1月24日中金公司研究部已发布的《拜登上任三天都出台了哪些政策？》

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

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

专题聚焦

储能积势，流转八方——中国基础设施REITs之仓储物流篇

中国基础设施REITs产品上市发行可能渐行渐近，其中仓储物流作为相对成熟和市场化的资产类型，已经引起投资者广泛期待。我们认为该资产类别不仅有望成为短期试点发行的“排头兵”，长期来看亦具备市场深度进行持续扩容。

仓储物流已是国际不动产领域投资新贵，中国REITs推出仓储类产品正当其时。仓储物流通常指代“现代化仓储物流设施”，或者“高标准仓库”（高标准库）。仓储物流在国际市场上属于工业投资范畴，并且在近五年来伴随电商的快速崛起得到相关资本的广泛青睐。纵观不动产大类，我们认为仓储物流是当前少数具备长周期需求增长逻辑的资产类别，本质上反映线上零售对传统线下零售（主要是百货业态）的持续替代。另一方面，全球范围内整体供应链管理的升级也促进现代化仓储物流设施的增量开发和对老旧存量仓库的改造升级。2020年新冠疫情爆发以来，全球范围内上述结构性趋势有加速演化的倾向，令资本市场对仓储物流的关注和配置达到前所未有的高度，应该说中国REITs推出仓储类产品正逢其时，也可以对我国十四五期间加大新型物流基础设施开发投资形成战略支持。

中国仓储物流市场整体仍处发展期，REITs对行业发展将有多方面促进作用。我国总体仓储面积丰沛（约10亿平米），但现代仓储物流设施库存占比不足7%，明显低于发达国家，且各区域间供给水平很不平衡。中国仓储物流市场前期由外资企业引导建立，目前仍处于外资主导的格局，这和中国开发商在过去二十年间对于住宅和商办领域之外的业务涉猎较少有直接关系，但中国物流及电商企业自建仓库较多又是一个独特现象和优势。从对于潜在参与方的意义来看，我们认为中国REITs发行对于开发运营商（不论外资还是内资）而言可能具有实践轻资产运营的实际商业意义，对于物流及电商企业来说不仅短期可以起到回笼资金、改善资产负债表的作用，对他们探索基金化运作模式可能也具有积极意义。最后，我们认为中国仍有部分存量工业地可能具备改造盘活

潜力，我们期待REITs的发行来激活中国境内一二级市场对于仓储物流赛道的进一步布局和投入。

仓储物流料成为中国REITs前期发展的“排头兵”，投资和扩容逻辑均相对清晰。从首批中国REITs支持的资产类别来看，我们认为仓储物流可能是综合发行规模、市场透明度、预期收益率来看最优的类别之一，有望成为前期试点批次中的“排头兵”。我们初步统计目前主要仓储物流开发运营商和物流及电商企业在手的有潜力供给中国REITs市场的资产规模可能达到千亿元级别。定价角度，我们认为目前一级市场交易资本化率在4-7%的范畴（优质资产在4-5.5%），可以对二级市场收益率定价形成一定参照，进一步考虑经营现金流成长（过去十年高标仓单平米租金的涨幅平均在4-6%），中国仓储物流REITs包括潜在资产增值收益在内的综合收益率中枢可能接近两位数水平，具有吸引力。长期来看，我们判断中国仓储物流的合理资产存量较目前至少有一倍的增长空间，且伴随更多优质企业和基金管理人参与，我们认为中国仓储REITs未来扩容可期，将是中国REITs板块中的长期优质赛道。

以上观点来自：2021年1月19日中金公司研究部已发布的《储能积势，流转八方——中国基础设施REITs之仓储物流篇》

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

专题聚焦

算力大航海时代，IDC如何成为数据的犀舟径楫？

数字经济时代，在算力浪潮之中，数据中心之于数据，犹如犀舟之于货物，起到承载、传输、存储等作用，为算力保驾护航。我们在本篇报告中重点分析了行业演变规律、美国发展经验以及上下游面临的痛点，聚焦行业未来发展趋势，我们认为头部集中化、区位分层化、运维专业化、服务智能化、技术融合化将IDC行业逐渐从无序扩张带入差异化竞争的下半场。建议关注在行业高速扩张中，提供更高服务价值、具备优质区位资源、专注技术降本增效的头部第三方IDC公司。

把握头部公司高增长确定性，估值随业绩扩张。2020年，IDC板块先后经历了政策、需求爆发推动的整体上涨，再到热潮退去估值分化，头部公司呈现了明显韧性，股价一路稳健上行，基本面维持强劲增长，持续的新订单和项目扩张支撑起未来高增长确定性，市场给予更高的溢价。我们认为，科技发展带动的数据量爆发是IDC行业未来5-10年繁荣的长逻辑，同时客户对高质量数据中心供给的诉求将持续提升，而高价值的服务来自于对客户需求的准确理解和前瞻判断，对核心资源可持续性的获取，以及抓住行业痛点、以技术引领行业趋势的能力。

按需而扩，市场需求决定供给的长期价值。回溯IDC的发展史和美国经验，数据中心的分布与区域发达程度、产业特性、客户的需求变化密切相关。正因为对时延最敏感、对价格最包容的业务需求始终围绕在一线城市及周边，供给侧受制于资源禀赋和政策管制，一线地区的IDC资产价值才能长期保持韧性。而随着更多低时延需求、价格敏感的业务向一线城市外溢出，高性价比服务成为新的需求考量。我们认为，IDC竞争的关键随着区位分层、业务需求迭代将分化，一线重核心资产积累，非一线重成本优势；在这个前提下，云计算短期兴起的自建并不会对真正能提供高价值服务的头部第三方IDC公司产生冲击，头部整合是大势所趋。

IDC的服务核心是将网力和电力高效转化为算力。如何降低网络时延、提供性价比且稳定的电力保障是非一线地区IDC公司需投入的重点。在时延优化上，缩短传输距离、优化网络结构是核心发力点，拥有全国一盘棋布局的头部IDC公司更能满足客户的多点IT部署和灵活扩容需求。在能耗上，IT和制冷是数据中心主要能耗来源，因此节能的关键就在于对机房架构和机电设备的优化，我们认为技术投入能力是竞争的前提，同时真正下沉贴近客户需求、通过技术手段为客户提供高性价比的服务才是第三方IDC的核心价值。

技术拓宽能力边界，规模化后的差异化服务将增厚竞争壁垒。传统数据中心以提供托管服务为主，我们认为IDC一方面连接云计算厂商，一方面汇聚了互联网公司和各产业的客户，数据中心内部间的东西流量诉求在提升，如何在规模扩张后，突破托管服务的边界，利用规模和技术能力向下游输出差异化服务，是长期看第三方IDC在多云生态中扬帆远航的核心。

以上观点来自：2021年1月19日中金公司研究部已发布的《算力大航海时代，IDC如何成为数据的犀舟径楫？》

钱凯 SAC 执业证书编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.1.18 中国宏观热点速评：三产亮眼,货币政策大致平稳 | 12月和4季度经济数据点评
- 2021.1.19 中国宏观专题报告：此时此刻,如何看人民币汇率? | ——汇率报告之二
- 2021.1.20 海外宏观简评：耶伦呼唤财政扩张
- 2021.1.22 中国宏观专题报告：图说中国：2021年一季度
- 2021.1.24 海外宏观周报：欧央行货币政策转向灵活

策略及大宗商品

- 2021.1.20 主题策略：千亿资金南下，港股如何选股？
- 2021.1.21 海外策略：拜登时代开启后的政策焦点和前景
- 2021.1.22 全球资金流向监测：南向流入连创新高；外资第21周流入中资股
- 2021.1.24 海外市场观察：拜登上任三天都出台了哪些政策? | 2021年1月18日~1月24日
- 2021.1.24 海外中资股策略周报：南向资金流入再创新高
- 2021.1.24 A股策略周报：基于估值和景气程度关注结构
- 2021.1.24 主题策略：公募基金2020年四季报回顾：持股更集中，继续加仓港股
- 2021.1.24 量化策略周报：量化策略周报（229）：市场或将延续分化行情

固定收益

- 2021.1.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.1.18 简评：债委会纳入非银,打击逃废金融债务 | ——《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》简评
- 2021.1.18 简评：2020年中国经济“耐克”形收官 | ——2020年12月经济数据点评
- 2021.1.18 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.1.20 专题研究：广义基金12月增持近万亿,外资全年增持逾万亿 | ——2020年12月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2021.1.20 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.1.20 招投标备忘录：国开债21年第1期新发,20年第15期增发 | ——利率债招标分析
- 2021.1.21 专题研究：结构性存款再降万亿收官;银行普遍提高同存发行计划 | ——机构负债端跟踪12月月报
- 2021.1.21 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.1.22 中国信用策略双周报：2020年信用衍生品市场有何新变化
- 2021.1.22 中国可转债策略周报：“抱团瓦解”可能晚于机会窗口关闭
- 2021.1.22 简评：一周行业数据 | 转债行业跟踪第26期
- 2021.1.24 中国利率策略周报：开年利率债早配置早收益

行业

- 2021.1.18 保险：网络互助：美团业务关停或影响用户信心，转向头部平台或商业保险
- 2021.1.18 金融：互联网财富管理平台：互联网存款新规下或继续发力净值化资管品类
- 2021.1.18 化工：化工春季行情展望报告（二）：农产品涨价，把握2021农药板块性机会
- 2021.1.18 科技：通信设备周报：关注年报增长，看好通信板块反弹
- 2021.1.18 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：顺周期复苏持续，锂钴景气提升
- 2021.1.18 主题研究：欧美太阳能PPA涨势明显，上海市力争2025碳达峰
- 2021.1.18 科技：CES 2021：汽车智能化升级正当时，ARVR、智能家居加速成熟
- 2021.1.18 房地产：12月统计局数据点评：销售、投资延续韧性表现，新开工增幅走阔
- 2021.1.18 基础材料：12月数据点评：全年保持韧性，2021年结构性亮点仍存
- 2021.1.18 化工：化工春季行情展望系列报告之三：农产品涨价，看好旺季化肥景气
- 2021.1.19 科技：算力大航海时代，IDC如何成为数据的犀舟径楫？
- 2021.1.19 可选消费：12月社零+4.6%略有放缓，必选与消费升级品类表现较优
- 2021.1.19 交通运输：12月快递业务量同比增37.4%，顺丰单价好于预期，通达系继续分化
- 2021.1.19 煤炭：12月数据点评：下游需求强劲，预计短期煤炭供给或仍偏紧
- 2021.1.19 建筑与工程：12月基建数据点评：基建投资增速放缓，看好制造业投资增长
- 2021.1.19 家电及相关：空调出口高增长，内销出货有波动
- 2021.1.19 机械：继续看好“顺周期、国产替代、碳中和”三主线
- 2021.1.19 房地产：中金房地产周报#228：新房销售增速收窄，土地成交量有所下行
- 2021.1.19 有色金属：有色周报：锂钴价格维持上行通道，铜铝短期受美元上行影响压制
- 2021.1.19 汽车及零部件：两种电池针对两个痛点 技术储备待逐步落地
- 2021.1.19 房地产：储能积势，流转八方——中国基础设施REITs之仓储物流篇
- 2021.1.20 旅游酒店及餐饮：离岛免税空间广阔，中免不改强者地位
- 2021.1.20 传媒互联网：互联网月报：疫情带来不确定性，关注基本面良好的公司
- 2021.1.20 传媒互联网：12月电商数据：更强的季节性因素导致增长放缓
- 2021.1.20 银行：估值分化是盈利能力差异化的合理体现，预计新一轮分化更加剧烈

- 2021.1.21 金融：解读《非银行支付机构条例》的三个关键点：持牌、数据与反垄断
- 2021.1.21 科技：LED下游回暖与Mini/Micro升级共振，行业景气迎来抬升
- 2021.1.21 主题研究：2020年风电新增装机超预期，电网对新能源接纳态度改善
- 2021.1.21 石油天然气：化工春季行情展望报告（四）：长丝复苏、油价回暖，炼化景气向上
- 2021.1.21 银行：业绩超预期，关注未来复苏进度 —— 美股四大行业绩追踪
- 2021.1.22 房地产：近期路演思考：本轮地产股反弹的几个主要关注点
- 2021.1.22 汽车及零部件：中国零部件，后疫情时代确定性扩张
- 2021.1.22 房地产：上海楼市新政“打补丁”，“因城施策”框架下基本面料仍平稳
- 2021.1.23 传媒互联网：基金4Q20传媒持仓分析：持仓有所下滑，关注游戏板块布局机会
- 2021.1.24 传媒互联网：周报：游戏渠道分成之争持续，关注疫情下春节档进展
- 2021.1.24 科技：科技硬件周报（1/23）：南下资金大幅流入，港股科技板块广受关注
- 2021.1.24 酒类食品饮料：白酒的疫情影响以及恢复节奏
- 2021.1.24 银行：莫低估“处置不良3万亿元”和“负增长1.8%”的历史意义

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