

# 研报精选

2021年6月15日 第27期

## 宏观专栏

### **下半年宏观经济展望：宏观变局：聚焦供给约束**

报告预计中国2-4季度GDP同比增速或为7.6%、5.8%、5.0%，全年或达8.5%左右。预计宏观政策组合是，紧信用的背景下，货币支持财政发挥更大作用，包括普惠金融等准财政行为。

### **全球最低税率，影响几何？**

G7同意推行全球最低税率，旨在对跨国公司转移利润的行为进行纠正。报告认为，全球最低税率的前景仍具有较大不确定性，推行过程面临多重障碍。根据测算，15%的最低税率对美股、中资企业和香港影响有限。

## 专题聚焦

### **从美妆到医美，“颜值经济”新时代**

报告认为，医美作为美妆消费需求的延伸，综合了医疗和消费属性，是一个兼具医疗高门槛和消费高天花板的优质赛道。目前，中国医美市场已迈入高景气期。

### **新能源车产业链中期策略：全球化再启征途**

报告认为，当前时点全球动力电池产业链将迎结构性变化拐点，中国动力产业链有望凭借制造和成本的优势切入欧美本土配套，带来历史机遇，产业链马太效应将愈发凸显。

## 宏观专栏

### 下半年宏观经济展望：

#### 宏观变局：聚焦供给约束

本轮供给冲击的广度和深度均超预期。一方面体现为资源再配置导致劳动市场短期出现供需错配，另一方面则是供应链问题持续发酵，加上企业治理思维的转变，供给弹性总体上出现超越短期的下降。资源再配置将在中长期内改善经济增长的可持续性，但供给弹性下降在未来数月甚至更长一段时间内继续支撑物价，限制增长。此外，供给冲击导致的成本上升或不利于缓解疫情带来的债务负担，亦限制下半年的增长空间。这种情况下，宏观政策将呈现“紧信用、松货币、宽财政”的组合。

供给冲击的一个重要体现是资源再配置短期带来劳动市场供需错配。供给冲击较需求冲击更容易导致资源或要素再配置，近期A股不同板块的员工人数增速分化明显，民工就业半径也较疫情之前缩小，表明我国劳动力正经历行业与区域再配置。中低端劳动力市场求人倍率和失业率同时上升，民工职业培训比率创多年新高，均表明劳动市场供需错配已经显现。美国劳动力再配置效应较2008年次债危机后更为显著，而供给冲击叠加财政刺激亦导致其劳动市场供需错配比我国更为显著，劳动参与率也较其他主要经济体下降更多。

供给冲击的另一个重要体现是供应链问题持续发酵。主要经济体生产受阻，供应配送时间亦不断延长，美国主要港口的出口空箱比率创25年新高，其供应配送时间今年年底仍可能较去年同期长70%-160%。我国对海外供应链依赖靠前的行业有计算机、电子及光学、汽车制造、焦炭生产和精炼石油产品、基本金属制造、化学原料及化学制品，橡胶和塑料制品等。研究表明，这些产品的海外供给多数处于历史分位数的65%-90%，而我国国内供应商交货时间近期也进一步延长，均意味着供应链问题短期内或难以缓解。

劳动市场摩擦和供应链受阻共同降低了供给弹性，而企业治理思维的转变表明供给弹性下降可能是新常态而非昙花一现。疫情导致数字经济加速发展，

部分无接触经济的供给弹性因此而上升，但破坏快于创新，供给冲击总体上导致供给弹性下降。其中偏上游的行业由于对海外投入品的依赖度较高，叠加国内环保和碳达峰对产能的约束，供给弹性较疫情前明显下降。疫情导致企业治理从之前主要注重效率往兼顾安全转变，供应链缩短和供应商多元化推升成本，供给弹性的下降或将成为新常态。

展望未来，经济面临两大主要矛盾，即成本上升和偿债压力，从供给与需求两端限制经济增长。我们预计2-4季度GDP同比增速或为7.6%、5.8%、5.0%，全年或达8.5%左右。基准情形下，PPI仍将维持较高水平，2-4季度PPI同比或分别为8.0%、8.5%和7.6%，全年同比达6.5%左右，2-4季度CPI同比或为1.3%、1.7%和2.8%，全年1.5%左右。成本上升或侵蚀某些企业的盈利，增加非金融部门的债务偿还难度。我们预计宏观政策组合是，紧信用的背景下，货币支持财政发挥更大作用，包括普惠金融等准财政行为。

---

以上观点来自：2021年6月14日中金公司研究部已发布的《下半年宏观经济展望：宏观变局：聚焦供给约束》

彭文生 SAC 执证证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

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

邓巧锋 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

段玉柱 SAC 执业证书编号：S0080121040056

## 宏观专栏

### 全球最低税率，影响几何？

近日七国集团同意推行全球最低公司税率（**global minimum tax**）。全球最低税率由来已久，它是全球税收体系改革的一部分，主要针对跨国企业转移利润、侵蚀税基的现象。在数字经济与全球化时代，企业的商业模式已不再依赖“物理存在”和“常设机构”，而是通过数据与网络等无形资产产生利润，给跨国企业带来避税空间。作为全球最主要的盈利转移始发国，美国在推动全球最低税上尤为积极，拜登政府也希望通过提高税率为“大财政”筹措资金，并借此缓解贫富分化。

尽管如此，全球最低税率的前景仍具有较大不确定性，推行过程面临多重障碍。在国际层面，七国集团在数字税和对互联网巨头征税方面存在分歧，可能拖累全球最低税率的推行。在美国国内，共和党人对全球最低税率也持怀疑态度，再加上税收细节仍未敲定，要想在国会“闯关”并不容易。往前看，我们预计全球最低税率仍有相当长的路要走。

根据我们的测算，15%的全球最低公司税率对美股、中资企业和香港的影响有限。美国企业面临的海外所得税税率变动在2.5%-4.5%之间，相应的受影响利润仅为标普500企业净利润的1%-2%。而且美国国内公司所得税税率为21%，美国企业仍没有很强烈动机让资金大规模流回本土。就中国企业而言，无论注册地是在国内还是在海外，其实际有效税率大都在15%以上，受影响有限。香港因为较低的税率和简便的纳税制度在过去吸引了大量外资流入，如果最终实施比香港目前16.5%法定税率还要高的最低税率的话，可能会边际影响其吸引力。不过香港在文化、人才与制度等多方面的核心竞争力并不受税率影响，因此其国际金融中心的地位也仍然稳固。

---

以上观点来自：2021年6月14日中金公司研究部已发布的《全球最低税率，影响几何？》

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

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

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 从美妆到医美，“颜值经济”新时代

医美作为美妆消费需求的延伸，综合了医疗和消费属性，是一个兼具医疗高门槛和消费高天花板的优质赛道。本文我们系统梳理了中国医美细分市场结构，及产业链上下游利益分配格局，并通过复盘海内外市场发展历程及龙头崛起路径，解构产业链各环节关键竞争要素，最终为投资机会梳理提供借鉴。

**中国医美市场已迈入高景气期。**宏观层面上，2019年，中国人均GDP首次突破一万美元，客观上为医美消费的崛起提供了经济支撑；中观层面上，国家政策的逐步完善、产业资本的持续入局，则为医美产业的蓬勃发展营造了良好的产业环境；微观层面上，“颜值经济”崛起带来的医美需求释放，以及医美技术进步带来的大量新产品落地，则从需求和供给两个维度共同推动医美行业步入高景气期。

**医美综合了医疗和消费赛道属性，是一个强消费粘性和天然消费升级的优质赛道。**从美妆到医美，从“颜值经济”的发展进阶来看，其较基础护肤品而言作用更直接、见效更快，较彩妆产品而言对皮肤状态的改善更为彻底，进而具有较强的消费粘性和复购意愿。2019年中国医美市场规模1,436亿元，对应3.6%的医美渗透率，人均约1.6次的年复购频次及约5,909元的次均消费金额；2015-19年我国医美行业以22.5%的CAGR快速扩容，但人均诊疗次数、渗透率等指标较海外市场尚存6倍空间，受益于需求的逐步释放，产品供给的持续丰富，及产业资本入局，我们预计未来5-10年行业将保持持续高景气。其中，以注射类、皮肤美容为代表的轻医美项目有望抢占更大的市场份额。注射类项目中，玻尿酸及肉毒素项目市场接受度较高，市场前景广阔。

**医美服务链条较长，全链条挖掘布局机会。**沿产业链条自上而下拆分，主要环节包括上游原料供应商，中游药械生产商和仪器设备供应商，下游医美服务机构，以及获客渠道等。从利益分配格局来看，上游原料及中游药械、设备环节具有较高的技术门槛和资质壁垒，是产业链价值最为集中的环节，其中，国货品牌在药械板块异军突起，市场份额持续提升；而下游机构及获客渠道利

润空间较薄,我们认为与现阶段我国医美下游环节竞争格局分散、连锁化率低、规范化程度不足等因素有关,未来存在较大整合空间。

**各环节商业模式梳理:** ①医美药械: 我们认为,药械生意的本质是高研发门槛、重培育属性的高值耗材,对药械商而言,参照艾尔建的发展历程,依靠研发创新形成的先发优势可以为其赢得3年以上的独占性时间窗口,与此同时产品的持续升级推新可以有效延长单品生命周期,而成功的市场培育策略则是打造热销产品的重要催化; ②下游机构: 我们认为,下游机构连锁化复制的痛点在于专业医生、管理人员、服务链条的标准化难度较高,横向参考眼科、牙科龙头公司发展,培训机制的建立、管理流程的标准化为重中之重。



以上观点来自: 2021年6月10日中金公司研究部已经发布的《从美妆到医美,“颜值经济”新时代》

徐卓楠 SAC 执业证书编号: S0080520080008 SFC CE Ref: BPR695

樊俊豪 SAC 执业证书编号: S0080513080004 SFC CE Ref: BDO986

林千叶 SAC 执业证书编号: S0080120070044

彭路璐 SAC 执业证书编号: S0080120100028

郭海燕 SAC 执业证书编号: S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935

## 专题聚焦

### 新能源车产业链中期策略：全球化再启征途

我们认为当前时点全球动力电池产业链将迎结构性变化拐点，一方面欧美本土动力产业链的匮乏加强了对产业链本土化培育的需求；另一方面欧美新能源车快速渗透拉动海外装机需求高增；使得过去十年全球动力产业链向东亚集中的演变格局转向全球化，为中国动力产业链切入欧美本土配套带来历史机遇，我们看好国内动力和材料龙头先发优势，产业链马太效应将愈发凸显。

从供应全球化的角度，海外需求向龙头集中。我们认为2021-2023年是海外布局的关键窗口期，宁德、LG等龙头持续加码海外产能布局，并带动具备竞争优势的电解液、隔膜环节跟随；而二线电池企业出海节奏缓慢；龙头企业出海有望享受海外市场高增长红利，带来远期市场份额预期上行。

从竞争格局的角度，竞争由企业演绎为产业链，利润向高壁垒环节龙头集聚。4Q20以来锂电材料龙头产能供不应求，且材料端和资源端资本支出增速慢于电池端，优质材料企业和关键资源产能稀缺性凸显。有实力的电池厂锁定优质材料产能，并布局上游关键资源，提升企业核心竞争力。从产业链利润分布看，动力电池/隔膜受益高壁垒、高集中度，获取更高利润分配；电解液经前期洗牌集中度提升明显，龙头企业通过产业链纵向一体布局享受高额利润。

**技术：继续看好高镍和磷酸铁锂结构性机会。**高镍三元凭借能量密度优势可提升整车续航并降低能耗，通过降低正极外材料和结构件单位用量可实现降本。铁锂凭借成本、循环性能优势在中低端车用市场及储能领域优势明显。

---

以上观点来自：2021年6月11日中金公司研究部的《新能源车产业链中期策略：全球化再启征途》

曾韬 SAC 执业证书编号：S0080518040001

刘烁 SAC 执业证书编号：S0080521040001

刘俊 SAC 执业证书编号：S0080518010001 SFC CE Ref：AVM464

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.6.7 中国宏观热点速评：5月进出口点评：出口低于预期或主因供给侧扰动
- 2021.6.7 中国中观月报：行业利益“再分配”
- 2021.6.9 中国宏观热点速评：广东疫情：对外贸带来噪音
- 2021.6.9 中国宏观热点速评：PPI再超预期，CPI将跟随 ——2021年5月物价数据点评
- 2021.6.11 海外宏观简评：供需矛盾紧张加剧 美国5月ISM制造业PMI点评
- 2021.6.11 海外宏观简评：通胀扩散：信数据，还是信美联储？
- 2021.6.12 中国宏观热点速评：防风险致信用债缩量 ——2021年5月金融数据点评
- 2021.6.12 其他宏观专题报告：详解美国财政机制的条条框框
- 2021.6.12 其他宏观专题报告：拜登基建：要闯几道关？
- 2021.6.13 海外宏观周报：FOMC前瞻：为Taper做准备
- 2021.6.14 海外宏观简评：宏观探市：通胀坚定向北，利率犹豫向南

### 策略及大宗商品

- 2021.6.7 主题策略：高质量发展大潮中的科创板
- 2021.6.12 全球资金流向监测：外资连续41周流入，美股转为流出

### 固定收益

- 2021.6.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.6.7 中资美元债周报：新发继续回升，高收益地产下跌 ——中资美元债周报
- 2021.6.8 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.6.8 专题研究：2015-2016 vs. 2020-2021，煤炭债几多轮回 ——两轮煤企风波市场表现、财务基本面和政策表态复盘
- 2021.6.9 简评：上下游价差扩大至历史新高 ——5月通胀数据分析
- 2021.6.9 专题研究：绿色债券的国际实践和经验借鉴
- 2021.6.9 专题研究：可转债：基于动量修复的板块及个券选择
- 2021.6.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.6.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.6.10 简评：社融回落，结构性资产荒再现 ——5月金融数据点评
- 2021.6.11 中国可转债策略周报：与高波动“和解”，就是转债的“配置价值”
- 2021.6.11 简评：5月新能源车销量亮眼，硅料涨势或放缓 ——一周行业数据



- 2021.6.11 中国城投债券月报：5月城投债券月报 —— 融资收缩明显，弱区域平台风险上升
- 2021.6.11 简评：新时代，新规范，新模式 —— 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》点评
- 2021.6.12 中国利率策略周报：利率债供给真的有压力么？

## 行业

- 2021.6.7 有色金属：铜：美联储收紧预期渐强，冶炼加工费上涨
- 2021.6.7 有色金属：铝：下游开工率高位运行，全球库存续降
- 2021.6.7 化工：碳排放影响评价纳入环境影响评价体系
- 2021.6.7 银行：金融机构服务乡村振兴意义重大且空间广阔
- 2021.6.7 交通运输物流：周报：低估值高成长，即时零售或加速破圈
- 2021.6.7 电信服务：全球IDC板块FY1Q21纵览：重点解读政策、供需、能耗三重问题
- 2021.6.7 汽车及零部件：料供给持续获边际改善 客车现复苏迹象
- 2021.6.7 有色金属：海外市场景气度提升，氢氧化锂上行逻辑强化
- 2021.6.7 软件及服务：公卫信息化：国家疾控局成立带来的新变化
- 2021.6.8 公用事业：电力紧张叠加能耗管控，何去何从？
- 2021.6.8 日常消费：阿里线上月报：5月膳食营养补充剂/纯牛奶/饮料行业表现较好
- 2021.6.8 房地产：周报#246：新房销售转增，宅地成交高增
- 2021.6.8 石油天然气：中金看海外 公司 | 能源巨头的低碳未来（二）：英国石油未来十年削减40%油气产量，转型氢能与生物能
- 2021.6.8 化工：草甘膦行业报告二：2021-22再现十年一遇的景气周期
- 2021.6.8 科技：AI+电力：发变输配迎转型，降耗提效新机遇
- 2021.6.9 汽车及零部件：5月零售表现稳健，新能源及自主亮眼
- 2021.6.10 科技：AI+城市：构筑运营新生态，城市发展智慧化
- 2021.6.10 房地产：5月房价环比涨幅收窄，中短期或小幅提速
- 2021.6.10 可选消费：化妆品行业专题之三：从美妆到医美，“颜值经济”新时代
- 2021.6.10 石油天然气：发改委发布天然气管输价格“两个暂行”办法，“一企一价”改为“一区一价”
- 2021.6.10 医疗健康：数字健康：八问八答，看下一个十年
- 2021.6.11 主题研究：光伏产业呼吁价格理性，板块迎来积极拐点
- 2021.6.11 主题研究：新能源车产业链中期策略：全球化再启征途
- 2021.6.11 银行：社融增速回落，新增信贷平稳—5月社融点评
- 2021.6.11 电力电气设备：中游4月回顾：价格大稳小调、排产持续旺盛
- 2021.6.11 科技：AI+制造业：智能制造，降本提效
- 2021.6.11 航空航天科技：航发货币资金大增；沈飞产业集群呼之欲出
- 2021.6.12 传媒互联网：视频赛道研究之二：场景融合，内容和社交龙头收益
- 2021.6.12 科技：人工智能：步入“AI+”时代，行业应用多点开花

- 2021.6.12 汽车及零部件：汽车前沿科技系列六——华为：汽车大势所趋，赋能者到引领者
- 2021.6.12 化工：回顾前两轮历史，看目前化肥行业的高景气
- 2021.6.13 传媒互联网：周报：5月手游稳中有升，腾讯视频发片单
- 2021.6.13 化工：未来炼厂的方向：直接制化学品和碳中和
- 2021.6.13 机械：全球锂电产能加速扩张，产业链有望受益
- 2021.6.13 科技：科技硬件周报（6/12）：关注半导体设备和材料国产化机遇
- 2021.6.14 节能环保：发改委发文推进固废资源化，CCER渐行渐近
- 2021.6.14 电力电气设备：广东海上风电政策落地，推动行业持续发展
- 2021.6.14 家电及相关：家电经典时代转向品牌出海、第三消费时代
- 2021.6.14 银行：预计现金管理类理财产品整改软着陆，7万亿元理财迎准货基时代
- 2021.6.14 有色金属：铝：铝锭抛储靴子落地，不改铝市健康格局



## **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