

# 研报精选

2021年11月15日 第48期

## 宏观专栏

### **宏观年度展望：2022，转向需求**

报告预计，2022年宏观政策组合继续呈现“紧信用、松货币、宽财政”的态势。上半年可能继续降准，甚至降息，在上游供给受限的背景下，基建提速但力度不会太大，而减税降费也可能是重要发力点。

### **海外宏观：通胀潮起，踏浪而行**

报告预计，2022年海外供给约束将继续存在，财政刺激大概率退坡，货币扩张对通胀的作用将进一步显现，央行们将在“退”与“不退”之间抉择。全球经济增速或将放缓，我们对美国通胀的预测高于市场预期。

## 专题聚焦

### **AI应用在医疗，助力效率提升及资源共享**

报告提出，AI赋能医疗有望推动医疗资源的普及及效率提升，成为未来发展方向。医疗数据分布分散且互联互通水平低，隐私问题长期受关注，政府政策的引导及相应法律法规的建设、产学研合作是破局关键。

### **半导体设备系列：国内前道设备厚积薄发，加速成长**

报告提出，2H20全球半导体行业重新进入上行周期。虽然目前国内半导体设备厂商的市场占有率低，但国产替代市场空间广阔。当前国内28nm及以上成熟制程扩产规模较大，国内设备厂商迎来市占率提升的关键期。

## 宏观专栏

### 宏观年度展望：2022，转向需求

展望2022年，我们认为宏观经济的关注点将从供给端向需求端侧重。能源短缺推升企业经营成本，加上房地产严监管的影响，非政府部门的债务负担上升，给2022年内需带来下行压力。货币政策继续稳中偏松，但财政政策的力度或将加大。在前期宏观政策大幅扩张的基础上，美国劳动力短缺既通过推升工资和消费需求，也通过提升合意库存需求，而继续支撑我国明年出口。2022年我国经济增速或呈现企稳回升的态势，PPI通胀将高位回落，但中枢仍高于疫情前，而CPI通胀将低位回升。

能源短缺带来相对价格变化，中下游成本上升、资产负债表质量下降，叠加房地产走弱，非政府部门债务负担有所上升。2021年9月制造业营收成本率为近4年来的新高，公用事业、建筑业及中小企业成本压力相对更大。8月制造业、公用事业资产负债率均比2020年底上升0.4个百分点，居民可支配收入同比增速也较去年4季度小幅下滑。2022年能源短缺或有所缓解，但双碳早期，新能源因为供应不稳定、净能源系数（能源产出与投入之比）偏低等原因而难以完全弥补供需缺口。2021年下半年房企已完工未售存货占比提高，城市资质下沉的房企经营压力上升。近几年房企合作开发模式逐渐普遍，也需关注房地产债务的溢出效应对需求的影响。不过，房地产监管中长期有利于经济的健康发展，正如双碳将提高我国经济的成长质量。

与商品不同，劳动力供给弹性低，既是生产要素，又是需求者，美国劳动力短缺推升工资，支撑需求，在其货币增速仍然较高的情况下，这将继续支撑我国2022年出口。全球出口主要受价格支撑，而2021年量对我国出口的贡献多于价，反映我国出口确实有韧性。货币财政扩张改善了美国家庭资产负债表，而其低端劳动力因短缺而经历更高的工资涨幅，推升消费需求。短缺还通过提高库存的机会成本而推升企业合意库存需求，数据显示美国的合意库存远高于其实际库存。我们预计2022年美国劳动力短缺现象难以出现根本性变化，因为疫情前美国就因结构性原因而出现低端劳动力短缺，疫情只是加剧了短缺，提

前退休者大幅增加，低端劳动力价值观也因疫情而发生较大变化，劳动参与率显著下降。我们预计2022年美国经济增长速或为3.5%左右，我国出口可能仍有5%左右的增速，但运价居高不下侵蚀部分企业利润。

我们预计2022年宏观政策组合继续呈现“紧信用、松货币、宽财政”的态势，财政重要性上升，除了支持基建之外，减收或将是重要选项。上半年可能继续降准，甚至降息，在上游供给受限的背景下，基建提速但力度不会太大，而减税降费也可能是重要发力点。政策支持，加上疫情边际改善，消费或将回暖。四个季度实际GDP 同比增速可能分别为5.7%、4.8%、6.0%、4.9%（上半年5.2%，下半年5.4%），季调环比也可能逐步改善，全年增速或为5.3%左右。如果财政扩张力度更大，GDP增速也可能高于我们目前的预测。因基数原因，我们预计PPI同比前高后低，全年均值为4%左右，CPI则前低后高，全年或为2%左右。

以上观点来自：2021年11月7日中金公司研究部已发布的《宏观年度展望：2022，转向需求》

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  
黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436  
刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443  
张峻栋 SAC 执证编号：S0080120120076  
邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005  
郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442  
段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004  
周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

## 海外宏观：通胀潮起，踏浪而行

2021年海外宏观的关键词是“供给冲击”。供给约束导致强劲的需求“无处安放”，最终体现为短缺商品价格上涨。展望2022年，我们预计供给约束将继续存在，并对总需求带来多方面影响。与此同时，财政刺激政策大概率退坡，货币扩张对通胀的作用进一步显现。面对通胀压力，央行们将在“退”与“不退”之间做出艰难抉择。

► **供给冲击向需求传导。**供给冲击体现在劳动力短缺、供应链瓶颈、绿色转型约束三方面。劳动力短缺推升工资，有利居民消费，但工资上涨挤压企业利润，不利投资。供应链瓶颈影响企业补库存节奏，本轮库存周期持续时间将比以往更长。绿色转型具有长期化特征，影响企业长期投资回报率，对传统能源行业不利，对新能源有利。

► **通胀持续时间超预期。**通胀的分析框架可简单总结为：短期看供需，中期看货币，长期看人口和技术进步。疫情后海外主要经济体央行大幅增加货币供给，为通胀埋下“伏笔”。我们认为美国相对较高的通胀或将持续至2022年下半年甚至更长时间，部分高估值资产或面临重新定价。

► **财政刺激大概率退坡。**我们预计2022年海外主要经济体政府赤字将下降，财政对经济增长支持力度减弱。美国方面，拜登财政计划规模或将“缩水”，中期选举后财政政策的不确定性将增加。欧洲方面，“下一代欧盟”财政计划虽有余温，但大都已被市场充分预期。

► **货币政策犹豫中前行。**通胀上行加大央行退出宽松的压力，但退出的节奏却很难把握，退的太快会扼杀经济复苏，太慢会加大经济过热风险。我们预计美联储对通胀的容忍度将提升，美联储或在2022年6月前结束购债，并于第四季度进行加息。欧元区和日本央行退出宽松的可能性较低。

**经济预测：**我们预计2022年全球经济增速将放缓，其中，美国、欧元区、日本GDP增速分别为3.5%、3.5%、2.4%（市场预期4%、4.3%、2.6%），第四季度物价同比增速分别为3.8%、2%、0.7%（市场预期2.1%、1.4%、0.5%）。我们

对美国通胀的预测高于市场预期较多，我们认为市场低估了美国通胀的持续性与上行幅度。

**政治事件前瞻：**明年美国、法国、德国和巴西政坛都可能迎来变化，对各国经济政策带来影响。美国将于11月迎来国会中期选举，市场关注民主党能否保住参、众两院的多数席位，以及中期选举后拜登政府政策的连续性。法国和巴西将举行总统大选。德国政府将换届，市场关注新一届政府在财政和绿色转型方面的政策导向。



---

以上观点来自：2021年11月8日中金公司研究部已发布的《海外宏观：通胀潮起，踏浪而行》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

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

### AI应用在医疗，助力效率提升及资源共享

我国医疗行业存在资源相对稀缺且分布不均的痛点，AI技术有望改善医疗服务体系。2019年中国千人医生数为2.2，低于美国等发达国家，医生超负荷工作仍难以提高患者的诊疗效率。同时，我国医疗资源分布不均，优质医疗机构及专业人员向城市及东部倾斜。我们看到AI能够学习真实世界的反馈并分析大量数据，提高医疗效率及普惠性、前置健康管理时点等。

三大基础设施日益完善，人工智能多场景赋能医疗行业。数据、算法、算力是AI落地的必要条件，医疗数据的来源多、规模大，但目前可用性差；机器学习等算法应用广泛，不同的数据类型及应用场景对算法的需求呈现差异化；同时，AI专用芯片的推陈出新推动算力提升，对AI落地形成支撑。在应用端，我们看到AI技术在多场景赋能医疗健康领域，包括健康管理、公共卫生、医学影像、药物研发、医疗机器人、精准医疗、医院管理等。其中，医疗影像为应用最为成熟的领域，2020-2021年迎来密集取证期，肺部、眼底筛查获得医疗器械三类证的产品较多；电子病历是目前AI在医院管理领域最为广泛应用，我们认为随着国家医药体制改革的深化，健康信息全面整合需求有望持续增长，电子病历的发展前景广阔；同时，我们看到AI在健康管理的应用潜能，我们认为通过健康管理平台构建数据网络并形成用户全面的健康画像是未来健康管理智能化的发展方向。我们认为，AI赋能医疗有望推动医疗资源的普及，成为未来发展方向。

数据、隐私、商业化等制约AI在医疗领域的落地，我们认为政府及产学研联动是破局关键。医疗数据分布分散且互联互通水平低，同时，医疗数据包含较多敏感信息，隐私问题长期受关注。我们看到，政策持续推进医疗信息化建设并构建标准化数据库，《数据安全法》、《个人信息保护法》等隐私保护法律相继建立，但贯穿数据产生及使用全流程的隐私保护法仍有待完善。此外，在医疗领域应用AI技术面临较高的成本，目前商业模式尚不清晰。我们认为产学研合作有助于建立标准化数据库并深化各方对临床需求的理解，

同时政府可以鼓励公立医院进行相关研发并补贴基层医疗机构使用相关产品，推动商业化落地。



---

以上观点来自：2021年11月11日中金公司研究部已发布的《AI应用在医疗，助力效率提升及资源共享》

陈昊 SAC 执证编号：S0080520120009 SFC CE Ref: BQS925

朱镜榆 SAC 执证编号：S0080121070370

彭虎 SAC 执证编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

## 半导体设备系列：国内前道设备厚积薄发，加速成长

根据SEMI数据，2020年全球半导体设备市场规模为712亿美元，全球半导体前道设备市场规模为612亿美元。我们看到全球半导体行业2H20开始由于芯片缺货，各厂商加大资本开支，行业重新进入上行周期。SEMI预计2021/2022年全球半导体设备市场规模有望达到953/1,013亿美元，其中前道设备市场规模为817/869亿美元。

中国大陆半导体设备市场规模过去几年穿越周期持续增长。根据SEMI数据，2015年中国大陆半导体设备市场规模为49亿美元，2020年达到187亿美元。参照全球半导体设备市场构成，我们测算2020年中国大陆半导体前道设备市场规模约为161亿美元。

半导体设备前道设备技术壁垒高，国内厂商不断取得突破，缩小与海外厂商差距。近年来，随着政策支持以及国内下游需求增加，国内厂商技术水平正在加速追赶。

根据芯谋研究，2020年中国大陆半导体前道设备采购额中，国产设备比例仅为7%，而美国/日本设备比例为53%/17%。虽然目前国内半导体设备厂商的市场占有率低，但国产替代市场空间广阔。当前国内28nm及以上成熟制程扩产规模较大，国内设备厂商迎来市占率提升的关键期。

---

以上观点来自：2021年11月8日中金公司研究部已发布的《半导体设备系列：国内前道设备厚积薄发，加速成长》

李学来 SAC 执证编号：S0080521030004 SFC CE Ref: BRH417

胡炯益 SAC 执证编号：S0080120070115

彭虎 SAC 执证编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806



## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.11.8 海外宏观专题报告：海外宏观：通胀潮起，踏浪而行
- 2021.11.8 海外宏观周报：被“唤醒”的菲利普斯曲线
- 2021.11.8 海外全球外汇周报：主要央行抑制加息预期
- 2021.11.8 海外宏观简评：宏观探市：后流动性时代
- 2021.11.8 中国宏观热点速评：数说碳减排支持工具
- 2021.11.10 中国宏观热点速评：菜价支撑或短暂，PPI同比或近拐点 —— 2021年10月物价数据点评
- 2021.11.10 中国宏观热点速评：关注融资的结构性变化 —— 10月货币金融数据点评
- 2021.11.11 海外宏观简评：美国：逃不掉的通货膨胀
- 2021.11.14 海外全球外汇周报：加息预期分化推升美元

### 策略及大宗商品

- 2021.11.8 海外中资股策略：2022年展望：均值回归
- 2021.11.8 主题策略：2022年A股市场展望：有“惊”无“险”
- 2021.11.8 2022年大类资产配置展望：稳中求进
- 2021.11.8 海外策略：2022年展望：当增长落差遇上流动性拐点
- 2021.11.9 大宗商品：图说大宗：能源价格回落，建筑需求低迷
- 2021.11.11 碳中和双周报：“碳”策中国：COP26加码全球碳中和 2021年10月28日~11月10日
- 2021.11.11 主题策略：北交所系列四：十家公司11月15日北交所上市
- 2021.11.12 中国策略简评：MSCI中国半年度调整：新增58只、剔除47只
- 2021.11.12 主题策略：公募三季度港股持仓：新经济减持明显
- 2021.11.13 全球资金流向监测：外资继续流入，南北向均流出
- 2021.11.14 海外策略：美国边境开放首周有何变化？疫情复工周度追踪（11月13日）
- 2021.11.14 A股策略周报：配置向政策预期及中下游方向倾斜
- 2021.11.14 海外市场观察：关注美国近期政策动向 2021年11月8~14日
- 2021.11.14 海外中资股策略周报：政策微调进行中
- 2021.11.14 海外策略：供需矛盾和价格压力下的美股盈利 —— 美股3Q21业绩总结
- 2021.11.14 大宗商品：石油：北美释放战储，抑制短期溢价

**固定收益**

- 2021.11.8 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.11.8 中资美元债周报：二级市场再度走弱，负面评级频发
- 2021.11.8 招投标备忘录：国开债21年第8、16期增发、第18期新发——利率债招标分析
- 2021.11.8 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.11.9 简评：地产利差继续走扩，城投利差分化依旧 ——2021年10月行业利差跟踪
- 2021.11.9 招投标备忘录：付息国债21年第11、15期续发，农发债21年第10、11期增发——利率债招标分析
- 2021.11.9 简评：18岚桥MTN001到期违约简评
- 2021.11.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.11.10 简评：PPI再创新高，核心通胀仍处低位 ——10月通胀数据分析
- 2021.11.10 简评：设研院转债投资价值分析
- 2021.11.10 简评：房企美元债到期情况筛查
- 2021.11.10 简评：森麒麟转债投资价值分析
- 2021.11.10 简评：融资需求仍偏低，社融反弹仍需要更大政策刺激 ——10月金融数据点评
- 2021.11.10 招投标备忘录：国开债21年第9、15期增发——利率债招标分析
- 2021.11.11 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.11.11 招投标备忘录：付息国债21年第14期续发，贴现国债21年第55期新发——利率债招标分析
- 2021.11.11 专题研究：私募公司债回售压力较大，关注房企及弱区域城投兑付压力
- 2021.11.12 中国城投债券月报：10月城投债券月报——融资继续走弱，粤沪启动隐性债务清零试点
- 2021.11.12 中国可转债策略周报：被遗忘的Theta
- 2021.11.13 信用债收益率跟踪周报：一级净增回升，二级收益率下行
- 2021.11.13 中国利率策略周报：再论近期债市的几个分歧点

**行业**

- 2021.11.8 日常消费：周思考：高端白酒表现稳健，大众品提价行情延续
- 2021.11.8 汽车及零部件：车载操作系统：汽车新定义的软件架构基础
- 2021.11.8 房地产：广深莞佛：市场边际趋冷，按揭略有提速
- 2021.11.8 石油天然气：国内再现“柴油荒”；预计短期有望缓解
- 2021.11.8 传媒互联网：电竞正式入选亚运，EDG夺冠，发展再提速
- 2021.11.8 房地产：下行周期下的格局重塑与企业突围

- 2021.11.8 机械：3Q21机械持仓回顾：能源装备获加仓
- 2021.11.8 主题研究：新能源车产业链年度策略：新阶段，新结构，新机遇
- 2021.11.8 节能环保：3Q21固废、水务表现依旧亮眼，循环经济助力节能降碳
- 2021.11.8 交通运输物流：周报：新冠药研发推进；快递迎“双十一”旺季
- 2021.11.8 电力电气设备：工业自动化策略：机遇与挑战并存，龙头三维破局
- 2021.11.8 主题研究：硅料高位微涨，能源转型目标再明确
- 2021.11.8 主题研究：限电边际放松，建材钢铁需求持续疲软
- 2021.11.8 科技：科技硬件周报(11/6)：微软入局VR内容、移动聚焦5G+
- 2021.11.8 节能环保：深入打好污染防治攻坚战，环保治理需求亟待释放
- 2021.11.8 汽车及零部件：周报：10月销量环比走强，加库周期进行时
- 2021.11.8 科技：海底电缆：“双碳”保障长期成长，海风平价提速驱动中期需求
- 2021.11.8 半导体：半导体设备系列：国内前道设备厚积薄发，加速成长
- 2021.11.8 日常消费：2022年度策略：坚守高端白酒，关注大众品需求改善及提价落地
- 2021.11.9 汽车及零部件：汽车前沿科技系列九一一自动驾驶解决方案：主机厂基因的智能驾驶破局探索
- 2021.11.9 机械：电池厂扩产加速，2022年设备厂景气延续
- 2021.11.9 房地产：周报#267：销售持续低迷，资金面仍紧
- 2021.11.9 金融：正外部性转化为商业激励的可行选择——碳减排支持工具点评
- 2021.11.9 汽车及零部件：“金十银九”销量向上 行业补库周期已至
- 2021.11.9 石油天然气：LNG价格入冬回调；重申低吸城燃龙头
- 2021.11.10 主题研究：电新3Q业绩回顾：业绩分化，龙头起舞
- 2021.11.10 航空航天科技：行业景气持续向上，迎来较好配置时点
- 2021.11.10 银行：关于10月金融数据的几个问题
- 2021.11.11 科技：AI应用在医疗，助力效率提升及资源共享
- 2021.11.11 金融：财富管理：互联网渠道基金代销大放异彩；东财非货基保有量跻身行业Top3
- 2021.11.11 金融：3Q数据释放的信号—3Q21基金保有量数据点评
- 2021.11.11 主题研究：中美气候合作再进一步，美商务部驳回亚洲光伏倾销调查请求
- 2021.11.11 房地产：10月房价延续下行趋势，租金跌幅走阔
- 2021.11.12 农业：宠物经济双11表现良好，国货亮点频现

- 2021.11.12 传媒互联网：中金看海外 公司 | **Recruit**: 兼具盈利性和成长性的全球人力资源服务龙头
- 2021.11.12 纺织服装珠宝：运动鞋服：强势品牌双十一增速领先
- 2021.11.12 主题研究：南网十四五规划出台，电网投资增速超预期
- 2021.11.12 家电及相关：中金看海外 公司 | **iRobot**: 扫地机器人龙头缘何坚持视觉导航
- 2021.11.12 传媒互联网：双十一步入新常态
- 2021.11.12 化工：化工价格指数冲高回落——11月化工月度数据跟踪
- 2021.11.12 化工：化工产品价格或已筑顶，战略性看好偏下游企业
- 2021.11.12 电力电气设备：工业自动化跟踪：3Q21需求增速回归，结构分化显著
- 2021.11.13 纺织服装珠宝：男女装：双十一头部品牌实现较好增长
- 2021.11.14 汽车及零部件：2022中金汽车白皮书：望远看未来，洞见品变迁
- 2021.11.14 农业：转基因政策迎来修订，看好制种板块表现
- 2021.11.14 **REITs**: C-REITs首次分红简评
- 2021.11.14 化工：化工布局磷酸铁梳理，看好三氯蔗糖高景气
- 2021.11.14 传媒互联网：周报：手游市场回暖，上海MCITY开业
- 2021.11.14 交通运输物流：周报：“双十一”期间快递量同比增长超两成
- 2021.11.14 医疗健康：板块具备配置价值，关注创新国际化路线
- 2021.11.14 传媒互联网：数据月报：10月手游回暖；国庆档及进口片推动影市环增

## **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