

研报精选

2021年6月28日 第29期

宏观专栏

详解年内通胀之路

报告认为，新冠疫情带来的供给冲击远未结束，劳动市场摩擦和供应链受阻影响深远，通胀的幅度和持续性或超出市场预期。供给冲击带来的通胀加剧债务负担。下半年货币政策关键变量不是通胀，是金融风险。

领先指数走弱，资产配置信号明显

报告指出，5月中金经济领先活动指数全面走弱，金融条件的收紧逐步向实体经济传导，外需也出现见顶迹象。从历史上来看，金融条件与股市估值存在一定的领先关系，对周期板块更为明显。

专题聚焦

溯源碳交易本质，理解减排投资价值

报告指出，碳市场建设的本质是为体现减排的合理生态价值。考虑到CCER（核证自愿减排量交易平台）核心在于激励企业减排，因此未来供需有望形成动态平衡，CCER的价格不会过高或者过低。

食品饮料展望：高端白酒稳健、次高端盈利存弹性，餐饮供应链高成长

报告认为，食品饮料行业有望长期受益于内循环加速和消费升级趋势，并看好板块长期稳健增长前景。往后看，作者提出有望出现传统行业龙头强者恒强，高成长行业与新消费品牌崛起等中长期趋势。

宏观专栏

详解年内通胀之路

新冠疫情带来的供给冲击尚未结束，劳动市场摩擦和供应链受阻影响深远，通胀的幅度和持续性或超出市场预期。

第一，大宗价格轮番上行，第一阶段，去年11月至今年2月，“国内需求+海外供应”的品种如铁矿石、煤炭、铜、农产品领涨。第二阶段，3月-5月上旬，“国内需求+国内供应”的品种如电解铝、螺纹钢、动力煤在国内供应受限下领涨。第三阶段，5月中旬以来，国内供给端应对政策频出（钢铁进出口关税调整、打击囤积居奇和投机、铜铝抛储、发改委关注价格指数编制等），第二阶段领涨品种遭遇回调，但受益于疫苗接种推进和服务消费恢复，“海外需求+海外供应”的品种如原油，开始领涨。

第二，下游涨价传导没有结束。去年11月以来PPI生产资料中的加工工业、PPI生活资料（食品、衣着、日用品、耐用消费品）同比均在提速。PPI对CPI非食品消费品的传导也在继续，今年2月以来CPI非食品消费品（交通与居住用燃料、通信工具、家用器具、服装、交通工具）的同比增速亦全线提速。某些供给受限产品（如电子、汽车、橡胶）价格仍有补涨空间，而供应受限行业对其他行业PPI的传导仍未完成，从传导的历史经验来看，23个中下游行业传导有3-6个月时滞，我们认为，有的产品PPI仍可能有10个百分点上涨空间。

第三，CPI还存在两个可能被市场忽视的涨价因素，服务和猪肉。除了非食品消费品受PPI传导影响，服务消费加速修复、虚高基数消退，服务CPI同比将提速；而情绪主导的猪价急跌难持续，下半年供应回落、需求上升，我们预计猪价有望反弹。根据中金大宗团队的判断，受年初北方非洲猪瘟疫情反复影响，春节前后生猪产能受损，对应三季度出栏或将下降，近期的供需结构将趋于紧张，叠加8、9月后或迎来季节性需求回升，预计生猪价格3、4季度或会反弹至22元和23元/千克。

我们预计，基准情形下，PPI同比2-4季度分别为8.0%、8.5%和7.6%，全年同比6.5%左右，比市场均值高出0.8个百分点。CPI同比2-4季度分别在1.3%、1.7%和2.8%（单月触及3%），全年1.5%，比市场预测均值高出0.2个百分点。风险情形下，如果供给受限行业对中下游传导更充分，全年PPI同比或在7.0%，CPI同比或在1.7%。

供给冲击带来的通胀挤压中下游利润，加剧某些行业的债务负担。上下游涨价节奏不同、剪刀差扩至历史最大，盈利分化加大。历史上看，PPI同比上行期，上游采掘、中游冶炼加工、化工行业利润率受益，但下游广大制造业和公用事业利润率受损。1-4月，中下游制造业和公用事业的营收利润率较历史均值改善幅度（0.4和-0.3ppt）大幅小于工业总体（1.3ppt）。其中，汽车、通信电子、通用设备、电气机械、医药、纸制品、文娱用品等受影响较大。

因此，下半年货币政策关键变量不是通胀，是金融风险。成本推升的通胀不会导致货币政策收紧，相反，在经济增速减弱，而债务负担上升的背景下，货币政策将关注金融风险的释放。具体而言，楼市热度逐渐降温将打开松货币空间，信用风险或先缓和后回升（信用债到期量5-8月回落，9-12月再迎高峰），我们预计下半年货币政策稳中偏松，利率或小幅下行。同时，美国通胀一再超预期，市场担忧美联储被迫提前收紧货币政策。除了关注国内信用风险，中国货币政策也将关注海外市场动荡对国内市场的影响。

以上观点来自：2021年6月27日中金公司研究部已发布的《详解年内通胀之路》

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

段玉柱 SAC 执业证书编号：S0080121040056

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

领先指数走弱，资产配置信号明显

5月LEI：经济活动领先指数全面走弱

5月中金经济领先活动指数I、II、III（LEI I、II、III）全面走弱。5月LEI I从4月的0.56进一步下行至0.43，LEI II从4月的0.76下降至0.67，LEI III（即金融条件）从4月的-0.17下降至-0.27。在经历了一轮快速的复苏之后，中金经济领先活动指数从LEI III（领先GDP增速约3个季度）率先下行，到LEI I、II（分别领先名义GDP增速1-2个季度）与LEI III共同下行，反映出实体经济复苏动能走弱。

金融条件的收紧逐步向实体经济传导、外需也出现见顶迹象。LEI III即金融条件指数从去年3季度开始走弱，根据历史经验，这种走弱的压力会在未来3个季度左右逐步向实体经济传导，我们也从去年年底开始提示这种风险。从目前实体经济的状况来看，经济复苏走弱的迹象更加明显：一方面，在去除基数效应后，小松挖掘机利用小时数连续3月同比负增长、挖掘机产量同比增速也逐步回落，建筑相关投资并不强；另一方面，商品房均价同比增速、销售面积同比增速均停止大幅上行、横盘震荡，地产可能逐步面临下行压力。在外需方面，PMI新订单指数连续回落，其中新出口订单指数已经回落到荣枯线以下。

虽然流动性大体宽松、短期利率保持相对低位，但社融以及货币供应增速下降较快，总体融资条件仍在收紧过程当中。在严控地产、城投相关融资的背景下，金融条件可能难以在一个季度以内出现明显回升。加之外需虽然有一定韧性、但对增长的贡献逐步下降，我们预计经济面临的下行压力或将持续。

金融条件（LEI III）对资产配置的信号意义

如何理解金融条件（LEI III）与股市估值的关系？从金融条件（LEI III）本身来看，其综合了量（货币供应量、社融）价（短期利率、长期利率、利差）指标，用以衡量总体融资条件的松紧程度。如果我们机械地将TTM市盈率拆分成2部分：未反映在过去盈利中的盈利预期、折现率（风险溢价与无风险利率），

金融条件对以上2个因素都有重要的影响，具体来看：1) 盈利预期，融资的变化领先经济增长的变化，而经济增长则与盈利预期高度相关；2) 融资条件宽松，一般意味着折现率降低，或者通过压低风险溢价、或通过压低无风险利率。但由于影响股票市场的因素非常复杂，且融资条件宽松向股票投资者心中盈利预期/折现率的传导并不是“一蹴而就”的，因此金融条件对股市的估值可能存在一定的领先作用。

从历史上来看，金融条件与股市估值存在一定的领先关系；对周期板块、成长板块均有体现，但周期板块更为明显。我们制作了一个非常简单的信号：金融条件（LEI III）的月环比变化；并观察T期LEI III的环比变化，与9个月后股市估值变化（T+9相对T期）的关系：从2016年到现在，二者呈现出较为稳定的正相关关系。我们又继续对不同的板块进行检验，发现这种领先关系对周期板块更为明显，对成长板块也成立、但相对较弱。这种板块之间的差别也是可以理解的：成长板块的盈利预期可能相对独立于周期、而盈利预期有时也与风险溢价存在一定正相关，因此成长板块的估值虽然也受融资条件的影响，但幅度相对周期板块较小。

以上观点来自：2021年6月27日中金公司研究部已发布的《领先指数走弱，资产配置信号明显》

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

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

溯源碳交易本质，理解减排投资价值

全国碳交易市场即将启动，资本市场对碳交易关注度亦不断提升，而市场对碳交易仍然存在较大认知预期差。我们试图从碳交易的历史、机制、目的等角度，去理解碳市场价值，并对市场关注度较高的CCER供需进行测算和判断。建议关注林业碳汇、填埋气发电、资源化、垃圾焚烧等相关受益领域。

碳市场建设的本质是为体现减排的合理生态价值。目前，我国碳市场可以分为强制性的配额交易市场和中国核证自愿减排量（CCER）市场。碳市场交易以配额交易为主，CCER是重要补充。我国碳市场覆盖范围为重点排放单位，即行业内年度温室气体排放量达2.6万吨二氧化碳当量（综合能源消费量约1万吨标准煤）及以上的企业或者其他经济组织。配额市场的控排企业由生态环境主管部门分配排放额度，企业可以按照自身的盈余和缺口交易；CCER市场可以通过抵消机制和配额市场产生联动，重点排放单位可使用CCER或其他减排指标，抵消不超过5%的实际排放量。

CCER需求是实际碳排放与配额的差值，受到配额政策松紧的影响。从需求端看，CCER需求量主要由碳排放配额总量及CCER可抵消碳排放配额比例两个因素决定。当前仅发电企业纳入碳交易市场，随着碳交易市场的日渐成熟和逐步完善，我们预计未来碳交易市场将会覆盖更多的行业。当前碳市场仅纳入电力行业，按5%最大抵减比例测算，CCER最大需求约2.3亿吨，未来若化工、造纸等高耗能行业被纳入，CCER最大需求有望增长至4.22亿吨。

CCER供给大概率不会大幅过剩。CCER供给来源于林业、甲烷利用、新能源发电等项目。全国林业减排量约有12亿吨，但其中天然林、经济林不属于CCER范围，实际供给量将大幅减少。鉴于CCER其自愿性、额外性的本质，而风光、水电受新能源比例强制目标约束以及较好盈利性，其优先级理论上或低于林业、甲烷利用项目。鉴于激励减排是碳交易制度的核心目标，过低的碳价对减排无法起到激励、约束效果，而过高的碳价亦会大幅增加企业负担不利于低碳转型。

从历史试点项目看，CCER平均价格大约在30元/吨。截至2021年6月3日，七个试点城市的历史累计成交总量接近3.4亿吨，成交额超过77亿元。其中广东和深圳两地的碳市场交易活动相对活跃，广东碳交易所6月3日当日成交量超过12.6万吨，成交额超过507万元，且历史累计成交量和成交金额在各个试点城市中均为最高。从历史成交情况来看，各个试点城市的成交价格之间存在较为显著的差异，历史平均成交价格约为30元/吨，近期价格波动区间为15-45元/吨，而同期欧洲碳市场排放许可（EUA）期货成交价已突破50欧元/吨，目前国内试点碳市场价格相较发展多年的欧盟市场仍有一定差距。

我们认为CCER交易的设立主要有两部分意义：1)推动碳中和政策的实施。由于一般情况下CCER市场价格低于配额市场，企业通过购买CCER进行抵减可以适当降低履约成本，而减排项目也可从中获得额外收益。我们认为CCER有利于企业从高排超排平稳地向低碳减排过渡发展，同时可以通过激励形式充分利用碳减排量资源，从而推动碳中和政策的实施。2)推动减碳节能尤其是当前盈利能力较差的行业发展。CCER项目需具备额外性，即这种项目活动在没有外来CCER支持下，存在诸如财务、技术、融资、风险和人才方面的竞争劣势和/或障碍因素，靠国内条件难以实现。因此，我们认为CCER对于部分盈利能力较差、但具备减碳节能作用的项目可以起到有力的支持作用。

沼气利用项目经济效益突出。我们测算CCER对垃圾焚烧、填埋气、风电、光伏项目利润弹性约为11.1%/101.4%/35.2%/21.6%，基于填埋气项目在减排能力上的显著优势，其可以获得CCER的度电增量收益高于焚烧、风光等项目，因此CCER对沼气利用项目的利润增厚效应更为突出。

以上观点来自：2021年6月23中金公司研究部已经发布的《溯源碳交易本质，理解减排投资价值》

蒋昕昊 SAC执业证书编号：S0080519020002 SFC CE Ref: BOE414

张钰琪 SAC执业证书编号：S0080520040001

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

刘佳妮 SAC执业证书编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556

苗雨菲 SAC执业证书编号：S0080120070037

专题聚焦

食品饮料展望：

高端白酒稳健、次高端盈利存弹性，餐饮供应链高成长

我们认为食品饮料行业有望长期受益于内循环加速和消费升级趋势，并看好板块长期稳健增长前景。展望2H21，我们建议投资者关注四条主线：（1）不断享受消费升级和集中度提升的高端和次高端白酒龙头；（2）高景气度食品饮料赛道（餐饮供应链上的速冻食品、预制菜等）；（3）原材料成本上行背景下，具备提价能力的板块（白酒、啤酒、调味品等）；（4）去年业绩受疫情冲击今年逐季恢复的企业（休闲卤味等）。往后看，我们判断有望出现传统行业龙头强者恒强，高成长行业与新消费品牌崛起等中长期趋势。

白酒：延续集中分化和酱酒热，把握具有品牌优势的高端次高端价位。白酒结构性景气（景气度：高端>次高端>光瓶酒>中高端>中低端），并延续集中分化趋势，品牌效应强化龙头地位，高端白酒高景气度延续；次高端享受消费升级和渠道扩张红利以及去年低基数，今年业绩高弹性。酱酒热利于次高端价位扩容，也增加次高端竞争。

速冻食品：今年B端稳步恢复、C端短期承压，长期看速冻食品行业延续高景气度。当前处于餐饮供应链变革期，随餐饮和家庭“去厨房”化趋势深入发展，预制菜有望成为速冻食品行业发展新驱动。

啤酒：我们认为短期疫苗接种旺季将负面影响饮酒量，但世界级赛事仍可带动夏季销量，今年行业结构升级加快，10元价位未来将成最大扩容点。

软饮料：需求持续复苏，中长期看好能量饮料、包装水、气泡水等高景气赛道。

乳制品：我们预计高基数下2Q21乳企销售增长短期承压，但2H21有望继续复苏。长期建议关注低温鲜奶、奶酪等新品类。

调味品：高库存、渠道结构变迁以及成本压力之下，行业短期基本面略有

波动。中长期看传统调味品有望稳健增长，复合调味品虽竞争有所加剧景气度仍较高。

肉制品：关注猪价下降周期及肉制品升级进程。

零食综合：长期看好行业的成长属性，短期建议关注去年业绩受疫情冲击今年逐季恢复的企业（休闲卤味等）。



以上观点来自：2021年6月23日中金公司研究部的《食品饮料展望：高端白酒稳健、次高端盈利存弹性，餐饮供应链高成长》

王文丹 SAC执业证书编号：S0080521050010

陈文博 SAC执业证书编号：S0080518090003 SFC CE Ref: BNK779

陈涛 SAC执业证书编号：S0080121060009

周悦琅 SAC执业证书编号：S0080520030002 SFC CE Ref: BRF444

方云朋 SAC执业证书编号：S0080120040024

黄佳媛 SAC执业证书编号：S0080120080112

武雨欣 SAC执业证书编号：S0080120070186

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.6.21 中国图说中国宏观周报：消费修复的“二次分化”
- 2021.6.22 海外宏观专题报告：Taper溯往问今 资产谨慎可期
- 2021.6.22 中国宏观热点速评：存款利率上限改革支持实体经济
- 2021.6.26 其他宏观热点速评：详解两党基建框架 ——美国财政预算进展跟踪
- 2021.6.26 海外宏观简评：绿色转型：美国基建有望提速
- 2021.6.27 海外宏观简评：宏观探市：短期从点阵图重回Taper
- 2021.6.27 中国宏观简评：从中金CMI的高阶信号看资产配置
- 2021.6.27 中国宏观简评：领先指数走弱，资产配置信号明显
- 2021.6.27 中国宏观专题报告：详解年内通胀之路
- 2021.6.27 中国宏观专题报告：从资金与项目看年内基建增速

策略及大宗商品

- 2021.6.21 海外中资股策略周报：成长风格渐强
- 2021.6.23 海外中资股策略：2021年下半年港股展望：重拾新经济
- 2021.6.25 全球资金流向监测：外资43周流入，互联互通双向重回流入
- 2021.6.26 海外策略：变异病毒是否会带来更大升级风险？ | 疫情复工周度追踪（6月26日）
- 2021.6.27 海外市场观察：FOMC后流动性和仓位的一些新变化 2021年6月21日~6月27日
- 2021.6.27 海外策略：拜登基建进展更新与影响测算
- 2021.6.27 海外中资股策略周报：成长风格估值具备吸引力
- 2021.6.27 A股策略周报：成长为主，兼顾周期
- 2021.6.27 大宗商品：黑色金属：下半年钢材消费强度将走缓

固定收益

- 2021.6.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.6.21 简评：存款利率自律机制改革，打破银行负债成本刚性 ——优化存款利率自律定价形成机制点评
- 2021.6.22 中资美元债周报：新发继续下滑，高收益情绪仍弱 ——中资美元债周报
- 2021.6.22 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.6.23 专题研究：银行负债改革频频，成本刚性有望打破 ——机构负债端跟踪2021年6月月报
- 2021.6.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.6.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

- 2021.6.25 简评：屋顶分布式光伏试点工作加速推进 ——一周行业数据跟踪
 2021.6.25 中国可转债策略周报：离开低点两个月后
 2021.6.26 中国利率策略周报：路演感受：论中美债市的“打左灯向右转”

行业

- 2021.6.21 传媒互联网：周报：万达发片单，中国头部手游表现亮眼
 2021.6.21 房地产：行业新格局下的企业再突围：2H21展望
 2021.6.21 科技：科技硬件周报（6/19）：关注第三代半导体
 2021.6.21 医疗健康：CGM：血糖健康管理时代的数字化革命
 2021.6.21 机械：中金挖机利用指数：最差的时候已经过去
 2021.6.21 化工：关注磷酸铁新兴需求，硅产业链价格再走强
 2021.6.21 主题研究：硅片价格松动，广西存量项目可延期并网
 2021.6.21 交通运输物流：周报：欧盟管制放松；海晨股份首覆
 2021.6.21 有色金属：资源为王，重视锂业龙头的资源扩张
 2021.6.21 交通运输物流：高基数下5月快递增速放缓，单价降幅收窄
 2021.6.21 机械：锂电设备供不应求，工程机械需求筑底
 2021.6.21 汽车及零部件：加库存周期未来可期，缺芯影响6月上旬产销
 2021.6.21 医疗健康：板块分化，继续关注创新和医疗消费主题
 2021.6.21 有色金属：铝：抛储官宣落地，电力紧张逐步缓解
 2021.6.22 C-REITs：起航——写在C-REITs开市首日
 2021.6.22 非酒类食品饮料：乳业月报：奶价续升，行业竞争趋缓
 2021.6.22 房地产：周报#248：销售同比转跌，溢价率边际下行
 2021.6.22 医疗健康：人工关节国采规则公告，利好国产规模企业
 2021.6.22 传媒互联网：互联网月报：估值探底，建议逢低吸纳
 2021.6.22 有色金属：冶炼加工费上行，价格回落下游点价增加
 2021.6.23 科技：AI+汽车：高级别智能驾驶，提效降耗新体验
 2021.6.23 公用事业：溯源碳交易本质，理解减排投资价值
 2021.6.23 汽车及零部件：持续看好轻量化赛道 一体化压铸方兴未艾
 2021.6.23 汽车及零部件：全年销量目标不变 自主崛起正当时
 2021.6.24 主题研究：整县分布式试点方案下发，有望成零碳关键
 2021.6.24 传媒互联网：5月广告市场回顾：电商加码梯媒持续增长
 2021.6.25 金融：中金看海外 公司 | 纽约梅隆银行：全球领先的金融服务机构
 2021.6.25 汽车及零部件：新能源月度观察：渗透率再上台阶
 2021.6.27 传媒互联网：周报：梯媒持续增长，关注主旋律影片上映
 2021.6.27 机械：拥抱高景气行业，聚焦确定性增长
 2021.6.27 房地产：房企多元拿地手册
 2021.6.27 科技：科技硬件周报（6/26）：半导体高景气度持续
 2021.6.27 金融：监管推动支付费率降低、让利小微及个体户

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