

研报精选

2020年12月28日 第5期

宏观专栏

英国变异毒株难撼全球抗疫格局——新冠病毒变异影响点评

尽管英国变异病毒引发全球关注，但从现有证据来看，英国的新冠病毒变异并未脱离病毒的演化规律，变异速度仅为流感病毒的一半，上市疫苗失效概率很低，不会改变人类抗击疫情的格局。

美国就业改善：半为真实半错觉？

美国失业率在衰退期就迎来拐点，且修复屡超预期，主要原因在于临时性失业下降，而永久性失业仍在上升。报告认为，美国劳动市场数据夸大了改善程度，永久性失业需待疫苗落地、疫情好转才能真正开启修复。

专题聚焦

多重因素造成多省限电，关注辅助服务市场建立，稳定电力系统

报告认为近日湖南、江西、浙江出现拉闸限电由多重因素推动：1) 后疫情时代工业用电超预期+极端天气推高高峰用电负荷；2) 有限的本地新增装机和对外输电量的依赖难以满足突发情况；3) 环保约束。

春风化雨，点石成金——中国基础设施REITs系列研究总领篇

中国基础设施公募REITs自2020年正式扬帆起航，旨在盘活中国这一全球超大基础设施投融资市场，促进双循环发展新格局构建。报告认为，这对中国资本市场建设以及引导基础设施股权投资具有里程碑意义。

宏观专栏

英国变异毒株难撼全球抗疫格局——新冠病毒变异影响点评

2020年9月，英国伦敦首次出现新冠病毒的最新变异感染病例。11月，伦敦有约四分之一的新增确诊新冠病例由变异病毒引起，而到了12月中旬，这一数字就达到了约三分之二。多条线索似乎指向同一个源头——英国新冠新变异毒株感染速度更快。从12月20日开始，英国伦敦等地再次紧急封锁，全球40多个国家及地区已开始对英国实施旅行禁令。

变异是正常现象，新冠病毒变异速度仅为流感病毒一半

病毒发生基因突变是一件正常的事情，而新冠病毒作为一种RNA病毒，相对于DNA病毒变异的几率也更大。实际上，新冠病毒在RNA病毒中属于变异速度相对较慢的种类。根据2020年9月Nature杂志发表的研究¹，新冠病毒的“校对酶”机制能够修正可能的复制错误，一个典型新冠病毒基因组在一个月内只会积累一到两个单碱基突变，这个变异速度只是普通流感病毒的一半。此外，许多病毒变异并不会对人体造成新的影响。

英国变异毒株基本不会改变人类抗击疫情的路径

尽管英国变异病毒引发全球关注，但从现有证据来看，英国新变异毒株不太会对人类抗击新冠疫情格局造成较大影响。

首先，英国变异病毒似乎不会使感染者病情加重。马萨诸塞大学医学院的生物化学家Jeremy Luban指出²：“英国更高比例无症状感染者的出现，似乎也表明这种变异病毒不会更加致命”。

其次，英国的新变异毒株让现有疫苗失效的概率非常低。在注射新冠疫苗

¹ Callaway, Ewen. (2020). The coronavirus is mutating — does it matter?. Nature. 585. 174-177. 10.1038/d41586-020-02544-6.

² What We Know About The New U.K. Variant Of Coronavirus — And What We Need To Find Out. NPR. Dec 22, 2020.

<https://www.npr.org/sections/goatsandsoda/2020/12/22/948961575/what-we-know-about-the-new-u-k-variant-of-coronavirus-and-what-we-need-to-find-out>

后，人体产生的抗体可以识别刺突蛋白表面的多个不同抗原表位完成中和，从而起到免疫效用。从科学角度讲，一组变异就会改变原有刺突蛋白所有抗原表位结构的可能性非常低，也就是说英国新的变异毒株大概率不会逃过现有疫苗所产生的免疫保护。

另外，病毒必须积累一系列能够侵蚀人类防御能力的变异才能完全避开人体的免疫系统，对于新冠病毒而言这个过程需要至少数年时间。根据Jesse Bloom的研究³，即使是变异速度最快的流感病毒也需要五到七年时间才有可能变异至能够逃脱免疫系统的水平，新冠病毒需要的时间显然更长。这也说明短期内已上市的新冠疫苗失效可能性不大，这为人类监控病毒变异并调整疫苗提供了充足的时间。

最后，目前辉瑞/BioNTech和Moderna都是采用mRNA技术进行疫苗研发，而mRNA技术的一大优点就是可以被快速研发制备，病毒变异后，只需调整有效抗原的RNA序列即可重制出疫苗。BioNTech的CEO Ugur Sahin表示⁴，如果目前研发的新冠疫苗对变异病毒免疫效果不佳，他们可以在六周内研制出针对变异病毒的疫苗。

以上观点来自：2020年12月24日中金研究院已发布的《英国变异毒株难撼全球抗疫格局——新冠病毒变异影响点评》

周子彭 SAC 执业证书编号：S0080520070004

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

³ Eguia, R., Bloom, J., et al. A human coronavirus evolves antigenically to escape antibody immunity. Dec 18, 2020. bioRxiv 2020.12.17.423313; doi:

<https://doi.org/10.1101/2020.12.17.423313>ons-for-encouragement-based-on-pfizers-covid-19-vaccine-results/

⁴ Loh, T. Vaccine Makers Preparing for Mutant Coronavirus Strains. Bloomberg. Dec 23, 2020.

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-22/vaccine-makers-say-they-re-ready-for-mutant-coronavirus-strains>

宏观专栏

美国就业改善：半为真实半错觉？

疫情爆发后美国失业率冲高后快速回落，平均时薪和工作小时数亦高于疫情前，劳动力市场看似大幅改善，但背后仍有不真实的一面。

量的方面，亮点在于失业率在经济尚处衰退期就迎来了拐点，且失业率修复屡超预期，但背后有统计口径的原因。劳动参与率偏低“加速”了失业率的修复，同时衰退期的“超前”拐点来自临时性失业（短期停工），永久性失业（传统意义上的失业）仍在上升。疫情爆发后，各国的失业率走势表现出很大的差异，英国和德国失业率趋势上行，而美加失业率在4月跳升至高位后正在快速下行。失业率统计中是否包含临时性失业是疫情后失业率走势分化的重要原因。若剔除临时性失业，美国的失业率走势与英德两国基本相同，仍处在上行阶段。

价的方面，亮点在于平均时薪增速和工作小时数较疫情前不降反升，但短期的结构因素贡献了超过50%的薪资提速，低收入接触性服务行业和非核心低收入岗位受疫情影响更大，就业占比下降推升平均时薪。其次，价格因素方面，疫情引发的恐慌和封锁（不能）以及过于“慷慨”的救济金（不用）提升了用工成本，造成部分劳动力市场的紧张（如个人护理、教育健康服务业等）。5月来工作时长的升幅中结构因素同样贡献了80%。

往前看，永久性失业需待疫情好转才能开启修复，同时救济金的退坡速度也会影响再就业意愿。而失业持续时间不断拉长，或增大未来再就业的难度。低学历劳动者可远程办公占比较低，疫后经济结构变化（如无接触经济发展）或影响就业修复，不断右移的Beveridge曲线（高失业率与高职位空缺并存）或表明劳动力市场的匹配效率在下降。也需警惕慷慨救济金对再就业意愿的影响。如果救济金退坡速度慢于疫后经济复苏的步伐，劳动力市场的供不应求可能加剧，并进一步推升薪资增速。但从近期美国国会与总统对居民收入补贴规模的争端来看，随着疫情的好转，补贴或亦会较快退坡，也将压制薪酬上升的动能。

总之，近期美国劳动市场数据夸大了其就业改善的程度，因此不宜将当前美国劳动市场复苏的幅度与速度简单线性外推。但未来随着疫苗落地、疫情消退，美国劳动市场大方向将会出现“真正的”好转。疫情期间居民收入补贴较多，疫情消退带来劳动市场真正好转，市场仍不能忽视美国通胀的上行风险。



以上观点来自：2020年12月27日中金公司研究部已发布的《美国就业改善：半为真实半错觉？》

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

专题聚焦

多重因素造成多省限电，关注辅助服务市场建立，稳定电力系统

据多家媒体报道，近日湖南、江西、浙江各地出现拉闸限电，多省启动有序用电⁵。

如何造成缺电？我们认为此次缺电由多重因素共同推动：

► **需求存在低估：后疫情时代工业用电超预期+极端天气推高高峰用电负荷。**下半年以来，全社会用电需求保持高增长，11月单月增速攀升至9.4%，持续超预期。其中，工业用电在后疫情时代表现突出，从8月开始单月增速在7.6%~9.9%之间，其中四大高耗能、高技术制造（医药、医疗设备、通信、电子）、装备制造（电气机械、金属制品、汽车、专用设备、通用设备）8月以来均保持高个位数甚至双位数的同比增幅。此外，较强冷空气进入浙江、江西、湖南等中东部省份，12月1~18日平均摄氏度气温同比降幅高达23~43%，推升空调需求，加剧工业、居民用电，拉高高峰用电负荷水平，加大供应难度。

► **供给结构仍待优化：有限的本地新增装机和外送电量的依赖难以满足突发情况。**1) 湖南电力装机中1/3为水电机组，过去两年省内装机增速从5.7%降至3.3%，且新增量基本为风光，火电机组盈利受困，2019年出现火电装机净下降。此外，虽然湖南火电全年利用小时在4,000小时，但在年末用电高峰火电利用小时单月高达450小时以上，年化5,500小时，已达满发状态，较难应付极端情况；2) 江西：省内火电利用小时5,100-5,200小时，仅次于内蒙古，气温骤降加剧电力供应紧张，外送电量占比快速提升，但难解近火。

► **环保约束：2018年以来沿海省份出台煤炭消费目标，并有效控制火力发电，**浙江2019年火电利用小时同比回落3%，2020年考核之年仍需边际控制来实现目标。然而疫情后，5月以来省内用电旺盛，单月同比+5%~14%，并有望持续。当前前10个月火电利用小时达3,167小时（同比小幅-4%），高需求下外送电难以及时支撑的情况下，存在环保约束和火电发电的短期矛盾。

⁵ http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-12/18/c_1126875079.htm

“碳中和”目标下，经济结构转变及电气化率快速提升或带来用电需求增速持续好于预期。碳中和加速中国能源转型，电能比例提升将是主要路径，工业、交通行业电能替代空间充足，用电增长具备韧性和可见性。另外，向数字化、智能化社会转型过程中，5G建设以及数据中心应用对算力要求不断提升，形成新的耗电力量。“十四五”期间，我们预计用电需求CAGR 5.6%，高于行业预期的4%-5%，长期来看，能源需求增加叠加电气化率走高，2060年电力需求或达18.4万亿度电，较2019年上行151%。

新能源快速发展，短期内离不开煤电调峰需求，加速完善能源辅助服务市场机制，保障备用装机合理回报，有助于顺利跨过能源转型过渡阶段。新能源从替补能源到主力能源已经成为未来能源变革基本共识，但在其可调度性和可预测性的缺陷尚未能圆满解决前，煤电机组存在意义依然重要、不可轻视。我们认为加速辅助服务市场的建立（调峰、调频补偿，容量电价机制等），给予备用装机稳定、合理回报，使其不受发电量疲软、煤价大幅波动拖累，避免因经营困难而破产，保障电力系统安全，为新能源发展保驾护航。当前，火电灵活性改造仍然是各类辅助服务改造中最经济的选择。

碳交易市场建立有望加强市场化调控能力。由于各省经济、能源结构各不相同，面对的碳排压力存在差异。我们认为未来环保减排或应总量控制，但各省可调节，期待碳交易市场后加强市场化调控能力。

以上观点来自：2020年12月21日中金公司研究部已发布的《多重因素造成多省限电，关注辅助服务市场建立，稳定电力系统》

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

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

王嵩 SAC 执业证书编号：S0080520120007 SFC CE Ref: BLE051

车昀信 SAC 执业证书编号：S0080520100002 SFC CE Ref: BQL481

苗雨菲 SAC 执业证书编号：S0080120070037

专题聚焦

春风化雨，点石成金——中国基础设施REITs系列研究总领篇

中国基础设施公募REITs自2020年正式扬帆起航，旨在盘活中国这一全球超大基础设施投融资市场，促进双循环发展新格局构建。这对中国资本市场建设以及引导基础设施领域股权投资都具有里程碑意义，也代表着未来资产证券化路径下金融市场深度服务实体经济的发展方向。作为系列研究报告的开篇，本文将全面系统地介绍REITs基本知识、梳理海外REITs投融资的前世今生、阐释中国基础设施REITs的背景/特点/作用/及潜力、并提出如何进一步发展完善的建议。本篇之后我们还将陆续推出9篇细分行业的研究报告，依次是1)高速公路、2)仓储、3)数据中心、4)污水处理、5)产业园区、6)铁路、7)垃圾处理、8)地铁、9)长租公寓。

放眼全球REITs已成为仅次于股票和债券的第三大类基础性金融产品。目前全球已有四十余个国家和地区创立了REITs市场。REITs不仅打通了实体资产与金融市场间的投融资路径，其亦股亦债的特性也使其成为投资组合中重要的配置品种。

构建中国公募REITs是深化金融供给侧改革、促进经济双循环发展的重要举措。继科创板、创业板试点注册制后，作为金融供给侧改革的一次有益探索，公募REITs不仅有助于盘活基础设施资产、形成投融资闭环，也有利于扭转资金热衷于投资实体资产而非金融资产的局面、引导养老金/保险等长期资金投资于长期收益型资产的证券化产品，还有益于引领债权融资向股权融资方向发展从而降低杠杆率、推动收益率法之下的资产理性定价从而抑制和防范风险。特别的，如果超过百万亿元的居民储蓄及理财中有一部分可以通过REITs投资于基础设施，既可以支持基础设施投资、促进经济结构调整，还能增加居民财产性收入、带动消费，使之成为扩大内需和提升内循环良性发展的重要枢纽，增强资本市场服务实体经济的能力。

中国基础设施底蕴深厚，有望培育出全球领先的REITs市场。在基础设施领域率先开始公募REITs实践，我们认为是符合当前经济发展转型期的最佳选

择。中国基础设施存量资产规模已超过一百万亿元。从权属、收益率等角度综合评判,我们认为其中适合作为公募REITs底层资产的部分也已达数万亿元,涉及交通、仓储、产业园、环保、数据中心等多个领域。这其中原始权益人多为地方政府和城投平台。我们相信基础设施REITs将成为地方公共投融资循环的有效工具,只要制度设计合理,原始权益人将有意愿拿出好资产,也有动力将其持续管理运营好。因此,虽然中国公募REITs起步晚于其他很多国家和地区,但却有条件后来居上,打造出规模大、品种多、资产优、流动强、风险低的国际领先REITs市场。

以发展的眼光推进和完善中国基础设施REITs,激活万亿元级投融资市场。中国证监会克服诸多现实难点、开创性地以“公募+ABS”最小阻力架构实现了中国基础设施REITs试点启动,不可谓不智慧。罗马不是一天建成的,我们认为应当秉持开放的心态,在积极参与试点实践的过程中,不断迭代优化有关制度安排。其中,我们认为短期重点在估值定价体系和上市交易安排;中期应着眼于完善架构(特别是税收安排)及提升透明度;长期则须解决管理人安排与能力建设问题,同时,适时适度地扩大底层资产品类也是重要议题。

以上观点来自:2020年12月23日中金公司研究部已发布的《春风化雨,点石成金——中国基础设施REITs系列研究总领篇》

张宇 SAC 执业证书编号: S0080518070002 SFC CE Ref: BLZ827

孙元祺 SAC 执业证书编号: S0080118060056 SFC CE Ref: BOW951

孙静曦 SAC 执业证书编号: S0080119080024

赵俊桦 SAC 执业证书编号: S0080120070097

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2020.12.21 海外宏观专题报告：美元的冬天尚未结束
- 2020.12.25 宏观简评：是结束,也是开始 | 欧盟英国贸易和合作协定点评
- 2020.12.27 海外宏观周报：疫情后再看美国企业部门债务压力
- 2020.12.27 海外宏观专题报告：美国就业改善：半为真实半错觉？
- 2020.12.27 图说中国宏观周报：企业盈利带动制造业投资增速加快 | 2020年12月21日-27日

策略及大宗商品

- 2020.12.21 海外中资股策略周报：中央经济工作会议设定2021年政策基调
- 2020.12.25 量化策略专题：外生环境、内生结构、趋势动量在收益预测中的有效结合
- 2020.12.25 全球资金流向监测：外资第17周流入中资股；美股影响下发达股市转为流出
- 2020.12.27 A股策略周报：重点关注结构
- 2020.12.27 量化策略周报：量化策略周报（225）：分化行情或仍将延续
- 2020.12.27 海外市场观察：美国产能利用率修复到什么程度了？ | 2020年12月21日~12月27日

固定收益

- 2020.12.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.12.21 深度研究：如何寻找信用择券新逻辑？ | 2021年信用市场展望
- 2020.12.22 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2020.12.22 招投标备忘录：附息国债20年第18期续发 | ——利率债招标分析
- 2020.12.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.12.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.12.25 中国信用策略双周报：拥抱“不确定性” ----2020年信用债市场回顾总结
- 2020.12.25 专题研究：银行负债压力接近尾声 | ——金融机构负债端跟踪11月月报
- 2020.12.25 中国可转债策略周报：几乎每一次调整都有错杀
- 2020.12.26 专题研究：从几个历史之最回眸2020年债市 | ——因为深刻,所以难忘

行业

- 2020.12.21 公用事业：多重因素造成多省限电，关注辅助服务市场建立，稳定电力系统
- 2020.12.21 家电及相关：11月空调零售量下滑需要担心吗？

- 2020.12.21 主题研究： 追"宗"系列 | 大宗投资前瞻:需求景气高企,继续做多大宗板块
- 2020.12.21 石油天然气： 部分地区LNG价格破万元，提示城燃企业12月份毛差倒挂风险
- 2020.12.21 汽车及零部件： 周报： 2020车市预计平稳收官； 中央经济工作会议强调“碳中和”
- 2020.12.21 主题研究： 锂电前瞻： 迎接TWh时代的技术、需求机遇
- 2020.12.21 电力电气设备： 硅料价格触底反弹，户用光伏年新增装机达到10GW
- 2020.12.21 酒类食品饮料： 啤酒： 消费分级正在进行，三四线或成高端新亮点
- 2020.12.21 科技硬件： 手机行业观察（12月）： 2021年的确定性和不确定性
- 2020.12.21 房地产： 长效机制框架延续，租赁住房供应将为明年工作重心
- 2020.12.22 机械： 从中央经济工作会议，看2021年机械行业配置机会
- 2020.12.22 石油天然气： 《新时代的中国能源发展》发布，看好增储上产与天然气发展前景
- 2020.12.22 房地产： 中金房地产周报#224： 新房销售增速有所收窄，去化率保持平稳
- 2020.12.22 非酒类食品饮料： 乳业月报： 国内奶价突破4.1元/kg，下游需求改善趋势不变
- 2020.12.23 银行： 延期政策再延，聚焦改善存量贷款客群流动性，加快银行报表修复
- 2020.12.23 医疗健康： ADC药物蓄势待发，有望引领下一个十年的新药研发
- 2020.12.23 汽车及零部件： 车规级激光雷达，将迎量产元年
- 2020.12.23 房地产： 春风化雨，点石成金——中国基础设施REITs系列研究总领篇
- 2020.12.24 银行： 法人直销银行并非传统银行线上化，而是对数字银行的有效尝试
- 2020.12.24 航空航天科技： 信息化推荐#2： 特种电容行业——高景气可以持续多久？
- 2020.12.24 电力电气设备： 锂电前瞻-应用篇： 关注电动两轮车市场催化剂与弹性
- 2020.12.24 非酒类食品饮料： 猪肉月报： 关注FY21中国肉制品量利，4Q美国业务料将继续承压
- 2020.12.25 保险： “中国版IFRS17”落地： 预计寿险会计收入下降； 保险收入可比性增加
- 2020.12.26 节能环保： 环保2021策略： 供给新格局，优质技术、运营服务商将享受溢价
- 2020.12.27 传媒互联网： 周报： 多款重点新游定档1Q21，关注产品周期下游戏公司布局机会
- 2020.12.27 银行： 代销渠道范围明确划定——《理财产品销售管理暂行办法》征求意见稿点评
- 2020.12.27 科技： 图说电信： 风物长宜放眼量
- 2020.12.27 科技： 科技硬件周报（12/26）： 小米市值再创历史新高

- 2020.12.27 化工：光伏拉动工业硅向上周期，关注持续涨价的煤化工产品
- 2020.12.27 医疗健康：B类股纳入沪深港通落地，关注流动性提升机会1452
- 2020.12.27 主题研究：多重因素推动光伏维持强势表现，市场不应低估明年政策力度和决心



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