

研报精选

2021年7月18日 第32期

宏观专栏

6月经济数据点评：稳中分化，松货币对冲紧信用

二季度 GDP 同比增长 7.9%，与市场预测大致持平，打消了降准后市场对于二季度经济数据可能超预期下滑的担忧。报告预计下半年货币政策保持稳中偏松的态势，即“紧信用、松货币、宽财政”。

事已过三，美国通胀并非暂时现象

报告指出，美国6月CPI通胀创2008年以来新高，连续第三个月超出市场预期，这再次表明通胀并不是暂时的。往前看，作者认为一个需要警惕的风险是美联储被迫提前退出宽松，进而给资产价格带来冲击。

专题聚焦

通信2021下半年展望：见龙在田

后疫情时代数字化加速、5G商用步入成熟期，通信及安防设备处于稳步增长阶段。下半年，报告建议关注业务基础设施侧物联网、统一通信&协作办公、安防等领域。

人工智能十年展望（一）：底层模拟人脑，算力决定上限

AI技术中长期对社会的潜在影响深远。报告指出，由于人工智能具备坚实的数学基础、神经学基础，未来随着底层算力的不断增长，人工智能影响边界将会不断扩宽，行业的发展潜力目前仍处在被市场低估状态。

宏观专栏

6月经济数据点评：

稳中分化，松货币对冲紧信用

中国二季度 GDP 同比增长 7.9%（2年复合增速为 5.5%，一季度为 5.0%），与Bloomberg的同比增速预测（8.0%）大致持平，打消了降准后市场对于二季度经济数据可能超预期下滑的担忧。总量稳健，但一些结构性现象值得关注，我们预计下半年货币政策保持稳中偏松的态势，即“紧信用、松货币、宽财政”。松货币的幅度较大程度上取决于“紧信用”的程度，并不意味着新的大宽松周期的开始。从宽财政来看，6月基建开始提速，下半年基建投资将会继续改善。

二季度经济稳健增长。从生产端来看，受出口拉动，第二产业仍然保持较高增速，同比增长7.5%（2年复合增速为6.1%，一季度为6.0%）。从需求端来看，消费总体延续修复态势。6月，社会消费品零售总额同比增长12.1%，两年平均增速为4.9%，较5月提高0.4个百分点。6月单月的消费增速改善具有季末效应，2011-2019年，6月同比增速较5月平均提高0.46个百分点。单月制造业投资改善幅度较大。上半年固定资产投资累计同比增长12.6%，6月同比增长4.7%。制造业投资是主要贡献，6月增长16.4%，出口拉动、利润高增、投入价格上涨，尤其是产能利用率创历史新高（78.8%），都支撑了制造业投资的普遍改善。

在总量稳健的情况下，结构性现象需要关注。制造业投资中高新技术制造业仍然保持高增速，且仍在提速：医药制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业2年复合增速分别为21.8%、23%。供给侧负面冲击仍然绵延，部分受芯片短缺等因素影响，6月汽车制造业增加值2年复合增速4.2%（5月为6.2%）；限额以上汽车类零售额两年复合增速下滑6.9个百分点。疫情对部分服务业的压制短期难以消失。第三产业 GDP 同比增长 8.3%（2年复合增速为 5.1%，一季度为4.7%），服务业增速仍然低于疫情前。6月社消中商品零售增速改善0.5个百分点至5.3%，而餐饮收入增速回落0.4个百分点至1.0%。**6月地产调控趋严的特征进一步显现**。从两年平均当月同比看，6月销售面积和销售额增速放缓

(分别从5月的9.4%和15.8%放缓至4.8%和8.8%)，开发资金来源稳中趋弱，其中定金及预收款和个人按揭放缓较多。各地集中拍地陆续推出，6月开发商拿地增速回升，土地购置面积和成交价款增速分别由-17%和3.5%回升至-4.3%和10.3%，新开工和施工面积两年平均同比均转正，但房地产开发投资两年平均同比从9%放缓至7.2%，或由于土地购置费计入的滞后影响。

预计下半年货币政策跟我们在中期报告中所说的稳中偏松的态势大体一致，松货币的幅度较大程度上取决于“紧信用”的程度，并不意味着新的大宽松周期的开始。从实体来看，二季度经济增速比较稳健，但6月城镇新增就业低于历史均值值得关注。6月城镇新增就业124万人，低于历史均值的135万人，其中或部分有广东疫情带来的负面影响，但部分也可能反映大学生就业压力的问题。下半年经济增速可能不会大幅下行，但是紧信用呼唤松货币。紧信用一方面源于审慎监管，比如对房地产的监管以及对地方债务的监管，另一方面是供给不足，上游挤压下游，上游涨价挤压下游利润，增加下游的债务负担。

从宽财政来看，下半年基建投资或将回升。6月当月，广义基建增速为-0.05%，其中公用事业仍为负增长，主要与风电抢装行情退潮有关；而狭义基建中，交运行业较前月的-5.4%回升至1.0%，改善幅度最大，显示政府投资逐步发力。向前展望，随着前期发行的政府专项债资金陆续分配到项目，年内狭义基建投资将得到支撑；但另一方面，去年5-7月的高基数使得基建增速难以大幅回升，基建增速回升或在8月及以后出现。我们预计全年广义基建增速在3.5%左右。

以上观点来自：2021年7月15日中金公司研究部已发布的《6月经济数据点评：稳中分化，松货币对冲紧信用》

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

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

黄文静 SAC执业证书编号：S0080520080004

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

段玉柱 SAC执业证书编号：S0080121040056

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

宏观专栏

事已过三，美国通胀并非暂时现象

美国6月CPI通胀创2008年以来新高，连续第三个月超出市场预期。这再次表明，市场与美联储低估了美国通胀上行风险，通胀并不是暂时的（It is non-transitory）。我们过去数月一再提醒勿低估美国通胀，基本得到印证。往前看，我们认为通胀上升将给美联储带来挑战，美国货币政策不确定性也进一步上升。一个需要警惕的风险是美联储被迫提前退出宽松，进而给资产价格带来冲击。

美国6月CPI季调环比增长0.9%，同比增长5.4%，为2008年8月以来最高水平。核心CPI环比增长0.9%，同比增长4.5%，为1991年11月以来最高水平。这也是美国CPI通胀连续第三个月超预期。

从分项看，与外出相关的商品和服务涨价幅度较大，这延续了5月的趋势。商品方面，二手车环比增长10.5%，这也是该指标有史以来最大单月涨幅。新车环比增长2%，为1981年以来最高增速。汽油（2.5%）和食品（0.8%）价格也在加速上涨，服装价格（0.7%）也仍在扩张。服务方面，酒店（7.9%）、租车服务（5.2%）、机票（2.7%）、电影院（0.9%）、汽车保险（1.2%）涨幅较大。上述数据表明，由于经济重启而带来的价格上涨可能远未结束。

新涨价产品方面，有线电视服务（1.2%）涨价较为明显，我们猜测这与6月举办的多项大型体育赛事有关。快递服务（1.3%）价格呈现加速上涨趋势，我们认为这与当前劳动力短缺的情况较为吻合。往前看，如果劳动力短缺不能得到缓解，那么用工成本上升对通胀的传导作用或将进一步凸显。我们此前也强调，服务业中劳动力成本占比高，而且服务产品大部分为不可贸易品，涨价压力难以向外转嫁，由此也可能带来更大的服务通胀压力。

事实证明，美国通胀上行可能并非暂时现象。年初以来，多数美联储官员认为通胀是暂时的（transitory），一个理由是供给瓶颈会随着时间消退。但事实并非如此，直到目前，我们也没有看到供给瓶颈消退的迹象，反而是劳动力

短缺愈发严重。这说明美联储低估了供给约束的程度，并因此低估了通胀上升风险。尽管美联储于6月FOMC会议上调了对今年PCE通胀的预测（从2.4%上调至3.4%），但这一调整可能还不够。往前看，美联储可能会于9月FOMC会议进一步上调对今年通胀的预测，另外不排除较高的通胀水平将一直持续到明年的可能性。

对市场而言，需要警惕的一个风险是美联储提前退出货币宽松。当前美联储处于一个比较尴尬的境地：一方面，劳动力短缺导致就业复苏进展缓慢，Delta病毒的扩散又增加了疫情的不确定性，经济难言取得“实质性进一步进展”。但另一方面，通胀持续走高，美国房价和美股在过去一年大幅上涨，增加了美联储货币紧缩的必要性。事实上，6月FOMC会议纪要显示，一些联储官员希望尽管开启Taper讨论，至少是先缩减对MBS的购买，以降低房价上涨压力。我们认为，如果最终美联储因为通胀高企或担心金融风险而提前退出宽松，那些流动性驱动的、估值较高的资产将面临较大的调整压力。

以上观点来自：2021年7月14日中金公司研究部已发布的《事已过三，美国通胀并非暂时现象》

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

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

通信2021年下半年展望：见龙在田

2021年上半年，后疫情时代数字化加速、5G商用步入成熟期，通信及安防设备行业处于稳步增长阶段。面向2021年下半年，我们建议投资者关注业务基础设施侧物联网、统一通信&协作办公和安防的机会，以及网络基础设施侧主设备、光模块、服务器、IDC、海缆的投资机会。

回顾与展望：1H21估值筑基，2H21拐点可期。上半年通信指数下跌6.8%，整体估值较2020年底进一步下修到35.24倍，处于历史十年的17.6%分位。1Q21公募持仓低配0.88%，已连续四个季度低配。展望2H21，我们认为通信行业基本面多方位向好，板块估值存有较充分的上行空间。分板块和催化剂因素来看

2H21各板块趋势：1) **运营商市场：**份额向头部集中、价格波动情况改善是下半年集采的两大趋势。2) **云网市场：**我们预计国外头部云厂商2H21资本开支同比增速在15-20%，400G光模块迭代存有结构性机遇。3) **物联网市场：**“万物互联”大时代，车联网、笔记本等下游需求向好，继续看好物联网赛道模式创新和产业链向国内厂商转移。4) **统一通信：**充分受益于疫情好转，国内出海硬件厂商的渠道价值有望进一步凸显。5) **安防市场：**物联网、人工智能等新技术加速落地，公司密集登陆资本市场。

我们建议投资者关注以下催化剂：1) 5G三期招标将集中在下半年落地，我们预期主设备价格同比稳定；2) 我们认为，国内外疫情进一步缓解，政企和行业需求有望持续修复；3) 我们认为，“东数西算”等政策有望引导国内云网基础设施市场长期有序发展，云厂商资本开支同比大概率增长。

以上观点来自：2021年7月14日中金公司研究部已发布的《通信2021年下半年展望：关注物联网、办公等垂直市场机遇，5G/云网板块拐点可期》

陈昊 SAC执业证书编号：S0080520120009 SFC CE Ref: BQS925

李诗雯 SAC执业证书编号：S0080119080039 SFC CE Ref: BRG963

彭虎 SAC执业证书编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

专题聚焦

人工智能十年展望（一）：底层模拟人脑，算力决定上限

AI技术中长期对社会的潜在影响深远，影响几乎所有行业。本文介绍了以深度学习为代表的人工智能理论的基本原理，并指出了由于目前的人工智能具备坚实的数学基础、神经学基础，未来随着底层算力的不断增长，人工智能影响边界将会不断扩宽，行业的发展潜力目前仍处在被市场低估状态。

AI能够从底层模拟人脑主要工作机制，基于其理论的模型能够达到的智能水平上限较高。人的神经元近似一个基于阈值的二进制的逻辑门，与数字电路0/1的机制相似，深度学习能从底层上模拟人脑神经元工作机制，只要网络层数、神经元个数足够多，AI将在某些维度接近甚至超过人脑智能。人工神经网络4大理论支柱为“阈值逻辑”、“Hebb学习率”、“梯度下降”、“反向传播”，前2个理论解决了单个神经元层面的建模问题，后2个理论则解决了多层神经网络训练问题。2006年Hinton首次实现了5层神经网络的训练，之后行业迎来爆发式发展，不断验证了该技术的潜力。

深度学习具备坚实的数学理论基础支撑。人脑绝大多数活动本质上都是广义计算问题，因此人脑其实是一个复杂的函数，深度学习找到函数，万能近似定理从数学上证明了一定条件下深度神经网络模型能够模拟任意的函数。

用于深度学习的算力以6年30万倍的速度增加，算力是核心瓶颈也是未来提升的关键。从进化角度看，人的智能是一个随着神经元数量提升，从量变到质变的过程，这个量变过程对应人工智能中模型所用算力的提升过程。目前能够实现的AI模型中不论从神经元个数还是连接数量看，与真实人类还有较大的差距，未来随着现有芯片技术的不断推进，和突破冯诺依曼架构的类脑芯片等新技术的发展，算力的持续突破将会不断释放人工智能技术的潜力。

以上观点来自：2021年7月13日中金公司研究部已发布的《人工智能十年展望（一）：底层模拟人脑，算力决定上限》

陈星宇 SAC执业证书编号：S0080121020020

于钟海 SAC执业证书编号：S0080518070011 SFC CE Ref: BOP246

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.7.12 海外宏观周报：需求无忧，关注供给约束程度
- 2021.7.12 海外宏观简评：预计美债利率Q3后期反弹
- 2021.7.13 中国宏观简评：6月进出口点评： 预计三季度出口保持强势
- 2021.7.14 海外央行观察：事已过三，美国通胀并非暂时现象
- 2021.7.15 中国宏观简评：6月经济数据点评： 稳中分化，松货币对冲紧信用
- 2021.7.18 海外宏观简评：宏观探市： 长端利率普跌，货币政策分化

策略及大宗商品

- 2021.7.14 海外策略：大超预期的通胀 vs. 相对淡定的市场
- 2021.7.15 海外策略：美联储依然不急于退出
- 2021.7.15 大宗商品：钢铁消费同比转负，限产支撑价格中枢
- 2021.7.17 全球资金流向监测：外资第46周流入，北向资金大幅波动
- 2021.7.18 A股策略周报：低利率，高成长，高股息
- 2021.7.18 海外策略：聚焦东南亚疫情升级 疫情复工周度追踪（7月17日）
- 2021.7.18 海外市场观察：美股二季度盈利有望进一步加速增长 2021年7月12日~7月18日
- 2021.7.18 海外中资股策略周报：政策稳中趋松，对市场有利

固定收益

- 2021.7.12 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.7.12 中资美元债周报：投资级继续走稳，高收益先抑后扬 ——中资美元债周报
- 2021.7.13 简评：出口仍佳，政策逻辑是保出口，控国内杠杆 ——6月贸易数据分析
- 2021.7.13 中国城投债券月报：6月城投债券月报 —— 融资边际改善，负面评级行动多于正面
- 2021.7.14 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.7.14 中国房地产债券月报：6月房地产债券月报： 新增百强违约再笼阴云
- 2021.7.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.7.15 简评：经济结构分化，边际趋弱，流动性仍应适度宽松 ——2021年6月经济数据点评
- 2021.7.15 简评：货币政策取向不变，流动性无忧仍将引导债券利率下行 ——央行今日续作1000亿元MLF点评
- 2021.7.16 中国信用策略双周报：降准后信用债走势如何
- 2021.7.16 中国可转债策略周报：“大盘回暖”对转债的不同含义

- 2021.7.16 简评：进出口行二度发行美元债，再现优质资产——中国进出口行第二期境内美元债发行简评
- 2021.7.16 简评：光伏产业链价格拐点隐现 ——一周行业数据
- 2021.7.17 专题研究：降准之后，债券继续买入还是止盈离场？——中金债券市场调查2021年7月期

行业

- 2021.7.12 汽车及零部件：特斯拉推出新产品，新能源汽车高景气度有望延续
- 2021.7.12 农业：种业振兴方案审议通过，助推长期发展
- 2021.7.12 金融：资管通鉴：6月新发公募/私募证券投资基金回升
- 2021.7.12 主题研究：锂钴仍将向上，玻璃需求逐渐转旺
- 2021.7.12 软件及服务：政策利好持续释放，奠定行业高景气度
- 2021.7.12 科技：全球观察-大立光：7月拉货动能有望恢复，看好高端光学行业需求回暖
- 2021.7.12 有色金属：下游订单略有改善，国内降准提高需求韧性
- 2021.7.12 有色金属：钴：长期行稳致远，短期更上层楼
- 2021.7.13 家电及相关：产业竞争力外溢，跨界成第三成长曲线
- 2021.7.13 酒类食品饮料：精酿啤酒正成为啤酒行业二次高端化方向
- 2021.7.13 家电及相关：品牌出海是对跨境电商能力的结构性提升
- 2021.7.13 房地产：周报#251：新房销售降温，信贷持续收紧
- 2021.7.13 科技：立足控制基因，聚焦智能未来
- 2021.7.13 软件及服务：人工智能十年展望（一）：底层模拟人脑，算力决定上限
- 2021.7.13 金融：中金看海外 公司 | 伦交所：全球交易所行业的“明珠”
- 2021.7.13 建材：旺季行情已至，浮法龙头皆存超额收益空间
- 2021.7.14 石油天然气：石化月报（第五期）：大炼化向下游延伸拓展——应对碳中和之二
- 2021.7.14 节能环保：碳交易市场拟本周启动，减排企业有望受益
- 2021.7.14 汽车及零部件：智加科技：智周万物，自动驾驶重卡量产在即——汽车前沿科技系列七
- 2021.7.14 日常消费：阿里线上月报：6月饮料/膳食营养补充剂行业表现突出
- 2021.7.15 农业：农业2H21投资策略：养殖周期下半场，关注四条投资线索
- 2021.7.15 医疗健康：需求崛起，龙头引领毛发管理全产业链升级
- 2021.7.15 保险：中金看海外 公司 | Lemonade：传统保险行业的潜在颠覆者
- 2021.7.15 银行：同步运营数据大于市场预期变化，2Q业绩背后的行业景气度
- 2021.7.15 汽车及零部件：重卡发展方向求索之二：双碳战略叠加政策支持，换电重卡迎新机遇
- 2021.7.15 有色金属：铝：电力紧张再度来袭，供需错配有望再现
- 2021.7.15 房地产：6月地产数据：信贷环境收紧下的整体降速
- 2021.7.16 基础材料：6月点评：玻璃愈旺，钢铁、水泥蓄势
- 2021.7.16 交通运输物流：航空：经营恢复受扰动，积极关注暑运表现

- 2021.7.16 建筑与工程：6月建筑数据点评：基建、制造业投资加速
- 2021.7.16 传媒互联网：6月电商数据：线上消费保持稳定
- 2021.7.16 传媒互联网：互联网月报：市场情绪触底；建议逢低吸纳
- 2021.7.16 传媒互联网：数据月报：6月手游热度不减；进口片亮眼
- 2021.7.16 主题研究：6月煤炭数据点评：产量环比略降，需求维持高位
- 2021.7.17 C-REITs：中金C-REITs指数编制说明
- 2021.7.18 家电及相关：地产竣工转好，厨电、空调需求受益
- 2021.7.18 传媒互联网：周报：TapTap发布会举行，关注季风剧场
- 2021.7.18 医疗健康：近视防控成效初显，公立医院发展新周期开启



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