

# 研报精选

2021年2月22日 第12期

## **专题报告**

### **疫后新格局：从重启到重构**

思考疫情消退后的经济趋势有重启和重构两个维度。综合来看未来5-10年的经济大势，有三个方面值得关注：全球经济可能进入一个相对“滞胀”的时期；反思现实市场经济将在更广范围体现出来；直接或间接的财政主导将上升。

### **企业边界、萨伊定律与平台反垄断**

平台反垄断已成为中美欧共同动向，报告对平台反垄断提出四点建议：将研发投入强度作为评判平台垄断是否合理的重要指标；重视震慑性执法，防范平台龙头机会主义倾向；结构拆分为辅，区分实体和金融平台巨头化；行为监管为主，保护市场竞争机制。

## **宏观专栏**

### **破解出口“神秘的韧性”**

报告指出，海外复工复产一方面会使部分出口订单回流到疫情前的出口地，但海外复工复产本身又带动了我国资本品与中间品出口。综合来看，近期甚至今年二季度出口可能仍然维持强劲。

### **年味里的经济账——牛年春节见闻**

报告总结牛年春节关注到的现象，如春节期间本地消费和网购并不弱；村镇数字经济发展与时俱进；就地过年复工早，出口业务仍然强劲等。

## 专题聚焦

### 疫后新格局：从重启到重构

我们思考疫情消退后经济发展的大势，有重启和重构两个维度。重启是指疫情消退，社会生活恢复正常，经济活动重新开始。去年疫情严峻的时候，美国有一位经济学教授提了一个建议：从5月1日开始，经济时钟停摆，对债权债务的所有清偿活动暂停，直到疫情消退才恢复正常。这个建议的可操作性不高，但过去一年各国应对政策措施的一个异曲同工的地方，就是努力维持疫情下的资金流动，避免经济秩序受到很大冲击。

当然，因为疫情持续的时间比预期的长，其对经济的冲击不只体现在总量层面，也对经济结构产生重要影响，对未来发展带来挑战。看疫后的经济发展格局，不仅是一个重启或者周期波动的问题，也是一个重构或者说经济结构调整的问题。

在疫苗大规模接种形成群体免疫基准情形下，2021全球经济将迈入复苏之年，这是“重启”。在这个过程中，需要关注内生货币和外生货币的不同宏观含义，外生货币投放使得美国面临通胀回升超预期的风险，对于内生货币投放为主的中国而言，主要风险和债务压力相联。

同时，疫情不仅对经济运行带来了巨大的短期波动，对经济结构的变化也有很大的影响，这即是重构。疫情冲击使得人们改变某些工作方式和生活习惯，促使一些新的商业模式和消费行为的产生。随着疫情的缓解和消退，一些变化可能恢复原状，但有一些可能是持久的影响，改变经济结构。另一方面，疫情也促进了全球范围内人们对经济社会一些问题的反思，可能带来政策调整，进而影响未来的经济结构。

综合这两个维度看未来5-10年的经济大势，有三个方面值得关注：

（一）全球经济可能进入一个相对“滞胀”的时期，也就是经济增长慢一点、通胀高一点。降低贫富分化和收入分配的差距，有利于促进消费需求，增加物价上升压力。

从供给端来看，需要关注两个结构性因素。一是疫情对全球产业链的冲击，大家更注重本土化、安全性，带来成本上升；另一个是碳中和，根本问题是碳排放的社会成本没有反应在市场价格上，实现碳中和要求碳排放有价格，至少在一段时间内增加经济活动的成本。技术进步是实现碳中和的关键，但技术进步要靠经济利益的驱动，碳排放价格上升才会引导大家开发、接受新的技术；

（二）反思现实市场经济将在更广范围体现出来。在《国富论》中，亚当斯密强调政府的角色是维护一个公平的市场竞争机制，只有在公平的竞争机制之下，市场“无形的手”才能有效发挥作用。未来将会有更多的对垄断、市场操纵、非理性等现实市场经济问题的正视与反思，必然导致公共政策方面的变化，这在数字经济的发展方面已经有所体现；

（三）直接或间接的财政主导将上升，这个倾向在美国已经比较明显，拜登新政府推动1.9万亿美元的财政刺激只是开始，一般预计后续在政府支持的基础设施投资和税收改革方面会有进一步的措施出台。国内来讲，去年财政部发布了针对商业银行的新绩效评价办法，提出了新的四大考核指标，包括服务国家发展目标和实体经济、发展质量、风险防控和经营效益等方面，其中盈利等指标退居第二位。个人理解，这意味着银行行为未来具备准财政属性，部分承担公共政策的功能，这可以说是中国特色的财政主导的一个体现。

---

以上观点来自：2021年2月9日中金研究院已发布的《疫后新格局：从重启到重构》  
彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 企业边界、萨伊定律与平台反垄断

#### 反垄断的理念之辨

(1) 保护竞争，还是保护竞争者？欧美均称保护竞争，但欧盟注重保护竞争者，美国则更重视保护竞争机制本身。这个理念差别也体现在有关社区团购的争议中，从竞争角度看平台开展社区团购并无不妥，舆论关切则更多的聚焦于保护弱势地位的竞争者。

(2) 反垄断理论上，美国经历了哈佛学派的结构主义向芝加哥学派的行为主义的演变。根据哈佛学派SCP框架，产业组织结构决定企业行为，进而决定市场绩效，反垄断就要对垄断结构进行拆分；芝加哥学派则认为，结构是行为的结果，而不是原因，反垄断关键在于管制垄断行为而非拆分竞争形成的产业组织结构。

#### 思考平台垄断的两个维度

静态维度看，数字技术的广泛应用，降低了传统行业中运用市场机制的交易成本，这意味着传统企业边界存在缩小压力；也增大了双边市场中构建完备契约的难度、增强了解决争端的时效要求，这意味着平台企业边界持续扩张的巨头化倾向具有一定合理性。

动态来看，创新具有供给创造需求的“萨伊定律”特征，即企业面对的需求是自身创新能力的函数，如果企业不创新，则需求将萎缩、市场地位将瓦解，如果持续创新，市场地位也有可能被自己的创新所颠覆，这种“创新悖论”意味着平台企业的市场势力具有内在不稳定性。

#### 推进平台反垄断的四点建议

(1) 将研发投入强度作为评判平台垄断是否合理的重要指标。平台经济是萨伊定律支配下的行业，平台企业具有供给创造需求的特点，其边界扩大的

合理性来自于对云大物移等新兴数字技术的大量应用，平台企业应该获取多少和多长时间的超额收益也应取决于它在创新方面所做出的贡献；

(2) 重视震慑性执法，防范平台龙头的机会主义倾向。从约束机会主义倾向的角度看，长期反垄断压力下的平台企业，与没有外在约束的平台企业相比，前者的机会主义动机明显更有下降的可能性；

(3) 结构拆分为辅，区分实体和金融平台巨头化。平台企业巨头受益于数字技术带来的交易成本大幅下降以及可以更加及时有效处理结点互动而产生各种“意外”，这正是平台企业存在的价值之一，不应仅看企业规模或者市场地位就将拆分与否作为平台反垄断的重点；

(4) 行为监管为主，提升市场可竞争性。根据鲍莫尔提出的新产业组织理念，提升市场绩效的关键不在于市场当前的结构和现存竞争关系，而在于潜在竞争者是否可以自由进出这个市场。只要市场是完全可竞争的，那么潜在的进入威胁与现存企业间的竞争行为一样可以有效约束现存企业的行为，进而确保合意、有效的市场绩效。

此外，数据的准公共品属性，和平台在双边市场所发挥的组织者、管理者角色，意味着平台企业配置数据资源的权力具有准公权力属性，面临着究竟是服务于企业利润，还是服务于大众福利的矛盾与抉择。这样一种内在矛盾意味着应重视公民隐私保护、知识产权保护，反对不正当竞争行为。

---

以上观点来自：2021年2月19日中金研究院已发布的《企业边界、萨伊定律与平台反垄断》

谢超 SAC 执业证书编号：S0080520100001

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

## 宏观专栏

### 破解出口“神秘的韧性”

我国出口“神秘的韧性”其实不神秘：2020年下半年防疫物资贡献了出口增速的30%，海外财政刺激带动的居家产品需求亦推高了我国消费品出口。海外复工复产一方面会使得部分出口订单回流疫情之前的出口地，但海外复工复产本身又带动了我国资本品与中间品出口。综合来看，近期甚至今年二季度出口可能仍然比较强劲。

全球复工稳步推进，中国出口仍然强劲。我们选择了全球主要国家的制造业增加值（去除价格因素）编制了制造业生产指数，以2019年12月的制造业生产水平为100、并对数据进行了季节性调整，样本覆盖全球制造业增加值的86%。截至2020年11月，全球制造业生产指数为100.8、全球不含中国制造业生产指数为98.4，意味着全球制造业生产已经基本恢复到疫情前水平，但中国出口依然强劲增长。

2020年下半年消费品是我国出口一大亮点，但是如果去除防疫物资，资本品与中间品对我国出口增速的贡献显著大于消费品。我们采取大数据的手段，收集了2003-2020年一万余种产品的出口金额，并结合HS与BEC分类标准，将中国的出口拆分为资本品、消费品、中间品。2020年下半年，中国出口增速（以美元计价）为12.6%，较上半年-6.5%的同比增速明显回升。分项来看，2020年下半年消费品对出口同比增速贡献5.2个百分点。将防疫物资除掉后，2020年下半年消费品出口对总出口增速的贡献为1.5个百分点，而中间品与资本品出口对总出口同比增速的贡献分别为3.5个百分点与3.7个百分点。

美国需求的强劲恢复是中国出口的重要支撑，2021年上半年，中国出口仍有望维持较强增速，大幅下滑的可能性并不大。相比欧洲、日本，美国内需恢复更为强劲。美国居民部门需求的快速复苏主要体现在商品消费与地产投资，企业部门则体现在信息设备投资高速增长。美国内需从直接与间接两个层面影响中国出口，历史上中国的出口周期与美国内需周期几乎大体同步。部分反映基数效应，我们之前预测2021年上半年出口同比增长18%左右，高于市场平均

值。结合上面的分析，我们认为这个预测比较合理，实现的可能性比较大。

从结构上来看，消费品的贡献或有所下降，投资品及中间品的贡献将有所上升。疫苗对传统医疗物资的替代、服务消费对商品消费的替代导致美国消费对中国出口的拉动效应减弱，但与服务相关的商品消费，比如与出行相关的衣着消费，可能成为新的增长亮点。投资需求目前仍有上升空间，有利于资本品及中间品的出口。考虑到中国出口中的中间品及资本品总占比明显高于消费品，短期内出口仍有支撑，但后续仍需观察资本开支周期的演变。

短期内出口仍有支撑，但部分小企业面临压力。一方面，小企业出口业务中生活用品占比更大，资本品及中间品行业占比相对较小；另一方面，根据我们的草根调研，对成本敏感、议价力低的中小企业而言，在运价高企、原材料涨价和汇率升值三重压力下，有的遭受亏损，出口意愿已开始下降。近期小企业新出口订单PMI连续下行，可能已经反映出相关压力。

---

以上观点来自：2021年2月19日中金公司研究部已发布的《破解出口“神秘的韧性”》  
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

### 年味里的经济账

#### ——牛年春节见闻

我们从大别山麓到国际都市耳闻目睹，加上线上问卷调研，知微见著，从年味中看到了三个现象。一是疫情控制得力，出行管控人性化，春节本地消费和网购并不弱。二是数字经济时代，村镇均与时俱进，拜年现代化，网购进村，便宜又快捷。三是就地过年复工早，出口业务仍然强劲。

**数字经济改变农村，拜年现代化，网购到乡村。**我们从大别山区某县了解到多数外出务工人员返乡过年，一年一度的传统拜年活动仍然进行，不过响应政府号召情况下，探亲访友比往常少了将近三成，有些是以线上拜年替代。除了疫情的影响，如今农村“回娘家”式的上门拜年也不如早前年代那么盛行。网购在县城及农村渗透力愈发增强。县城的中老年人网购的比例都有提高，更不用提年轻人。通过拼多多、叮咚买菜网购调味料、拖鞋、毛巾等日常生活用品，团长负责收货。农村种菜种的也少，也是以菜店购买为主，网上买菜价格有时候还便宜，方便又快捷。

**大城市往年春节出现“空城”，今年满城，市内游，看电影，线上娱乐盛行，上海亲友喜欢聊基金，谈楼市。**大城市往年外出旅游、异地返乡留下“空城”景象今年不再，就地过年，影院、卡拉OK、公园、餐饮、滑雪、周边游（民宿）等较火爆。还有人反映就地过年，假期结束的时候比往年收心更快，工作效率和产出都有所增加。就地过年的较返乡过年的宅家时间更多，自己下厨做饭，采买往年不会买的食材以及厨房用品。要注意的是春节假期本地消费表现较好，但跨地区旅游住宿和交运支出不佳，总体消费情况仍然比不上没有疫情的情景。此外，在亲友聊天中，明显感受到大家基金和上海楼市关注度的提升。

**从事物流的亲友反映，今年上半年的出口货运量表现可能仍会抢眼。**在义乌从事国际物流的亲友反映，去年下半年海运业务量大增，而且运费飞涨，



中国货物出口远超进口，国内市场集装箱非常紧缺。从中国港口去欧基港口的运费上涨4-5倍。义乌以小商品居多，出口目的地欧洲北美也有，但是印巴、中东、东南亚非洲的出口货比较多。春节期间，由于海运操作比较复杂，船公司和海关通常都是按照法定节假日放假，就算安排人员值班，也基本不安排出货。空运操作相对简单且机场正常开放，可正常出货。目前对接的客户里，订单基本安排到了今年5月份，我们预计今年上半年出口还会比较强。

我们的线上问卷调研结果补充了线下未能充分了解的情况。调研结果显示年纪越轻，回老家过年的可能性就越大；城市能级越高，就地过年的可能性越大。从花销来看，整体排名前三的是网购年货、外出就餐和线下购物，就地过年显著花费更多的是外出就餐、电影院看电影和外卖。留城补助有助于提升就地过年比重，不过绝大部分被调查者未收到留城补助，但就地过年的被调查者中收到留城补助的比例更高。被调查对象多数预计就地过年或使节后复工时间提前，就地过年的被调查中，选择复工时间更早的比重为62%，高于回家过年以及工作地和老家相同的两类人群。

---

以上观点来自：2021年2月21日中金公司研究部已发布的《年味里的经济账——牛年春节见闻》

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

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

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

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.2.17 海外宏观周报：油价大涨如何影响资产价格？
- 2021.2.17 中国宏观简评：“再通胀”交易重现
- 2021.2.18 宏观热点速评：第二轮财政刺激提振消费 | 1月美国零售数据点评
- 2021.2.19 中国宏观专题报告：破解出口“神秘的韧性”
- 2021.2.21 中国宏观简评：服务业复苏或接近尾声
- 2021.2.21 中国宏观专题报告：年味里的经济账 | 牛年春节见闻

### 策略及大宗商品

- 2021.2.16 海外中资股策略周报：港股节后有望积极开局
- 2021.2.17 海外策略：春节盘点：利率骤升、油价超买；疫情改善，刺激渐近
- 2021.2.19 全球资金流向监测：外资连续25周回流中资股；南北向节后流入均加速
- 2021.2.21 海外市场观察：美国库存周期走到哪了？| 2021年2月15日~2月21日
- 2021.2.21 A股策略周报：行稳致远，局部关注“复苏交易”
- 2021.2.21 海外中资股策略周报：复苏交易仍占主导
- 2021.2.21 量化策略周报：量化策略周报（232）：市场积极情绪在短期有望得到延续
- 2021.2.21 主题策略：A股年度业绩预览：业绩修复延续，结构分化

### 固定收益

- 2021.2.18 简评：疫情冲击盈利,减值损失仍高 | 一一上市债券发行人2020年业绩预告分析
- 2021.2.20 中国利率策略周报：与通胀赛跑的美债利率

### 行业

- 2021.2.17 家电及相关：当前内需景气，长期以品牌出海应对内卷、少子化威胁
- 2021.2.17 软件及服务：云兴霞蔚系列之SaaS篇：云程发轫，风禾尽起
- 2021.2.17 科技：通信设备周报：Aspeed和Avaya数据显示云和统一通信行业景气
- 2021.2.17 医疗健康：中药配方颗粒：政策放开有望驱动行业加速发展
- 2021.2.17 传媒互联网：2021年春节档回顾：量价齐升票房表现亮眼，春节档助力影市回暖
- 2021.2.17 银行：本轮行情催化剂不只是周期复苏
- 2021.2.17 酒类食品饮料：旺季动销积极，淡季仍有看点
- 2021.2.18 家电及相关：家电春节黄金周受益低基数，节前促销效果更显著
- 2021.2.18 有色金属：如何看待有色板块的春季行情？
- 2021.2.18 航空航天科技：十大集团之航空工业：航空装备主要供应商，国企改革先行者

- 2021.2.18 交通运输：春运数据追踪：客运货运冰火两重天，快递超预期
- 2021.2.18 旅游酒店及餐饮：就地过年致跨省市流动减少，免税和餐饮消费亮点突出
- 2021.2.18 汽车及零部件：促汽车消费政策延续 充分发挥地方能动性
- 2021.2.18 纺织服装珠宝：春节期间珠宝、服装销售增长超预期
- 2021.2.18 可选消费：春节黄金周消费同比增28.7%，就地过年、数字经济为新亮点
- 2021.2.18 房地产：兴产立业，济世经邦——中国基础设施REITs之产业园区篇
- 2021.2.18 交通运输：抗疫渐入佳境，航空再迎买点
- 2021.2.18 科技硬件：激光雷达：车载先行，助力3D感知及交互时代
- 2021.2.18 房地产：1月存量住房市场监测报告：房价上行趋势加速，市场景气度升温
- 2021.2.18 传媒互联网：中金看海外·公司 | Spotify:先声夺人,全球领先流媒体音频服务平台——声音经济系列
- 2021.2.19 传媒互联网：数据月报：1月手游市场稳健增长，观影需求逐步恢复
- 2021.2.19 公用事业：南网春节用电农历同比双位数增长，极端天气诱发美国电荒
- 2021.2.19 机械：中金挖机利用指数：1月低基数下接近翻倍增长，需求有韧性
- 2021.2.19 金融：消费金融：如何看待板块近期的大幅上涨？
- 2021.2.20 酒类食品饮料：啤酒：竞争进行到哪了？从福建市场说开去
- 2021.2.20 传媒互联网：互联网月报：受益于低基数效应，一季度行业有望加速增长
- 2021.2.20 传媒互联网：周报：春节档表现超预期，1月手游市场规模环比稳中有升
- 2021.2.20 有色金属：有色周报：工业金属领涨，黄金板块受美债收益率反弹影响承压
- 2021.2.21 科技：科技硬件周报（2/20）：半导体缺货加剧广受关注
- 2021.2.21 医疗健康：医药白马基本面依然强劲，关注国际化进展
- 2021.2.21 节能环保：排污许可管理条例出台，力度更严有助于提升环保处置需求
- 2021.2.21 传媒互联网：道阻且长，行则将至——游戏渠道变革三问
- 2021.2.21 汽车及零部件：新能源月度观察：全球较高景气度持续
- 2021.2.21 家电及相关：历史上家电龙头如何渡过成本快速上涨周期
- 2021.2.21 化工：丁辛醇：供给走向紧张，关注高景气度的持续性

## **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

左烜暘 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn