

研报精选

2021年8月30日 第38期

宏观专栏

中金领先指数续弱，政策支持加大可期

7月中金经济领先活动指数均继续走弱，7月新增社融同比明显下降，M1增速持续下行，带动金融条件继续收紧。随着经济下行压力清晰，出现一些初期政策宽松信号，未来政策支持力度可能会逐步加强。

美联储Taper指南

报告分析，鲍威尔认为年内Taper是合适的，这与其它联储官员的表述趋于一致，表明年内开启Taper概率较大。基准情形下，美联储将于11月宣布、12月开启Taper，明年7月结束。

专题聚焦

今日的“专精特新”，明日的“隐形冠军”

报告认为，时代搭台、政策助力，为中国专精特新类中小企业发展营造了积极的氛围，提高了这些专精特新企业在百年未有之变局中，实现技术突破、创新升级、面对全球竞争的成功概率。

人工智能十年展望：边际成本决定竞争力，算法龙头主导格局优化

报告指出，AI行业处在商业落地初期，目前呈现出场景多、需求碎片化的行业痛点，算法边际成本是未来AI竞争的核心要素。大模型时代，数据-模型反馈优势将决定先发优势，预计龙头有望主导一超多强格局。

宏观专栏

中金领先指数续弱，政策支持加大可期

7月经济活动领先指数（LEI）：经济下行压力或将持续

7月中金经济领先活动指数I、II、III（LEI I、II、III）都继续走弱。7月LEI I从6月的-0.10进一步下行至-0.41，LEI II从6月的0.47下降至0.30，LEI III（即金融条件）从6月的-0.28降至-0.35。中金经济领先指数I、II、III继续保持了连续走弱的态势，经济增长的下行压力已经逐渐清晰。

7月新增社融同比明显下降，M1增速持续下行，带动金融条件继续收紧。7月新增社融1.06万亿元（市场预期1.5万亿元），社融存量同比增速由11%下降至10.7%。在社融内部，几个关键的信贷分项同比均明显少增，反映了信贷需求弱与房贷监管趋严的共同影响：企业中长期贷款7月同比少增1,031亿元，居民短期和中长期贷款分别同比少增1,425亿和2,093亿元。此外，M1增速从6月的5.5%下降到4.9%。M1是企业部门（也包括部分政府部门）的活期存款，直接对应企业的交易活动需求，M1增速持续下降且PPI同比增速在高位，反映实际交易需求疲软。由此，LEI III（即金融条件）持续收紧。

特别观察：地产与出口下行信号清晰

LEI I与LEI II是对LEI III（即金融条件）的验证指标。中金经济活动领先指数中，LEI III（即金融条件）是领先期最长的指标，背后的逻辑是融资领先投资。订单领先生产、建筑活动（房地产与基建）领先其他产业，则是我们构建LEI I与LEI II的逻辑。从LEI III走弱到LEI II、LEI I走弱，是一个经济下行信号确定性逐步增强的过程。

总之，这些领先指数蕴含清晰的经济下行态势信息：

► 地产走弱的迹象已经体现在信贷条件、销售、土地市场、建筑订单等方面，且下行速度较快。本轮地产的走弱始于信贷条件的收紧，“价升量缩”显示居民房贷供给快速收紧：从2021年1月以来，房贷利率持续上升，融360数

据显示2021年5月首套房贷利率为5.33%，较1月上升11bp；而贝壳则显示成交房贷利率的上升可能更为迅速，2021年7月，贝壳数据显示的首套房贷利率达到5.52%，较1月上升29bp；与此同时，6-7月居民中长期贷款同比均明显少增。在此背景下，地产销售走弱，在7月销售同比增速转负后，8月销售跌幅进一步扩大。8月1-24日，30城地产成交面积同比下降22.5%，日均成交面积为过去5年最低。土地市场也明显走弱，8月前三周300城土地成交同比下降55%（7月-43%）；同时，6-7月后土地流拍率维持在10%以上，也到达疫情以来高位；7月中建房地产建筑订单合同额同比降幅达到46%。

▶ 虽然过去1-2个月的出口增速仍然亮眼，但PMI新出口订单提示我们要关注出口下行压力。新出口订单和出口增速的短期背离是经常存在的，但从逻辑上讲，新出口订单和出口增速应该是紧密相关的，核心在于技术上我们如何使用PMI新出口订单这一指标。新出口订单的同比变化可以帮助我们把握出口增速的走势。

▶ 随着经济下行压力逐步清晰，出现了一些初期的政策宽松信号，未来实际的政策支持力度可能会逐步加强。7月政治局会议提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，近期央行召开信贷工作会议，均释放出一定稳增长的信号。接下来，社融增速可能会在政策支持下逐步企稳、财政也将逐步进入发力期，就业数据的边际弱化可能会加快这一进程。

以上观点来自：2021年8月29日中金公司研究部已发布的《中金领先指数续弱，政策支持加大可期》

周彭 SAC 执业证书编号：S0080521070001

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

美联储Taper指南

周五，美联储主席鲍威尔在Jackson Hole会议上发表讲话，这也是美联储高级官员对Taper的最新指引。具体来看：

1) 鲍威尔认为年内Taper是合适的，这与其它联储官员的表述趋于一致。这说明年内开启Taper的概率比较大。我们设想了Taper的四种情形，基准情形下，美联储将于11月宣布、12月开启Taper，明年7月结束。但如果8月经济数据未受疫情影响而表现强劲，也不能排除9月宣布Taper的可能性。

2) 鲍威尔继续强调通胀是暂时的，被市场解读为“鸽派”信号。鲍威尔是“鸽派”阵营中最坚定的一员，市场也愿意继续跟随他的脚步。如果接下来拜登提名鲍威尔连任美联储主席，可能会强化他的市场影响力，短期内或形成一个利多因素。中期来看，我们仍然认为通胀是美国经济的最主要风险之一。

3) 根据我们的观察，越来越多的美联储官员认同“早Taper，晚加息，以时间换空间”的货币政策退出策略。从风险管理的角度看，美国经济总体上已恢复至疫情前水平，通胀已经高企，如果继续大放水，可能导致通胀更高，最终迫使美联储“急刹车”。尽早Taper能降低这一风险，同时为后续货币政策操作预留空间。另外当前货币市场流动性趋于泛滥，资产价格泡沫风险增加，尽早Taper有助于防范金融风险，有利金融稳定。

以上观点来自：2021年8月28日中金公司研究部发布的《美联储Taper指南》

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

今日的“专精特新”，明日的“隐形冠军”

时代搭台，政策助力，“专精特新”制造业中小企业乘势起飞。工信部2018年11月发布《关于开展专精特新“小巨人”企业培育工作的通知》至今，共三批接近5,000家中小企业被选入“专精特新”企业名单。专，即专业化。精，即精细化。特，即特色化。新，即创新能力强。根据工信部2018年文件，专精特新“小巨人”企业是“专精特新”中小企业中的佼佼者，是“专注于细分市场、创新能力强、市场占有率高、掌握关键核心技术、质量效益优的排头兵企业”。随着产业升级趋势深入及制造业部分领域取得靓丽表现，“专精特新”的主题也受到越来越多投资者的关注。本篇报告是我们关于“专精特新”系列报告的第一篇，我们初步梳理这一主题并分析名单中已在A股上市的公司，供投资者参考。

大市场助推产业升级趋势，为专精特新的中小企业发展搭建“时代舞台”。德国作为全球技术领先的制造业大国，造就了全球诸多制造业隐形冠军（参见《隐形冠军-未来全球化的先锋》一书）。中国制造业从小到大并力图从弱到强的进程，可以从德国的制造业“隐形冠军”得到诸多启示。从2010年开始我们开始更加密切地关注中国的产业升级趋势。我们认为当下中国最突出的产业趋势之一就是产业升级，即，以内需大市场和规模优势为基础，综合“大市场、大长全的产业链、大基建及人才红利”等四大产业优势，中国制造业正在逐步从“三低一弱”（低附加值、低技术含量、低质量、弱品牌）的制造业，走向“三高一强”（高附加值、高技术含量、高质量、强品牌）。无论是基于不同行业进出口贸易数据计算的贸易专业化系数时间序列数据，还是在近些年不同制造业领域的发展案例，如手机产业链、通讯设备、新能源、新能源汽车产业链，等等，都能从宏观和微观层面上找到这一趋势的印证。这一大的时代背景，为专精特新中小企业搭建了好的发展舞台，专精特新类企业有望逐步发展成为中国自己的“隐形冠军”。

政策助力。自2012年工信部首次提出“专精特新”概念以来，中央层面有较多政策涉及支持“专精特新”企业发展。2020年1月23日财政部、工信部联合印发《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》。文件强调通过中央财政资金引导，将培优中小企业与做强产业相结合，加快培育一批专注于细分市场、聚焦主业、创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业，推动提升专精特新“小巨人”企业数量和质量，助力实体经济特别是制造业做实做强做优，提升产业链、供应链稳定性和竞争力。这些政策旨在：支持企业加大创新投入，加快技术成果产业化应用，推进部分重点产业领域“补短板”和“锻长板”；支持与行业龙头企业协同创新、产业链上下游协作配套，支撑产业链补链延链固链、提升产业链供应链稳定性和竞争力；促进数字化、网络化、智能化改造；另外，支持企业加快上市步伐，加强国际合作等等。

A股上市专精特新企业梳理。根据我们初步统计，在专精特新名单的A股上市公司约300家，8月23日市值合计接近2.96万亿元，这些上市公司大部分来自制造业，分布数量最多的行业是机械（94家）、基础化工（48家）和医药生物（35家），这三个行业的公司市值占所有公司的比重为60%。从收入盈利增速、研发投入、盈利能力等指标看，专精特新类上市公司相比其他非金融类上市企业具备一定的优势。我们根据“专精特新”名单对应上市公司编制市值加权指数，该指数2019年以来大幅跑赢以沪深300为代表的蓝筹指数，涨幅略低于成长蓝筹为主导的创业板指。我们认为时代搭台、政策助力，为中国专精特新类中小企业发展营造了积极的氛围，提高了这些专精特新企业在百年未有之变局中，实现技术突破、创新升级、面对全球竞争的成功概率。

以上观点来自：2021年8月24日中金公司研究部已经发布的《今日的“专精特新”，明日的“隐形冠军”》

李求索 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

黄凯松 SAC 执业证书编号：S0080521070010

王汉锋 SAC 执业证书编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

专题聚焦

人工智能十年展望：边际成本决定竞争力，算法龙头主导格局优化

AI行业处在商业落地初期，目前呈现出场景多、需求碎片化的行业痛点。本文指出边际成本是未来AI竞争的核心要素，我们认为，龙头有望率先实现AI行业的“工业革命”，并受益于数据-模型的反馈优化机制带来的先发优势，未来将占据较高份额。我们预计AI核心的平台、算法层将朝着一超多强的格局演变，持续底层投入的龙头企业能够建立成本及全栈技术的护城河，并通过大模型的技术路线解决碎片化的问题，在未来竞争中占领高地。

边际成本是未来十年AI行业竞争核心要素，AI平台及算法层有望演进为类似基础软件的分化格局，龙头规模效应优势明显。各行业的数字化转型意味着大量AI模型需求，AI模型通用性低导致项目碎片化、交付效率低是行业目前痛点，未来高生产效率、低边际成本是AI竞争焦点。龙头厂商通过全栈底层能力提升实现AI模型的工业化生产，从根本上提升效率。另一方面，于深度学习模型是数据驱动的，控制其他因素时，有了更多、更优质的数据往往就意味着更优质的模型，因此AI行业独特的数据反馈机制造就了行业的先发优势。在当下处于AI大规模商业化落地的早期阶段，跑马圈地、抢占优质的大客户是AI行业关键竞争点，因为更多、更优质的客户意味着更多的数据，有利于模型的迭代及竞争壁垒的打造。用于AI模型的算力增长、算法效率优化呈现新“摩尔定律”，且基于数据-模型反馈机制，龙头算力、算法正向循环强化巩固先发优势，我们预计AI在关键的平台层、算法层有望形成龙头遥遥领先的分化格局。数据反馈机制意味着先发优势，抢占标杆客户是目前AI行业的重要竞争点。

持续底层投入才能铸就技术成本、效率的护城河，国内目前底层技术自研能力较为稀缺。在AI技术体系内，软件框架是核心，目前主要由海外巨头引领，国内仅少数巨头具备底层自研能力。算力层方面，AIDC能力国内稀缺，我们认为，AI公司自建算力中心或将成为未来趋势，同时自建AIDC实现AISC算力云化是突破英伟达CUDA生态壁垒的关键；平台层方面，基于软件训练框架、生产平台、部署框架等，AI算法行业有望迎来“工业革命”，实现效率的大幅

提升。算法层则借力大算力下通用模型带来的海量场景模型发挥规模效应，降低边际成本。

大模型技术路线是解决碎片化问题的突破点，技术、资本壁垒较高，是AI巨头之间的战场。传统的精妙模型在长尾需求中暴露短板，近年大模型发展加速，是实现通用AI的重要方向。大模型+小模型是降低算法边际成本的关键架构，但技术和算力壁垒高，常见开源框架对于大模型场景的性能支撑不足，通过自主框架进行底层定制优化是实现大模型的关键。



以上观点来自：2021年8月22日中金公司研究部已发布的《人工智能十年展望(二)：边际成本决定竞争力，算法龙头主导格局优化》

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

魏鹤霏 SAC执业证书编号：S0080121070252

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.8.23 海外宏观简评：宏观探市：避险情绪与收紧预期的矛盾
- 2021.8.23 海外宏观专题报告：结构性“收水”如何影响资产价格？ | 探秘美元流动性之二
- 2021.8.23 中国宏观专题报告：盘点下半年宽财政的措施
- 2021.8.27 中国宏观热点速评：不必过分解读松货币信号 ——金融支持乡村会议点评
- 2021.8.27 中国宏观简评：7月利润数据点评：上游价格上涨，支撑利润改善
- 2021.8.28 海外宏观热点速评：美联储Taper指南
- 2021.8.29 中国宏观热点速评：中金领先指数续弱，政策支持加大可期
- 2021.8.29 海外宏观简评：宏观探市：资产在波动中迎接下一关
- 2021.8.29 中国图说中国宏观周报：8月CMI——经济景气多维度走弱

策略及大宗商品

- 2021.8.24 主题策略：今日的“专精特新”，明日的“隐形冠军”
- 2021.8.27 全球资金流向监测：海外主动资金流出；北向重回流入
- 2021.8.27 大宗商品：海外：量化天气影响，增产预期较强
- 2021.8.28 海外策略：Jackson Hole会议改变减量节奏了么？
- 2021.8.28 海外策略：美国疫苗接种有望加速 疫情复工周度追踪（8月28日）
- 2021.8.29 海外市场观察：QE减量下的薄弱环节？ 2021年8月23日~8月29日
- 2021.8.29 大宗商品：预期重设，轮动收敛
- 2021.8.29 A股策略周报：短期配置仍偏均衡
- 2021.8.29 海外中资股策略周报：市场有望逐步稳定
- 2021.8.29 主题策略：中资企业上市：择地、择时、择势

固定收益

- 2021.8.23 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.8.23 中资美元债周报：地产高收益走弱，华融大幅上涨
- 2021.8.24 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.8.24 专题研究：降准后，银行负债成本有什么变化？ ——机构负债端跟踪2021年8月月报
- 2021.8.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.8.26 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.8.27 中国信用策略双周报：无评级债券发行概览
- 2021.8.27 简评：招标利率回落，利差持平高位 ——国库现金定存招标结果分析

- 2021.8.27 中国可转债策略周报：高难度获利下的3个思路
 2021.8.28 信用债收益率跟踪周报：高等级收益率小幅上行、中低等级期限分化

行业

- 2021.8.23 金融：资管通鉴：7月私募证券增长强劲、基民投资活跃度有所回升
 2021.8.23 汽车及零部件：周报：数据安全法规管理试行，特斯拉开启AI DAY
 2021.8.23 主题研究：终端需求预期提升，产业链报价探涨
 2021.8.23 有色金属：铜：8月下游开工率整体平稳，TC增速放缓
 2021.8.23 酒类食品饮料：白酒历次周期复盘：白酒调整已到底部布局区间，继续看好龙头白酒稳健增长
 2021.8.23 科技：智能座舱#1：车载显示新风向，HUD迎拐点
 2021.8.23 医疗健康：板块大幅调整，关注中期业绩表现
 2021.8.23 化工：需求拉动下，电解液溶剂、工业硅价格强势
 2021.8.23 电力电气设备：工业自动化跟踪：2Q21需求稳健，国产亮眼
 2021.8.23 有色金属：铝：青海出现电力紧张，多省能耗双控预警
 2021.8.23 主题研究：限电影响持续，水泥回升态势确立
 2021.8.23 博彩及奢侈品：疫情反复下2Q21总博收环比微升8%
 2021.8.24 有色金属：原料紧张压制锂盐供应，锂价有望继续攀升
 2021.8.24 房地产：周报#257：楼、地两市景气度加速下行
 2021.8.24 工业：中金氢能：示范城市开始落地，全产业链补贴或为主基调
 2021.8.25 软件及服务：下一代办公软件：协作、双链与多维表格
 2021.8.25 电力电气设备：2Q21海外光伏回顾：涨价接受度提升，看好3Q起供应链压力边际改善
 2021.8.29 传媒互联网：周报：饭圈治理加强，推动行业健康发展
 2021.8.29 日常消费：周报：白酒中报高质量落地，估值进入布局区间
 2021.8.29 汽车及零部件：新兴智能电动车企：供给制约，需求无虞，理性看待8月产销波动的一次性影响
 2021.8.29 医疗健康：医药板块中报业绩稳健；长期看好产业升级和国际化

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