

研报精选

2021年10月11日 第43期

宏观专栏

煤电短缺影响几何

报告指出，近期的煤炭短缺、煤价飙升导致电厂存煤不足、电力供应能力下降。缺电对经济影响有两条渠道，一是电量短缺，限电限产影响总产出；二是电价上涨，推升成本，抑制生产。同时，缺电还将推高通胀。

美国债务上限的来龙与去脉

报告指出，8月1日债务上限再度生效以来，现金储备预计在10月18日将基本耗尽，因此在此之前必须冻结或提高债务上限。有惊但无险依然是我们的基准情形，不过，过程的曲折可能也难以避免。

专题聚焦

航运市场走向何方？起因、现状及预判

报告指出，本轮集运运价上涨的起因是美线需求集中爆发导致有效运力下降。进入四季度传统旺季逐渐结束，运价的顶点或已临近，完全消化当前供应链节点中累积的货量或仍需要1-2个季度。

汽车迎来新趋势，车联网带动大变革

报告认为，当前汽车产业开始向智能化和网联化拓展，二者双轮驱动，不仅成为实现高阶自动驾驶的必要条件，也演化为行业未来科技创新和消费升级的方向，国内车联网市场总规模有望在2025年超两千亿元。

宏观专栏

煤电短缺影响几何

煤炭：四季度全力挖掘安全产能，适度增加进口

今年以来煤炭供给持续偏紧，库存已降至历史低位。供需缺口扩大有几方面原因，其中，自有产量拖累可能是首要因素，同时进口成本高企，其次是全球气候变化带来的需求新增长。今年全球范围内与发电相关的品种，如中国的煤炭与欧美的天然气，普遍有所短缺，因而领涨大宗商品。低库存叠加可能的冷冬预期则加剧了市场对今冬能源短缺的担忧。

我们认为四季度煤炭供给将有所改善，供需矛盾将得到一定缓解。适度增加进口对煤炭供应将是有力补充，在边际上可能缓解当前的偏紧格局，但进口成本可能仍比较高昂。我们认为在当前形势下，在确保安全的前提下挖掘现有产能，并推进发电供热端中长协全覆盖，是煤炭保供的核心，同时亦有助于稳定市场预期，防止煤炭价格超涨。

电力：煤炭供应紧张催生电厂涨价诉求，电价机制向市场化更进一步

由于煤炭供应短缺叠加能耗双控，近期全国范围内20个省份出现不同程度的限电。我们认为核心原因在于煤炭短缺、煤价飙升导致电厂存煤不足、电力供应能力下降。煤炭供需紧张催生电厂涨价诉求，电价向市场化迈进一步，国常会明确煤电市场价格上浮幅度由此前的10%进一步放开至20%，缓解煤电企业经营压力。在用户侧，多省陆续出台市场交易用户惩罚性保底电价机制，防止用户因市场涨价而退市。

我们认为四季度电力供应量主要取决于煤炭供给量。基于大宗组煤炭供给量判断的三种情形，我们预测四季度火电发电量增速-5.9%/+3.3%/+4.8%，同时结合水电、核电、风电、光伏的电量预测（基于8月底装机及利用小时预测），得到三种情形下四季度总发电量增速-2.6%/+3.9%/+5.0%（vs 4Q20发电量同比增速7.1%）。

宏观：电力紧缺，继续推升通胀、压制增长

煤电供给少，而疫后强外需提振高耗能行业、5G加速、服务消费不振但用电刚性，电力消费弹性均上升，用电需求大增，加剧短缺。缺电对经济影响有两条渠道，一是电量短缺，限电限产影响总产出，考虑直接和间接影响，电力投入对总产出的贡献在5%。分行业看，根据完全消耗系数，电力产出每下降1pct，有色、黑色、非金属矿、化工、通用和专用设备、电气机械行业产出将被拖累0.5-2pct。二是电价上涨，推升成本，抑制生产，根据CGE模型，电价上涨5%，GDP会下降0.13%。根据发电量的三种情形，并假设电价上涨5%，缺电对GDP的拖累或在0.1-0.4pct。

我们预计缺电还将推高通胀，亦是两个渠道，一是电价上涨直接推升其他行业成本；二是缺电限产导致原材料供应减少、价格上涨，进一步推升其他行业价格。尽管电力只占中下游行业成本的不足3%，但考虑到原材料行业在下游行业总投入的占比高达15-50%。缺煤缺电下，我们预计10月PPI同比或突破10%，4Q或持续在9%以上，CPI或将上升至近2%。分行业看，非金属矿物、金属冶炼、金属制品、煤炭开采、石油加工、机械制造、食品价格受电价影响较大。

以上观点来自：2021年10月8日中金公司研究部已发布的《煤电短缺影响几何？》

郭朝辉 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

刘佳妮 SAC 执证编号：S0080520070002 SFC CE Ref: BNJ556

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004

王灸鹿 SAC 执证编号：S0080121040106

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

美国债务上限的来龙与去脉

在距离美国财长耶伦表示的10月18日截止日期仅剩不到两周时间，一直困扰市场的债务上限问题似乎出现了一些转机，如果两党能够达成短暂冻结债务上限到12月的共识，将有效缓解迫在眉睫的违约风险，直到明年“卷土重来”。那么，债务上限为何重要、影响如何？根源和出路何在？是否真会导致基本从未出现过的国债技术性违约？我们将在本文中做出分析。

债务上限为什么重要？不及时解决会面临违约风险，影响远大于屡见不鲜的政府关门

9月底到10月中，美国面临一系列重要的财政政策节点，如此前已通过参议院的5500亿美元基建投资、包含加税计划的3.5万亿美元支出方案、10月1日新财年拨款法案（最后一刻通过临时拨款法案给政府提供资金至12月3日，避免了政府关门）、10月18日债务上限（无法及时解决会导致政府违约），这也是我们在9月月报提示短期转向防风险的主要原因之一（《海外资产配置月报（2021-9）：短期转向防风险》）。这其中，债务上限无疑是重中之重。

所谓债务上限(Debt Limit或Debt Ceiling)，是美国政府联邦债务法定限额，可以理解为美国财政部的“信用卡额度”，在不超过上限的情况下，财政部可自行掌握发债节奏，触及上限后无法进一步新增。截止2021年8月，美国联邦债务为28.4万亿美元。与针对未来支出的财政拨款不同，由于债务上限独立来看约束的主要是用于偿还过往已发生支出的持续责任（如国债还本付息），因此若不能得到及时解决的话，意味着对现有债务违约，这在美国历史上还基本没有发生过，因此其影响要远大于仅仅是部分非职能部门暂时性关闭且屡见不鲜的政府关门。8月1日债务上限再度生效以来，财政部开始采用非常规措施（如暂停部分非必要支出和动用现金储备）仍可以支撑相当一段时间，但目前预计10月18日现金储备也将基本耗尽，因此在此之前必须冻结（无上限但有时间期限）或提高债务上限（有上限但无时间期限）。

最近进展与可能演变？有惊但无险，风险可能延后；极端情形出现可能使市场陷入动荡

两党在这一问题上分歧明显，直到最近才出现一些转机。一方面，共和党多次表示不会支持提高债务上限，认为民主党既然未来有大规模的支出需求（如3.5万亿美元支出方案），那么就应该选择直接用预算调节程序来单独推动提高债务上限，而不应该寻求本就不支持大规模支出的共和党来配合提高（正常情况下参议院需要60票才能通过，民主党只占50席，预算调节程序下只需简单多数即可）；而另一方面，民主党却不愿意采用这一程序，主要是考虑到时间过为紧迫（需要重新修改预算决议将债务上限纳入到预算框架，而3.5万亿美元和加税等政策日程也需要用这一程序来推动，但民主党内部对于后者的细节仍存在分歧，所以如果放到一起显然时间非常紧张），同时也不想在中期选举临近前被打上单独提高债务上限的“标签”（使用预算调节程序只能提高而非暂时冻结债务上限）。最新的进展是，共和党参议院领袖McConnell表示将支持短暂将债务上限冻结至12月，以让民主党有足够时间走正常程序上调债务上限。但待债务上限再度生效后，民主党使用预算调节程序或直接为此修改议事规则以直接简单多数通过（所谓“核选项”）可能是为数不多的选择。

有惊但无险依然是我们的基准情形，主要是由于债务上限太过重要，不能解决的风险是巨大的，最差情况下民主党依然可以单独上调。不过，过程的曲折可能也难以避免。短期看，如果两党能够达成暂时共识的话，能有效延后迫在眉睫的违约风险，改善市场情绪，但也会因财政部重新增加现金储备而推升债券供给，结合即将到来的QE减量支撑利率上行。如果民主党不同意这一方案、或者之后又拖到最后一刻、甚至在极端情形下真的出现短暂的技术性违约、又或者哪怕是像2011年8月债务上限危机临到跟前才解决但却被标普公司下调了主权债务评级的话，那对市场的冲击都可能将是巨大的，甚至不排除影响美联储QE减量节奏。

2011年8月债务上限危机可能是距离技术性违约最近的一次，2013年10月也出现过，但没有2011年那么惊险。这两次都发生在奥巴马总统任期期间，国

会参众两院分别由民主和共和两党控制，但当前国会力量相对统一。2011年直到截止时间最后几个小时才最终得以解决，虽然避免了违约但也使得标普公司下调美国主权评级，进而使得美股市场明显回调，标普500两周下跌16.7%。短端美债利率因市场担心违约影响而被抛售导致利率飙升，长短国债利率因为避险则大幅回落。与此同时，避险情绪也推动黄金和美元走强。2013年由于对市场扰动就要温和得多。

技术贴：财政预算 vs. 债务上限，用途和时点都不同，但解决方法有相通之处

针对经常会被混淆的债务上限、新财年预算、以及额外的财政支出与税改，我们在最后一部分提供了技术贴的对比分析。简言之，以上三者用途和时点上都有明显差异，但解决方法有相同之处。



以上观点来自：2021年10月7日中金公司研究部已发布的《美国债务上限的来龙与去脉》

刘刚 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李赫民 SAC 执证编号：S0080120090056 SFC CE Ref: BQG067

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

专题聚焦

航运市场走向何方？起因、现状及预判

起因：美线需求集中爆发导致有效运力下降。疫情初期需求负面冲击下运价基本不下跌、行业维持盈利是行业整合和集中度提升的结果。2H20开始美国大量的财政刺激叠加消费从服务转向商品，带动美线持续的需求快速增长，过去一年（2020年7月到2021年7月）的需求相比3年前（2018年7月至2019年7月）的复合增长达到10%，远高于正常的年均3%，由此导致美线拥堵、船舶周转下降，进一步吸纳运力、减少全球约12%的有效供给，从而带动主要航线运价大幅上涨，叠加牛鞭效应放大了影响。

现状：需求端看美国消费和补库存，供给端看需求逐渐常态化后有效运力释放。我们认为，美国当前的零售数据仍然远高于长期历史趋势值，但随着财政补贴结束（居民储蓄率已经下降至仅略高于疫情前水平）、服务消费占比提升，终端消费需求或逐渐边际走弱。从目前来看零售商库销比仍处于低位，短期或将继续支持需求，但从拆分数据来看，扣除汽车行业之外零售商库存绝对金额水平已经不低（8月比疫情前的库存高点高6%），如果销售数据逐渐走弱，则后续补库存空间有限。一旦需求逐渐回归正常，供应链紧张和效率下降的问题将逐渐缓解，释放有效运力。

预判：运价顶点或已临近。进入四季度传统旺季逐渐结束，我们认为运价的顶点或已临近，完全消化当前供应链节点中累积的货量或仍需要1-2个季度，因此行业回归常态化或在1Q22-3Q22（具体时间取决于是否有额外的供给冲击），如果双限政策对于生产活动和出货量产生实质性影响，可能会加速拐点到来。另一方面我们也认为，供应链安全和可靠性要求或促使更多头部客户签订长协运价，对运价的接受程度也将高于疫情前的水平。

以上观点来自：2021年10月8日中金公司研究部已发布的《航运市场走向何方？起因、现状及预判》

刘钢贤 SAC 执证编号：S0080520080003 SFC CE Ref: BOK824

杨鑫 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

冯启斌 SAC 执证编号：S0080521090003

专题聚焦

汽车迎来新趋势，车联网带动大变革

智能化和网联化双轮驱动，汽车产业迎来重大机遇。当前全球新一轮科技产业变革正在蓬勃发展。作为科技创新的重要载体，智能网联汽车正推动着汽车产业形态、交通出行模式、能源消费结构和社会运行方式的深刻变化。我们认为车联网和单车智能作为并行的两条技术路线将随着智能网联汽车的布局节奏加速深度耦合，通过协同感知、决策、控制实现完全自动驾驶，从而为全球汽车产业带来新的发展机遇。

车联网技术是实现L4/L5自动驾驶的必要条件。目前主流车企正陆续发布L3量产车型，并逐步向L4/L5演进。大部分自动驾驶初创公司则直接切入到L4/L5。而仅依靠单车智能技术路线难以解决L4/L5自动驾驶的某些特殊场景，比如行人“鬼探头”、前方交通事故预知等。而基于车联网技术的“上帝视角”则可较处理好。此外部分场景仅依靠单车智能虽能较好解决，但仍存在长尾效应，如视觉识别红绿灯，由于存在遮挡、极端天气等因素，无法做到100%准确，而结合车联网的车路协同技术则有望解决此问题。

国内车联网市场总规模有望在2025年超两千亿元。我们将车联网产业划分为车端和路端，分别测算其市场空间。车端市场主要考虑车载设备和内容服务两方面，我们预计2025年V2X车端市场规模将超千亿元，后期将快速增长，有望2030年规模超3500亿元。而路端市场主要包括城市内交叉路口和高速公路路侧基础设施建设，经测算其在2025年市场规模约为819亿元，在2030年将超1000亿元。

以上观点来自：2021年10月7日中金公司研究部已发布的《汽车迎来新趋势，车联网带动大变革》

邓学 SAC 执证编号：S0080521010008 SFC CE Ref: BJV008

陈桢皓 SAC 执证编号：S0080520050001 SFC CE Ref: BPR665

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2021.10.6 中国宏观简评：曲线平坦化之后，利率如何演变？——9月流动性观察
- 2021.10.6 中国宏观热点速评：9月经济数据前瞻：经济放缓，PPI或再创新高
- 2021.10.7 中国宏观热点速评：本轮关税豁免将小幅促进出口
- 2021.10.7 中国宏观热点速评：双限、双控加大工业分化
- 2021.10.8 海外宏观简评：大宗涨价：从“再通胀”到“类滞胀”
- 2021.10.8 中国宏观专题报告：煤电短缺影响几何？
- 2021.10.9 中国图说中国宏观周报：国庆消费，比出行数据显示的强
- 2021.10.9 海外宏观周报：补贴停了，为何美国就业没改善？

策略及大宗商品

- 2021.10.7 海外策略：国庆期间海外市场动态与交易主线
- 2021.10.7 海外策略：美国债务上限的来龙与去脉
- 2021.10.8 主题策略：行业比较与配置月报：关注供给冲击，配置更均衡
- 2021.10.8 海外策略：海外资产配置月报（2021-10）风险已经有所释放
- 2021.10.8 大宗商品：大宗商品：库存预期能否兑现？
- 2021.10.9 全球资金流向监测：外资上周一年来首度流出A股
- 2021.10.10 海外策略：疫情如何影响美国就业 疫情复工周度追踪（10月9日）
- 2021.10.10 海外市场观察：供应瓶颈到底堵在哪？2021年10月4日~10月10日
- 2021.10.10 A股策略周报：政策基调可能已经开始边际变化
- 2021.10.10 大宗商品：拉尼娜或回归，市场价格如何演绎？
- 2021.10.10 大宗商品：图说大宗：能源库存紧张，或在冬季延续

固定收益

- 2021.10.9 信用债收益率跟踪周报：永续债成交放量，一级净增量转正
- 2021.10.9 中国利率策略周报：四季度债市仍是机会大于风险

行业

- 2021.10.4 交通运输物流：新冠口服药研发推进，提振板块投资情绪
- 2021.10.4 科技：科技硬件周报(10/2)：持续关注AR/VR赛道
- 2021.10.6 金融：征信管理办法出台，助贷合作模式面临重塑
- 2021.10.7 传媒互联网：2021年国庆档回顾：《长津湖》节节攀升，助推票房破40亿元

- 2021.10.7 金融：如何看待征信管理办法出台的潜在影响？
- 2021.10.7 传媒互联网：周报：国庆档票房破40亿元，超前点播取消
- 2021.10.7 汽车及零部件：汽车迎来新趋势，车联网带动大变革
- 2021.10.8 金融：资管产品真净值化，摊余成本法还有多少空间？——《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》点评
- 2021.10.8 纺织服装珠宝：国庆黄金周期间珠宝首饰销售高景气
- 2021.10.8 保险：互联网财险半年报点评：车险推动行业渗透率回升，中介渠道保费贡献近半
- 2021.10.8 旅游酒店及餐饮：跨省游恢复承压；离岛免税亮点突出
- 2021.10.8 交通运输物流：航空：估值低位，行业供需改善或超预期
- 2021.10.8 交通运输物流：航运市场走向何方？起因、现状及预判
- 2021.10.8 可选消费：预计国庆消费平稳恢复，品质消费受青睐
- 2021.10.8 家电及相关：需求变弱还是供给受限？
- 2021.10.8 日常消费：零研月报：8月各品类表现分化，调味品环比改善
- 2021.10.8 汽车及零部件：周报：新势力9月交付首破万，能耗双控总体影响可控
- 2021.10.8 交通运输物流：“十一”交运数据：疫情影响下客流量偏弱
- 2021.10.8 家电及相关：时代的企业，从西门子看美的多元化之路
- 2021.10.8 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2021年10月组合
- 2021.10.9 房地产：湘潭-株洲楼市调研：景气度加速下行
- 2021.10.9 机械：制造业PMI回落，建议关注能源装备
- 2021.10.9 公用事业：交易电放开上浮区间，市场化再进一步
- 2021.10.10 日常消费：周报：白酒双节旺季消费平稳，估值布局性价比高

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