

# 研报精选

2021年3月29日 第17期

## 宏观专栏

### 稳字当头，关注国内——央行1Q21货币政策例会点评

报告指出，货币政策基调坚持稳字当头；结构性信贷政策继续落实推进，此前直达实体经济的两项货币政策工具延续至今年底；原材料价格上涨侵蚀企业盈利，贷款需求仍较强。

### 鲍威尔首谈削减宽松，如何解读？

美联储主席鲍威尔首次谈到削减宽松，报告认为导致鲍威尔态度改变的原因是近期美债利率回落和美国疫苗接种好于预期。尽管如此，报告不认为美联储货币政策将很快发生改变，基准情形是7月会议讨论削减宽松，12月会议开启削减计划。

## 专题聚焦

### 汽车芯片：自动驾驶浪潮之巅

报告指出，受益于自动驾驶产业化，汽车芯片有望产业链上行，话语权及议价能力提升。并且，中国自动驾驶SoC芯片公司有望通过开放性平台和本土化服务，在未来竞争中获得优势。

### 钢铁：2021年调整空间有多大

在碳中和的大背景下，最近钢铁市场对供给侧有了新的调整预期。报告预计今年粗钢产量将大概率同比下降，全年产量预计保持在10.55亿吨。粗钢产量将从二季度开始同比下降。

## 宏观专栏

### 稳字当头，关注国内

#### ——央行1Q21货币政策例会点评

央行货币政策委员会2021年第一季度例会于3月24日召开，央行在官网发布主要内容。

**货币政策基调坚持稳字当头。**会议强调经济虽持续复苏但进程仍不平衡，应加强国内外经济形势研判和国际宏观经济政策协调，关注国内并搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。会议重申要保持货币供应量和社融增速与名义GDP增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

**结构性信贷政策继续落实推进。**会议指出延续此前直达实体经济的两项货币政策工具（近期国常会决定将两项政策延续至今年底），并继续释放改革促进降低贷款利率的潜力（更多通过优化存款利率监管等方式），而根据近期央行召开的全国主要银行信贷结构优化调整座谈会精神，未来将继续调整优化重点领域和薄弱环节信贷结构，重点为“稳”、“进”、“改”。

- 总量上要稳字当头，保持贷款平稳增长、合理适度，实现普惠小微贷款继续“量增、价降、面扩”，实施好房地产金融审慎管理制度；
- 围绕碳达峰碳中和战略目标，引导银行按照市场化原则向绿色低碳产业倾斜，并进一步加大对科技创新、制造业的支持；
- 坚持市场化、法治化原则，前瞻性地综合考量资金投放、资产负债、利润、风险指标等因素，持续增强金融服务实体经济的能力；提升金融科技水平，鼓励银行在管控风险同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放等。

原材料价格上涨侵蚀企业盈利，贷款需求仍较强。央行发布的企业家问卷调查结果显示，今年1季度企业经营景气指数环比上升0.5pct，但盈利指数环比下降6.7pct，或与原材料购进价格指数环比提高7.4pct有关，原材料价格上涨对企业盈利的侵蚀值得持续关注。而贷款需求指数在1季度迎来季节性上行，总指数提高5.9pct，制造业、基础设施、批零与房地产行业分别上升3.6、5.3、2.7和2.1pct，银行业景气指数和盈利指数也继续回升，显示贷款需求仍较强，叠加延期还本付息等信用政策的支持，银行业盈利有望继续改善。



以上观点来自：2021年3月28日中金公司研究部已发布的《稳字当头，关注国内——央行1Q21货币政策例会点评》

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

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

### 鲍威尔首谈削减宽松，如何解读？

#### 焦点讨论：美联储何时削减宽松（Tapering）？

3月25日，美联储主席鲍威尔在接受NPR采访时首次提出削减宽松。他指出，“随着经济复苏，我们将向公众提供指导。随着我们朝着目标取得实质性进展，我们将逐步减少购买美国国债和房屋抵押贷款证券。我们会非常慢，并且保持透明”。

这番表态与此前一周略有不同。一周前的FOMC会议后，当被问及美联储是否已经开始讨论削减宽松时，鲍威尔迅速给出了否定的回答，态度非常坚决。相比之下，这次不仅给予了肯定的答复，在言语上也显得更加轻松自如，游刃有余。

是什么改变了鲍威尔的态度？我们认为有两方面原因。其一，近期美债利率回落，给了鲍威尔谈论削减宽松的机会。在3月FOMC会议前，市场普遍担心美联储释放过度鹰派的信号，加上对通胀的担忧，令10年期美债利率一度突破1.7%。利率快速上行给鲍威尔带来较大压力，使其不得不在会后发出鸽派信号以安抚市场。但过去一周，欧洲疫情加剧，油价回调，美债利率有所回落。市场对利率上行的担忧暂时告一段落，反而给了鲍威尔表达不同想法的机会。

其二，美国疫苗接种好于预期，增添了鲍威尔的信心。截止3月26日，美国每日平均新增确诊病例数已降至58,500人，死亡人数也已显著下降。美国每百人中接种疫苗的人数也已升至40人，在主要发达国家中处于领先。

尽管如此，我们不认为美联储货币政策将很快发生改变。我们的基准情形是，美联储在7月FOMC会议上开始讨论削减宽松，在12月FOMC会议上开启削减计划。正如鲍威尔所说，削减宽松的前提是“取得实质性进一步的进展”，这意味着美联储在就业和通胀两个维度都先要看到希望。就业方面，美联储不仅需要看到失业率下降，还有劳动参与率回升。通胀方面，美联储需要看到基数效应外的通胀上升。此外，近期欧洲疫情回升增加全球经济的不确定性，美

联储或更倾向于再等等看。

这意味着未来1个季度美国金融市场流动性仍有望处于偏宽松状态。一方面，美联储仍将以每月1,200亿美元的速度购买资产。另一方面，美国财政部在美联储TGA账户中的财政存款将加速释放。截止上周，TGA账户余额已经从1.8万亿美元降至1万亿美元左右。

经济活动方面，一些高频指标显示美国服务业在加快复苏，但地区间存在差异。我们可以从交通运输、餐饮、休闲住宿三个维度看。交通方面，美国机场日均安检人数与每周国内航班数自2月底加速回升，分别达到134万人与13.6万架次，约为疫情前的70%，但每周国际航班数量无显著改善。餐饮方面，美国餐饮消费支出与堂食人数都显示出快速复苏态势，但各州复苏程度仍存在较大差异。在佛罗里达州与德克萨斯州，堂食活动已经基本恢复到疫情前水平，但纽约州、加州及华盛顿州仅恢复了50%-60%。休闲住宿方面，休闲娱乐支出复苏相对较快，3月明显回升，但住宿支出相对较慢，3月以来未出现明显改善。

疫情方面，欧洲部分国家与巴西疫情持续发酵，主要来自变异病毒。3月以来，法国、意大利、德国确诊人数持续上升，死亡人数也不断走高。欧洲疫情卷土重来与英国发现的变种病毒B117有一定关系。鉴于此，法国被迫实行新一轮封锁措施，不过封锁的范围没有之前那么大。疫苗方面，欧洲生产能力仍然不足，且欧盟与英国之间因为疫苗分配发生争执，使得疫苗接种仍然慢于预期。巴西方面，由于变种病毒P1快速爆发，使得每日新增感染人数上升至7万人，日增死亡人数也达到2,000人以上，均为去年底的2倍。往前看，欧洲和南美的疫情仍存在较大风险。

---

以上观点来自：2021年3月26日中金公司研究部已发布的《鲍威尔首谈削减宽松，如何解读？》

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007

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

### 汽车芯片：自动驾驶浪潮之巅

未来汽车的终局，是实现自动驾驶的智能终端。自动驾驶将成为科技巨头竞争角逐的技术浪潮，而汽车芯片，特别是自动驾驶芯片，将处于自动驾驶技术浪潮的制高点。

自动驾驶的实现，将依赖汽车的感知层、决策层和执行层的全方位升级。在决策层的创新升级：基于“软件定义汽车”的趋势，软件创新升级包括：信息娱乐系统的人机交互、ADAS和车身控制软件等，特别是基于人工智能或深度学习算法的自动驾驶软件。基于“架构升级+算力提升”的要求，硬件创新升级的核心在于汽车控制器内部芯片的升级换代。

汽车芯片，是自动驾驶硬件升级竞赛的浪潮之巅。传统汽车芯片(MCU)，受益汽车电子化需求稳步增长，格局固化及依赖代工，处于成熟制程的MCU芯片处于供不应求的格局，芯片短缺原因在于：

- 新冠疫情+日本地震+德州暴风雪+中国台湾缺水；
- 全球70%以上的汽车MCU生产来自于台积电，而台积电的汽车芯片代工收入2020年占比仅为3%，MCU处于20~45nm的成熟制程，代工利润低，没有扩产动力，导致MCU产能吃紧；
- 上游设备商亦因利润较低而较少生产成熟制程的生产设备，生产设备难补充；
- 疫情期间消费电子销售爆发导致的产能挤压。

汽车SoC芯片（智能座舱和自动驾驶）正处爆发边缘，受益中国智能汽车和自动驾驶市场，快速成长并引领全球，中国汽车芯片（特别是自动驾驶芯片）孕育巨大的产业和投资机遇。汽车域集中架构下的域控制器(DCU)和中央集中式架构下的中央计算机需要SoC芯片。

我们认为，智能座舱SoC芯片的渗透只是“前菜”，自动驾驶SoC芯片才是自动驾驶产业的核心。随着智能网联汽车时代的到来，以特斯拉为代表的汽车电子电气架构改革先锋率先采用中央集中式架构，即用一个电脑控制整车，并可以很好的实现整车OTA软件升级。全球范围内各大主机厂均已认识到汽车控制集中化的大趋势，虽不同主机厂对控制域的划分方案不同，但架构向域控制/集中式控制的方向相同。域控制器集成前期的诸多ECU的运算处理器功能，且需要控制实现智能驾驶或智能座舱等复杂功能，因此相比ECU其对芯片算力的需求大幅提升，计算芯片相应的需要用到算力更高的SoC芯片。根据特斯拉、英伟达、Mobileye、地平线等主流处理器架构分析及对比，我们认为，“CPU+ASIC”的简化架构或将成商业化主流。

受益于自动驾驶产业化，未来汽车芯片供应商将为主机厂提供基于SoC芯片的软硬件全栈能力，在产业链中地位有望上行，由Tier2 转变为新的Tier1，具有更高的话语权和议价能力。并且，中国自动驾驶SoC芯片公司有望通过开放性平台和本土化服务，在未来竞争中获得优势。

---

以上观点来自：2021年3月24日中金公司研究部已发布的《汽车芯片：自动驾驶浪潮之巅》

邓学 SAC 执业证书编号：S0080521010008

任丹霖 SAC 执业证书编号：S0080518060001 SFC CE Ref: BNF068

常菁 SAC 执业证书编号：S0080518110003 SFC CE Ref: BMX565

## 专题聚焦

### 钢铁：2021年调整空间有多大

#### 钢铁行业供给侧调整，初露端倪

在碳中和的大背景下，最近钢铁市场对供给侧有了新的调整预期。工信部表态力保今年粗钢产量同比下降<sup>1</sup>；钢铁重镇唐山亦将限产延长至了全年。

在碳中和大背景下，最近钢铁市场对供给侧有了新的调整预期。近期，高企的海运铁矿石价格对钢铁企业的经营利润造成了很大的压力。而我们预计钢铁需求增长可能放缓，因此，钢铁置换产能的快速释放加剧了市场对潜在过剩的担忧。叠加钢铁行业碳减排的压力，2021年钢铁行业当务之急是供给侧调整。

#### 压缩粗钢产量，一箭三雕

压缩产量将对上下游的供需失衡有一定的缓解，同时也可以立竿见影地降低碳排放量。在原材料端，主动缩减产量对高企的海运铁矿石价格会起到相当有效的抑制作用。在下游方面，随着近几年置换产能的大规模投产，钢材供应过剩的风险又开始显现。因此，我们预计，缩减产量有助于提振市场基本面预期、改善生产利润。

从全国范围来看，今年一季度粗钢产量同比正增长已成定局。因此若想实现压缩产量的目标，必须保证之后三季度粗钢产量同比下降。在“碳中和”的大背景下，我们预计全年政策面可能会持续偏紧。结合去年的基数判断，我们认为从二季度开始，粗钢产量将同比下降。全年粗钢产量预计保持在10.55亿吨，比去年同比略降，具体取决于限产执行与钢材出口量。

随着供给端的调控，钢材的供求基本面将更加趋于平衡。去年因疫情而大幅增长的钢材库存将获得缓解。在需求端，我们预计全年钢铁实际消耗量增长约2%。随着房地产进入完工周期与财政扩张小幅收窄，建筑相关的钢材需求如螺纹钢等将放缓。

<sup>1</sup> [https://www.miit.gov.cn/jgsj/ycls/gt/art/2021/art\\_0f8841e24bd844f691c714adb079990a.html](https://www.miit.gov.cn/jgsj/ycls/gt/art/2021/art_0f8841e24bd844f691c714adb079990a.html)



## 减少钢材出口，影响几何？

在国内需求仍有增长的情况下，为避免压缩产量造成钢材价格过热而挤压下游制造业利润，可以配套降低钢材出口，尤其是基础性的钢材。这样，我们预计今年钢材出口在去年低基数下可能增长有限，以保障国内需求，在一定程度上平抑国内钢材价格波动。东亚与东南亚制造业的复苏将是拉动出口的主要动力。但我们预计今年国内制造业钢材需求保持旺盛，板材价格较高，出口退税减少将进一步缩小出口利润，抑制出口上涨。进口方面，随着国内外价差逐渐缩小，通过进口钢材、钢坯甚至生铁块、海绵铁来套利的空间已经很小。因而我们预计钢材进口将比去年回落。

## 提升废钢利用，一举两得

中长期来看，提高废钢利用、降低吨钢碳排放量才是产业发展的重中之重。通过我们测算，若2025年钢铁行业废钢比提升到30%（10亿吨粗钢产量），需消耗约3亿吨的废钢消耗，铁矿石消耗将从2020年的高点降低约2.3亿吨。

若想实现电炉的规模发展，一方面，加强废钢回收、提升废钢产出，可以缓解废钢的供应紧张状态，另一方面，提升“碳价格”，可以缩减长流程与短流程的生产成本差。

---

以上观点来自：2021年3月22日中金公司研究部已发布的《钢铁：2021年调整空间有多大》

郭朝辉 SAC 执业证书编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.3.22 海外宏观周报：新兴市场通胀上升，部分央行开启加息
- 2021.3.22 中国宏观专题报告：碳中和经济学：反推式变革的七个思考
- 2021.3.22 中国宏观专题报告：探路中和：两个四十年的碰撞
- 2021.3.22 中国宏观专题报告：碳中和：创新与公平并举
- 2021.3.22 中国宏观专题报告：同一碳排放，不宜统一碳定价
- 2021.3.22 中国宏观专题报告：绿色金融：以引导促服务，化挑战为机遇
- 2021.3.22 中国宏观专题报告：全球碳中和与中国担当
- 2021.3.22 图说中国宏观周报：大宗和运价挤压下游利润 | 2021年3月15日-21日
- 2021.3.25 海外宏观简评：宏观探市：实际利率上升压制风险偏好
- 2021.3.26 中国宏观热点速评：稳字当头,关注国内 | 央行1Q21货币政策例会点评
- 2021.3.28 海外宏观周报：鲍威尔首谈削减宽松，如何解读？
- 2021.3.28 图说中国宏观周报：工业利润增速加快,出口增长仍有韧性 | 2021年3月22日-28日

### 策略及大宗商品

- 2021.3.22 主题策略：碳中和与可持续发展背景下的投资
- 2021.3.22 黑色金属：钢铁：2021年调整空间有多大
- 2021.3.27 全球资金流向监测：外资30周流入中资股；南向再度净流出
- 2021.3.28 量化策略周报：量化策略周报（237）：市场有望出现短期反弹
- 2021.3.28 海外市场观察：近期美元走强需要担心么？| 2021年3月22日~3月28日
- 2021.3.28 A股策略周报：并非2018
- 2021.3.28 海外中资股策略周报：市场回调后估值回归长期均值

### 固定收益

- 2021.3.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.3.22 简评：二级市场反弹,城投波动加大 | ——中资美元债周报
- 2021.3.23 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.3.24 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.3.25 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.3.25 专题研究：风险资产回落后,银行和理财负债端有何变化？| ——机构负债端跟踪2021年3月月报
- 2021.3.26 中国可转债策略周报：挑战：EasyBall可以更稳吗？——转债退市风险测算与Python实现
- 2021.3.26 中国信用策略双周报：碳中和债的制度与实践
- 2021.3.27 中国利率策略周报：二季度利率债供给多么？先等还是直接买？

2021.3.28 简评：一周行业数据

## 行业

- 2021.3.22 软件及服务：计算机行业一季报前瞻：稳步走出疫情，中长期布局时点已来
- 2021.3.22 钢铁：唐山限产再加码，重视供给收缩下板块龙头投资机会
- 2021.3.22 节能环保：碳中和纳入生态文明建设，把握绿色低碳行业投资机会
- 2021.3.22 主题研究：追"宗"系列 | 大宗投资前瞻:通胀修复提振铜铝价格,钢铁供给收缩预期强化
- 2021.3.22 主题研究：绿色技术：技术突破带来能源革命
- 2021.3.22 主题研究：绿色能源：打造中国绿色能源新篇章
- 2021.3.22 基础材料：绿色制造：从绿色溢价看碳减排路径
- 2021.3.22 可选消费：绿色生活：开启生活方式与社会治理的新篇章
- 2021.3.22 房地产：绿色城市：着力规划与治理双提升
- 2021.3.22 房地产：中金房地产周报#236：新房销售热度不减，宅地成交继续提速
- 2021.3.23 机械：看好“碳中和”浪潮中的“卖水者”
- 2021.3.23 银行：长债利率上行期间的美资大行表现
- 2021.3.23 轻工日化：国家推进新型烟草监管法治化，后续关注相关细则出台进展
- 2021.3.23 机械：政策扶持制造服务业，助力制造业转型升级
- 2021.3.24 汽车及零部件：汽车芯片：自动驾驶浪潮之巅
- 2021.3.24 基础材料：追"宗"系列 | 纸业解码:浆纸系纸种成本支撑强劲,箱瓦纸价季节性暂时转淡
- 2021.3.24 酒类食品饮料：啤酒：高端竞争或与低端有何不同？
- 2021.3.25 汽车及零部件：全球汽车产业观察 | 海外车企:全面电动化提速
- 2021.3.26 主题研究：1-2月组件出口量价双增，全球内生需求强劲无惧产业链短期调整
- 2021.3.26 银行：受益于顺周期和紧信用，重申银行估值反转
- 2021.3.26 主题研究：化工行情的三个核心关注之“三问三答”
- 2021.3.27 保险：互联网财产险：意健险保费高增长，产品布局差异带来格局变化
- 2021.3.28 有色金属：有色周报：有色标的普跌，锂钴部分标的抗跌
- 2021.3.28 传媒互联网：周报：分众单季度收入创新高，苹果IDFA政策或提升效果广告价格
- 2021.3.28 保险：互助：水滴互助关停严守风险底线，赠险以进行最后一次保障教育
- 2021.3.28 医疗健康：持续关注龙头企业，创新是核心驱动力，调整即是机会
- 2021.3.28 主题研究：光伏周报：中下游稳价操作，国能投上调十四五新能源目标

## **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