

## 宏观经济分析

### 宏观经济分析： 内需下行更加明确

基本面消息：

事件：4月金融数据公布，社融增量为1.85万亿元，预期增加2.25万亿元，3月增加3.34万亿元，比上年同期少1.25万亿元，比2019年同期多1797亿元；人民币贷款增加1.47万亿元，比上年同期少增2293亿元，比2019年同期多增4525亿元；广义货币(M2)余额226.21万亿元，同比增长8.1%，预期增长9.1%，3月增长9.4%，增速分别比上月末和上年同期低1.3个和3个百分点。

点评：4月金融数据明显更弱，几乎所有主要指标都弱，这进一步确认了下行的趋势，也佐证了我们之前的预判（请见《首創證券宏观研究\_最后的繁荣\_2021年1月金融数据点评》与《首創證券宏观研究\_下行右侧的确认\_2021年3月金融数据点评》）。由于金融数据是经济数据的先导指标，这也意味着内需将延续下行。当前经济的支撑在外需，一旦外需见顶，而政策整体偏紧，经济下行更加明确。建议留意外需见顶的时点，到时除了做空商品，还可以大幅做多债券。

市场回顾：

台湾本土疫情再起，5月12日台湾股市暴跌，台湾加权指数盘中跌幅最大超过8%，收盘跌4.11%。近期海外股市集体走弱，A股相对较强，A股与海外股市的差异持续收窄，若海外市场持续走弱，则A股也值得警惕。

5月12日，A股低开高走，沪指录得三连升，沪深300指数收涨0.43%；债券利率先下后反弹，变化不超1bp，国债期货涨跌互现，10年期主力合约涨0.10%，2年期主力合约跌0.03%；商品期货继续走强，黑色系延续强势，基本金属、能化品也多数上涨。

后市展望：

中长期来看，影响中国资本市场的主要因素仍然是国内外经济基本面与海外资本市场的走势。本次“430会议”见好就收的信号比较明显，这意味着未来国内因素造成大幅波动的可能性不大。外需方面，疫情发展如果符合预期，未来美国、欧洲和其他国家需求将依次见顶，全球需求高点可能最晚在3个月左右，大宗商品价格届时可能回落；而我国内需下行趋势已经逐步确认，进出口都面临下行压力。

就二季度而言，实物需求将进一步下行，而服务业需求可能相比一季度有所回升。因此，整体经济下行的幅度相对有限，国债收益率下行的空间并不大。股市方面，在美股没有明显调整的情况下，A股压力不大，不排除有反弹，反弹力度部分取决于外盘走势。

（分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004）

## 重点行业观察

### 电力设备与新能源行业：异质结电池再添新玩家，大规模产业化蓄势待发

明阳智能宣布进军光伏领域，异质结电池再添新玩家。5月12日明阳智能发布对外投资公告，宣布投资年产5GW光伏高效电池和5GW光伏高效组件项目，投资金额为30亿元。项目建设周期为5年。预计分三期投资，第一期投资金额为6亿元，2021年完成一期自建厂房年产1GW光伏高效电池+1GW光伏高效组件产线建设；2022年完成二期在第一期基础上扩充至年产2GW光伏高效电池+2GW光伏高效组件产线建设；2025年前完成三期新建年产3GW光伏高效电池+3GW光伏高效组件产线建设。

N型路线已基本确立，异质结技术可能成为光伏行业下一个风口。光伏产业链近年来快速发展的本质是技术驱动降本提效。目前单晶替代多晶技术路线已经基本完成，P型电池提效进度放缓，N型电池效率提升潜力大。展望未来，光伏行业最值得期待的变革在于电池环节将由P型电池转向N型电池，其中异质结电池工艺结构简单、工艺温度低、效率高、无电致诱导衰减等缺点，降本潜力大，最有可能成为光伏行业下一个大风口。

三十年功名尘与土，大规模产业化见曙光。异质结电池早在1990年就由日本三洋公司成功开发，距今已经三十年，当时的转换效率为14.5%，在三洋公司不断的研究之下，异质结电池的实验室效率在2015年达到25.6%。2015年，异质结专利到期，技术壁垒消除，国内外领先的光伏企业开始大力发展和推广异质结技术，当前异质结电池量产效率普遍已在24%以上，根据公布的数据显示，通威异质结电池量产效率达到了25.18%、安徽华晟达24.73%、爱康科技24.59%、东方日升24.55%。异质结效率的快速提升吸引了行业关注的目光，2020年，各企业宣布的HIT产能规划达到27.75GW，目前已建成的HIT产能在3-5GW，根据CPIA预测，HIT的市场份额将从2020年的3%增加至2025年的20%左右，大规模产业化蓄势待发。

投资建议：光伏行业几乎每隔2-3年就会有一次技术迭代，而电池转换效率是最关键的指标，随着PERC的效率挖掘逐步接近24.5%的效率极限，异质结电池被视为下一代光伏电池的革命性技术，其效率更高，工艺更简单，能耗更低，长期来看代表未来发展方向。建议关注：异质结电池制造企业通威股份，爱康科技、明阳智能；异质结设备生产厂家迈为股份，捷佳伟创。

（研究员：王帅，执业证书编号：S0110520090004）

## 主要报告推荐

### 4月物价数据点评：通胀符合预期，流动性暂时平稳

#### ——宏观经济分析报告

事件：5月11日，国家统计局公布4月份物价数据，数据显示：中国4月CPI同比0.9%，市场预期0.9%，前值0.4%；环比-0.3%。4月PPI同比6.8%，市场预期6.2%，前值4.4%；环比0.9%。

点评：4月CPI同比录得0.9%，基本符合预期。其中，核心CPI持续走高。1-2月核心CPI环比均低于季节性，3、4月均高于季节性，显示3、4月终端需求修复较快，但1-4月份环比加总后基本与历史同期持平，说明3、4月的走势更多是1-2月就地过年后需求释放带来的补坑过程。目前核心CPI同比与疫情前水平在持续收窄，但仍有0.8个百分点的差距，后续走势将更为关键，值得持续关注。

CPI食品分项同比录得-0.7%，环比收窄1.2个百分点至-2.4%，猪肉和鲜菜是主要拖累项。猪肉价格环比下降11%，鲜菜价格环比下降8.8%。滞后10个月的能繁母猪量与猪肉价格存在明显负相关关系，能繁母猪同比自2020年6月大幅走高，连月创新高，2021年3月份也保持着接近1倍的增速，猪肉供给的较快恢复决定了短期内猪价仍将继续下行。

PPI同比略超市场预期，环比回落0.7个百分点，黑色产业链的环比仍保持较快增速。PPI作为通胀的锚定指标，其大幅上行一般会引发货币政策的收紧。不同的是，本轮大宗商品价格大幅上升带来的PPI上行是国外需求修复引致的输入型通胀，但国内经济或已步入下行通道，不具备货币政策大幅收紧的条件。央行2021年一季度货币政策执行报告专栏四《如何看待近期国内外物价走势》也有类似看法。

对于PPI的后续走势，外需的修复进度更为关键。美国PMI进口分项在4月出现了明显下降，美国修复比欧洲更早，如果美国在4-5月见顶，欧洲可能在未来的两三个月见顶，全球工业需求见顶可能不超过三个月，因此大宗商品价格上涨可能不超过3个月的生命，届时PPI也将面临下行。

4月通胀基本符合预期，数据公布后，市场反应平淡，且股债收盘均有一定程度的上涨。本轮PPI持续上行是海外需求复苏引起的输入型通胀，但国内经济或已步入下行通道，不具备货币政策大幅收紧的条件，因此股债大跌的可能性不大。但4月以来流动性宽松预期的自我实现过程短期不可持续，需警惕短端利率的回调风险。

风险提示：海外经济修复不及预期，全球通胀上行速度过快

（分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004）

## 主要市场数据

表 1 全球主要市场指数

指数名称	收盘点位	1 日涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
上证综指	3,428.0	0.27	1.28	0.46	-0.30
深证成指	13,918.0	-0.11	0.94	-2.59	-2.80
沪深 300	4,992.4	-0.07	0.97	-1.54	-3.20
恒生指数	28,595.7	-0.05	-1.33	-1.72	3.67
标普 500	4,188.4	-1.04	-1.90	-0.70	10.54
道琼斯指数	34,742.8	-0.10	-1.46	1.16	11.97
纳斯达克指数	13,401.9	-2.55	-2.64	-4.11	3.89
英国富时 100	7,123.7	-0.08	-2.55	-0.31	7.55
德国 DAX	15,400.4	0.00	-1.82	-0.11	10.21
法国 CAC40	6,386.0	0.01	-1.85	-0.03	12.90
日经 225 指数	29,518.3	0.55	-4.12	-2.31	2.56

资料来源: Wind, 首创证券

表 2 国际商品期货及波罗的海干散货指数

商品期货名称	收盘点位	涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
ICE 布油	68.22	-0.09	0.54	2.83	32.53
NYMEX 原油	64.88	-0.03	0.85	2.94	34.89
LME 铜	10,395.50	-0.21	1.33	7.44	35.93
LME 铝	2,529.50	-0.41	-0.28	5.67	27.96
LME 锡	29,800.00	-0.05	0.62	4.57	47.60
LME 锌	2,994.50	-0.68	0.00	3.04	9.60
CBOT 大豆	1,587.25	-0.16	1.65	5.33	23.26
CBOT 小麦	728.50	-4.36	-2.33	1.26	16.16
CBOT 玉米	713.25	-2.59	-1.13	7.54	49.59
ICE2 号棉花	88.19	-1.64	-1.86	-0.10	12.63
CZCE 棉花	16,100.00	0.41	1.71	4.15	8.12
CZCE 白糖	5,626.00	0.73	3.60	5.24	10.19
波罗的海干散货指数	3,240.00	1.79	2.23	6.58	138.21
DCE 铁矿石	1,326.00	10.00	10.91	20.61	35.53

资料来源: Wind, 首创证券

表 3 美元指数及人民币兑国际主要货币中间价

汇率名称	收盘点位	涨跌幅 (%)	1 周涨跌幅 (%)	1 个月涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
美元指数	90.31	0.08	-0.07	-1.23	0.24
美元兑人民币 (CFETS)	6.44	-0.64	-0.65	-0.64	-1.52
欧元兑人民币 (CFETS)	7.80	0.03	0.21	-0.20	-2.75
日元兑人民币 (CFETS)	5.90	-0.36	0.09	-0.34	-6.60
英镑兑人民币 (CFETS)	9.04	0.59	1.25	1.04	2.01
港币兑人民币 (CFETS)	0.83	-0.49	-0.26	-0.46	-1.58

资料来源: Wind, 首创证券

表 4 沪股通前十大活跃个股明细

代码	证券名称	交易日期	类型	排名	合计买卖总额 (亿)	买入金额 (亿)	卖出金额 (亿)	成交净买入 (亿)	收盘价
600519.SH	贵州茅台	2021-05-12	沪股通	1	25.7129	16.6779	9.0350	7.6429	1,984.00
600031.SH	三一重工	2021-05-12	沪股通	2	12.8791	2.5374	10.3418	-7.8044	28.74
600196.SH	复星医药	2021-05-12	沪股通	3	9.6358	5.3677	4.2681	1.0996	63.21
601919.SH	中远海控	2021-05-12	沪股通	4	8.8963	3.7059	5.1903	-1.4844	19.07
601166.SH	兴业银行	2021-05-12	沪股通	5	8.2180	4.7802	3.4378	1.3425	22.54
600887.SH	伊利股份	2021-05-12	沪股通	6	7.6197	4.8740	2.7457	2.1283	38.36
600276.SH	恒瑞医药	2021-05-12	沪股通	7	7.5679	3.4598	4.1081	-0.6483	83.18
601888.SH	中国中免	2021-05-12	沪股通	8	7.5565	4.5111	3.0454	1.4657	303.00
601318.SH	中国平安	2021-05-12	沪股通	9	7.4661	4.0326	3.4334	0.5992	69.93
600809.SH	山西汾酒	2021-05-12	沪股通	10	6.6432	3.6045	3.0387	0.5657	424.50

资料来源: Wind, 首創證券

表 5 深股通前十大活跃个股明细

代码	证券名称	交易日期	类型	排名	合计买卖总额 (亿)	买入金额 (亿)	卖出金额 (亿)	成交净买入 (亿)	收盘价
300750.SZ	宁德时代	2021-05-12	深股通	1	11.7210	5.7847	5.9364	-0.1517	361.50
000858.SZ	五粮液	2021-05-12	深股通	2	10.6799	6.2705	4.4094	1.8611	277.51
002594.SZ	比亚迪	2021-05-12	深股通	3	8.8046	3.2207	5.5839	-2.3631	153.73
300142.SZ	沃森生物	2021-05-12	深股通	4	8.5970	3.0798	5.5172	-2.4374	64.58
000725.SZ	京东方 A	2021-05-12	深股通	5	8.0215	2.2776	5.7440	-3.4664	6.60
002230.SZ	科大讯飞	2021-05-12	深股通	6	7.9435	5.3612	2.5823	2.7789	53.73
000333.SZ	美的集团	2021-05-12	深股通	7	7.9139	3.7274	4.1866	-0.4592	77.27
300015.SZ	爱尔眼科	2021-05-12	深股通	8	6.7831	1.8410	4.9422	-3.1012	74.73
000568.SZ	泸州老窖	2021-05-12	深股通	9	6.6980	3.7606	2.9374	0.8232	243.30
000799.SZ	酒鬼酒	2021-05-12	深股通	10	6.0028	3.3598	2.6430	0.7169	217.00

资料来源: Wind, 首創證券

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现