

# 全球经济下行与流动性拐点并进时刻

## ——2021 年资产配置及基金研究中期展望

### 主要结论

#### 康波萧条周期的延伸：美国虚拟资产泡沫化

我们正处于第五次康德拉季耶夫周期的衰退向萧条的过渡期。当前美国虚拟资产泡沫化类似于 1985 年后日本，美国采用了极度宽松的货币政策与超常规顺周期财政刺激政策，其结果就是经济很难出现持久繁荣，但股市、房地产等虚拟资产已经呈现泡沫化特征。

#### 商品通胀未结束，美国核心通胀才刚开始启动

全球疫情错位与不平衡复苏，属于大宗商品的通胀仍未结束。同时，我们认为美国核心通胀的高度与持续性将在下半年超预期：(1) 服务价格将重演商品供需错配的逻辑。(2) 房价向房租传导叠加疫情改善，房租将从核心通胀拖累项变为显著加分项。(3) 扭曲的美国劳动力市场，工资通胀将归来。

#### 全球经济相继见顶，疫后修复之路不平坦

近期美债收益率技术上已经向下破位，主要由于全球经济见顶。虽然新兴市场经济还远未充分复苏，但全球输入型通胀压力不断积聚，俄罗斯、土耳其、巴西等新兴市场已经先美联储一步开始进入加息通道。

#### 全球权益：直面通胀，重心下移

**A 股：经济走弱叠加紧缩渐行渐近，中枢下移。**参考 2010 年 4 月，当时全球经济见顶，美联储退出 QE1，与当前环境有一定相似之处，之后指数加速回调。预计指数中枢下移仍是中期趋势。

**美股：属于美股的类滞胀时刻到来。**下半年美联储紧缩的进度会超出预期，加息预期可能较 6 月 FOMC 会议进一步前移，而美国经济见顶迹象显露。预计美股会出现一波相对明显的调整，但很难进入真正的熊市。

#### 全球债市：存在短期紧缩力度超预期风险

**中债：去年 11 月高点难破，配置型资金可考虑左侧加仓。**下半年债券收益率上行风险主要来自央行货币紧缩动作，但预计很难突破去年 11 月的高点，一旦下半年上行至 3.35% 附近，将会是中长期好的买点。

**美债：经济见顶下的紧缩冲击，美债利率震荡上行。**下半年美国鹰派信号可能越来越强，美债收益率或出现一波快速上行，但全球经济见顶又会压制美债利率上行，总体上，预计下半年美债利率震荡上行。

#### 全球商品：CRB 维持高位，黄金目标 2000 美元，原油震荡下行

**CRB 指数：维持高位，关注供给复苏节奏。**全球经济下行会引发商品短期技术性调整，但在大级别拐点处，商品都是滞后经济见顶的。中期来看，预计 CRB 指数维持高位。

**黄金：紧缩预期反应过度，黄金维持 6 个月目标价 2000 美元。**在美联储流动性转折的暗示之后，市场的紧缩预期升温，金价回落并抹平了近期的涨幅，但市场或反应过度，预计实际利率仍将低位震荡，维持 6 个月目标价 2000 美元。

**原油：供给压力下，WTI 油价或震荡走低。**尽管季节性燃料需求在即，OPEC+ 成员国超预期增产的情况或使其难以有序增产，加之美国活跃钻进的增加，短期供给端存在压力，油价或震荡下行。

## 资产配置与基金研究

丁鲁明

dingluming@csc.com.cn

021-68821623

SAC 执证编号：S1440515020001

陈韵阳

chenyunyang@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440520120001

段潇儒

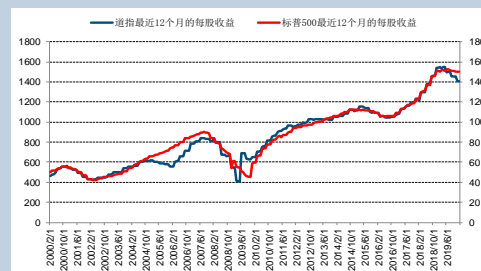
duanxiaoru@csc.com.cn

021-68821629-808

SAC 执证编号：S1440520070005

发布日期：2021 年 06 月 27 日

### 市场表现



### 相关研究报告

**公募基金市场：总规模近 23 万亿，偏股混合型成市场主力**

截至 2021 年六月初，国内公募基金数量达 8061 只，公募基金总规模 22.91 万亿元，基金份额 19.61 万亿份。规模与份额今年以来均显著增长。今年以来权益市场在经历震荡行情后近期回调显著，相对应的主动权益型基金业绩回暖，其中普通股票型、偏股混合型、灵活配置型今年以来平均涨幅分别达 5.45%、3.80% 和 4.15%。

**宽基精选 FOF 维持正超额收益，中证 1000 型基金组合半年超额 11.26%**

我们使用净值回归对基金分类，并依据风格稳定性、超额收益大小及稳定性优选基金，构造的组合表现稳定，自 2016 年开始样本外跟踪。对于沪深 300 型基金精选组合，累计超额收益 74.58%，今年以来超额收益率 6.71%；对于中证 500 型基金精选组合，累计超额收益 123.59%，今年以来超额收益率 6.71%；对于中证 1000 型基金精选组合，累计超额收益 177.87%，今年以来超额收益率 11.26%。各组合的最新持仓建议参见正文。

**基金投资顾问赋能财富管理转型，互联网平台与头部券商优势明显**

公募基金投顾业务旨在通过个性化的客户画像、合理的资产配置、优选基金产品、持续的投后陪伴，长期地与客户建立信任，提升投资者在基金产品配置过程中的体验感，同时为资本市场注入规模的增量。随着费率透明和投顾的推广，基于申赎收费模式将逐步向基于 AUM 模式转型。参考海外经验，随着过去十年，金融科技领域的迅速发展，Betterment、Wealthfront 等公司将人工智能、大数据等技术赋能传统的投顾业务，通过智能投顾实现普惠金融。同时，行业集中度较高，绝大多数的资产由相当小的一部分投资顾问覆盖，前 1.1% 的机构覆盖了全行业 59.7% 的资产，头部效应明显。目前国内投顾机构采取线上运作的模式，通过自家 APP 和第三方互联网平台作为载体。但由于基金公司、券商、银行理财子各自专长不同，资源整合将起到优势集中、流量及科技赋能的双赢效果。

**风险提示：**模型为历史数据，存在失效可能；新冠病毒变异超预期

## 目录

一、康波萧条周期的延伸：美国虚拟资产泡沫化 .....	5
二、商品通胀未结束，美国核心通胀才刚开始启动 .....	10
三、全球经济相继见顶，疫后修复之路不平坦 .....	14
3.1 中国：经济从“外热内冷”走向共振回落 .....	14
3.2 美国：价格高斜率上涨冲击经济 .....	15
3.3 欧洲：经济重启红利边际递减，货币增速拐头拖累经济 .....	16
四、大类资产走势预判 .....	17
4.1 全球权益：直面通胀，重心下移 .....	17
4.2 全球债市：存在短期紧缩力度超预期风险 .....	20
4.3 全球商品：CRB 维持高位，黄金目标 2000 美元，原油震荡下行 .....	23
五、公募基金市场发展概述 .....	28
5.1 总规模近 23 万亿，偏股混合型成市场主力 .....	28
5.2 FOF 及基金整体配置方案展望 .....	30
六、券商基金投顾业务发展现状分析及业务展望 .....	32
6.1 基金投资顾问赋能财富管理转型 .....	32
6.2 海外基金投顾业务发展较为成熟 .....	36
6.3 试点机构资源整合，互联网平台与头部券商优势明显 .....	38

## 图表目录

图表 1： 康波周期及中周期划分（蓝框为中周期划分，红线为长周期划分） .....	5
图表 2： 技术、经济与制度的关系 .....	5
图表 3： 康波周期划分 .....	6
图表 4： 长波中的宏观经济特征 .....	6
图表 5： 经济周期示意图 .....	6
图表 6： 全球产出缺口回升 .....	6
图表 7： 汇率升值冲击将在下半年显现 .....	7
图表 8： 三大央行资产负债表（亿美元） .....	7
图表 9： 全球 OECD 综合领先指标回升 .....	7
图表 10： 全球制造业 PMI 分化 .....	7
图表 11： 美国成屋销售价格同比涨幅历史新高 .....	9
图表 12： 美国房地产库存处于低位 .....	9
图表 13： 全球供应商交付时间继续上升 .....	10
图表 14： 商品大级别顶部滞后于经济 .....	10
图表 15： 美国服务消费支出增速远不及商品 .....	11
图表 16： 美国个人储蓄率处于历史高位 .....	11
图表 17： 美国零售商库存仍处于历史低位 .....	11
图表 18： ISM 非制造业 PMI 供应商交付分项显著回升 .....	11
图表 19： 住宅在美国 CPI 中占比较大 .....	12
图表 20： 房价向房租的传导存在时滞 .....	12
图表 21： 美国职位空缺率创新高 .....	13
图表 22： 美国劳动力市场差异回到疫情前水平 .....	13
图表 23： 全球国债收益率相继下行 .....	14

图表 24:	5-6 月全球经济乐观预期拐头向下 .....	14
图表 25:	中国货币条件指数领先经济 .....	15
图表 26:	汇率升值冲击将在下半年显现 .....	15
图表 27:	价格快速上涨将滞后冲击经济 .....	15
图表 28:	欧洲经济即将见顶回落 .....	16
图表 29:	新兴市场经济远弱于发达市场 .....	16
图表 30:	部分新兴市场开始加息 .....	16
图表 31:	2010 年 A 股调整最剧烈的时候是“全球经济共振下行+美国退出 QE1”时期 .....	17
图表 32:	1966 年初, 美国经济见顶, 核心通胀触底, 股债双杀 .....	18
图表 33:	货基规模随美股近期反弹而上升, 类似于 2020 年 4-5 月 .....	18
图表 34:	欧洲股市与经济高度相关 .....	19
图表 35:	欧洲利率与欧股相对美股表现 .....	19
图表 36:	下半年信贷脉冲可能阶段性企稳 .....	20
图表 37:	债市的通胀压力并未消除 .....	20
图表 38:	美债收益率仍然被低估 .....	21
图表 39:	2004-2005 年加息时期, 美债利率不涨反跌 .....	21
图表 40:	欧洲经济动能将切换至服务业 .....	22
图表 41:	欧债利率曲线受经济预期影响 .....	22
图表 42:	近期铜价破位下跌 .....	23
图表 43:	2010 年 4 月铜价破位下跌确立全球经济见顶 .....	23
图表 44:	黄金价格与实际利率 .....	24
图表 45:	黄金价格与美元指数 .....	24
图表 46:	黄金价格与负收益率债券规模 .....	24
图表 47:	OECD 领先指标 (美/欧/日/及五个主要亚洲国家) .....	24
图表 48:	黄金价格走势预测结果 (2015 年 1 月-2021 年 12 月, 其中 2021 年 6 月之后为估计值) .....	25
图表 49:	OPEC 原油产量 .....	25
图表 50:	OPEC 原油产量 (按国家分) .....	25
图表 51:	美国原油产量 .....	26
图表 52:	俄罗斯原油产量 .....	26
图表 53:	美国原油库存 .....	26
图表 54:	BAKER HUGHES 钻井机数量 .....	26
图表 55:	原油价格走势预测结果 (2015 年 1 月-2021 年 12 月, 其中 2021 年 6 月之后为估计值) .....	27
图表 56:	彭博农产品商品指数走势预测结果 (2015 年 1 月-2021 年 12 月, 其中 2021 年 6 月之后为估计值) .....	28
图表 57:	中国公募基金规模与数量变化 (过去三年以来) .....	28
图表 58:	不同类型开放式基金规模变化 (单位: 万亿元) .....	28
图表 59:	主动权益型基金规模变化 (单位: 千亿元) .....	29
图表 60:	主动权益型基金份额变化 (单位: 千亿份) .....	29
图表 61:	不同股票指数表现 (截至 2021-06-18) .....	29
图表 62:	不同类型基金整体业绩表现 (截至 2021-06-18) .....	29
图表 63:	灵活配置混合型基金在不同收益水平下的规模占比 (截至 2021-06-18) .....	30
图表 64:	灵活配置混合型基金在不同收益水平下的数量占比 (截至 2021-06-18) .....	30
图表 65:	不同类型基金精选组合业绩表现 (截至 2021 年 6 月中) .....	31

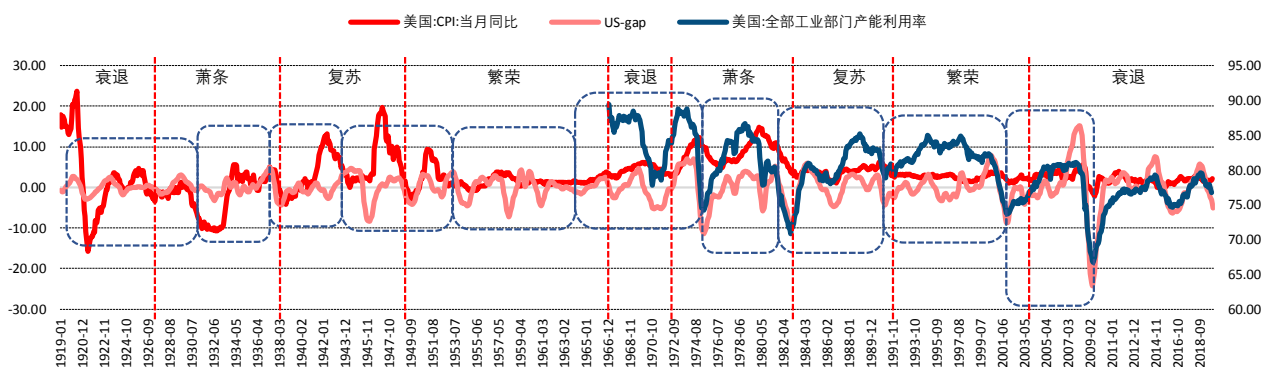
图表 66: 不同类型基金精选组合超额收益 (截至 2021 年 6 月中)	31
图表 67: 沪深 300 型基金精选组合	31
图表 68: 中证 500 型基金精选组合	32
图表 69: 中证 1000 型基金精选组合	32
图表 70: 基金投顾业务试点机构	33
图表 71: 公募基金及互联网渠道发展推升基民数量增长 (千万)	34
图表 72: 货币基金仍是个人投资者对基金配置的主流品种	34
图表 73: 基金投资者配置品种逐步多样化	34
图表 74: 偏股型基金最受个人投资者青睐	34
图表 75: 基金个人投资者持有单只基金的平均时间	35
图表 76: 基金个人投资者的主要投资目的	35
图表 77: 基金个人投资者如何做出投资决策	35
图表 78: 基金个人投资者对目前基金费率的满意度	35
图表 79: 基金个人投资者购买基金时最关注的方面	36
图表 80: 基金个人投资者购买基金时点统计	36
图表 81: 基金个人投资者如何看待基金的定期定投	36
图表 82: 基金个人投资者交易方式统计	36
图表 83: Vanguard 在美国智能投顾占主导地位	37
图表 84: 智能投顾市场份额预计五年内翻三倍	37
图表 85: 海外投顾客户类别统计	37
图表 86: 个人投资者占比最大	37
图表 87: 管理规模增速超过经济增速	38
图表 88: 行业格局呈杠铃状	38



## 一、康波萧条周期的延伸：美国虚拟资产泡沫化

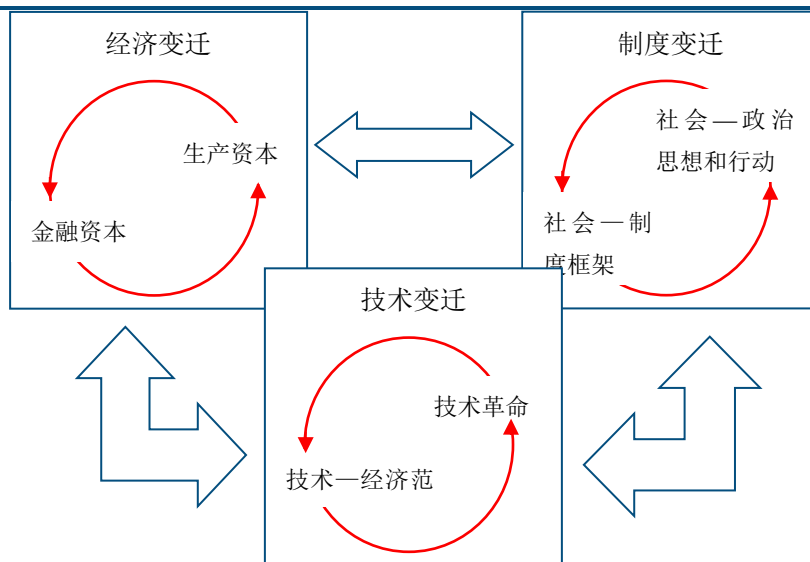
在现代资本主义经济体中，普遍存在 50-60 年左右的长期经济循环，我们称之为康德拉季耶夫周期。根据雅各布·范·杜因、陈漓高、周金涛等人对康氏周期的划分，我们正处于第五次康德拉季耶夫周期的衰退向萧条的过渡期。该时期的特征为创新红利衰减导致总需求降低，生产疲软，消费被动支撑经济增长，商业活动不可避免的进入红海竞争之中。从中周期的维度来看，一轮康波周期内，大致存在 5-6 轮 8-12 年的朱格拉周期。长波最核心的驱动力——创新漫化，以固定资产周期性更新的方式来完成。

图表1：康波周期及中周期划分（蓝框为中周期划分，红线为长周期划分）



注：美国产出缺口为美国工业生产指数进行季调处理后的趋势项进行 hp 滤波处理后得到的波动项。资料来源：中信建投

图表2：技术、经济与制度的关系



数据来源：Perez, Carlota. "Great Surges of development and alternative forms of globalization." 1998, 中信建投

图表3：康波周期划分

复苏	繁荣	衰退	萧条
	1782~1802 年(20 年)	1815~1825 年(10 年) (战争 1802-1815)	1825~1836 年(11 年)
1836~1845 年(9 年)	1845~1866 年(21 年)	1866~1873 年(7 年)	1873~1883 年(10 年)
1883~1892 年(9 年)	1892~1913 年(21 年)	1920~1929 年(9 年) (战争 1913 -1920)	1929~1937 年(8 年)
1937~1948 年(11 年)	1948~1966 年(18 年)	1966~1973 年(7 年)	1973~1982 年(9 年)
1982~1991 年(9 年)	1991~2004 年(13 年)	2004 -?	?

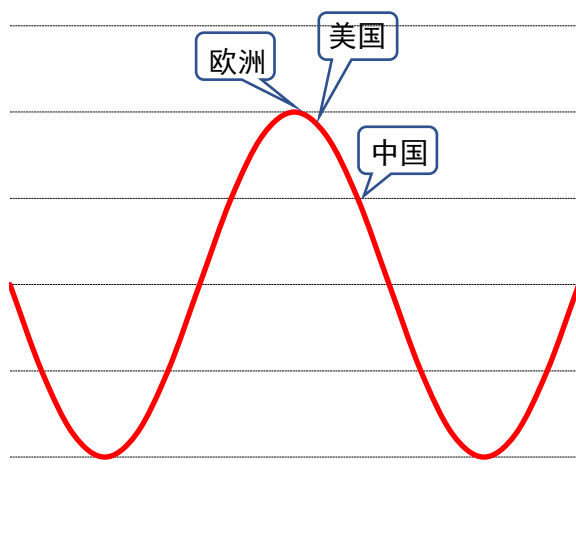
资料来源：1973 年以前参见雅各布·范·杜因：“创新随时间的波动”，载外国经济学说研究会：《现代外国经济学论文选》（第10 辑）[C].北京：商务印书馆，1986 年；1973 年以后为陈漓高、齐俊妍所续。资料来源：陈漓高、齐俊妍：“信息技术的外溢与第五轮经济长波的发展趋势”[J].《世界经济研究》，2007(7)；五轮世界经济长波进入衰退期的趋势、原因和特点分析，2011 年。第五波长波为周金涛划分。中信建投

图表4：长波中的宏观经济特征

长波四阶段/生命周期	繁荣：增长	衰退：成熟	萧条：下降	复苏：引进
国民生产总值	高增长	增长率下降	很少或没有增长	增长率提高
投资需求	资本存量强烈扩张	投资规模增加	生产能力过剩	更新投资增加
消费需求	所有部门的需求扩张	新兴部门继续增长	以储蓄减少为代价的暂时继续增长	购买力寻找新的出路

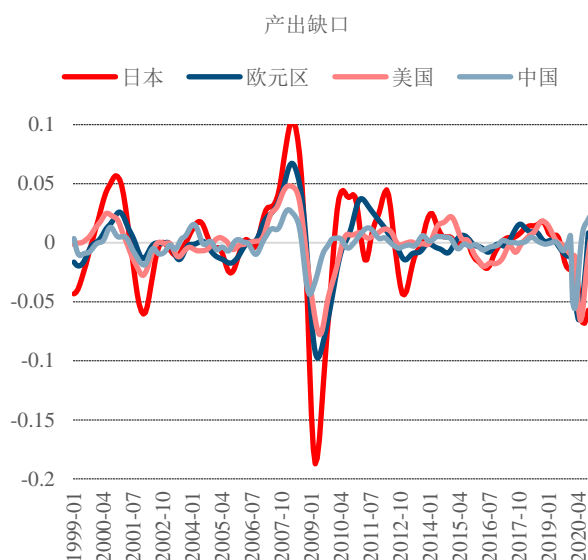
资料来源：Dujin, JJ Van. "The Long Wave in Economic Life." George Allen & Unwind (1983)., 中信建投

图表5：经济周期示意图



数据来源：Wind，中信建投

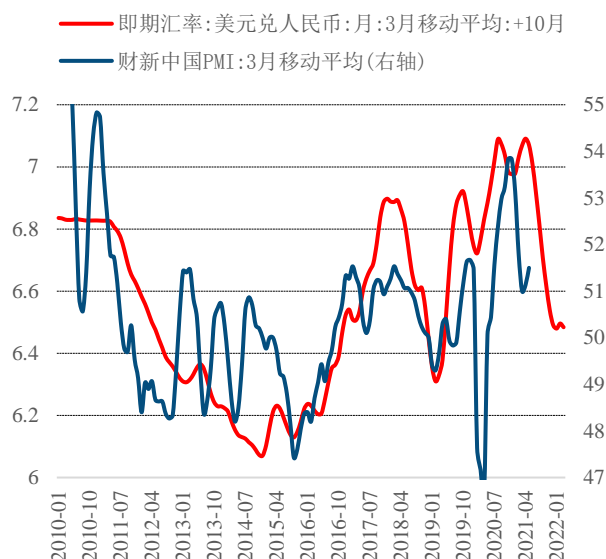
图表6：全球产出缺口回升



注：中国产出缺口为工业增加值定基指数季调滤波计算，欧美日数据为工业生产指数季调滤波计算。

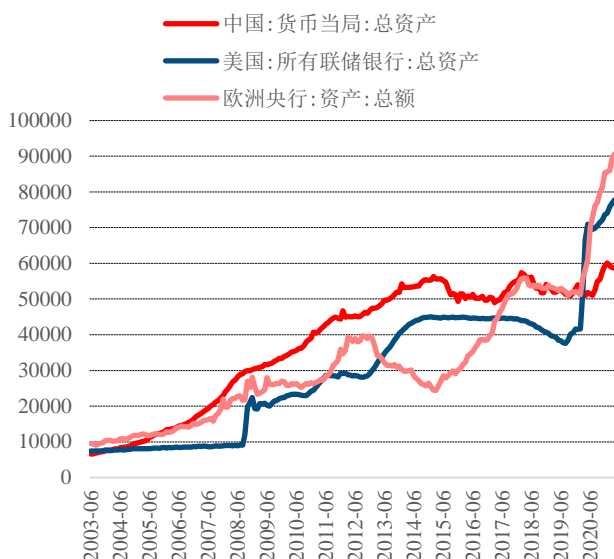
短周期方面，预计下半年全球库存周期进一步见顶回落，本轮库存周期启动的时点先后顺序是中国、欧洲、美国，而应对疫情出台刺激政策力度大小顺序是美国、欧洲、中国，其中，中国库存周期已经在 2020Q4 确认见顶，中国库存周期通常领先全球 3 个月，加上中国疫后重启领先欧美 2 个月，美国、欧洲库存周期已经相继见顶。

图表7： 汇率升值冲击将在下半年显现



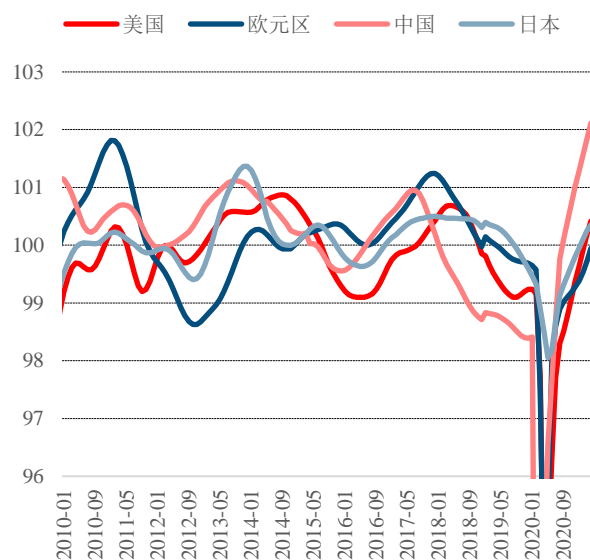
资料来源: Wind, 中信建投

图表8： 三大央行资产负债表（亿美元）



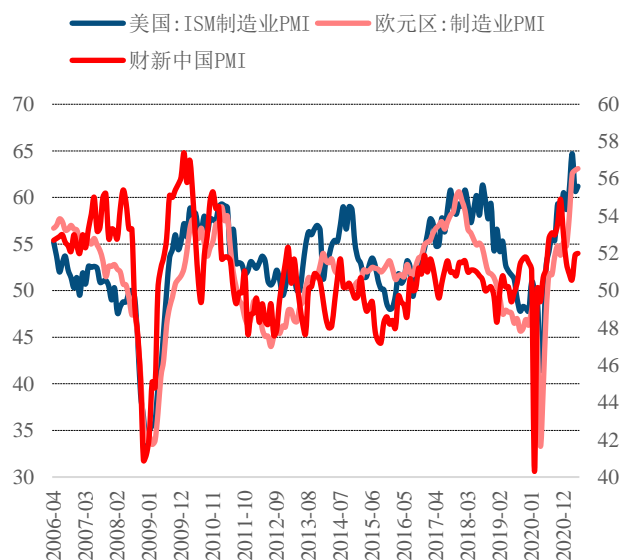
资料来源: Wind, 中信建投

图表9： 全球 OECD 综合领先指标回升



数据来源: Wind, 中信建投

图表10： 全球制造业 PMI 分化



数据来源: Wind, 中信建投



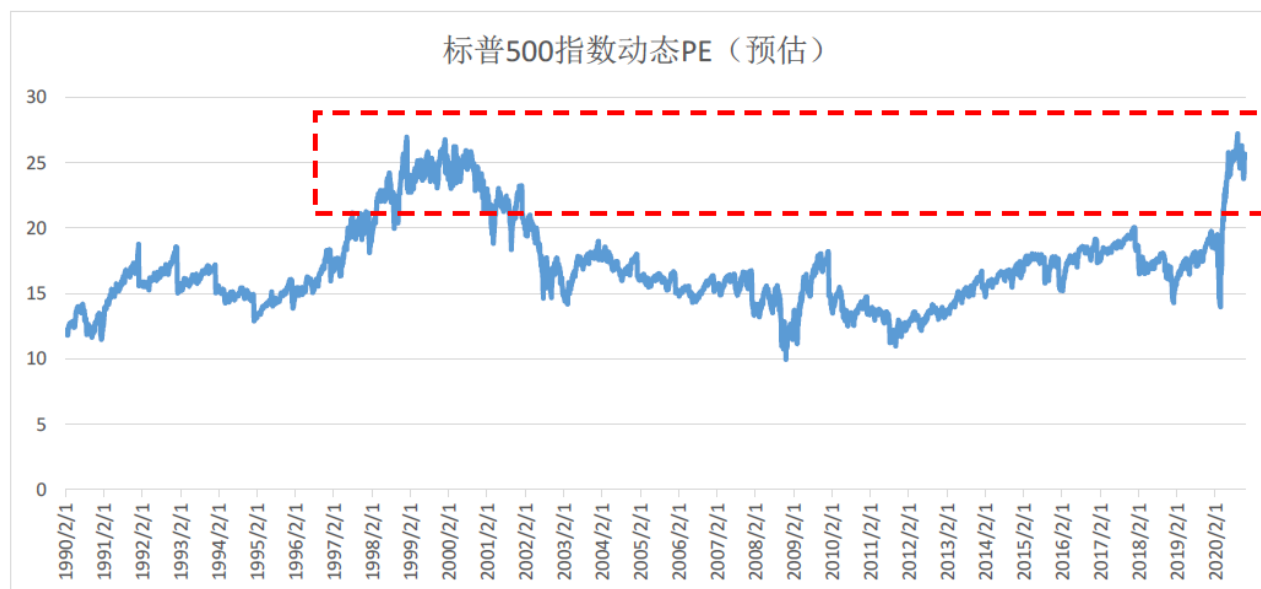
当前美国虚拟资产泡沫化类似于 1985 年后日本。1985 年 9 月，美国、日本、前西德、英国和法国等 5 个发达国家（即 G5 国家）通过“广场协议”。广场协议后日元大幅升值，其幅度远超当时日本政府的预期，美元兑日元汇率在签署后的 3 个月内贬值 20%，并在两年内贬值 50%。由于日本仍属于出口导向型经济，日元的异常升值严重打击了出口，特别是制造业出口企业，此外还对日本发展的对外投资产生不利影响，导致 1986 年日本经济出现了短期的萧条，物价水平出现了通缩的趋势。

1985 年后，日本政府面对经济的萧条首先采取了宽松货币政策的措施，从 1986 年 1 月到 1987 年 2 月，日本银行连续五次降低利率，把中央银行贴现率从 5% 降低到 2.5%，创造政策利率新低，也是全球主要国家中利率最低。同期十年期国债利率也呈现明显下降趋势。M2/GDP 等指标同样开始快速上升，日本的经济体系内资金成本极低，从而导致投机盛行，资金大量涌入股市和房地产市场，形成了资产价格泡沫。

2020 年疫情冲击以来，美国也采用了极度宽松的货币政策与超常规顺周期财政刺激政策，但疫情是外生冲击，经济重启自身就是强大的修复力量，美国的政策在成功实现救急效果后，又继续追加了强力刺激政策。同时，疫情更多是供给冲击，需求刺激的“猛药”带来的后果就是通胀压力显著超预期，但美联储加大对通胀容忍度并且平均通胀目标制是一个黑箱算法，美联储货币正常化之路才刚刚开始启动。实际上，全球各大央行基本都处于极度宽松状态，这也是康波萧条期的典型特征，其结果就是经济很难出现持久繁荣，但股市、房地产等虚拟资产已经呈现泡沫化特征。

标普 500 指数动态市盈率当前估值已重回 25 倍，远超过去 30 年正常估值水平，当前估值体系仅在 1990-2000 年存续过，印证全球已处在进入第二个技术泡沫时代。同时，2021 年 4 月美国成屋销售中位价同比上涨 19.1%，为 2001 年以来最高，即便剔除低基数影响，增速也已经达到次贷危机前的水平。

**图表1： 美股估值泡沫化**

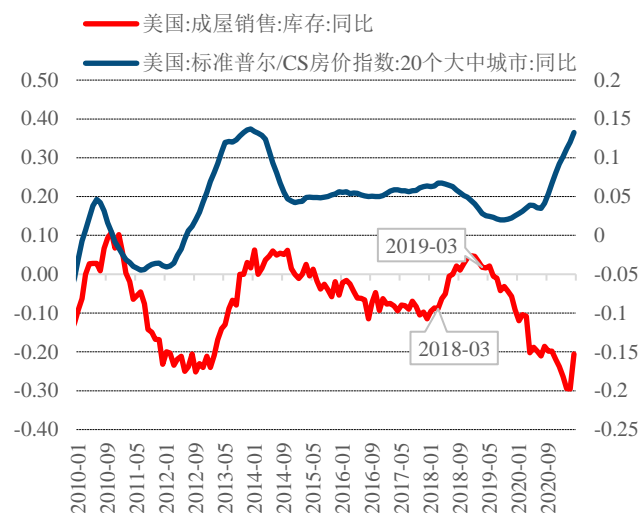


资料来源：Wind，中信建投

图表11： 美国成屋销售价格同比涨幅历史新高



图表12： 美国房地产库存处于低位



资料来源: Wind, 中信建投

**不同的贸易战，相同的动机。**50年代中期到90年代初期的三十多年的时间内，日本与美国经济争霸并导致了贸易战的发生，与今日持续发酵的中美贸易战有共同之处。

贸易战的主要原因之一在于日本和中国的经济发展和快速崛起威胁到了美国的经济政治霸权地位，上文提到，中国和日本的GDP在相应时期均达到了美国GDP的60%左右，并有继续上升的趋势。此外，贸易战的直接原因在于中日对美国持续保持并不断扩大的高额贸易顺差，而美国政府常年维持财政贸易双赤字的情况，希望通过限制其他国家出口/提高关税的方式改善大量逆差的现象。

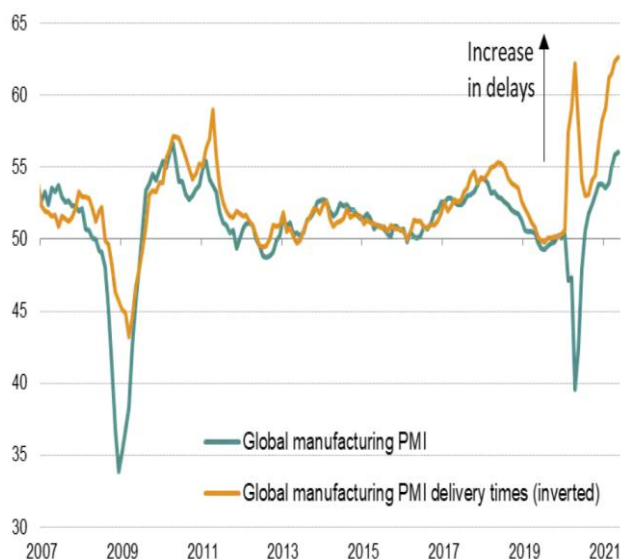
日美贸易战一共经历30多年，过程不断螺旋式升级，由六大行业的货物贸易战逐渐升级演变成金融汇率战，最后转化为经济战。其中，六大行业涉及纺织品、钢铁、家电、汽车、电信、半导体，所涉及行业的演进与日本从轻工业、重化工业到高科技产业的演进不断升级同步。每一轮货物贸易战，最终日本都被迫妥协，方式由自愿限制出口到不得不接受扩大进口，开放国内市场，对出口商品进行价格和市占率额的管制。然而日本的妥协，并未解决贸易逆差的问题。80年代起，美国开始通过金融方式处理逆差问题：迫使日元升值，令其出口商品失去竞争力，这间接导致了日本经济泡沫的产生与后续的经济危机。进入90年代，美国通过签订协议的方式，使日本改变经济结构与政策，进一步实现市场开放。91年危机后日本面临多个经济问题，无力挑战美国的经济霸主地位，日美贸易战以日本全面受压制告终。

中国的各项数据与日美贸易战期间的日本比较类似，如今与美国的贸易战仍然停留在货物贸易战的阶段，美国不断征收关税从而达到限制中国进口的目的。从日美贸易战中可以看出，贸易战是一个长期和日益严峻的过程，中美贸易战仅仅刚拉开序幕。

## 二、商品通胀未结束，美国核心通胀才刚开始启动

全球疫情错位与不均衡复苏，属于大宗商品的通胀仍未结束。商品价格是看供需绝对水平而非增速，因此在大级别拐点处，商品都是滞后经济见顶的。疫情虽然不是传统的战争，但对供应链的威胁程度可能不亚于战争，虽然美国疫情改善以及疫苗接种加速，但疫情控制取决于全球疫情控制最薄弱的经济体，全球疫情与疫苗分配不均衡会导致供给短缺的问题难以很快得到缓解，实际上，摩根大通全球 PMI 供应商交付分项在 2021 年 5 月继续上升并超过 2020 年 4 月海外全面封锁时的水平，而供给端更持续的约束来自于全球新能源革命与碳中和，因此，商品供需缺口仍然趋于扩大，中期来看，我们认为商品上涨行情未结束，但本轮部分商品上涨幅度已经超出基本面解释范畴，未来需要十分关注全球央行边际紧缩的迹象。

图表13： 全球供应商交付时间继续上升



图表14： 商品大级别顶部滞后于经济

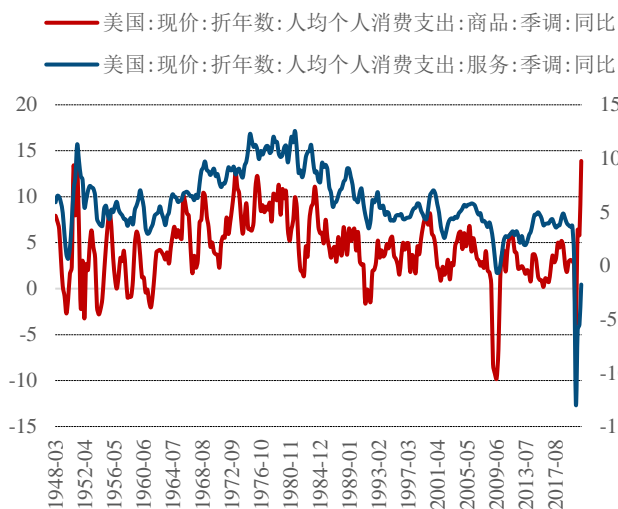


资料来源：Wind，IHS Markit，中信建投

虽然上半年美国通胀预期升温一度对全球市场造成一定冲击，但美联储对于通胀容忍度也在上升，美联储一直认为通胀是暂时的，但我们认为美国核心通胀的高度与持续性将在下半年超预期，而核心通胀是美联储政策关心的，从三个逻辑来看下半年美国核心通胀到底有多高：

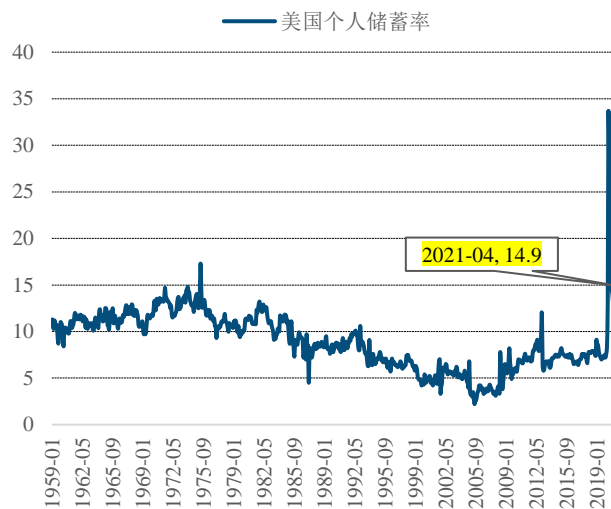
**(1) 服务价格将重演商品供需错配的逻辑。**需求端，相对于商品消费，服务消费支出较疫情前仍有较大缺口，2021Q1 美国人均服务消费支出增速仅为-1.7%，这主要是因为疫情限制了服务消费场景，而美国政府转移支付政策使得居民购买力仍然很强，2021 年 4 月美国居民储蓄率为 14.9%，处于历史高位，随着美国全面解封以及群体免疫目标逐步实现，**预计下半年疫情不再是制约服务消费的因素，服务消费需求将显著回升。**供给端，2021 年 3 月美国零售商库存增速为-7.4%，仍处于历史低位，而批发商和制造商库存已经回到疫情前水平，同时，美国疫情持续好转，但 5 月 ISM 非制造业 PMI 供应商交付分项从 66.1 大幅上升至 70.4，**根据制造业领先服务业复苏的逻辑，未来非制造业 PMI 供应商交付分项大概率还有提升空间。**因此，美国逐渐走出疫情后，服务价格可能重演此前商品供需错配的逻辑，预计下半年服务价格将迎来主升浪。

图表15： 美国服务消费支出增速远不及商品



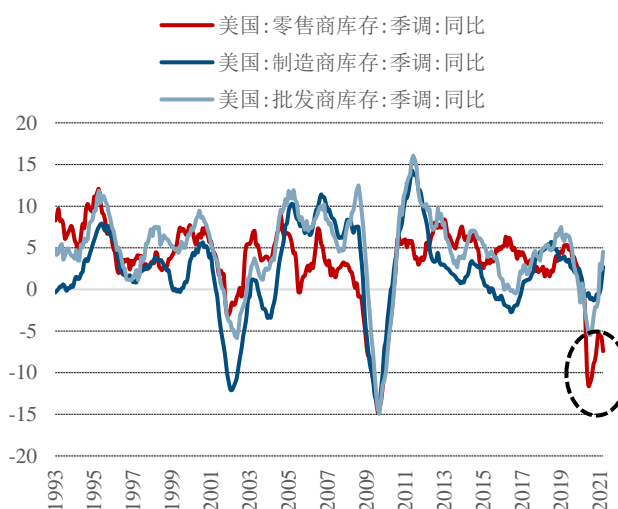
资料来源: Wind, 中信建投

图表16： 美国个人储蓄率处于历史高位



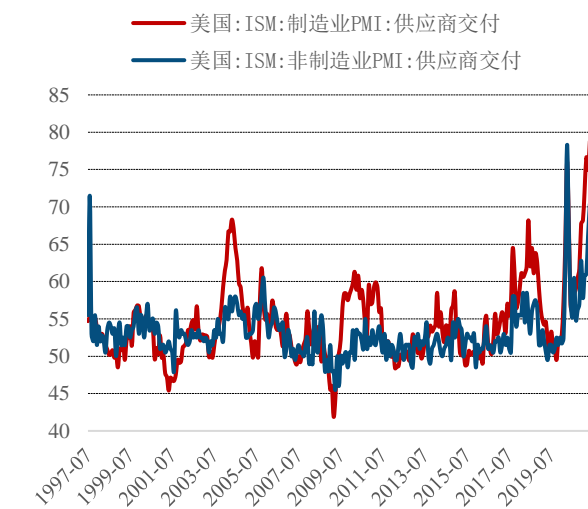
资料来源: Wind, 中信建投

图表17： 美国零售商库存仍处于历史低位



资料来源: Wind, 中信建投

图表18： ISM 非制造业 PMI 供应商交付分项显著回升

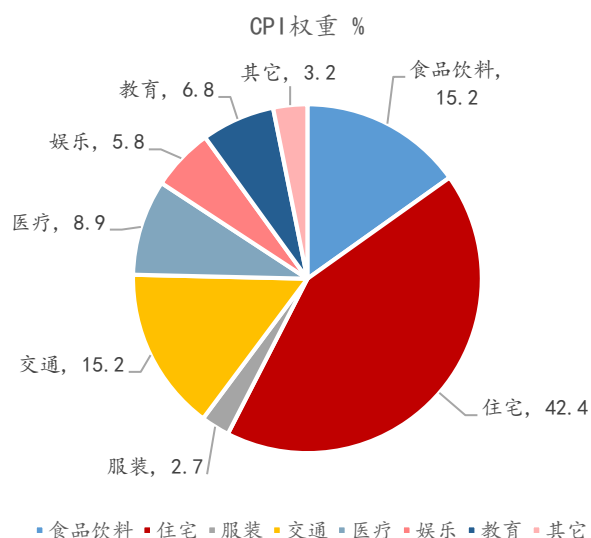


资料来源: Wind, 中信建投

(2) 房价向房租传导叠加疫情改善, 房租将从核心通胀拖累项变为显著加分项。次贷危机后, 美国企业和政府部门加杠杆, 而居民部门不断去杠杆, 居民部门通过房地产加杠杆带动的信用扩张对通胀的影响更大。60年代中后期, 美国居民资产配置房地产比重处于历史底部, 只有 22%左右, 随着美国房地产周期开启, 居民财富逐渐加配房地产, 核心通胀随之而来。疫情之后, 由于超低利率刺激以及居民资产负债表在金融危机后逐渐恢复健康, 美国房地产市场率先复苏, 近期房地产销售略有降温主要受房屋供给不足影响, 美国新建住房可供月数降至 4 个月左右, 与 60 年代中后期的低位接近, 居民部门经历了金融危机以来漫长的去杠杆后, 新一轮加杠杆周期有望开启。从权重来看, CPI 住宅分项占比 42.4%, 房租占核心 CPI 权重大致四成, 过去 1 年 CPI 住

住宅分项处于下行寻底通道，是拖累核心 CPI 的主要分项，原因主要是疫情以及房价向房租的传导存在 15 个月左右的时滞，而这两个因素将在下半年出现逆转，预计 CPI 住宅分项将迎来 1 年左右的实质性（剔除基数影响）快速上升期，从而带动核心 CPI 上升。

图表19：住宅在美国 CPI 中占比较大



资料来源: Wind, 中信建投

图表20：房价向房租的传导存在时滞

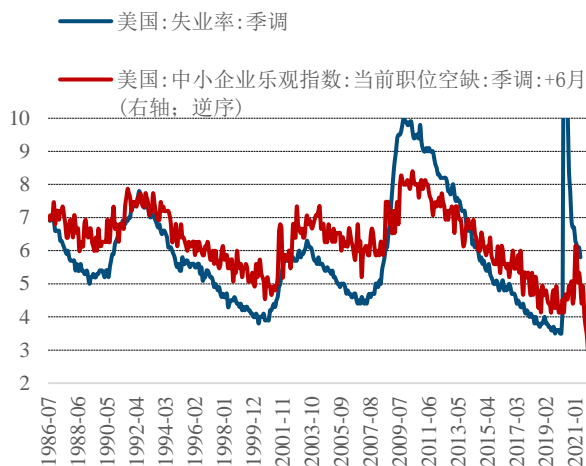


资料来源: Wind, 中信建投

**(3) 扭曲的美国劳动力市场，工资通胀将归来。**当前美国就业市场现状是“失业率高，招工难”，5月美国失业率为5.8%，而同期职位空缺率创新高，显示劳动力市场紧张。美国咨商会劳动力市场差异在今年以来快速上升，5月份达到34.6并超过了2019年33.2的平均水平，该指标表示认为“工作丰富”的受访者比例与认为“工作难以获得”的受访者比例差值，历史上该指标与失业率走势高度负相关，表明当前美国人有信心找到工作但没有回归劳动力市场。造成美国劳动力市场扭曲的原因在于，一方面，疫情影响了部分人就业意愿，另一方面，美国直接向居民部门注资的政策导致领取失业补助比回归工作岗位的收入要高。以上这两个因素将在下半年出现逆转，一则美国群体免疫目标有望在7月左右实现，二则已经有21个州宣布将在6月收紧失业金救助政策，因此，预计下半年美国就业将出现快速改善，单月可能出现200万左右新增非农就业，失业率将快速下降并接近疫情前水平。同时，在一个劳动力紧张的市场里，企业招工需要通过上调工资来实现。

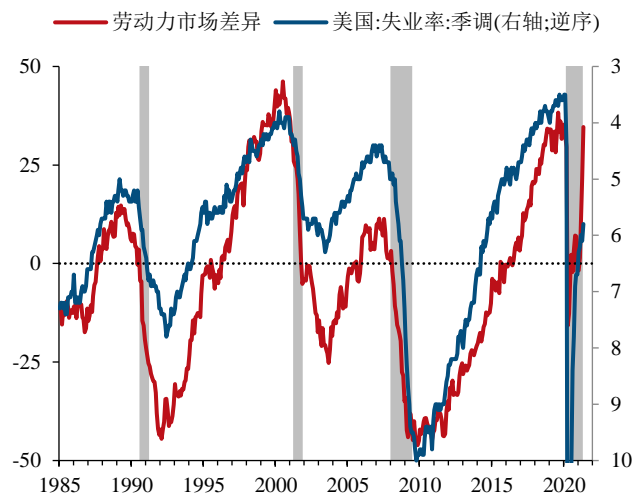


图表21： 美国职位空缺率创新高



资料来源：Wind，中信建投

图表22： 美国劳动力市场差异回到疫情前水平



资料来源：Conference Board，NBER，中信建投

因此，我们预计下半年美国核心通胀超预期回升会成为下半年热点之一，而通胀失控的根源在于拜登打着追求公平的旗号来强行实施美国 1.9 万亿顺周期刺激。60 年代美国也有类似政策，当时美国失业率处于持续下行通道，但约翰逊总统在 1964 年和 1965 年的减税措施将最高税率从 91% 降至 70%，将公司税率从 52% 降低到 48%，提高工资税的上限和税率。同时为了兑现 1964 年国情咨文里“消除贫困战争”的承诺，约翰逊向穷人和老年人提供医疗保险与医疗补助，为低收入家庭提供更好的住房。1964 年与 1965 年分别将最低工资标准提高到 1.15 美元/小时、1.25 美元/小时，1966 年的《公平劳动标准法》修正案将覆盖范围扩大到医院，疗养院和学校的州和地方政府雇员，以及洗衣店，干洗店，大型旅馆，汽车旅馆，饭店和农场。随后的修正将超额赔偿的范围扩大到了 1966 年未受保护的其余联邦，州和地方政府雇员，先前获豁免的零售和服务行业的某些工人以及私人家庭雇佣的某些家庭工人。然而，1964 年之后，其实美国已经充分就业，经济进入晚周期，随着财政赤字进一步扩大，失业率下降，工资与通胀螺旋式上升，也为 70 年代美国出现严重的滞胀埋下伏笔。

图表2： 美国顺周期财政刺激政策与 60 年代有一定相似之处

政策	1964-1965 年	政策	2020 年 3 月	2021 年 3 月
税收	1964 年和 1965 年的减税措施将最高税率从 91% 降至 70%，将公司税率从 52% 降低到 48%，提高工资税的上限和税率	居民救助	现金支票：2930 亿美元 失业救助：2680 亿美元 社会保障：420 亿美元	现金支票：2000 美元/人 失业救助：每周额外增加 400 美元 社会保障：1900 亿美元 租金救助：300 亿美元
社会福利	向穷人和老年人提供医疗保险与医疗补助，为低收入家庭提供更好的住房	企业救助	PPP：3490 亿美元 企业补助：1550 亿美元	最低工资提高至每小时 15 美元 150 亿美元拨款计划
工资	1966 年的《公平劳动标准法》修正案将覆盖范围扩大到医院，疗养院和学校的州和地方政府雇员，以及洗衣店，干洗店，大型旅馆，汽车旅馆，饭店和农场。随后的修正将超额赔偿的范围扩大到了 1966 年未受保护的其余联邦，州和地方政府雇员，先前获豁免的零售和服务行业的某些工人以及私人家庭雇佣的某些家庭工人	政府支出	3880 亿美元	3500 亿美元
		疫情	-	1600 亿美元
		减税	2960 亿美元	儿童税收抵免提升至 3000 美元，6 岁以下儿童可退税 3600 美元
		美联储	4540 亿美元	-
		合计	2.2 万亿美元	1.9 万亿美元

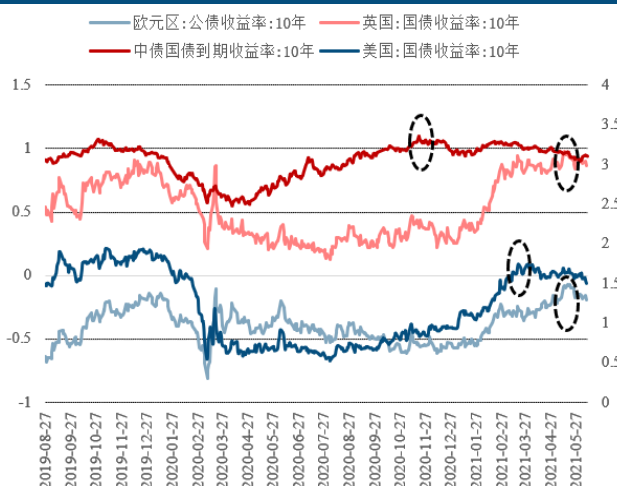
资料来源：美国财政部，中信建投



### 三、全球经济相继见顶，疫后修复之路不平坦

全球经济见顶迹象显露，债券与黄金率先定价全球经济放缓。美国4月CPI大超市场预期，而各类价格调查指标显示美国通胀压力仍未消退，市场对通胀压力上升这一点没有太大分歧。美国银行5月基金经理调查问卷显示，市场对全球经济预期从4月的历史高位拐头向下，如果对比该预期数据与美国PMI，可以发现两者在拐点上高度吻合，这与4月以来中国、美国、欧洲国债收益率相继下行一致，尤其是4月以来美债利率多次出现“买预期，卖事实”的现象，5月12日美国CPI数据以及6月3日美国ADP就业数据均大超预期，但美债收益率并未持续向上突破创新高，反而在后续交易日出现大幅下行，近期美债收益率技术上已经向下破位，反映当前美债收益率下行力量很强，我们认为这种力量主要来自于全球经济放缓。同时，黄金在2020年8月-2021年3月一度下跌19.2%，而2020年8月-2021年1月流动性整体宽松并未出现明显的紧缩预期，前期压制黄金的主要因素是经济复苏驱动远期实际利率上行，从这个角度来看，2021年4月以来黄金出现14%左右的上涨大趋势也是在定价全球经济放缓。只不过不同国家之间疫情与疫苗接种进程存在分化，导致本轮经济见顶顺序从比较典型的“中国->欧洲->美国”变为“中国(2020.11)->美国(2021.4)->欧洲(预计2021.5)”，美元指数4-5月的大幅回落正是反映欧美经济见顶顺序出现了变化。

图表23：全球国债收益率相继下行



资料来源：Wind，中信建投

图表24：5-6月全球经济乐观预期拐头向下



资料来源：BofA，Wind，中信建投

#### 3.1 中国：经济从“外热内冷”走向共振回落

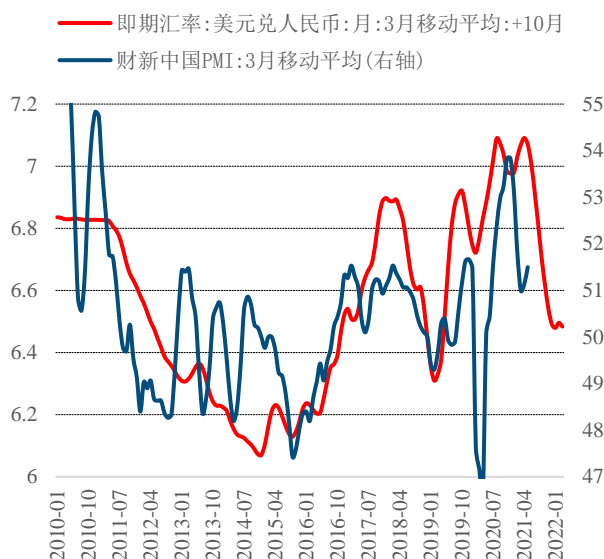
5月中国官方制造业PMI为51，预期51.1，前值51.1；官方非制造业PMI为55.2，预期55.1，前值54.9；综合PMI为54.2，前值53.8；财新PMI为52，预期52，前值51.9。5月M1同比从6.2%下降至6.1%，社融增速从11.7%下降至11%。最新数据进一步显示中国经济已经见顶，拖累因素是货币条件与地产调控收紧。展望未来，由于本轮人民币升值幅度超过10%，汇率将通过出口与货币条件渠道滞后冲击经济，随着中国经济见顶回落带动全球经济见顶、人民币升值冲击兑现以及疫苗接种下国内出口份额下降，可能明显拖累2021年下半年出口表现。货币与地产政策的收紧虽然不会立即使经济回落，但会导致经济提前见顶。同时，汇率升值会导致货币条件收紧，货币条件指数对经济有1-3个季度左右领先，最终会滞后拖累经济，我们构建的货币条件指数在2020年下半年出现向下拐点，预计人民币升值进而滞后拖累经济。

图表25：中国货币条件指数领先经济



资料来源：Wind，中信建投

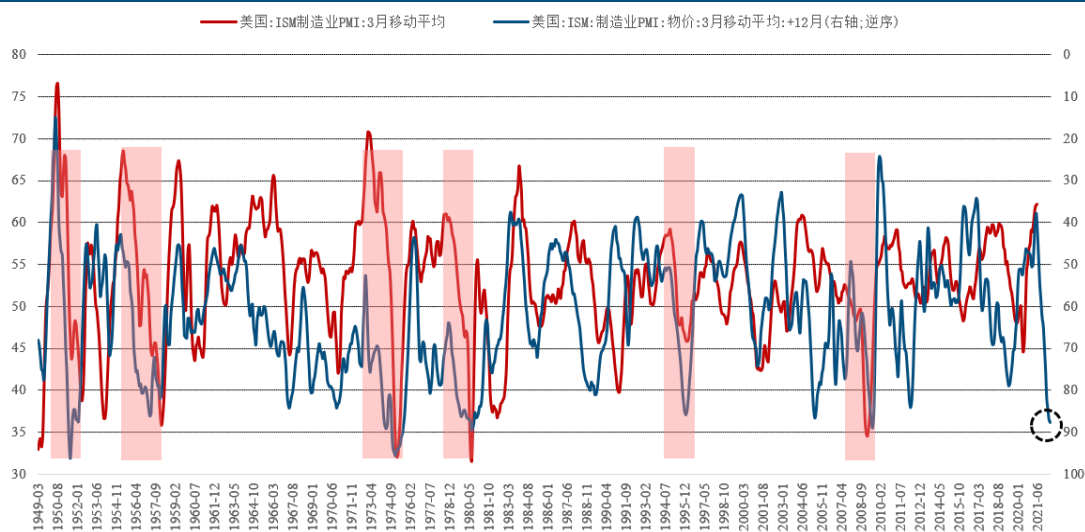
图表26：汇率升值冲击将在下半年显现



## 3.2 美国：价格高斜率上涨冲击经济

价格正常斜率上涨一般是企业盈利改善的特征，但价格高斜率上涨反而会显著增加中下游企业成本压力并滞后冲击企业需求，中下游企业需求又反过来制约上游企业生产。例如，美国 ISM 制造业 PMI 物价指数从 1949 年 6 月的 10.6 上升至 1950 年 6 月的 100，随后美国 ISM 制造业 PMI 从历史高位的 77.5 快速回落至 36.7。当前的情况是，美国 ISM 制造业 PMI 物价指数从 2020 年 4 月的 35.3 上升至 2021 年 4 月的 89.6，上升速度仅次于 1950 年，2021 年 4 月 ISM 制造业 PMI 从 64.7 的高位回落至 60.7，时间上基本符合历史规律，预计价格高斜率上涨对美国经济的冲击将继续体现。

图表27：价格快速上涨将滞后冲击经济

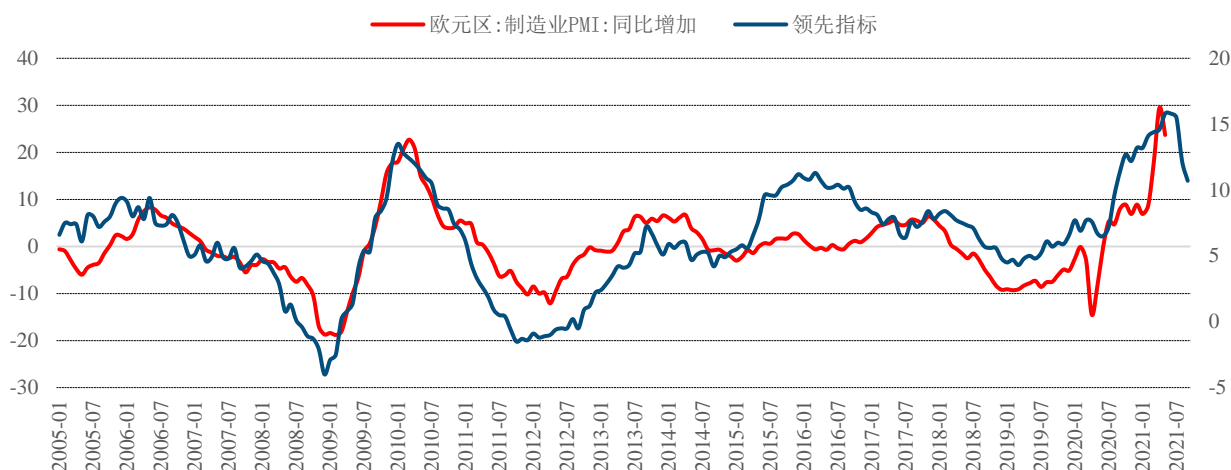


资料来源：Wind，中信建投

### 3.3 欧洲：经济重启红利边际递减，货币增速拐头拖累经济

去年欧洲受困于疫情，导致 M1 对经济的刺激作用没有很好的释放出来，随着疫情逐渐好转，今年一季度欧洲经济显著回升，5 月欧洲制造业 PMI 回升至 63.1 的历史新高。但如果看未来半年，重启红利对经济的提振接近尾声，而欧洲 M1 实际增速已经拐头向下，将滞后拖累经济。同时，欧债利率在 5 月下旬开始见顶回落，大概率也是在反应经济见顶预期。

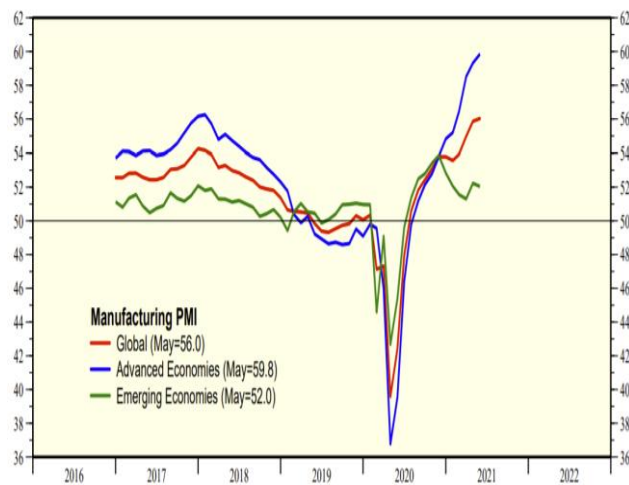
图表28： 欧洲经济即将见顶回落



资料来源: Wind, 中信建投

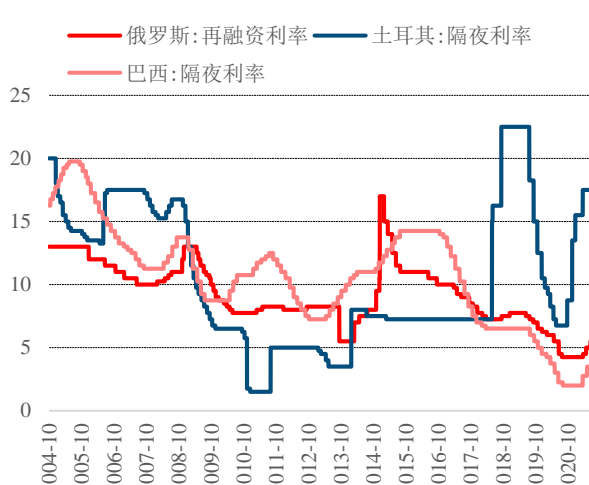
经济还未复苏充分又遇通胀来袭，部分新兴市场已经开始加息。疫情错位与疫苗接种能力不均衡导致全球各国经济出现明显分化，体现为发达经济体制造业 PMI 接近 60，而新兴经济体制造业 PMI 仅略高于 50，印度、土耳其、巴西等国家 PMI 甚至处于下行趋势。虽然经济还远未充分复苏，但由于美国顺周期刺激以及疫情破坏全球供应链，全球输入型通胀压力不断积聚，而一旦就业与通胀支持美国逐步退出超常规宽松政策，新兴市场面临的货币贬值与资本外流压力将会非常大。为此，不少新兴市场已经先美联储一步开始进入加息通道，包括俄罗斯、土耳其、巴西等央行。

图表29： 新兴市场经济远弱于发达市场



资料来源: Wind, yardeni, 中信建投

图表30： 部分新兴市场开始加息



## 四、大类资产走势预判

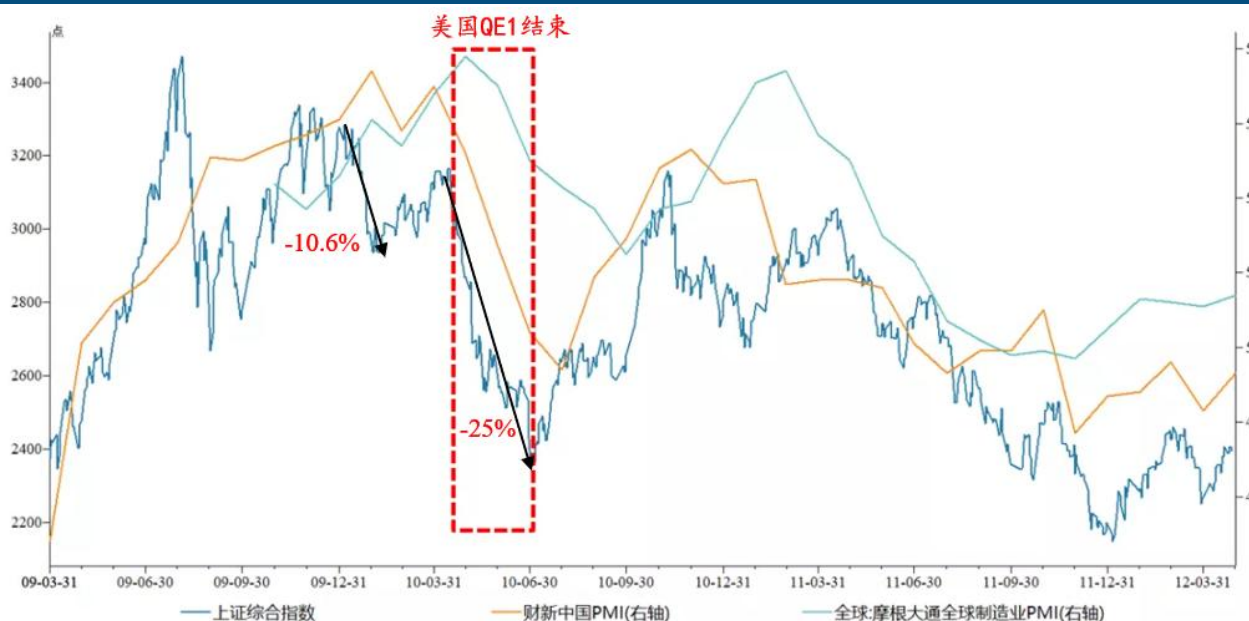
### 4.1 全球权益：直面通胀，重心下移

**A 股：经济走弱叠加紧缩渐行渐近，中枢下移。**A 股基本面一直没有出现大的变化，而近期全球利率债、铜、股票风格等市场指标预示全球经济已经运行至拐点附近，叠加前期人民币升值冲击，中国出口在下半年可能会加速回落，近期铜价的破位下跌可能正逐渐反映这个预期。4-5 月 A 股的核心支撑是流动性宽松，而宽松预期将受到更多挑战，美联储货币转向只是时间问题，6 月以来美元指数企稳正是反映市场对于美联储紧缩信号渐行渐近的预期，随着下半年美国核心通胀的启动与就业的好转，我们预计 7-8 月可能会有更加鹰派的信号出现，对下半年的全球流动性环境建议保持谨慎。

参考 2010 年 4 月的案例，当时全球经济见顶，美联储退出 QE1，与当前环境有一定相似之处，2010 年上半年 A 股重心下探分两个阶段：（1）2010 年 4 月前，仅仅中国经济下行，但全球经济处于冲顶阶段，外需尚可，指数调整主要是因为信用周期下行带来的杀估值压力，A 股调整是局部的，幅度在 10% 左右；（2）2010 年 4 月之后，中国与全球经济共同见顶，估值与盈利双杀，小盘价值与大盘成长共同回落，指数加速回调，幅度达到 25%。今年 2-3 月指数 A 浪下跌也是局部的，4-5 月是 B 浪反弹，预计指数中枢下移仍是中期趋势。

综合来看，全球经济见顶回落趋势才刚开始，而全球央行将从容忍通胀逐步切换至直面通胀，预计 A 股重心将逐渐下移。

图表31： 2010 年 A 股调整最剧烈的时候是“全球经济共振下行+美国退出 QE1”时期

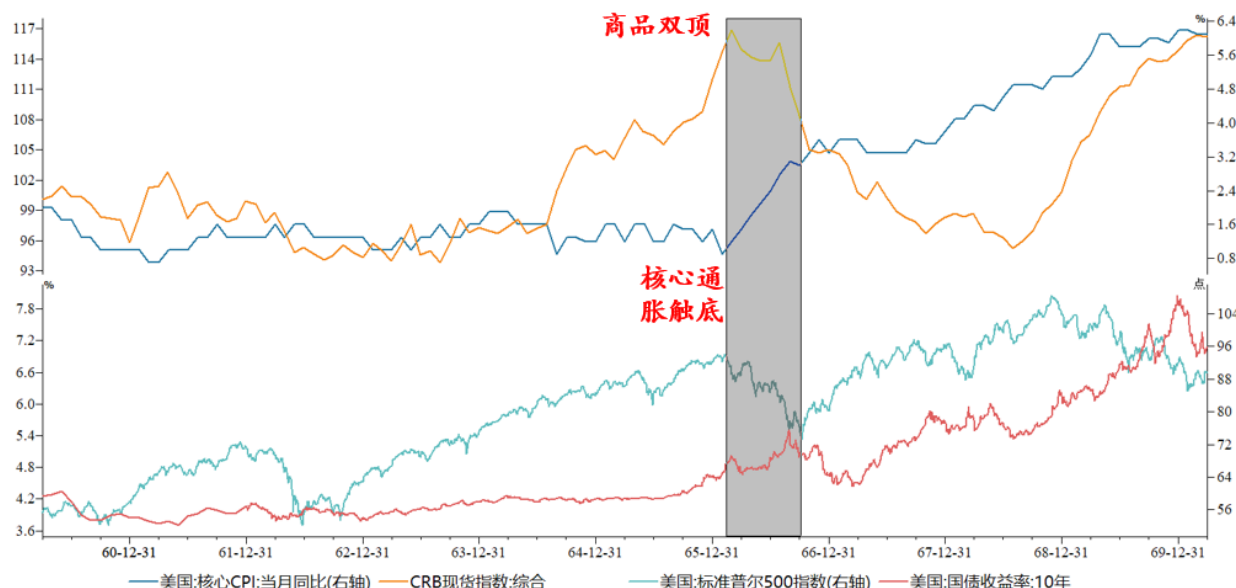


资料来源：Wind，中信建投



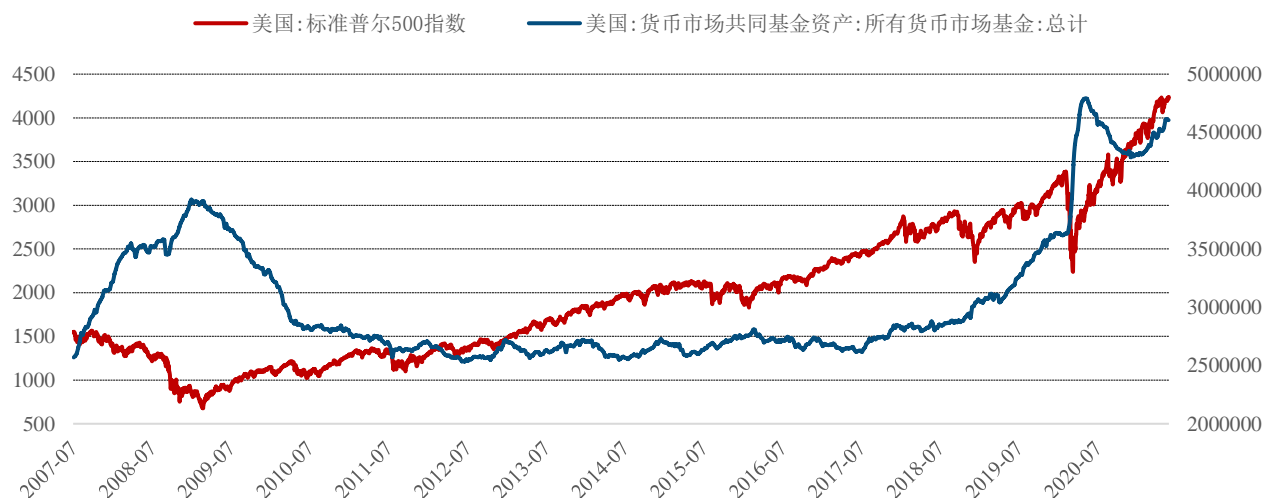
**美股：属于美股的类滞胀时刻到来。**欧美债券收益率下行显示全球经济见顶迹象初步显露，美国通胀数据连续 3 个月超出市场预期，美股的类滞胀格局基本形成，而指数弱反弹的动力主要来自于美联储对于通胀的容忍以及平均通胀目标制的算法黑箱。我们认为下半年美联储紧缩的进度会超出预期，加息预期可能较 6 月 FOMC 会议进一步前移，原因在于就业将出现显著改善，而核心通胀还将实质性冲高，近期耶伦再度发表关于加息的评论，可以理解是预期管理，预计美联储可能会提前释放鹰派信号，而 6 月以来美元指数企稳或正在反映类似预期。预计美股会类似 1966 年出现一波相对明显的调整，但考虑到美股潜在购买力还很强，出现大幅下跌后，资金会进场抄底，因此我们认为下半年美股很难进入真正的熊市，大幅调整反而是买入的时机。

图表32： 1966 年初，美国经济见顶，核心通胀触底，股债双杀



资料来源：Wind，中信建投

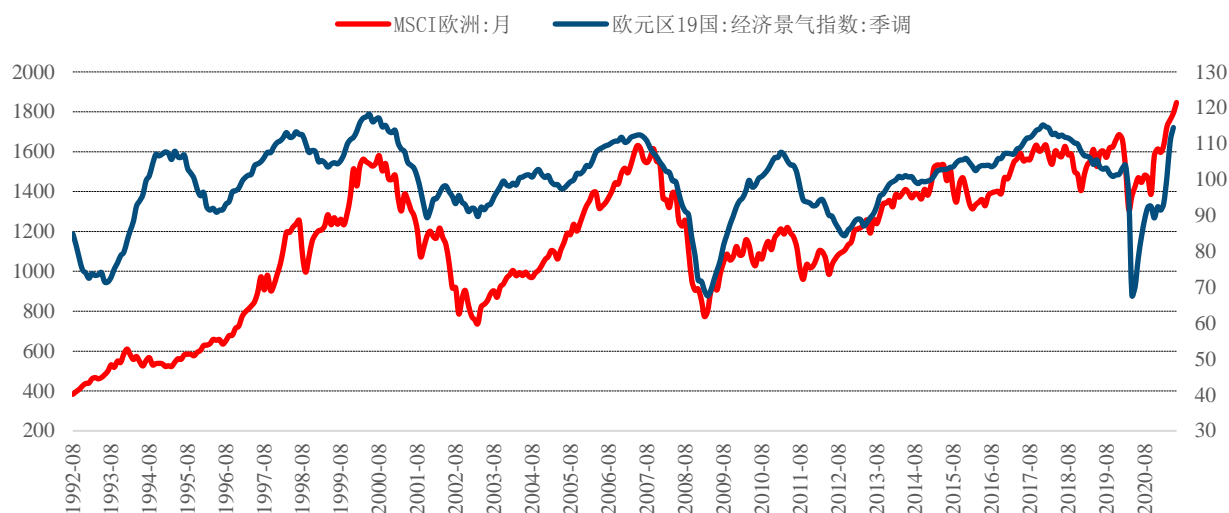
图表33： 货基规模随美股近期反弹而上升，类似于 2020 年 4-5 月



资料来源：Wind，中信建投

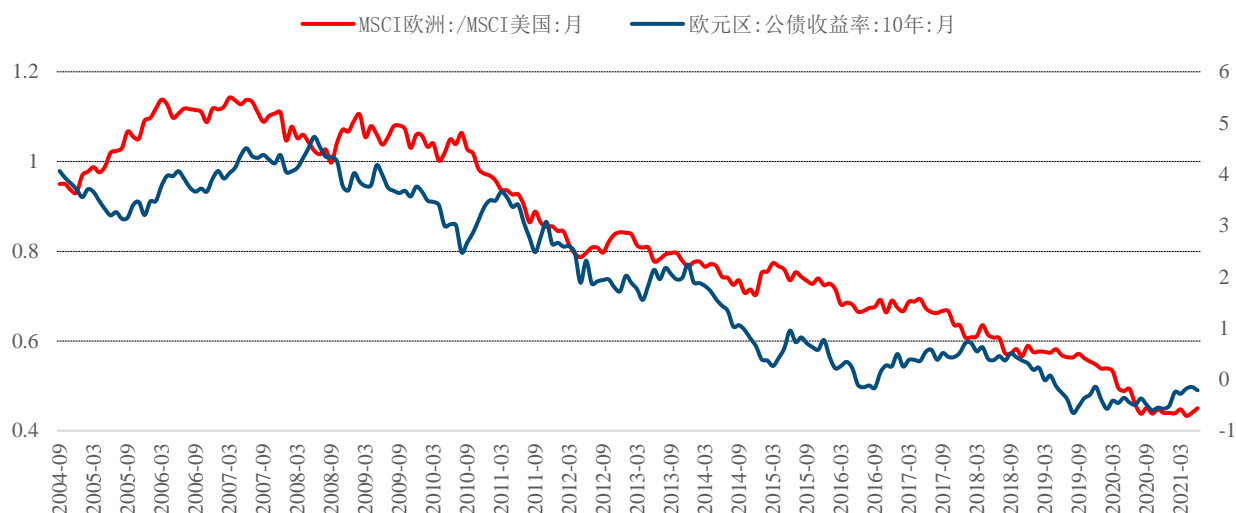
**欧股：**紧缩冲击兑现期仍有相对收益，但绝对收益空间小于上半年。虽然今年以来欧股受益于疫后重启与全球价值风格扩散而表现强劲，但和疫情前水平相对，MSCI 欧股的涨幅只有 MSCI 全球的一半，欧洲疫苗接种与服务业修复落后于美国，因此欧洲服务业疫后修复空间比美国更大，同时，紧缩冲击导致美债利率短期快速上行，对欧股而言调整压力相对小于美股。不过由于欧洲整体经济见顶回落才刚刚开始，服务业滞后修复带来的更多是通胀上升压力，反而推动了欧元区货币政策正常化的动力，预计欧股绝对收益空间小于上半年。

图表34： 欧洲股市与经济高度相关



资料来源：Wind，中信建投

图表35： 欧洲利率与欧股相对美股表现



资料来源：Wind，中信建投

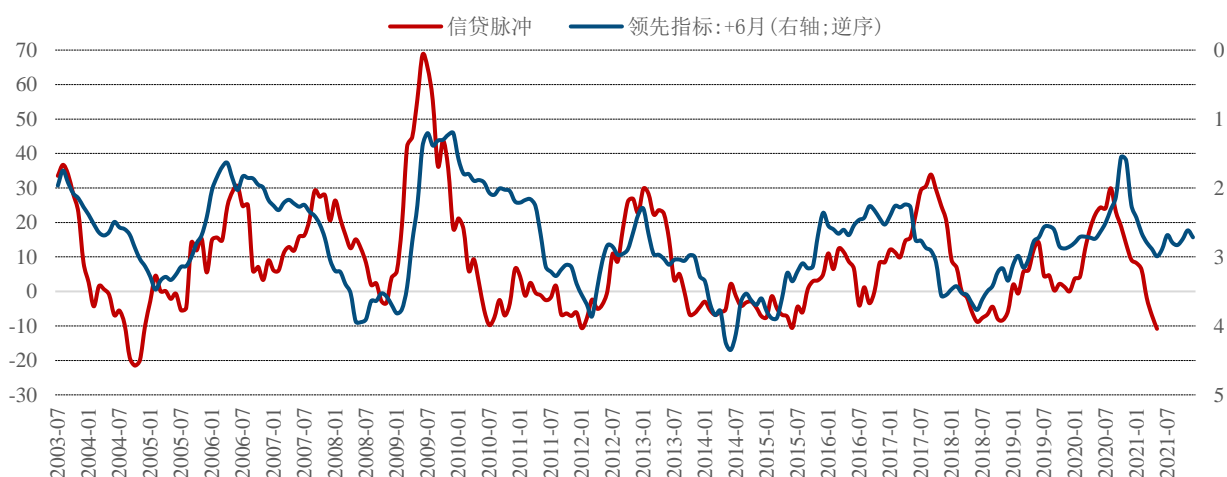


## 4.2 全球债市：存在短期紧缩力度超预期风险

中债：去年 11 月高点难破，配置型资金可考虑左侧加仓。十年期国债收益率临近 3% 的敏感点位后，多头获利了结情绪增加。同时，3 个月 Shibor 利率降至 2.5% 以下，意味着货币宽松和 2019 年经济周期底部一致，这一情况短期可能难以持续，中国央行可能在等待美联储释放货币紧缩信号。因此，在经历 5 月债券收益率加速下行后，看多已经逐渐成为共识，反而导致了债市行情将变得更为颠簸。

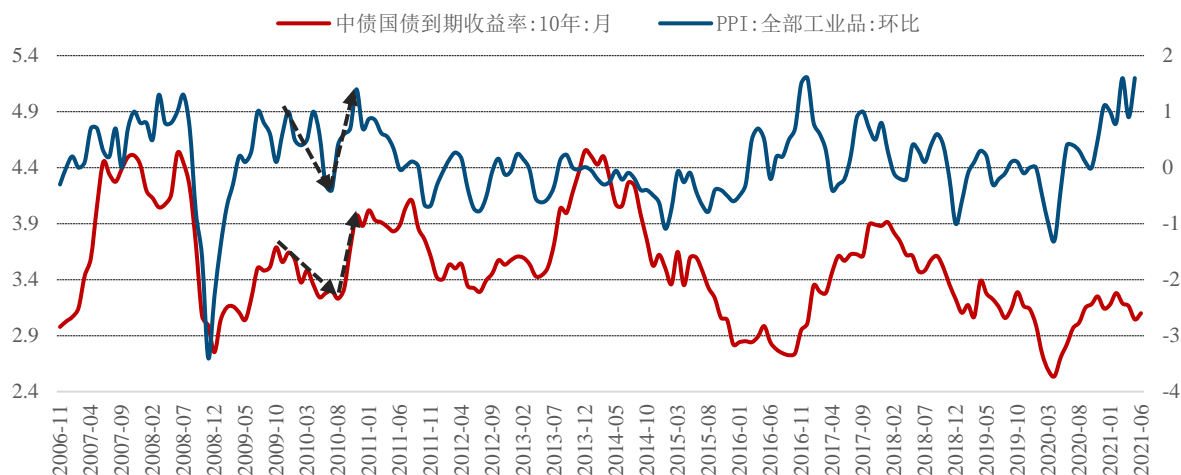
下半年债券收益率上行风险主要来自于国内信贷脉冲企稳与全球央行对核心通胀持续超预期的货币紧缩动作，但由于全球经济见顶回落才刚开始，债券收益率很难突破去年 11 月 3.35% 的高点，一旦下半年上行至 3.35% 附近，将会是中长期好的买点。

图表36： 下半年信贷脉冲可能阶段性企稳



资料来源：Wind，中信建投

图表37： 债市的通胀压力并未消除

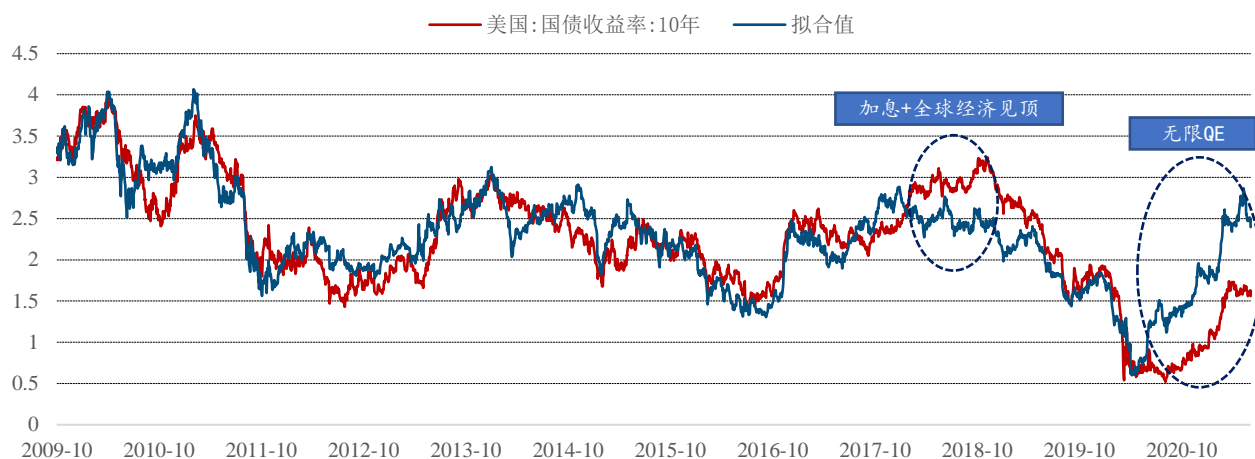


资料来源：Wind，中信建投

**美债：经济见顶下的紧缩冲击，美债利率震荡上行。**美联储对就业与通胀的预期过于悲观，我们认为下半年美国失业率将快速下行，而核心通胀的持续性和高度会超出美联储预期，6月FOMC是紧缩预期“发酵期”，但仍然不够鹰派，预计7-8月会有真正的缩减恐慌，加息预期可能会再度前移，而当前美债收益率较基本面仍处于低估状态，参考2-3月经验，下半年美债收益率或出现一波快速上行。

但全球经济已经见顶，而美联储动作过于滞后，将导致紧缩没有很好的匹配基本面，参考2004-2006年美国加息周期案例，短端利率随加息而正常上升，长端利率受到全球经济见顶的压制而维持震荡，甚至加息初期长端利率不涨反跌。因此在紧缩冲击充分price in之后，全球经济见顶又会压制美债利率上行。综合来看，总体上，预计下半年美债利率震荡上行。

图表38：美债收益率仍然被低估



资料来源：Wind，中信建投

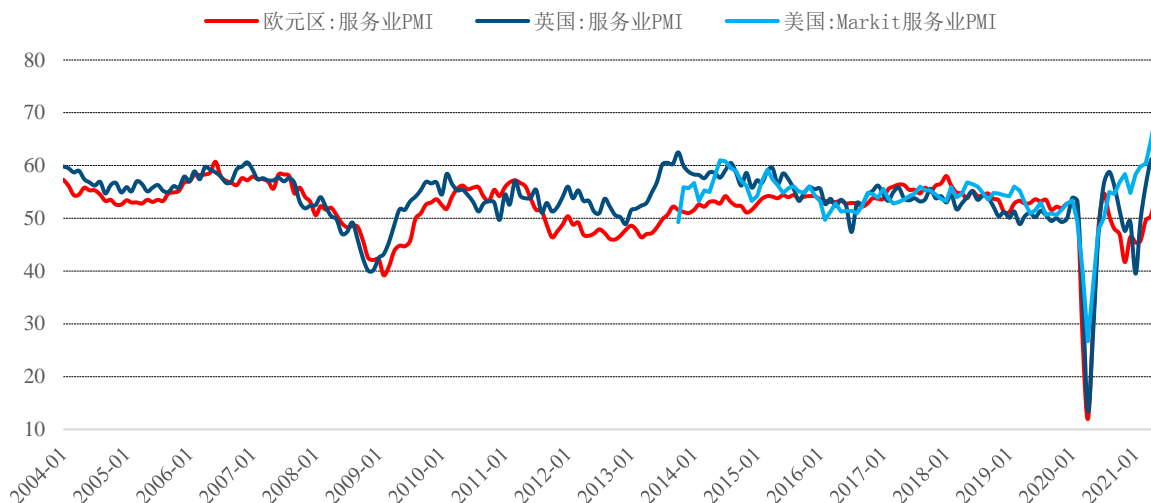
图表39：2004-2005年加息时期，美债利率不涨反跌



资料来源：Wind，JP Morgan，中信建投

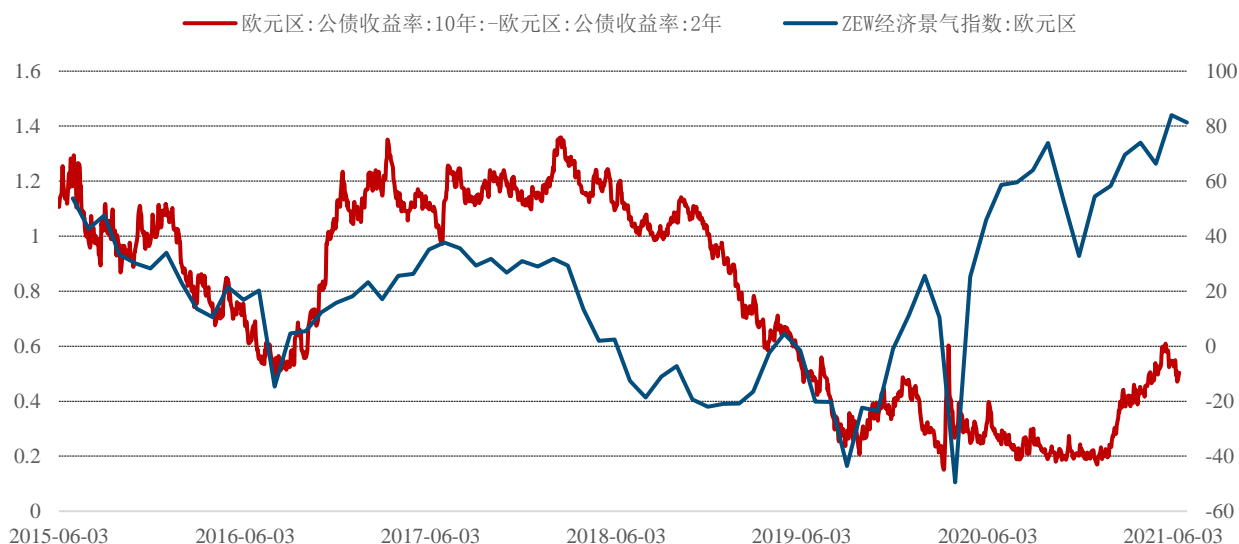
**欧债：**下半年将出现一波比美债更猛烈的上行，随后跟随经济回归下行通道。当前欧洲央行货币政策仍然十分宽松，而在供需缺口扩大与美国 1.9 万亿刺激外溢效应之下，未来欧洲通胀有望加速回升，美联储对通胀已经有一定预期了，而欧洲央行对通胀前景比较悲观，届时欧洲利率可能出现一波比美债更猛烈的上行。冲击之后，随着预期差的修复，债券逻辑重回经济增长，考虑到欧洲经济将见顶回落，预计欧债利率将随经济回归下行通道。

**图表40： 欧洲经济动能将切换至服务业**



资料来源: Wind, 中信建投

**图表41： 欧债利率曲线受经济预期影响**



资料来源: Wind, 中信建投

### 4.3 全球商品：CRB 维持高位，黄金目标 2000 美元，原油震荡下行

**CRB 指数：维持高位，关注供给复苏节奏。**参考 2010 年 4 月的经验，全球基钦周期共振下行会引发商品短期技术性调整，近期铜价破位下跌或正是反映这个预期，但商品价格是看供需绝对水平而非增速，因此在大级别拐点处，商品都是滞后经济见顶的。疫情虽然不是传统的战争，但对供应链的威胁程度可能不亚于战争，虽然美国疫情改善以及疫苗接种加速，但疫情控制取决于全球疫情控制最薄弱的经济体，全球疫情与疫苗分配不均衡会导致供给短缺的问题难以很快得到缓解，实际上，摩根大通全球 PMI 供应商交付分项在 2021 年 5 月继续上升并接近 2020 年 4 月海外全面封锁时的水平，因此，供需缺口闭合需要时间，关注疫苗接种后全球供应链复苏节奏。中期来看，商品上涨行情未结束，预计 CRB 指数维持高位，但本轮部分商品上涨幅度已经超出基本面解释范畴，而很大程度是受益于全球流动性宽松，因此未来需要十分关注全球央行边际紧缩的迹象。

图表42：近期铜价破位下跌

图表43：2010 年 4 月铜价破位下跌确立全球经济见顶



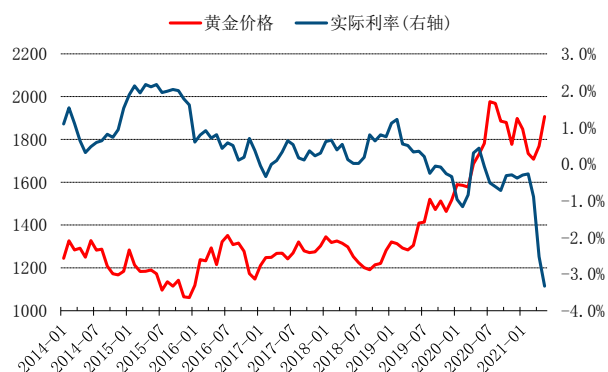
资料来源：Wind，中信建投

**黄金：紧缩预期反应过度，黄金维持 6 个月目标价 2000 美元。**在美联储流动性转折的暗示之后，市场的紧缩预期升温，美元快速上行，金价回落并抹平了近期的涨幅。今年 1-3 月的经验表明紧缩冲击是对黄金无疑不利的，但市场或反应过度，从历史来看，黄金上涨趋势在紧缩周期里未被破坏的案例并不少见。

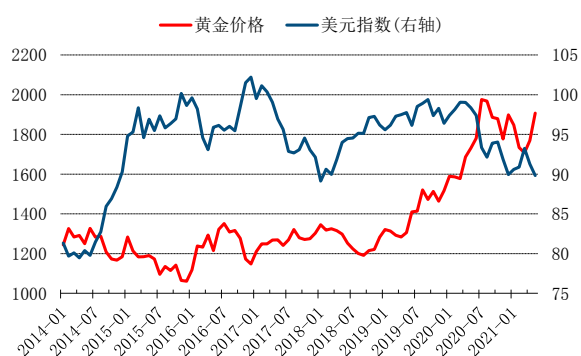
虽然联储紧缩动作会使前期被低估的利率快速抬升，但全球经济见顶回落趋势才刚刚开始，形成持续压制长端利率的力量，同时由于美联储动作过于滞后，将导致紧缩没有很好的匹配基本面，那么在紧缩冲击充分 price in 之后，长端利率有望重回逐步下行通道。另一方面，未来一段时间美国房地产市场能够维持高景气，群体免疫之后服务业还有滞后修复空间，租金与服务价格的上涨将推动美国的核心 CPI 上升，从而可能再次出现“长端利率下行+通胀实质性上行”，届时黄金有望重回上行趋势。

截至 2021 年 6 月 17 日，黄金现货价格为 1773.5 美元/盎司。短期金价反应过度，预计实际利率仍将低位震荡，维持 6 个月目标价 2000 美元。

图表44： 黄金价格与实际利率

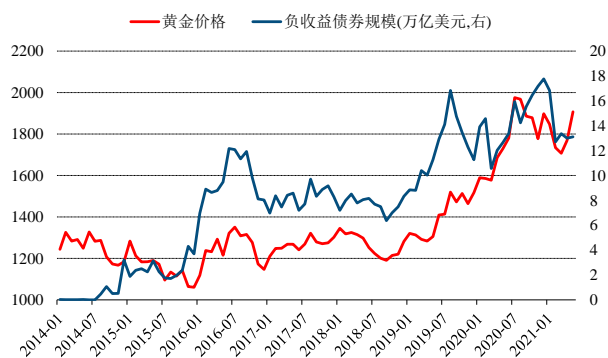


图表45： 黄金价格与美元指数

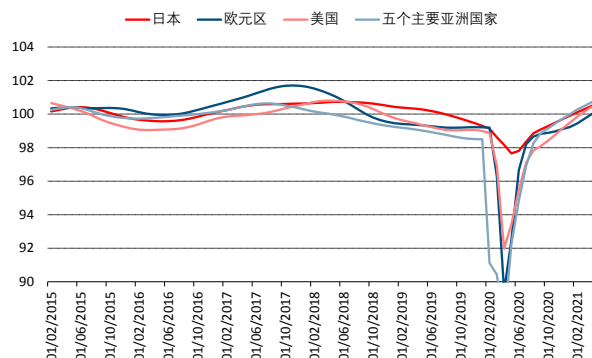


资料来源：Wind，中信建投

图表46： 黄金价格与负收益率债券规模

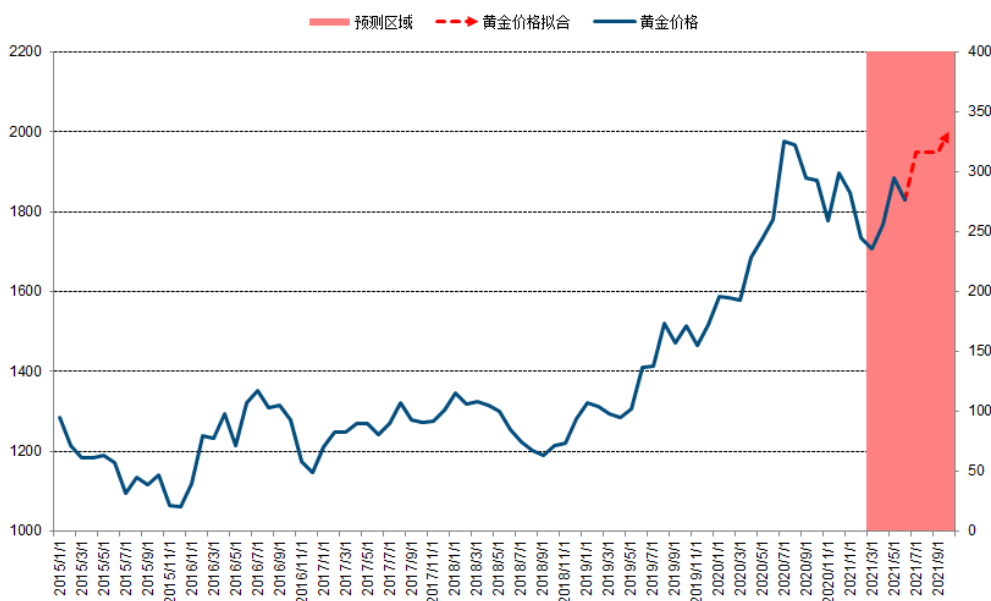


图表47： OECD 领先指标(美/欧/日/及五个主要亚洲国家)



资料来源：Wind，中信建投

图表48： 黄金价格走势预测结果（2015年1月-2021年12月，其中2021年6月之后为估计值）



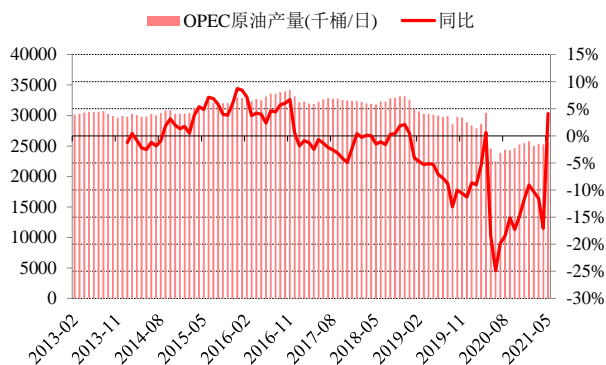
数据来源：wind、中信建投

**原油：供给压力下，WTI 油价或震荡走低。**需求方面，中、美、欧多国疫情的逐步缓解及新冠疫苗接种的推进提振了能源需求预期，而美国即将进入燃料需求旺季，三大月报均上调了原油需求预期。

供给方面，2021年5月的原油产量增加了39万桶/日，至2546万桶/日，其中沙特阿拉伯增产34.5万桶/日；而月初OPEC+会议上延续了此前的增产政策，决定在7月份继续增产44.1万桶/日。美国原油产量平稳，但活跃石油钻井平台数量持续增加，5月为连续第十个月增长。此外，伊朗原油出口增加的担忧近期得到缓解。根据美国国务卿布林肯的表态，虽然伊核协议的谈判整体偏向乐观，但由于美伊双方仍存矛盾，短期内伊朗的出口限制或难以解除。

截至6月17日，WTI原油价格为71.04美元。尽管季节性燃料需求在即，OPEC+成员国超预期增产的情况或使其难以有序增产，加之美国活跃钻井的增加，短期供给端存在压力，油价或震荡下行。

图表49： OPEC 原油产量



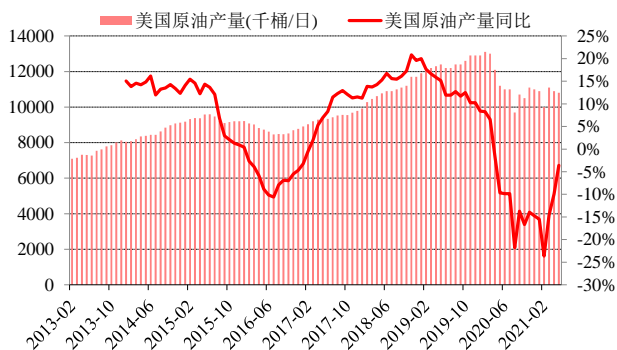
资料来源：Wind, BBG, 中信建投

图表50： OPEC 原油产量（按国家分）

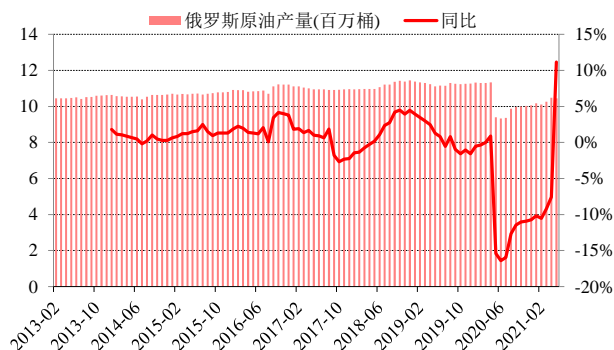




图表51: 美国原油产量

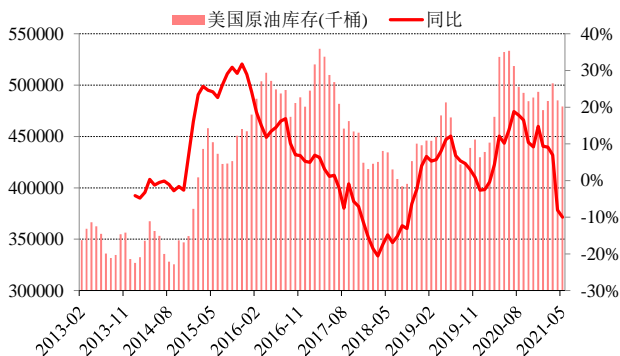


图表52: 俄罗斯原油产量

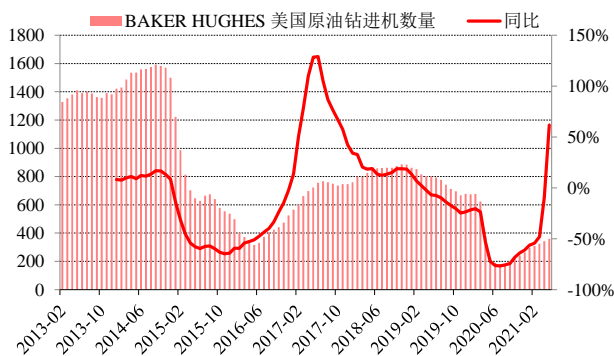


资料来源: Wind, 中信建投

图表53: 美国原油库存

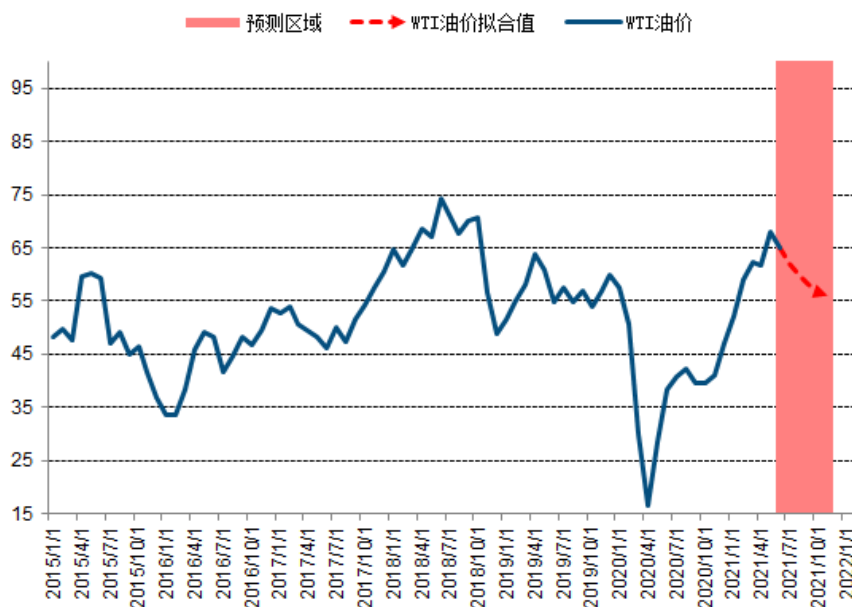


图表54: BAKER HUGHES 钻井机数量



资料来源: Wind, 中信建投

图表55：原油价格走势预测结果（2015年1月-2021年12月，其中2021年6月之后为估计值）

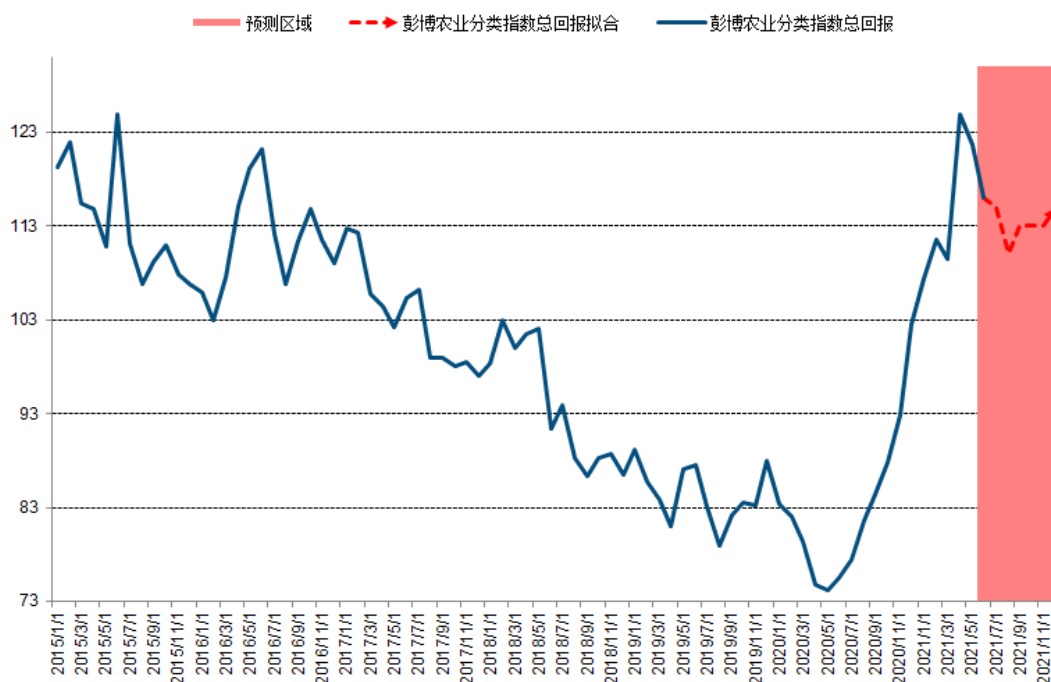


数据来源：wind、中信建投

**农产品：短期在季节效应下，或筑底抬升。**农产品方面，目前我们选择观测的指数为彭博农业总回报指数，原名为“道琼斯-瑞银农业分类指数总回报”，本指数为彭博商品指数总回报的农产品小组分类指数，主要由玉米、大豆、糖、豆粕、豆油、小麦、咖啡、棉花期货合约组成，它反映了美元报价的完全担保的期货头寸的回报率。

截至2021年6月17日，彭博农业分类指数总回报为114.02。短期在季节效应下，或筑底抬升。

图表56： 彭博农产品商品指数走势预测结果（2015年1月-2021年12月，其中2021年6月之后为估计值）



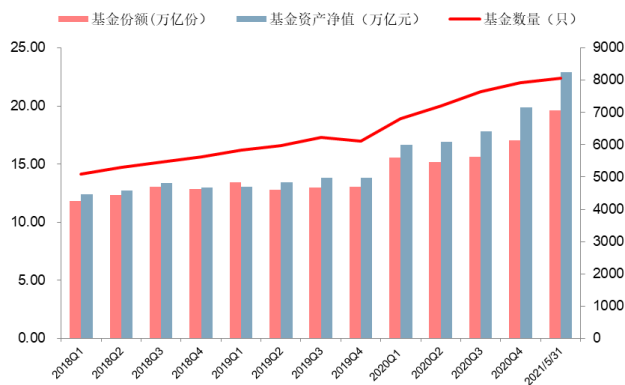
数据来源：wind、中信建投

## 五、公募基金市场发展概述

### 5.1 总规模近 23 万亿，偏股混合型成市场主力

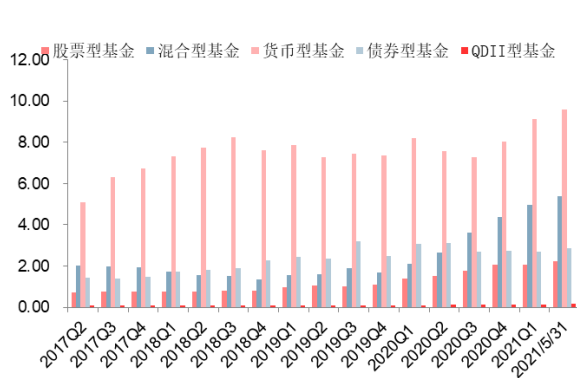
截至 2021 年六月初，国内公募基金数量达 8061 只，公募基金总规模 22.91 万亿元，基金份额 19.61 万亿份。规模与份额今年以来均显著增长，其中股票型基金规模涨幅最大。

图表57： 中国公募基金规模与数量变化（过去三年以来）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

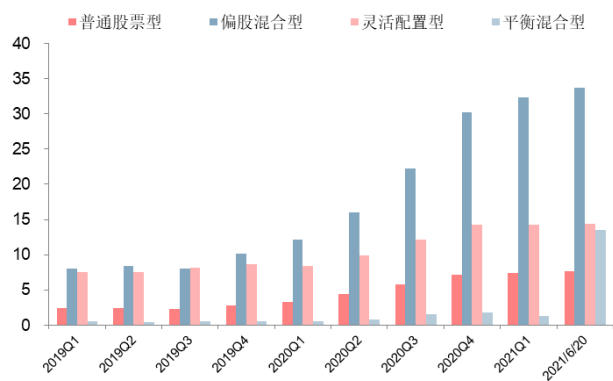
图表58： 不同类型开放式基金规模变化（单位：万亿元）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

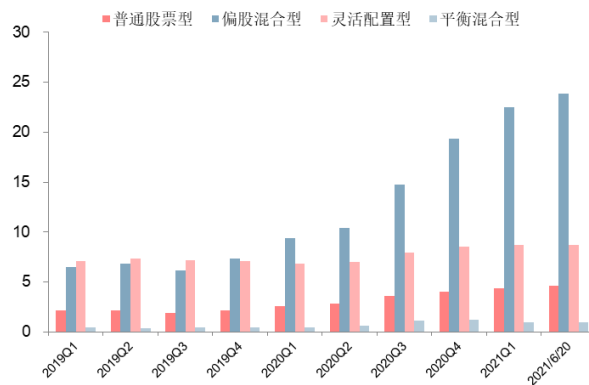
考察主动权益型基金（包括：普通股票型、偏股混合型、灵活配置混合型、平衡混合型）规模和份额变化，我们观察到今年以来，偏股混合型规模和份额均有所增长，其余类型维持稳定。

图表59：主动权益型基金规模变化（单位：千亿元）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

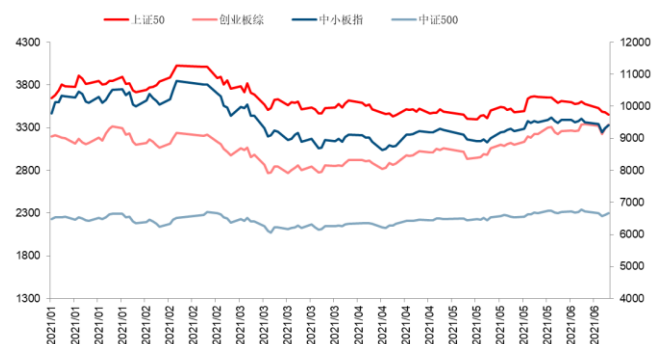
图表60：主动权益型基金份额变化（单位：千亿份）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

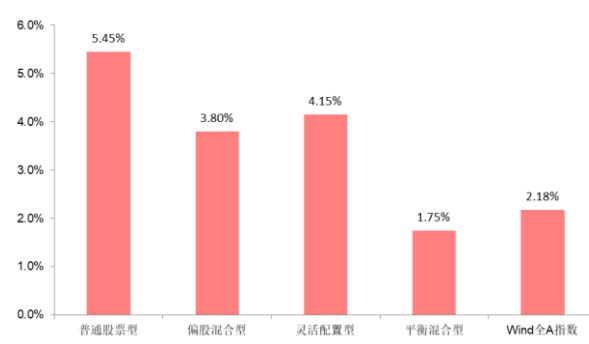
业绩方面，今年以来权益市场在经历震荡行情后近期回调显著，相对应的主动权益型基金今年以来业绩回暖，其中普通股票型、偏股混合型、灵活配置型今年以来平均涨幅分别达 5.45%、3.80%和 4.15%。

图表61：不同股票指数表现（截至 2021-06-18）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

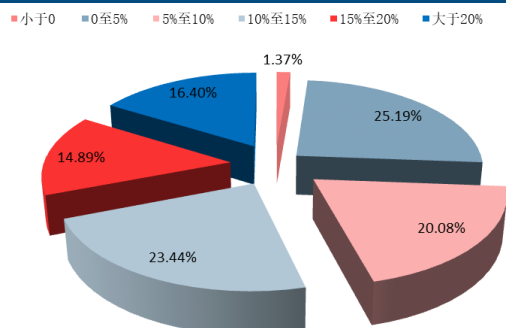
图表62：不同类型基金整体业绩表现（截至 2021-06-18）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

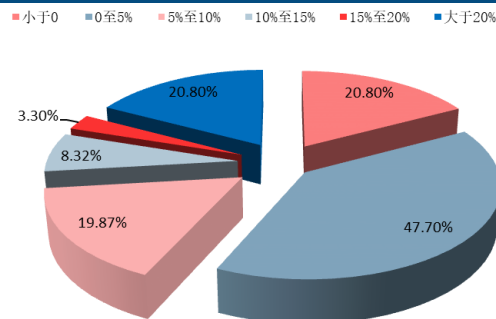
对于灵活配置型基金，今年以来该类基金平均收益 4.15%，不同灵活配置型基金产品报告期业绩分化较大：在全市场 1432 只灵活配置混合型基金（A、C 份额视作同一只基金）中，业绩收益超过 20%和负收益的基金分别有 290 只，分别占纳入统计的灵活配置型基金总数的 20.8%，规模占同类型基金总规模的 16.4%和 1.37%，而今年以来业绩介于 0~10%基金数量 942 只，数量占比 67.58%，规模占同类型基金总规模的 45.27%。

图表63： 灵活配置混合型基金在不同收益水平下的规模占比（截至 2021-06-18）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图表64： 灵活配置混合型基金在不同收益水平下的数量占比（截至 2021-06-18）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

## 5.2 FOF 及基金整体配置方案展望

### 5.2.1 宽基精选 FOF 维持正超额收益，中证 1000 型基金组合半年超额 11.26%

我们将基金池选定为：国内基金市场上，成立满一年且最近报告期规模大于 2 亿的主动管理型权益类基金（包括：普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置混合型基金、平衡混合型基金）。

将市场按照规模拆分成大盘、中盘和小盘三类，并将相应的比较基准设定为：沪深 300（000300.SH）、中证 500（000905.SH）、中证 1000（000852.SH）指数，并基于此筛选规模基金组合。根据我们的基金量化筛选模型，将在每月末筛选出预期未来表现良好（相对基准指数）的基金组合。

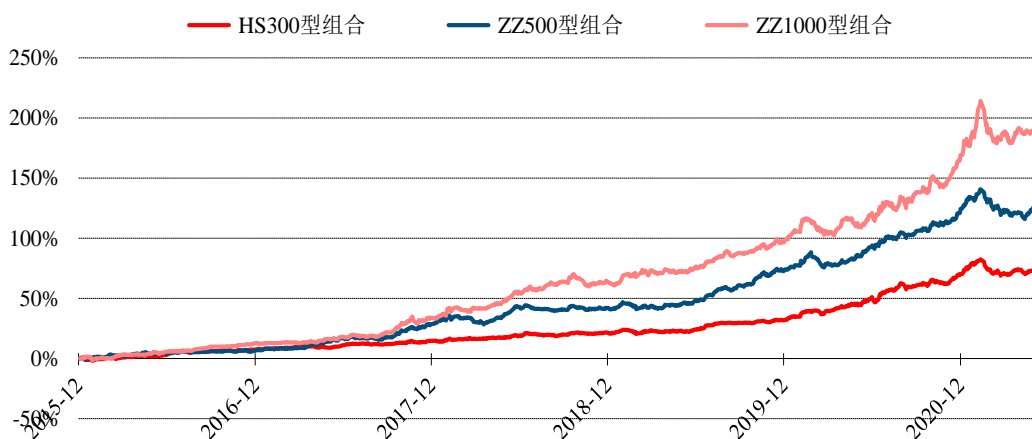
由于股票型基金的持仓规则在 2015 年 8 月发生过变化（根据 2013 年 4 月公布的《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》规定，已发行股票型基金的基金仓位将调整为 80%，并最迟由于 2015 年 8 月 8 日前调整完毕），导致当年相当比例基金类型和权益持仓比例发生较大变化。因此，我们考察该策略自 2015 年 12 月 31 日以来的表现。

对于沪深 300 型基金精选组合，自 2015-12-31 以来，该组合累计收益 121.25%，累计超额收益 74.58%，今年以来超额收益率 6.71%；对于中证 500 型基金精选组合，自 2015-12-31 以来，该组合累计收益 87.24%，累计超额收益 123.59%；对于中证 1000 型基金精选组合，自 2015-12-31 以来，该组合累计收益 108.67%，累计超额收益 177.87%，今年以来超额收益率 11.26%。

**图表65： 不同类型基金精选组合业绩表现（截至 2021 年 6 月中）**

风格类型	沪深 300 型组合	中证 500 型组合	中证 1000 型组合
报告期收益	8.52%	7.84%	11.93%
基准指数收益	1.70%	2.91%	0.61%
报告期超额收益（beta 调整后）	6.71%	4.80%	11.26%
累计收益	121.25%	87.24%	108.67%
累计超额收益	74.58%	123.59%	177.87%

数据来源：wind、中信建投

**图表66： 不同类型基金精选组合超额收益（截至 2021 年 6 月中）**


资料来源：Wind，中信建投

### 5.2.2 不同风格基金精选组合名单（2021 年下半年）

不同宽基指数基金精选组合名单如下：

**图表67： 沪深 300 型基金精选组合**

基金代码	基金名称	基金成立日	2020Q3 规模（亿）	近 1 月涨跌幅
001054.OF	工银瑞信新金融	2015-03-19	23.93	2.04%
002808.OF	泓德优势领航	2016-12-21	15.77	0.85%
001043.OF	工银瑞信美丽城镇主题 A	2015-03-26	10.17	0.22%
005421.OF	中欧嘉泽	2018-01-26	11.76	3.22%
001714.OF	工银瑞信文体产业 A	2015-12-30	148.03	1.47%

数据来源：wind、中信建投



**图表68： 中证 500 型基金精选组合**

基金代码	基金名称	基金成立日	2020Q3 规模 (亿)	近 1 月涨跌幅
519003.OF	海富通收益增长	2004-03-12	19.29	2.55%
519133.OF	海富通改革驱动	2016-04-28	69.76	2.40%
002340.OF	富国价值优势	2016-04-08	17.51	1.51%
001224.OF	中邮新思路	2015-11-11	20.13	3.59%
519704.OF	交银先进制造	2011-06-22	63.85	2.70%

数据来源: wind、中信建投

**图表69： 中证 1000 型基金精选组合**

基金代码	基金名称	基金成立日	2020Q3 规模 (亿)	近 1 月涨跌幅
519002.OF	华安安信消费服务	2013-05-23	18.69	1.56%
000362.OF	国泰聚信价值优势 A	2013-12-17	33.59	0.59%
001645.OF	国泰大健康 A	2016-02-03	16.77	2.74%
050009.OF	博时新兴成长	2007-07-06	30.56	6.05%
004224.OF	南方军工改革 A	2017-03-08	26.64	4.57%

数据来源: wind、中信建投

## 六、券商基金投顾业务发展现状分析及业务展望

### 6.1 基金投资顾问赋能财富管理转型

**基金投顾发展历程：**截止今年六月，全市场公募基金总规模已达 22.91 万亿元，居民可投资资产向权益类基金布局，在基金投顾业务监管要求推出以前，基金产品主要通过第三方销售渠道（包括：券商、银行和互联网平台），一方面基金公司的管理费用被缩减，另一方面以基金产品销量为导向的商业模式（销售额×销售费率），可持续较差，且与投资者的利益不一致，投资体验不佳。

2019 年 10 月 24 日中国证监会推出《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，正式规范了从卖方投顾向买方投顾的转型。发展至今一共有 18 家机构获得基金投顾业务资格：第一批，2019 年 10 月 25 日，以易方达基金、华夏基金、南方基金、嘉实基金、中欧基金为代表的公募基金及其销售子公司获得资质；2019 年 12 月 13 日，以蚂蚁基金、腾安基金和盈米基金为代表的第三方互联网平台取得试点牌照；2020 年 2 月 28 日，七家头部券商及三家商业银行获准资格，包括：中信建投、中金公司、华泰证券、银河证券、国泰君安、申万宏源、国联证券以及招商银行、工商银行、平安银行。

**图表70：基金投顾业务试点机构**

试点批次	机构类型	机构名称	投顾品牌
第一批（2019年10月）	公募基金公司	易方达基金	易方达投顾
		华夏基金	查理智投
		南方基金	司南投顾
		嘉实基金	嘉实财富投顾
		中欧基金	水滴投顾
第二批（2019年12月）	第三方互联网平台	蚂蚁基金	帮你投
		腾安基金	一起投
		盈米基金	且慢
第三批（2020年2月）	券商	中信建投	蜻蜓管家
		中金公司	A+基金投顾
		华泰证券	涨乐星投
		国泰君安	君享投
		申万宏源	星基汇
		银河证券	财富星-基金管家
		国联证券	基智投
	银行	招商银行	招赢通
		平安银行	安心投
		工商银行	-

数据来源：中信建投证券研究发展部整理

公募基金投顾业务旨在通过个性化的客户画像、合理的资产配置、优选基金产品、持续的投后陪伴，长期地与客户建立信任，提升投资者在基金产品配置过程中的体验感，同时为资本市场注入规模的增量。管理型投顾在国内的普及需要一定的培养和意识建立周期，是一个循序渐进的过程。随着费率透明和投顾的推广，基于 flow-based 申赎收费模式将逐步向 AUM-based 模式转型。财富管理不同于资产管理讲究业绩和可持续的能力，财富管理的核心是客户的体验感，需要构建强大的资产端到客户端的一体化服务的生态链。实现以人为本、客户利益为上，根据客户的画像为其提供基金投资组合策略，或代客户作出基金产品投资决策，并代客户执行产品申赎等交易申请，相应收取投顾服务费用的全权委托模式。

**基金投顾业务体系：**投顾业务流程主要分投前精准的客户画像分析，资产配置建议，投中的构建组合与动态调整，以及投后的绩效归因，客户风险承受能力再评估，客户回访等。具体来讲：

投前阶段——客户画像及投资策略，包括全面了解客户的风险偏好、投资预期收益率、流动性需求、资产状况、配置资产偏好、投资周期等形成精准的客户画像，随后制定相匹配的个性化的资产配置方案，构建优选基金组合。

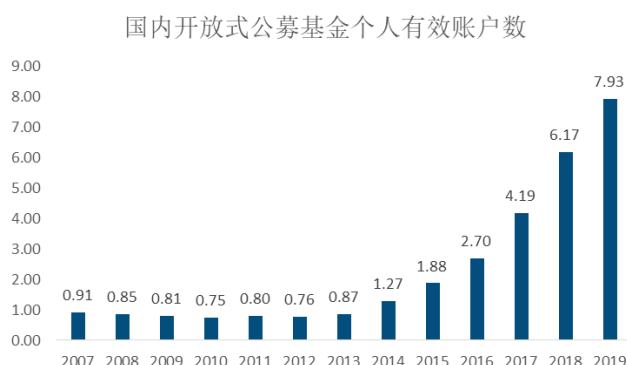
投中阶段——投资组合管理及动态调整，包括代理授权客户进行申赎交易，结合经济宏观环境、大类资产行情、板块轮动等对组合内基金产品仓位动态调整，优化基金组合，对基金产品及基金经理的持续跟进，同时管理组合风险，对异常情况及时预警。

投后阶段——管家陪伴式的服务，包括定期披露组合收益、持仓和交易信息，每日向客户披露前一日的账户资产净值情况，评估基金组合策略与客户风险承受能力匹配程度，市场动态分享与投资者教育，定期对基金组合进行绩效归因分析，线下客户回访及咨询服务等。

**基金投顾发展现状——基金个人投资者情况调查分析：**自 2018 年公募基金市场持续升温，以互联网为主的

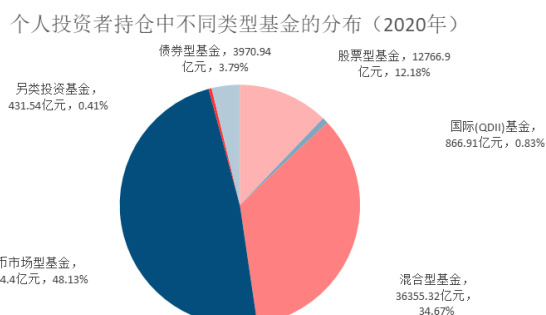
第三方销售渠道的发展带动了基民数量的显著增长，特别是 2020 年以来，移动互联网新增基民明显年轻化，18-34 岁群体占比达 60.0%，90 后是基民主要群体，公募基金个人有效账户突破八千万。其中货币基金仍然是个人投资者配置基金的主流品种，规模达 50464.4 亿元，占比达 48.13%，值得一提的是，受权益市场上行的行情影响，投资者对混合型基金的配置比例在最近两年显著增长，规模由 2019 年的 15018 亿元提升至 2020 年 36355.32 亿元，占比由 21.0%提升至 34.67%，与货币市场型基金一起占个人投资者对基金配置品种的 81.8%。

图表71： 公募基金及互联网渠道发展推升基民数量增长（千万）



数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

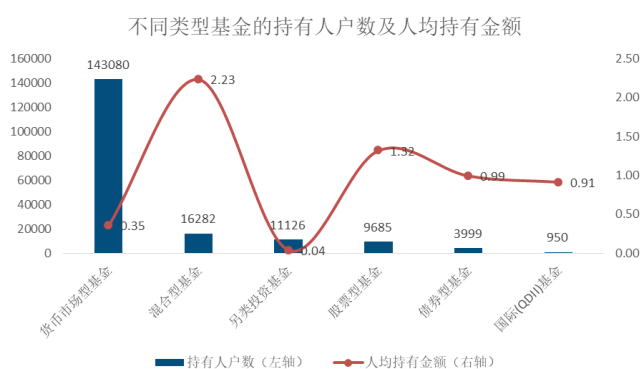
图表72： 货币基金仍是个人投资者对基金配置的主流品种



数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

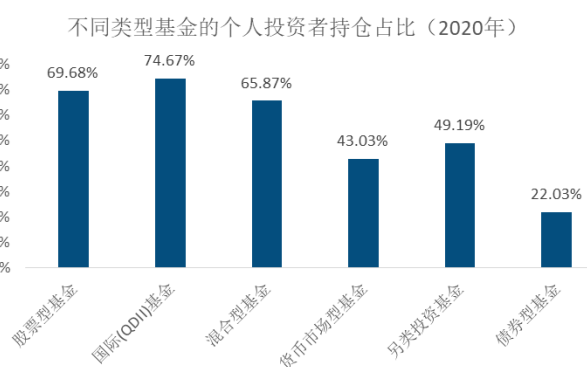
同时，随着基金投顾业务的发展与投资者教育的普及，基民在用货基做理财的同时，也逐渐开始配置更加多样化的基金品种。根据中国证券投资基金业协会发布的调查报告，主动权益型基金受到个人投资者青睐，而债券型基金相对占比较少。

图表73： 基金投资者配置品种逐步多样化



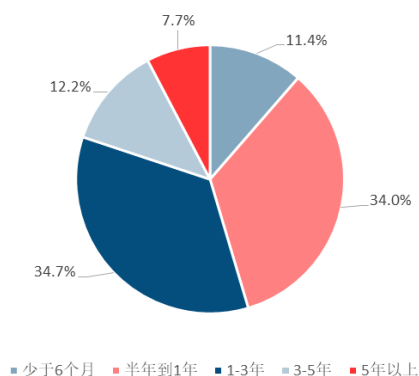
数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

图表74： 偏股型基金最受个人投资者青睐

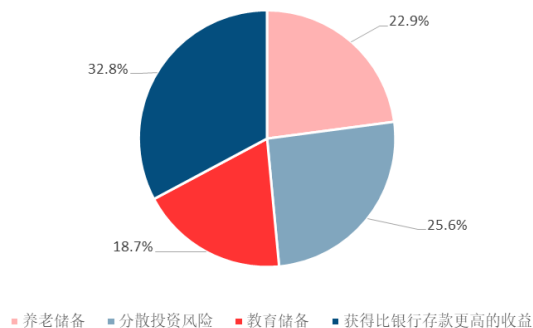


数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

长期投资的理念也逐步深入人心，更多的基民愿意接受配置的投资理念，持有单只基金的平均时间超过 1 年以上的个人投资者占比达 58%。在主要投资目的方面，获得比存款更高的收益、教育储备、分散投资风险以及养老都是大多数基民的意愿。

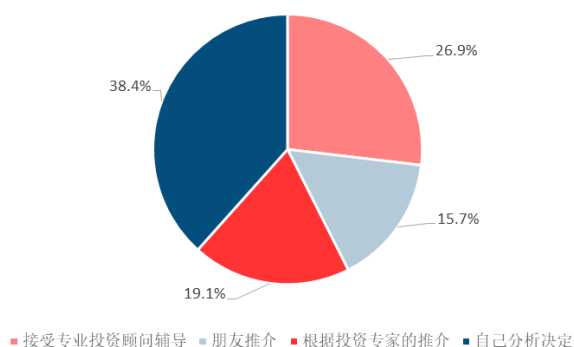
**图表75：基金个人投资者持有单只基金的平均时间**


数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

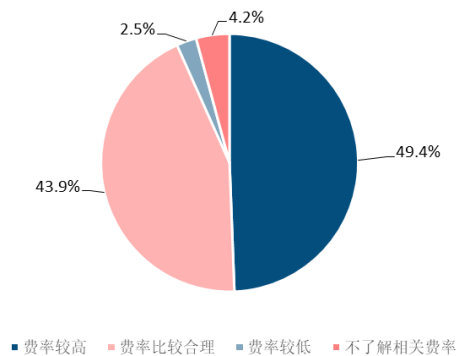
**图表76：基金个人投资者的主要投资目的**


数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

自 2019 年基金投顾业务正式获批后，更多的基金个人投资者在决策前愿意接受专业的投资顾问辅导，根据中国证券投资基金业协会的统计数据显示，2019 年仅有 6.3% 的基民是通过专业投顾辅导做出的投资决策，而这一比例在 2020 年上升至 26.9%。基金业务也成为财富管理转型的抓手，一站式的管家陪伴服务使客户粘性提升，实现由供给侧业务模式和产品服务的转型，建立相互信任的合作关系。

**图表77：基金个人投资者如何做出投资决策**


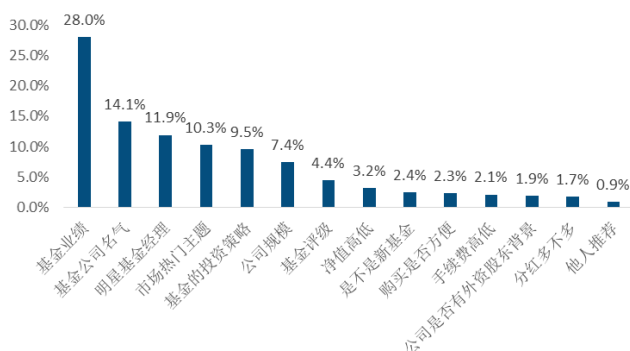
数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

**图表78：基金个人投资者对目前基金费率的满意度**


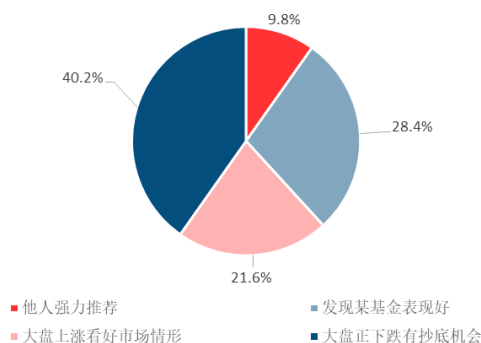
数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

统计数据显示，仍有近一半的基金个人投资者反馈目前基金费率较高，未来需要通过规模扩张以量补价，基金费率长期会面临下行的压力。同时基金投顾的偏好也会反向促进基金产品的创新优化，例如业绩欠佳、风格漂移的主动管理人、流动性较弱、费用偏高的被动产品，都难获竞争力。

在购买基金时，基民最关注的还是历史业绩，对头部基金公司的偏好，以及明星基金经理效应等，同时基民容易受到市场涨跌的影响而做出非理性的投资决策，投顾的专业引导和系统的资产配置基金研究体系显得尤为重要。

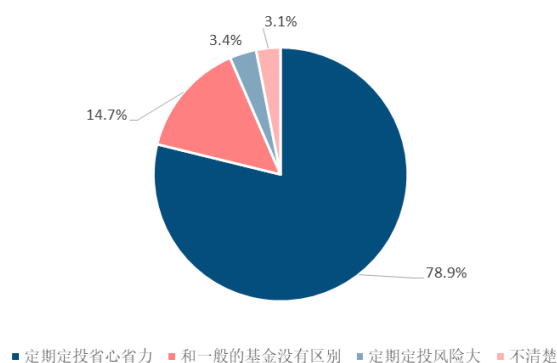
**图表79： 基金个人投资者购买基金时最关注的方面**


数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

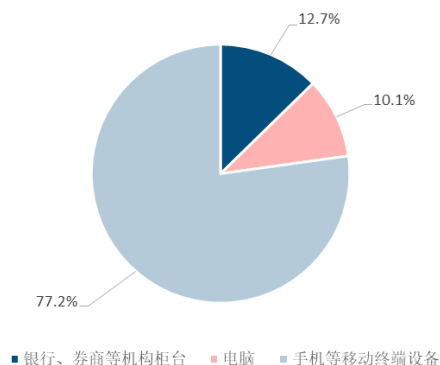
**图表80： 基金个人投资者购买基金时点统计**


数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

越来越多的基民认识到基金定投对分散风险的帮助，互联网平台依托流量优势培育了更多定投习惯的基民，一站式的基金投顾服务逐步受到更多的认可。

**图表81： 基金个人投资者如何看待基金的定期定投**


数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

**图表82： 基金个人投资者交易方式统计**


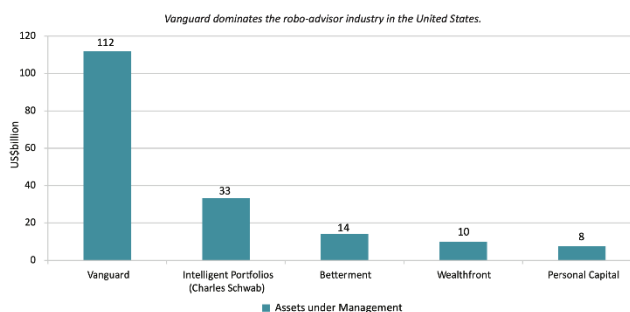
数据来源：中国证券投资基金业协会、中信建投证券研究发展部

## 6.2 海外基金投顾业务发展较为成熟

**海外买方投顾的兴起及智能投顾的快速发展。**海外投资顾问业务最初是银行为高净值客户提供个性化的投资定制服务，随着二战之后美国经济复苏，养老资金的迅速扩张，更多的普通居民有财富管理、个人及家庭资产配置的需求，使得投资顾问业务扩展到更广泛更多元的客户群体，推动基金市场的快速发展。随着基金公司之前的竞争及同质化产品频出，基金费率下行压力较大，以 Vanguard 为代表的机构将基金费率一再降低，而投资者也开始考量投资成本对最终收益的影响，以及投资体验的比较。此时，买方投顾业务应运而生，以其对投资者的重视度、基于 AUM 的更为合理的收费模式，受到更多投资者的青睐，并在之后的几十年快速发展。

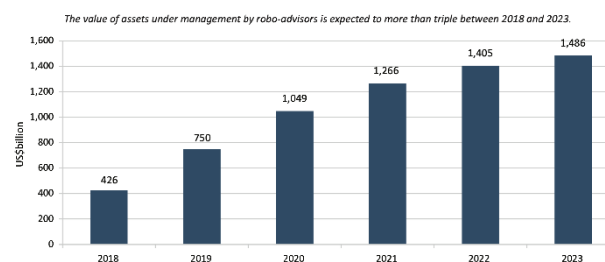
随着过去十年，金融科技领域的迅速发展，Betterment、Wealthfront 等公司将人工智能、大数据等技术赋能传统的投顾业务，通过智能投顾面向大量的普通投资者实现普惠金融。在业务模式方面，全权委托占主导，其管理规模占总规模的 91.4%。委托客户群体主要包括高净值客户、养老金、保险机构及普通个人客户。其中 Vanguard 在智能投顾品牌中规模最大，整体智能投顾的市场份额预计在 2023 年达到 14860 亿美元的规模。

图表83: Vanguard 在美国智能投顾占主导地位



数据来源: Vanguard、中信建投证券研究发展部

图表84: 智能投顾市场份额预计五年内翻三倍



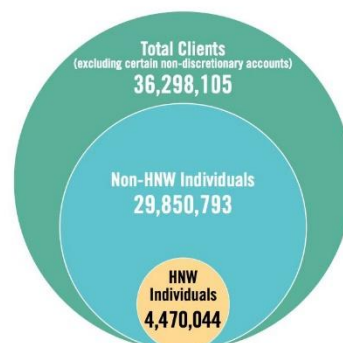
数据来源: Statista、中信建投证券研究发展部

图表85: 海外投顾客户类别统计

<b>Individuals</b> * High net worth individuals <sup>a</sup> * Other individuals	\$6.0 trillion – 7.1%
	\$4.5 trillion – 5.4%
<b>Pools</b> * Registered investment companies * Business development companies * Pooled investment vehicles other than registered investment companies and BDCs (private funds)	\$28.1 trillion – 33.6%
	\$121 billion – 0.1%
	\$22.2 trillion – 26.6%
<b>Institutions</b> * Banking or thrift institutions * Pension and profit sharing plans * Charitable organizations * Corporations or other businesses * State or municipal government entities * Other investment advisers * Insurance companies * Sovereign wealth funds and foreign official institutions	\$945 billion – 1.1%
	\$6.8 trillion – 6.9%
	\$1.1 trillion – 1.3%
	\$2.5 trillion – 3.0%
	\$3.3 trillion – 4.0%
	\$1.1 trillion – 1.3%
	\$5.5 trillion – 6.5%
	\$1.6 trillion – 1.9%

数据来源: IAA、中信建投证券研究发展部

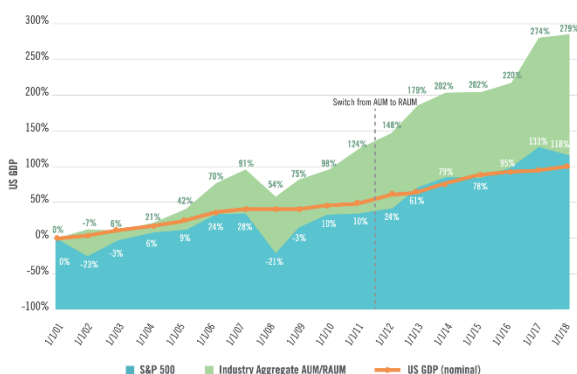
图表86: 个人投资者占比最大



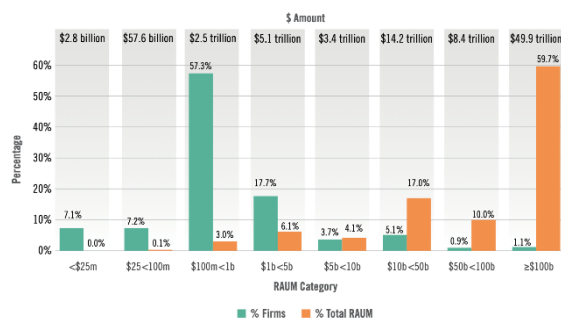
数据来源: IAA、中信建投证券研究发展部

管理规模增速超过经济增速,行业头部集中。自 2001 年以来,行业管理规模显著增长,累计增长率达 279%,年化增长率达 8.2%,对比之下,在相同的时间段内,S&P500 指数和经济增速 GDP 累计增长率分别为 118% (年化 4.6%)、94% (年化 4.0%),财富管理空间潜力大。同时,行业集中度较高,绝大多数的资产由相当小的一部分投资顾问覆盖,前 1.1% 的机构覆盖了全行业 59.7% 的资产,头部效应明显。



**图表87： 管理规模增速超过经济增速**


数据来源：IAA、中信建投证券研究发展部

**图表88： 行业格局呈杠铃状**


数据来源：IAA、中信建投证券研究发展部

## 6.3 试点机构资源整合，互联网平台与头部券商优势明显

目前国内投顾机构采取线上运作的模式，通过自家 APP 和第三方互联网平台作为载体。但由于基金公司、券商、银行理财子各自专长不同，资源整合将起到优势集中、流量及科技赋能的双赢效果。

基金公司具有强大的投研团队，广泛的市场知名度，审慎的风控机制、多样的基金产品等天然优势，但在投顾服务经验、客户资源、用户数据平台等方面略显不足。因此基金公司在上线投顾 APP 的同时，与外部平台合作，利用互联网为代表的第三方平台弥补渠道上的劣势。在客户画像方面，基金公司多采用线上智能匹配的形式，精准定位客户属性及相符合的组合产品。同时凭借自身投研实力优势，自主构建投资产品，并与销售子公司合作，拓宽销售渠道。另一方面，也积极与第三方基金销售平台合作，获得更多的关注度及流量。

与基金公司优势互补的第三方基金销售平台强项在于流量和移动平台，客户数量最为庞大，人性化的设计也广受投资者认可，但其劣势在于投研基础薄弱，所以引入外部机构成熟智投服务是最为便捷有效的结合。例如蚂蚁基金与 Vanguard 共同成立了先锋领航投资咨询公司，上线“帮你投”，腾讯基金直接引入公募基金策略，依靠平台优势提供投顾服务。

券商在基金投顾业务试点机构中能力最为全面，拥有自身的资管公司、基金子公司、研究所以及负责销售和推广的分支机构和稳定的客户群体，通常可以自主构建投顾策略、产品业务推广、自家 APP 智能投顾一站式的服务，同时积极与互联网平台合作，对规模的增长和关注度的提高也卓有成效。

## 分析师介绍

**丁鲁明：**同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部执行总经理，金融工程团队、大类资产配置与基金研究团队首席分析师，中信建投证券基金投顾业务决策委员会成员。具备 12 年证券从业经历，创立国内“量化基本面”投研体系，继承并深入研究经济经典长波体系中的康波周期理论并积极应用于实务，多次对资本市场重大趋势及拐点给出精准预判，对资产配置与经济周期运行具备深刻理解与认知。多次荣获团队荣誉：新财富最佳分析师 2009 第 4、2012 第 4、2013 第 1、2014 第 3 等；水晶球最佳分析师 2009 第 1、2013 第 1 等；Wind 金牌分析师 2018 年第 2、2019 年第 2 等。

**段潇儒：**上海交通大学金融学硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部金融工程团队，主要研究方向为资产配置、量化选股。2018 及 2019 年 Wind 金牌分析师金融工程第 2 名团队成员。duanxiaoru@csc.com.cn

**陈韵阳：**上海财经大学管理学硕士，3 年宏观研究经验，2020 年加入中信建投证券研究发展部。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 浦东新区浦东南路 528 号上海南塔 2106 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：陈培楷  
 邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk