


# 图说中国：2020年四季度



中金公司研究部

<https://research.cicc.com>

2020年10月20日

- 中金研究团队介绍..... p. 2
- 宏观经济..... p. 3
- 市场策略..... p. 19
- 固定收益..... p. 55
- 大宗商品 ..... p. 79

# 中金研究团队介绍

## 宏观经济

- 彭文生
- 张文朗
- 谢超
- 黄文静
- 周子彭
- 刘政宁
- 刘鎏
- 张梦云
- 邓巧锋
- 周彭

## 区域经济研究

- 吴慧敏
- 吴婷

## 市场策略

- 王汉锋, CFA
- 刘刚 (Kevin), CFA
- 李求索
- 彭一夫
- 何璐
- 李赫民

## 量化策略

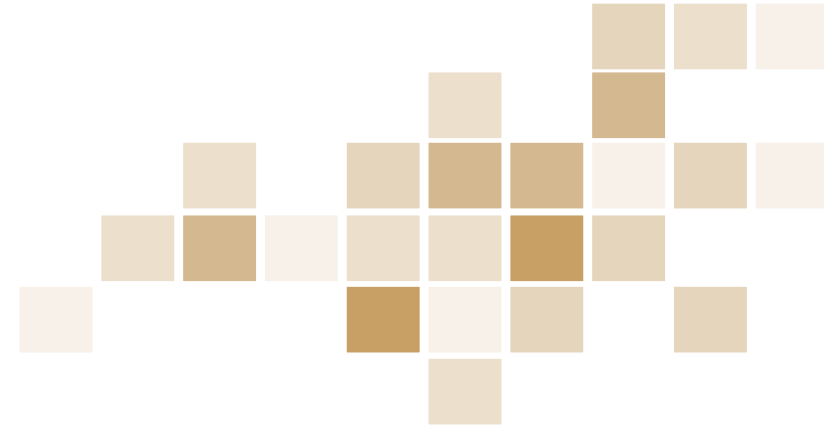
- 王浩
- 邓志波
- 宋唯实

## 大宗商品

- 郭朝辉
- 马凯
- 房启超

## 固定收益

- 陈健恒
- 许艳
- 王海波
- 韦璐璐, CFA
- 雷文澜
- 邱赛赛
- 张烁文
- 牛佳敏
- 于杰
- 丁雅洁



# 宏观经济

分析员 彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001

SFC CE Ref: ARI892



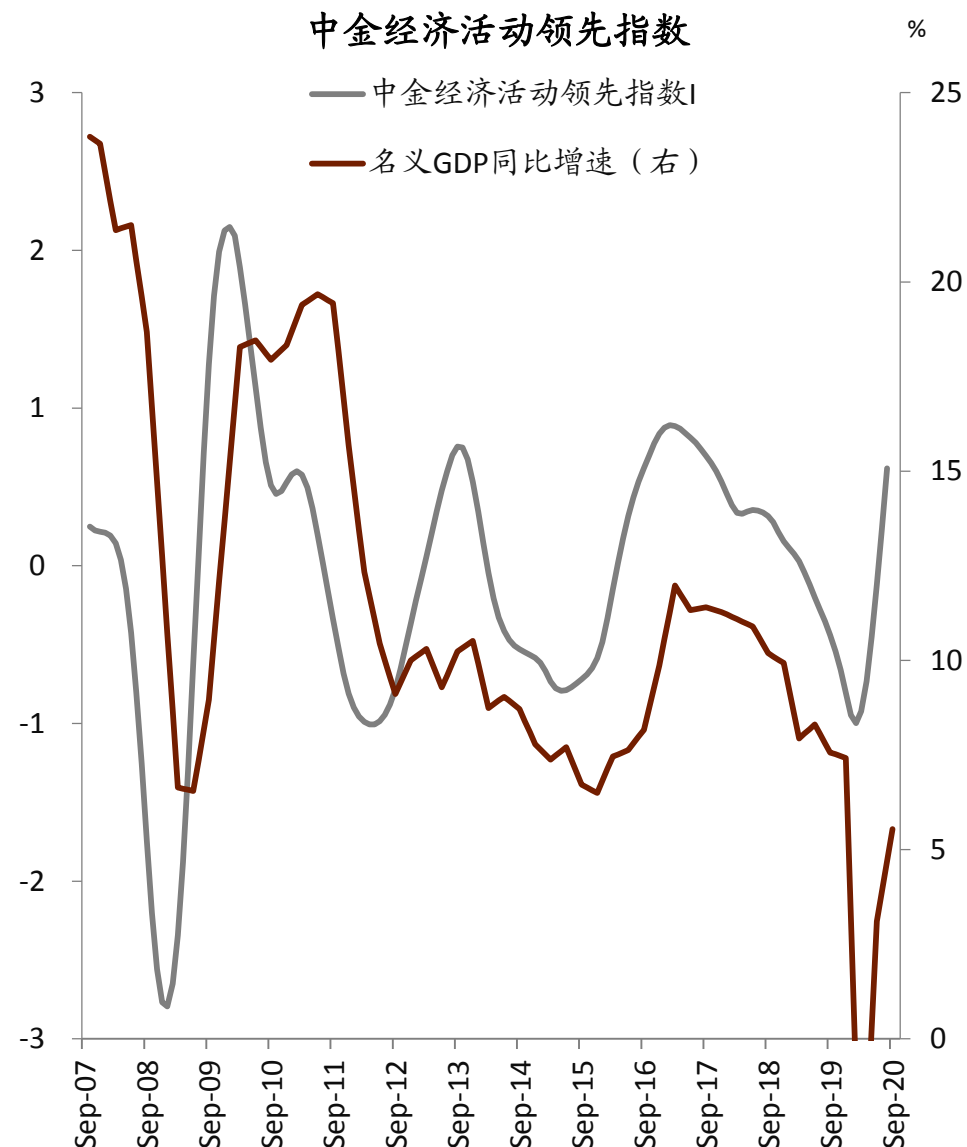
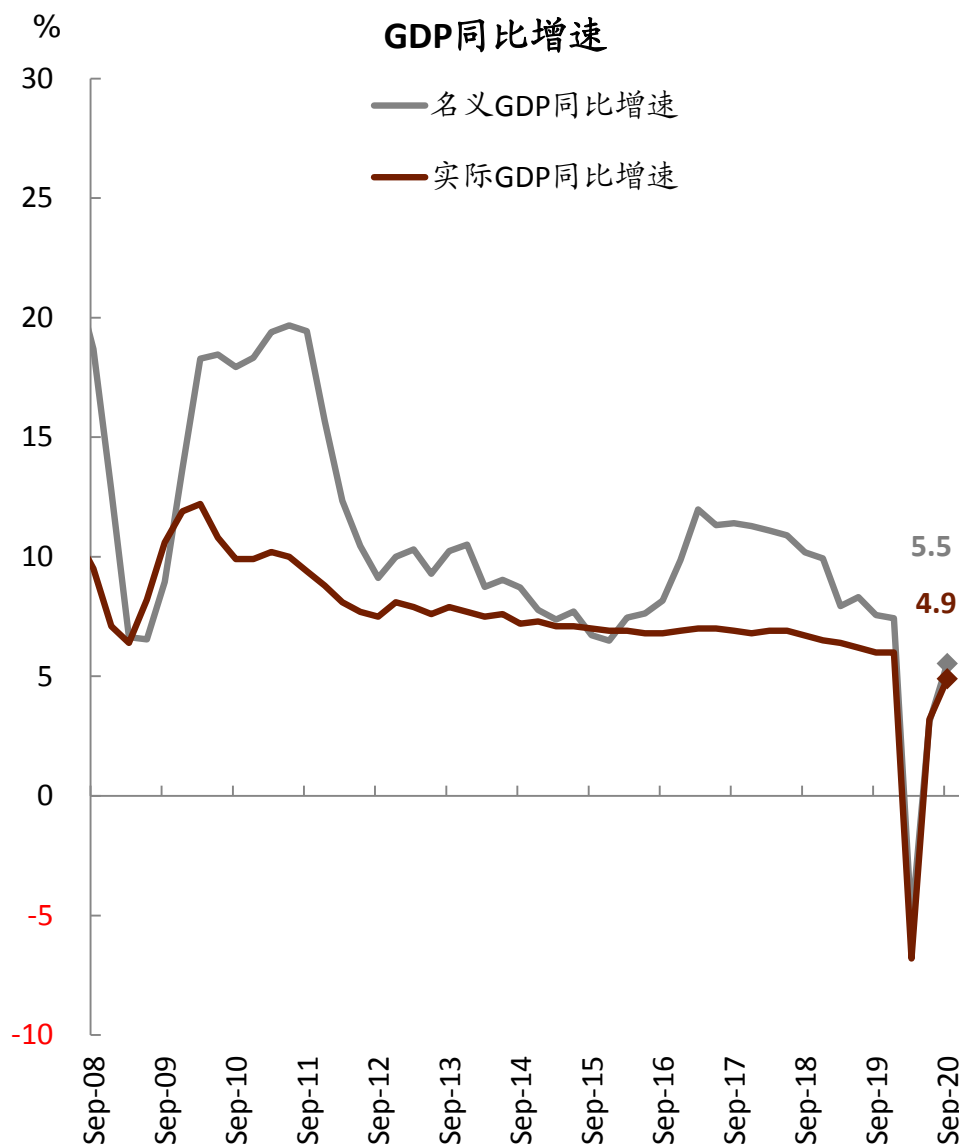
## 核心观点

- ▶ **中国经济增长继续处于修复轨道，内生动力有所加强，“非典型”经济复苏被印证。**3季度以来，中国经济增长继续修复，动力有所切换。基建投资增长边际放缓，但制造业投资增速加快，消费增长也逐步回升。总体而言，我们在2020年中期报告中所说的“非典型”复苏（需求复苏慢于供给）得以印证。中金经济领先指数显示，4季度中国经济仍将稳步复苏，实际同比增速可能达到5.5%左右。
- ▶ **基建增速弱于早前预期。**3季度以来，基建投资增速连续回落，引发了市场关注。今年专项债可能存在项目开工条件不具备、上报项目投资额高估、项目收益性不足、督导力度仍需加大等问题。此外，今年专项债在地域分配上，向云贵川赣鲁五省有所倾斜，但云贵赣的财力和项目收益可能相对较差（项目施工条件也较为复杂），配套融资能力也较低。
- ▶ **出口增长短期仍有后劲，但中国出口占全球份额或难以维持当前高位。**疫情以来，中国出口增长持续超市场预期。一方面，海外疫情冲击之下，我国居家办公与医疗物资出口相对较好；另一方面，得益于稳定的供应链，中国出口占全球份额上升。受益于全球复苏，短期内中国出口仍有后劲，但占全球出口的份额已经有所回落。
- ▶ **人民币兑美元汇率短期内或仍然偏强，但中期或有小幅贬值压力。**中美利差处于高位、贸易顺差上升以及市场预期拜登上台可能改善中美关系推升人民币兑美元汇率。但看远一点，疫情期间中国信贷扩张推升私人部门债务，信用风险上升，以及疫情消退导致我国出口动能减弱（贸易顺差下降），叠加国际政治形势的不确定性，人民币兑美元汇率可能面临小幅贬值压力。

## 重点观察

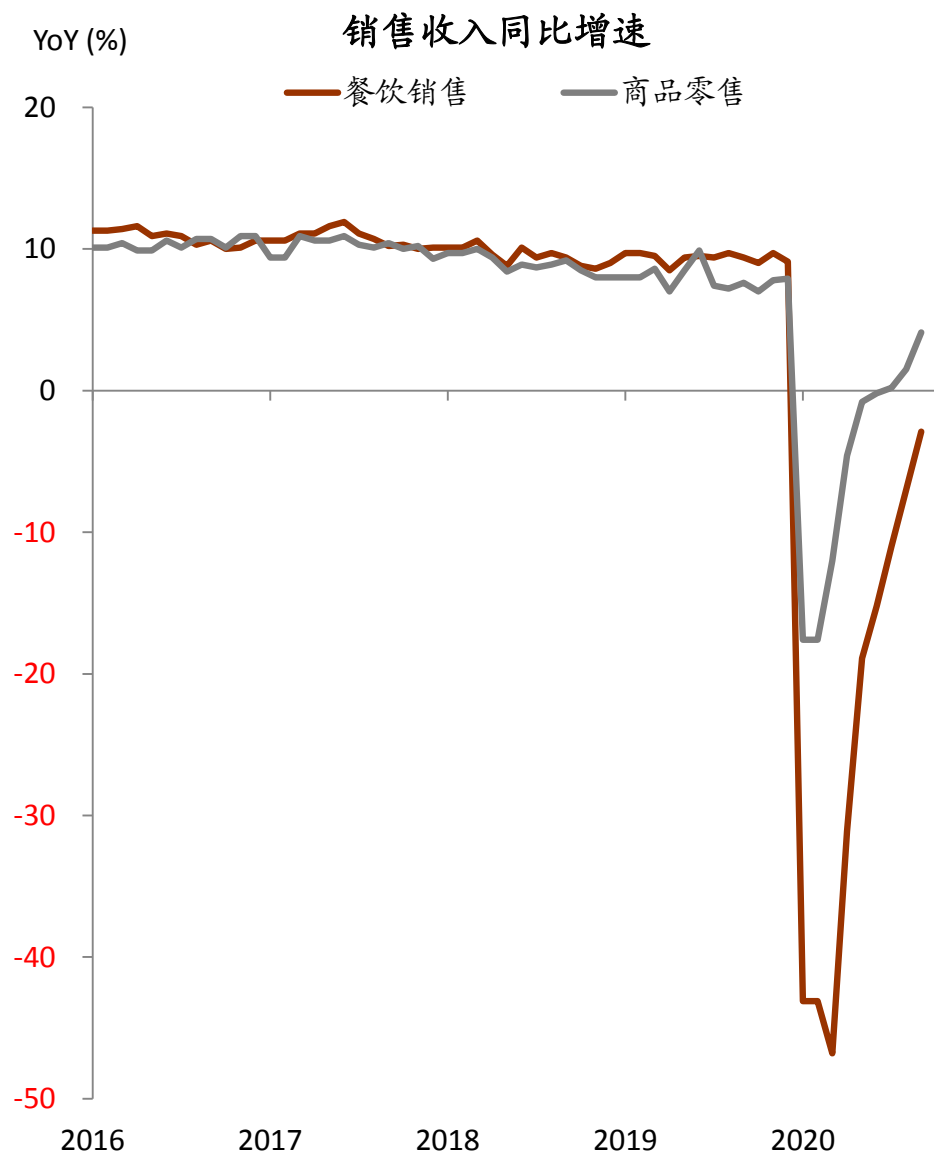
- ▶ 基建投资增长的可持续性。
- ▶ 非防疫物资产品的出口增速。
- ▶ 国际政治形势的不确定性对人民币汇率的影响。

# 4季度中国经济大概率继续复苏

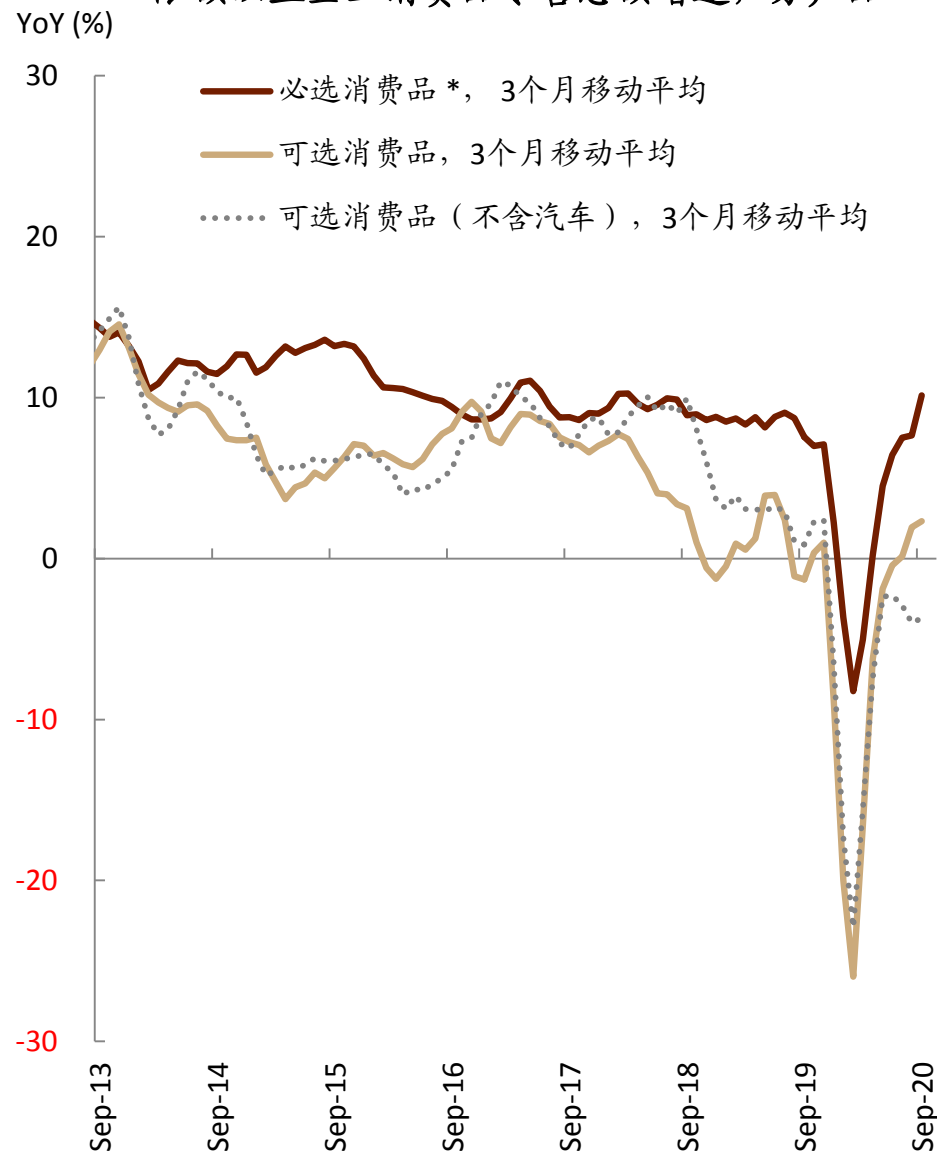


# 消费在分化中继续回升

宏观经济

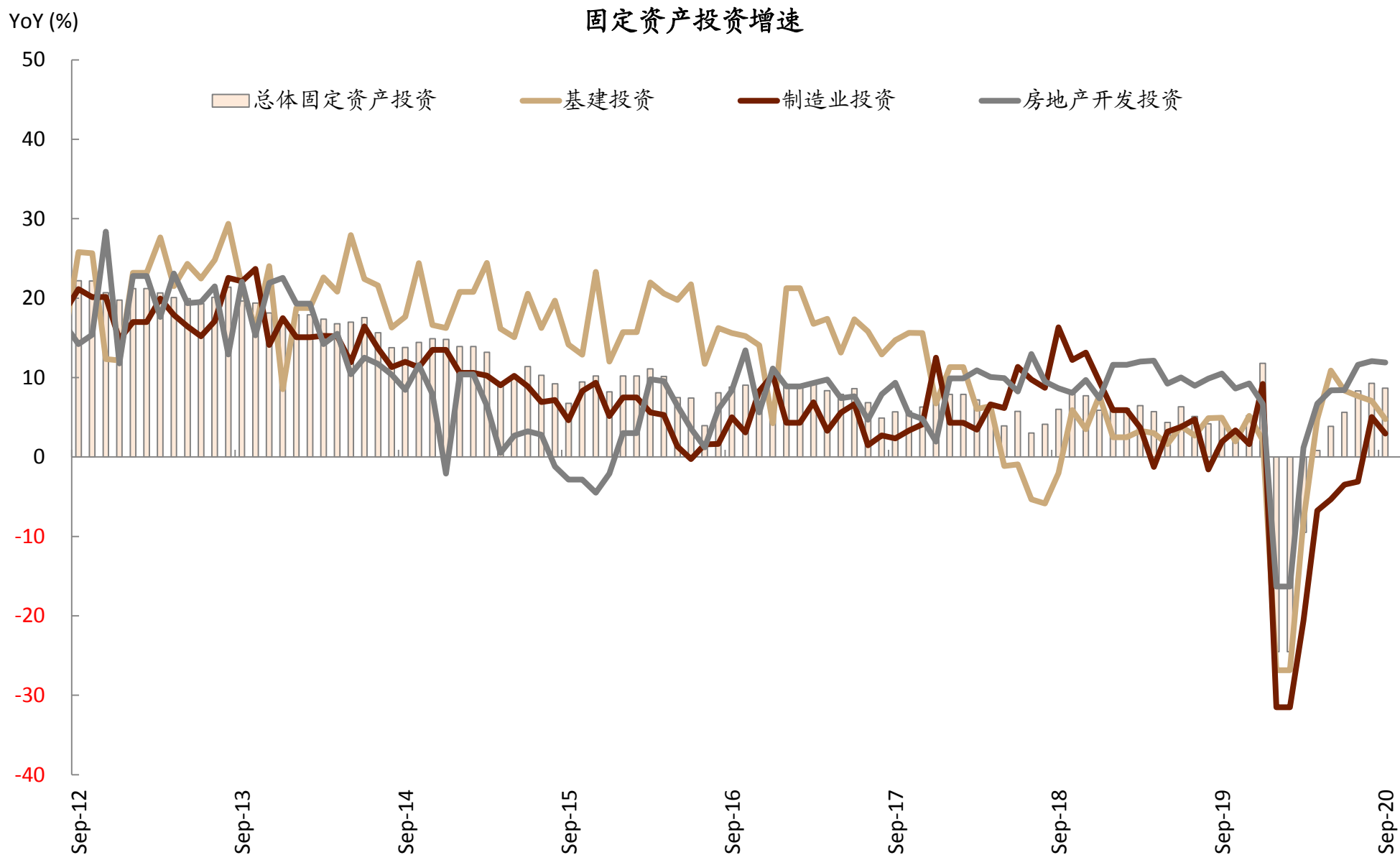


限额以上企业消费品零售总额增速，分产品



# 固定资产投资继续恢复，制造业投资增长转正

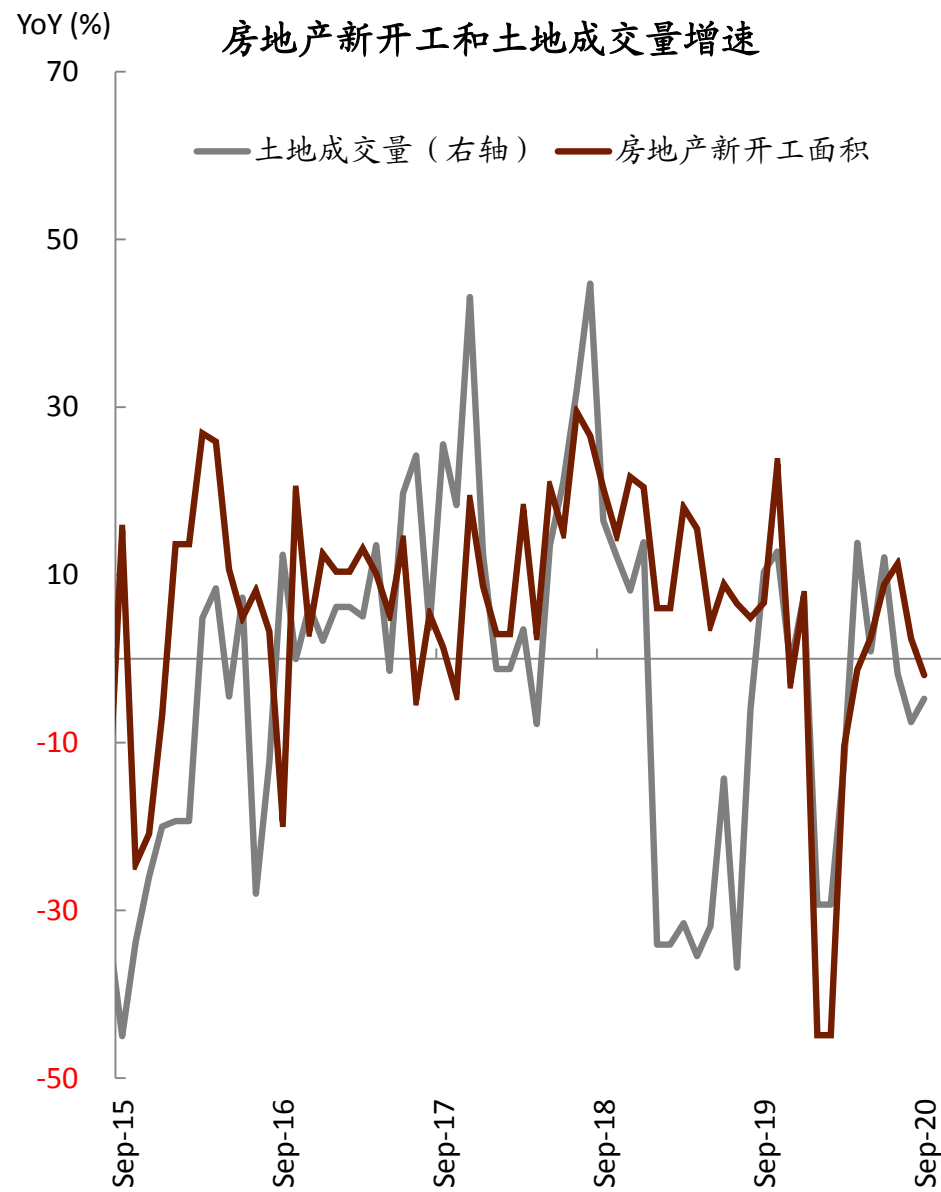
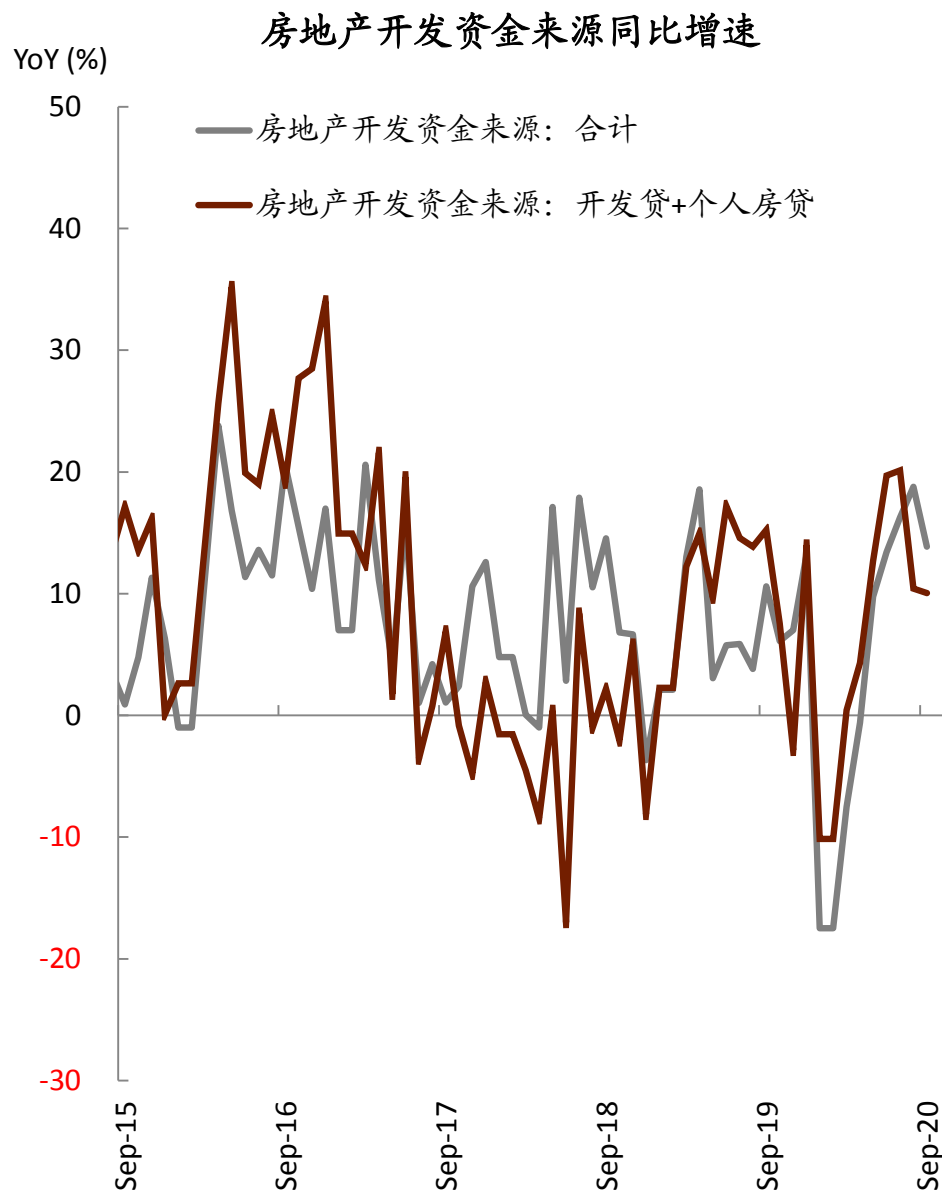
宏观经济





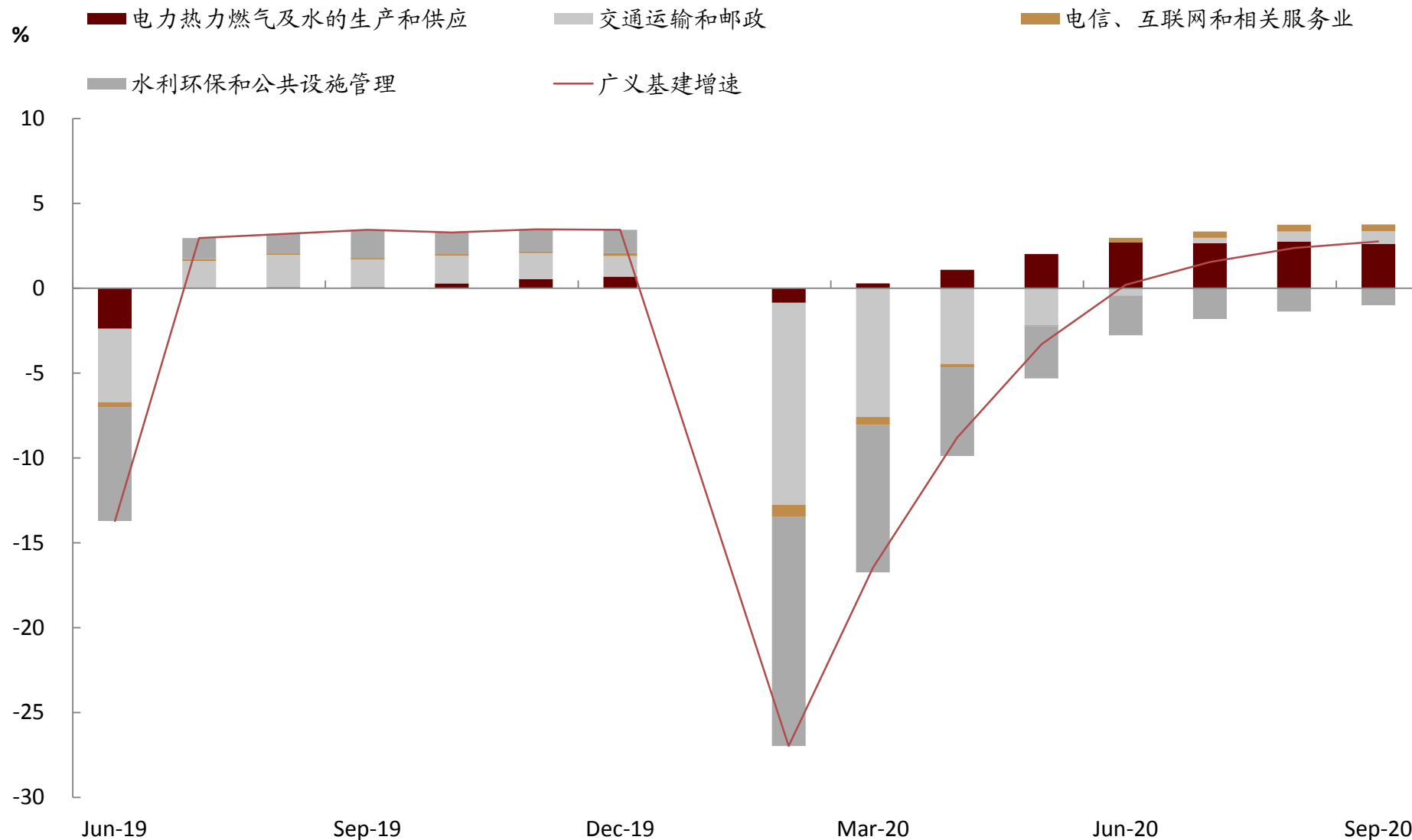
# 房地产贷款增速放缓，新开工及土地交易降温

宏观经济



# 基建投资增速弱于预期

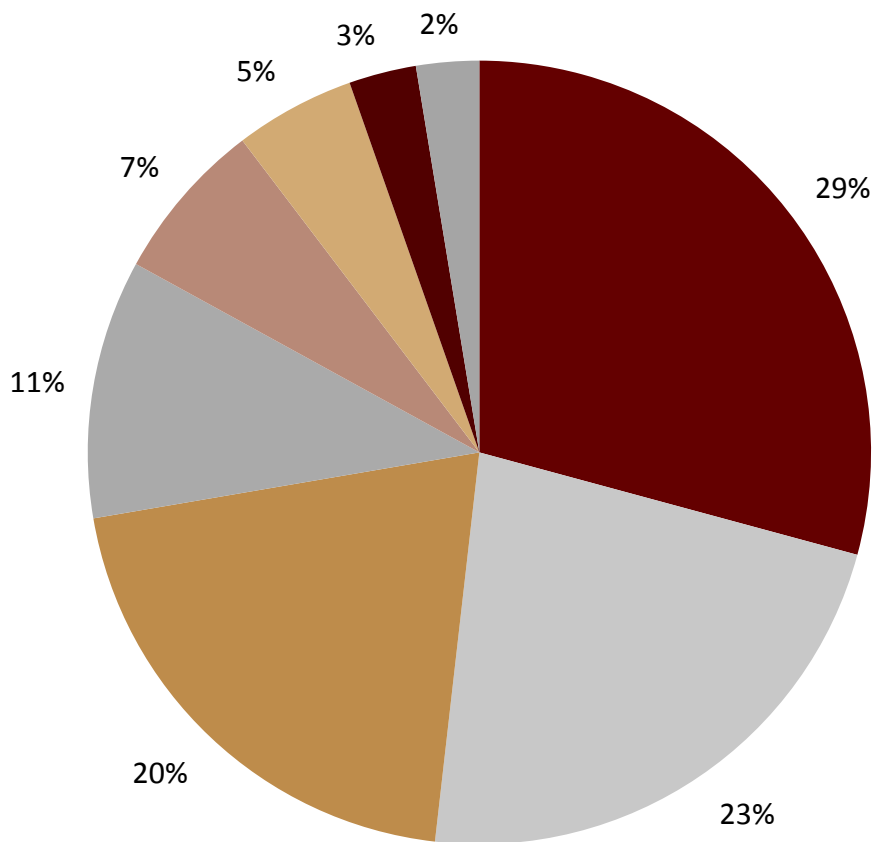
宏观经济



# 8月专项债资金向棚改倾斜，对基建支持力度减弱

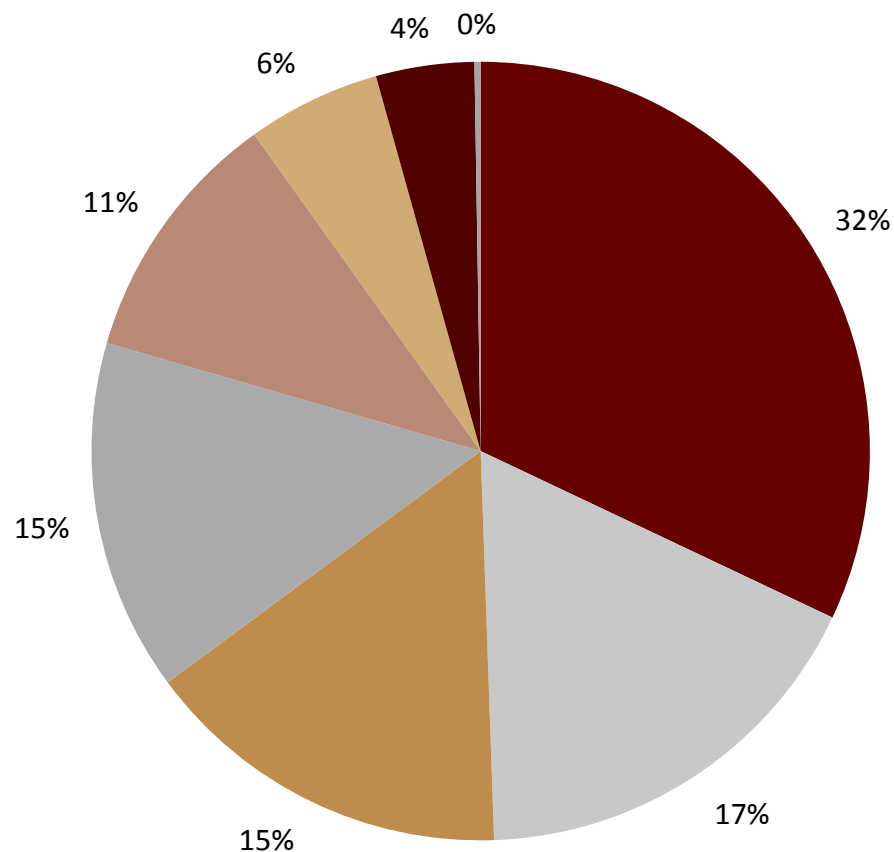
## 今年前7月专项债发行投向

- 社会事业（如教育、医疗）等
- 工业园区
- 电力热力燃气及水生产和供应
- 土储棚改
- 交通运输
- 公共设施管理
- 环保
- 水利



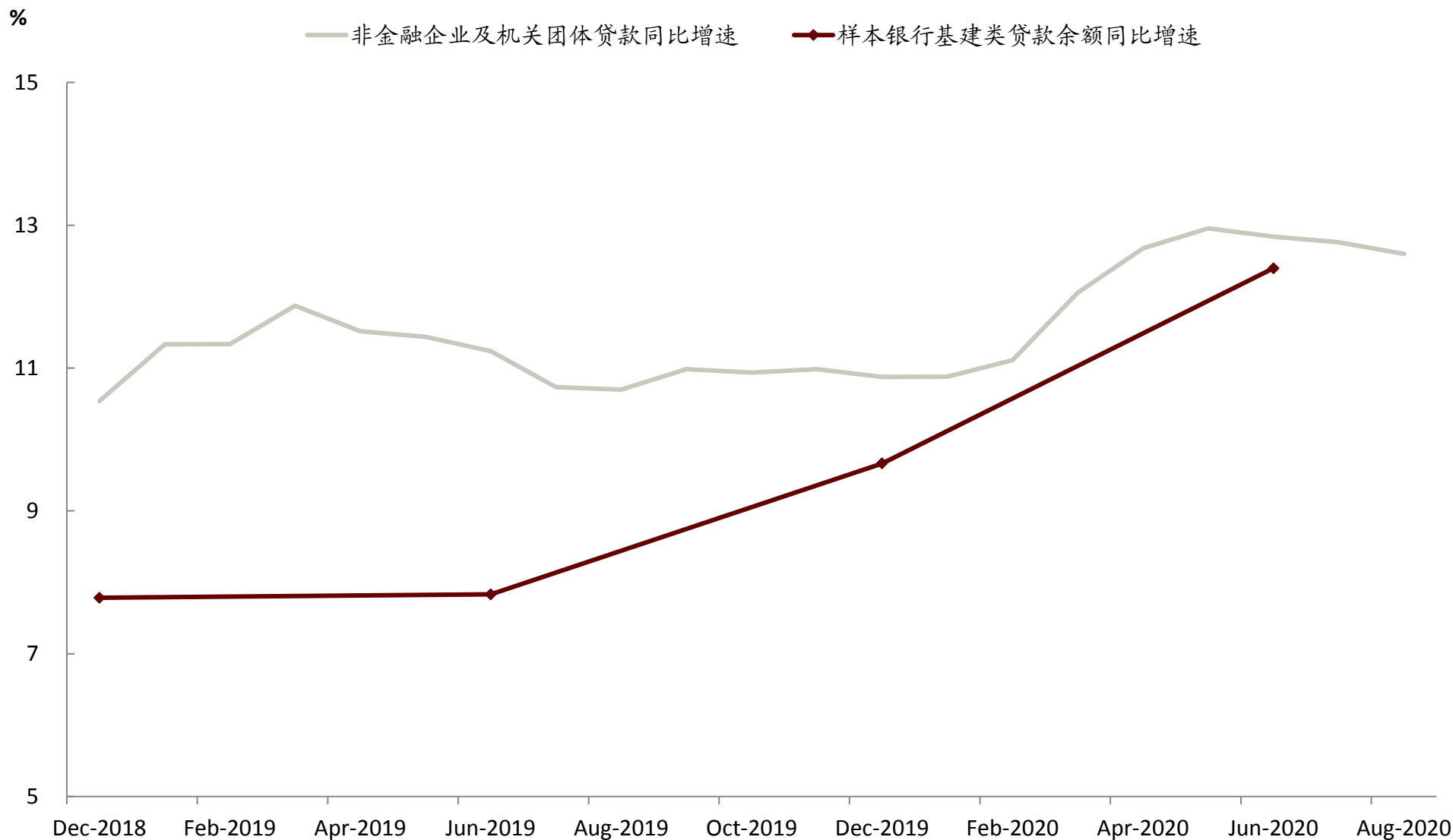
## 今年8月专项债发行投向

- 棚改
- 交通运输
- 工业园区
- 水利
- 社会事业
- 公共设施管理
- 环保
- 电力热力燃气和水生产及供应

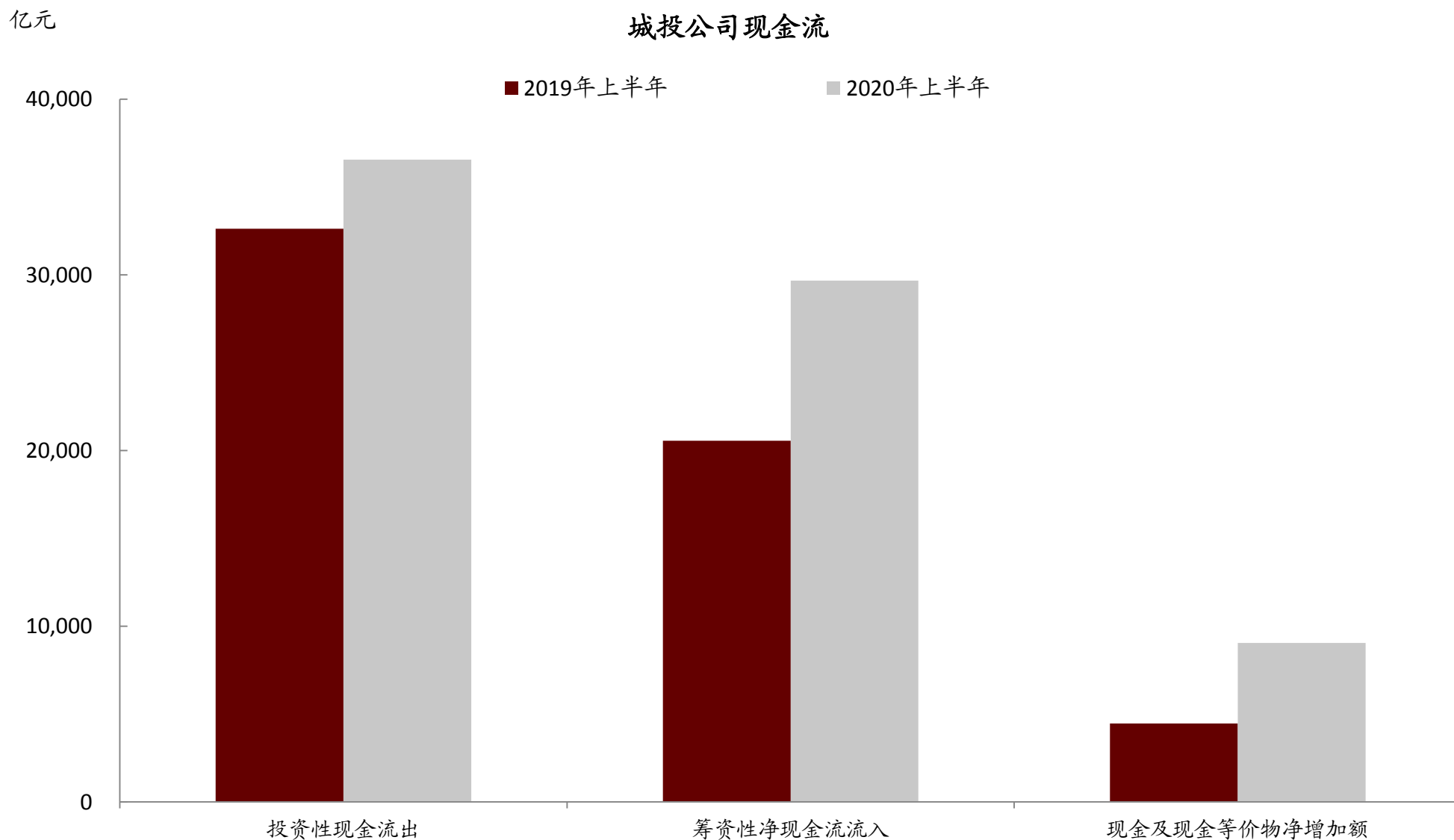


# 基建类贷款增速回升，但仍低于银行对公贷款增速...

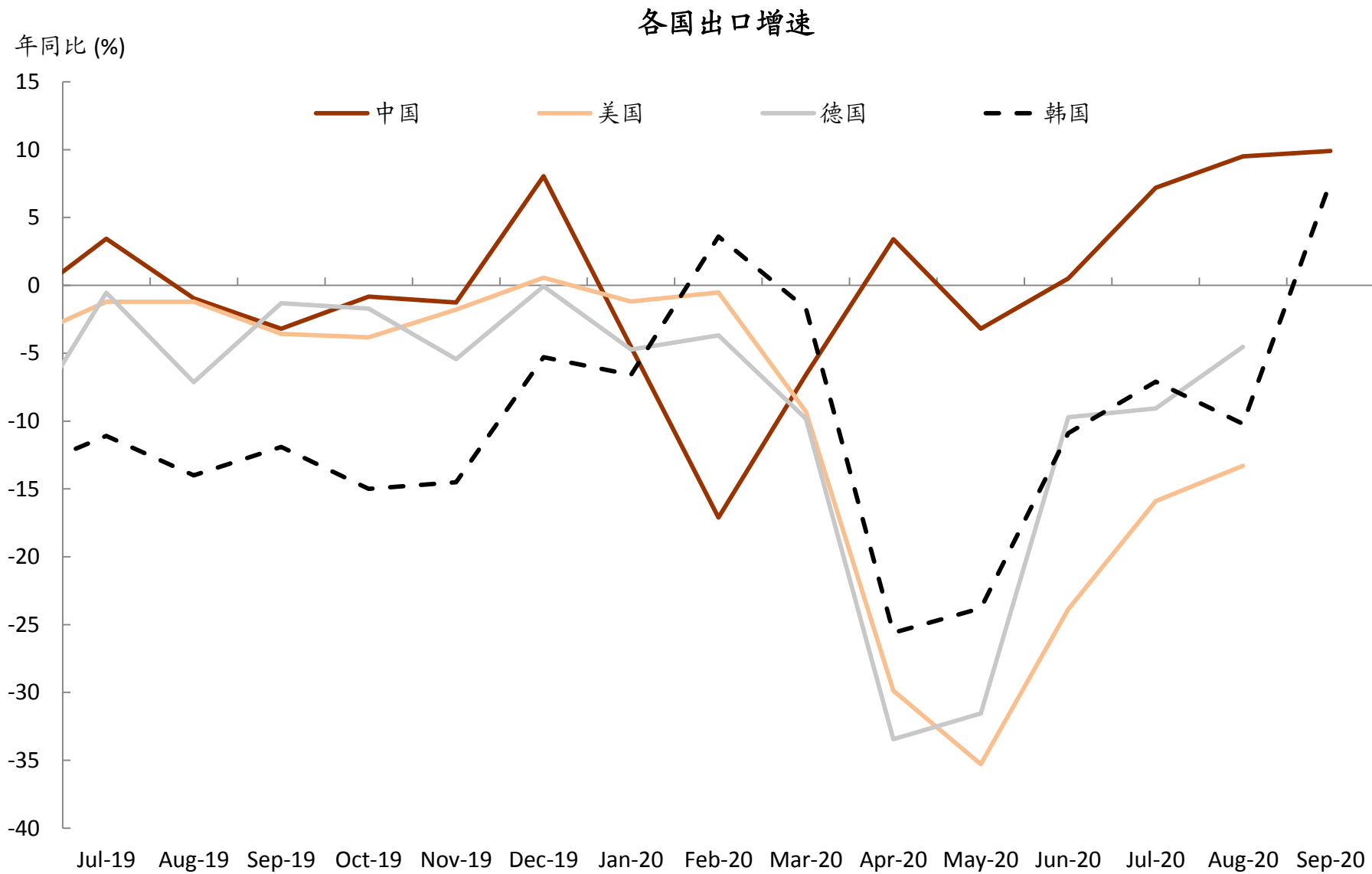
宏观经济



# ...发债城投公司投资活动仍较为谨慎

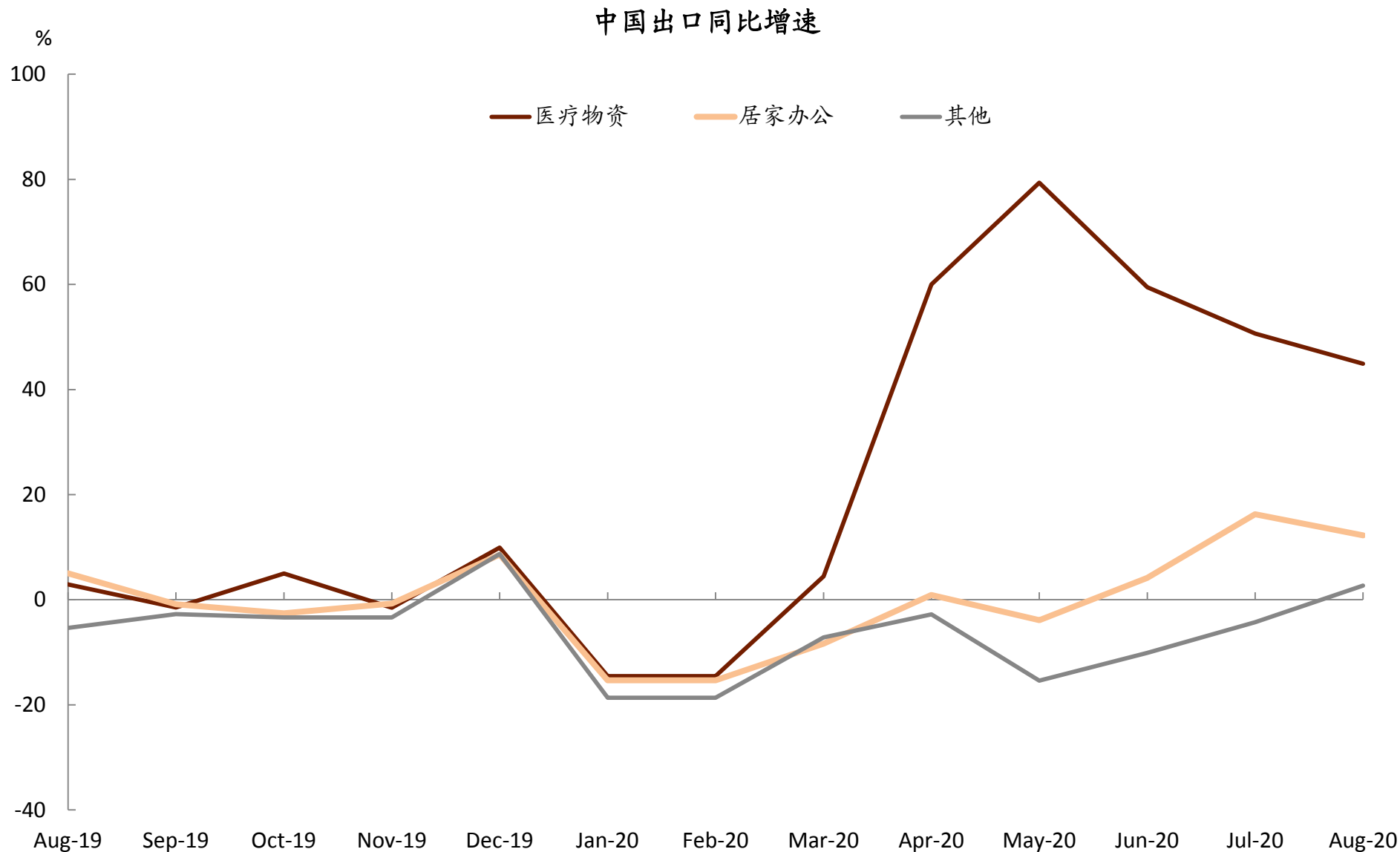


# 今年4月以来，中国出口好于其他经济体



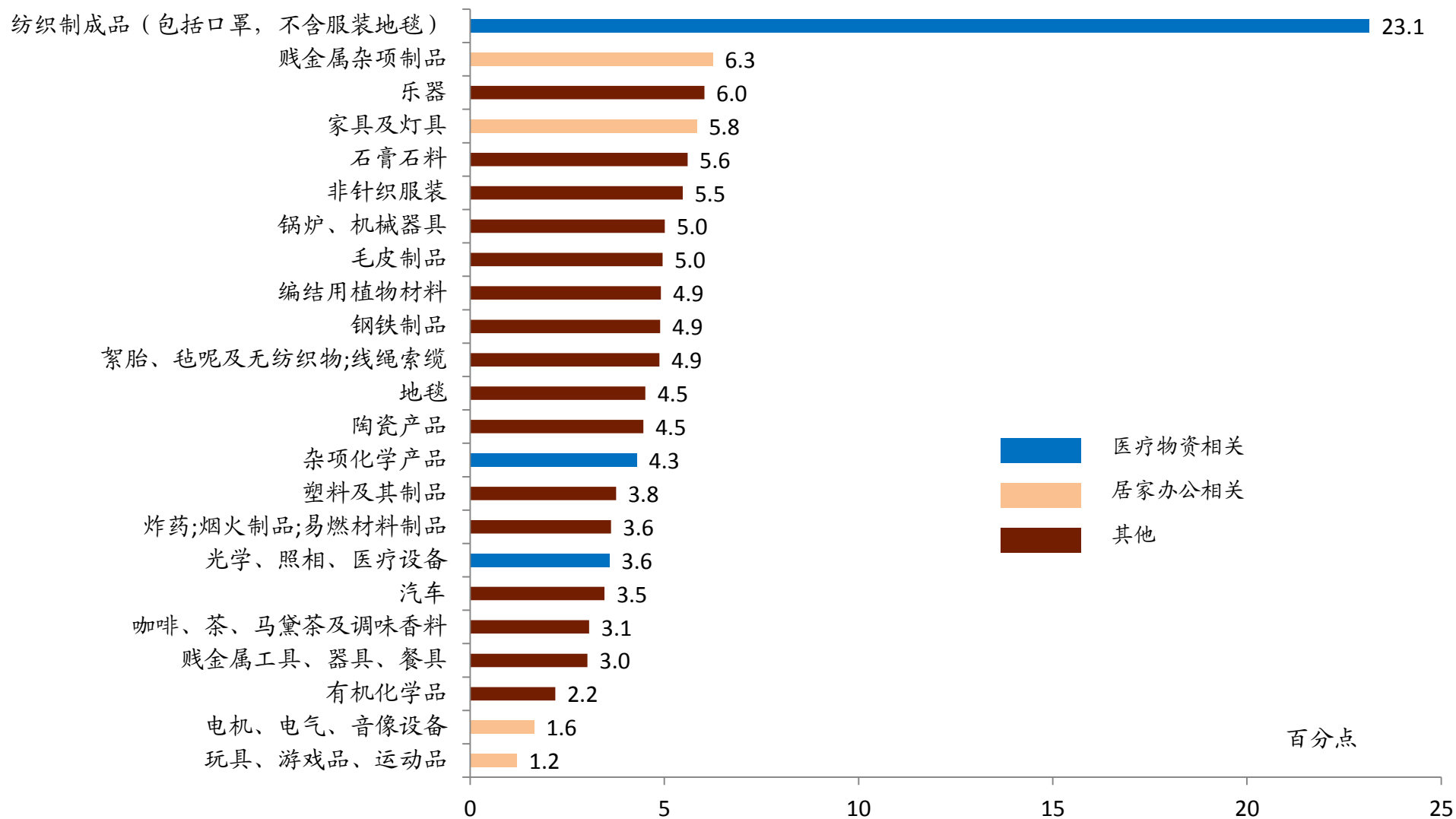
# 疫情冲击下，医疗物资、居家办公品表现相对较好

宏观经济



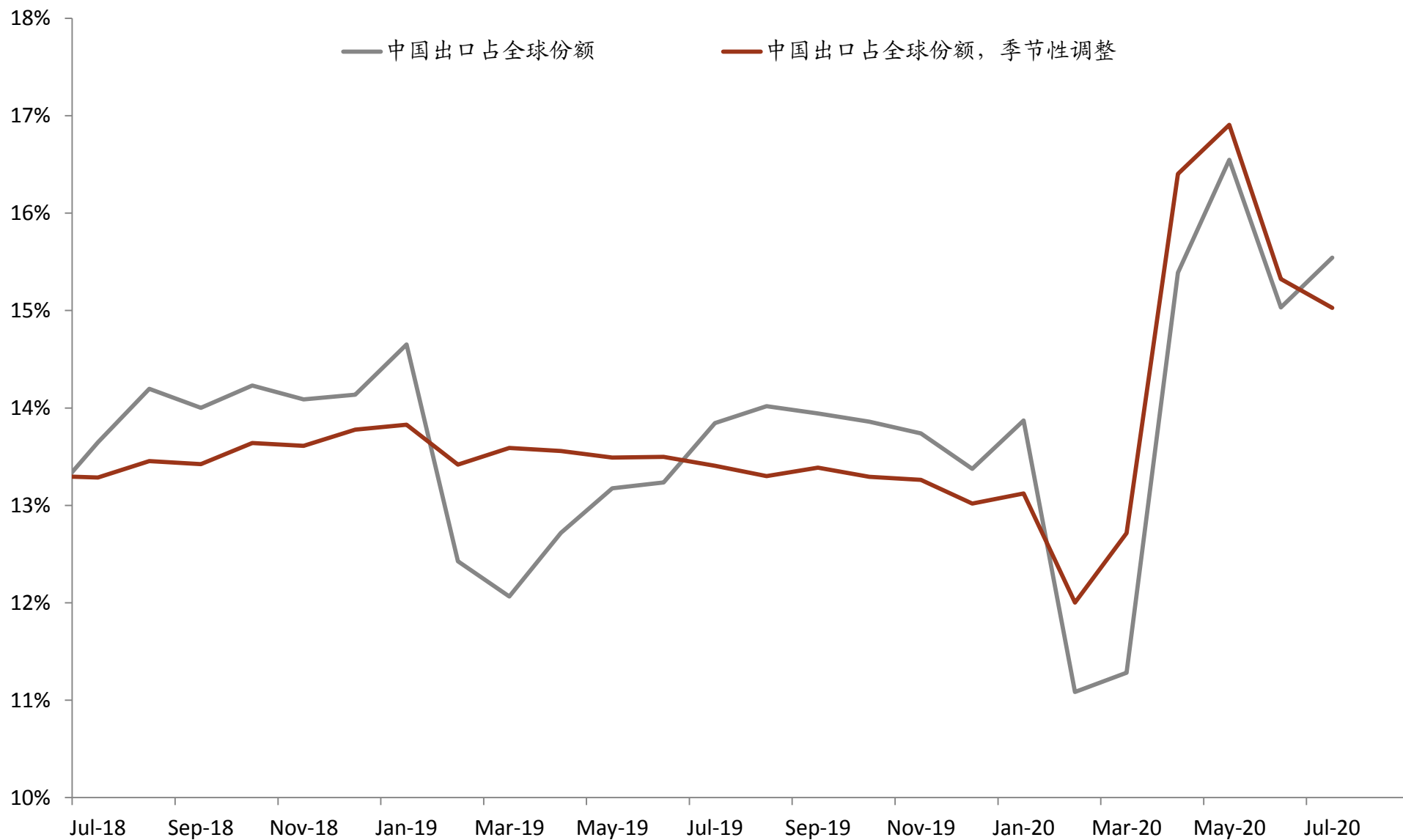
# 中国有23个行业占全球出口份额上升

中国出口份额变化（2020 3-6月 vs.2019 3-6月）

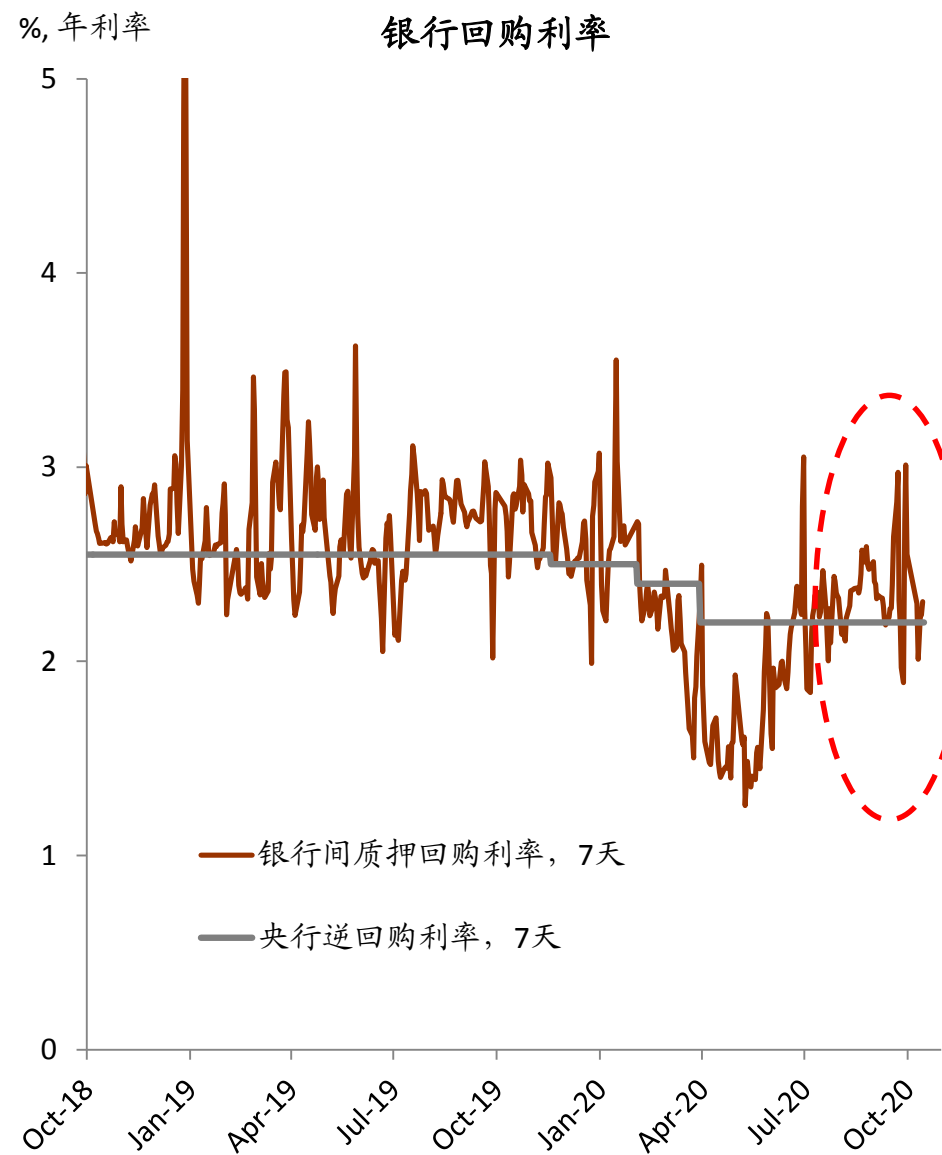
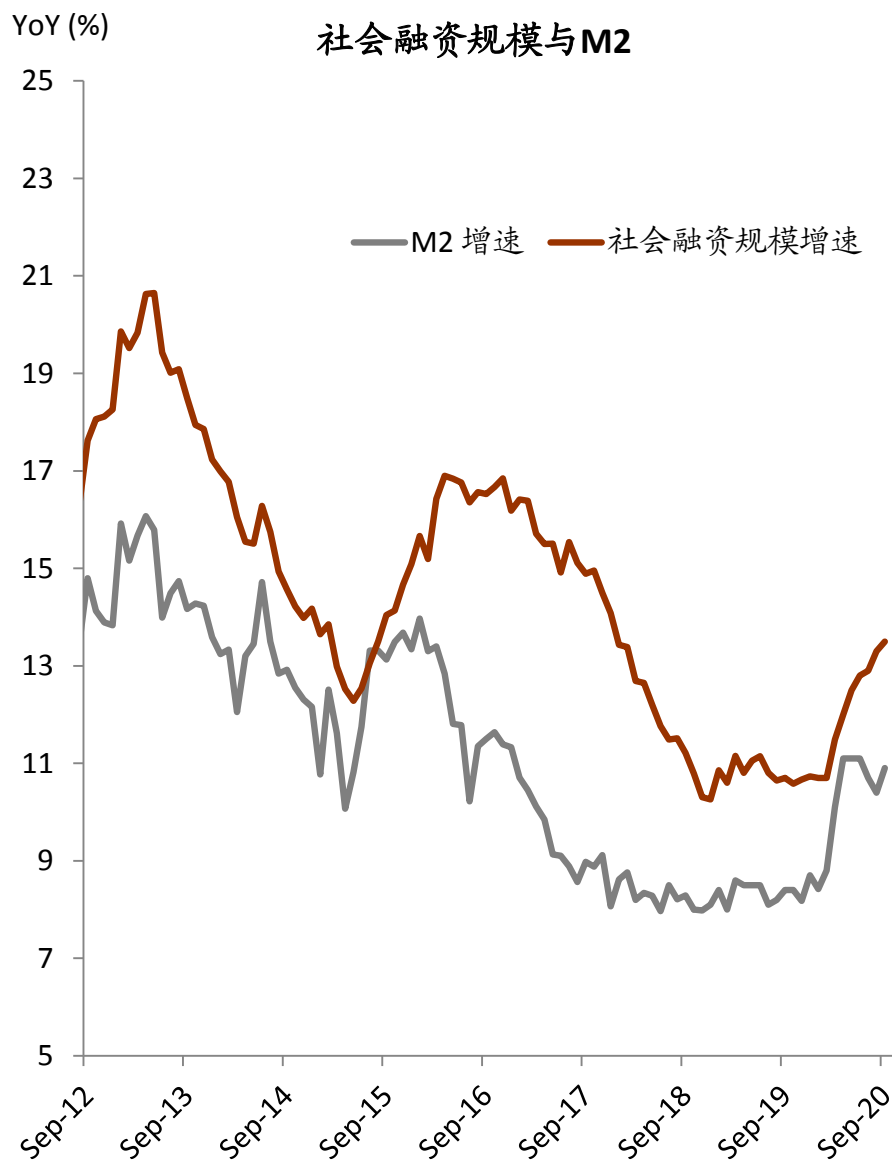




# 但近期中国出口份额已经逐渐回落



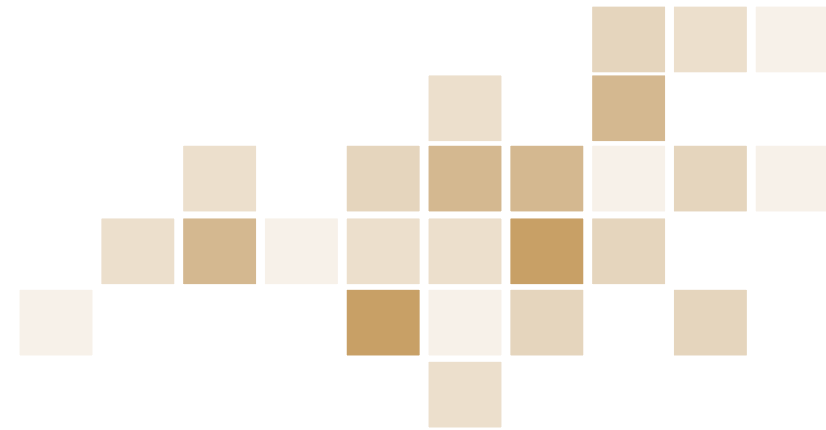
# 在边际收紧之后，货币政策短期内或维持大体平稳



# 中美利差或难再走高，人民币升值不宜线性外推

宏观经济





# 市场策略

分析员 王汉锋, CFA

SAC 执证编号: S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

# 市场策略：四季度股市稳中有升

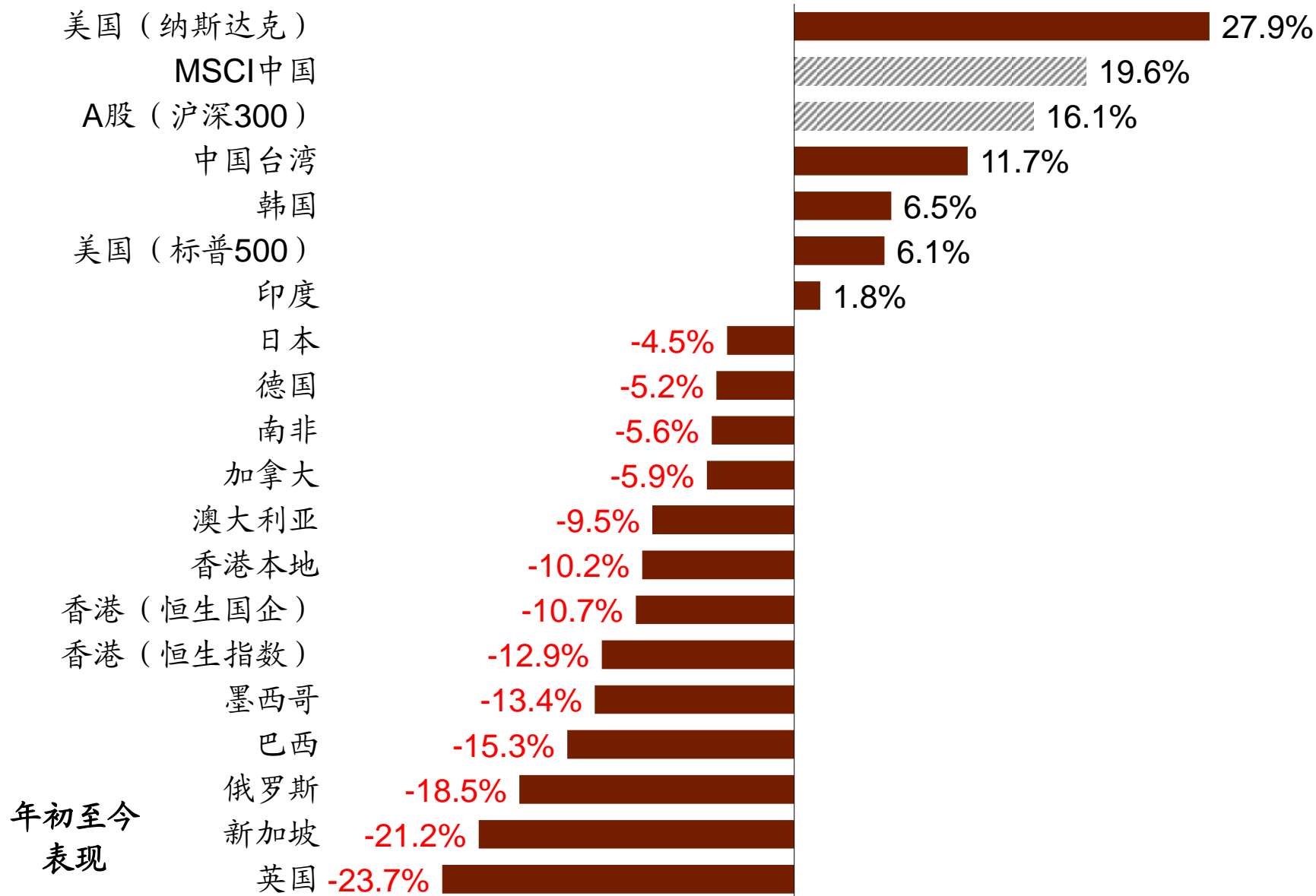
## 核心观点

- ▶ 复苏预期可能进一步强化，支持市场稳中有升。尽管10月份受美国大选等不确定性因素影响，市场可能还会有波动，但总体我们看好四季度中国市场的表现。疫情可能有局部反复但对经济伤害可能会大幅小于上半年、中国增长可能进一步复苏推动盈利恢复同比正增长、流动性可能依然相对充裕、市场估值压力在三季度市场盘整后已经有所缓解。
- ▶ **A股及海外中资股业绩下半年恢复同比正增长，2021年有望在低基数上高增长。**我们自上而下预计2020年A股及海外中资股盈利分别增长-6.3%/-4.7%，全年盈利跌幅相比上半年将大幅收窄，下半年有望实现同比正增长，在低基数及经济明显恢复的基础上，2021年盈利有望恢复至双位数增长或以上。
- ▶ **A股整体市场估值目前历史均值附近、港股股市低于历史均值，估值分化，流动性偏宽松可能对估值形成支持。**尽管中国宏观流动性已经不如上半年宽松，但股市流动性可能依然相对充裕。中国疫情防控及复工复产节奏领先海外，利率水平高于海外主要经济体，人民币已经呈现升值趋势，资金可能回流到包括港股及A股等新兴市场；居民资产配置更多偏向金融资产也支持股市流动性改善。
- ▶ **行业主题建议：稳守消费升级及产业升级趋势，新老板块配置更加均衡。**1) 新能源、光伏及新能源汽车产业链；2) 内需消费相关板块，包括估值总体仍不高、复苏可能仍会深化的部分泛消费板块，如汽车及零部件、家电、轻工家居、酒店、旅游等；3) 部分估值不高、下行风险小的偏金融与周期类的行业，如龙头券商、保险、港股银行等。
- ▶ **未来的关注点：**1) 美国大选、海外疫情发展及经济复苏进展；2) 中国增长及政策回归正常的节奏；3) A股三季度业绩；4) 中美关系进展、海外资金流向等。

## 趋势观察

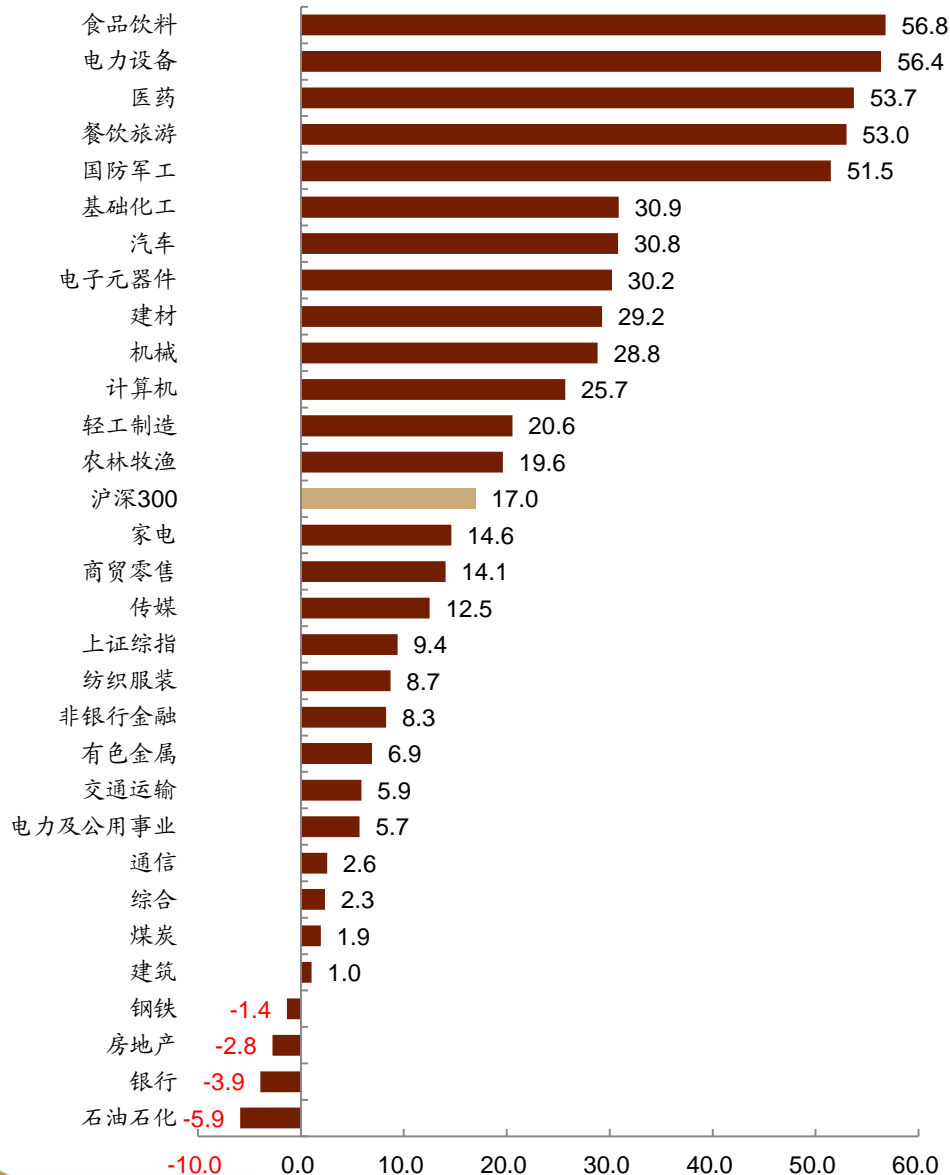
- ▶ 美国大选、海外疫情发展及经济复苏进展、A股及港股三季度业绩情况。
- ▶ 十四五规划可能的方向和重点。
- ▶ 中国经济复苏的力度，政策回归正常化的节奏及力度等。

# 稳步复苏，中国股市年初至今在全球相对领先

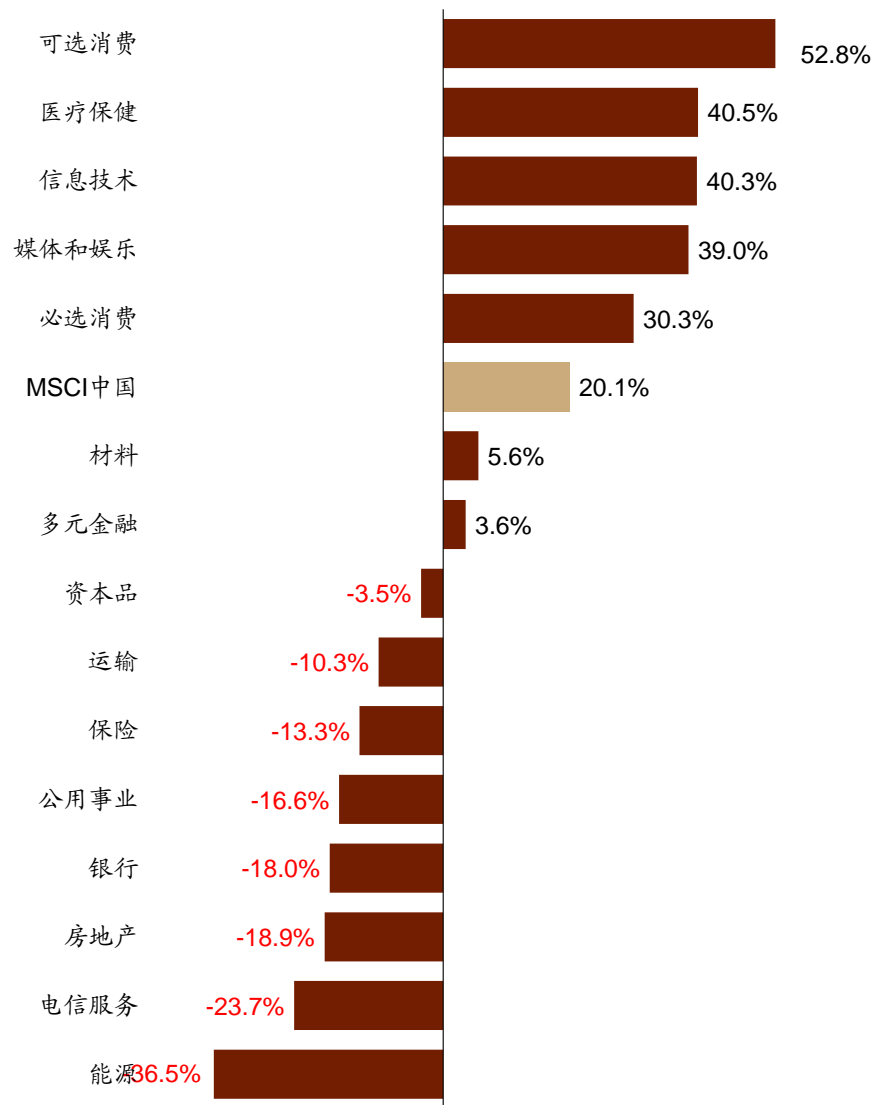


# 年初至今周期性行业落后

2020年至今A股行业表现 (%)



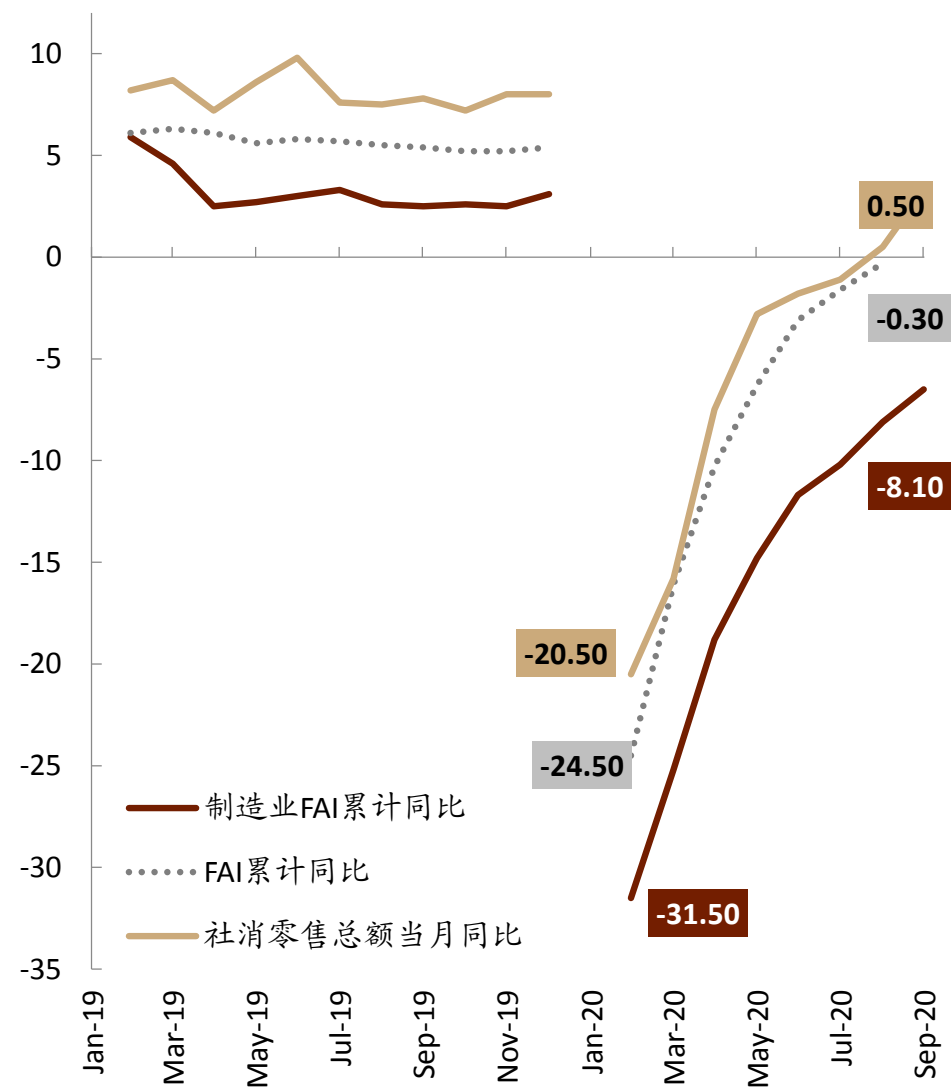
港股行业年初至今表现



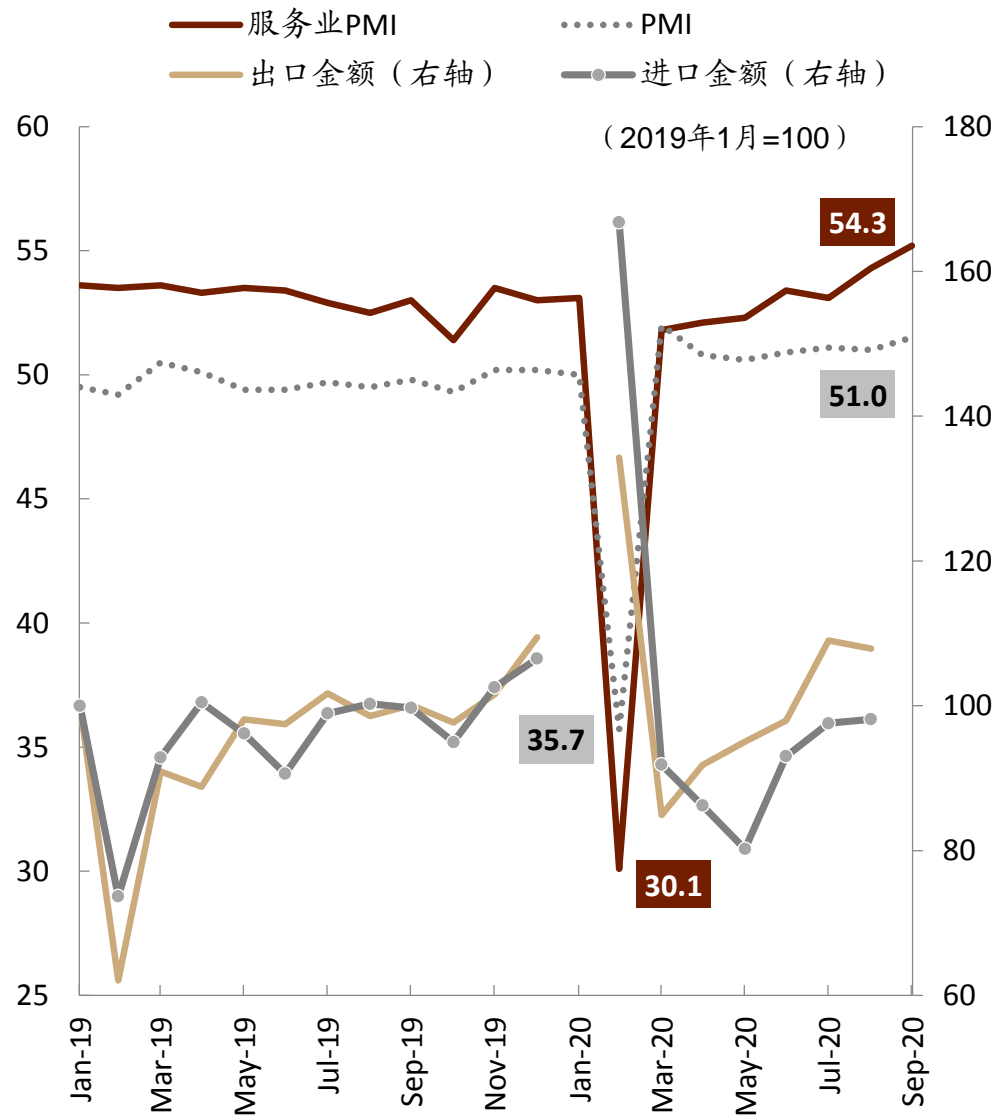
注：数据截止2020年10月16日；资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

# 服务业与外需进一步复苏，中国增长在逐步正常化

(%) 固定资产投资 (FAI) 与社会消费品零售总额

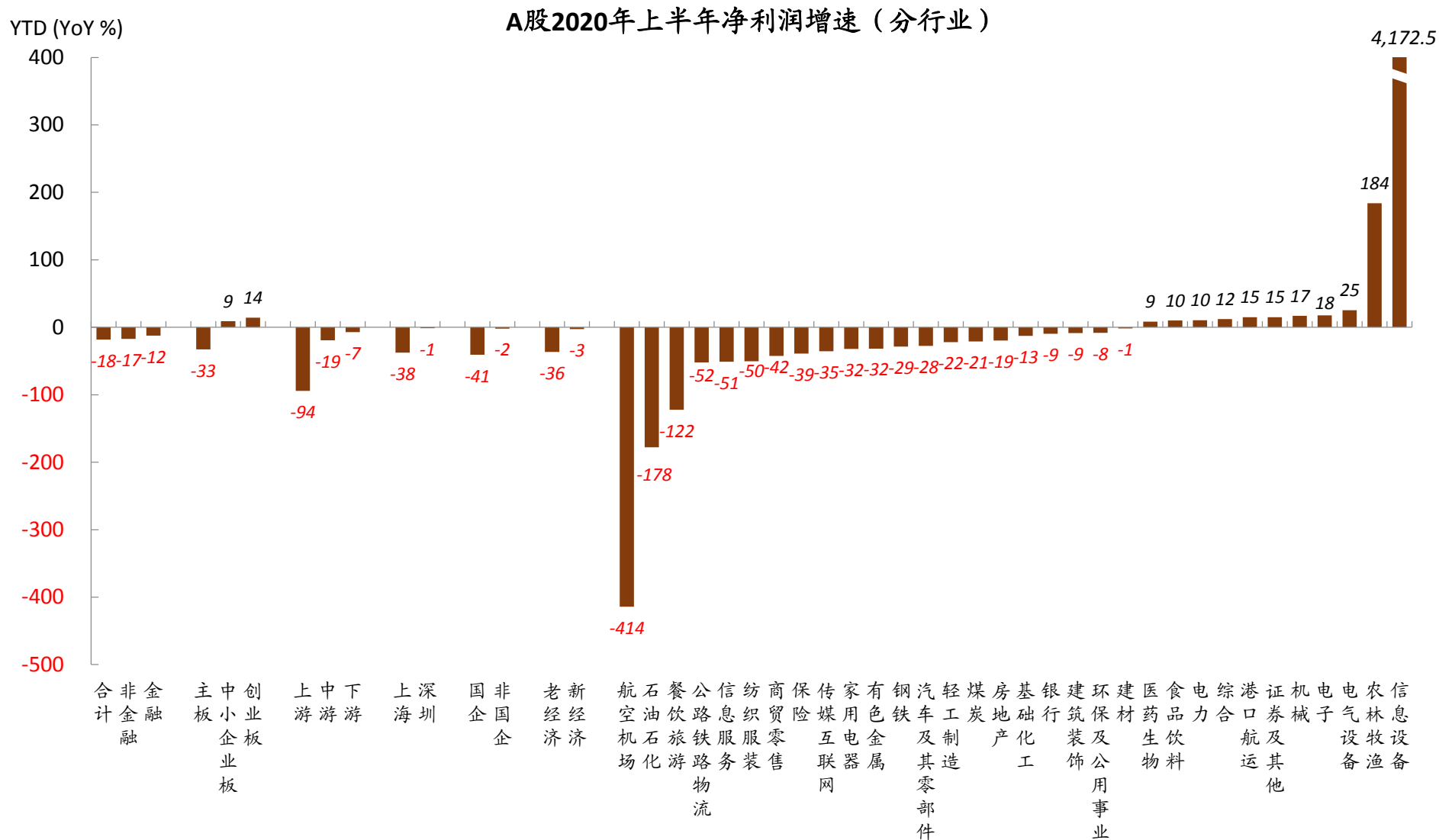


PMI与进出口金额



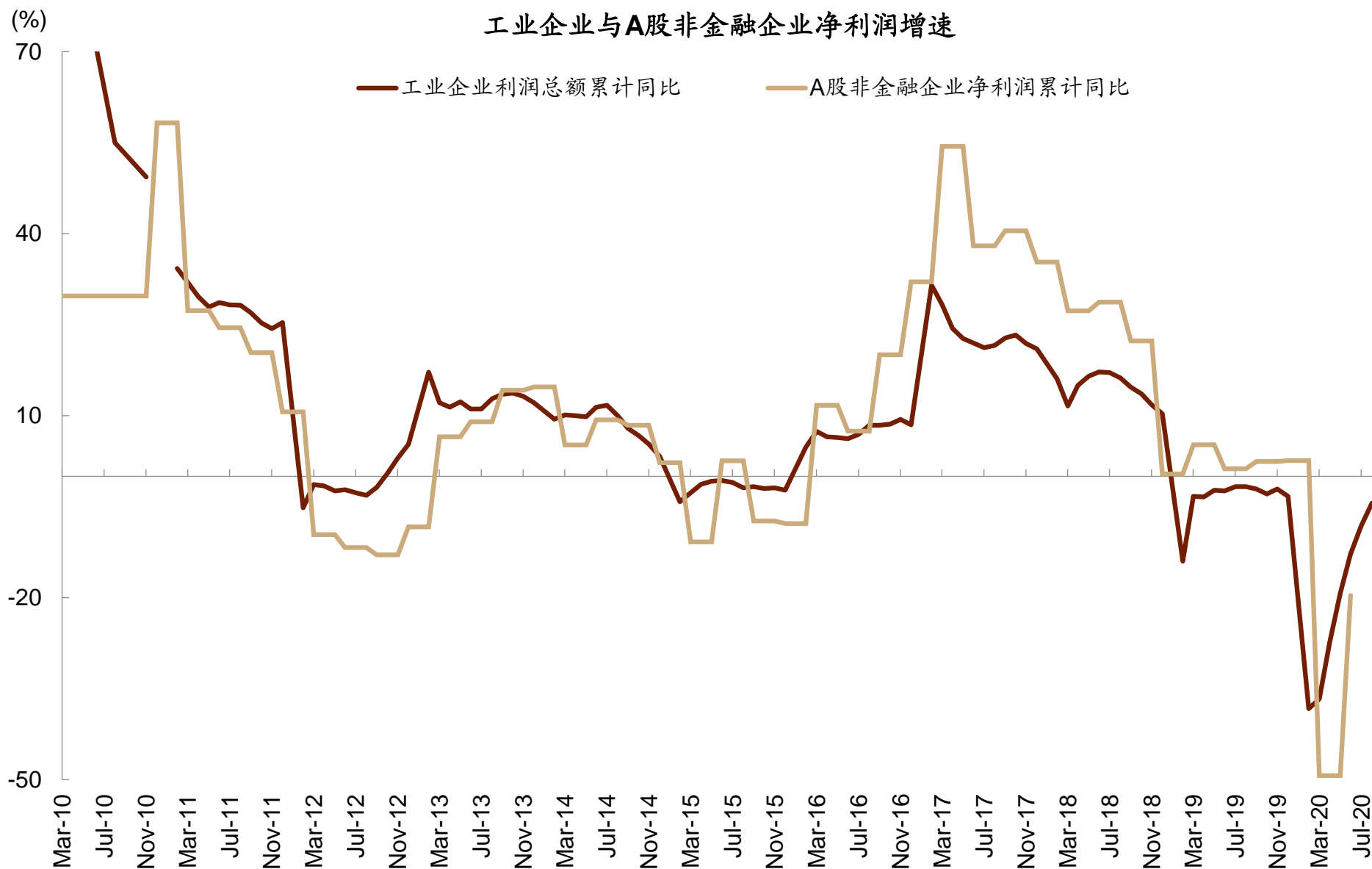


# A股上半年业绩-18.1%，但二季度同比收窄至-12.4%



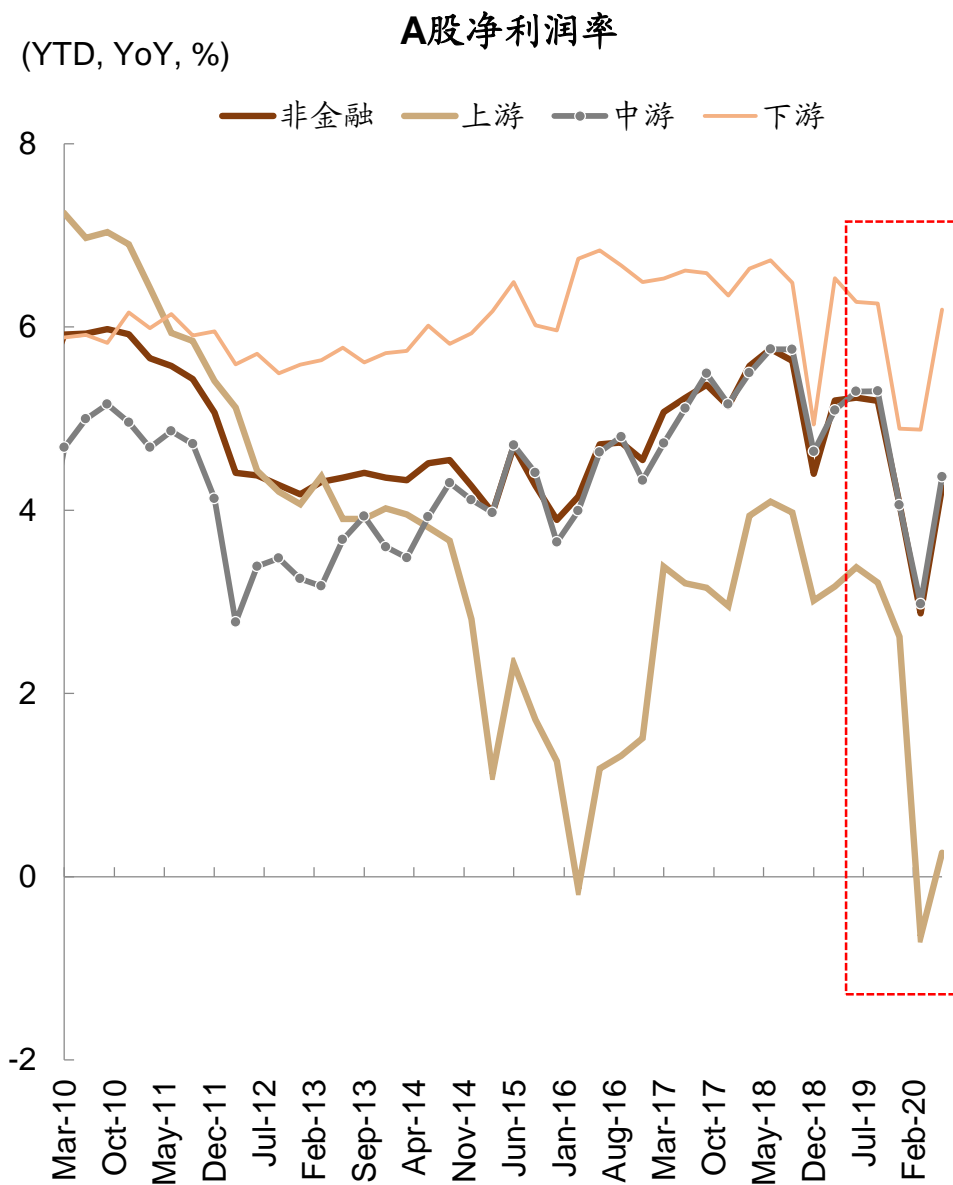
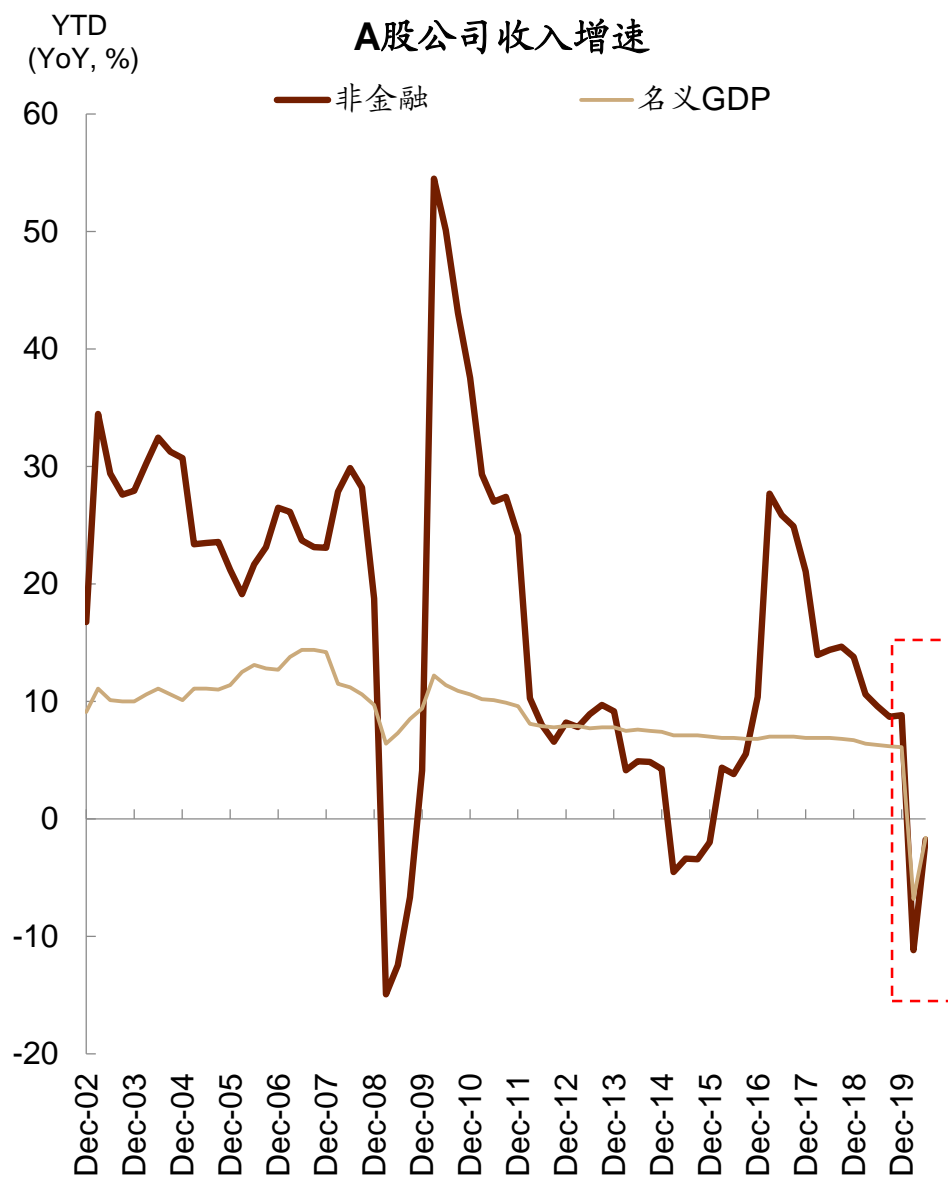
# 工业企业利润增速可能显示三季度非金融业绩恢复

市场策略



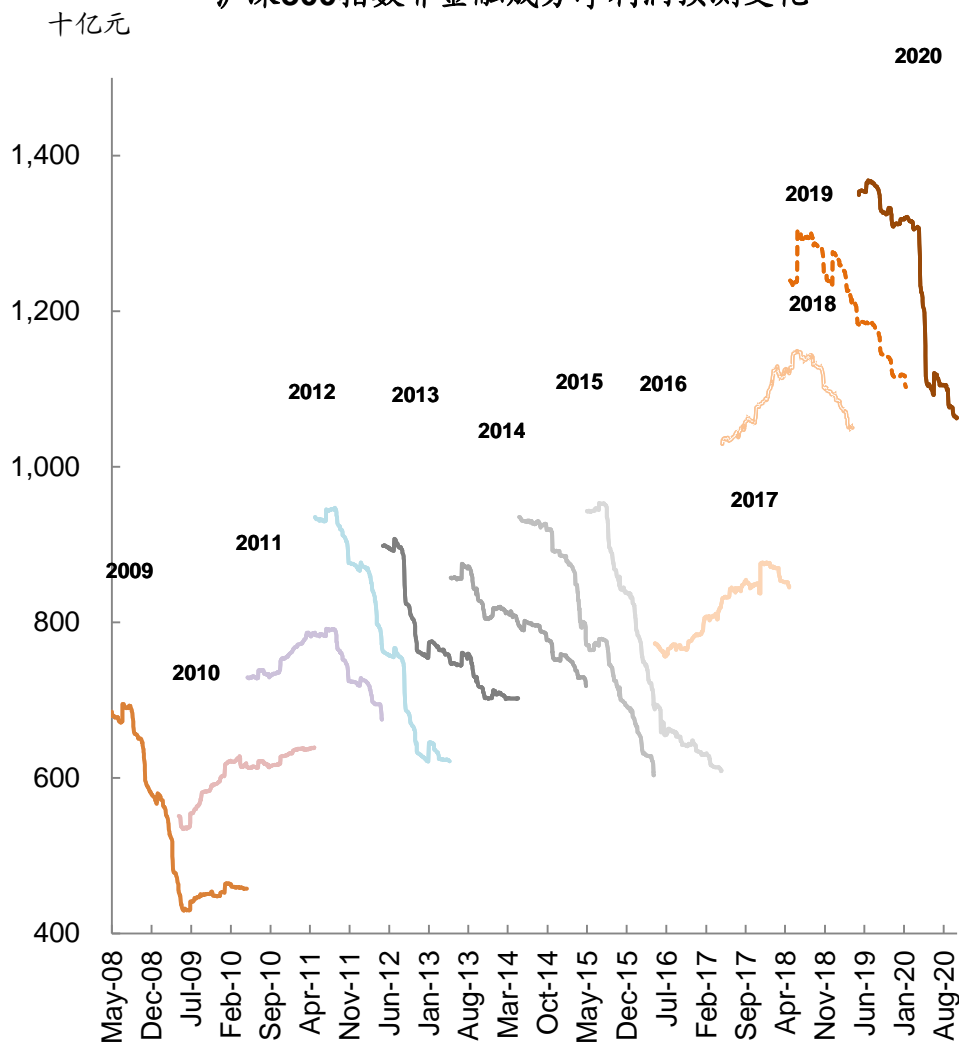
# 收入增长和利润率支持盈利增长恢复

市场策略

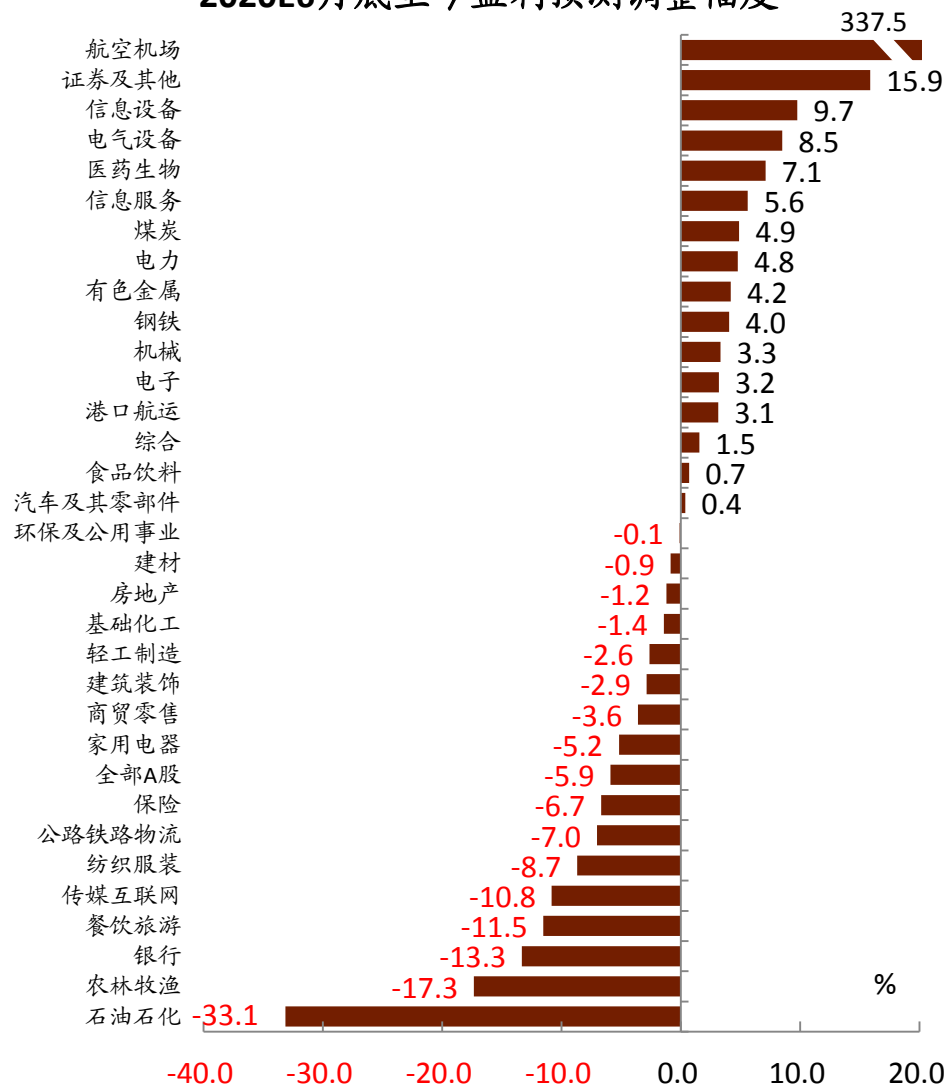


# 2020年业绩盈利一致预期近期逐步稳定

沪深300指数非金融成分净利润预测变化

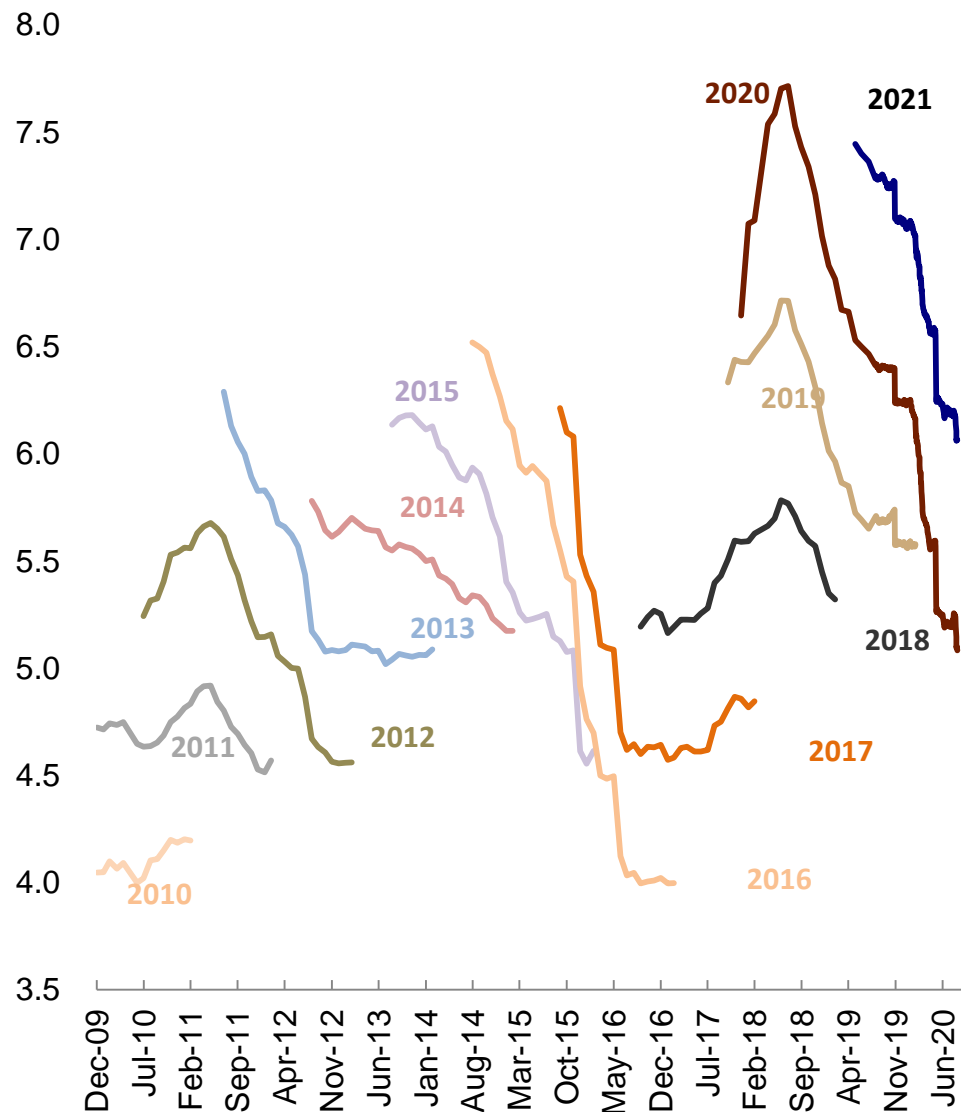


2020E6月底至今盈利预测调整幅度

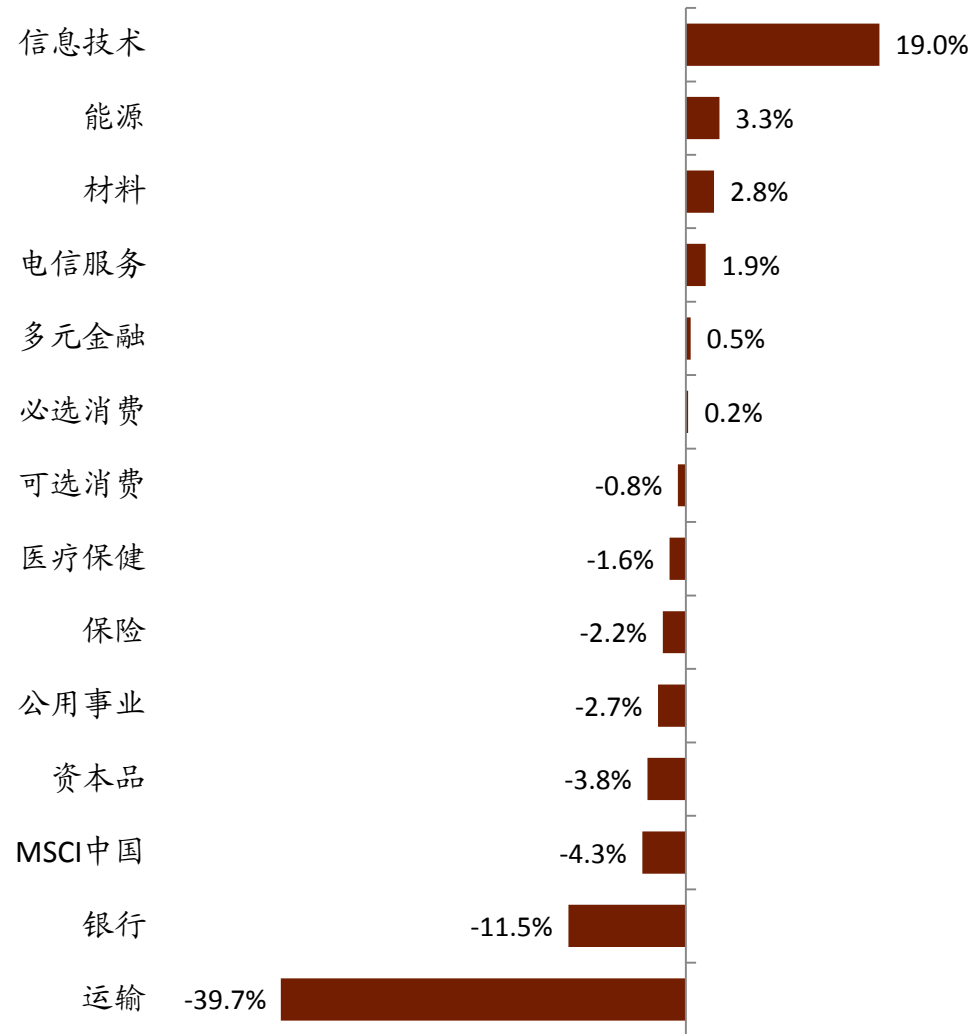


# 类似的，海外中资股市场也是如此

MSCI中国指数EPS一致预期（人民币计价）



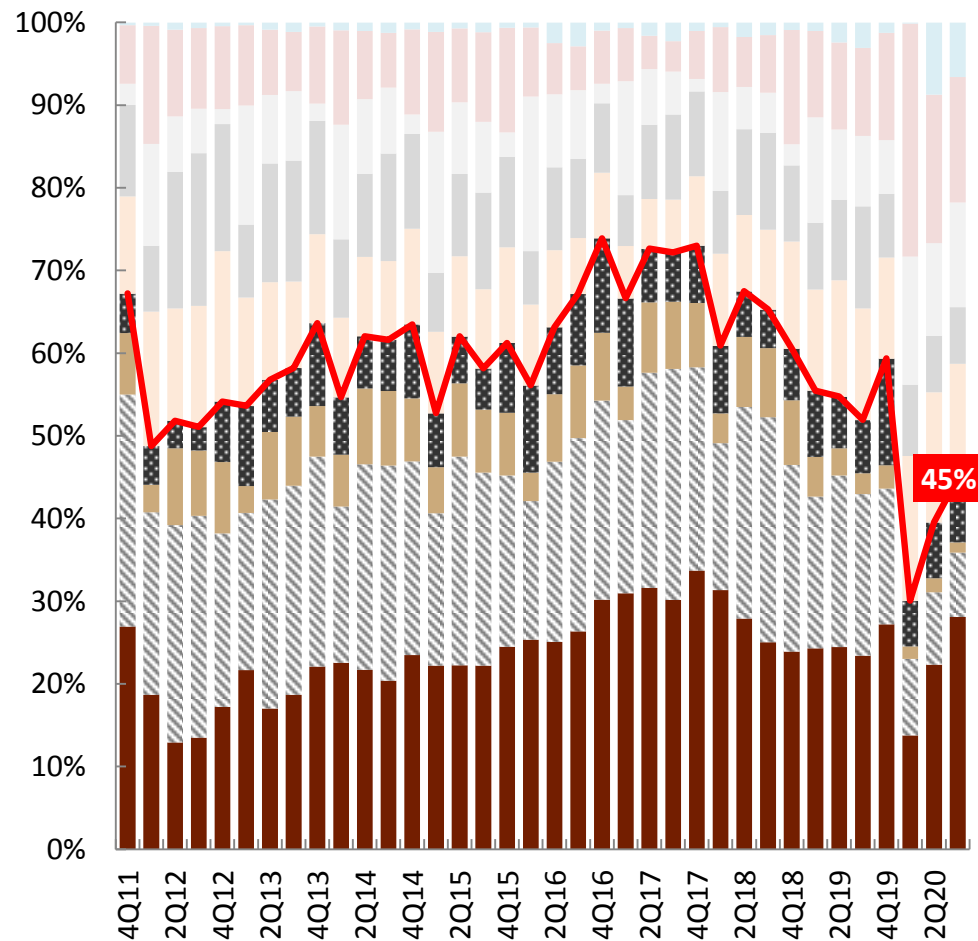
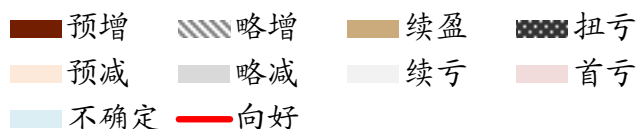
MSCI 中国2020E EPS一致预期调整幅度  
(2020年6月至今)



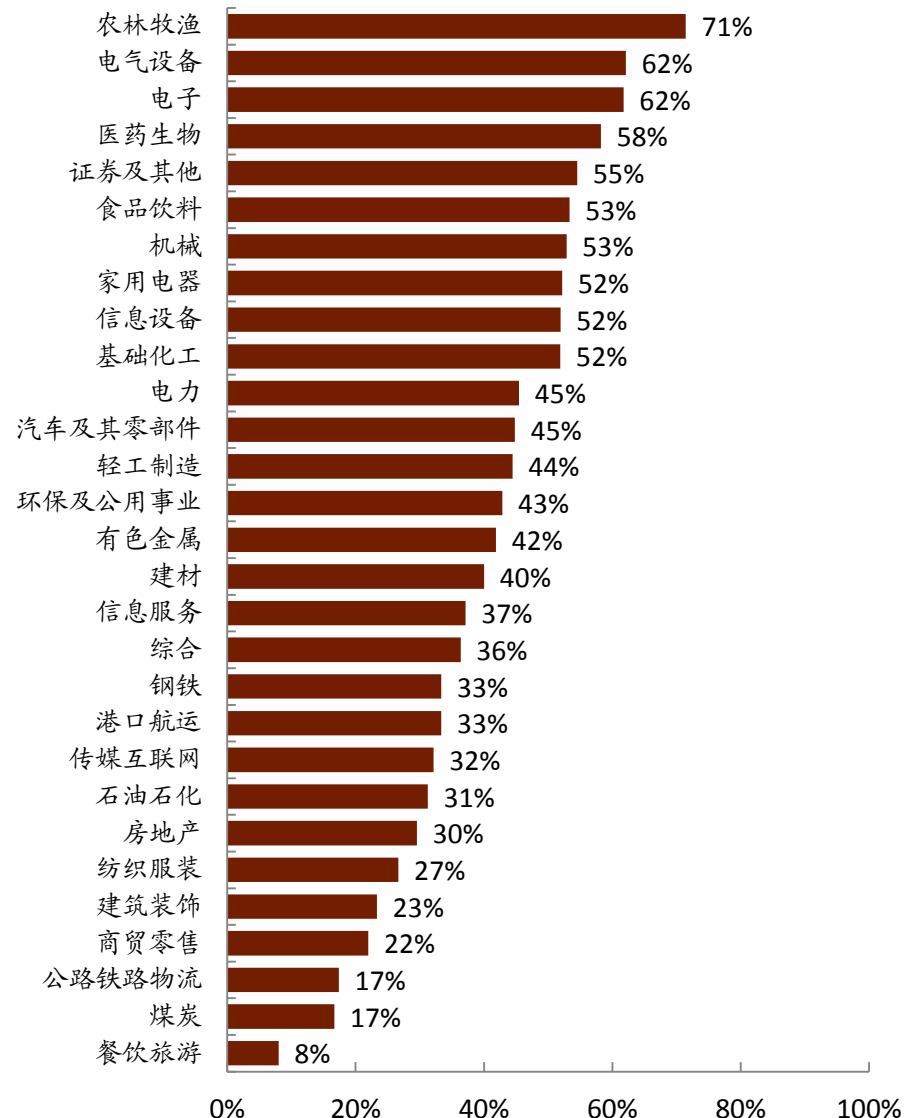
注：数据截止2020年10月16日；资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 三季度业绩预警向好比例较明显回升

## A股各类业绩预警比例



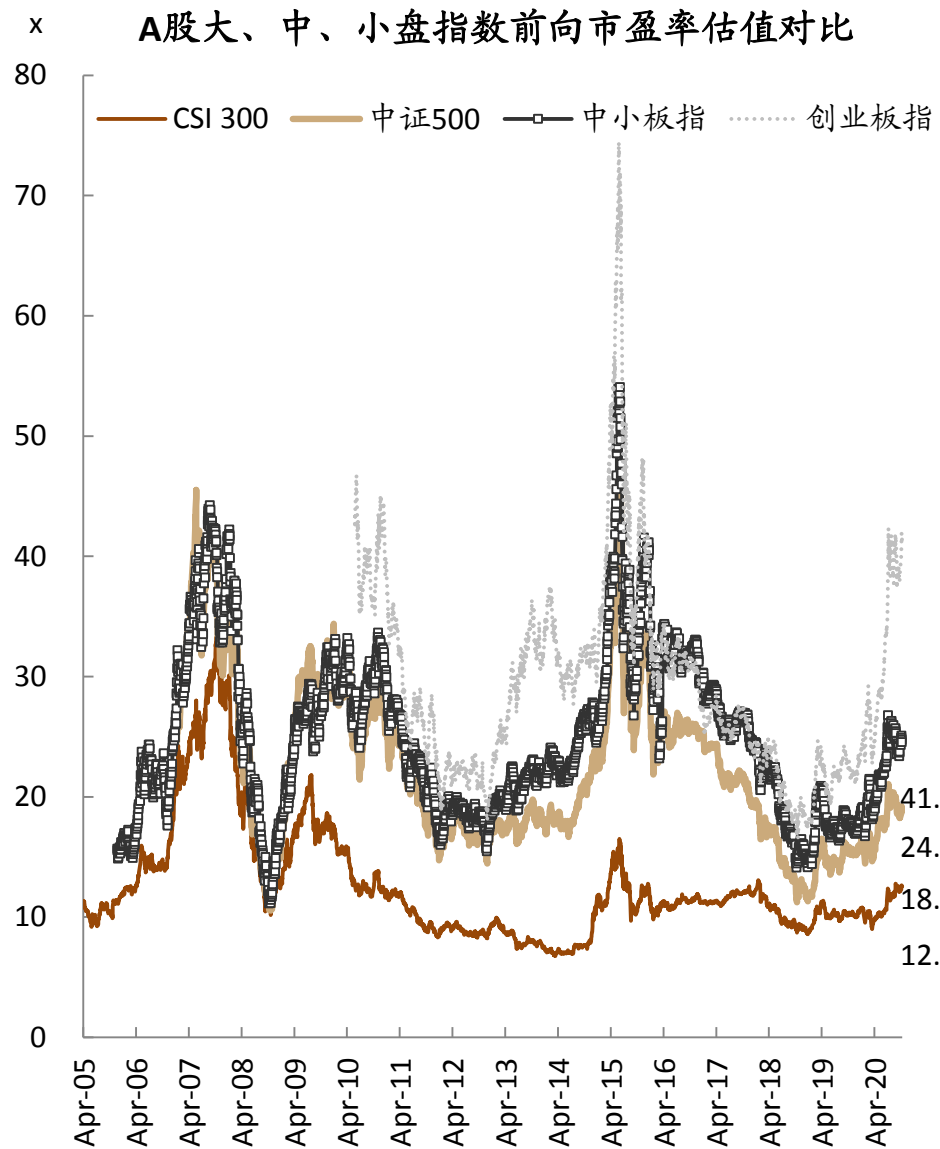
## A股2020年三季度业绩预警向好比例



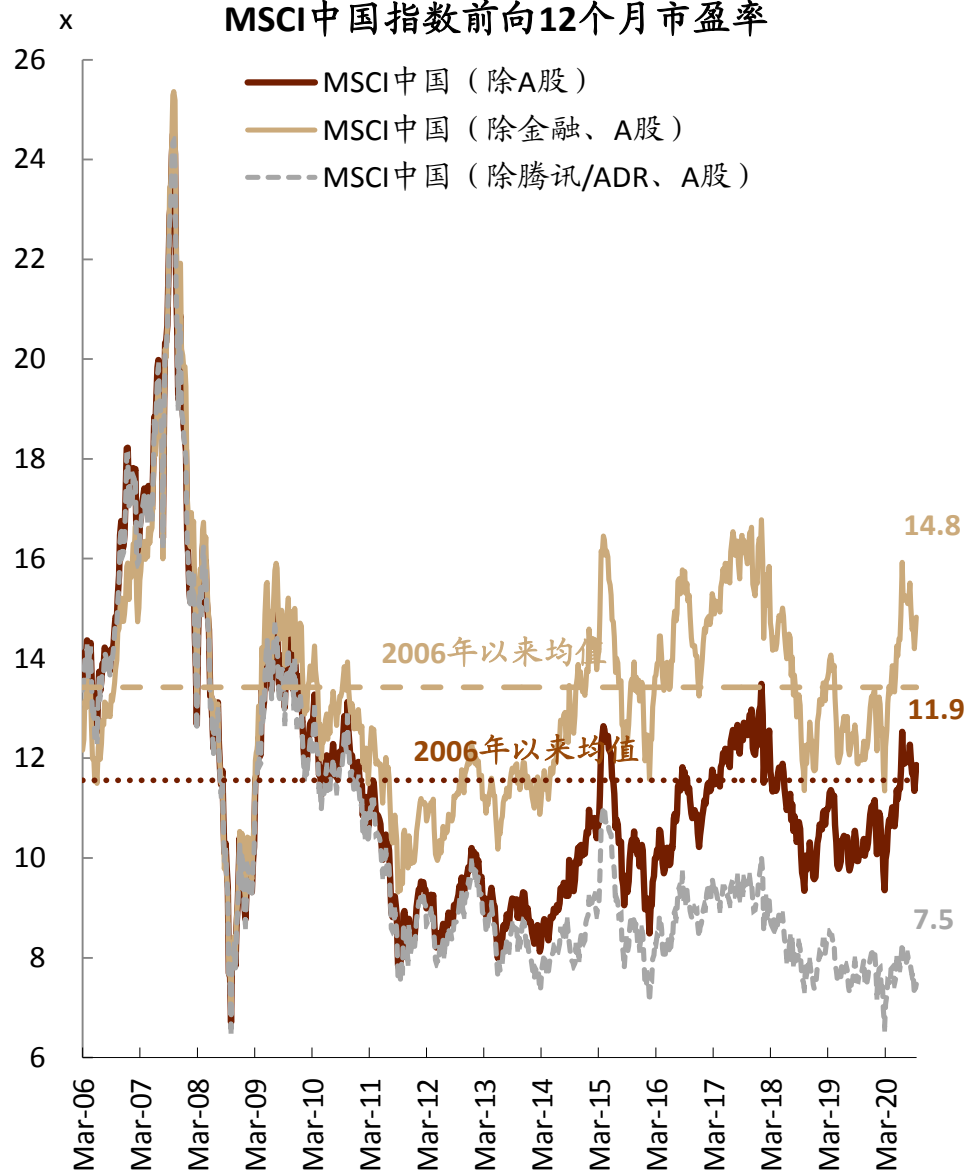
注：数据截止2020年10月16日；资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 整体估值依然不高，老经济板块估值低位

## A股大、中、小盘指数前向市盈率估值对比



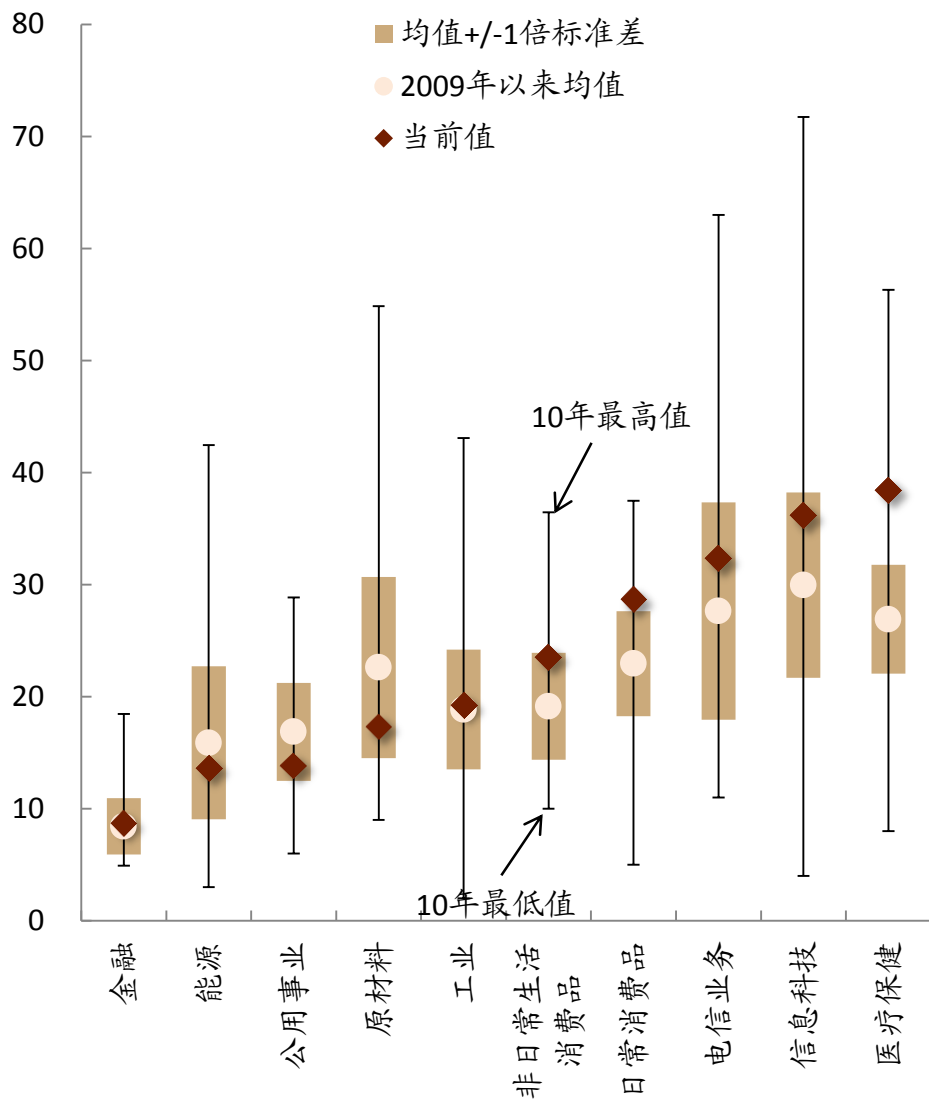
## MSCI中国指数前向12个月市盈率



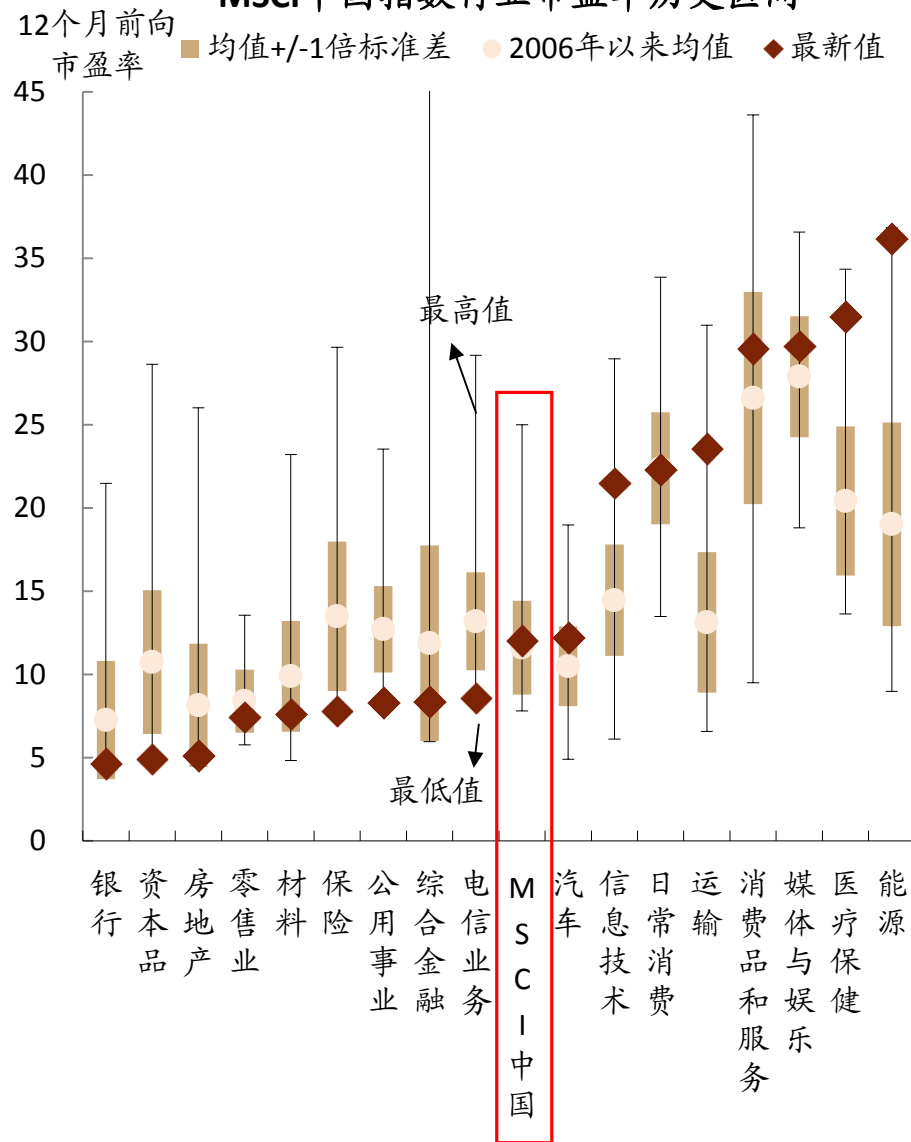
# 行业估值分化较大

前向12个月市盈率

A股行业市盈率区间



MSCI中国指数行业市盈率历史区间



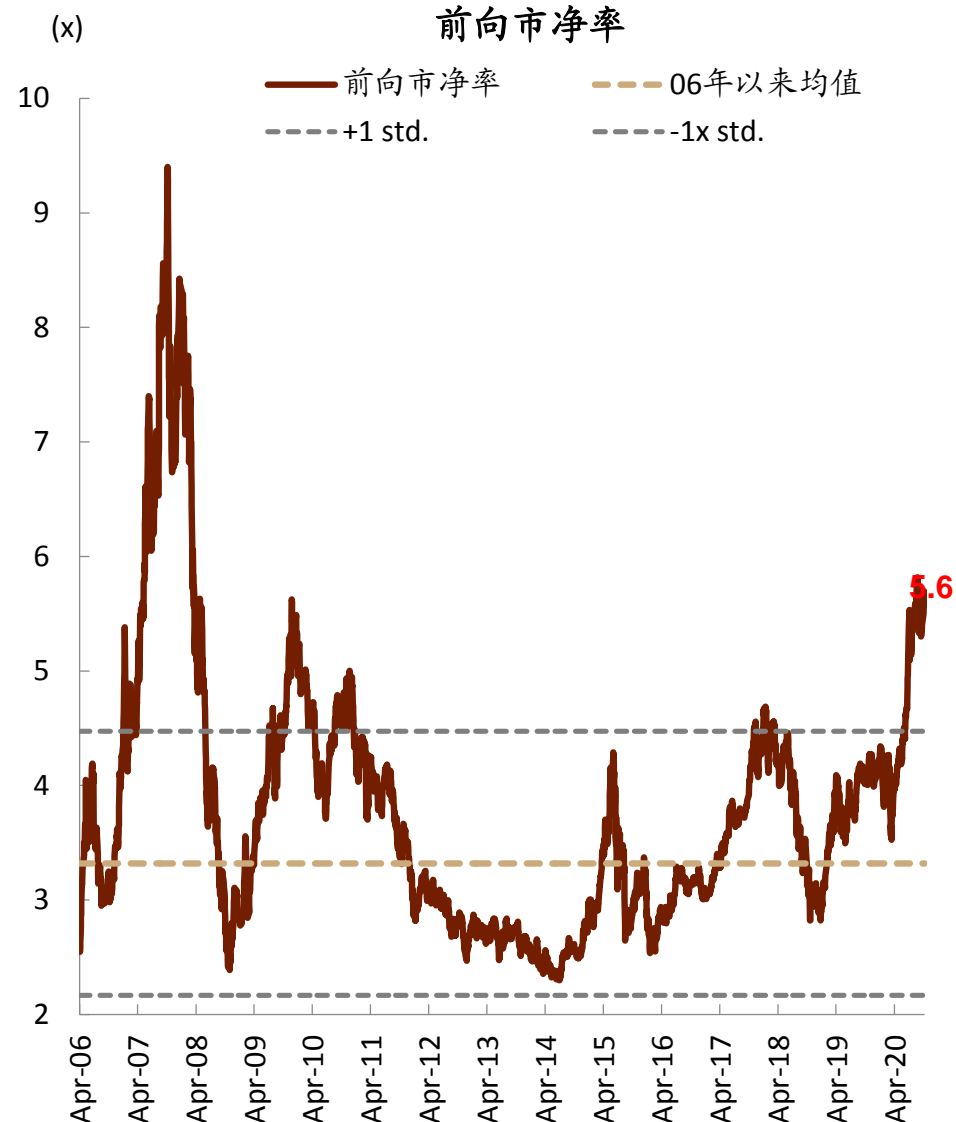


# 外资持股集中的A股估值已经有所回调

外资持股比例前100的消费、医药、科技A股  
前向市盈率

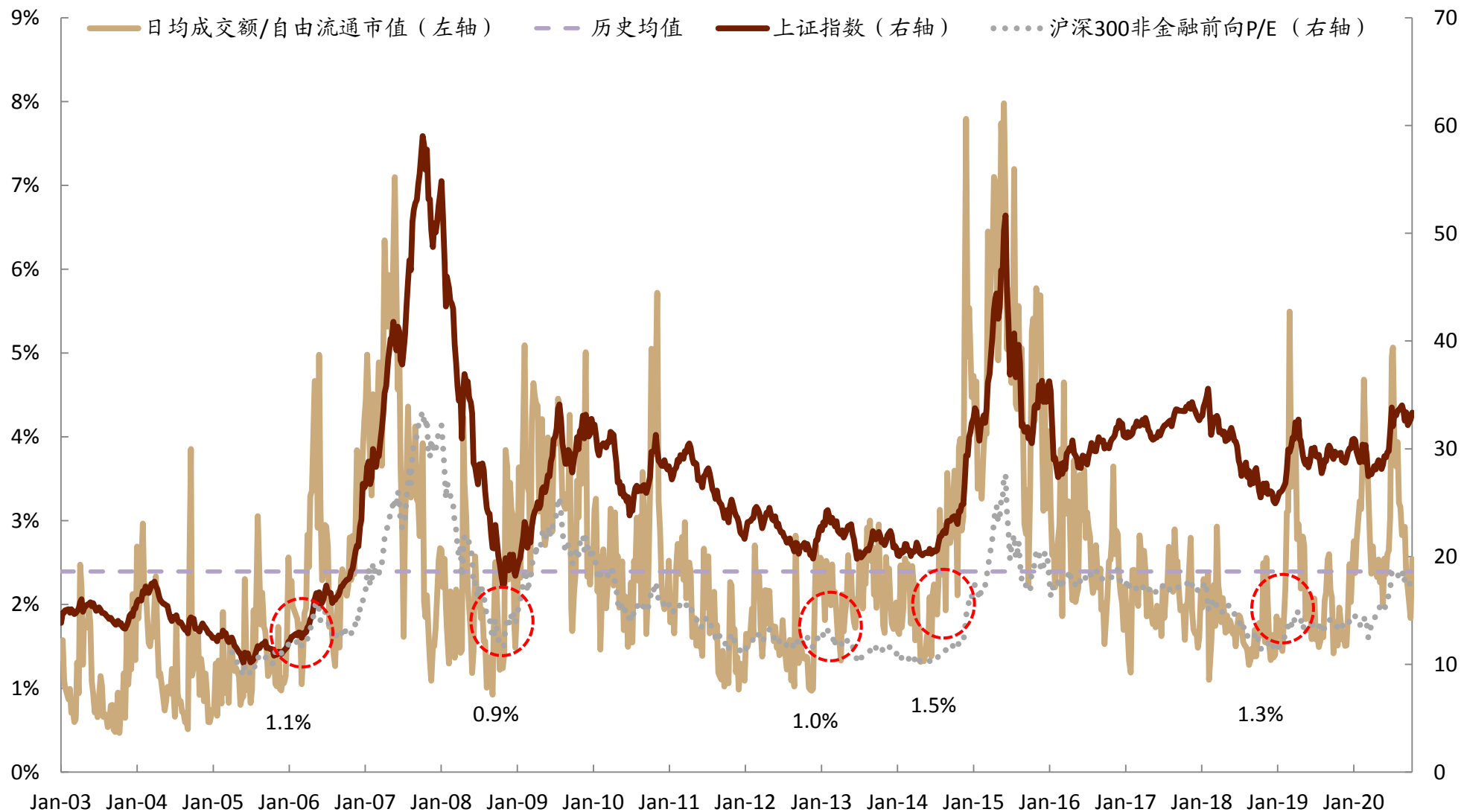


外资持股比例前100的消费、医药、科技A股  
前向市净率



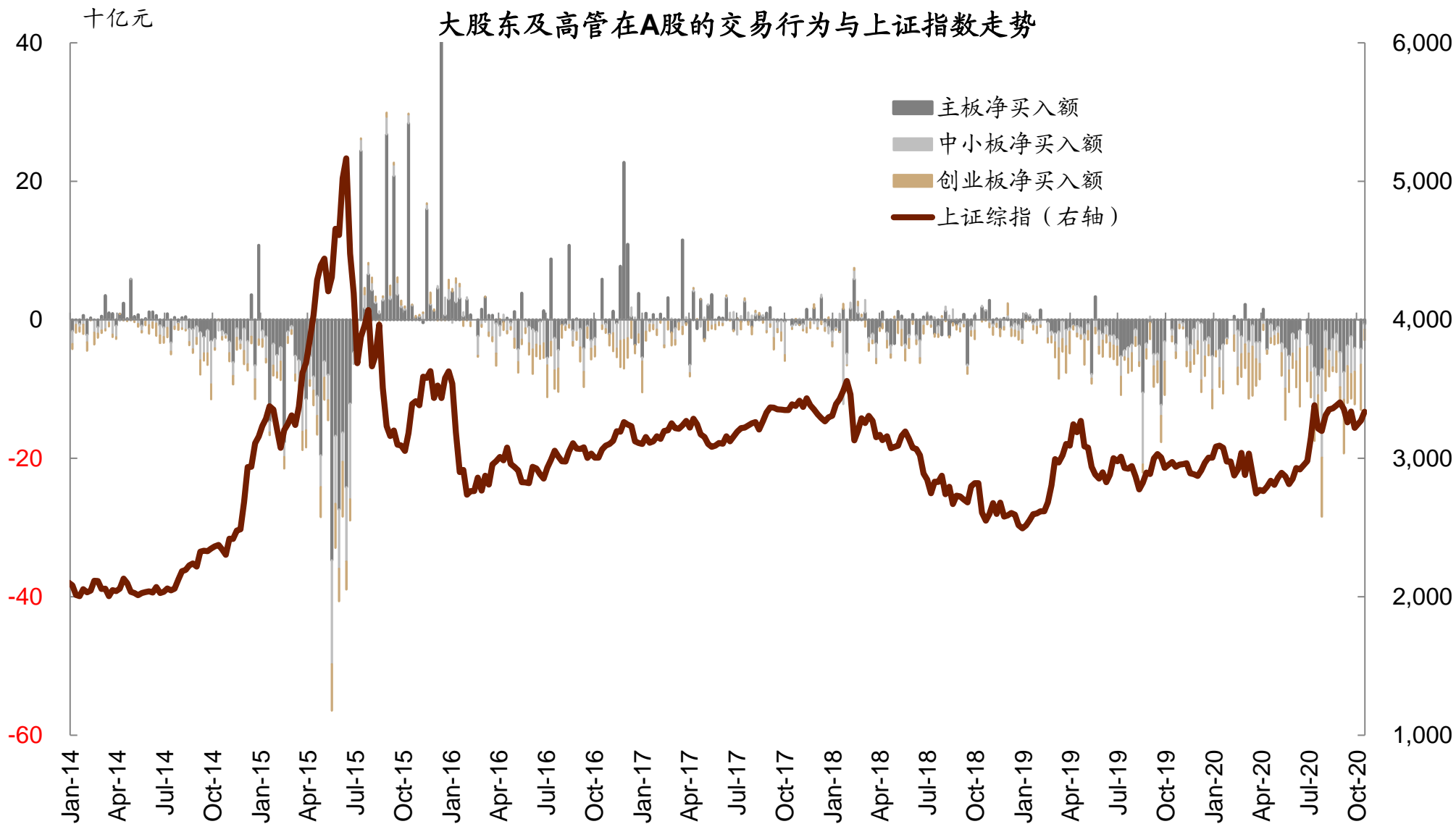
# 情绪：A股换手率下降，表明市场短期情绪不高

市场表现 vs. 换手率、市场估值

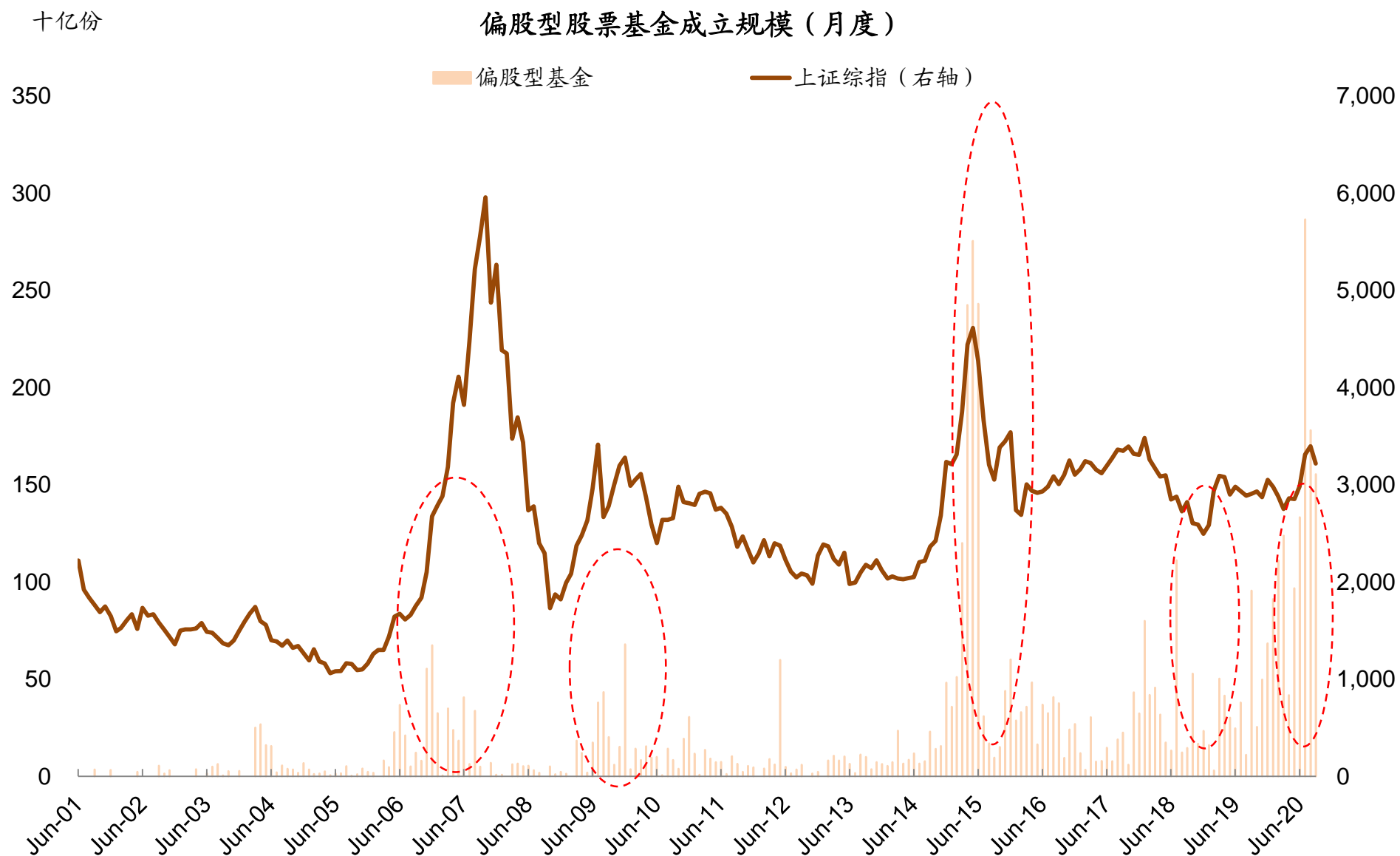


# 市场盘整，大股东及高管减持活动有所回落

市场策略



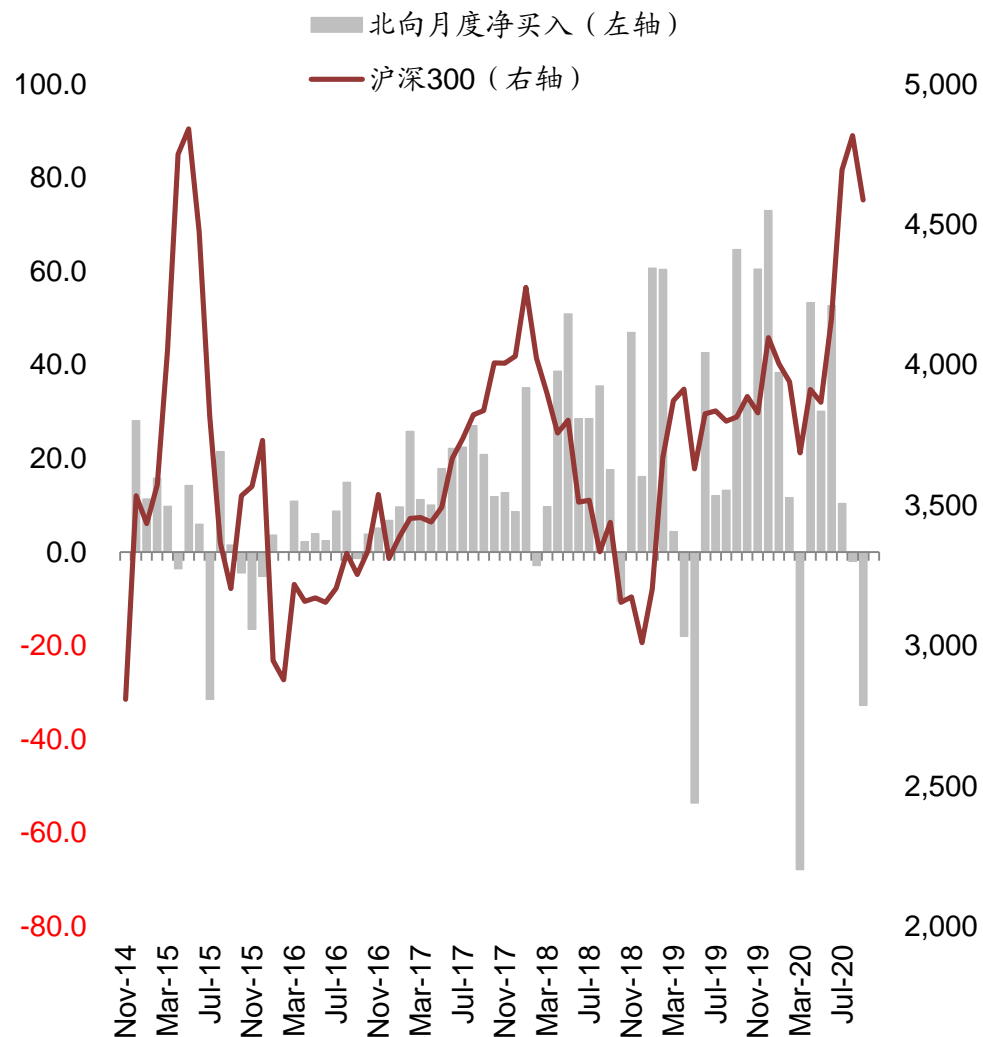
# 公募基金的资金募集保持活跃



# 互联互通北向资金一度流出，南向持续流入

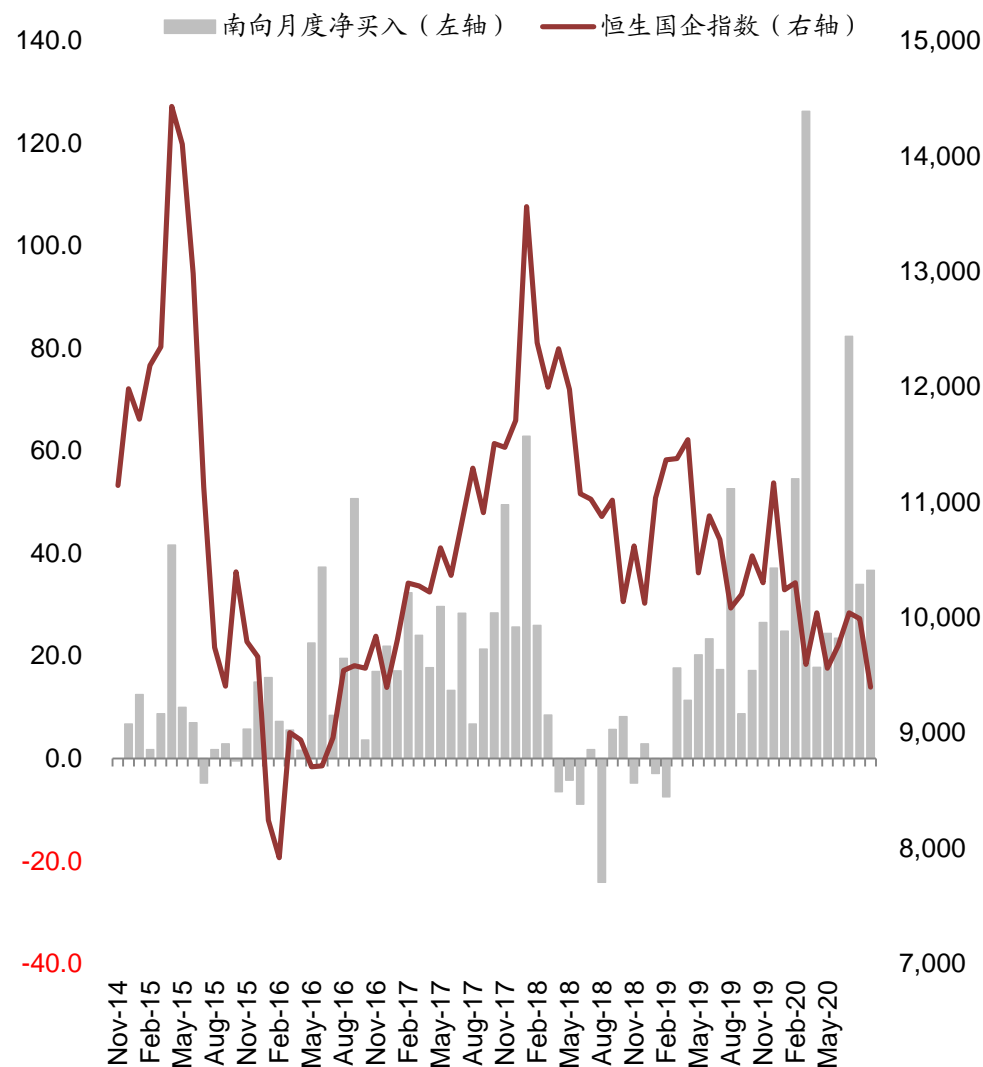
(十亿元)

## 北向沪深港通月度净买入



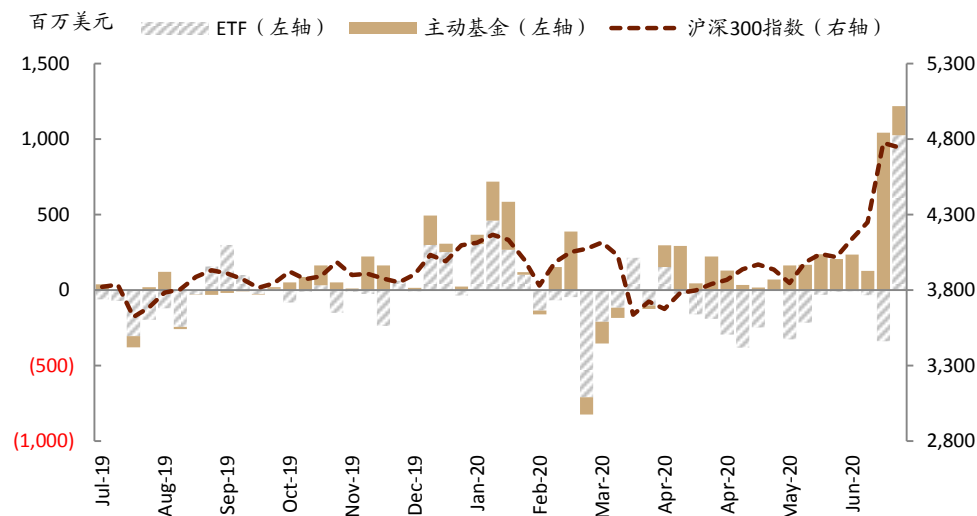
(十亿港元)

## 南向沪深港通月度净买入

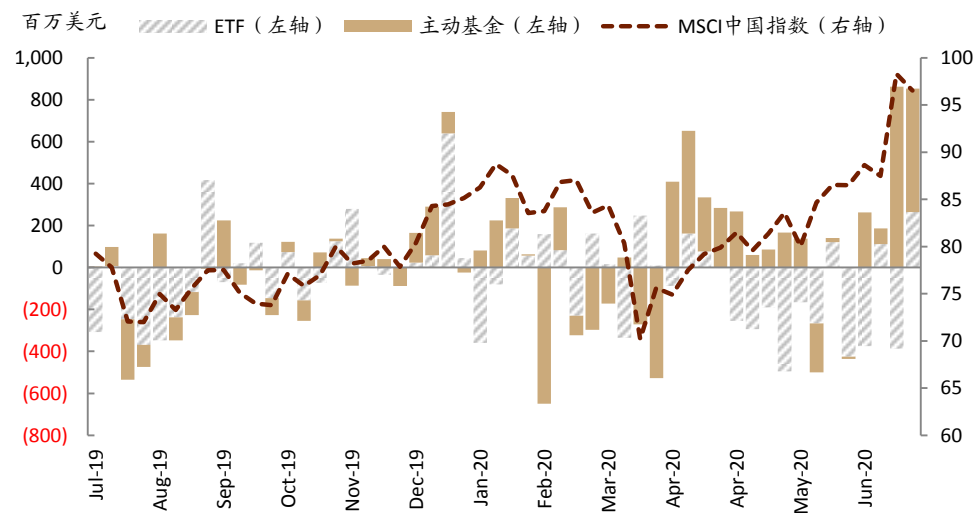


# 全球资金增配中国，给A股及港股流动性支持

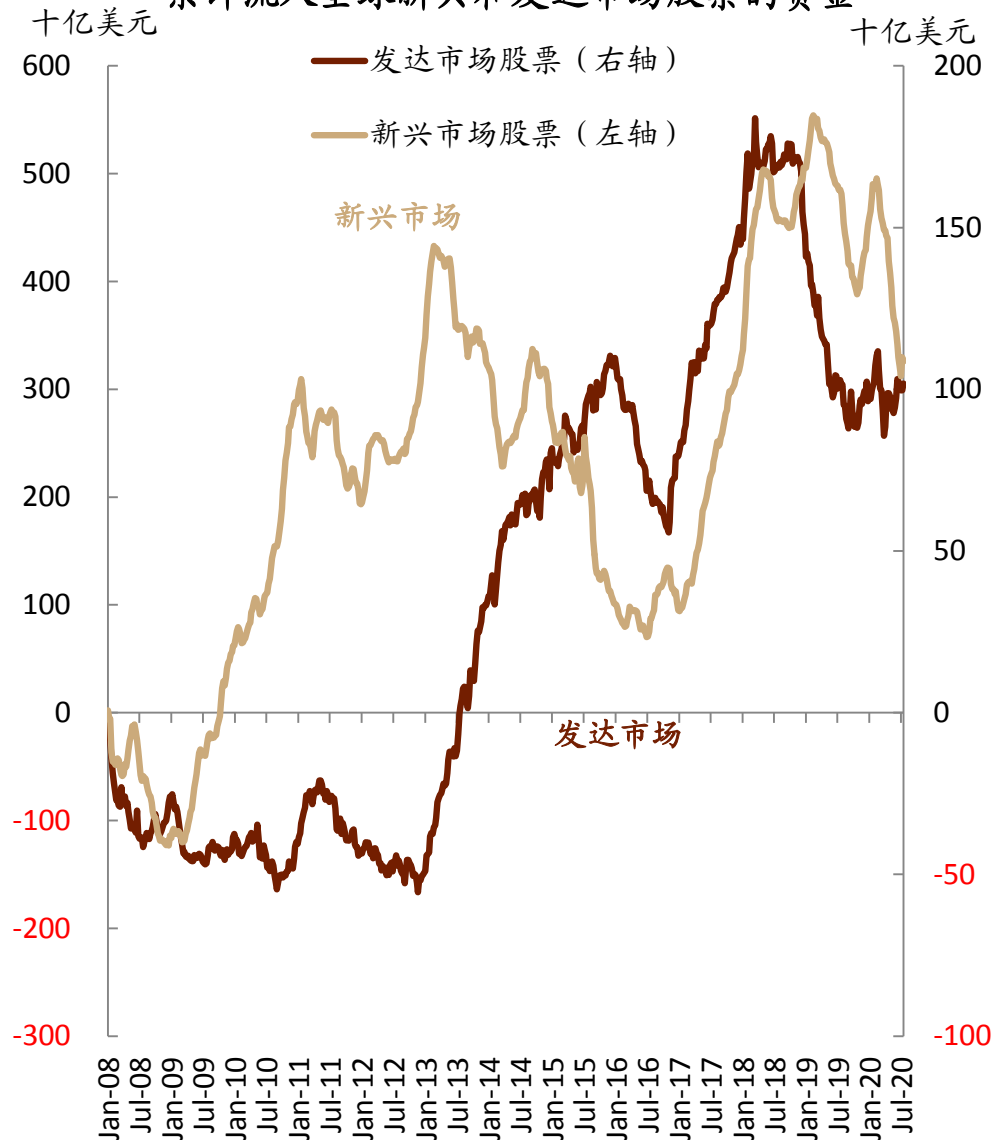
主要投资A股的外资基金周度净申购：主动基金和ETF



主要投资H股和美国中概股的外资基金周度净申购：主动基金和ETF



累计流入全球新兴和发达市场股票的资金



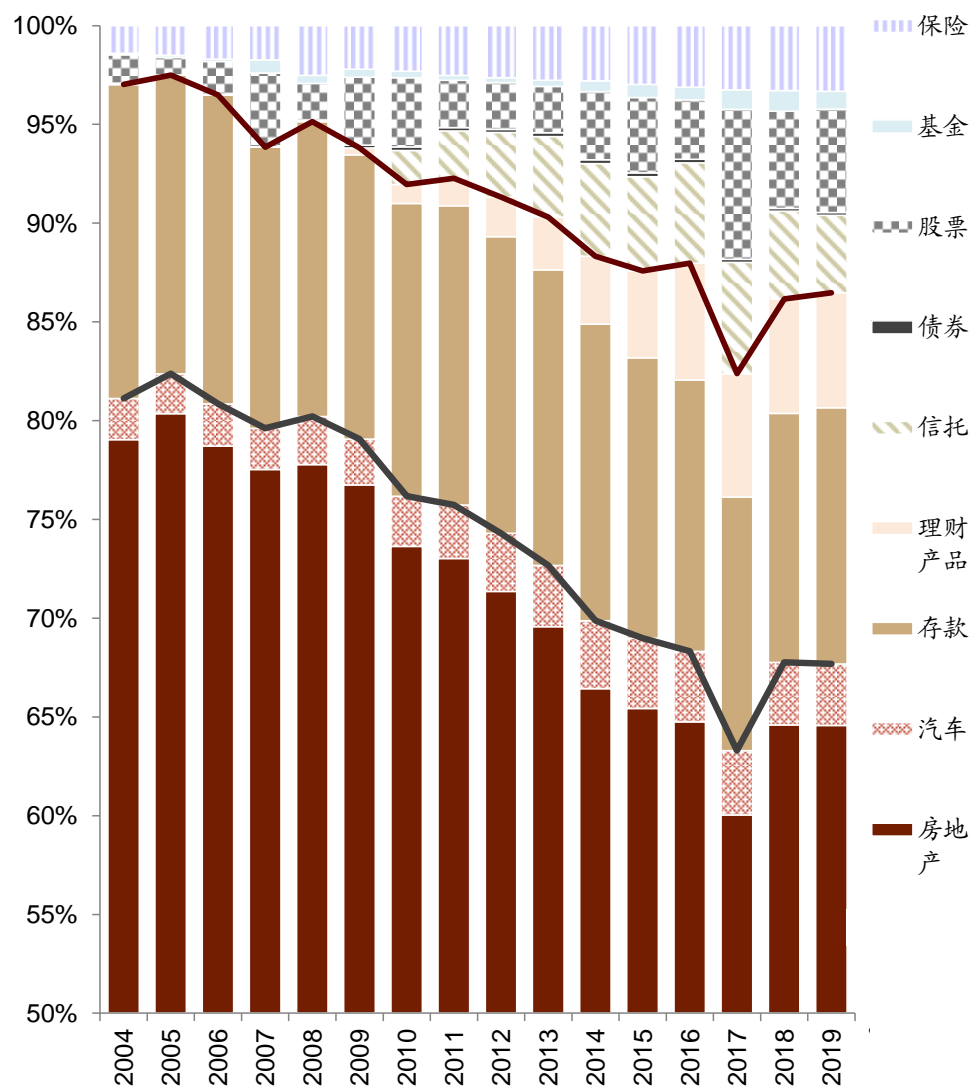
# 我们预计外资每年流入A股的资金2000-4000亿人民币

MSCI纳入A股	2019年5月	2019年8月	2019年11月	谨慎情形	基准情形
纳入因子&纳入范围	10% (大盘)	15% (大盘)	20% (大盘+中盘)	50% (大盘+中盘)	100% (大盘+中盘)
估算A股在指数中的权重					
MSCI中国指数	5.3%	7.7%	12.0%	25.5%	40.6%
MSCI亚洲除日本指数	2.0%	2.9%	4.7%	10.9%	19.7%
MSCI新兴市场指数	1.7%	2.5%	4.0%	9.4%	17.3%
MSCI全球市场指数	0.2%	0.3%	0.5%	1.2%	2.3%
估算增量资金规模（十亿美元）					
MSCI中国指数	4.2	6.2	9.6	20.4	32.5
MSCI亚洲除日本指数	7.9	11.7	18.7	43.8	78.9
MSCI新兴市场指数	28.5	42.3	68.1	160.5	293.4
MSCI全球市场指数	6.1	9.2	14.9	37.1	73.3
累计增量资金规模（十亿美元）	46.7	69.4	111.4	261.8	478.1
每次纳入的增量（十亿美元）	23.3	22.7	42.0	150.4	216.3
每次纳入的增量（十亿元）	162.0	157.5	291.4	1,043.8	1,501.1
假设纳入后10年纳入因子达到该水平，估算年均增量资金规模（十亿美元）				18.8	27.0
富时纳入A股	2019年6月	2019年9月	2020年3月	基准情形	
纳入因子	5%	15%	25%	100%	
估算A股在指数中的权重					
富时新兴市场指数	1.2%	3.4%	5.5%	18.0%	
富时全球市场指数	0.1%	0.3%	0.6%	2.3%	
估算净流入A股资金规模（十亿美元）					
累计增量资金规模（十亿美元）	2.0	5.9	9.7	38.0	
每次纳入的增量（十亿美元）	2.0	3.9	3.8	28.3	
每次纳入的增量（十亿元）	13.9	27.1	26.4	196.4	
假设未来10年纳入因子达到该水平，估算年净均流入规模（十亿美元）				2.8	
标普道琼斯指数纳入A股		2019年9月		基准情形	
纳入因子		25%		100%	
估算A股在指数中的权重					
标普新兴市场指数		6.2%		20.8%	
标普新兴亚太指数		8.7%		27.7%	
标普中国指数		16.7%		44.5%	
估算净流入A股被动资金规模（主要基于ETF测算，可能存在低估，十亿美元）					
累计增量资金规模（十亿美元）		0.4		1.2	
每次纳入的增量（十亿美元）		0.4		0.8	
每次纳入的增量（十亿元）		2.7		5.3	
假设未来10年纳入因子达到该水平，估算年净均流入规模（十亿美元）				0.1	

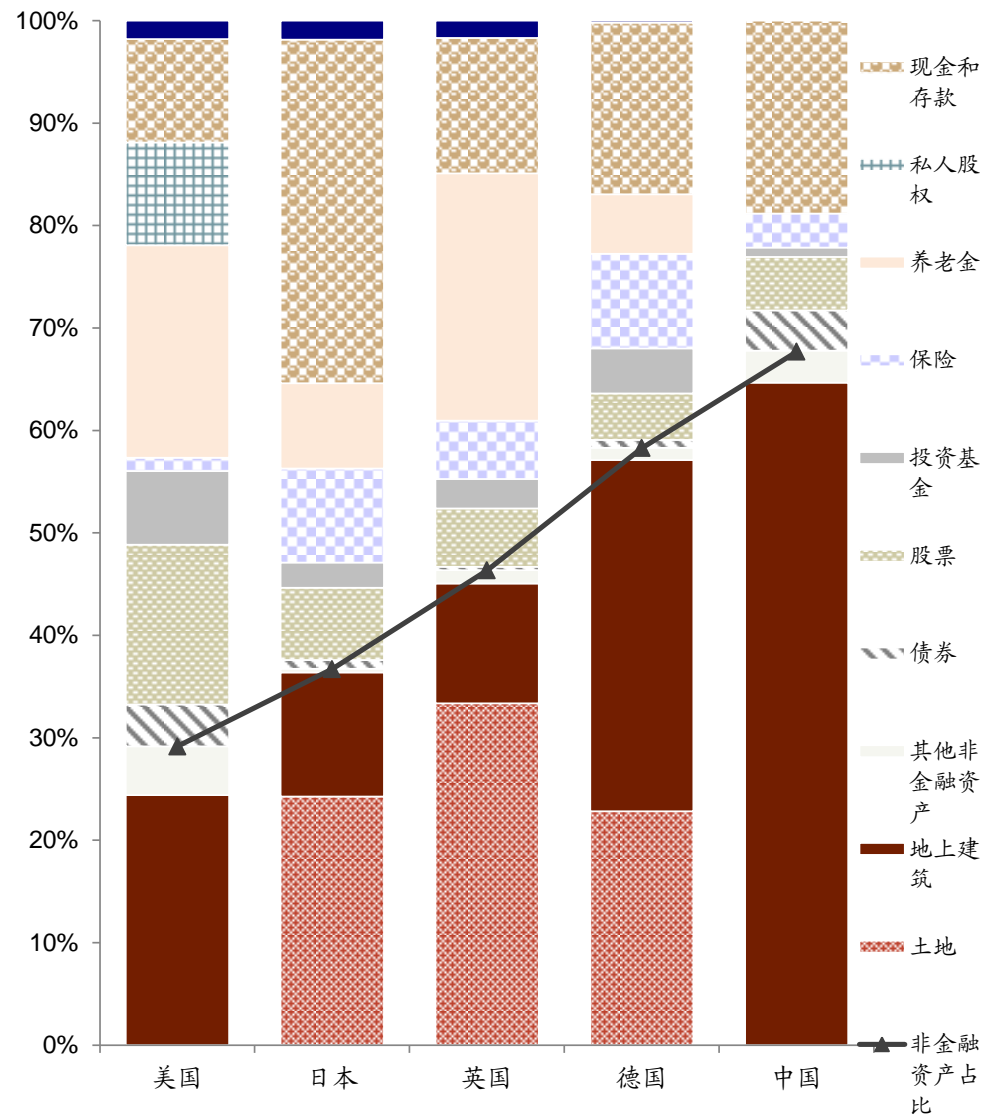
# 中国居民资产配置可能逐步更多配往金融资产

市场策略

## 中国居民资产配置结构



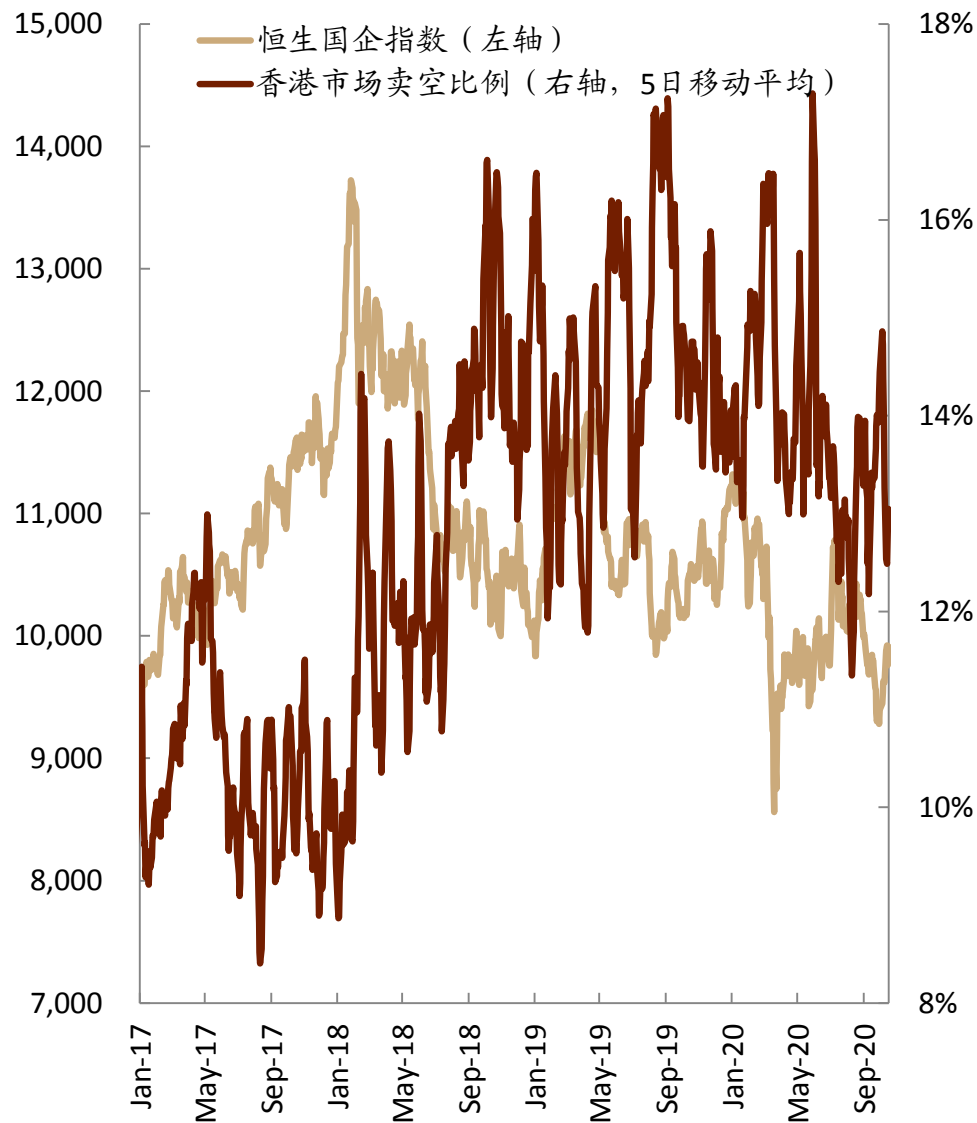
## 各国居民资产配置结构 (2019)



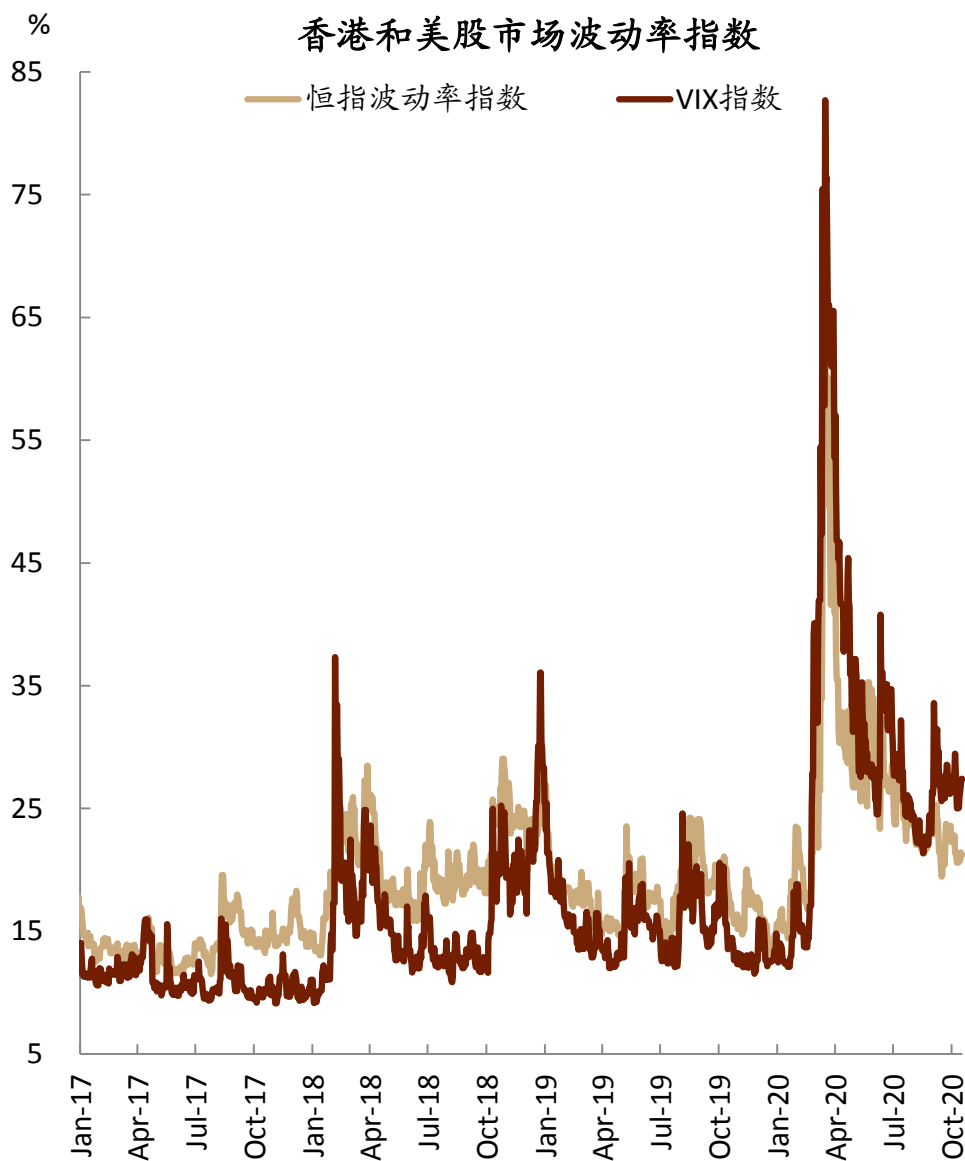


# 港股市场的做空比例和波动率均明显回落

## 香港市场卖空比例和恒生国企指数



## 香港和美股市场波动率指数

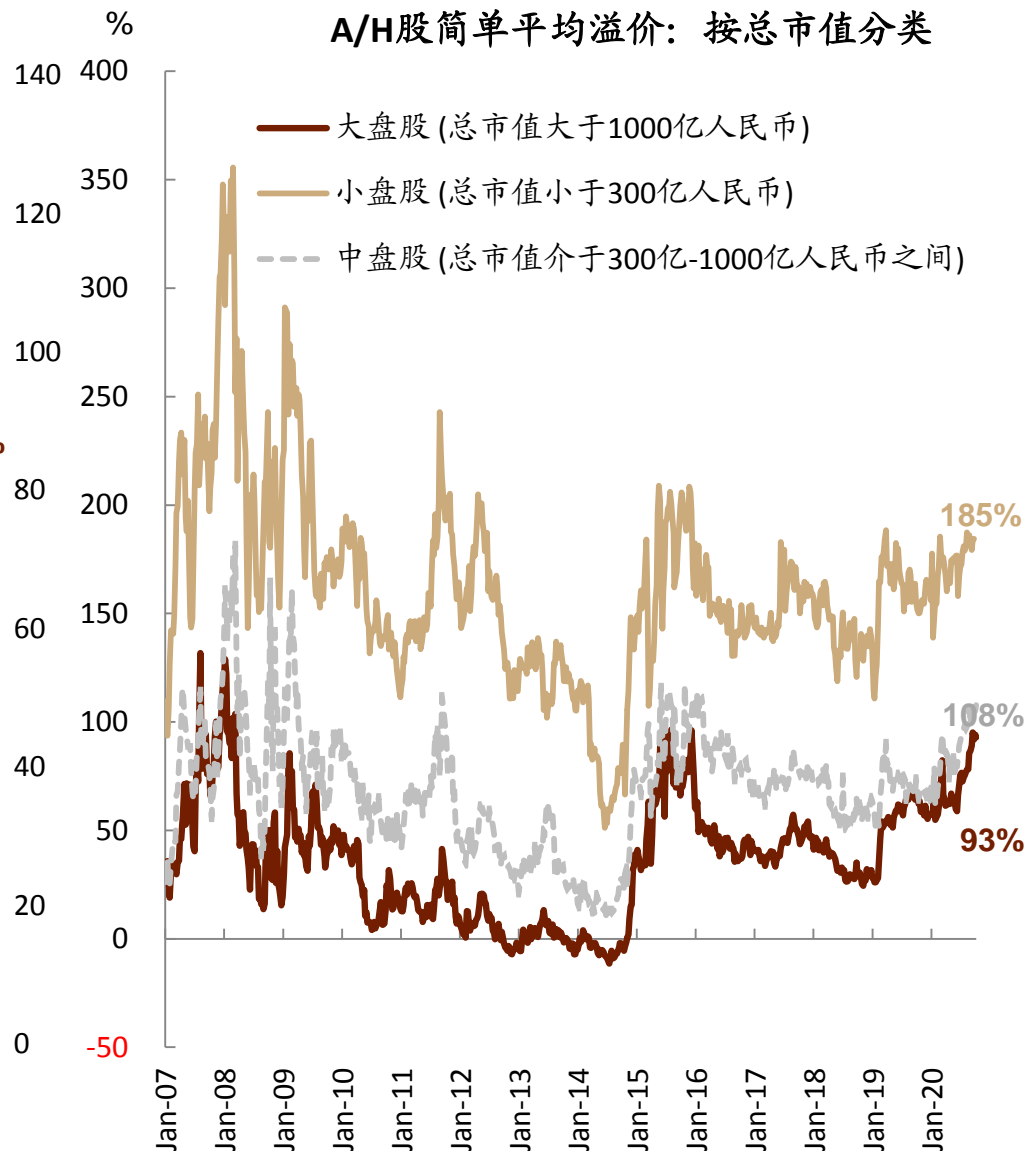


# A/H股溢价年初以来持续攀升

## A/H股溢价：市值加权平均

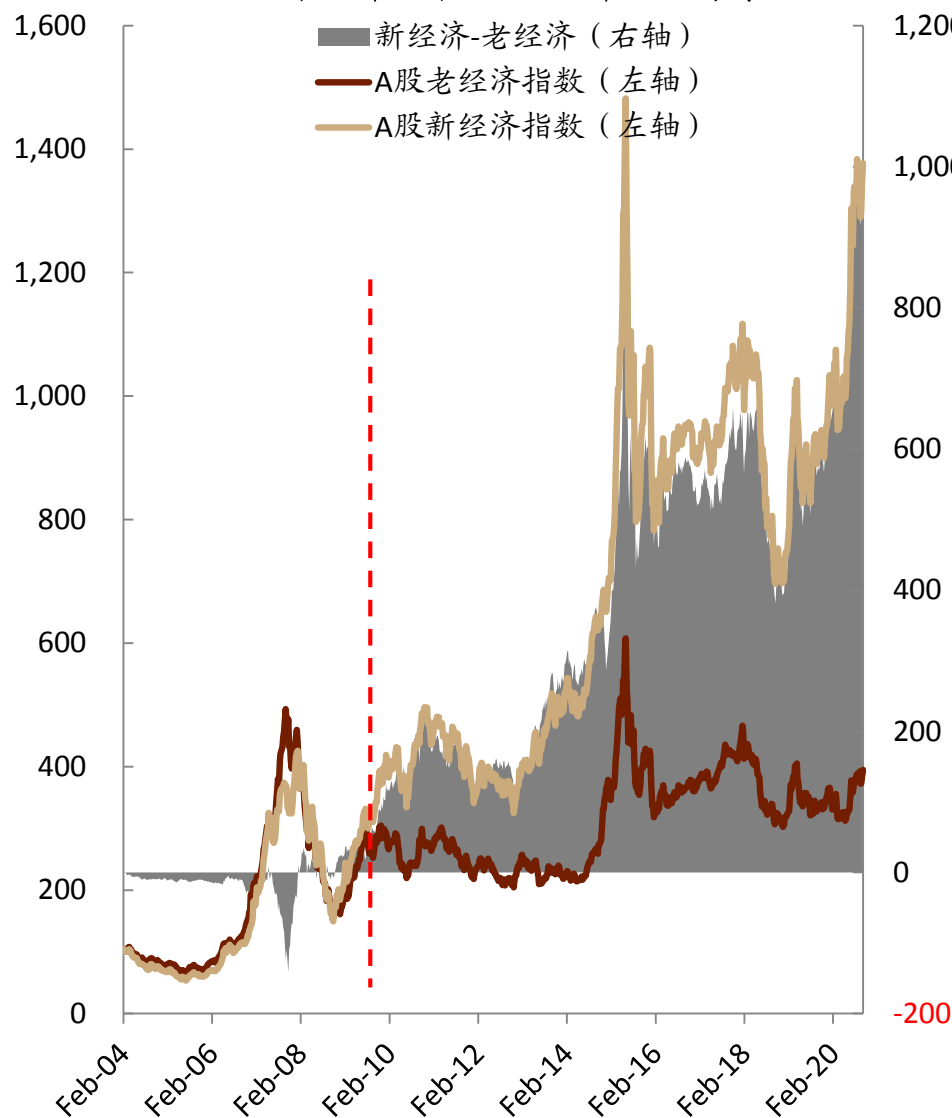


## A/H股简单平均溢价：按总市值分类

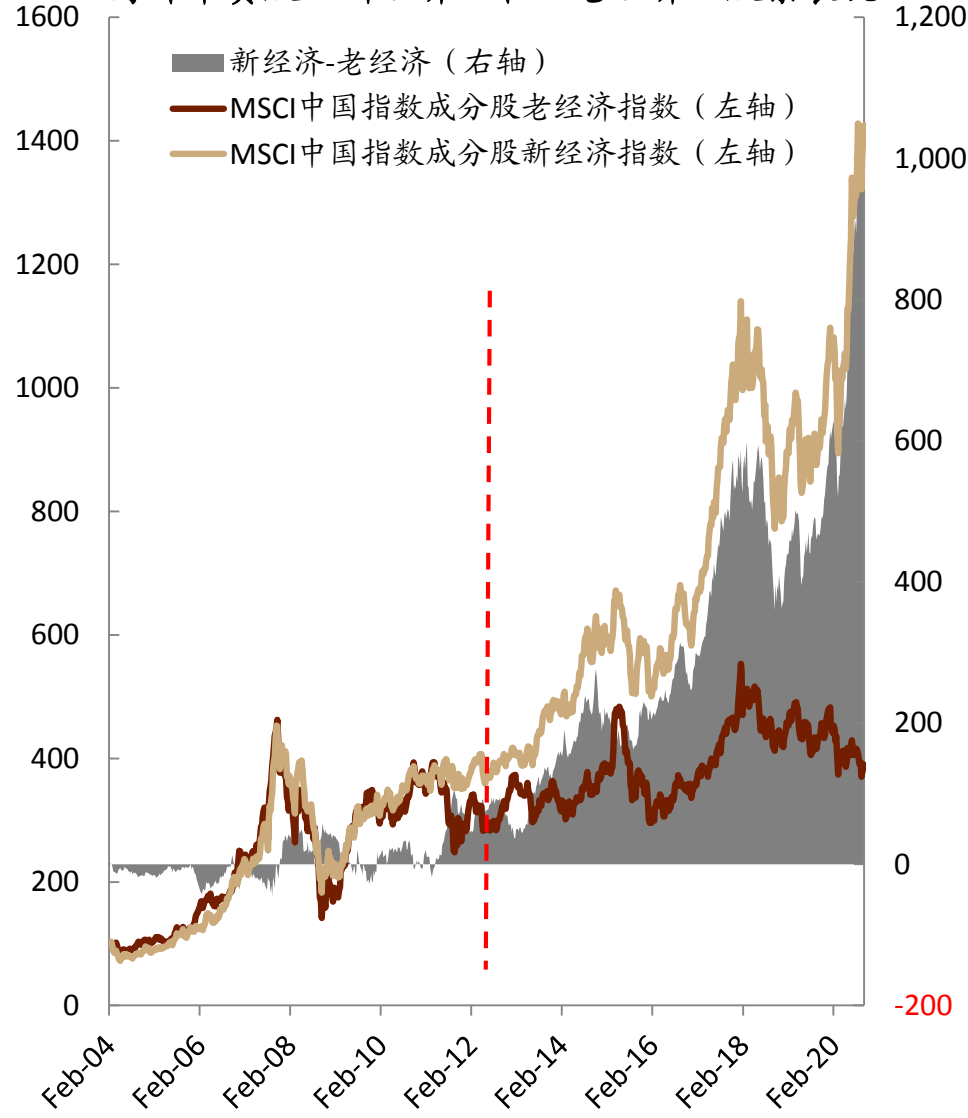


# 风格：“老经济”近期有所追赶

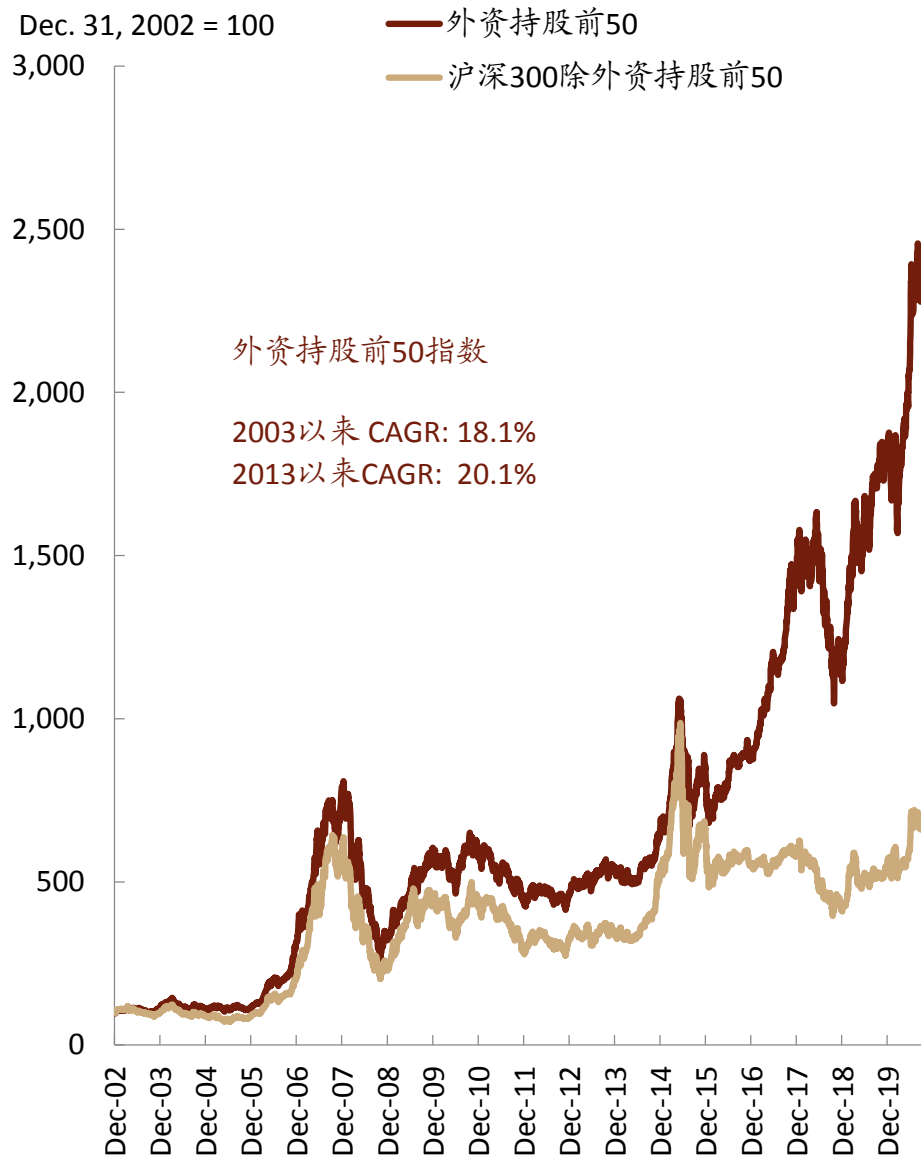
## A股“新经济”和“老经济”股票表现



## 海外中资股“新经济”和“老经济”股票表现



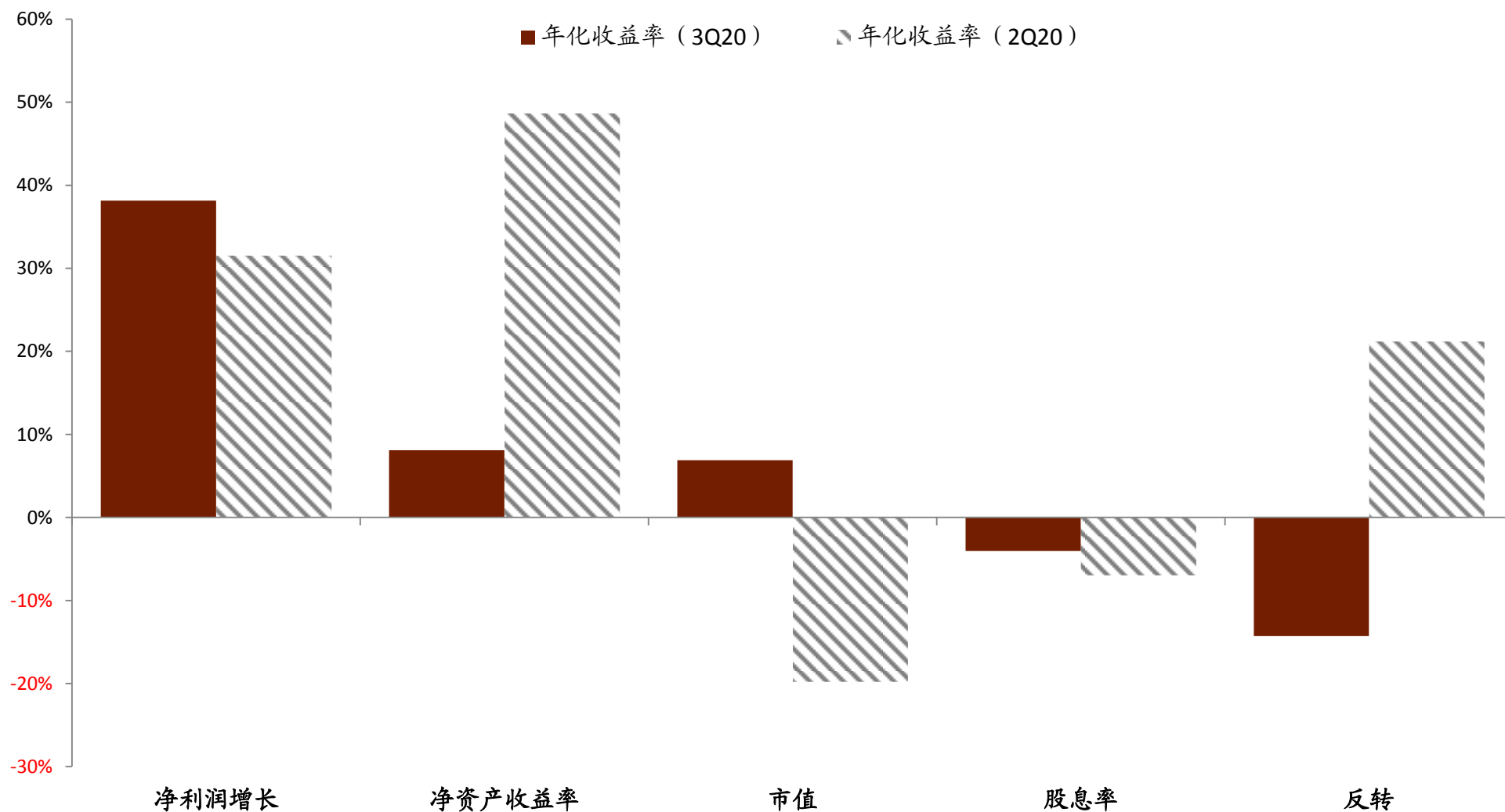
# 风格：外资持股比例最高的50只个股长期大幅跑赢



#	代码	名称	北向+QFII 持股比例	#	代码	名称	北向+QFII 持股比例
1	002142.SZ	宁波银行	23.2%	26	300015.SZ	益丰药房	11.7%
2	002572.SZ	索菲亚	23.1%	27	603939.SH	爱尔眼科	11.4%
3	300012.SZ	华测检测	22.1%	28	601888.SH	中国国旅	10.8%
4	000333.SZ	美的集团	19.3%	29	600031.SH	洽洽食品	10.8%
5	002008.SZ	大族激光	19.2%	30	603882.SH	三一重工	10.6%
6	000651.SZ	泰格医药	19.0%	31	601098.SH	三诺生物	10.5%
7	002439.SZ	启明星辰	18.9%	32	603338.SH	金域医学	10.4%
8	300347.SZ	方正证券	18.9%	33	300298.SZ	青岛海尔	10.3%
9	601901.SH	格力电器	17.9%	34	600690.SH	重庆啤酒	10.3%
10	601009.SH	南京银行	16.6%	35	002557.SZ	中南传媒	10.2%
11	600201.SH	生物股份	16.4%	36	300326.SZ	乐普医疗	10.2%
12	300285.SZ	国瓷材料	16.2%	37	601100.SH	安徽合力	10.0%
13	002410.SZ	广联达	15.7%	38	600406.SH	分众传媒	10.0%
14	002271.SZ	上海机场	14.7%	39	600761.SH	华润三九	10.0%
15	600009.SH	东方雨虹	14.2%	40	000338.SZ	国电南瑞	9.9%
16	601169.SH	老板电器	13.6%	41	600132.SH	恒立液压	9.9%
17	600276.SH	北京银行	13.6%	42	300308.SZ	中际旭创	9.8%
18	002508.SZ	恒瑞医药	13.4%	43	000999.SZ	浙江鼎力	9.8%
19	300383.SZ	光环新网	13.3%	44	300003.SZ	潍柴动力	9.8%
20	600885.SH	迪安诊断	13.2%	45	002027.SZ	汇川技术	9.7%
21	603737.SH	宏发股份	13.1%	46	300124.SZ	海螺水泥	9.6%
22	600298.SH	三棵树	13.0%	47	600835.SH	三环集团	9.4%
23	300244.SZ	安琪酵母	12.7%	48	300450.SZ	上海机电	9.3%
24	600887.SH	中炬高新	12.6%	49	600585.SH	平安银行	9.3%
25	600872.SH	伊利股份	12.5%	50	300408.SZ	凯利泰	9.1%

# 因子：成长因子延续强势，反转因子回撤

因子行业中性多空组合收益率对比



# 风格：成长相对强势

3Q 2020 收益率

	大	中	小
价值	0.12%	1.06%	0.88%
均衡	1.23%	1.98%	1.62%
成长	1.88%	1.97%	1.52%

2020 收益率

	大	中	小
价值	-5.24%	2.46%	12.86%
均衡	14.49%	21.44%	21.64%
成长	35.91%	24.60%	17.22%

当前P/E vs. 历史平均P/E

	大	中	小
价值	8.8 / 9.2	12.5 / 19.8	16.1 / 24.0
均衡	14.5 / 12.0	29.3 / 30.9	39.8 / 39.1
成长	32.6 / 15.9	27.0 / 24.7	31.3 / 32.2

市场最低点（2019年1月）至今收益率

	大	中	小
价值	21.60%	24.64%	30.49%
均衡	59.04%	64.44%	55.56%
成长	108.47%	76.11%	52.49%

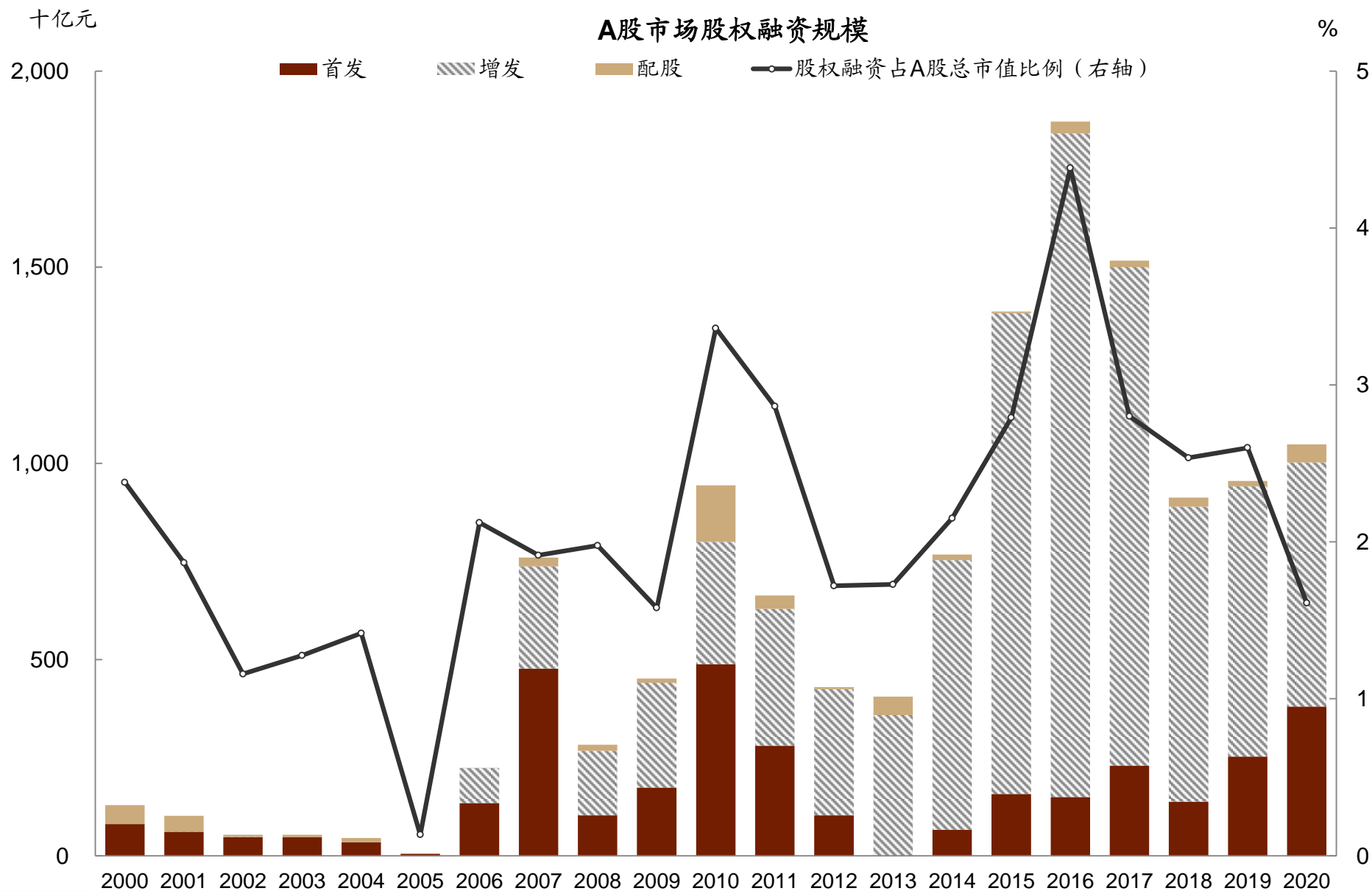
市场最高点（2018年1月）至今收益率

	大	中	小
价值	-13.03%	-18.50%	-11.96%
均衡	8.25%	7.55%	-1.35%
成长	26.20%	10.95%	-6.52%

当前P/E相对历史平均P/E占比

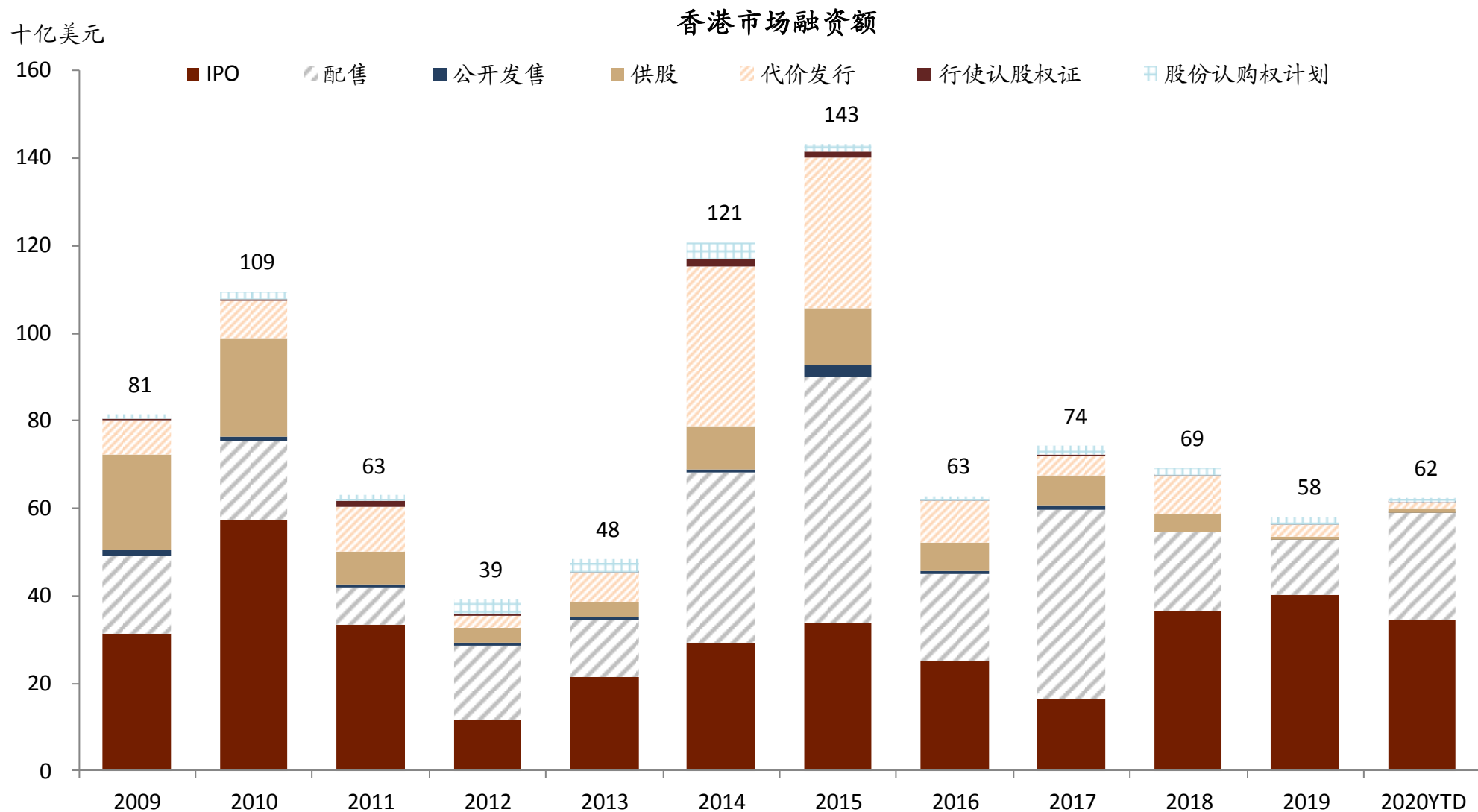
	大	中	小
价值	94.92%	63.17%	67.24%
均衡	121.27%	95.10%	101.85%
成长	204.63%	109.31%	97.24%

# 2020年A股融资规模较为可观



注：数据截止2020年10月16日；资料来源：万得资讯，中金公司研究部

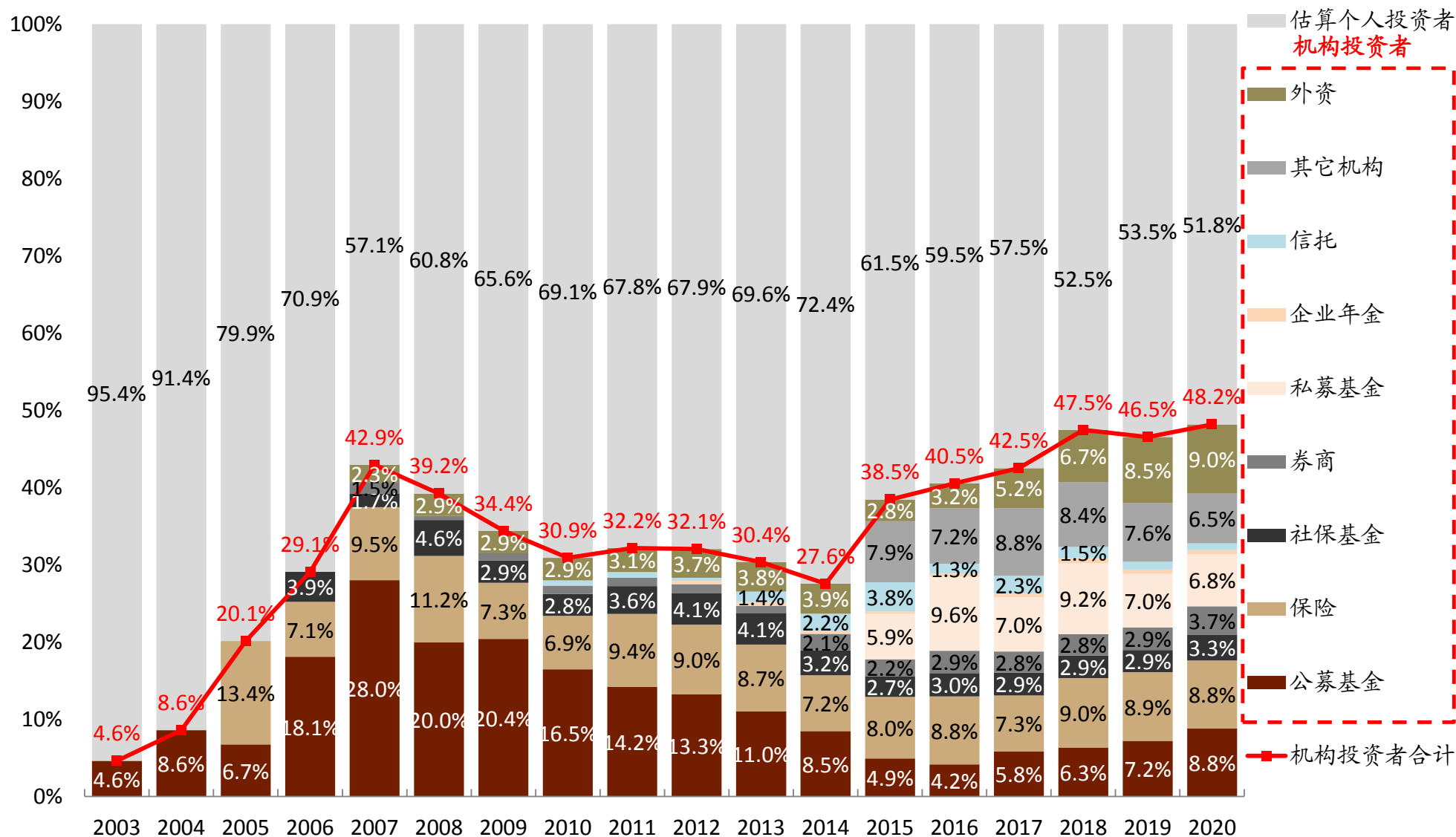
# 香港IPO市场也是如此





# 投资者结构：A股还是“散户”市场吗？

A股各类投资者持股市值占比（自由流通市值）



# 中国在全球的上市公司数量超过5,700家

百万美元	公司数量	%	上市市值	%	自由流通市值	自由流通比例	过去3个月日均成交额	平均上市市值	平均日均成交额	年化自由流通市值换手率(%)
<b>A股</b>	<b>4,048</b>	<b>71%</b>	<b>11,235,748</b>	<b>69%</b>	<b>4,799,691</b>	<b>43%</b>	<b>144,916</b>	<b>2,776</b>	<b>35.8</b>	<b>755%</b>
上海	1,743	30%	6,375,504	39%	2,488,889	39%	58,449	3,658	33.5	587%
深圳	2,305	40%	4,860,244	30%	2,310,802	48%	86,467	2,109	37.5	935%
<b>海外中资股</b>	<b>1,682</b>	<b>29%</b>	<b>5,075,223</b>	<b>31%</b>	<b>4,946,877</b>	<b>97%</b>	<b>21,738</b>	<b>14,911</b>	<b>12.9</b>	<b>23%</b>
<b>B股</b>	<b>92</b>	<b>2%</b>	<b>122,831</b>	<b>1%</b>	<b>122,831</b>	<b>100%</b>	<b>10</b>	<b>1,335</b>	<b>0.1</b>	<b>2%</b>
上海	48	1%	75,177	0%	75,177	100%	0	1,566	0.0	0%
深圳	44	1%	47,654	0%	47,654	100%	10	1,083	0.2	5%
<b>香港</b>	<b>1,239</b>	<b>22%</b>	<b>3,089,238</b>	<b>19%</b>	<b>3,089,238</b>	<b>100%</b>	<b>9,167</b>	<b>2,493</b>	<b>7.4</b>	<b>74%</b>
H股	287	5%	759,794	5%	759,794	100%	2,961	2,647	10.3	97%
红筹股	171	3%	552,778	3%	552,778	100%	1,264	3,233	7.4	57%
中资民营股	781	14%	1,776,666	11%	1,776,666	100%	4,942	2,275	6.3	70%
<b>美国</b>	<b>252</b>	<b>4%</b>	<b>1,839,414</b>	<b>11%</b>	<b>1,715,074</b>	<b>93%</b>	<b>12,519</b>	<b>7,299</b>	<b>49.7</b>	<b>182%</b>
NYSE	78	1%	1,367,027	8%	1,357,800	99%	7,351	17,526	94.2	135%
NASDAQ	174	3%	470,888	3%	357,275	76%	5,168	2,706	29.7	362%
AMEX	6	0%	1,499	0%	1,417	95%	16	250	2.6	280%
<b>新加坡</b>	<b>84</b>	<b>1%</b>	<b>7,682</b>	<b>0%</b>	<b>3,920</b>	<b>51%</b>	<b>32</b>	<b>91</b>	<b>0.4</b>	<b>202%</b>
<b>伦敦</b>	<b>4</b>	<b>0%</b>	<b>14,033</b>	<b>0%</b>	<b>14,033</b>	<b>100%</b>	<b>0</b>	<b>3,508</b>	<b>0.0</b>	<b>0%</b>
<b>其他市场</b>	<b>11</b>	<b>0%</b>	<b>2,025</b>	<b>0%</b>	<b>1,782</b>	<b>88%</b>	<b>11</b>	<b>184</b>	<b>1.0</b>	<b>152%</b>
<b>中资股整体</b>	<b>5,730</b>	<b>100%</b>	<b>16,310,971</b>	<b>100%</b>	<b>9,746,568</b>	<b>60%</b>	<b>166,655</b>	<b>2,847</b>	<b>29.1</b>	<b>427%</b>

资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

注：1) 股票、股价及汇率截至2020年10月16日，单位均为百万美元；2) ADR市值仅计入第一上市的ADR避免重复计算；3) 自由流通市值的计算方法为上市市值乘以彭博自由流通比例；4) 其他市场包括澳大利亚、德国、法国、加拿大、韩国和日本；5) 海外中资股包含B股和在海外交易所上市的公司。

# 中国内地是全球第二大股票市场

#	交易所	上市股票市值 (十亿美元)	2019 GDP (十亿美元)	市值/GDP	上市公司数目	年初至今日均 成交额 (百万 美元)	年化换手率
1	美国	44,525	21,428	208%	2,705	190,890	63.0%
<b>2</b>	<b>中国内地</b>	<b>10,583</b>	<b>14,343</b>	<b>74%</b>	<b>3,938</b>	<b>115,039</b>	<b>159.8%</b>
3	日本	5,552	5,082	109%	3,713	24,404	64.6%
4	泛欧交易所	5,207	366	1423%	2,321	11,833	33.4%
6	英国	4,413	15,593	28%	1,297	10,587	35.3%
<b>5</b>	<b>港交所</b>	<b>3,334</b>	<b>2,827</b>	<b>118%</b>	<b>1,979</b>	<b>8,983</b>	<b>39.6%</b>
7	加拿大	2,233	1,736	129%	3,351	7,573	49.9%
9	德国	2,022	3,846	53%	458	8,720	63.4%
8	印度	1,953	2,875	68%	1,940	6,534	49.2%
11	瑞士	1,821	703	259%	0	5,450	44.0%
10	韩国	1,532	1,642	93%	2,268	15,697	150.6%
12	澳大利亚	1,384	1,393	99%	1,900	4,685	49.8%
13	中国台湾	1,312	605	217%	866	5,274	59.1%
14	西班牙	857	351	244%	266	1,327	22.8%
15	新加坡	832	1,840	45%	327	5,542	97.9%
16	俄罗斯	624	1,394	45%	2,777	1,948	45.9%
17	泰国	613	1,700	36%	210	1,215	29.1%
18	墨西哥	592	372	159%	463	1,078	26.8%

# 资产收益率排名

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		2007-2020	
														3Q	YTD	Ann.	Vol.
A股中证500	187.7%	高收益债	A股中证500	黄金	原油	港股	发达股指	可转债	A股中证500	原油	A股沪深300	利率债	A股沪深300	A股沪深300	A股中证500	A股中证500	原油
A股沪深300	163.3%	利率债	A股沪深300	原油	黄金	发达股指	A股中证500	A股沪深300	高收益债	黄金	港股	高收益债	发达股指	A股中证500	黄金	A股沪深300	A股中证500
可转债	103.1%	现金	原油	A股中证500	利率债	高收益债	现金	A股中证500	利率债	发达股指	发达股指	USDCNY	A股中证500	可转债	A股沪深300	黄金	A股沪深300
港股	48.1%	全球债券	港股	发达股指	现金	A股沪深300	高收益债	港股	A股沪深300	全球债券	原油	全球债券	可转债	发达股指	高收益债	高收益债	港股
原油	44.2%	黄金	可转债	高收益债	高收益债	黄金	可转债	高收益债	USDCNY	港股	现金	黄金	原油	黄金	全球债券	可转债	可转债
黄金	22.4%	USDCNY	发达股指	现金	全球债券	可转债	利率债	利率债	发达股指	USDCNY	黄金	现金	黄金	高收益债	可转债	发达股指	黄金
发达股指	2.5%	可转债	黄金	全球债券	USDCNY	现金	USDCNY	发达股指	现金	高收益债	高收益债	可转债	港股	现金	利率债	利率债	发达股指
全球债券	2.5%	发达股指	全球债券	利率债	发达股指	全球债券	原油	现金	全球债券	现金	全球债券	发达股指	全球债券	利率债	现金	现金	全球债券
现金	2.0%	港股	高收益债	港股	可转债	利率债	港股	全球债券	黄金	利率债	A股中证500	港股	高收益债	全球债券	发达股指	全球债券	高收益债
利率债	-1.8%	原油	现金	USDCNY	港股	原油	A股沪深300	黄金	港股	A股沪深300	可转债	原油	利率债	USDCNY	USDCNY	港股	USDCNY
USDCNY	-6.5%	A股中证500	USDCNY	可转债	A股沪深300	A股中证500	全球债券	USDCNY	可转债	可转债	利率债	A股沪深300	现金	原油	港股	USDCNY	利率债
高收益债	-7.2%	A股沪深300	利率债	A股沪深300	A股中证500	USDCNY	黄金	原油	原油	A股中证500	USDCNY	A股中证500	USDCNY	港股	原油	原油	现金

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；数据截至2020年9月30日  
注：年化收益率和波动率采用以本币计价的月度资产价格回报率计算。

[返回目录](#)

# 方差协方差矩阵及波动率

	利率债	高收益债	可转债	全球债券	A股沪深300	A股中证500	港股	发达股指	新兴股指	美元兑人民币	商品综合	原油	黄金	年化波动率
利率债	1.00	0.75	0.11	0.20	-0.09	-0.04	-0.07	-0.10	-0.08	0.12	-0.21	-0.29	0.01	3%
高收益债		1.00	0.13	0.17	0.00	0.10	0.05	0.06	0.12	0.06	-0.11	-0.15	-0.05	3%
可转债			1.00	-0.05	0.71	0.57	0.57	0.25	0.33	-0.20	0.25	0.00	0.08	18%
全球债券				1.00	-0.09	-0.14	0.04	0.19	0.24	0.42	0.16	0.10	0.51	5%
A股沪深300					1.00	0.83	0.71	0.40	0.50	-0.25	0.32	0.13	0.05	23%
A股中证500						1.00	0.52	0.32	0.39	-0.20	0.20	0.16	0.05	27%
港股							1.00	0.58	0.80	-0.24	0.41	0.25	0.15	21%
发达股指								1.00	0.80	-0.12	0.37	0.55	0.05	13%
新兴股指									1.00	-0.26	0.47	0.49	0.23	17%
美元兑人民币										1.00	-0.13	-0.08	0.12	3%
商品综合											1.00	0.43	0.28	15%
原油												1.00	0.14	39%
黄金													1.00	15%

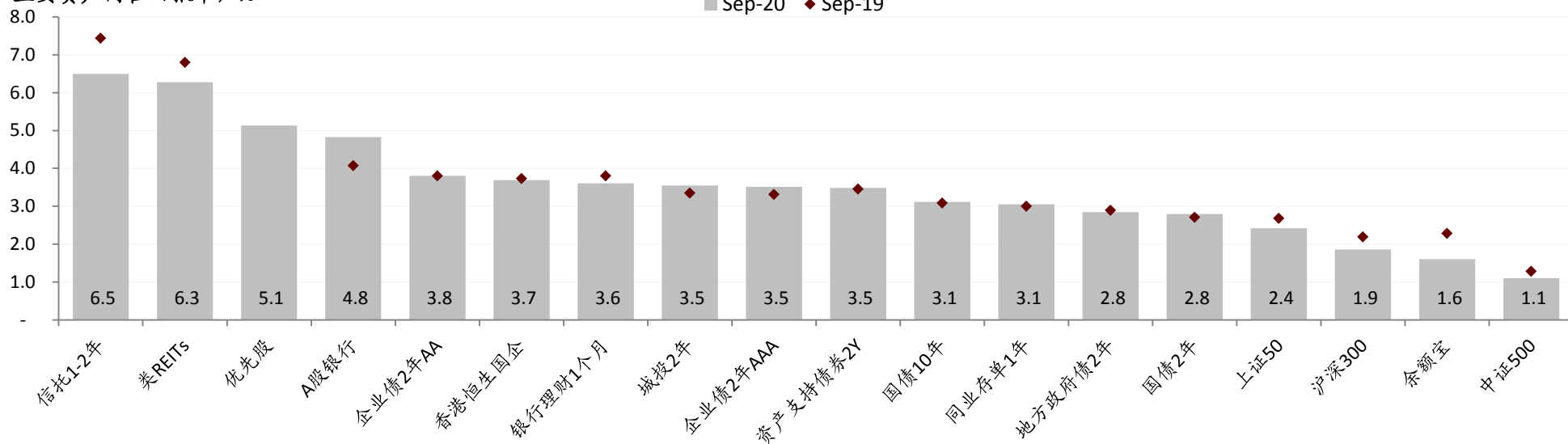
资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

注：相关系数和年化波动率采用以本币计价的月度资产价格回报率计算，计算期间为2010年9月30日至2020年9月30日。

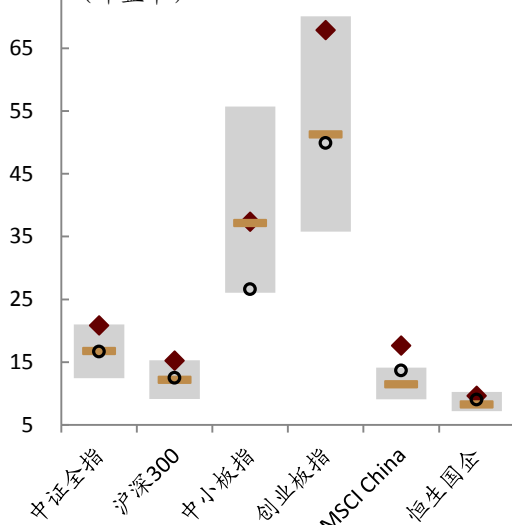
所用指数－债券：中债总财富指数；高收益债：中债公司债（AA）总财富指数；可转债：中证可转债指数；全球利率债：摩根大通全球债券指数；A股大盘股：沪深300总回报指数；A股小盘股：中证500总回报指数；港股：恒生国企总回报指数；发达市场：MSCI发达市场总回报指数；新兴市场：MSCI新兴市场总回报指数；外汇：人民币兑美元；商品：CRB指数；原油：布伦特原油价格；黄金：伦敦黄金价格指数。

# 资产收益率和估值

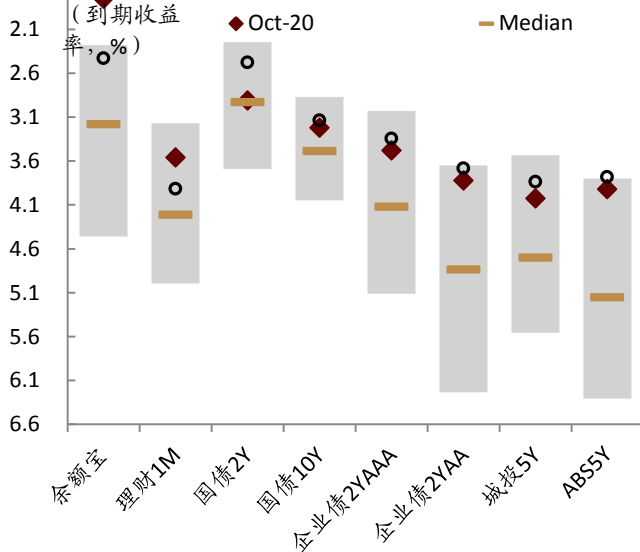
主要资产内在回报率，%



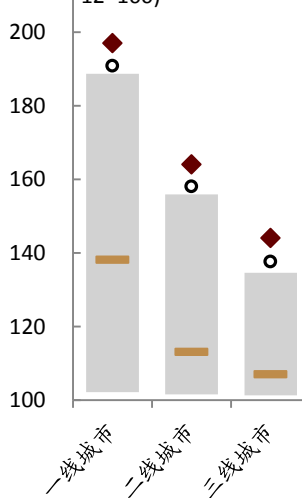
(市盈率)



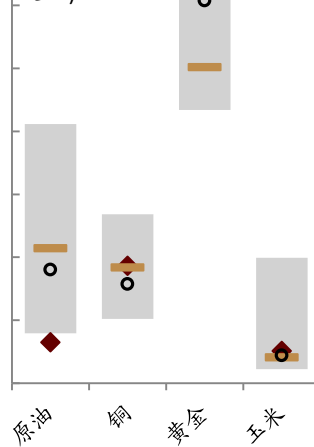
(到期收益率，%)



(价格指数，2010-12=100)

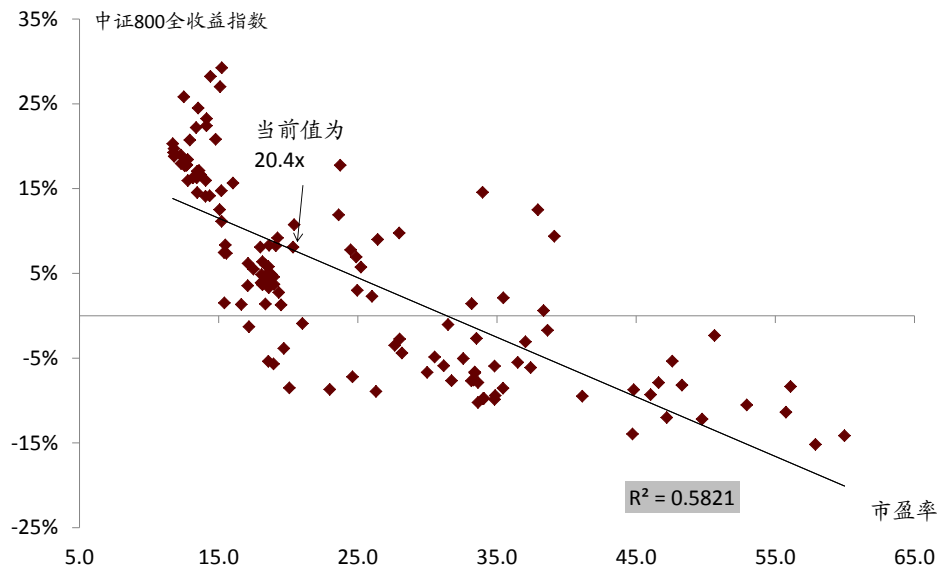


(价格，经缩放处理)

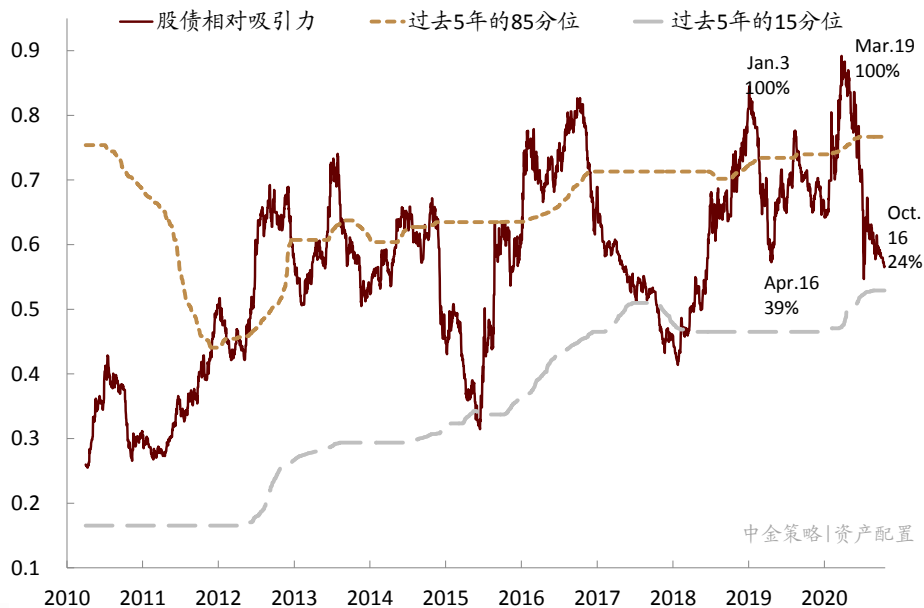
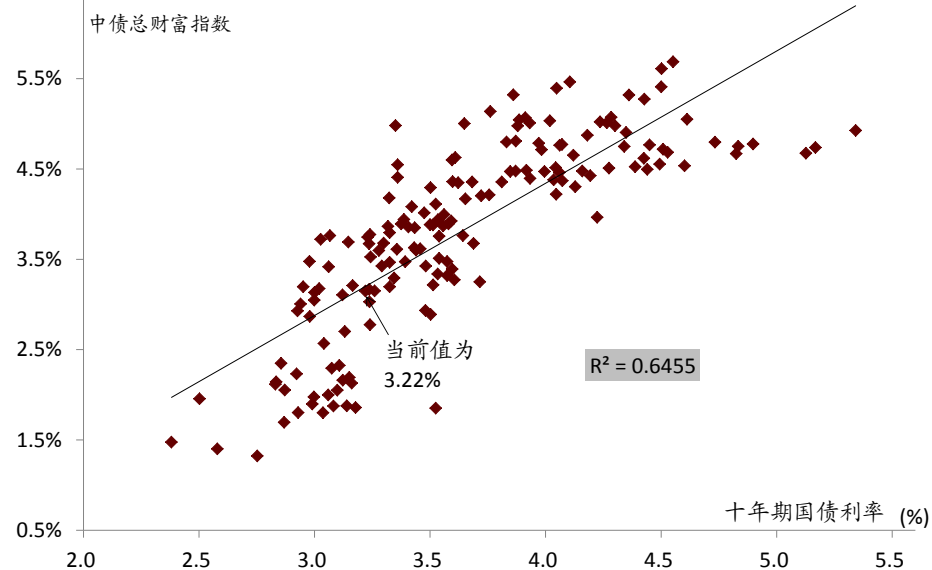


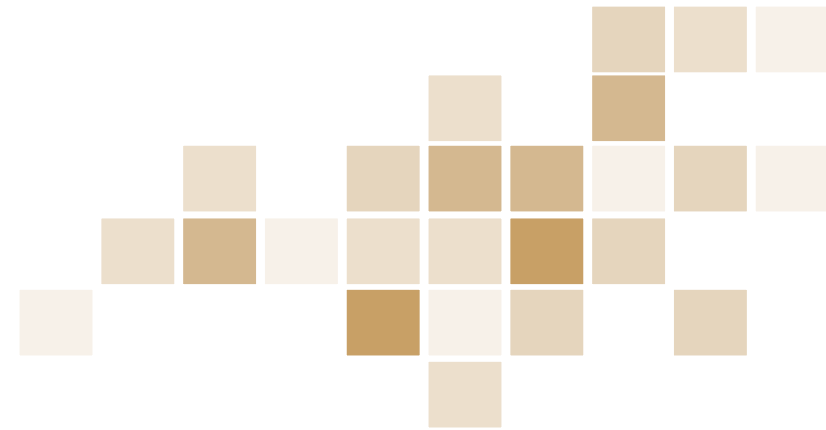
# 长期股票和债券收益率

市盈率与未来三年年化回报率



十年期国债收益率与未来五年年化回报率





# 固定收益



分析员 陈健恒

SAC 执证编号: S0080511030011

SFC CE Ref: BBM220

分析员 许 艳

SAC 执证编号: S0080511030007

SFC CE Ref: BBP876















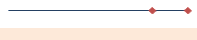
































## 核心观点

- ▶ 中国债券市场二季度以来收益率回升的幅度和时间都超出预期。源于超储率偏低，银行压降结构性存款后负债端出现缺口，同时国债和地方债又密集发行，债券供需矛盾突出推升债券收益率。
- ▶ 随着债券收益率的上升，社融的票据、信用债和信贷分项都开始放缓，造成广义流动性开始收紧，货币条件因为货币增速下降、实际利率上升以及汇率走强而收紧。叠加房地产调控开始收紧，货币条件的收紧可能会传导至经济动能，基本面开始对债市更为友好。
- ▶ 随着债券收益率回升到高于年初的水平，货币政策并无动力持续收紧流动性，近期MLF的超量续发我们预计会缓解银行依赖存单补负债缺口的压力。同时随着财政存款的投放，未来超储率也会季节性回升，从而缓解目前流动性的困境。另外，近期富时罗素宣布将纳入中国债券，我们预计这一消息或吸引更多境外资金流入。当前，中国债市配置价值凸显，中外利差持续位于历史极值，今年以来境外机构均表现出强劲的配置需求。汇率方面，资本项下股债资金持续流入、贸易项下经常账户持续维持顺差，均支撑人民币汇率维持升值趋势。在被动指数纳入、利差和汇率多重支撑下，我们认为外资有望持续流入，改善境内债市供需关系。从大类资产角度，目前债券也已经进入了较好的配置价值，因此不仅是四季度的机会，即使放到明年来看，债市也存在一定的机会。当前，中短端和超长端更具配置性价比。
- ▶ 在信用利差保护空间较低的情况下，我们认为后续信用债收益率将跟随利率债波动。年内理财规模整体稳定，加上信用债收益率对于负债端成本的覆盖能力改善，配置需求仍有支撑，但是在理财净值化转型过程中，低等级和长久期品种需求将会有所弱化，叠加到期压力持续和融资支持政策的边际退出，信用风险可能边际略有增长。

## 趋势观察

- ▶ 经济复苏的力度和持续性情况。
- ▶ 国内货币政策的态度变化。
- ▶ 银行结构性存款压降情况。

# 债券收益率持续回升，目前几乎均全面高于年初

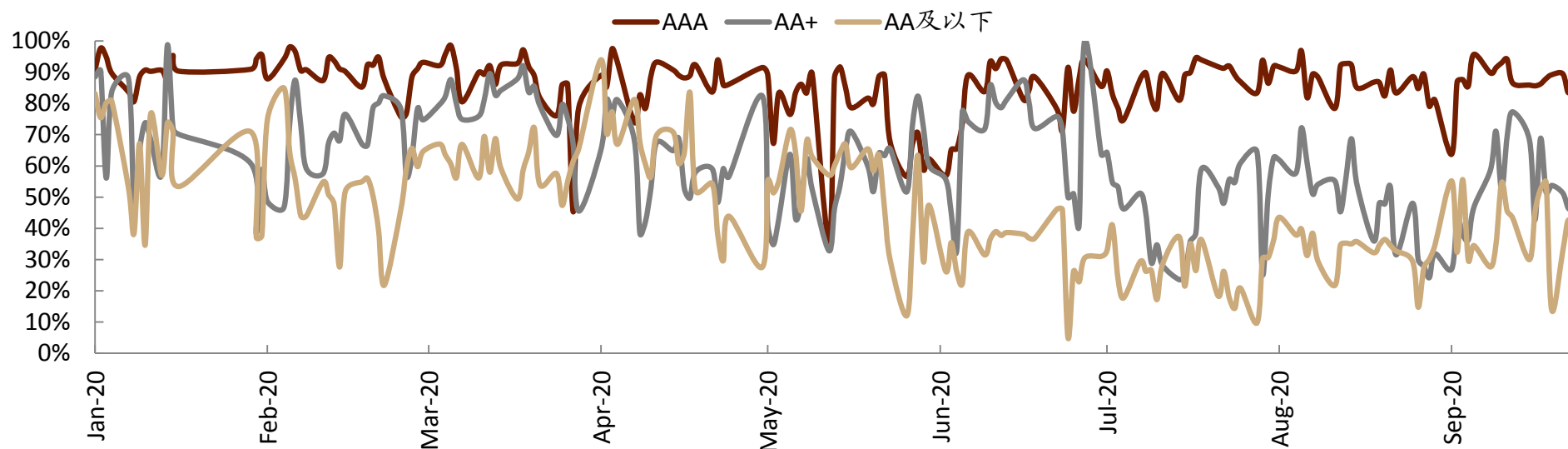
债券绝对收益率		收益率变动(BP)				年初至今	10Y	走势	最近30日在最近1年的位置		
单位:(%)	期限	收益率	1M	3M	12M	变动(BP)	分位数	1Y	1Y低	位置	1Y高
<b>国债</b>											
	1Y	2.70	8.47	54.27	13.70	28.01	41%		1.12		2.72
	3Y	3.02	17.02	46.18	21.95	27.01	46%		1.41		3.02
	5Y	3.16	16.13	44.24	14.83	24.01	42%		1.79		3.17
	7Y	3.28	9.88	29.75	9.31	21.16	35%		2.33		3.30
	10Y	3.22	9.42	27.43	5.09	7.17	27%		2.48		3.31
	20Y	3.79	8.75	24.40	27.38	31.28	35%		2.97		3.79
	30Y	3.91	8.10	21.37	11.74	17.62	35%		3.14		3.92
<b>国开债</b>											
	1Y	2.84	6.62	24.44	11.68	31.02	34%		1.19		2.90
	5Y	3.53	6.68	18.58	6.01	15.41	27%		2.13		3.67
	10Y	3.76	8.85	32.94	19.19	17.05	31%		2.79		3.77
<b>地方债</b>											
AAA	3Y	3.16	2.05	37.62	17.16	26.22	34%		1.76		3.17
	5Y	3.38	10.96	24.38	12.87	27.05	36%		2.21		3.39
	10Y	3.71	11.54	38.39	17.97	35.05	39%		2.83		3.71
<b>同业存单</b>											
AAA	1M	2.35	(26.01)	11.57	(35.14)	(29.27)	12%		0.98		3.08
	3M	2.90	24.59	49.90	10.70	19.56	34%		1.20		3.17
	1Y	3.12	8.24	46.79	7.01	12.01	32%		1.58		3.18
<b>企业债</b>											
AAA	1Y	3.21	(1.32)	14.75	8.72	6.42	44%		1.81		3.31
	5Y	3.99	1.31	3.47	12.98	27.09	53%		2.88		4.01
AA+	1Y	3.32	(4.34)	6.22	3.37	6.49	36%		1.98		3.41
	5Y	4.21	(3.94)	(2.75)	15.55	22.53	46%		3.20		4.29
<b>短融/中票</b>											
AAA	1Y	3.20	(1.33)	23.20	8.08	4.62	24%		1.76		3.30
	5Y	4.00	5.36	1.14	17.84	29.84	27%		2.88		4.03
AA+	1Y	3.35	(1.33)	17.20	6.08	9.62	21%		1.96		3.42
	5Y	4.21	0.35	(6.87)	17.83	20.83	23%		3.21		4.32

资料来源：万得资讯，中金公司研究  
备注：上图数据截至2020年10月16日。

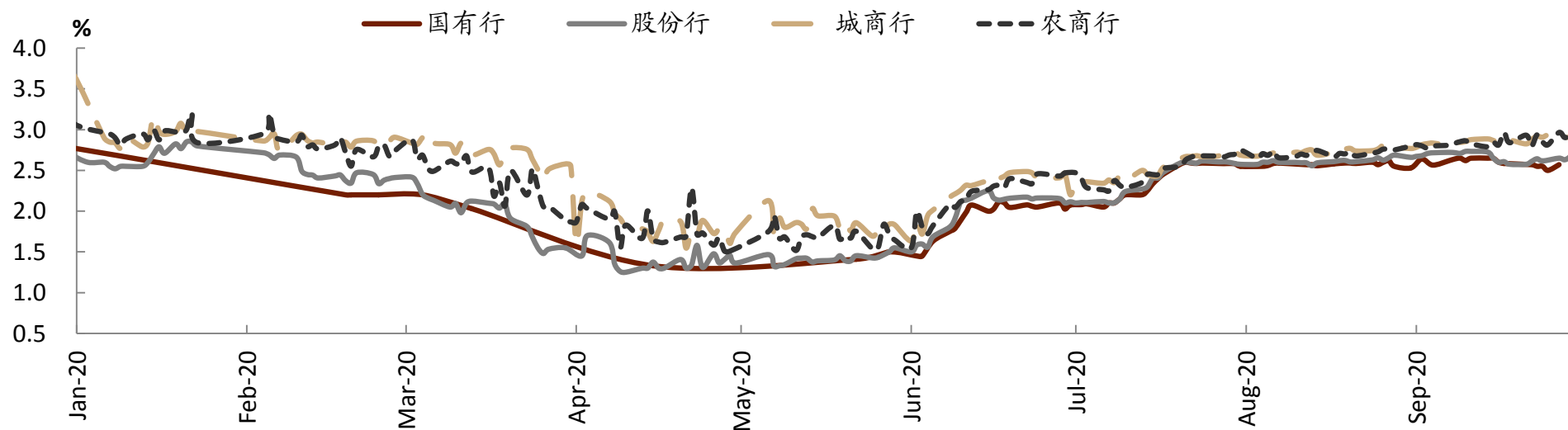
[返回目录](#)

# 银行压降结构性存款后负债端出现缺口

## 三季度同业存单发行成功率明显下降

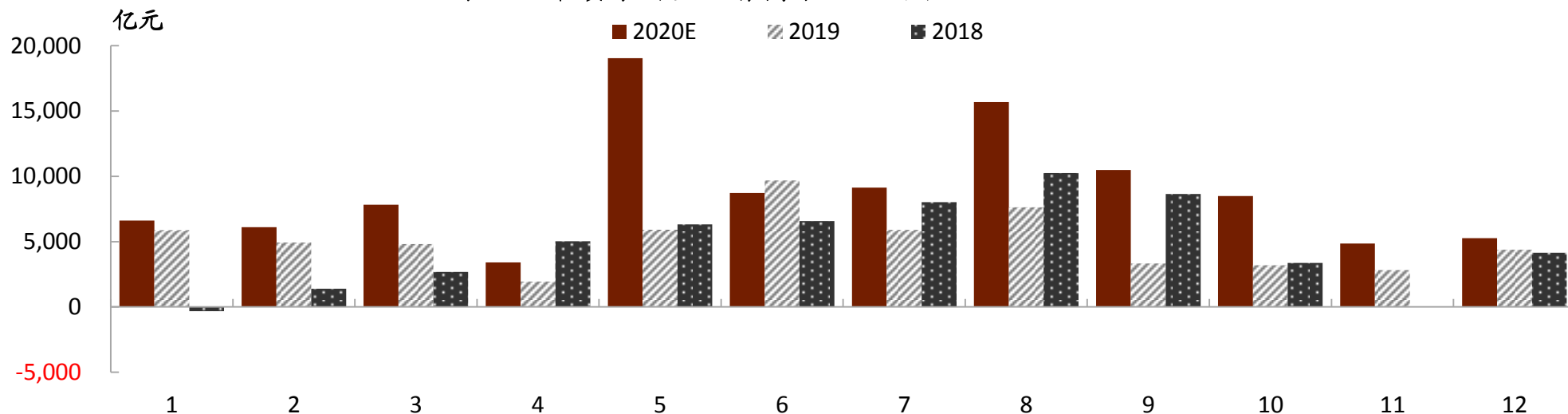


## 三季度3M同业存单发行利率上升

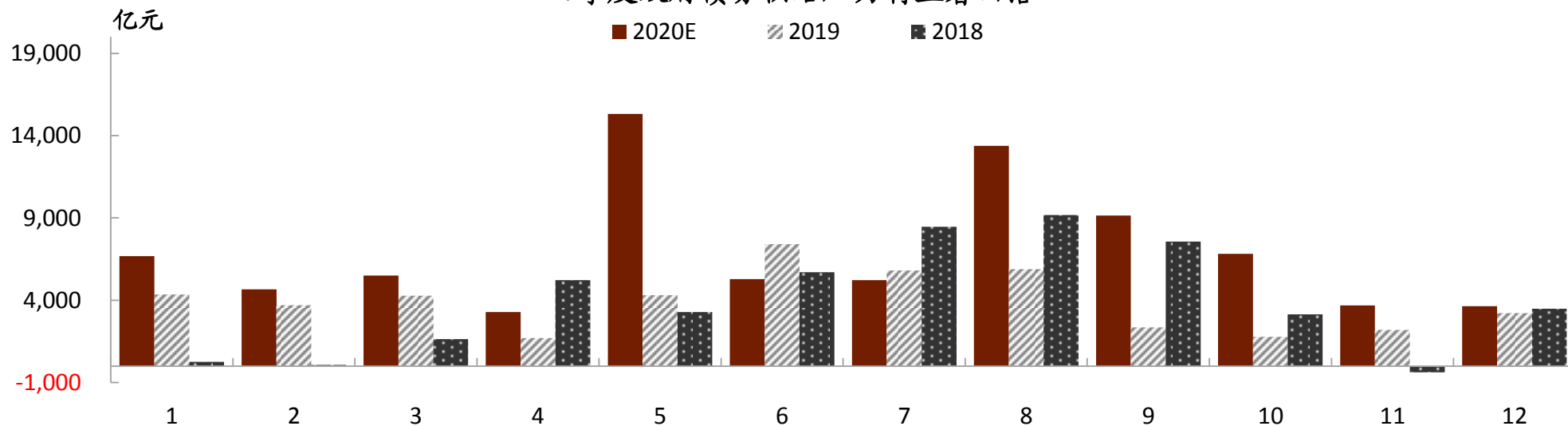


# 三季度政府债券供给压力较大，但四季度或显著回落

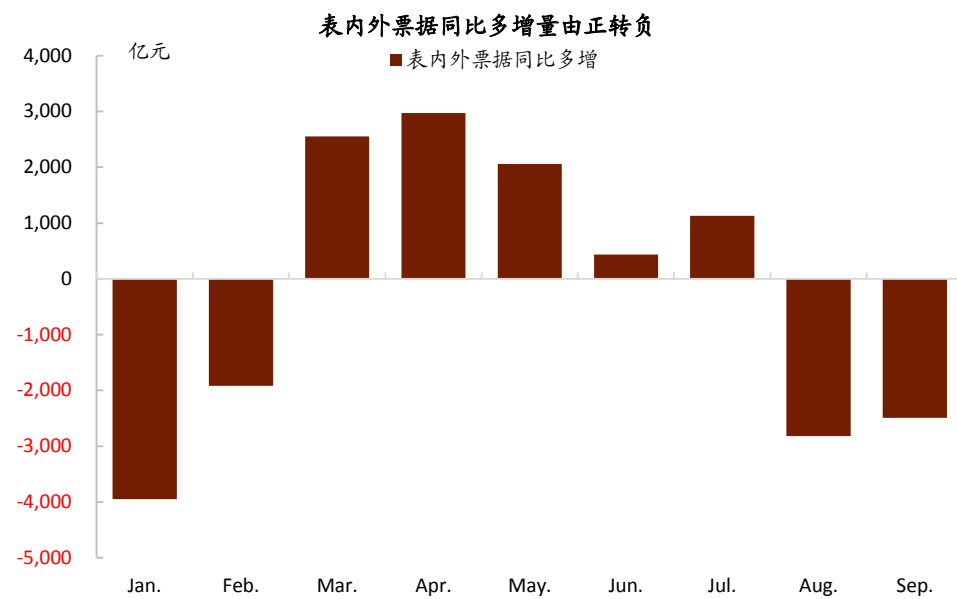
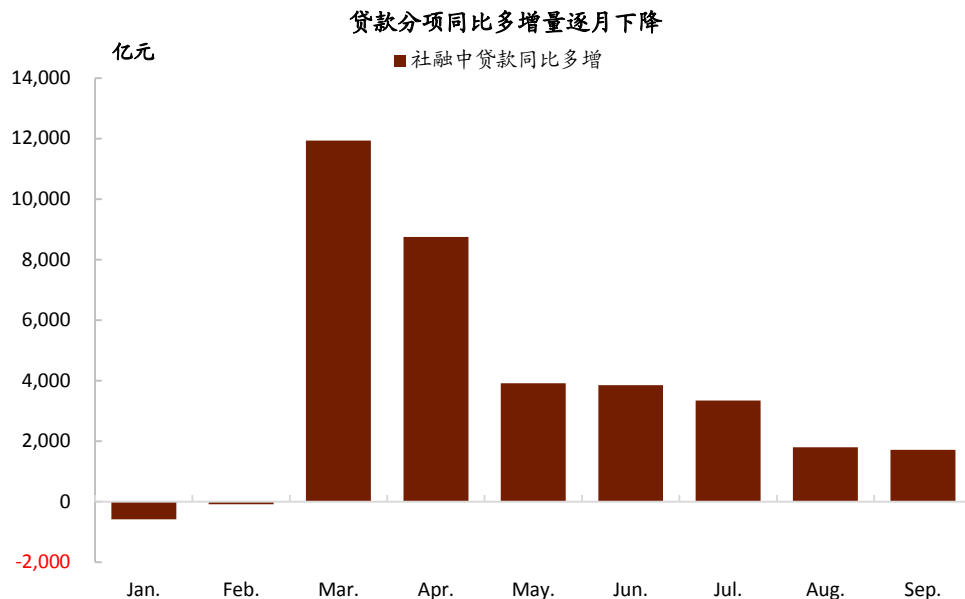
## 三季度利率债净增量显著高于历史同期，供给压力较大



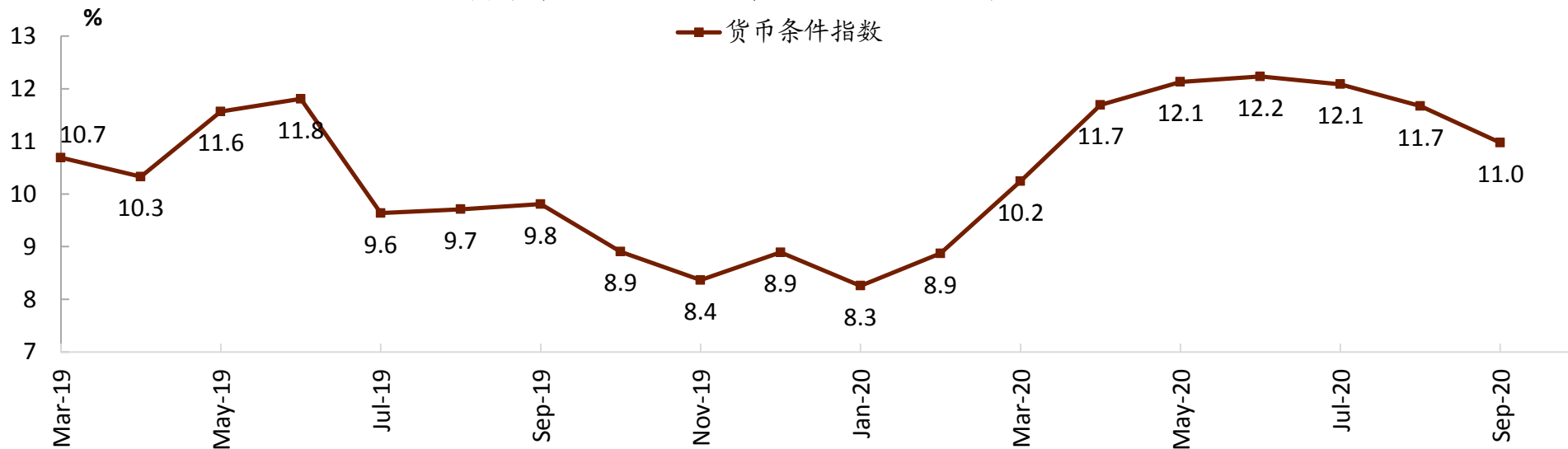
## 四季度政府债券供给压力将显著回落



# 随着收益率上升，社融分项开始放缓，货币条件现拐点

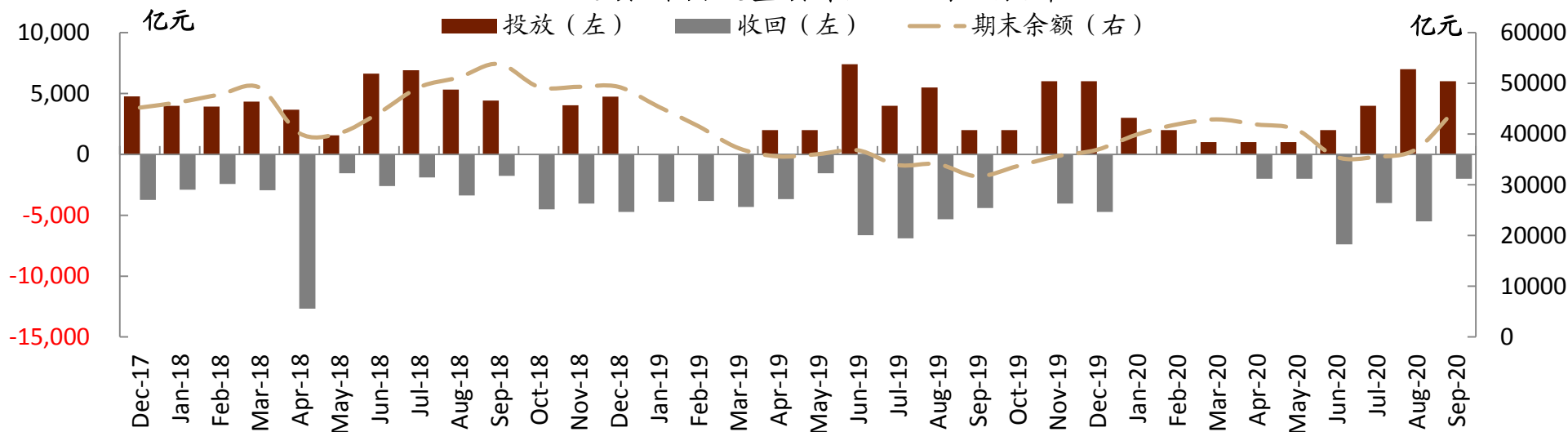


## 货币条件拐点已现，广义流动性或趋势性回落

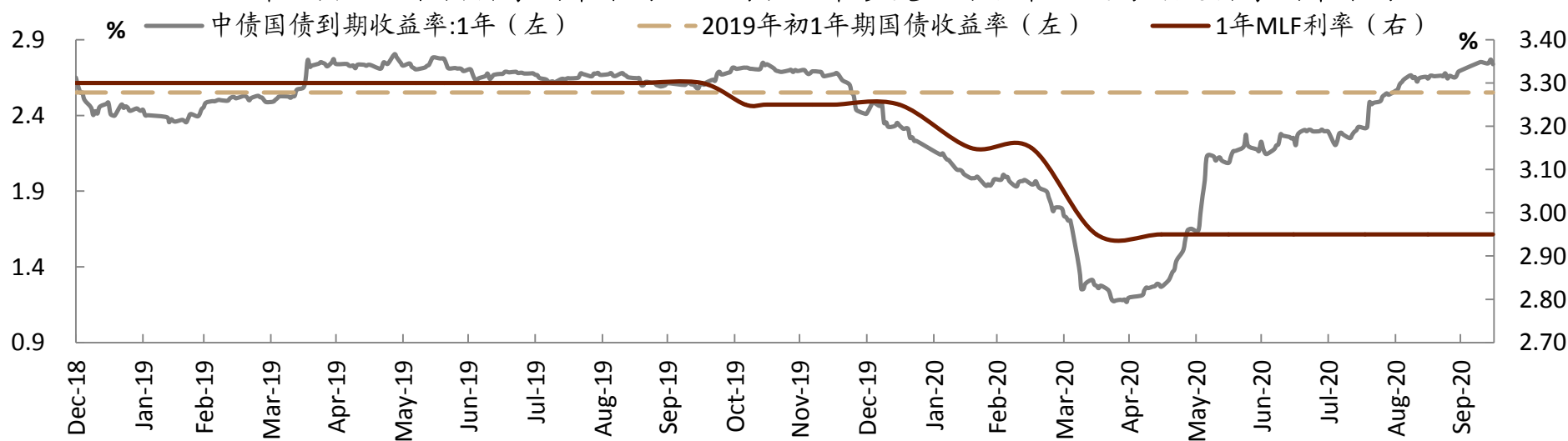


# 近期MLF超量续发，缓解银行依赖存单补负债缺口的压力

MLF连续3个月超量续作，投放余额提升



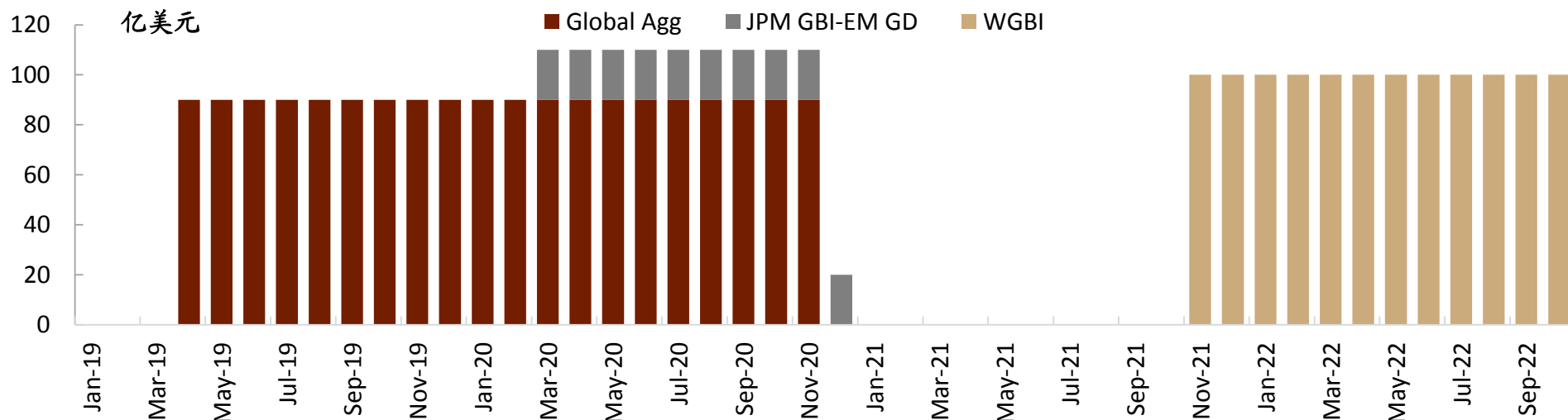
2019年11月MLF下调引导利率下行，当前收益率修复当时水平，或需再度引导利率下行



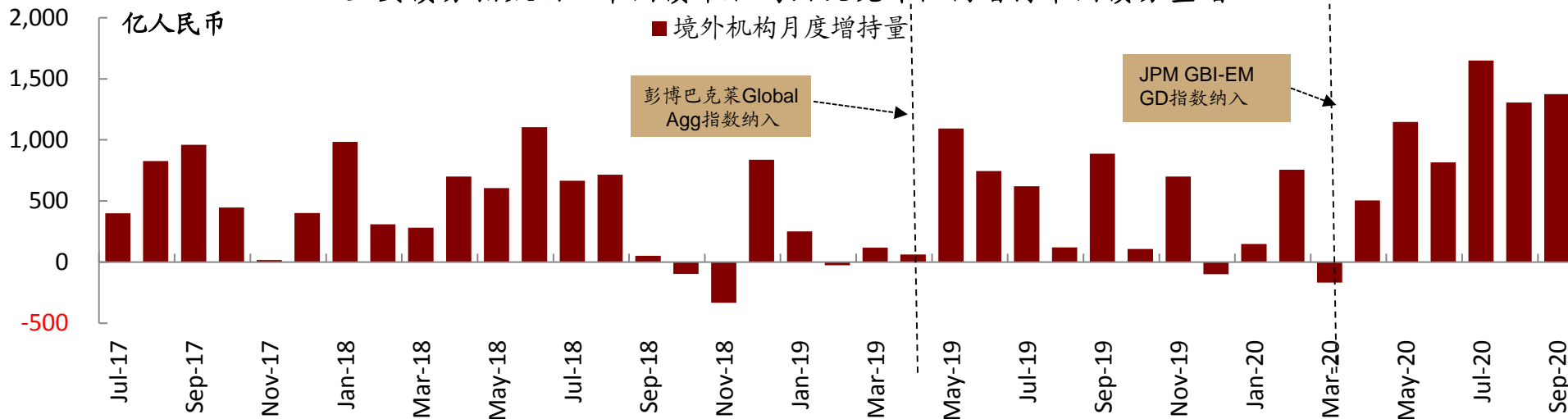
资料来源：万得资讯，中金公司研究

# 中国债券将纳入富时罗素WGBI指数，或吸引境外资金流入

预估三大债券指数带来被动资金流入



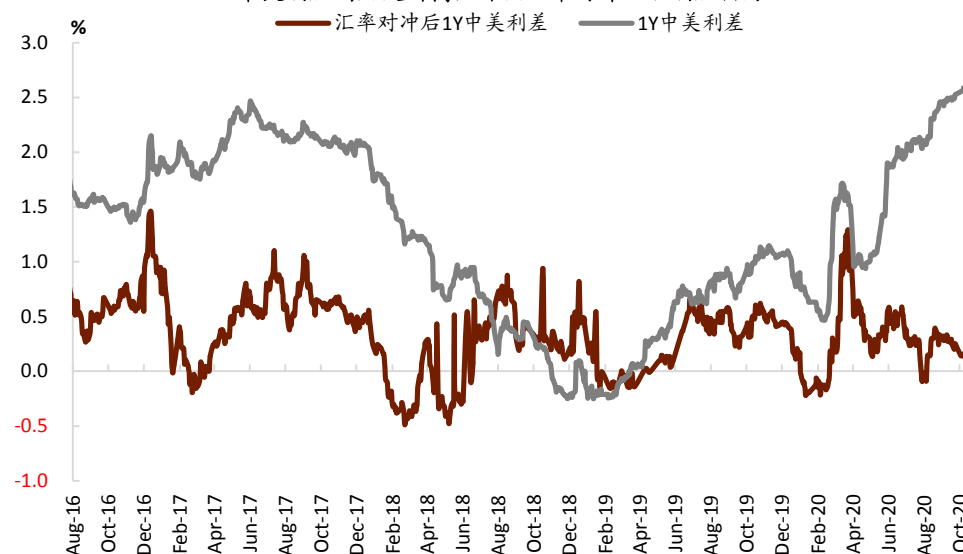
主要债券指数纳入中国债市后均出现境外机构增持中国债券量增加



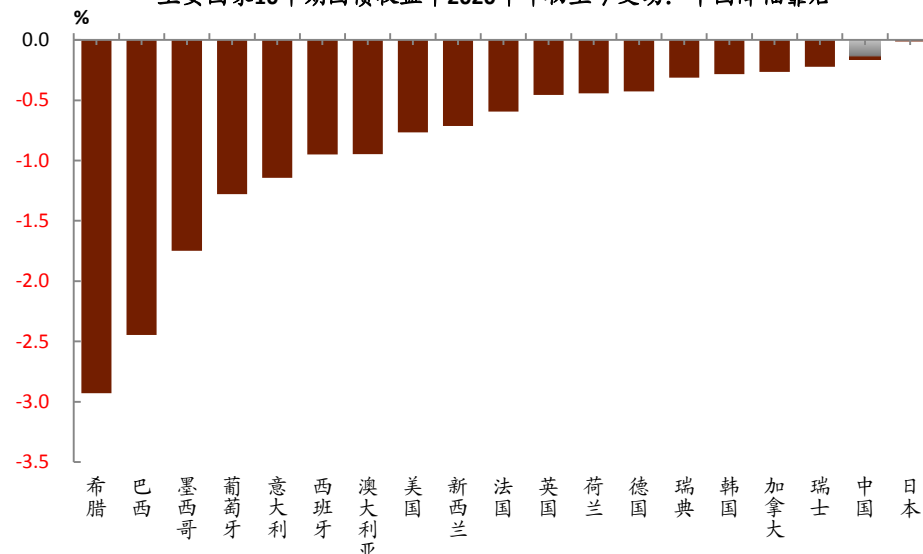
# 中外利差处于历史高位，中国债市配置价值凸显

中国与各国国债的利差 (%) (2005年以来)	欧美发达国家					亚洲发达国家	
	美国	英国	法国	德国	欧洲	日本	韩国
最高	2.49	2.95	3.56	3.85	3.77	4.10	1.86
3/4分位数	1.45	1.88	2.61	3.01	2.94	3.25	1.12
中位数	0.87	1.32	1.36	1.94	1.58	2.81	0.39
2020/6/30	2.16	2.58	2.91	3.31	3.21	2.78	1.45
最低	-2.17	-1.96	-1.25	-1.23	-1.36	0.99	-3.10
当前	2.46	2.95	3.56	3.85	3.77	3.21	1.72
目前距05年来最低点的距离	4.63	4.90	4.81	5.08	5.13	2.21	4.82
目前距05年来最低点百分位	100%	100%	100%	100%	100%	73%	99%
目前相比一季度末变化	0.30	0.37	0.66	0.54	0.56	0.42	0.27
年初至今利差走势							

中美利差创历史新高，即便汇率对冲之后利差仍为正



主要国家10年期国债收益率2020年年初至今变动：中国降幅靠后

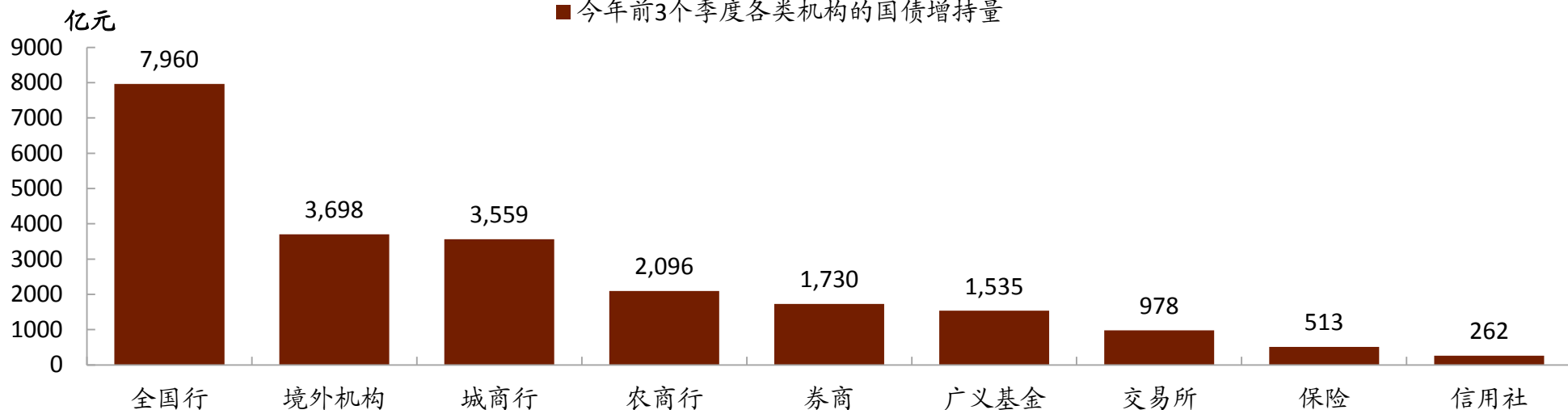




# 境外机构的一般利率债增持量雄踞前三

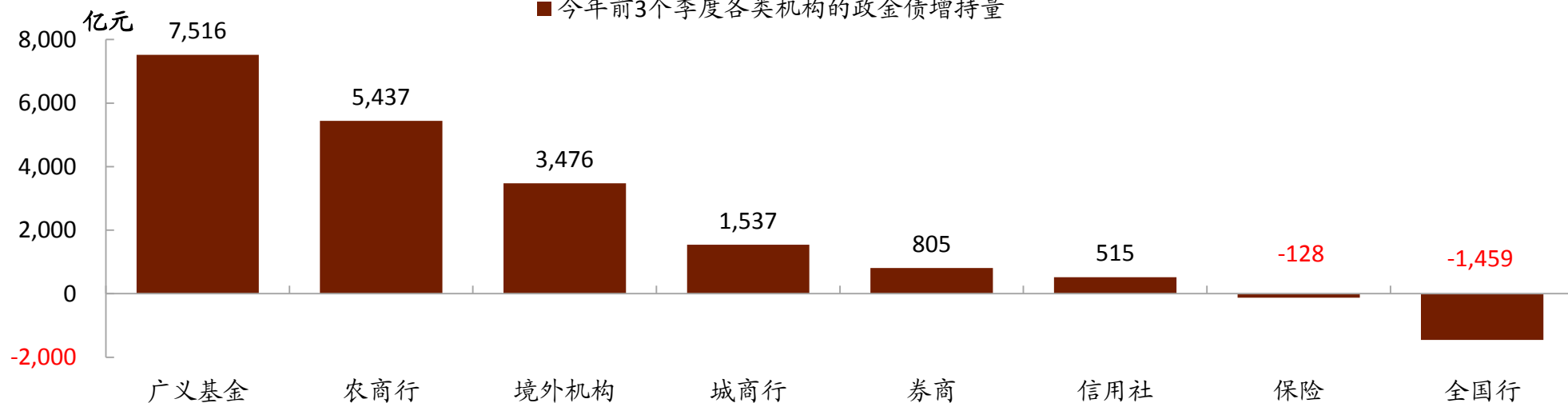
今年前3个季度境外机构的国债增持量位居各类机构第二

■ 今年前3个季度各类机构的国债增持量



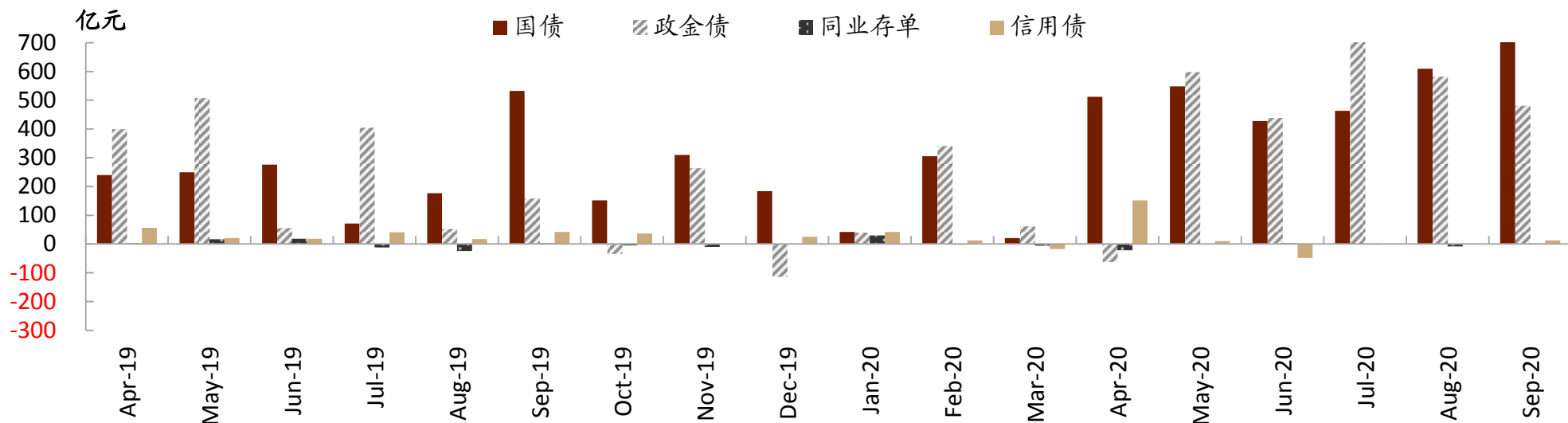
今年前3个季度境外机构的政金债增持量位居各类机构前三

■ 今年前3个季度各类机构的政金债增持量

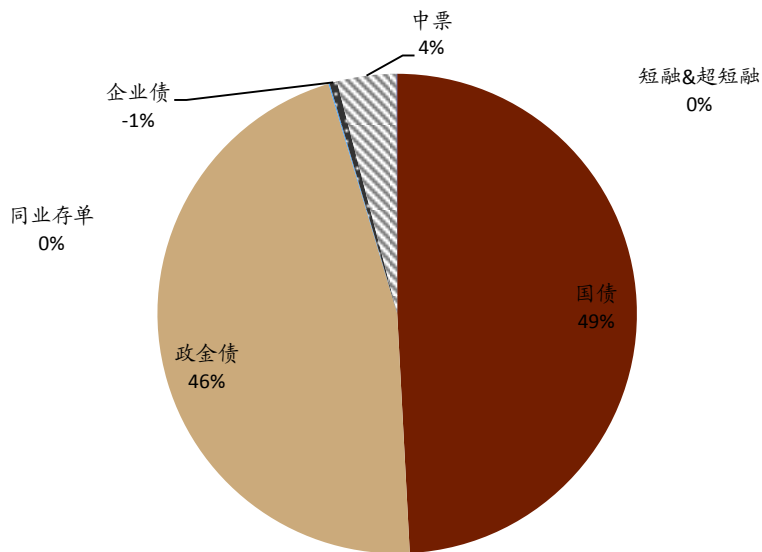


# 境外机构仍主要增持国债和政金债

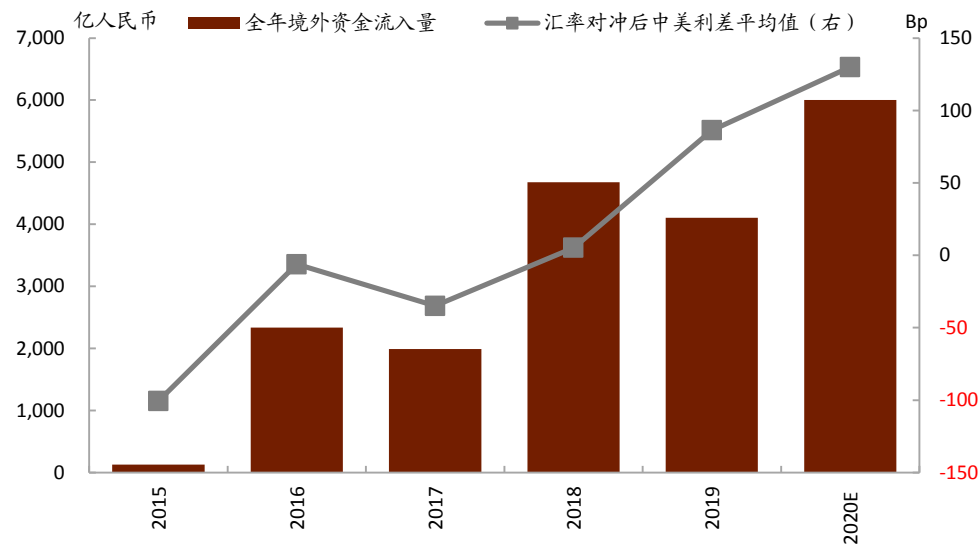
二季度以来境外机构需求维持强劲，仍主要增持国债和政金债



2020年前3个季度境外机构净增持债券品种占比



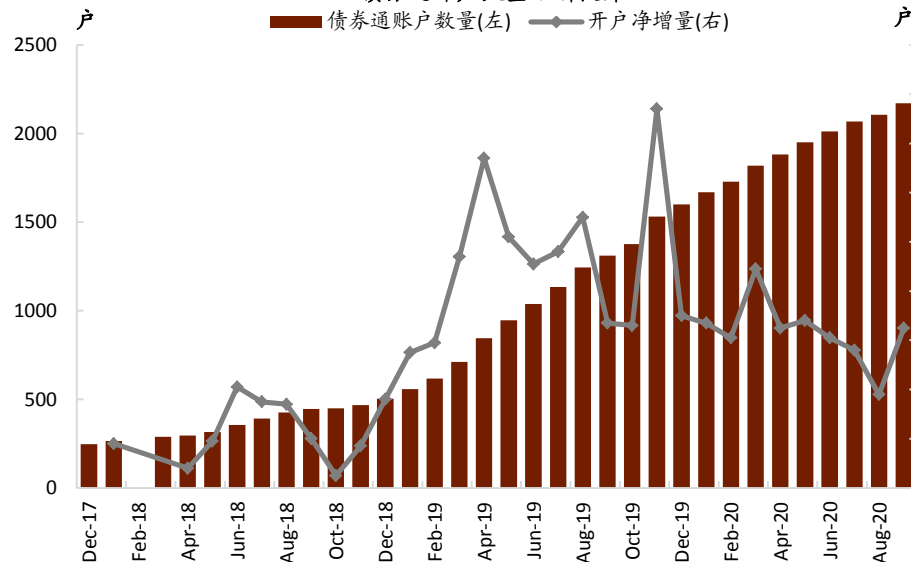
今年境外资金流入国债和政金债规模有望显著高于2019年



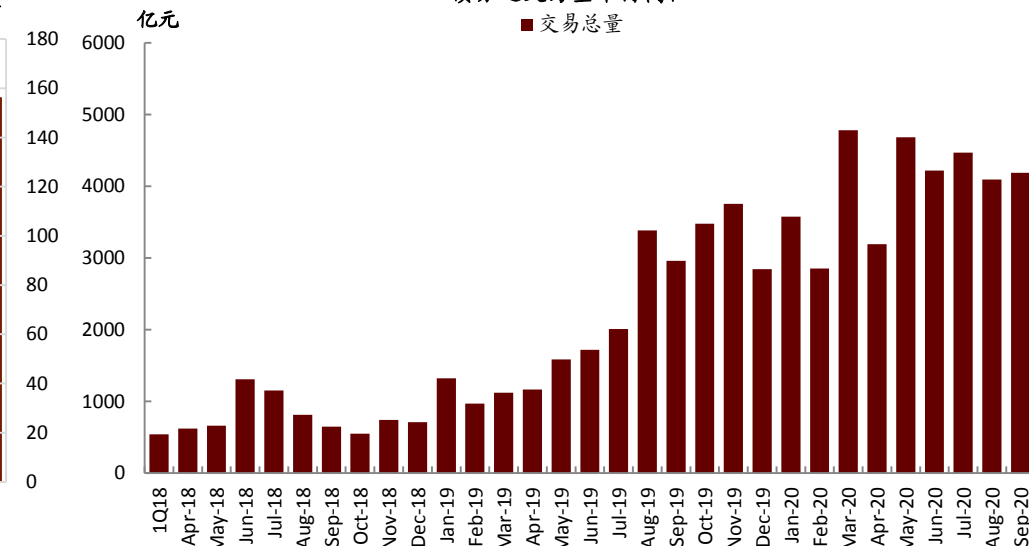
资料来源：万得资讯，中央结算公司，中金公司研究

# 债券通交易量仍维持高位

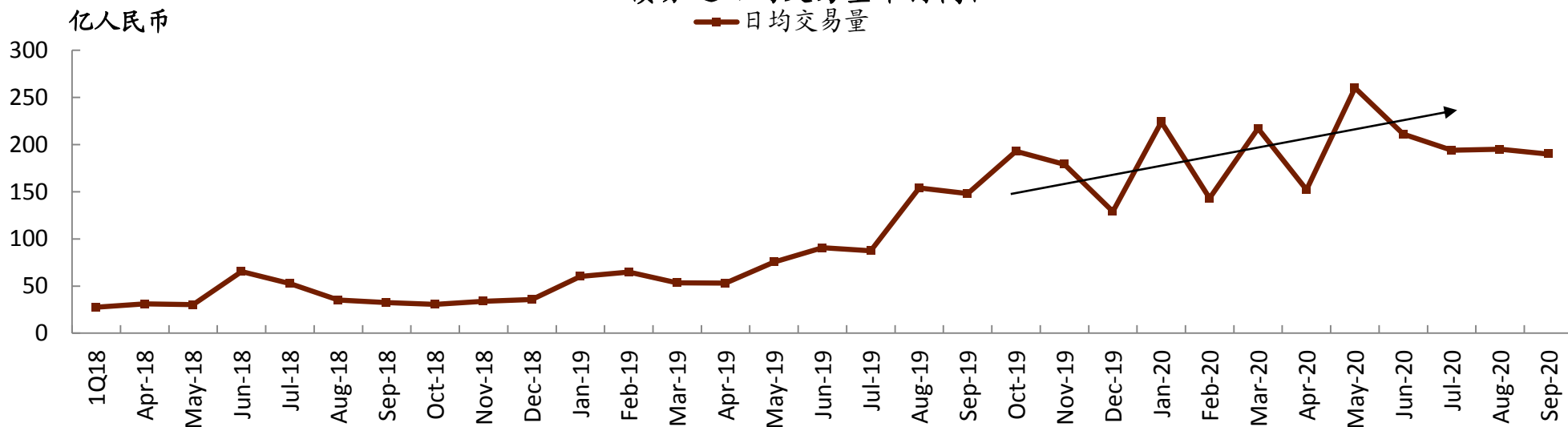
债券通开户数量不断提升



债券通交易量维持高位



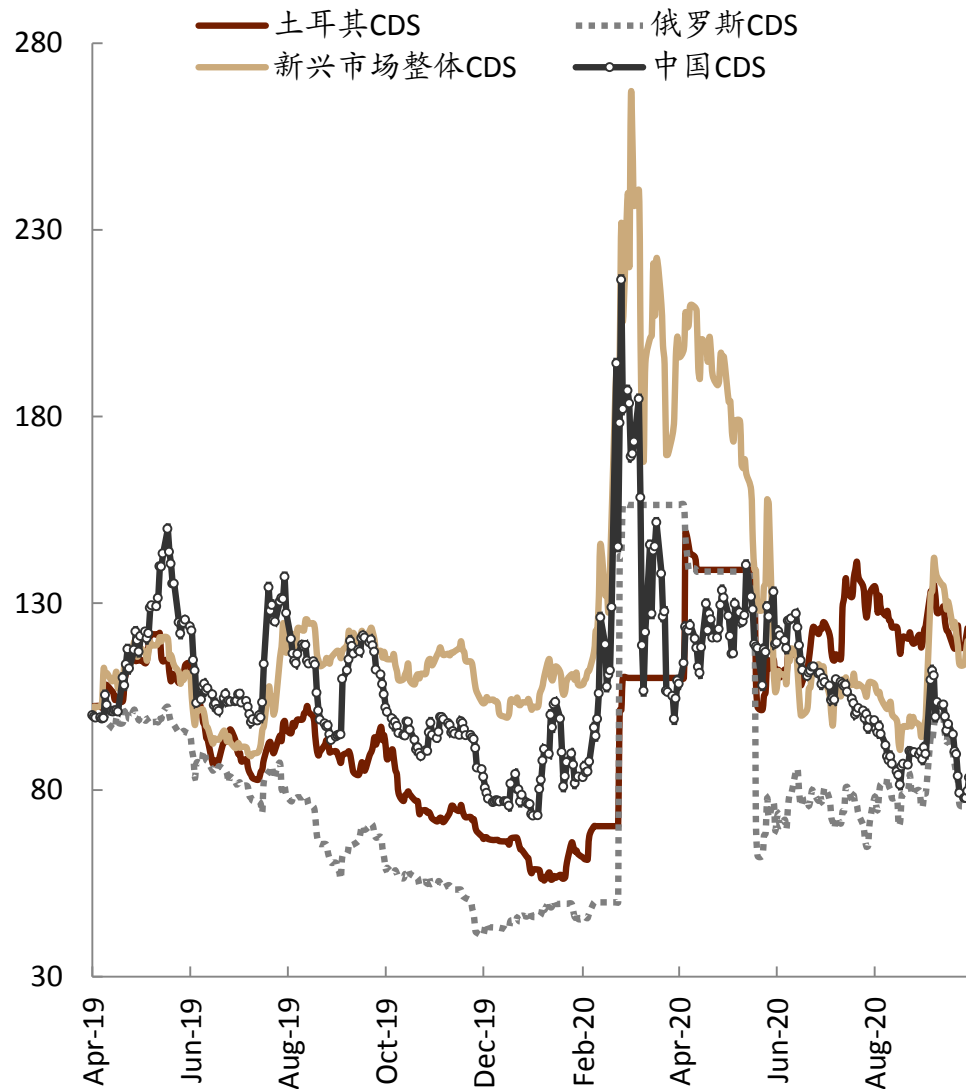
债券通日均交易量维持高位



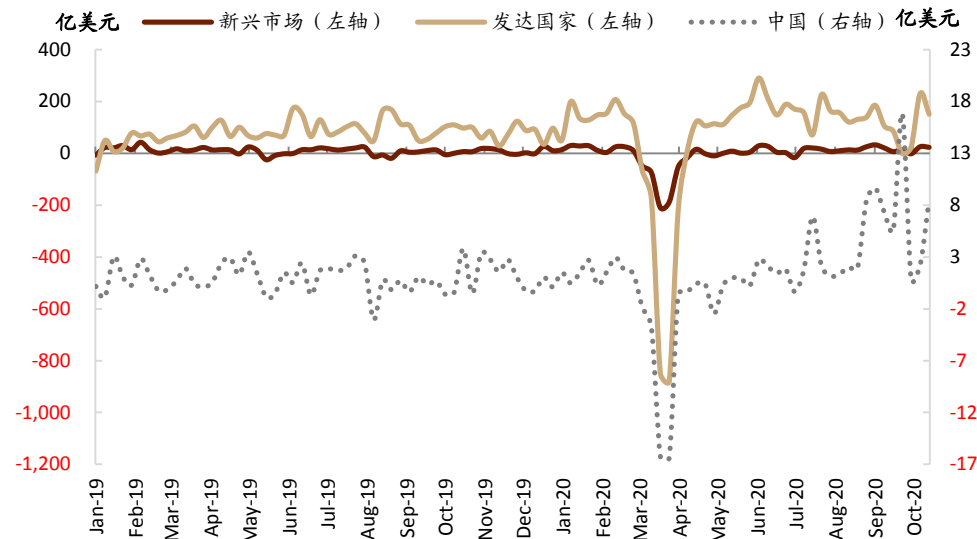
# 资本项下股债资金流入对汇率形成支撑

## 中国主权信用风险溢价回落至低位

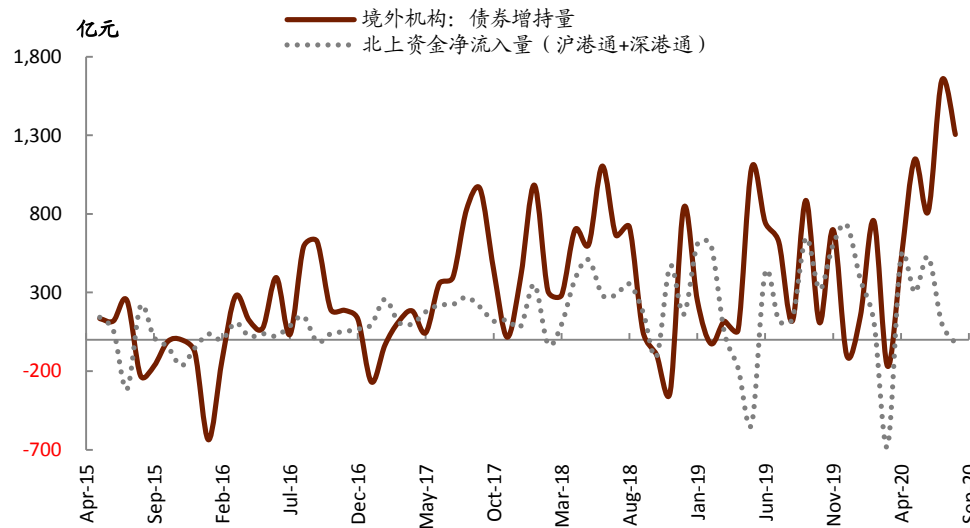
2018年7月17日=100



## 资金大幅流入发达国家和中国债券市场



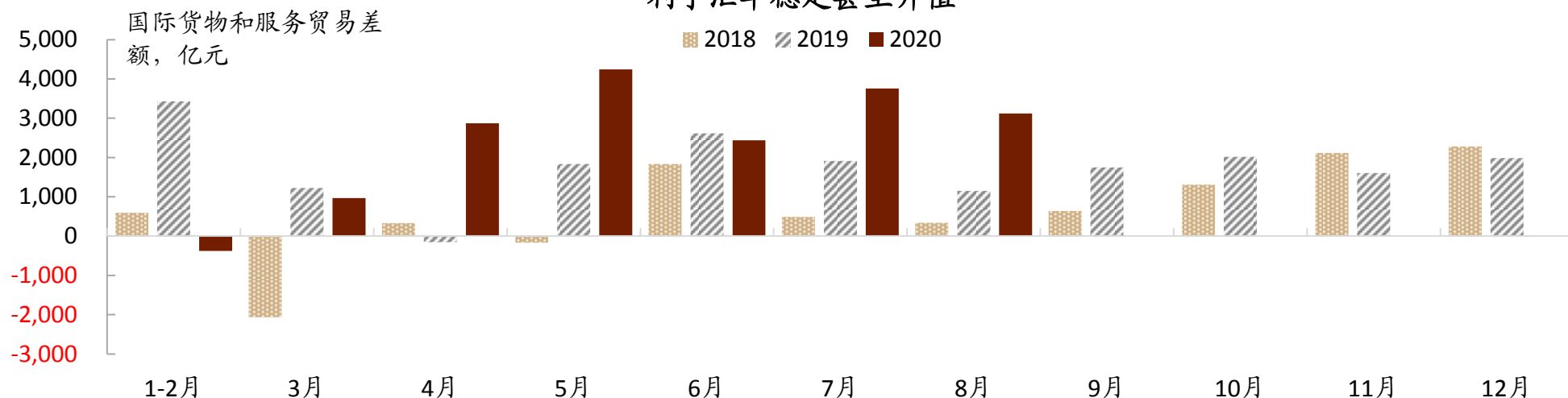
## 三季度中国股债市场均为资金净流入



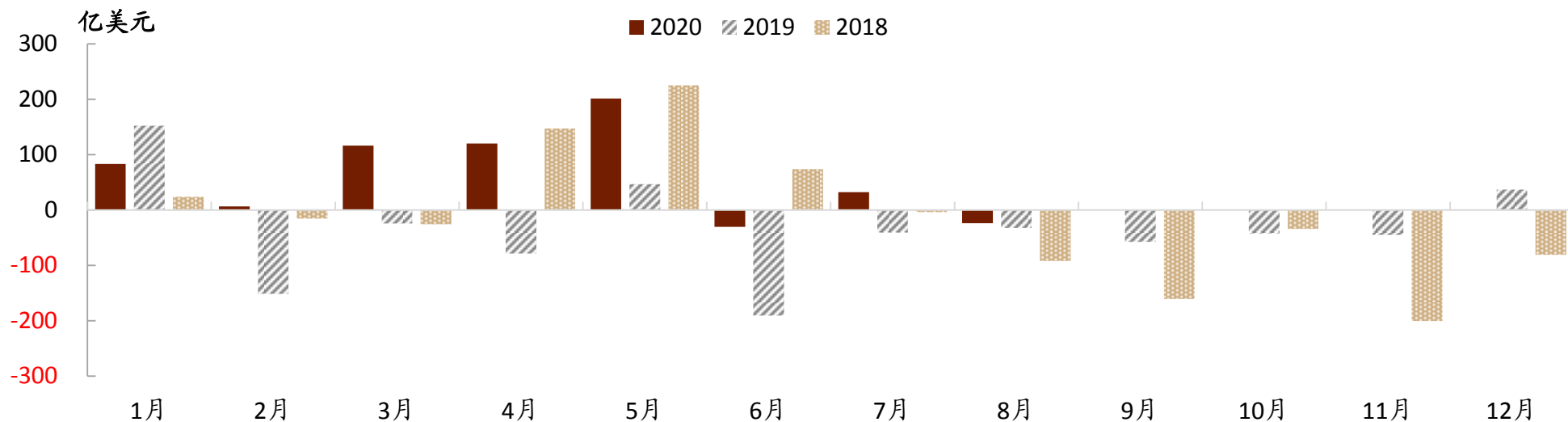
固定收益

# 经常账户顺差改善，利于汇率保持稳定或者升值

国际货物贸易顺差的扩大和服务贸易逆差的缩小使得经常项目顺差改善，  
利于汇率稳定甚至升值

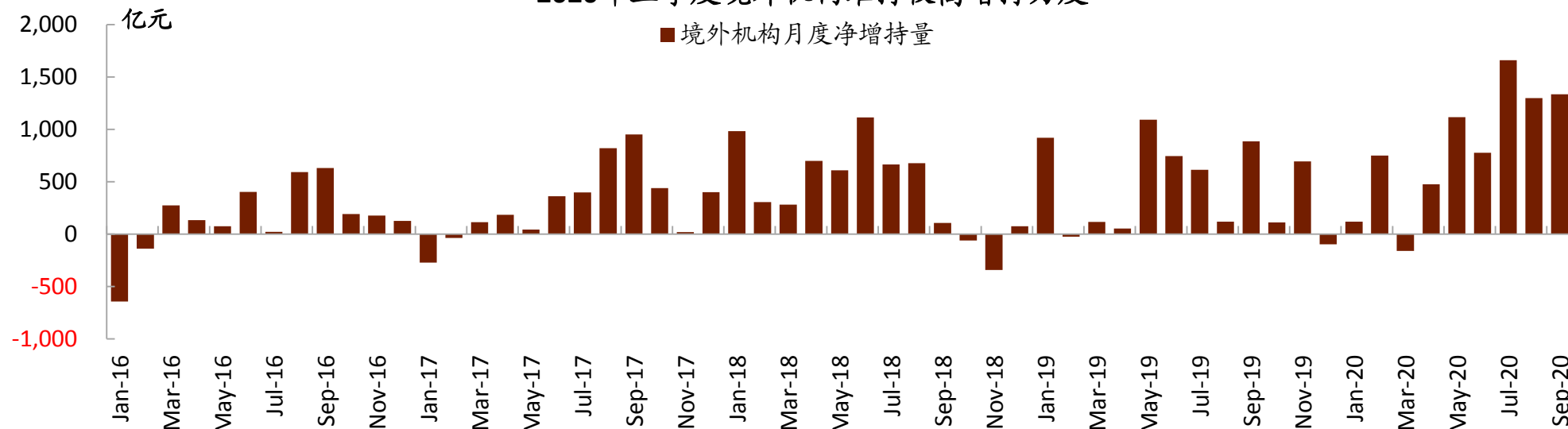


银行代客结售汇顺差高于季节性，企业对人民币需求较为旺盛

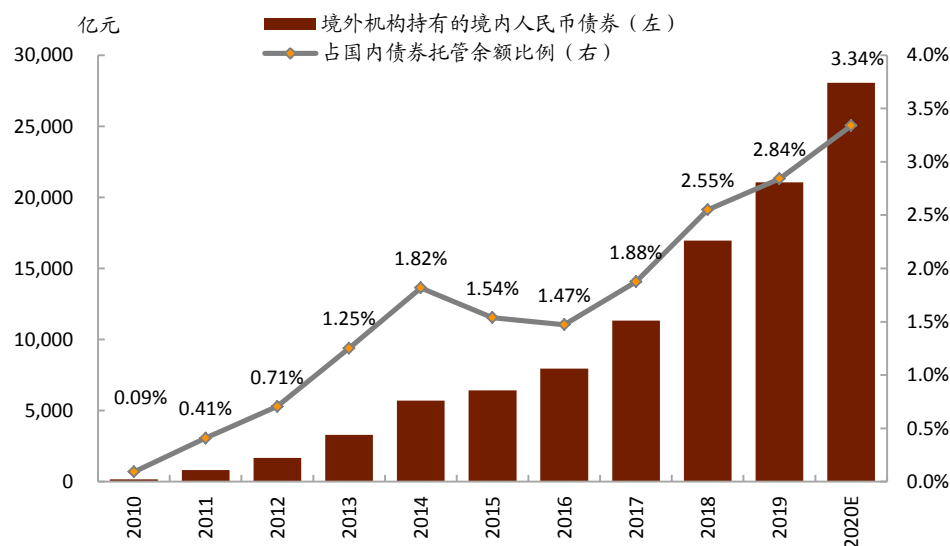


# 利差和汇率双重支持下，外资有望持续流入改善供需关系

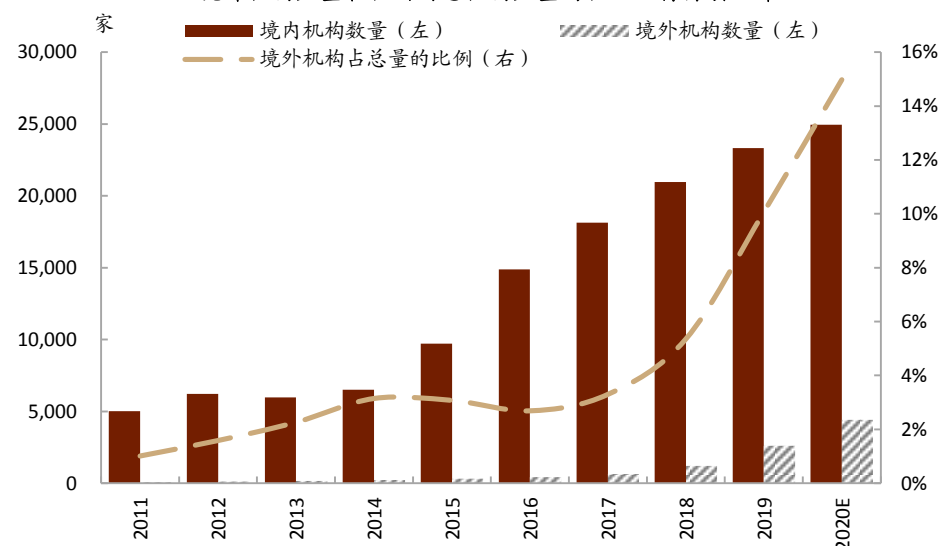
## 2020年三季度境外机构维持较高增持力度



## 境外机构近年来持有中国债券规模和占比逐年攀升



## 境外机构数量和占国内总机构数量的占比也将持续上升



# 相对价值来看，可配置中短端和超长端

债券相对收益率(%)			利差变动(BP)			年初至今	10Y	曲线	最近30日在最近1年的位置			
	期限	当前值(%)	1M	3M	12M	变动(BP)	分位数	1Y	1Y低	位置	1Y高	
期限利差(国债)												
	3Y-1Y	0.32	8.55	(8.09)	8.25	(1.00)	<div><div></div></div> 70%		0.17	<div><div></div></div>	0.52	
	5Y-1Y	0.46	7.66	(10.03)	1.13	(4.00)	<div><div></div></div> 64%		0.32	<div><div></div></div>	0.88	
	10Y-1Y	0.52	0.95	(26.84)	(8.61)	(20.84)	<div><div></div></div> 34%		0.46	<div><div></div></div>	1.47	
	20Y-10Y	0.57	(0.67)	(3.03)	22.29	24.11	<div><div></div></div> 87%		0.32	<div><div></div></div>	0.64	
	30Y-10Y	0.69	(1.32)	(6.06)	6.65	10.45	<div><div></div></div> 85%		0.57	<div><div></div></div>	0.83	
隐含税率(国开债-国债)												
	1Y	0.14	(1.85)	(29.83)	(2.02)	3.01	<div><div></div></div> 13%		0.01	<div><div></div></div>	0.52	
	5Y	0.37	(9.45)	(25.66)	(8.82)	(8.60)	<div><div></div></div> 8%		0.16	<div><div></div></div>	0.64	
	10Y	0.54	(0.57)	5.51	14.10	9.88	<div><div></div></div> 44%		0.24	<div><div></div></div>	0.60	
信用利差(短融/中票-国开债)												
AAA	1Y	0.36	(7.95)	(1.24)	(3.60)	(26.40)	<div><div></div></div> 8%		0.14	<div><div></div></div>	0.84	
	5Y	0.48	(1.32)	(17.44)	11.83	14.43	<div><div></div></div> 39%		0.27	<div><div></div></div>	0.94	
AA+	1Y	0.51	(7.95)	(7.24)	(5.60)	(21.40)	<div><div></div></div> 4%		0.30	<div><div></div></div>	0.98	
	5Y	0.69	(6.33)	(25.45)	11.82	5.42	<div><div></div></div> 17%		0.50	<div><div></div></div>	1.17	
息差(债券-FR007)												
短融 中票	AAA	1Y	0.68	(11.76)	7.99	28.05	16.68	<div><div></div></div> 34%		0.20	<div><div></div></div>	0.79
		5Y	0.83	(11.76)	1.99	26.05	21.68	<div><div></div></div> 27%		0.36	<div><div></div></div>	0.94
	AA+	1Y	1.09	(4.83)	(21.79)	24.59	38.51	<div><div></div></div> 45%		0.64	<div><div></div></div>	1.31
		5Y	1.30	(9.83)	(29.79)	24.59	29.51	<div><div></div></div> 31%		0.79	<div><div></div></div>	1.60
债券与信贷(债券-贷款利率)												
短融 中票	AAA	1Y	(1.55)	(1.33)	23.20	8.08	4.62	<div><div></div></div> 58%		(2.99)	<div><div></div></div>	(1.45)
		5Y	(0.75)	5.36	1.14	17.84	29.84	<div><div></div></div> 72%		(1.87)	<div><div></div></div>	(0.72)
	AA+	1Y	(1.40)	(1.33)	17.20	6.08	9.62	<div><div></div></div> 50%		(2.79)	<div><div></div></div>	(1.33)
		5Y	(0.54)	0.35	(6.87)	17.83	20.83	<div><div></div></div> 62%		(1.54)	<div><div></div></div>	(0.43)
固息债与浮息债												
息差 (Shibor-3M-5D)	1Y	0.01	(14.71)	(15.32)	1.30	39.14	<div><div></div></div> 89%		(0.61)	<div><div></div></div>	0.27	
	5Y	0.36	(13.50)	(24.52)	(6.73)	11.61	<div><div></div></div> 54%		0.20	<div><div></div></div>	0.63	
浮息+IRS-固息	1Y	0.24	(0.95)	4.47	1.66	19.25	<div><div></div></div> 86%		0.01	<div><div></div></div>	0.29	
	5Y	0.44	(2.18)	0.76	11.29	14.99	<div><div></div></div> 80%		0.25	<div><div></div></div>	0.51	
中美利差(国债)												
	1Y	2.58	8.47	56.27	160.70	172.01	<div><div></div></div> 64%		0.47	<div><div></div></div>	2.59	
	5Y	2.84	12.13	40.24	139.83	159.01	<div><div></div></div> 98%		1.16	<div><div></div></div>	2.85	
	10Y	2.46	2.42	13.43	104.09	119.17	<div><div></div></div> 100%		1.18	<div><div></div></div>	2.49	
其他												
10年国开债-1年IRS(FR007)		1.23	(2.02)	17.29	38.72	28.67	<div><div></div></div> 74%		0.78	<div><div></div></div>	1.58	
3M AAA NCD-1年IRS(FR007)		0.34	11.40	31.93	27.91	28.86	<div><div></div></div> 56%		(0.46)	<div><div></div></div>	0.46	
沪深300 E/P-10年国开		2.80	(26.73)	(108.56)	(180.26)	(152.10)	<div><div></div></div> 16%		2.79	<div><div></div></div>	6.31	

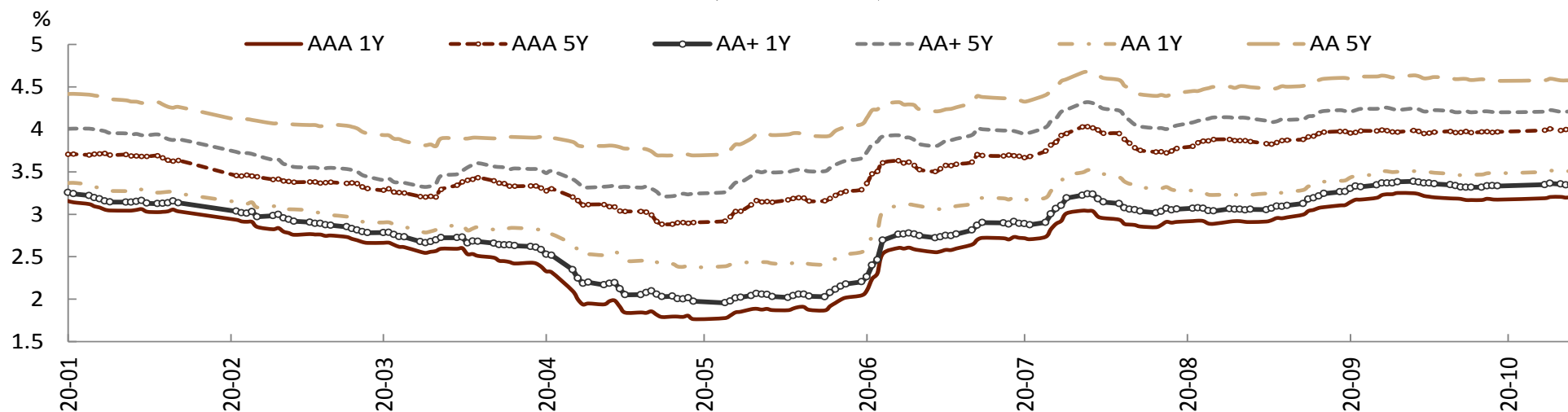
资料来源：万得资讯，中金公司研究

备注：除利率互换截至2020年10月14日外，上图其余数据截至2020年10月16日。

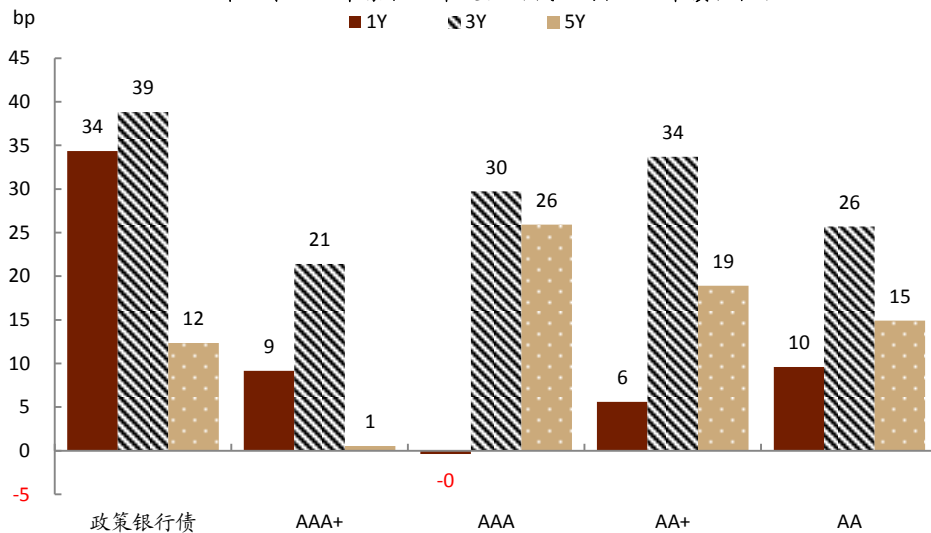
[返回目录](#)

# 信用债三季度收益率全面上行

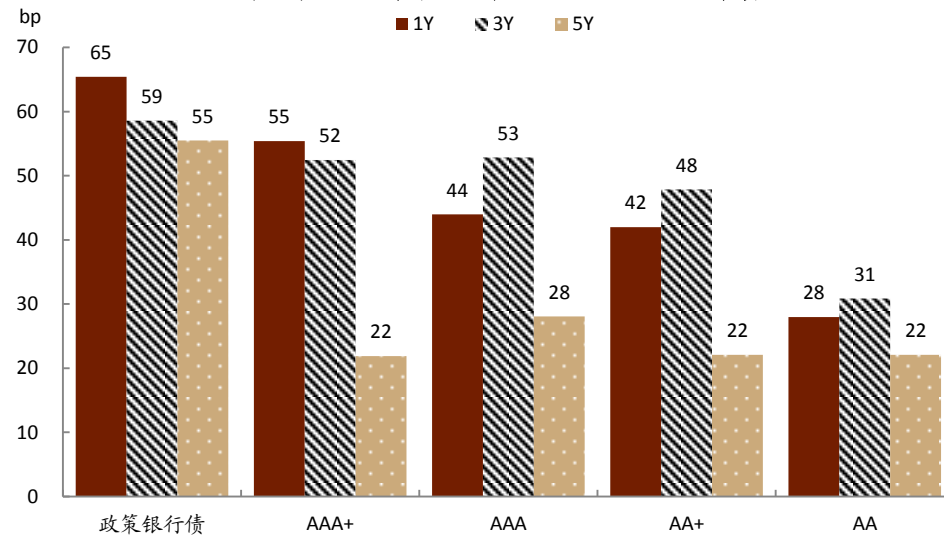
信用债历史收益率走势



2020年以来短融中票收益率变化（截至9月30日中债估值）



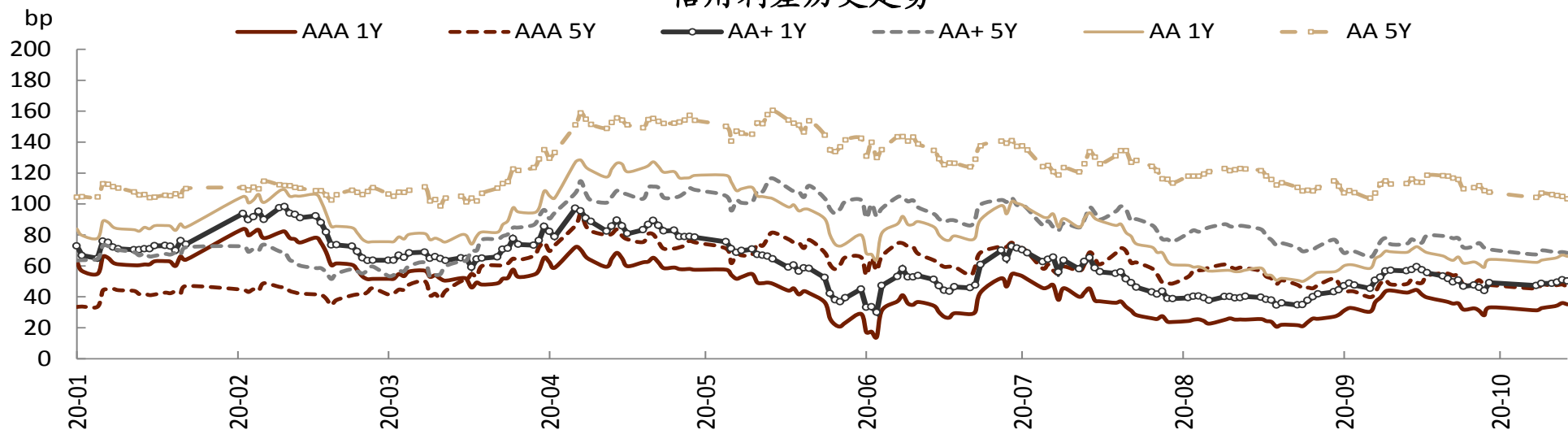
2020年三季度短融中票收益率变化（截至9月30日中债估值）



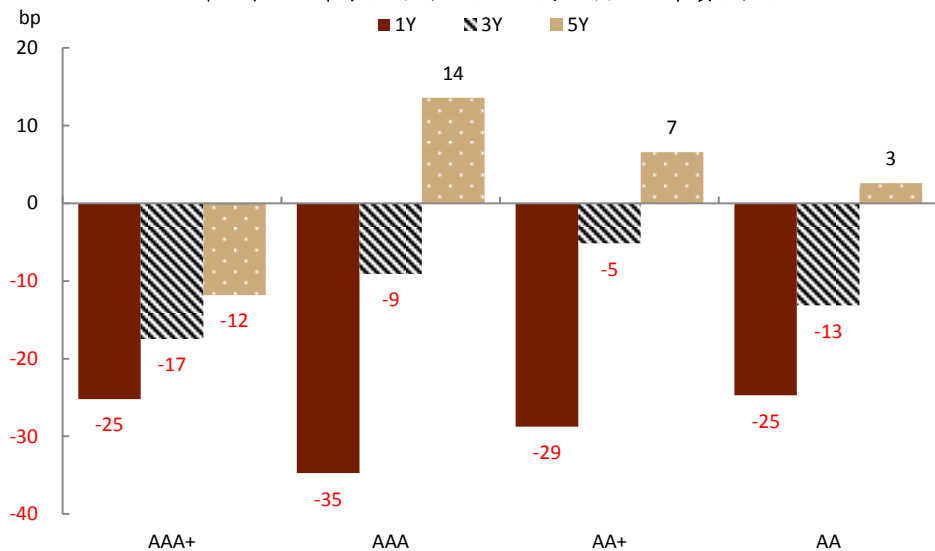


# 信用利差三季度整体被动收窄

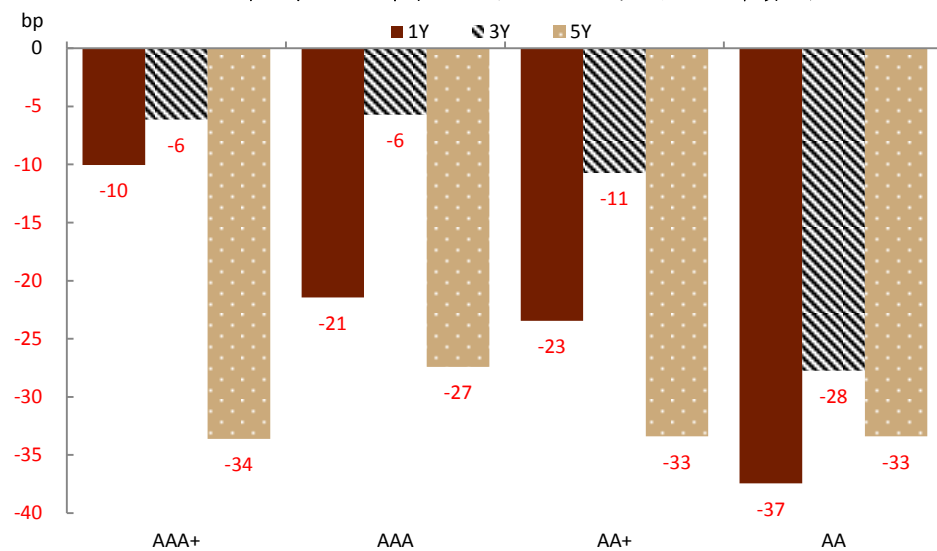
信用利差历史走势



2020年以来短融中票信用利差变化（截至9月30日中债估值）



2020年三季度短融中票信用利差变化（截至9月30日中债估值）



# 收益率和利差处于历史偏低分位数

短融中票当前收益率与历史相比所处位置（取10月16日中债估值）

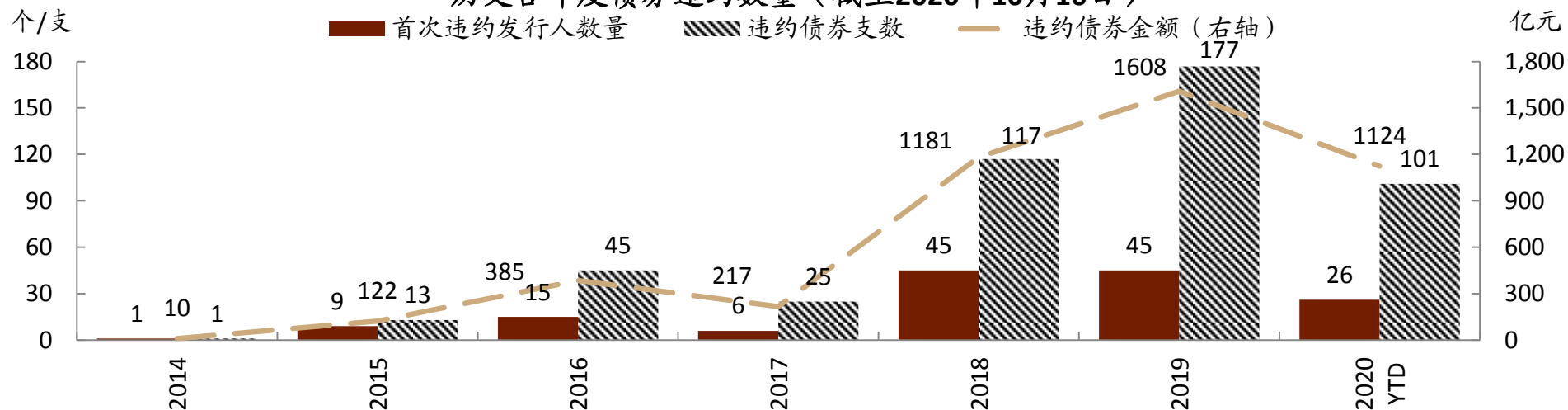
	当前水平（%）			历史中位数（%）			历史1/4分位数（%）			历史3/4分位数（%）			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	3.17	3.59	3.73	3.86	4.20	4.40	3.07	3.48	3.80	4.48	4.63	4.84	31%	30%	22%
AAA	3.20	3.72	4.00	3.77	4.19	4.50	2.97	3.50	3.89	4.57	4.76	4.99	35%	33%	30%
AA+	3.35	3.89	4.21	4.09	4.57	4.91	3.25	3.80	4.26	4.90	5.16	5.40	31%	28%	23%
AA	3.50	4.07	4.56	4.35	4.93	5.30	3.46	4.13	4.68	5.16	5.54	5.87	28%	21%	20%

短融中票当前信用利差与历史相比所处位置（取10月16日中债估值）

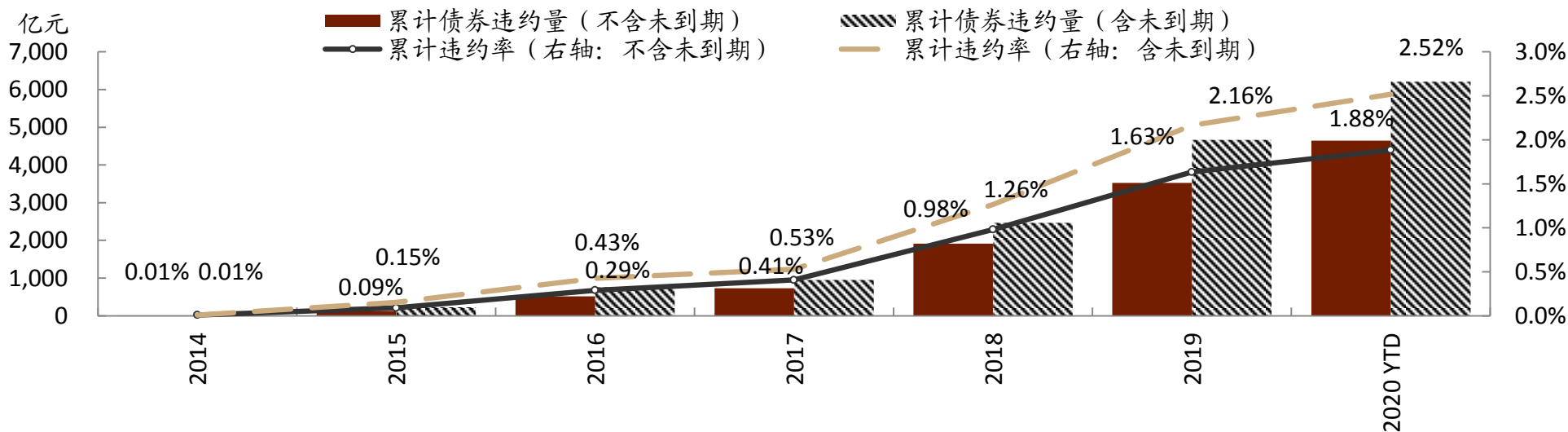
	当前水平（bp）			历史中位数（bp）			历史1/4分位数（bp）			历史3/4分位数（bp）			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	33	25	20	52	41	41	41	32	30	65	53	59	12%	13%	8%
AAA	36	38	48	57	53	57	46	43	45	71	70	81	10%	16%	31%
AA+	51	55	69	83	87	102	70	69	79	101	107	127	4%	7%	13%
AA	66	73	104	110	126	149	91	103	126	130	146	169	2%	4%	11%

# 今年以来新增违约发行人数量低于去年同期

历史各年度债券违约数量（截至2020年10月16日）

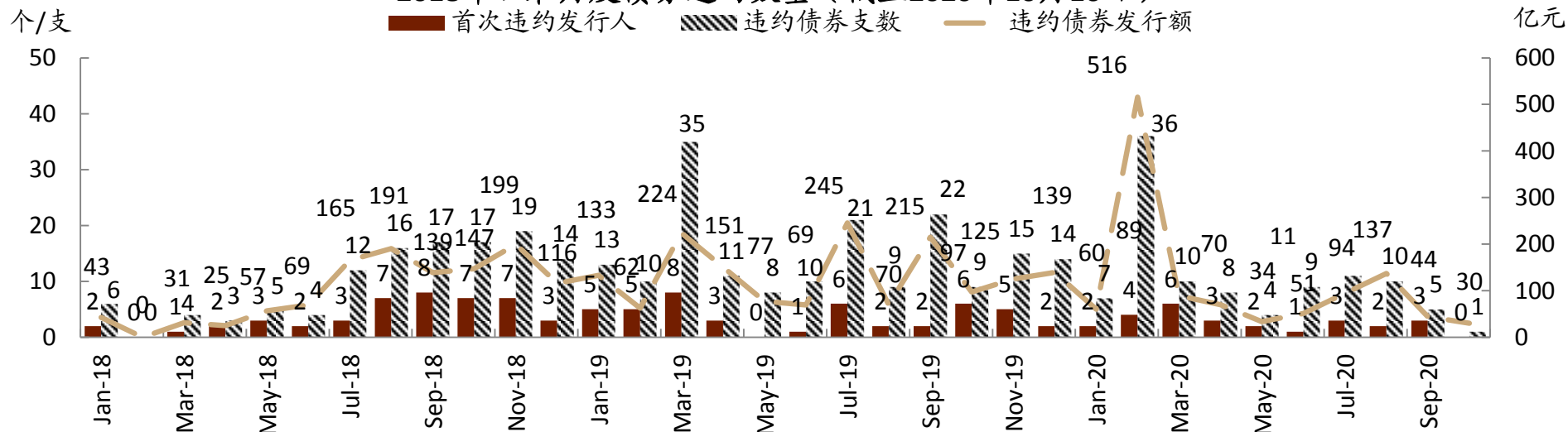


历史年度债券累计违约量和违约率（截至2020年10月16日）

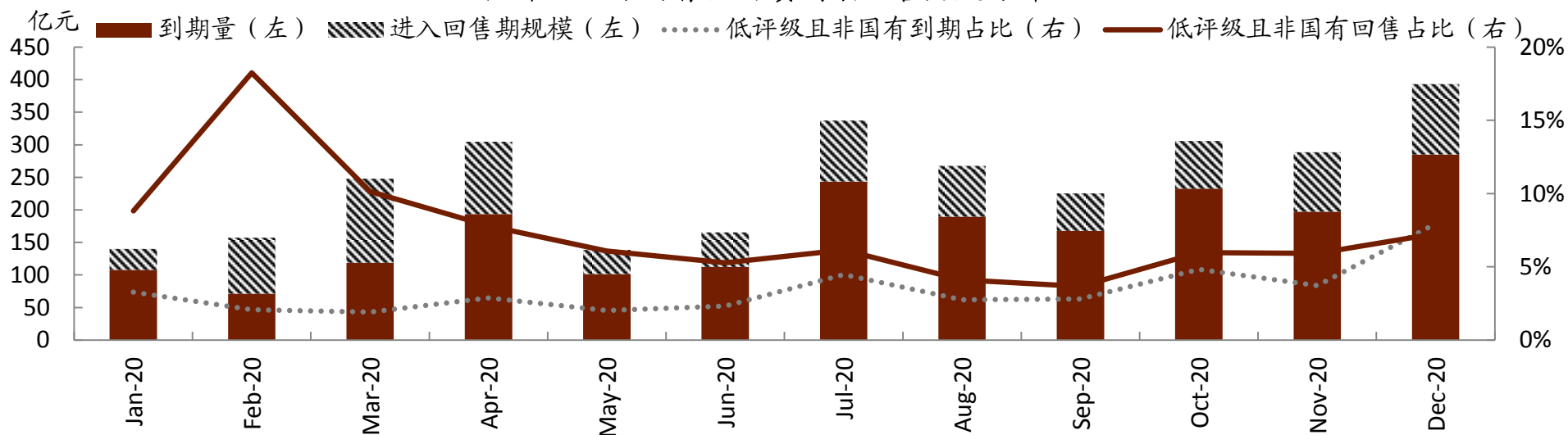


# 三季度新增违约较二季度略有抬头

2018年以来月度债券违约数量（截至2020年10月16日）



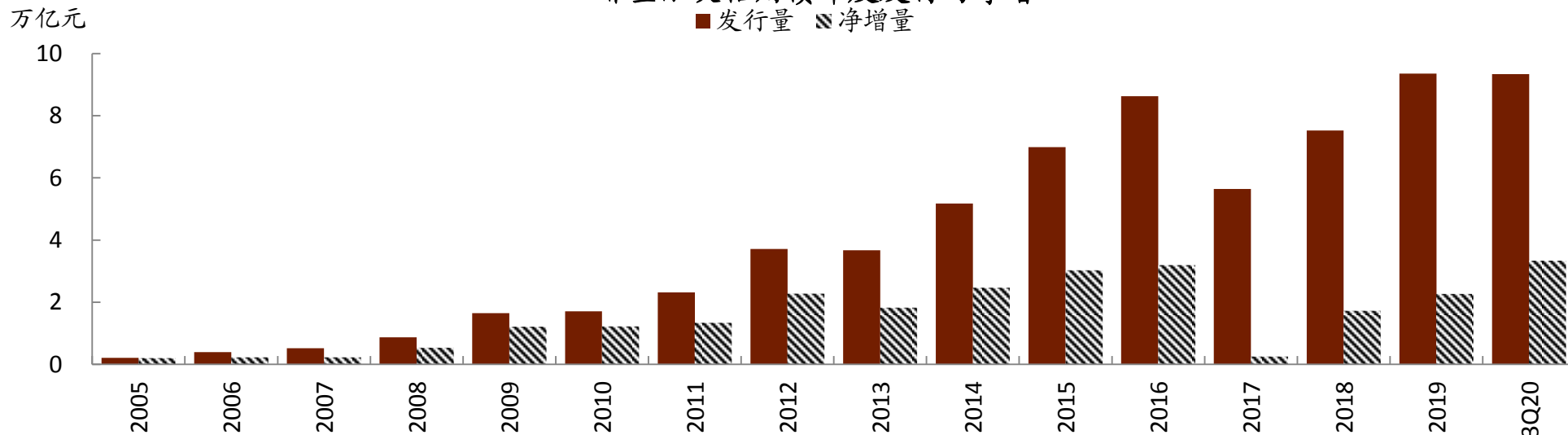
低评级且非国有信用债到期回售月度分布



# 3Q20信用债净增已超过3.3万亿元，5月以来净增放缓

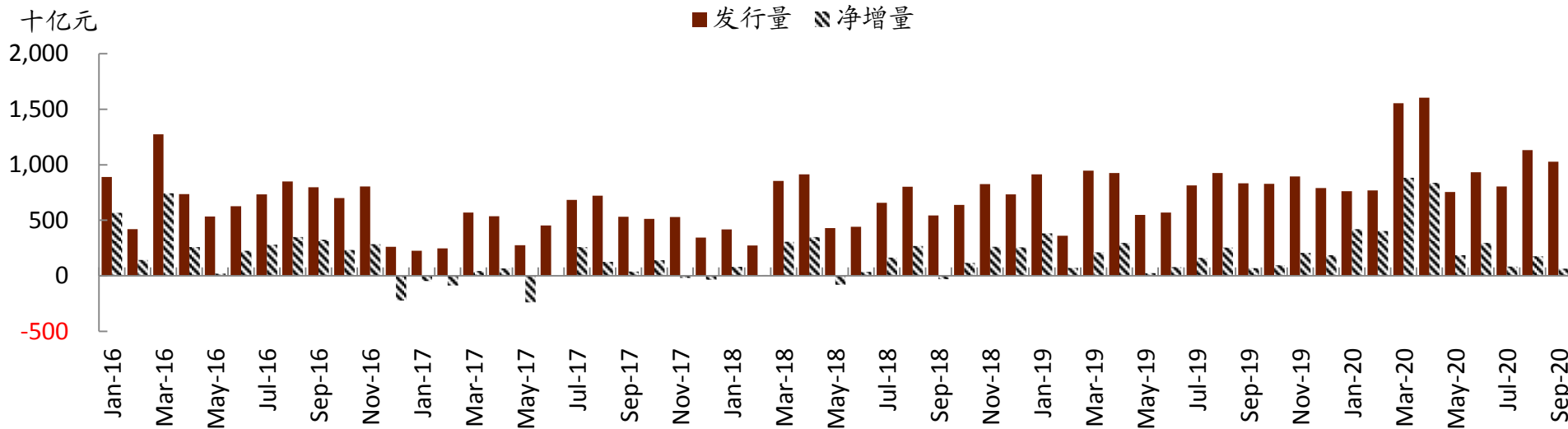
非金融类信用债年度发行与净增

■ 发行量 ■ 净增量



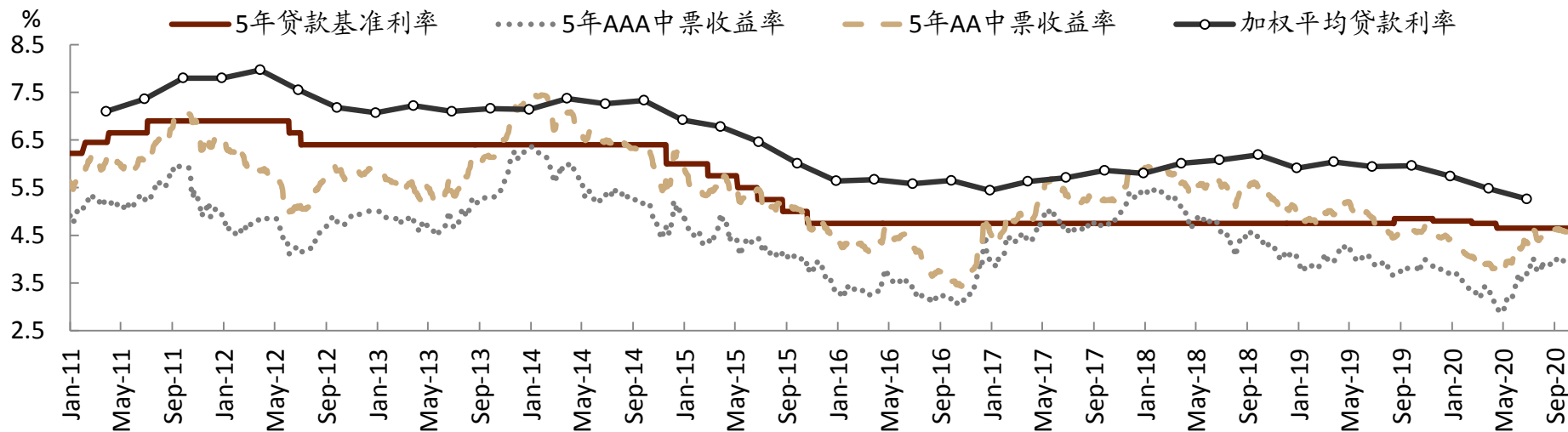
16年以来非金融类信用债月度发行与净增

■ 发行量 ■ 净增量

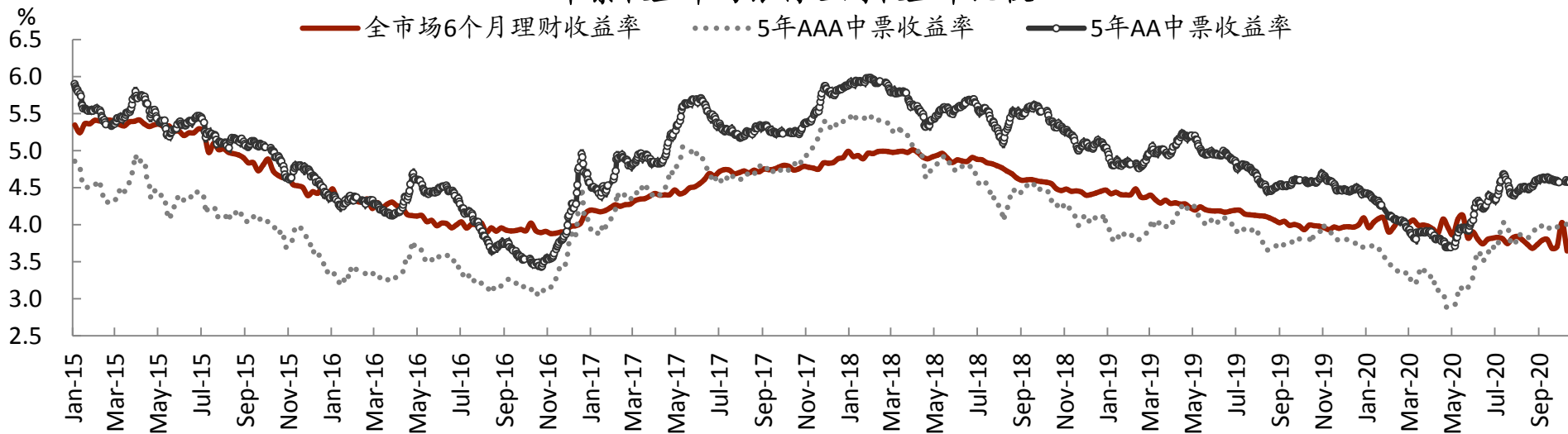


# AAA中票收益率低于贷款下浮14%，理财成本缓慢下行

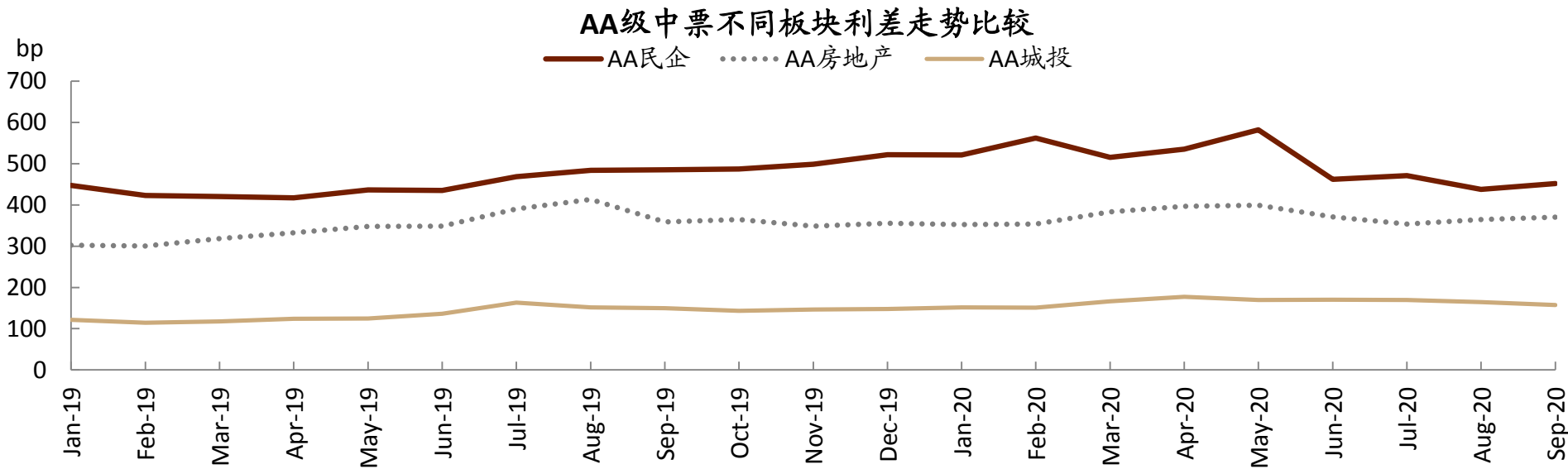
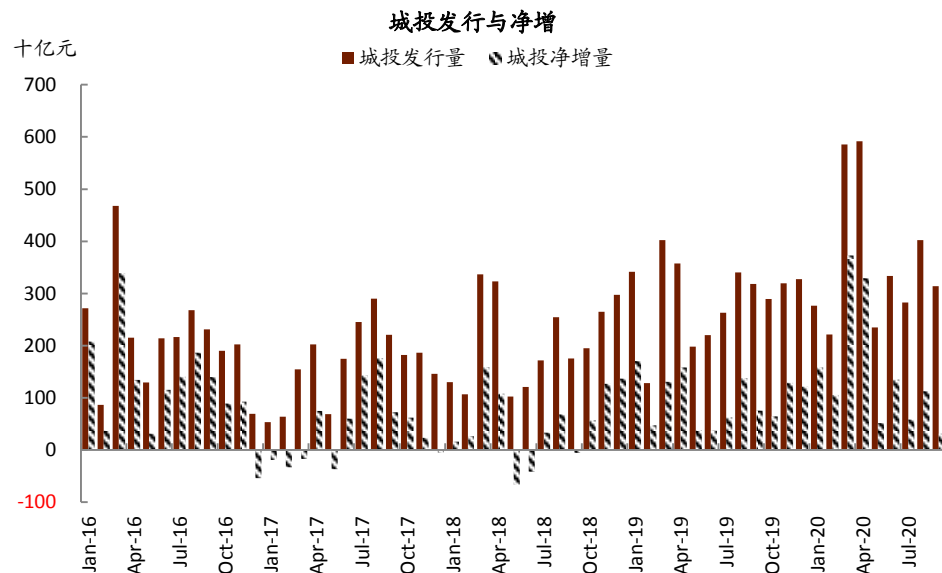
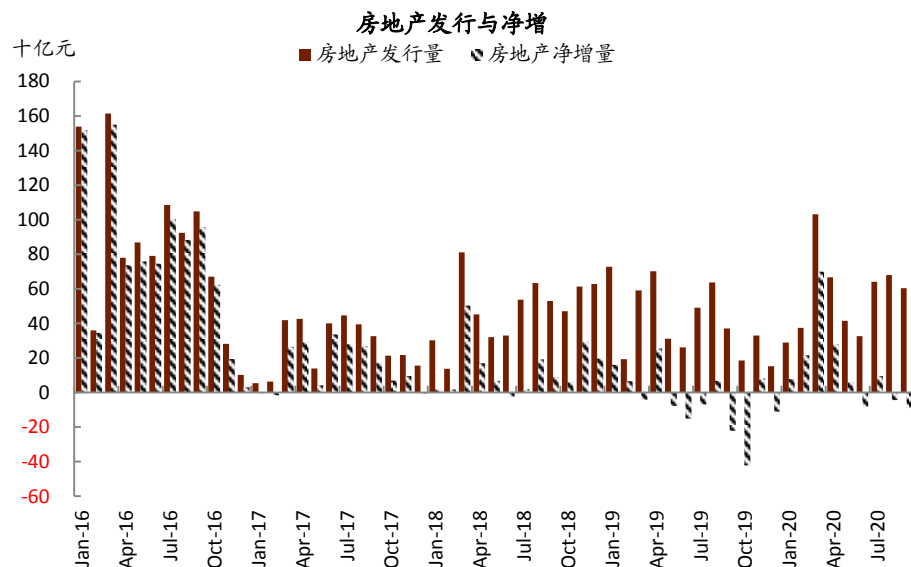
## 中票收益率与贷款利率比较



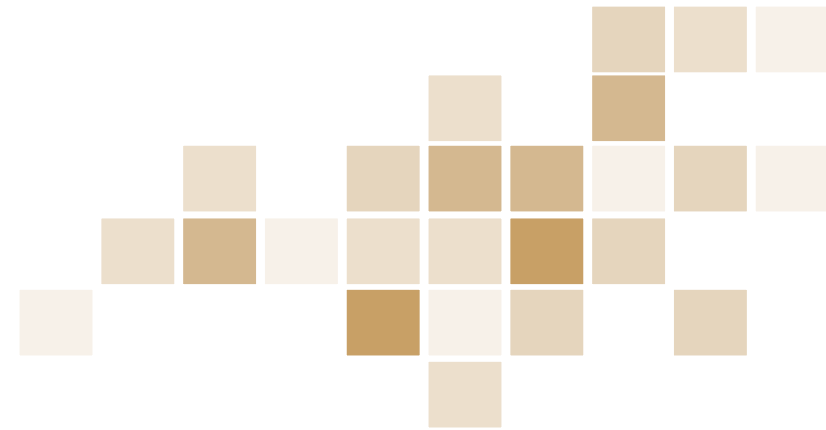
## 中票收益率与银行理财收益率比较



# 地产净融资再度转负，低评级利差有所波动



资料来源：万得资讯，中金公司研究



# 大宗商品

分析员 郭朝辉

SAC 执证编号: S0080513070006

SFC CE Ref: BBU524

分析员 马凯

SAC 执证编号: S0080514080004

SFC CE Ref: BBU279



## 核心观点

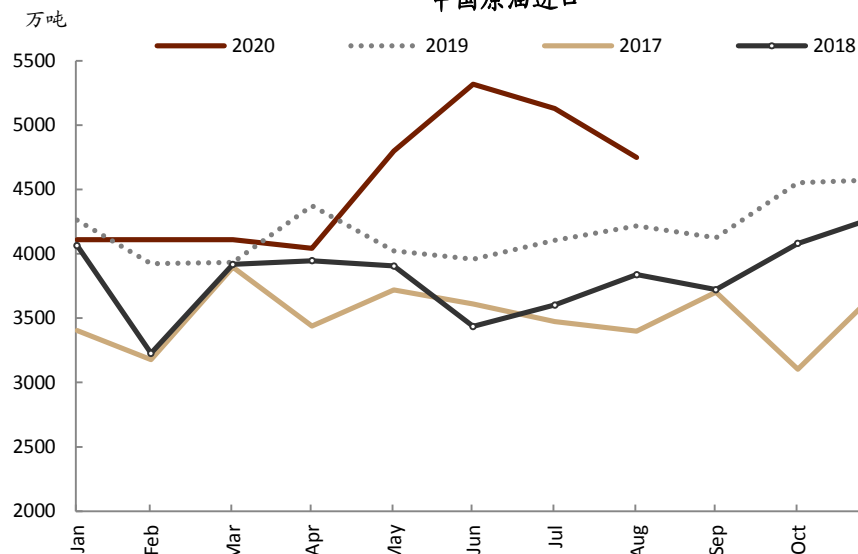
- ▶ **原油：**国内航空煤油需求改善，填补疫情后油品消费最后的短板。今年疫情以来，4-6月份国内油品消费增长处于分化态势，工业用油高增长，而居民用油消费复苏较慢，尤其是航空煤油消费增长一直在-60%左右。但从8月份数据看，国内主要油品消费同比增速略有回落，但国内居民用油复苏加快，汽油消费回到微弱正增长，航空煤油也从底部出现环比大幅改善。往前看，国内需求走完疫情后的修复阶段，后续增长更依赖于经济复苏力度。就油价而言，相比于飓风季的短期影响，我们认为需求端的变化是油价中长期走势的驱动因素。
- ▶ **动力煤：**近期国内原煤供应和进口均受限，夏季用煤高峰已过，电厂补库提前。
- ▶ **贵金属：**国内实物消费未见大幅改善，国内黄金仍处于贴水状态。
- ▶ **工业品：**展望2020年四季度，我们认为国内经济保持增长韧性，消费类工业金属需求仍在持续改善，我们看好空调、汽车等领域的改善对有色金属需求的拉动，投资属性需求有所增速放缓。全球疫情的发展情形仍使得供应端获得风险溢价，而部分地区的需求回升也正在发生；因而我们预期工业品仍会在高位震荡。我们认为铁矿基本面仍然维持短缺的紧平衡状态，而供应的干扰从四季度到年底应该会得到逐步缓解，我们预计3个月、6个月、12个月的价格为100美元/吨、95美元/吨、87美元/吨。

## 趋势观察

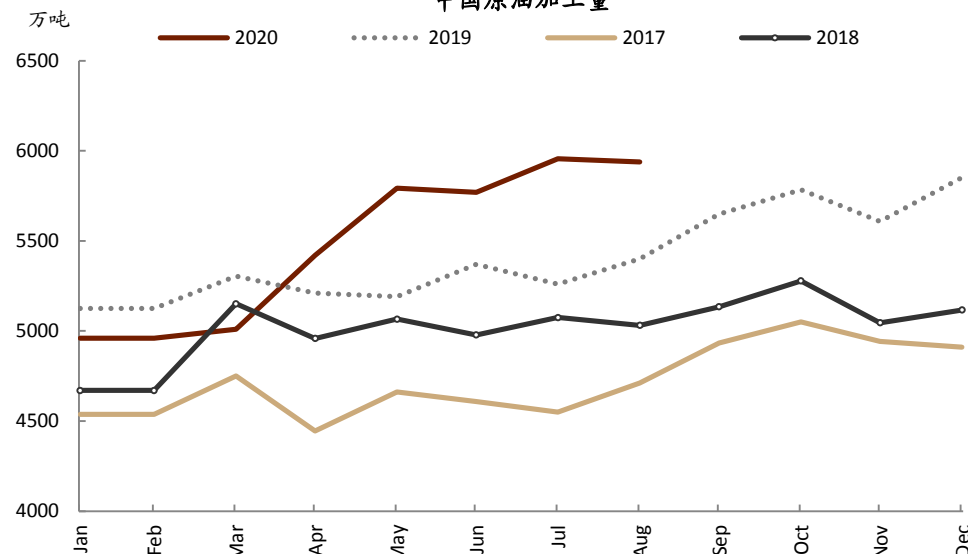
- ▶ 国内原油补库进度；疫情后消费复苏持续性；煤炭进口受限可能放松。

# 原油：国内原油补库力度减弱，进口回落

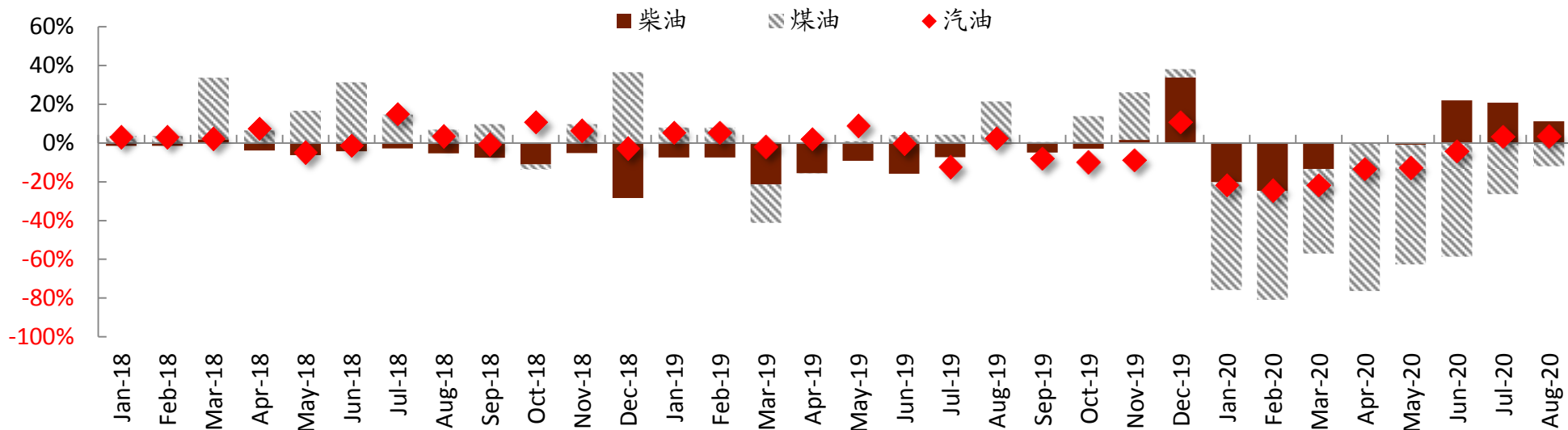
中国原油进口



中国原油加工量



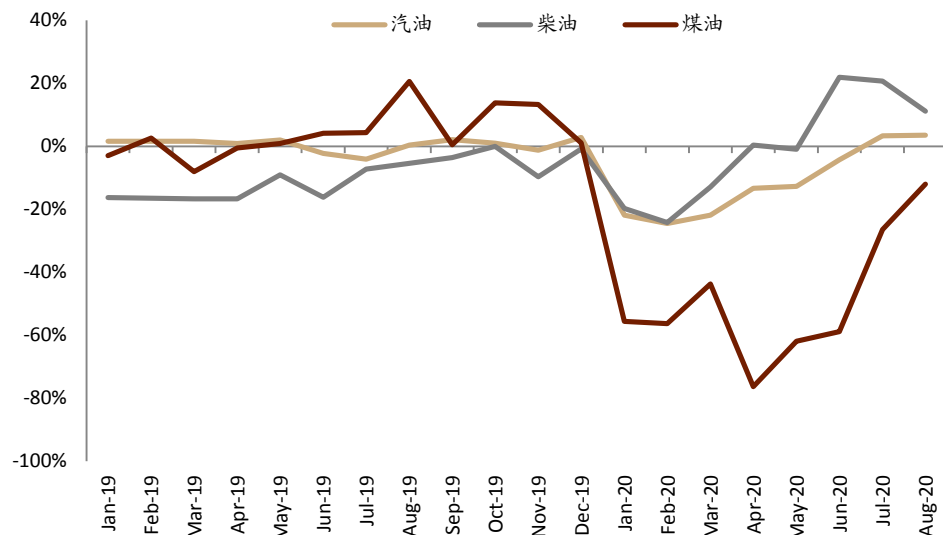
中国成品油消费同比变动



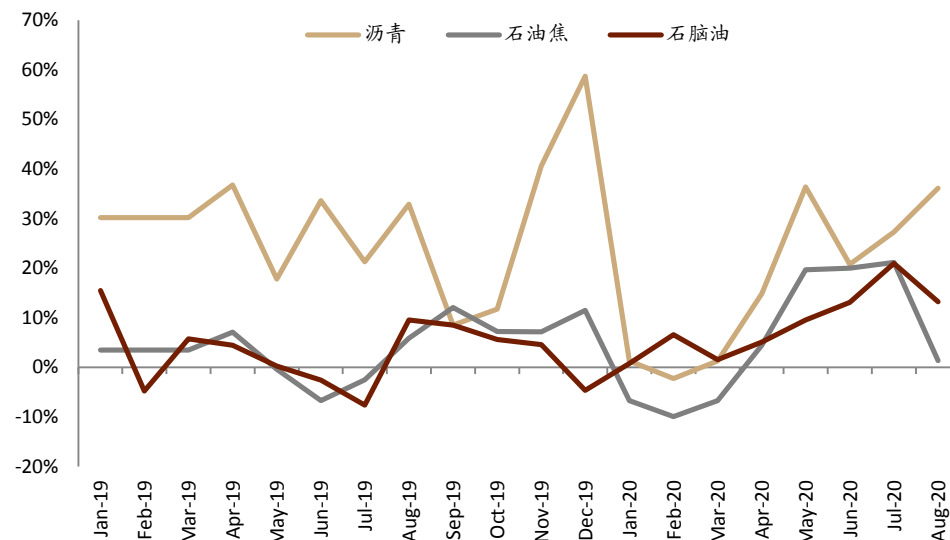
大宗商品

# 成品油：“小油品”和“大油品”消费分化

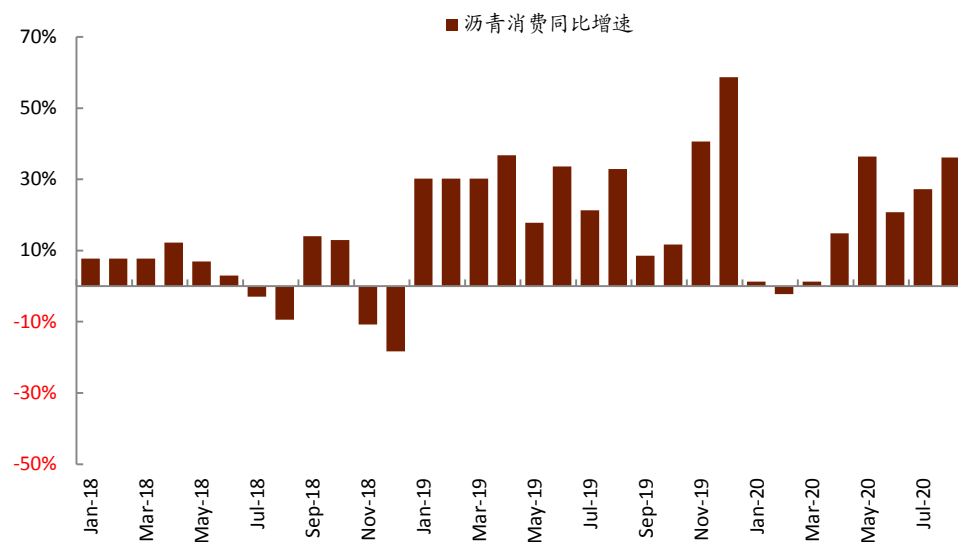
“大油品”消费同比变动



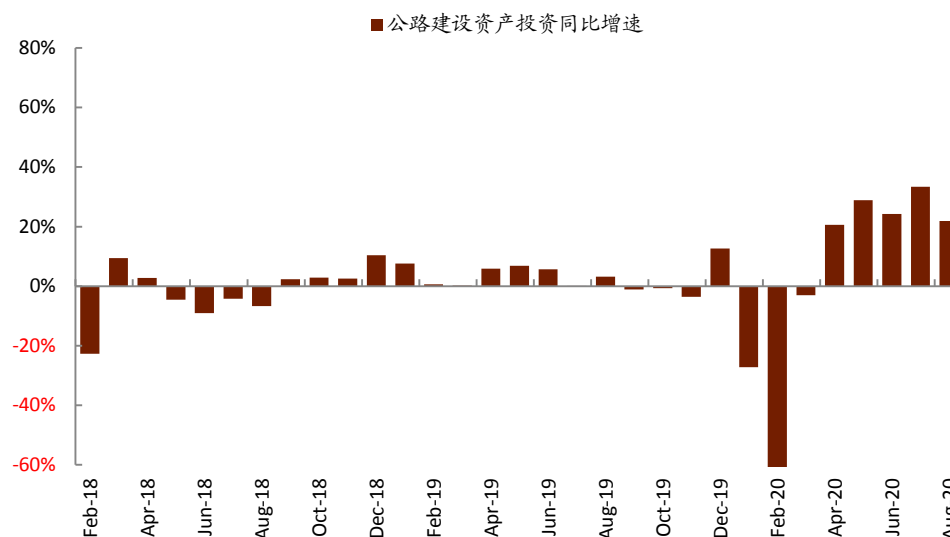
“小油品”消费同比变动



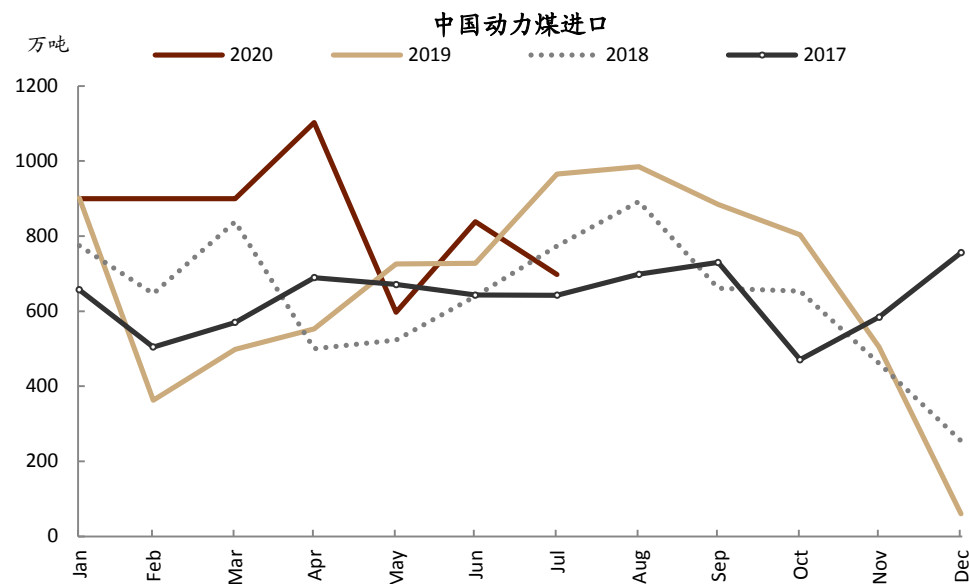
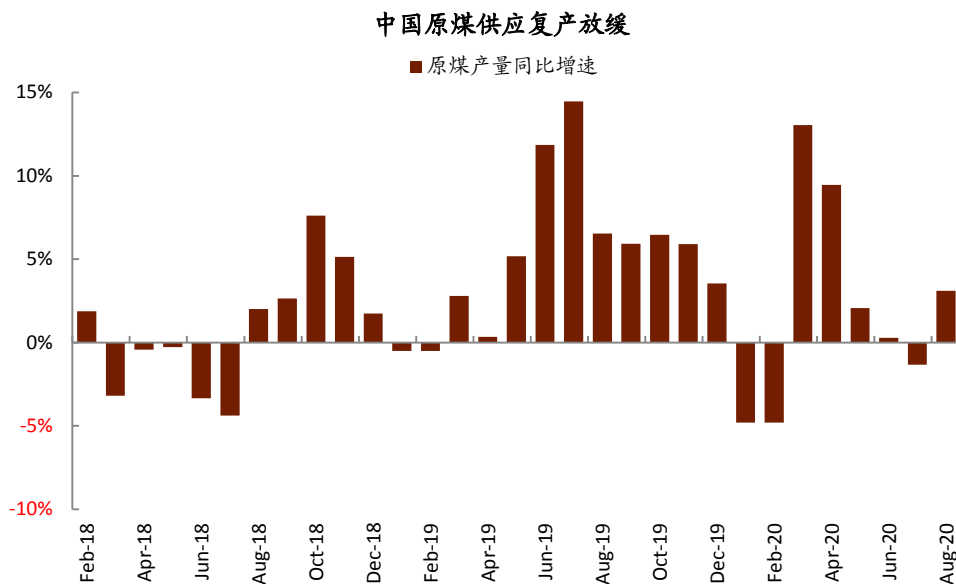
中国沥青消费



中国公路建设固定资产投资增速

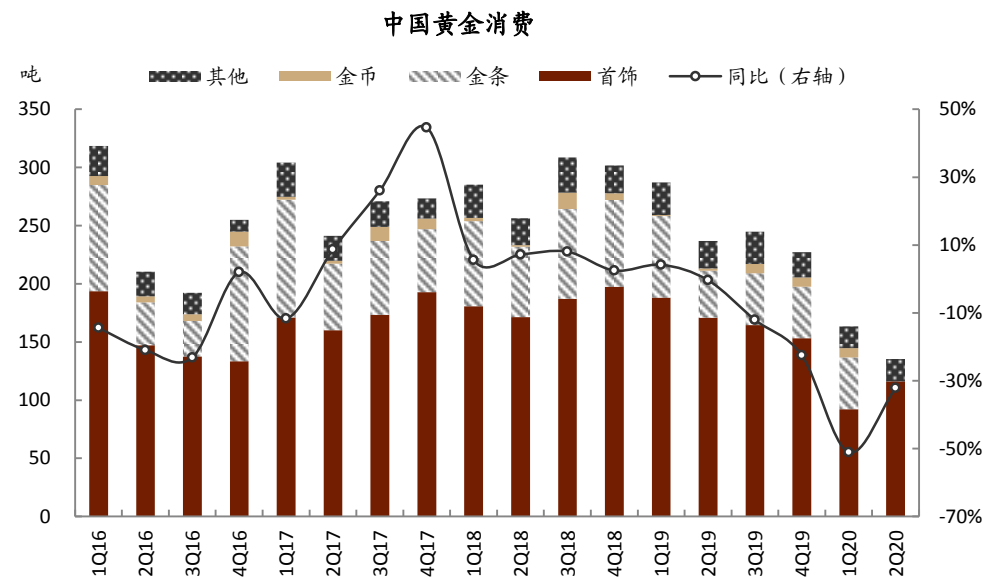
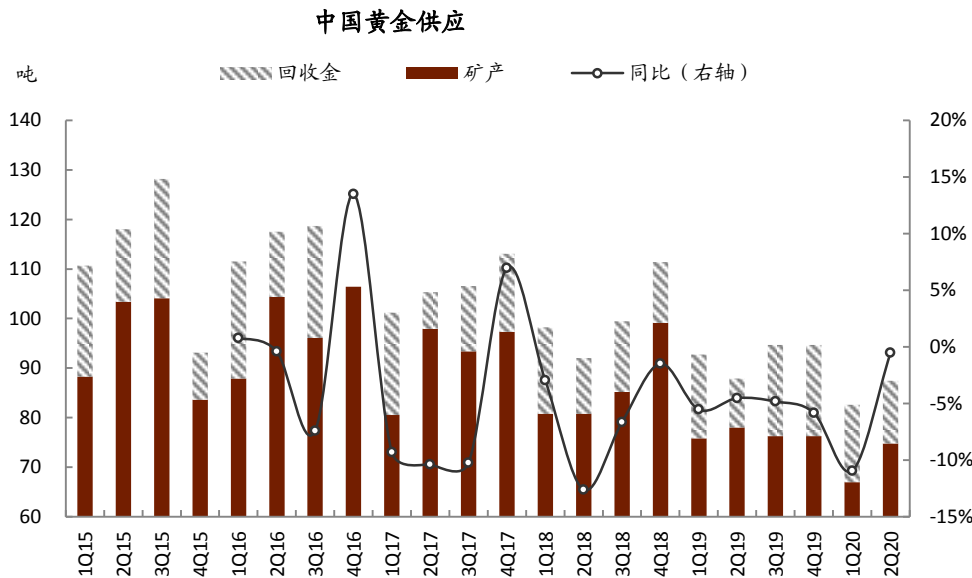
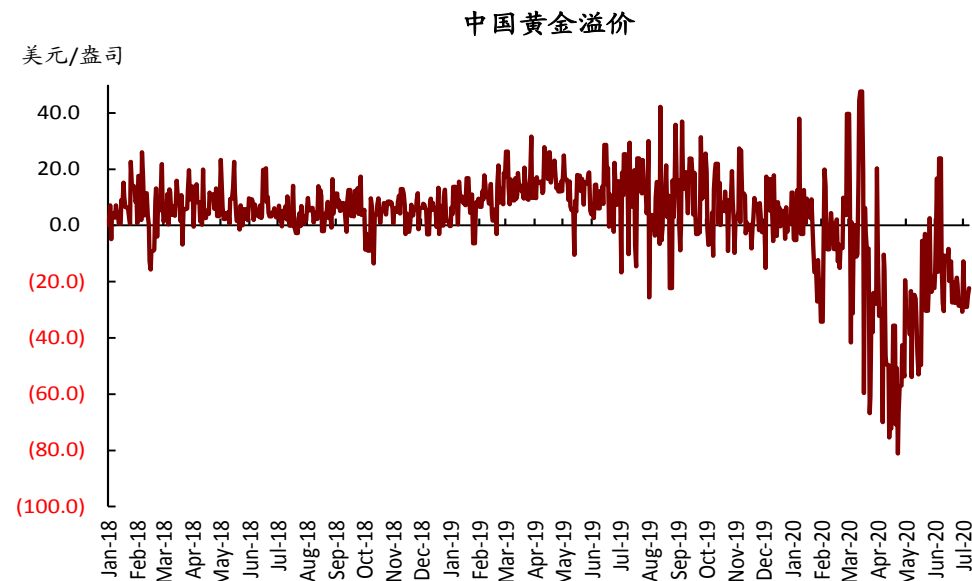
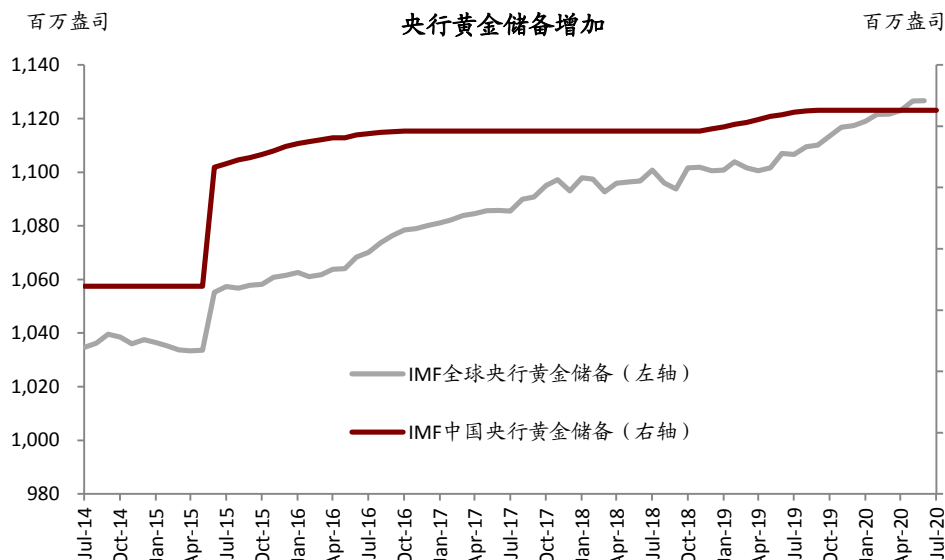


# 动力煤：自产和进口均受限，导致短缺



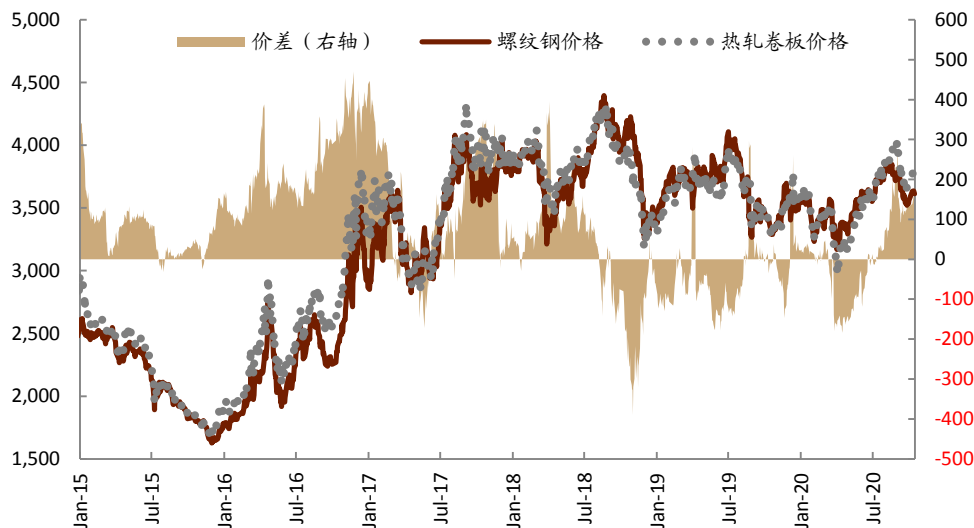
大宗商品

# 黄金：实物消费缺乏亮点

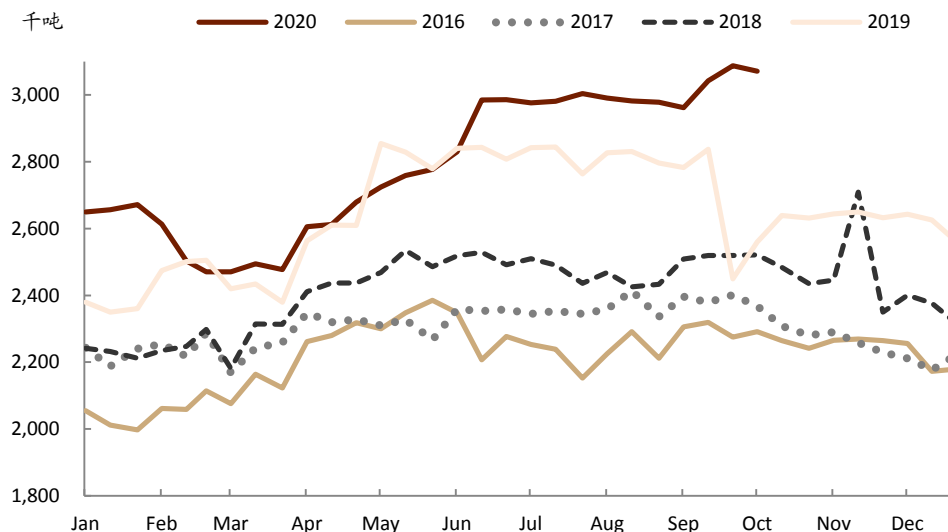


# 钢铁：需求强劲，原材料价格高企挤压冶炼利润

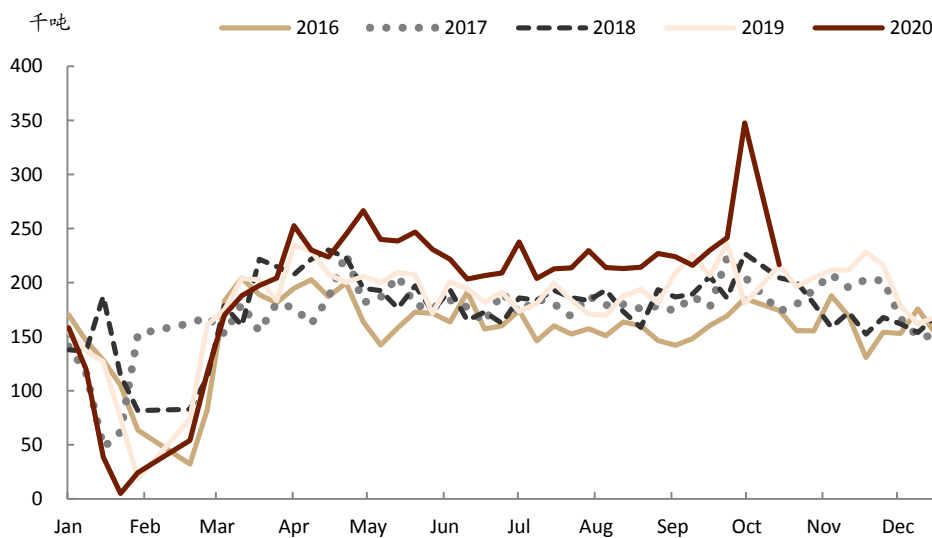
人民币/吨 主要钢材价格走势和价差情况



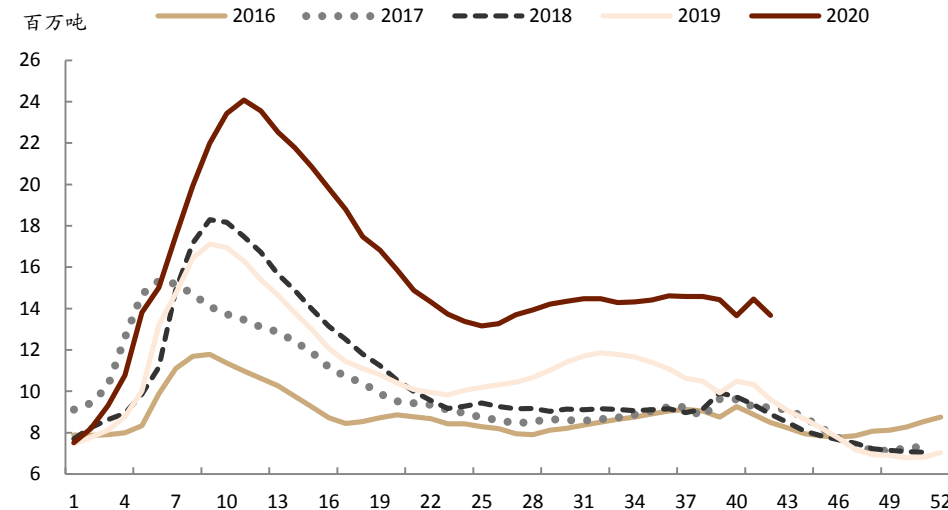
中国粗钢日均产量



全国建筑钢材主流贸易商成交量（周度平均）



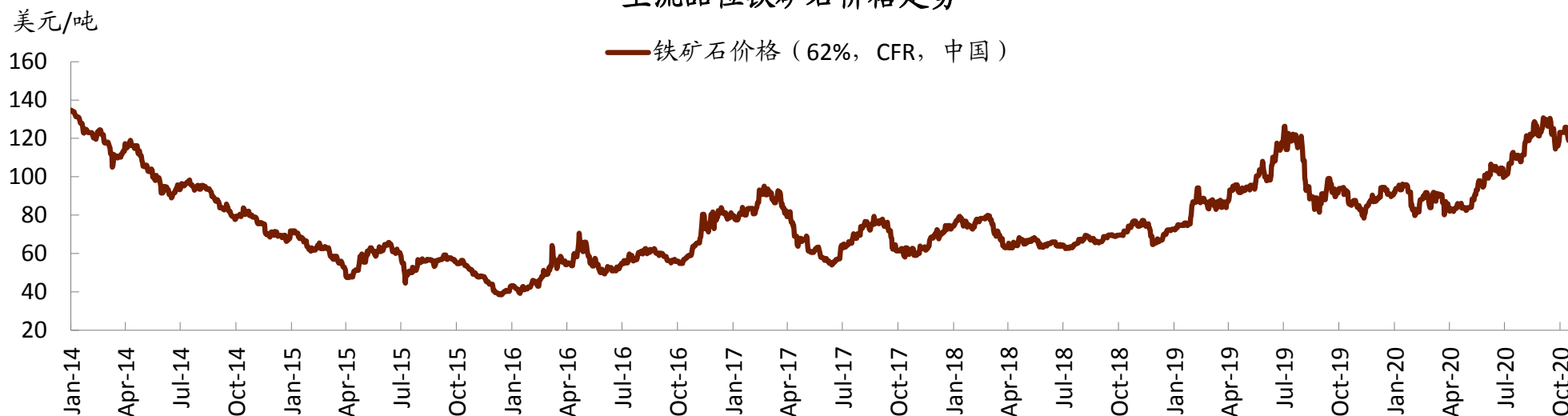
中国主要钢材贸易商库存



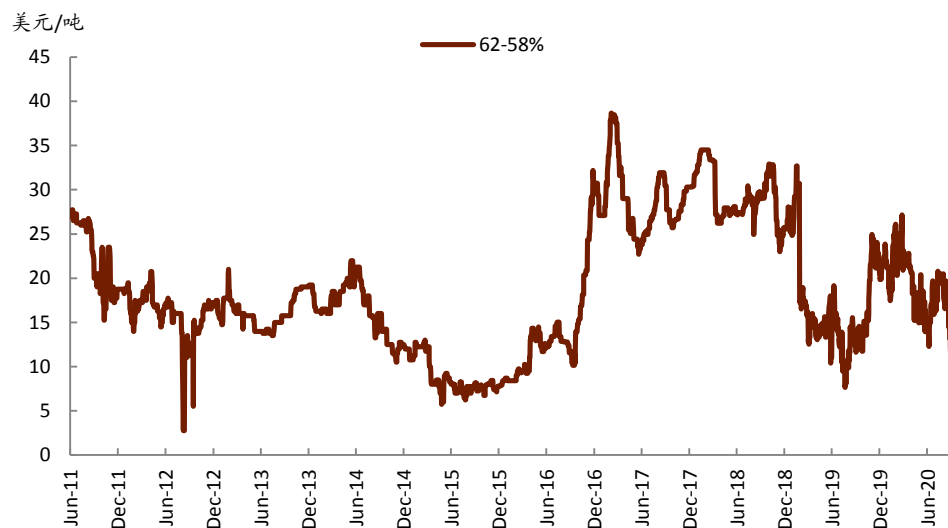
大宗商品

# 铁矿石：供给回升缓慢，需求旺盛

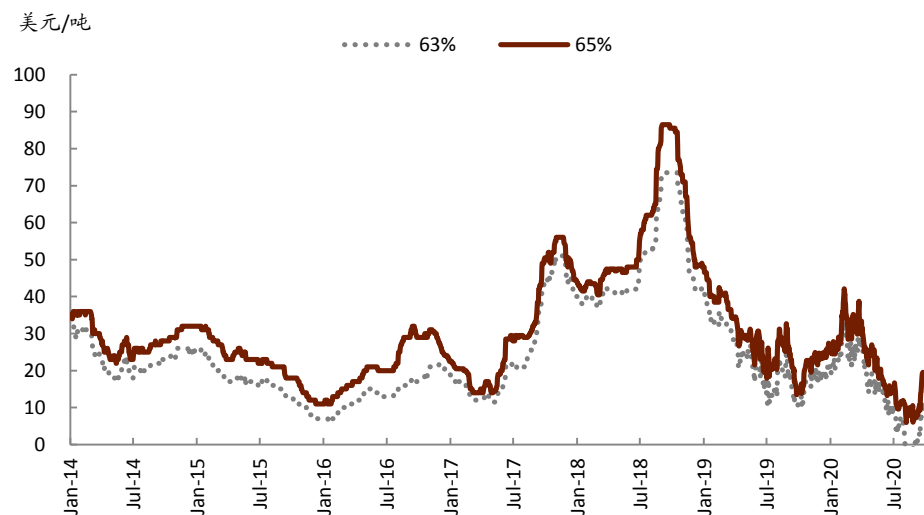
## 主流品位铁矿石价格走势



## 高低品位铁矿石价差



## 球团溢价



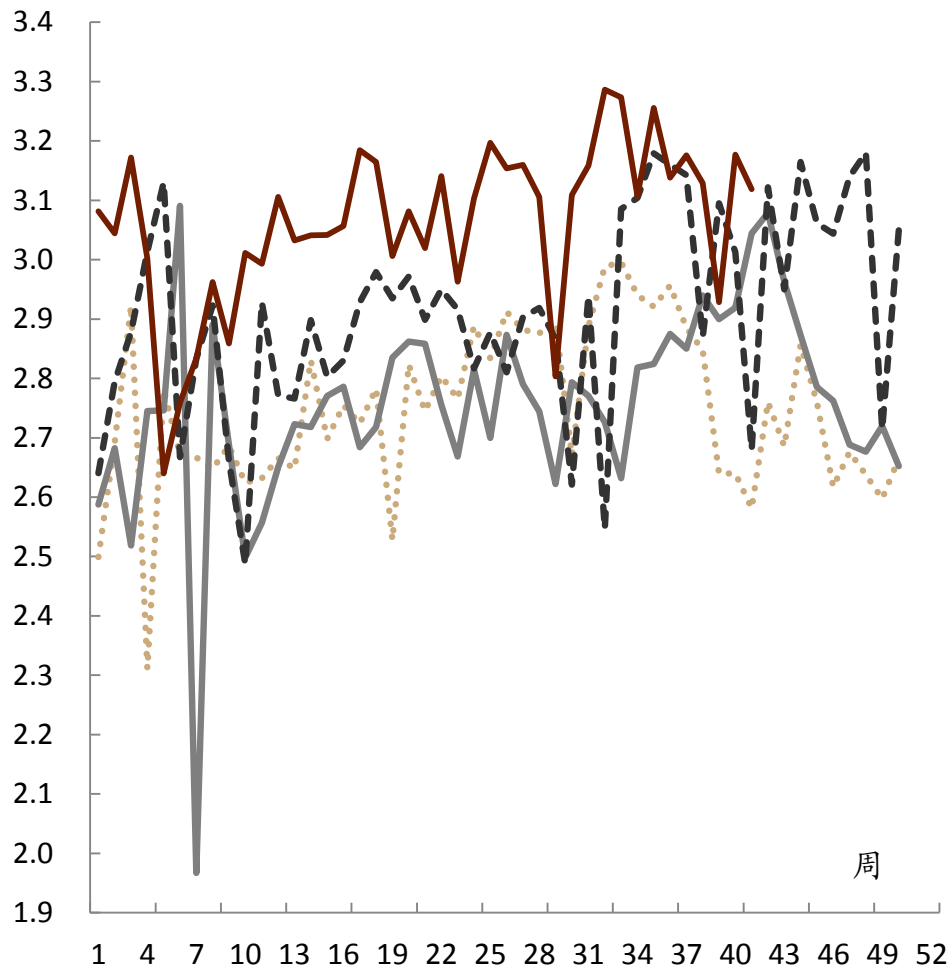
大宗商品

# 铁矿石：库存底部缓慢攀升，需求边际弱化

## 铁矿石疏港量（45港口）

.....2017    —2018    - - -2019    —2020

百万吨/天



## 进口铁矿石港口库存（45港口）

.....2017    —2018    - - -2019    —2020

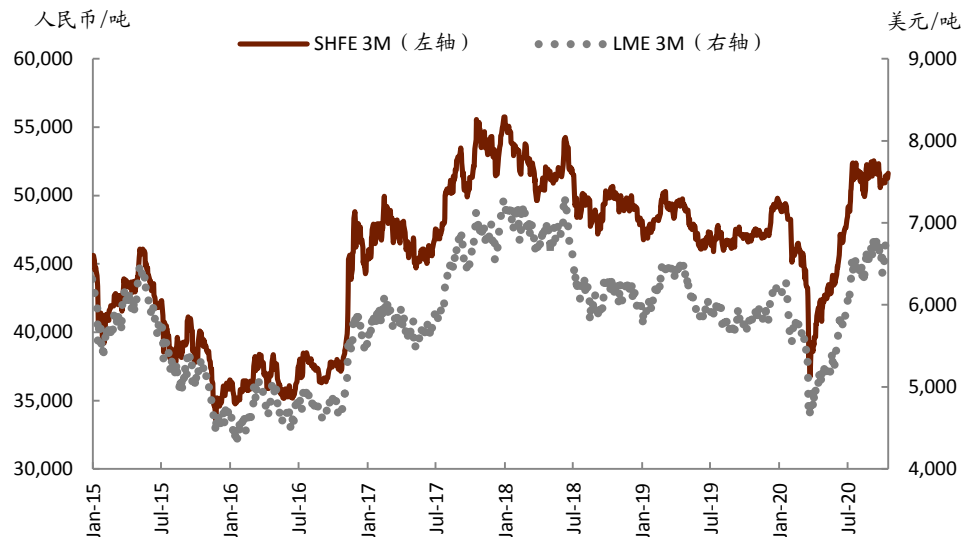
百万吨





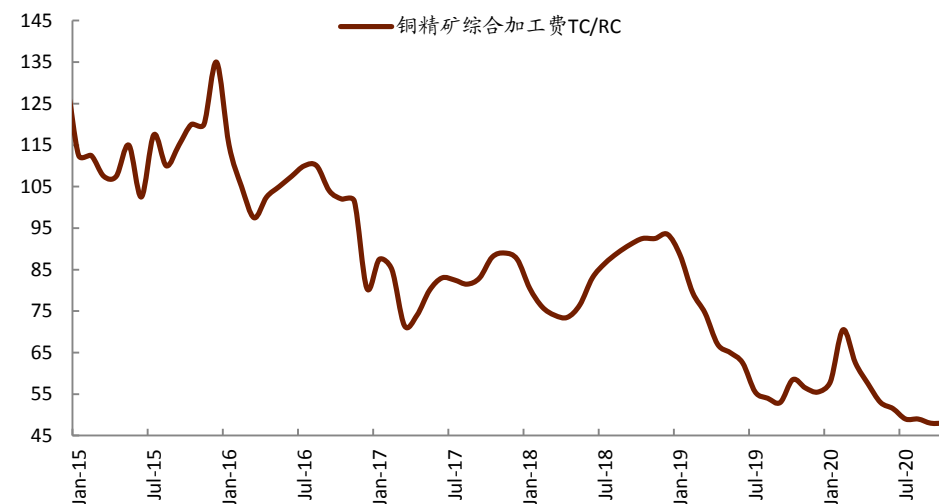
# 铜：铜矿供应受阻，中国需求强劲

国内外交易所期铜价格

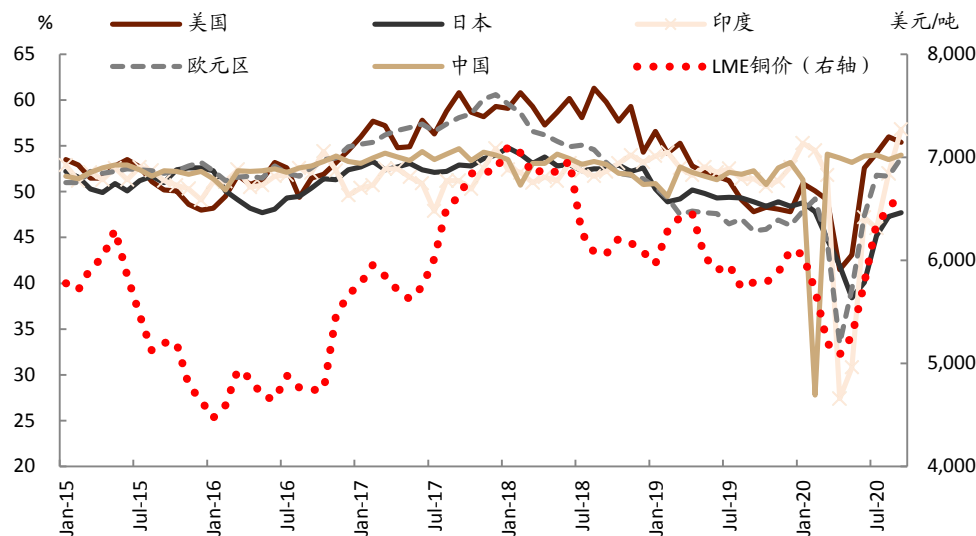


美元/吨

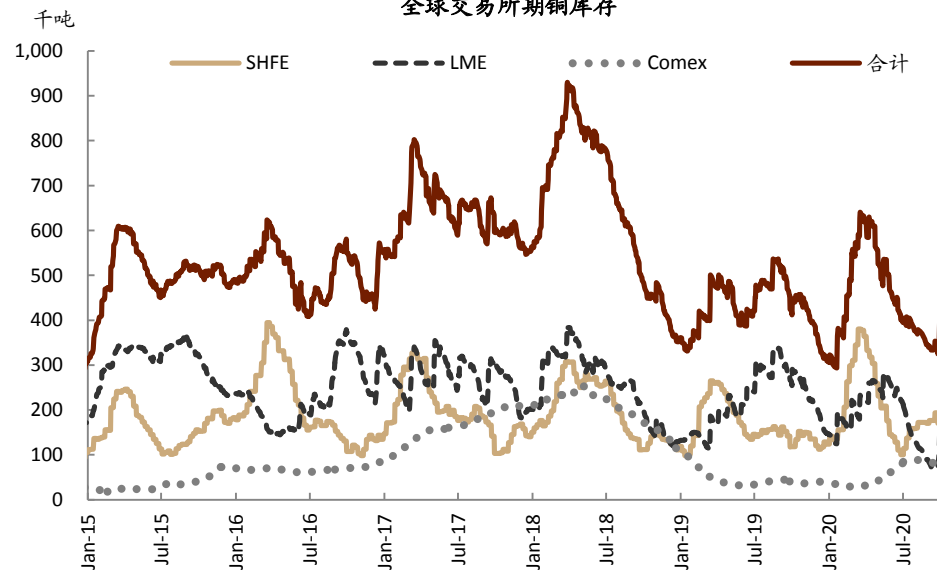
铜精矿综合加工费TC/RC走势情况



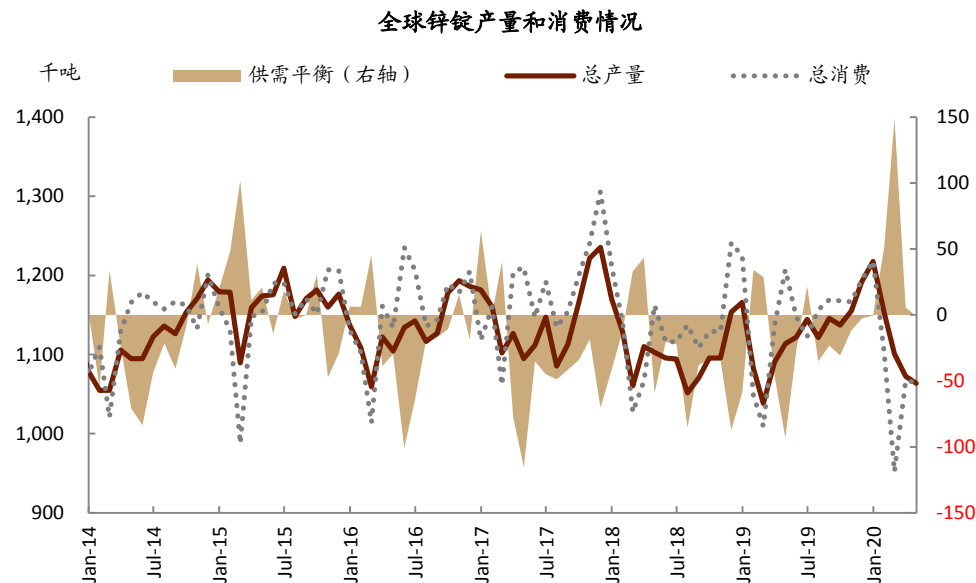
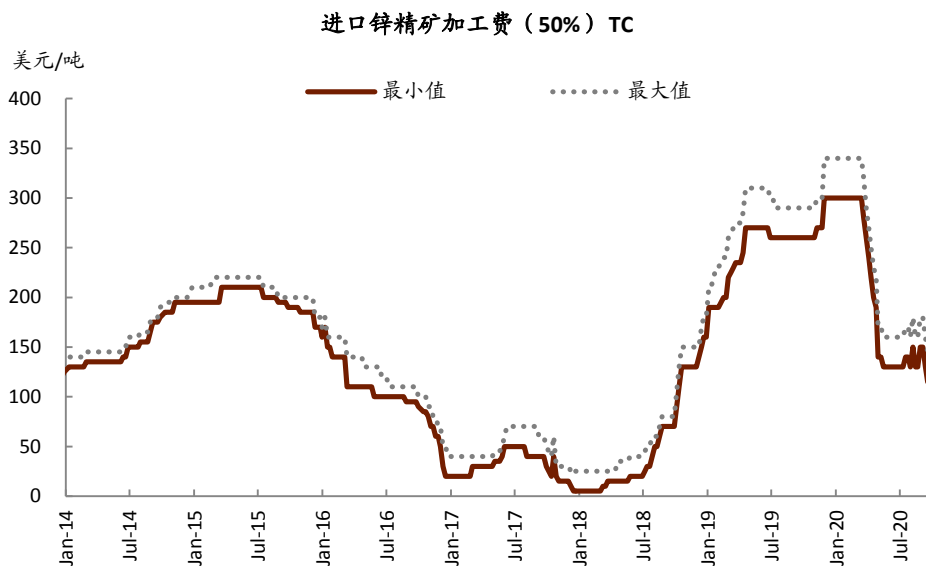
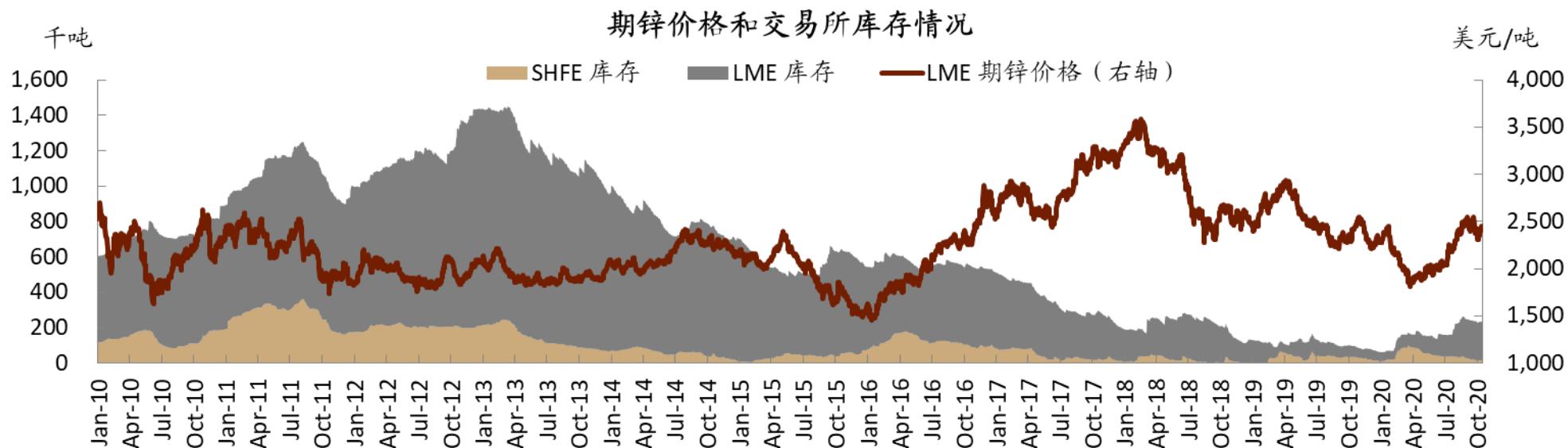
世界主要经济体PMI和铜价



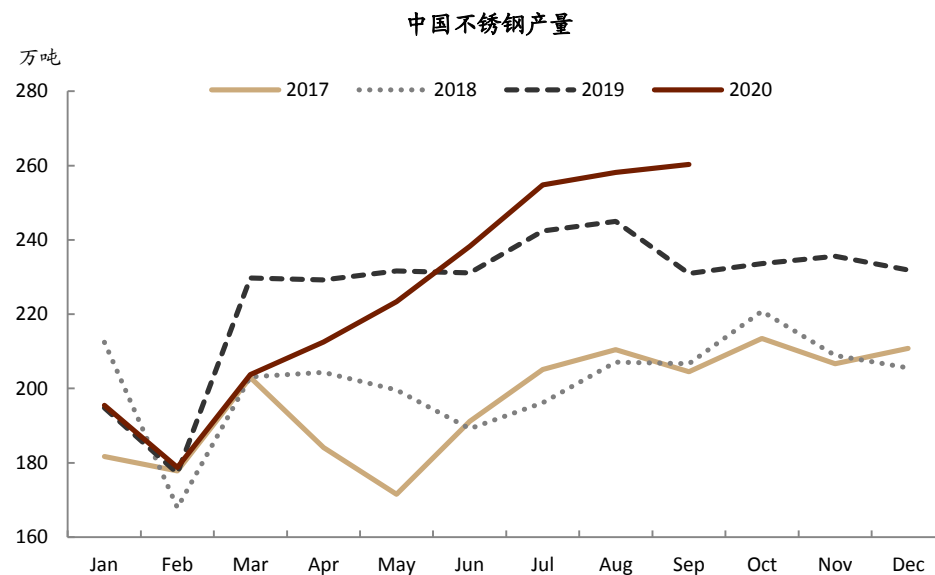
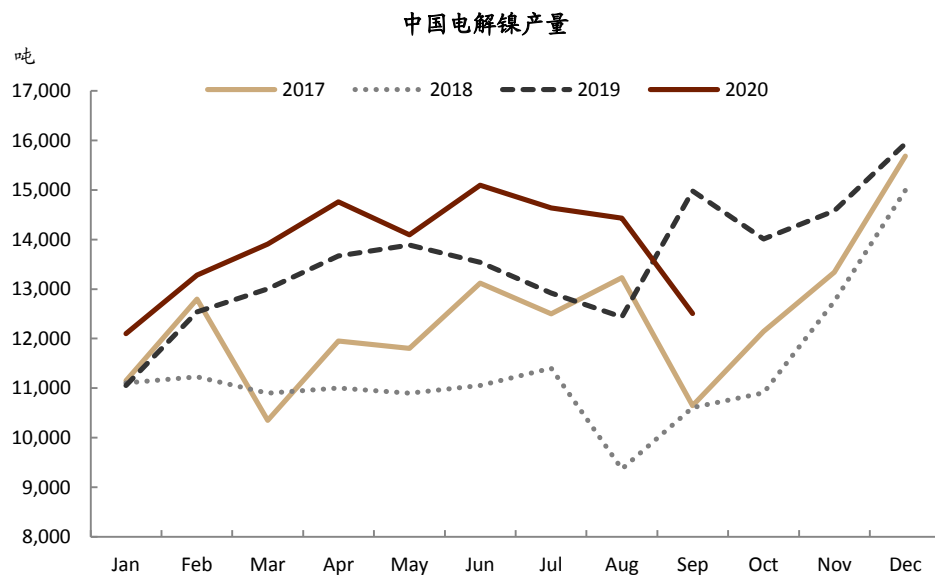
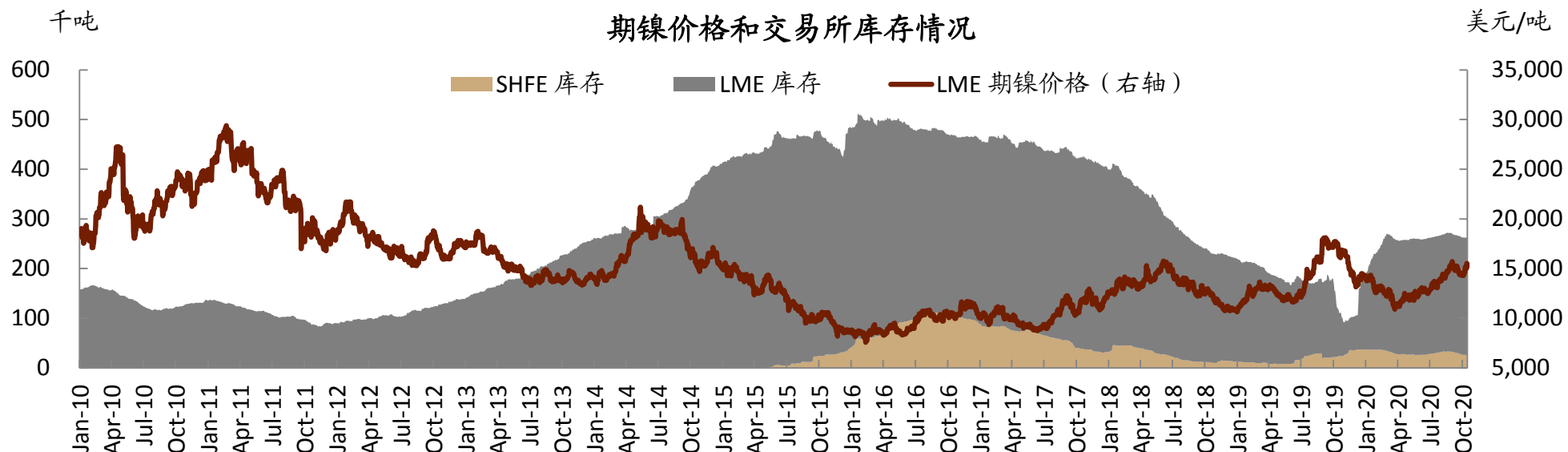
全球交易所期铜库存



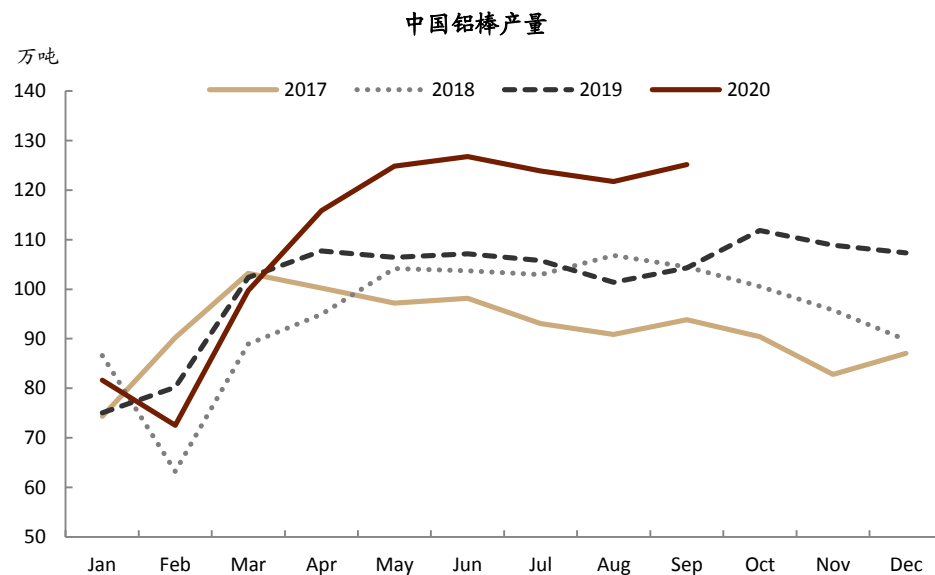
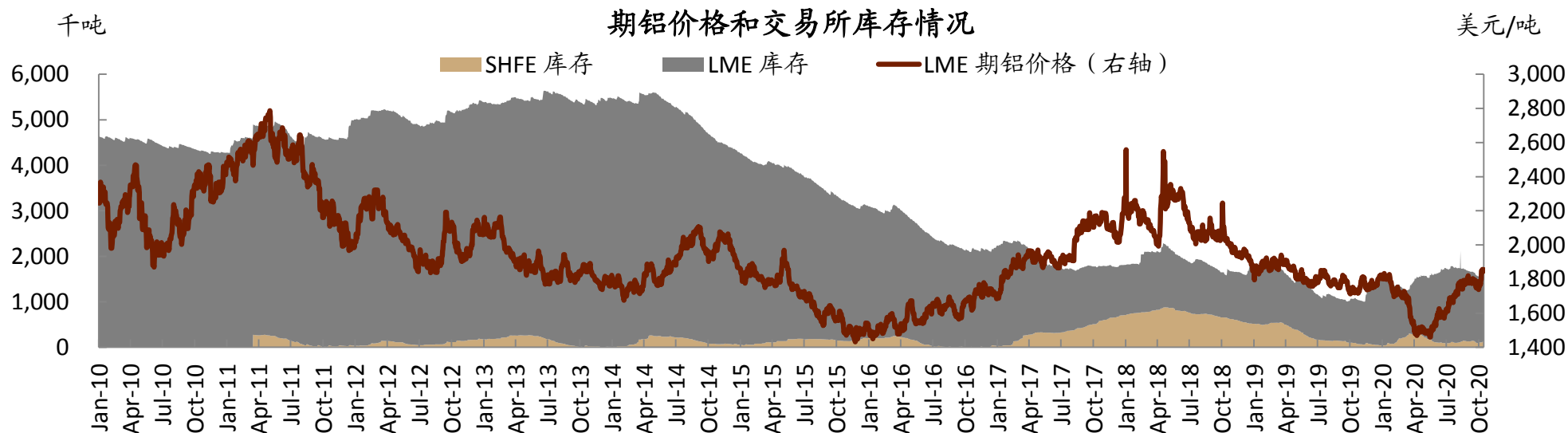
# 锌：高供给仍压制锌价



# 镍：需求有所回升，供给边际放松



# 铝：良好需求使得库存得以去化



# 法律声明

## 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

## 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或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。

本报告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、翻版、复制、刊登、发表或引用。