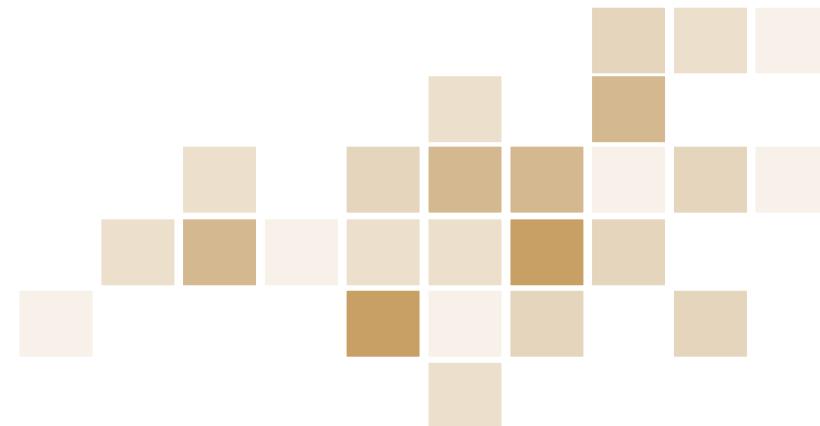


CICC  
中金公司



# 图说中国：2022年二季度

中金公司研究部

<https://research.cicc.com>

2022年4月20日

# 目录

- 中金研究团队介绍 ..... p. 2
- 宏观经济 ..... p. 3
- 市场策略 ..... p. 19
- 金融工程 ..... p. 64
- 固定收益 ..... p. 76
- 大宗商品 ..... p. 98

# 中金研究团队介绍

## 宏观经济

- 彭文生
- 张文朗
- 黄文静
- 张峻栋
- 刘政宁
- 袁梦园
- 郑宇驰
- 邓巧锋
- 黄亚东
- 周彭
- 段玉柱
- 肖捷文

## 市场策略

- 王汉锋, CFA
- 刘刚 (Kevin), CFA
- 李求索
- 李昭
- 何璐
- 李赫民
- 寇玥
- 黄凯松
- 杨晓卿
- 陈南丁
- 李雨婕
- 魏冬
- 齐伟
- 张巍瀚

## 金融工程

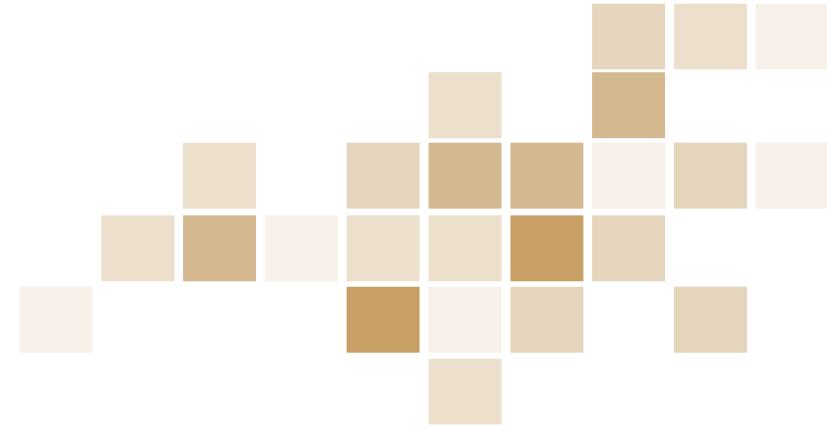
- 刘均伟
- 周萧潇
- 胡锦瑶
- 胡骥聪
- 古翔
- 邓志波
- 宋唯实
- 郭朝辉
- 王炙鹿
- 董霁旋
- 陈雷

## 固定收益

- 陈健恒
- 许艳
- 韦璐璐
- 雷文斓
- 于杰
- 张昕煜
- 袁文博

## 大宗商品

[返回目录](#)



# 宏观经济

分析员 彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001

SFC CE Ref: ARI892

分析员 张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009

SFC CE Ref: BFE988

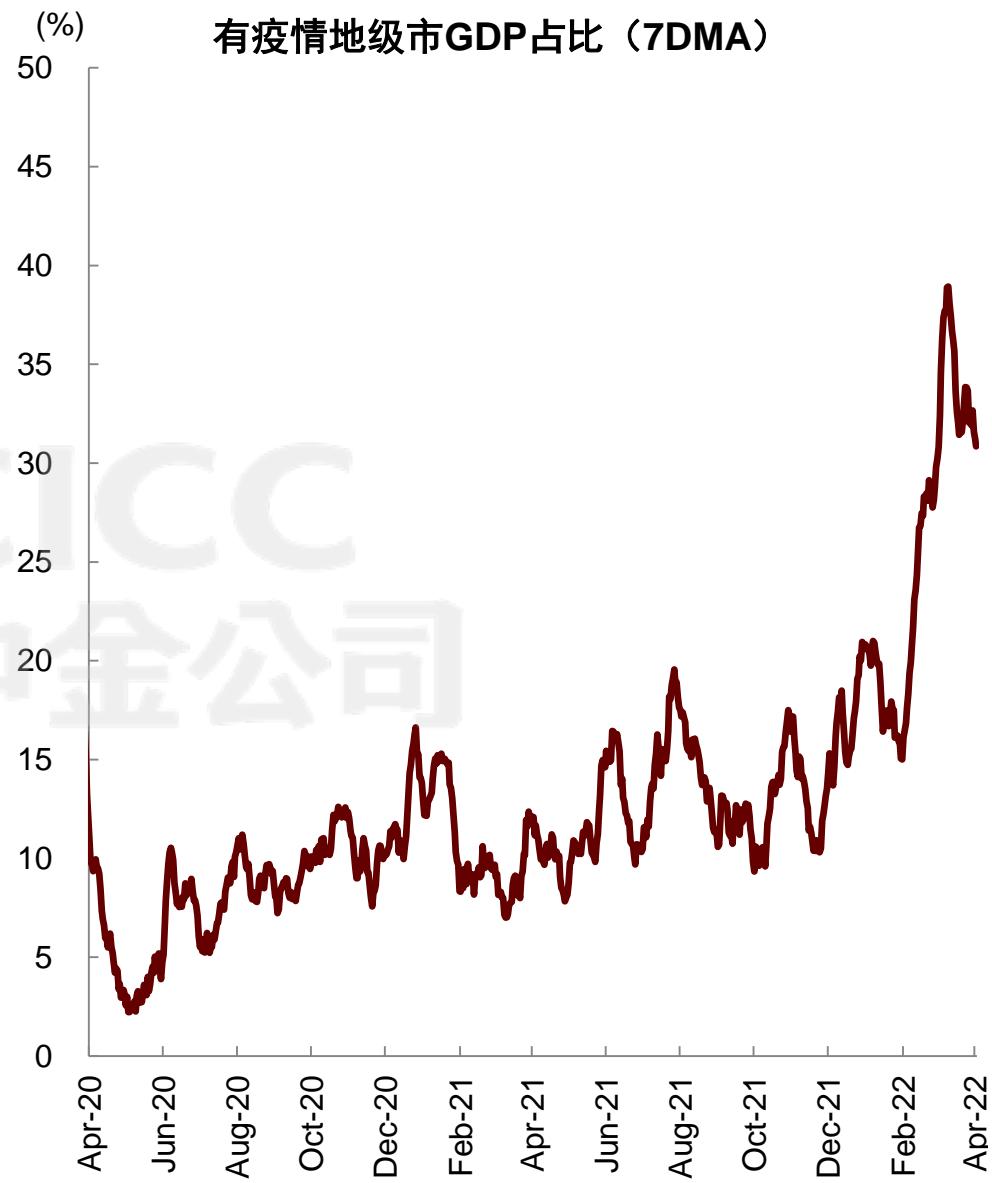
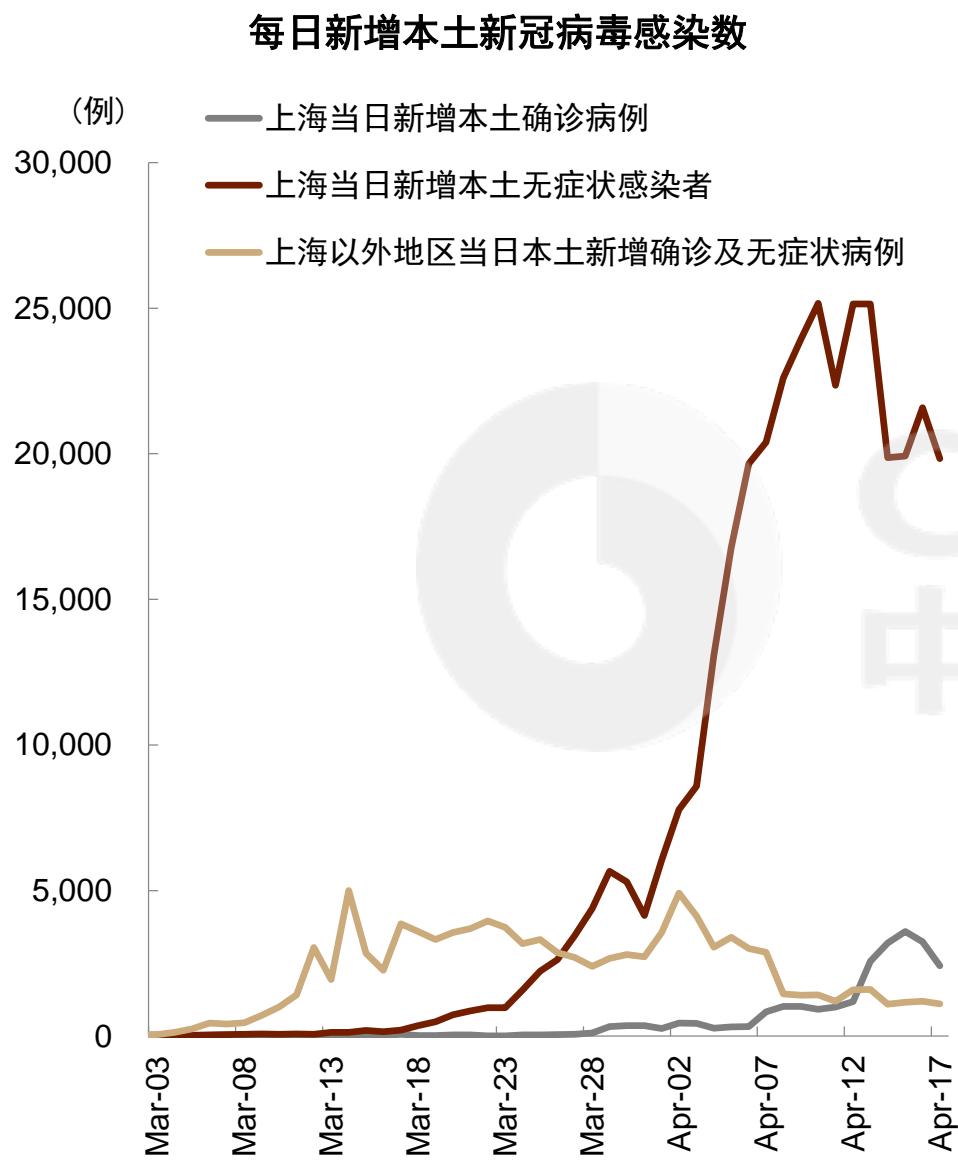
## 核心观点

- ▶ 本轮疫情对经济的冲击为常态化防控以来最大，但新增感染初现见顶迹象。2022年奥密克戎疫情对国内经济造成一定冲击，直接受影响的城市GDP占到全国的30%以上，是疫情常态化防控以来的最高。为了及时遏制疫情发展，防控措施力度加码，经济在短期内也受到一定影响，服务业PMI下滑，供应链的摩擦明显加大。
- ▶ 房地产市场景气度仍在低位，各地逐步推出地产放松政策。房地产销售、新开工及土地销售面积同比跌幅均在2位数以上，已经有部分城市推出地产放松政策。全国下调首付比或提高贷款额度的城市的地产销售额已经占到全国总销售额的17%左右，全国房贷利率相比去年3季度高点已经累计下调约30bp。
- ▶ 财政政策是稳增长发力的重点，货币政策或将保持宽松。根据2022年的财政预算，广义财政收支差额对名义GDP的比例创历史新高，接近9%，较2021年上升3.5个百分点左右，也小幅高于2020年。若假定财政乘数为0.5，我们估算扩大的财政收支差额有望拉动名义经济增速提高1.8个百分点。从去年12月开始，央行已经连续进行降准降息，保持货币环境相对宽松。
- ▶ 虽然中美利差收窄，但是强出口或使得人民币汇率更有韧性。中国货币政策相对宽松，而美联储加速收紧，使得中美两国利差迅速收窄。从历史经验来看，中美利差收窄并不必然伴随着人民币的大幅贬值，我们预计较强的出口增速以及带来的结汇需求，有望使人民币汇率保持韧性。

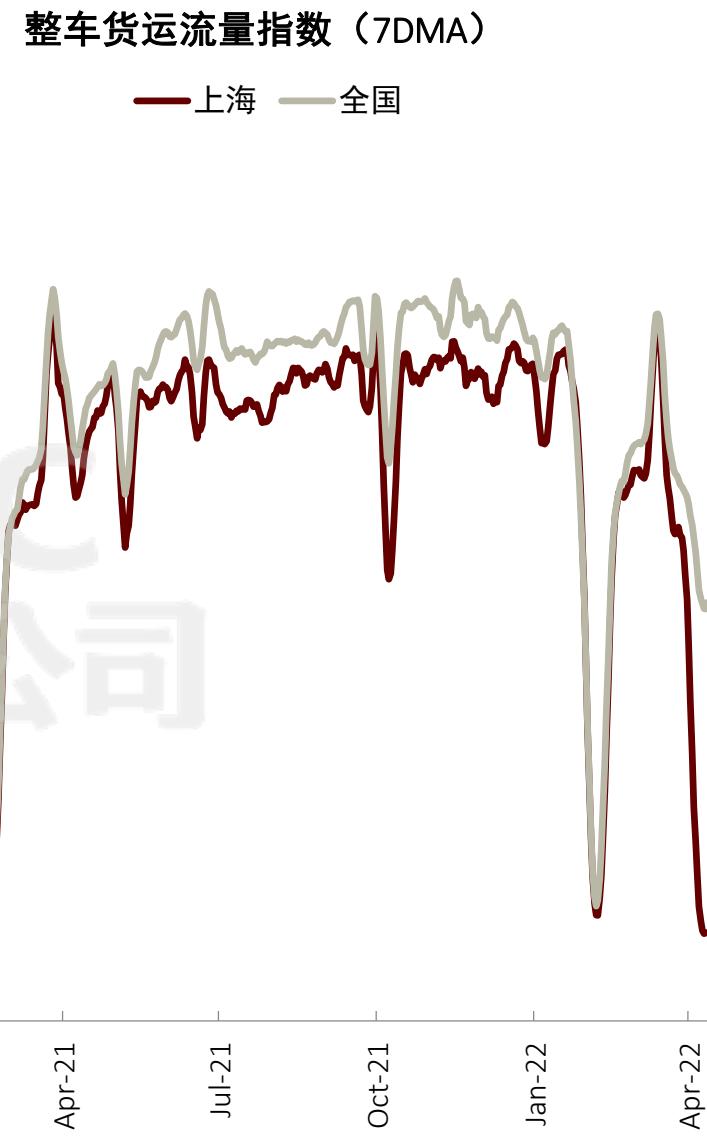
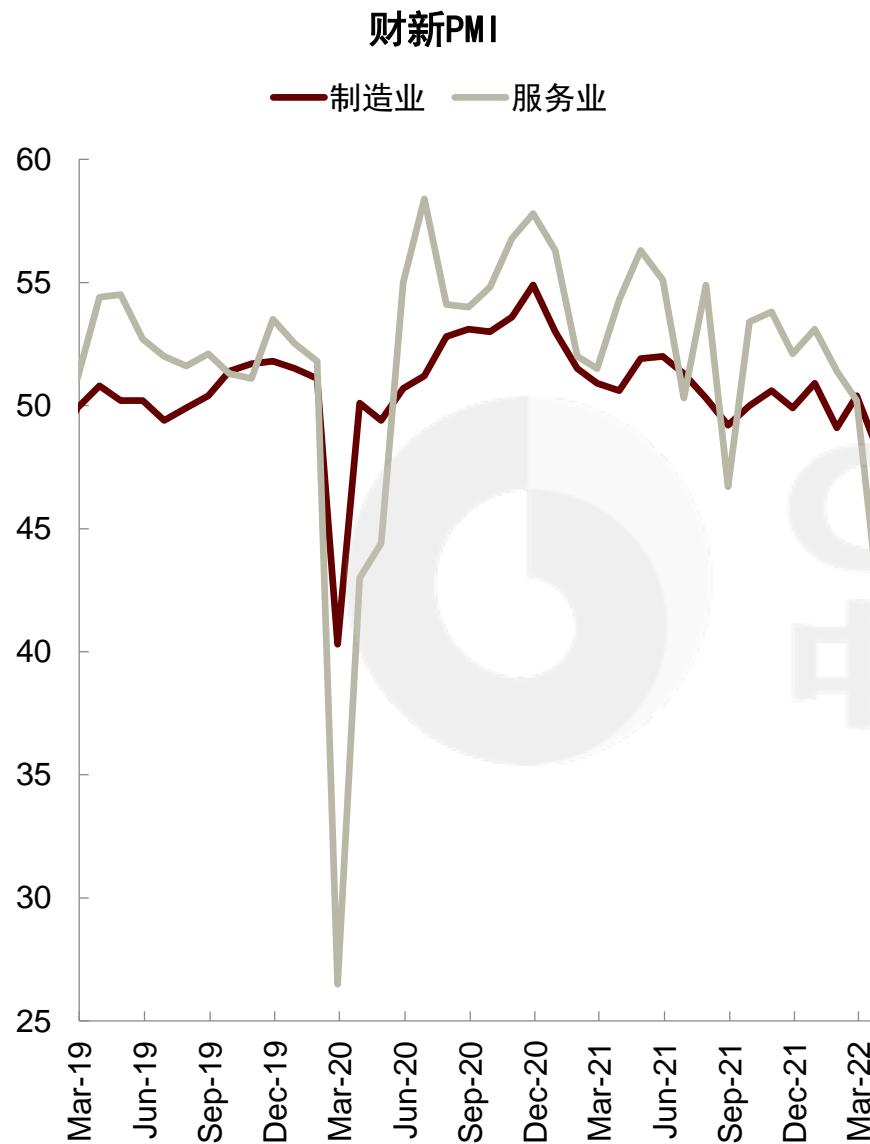
## 重点观察

- ▶ 疫情的演变与防控政策的调整
- ▶ 财政宽松的发力节奏

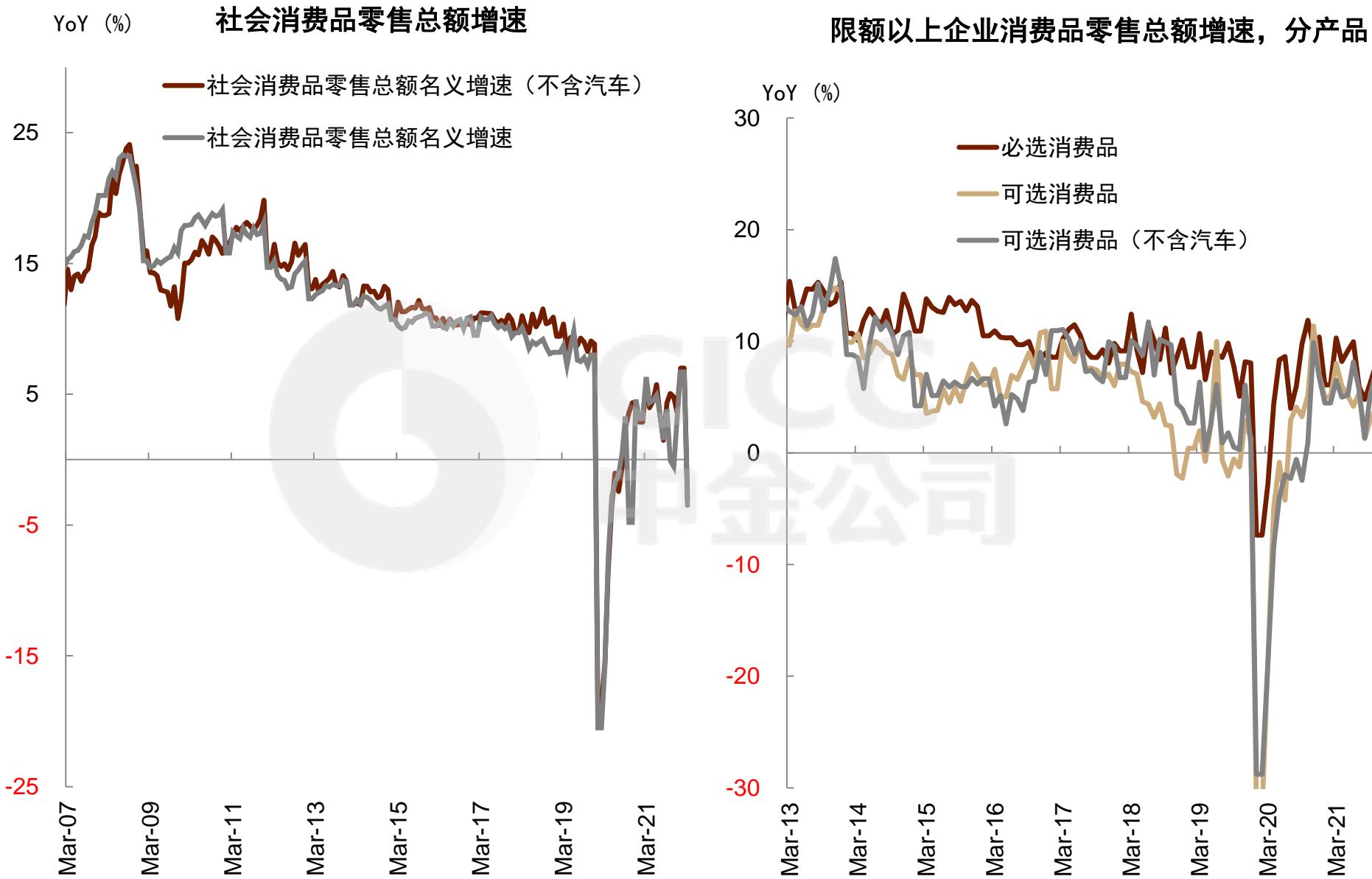
# 本轮疫情影响范围大，但新增感染可能已经见顶



# 经济活动短期内受到一定冲击



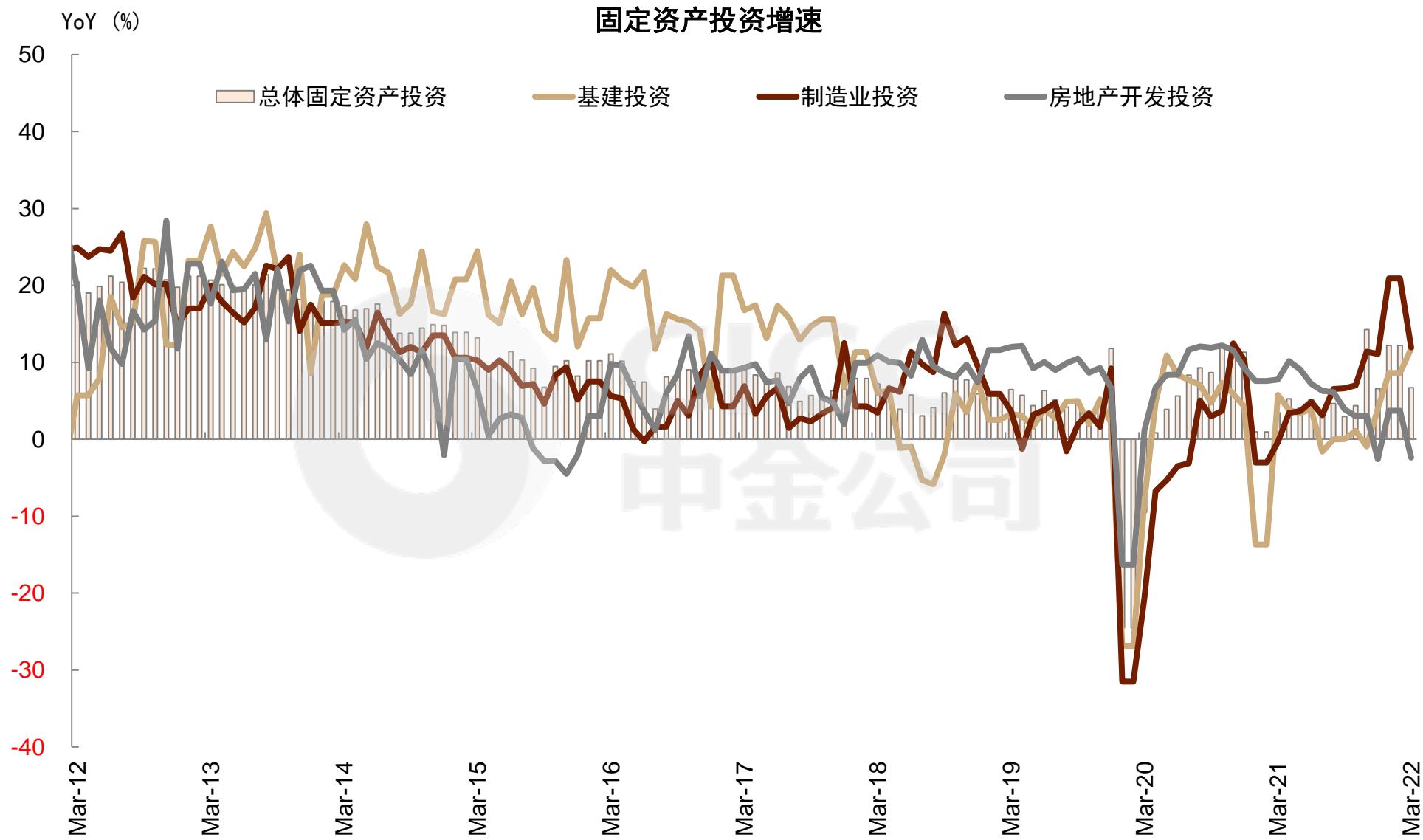
# 消费受疫情影响恢复乏力



注：左图2021年数据为两年平均同比增速。资料来源：万得资讯，中金公司研究部

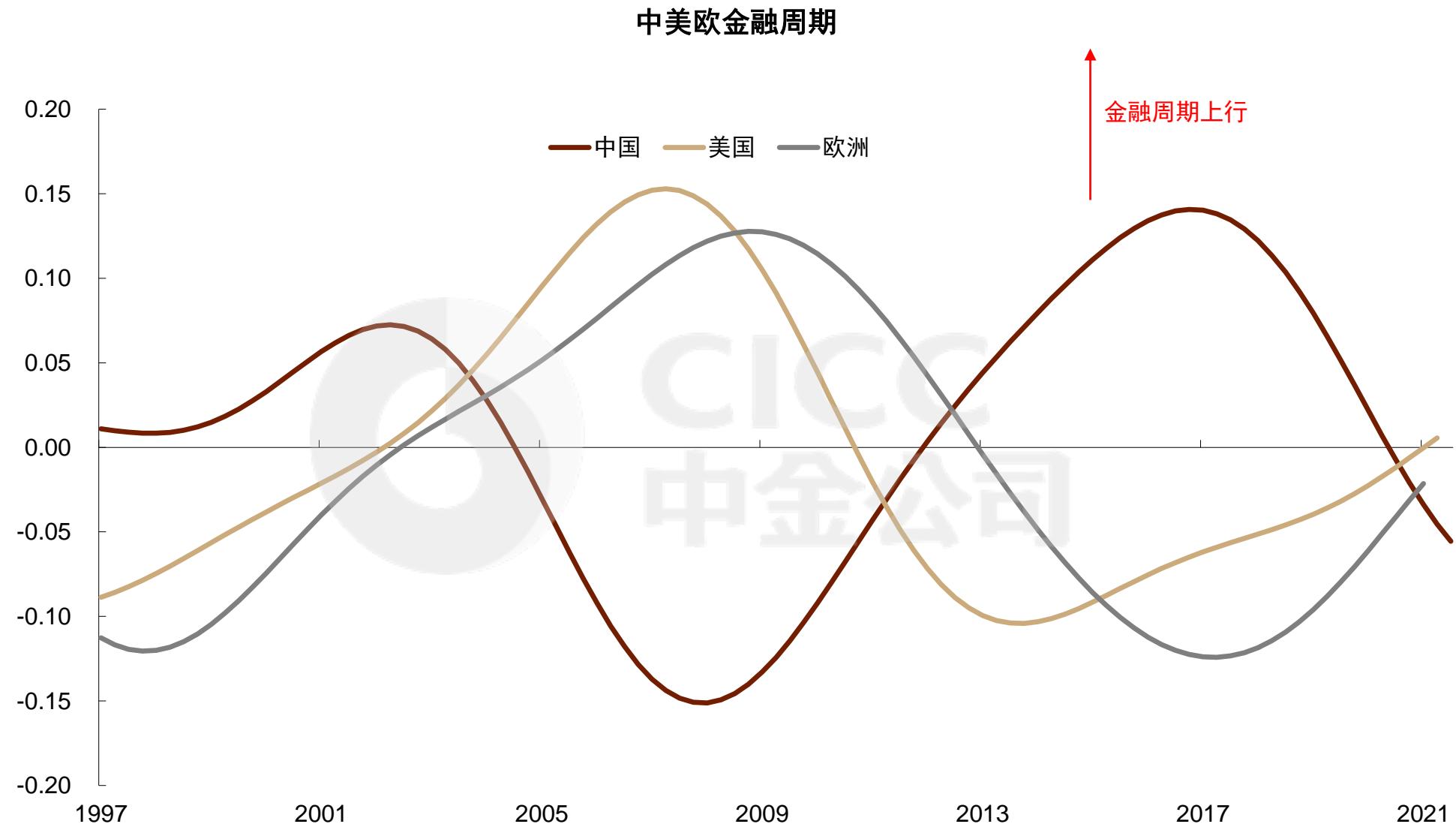
# 基建投资增速逐步发力

宏观经济



注：2021年数据为两年平均同比增速。资料来源：CEIC，中金公司研究部

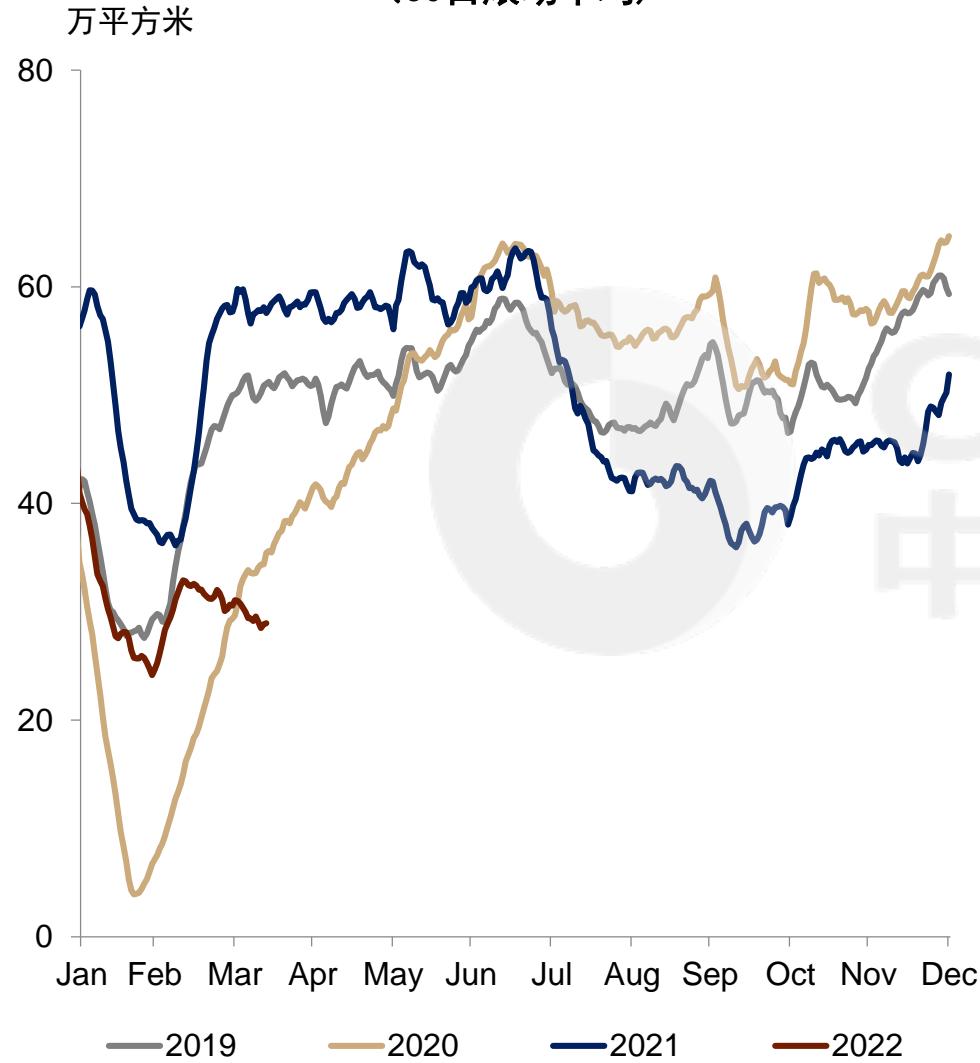
# 中国金融周期仍在下行



# 房地产景气度仍在低位

宏观经济

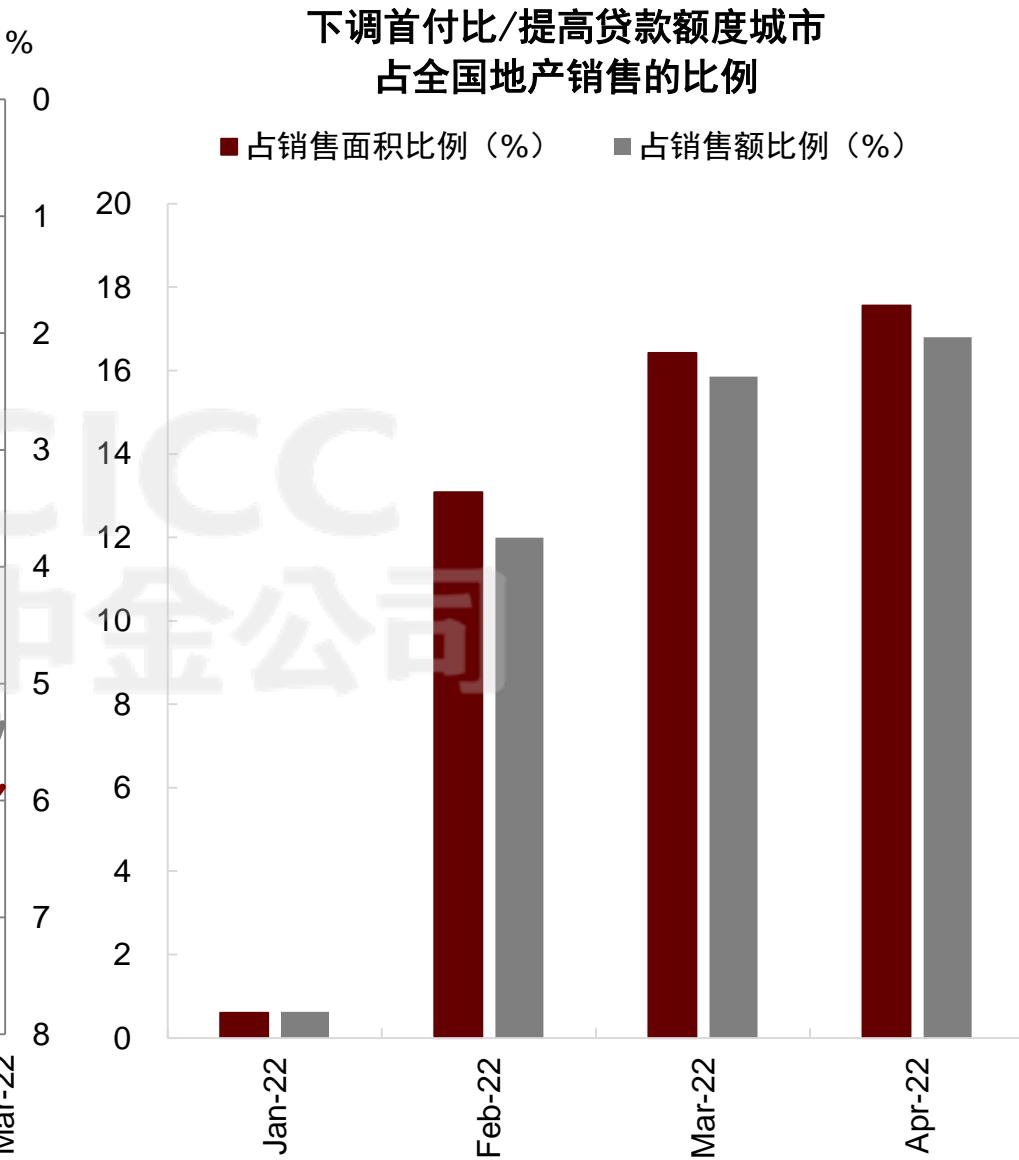
30大中城市日均商品房成交面积  
(30日滚动平均)



房地产新开工和土地成交量增速

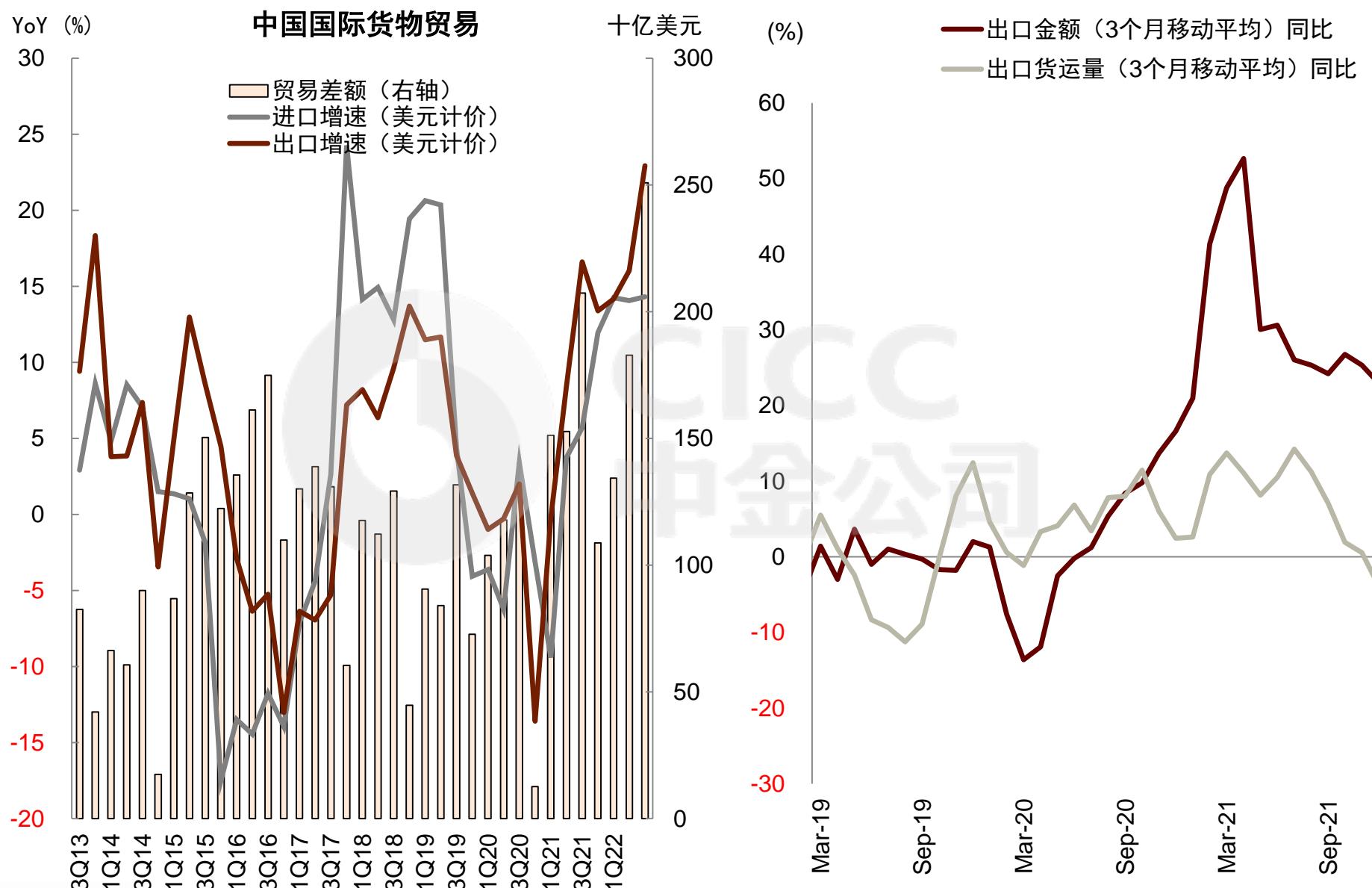


# 部分地区开始调整地产政策

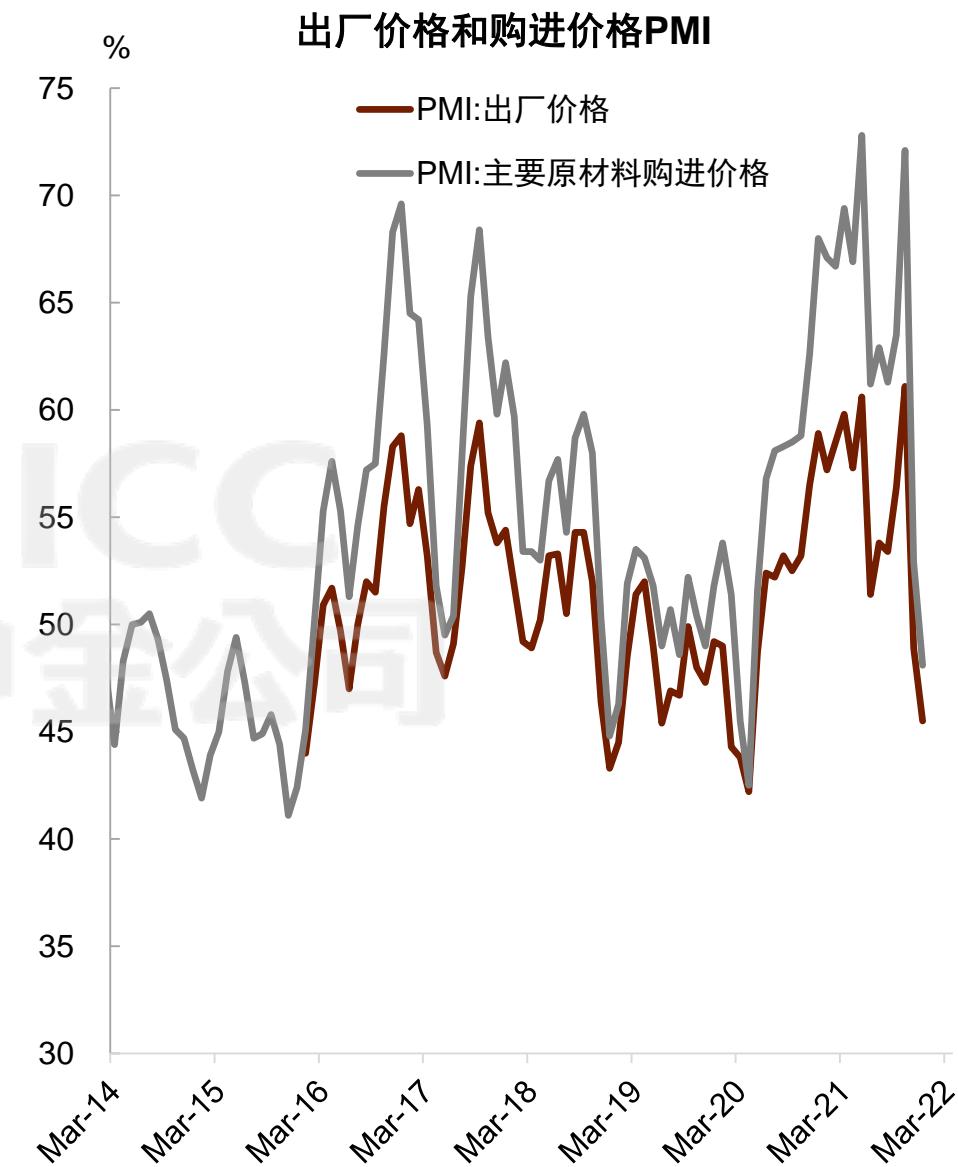
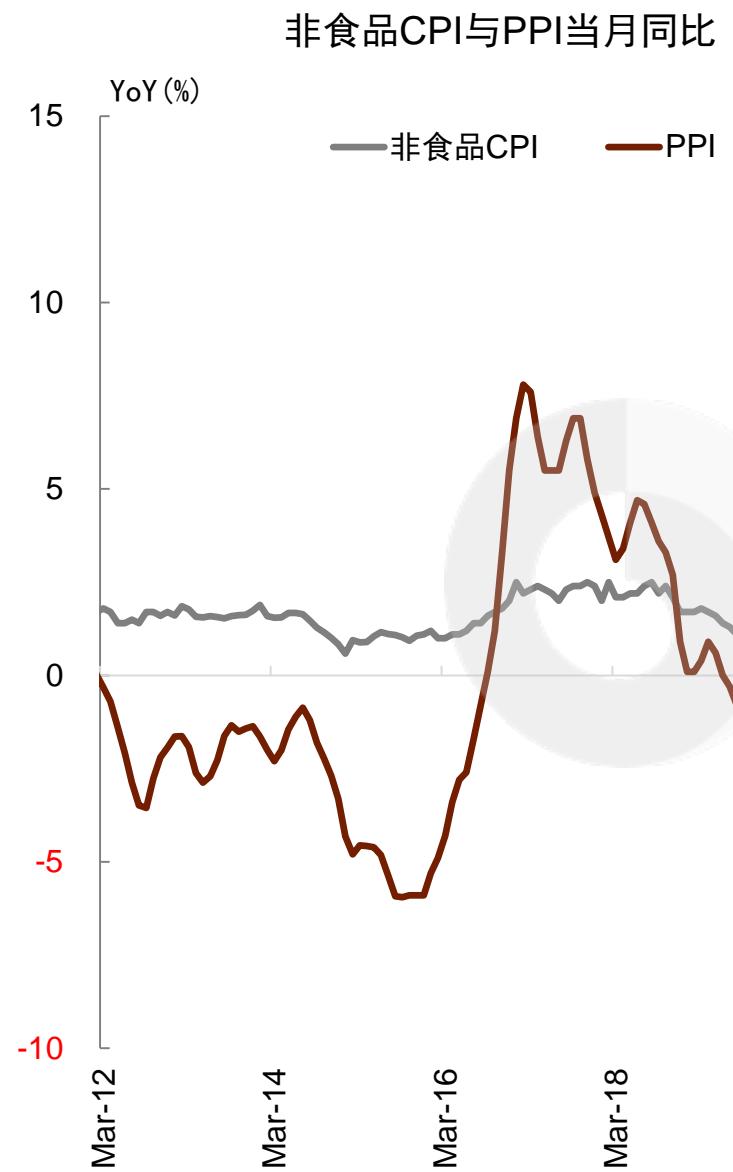


# 中国出口名义增速较强，但量价分化加大

宏观经济

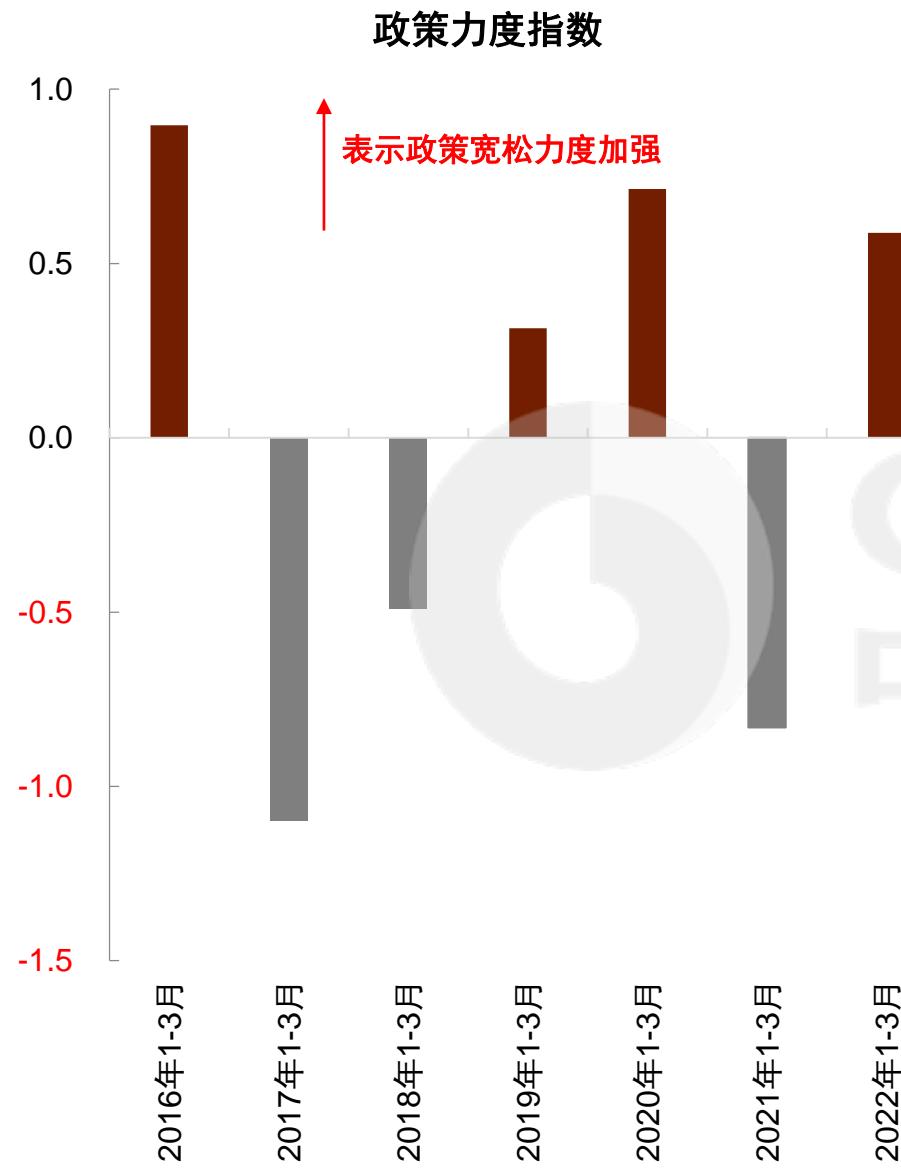


# ► PPI同比、环比均有所回落，但仍在高位



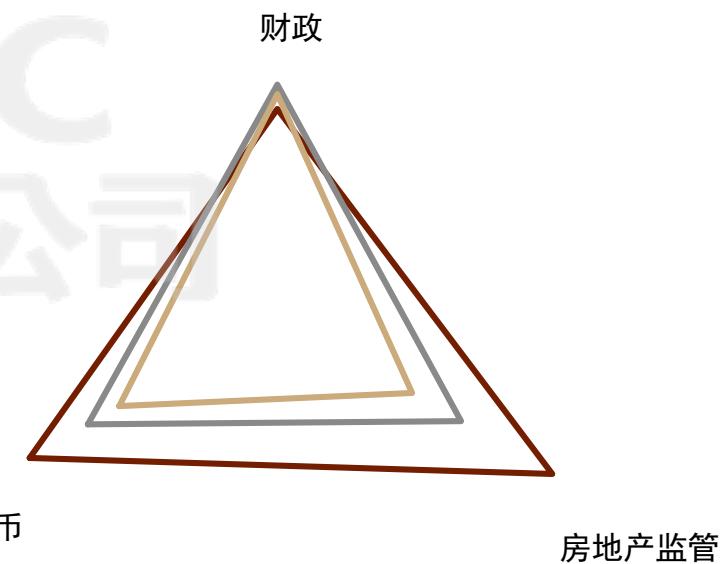
# 财政扩张力度领先

宏观经济



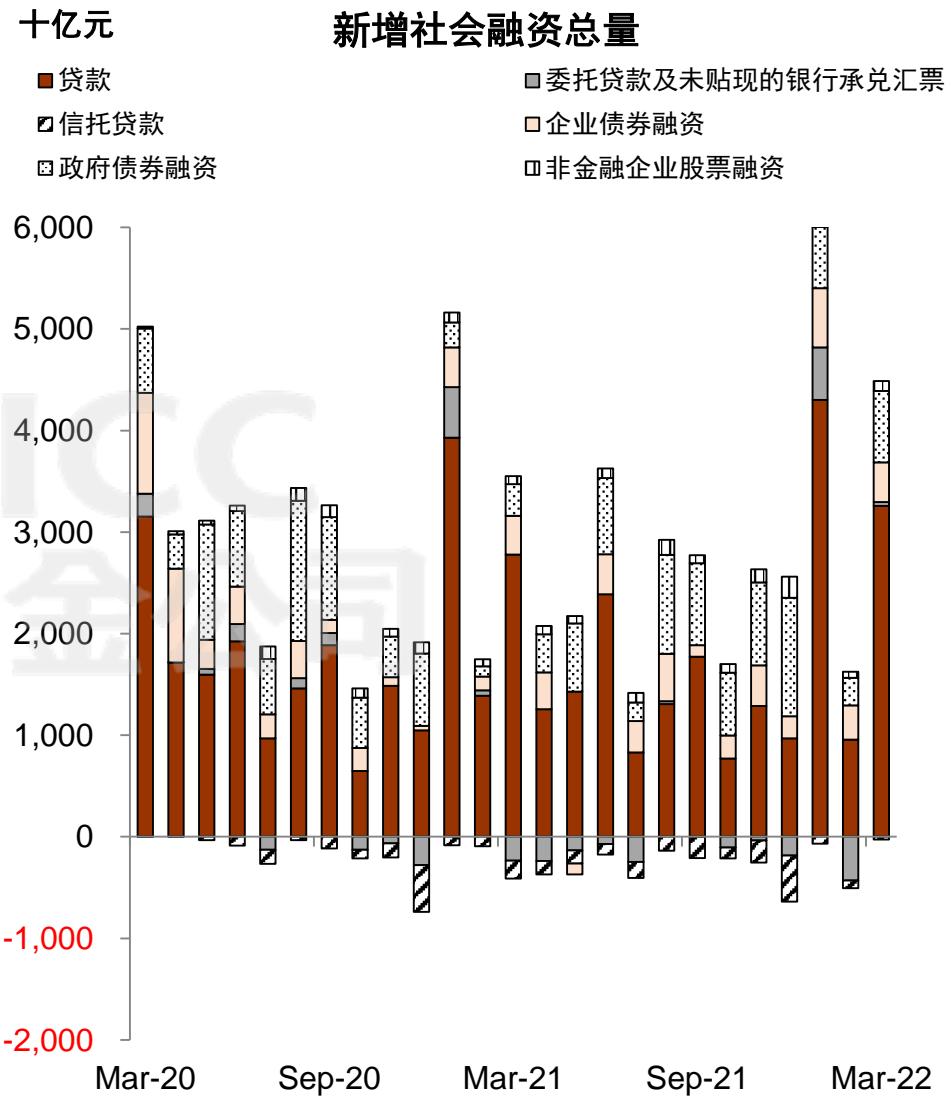
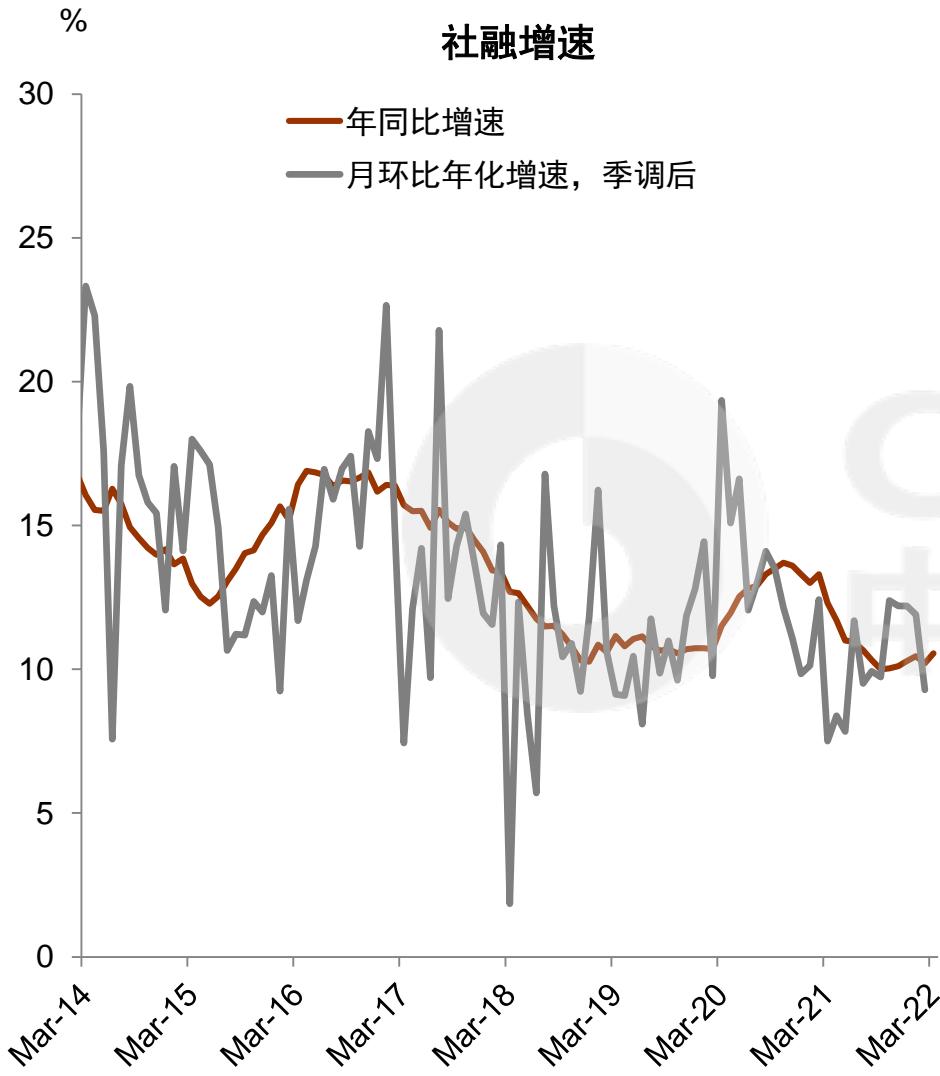
## 政策宽松三角组合

— 2016年1-3月  
— 2020年1-3月  
— 2022年1-3月

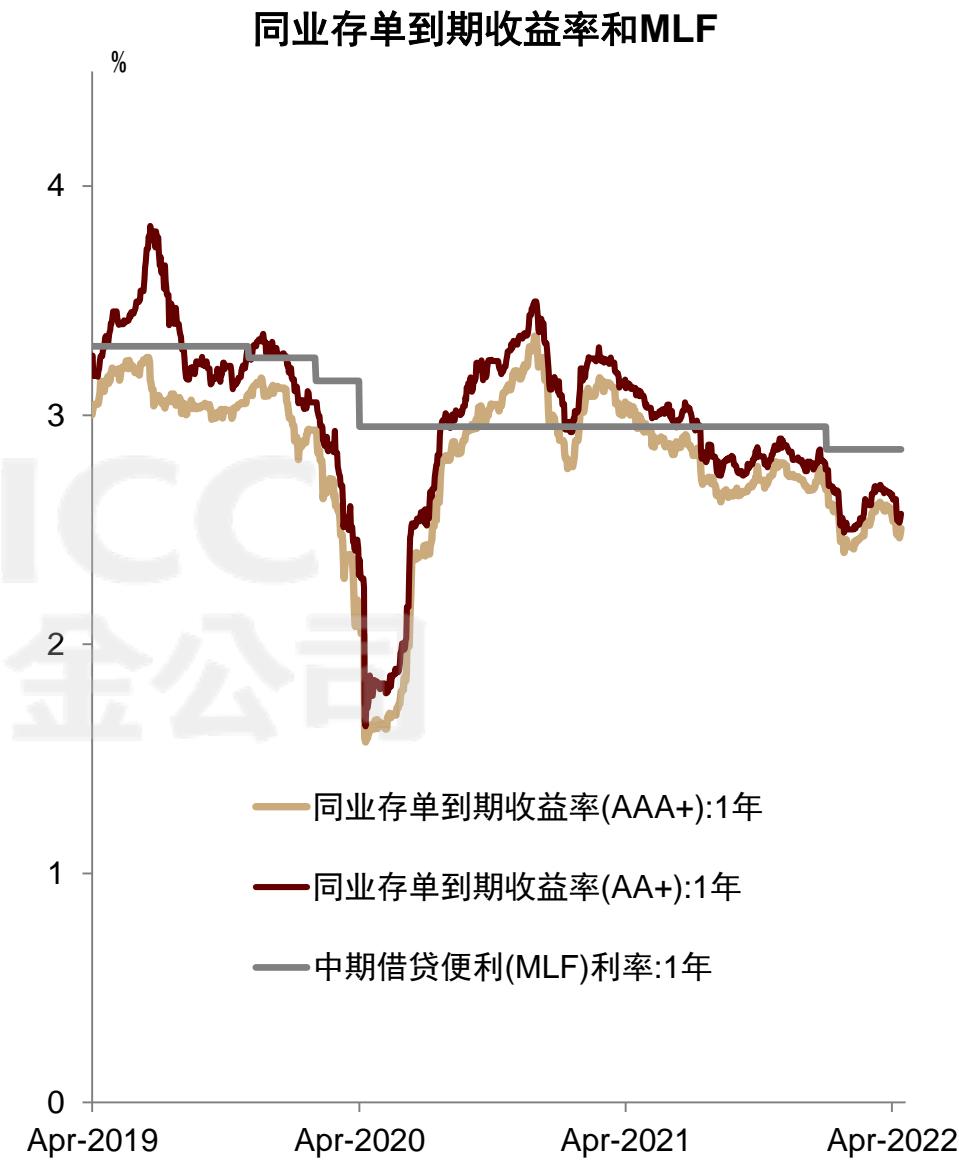
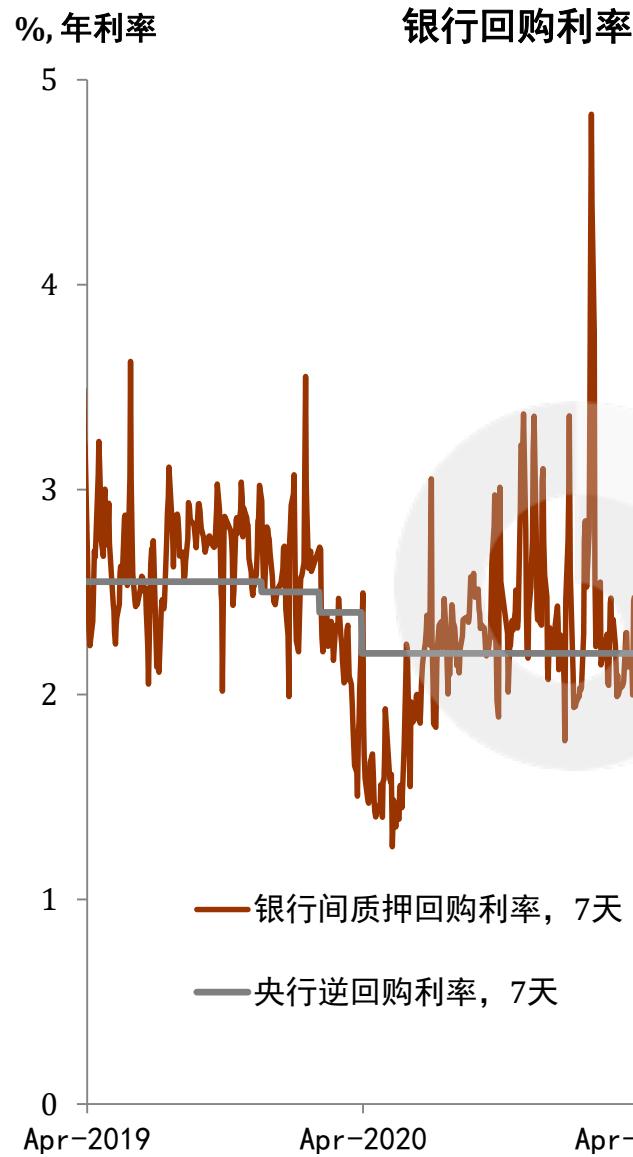


# 社融同比增速缓步回升

宏观经济

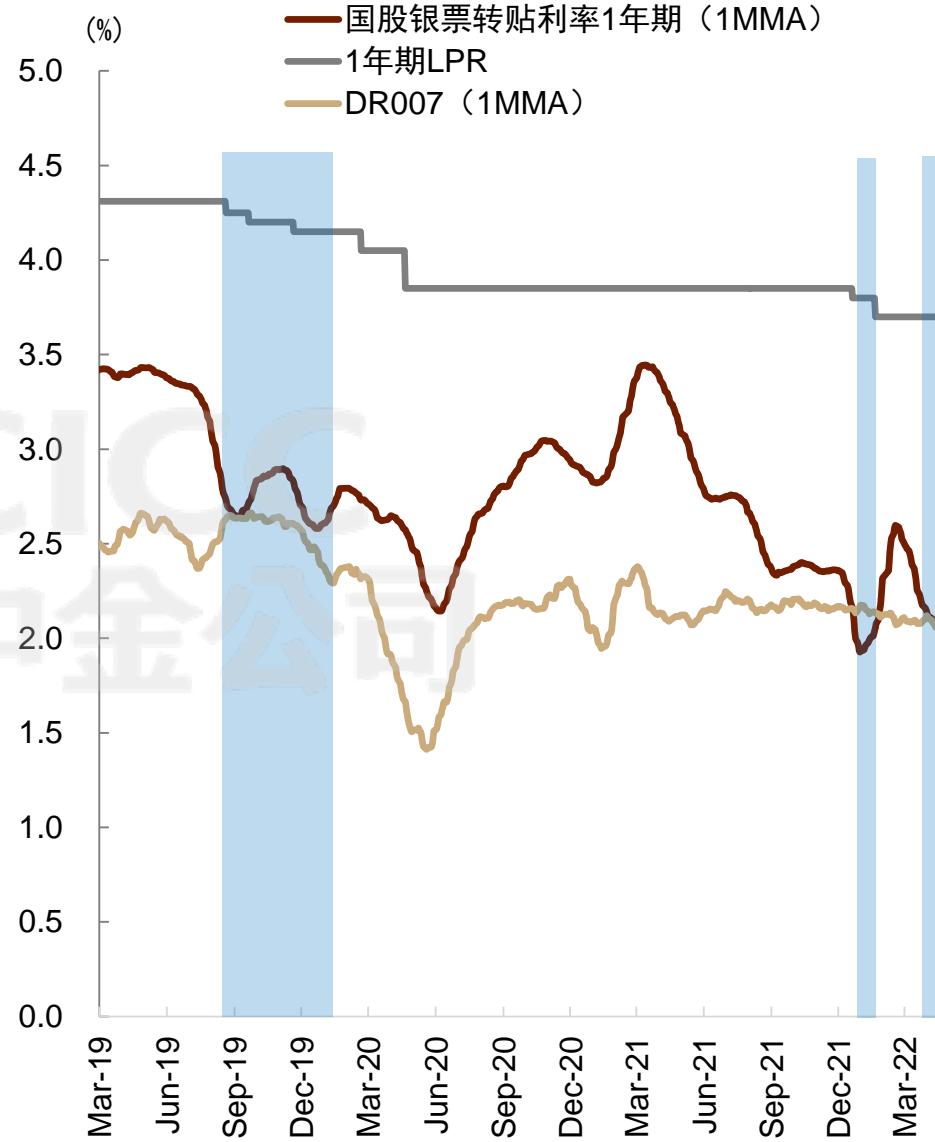
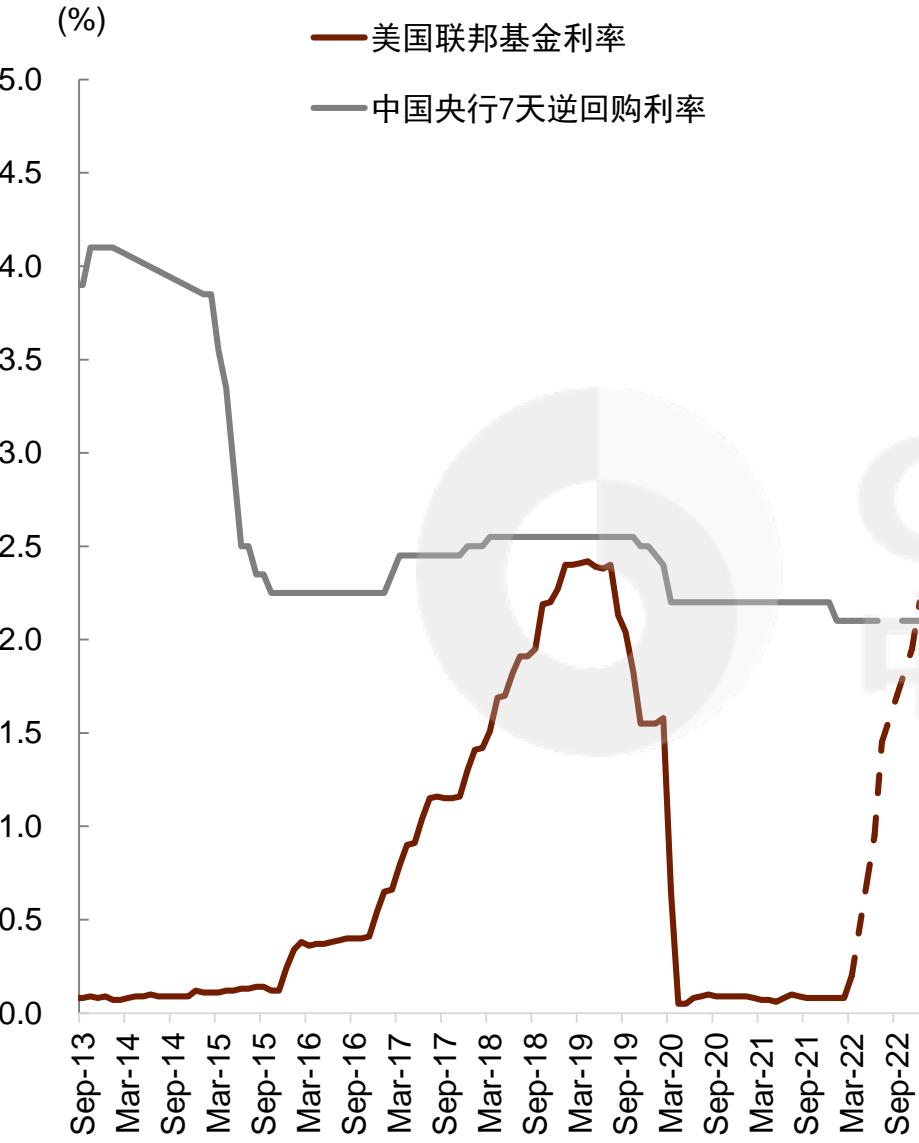


# 降息后资金利率有所下降

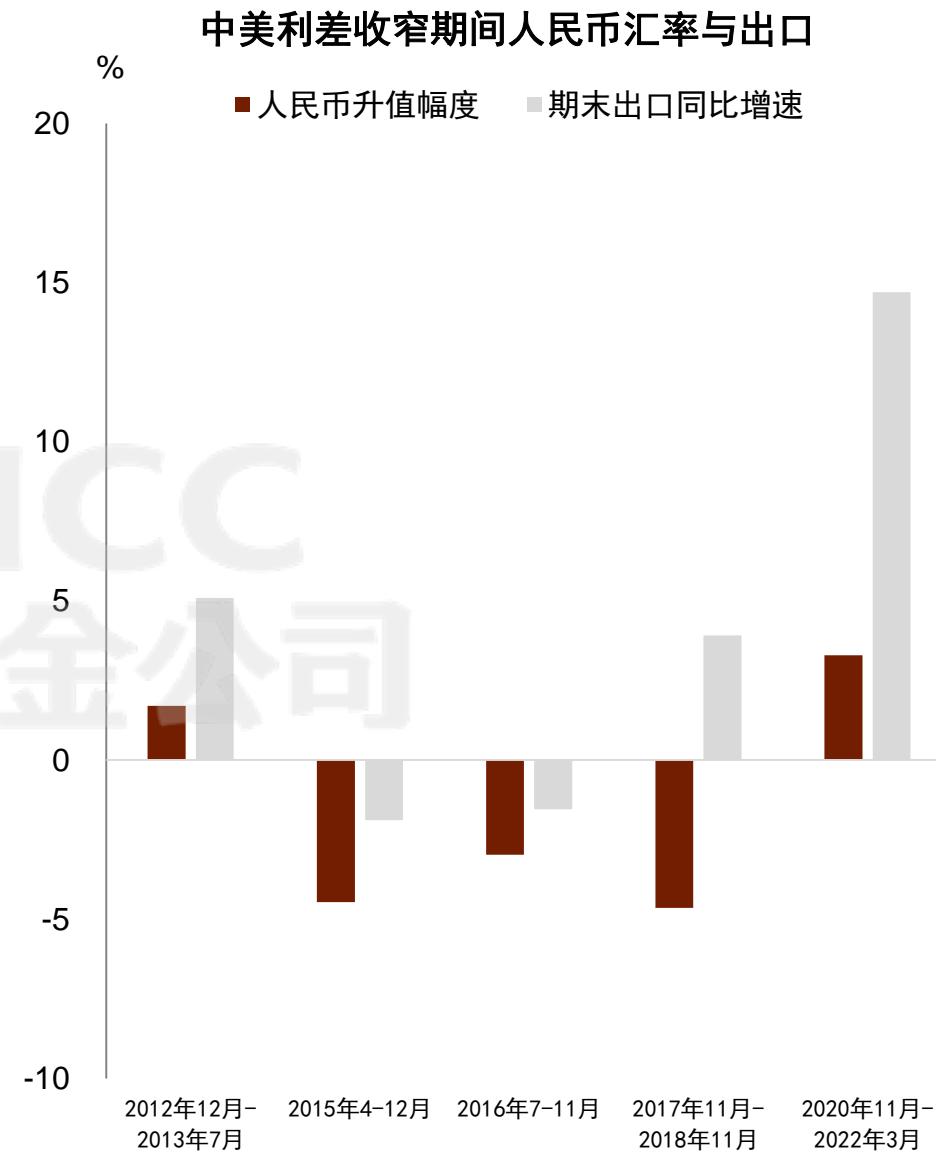
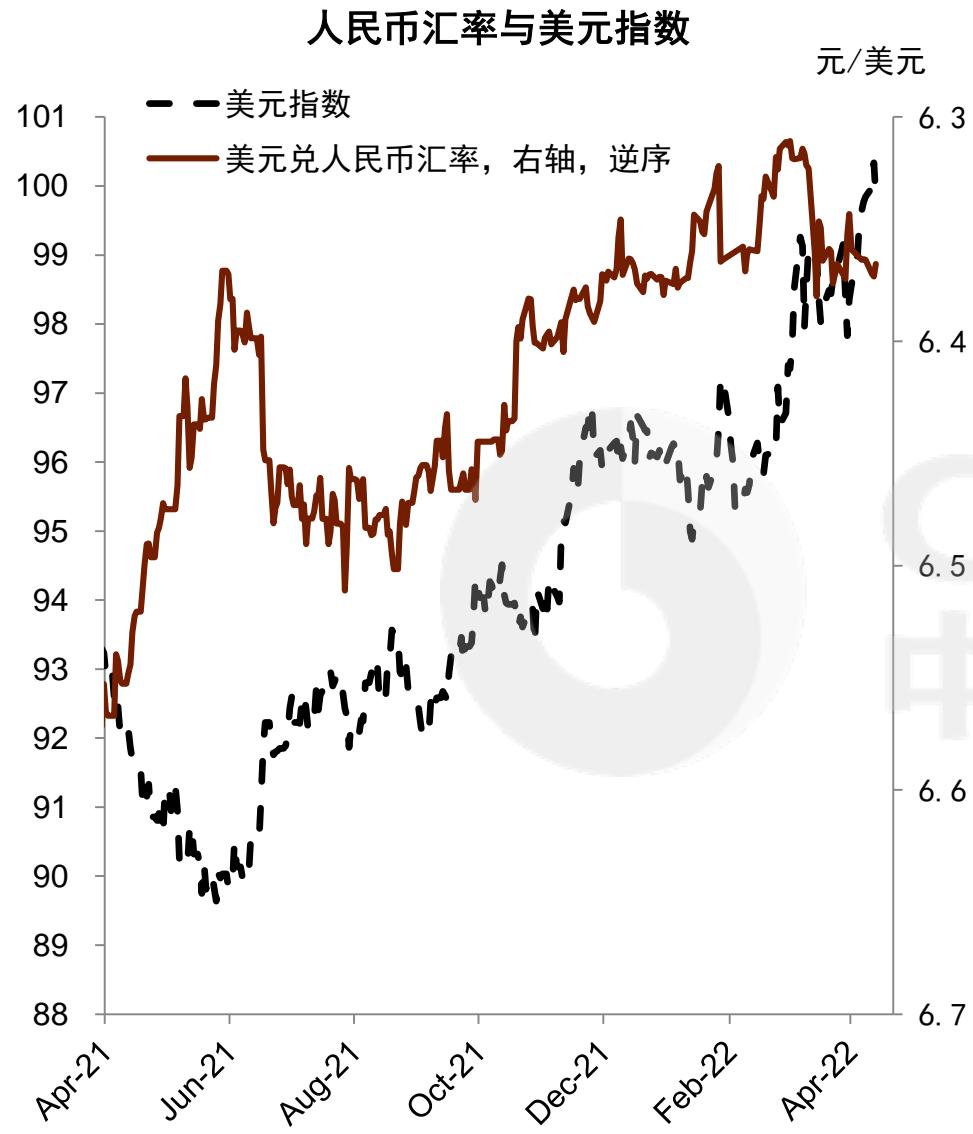


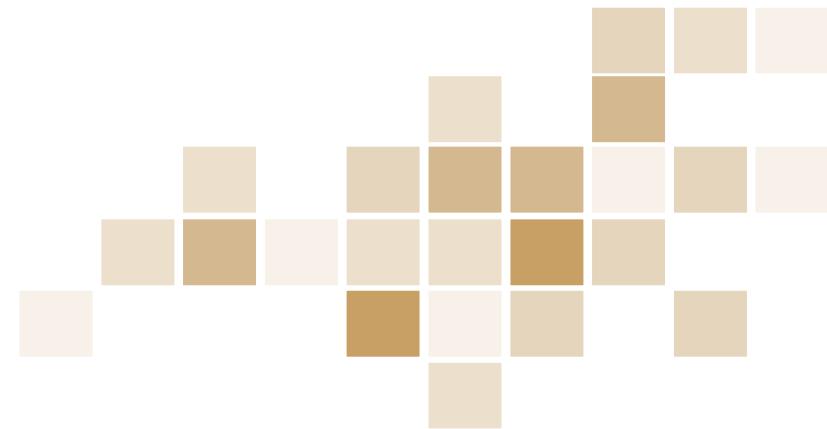
# LPR仍有下调空间，但短端利率下调面临外部制约

宏观经济



# 出口对人民币汇率仍然形成一定支撑





# 市场策略

分析员 王汉锋, CFA

SAC 执证编号: S0080513080002

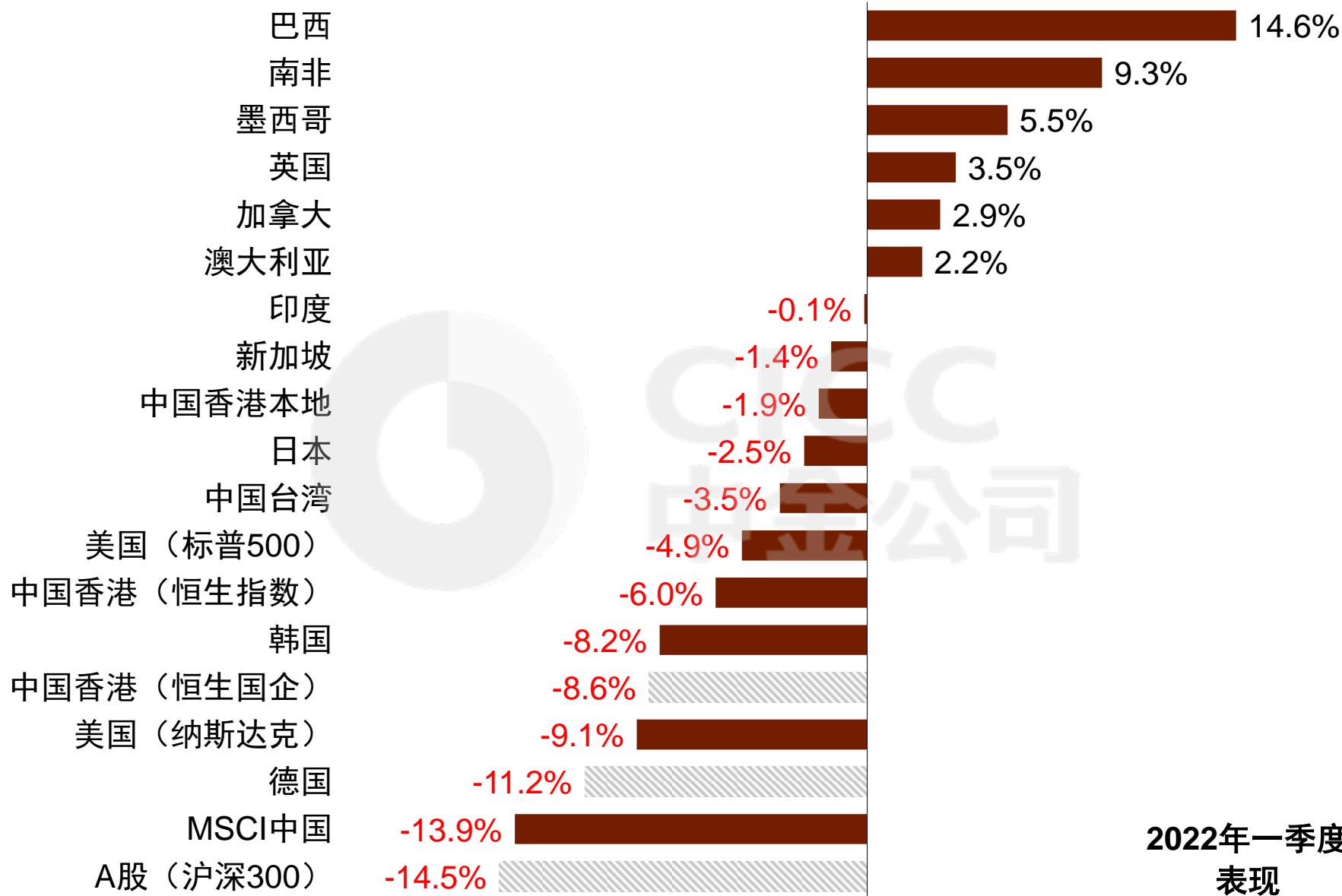
SFC CE Ref: AND454



## 核心观点

- ▶ “稳增长”遭遇“供给冲击”，中外周期反向。年初以来国内“稳增长”遭遇内外部挑战。外部环境上，地缘政治冲突带来国际局势的不确定性和供应风险，全球“滞胀”预期明显升温，结合疫情“余波期”，多个主要经济体面临扩张性货币政策的退出。中美监管环境差异伴随事件性因素，也给中概股/港股/A股带来不同程度扰动。内部看，稳增长尚待成效，局部疫情的反复增加了问题的复杂性。向前看，全球经济“内滞外胀”、政策“内松外紧”的特征愈发明显，海外地缘局势仍在僵持，美国等主要西方国家政策收紧效果仍待检验，国内增长压力仍需政策积极应对，市场方向取决于上述因素的边际变化。
- ▶ 二季度“稳增长”政策有望继续发力，中长期市场机会大于风险。年初以来市场较大幅度的调整已集中反映了多重宏观因素不确定性，当前时点，市场累计回调时间已经较长、累计幅度不低，整体估值重新回到历史上相对低位，我们判断市场处在前期快速回调后的“磨底期”。尽管短期市场仍可能有波动，但类似前段时间大幅下跌的阶段可能已经结束，中期维度市场机会大于风险。
- ▶ 稳增长主线仍有阶段配置价值，中期偏成长。国际周期来看，结合当前增长和流动性环境，以及估值层面的对比，我们认为中国资产经历前期明显调整后，逐步重新具备相对投资吸引力；A股市场在阶段性“磨底”期间，低估值、稳增长板块可能在当前宏观环境下仍具备相对收益；新能源汽车、新能源及科技硬件半导体等制造成长风格估值压力已经有所释放，静待宏观因素层面的边际改善，高景气度子领域中期仍有配置价值；港股面临国内增长尚待改善、外部主要国家货币政策收紧、地缘局势僵持的多重压力，可能维持相对盘整态势，高股息收益率标的和前期调整幅度较大的优质成长股有相对配置价值。
- ▶ 未来的关注点：1) 海外地缘局势进展；2) 中国稳增长政策力度、节奏及增长数据变化；3) 地产行业态势、信用风险；4) 中国、海外疫情及政策演绎；5) 中美关系等方面进展。

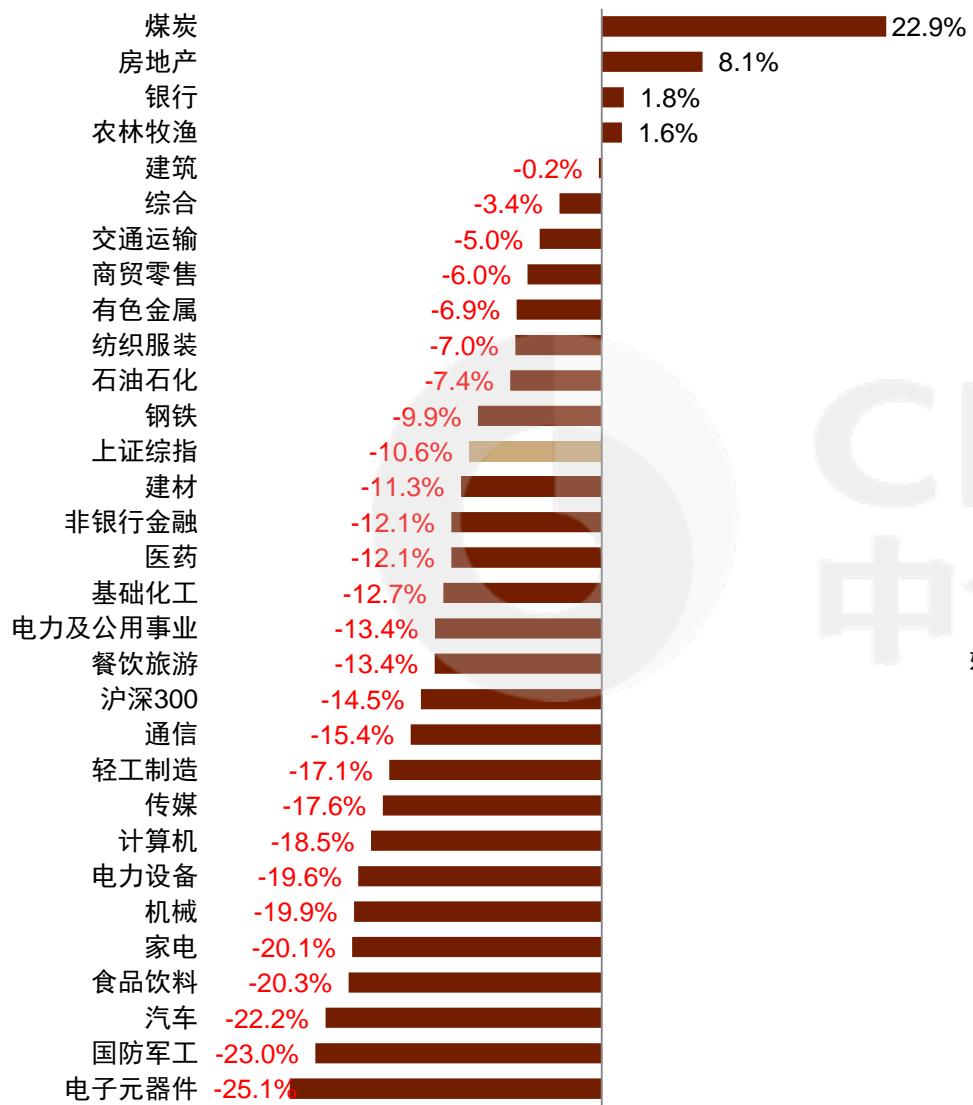
# 2022年一季度中国A股市场跑输主要市场



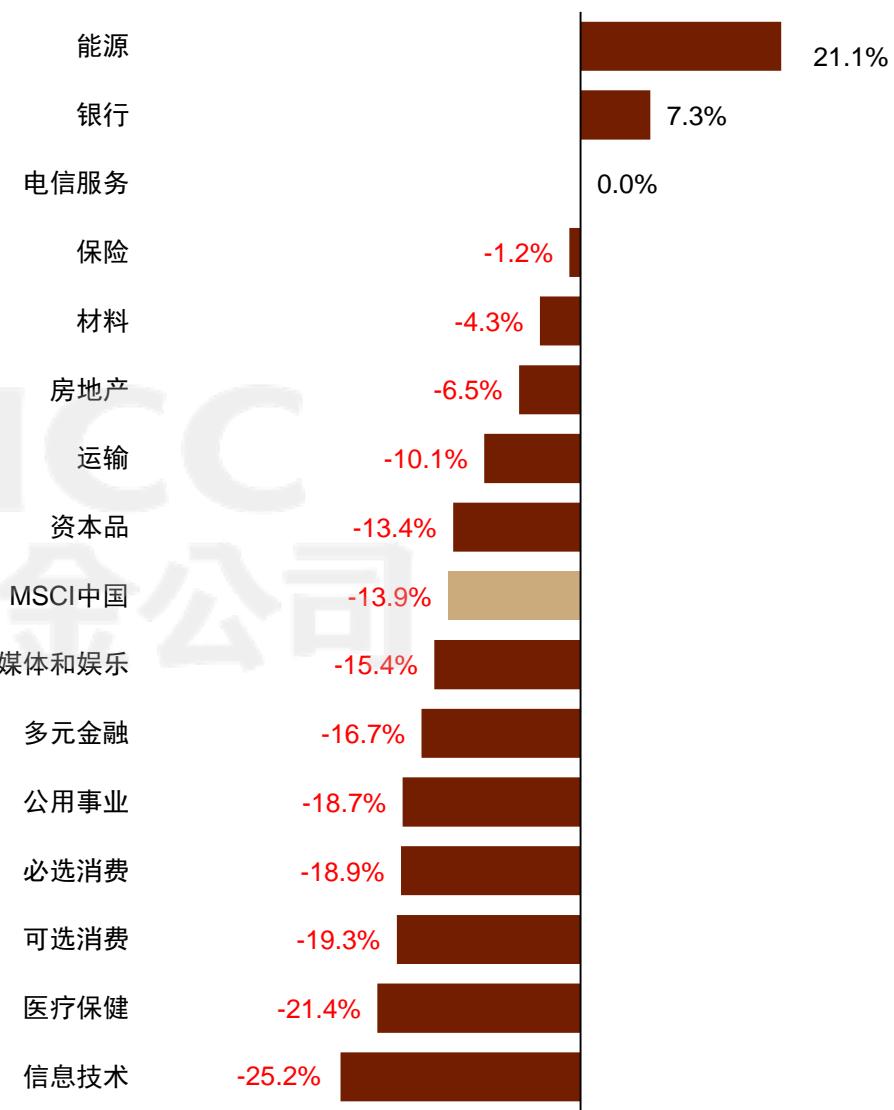
注：数据截至2022年3月31日。资料来源：FactSet，中金公司研究部

# 2022年一季度A股港股的周期板块表现较好

2022年一季度A股行业表现



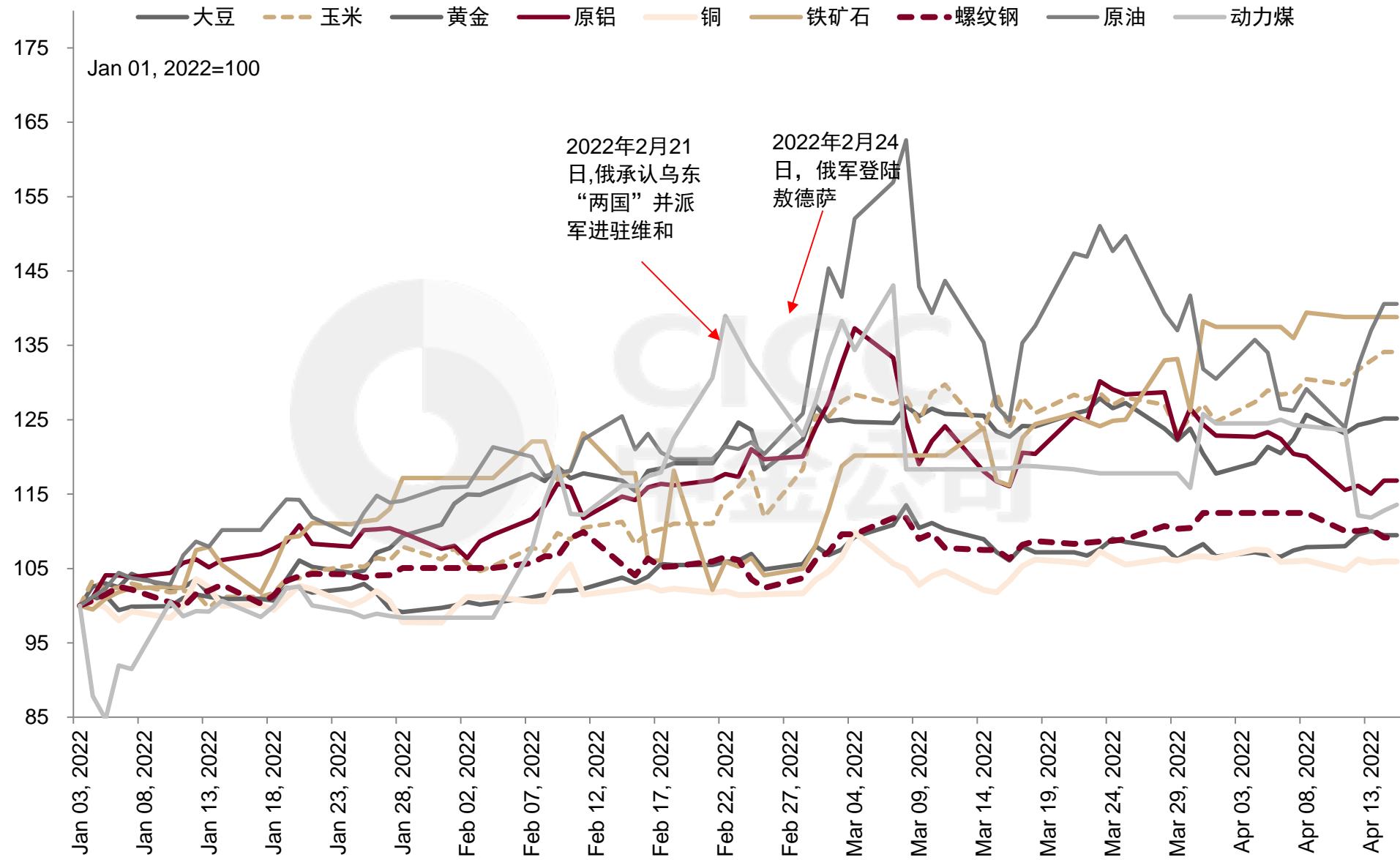
港股行业2022年一季度表现



注：数据截至2022年3月31日。资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

# 地缘政治冲突下，全球主要大宗商品价格走高

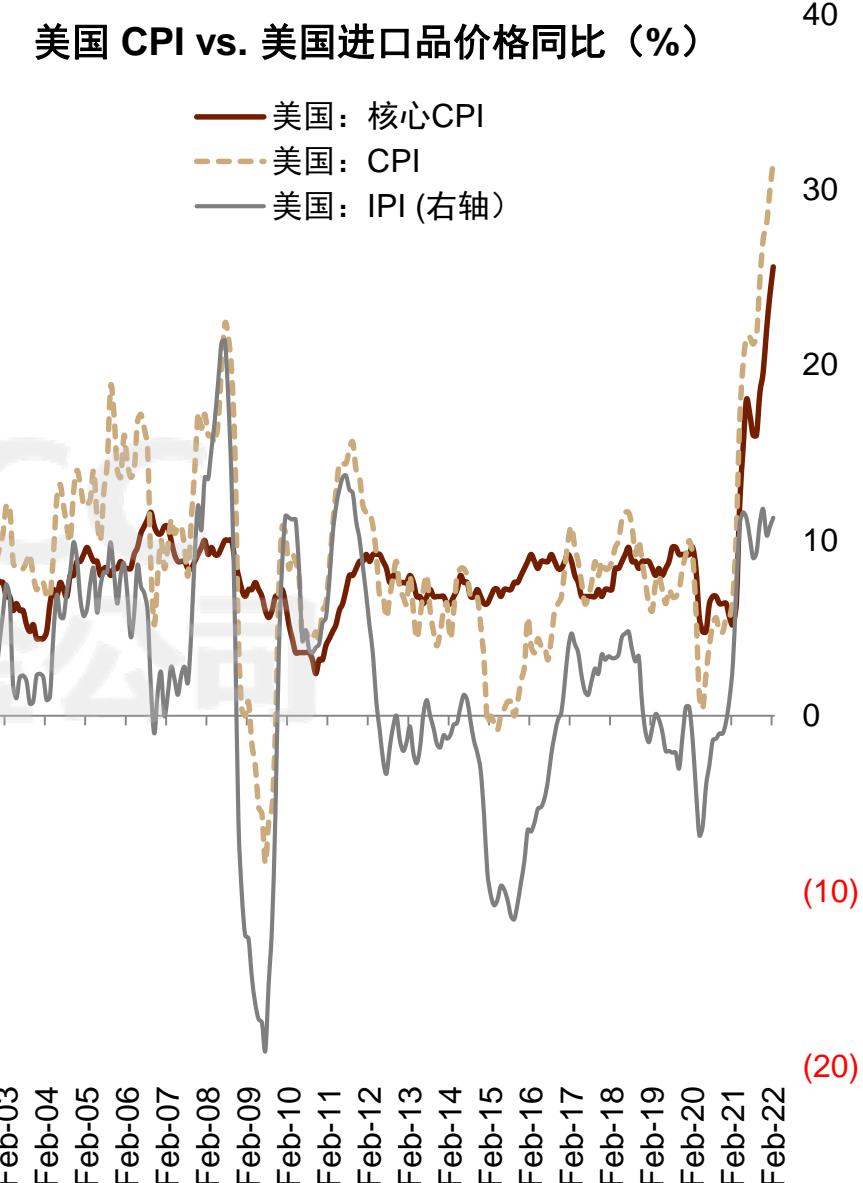
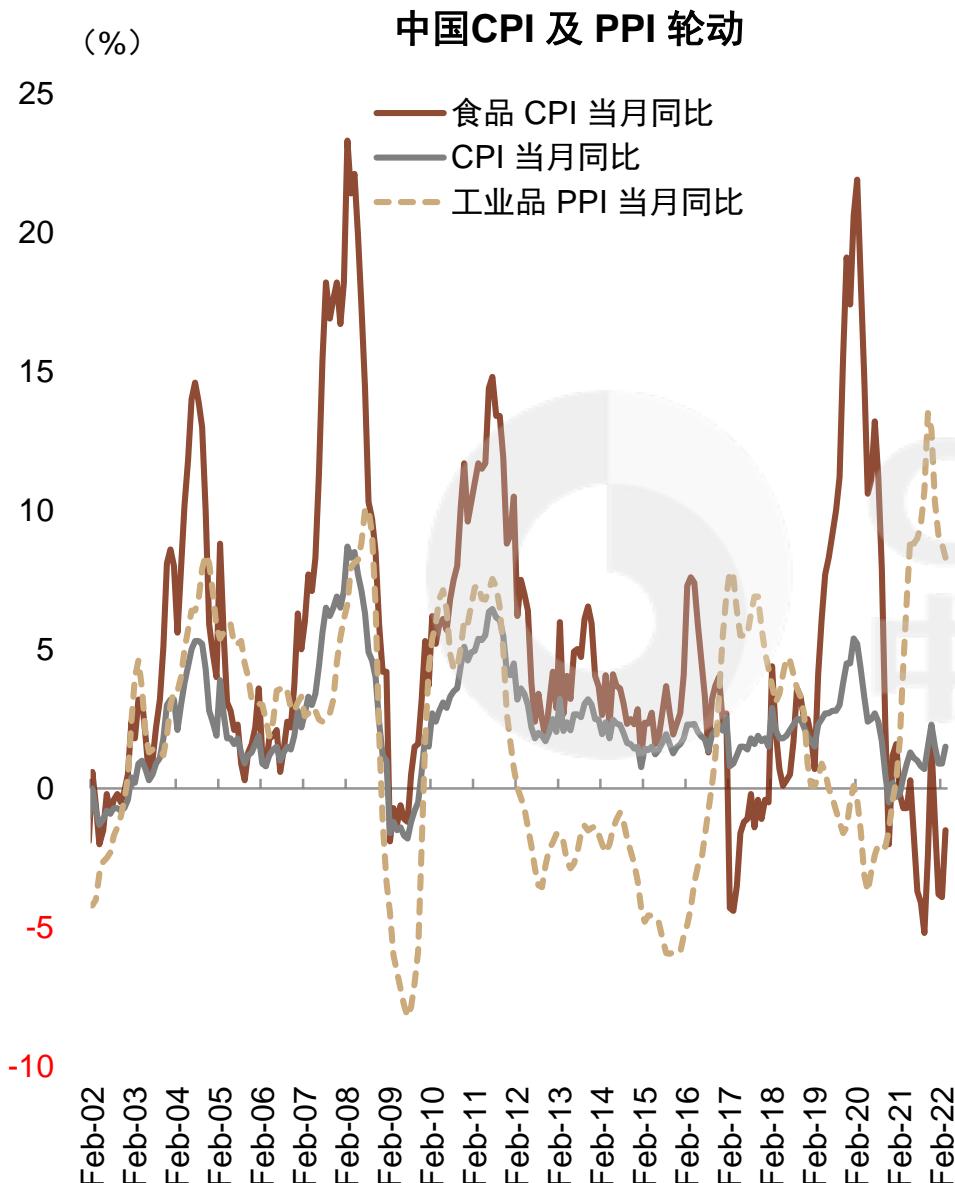
市场策略



注：数据截至2022年4月15日。资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 全球通胀预期再起，但中国整体物价相对平稳

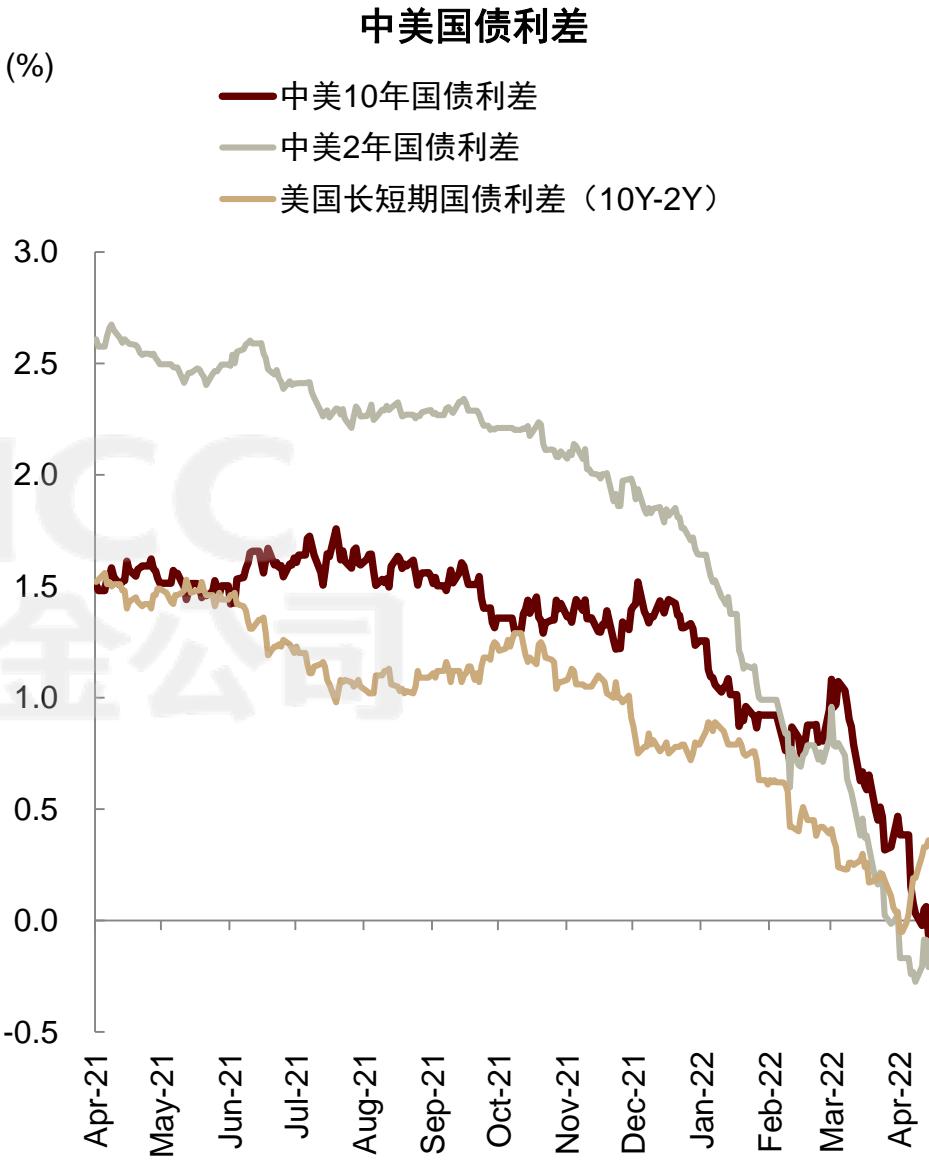
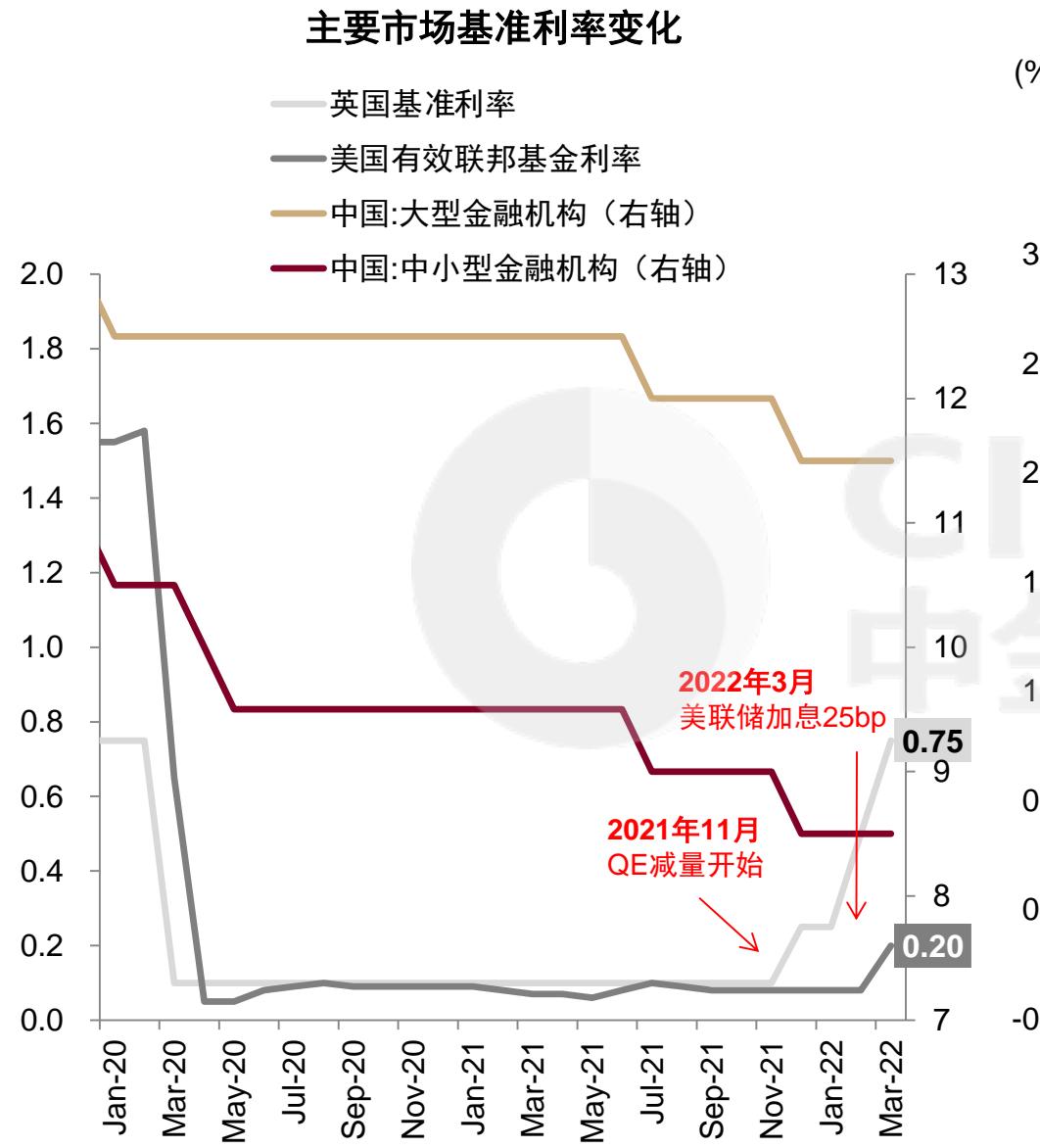
市场策略



注：数据截至2022年4月15日。资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 海外市场进入货币紧缩周期，中外货币政策反向愈发明显

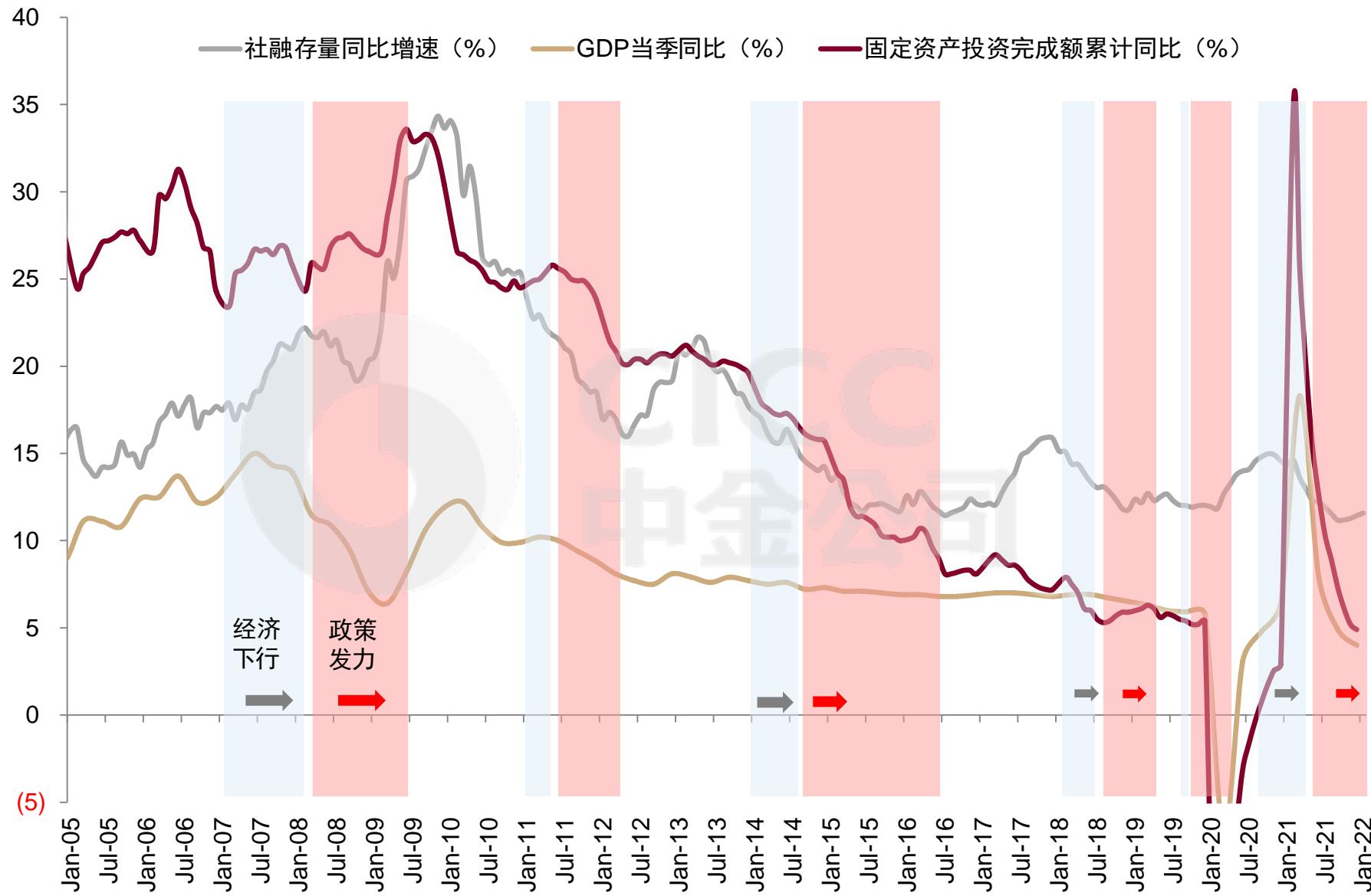
## 市场策略



注：数据截至2022年4月15日。资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 国内经济增长压力较大，“稳增长”政策仍在发力

市场策略



# 历史看，“稳增长”政策更加追求灵活适度

## 市场策略

|        | 第一轮<br>(2008年~2009年)                 | 第二轮<br>(2011年末-2012年初)            | 第三轮<br>(2014年底-2016年初)                         | 第四轮<br>(2018年中~2019年初)                    | 第五轮<br>(2020年上半年)                         | 当前   |
|--------|--------------------------------------|-----------------------------------|--|---|---|--|
| 宏观环境   | 国内宏观环境<br>2008年全球金融危机对我国经济的冲击开始显现    | “四万亿”刺激计划逐渐退出，地产调控，GDP增速持续下降      | 外需走弱，地产库存压力高                                   | 国内去杠杆及中美贸易战影响<br>新冠疫情影响下，我国工业生产端收缩，经济增速下行 | 新产能受到重大打击                                 | 国内经济从复苏走向常态化，大宗商品和能源供给危机造成资本开支疲软             |
|        | 全球宏观环境<br>次贷危机影响下，西方主要经济体增长压力加大      | 2011年欧债危机后，全球经济<br>增长压力加大         | 全球进出口走弱；美国经济复苏，次贷危机后的QE政策正式结束                  | 中美贸易摩擦升级，全球贸易增长放缓；全球经济从顶端回落，海外政策也在转向期     | 初始阶段海外受到疫情影响较小，经济增长领先，后续疫情在在全球传播，造成全球性的冲击 | 欧美等发达市场处于疫后恢复中，经济相对较强，但海外通胀较高，宏观政策逐步收缩       |
|        | 经济下行前是否存在过热<br>是                     | 否                                 | 否  | 否   | 否   | 否  |
|        | 中外政策方向<br>同向                         | 同向                                | 反向   | 先反向、后同向                                   | 同向  | 反向   |
|        | 物价压力<br>结构性价格上涨                      | 高                                 | 低  | 低   | 低   | 国内小、海外大                                      |
|        | 政策确认转向时间点<br>2008年7月                 | 2011年6月                           | 2014年3月  | 2018年7月                                   | 2020年1月                                   | 2021年12月                                     |
|        | 金融环境拐点<br>(央行降息/降准)<br>2008年8月       | 2011年11月                          | 2014年12月                                       | 2018年3月                                   | 2020年2月                                   | 2022年1月                                      |
|        | 经济增长拐点<br>(PMI低点)<br>2008年11月        | 2011年11月                          | 2016年2月  | 2019年2月                                   | 2020年2月                                   | 2021年10月                                     |
|        | 货币政策<br>货币政策由“从紧”转为“适度宽松”，多次降息降准     | 2011年11月，三年来首次全面降准；2012年两次降准、两次降息 | 2014年末至2016年多次降准<br>降息，货币宽松力度较大                | 2018年央行降准四次；疏通货币政策传导机制                    | 精准的货币政策，通过逆回购操作释放流动性，分阶段、有梯度地释放流动性        | 两次全面降准，两次下调1年期LPR，5年期LPR下调；多次逆回购、MLF等维护市场流动性 |
|        | 财政政策<br>十个方面的经济刺激方案，总额达到4万亿元         | 促进消费，发放补贴，加快基建项目审批                | 积极的财政政策，赤字率由2014年的2.1%提至2016年的3%               | 稳健的货币政策，                                  | 抗疫特别国债、减税降费                               | 提前下达专项债务限额1.46万亿元，减税降费加力                     |
| 政策干预手段 | 地产政策<br>地产调控大幅放松，鼓励普通商品住房消费、加大信贷支持力度 | “调控不变”                            | 棚改货币化，房地产“930新政”                               | “房住不炒”                                    | “房住不炒”                                    | “房住不炒”，保障合理住房需求，地产关注长效机制                     |
|        | 基建政策<br>中央财政主导                       | 地方财政主导；提出“一带一路”；广义基建投资同比增速快回升     | 投融资主导；提出PPP模式，基建投资增速维持高位                       | 首次提及“新基建”；但地方隐性债务管控下基建投资增速没有明显起色          | 大力发展先进制造业，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设            | “新基建”  |
|        | 贸易政策<br>海外经济增速放缓影响出口行业，提高纺服出口退税率     | -                                 | -  | 提高部分产品出口退税率                               | -   | -  |
|        | 需求提振政策<br>家电下乡、促进汽车消费                | 开展全国消费促进月；发放相关补贴；“收入倍增计划”         | -  | 推动重点消费品更新升级，包括汽车、家电、消费电子                  | 消费券发放；                                    | -  |
|        | 政策主要抓手和规模<br>基建、地产、内需                | 基建、消费                             | 货币、房地产；基建PPP模式货币政策较迟但规模大，基建、关注工业生产恢复；企业纾困和税费减免 | 消费为辅                                      | -   | 基建、内需  |
|        | 稳增长力度<br>大                           | 中等                                | 较大   | 中等  | 较大  | -  |
|        | 政策退出时间<br>2010年1月<br>55.8            | 2012年末<br>50.6                    | 2016年2月<br>49                                  | 2019年2月<br>49                             | 2020年7月<br>51.1                           | -  |
| 资本市场表现 | 市场拐点<br>2008年11月                     | 2012年1月                           | 2016年1月  | 2019年1月                                   | 2020年3月                                   | -  |
|        | 市场拐点估值<br>(上证综指TTM PE)<br>13.19      | 11.82                             | 12.51  | 10.86                                     | 11.48                                     | -  |
|        | 政策开始干预至市场低点时间<br>4个月                 | 7个月                               | 11个月   | 6个月                                       | 2个月                                       | -  |
|        | 政策干预至退出期间市场领先板块<br>家电、电子元器件、汽车       | 非银、银行、房地产                         | 纺织、餐饮旅游、房地产                                    | 银行、农林牧渔、非银                                | 消费者服务、医药、食品饮料                             | -  |
|        | 政策干预至退出期间市场落后板块<br>煤炭、钢铁、石油化工        | 电力、钢铁、通信                          | 石油、传媒、钢铁                                       | 医药、纺织、餐饮旅游                                | 银行、石油石化、煤炭                                | -  |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

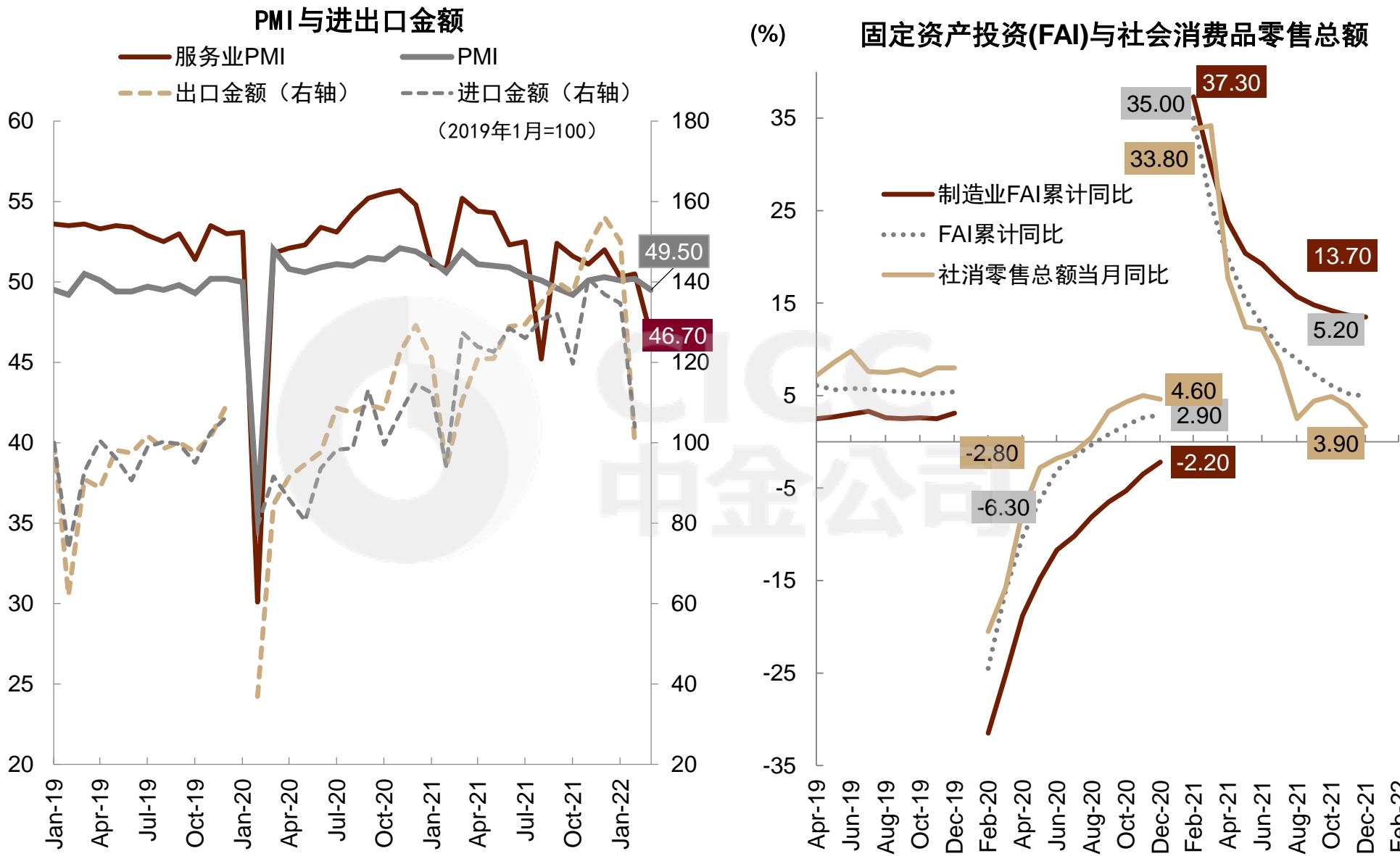
返回目录



CICC  
中金公司

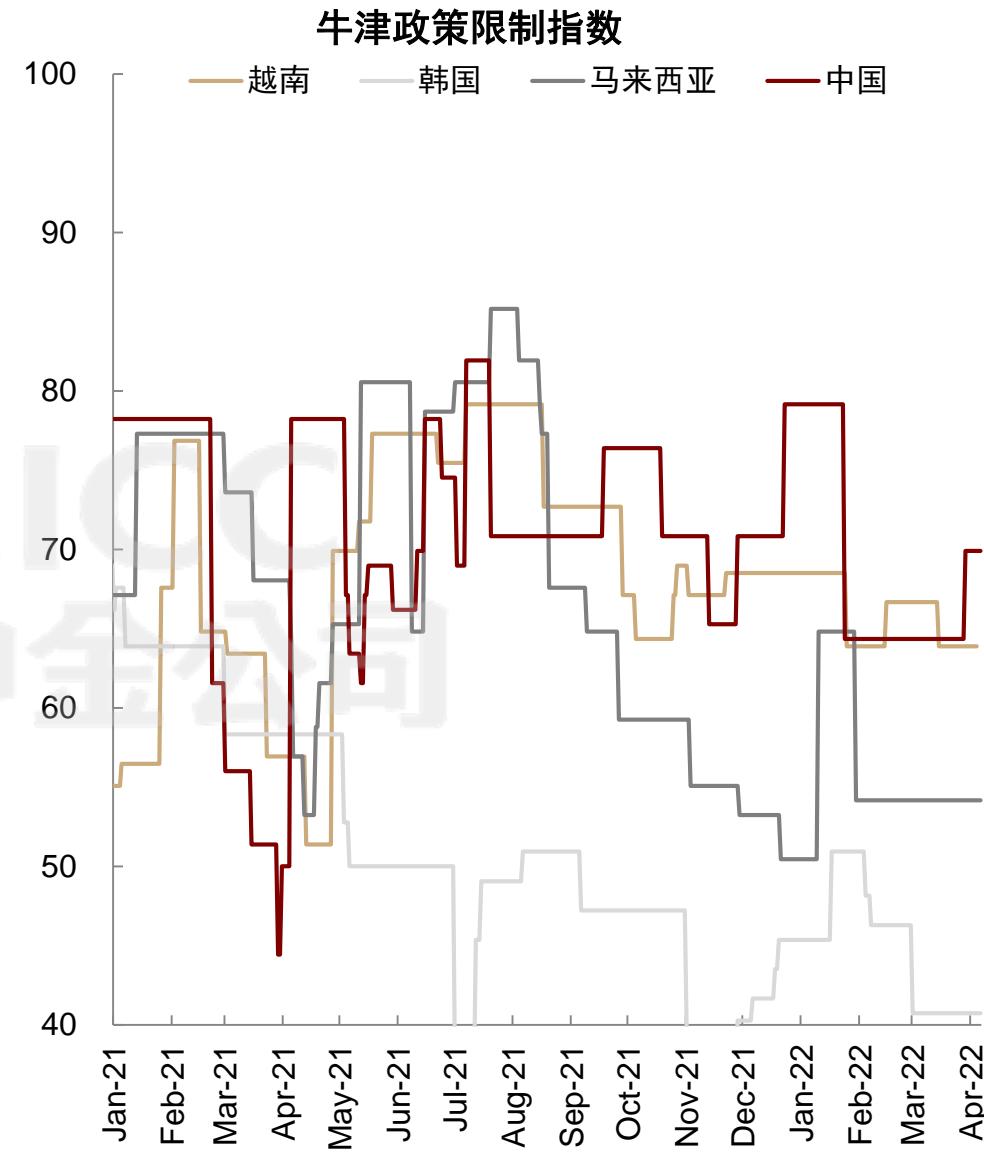
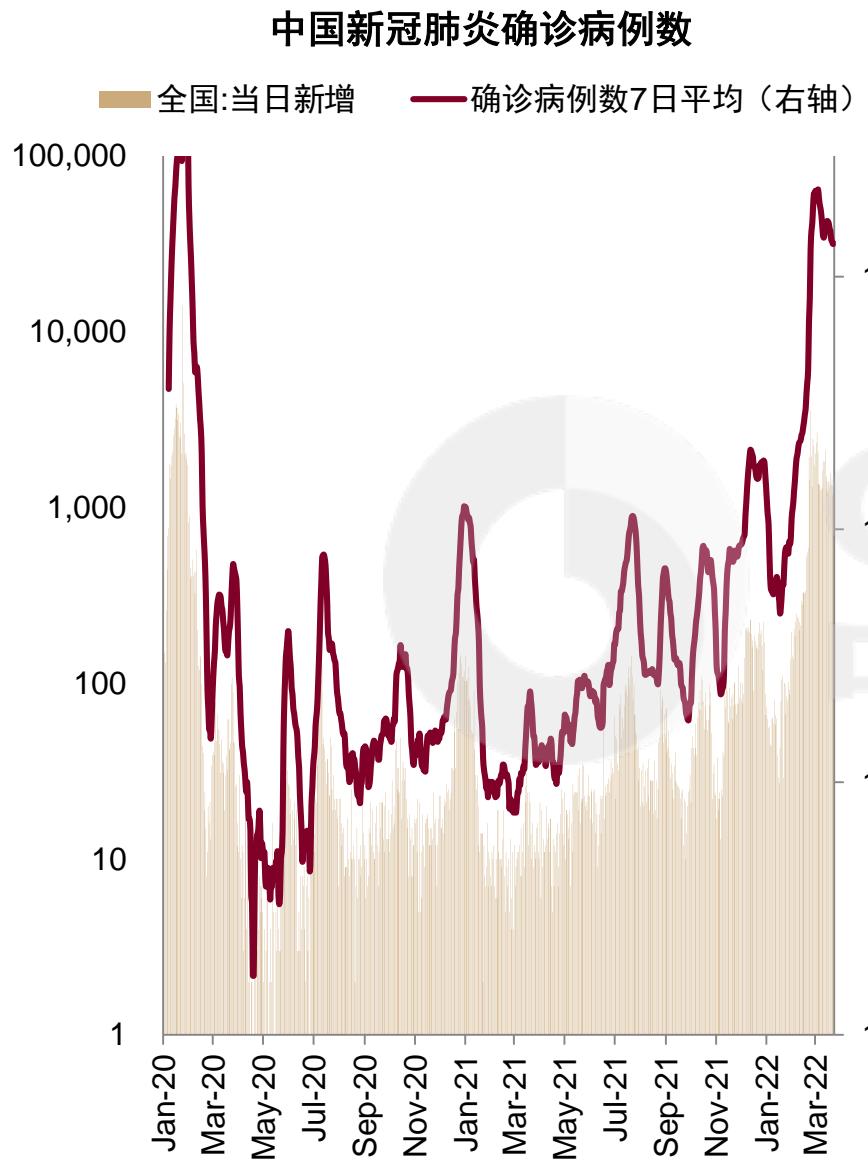
# PMI再度回落至荣枯线下方，消费端仍然较为疲软

## 市场策略



# 国内疫情再度出现多点散发，行政管控再度趋严

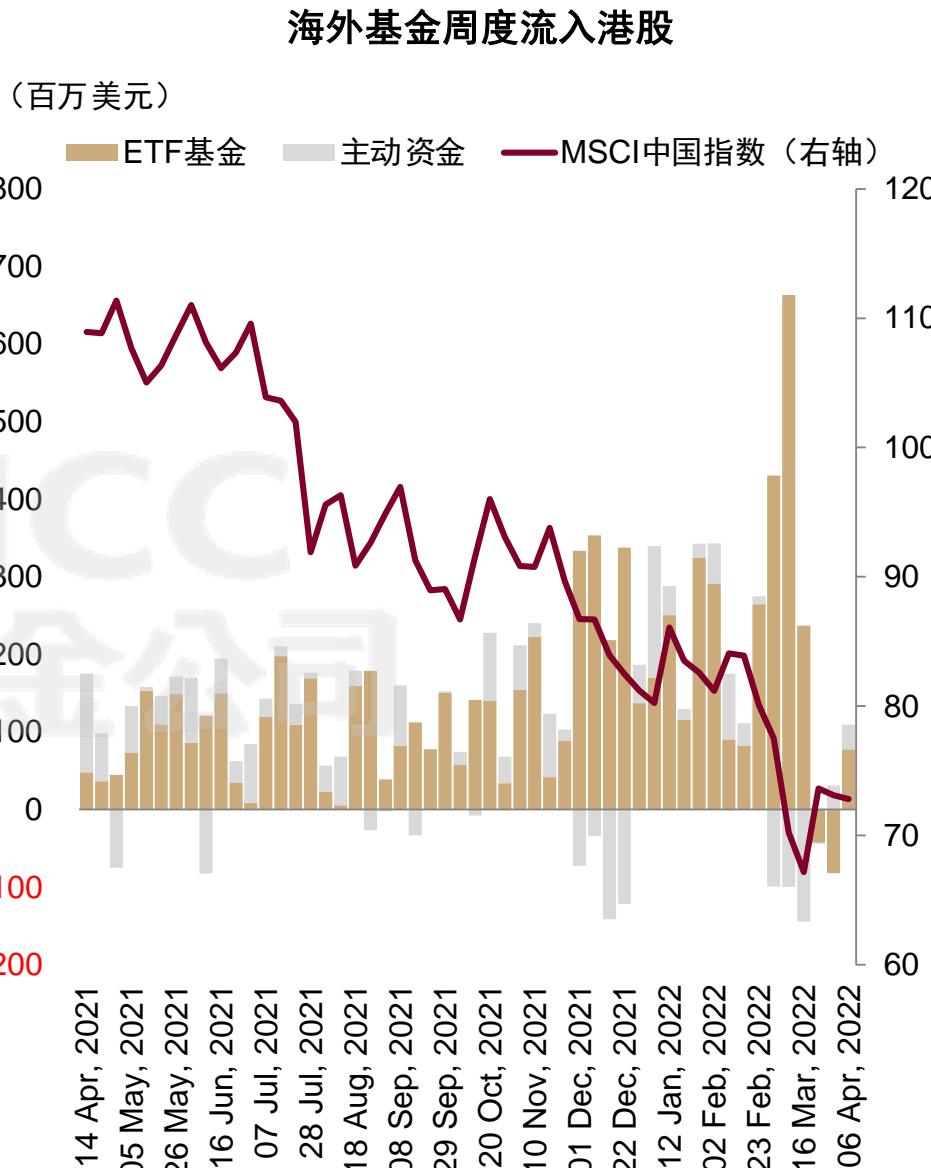
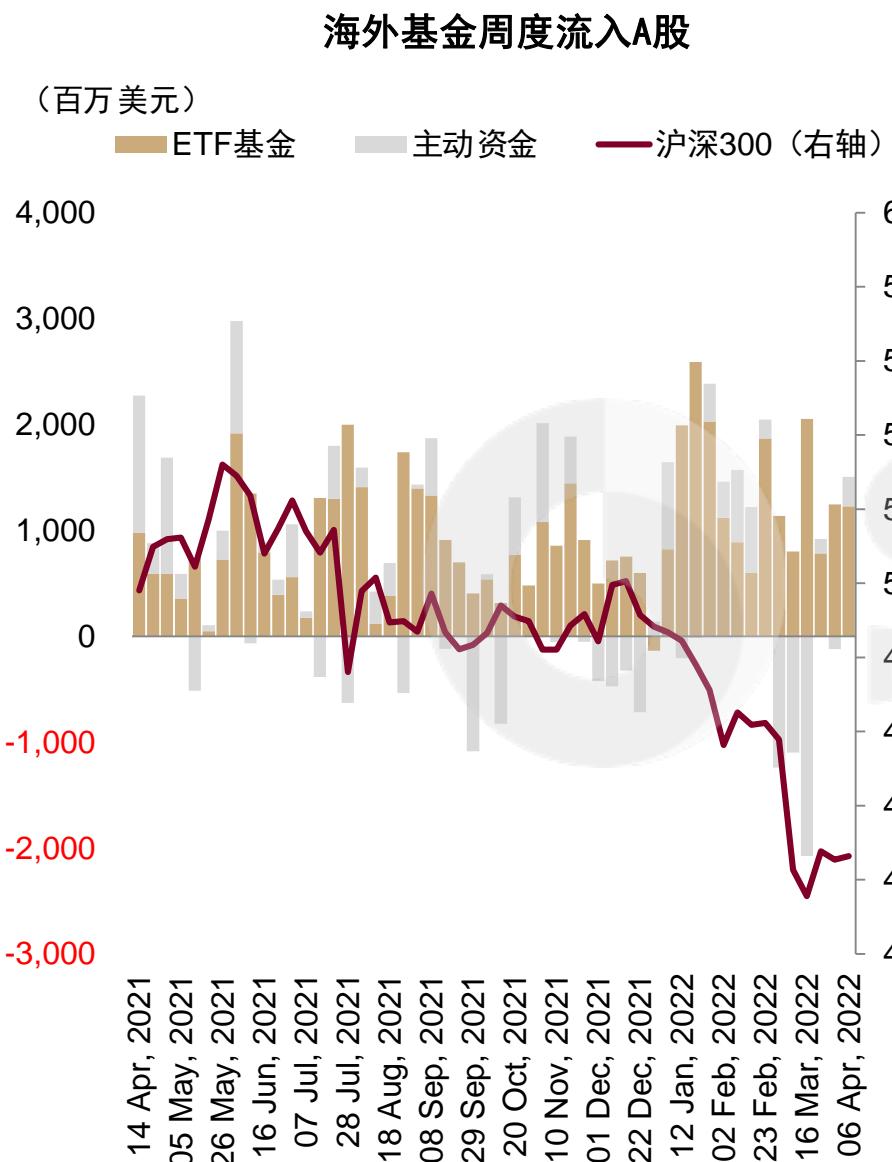
市场策略



注：数据截至2022年4月15日。资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

# 风偏、利差叠加监管影响，市场波动中外资流出

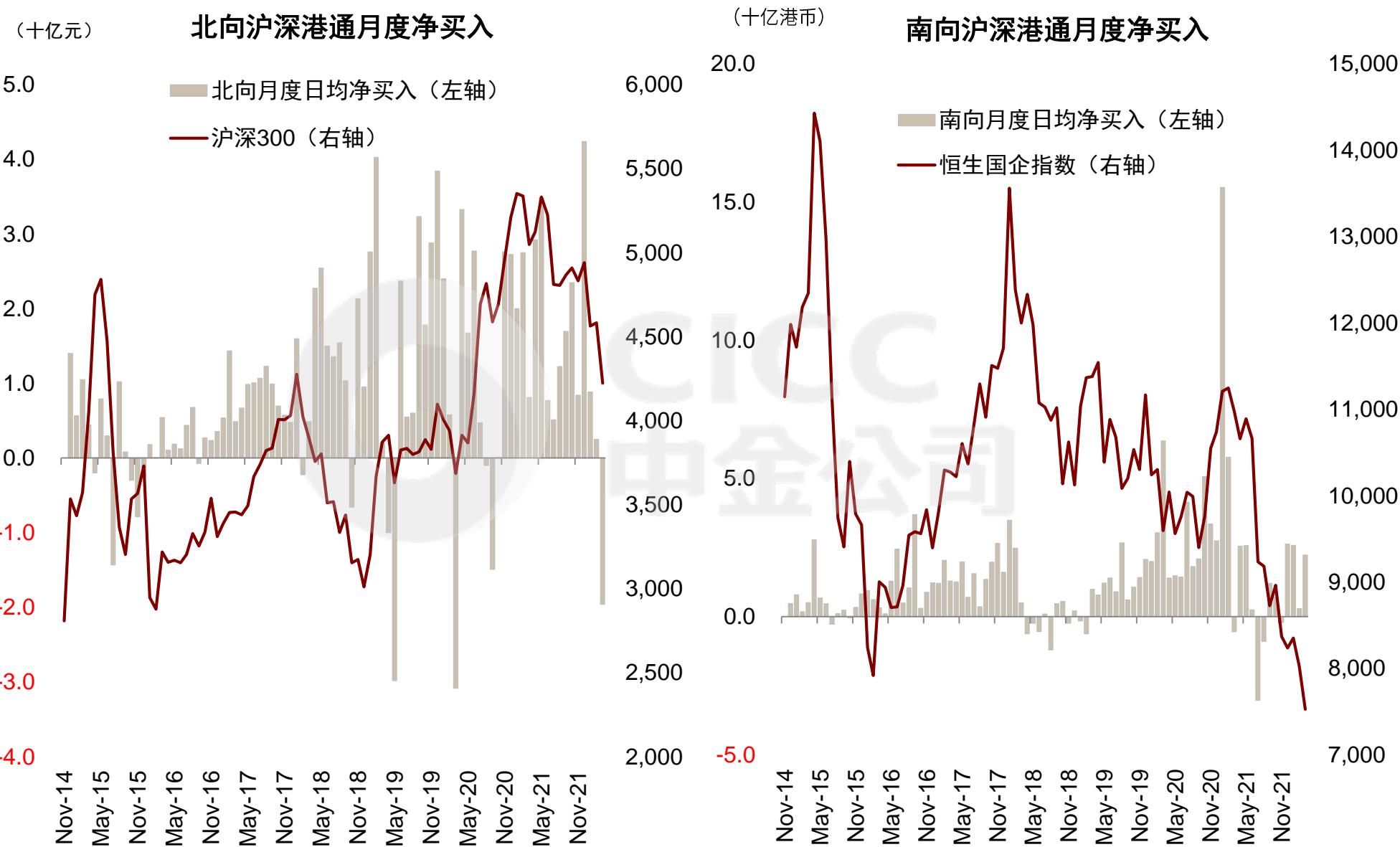
市场策略



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 北向资金也出现阶段性流出，但南向资金逆势买入

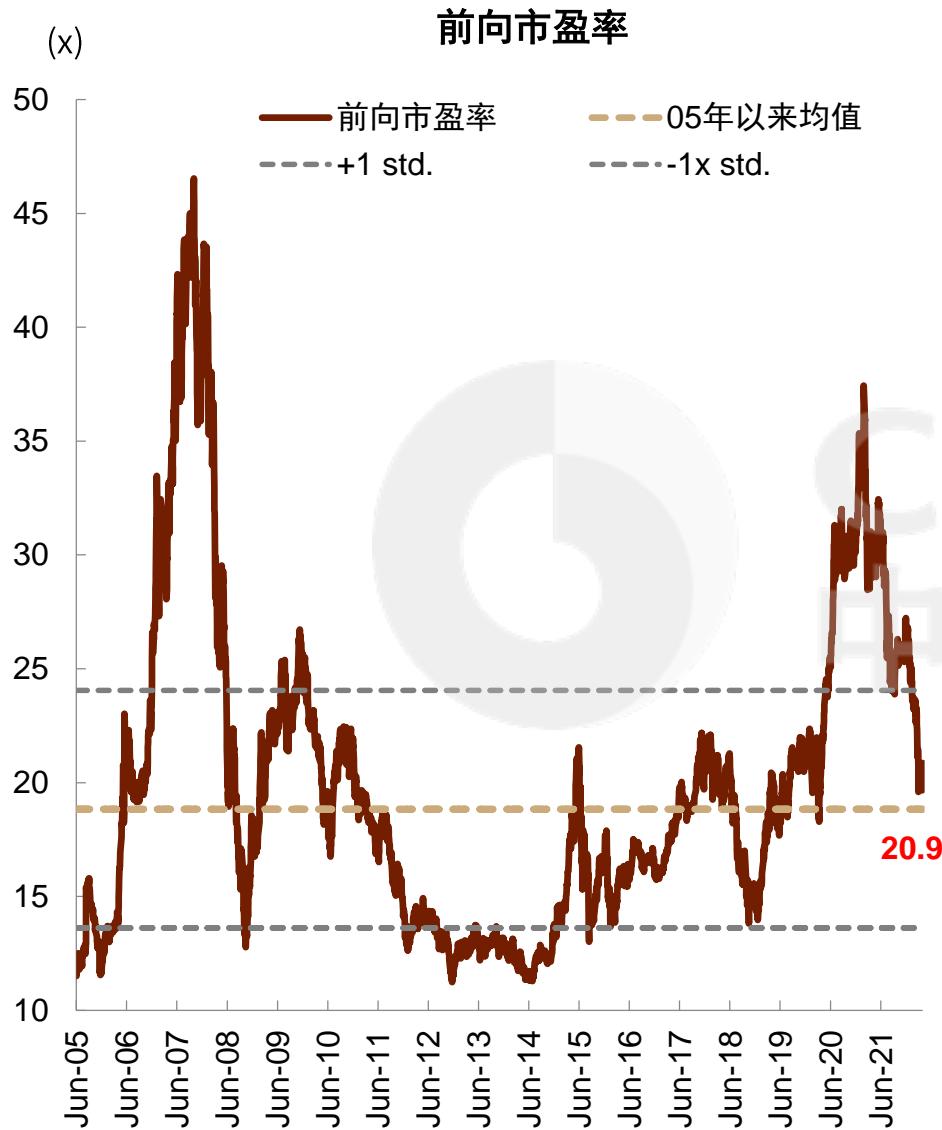
市场策略



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 外资持股集中的A股也出现了明显的调整

外资持股比例前100的消费、医药、科技A股



外资持股前50指数表现



注：数据截至2022年4月15日。资料来源：万得资讯，FactSet，中金公司研究部

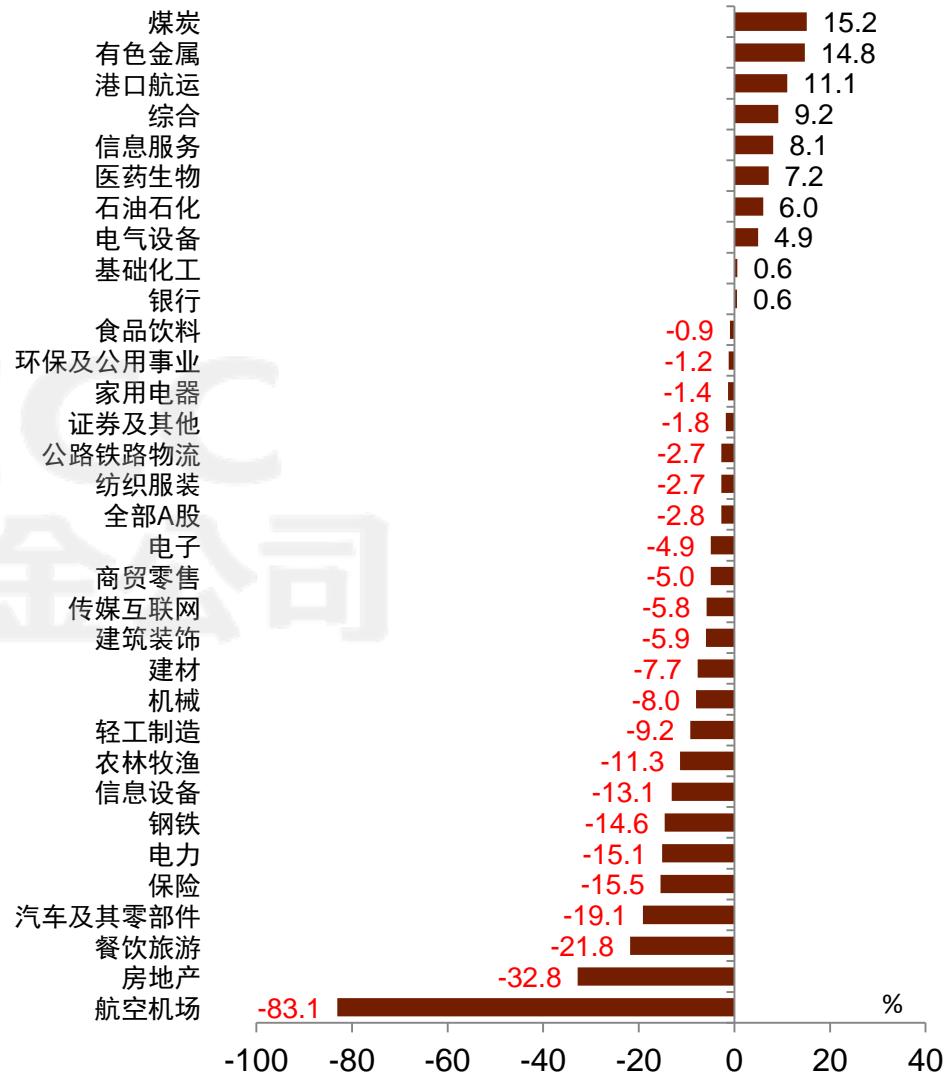
# 经济增长压力下，2022年盈利预期年初至今明显回调

市场策略

(十亿元) 沪深300指数非金融成分净利润预测变化

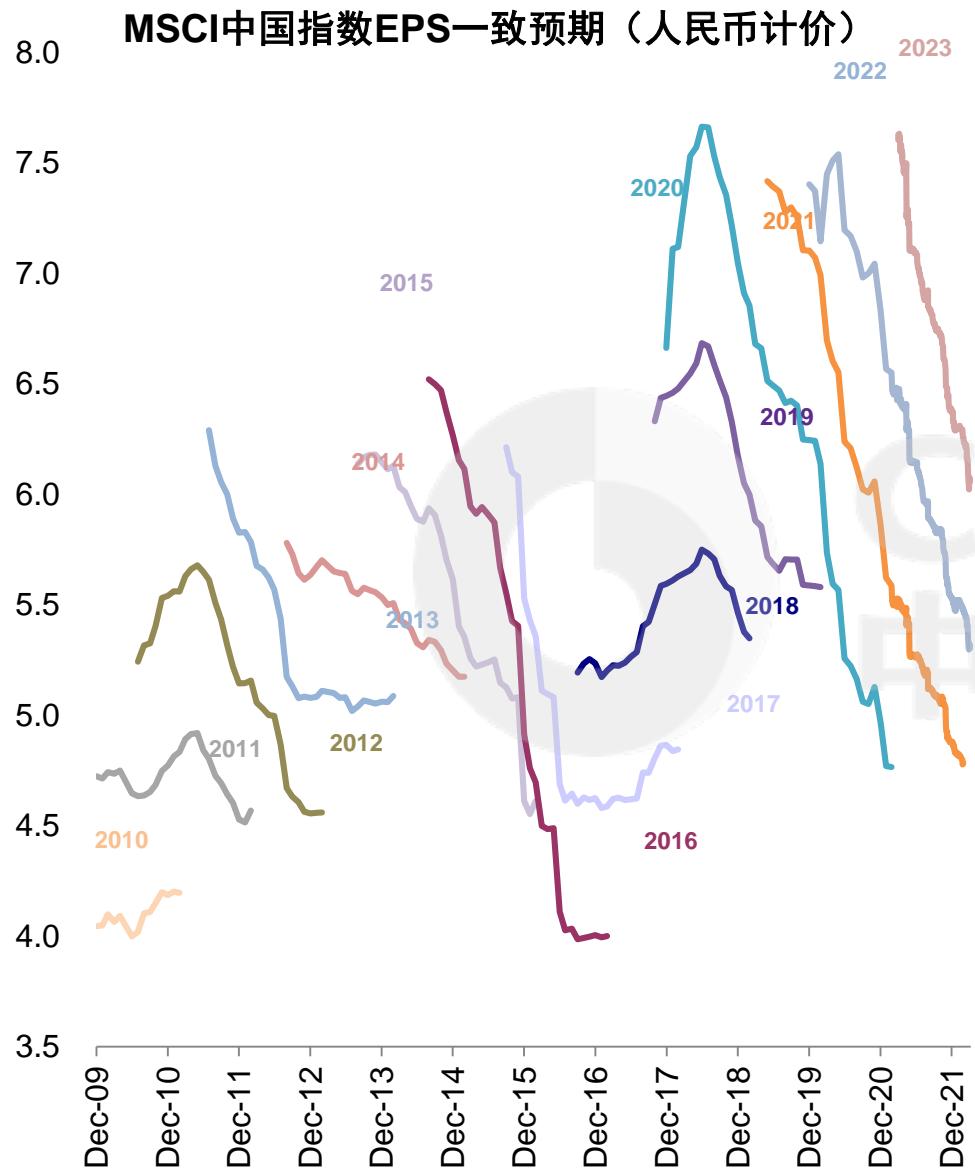


2022E年初至今盈利预测调整幅度

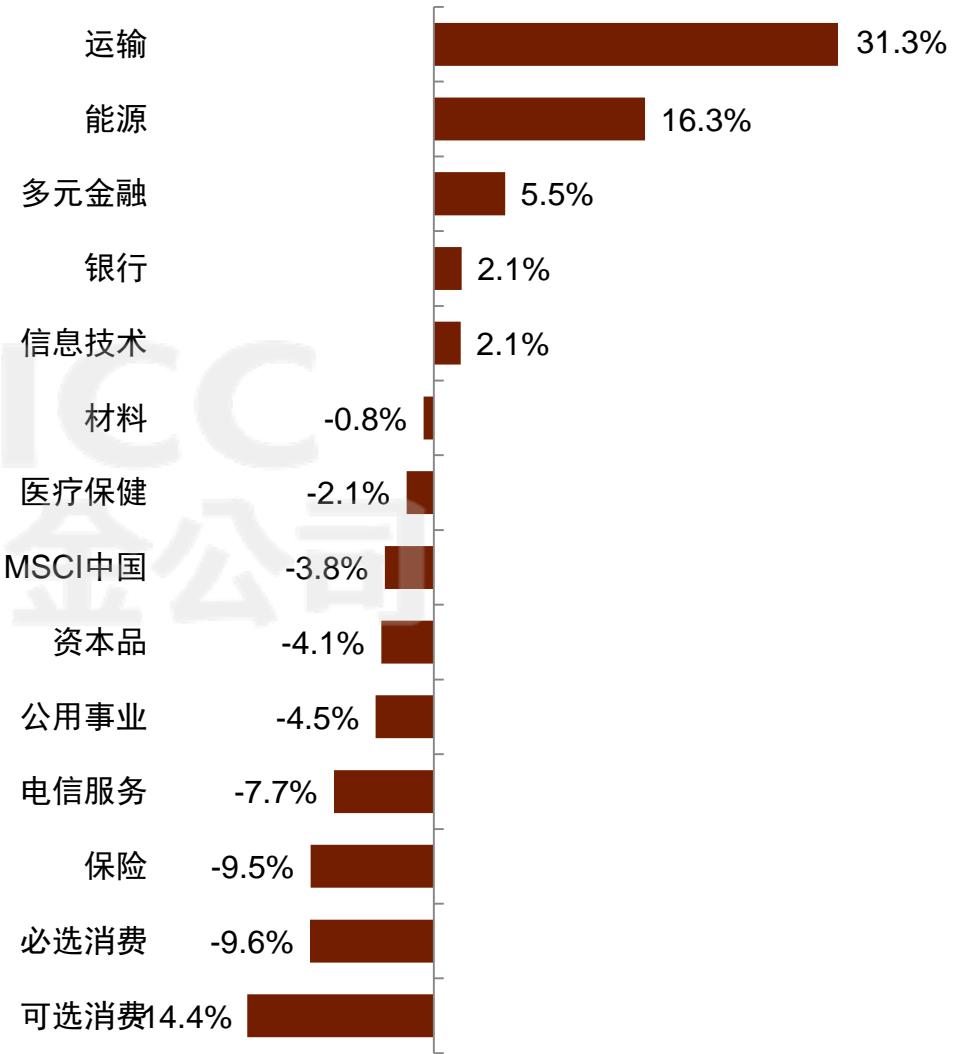


# 海外市场也是如此，运输、能源行业相对较有韧性

市场策略

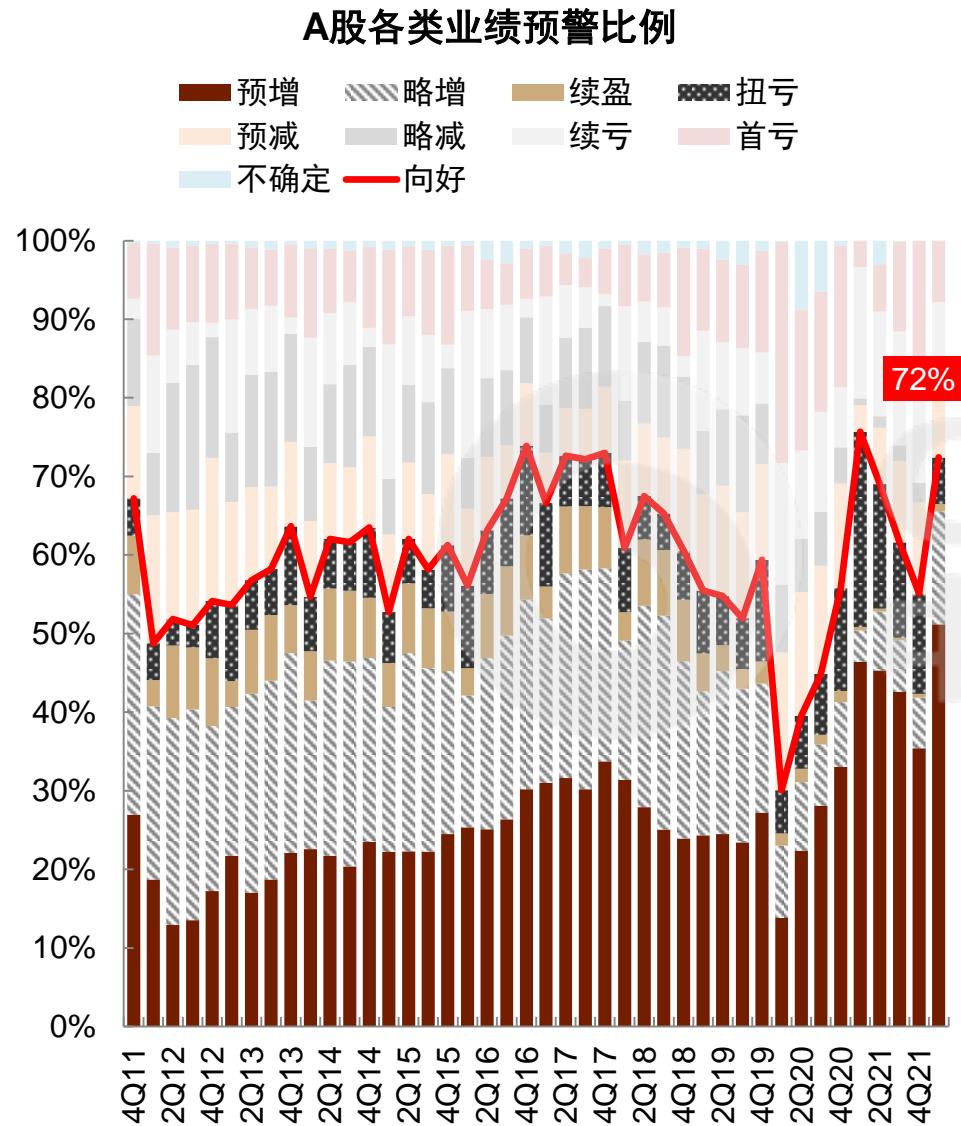


MSCI中国2022E EPS一致预期调整幅度  
(2022年年初至今)

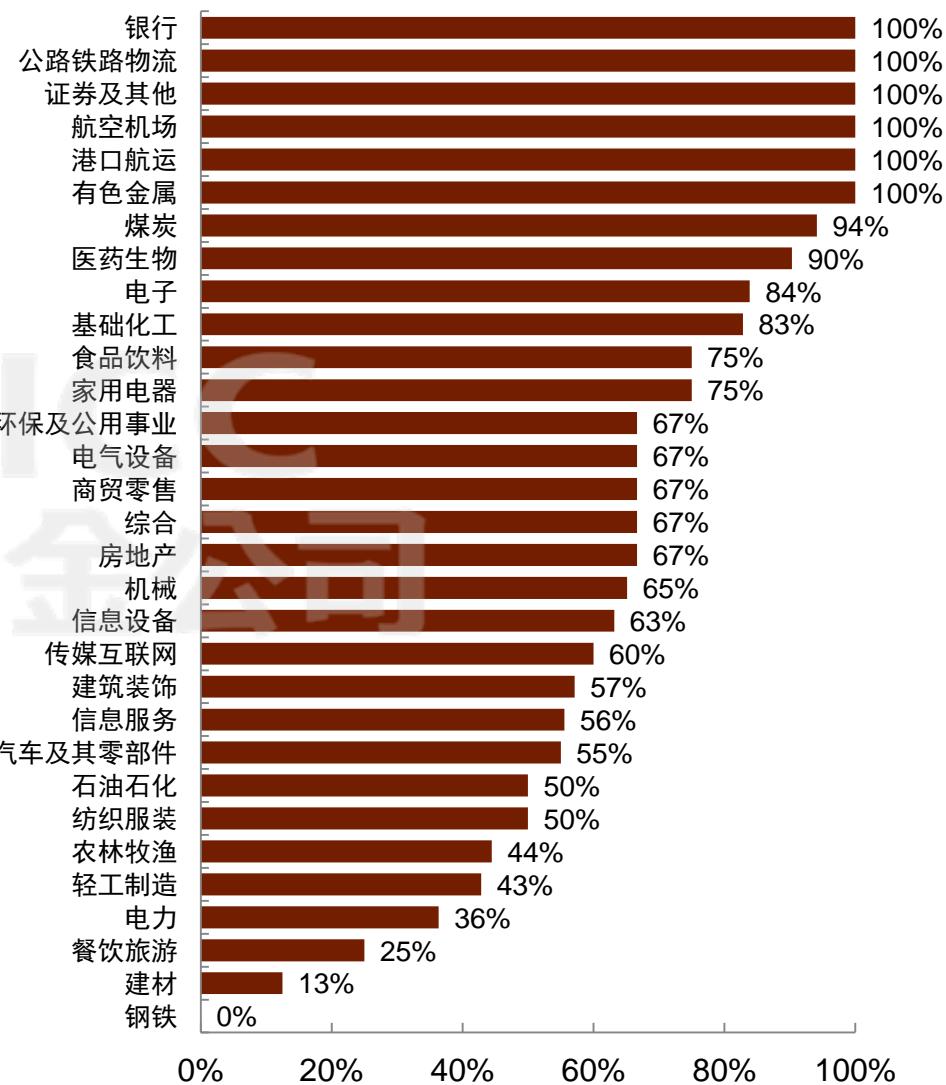


# 一季报业绩正在发布，周期行业普遍表现较好

市场策略



## A股2022年度一季度业绩预警向好比例



注：数据截至2022年4月15日，共有11%的A股公司已经发布业绩预警。

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

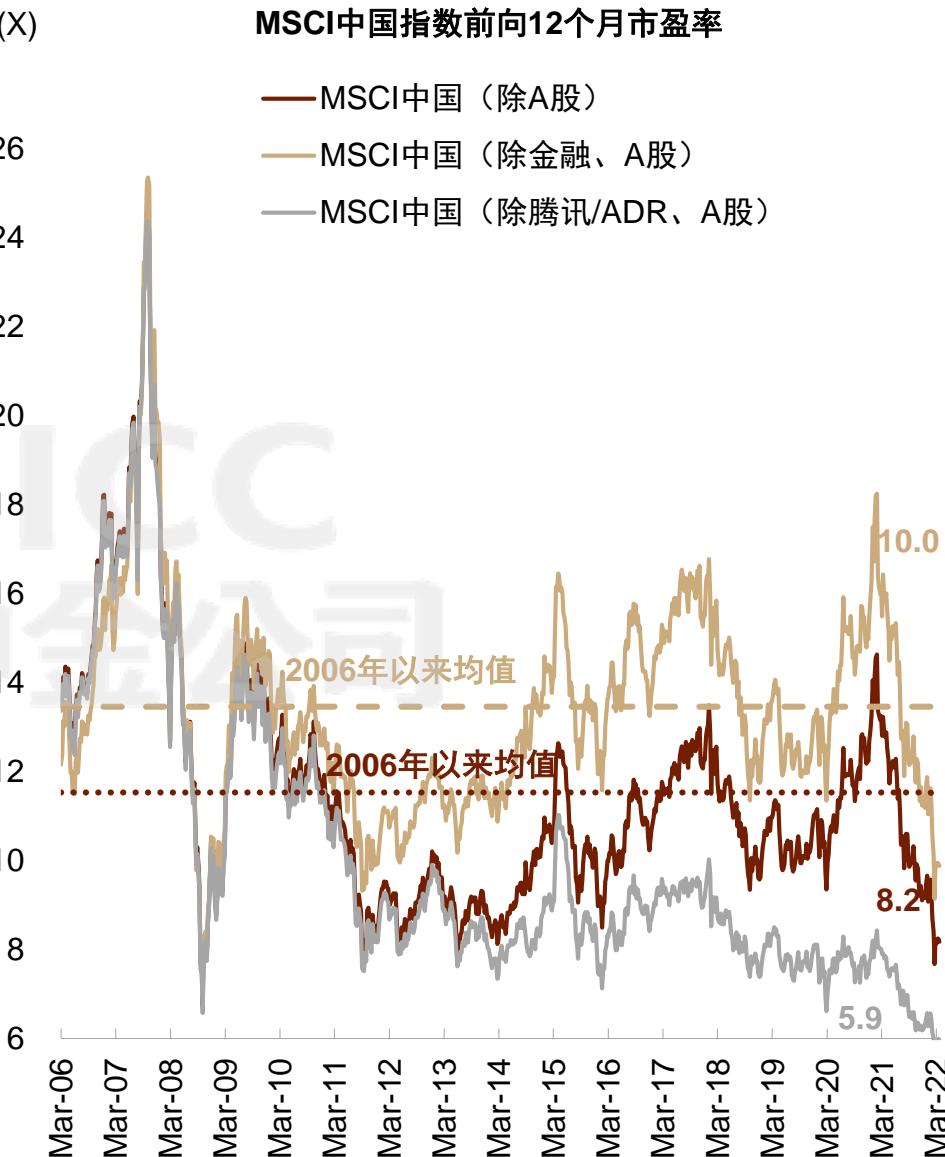
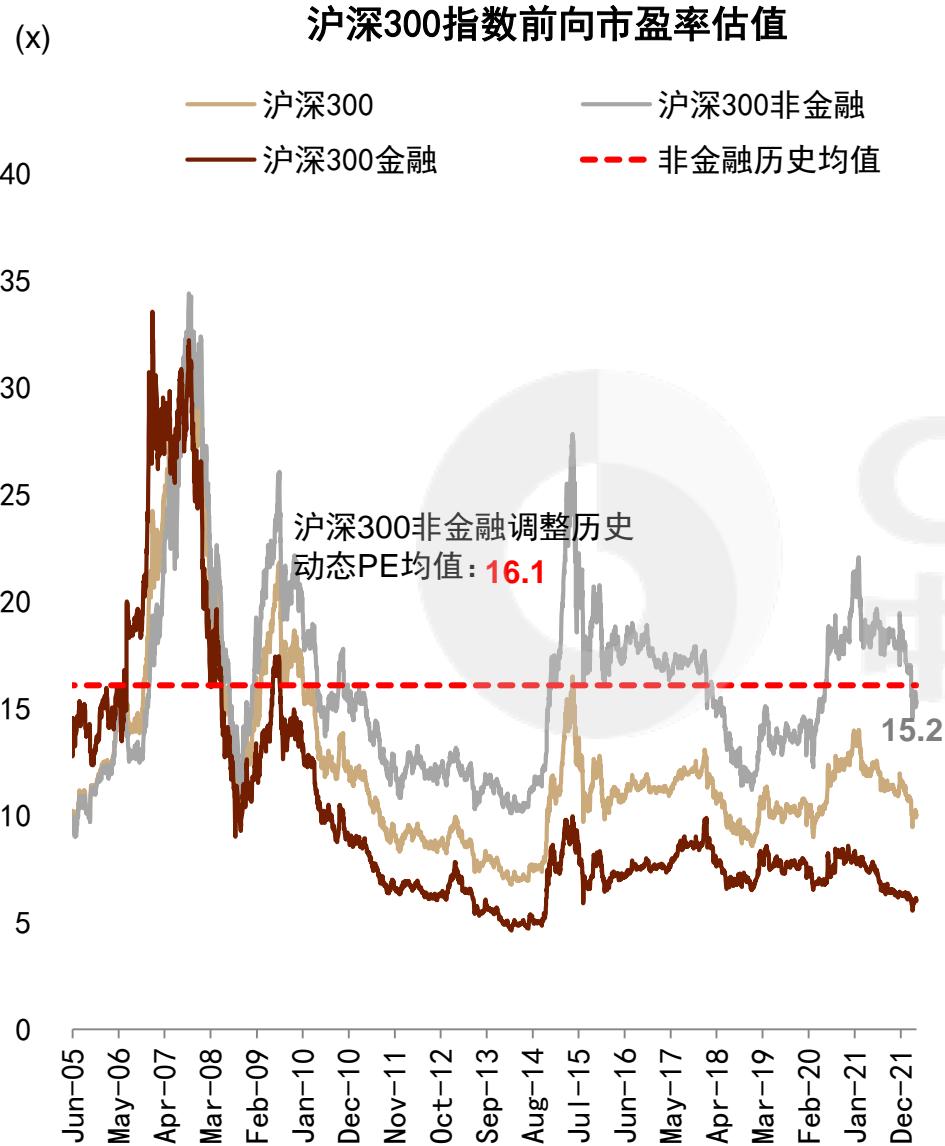
返回目录

# A股业绩、港股业绩自上而下预测

市场策略

| 年份    | A股盈利预测 (%) |      |      |      |      | 海外中资股盈利预测 (%) |      |      |       |      |  |
|-------|------------|------|------|------|------|---------------|------|------|-------|------|--|
|       | 金融         |      | 非金融  |      |      | 全部            | 金融   |      | 非金融   |      |  |
|       | 盈利增速       | 收入增速 | 净利润率 | 盈利增速 | 盈利增速 | 盈利增速          | 收入增速 | 净利润率 | 盈利增速  | 盈利增速 |  |
| 2018A | 3.3        | 12.6 | 5.0  | -5.9 | -2.1 | 3.0           | 18.9 | 6.5  | 18.0  | 10.0 |  |
| 2019A | 15.2       | 7.7  | 4.7  | -4.2 | 5.5  | 10.0          | 5.4  | 5.8  | 2.6   | 6.6  |  |
| 2020A | -0.1       | 1.6  | 4.2  | 4.2  | 2.3  | -4.4          | -5.7 | 5.4  | -11.6 | -7.7 |  |
| 2021E | 10.1       | 18.7 | 5.4  | 36.4 | 22.5 | 16.3          | 19.8 | 6.7  | 37.5  | 25.4 |  |
| 2022E | 5.8        | 7.9  | 5.4  | 6.4  | 6.2  | 5.9           | 6.0  | 6.9  | 8.6   | 7.2  |  |

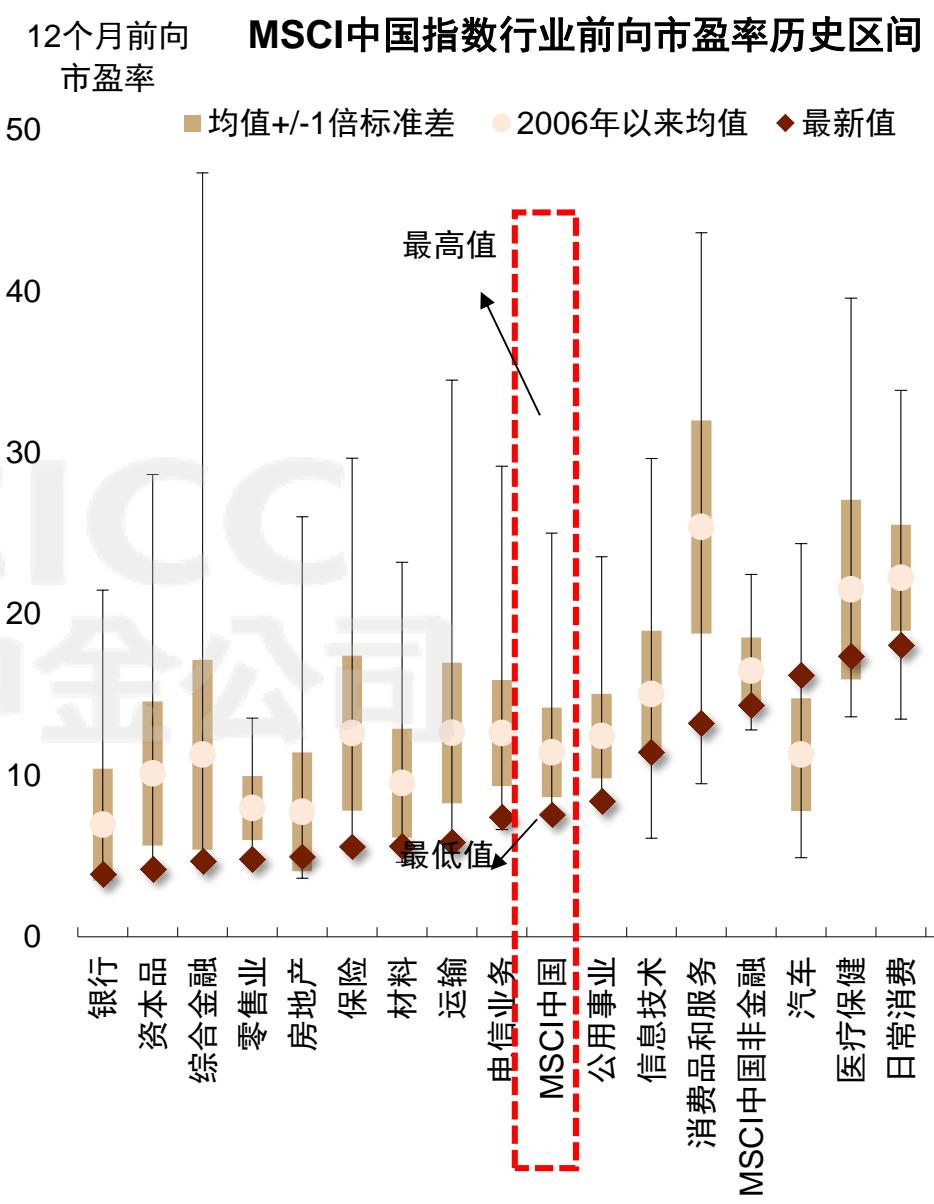
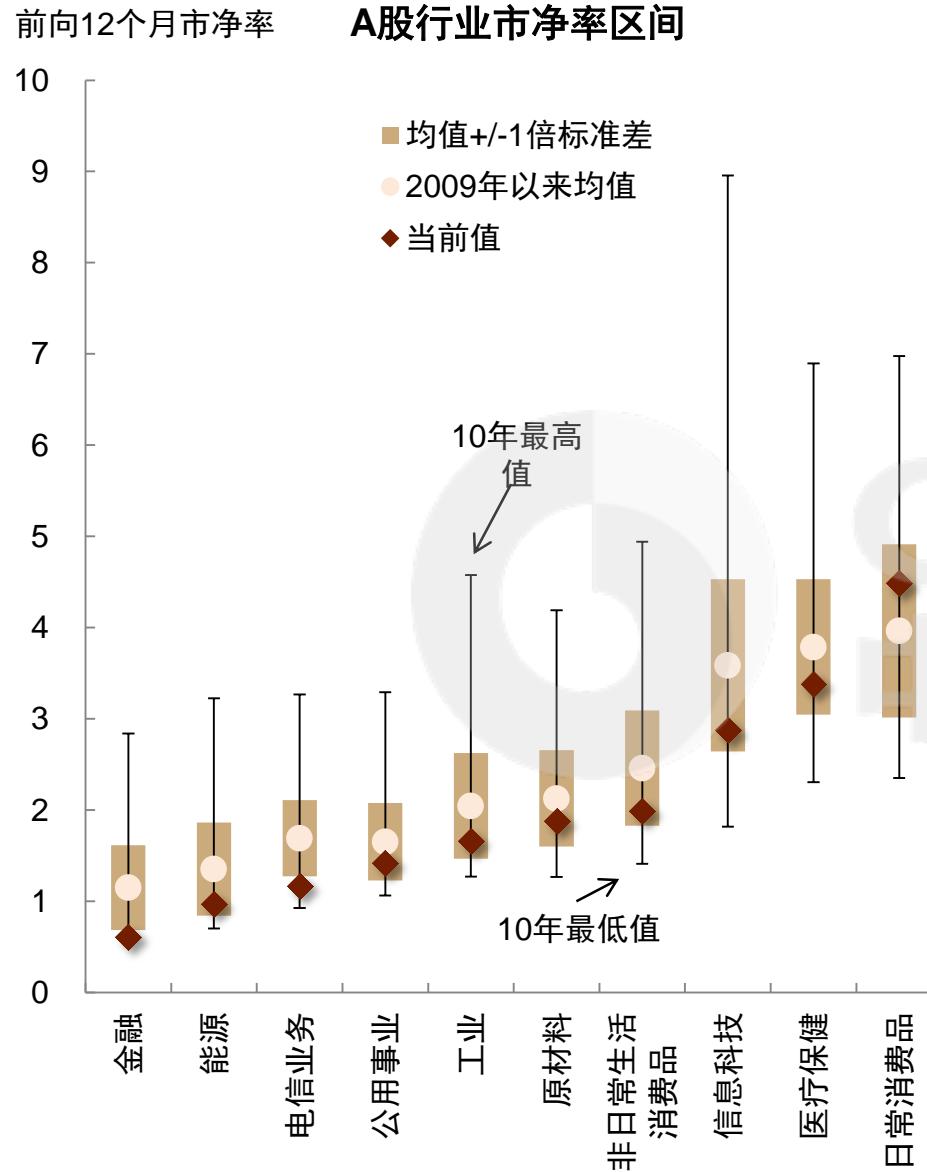
# A股市场估值已有明显吸引力，港股优势更为明显



注：数据截至2022年4月15日。资料来源：万得资讯，FactSet，朝阳永续，中金公司研究部

# 行业估值分化也有所收敛

## 市场策略



资料来源：万得资讯，FactSet，朝阳永续，中金公司研究部

# A股成交量一季度仍保持在万亿元左右

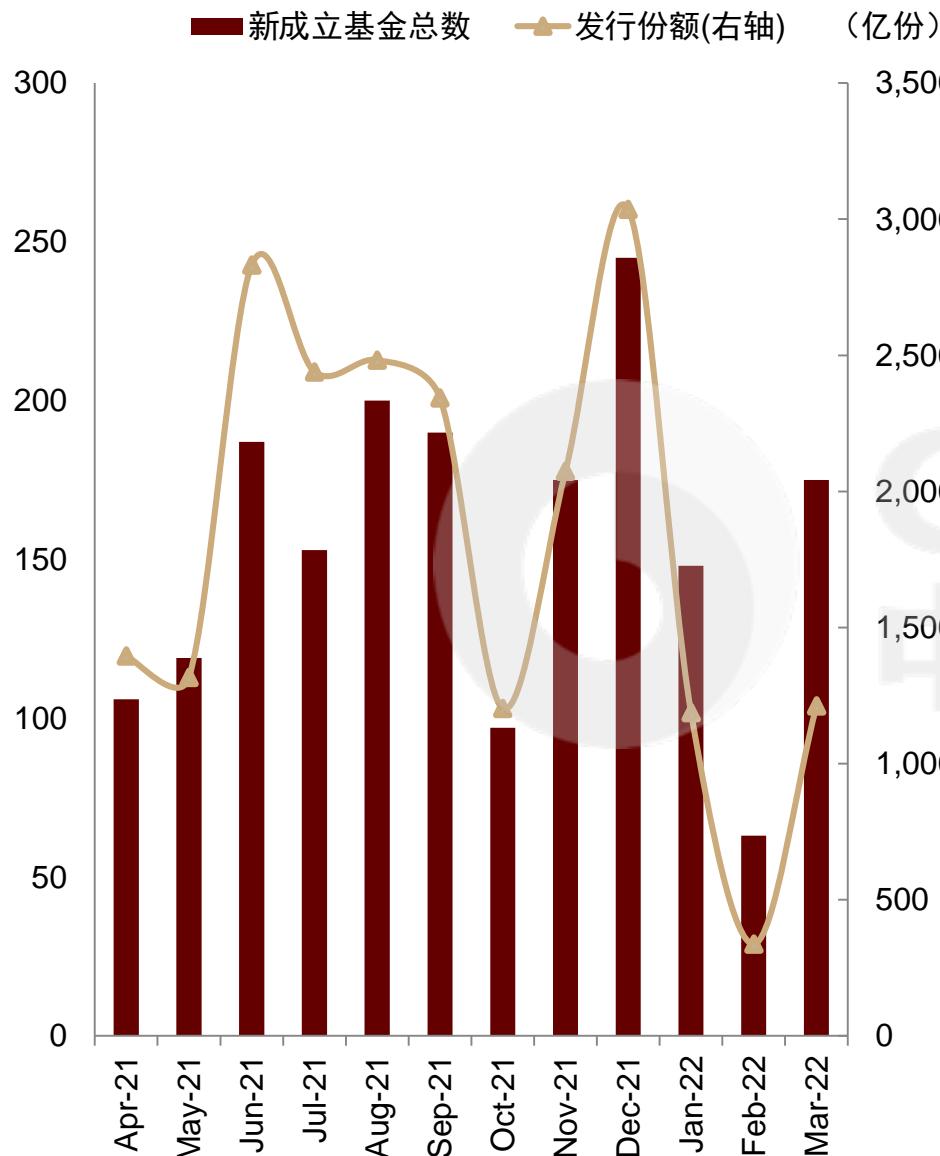
市场策略

市场表现 vs. 换手率、市场估值

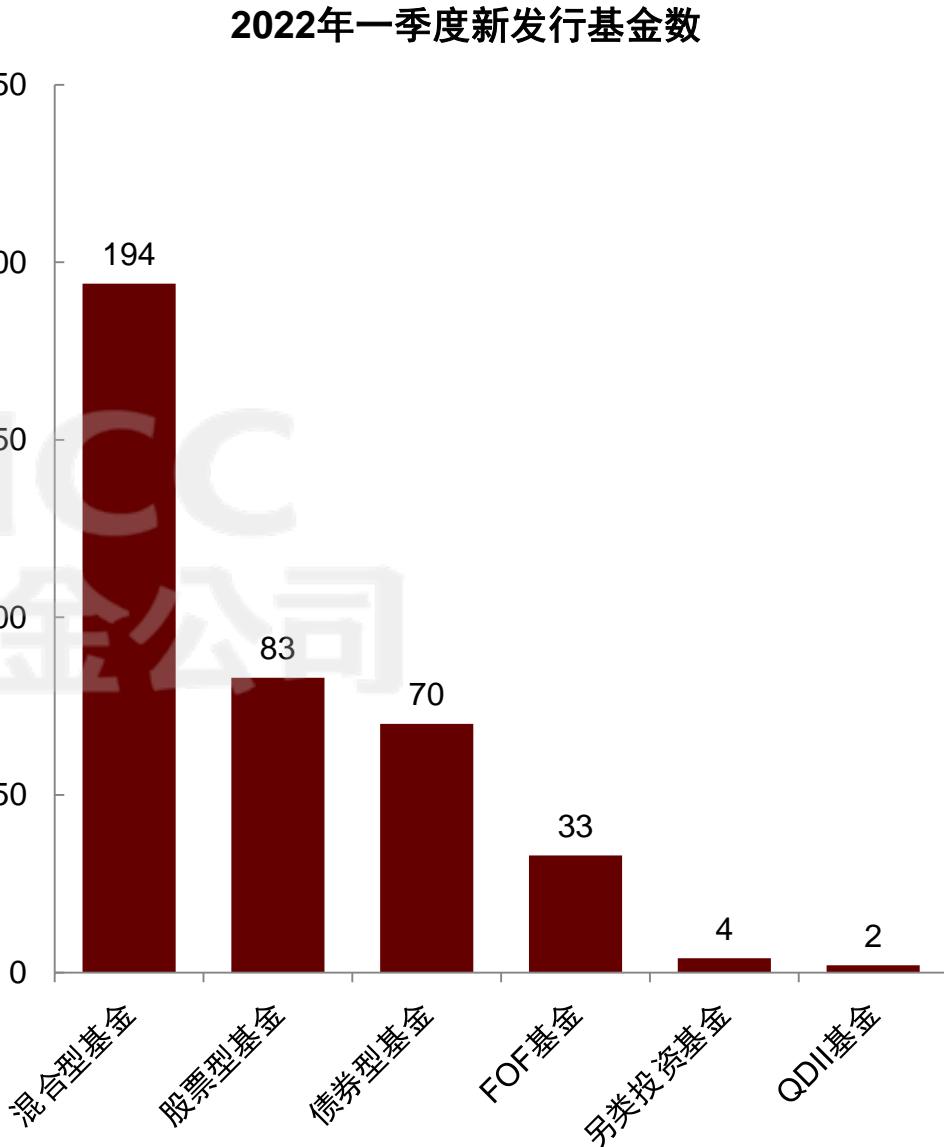


# 二月基金发行遇冷，但三月以来已经有所回暖

市场策略

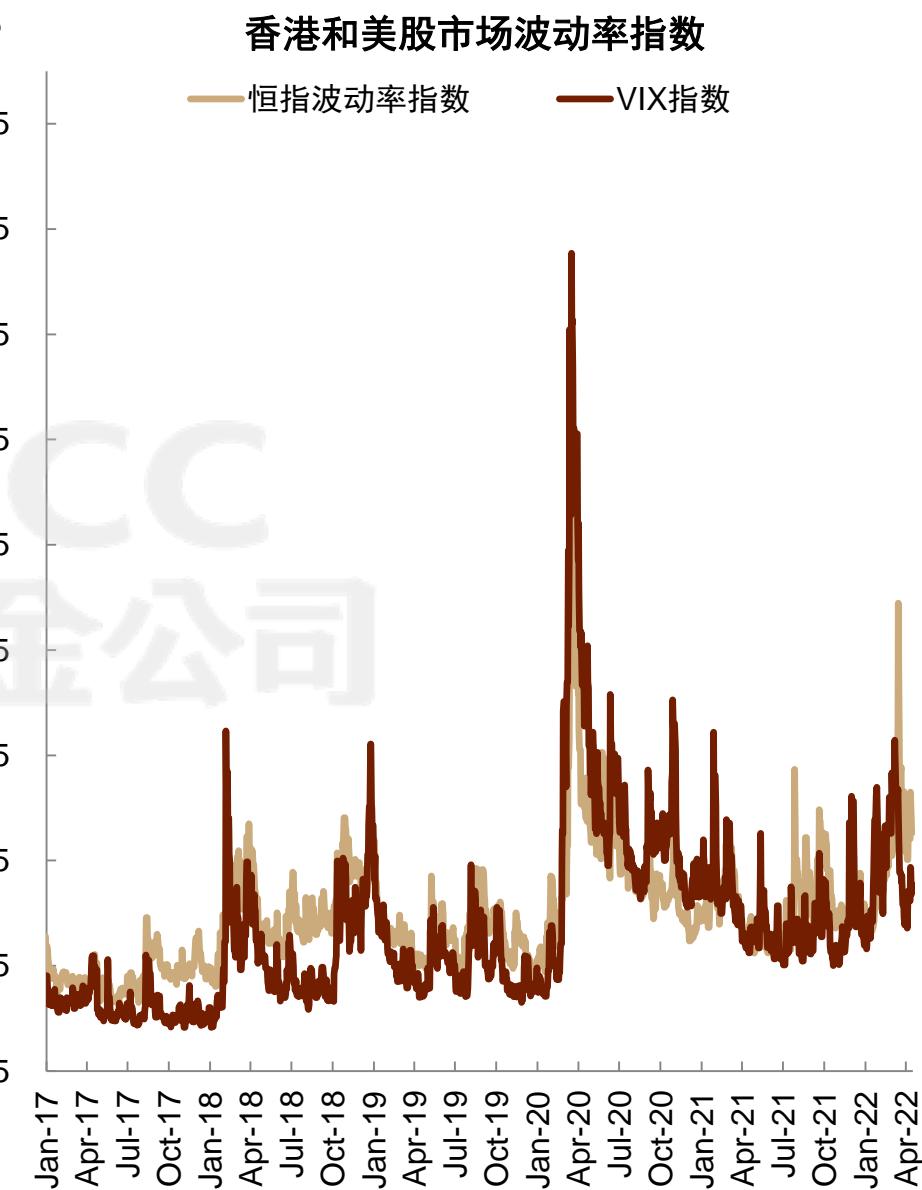
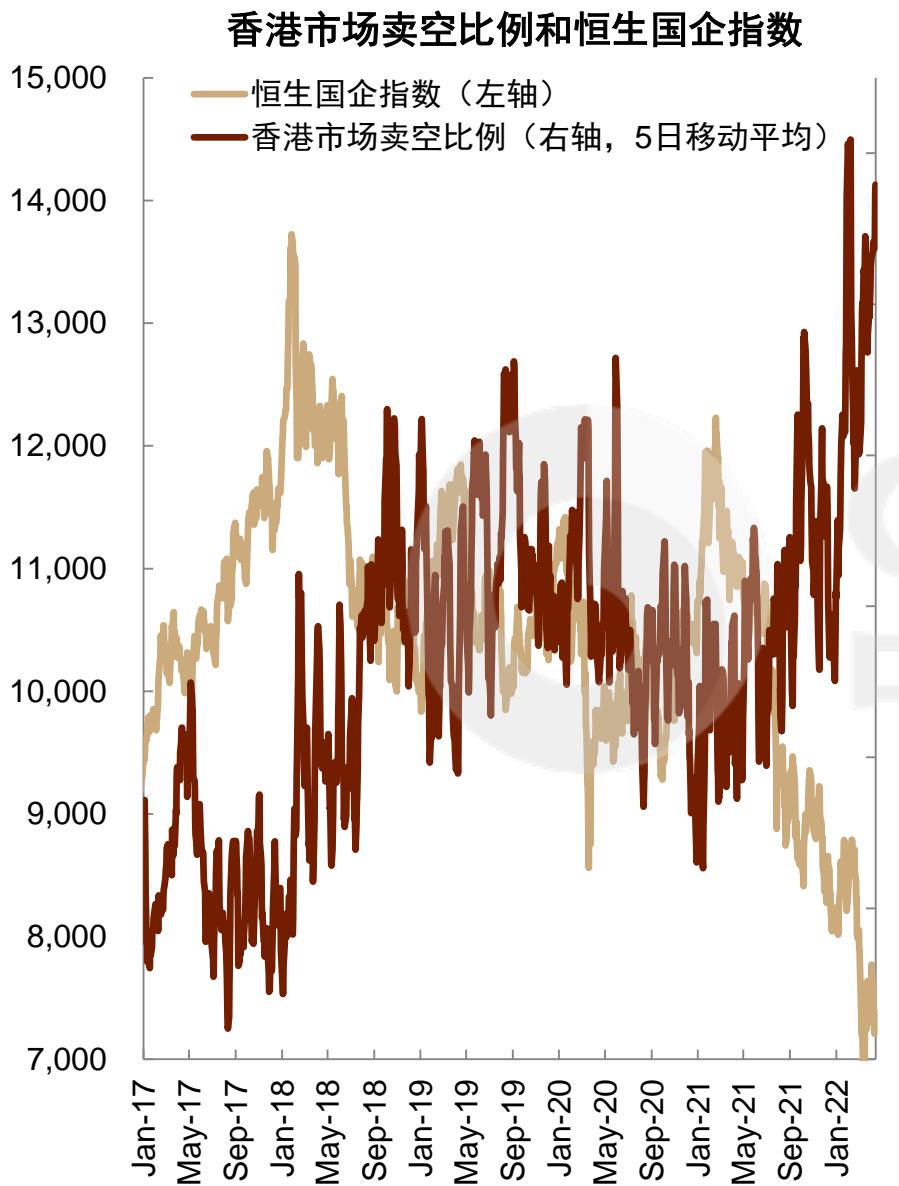


2022年一季度新发行基金数



# 港股市市场做空比例下降

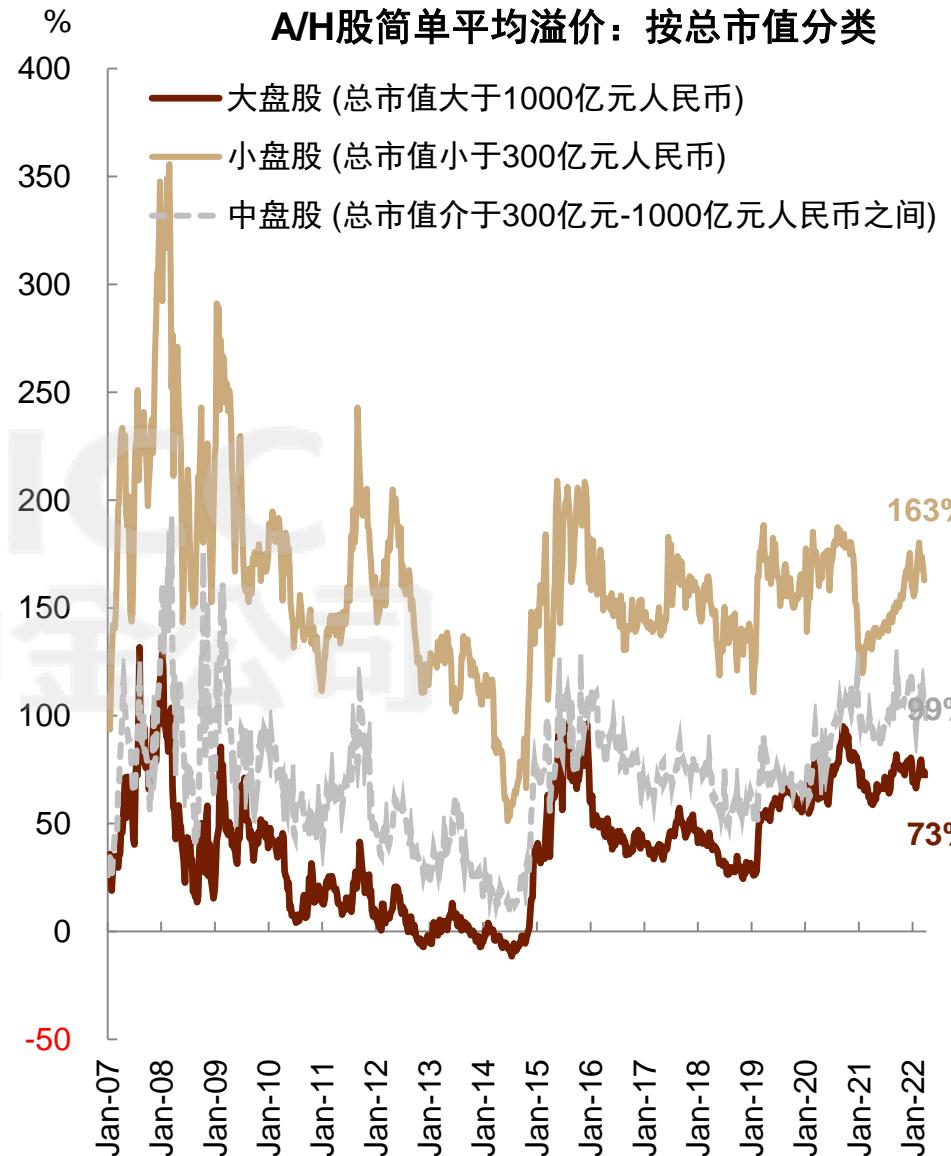
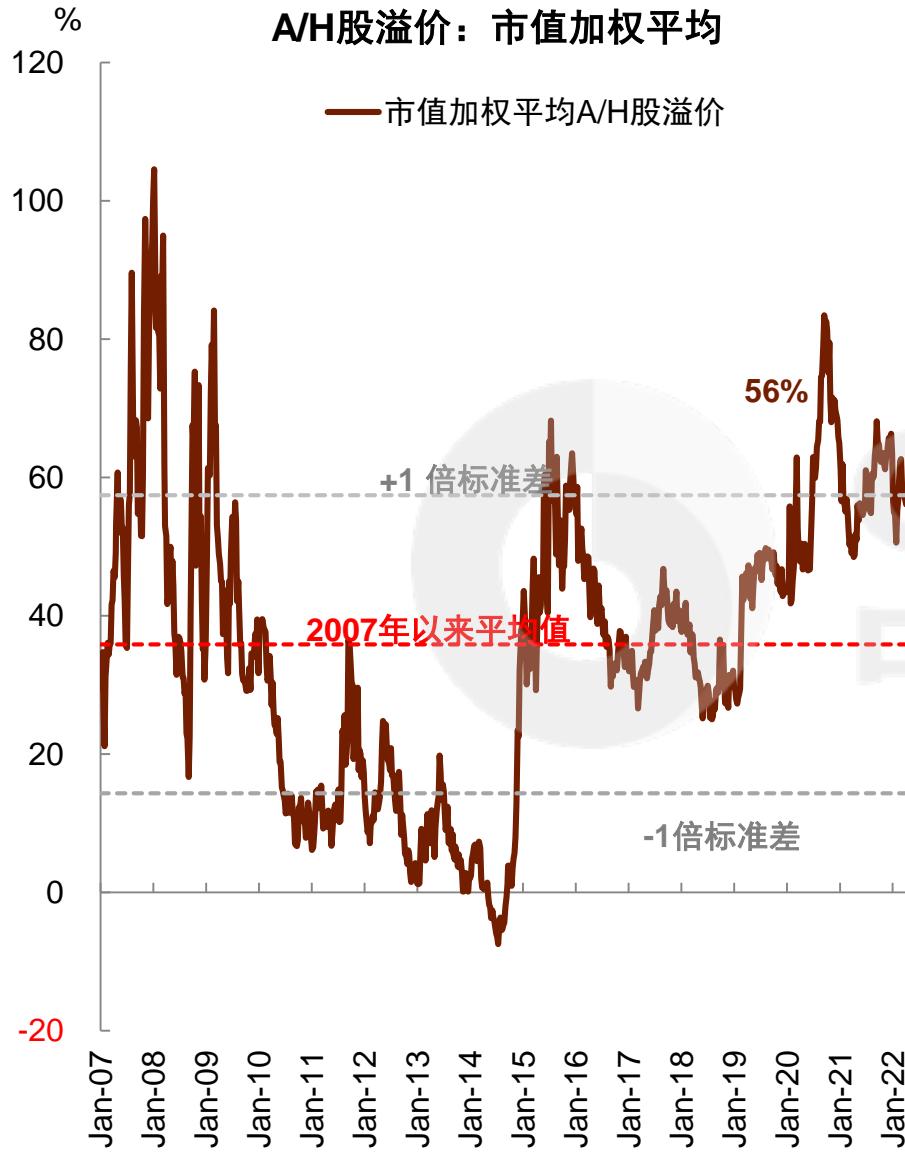
市场策略



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

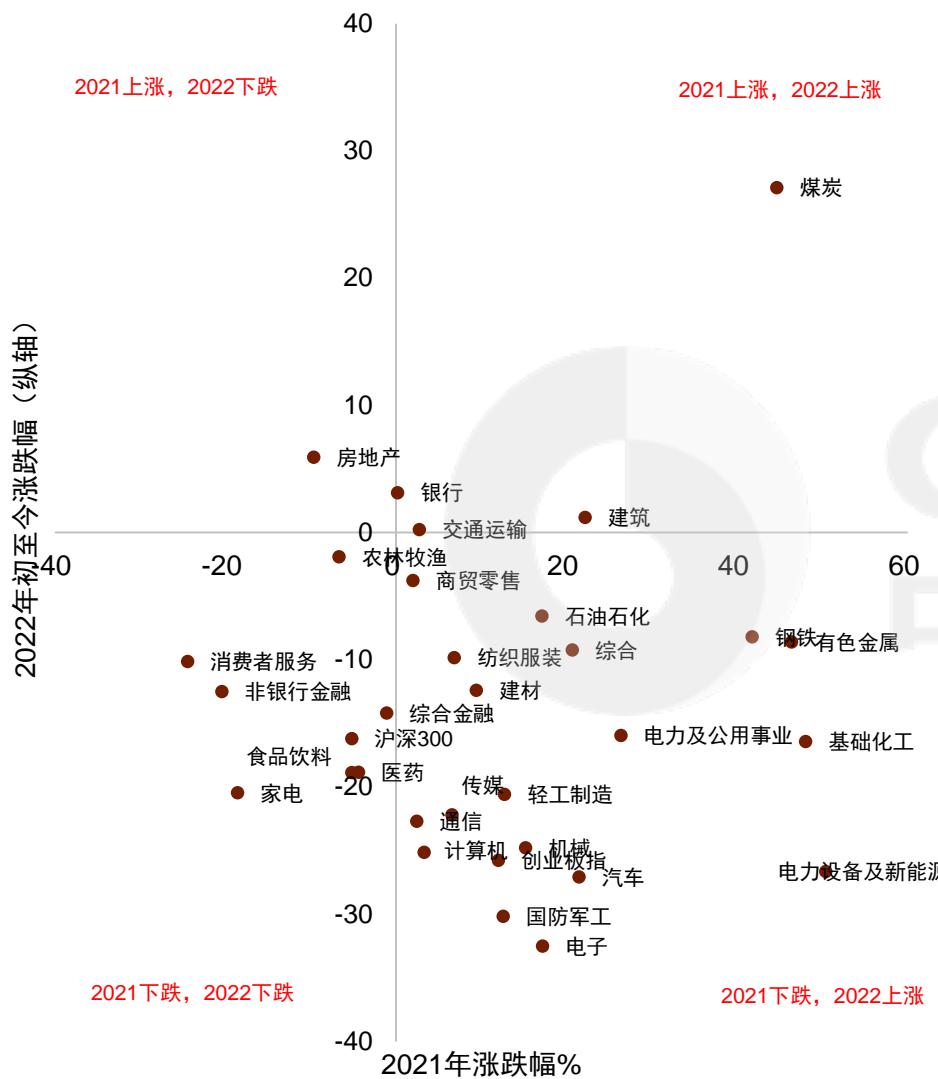
# A/H股溢价处于历史较高水平

## 市场策略

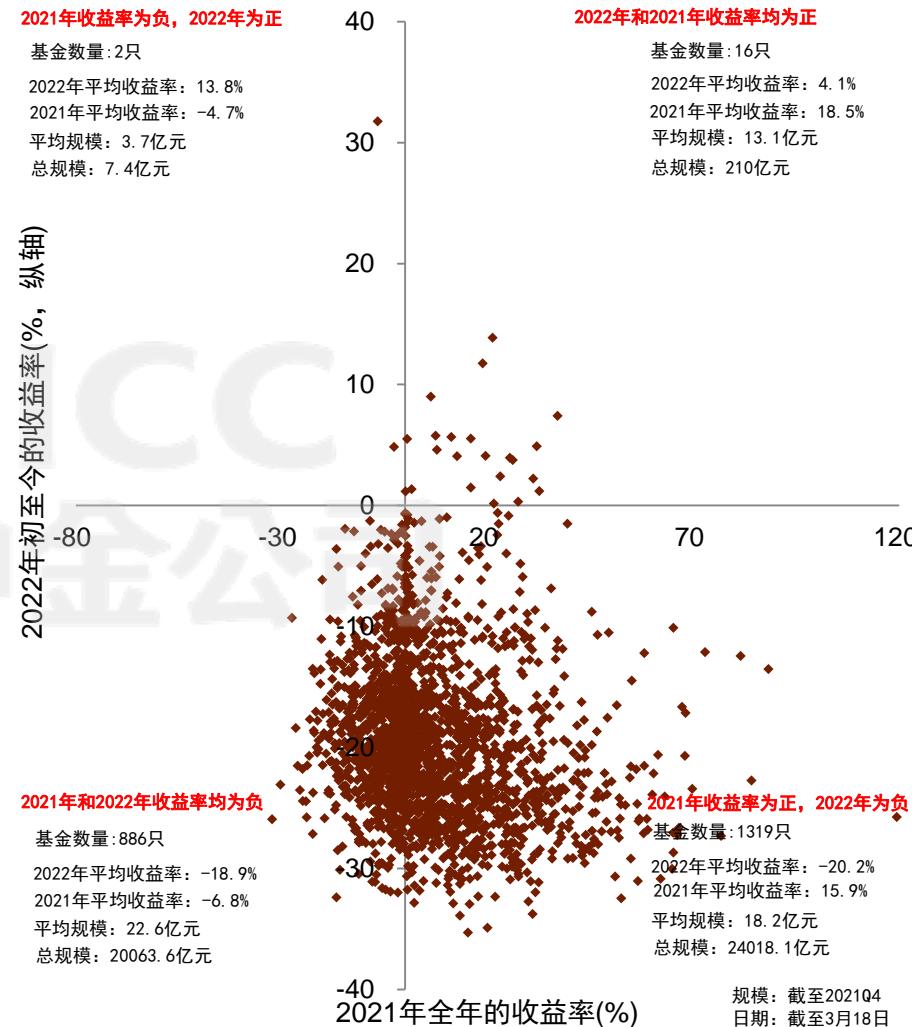


# 年初至今偏股型基金普遍录得负收益

2021年和2022年初至今行业涨跌幅



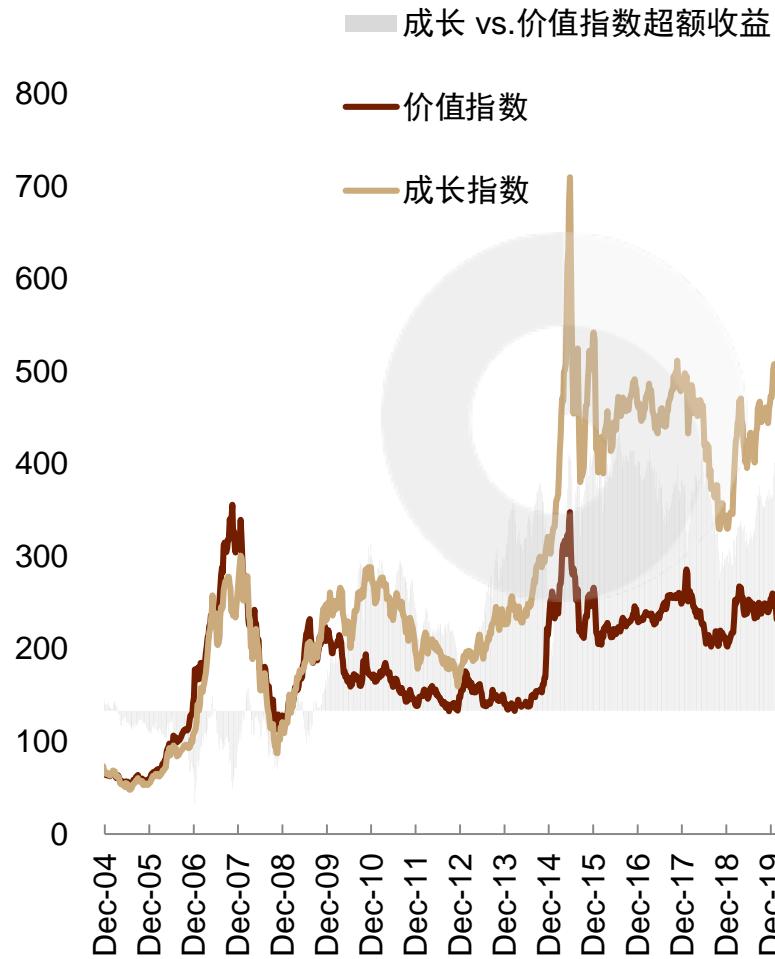
偏股型公募基金2021年全年和2022年以来的收益分布



# 年初至今价值跑赢成长

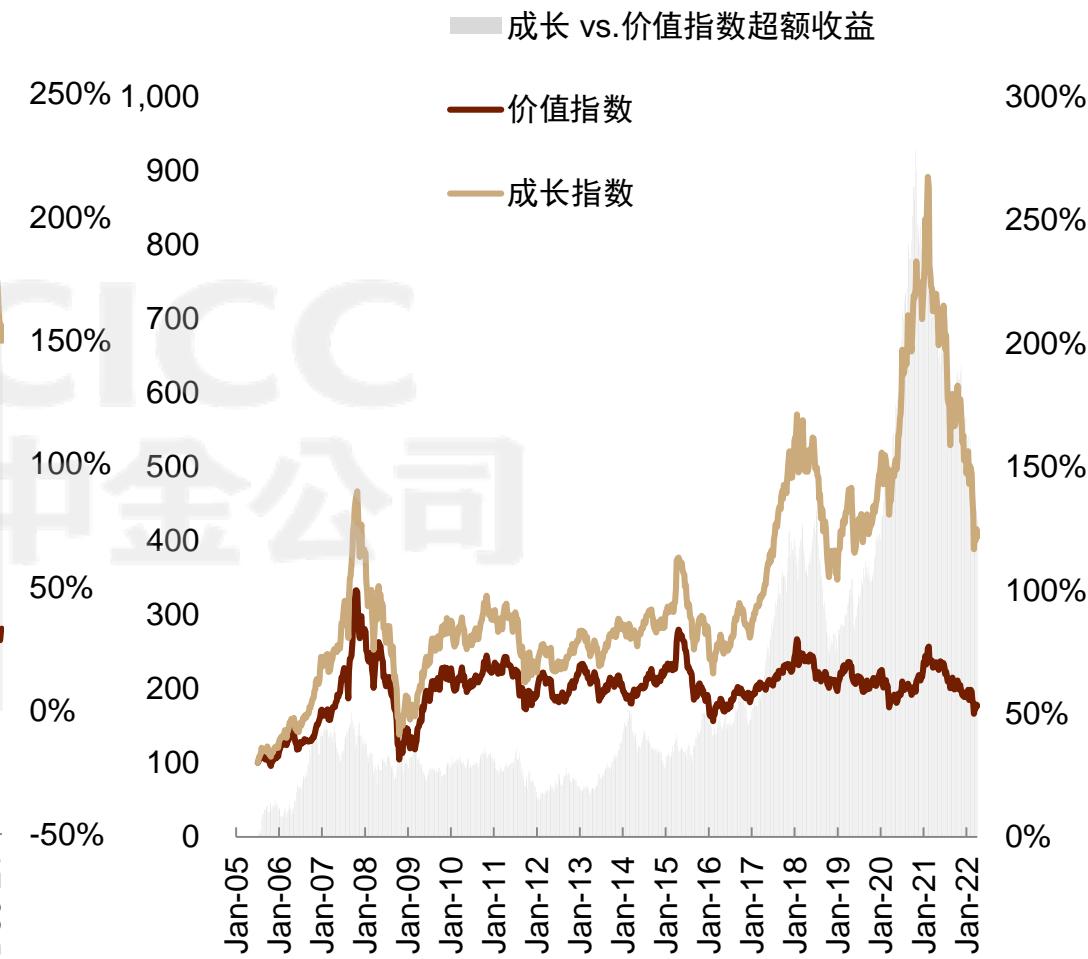
(x)

A股成长vs.价值指数表现



(x)

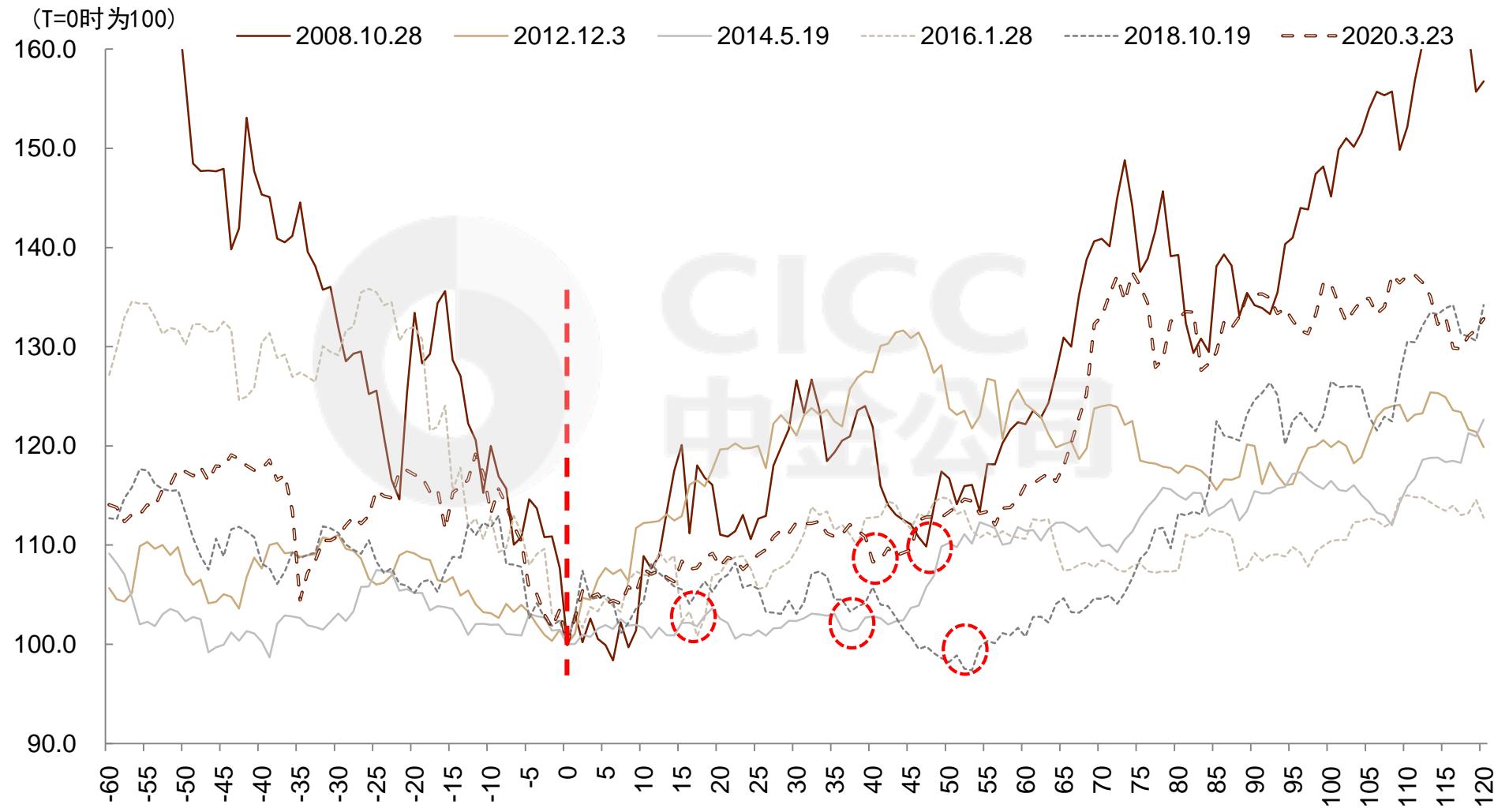
MSCI中国成长vs.价值指数表现



# 历史上，市场见底后3个月内多继续磨底

市场策略

历次市场阶段性底部前后沪深300的表现



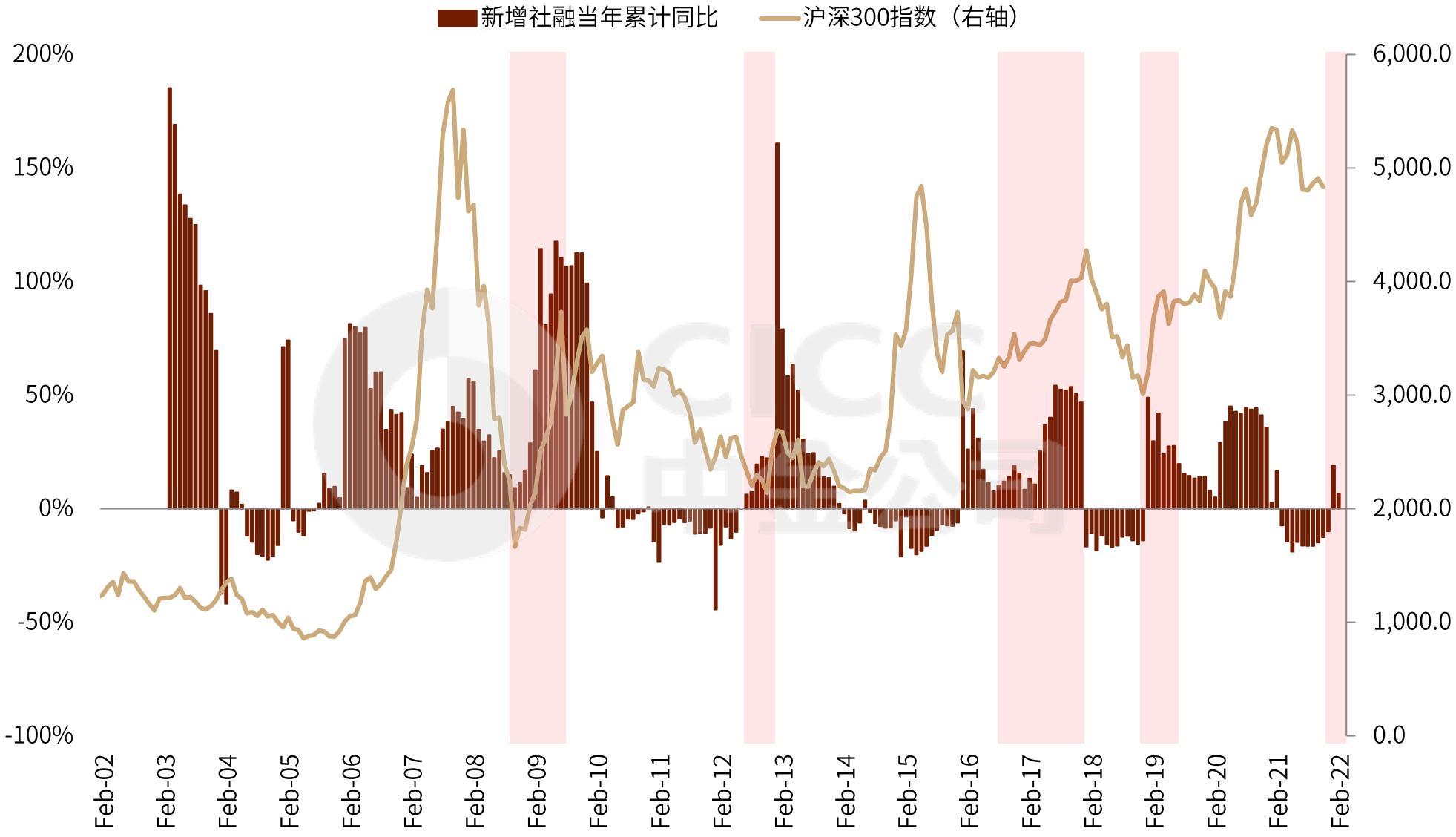
# 底部共同特征是引发市场调整的因素转向或者预期边际改善

## 市场策略

| 项目            | 2008年金融危机底部  | 2012年创业板历史底部   | 2013-2014年历史估值底部  | 2016年“熔断”底部                                       | 2018年“去杠杆”底部  | 2020年“疫情”底部  | 本次下跌   |
|---------------|--|--|---|---|---|--|--|
| 底部区域          | 2008年10月底-11月初   | 2012年12月初左右  | 2013年6月-2014年6月   | 2016年1月底-3月初                                      | 2018年10月中旬-2019年1月初                                       | 2020年3月中旬-4月初  | ?  |
| 底部特征          | 经历1年市场调整，最后快速下跌见底，半个月磨底后，底部快速上涨脱离底部  | 经历2年市场调整后，最后阶段快速下跌并快速反弹，底部维持时间短  | 2013年6月“钱荒”引发快速下跌后，市场进入长达1年多的磨底期                                    | 经历半年多市场调整后，年初熔断引发快速下跌，进入1个月磨底期形成双底后缓慢回升           | 经历9个月的市场调整，市场快速下跌后在政策催化下企稳，快速下跌，底部盘整半个月后开始缓慢上涨            | 海外疫情和美元流动性冲击引  | ?  |
| 下跌起始日期        | 2007/10/16   | 2010/11/10   | 2010/11/10  | 2015/6/12   | 2018/1/25   | 2020/2/26  | 2021/2/10  |
| 下跌终止日期        | 2008/11/6  | 2012/12/3  | 2014/5/19   | 2016/2/29   | 2019/1/3  | 2020/3/23  | 2022/3/15(暂时低点)  |
| 沪深300区间表现%    | -71.7  | -40.2  | -40.0   | -45.8   | -32.5   | -14.4  | -29.9  |
| 万得全A区间表现%     | -69.5  | -37.2  | -26.9   | -51.1   | -32.7   | -14.4  | -14.1  |
| 创业板指区间表现%     |  | -46.8  | 10.1  | -51.3   | -33.0   | -20.1  | -24.9  |
| 下跌持续时间长度      | 13个月   | 25个月   | 42个月  | 8个月   | 11个月  | 1个月  | 1个月  |
| 沪深300前向PE估值低点 | 10.8X  | 8.3X   | 6.9X  | 9.8X  | 8.7X  | 9.0X   | 9.4X   |
| 创业板指前向PE估值低点  |  | 18X  | 27.6X   | 28.4X   | 17.7X   | 22.7X  | 27.8X  |
| 万得全A的PETTM低点  | 13.4X  | 11.9X  | 17.4X   | 17.4X   | 13.0X   | 15.6X  | 16.4X  |
| 总市值/GDP       | 45.7%  | 42.7%  | 43.0%   | 58.4%   | 48.1%   | 57.6%  | 71.0%  |
| 总市值/M2        | 31.9%  | 23.4%  | 21.9%   | 30.3%   | 22.5%   | 27.1%  | 33.4%  |
| 底部交易特征        | 成交额快速萎缩，见底前最低换手率持续处于低水平，底部区域出现1.3%低换手率   | 换手率持续处于低水平，底部区域出现期间最低换手率0.88%，底部区域出现期间最低换手率0.92%                         | 换手率持续处于低水平，底部区域出现期间最低换手率1.24%                                       | 从高换手率快速萎缩，底部区域出现期间最低换手率2.46%                      | 换手率持续处于低水平，底部区域出现期间最低换手率1.34%                             | 从高换手率快速萎缩，底部区域出现期间最低换手率2.5%                            | 当前仍处在历史较高水平  |
| 市场下跌的主要矛盾变化   | 前期全面泡沫，高通胀引发货币政策收紧，国内增长见顶→年中类滞胀压力加大→2011年中类滞胀压力加大，企业盈利受损→年底金融经济增长从高位回落→2012年危机爆发，海外大跌，中国外需面临大幅下滑 | 2010年底成长估值偏高，经济过热引发货币政策收紧→2011年中类滞胀压力加大，企业盈利受损→2012年危机爆发，海外大跌，中国外需面临大幅下滑 | 2010年以来经济增速从过热走向衰退，并且传统行业产能过剩显现→2013年经济弱复苏后再度走弱，房地产等传统周期性行业产能和库存压力大 | 2015年中市场估值泡沫过高，监管收紧引发下跌→经济复苏被证伪且通缩压力加大，美联储加息与海外动荡 | 蓝筹估值偏高，去杠杆政策引发企业融资大幅收紧，中美关系边际变化→国内增长下行                    | 全球疫情蔓延，美股和原油暴跌并引发美元流动性危机，国压力加大，民企信用风险加大，内经济同样受损        | 蓝筹白马估值偏高，中国增长高位回落且政策逐步退出→局部成长领域估值高，增长下滑压力大，稳增长成效不明显，海外地缘风险引发滞胀担忧，中美关系等 |
| 市场触底回升的支撑因素   | 中国经济刺激计划推出，美国第一轮两会宽松推出，内需刺激可能扭转经济下滑，并且市场估值足够低  | 经济下行逐渐企稳，新产业趋势下结构性高景气主线出现，市场估值足够低  | 蓝筹估值足够低，老经济改革预期强烈，房地产政策转向宽松   | 蓝筹估值足够低，供给侧改革推出扭转通缩局面，A股盈利企稳回升                    | 全市场估值足够低，去杠杆阶段结束并表态支持民企发展，货币与信用政策明显转向宽松，中美贸易关系阶段缓和，海外市场平息 | 国内宽信用见成效，且疫情逐步结束并表态支持民企发展，货币与信用政策明显转向宽松，步控制，美联储开启无限QE？ | ?  |
| 三底情况          | 政策底：2008年9月央行降息，汇金增持四大行，印花税降息，2012年三季度汇金增持税单边征收，11月初经济刺激计划推出暂停                                   | 政策底：2012年6-7月央行2次降息，汇金增持四大行，2012年11月IPO基本暂停                              | 政策底：2014年4月沪港通试点批复，2014Q2流动性转松，2014Q3房地产政策放松，2014Q4央行降息             | 政策底：2014年5月-6月未见增长底，但增长预期明显改善                     | 政策底：2015年12月中央经济工作会议提出棚改和三四线地产去库存以及供给侧改革，2月房地产契税新政        | 政策底：2018年10月金融委会议聚焦中小微企业和民企融资难题，2018年11月习近平主席参加民企座谈会   | 政策底：3月起国内社融信贷大幅增长，央行延续降准降息，政策基调宽松；海外美联储开展无限QE                          |
|               | 情绪底：2008年10月28日增长底：2009年一季度末左  | 情绪底：2012年12月4日增长底：2012Q4经济见底，创业板盈利滞后一个季度                                 | 情绪底：2016年2月29日增长底：实体经济2016年Q2企稳回升                                   | 情绪底：2019年1月3日增长底：实体经济2019年Q4企稳，创业板盈利Q2见底          | 情绪底：2020年3月23日增长底：2020Q2国内增长企稳回升，海外经济见低点                  | ?  | 政策底：12月中央经济工作会议定调稳增长；年初社融信贷高增长，央行降息，稳增长政策频出；3月16日金融委会议针对市场关心问题积极回应     |

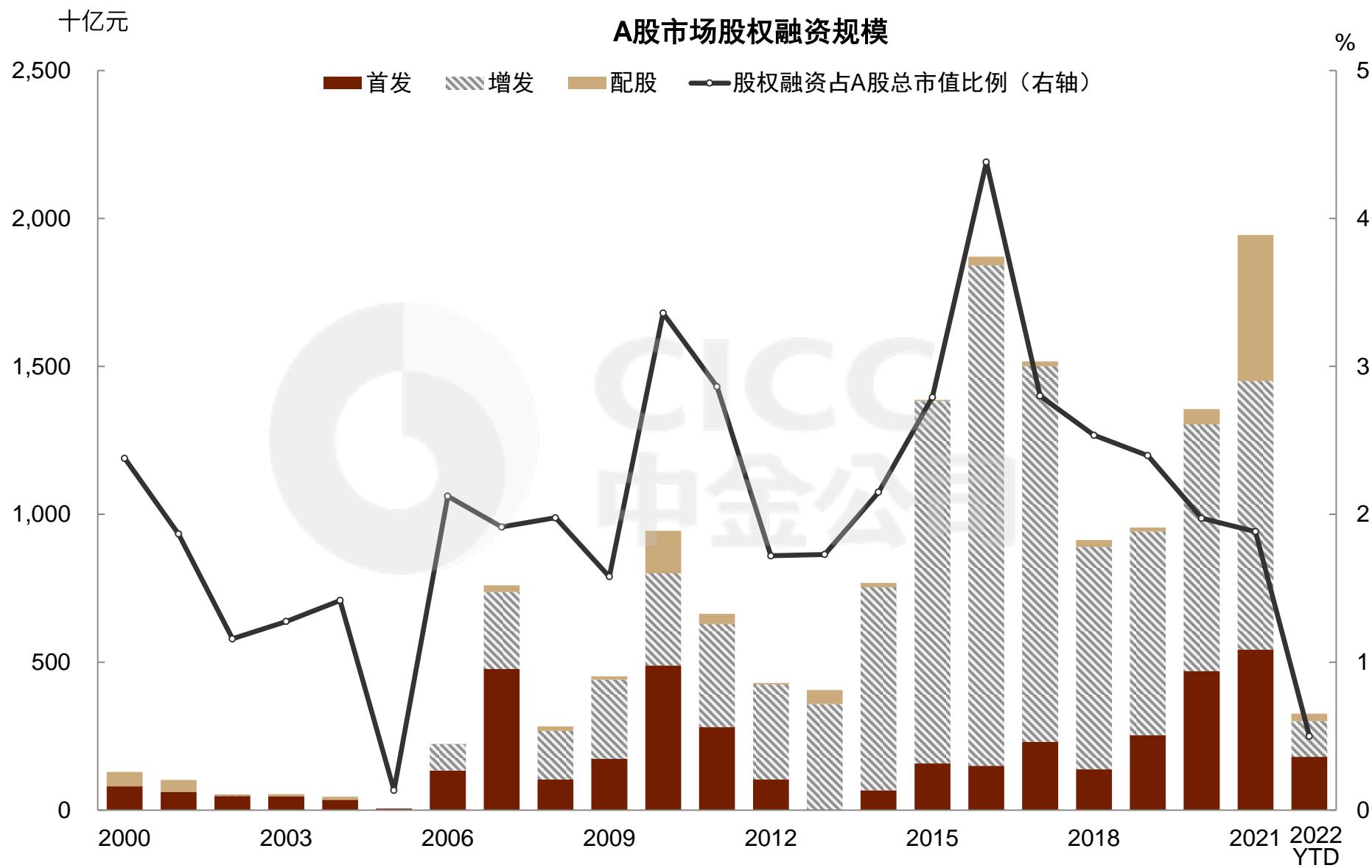
# 社融增速触底回升后指数普遍有上行动力

市场策略



# 2021年A股融资仍然保持活跃

市场策略

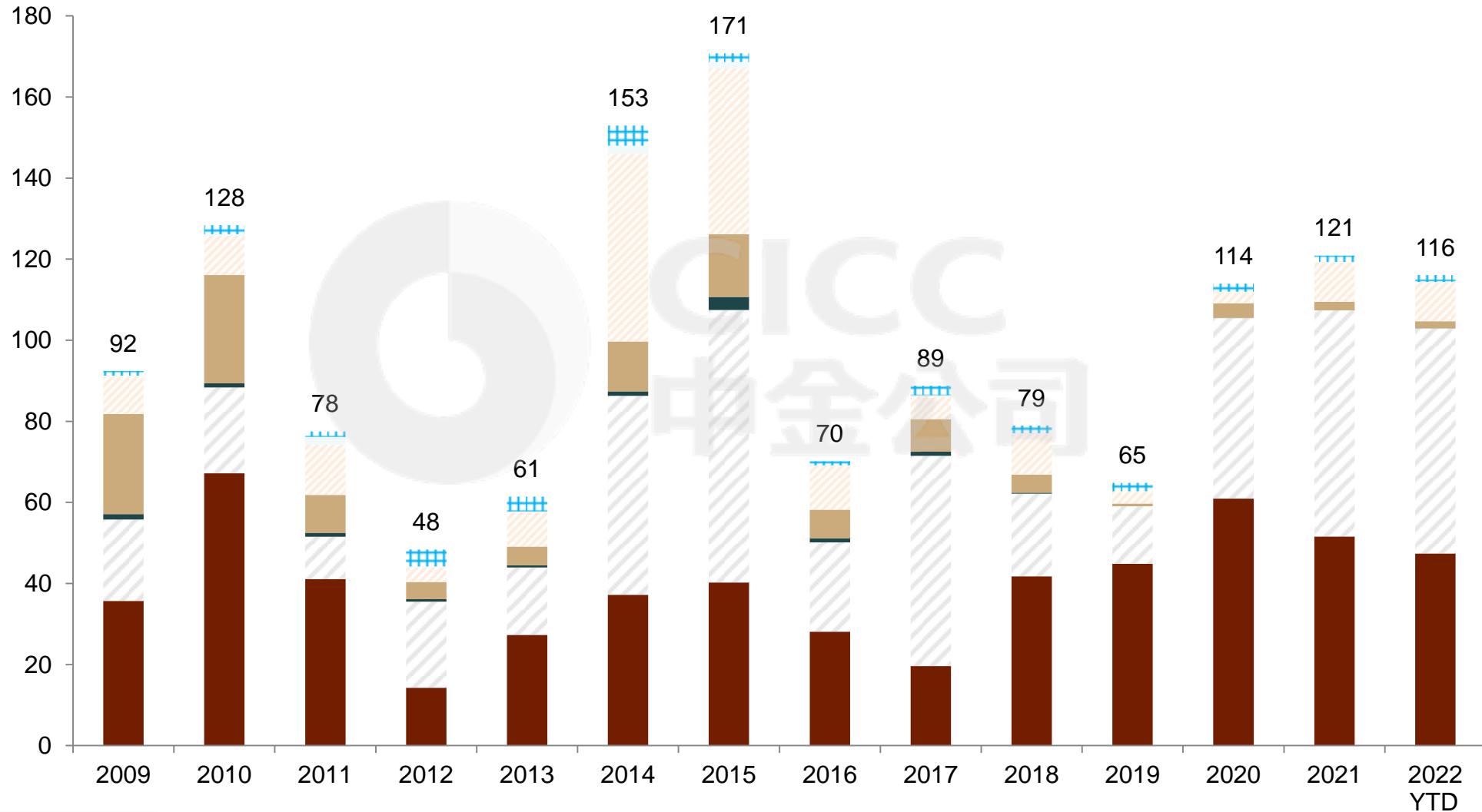


# 中国香港IPO市场发行也较为活跃

(十亿美元)

香港市场融资额

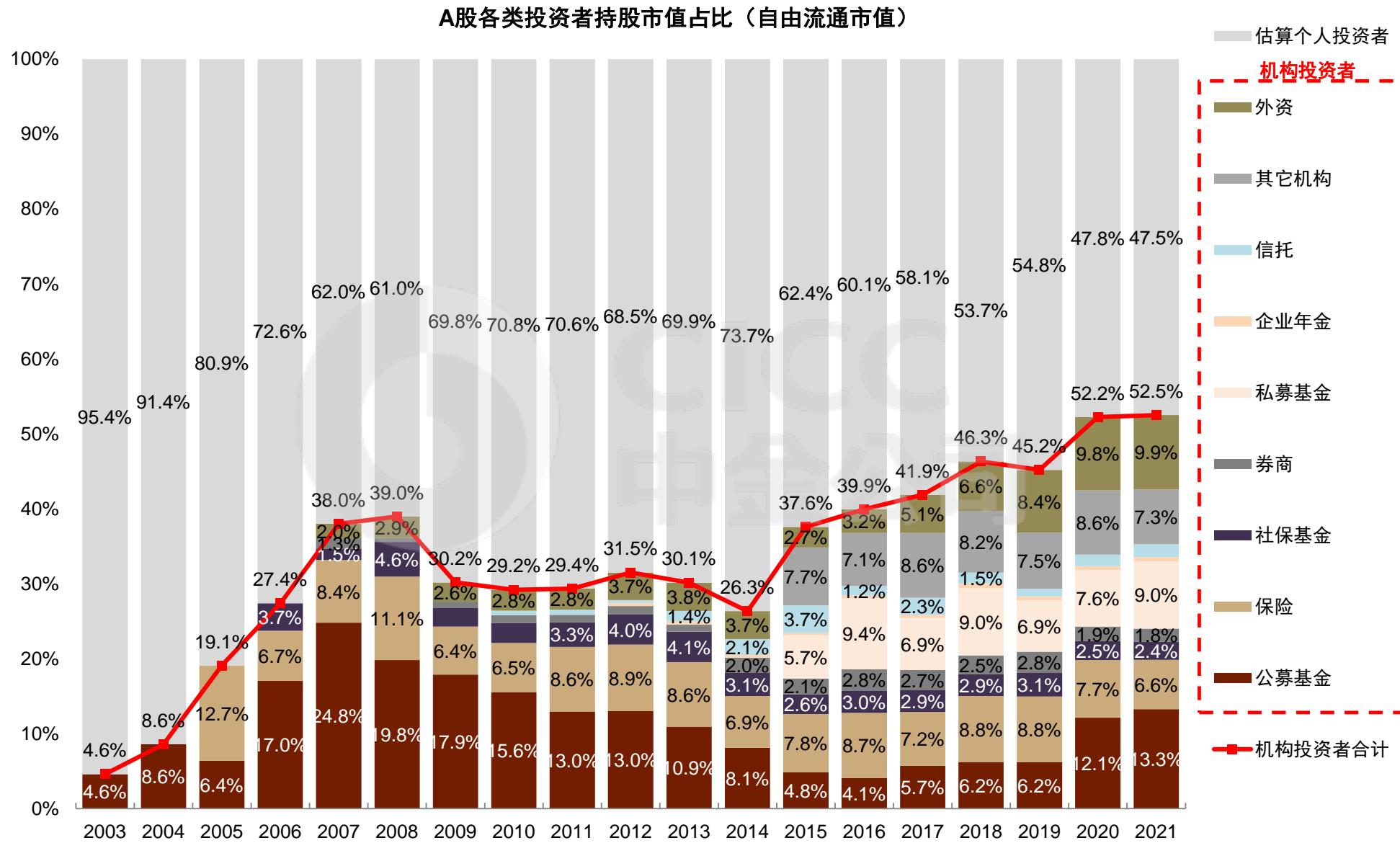
■ IPO    ● 配售    ■ 公开发售    ■ 供股    ■ 代价发行    ■ 行使认股权证    ■ 股权认购权计划



资料来源：万得资讯，中金公司研究部  
注：数据截至2022年4月15日。

# 投资者结构：A股还是“散户”市场吗？

市场策略



资料来源：上市公司数据，上交所，基金业协会，保监会，社保基金理事会，证券业协会，人社部，中国人民银行，证监会，万得资讯，中金公司研究部

返回目录

# 中国在全球的上市公司数量超过6,300家

| 百万美元         | 公司数量         | %           | 上市市值(百万美元)        | %           | 自由流通市值(百万美元)     | 自由流通比例      | 过去3个月日均成交额(百万美元) | 平均上市市值(百万美元) | 平均日均成交额(百万美元) | 年化自由流通市值换手率(%) |
|--------------|--------------|-------------|-------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|--------------|---------------|----------------|
| <b>A股</b>    | <b>4,698</b> | <b>74%</b>  | <b>12,240,326</b> | <b>78%</b>  | <b>5,479,843</b> | <b>45%</b>  | <b>154,136</b>   | <b>2,605</b> | <b>32.8</b>   | <b>703%</b>    |
| 上海           | 2,077        | 33%         | 7,187,661         | 46%         | 2,954,336        | 41%         | 65,732           | 3,461        | 31.6          | 556%           |
| 深圳           | 2,621        | 41%         | 5,052,665         | 32%         | 2,525,507        | 50%         | 88,404           | 1,928        | 33.7          | 875%           |
| <b>海外中资股</b> | <b>1,669</b> | <b>26%</b>  | <b>3,549,629</b>  | <b>22%</b>  | <b>2,376,866</b> | <b>67%</b>  | <b>13,216</b>    | <b>4,881</b> | <b>7.9</b>    | <b>45%</b>     |
| <b>B股</b>    | <b>89</b>    | <b>1%</b>   | <b>76,107</b>     | <b>0.5%</b> | <b>69,022</b>    | <b>91%</b>  | <b>36</b>        | <b>855</b>   | <b>0.4</b>    | <b>13%</b>     |
| 上海           | 46           | 1%          | 70,192            | 0.4%        | 63,976           | 91%         | 27               | 1,526        | 0.6           | 10%            |
| 深圳           | 43           | 1%          | 5,915             | 0.0%        | 5,046            | 85%         | 10               | 138          | 0.2           | 48%            |
| <b>中国香港</b>  | <b>1,211</b> | <b>19%</b>  | <b>3,263,821</b>  | <b>21%</b>  | <b>1,850,586</b> | <b>57%</b>  | <b>11,014</b>    | <b>2,695</b> | <b>9.1</b>    | <b>149%</b>    |
| H股           | 301          | 5%          | 839,324           | 5%          | 592,542          | 71%         | 3,226            | 2,788        | 10.7          | 136%           |
| 红筹股          | 176          | 3%          | 648,446           | 4%          | 229,140          | 35%         | 1,369            | 3,684        | 7.8           | 149%           |
| 中资民营股        | 734          | 12%         | 1,776,051         | 11%         | 1,028,904        | 58%         | 6,420            | 2,420        | 8.7           | 156%           |
| <b>美国</b>    | <b>273</b>   | <b>4%</b>   | <b>186,540</b>    | <b>1%</b>   | <b>443,799</b>   | <b>238%</b> | <b>2,110</b>     | <b>683</b>   | <b>7.7</b>    | <b>119%</b>    |
| NYSE         | 83           | 1%          | 75,604            | 0%          | 72,416           | 96%         | 226              | 911          | 2.7           | 78%            |
| NASDAQ       | 190          | 3%          | 110,936           | 1%          | 371,383          | 335%        | 1,884            | 584          | 9.9           | 127%           |
| AMEX         | 7            | 0.1%        | 850               | 0.0%        | 762              | 90%         | 1                | 121          | 0.1           | 27%            |
| <b>新加坡</b>   | <b>61</b>    | <b>1%</b>   | <b>20,332</b>     | <b>0%</b>   | <b>10,662</b>    | <b>52%</b>  | <b>52</b>        | <b>333</b>   | <b>0.8</b>    | <b>121%</b>    |
| <b>伦敦</b>    | <b>9</b>     | <b>0%</b>   | <b>2,829</b>      | <b>0%</b>   | <b>2,796</b>     | <b>99%</b>  | <b>0</b>         | <b>314</b>   | <b>0.0</b>    | <b>2%</b>      |
| <b>其他市场</b>  | <b>26</b>    | <b>0%</b>   | <b>0</b>          | <b>0%</b>   | <b>0</b>         | <b>0%</b>   | <b>3</b>         | <b>0</b>     | <b>0.1</b>    | <b>0%</b>      |
| <b>中资股整体</b> | <b>6,367</b> | <b>100%</b> | <b>15,789,955</b> | <b>100%</b> | <b>7,856,709</b> | <b>50%</b>  | <b>167,352</b>   | <b>2,480</b> | <b>26.3</b>   | <b>533%</b>    |

资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

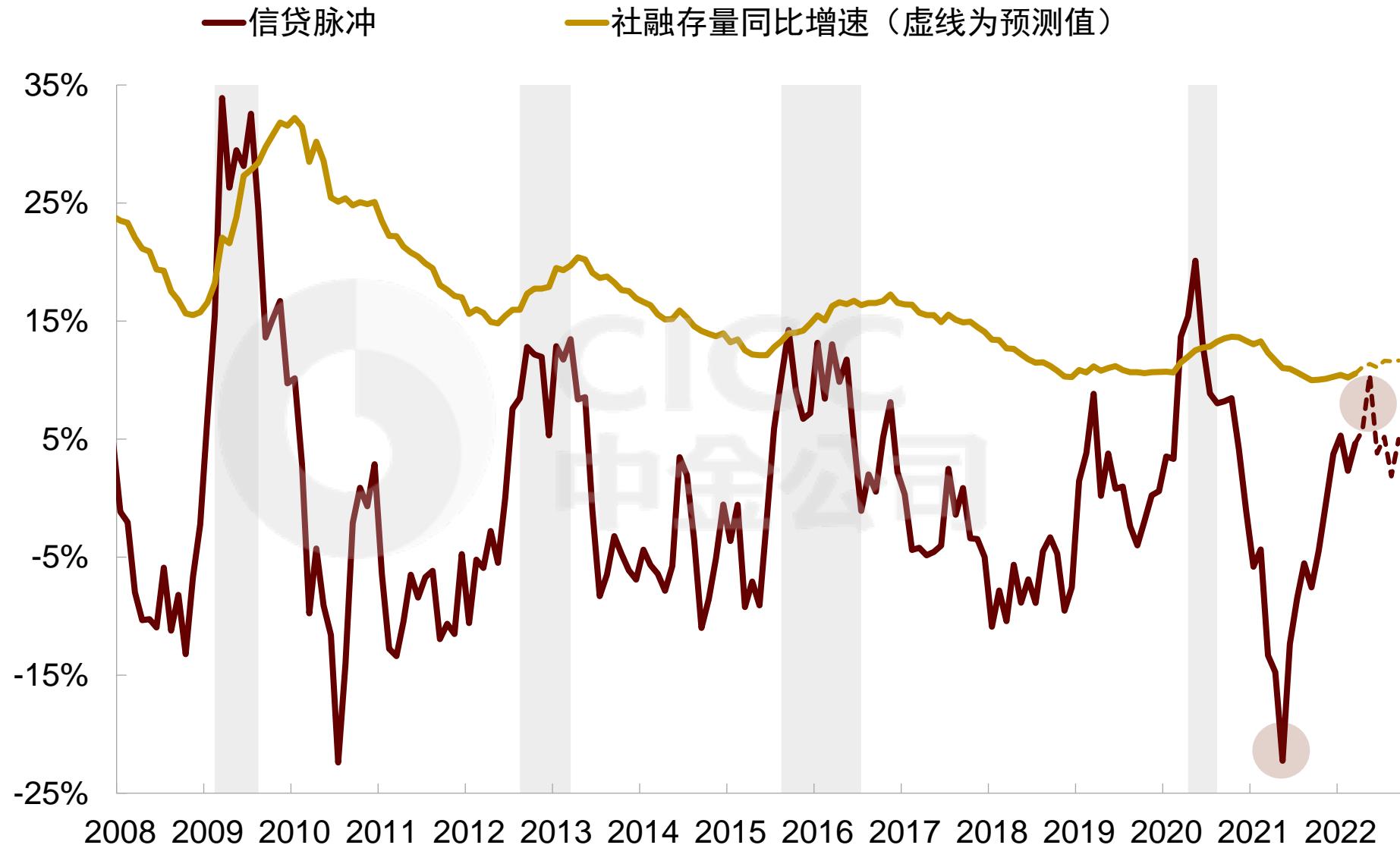
注：1) 股票和股价截至2022年4月15日；2) ADR市值仅计入第一上市的ADR避免重复计算；3) 自由流通市值的计算方法为上市市值乘以彭博自由流通比例；4) 其他市场包括澳大利亚、德国、法国、加拿大、韩国和日本；5) 海外中资股包含B股和在海外交易所上市的公司。

# 中国内地是全球第二大股票市场

| #  | 交易所   | 上市股票市值<br>(十亿美元) | 2022E GDP<br>(十亿美元) | 市值/GDP | 上市公司数目 | 日均成交额<br>(百万美元) | 年化换手率<br>(成交额/市值) | 投资者平均持股月数<br>(12个月/换手率) |
|----|-------|------------------|---------------------|--------|--------|-----------------|-------------------|-------------------------|
| 1  | 美国    | 48,524           | 24,796              | 195.7% | 6,296  | 116,385         | 60%               | 20.0                    |
| 2  | 中国内地  | 12,699           | 29,375              | 43%    | 4,693  | 161,412         | 318%              | 3.8                     |
| 3  | 泛欧交易所 | 6,704            | 23,091              | 29%    | 1,997  | 11,172          | 42%               | 28.8                    |
| 4  | 日本    | 6,003            | 5,974               | 100%   | 3,823  | 25,377          | 106%              | 11.4                    |
| 5  | 港交所   | 4,971            | 520                 | 956%   | 2,573  | 16,588          | 83%               | 14.4                    |
| 6  | 英国    | 3,565            | 3,535               | 101%   | 1,993  | 5,262           | 37%               | 32.5                    |
| 7  | 印度    | 3,448            | 11,353              | 30%    | 2,065  | 9,199           | 67%               | 18.0                    |
| 8  | 加拿大   | 3,414            | 2,185               | 156%   | 3,546  | 8,832           | 65%               | 18.6                    |
| 9  | 德国    | 2,170            | 5,204               | 42%    | 495    | 7,638           | 88%               | 13.6                    |
| 10 | 瑞士    | 2,133            | 717                 | 298%   | 233    | 3,455           | 40%               | 29.6                    |
| 11 | 韩国    | 2,117            | 2,657               | 80%    | 2,420  | 22,528          | 266%              | 4.5                     |
| 12 | 中国台湾  | 1,916            | 1,533               | 125%   | 973    | 13,211          | 172%              | 7.0                     |
| 13 | 澳大利亚  | 1,995            | 1,527               | 131%   | 2,141  | 4,526           | 57%               | 21.2                    |
| 14 | 南非    | 1,288            | 905                 | 142%   | 318    | 1,343           | 26%               | 46.0                    |
| 15 | 巴西    | 925              | 3,586               | 26%    | 388    | 5,785           | 156%              | 7.7                     |
| 16 | 俄罗斯   | 396              | 4,705               | 8%     | 878    | 1,520           | 96%               | 12.5                    |
| 17 | 西班牙   | 727              | 2,169               | 34%    | 2,550  | 1,614           | 56%               | 21.6                    |
| 18 | 新加坡   | 679              | 653                 | 104%   | 669    | 973             | 36%               | 33.5                    |

# 信贷脉冲：预测资产轮动的领先指标

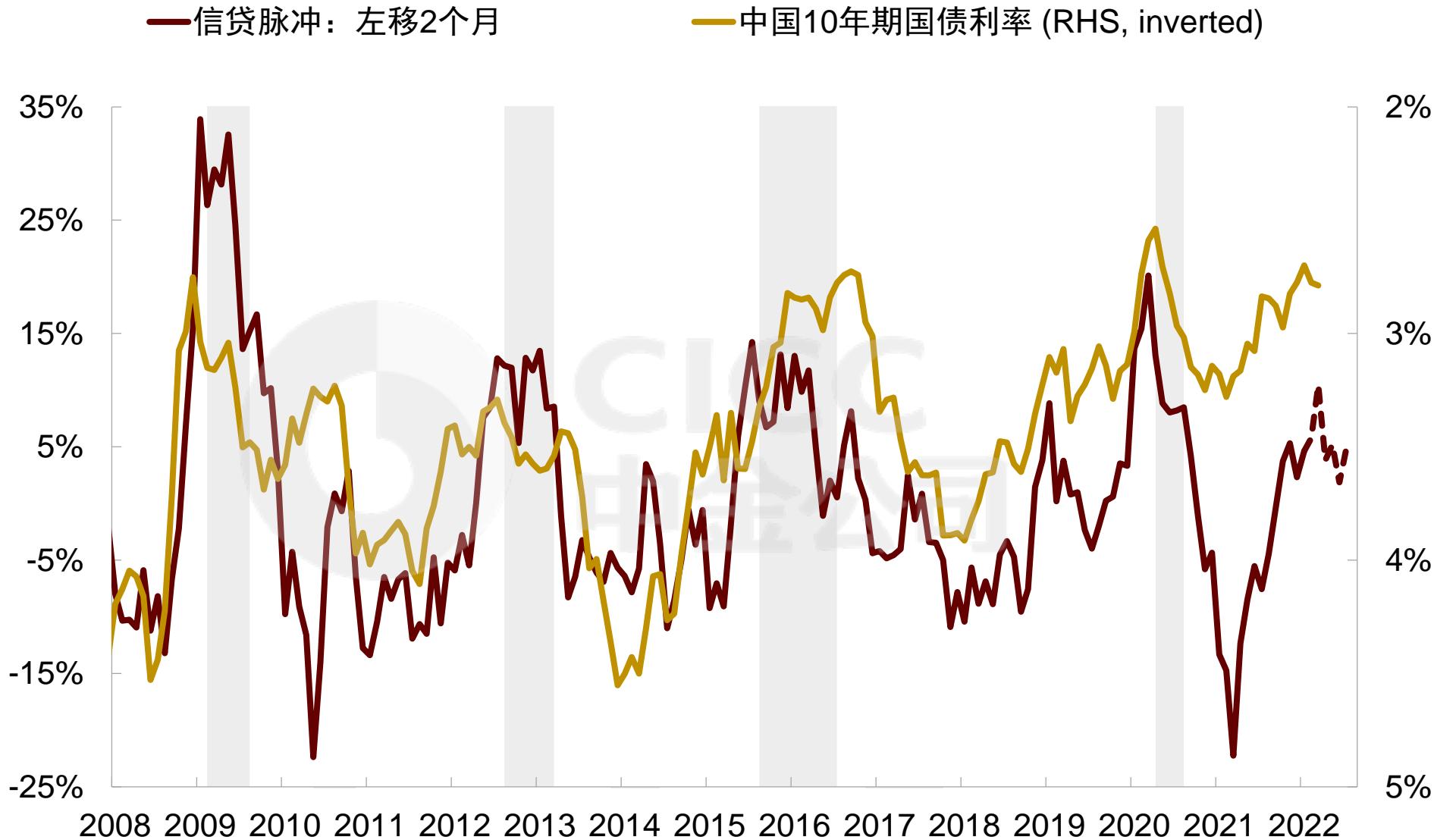
市场策略



注：数据截至2022年4月15日，阴影部分标注信贷脉冲顶部拐点区间。  
资料来源：万得资讯，Haver，中金公司研究部

# 信贷脉冲滞后国债利率2个月左右

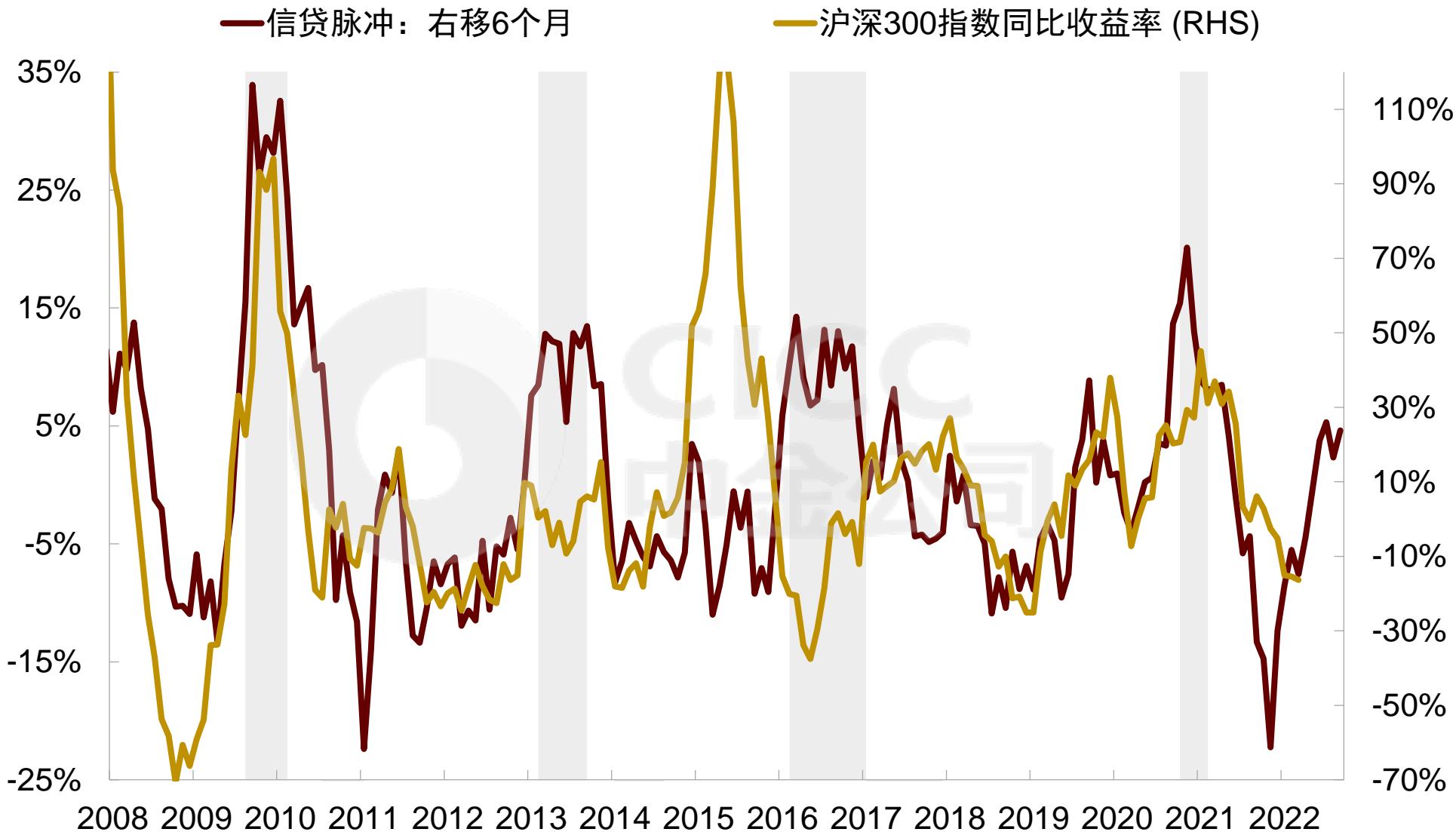
市场策略



注：数据截至2022年4月15日，阴影部分标注信贷脉冲顶部拐点区间。  
资料来源：万得资讯，Haver，中金公司研究部

# 信贷脉冲领先国内股票市场6个月左右

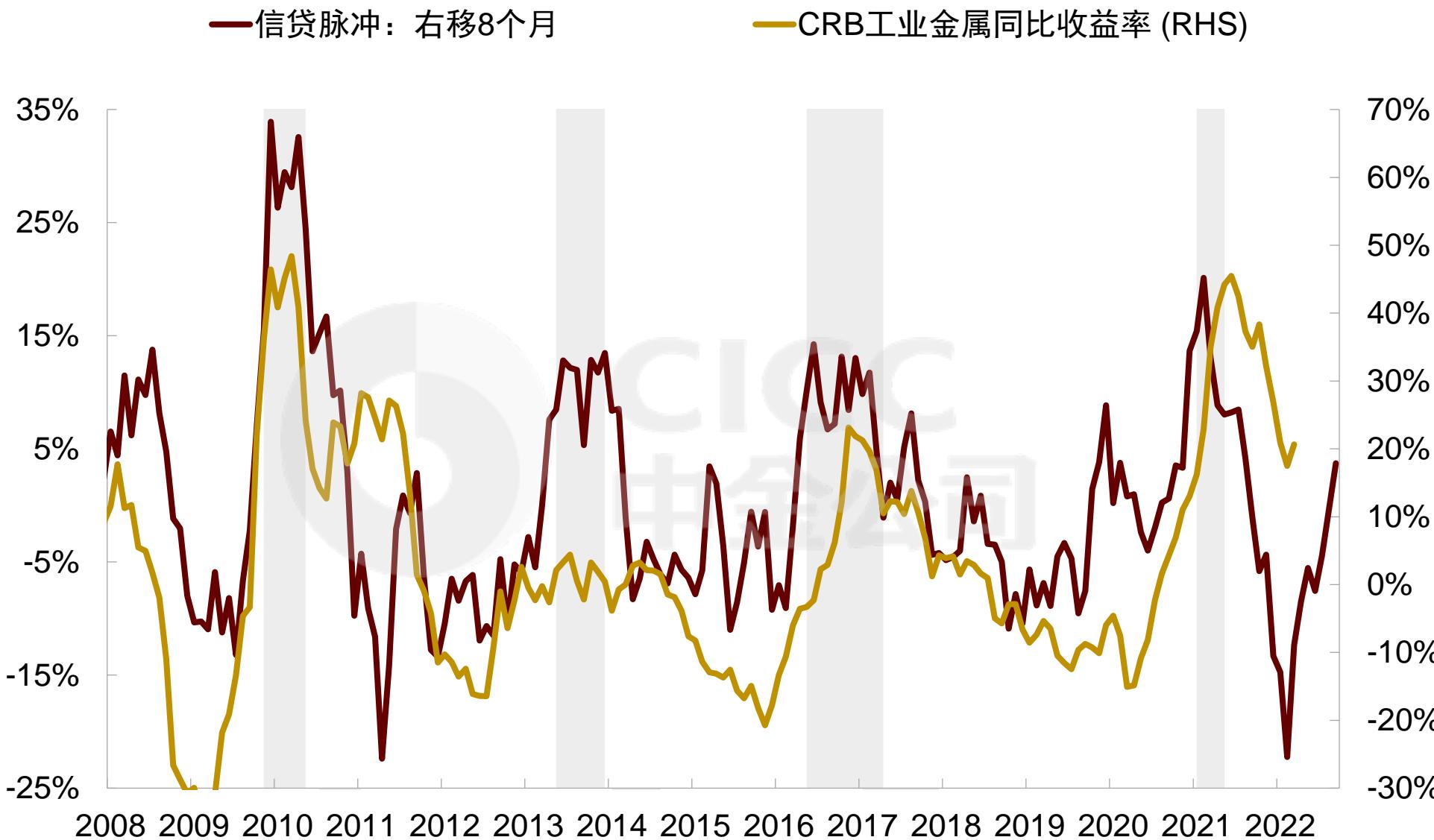
市场策略



注：数据截至2022年4月15日，阴影部分标注信贷脉冲顶部拐点区间。  
资料来源：万得资讯，Haver，中金公司研究部

# 信贷脉冲领先工业金属8个月左右

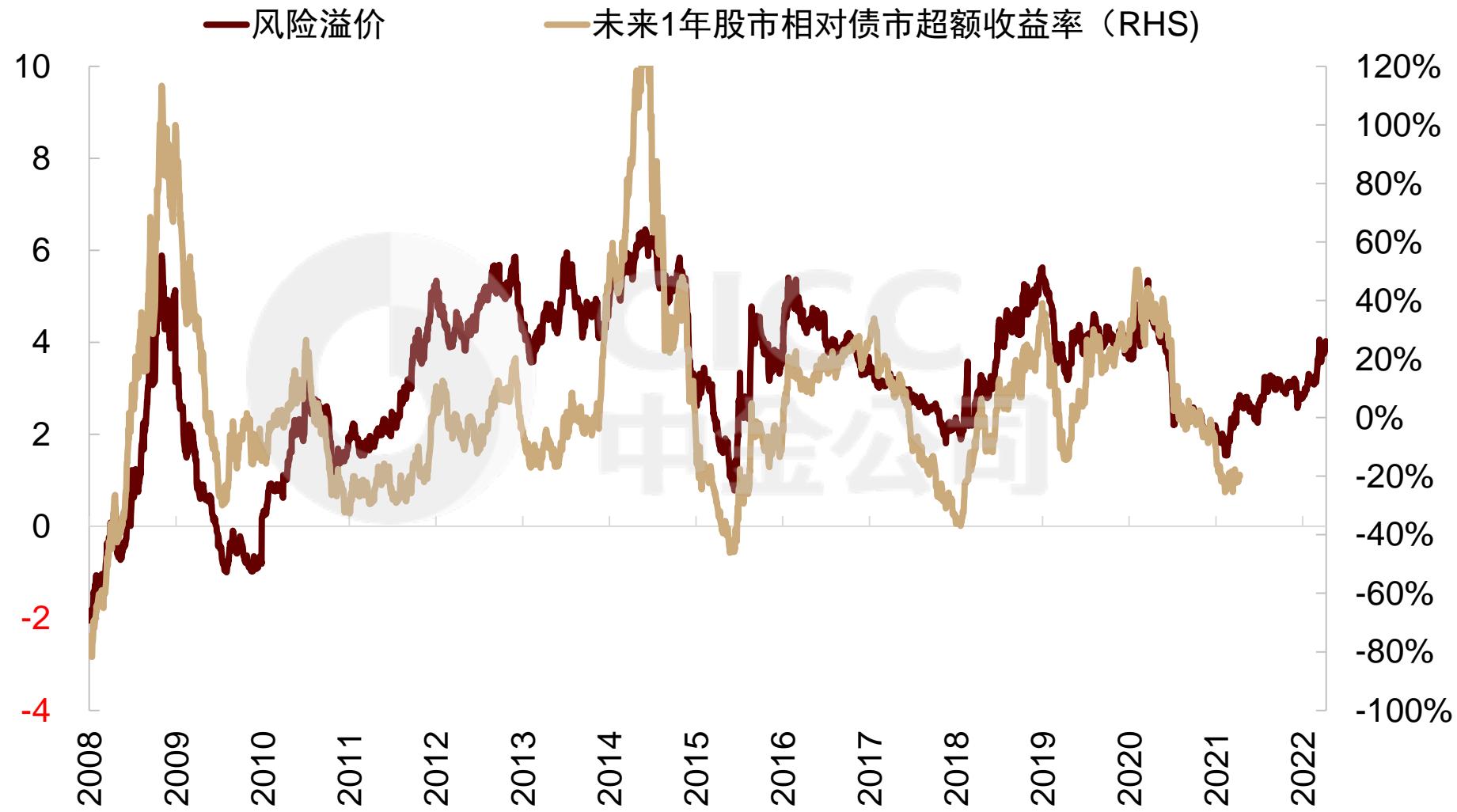
市场策略



注：数据截至2022年4月15日，阴影部分标注信贷脉冲顶部拐点区间。  
资料来源：万得资讯，Haver，中金公司研究部

# 风险溢价提示2022年股市相对债市吸引力提升

风险溢价 vs 未来1年股市相对债市超额收益率



注：数据截至2022年4月15日。

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

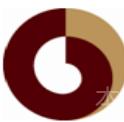
# 中国大类资产表现汇总

市场策略

| 指数                  | 价格指数  |              | 变动 (%) |      |       |      | 指数                   | 到期收益率 (%)             |              | 收益率变动(bps)          |       |       |       | 全收益回报率 (%) |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|---------------------|-------|--------------|--------|------|-------|------|----------------------|-----------------------|--------------|---------------------|-------|-------|-------|------------|-----|-----|-----|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
|                     | 最新    | 百分位<br>(10Y) | 1W     | 1M   | 3M    | YTD  |                      | 最新                    | 百分位<br>(10Y) | 1W                  | 1M    | 3M    | YTD   | 1W         | 1M  | 3M  | YTD |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| <strong>权益</strong> |       |              |        |      |       |      |                      |                       |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 中证全指                | 4958  | 77%          | -2.4   | 2.1  | -13.7 | 17.0 | 余额宝                  | 1.92                  | 36%          | -7.5                | -2.5  | -18.3 | 15.7  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 上证综指                | 3211  | 71%          | -1.2   | 4.8  | -8.8  | 11.8 | 银行间回购 7D             | 1.87                  | 4%           | -13.8               | -42.6 | -47.0 | 67.4  | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 中小板指                | 7774  | 80%          | -3.3   | -1.4 | -17.8 | 22.2 | SHIBOR 1W            | 1.82                  | 3%           | -16.3               | -30.0 | -39.1 | 44.9  | 0.0        | 0.7 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 创业板指                | 2460  | 80%          | -4.3   | -1.8 | -21.1 | 26.0 | 银行理财 1M              | 3.31                  | 14%          | 143.0               | 143.0 | 143.0 | 143.0 | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 沪深300               | 4189  | 83%          | -1.0   | 5.1  | -11.4 | 15.2 | 贷款利率 1Y              | 4.35                  | 0%           | -                   | -     | -     | -     | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 中证500               | 6071  | 66%          | -2.5   | 1.8  | -14.3 | 17.5 | MLF 1Y               | 2.85                  | 0%           | -                   | -     | -10   | -10   | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 中证800               | 4499  | 81%          | -1.3   | 4.3  | -12.1 | 15.8 | LPR 1Y               | 3.70                  | 0%           | -                   | -     | -10   | -10   | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 石油石化                | 2479  | 78%          | -2.2   | 5.6  | -9.5  | 7.3  | <strong>货币</strong>  |                       |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 煤炭                  | 3307  | 97%          | 5.0    | 26.8 | 31.3  | 29.8 | 国债 2Y                | 2.24                  | 18%          | -1.7                | -6.9  | -12.8 | 13.4  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 有色金属                | 6973  | 92%          | -3.0   | 2.3  | -7.2  | 10.1 | 国债 10Y               | 2.76                  | 17%          | 0.5                 | -6.0  | -3.6  | 1.8   | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 电力及公用事业             | 2452  | 64%          | -2.9   | 0.7  | -10.4 | 15.8 | 国开债 2Y               | 2.43                  | 3%           | -4.2                | -16.2 | -4.1  | 8.5   | 0.1        | 0.7 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 钢铁                  | 1915  | 84%          | -0.7   | 12.0 | -3.7  | 6.1  | 国开债 10Y              | 2.99                  | 2%           | -0.5                | -8.0  | -9.9  | 9.4   | 0.1        | 0.9 | 1.0 | 1.1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 基础化工                | 6857  | 93%          | -5.2   | -0.7 | -13.1 | 17.2 | 地方政府债 5Y AAA         | 2.82                  | 8%           | 0.0                 | 0.5   | -0.1  | 8.6   | 0.2        | 0.7 | 1.1 | 1.7 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 建筑                  | 3580  | 69%          | -5.2   | 8.9  | 0.4   | -0.0 | 企业债 2Y AAA           | 2.73                  | 2%           | -3.3                | -22.3 | -6.3  | 11.9  | 0.2        | 0.7 | 0.8 | 1.1 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 建材                  | 8548  | 86%          | -5.1   | 10.2 | -7.9  | 12.2 | 企业债 2Y AA            | 3.12                  | 2%           | -3.3                | -10.4 | -16.2 | 22.7  | 0.2        | 0.6 | 1.3 | 1.7 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 轻工制造                | 3444  | 59%          | -2.7   | 1.0  | -18.1 | 20.5 | 中资美元债 IG             | <strong>债券</strong>   |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 机械                  | 5614  | 61%          | -4.8   | -3.2 | -22.3 | 25.3 | 城投债 5Y               | 3.39                  | 9%           | -2.0                | -12.4 | 13.8  | 12.9  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 电力设备                | 9977  | 92%          | -6.5   | -9.7 | -21.4 | 28.0 | ABS 5Y               | 3.29                  | 1%           | -4.2                | -16.9 | -3.3  | 5.2   | 0.0        | 0.6 | 0.9 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 国防军工                | 7815  | 71%          | -5.4   | -7.7 | -22.1 | 30.2 | 可转债                  | <strong>大宗商品</strong> |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 汽车                  | 7934  | 87%          | -2.5   | -0.6 | -23.2 | 25.8 | <strong>期货</strong>  |                       |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 商贸零售                | 3896  | 29%          | 0.1    | 8.7  | -7.8  | -4.8 | 南华商品指数               | 2,524                 | 100%         | <strong>现货</strong> |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 餐饮旅游                | 10269 | 85%          | 4.7    | 11.3 | -7.1  | 8.2  | 南华能化指数               | 2,066                 | 100%         | 3.7                 | 10.4  | 21.3  | 26.9  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 家电                  | 12345 | 75%          | 1.3    | 7.7  | -17.5 | 18.7 | 南华金属指数               | 6,672                 | 100%         | 4.6                 | 9.6   | 20.8  | 27.3  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 纺织服装                | 2772  | 30%          | -3.0   | 1.2  | -13.5 | 10.7 | 南华农产品指数              | 1,206                 | 100%         | 1.4                 | 10.4  | 17.6  | 24.9  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 医药                  | 12164 | 84%          | -1.3   | 1.9  | -15.4 | 17.6 | SHFE铜                | 74,970                | 99%          | 2.0                 | 5.9   | 16.8  | 18.5  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 食品饮料                | 28713 | 88%          | 4.2    | 8.7  | -8.5  | 16.1 | <strong>现货</strong>  |                       |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 农林牧渔                | 6454  | 83%          | 1.3    | 10.3 | -4.6  | -1.7 | 中国大宗商品价格指数           | 206                   | 98%          | 0.0                 | -2.3  | 12.1  | 13.8  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 银行                  | 8400  | 95%          | -0.2   | 13.8 | 2.7   | 4.5  | 动力煤 (秦皇岛山西Q5500)     | 940                   | 96%          | 0.0                 | 0.0   | -0.5  | 17.5  | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 证券II                | 6799  | 43%          | -0.4   | 5.2  | -11.9 | 15.7 | 铜 (长江有色1#)           | 74,650                | 94%          | 1.0                 | 3.6   | 4.4   | 6.6   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 保险II                | 1782  | 62%          | -1.8   | 11.0 | -6.4  | -5.4 | 螺纹钢 (上海,HRB400,20mm) | 5,060                 | 100%         | -0.6                | 4.1   | 6.5   | 6.3   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 信托及其他               | 1761  | 40%          | 0.0    | 0.0  | 0.0   | 0.0  | 玉米                   | 2,838                 | 96%          | -0.1                | 0.7   | 3.9   | 3.8   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 房地产                 | 6198  | 61%          | -2.9   | 27.7 | 7.9   | 10.4 | 黄金AU9999             | 403                   | 96%          | 2.1                 | 2.5   | 7.8   | 7.9   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 交通运输                | 1918  | 66%          | 0.9    | 8.7  | -5.0  | -1.7 | <strong>房地产</strong> |                       |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 电子元器件               | 6638  | 82%          | -4.2   | -9.0 | -26.5 | 31.6 | Mar-2022             | 156                   | 97%          | 0.0                 | -0.4  | -0.2  | 2.6   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 通信                  | 3295  | 42%          | -5.4   | -7.9 | -20.1 | 23.2 | 全国                   | 208                   | 96%          | 0.0                 | 0.0   | 0.3   | 4.3   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 计算机                 | 4816  | 51%          | -4.8   | -5.2 | -22.4 | 25.3 | 一线城市                 | 171                   | 97%          | -0.2                | -0.0  | 3.4   | 3.4   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 传媒                  | 2099  | 21%          | -6.5   | 1.7  | -22.9 | 23.7 | 二线城市                 | 148                   | 96%          | -0.5                | -0.5  | -0.5  | 1.6   | 0.0        | 0.3 | 0.8 | 1.0 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 综合                  | 3711  | 59%          | -4.7   | 1.3  | -11.2 | 10.3 | 三线城市                 | <strong>返回目录</strong> |              |                     |       |       |       |            |     |     |     |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

注：数据截至2022年4月15日。

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部



CICC  
中金公司

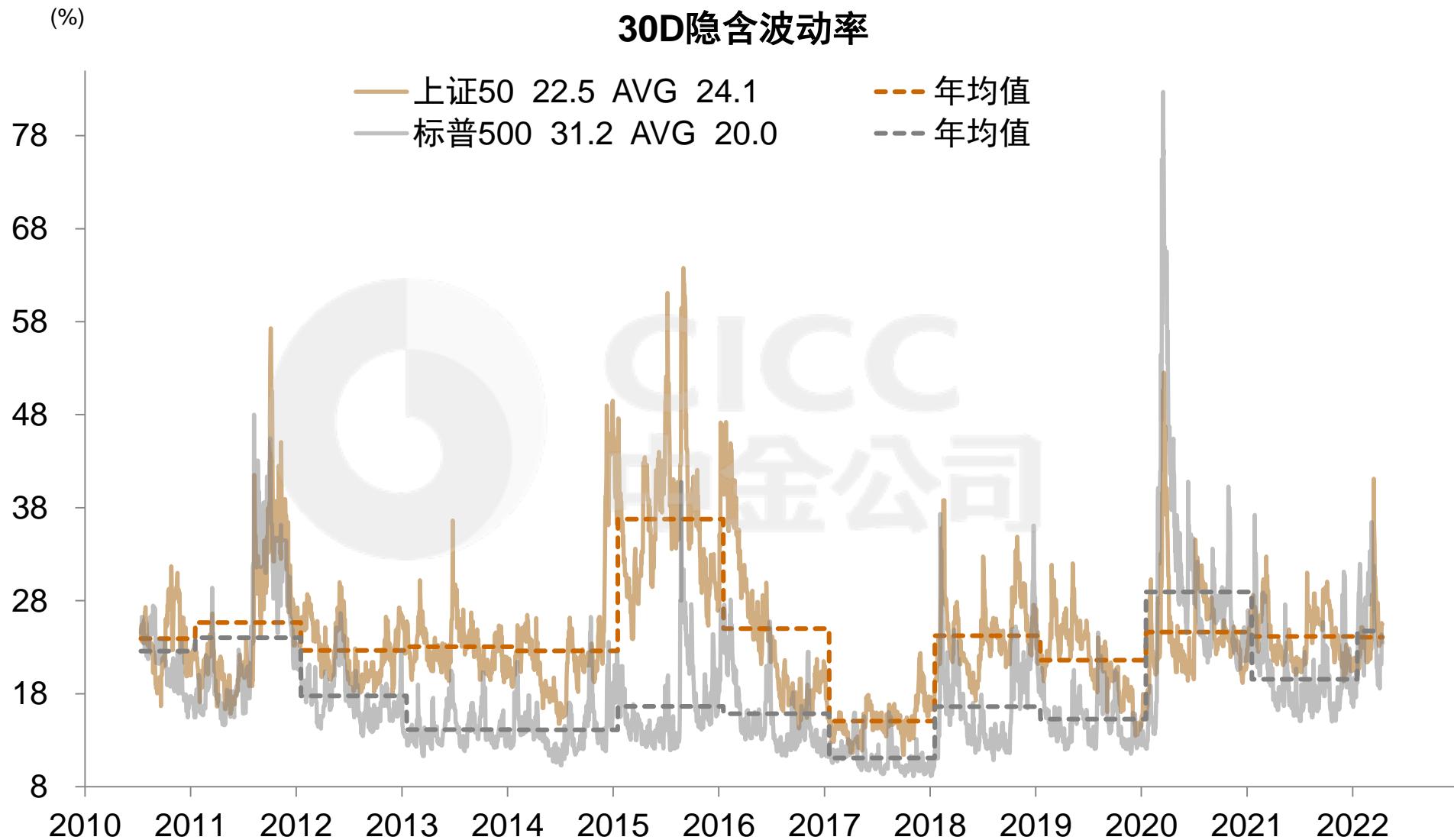
# 2007-2022年至今大类资产历年表现排序及国际对比

## 市场策略

| Rank | 2006              | 2007              | 2008              | 2009              | 2010              | 2011              | 2012            | 2013             | 2014             | 2015             | 2016              | 2017             | 2018              | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             |                   | 2006-2022YTD     |                  |
|------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
|      |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                 |                  |                  |                  |                   |                  |                   |                  |                  | Mar              | YTD              | Ann.              | Vol.             |                  |
| 1    | A股中证500<br>102.5% | A股中证500<br>187.7% | 高收益债<br>16.8%     | A股中证500<br>132.4% | 黄金<br>23.4%       | 原油<br>8.3%        | 港股<br>26.4%     | NASDAQ<br>36.1%  | 可转债<br>56.9%     | A股中证500<br>43.8% | 原油<br>63.0%       | 港股<br>31.5%      | 利率债<br>9.6%       | A股沪深300<br>39.2% | NASDAQ<br>36.0%  | 原油<br>46.2%      | 商品综合<br>10.5%    | 原油<br>38.4%       | A股中证500<br>11.4% | 原油<br>37.0%      |
| 2    | A股沪深300<br>77.2%  | A股沪深300<br>163.3% | 利率债<br>14.9%      | A股沪深300<br>98.6%  | 原油<br>17.4%       | 黄金<br>6.0%        | 新兴股指<br>17.4%   | 标普500<br>28.5%   | A股沪深300<br>55.8% | NASDAQ<br>11.9%  | 商品综合<br>51.3%     | 新兴股指<br>29.2%    | 高收益债<br>7.9%      | NASDAQ<br>38.4%  | A股沪深300<br>29.9% | 标普500<br>25.3%   | 原油<br>7.4%       | 商品综合<br>23.0%     | NASDAQ<br>10.7%  | A股中证500<br>32.0% |
| 3    | 可转债<br>37.7%      | 可转债<br>103.1%     | 全球债券<br>4.8%      | 新兴股指<br>79.0%     | 新兴股指<br>15.1%     | 利率债<br>5.7%       | NASDAQ<br>16.5% | 发达股指<br>23.7%    | A股中证500<br>40.5% | 高收益债<br>11.3%    | 标普500<br>19.8%    | A股沪深300<br>24.3% | USDCNY<br>5.0%    | 标普500<br>33.1%   | A股中证500<br>22.3% | 商品综合<br>20.9%    | 标普500<br>4.2%    | 黄金<br>5.4%        | A股沪深300<br>9.1%  | A股沪深300<br>28.2% |
| 4    | 港股<br>34.0%       | 原油<br>44.2%       | 现金<br>1.5%        | 原油<br>71.0%       | NASDAQ<br>14.0%   | 全球债券<br>5.6%      | 发达股指<br>15.4%   | A股中证500<br>18.1% | NASDAQ<br>17.8%  | 利率债<br>8.0%      | 新兴股指<br>19.5%     | NASDAQ<br>21.6%  | 黄金<br>4.2%        | 发达股指<br>30.0%    | 黄金<br>14.4%      | 发达股指<br>19.2%    | NASDAQ<br>4.0%   | 现金<br>2.4%        | 标普500<br>8.3%    | 可转债<br>22.3%     |
| 5    | 新兴股指<br>28.2%     | 港股<br>33.7%       | 黄金<br>-2.2%       | 商品综合<br>60.7%     | 商品综合<br>12.0%     | 现金<br>3.4%        | 标普500<br>14.8%  | 现金<br>4.2%       | 标普500<br>16.6%   | A股沪深300<br>7.2%  | 黄金<br>18.4%       | 发达股指<br>15.4%    | NASDAQ<br>2.7%    | A股中证500<br>28.1% | 新兴股指<br>11.3%    | NASDAQ<br>19.0%  | 发达股指<br>3.3%     | 高收益债<br>1.2%      | 可转债<br>7.1%      | 新兴股指<br>20.6%    |
| 6    | 黄金<br>19.3%       | 新兴股指<br>30.6%     | USDCNY<br>-6.4%   | 港股<br>56.7%       | 标普500<br>11.1%    | 高收益债<br>2.8%      | 高收益债<br>11.2%   | 港股<br>3.4%       | 高收益债<br>12.5%    | USDCNY<br>6.1%   | NASDAQ<br>16.6%   | 标普500<br>14.2%   | 现金<br>2.7%        | 可转债<br>25.1%     | 标普500<br>10.9%   | 可转债<br>18.5%     | 现金<br>2.0%       | 利率债<br>0.6%       | 黄金<br>7.0%       | 港股<br>19.5%      |
| 7    | 发达股指<br>16.7%     | 黄金<br>22.4%       | 可转债<br>-32.4%     | NASDAQ<br>45.4%   | A股中证500<br>10.5%  | 标普500<br>-2.4%    | A股沪深300<br>9.8% | 高收益债<br>3.0%     | 利率债<br>11.2%     | 标普500<br>5.9%    | 发达股指<br>15.7%     | 原油<br>10.3%      | 标普500<br>1.1%     | 原油<br>24.2%      | 发达股指<br>9.2%     | A股中证500<br>17.2% | 黄金<br>1.9%       | USDCNY<br>-0.4%   | 发达股指<br>6.7%     | NASDAQ<br>16.8%  |
| 8    | 标普500<br>12.0%    | 全球债券<br>9.5%      | 商品综合<br>-35.1%    | 可转债<br>42.6%      | 发达股指<br>8.5%      | USDCNY<br>-4.9%   | 黄金<br>4.6%      | 可转债<br>-1.4%     | 发达股指<br>8.3%     | 发达股指<br>4.2%     | 港股<br>11.5%       | 商品综合<br>7.9%     | 可转债<br>-1.2%      | 新兴股指<br>20.3%    | 全球债券<br>9.2%     | 高收益债<br>6.8%     | USDCNY<br>0.4%   | 标普500<br>-4.8%    | 新兴股指<br>5.4%     | 商品综合<br>16.1%    |
| 9    | NASDAQ<br>7.2%    | 商品综合<br>9.3%      | 标普500<br>-41.1%   | 发达股指<br>30.9%     | 高收益债<br>6.1%      | NASDAQ<br>-5.2%   | 全球债券<br>4.3%    | 利率债<br>-2.1%     | 港股<br>8.0%       | 现金<br>3.2%       | USDCNY<br>6.8%    | 全球债券<br>7.4%     | 全球债券<br>-1.2%     | 黄金<br>19.7%      | 商品综合<br>7.4%     | 利率债<br>0.1%      | 发达股指<br>-5.3%    | 商品综合<br>5.3%      | 黄金<br>15.9%      |                  |
| 10   | 商品综合<br>6.9%      | NASDAQ<br>3.5%    | NASDAQ<br>-43.9%  | 黄金<br>28.2%       | 全球债券<br>5.5%      | 发达股指<br>-9.2%     | 商品综合<br>4.2%    | 全球债券<br>-2.6%    | 现金<br>3.9%       | 港股<br>0.5%       | 现金<br>3.8%        | 黄金<br>3.4%       | 发达股指<br>-2.9%     | 商品综合<br>15.6%    | 可转债<br>5.3%      | 现金<br>2.7%       | 高收益债<br>0.0%     | 全球债券<br>-6.2%     | 高收益债<br>5.1%     | 发达股指<br>15.0%    |
| 11   | 全球债券<br>6.6%      | 现金<br>2.5%        | 发达股指<br>-44.2%    | 标普500<br>26.5%    | 港股<br>4.5%        | 可转债<br>-12.8%     | 可转债<br>4.1%     | USDCNY<br>-3.0%  | 黄金<br>1.7%       | 全球债券<br>-3.2%    | 高收益债<br>3.0%      | 现金<br>2.7%       | 港股<br>-5.7%       | 港股<br>15.0%      | 高收益债<br>4.6%     | USDCNY<br>-2.3%  | 新兴股指<br>-1.8%    | 港股<br>-6.3%       | 港股<br>4.5%       | 标普500<br>14.4%   |
| 12   | 利率债<br>2.6%       | 发达股指<br>2.5%      | 港股<br>-49.5%      | 全球债券<br>6.9%      | 现金<br>3.3%        | 商品综合<br>-17.0%    | 现金<br>3.5%      | 原油<br>-3.2%      | 全球债券<br>0.6%     | 黄金<br>-7.4%      | 全球债券<br>2.1%      | 高收益债<br>2.6%     | 商品综合<br>-5.8%     | 高收益债<br>7.4%     | 现金<br>3.3%       | A股沪深300<br>-3.5% | 港股<br>-2.6%      | 新兴股指<br>-7.2%     | 利率债<br>4.2%      | 全球债券<br>5.3%     |
| 13   | 现金<br>2.0%        | 标普500<br>-1.3%    | 原油<br>-54.6%      | 高收益债<br>2.1%      | 利率债<br>1.9%       | 港股<br>-20.9%      | 利率债<br>2.5%     | 新兴股指<br>-5.1%    | 新兴股指<br>0.5%     | 新兴股指<br>-10.8%   | 利率债<br>1.3%       | A股中证500<br>0.6%  | 新兴股指<br>-9.4%     | 全球债券<br>6.8%     | 利率债<br>3.1%      | 黄金<br>-4.1%      | 全球债券<br>-3.0%    | 可转债<br>-8.4%      | 原油<br>3.4%       | 高收益债<br>3.2%     |
| 14   | 高收益债<br>0.0%      | 利率债<br>-1.8%      | 新兴股指<br>-56.2%    | 现金<br>1.9%        | USDCNY<br>-3.0%   | 新兴股指<br>-21.8%    | 原油<br>2.4%      | A股沪深300<br>-5.3% | USDCNY<br>0.4%   | 商品综合<br>-14.5%   | A股沪深300<br>-9.3%  | 可转债<br>-0.2%     | 原油<br>-14.9%      | 利率债<br>4.4%      | 港股<br>-6.1%      | 新兴股指<br>-5.0%    | 可转债<br>-5.5%     | NASDAQ<br>-9.2%   | 现金<br>3.1%       | USDCNY<br>3.0%   |
| 15   | 原油<br>-0.2%       | USDCNY<br>-6.5%   | A股中证500<br>-60.6% | USDCNY<br>-0.1%   | 可转债<br>-6.3%      | A股沪深300<br>-24.0% | A股中证500<br>1.2% | 商品综合<br>-12.4%   | 商品综合<br>-16.5%   | 可转债<br>-26.5%    | 可转债<br>-11.8%     | 利率债<br>-1.2%     | A股沪深300<br>-23.6% | 现金<br>2.7%       | USDCNY<br>-6.5%  | 全球债券<br>-7.2%    | A股中证500<br>-7.7% | A股中证500<br>-14.1% | 全球债券<br>2.6%     | 利率债<br>2.8%      |
| 16   | USDCNY<br>-3.2%   | 高收益债<br>-7.2%     | A股沪深300<br>-65.6% | 利率债<br>-1.2%      | A股沪深300<br>-11.6% | A股中证500<br>-33.5% | USDCNY<br>-0.2% | 黄金<br>-29.3%     | 原油<br>-46.9%     | 原油<br>-32.0%     | A股中证500<br>-17.2% | USDCNY<br>-5.8%  | A股中证500<br>-32.5% | USDCNY<br>1.6%   | 原油<br>-26.4%     | 港股<br>-14.6%     | A股沪深300<br>-7.8% | A股沪深300<br>-14.5% | USDCNY<br>-1.5%  | 现金<br>0.8%       |

注：以人民币计价，全收益回报率，数据截至2022年4月15日。资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部

# 一季度股票资产波动加大



# 一季度商品资产波动加大



# 资产组合相关性上行，提示资产组合的风险增大

市场策略

全球大类资产相关性指数

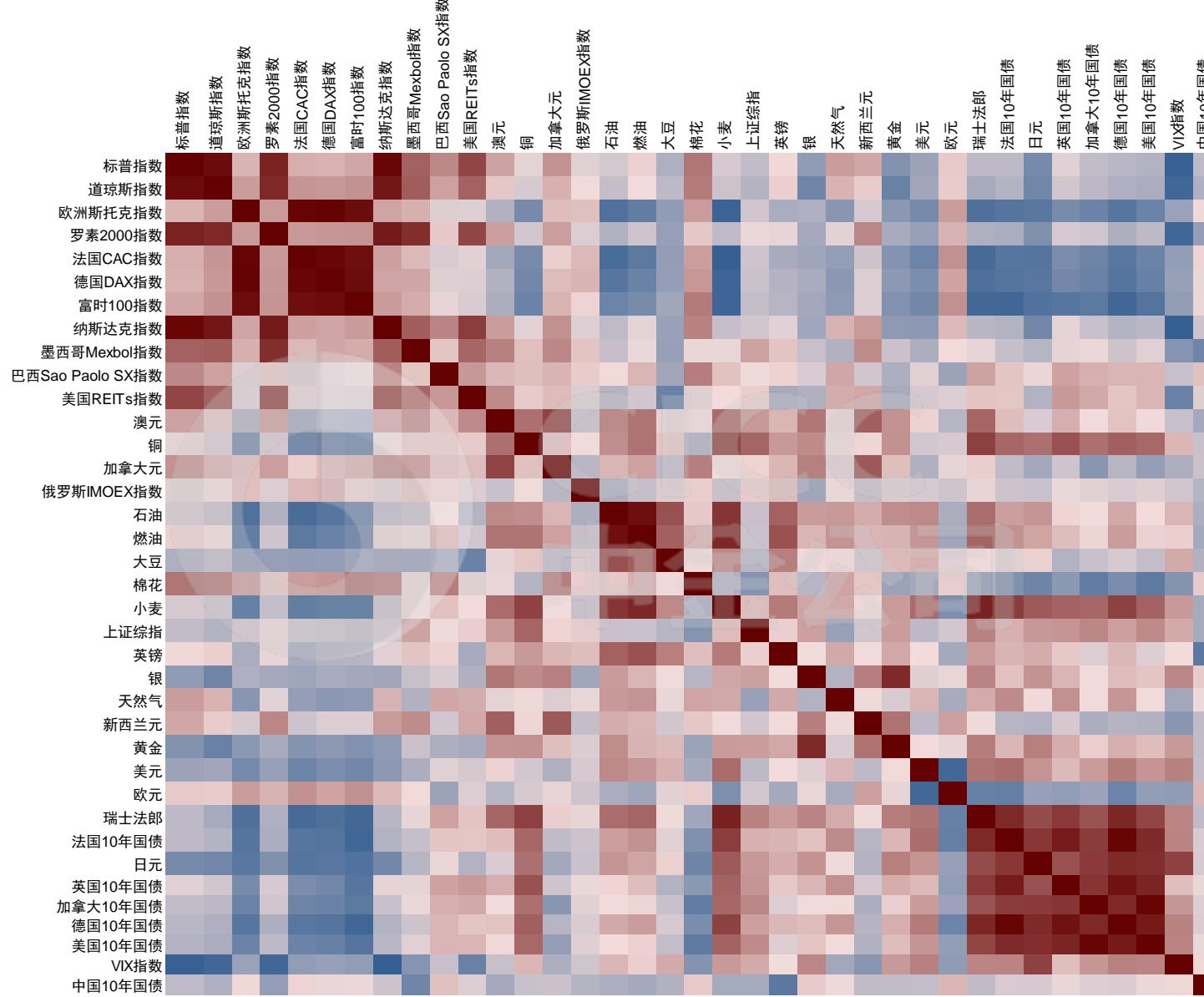


注：数据截至2022年4月15日。

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

[返回目录](#)

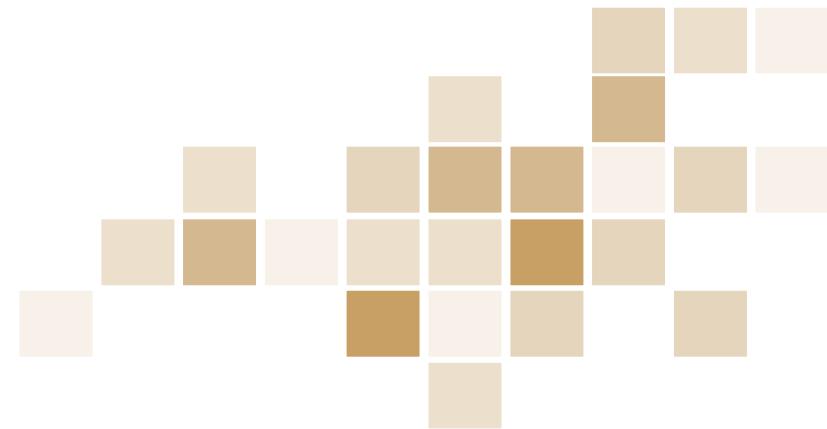
# 全球大类资产相关系数矩阵



注：数据截至2022年4月15日。

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

返回目录



# 金融工程

分析员 刘均伟

SAC 执证编号: S0080520120002

SFC CE Ref: BQR365

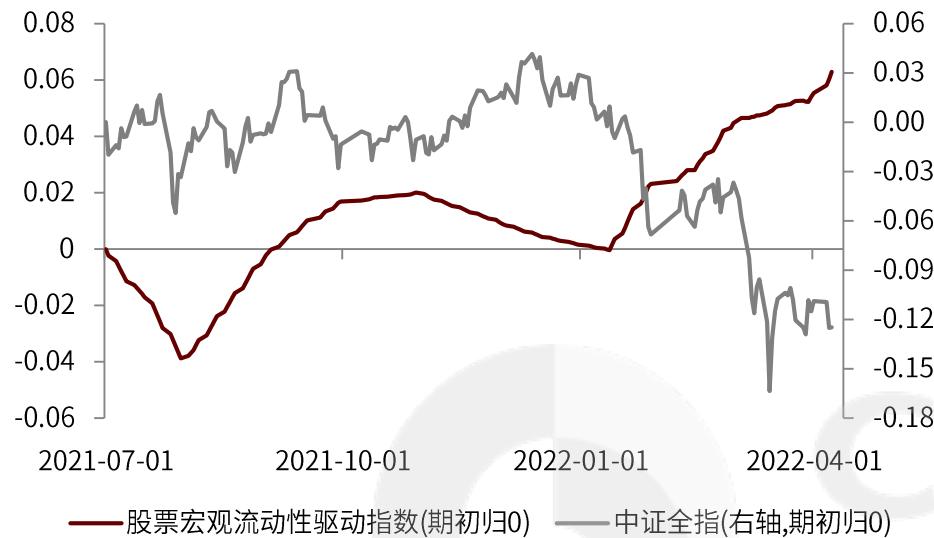


# 股债下尾相关性突破0，存在较高同跌风险

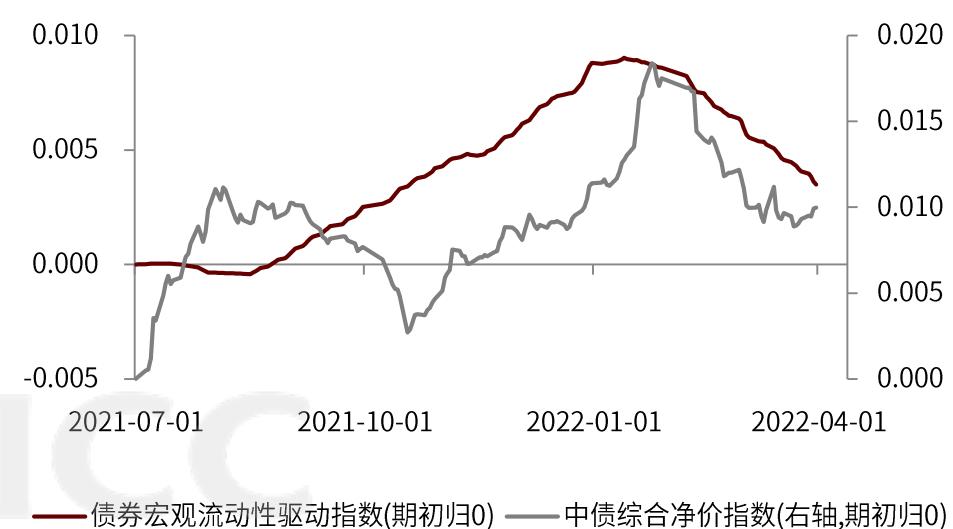


# 流动性环境利好股票商品、利空债券

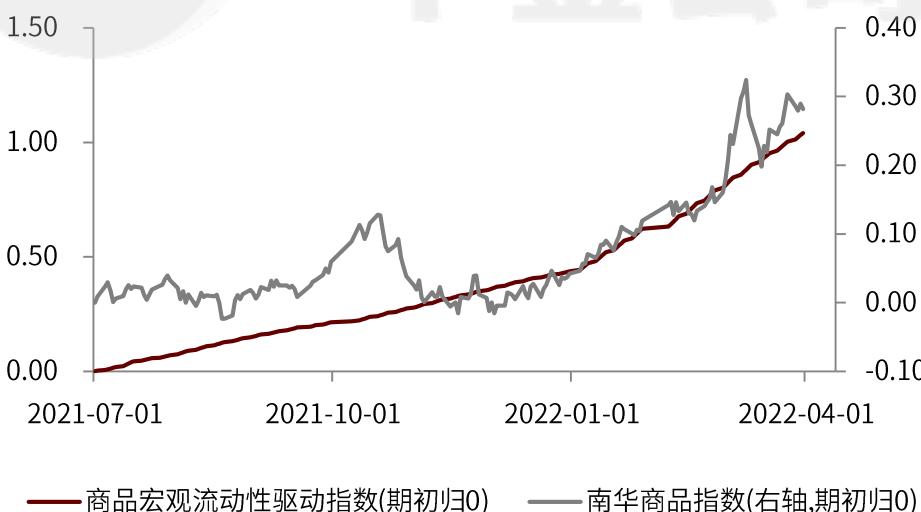
股票流动性驱动指数变化



债券流动性驱动指数变化

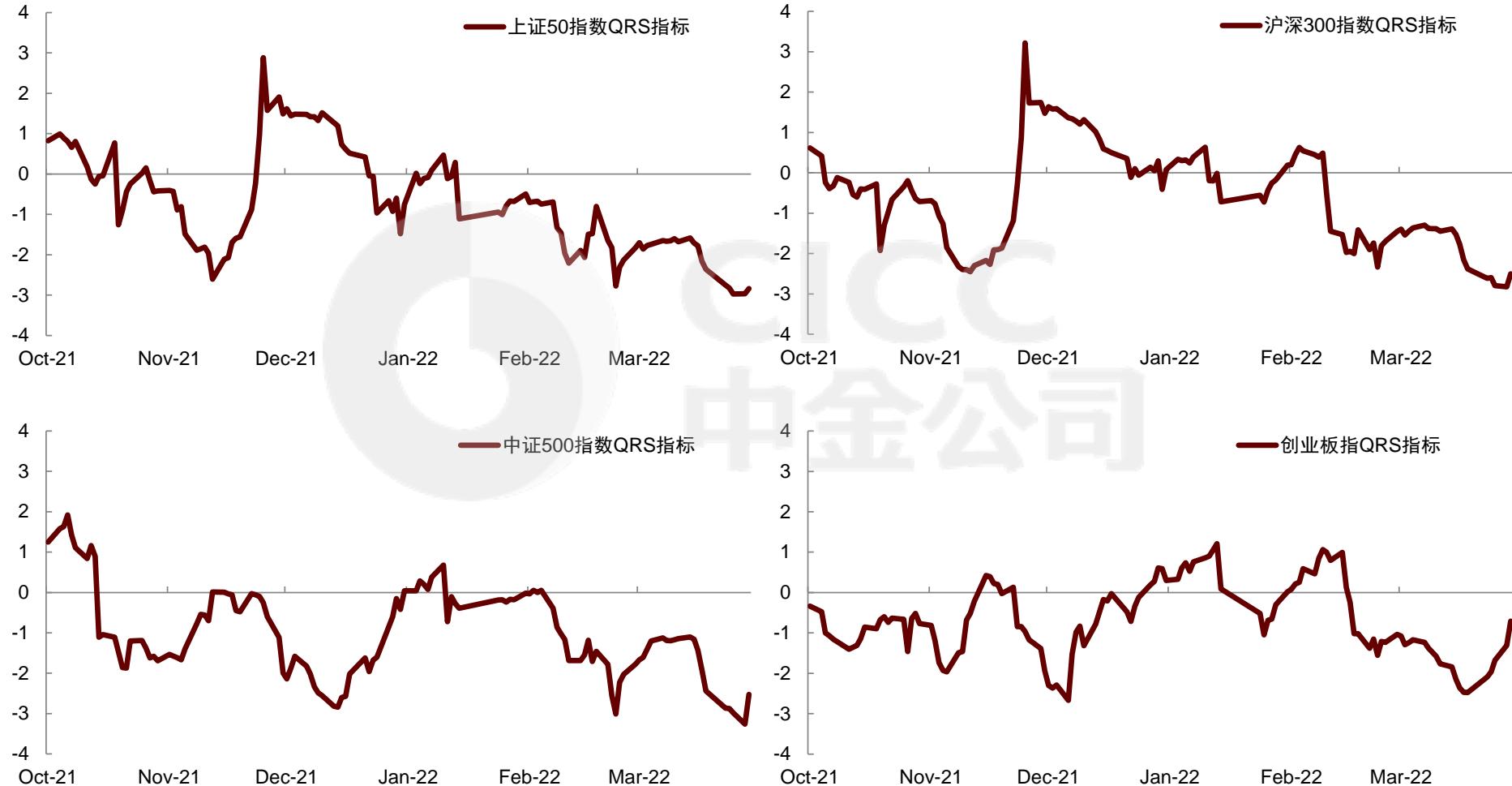


商品流动性驱动指数变化



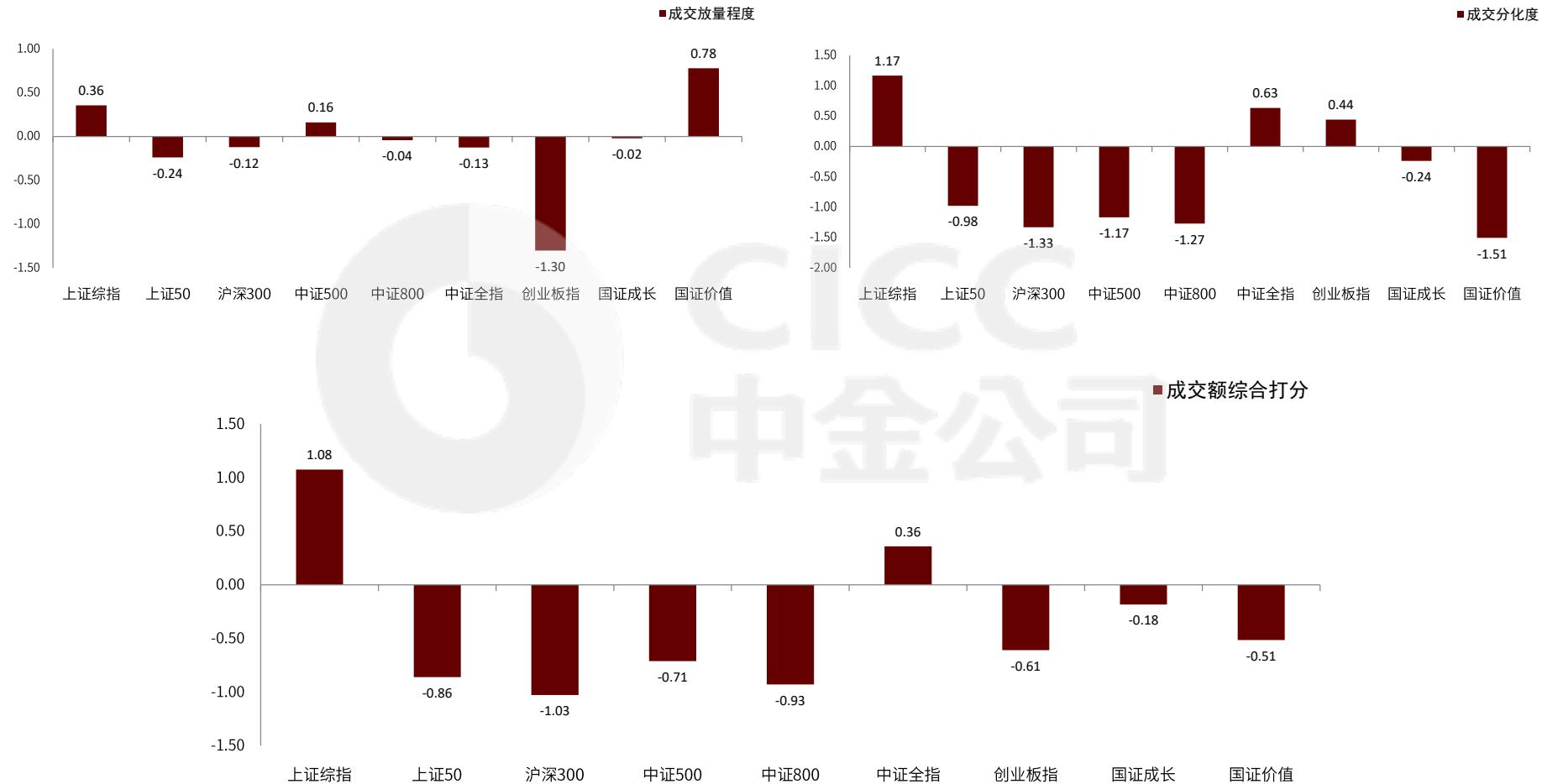
# 阻力支撑技术指标对后市观点偏谨慎

主流宽基指数QRS指标序列变化



# 量能信号短期较谨慎

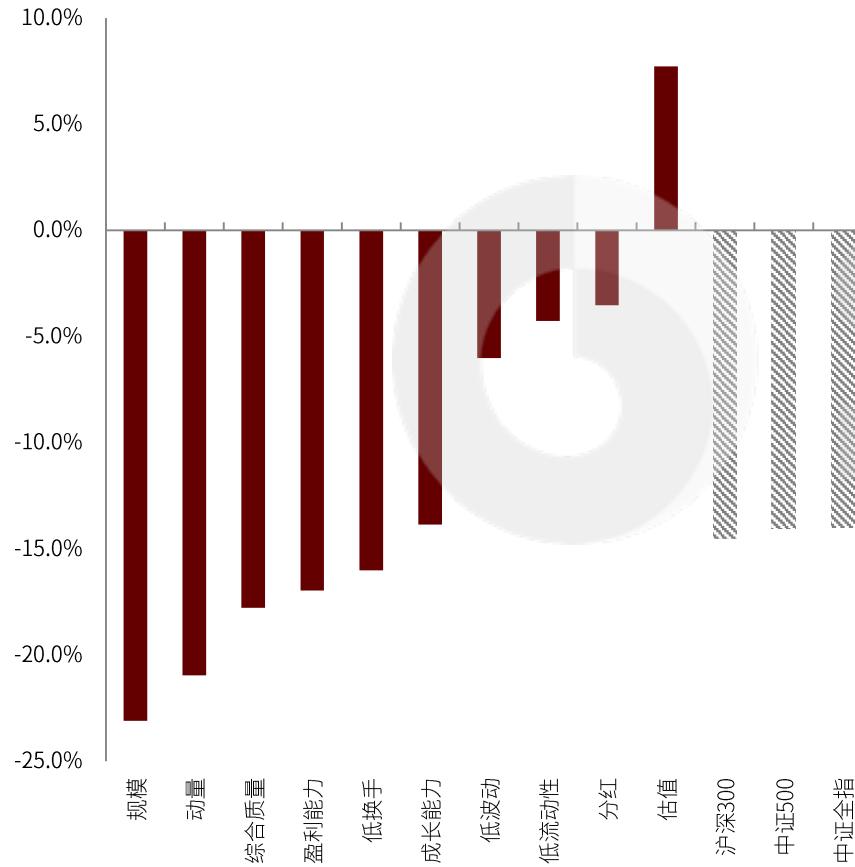
各主流A股指数 成交时钟模型 得分



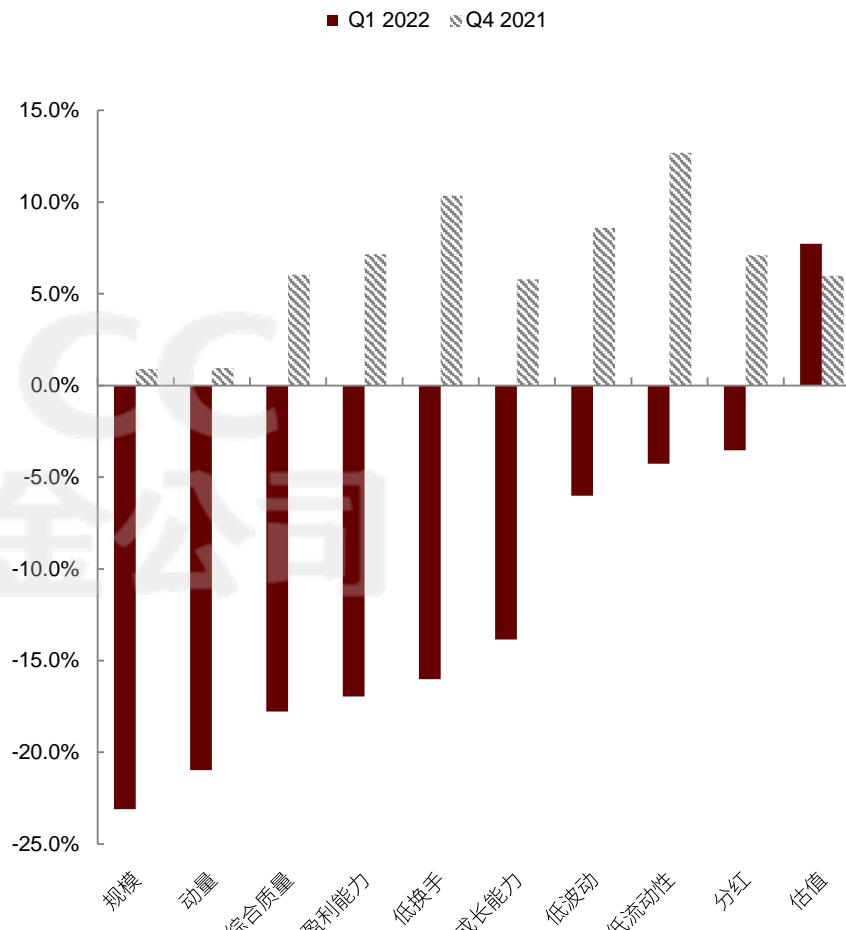
# 因子：价量因子领跑，动量因子、质量因子回撤

金融工程

1Q 2022中金量化风格因子收益率



中金量化风格因子收益率对比



# 风格：价值风格占优

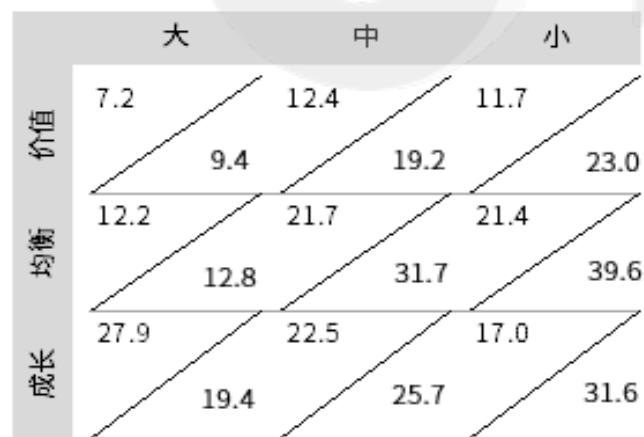
1Q 2022收益率

|    | 大      | 中      | 小      |
|----|--------|--------|--------|
| 价值 | -3.4%  | -7.3%  | -5.3%  |
| 均衡 | -14.0% | -15.9% | -14.7% |
| 成长 | -19.3% | -18.4% | -18.4% |

2021以来收益率

|    | 大      | 中      | 小     |
|----|--------|--------|-------|
| 价值 | -11.4% | -0.6%  | 14.1% |
| 均衡 | -17.4% | -10.5% | 0.7%  |
| 成长 | -19.1% | -8.7%  | 0.8%  |

当前P/E vs. 历史平均P/E



当前P/E相对历史平均P/E占比

|    | 大    | 中   | 小   |
|----|------|-----|-----|
| 价值 | 76%  | 65% | 51% |
| 均衡 | 95%  | 68% | 54% |
| 成长 | 144% | 87% | 54% |

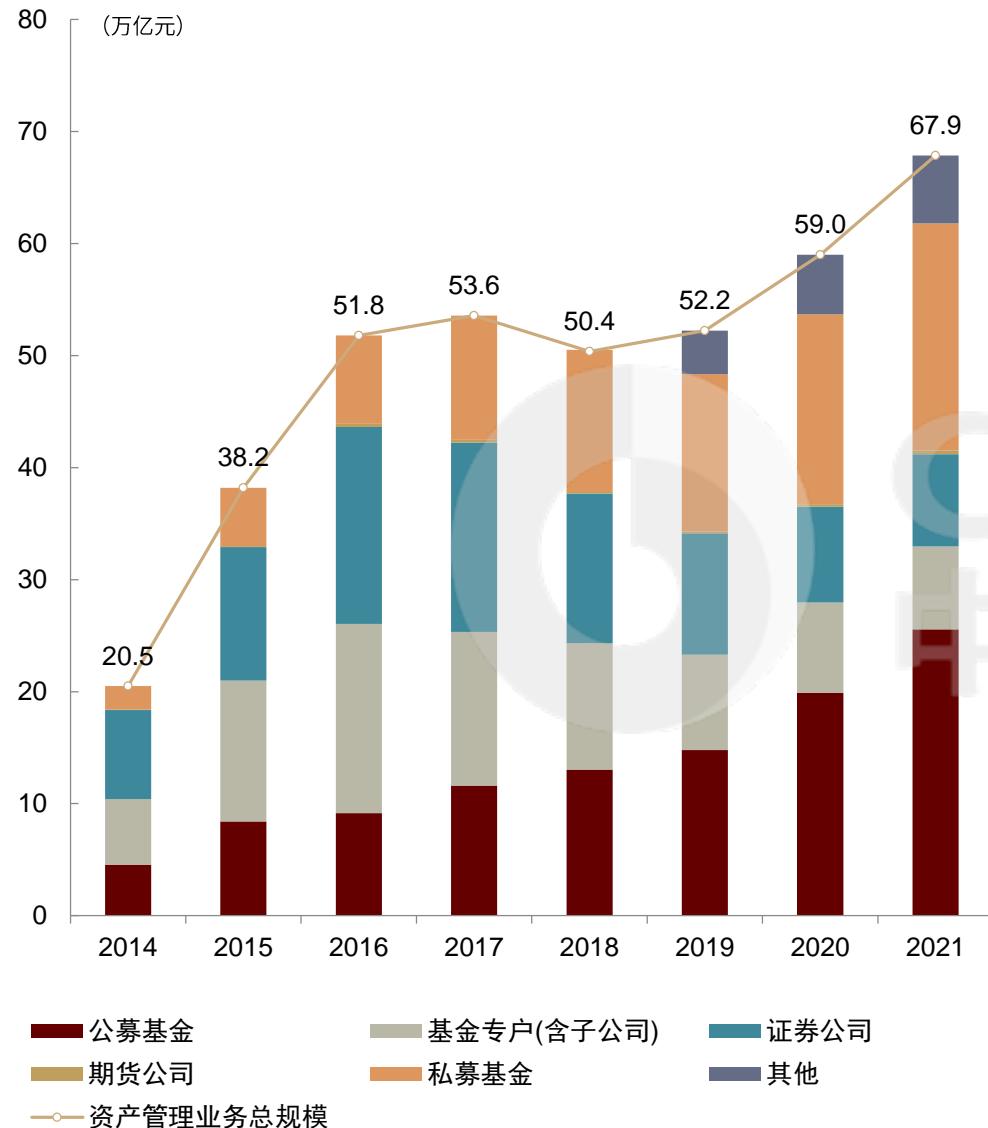
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：收益率根据国证风格指数计算的非年化的累计收益率。过去表现不保证将来收益。数据截止时间为2022/3/31。

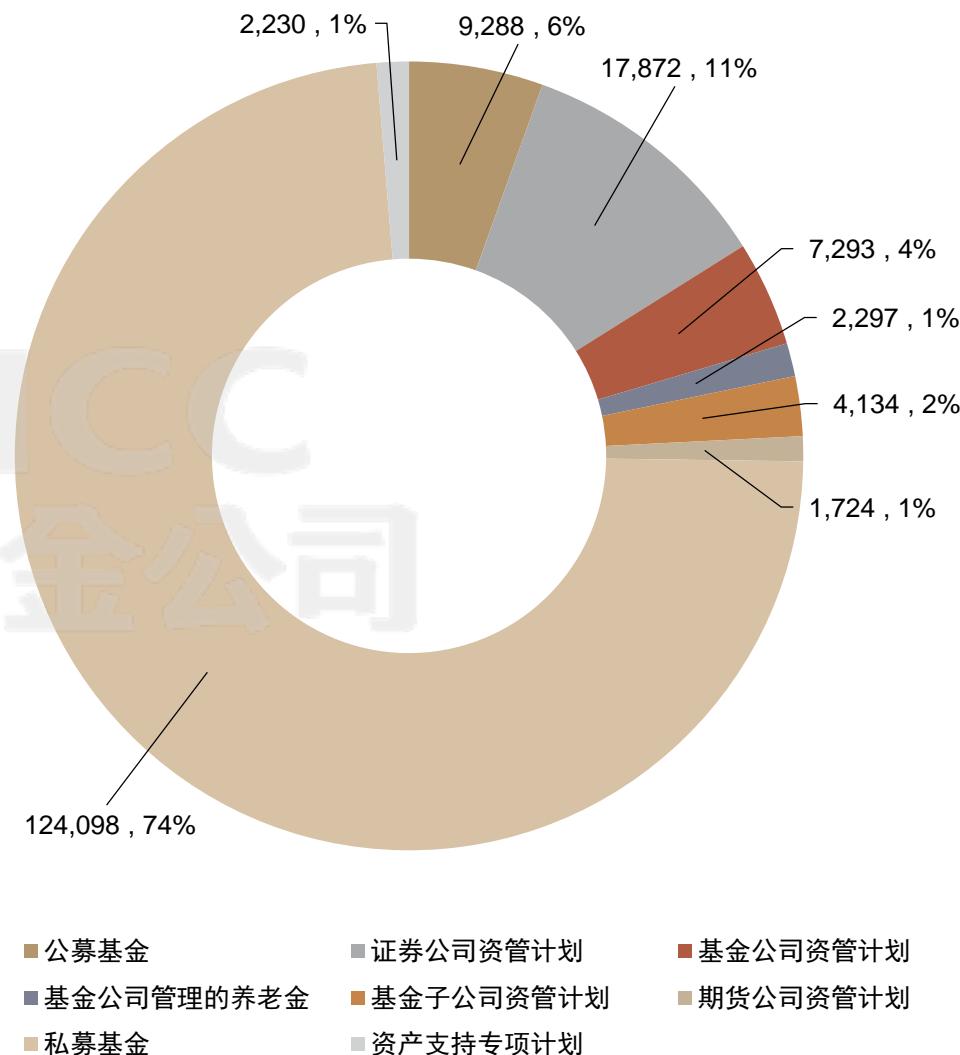
返回目录

# 中国资产管理行业总貌

各机构资产管理业务规模



最新各类资产管理机构产品数量



# 公募基金&私募基金新发规模

金融工程

## 公募基金新发规模



## 私募基金备案通过规模

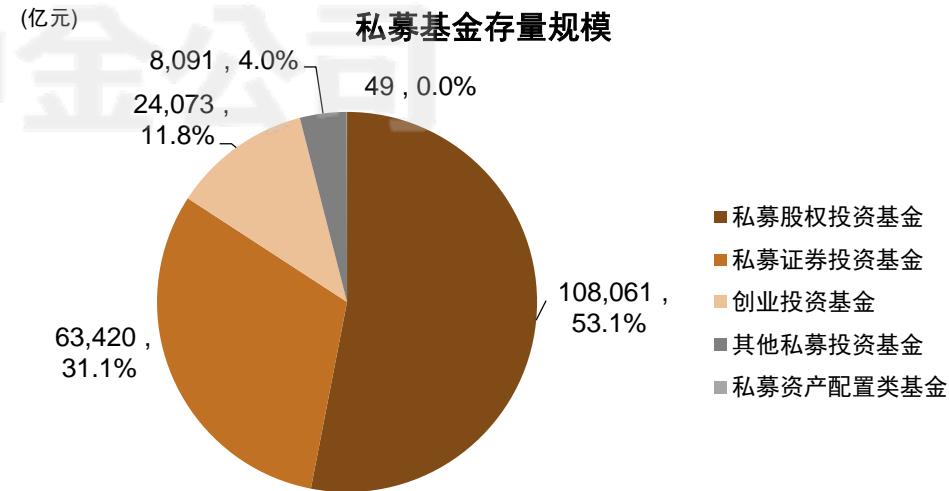
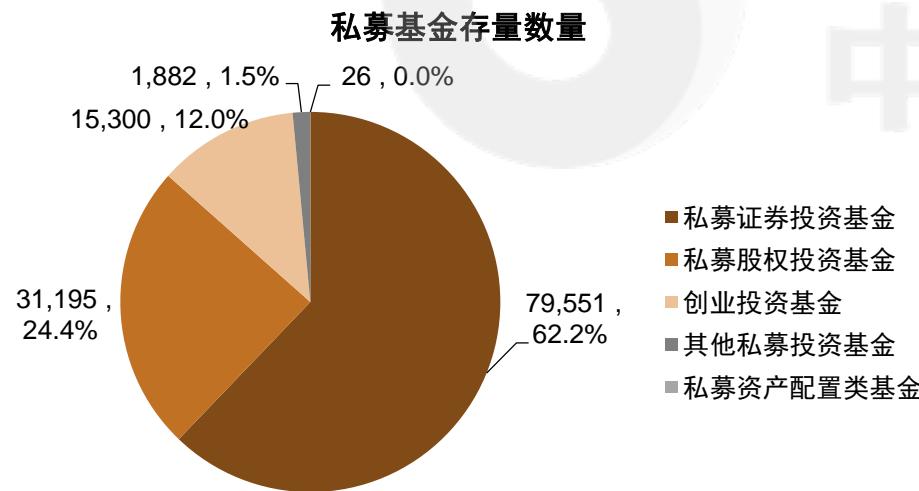
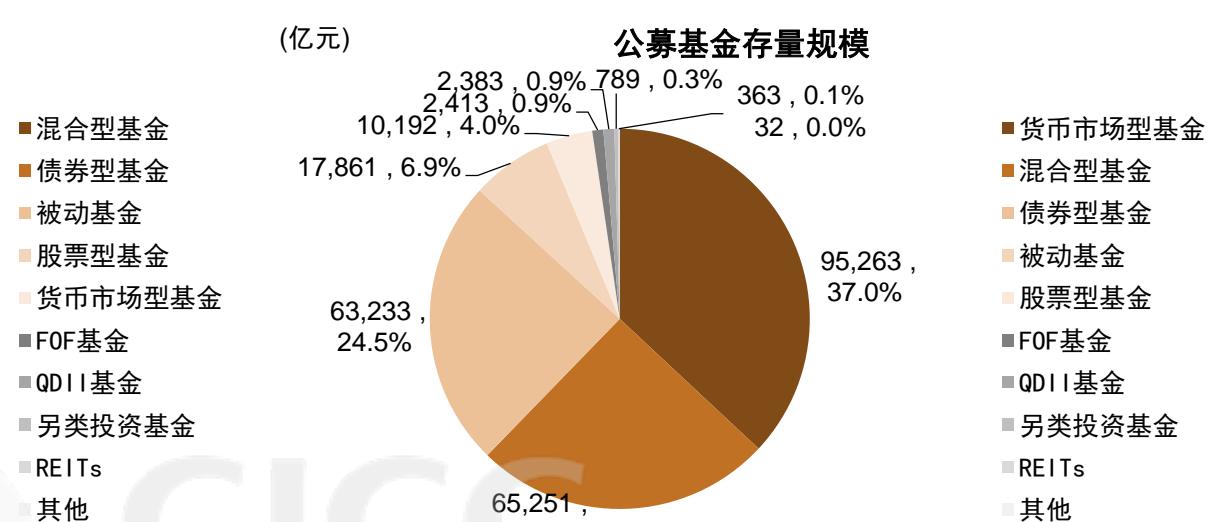
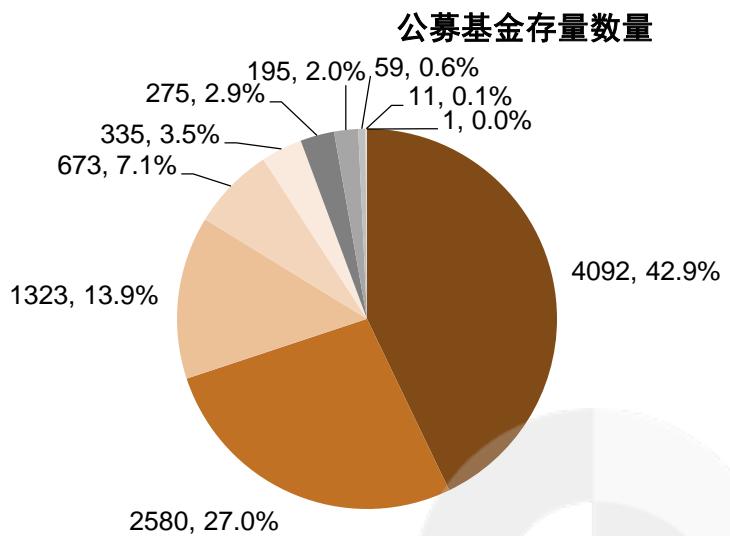


注：公募基金数据截至2022年3月31日，私募基金数据截至2022年2月28日。

资料来源：中国证券投资基金协会，万得资讯，中金公司研究部

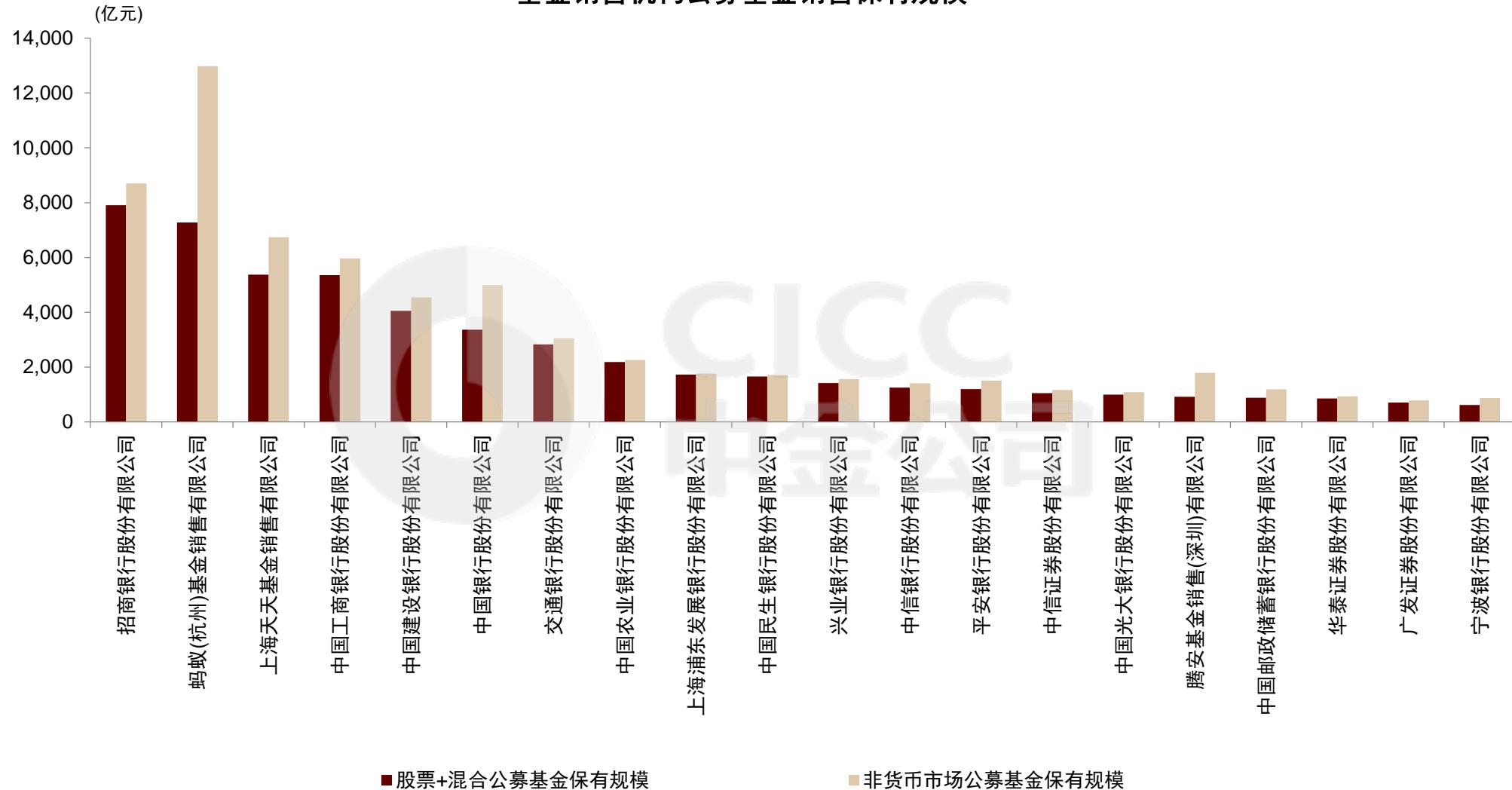
返回目录

# 公募基金&私募基金各类型存量分布



# 中国基金销售机构保有量

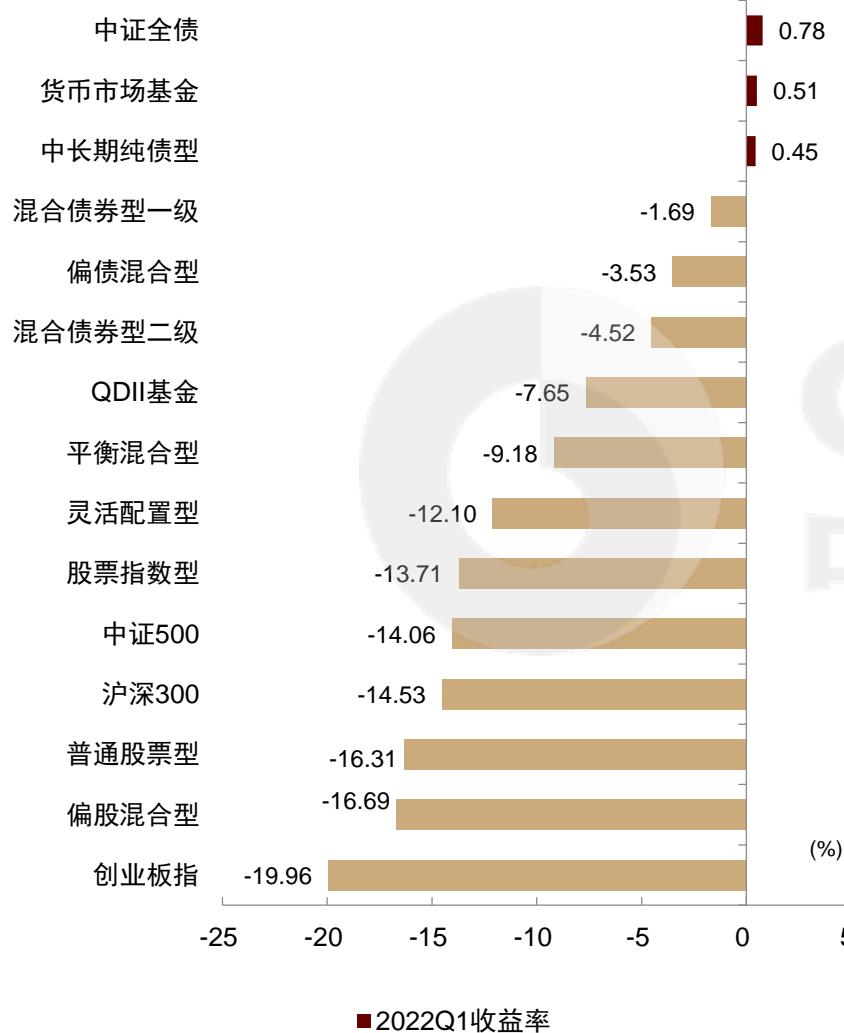
基金销售机构公募基金销售保有规模



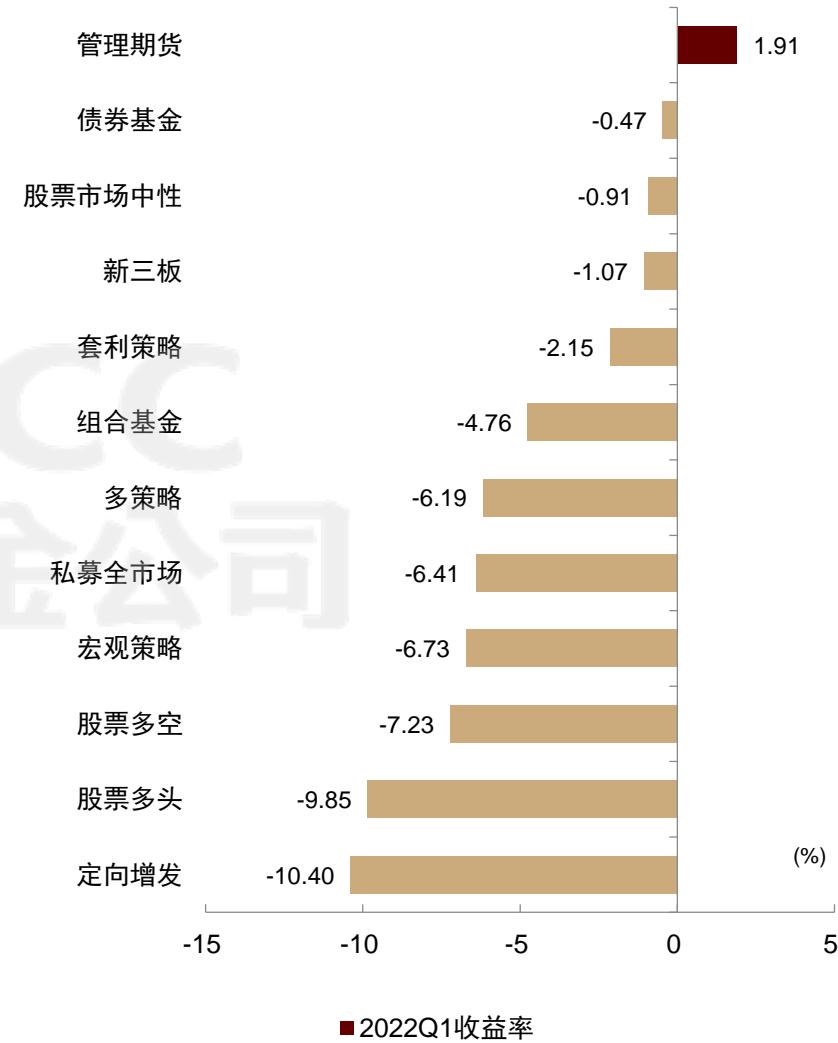
注：数据截至2021年12月31日。资料来源：基金业协会，中金公司研究部

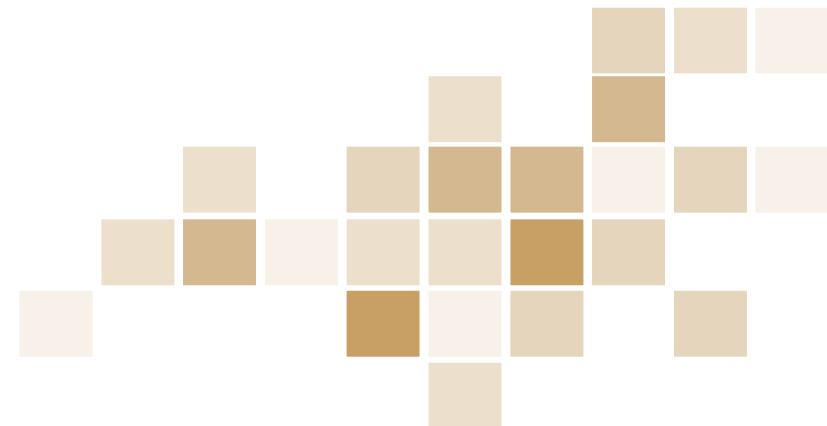
# 公募基金&私募基金指数业绩概览

公募基金与主流宽基指数收益率



私募基金策略指数收益率





# 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

分析员 韦璐璐

SAC 执证编号: S0080519080001 SFC CE Ref: BOM881

分析员 雷文斓

SAC执证编号: S0080518070015

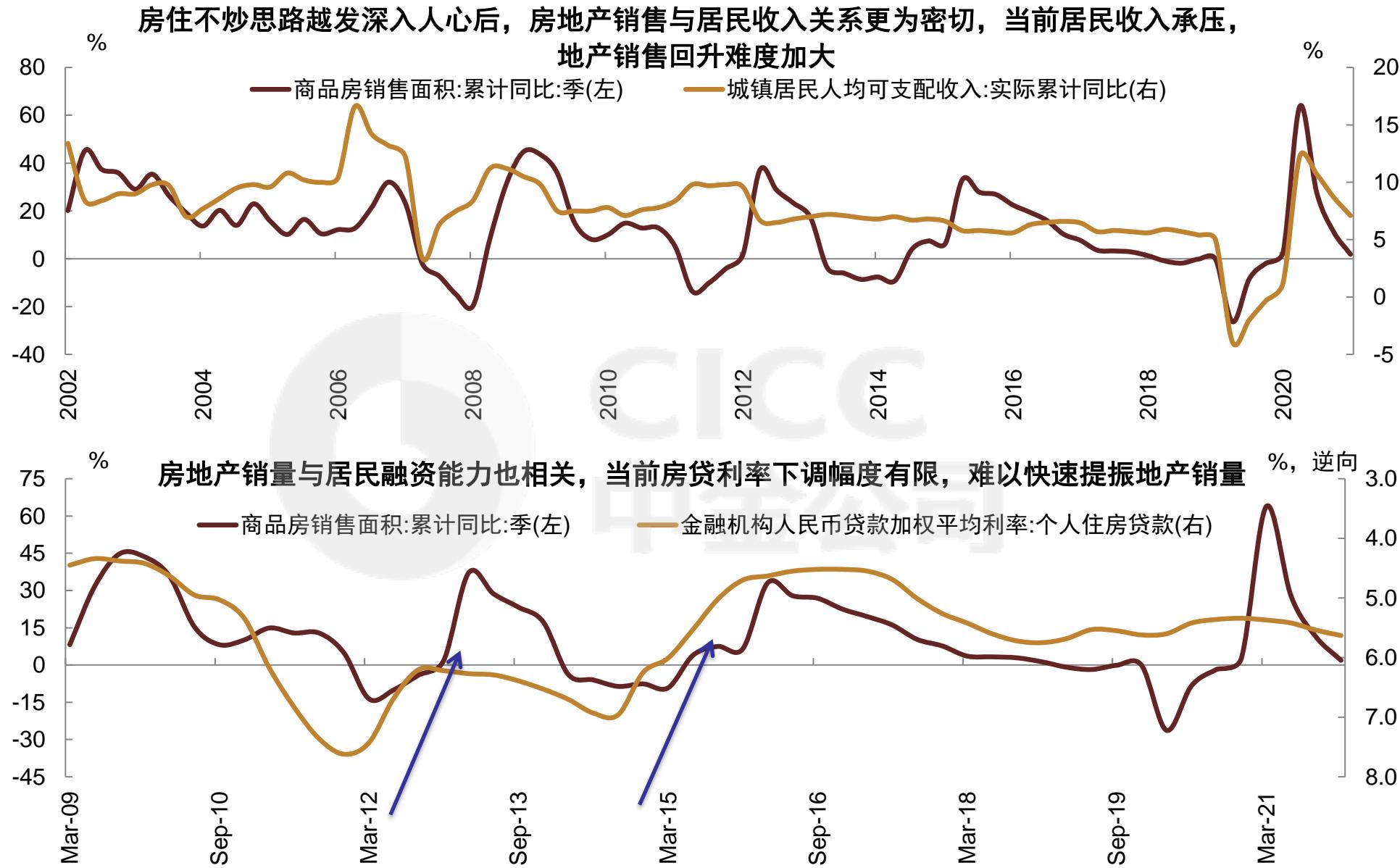
## 核心观点

- ▶ 俄乌事件导致全球商品价格大涨，带来的一定的滞胀风险。对美国而言，胀的风险更大，对中国而言，滞的风险更大，中美两国都需要针对各自政策目标进一步发力。
- ▶ 中国而言，地产难以回升，基建投资也受制于财政赤字的约束，加上疫情2月份以来的反弹，3-4月份经济动能可能边际走弱，政策需要更大力度发力。对于货币政策而言，今年不是靠债务杠杆提升和货币增速大幅提升来刺激经济，因为这会造成更大的债务风险，应该以压降实际利率，刺激货币流通速度的方式来实现刺激效果。这种情况下，利率需要走低而不是走高。美国与中国相反，消费需求较强，供应扰动导致的商品上涨容易传导到CPI，未来美国CPI还将走高。美联储除了更快加息以外，还需要更快的缩表，导致二三季度是美国流动性边际收紧斜率最高的阶段，美元走强，可能压制经济和风险资产表现。美债收益率曲线在二季度可能出现倒挂。
- ▶ 如果中国央行放松，美联储收紧，那么中美利差可能会在二季度出现倒挂。虽然中美名义利差越来越接近甚至倒挂，但中美实际利率利差仍处于历史高位，使得人民币在贸易逻辑上仍相对于美元有吸引力，不会出现人民币大幅贬值或者明显的资金外流。而且俄乌事件可能触发其他国家央行增加人民币作为外汇储备、分散化外汇储备的配置，中长期有利于境外资金增持中国债券。按照2018年的逻辑，如果中国放松，美国收紧，那么中国债券的表现可能跑赢大部分大类资产，毕竟美国收紧流动性最终会压制风险资产和商品。接下来一两个季度，中国债券表现甚至可能跑赢商品。国内信用风险层面，金稳委表态和地产销售政策的边际放松有助于地产龙头的价格表现，但地产现金流企稳仍待时日。地产走弱带来的土地出让下降，也会导致区域流动性继续分化，城投偿债能力和利差区域分化格局不改。

## 趋势观察

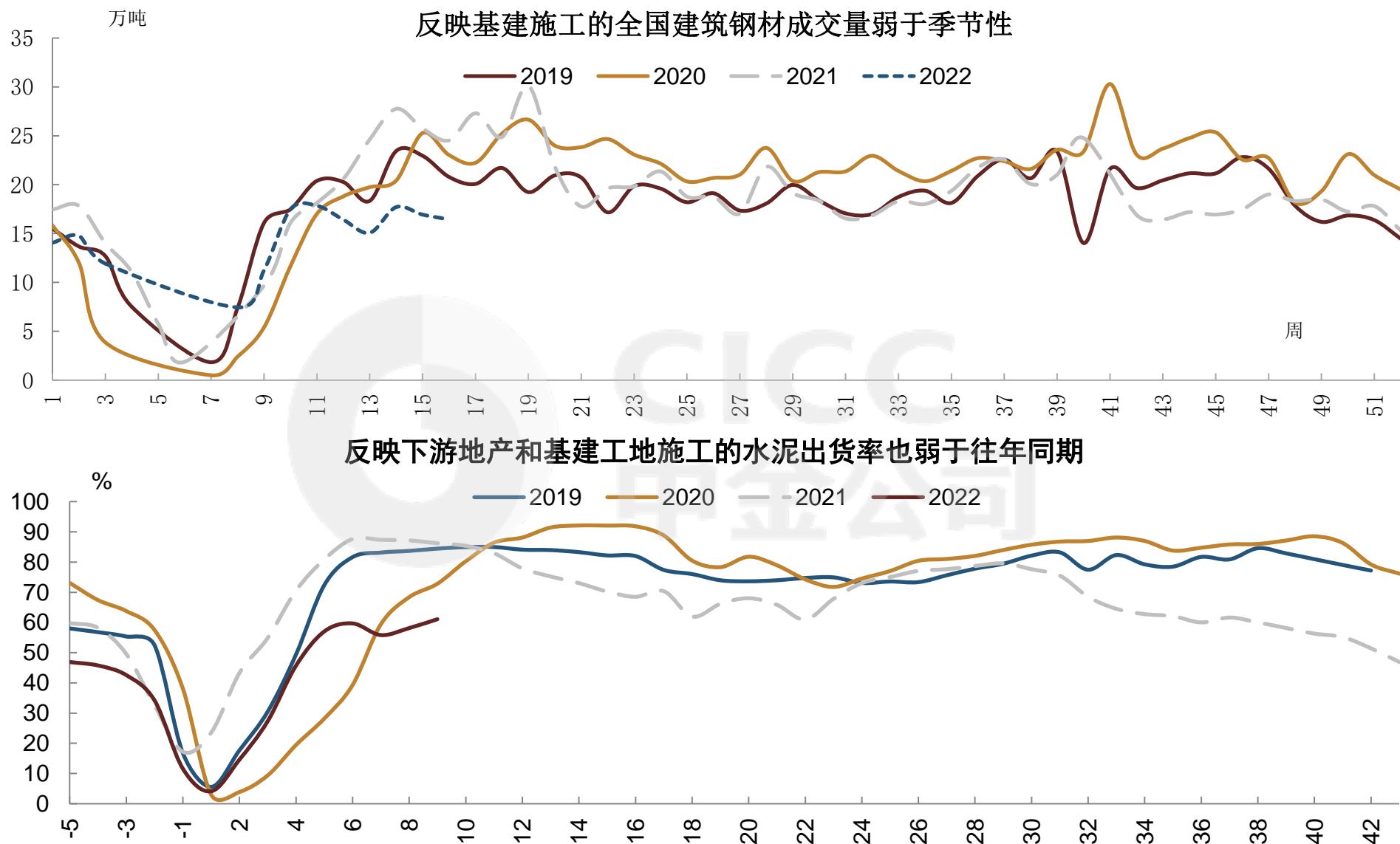
- ▶ 信用债到期情况及信用风险预警事件
- ▶ 经济动能变化
- ▶ 货币政策和地产政策的变化

# 地产从投资品变成消费品，回升难度加大



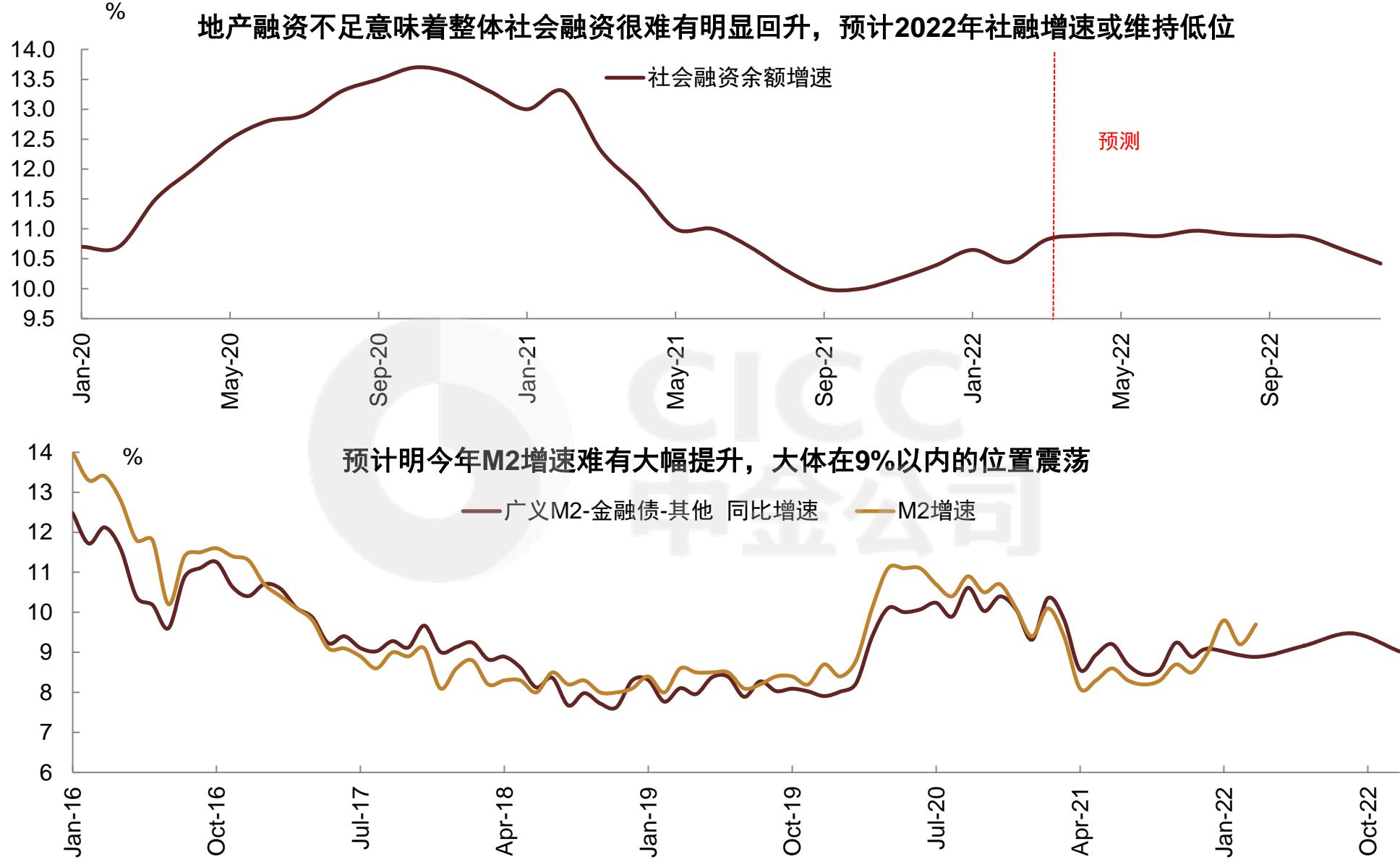
# 疫情反复影响基建和生产，经济动能边际走弱

固定收益

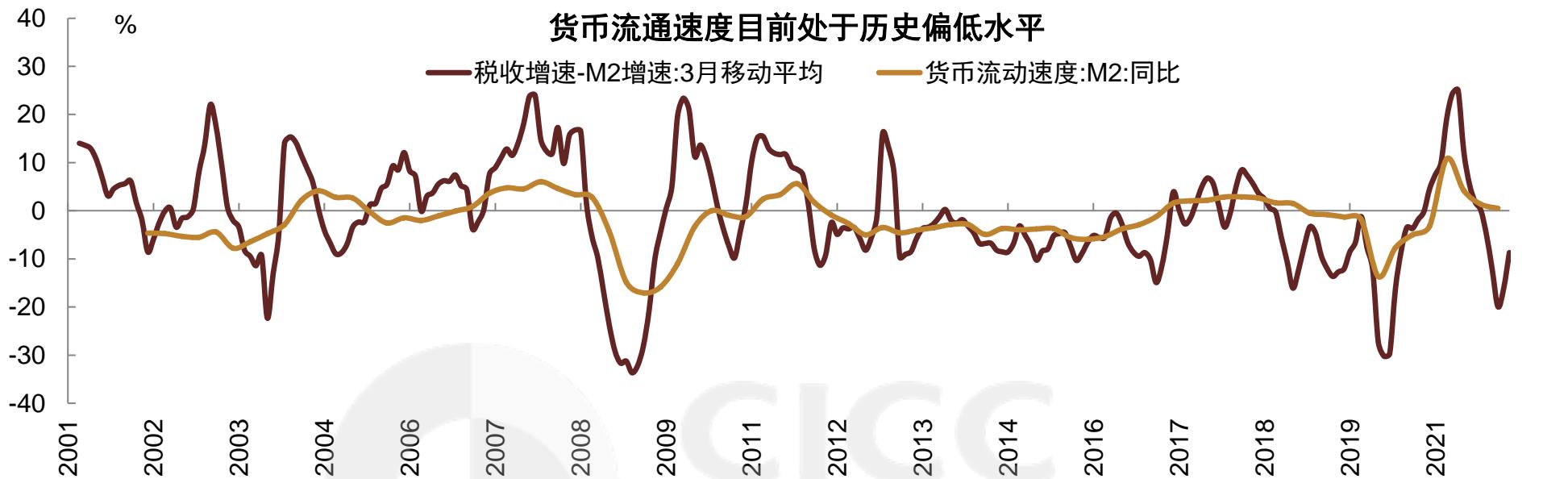


# 稳增长不一定等于宽信用，社融和M2增速上升幅度有限

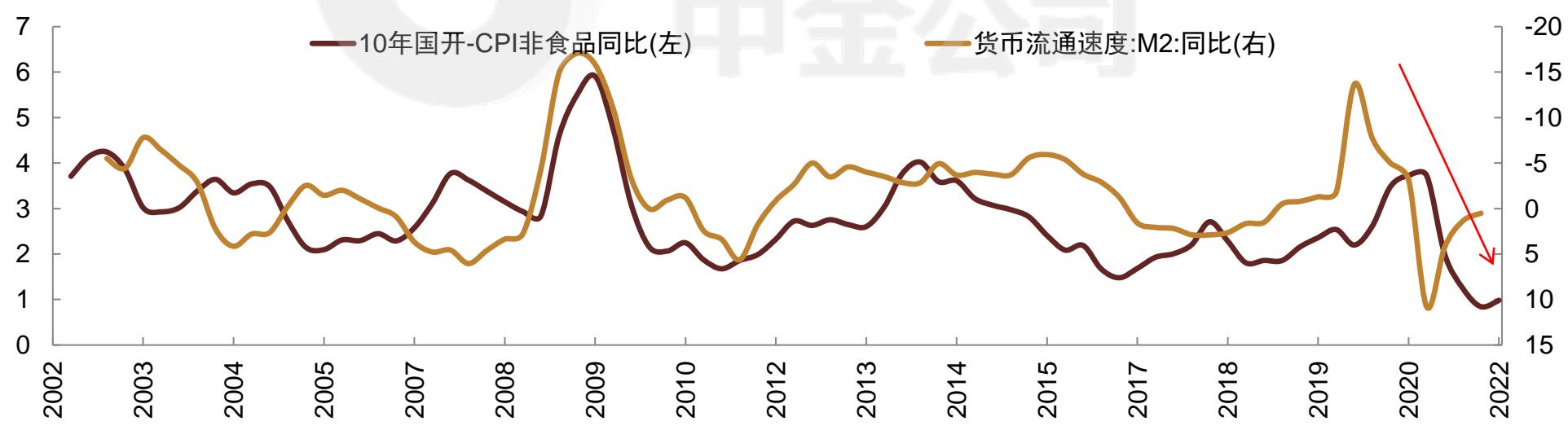
固定收益



# 若不靠M2，则要靠货币流通速度提升，需要降低实际利率

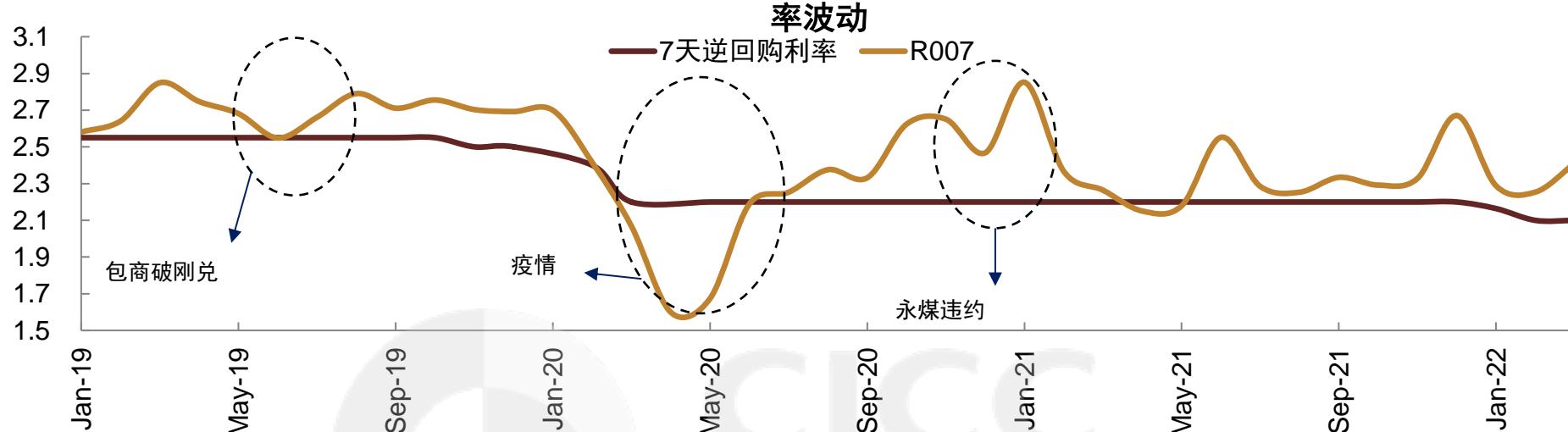


经济学逻辑上，要刺激货币流通速度，需要降低实际利率，才能刺激居民和企业消费和融资 %, 反向

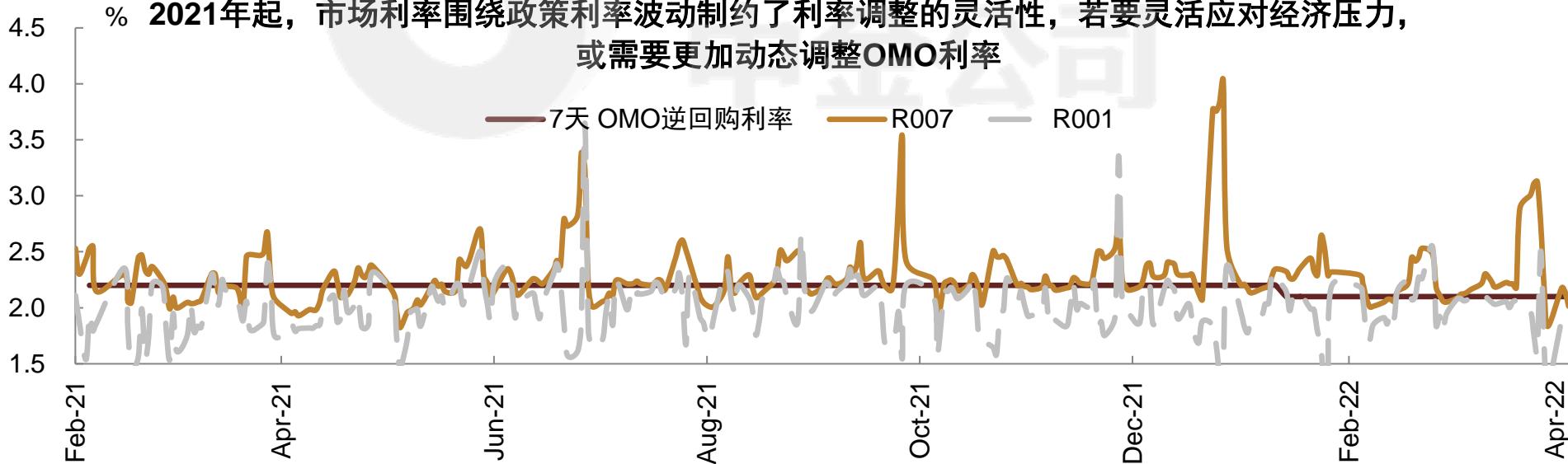


# 市场利率围绕政策利率波动，引导利率下行或需调整基准利率

% 过去几次危机时点，货币市场利率均出现调降，但2021年以来货币市场利率基本围绕政策利率波动

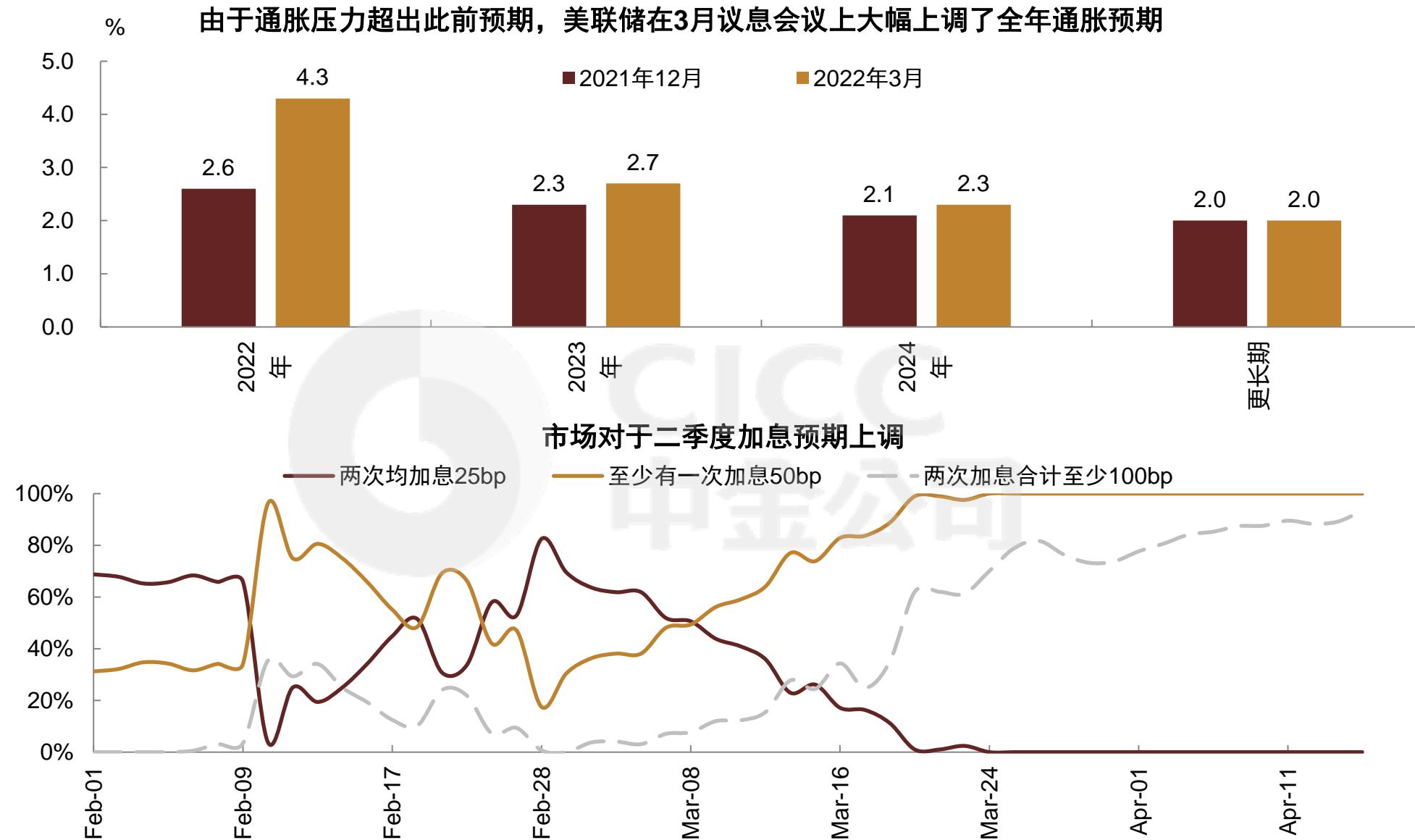


% 2021年起，市场利率围绕政策利率波动制约了利率调整的灵活性，若要灵活应对经济压力，或需要更加动态调整OMO利率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 美国而言，二季度可能要更快加息和缩表



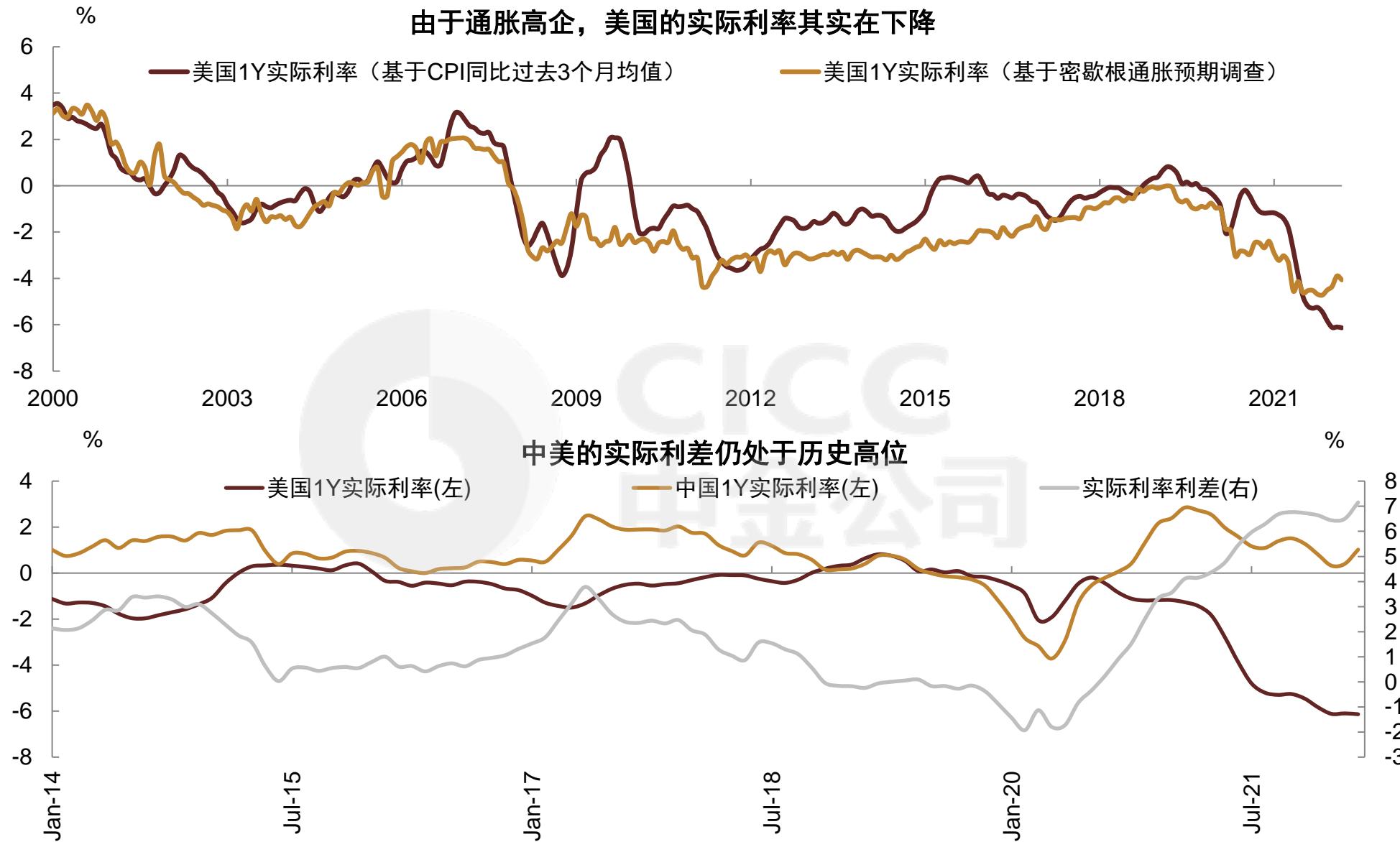
# 如果中国央行放松，美联储收紧，中美利差在Q2倒挂

固定收益

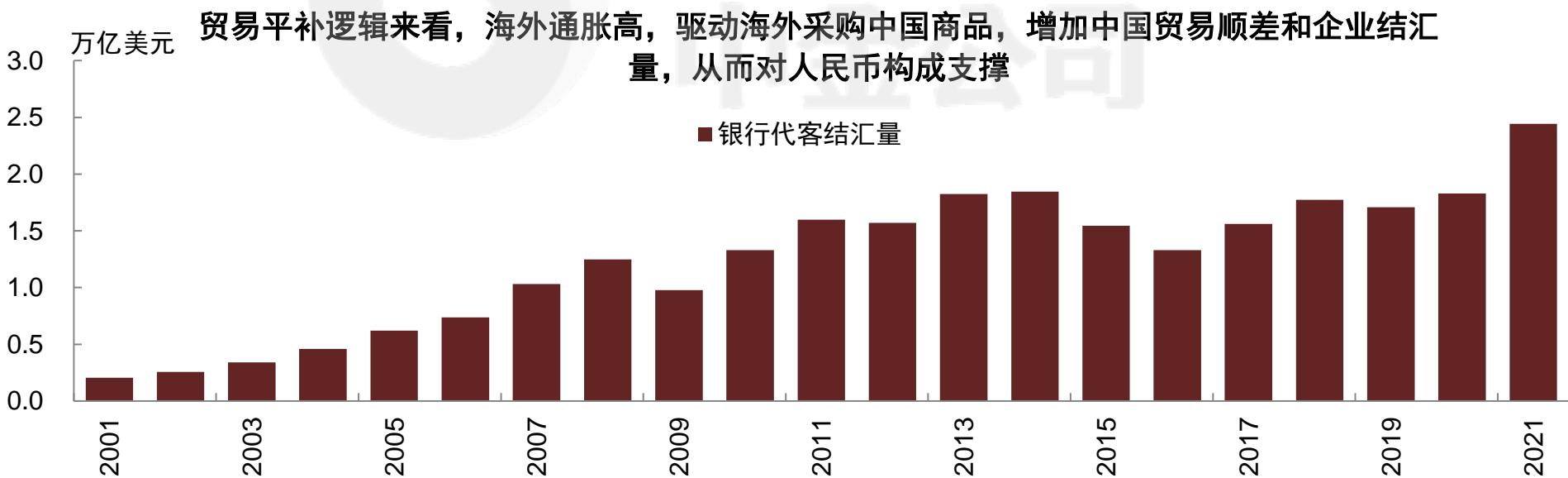
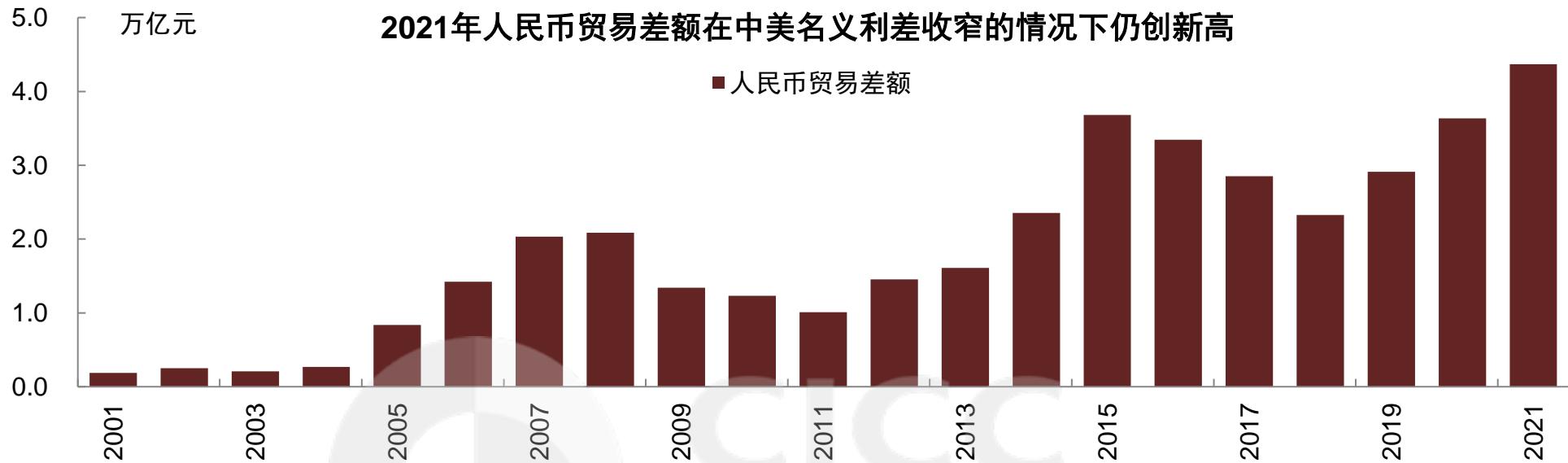


# 但实际利率视角或比名义利率视角更重要

固定收益



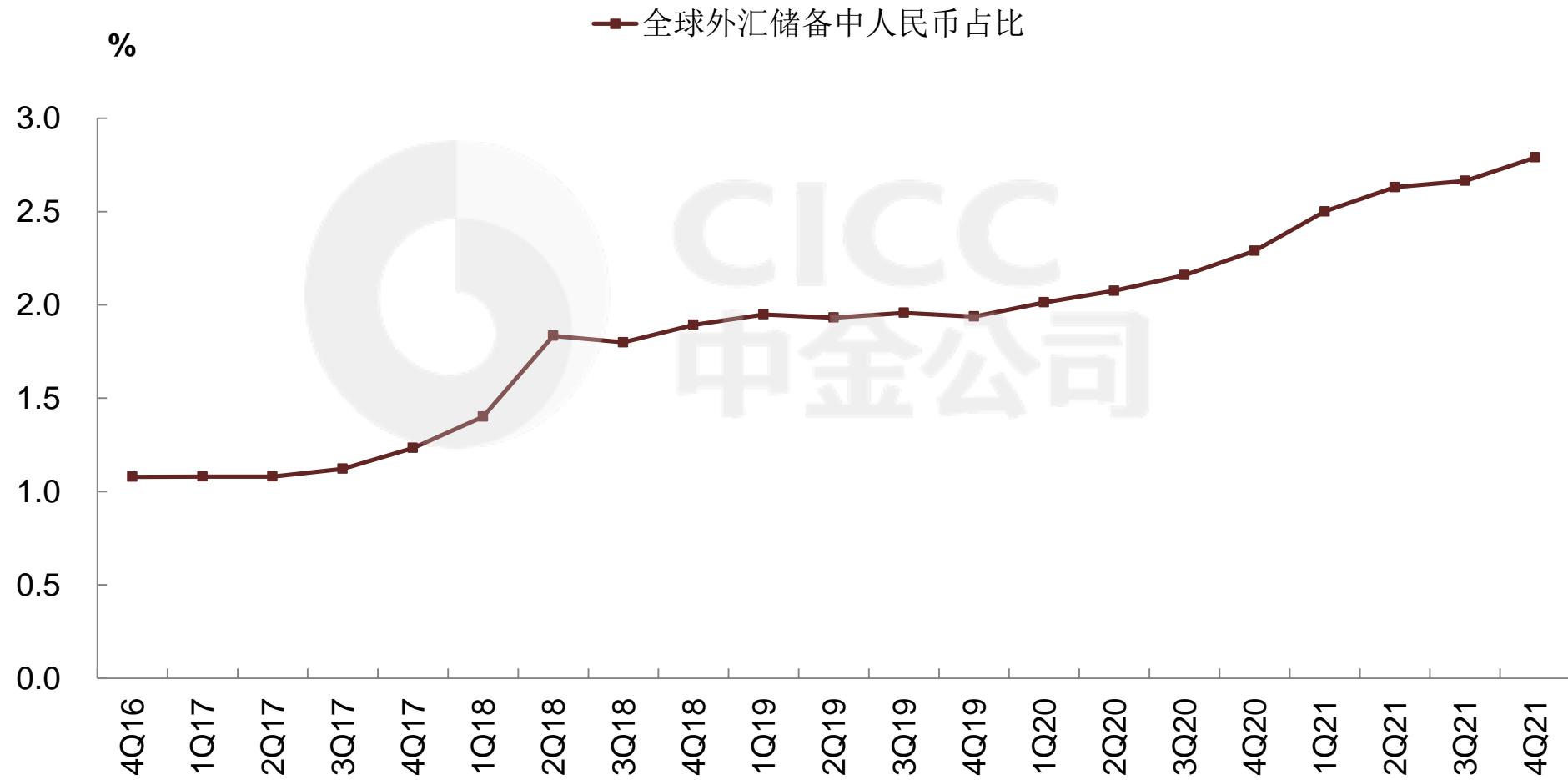
# 实际利差高位支撑贸易顺差，进而支撑人民币汇率



# 俄乌事件进一步推动其他国家央行增加人民币储备

随着人民币国际化进程不断推进，人民币在全球外汇储备中的占比逐渐提升。我们认为随着中国经济体量进一步上升，叠加中国各方面环境均较为稳定，以及俄乌事件后，各国央行可能都会思考尽量分散外汇储备资产配置。后续人民币在全球外汇储备中的比重可能会继续提升。境外机构从中长期来看，可能会继续增持人民币债券。

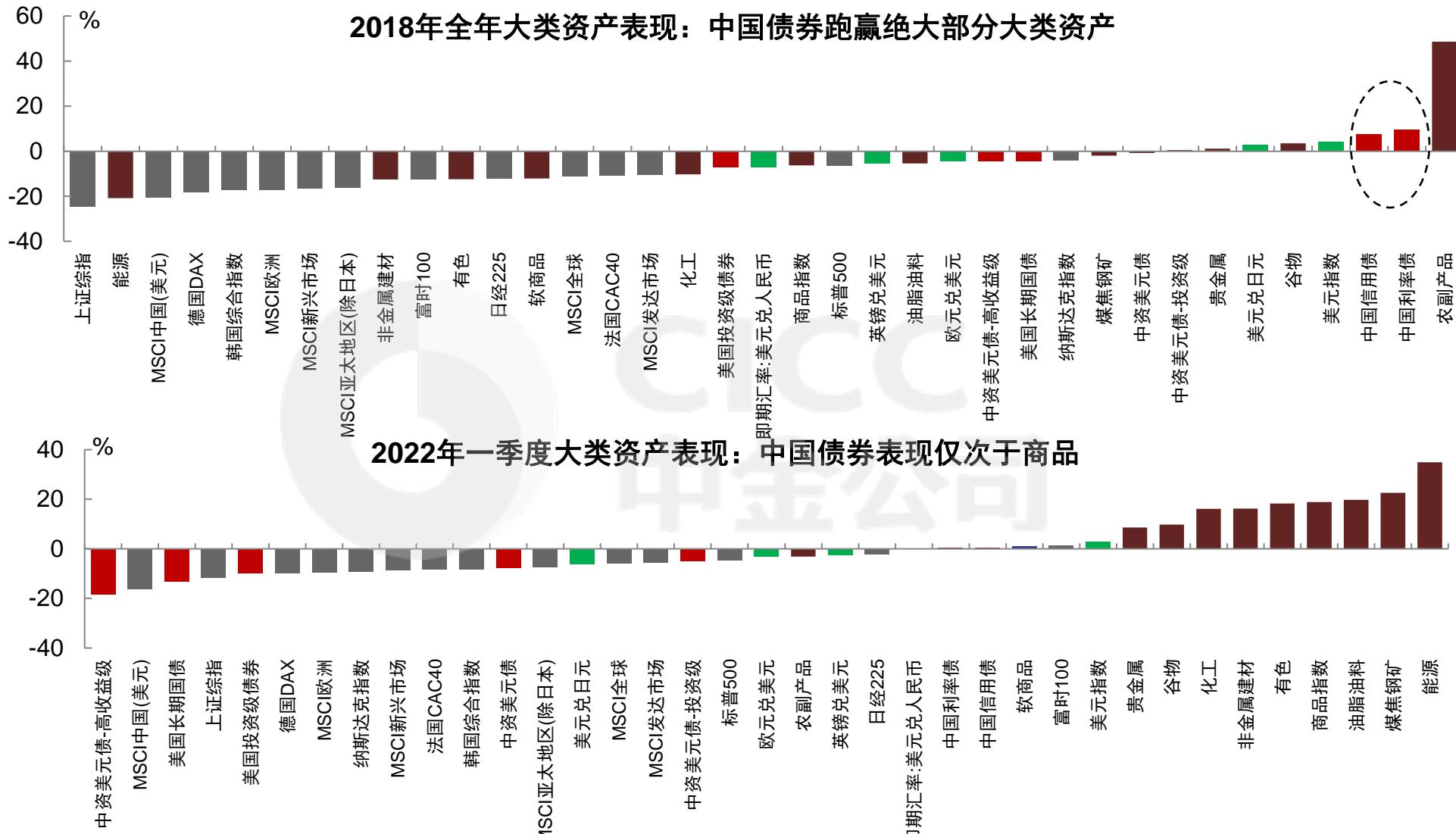
固定收益



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 参考2018年，中美政策反向，中国债券可能跑赢

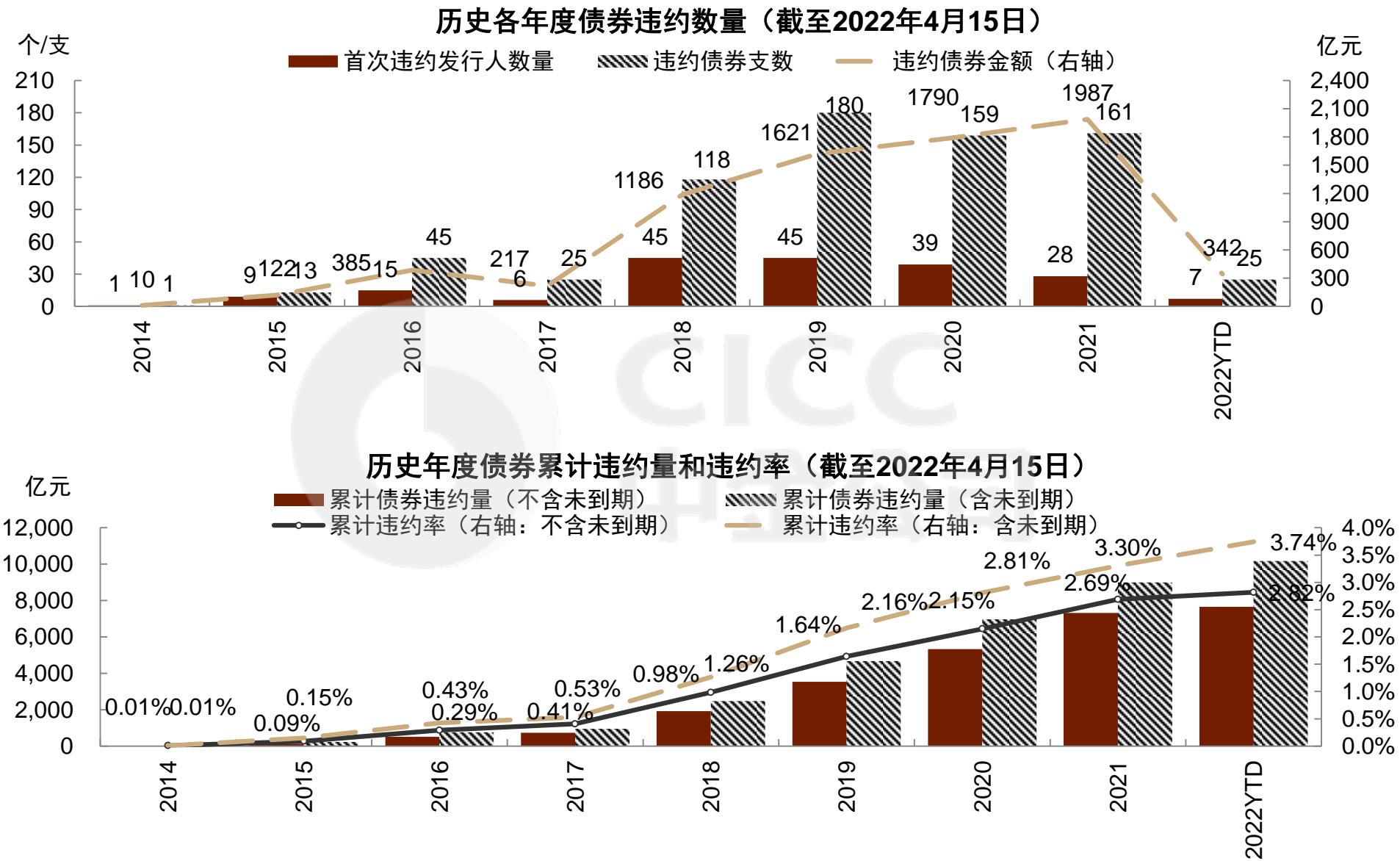
固定收益



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

返回目录

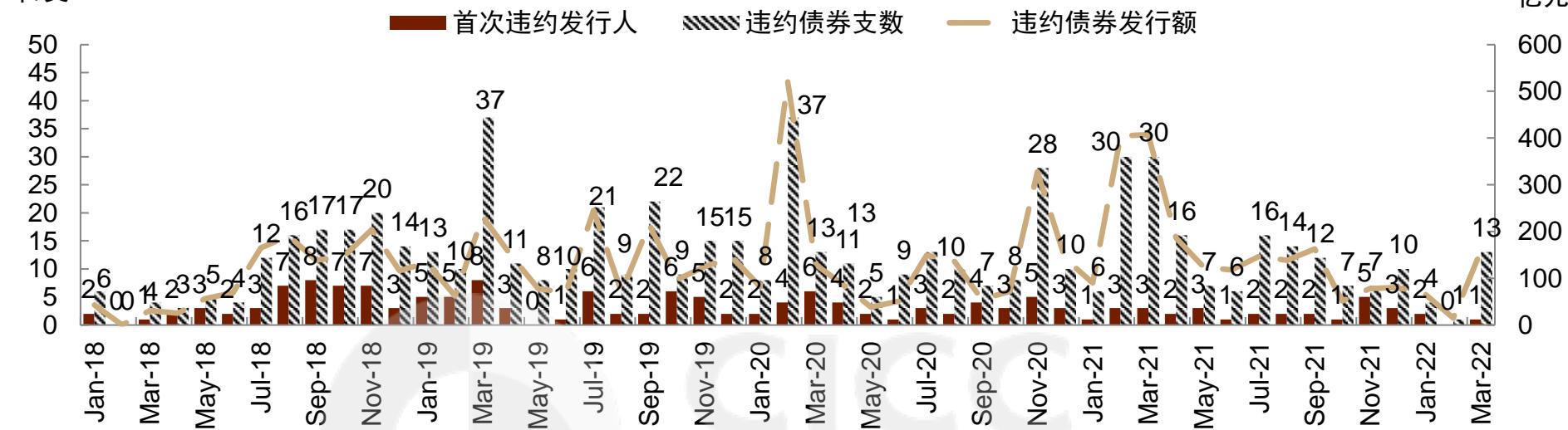
# 2022年一季度新增违约边际放缓



# 1-3月单月新增违约发行人均不超过2家

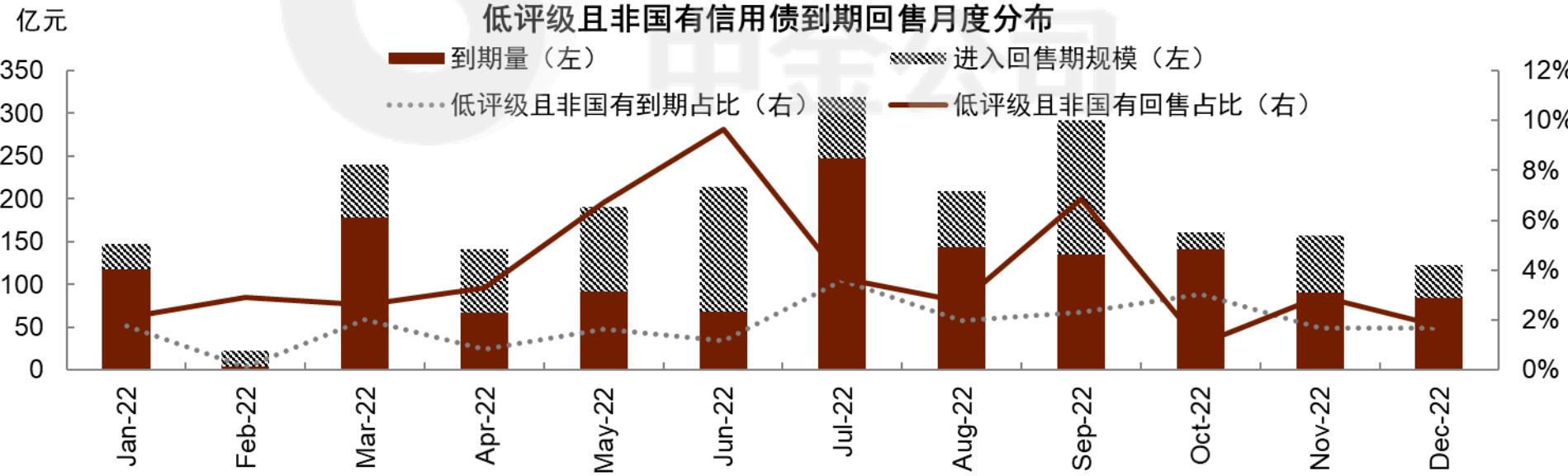
个/支

2018年以来月度债券违约数量（截至2022年3月末）



固定收益

低评级且非国有信用债到期回售月度分布



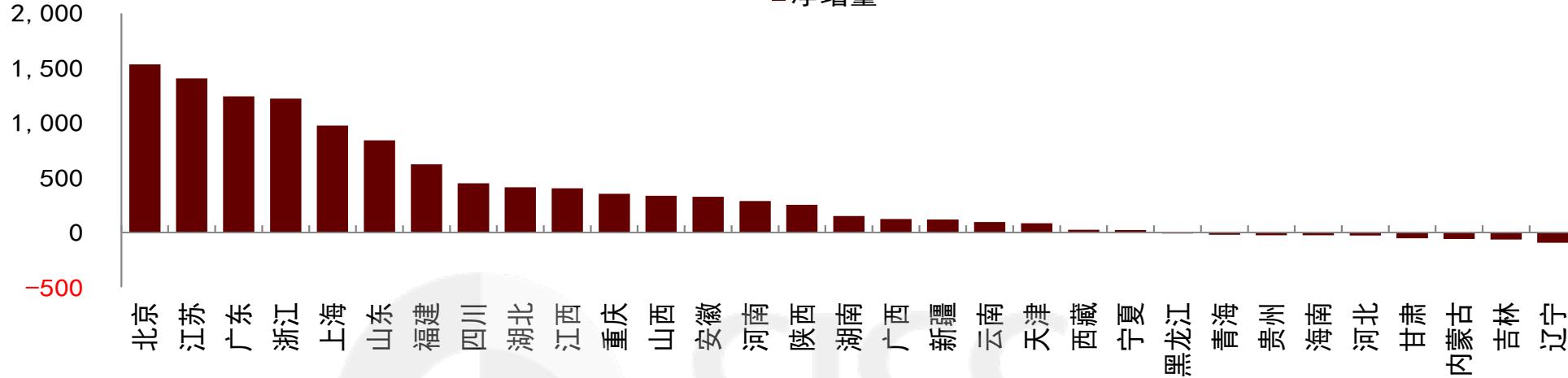
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 区域流动性分化持续，2022年3-4月到期回售压力较大

亿元

2022年一季度分省份信用债净增

■ 净增量

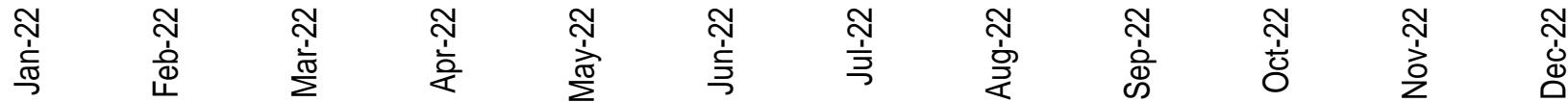


固定收益

亿元  
12,000  
10,000  
8,000  
6,000  
4,000  
2,000  
0

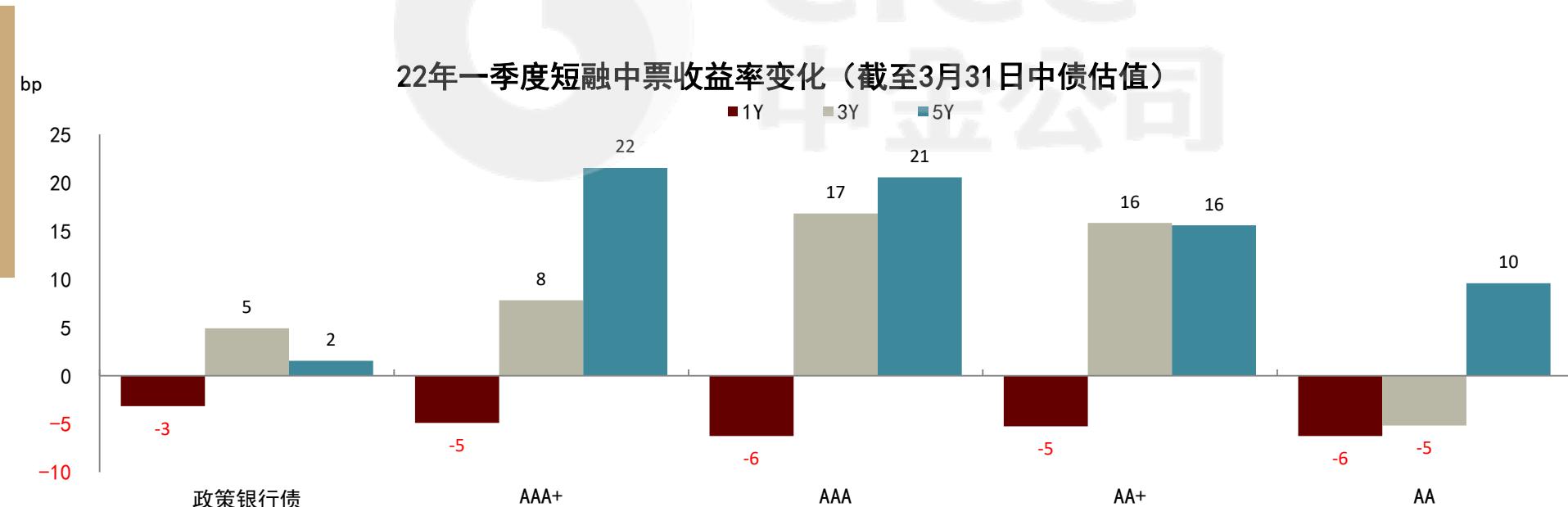
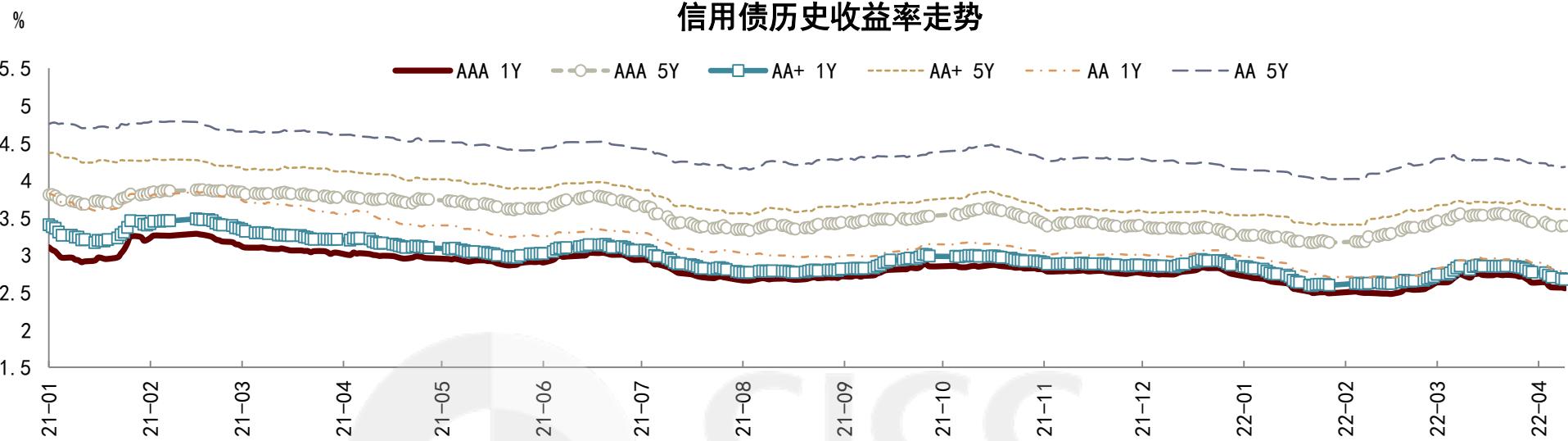
2022年信用债到期回售月度分布

■ 到期量 ■ 进入回售期规模

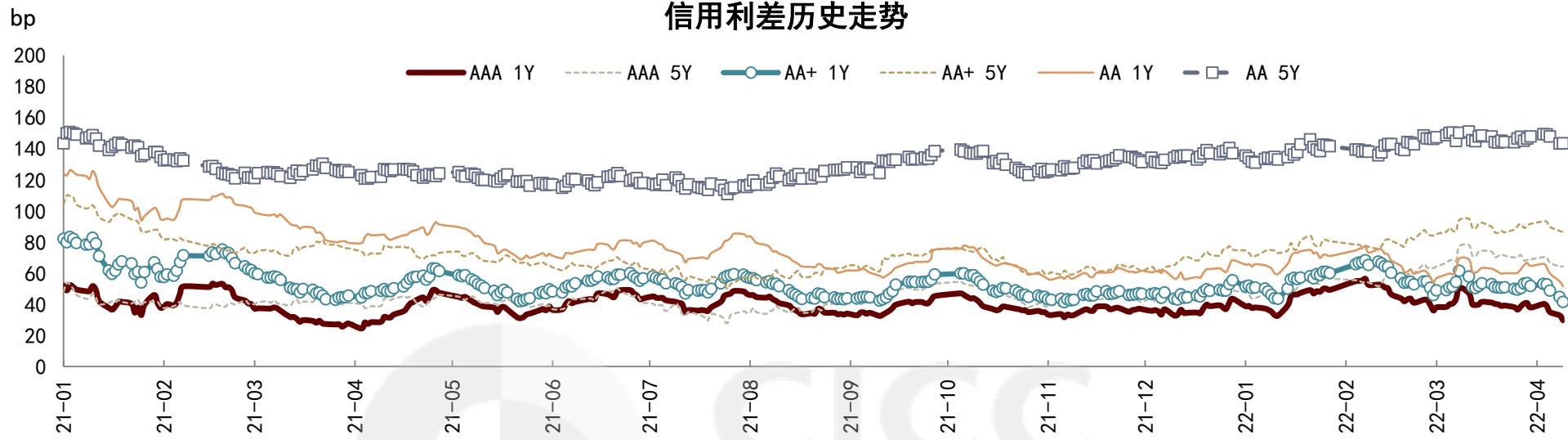


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 中票收益率多数上行，短融收益率下行

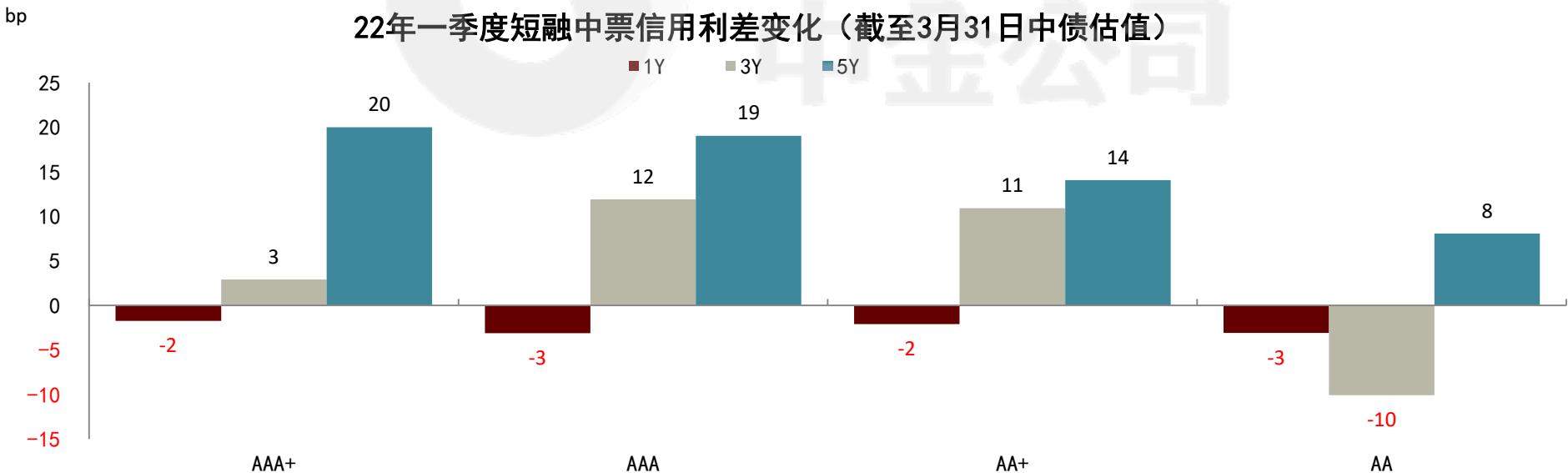


# 中票利差多数走扩，短融利差压缩



固定收益

22年一季度短融中票信用利差变化（截至3月31日中债估值）



# 收益率和利差均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3月31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+ | 2.66 | 2.97 | 3.41 | 3.58  | 3.94 | 4.25 | 2.93     | 3.37 | 3.67 | 4.39     | 4.57 | 4.76 | 8%       | 7%  | 14% |
| AAA  | 2.69 | 3.08 | 3.48 | 3.52  | 4.01 | 4.34 | 2.88     | 3.43 | 3.79 | 4.49     | 4.70 | 4.92 | 14%      | 13% | 13% |
| AA+  | 2.82 | 3.29 | 3.69 | 3.84  | 4.37 | 4.75 | 3.10     | 3.71 | 4.13 | 4.78     | 5.08 | 5.36 | 11%      | 12% | 10% |
| AA   | 2.94 | 3.61 | 4.25 | 4.15  | 4.73 | 5.18 | 3.34     | 4.05 | 4.56 | 5.04     | 5.46 | 5.79 | 9%       | 7%  | 9%  |

短融中票当前信用利差与历史相比所处位置（取3月31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+ | 37   | 35 | 61  | 49    | 39  | 40  | 38       | 29  | 30  | 63       | 51  | 56  | 23%      | 39% | 79% |
| AAA  | 41   | 46 | 68  | 54    | 51  | 55  | 43       | 40  | 44  | 69       | 67  | 78  | 21%      | 38% | 65% |
| AA+  | 53   | 67 | 89  | 80    | 83  | 97  | 66       | 65  | 76  | 98       | 104 | 122 | 9%       | 28% | 42% |
| AA   | 65   | 99 | 145 | 106   | 122 | 145 | 85       | 100 | 124 | 127      | 143 | 167 | 5%       | 24% | 50% |

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（单位：%）

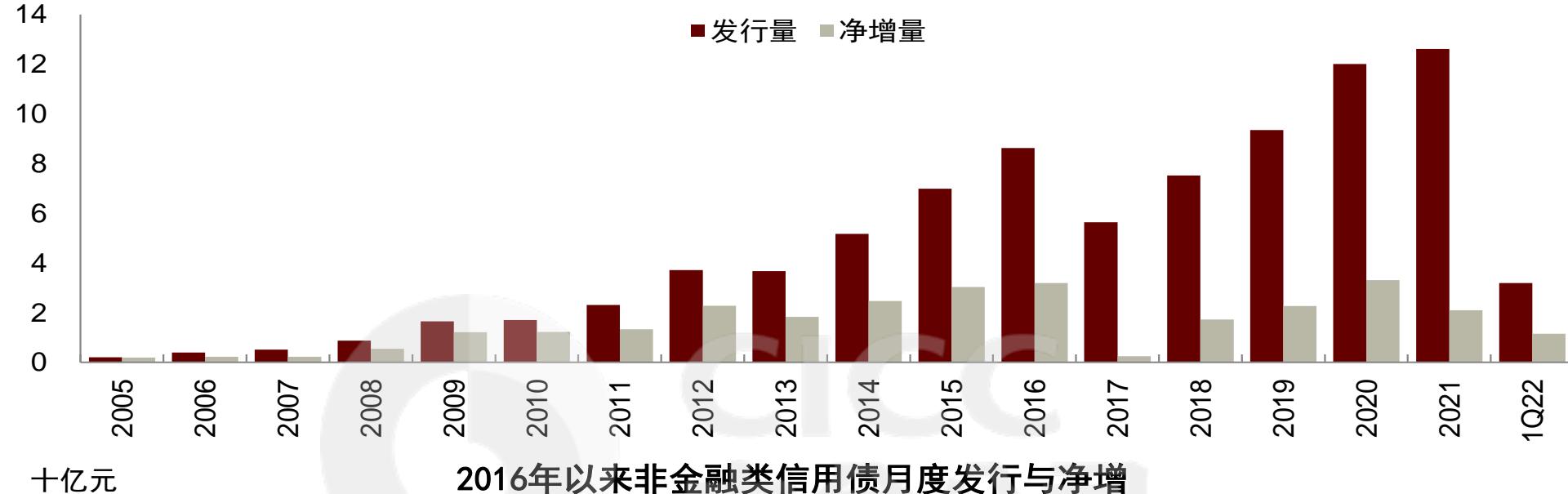
返回目录

# 一季度发行同比小幅下降，净增同比有所上升

万亿元

## 非金融类信用债年度发行与净增

■ 发行量 ■ 净增量

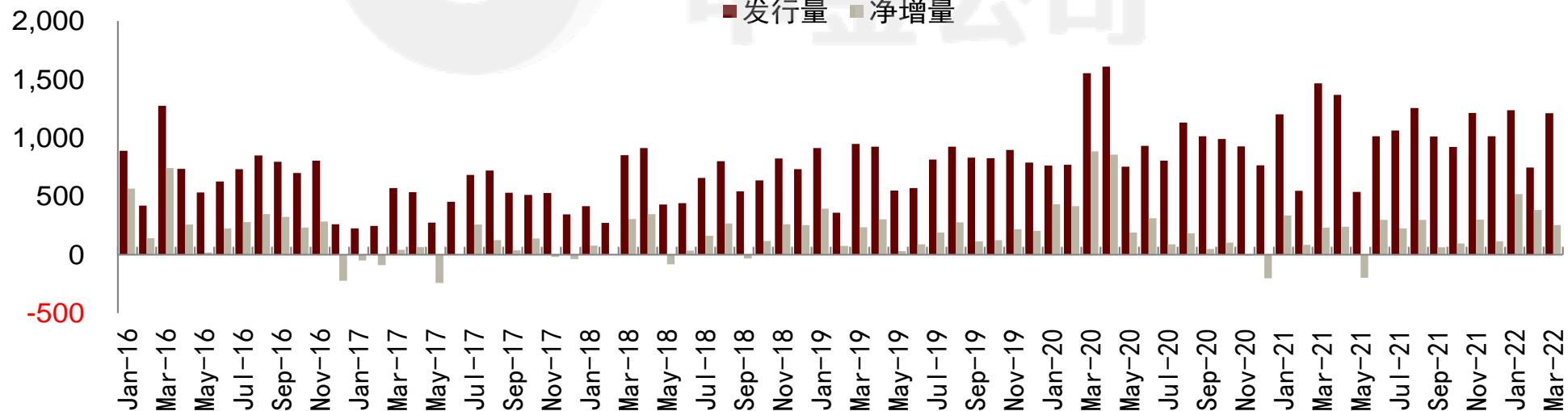


固定收益

十亿元

## 2016年以来非金融类信用债月度发行与净增

■ 发行量 ■ 净增量

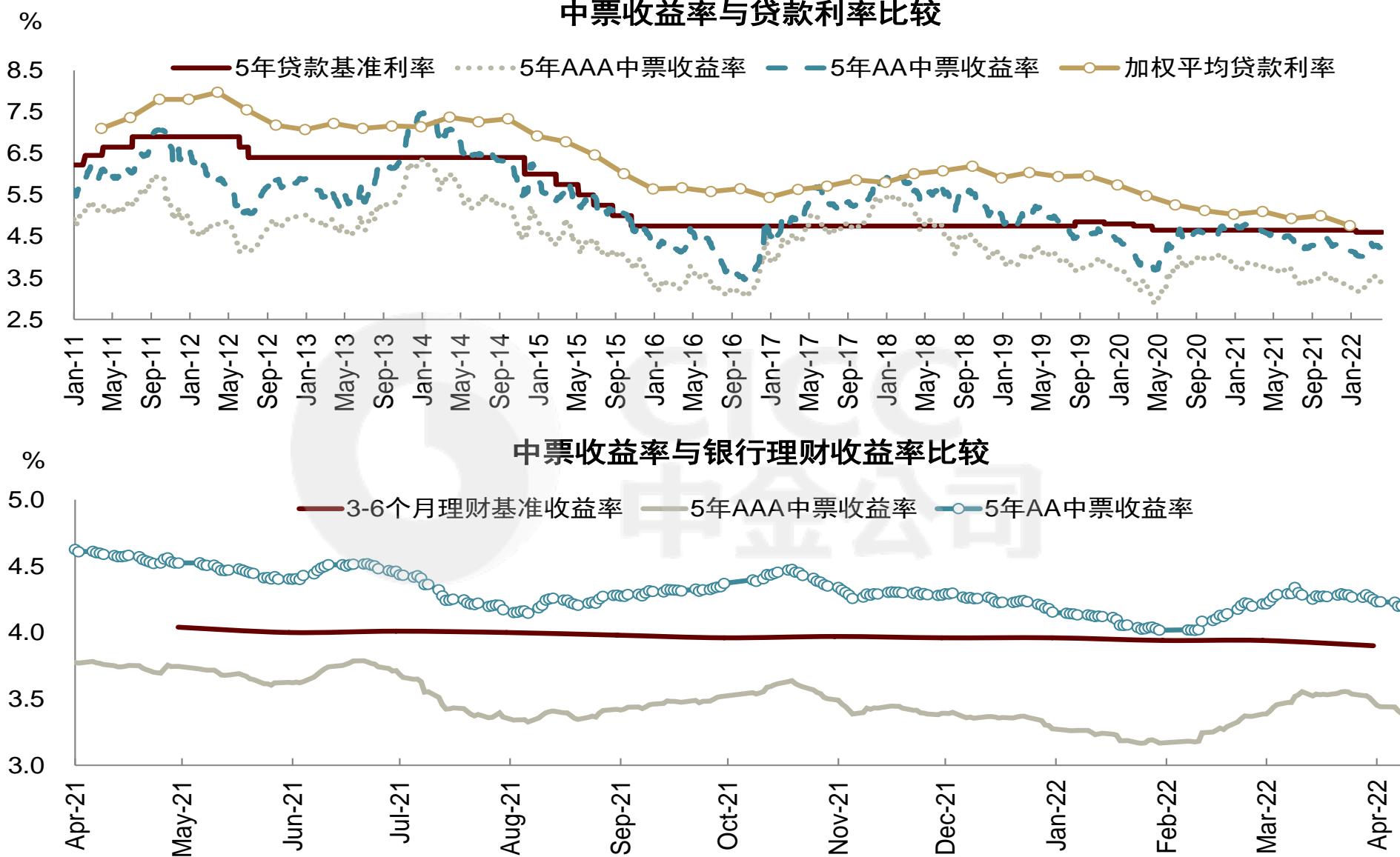


CICC  
中金公司

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

返回目录

# AAA中票收益率低于贷款下浮26%，理财基准收益率稳定



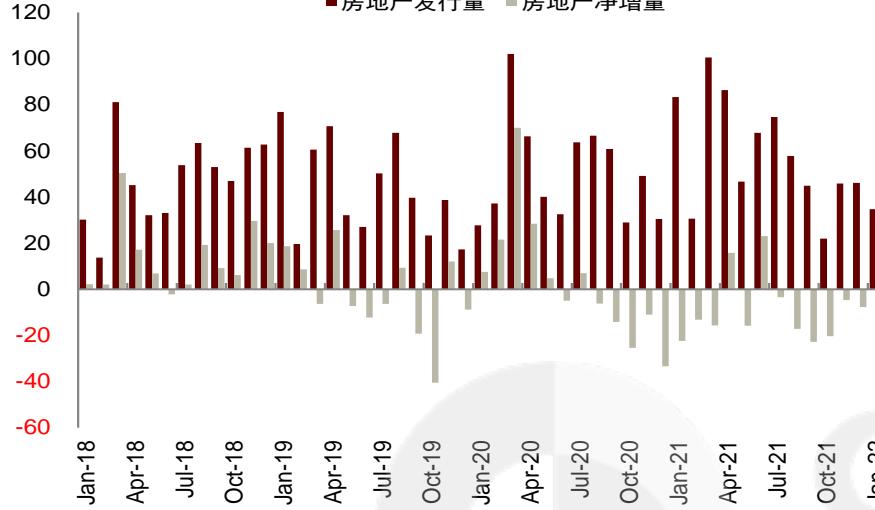
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

# 城投仍较受欢迎，地产板块利差承压

十亿元

房地产发行与净增

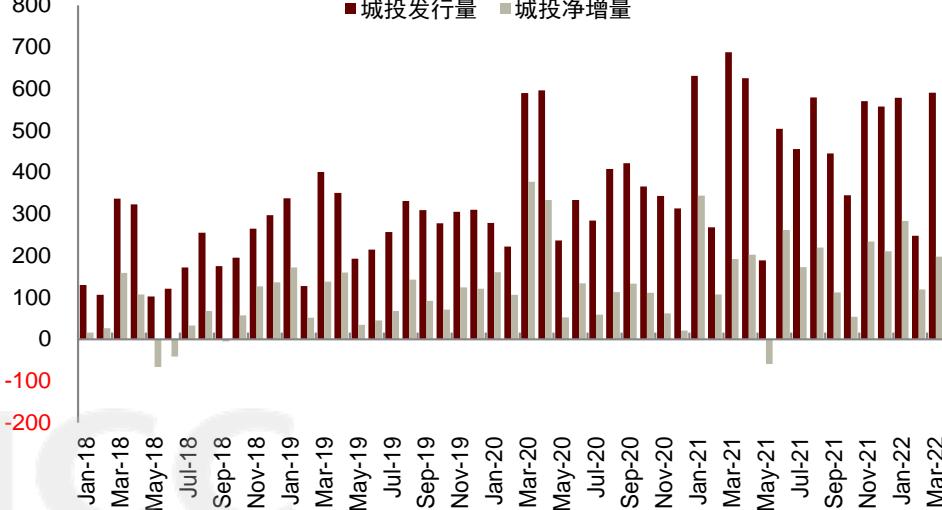
■ 房地产发行量 ■ 房地产净增量



十亿元

城投发行与净增

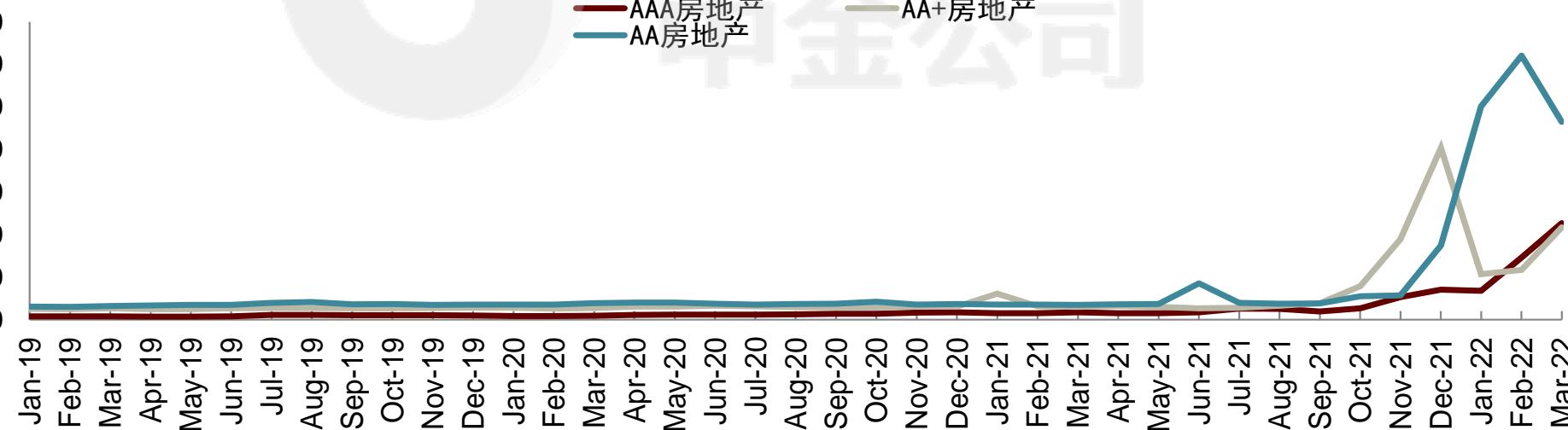
■ 城投发行量 ■ 城投净增量



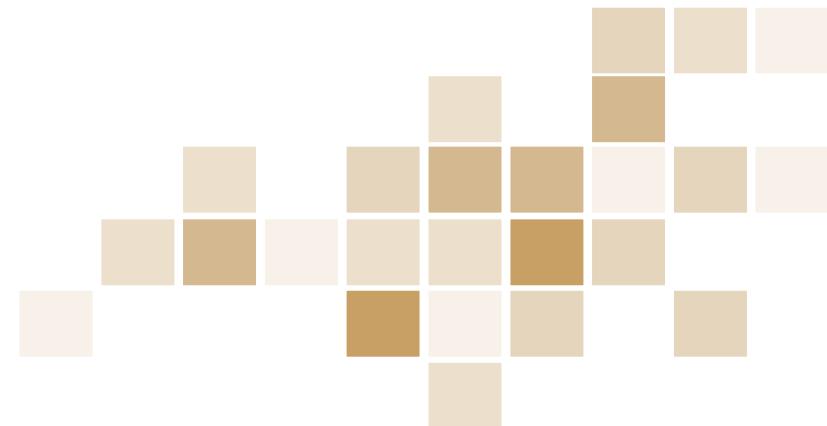
bp

2019年以来地产行业利差走势

■ AAA房地产  
■ AA+房地产  
■ AA房地产



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



# 大宗商品

分析员 郭朝辉

SAC 执证编号: S0080513070006

SFC CE Ref: BBU524



## 核心观点

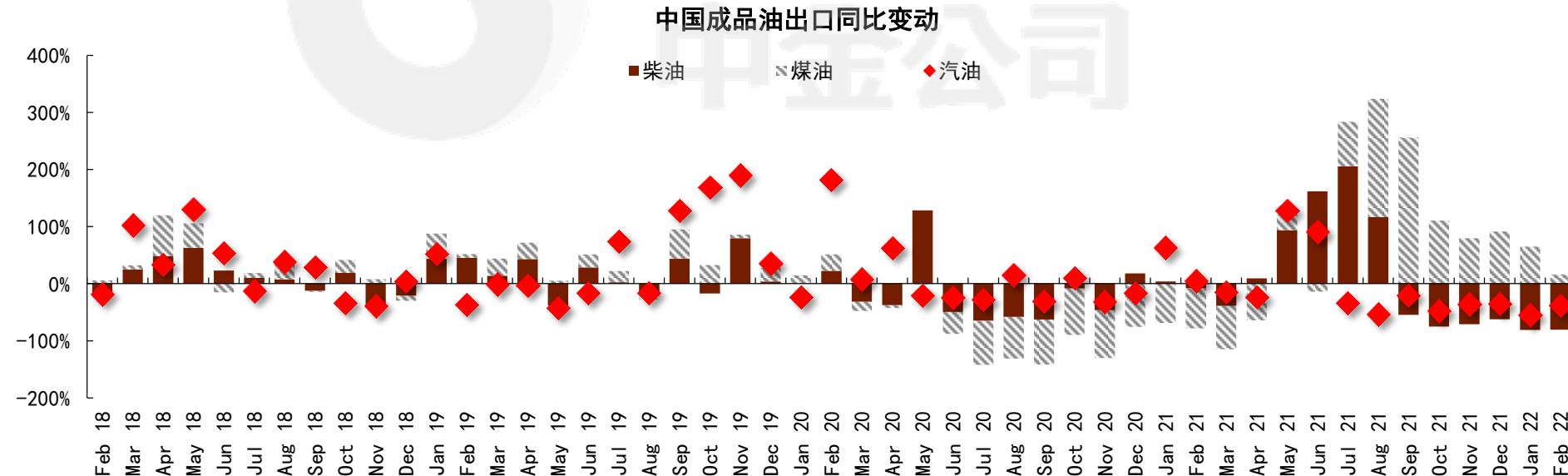
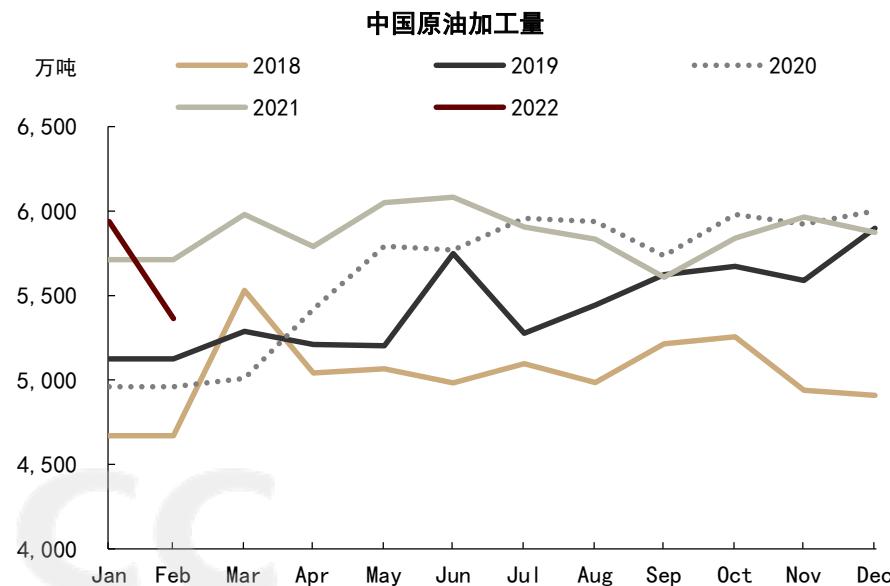
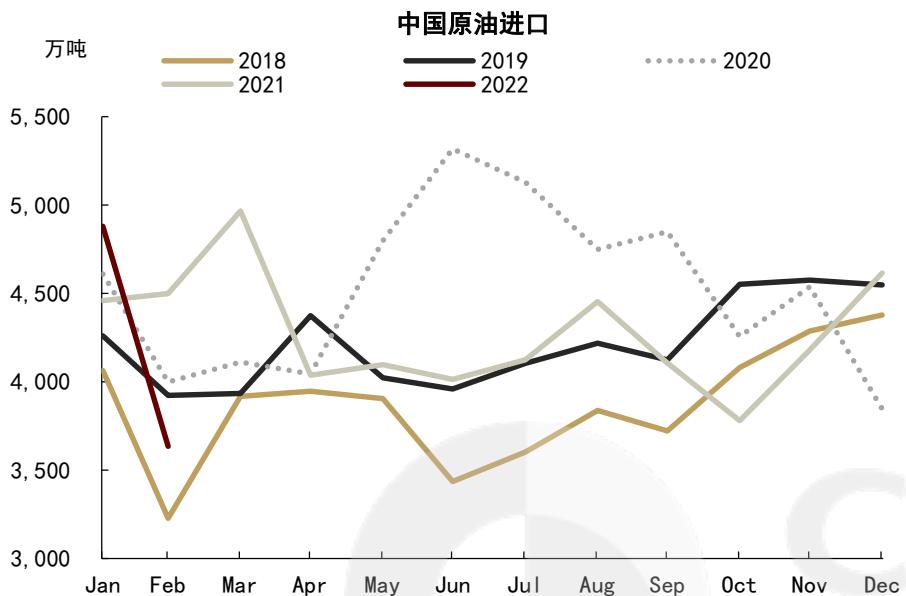
- ▶ **能源**: 1-2月，国内油品表观消费仍处扩张区间，上海、吉林等地疫情反弹对油品的消费拖累尚未体现，我们预计疫情扰动或使3月国内油品消费同比减量100-150万桶/天。需求强势表现支撑动力煤价格在一季度持续上行，而天然气供给和表观消费均呈现季节性回落，需求同比增长也延续了去年12月以来的边际放缓趋势。往前看，虽然即将步入需求淡季，我们仍提示关注海外能源风险溢价向内的传导压力，同时，需求淡季的补库进度也仍值得关注。
- ▶ **黄金**: 美联储加息于3月正式落地，但国际金价却在地缘政治冲突引发的避险和抗通胀需求的支撑下表现坚挺。国内方面，实物黄金消费需求稳步提升并已超过疫情前水平，但国内黄金供应的修复却相对有限，矿产金供应较疫情前仍有较大差距。
- ▶ **有色金属**: 我们认为“碳中和”逻辑可能已被充分定价，海外市场更持久的“供给冲击”可能仍在延续并成为定价主要逻辑，而国内需求受疫情和物流扰动暂时承压。此外，由于国内外能源成本和贸易成本持续走阔，内盘金属价格涨幅难以持续跟涨海外。分品种来看，今年欧洲铝、锌冶炼厂仍可能因电力合约到期而继续减产，现货紧张推升区域升水和价格，但国内电解铝复产提速超预期，国内铝价短期承压。全球铜市场从去年的供需缺口逐渐恢复至紧平衡，但需注意资源国局势不稳对铜价的潜在支撑。
- ▶ **黑色金属**: 2021年一季度黑色金属原材料端展现较强韧性，推升整体价格中枢，但受疫情影响需求预期仍有待兑现，钢材价格在“弱现实”与“强预期”的拉锯下震荡。外部风险有所升温，但黑色系走势关键仍在于国内增长信心的复苏情况，从情绪市向短缺市的转化仍有赖于需求落地。原材料端我们不改铁矿石长期供需宽松的趋势，但焦煤的供应缺口或难收敛。
- ▶ **农产品**: 玉米方面，地缘冲突对2021/22年度玉米供给影响或有限，价格或逐步回归基本面，价格大概率高位震荡，但对2022/23年度全球玉米供应或产生深远影响。大豆方面，南美大豆定产前，产量仍存不确定性，当前北美播种在即，天气难言乐观，基于此我们预计二季度国际大豆价格或仍有上行空间。生猪方面，我们维持本轮猪周期或将在二季度末结束的观点，但猪价反弹高度或有限。棉花方面，在多空因素影响下，国际棉价大概率维持高位波动，外盘表现或仍强于内盘。

## 趋势观察

- ▶ 俄乌局势；受地缘政治或政策影响，海外资源出口与贸易的不确定性；疫情反复。

# 原油：成品油出口需求疲软，原油加工量环比走弱

大宗商品



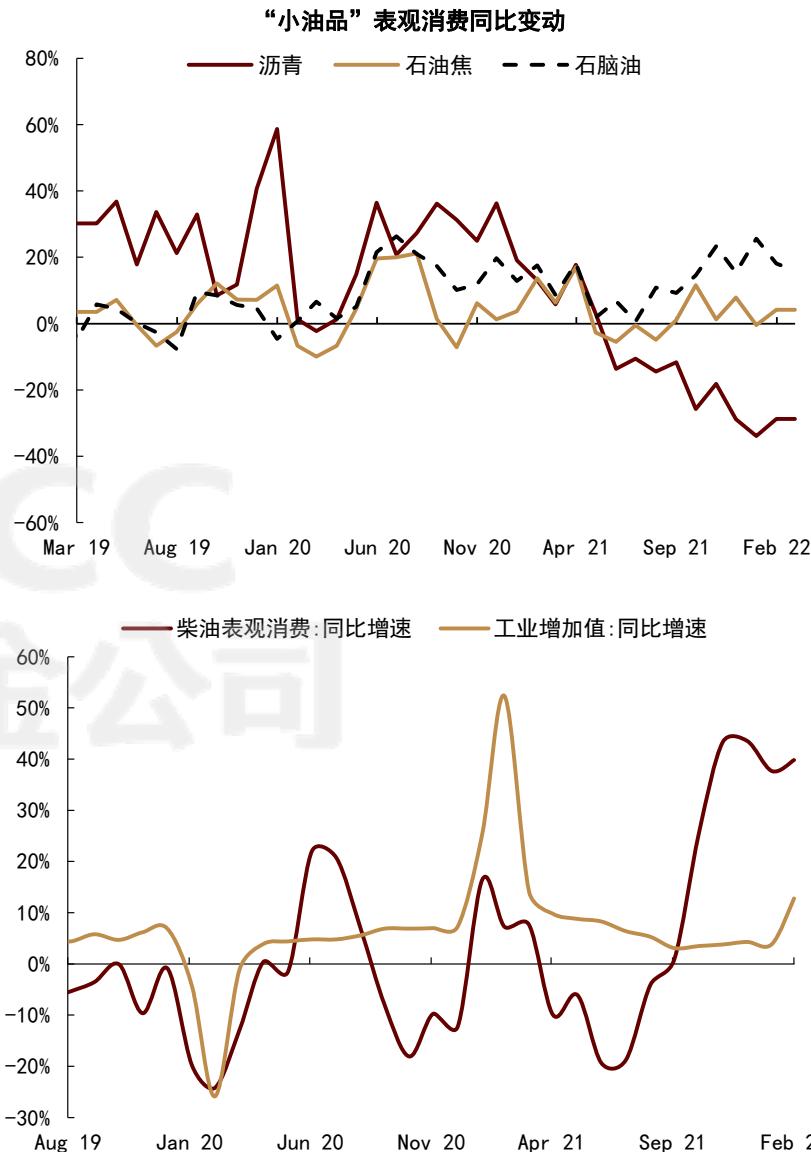
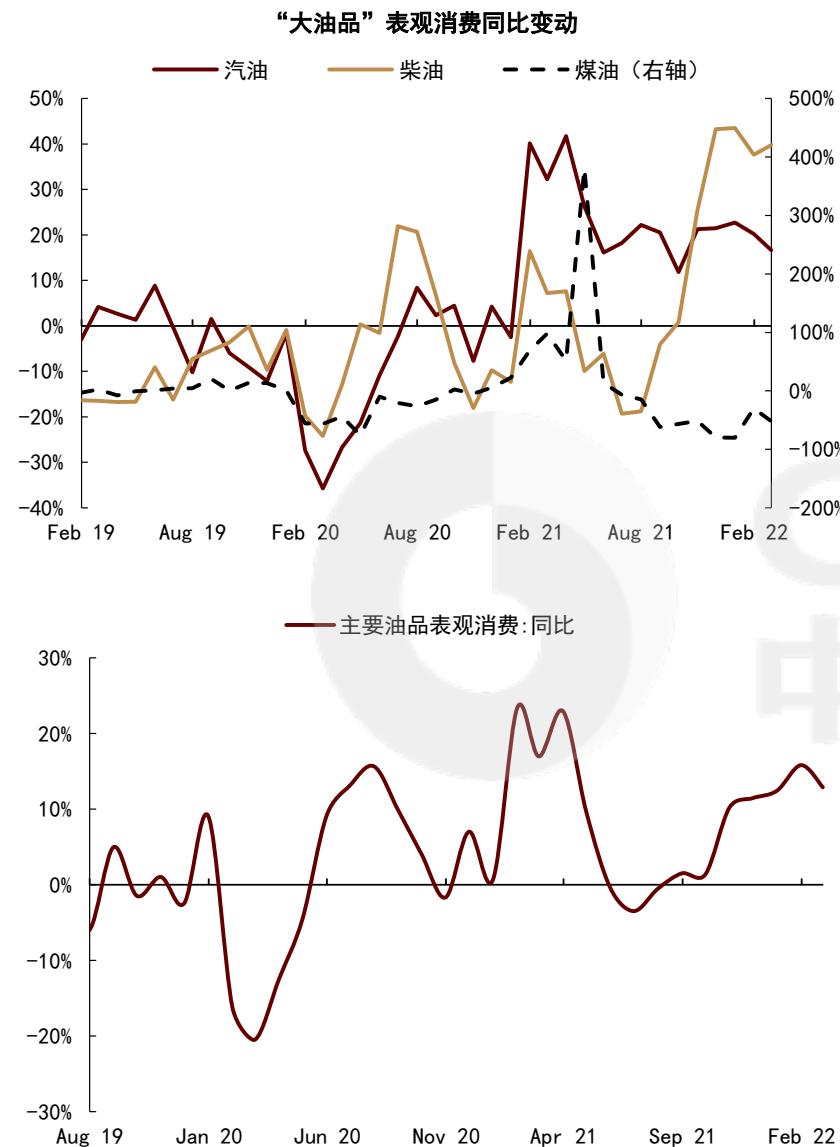
资料来源：国家统计局，海关总署，中金公司研究部

返回目录

100

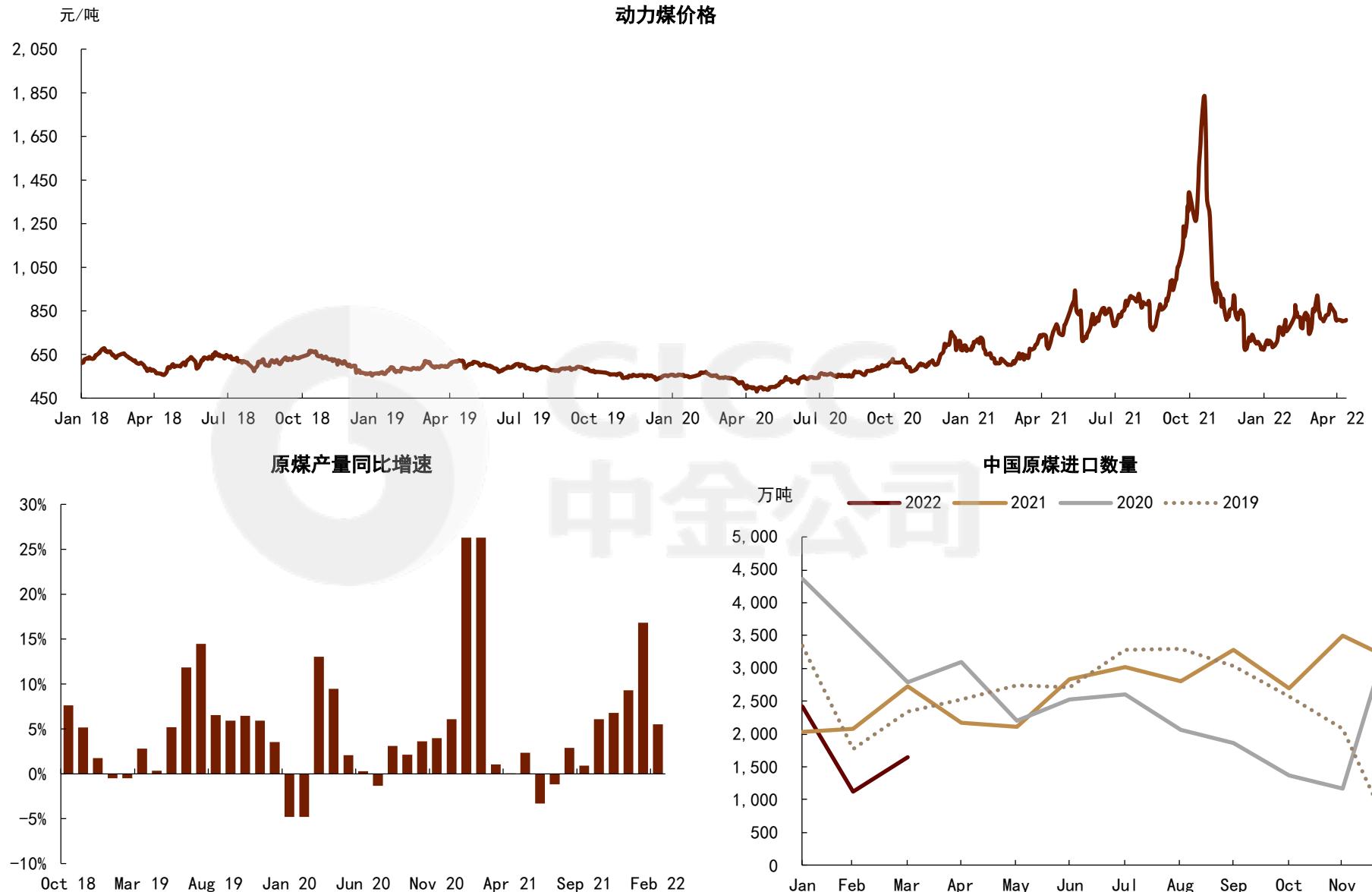
# 成品油：表观消费仍在扩张，关注3月疫情扰动

大宗商品

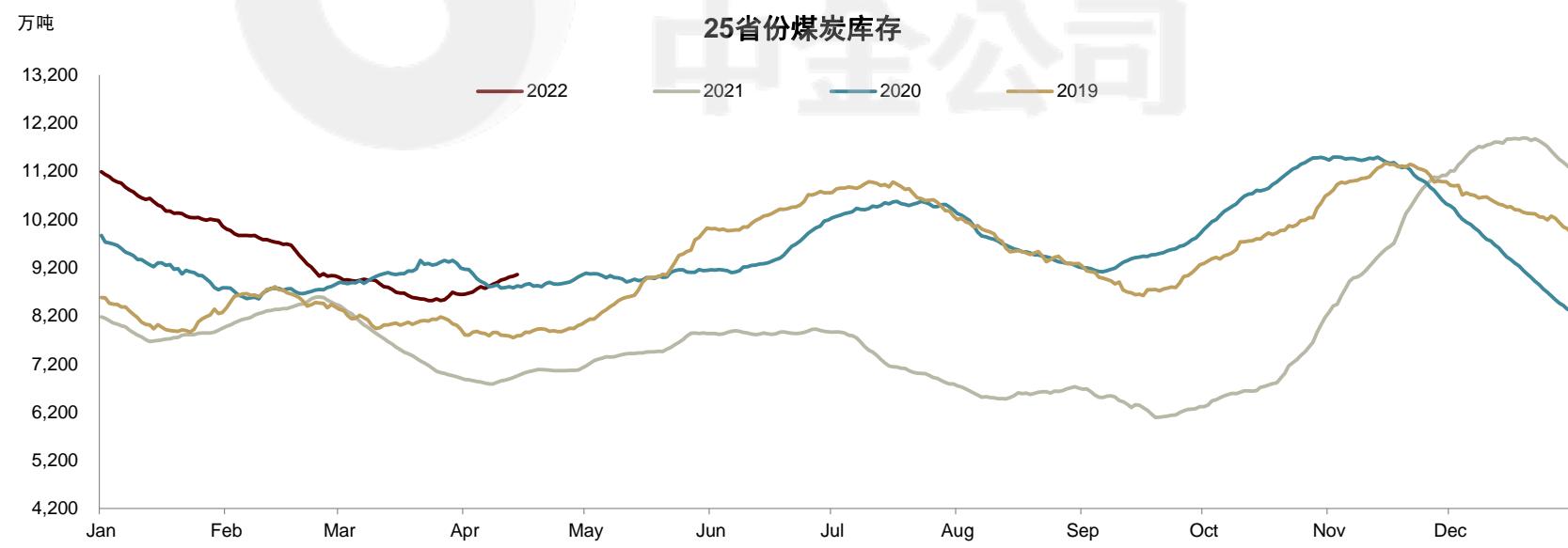


# 动力煤：外部风险推高进口成本，进口同比下滑

大宗商品



# 动力煤：疫情拖累需求，库存较去年同期改善明显



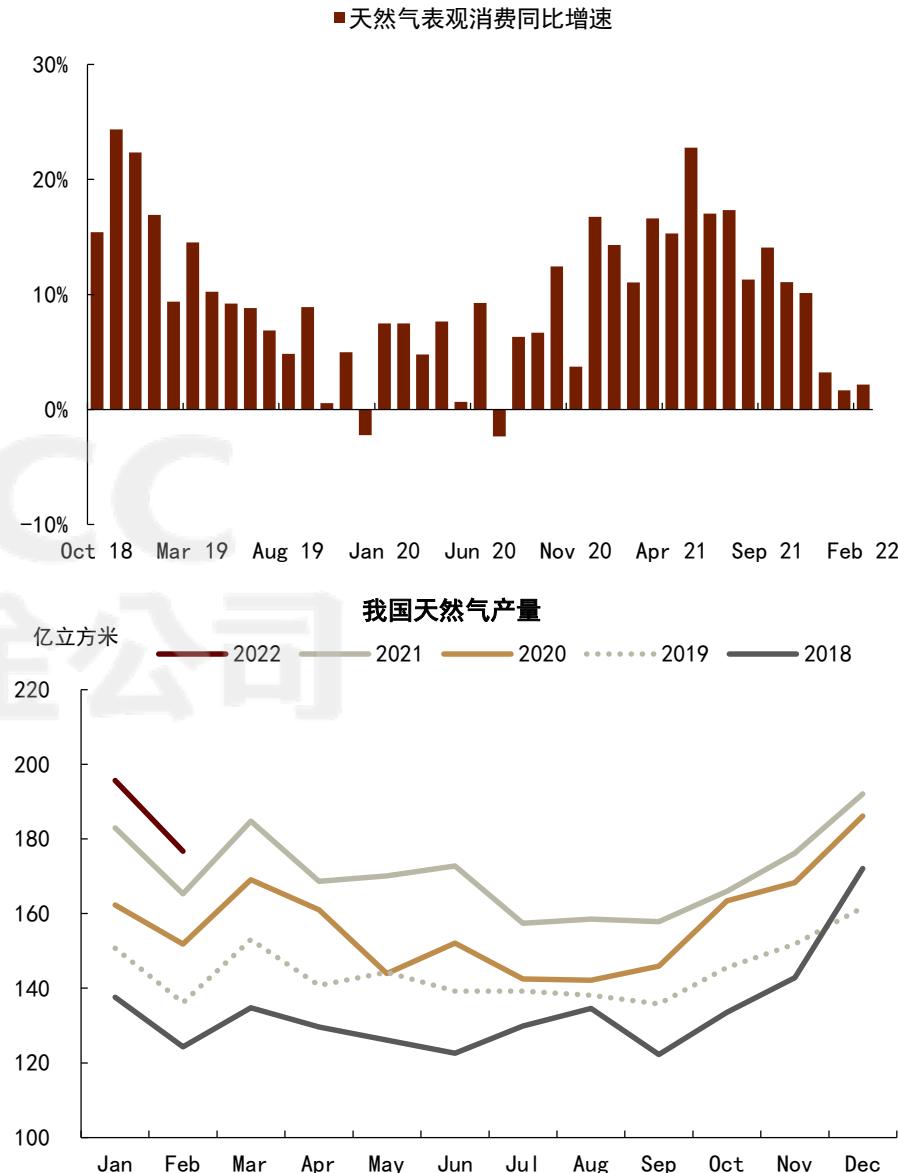
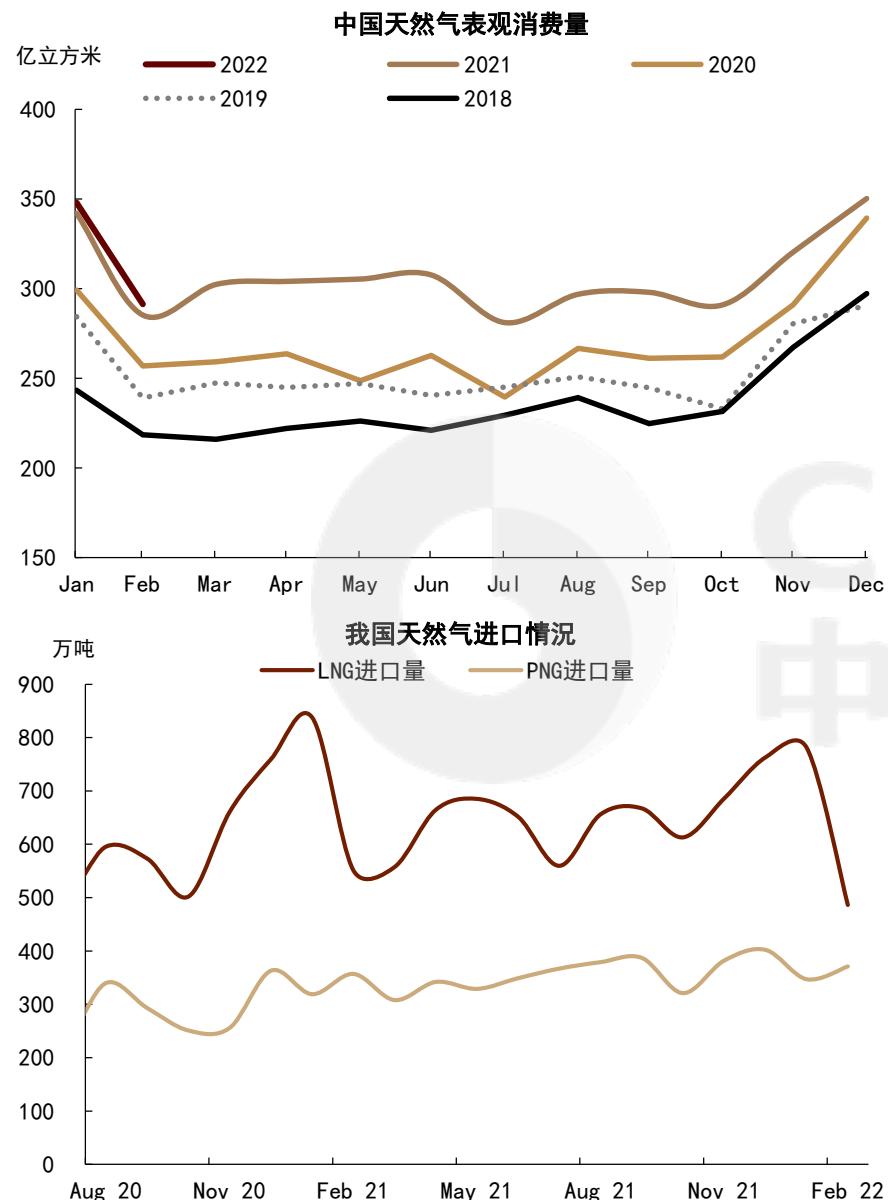
资料来源：中国煤炭市场网，中金公司研究部

返回目录

103

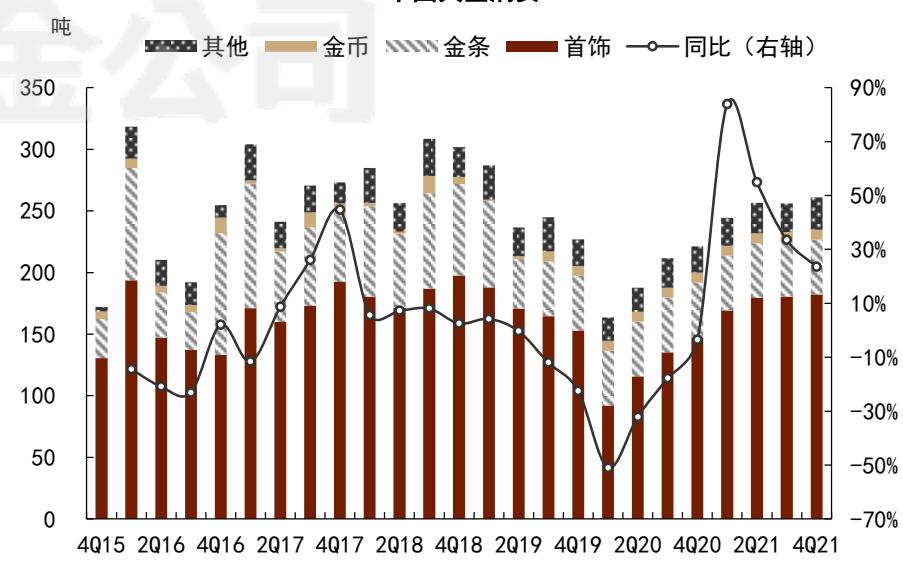
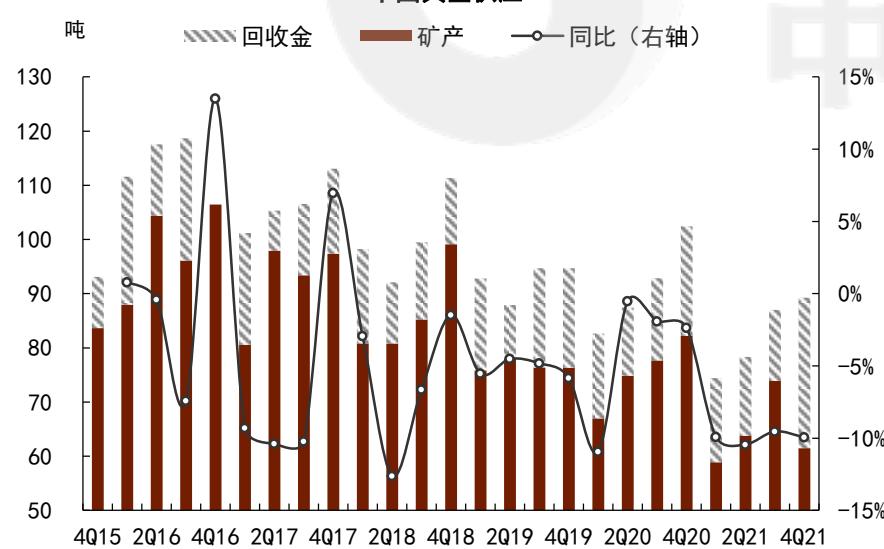
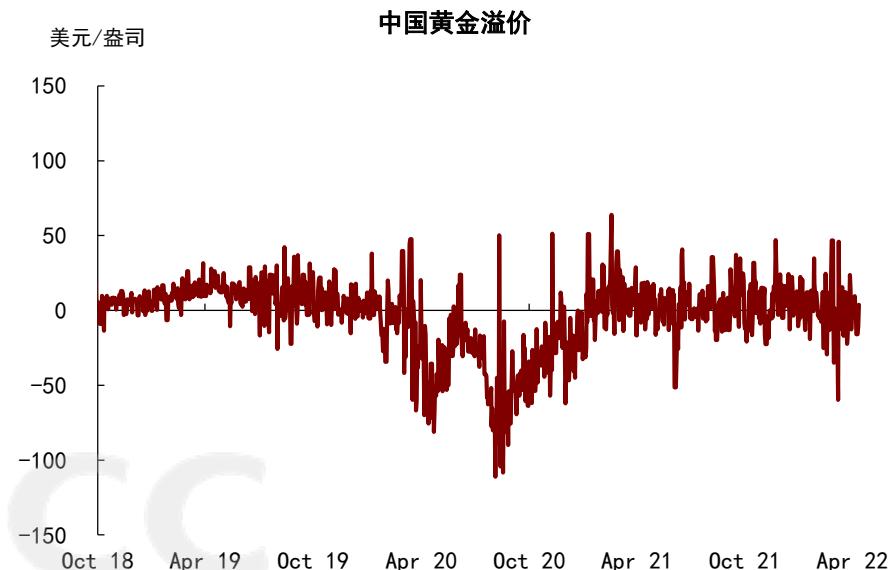
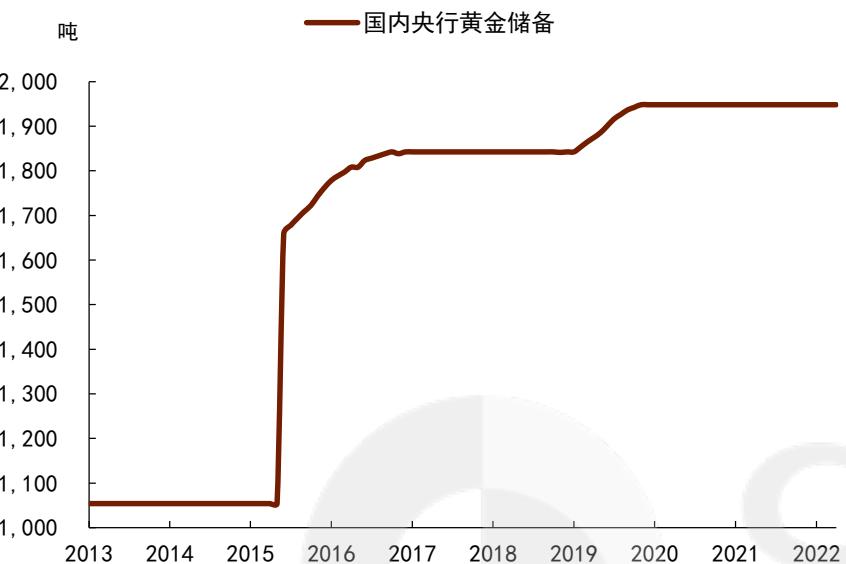
# 天然气：需求季节性回落，产量仍处历史高位

大宗商品



# 贵金属：国内供应增速不及实物消费需求

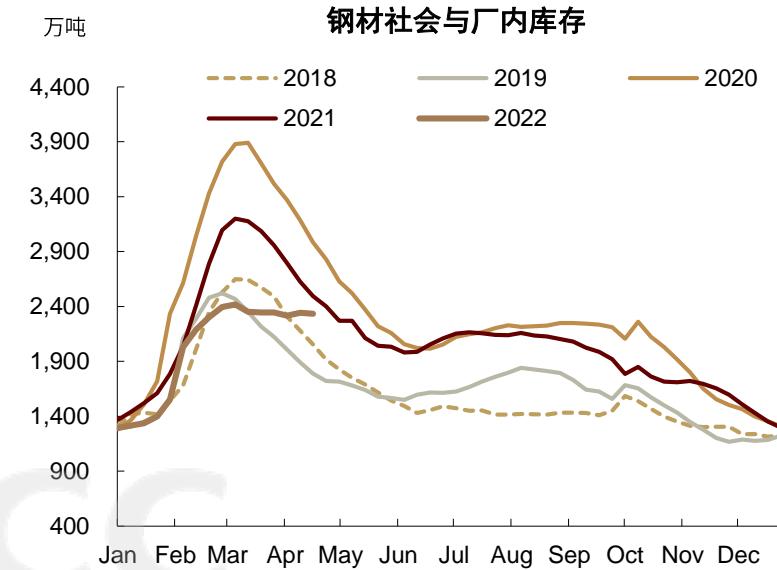
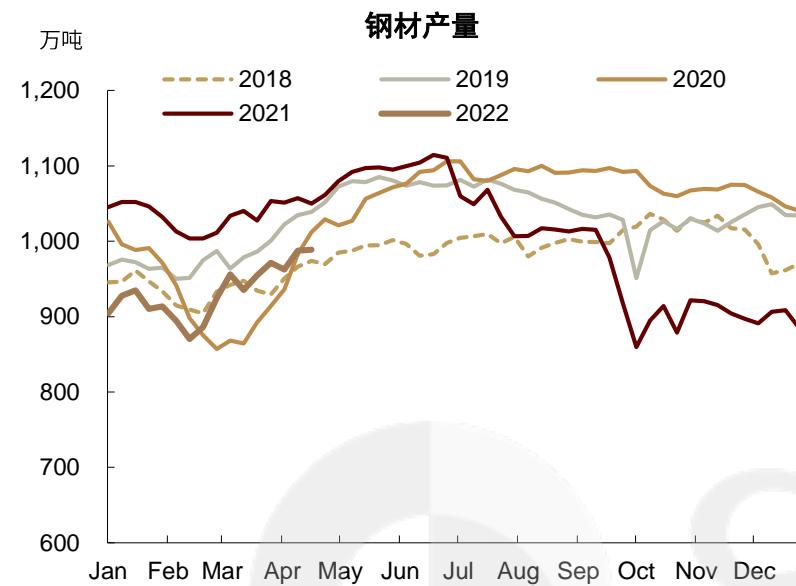
大宗商品



资料来源：国家统计局，中国黄金协会，彭博资讯，中金公司研究部

# 钢铁：疫情拖累供需，但预期边际向好

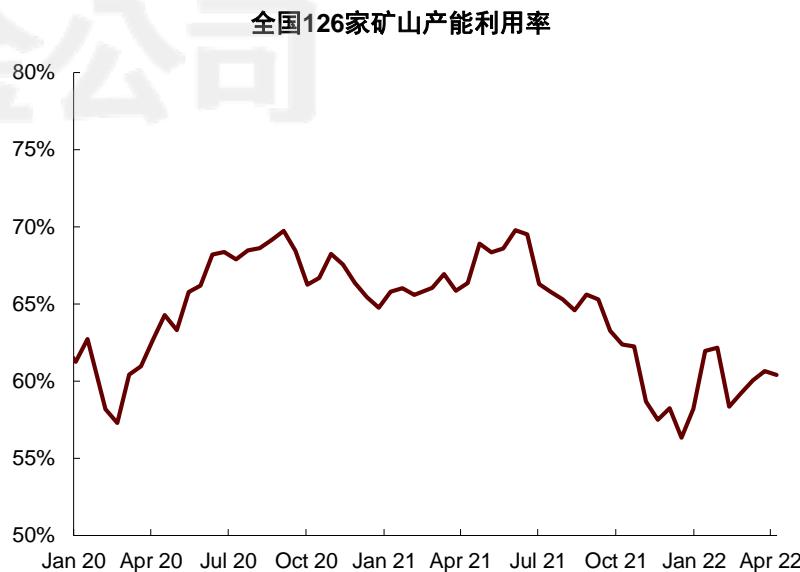
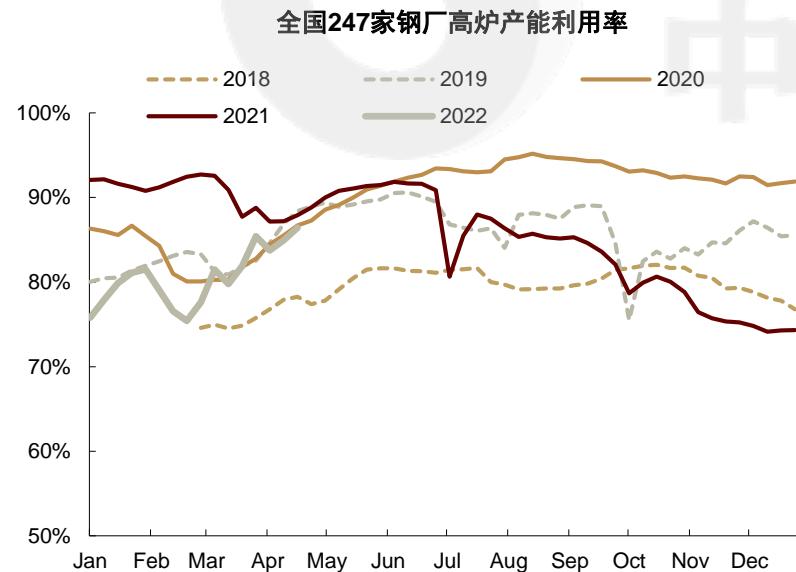
大宗商品



资料来源：万得资讯，上海钢联，富宝资讯，中金公司研究部

# 铁矿石：供需再均衡被延后

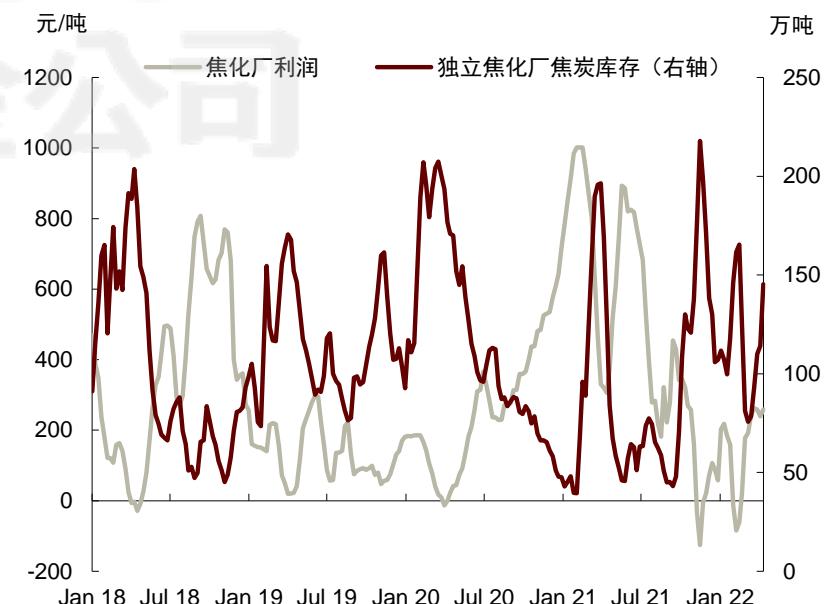
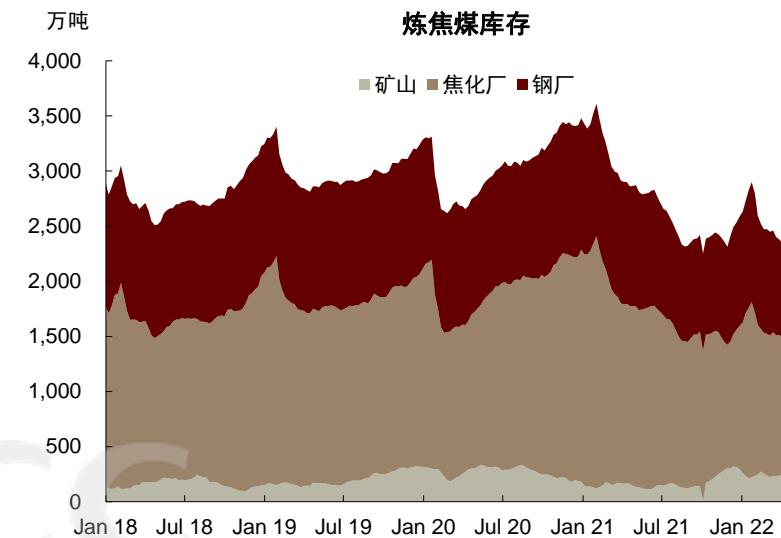
大宗商品



资料来源：万得资讯，上海钢联，中金公司研究部

# 焦煤、焦炭：供需偏紧，缺口或难收敛

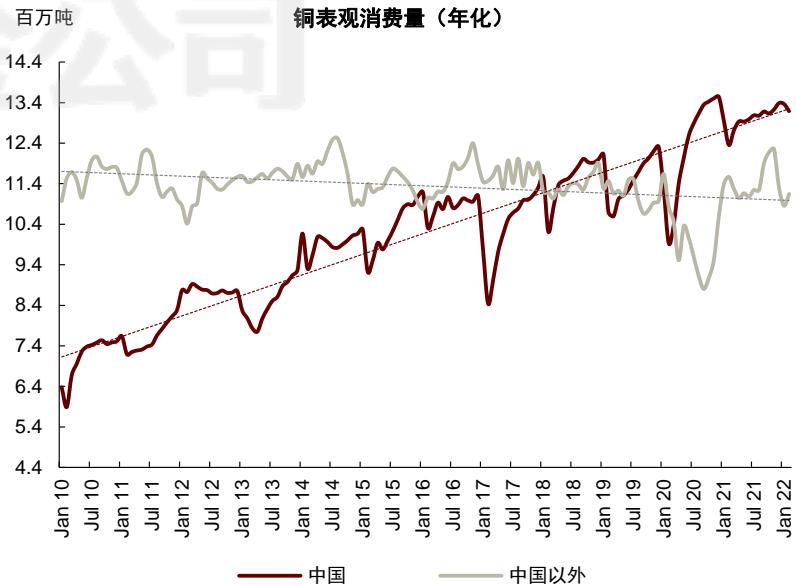
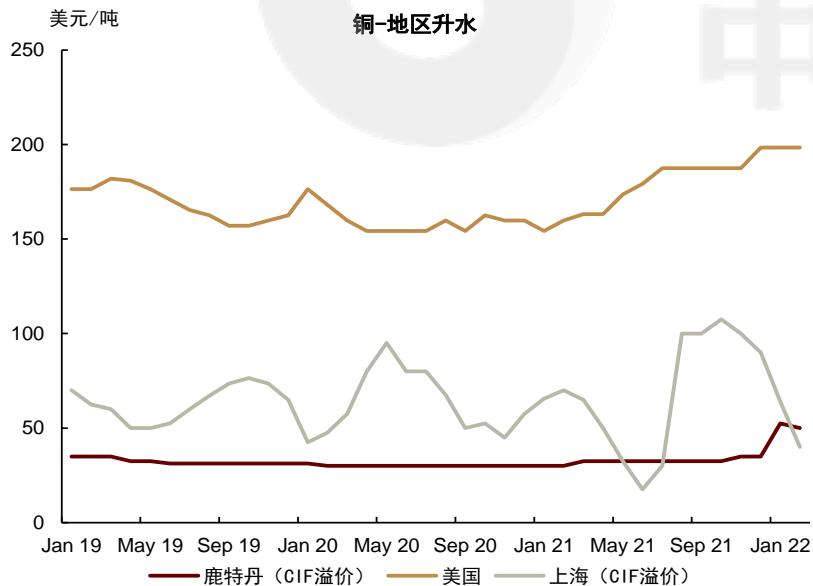
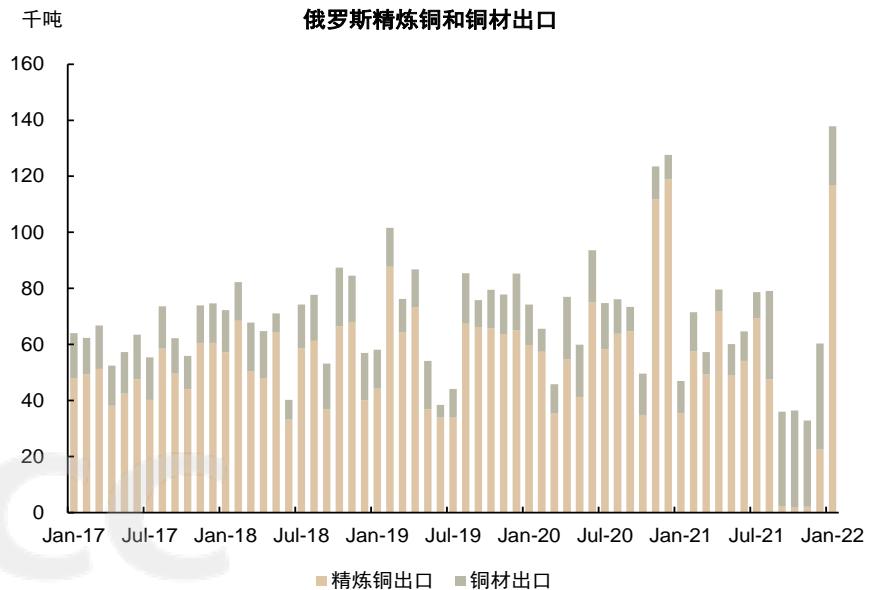
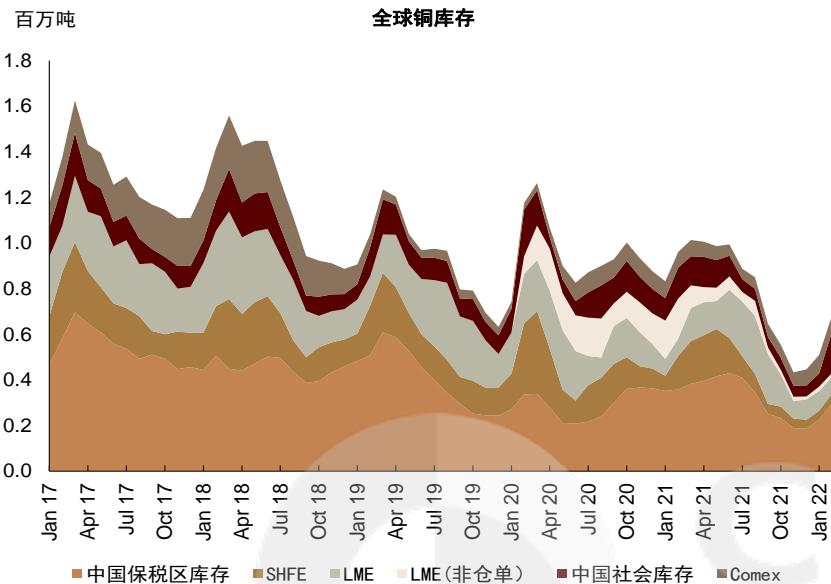
大宗商品



资料来源：国家统计局，海关总署，万得资讯，上海钢联，中金公司研究部

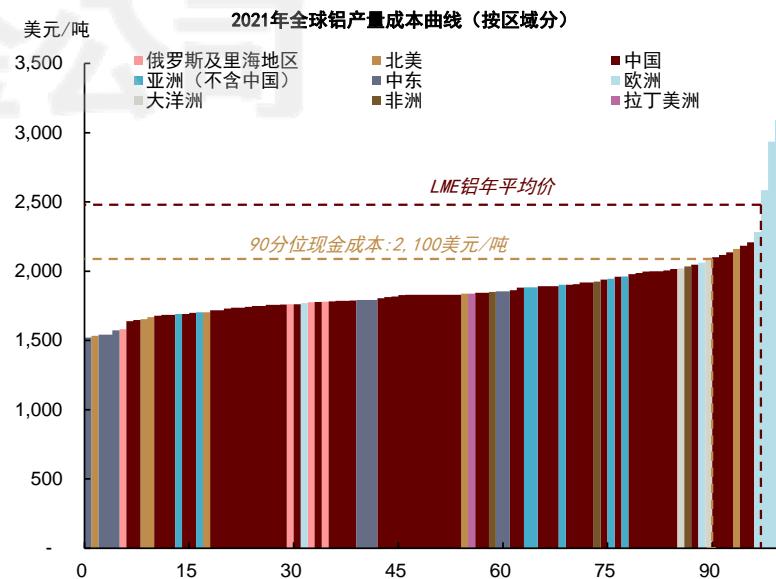
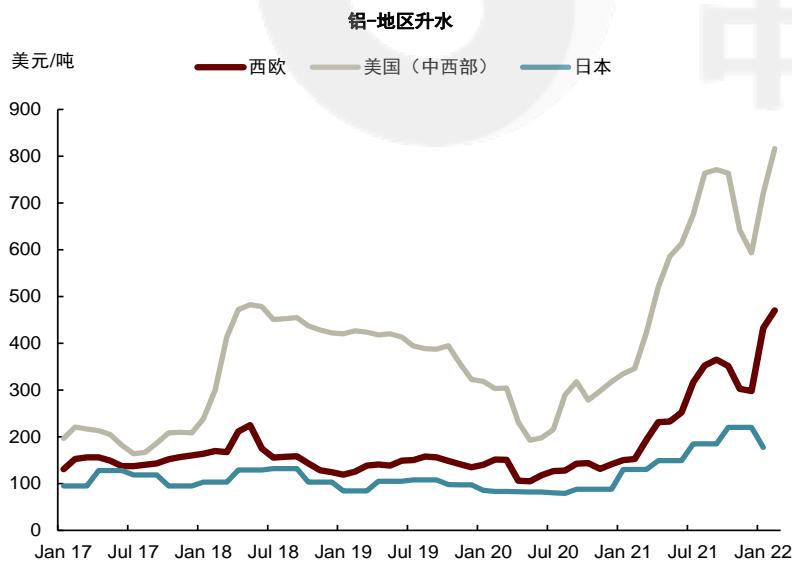
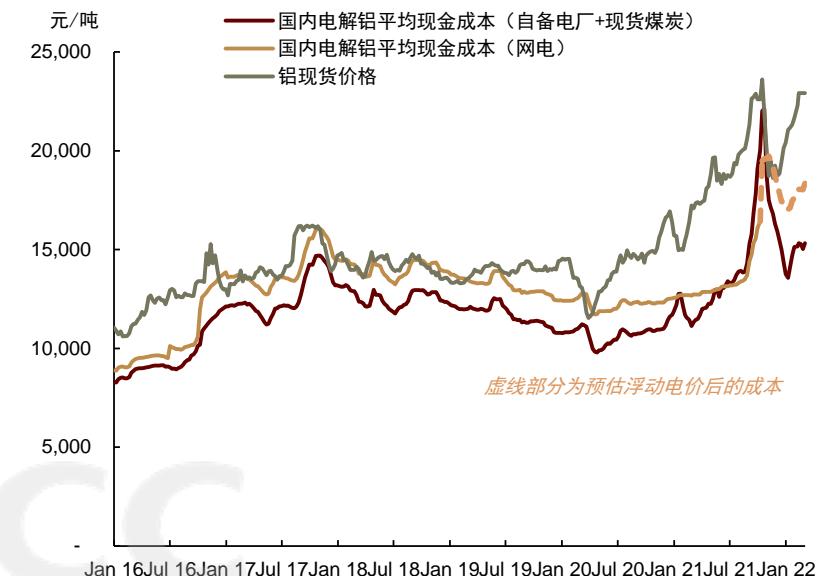
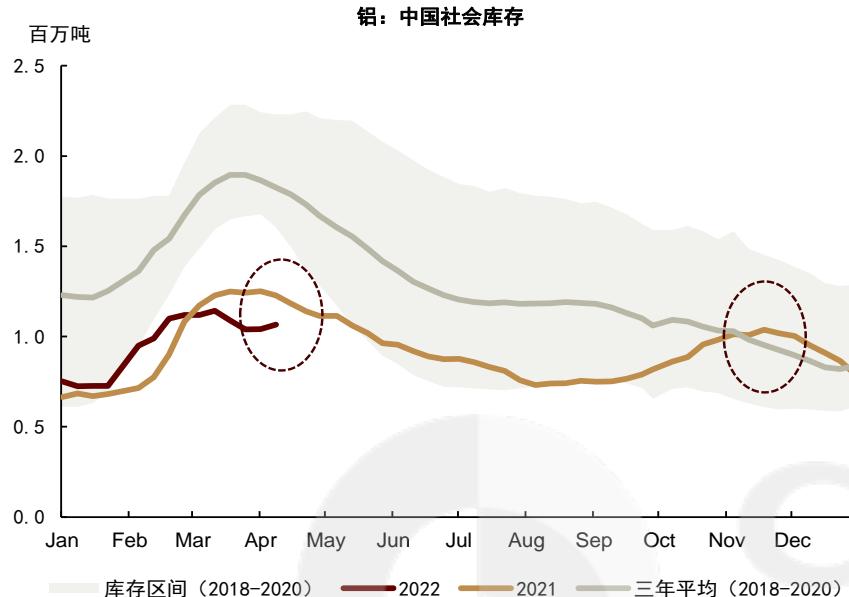
# 铜：供应持续恢复，资源国不确定性上升支撑价格

大宗商品



# 铝：内外价差扩大，海外减产风险仍存

大宗商品

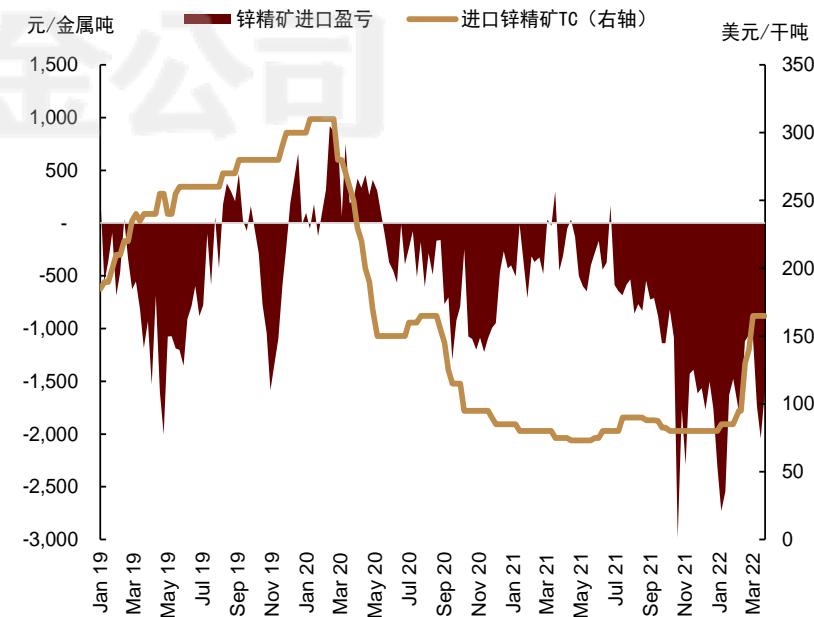
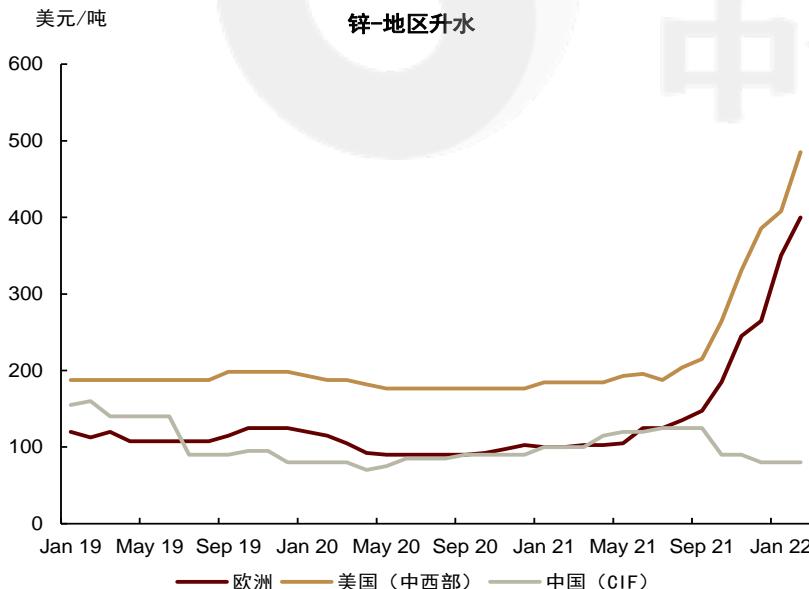
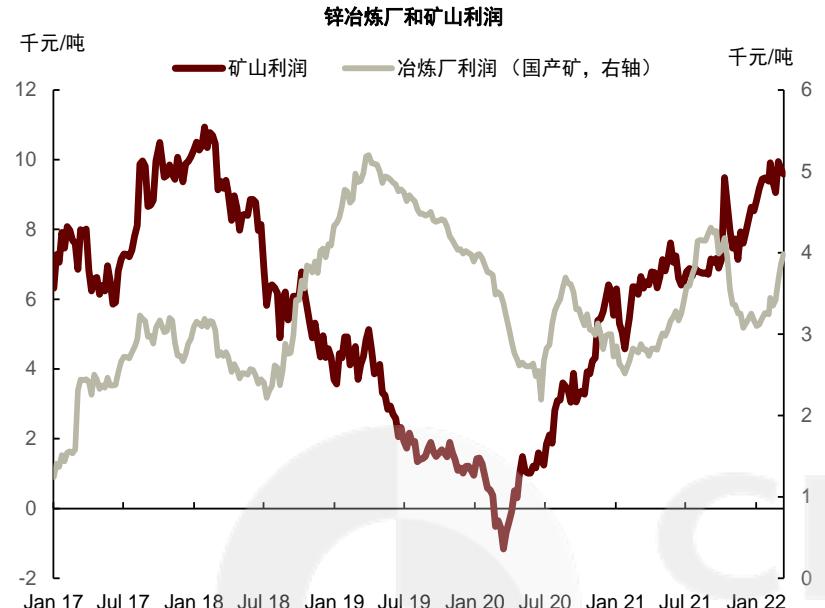


# 锌：原料约束叠加海外减产风险，价格偏强

大宗商品



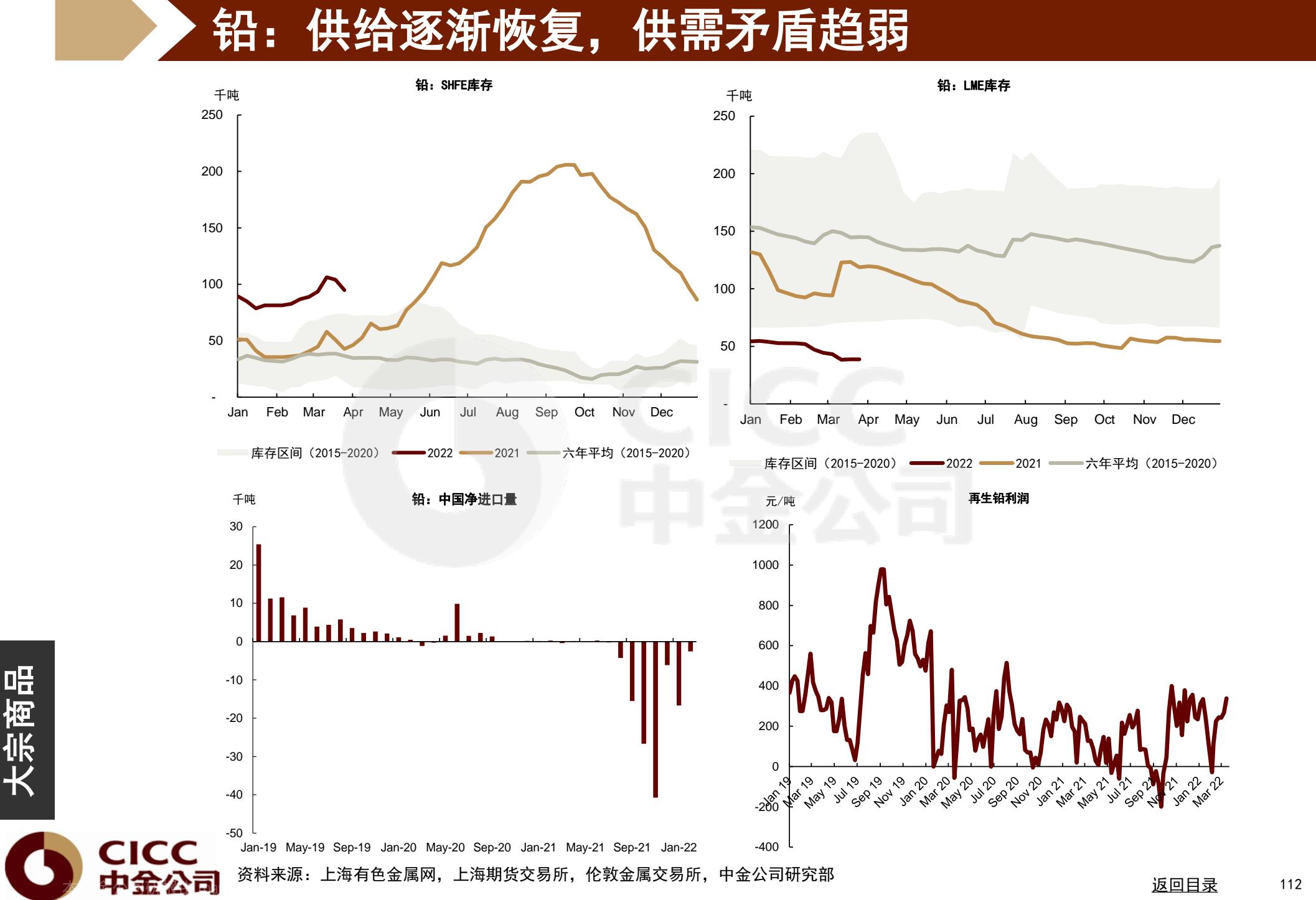
资料来源：上海有色金属网，我的钢联，伦敦金属交易所，上海期货交易所，彭博资讯，中金公司研究部



返回目录

# 铅：供给逐渐恢复，供需矛盾趋弱

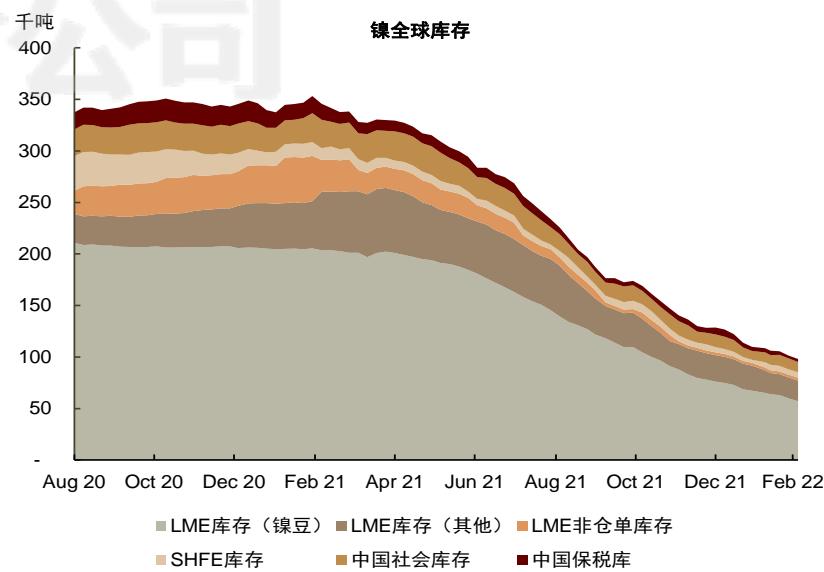
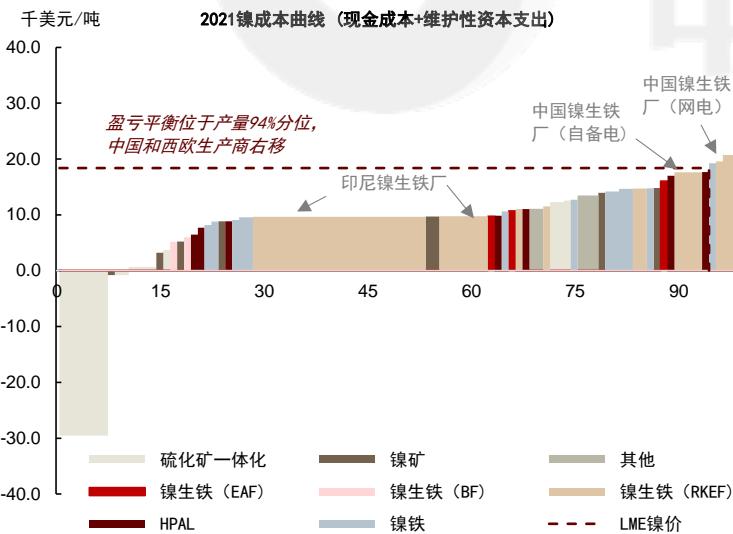
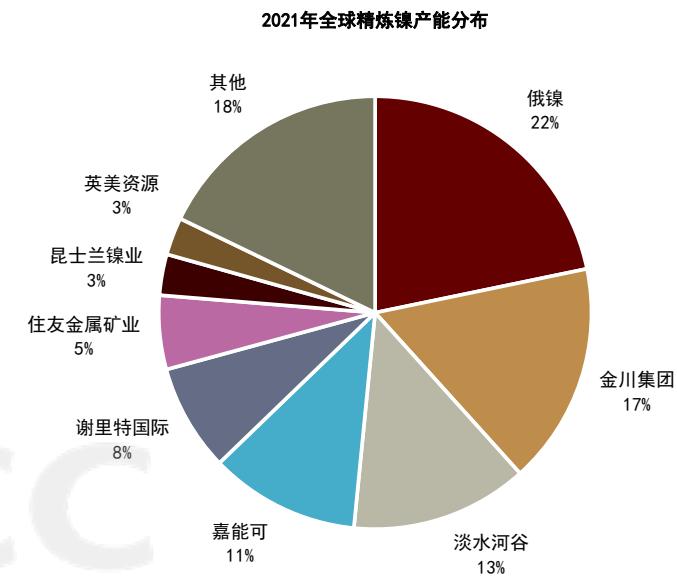
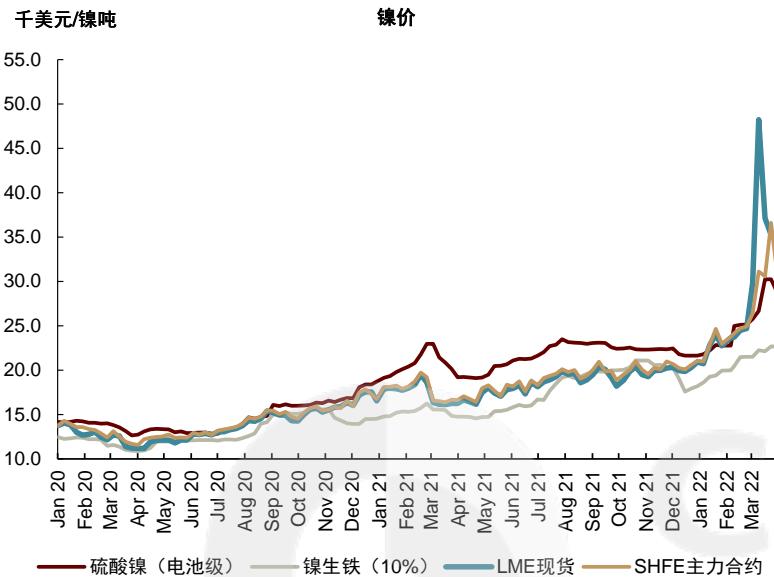
大宗商品



返回目录

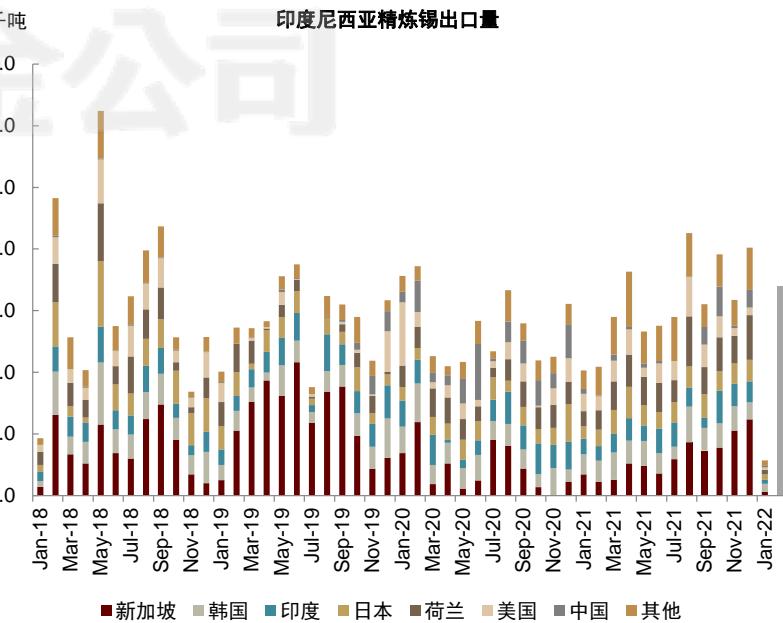
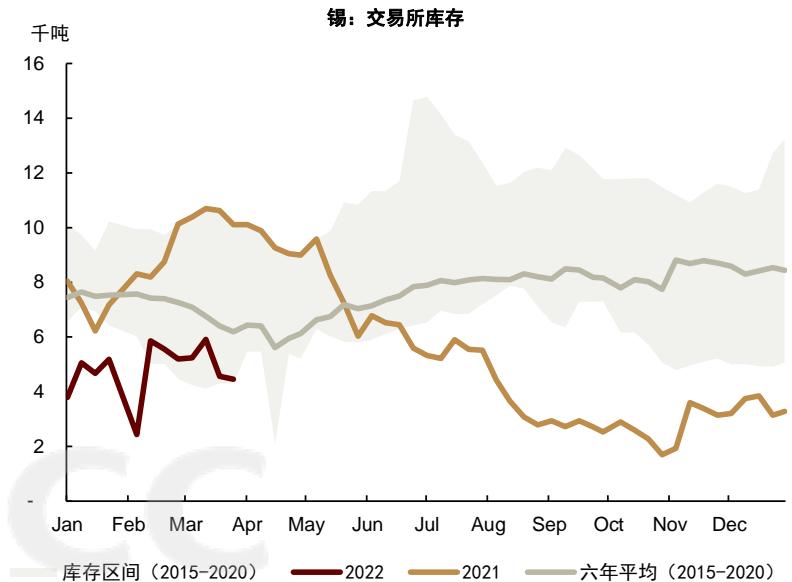
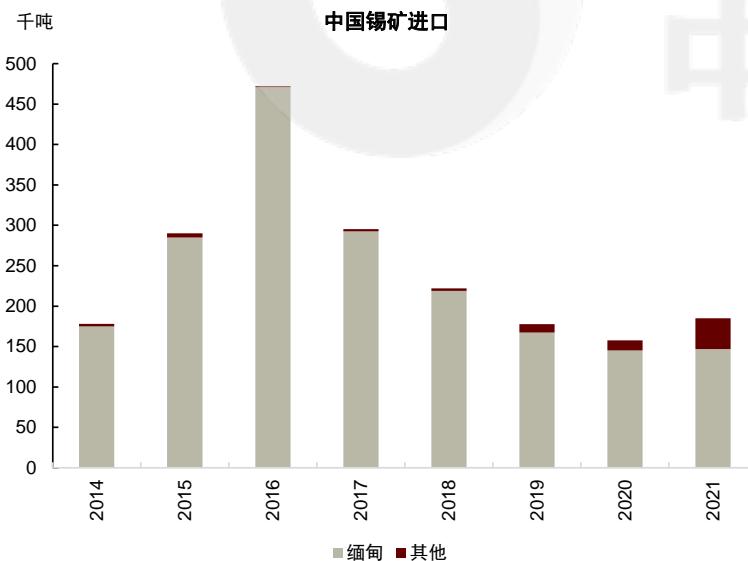
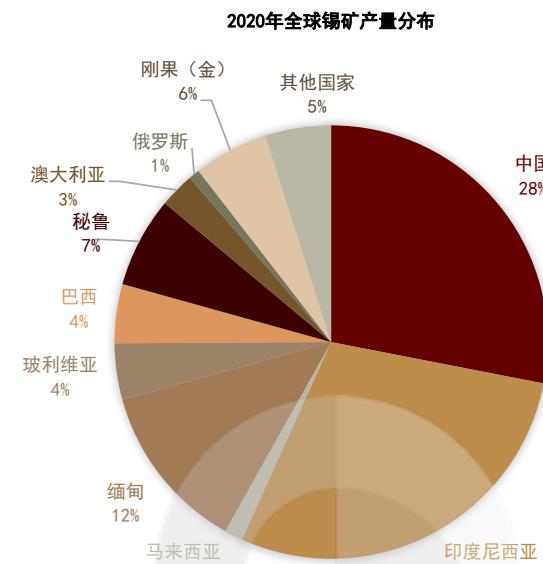
112

# 镍：库存持续降低，行业成本抬升



# 锡：供需缺口持续，但需注意需求破坏风险

大宗商品

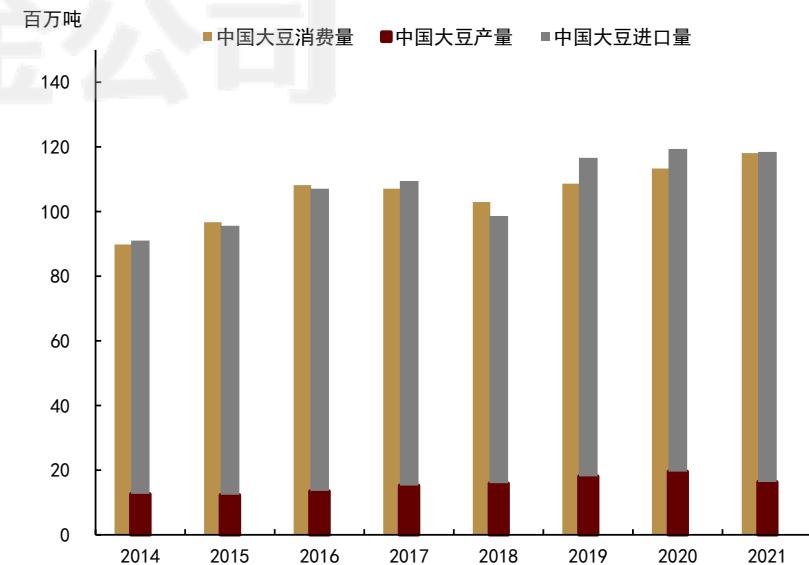
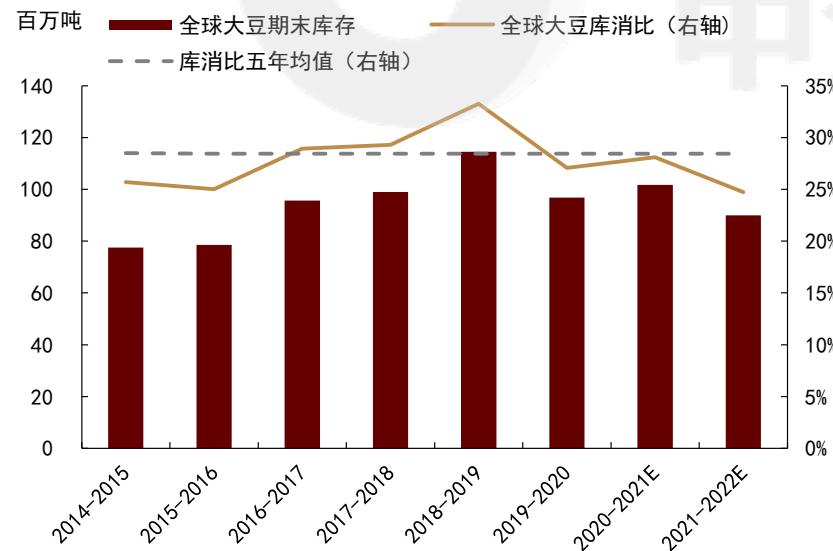
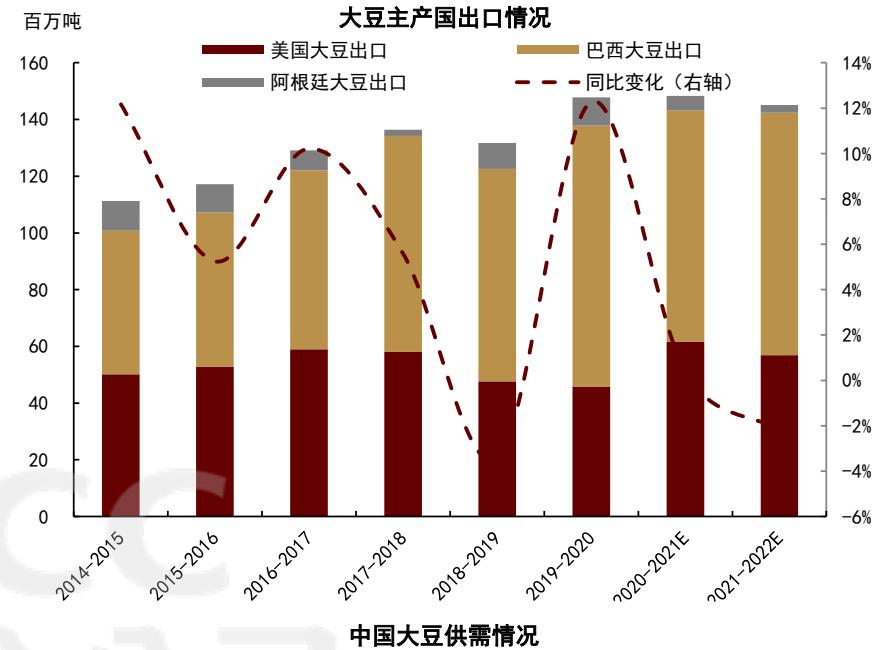
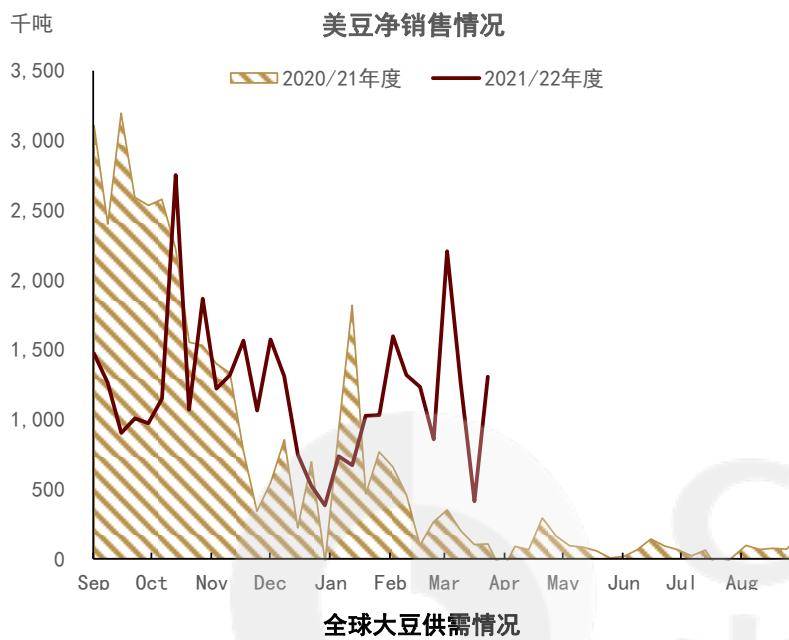


资料来源：海关总署，伦敦金属交易所，上海期货交易所，中金公司研究部

返回目录

# 大豆：库存修复困难，价格仍存上行空间

大宗商品

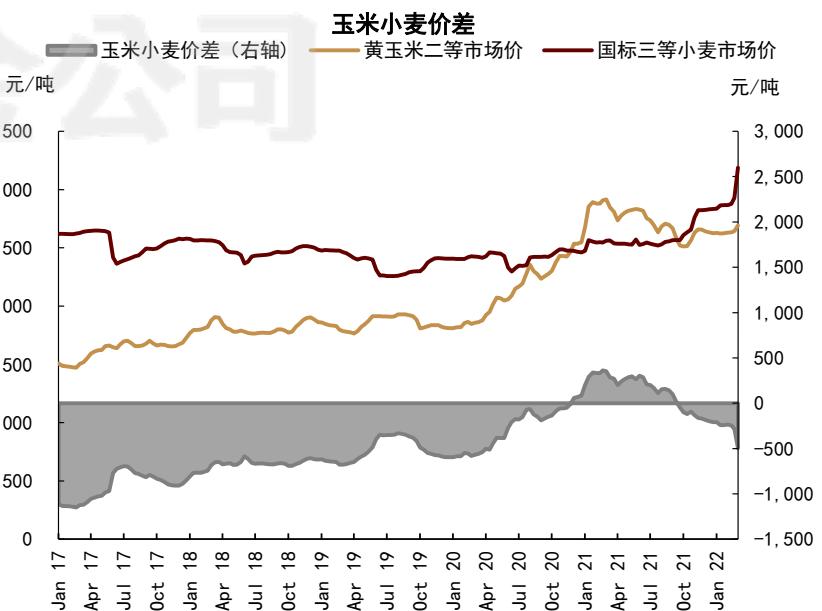
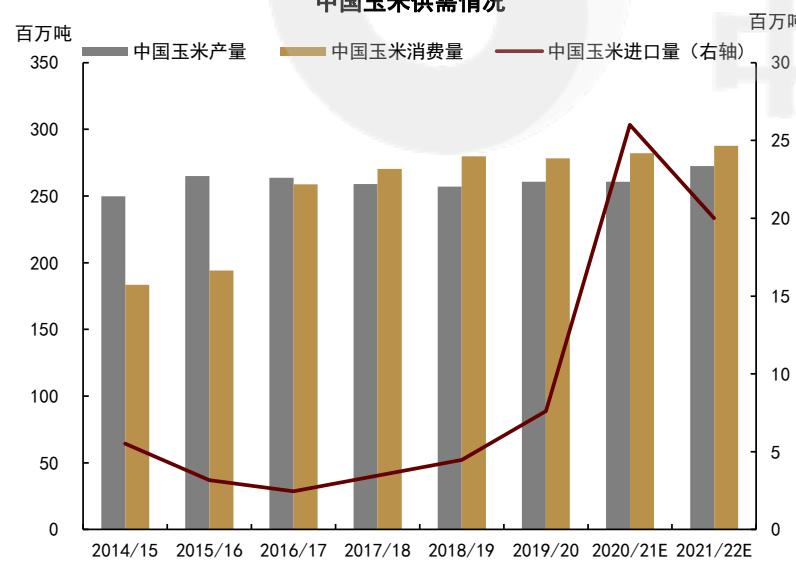
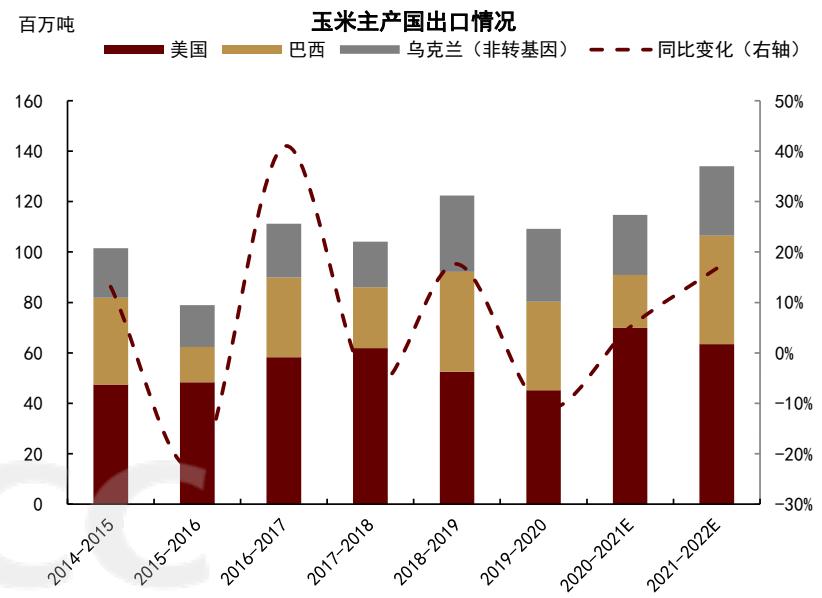
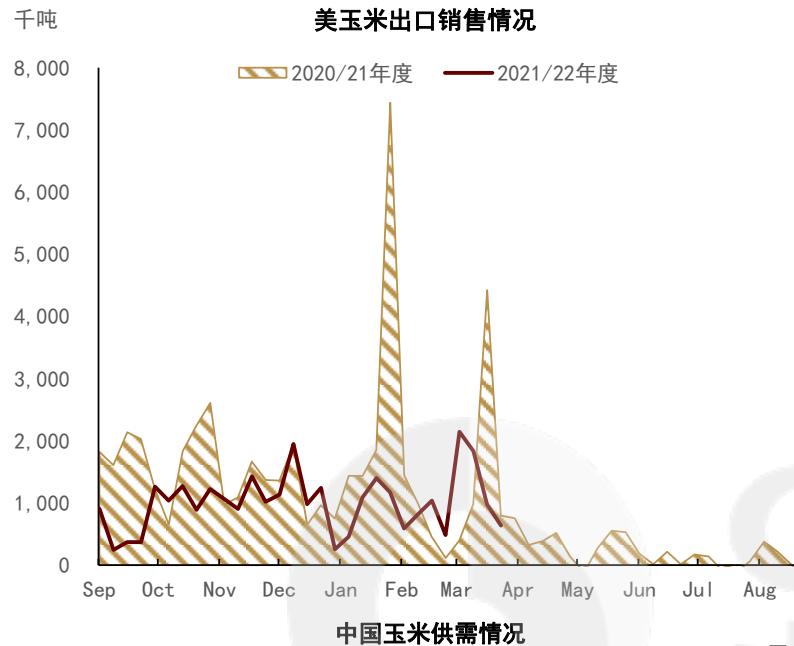


资料来源：万得资讯，国家统计局，农业农村部，USDA，中金公司研究部

返回目录

# 玉米：国际价格高位震荡；国内玉米价格偏强

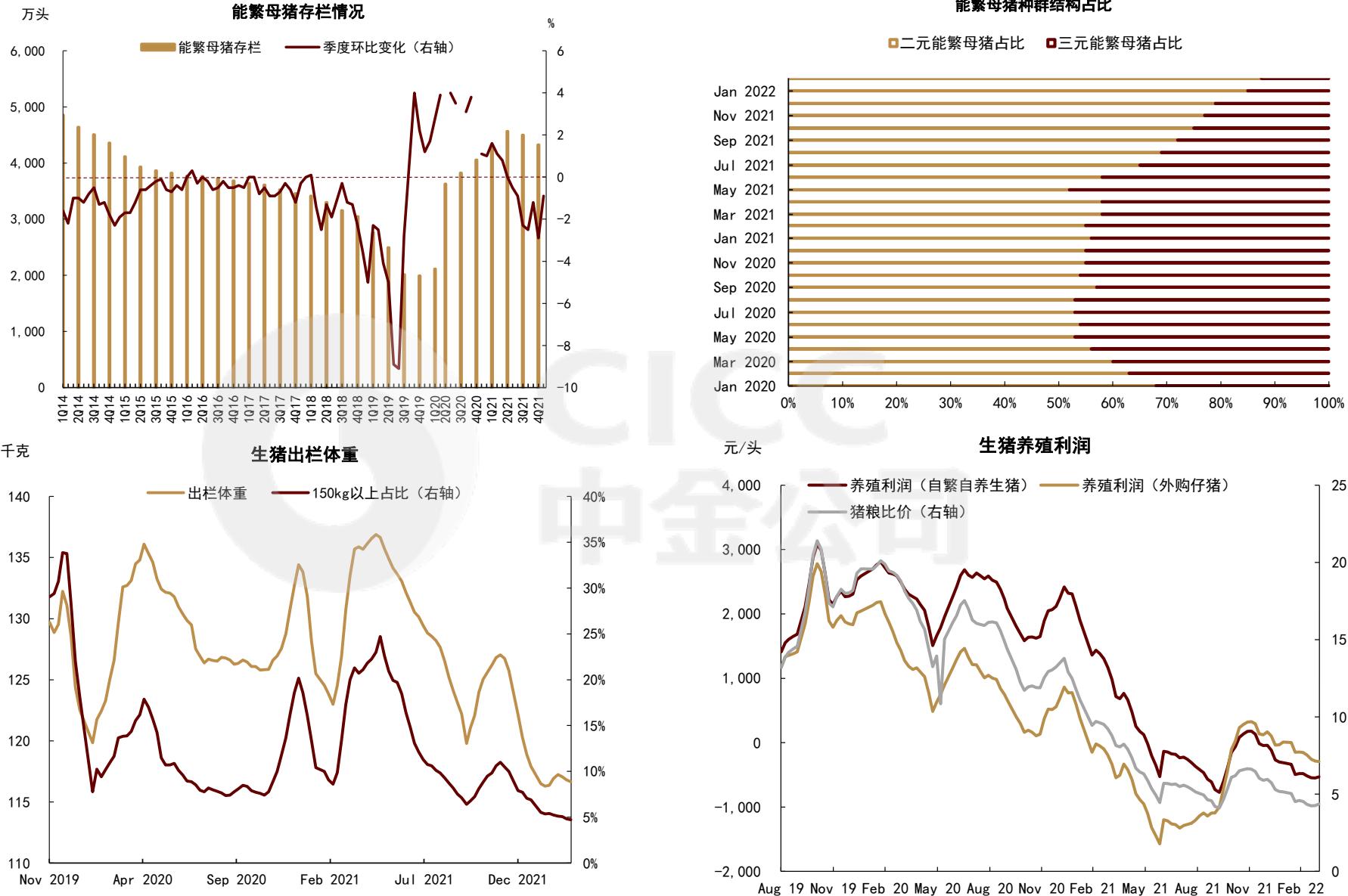
大宗商品



资料来源：万得资讯，国家统计局，农业农村部，USDA，中金公司研究部

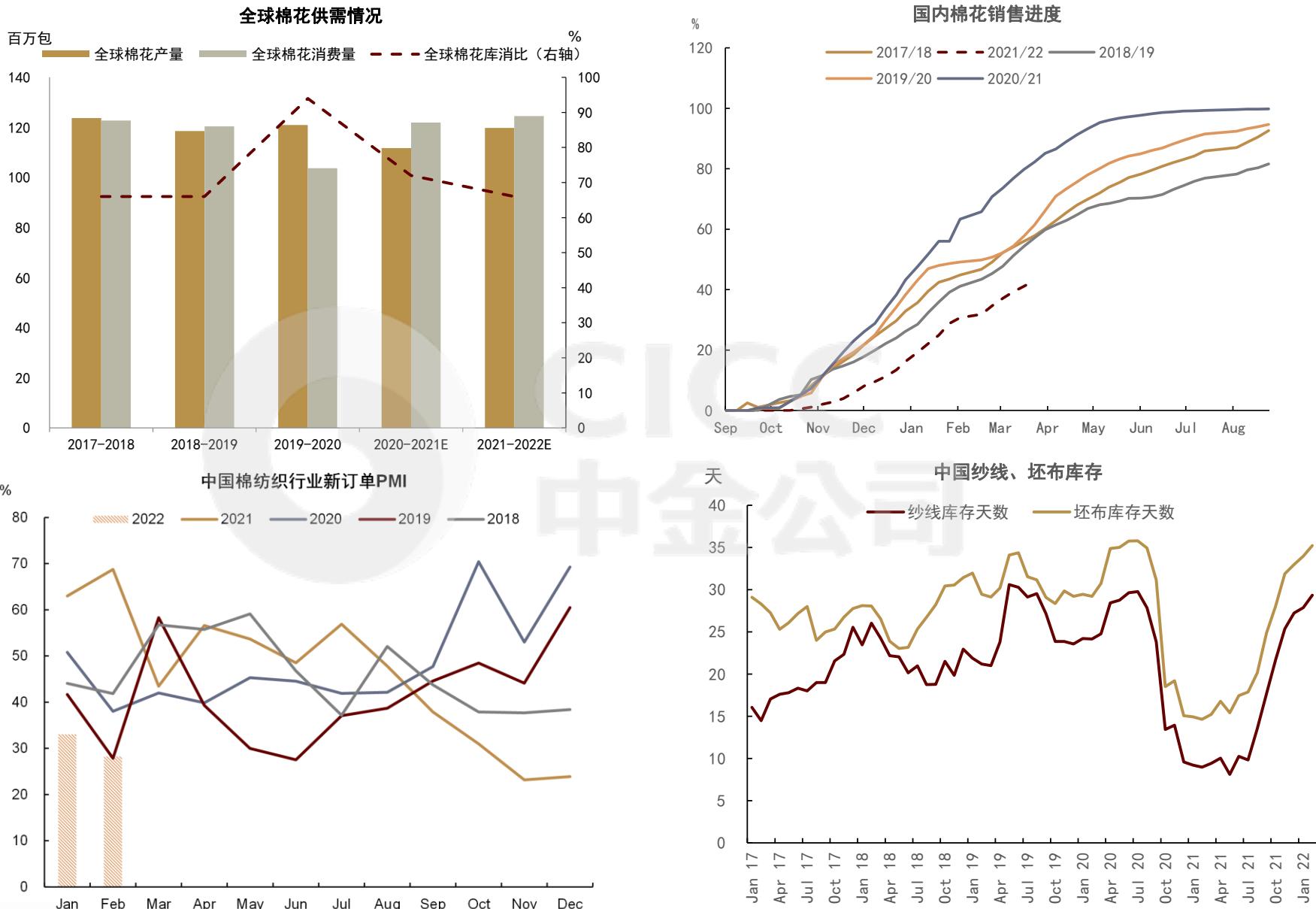
# 生猪：周期或将结束，但价格反弹高度有限

大宗商品



资料来源：万得资讯，国家统计局，农业农村部，涌益咨询，中金公司研究部

# 棉花：利好持续兑现，外盘强于内盘



# 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。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第3235号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第2条31项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

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。**

