

# 研报精选

2022年9月13日 第88期

## 宏观专栏

### **流动性仍淤积，但积极因素增强——8月金融数据点评**

报告认为，从7-8月金融数据平均来看，流动性淤积的情况没有发生根本性变化，但更多积极因素正逐步显现，提示我们对经济基本面应该保持耐心。长期来看，我国金融周期仍处于下半场，房地产高速扩张的时期已过；但短期来看，不排除部分房地产市场已出现超调的可能性。

### **新宏观范式下的非典型衰退**

报告认为，在宏观范式结构性转变的背景下，美国经济可能在明年上半年面临较大的衰退压力。这次衰退或将兼具高通胀和企业去杠杆的双重特征，持续时间和衰退程度可能超出预期。

### **英国新首相上任的汇率影响**

报告认为，英国新任首相利兹·特拉斯主张的财政支持力度较大，但在对欧关系等政策上存在一定的不确定性；叠加诸多经济层面的负面预期，作为顺周期货币的英镑或很难有持续的大幅反弹。

## 专题聚焦

### **全球视角：个人养老金的未来**

报告认为，人均GDP和年龄结构变化可能主导中国未来养老金积累过程。未来10年，中国个人养老金占GDP比重可能上升至3%-5%，绝对规模或可突破5万亿元，发展前景广阔，为养老事业提供保障。

## 宏观专栏

### 流动性仍淤积，但积极因素增强——8月金融数据点评

票据融资结构的变化掩盖了8月信贷量的反弹强度，同时信贷结构亦不差，显示货币信贷政策再发力；财政加快投放则是支撑M2增速最重要的动力。从7-8月平均来看，流动性淤积的形势没有根本性变化，基本面的下行压力仍存。但是更多的积极因素走上台前，提示我们对经济基本面应该保持耐心。长期来看，我国金融周期仍处于下半场，房地产高速扩张的时期已经过去了；但短期来看，不排除部分房地产市场已出现超调的可能性。

虽然8月信贷不及预期，但是社融仍然略高于市场预期。8月新增信贷1.25万亿元，低于WIND市场预期的1.36万亿元，相比去年同期多增300亿元。但8月新增社融2.43万亿元，略高于WIND市场预期的2.0万亿元，同比少增5593亿元。8月新增未贴现票据3485亿元，同比多增3360亿元，这是支撑社融超市场预期的主要因素。

票据融资结构的变化掩盖了本月信贷总量的反弹，信贷结构也并不算差。票据融资有两种，一种是票据贴现，计入银行贷款；还有一种是未贴现的银行票据，不计入银行贷款，计入社融。历史上，如果贷款需求疲软，需要票据贴现冲量，票据利率将走低，未贴现票据在票据总融资中的占比就低一些。8月末票据利率波动上行，8月票据贴现同比少增1222亿元，显示贷款投放尚佳，冲量必要性不大，未贴现票据占比上升，规模同比多增3360亿元。我们进行一个并不完全严谨的调整：如果按照今年1-7月票据贴现占票据总融资的比例对8月的数据进行计算，那么8月表内票据融资应该在4000亿元以上，意味着8月可比口径的信贷应该在1.5万亿元以上。8月表内外票据融资总规模在高达5076亿元，亦表明票据供应仍然相对充裕。

票据贴现未冲量说明8月信贷投放量并不算弱。此外，还有部分资金或通过非信贷形式投放，例如用作项目资本金的政策性金融工具。从贷款结构看，8月企业中长期贷款同比有所上升，8月新增企业中长期贷款7353亿元，同比多增2138亿元，可能受到基建资本金到位的影响，而资本金到位可能也是来源于

政策性银行的资金支持。此外，8月居民中长期贷款2658亿元，同比降幅也有所收窄。新增信贷在7月大幅下降之后，在8月出现了反弹，信贷余额同比增速也保持了平稳。但信贷供给的增加传导到信贷需求仍需时日，今年来贷款同比波幅加大或也反映了信贷供给督导多增和需求疲弱的拉锯。

**本月M2增速的上升主要受财政加快投放支撑。**虽然本月信贷增速、社融增速均没有上升，新增政府债融资同比也明显减少，但是8月M2同比增速仍然继续上升0.25个百分点至12.2%。年初以来，总存款增速与M2增速一起上升，但是8月总存款增速下降，M2增速上升，因此M2增速主要受财政存款加快投放、转化为私人部门存款的影响。8月财政存款减少2572亿元，相比去年同期多减4296亿元，提振M2增速0.2个百分点。

**流动性淤积的形势可能难以迅速改变，但积极的因素也在走上台前。**虽然8月的信贷与社融数据算是有一些反弹，但是7-8月平均来看，总体融资需求仍然难说明显改善，今年以来社融同比增速仅上升了0.2个百分点，即使考虑了央行利润上缴之后，社融同比增速的上升幅度也是0.5个百分点左右，这样的上升幅度是低于历史上各轮宽松周期的，而M2上升的幅度则是不低的，反映货币的宽松幅度大于信用的宽松幅度。目前比较关键的经济变量（疫情的发展、房地产景气度）也似乎还没有等到改善的明显迹象，出口则增加了新的下行压力，流动性淤积的现象暂时还没有快速改善的态势。但是，一些积极的因素正在逐步地走上台前，在提示我们可以对未来多一些耐心。

**第一是政策发力，缓冲了此前市场担心的基建“后劲不足”。**国务院今年连续批准6000亿元政策性金融工具补充资本金，又要求5000亿元地方专项债剩余限额要在10月底前发行完毕，并且加快形成实物工作量。国务院新闻发布会中已经指出5000亿元地方专项债剩余限额基本都可以落实到项目，3000亿元政策性金融工具已经落实、并且要求在9月底之前全部转化为实物工作量，另外3000亿元政策性金融工具也将加紧落实，这些措施在一定程度上缓解了此前市场担心的基建后劲不足的问题。

**第二，从中长期来看，我国仍处于金融周期下半场，房地产高速扩张时期**

已经过去了。但是短期来看，不排除部分房地产市场已有超调的可能。我们将中国本轮房地产新开工面积的下降轨迹与日本1990-1992年、日本1996-1998年、美国2006-2009年这几个大的泡沫破裂期间的状况进行对比，发现中国房地产新开工面积的跌幅已经大于日本1990-1992年泡沫破裂、1996-1998年亚洲金融危机的表现，但低于美国次贷危机期间的表现；从下降的斜率来看，过去半年的斜率则已经超过了日本1990-1992、1996-1998以及美国次贷危机时的斜率。然而，从金融系统来看，中国对非政府部门的信贷增速并未出现明显下滑，商业银行不良贷款率也未走高，也就是说并未出现金融泡沫破裂加速地产基本面下行的迹象。此外，从一些长期基本面的角度来看，中国的城镇化率距离美国、日本发生危机时的水平仍然有一定的距离；中国居民的杠杆水平虽不算很低，但也没有美国发生次贷危机前那么高。因此，虽然房地产高速发展的阶段已经成为历史，但是短期来看，不排除部分房地产市场已有超调的可能。也就是说，2022年的销售面积可能较大程度上低于中金地产组给出的需求中枢预测。

---

以上观点来自：2022年9月10日中金公司研究部已发布的《流动性仍淤积，但积极因素增强——8月金融数据点评》

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 新宏观范式下的非典型衰退

8月26日的Jackson Hole会议上，美联储主席鲍威尔再次强调了抗通胀的决心，并暗示甘愿以“经历一段时间持续低于趋势增长的‘阵痛期’”为代价换取物价重回稳定<sup>1</sup>。随着加息缩表深化，美国经济下行的压力日渐积累，衰退风险成为笼罩市场的阴云。本文分析了美国经济陷入实质性衰退的风险，具体包含可能的衰退时点、衰退深度以及持续时间三个方面。在《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》中，我们论述了在多重供给约束长期存在和大财政重启的背景下，未来全球可能面临较长期较高水平的通胀和利率中枢，“大缓和”期间量与价的关系在未来可能会发生结构性改变。这些变化对货币政策和实体部门都将产生深远影响，意味着下一次衰退中宏观经济和资本市场可能面临新的挑战。

具体而言，在宏观范式结构性转变的背景下，我们认为美国经济大概率面临一场**非典型的衰退**。非典型主要源于两个方面：高通胀环境下两难的货币政策，和高利率环境下可能触发企业去杠杆进程。终局大概率是一场持续时间可能超预期的漫长衰退，因而使得累计衰退程度可能较大（衰退深度×衰退时间）。回顾二战以后美国经济历次衰退的持续时间，超过一年的有三次：1973.11-1975.3（16个月）、1981.7-1982.11（16个月）和2007.12-2009.6（18个月）。前两次衰退是在美国高通胀时期，最后一次伴随着家庭部门长期去杠杆过程。在高通胀和高利率的新宏观范式下，下一次衰退可能兼具高通胀环境和（企业）去杠杆进程的双重特征。虽然每个特征都没有这三次显著，但双重特征交织叠加美联储手脚受束，或将使得下一次衰退持续时间亦较为漫长。

首先，从衰退风险上来看，虽然劳动力市场依然强劲，但一系列对于美国经济增长有领先性意义的指标已显示经济衰退风险在日渐上升。我们基于对衰退风险预警历史表现较稳健的七个指标构建了衰退风险预警热力图，发现截至7月的最新数据，七个衰退预警信号已全部亮起红灯，或预示明年一季度美国

<sup>1</sup> 请参见：<https://www.cnbc.com/2022/08/26/watch-federal-reserve-chair-jerome-powell-speak-live-at-jackson-hole.html> “a sustained period of below-trend growth... bring some pain to households and businesses... .”

经济将陷入衰退。

其次，从衰退持续时间上来看，可能到来的下一次衰退或将会是一场持续时间约一年半的漫长衰退。历史经验表明，控制通胀通常需要以一定程度的经济放缓为代价。我们提出控通胀与衰退的“做功理论”：压缩一定的通胀幅度，美联储做的功也大致在一定水平，进而累计衰退程度一定。但在方式上，要么是大功率（短期内衰退程度较深）与短时间，要么是小功率（短期内衰退深度相对可控）与长时间。前者是短暂但剧烈的“大火爆炒”式，后者是短期内深度可控但持续时间漫长的“小火慢炖”式。考虑到以下两方面原因，我们认为在本轮加息中，后者有更大概率出现：一方面，在高利率环境下，位于历史高位的企业部门杠杆与经济衰退互相加强，形成负反馈循环，企业部门或经历较长时间的出清和去杠杆过程。另一方面，较高的政府债务水平制约货币政策的收紧空间，使得美联储在这次加息周期中很难做到充分加息。难以充分加息的结果可能是高通胀萦绕，这会制约美联储之后放手降息和投放流动性的手脚，从而难以打破企业部门的高杠杆和经济衰退二者的负反馈机制。这可能会拖累劳动力市场复苏，并延长整个衰退周期的持续时间和衰退发生后的调整时间。

最后，从衰退深度上来看，我们认为两方面因素可能有助于降低深度衰退的风险。一方面，家庭部门的资产负债表较为稳健，可能成为缓解衰退深度的“缓冲垫”。受益于针对疫情的政府财政救助，美国家庭积累了大量的超额储蓄与可支配现金。净资产的积累能够从财富效应渠道和信贷约束渠道两方面支持家庭的消费需求。另一方面，政府债务创历史新高，可能制约货币政策的收紧空间。在通胀中枢约为3.5%和联邦基金利率约为4.3%的情形下，未来十年美国政府利息支出占GDP的比重或将达到历史高点。我们预计，受制于政府债务可持续的硬约束，美联储收紧的节奏和力度可能将远不及沃尔克时期，因此经济面临的下行压力、或者说陷入深度衰退的概率也不及彼时。

---

以上观点来自：2022年9月5日中金公司研究部已发布的《新宏观范式下的非典型衰退》

张峻栋 SAC 执证编号：S0080120120076 SFC CE Ref: BRY570

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 英国新首相上任的汇率影响

北京时间9月5日，英国前外交大臣利兹·特拉斯接替7月下台的鲍里斯·约翰逊，成为英国历史上第三位女首相<sup>2</sup>。与此同时，特拉斯也将面临严峻的考验：英国高达两位数的通胀，愈发强烈的经济衰退预期，以及高企的能源价格。金融市场的表现已经反映了英国经济所面临的窘境：英镑今年年内至今累计下跌15%；国债和企业债大幅走低，英国蓝筹公司融资成本大涨至近10年以来高点5%之上；反映英国国内经济的FTSE-250中小板指数相对更依赖出口的FTSE-100指数下跌近18%，而这也是自2008年金融危机前夕以来最差的表现。面对多年不遇的困难局面，特拉斯的财政支持力度大于另一位候选人苏纳克，但是她在对欧关系等政策上存在一定的不确定性。因此，我们认为她的上任是否能在短期内逆转英镑的跌势依旧有较大不确定性。

我们对特拉斯的主要政策主张整理如下：

**1. 财政刺激：**特拉斯一直主张英国政府扩大财政赤字规模，并通过发放政府补贴来应对目前英国家庭正面临的通胀压力。特拉斯主张在上任之后第一个月内推出以减税为中心的紧急预算案，包括取消1.25%的国民保险，下调英国民众的工资税以及商品增值税，并削减能源费用中的绿色税等，以帮助每个英国家庭节省约150英镑/每年的开支。虽然这一系列潜在的财政刺激政策的具体数目还没有公布，但市场一致预计这将会在700亿英镑左右<sup>3</sup>（如果按照今年2季度的GDP来估算，这一财政政策的规模将达到GDP的11%左右）。不过，尽管根据财政部的估计，能源行业将在未来两年内获得高达1,700亿英镑的超额利润，特拉斯依然拒绝对能源公司征收任何暴利税（windfall tax）。如此一来，特拉斯将不得不依靠发行额外的政府债务或削减其他的政府支出来获取资金支持。这在当前英国央行激进加息的时点可能会给英国财政带来更多压力。

**2. 修改英国央行的政策目标：**因为特拉斯的财政刺激与英国央行的紧缩政

<sup>2</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3669599>

<sup>3</sup> <https://www.telegraph.co.uk/politics/2022/09/04/liz-truss-could-freeze-bills-avoid-energy-armageddon/>

策相悖，因此特拉斯在竞选时主张重新审视BOE的货币政策框架，甚至建议重新设立货币政策目标（改为以GDP增长或货币增长为目标）。虽然这一主张在之前选举期间遭到BOE行长Bailey的强烈反对，但特拉斯的上任无疑会让市场开始担忧英国央行的独立性问题。如果英国首相质疑BOE以通胀为目标的货币制度，这可能会引发通胀预期的上行并破坏BOE的紧缩效果，从而对英镑汇率产生负面影响。

**3. 对欧关系：**特拉斯在竞选时主张推翻《北爱尔兰协议》中的一些条款。《北爱尔兰协议》（Northern Ireland Protocol）是脱欧时欧盟与英国达成的协议中的一部分，以预防脱欧后北爱尔兰和爱尔兰之间重返贸易“硬边境”。在此协议下，英国脱欧后北爱尔兰依然能留在欧盟的单一市场，但从英国进入北爱尔兰的特定商品需要接受常规的海关检查，以便保留欧盟单一市场的完整性。早在担任外交大臣期间，特拉斯就曾提出《北爱尔兰协议书法案》（Northern Ireland Protocol Bill）<sup>4</sup>，目前这一法案已通过了下议院，正处于上议院的二读阶段<sup>5</sup>。如果特拉斯上任之后触发了《北爱尔兰协议》的第16条，或者《北爱尔兰协议书法案》获得通过，那么我们不能排除英国和欧盟的关系在脱欧之后进一步变坏的可能性，进而对英镑产生不利影响。

**英国央行的加息很难支撑英镑。**短期内，英国央行仍然会致力于激进加息以应对通胀。目前OIS市场预计BOE会加息68基点（即加息50或75基点的概率各占50%左右），而本轮加息的终点则在2023年5月，终点利率位于4.46%附近。无论是剩余加息幅度还是终点利率，英国央行都比美联储更为激进。但英国央行的加息在当前复杂的局面下恐怕很难持续支持英镑。我们认为，在诸多经济层面的负面预期下，作为顺周期货币的英镑或很难有持续的大幅度反弹。

---

以上观点来自：2022年9月6中金公司研究部已发布的《英国新首相上任的汇率影响》

李刘阳 SAC 执证编号：S0080121120085 SFC CE Ref: BSB843

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

---

<sup>4</sup> <https://bills.parliament.uk/bills/3182>

<sup>5</sup> <https://www.politico.eu/article/liz-truss-first-parliamentary-battle-brexit-northern-ireland-protocol/>

## 专题聚焦

### 全球视角：个人养老金的未来

**个人养老金发展呈现全球多样性：**2022年，我国个人养老金制度进入加快部署阶段。我们根据过去20年26个国家的个人养老金发展实践，从人口特征、经济基础、制度设计三个维度展开分析，考察了年龄结构、预期寿命、收入水平、资产配置、金融发展、投资收益、公共养老金、税收优惠与转换机制九大因素，为中国与全球养老金的发展前景提供定性分析与定量核算。

**人口特征——人口老龄化导致养老金先增后降：**人口特征对养老金发展起决定作用。根据生命周期理论，居民退休后收入低于消费，储蓄开始减少。如果退休人口占总人口比重上升，似乎应该造成养老金持续减量。但从数据上看，年龄结构与养老金积累并非简单反向关系。在人口老龄化过程中，养老金积累会先增加再减少，原因在于老龄化是一个动态过程：年轻人口首先要成为中年人口，然后再成为老年人口，而中年人口储蓄高于年轻人口与老年人口。因此在老龄化前期，由于中年人口比重上升，社会总储蓄与养老金增加。随着老龄化程度进一步加深，更多的中年人口转换为老年人口，老年人口对储蓄的消耗效应超过中年人口对储蓄的积累效应，此时总储蓄与养老金规模开始持平甚至减少。目前我国老年抚养比在20%左右，预期2035年升至35%。在当前老龄化阶段，老年抚养比每上升10%，个人养老金占GDP比重平均提升12%-27%，因此未来十年可能成为我国个人养老金积累的关键窗口期。在老龄化过程中，预期寿命提高，居民需要为退休准备更多储蓄，也促进了养老金积累。

**经济基础——居民资产配置与收入水平同样重要：**一个国家经济越发达，居民收入水平越高，储蓄与养老金资产规模一般越大，背后反映居民的边际消费倾向递减，收入提高后更高的收入比重转换为储蓄。我们发现人均GDP每提升1000美元，个人养老金占GDP比重平均提升0.6%。与收入水平相比，我国储蓄偏高而养老金存量偏低，反映居民资产配置失衡：房产配置接近60%但金融资产配置偏低。国际实践显示，房价收入比每增加10%，个人养老金占GDP比重平均降低0.25%。在金融资产内部，存款比例接近50%而股票债券资产配置

偏低。居民资产配置比重失衡，既导致养老金规模偏低，也可能引起贫富分化、地产泡沫、金融风险等众多社会经济问题。在人口结构变迁、金融市场发展与产业政策引导下，我们认为我国居民资产配置正在进入由实物资产向金融资产、由存款向多类型金融资产切换的拐点，将有助于个人养老金积累。

**制度设置——聚焦三个支柱养老金之间的替代互补：**养老金可以划分为不同层次，公共养老金、企业养老金与个人养老金分别为第一、二、三支柱，第一二支柱养老金的发展会影响到第三支柱养老金。公共养老金规模较大，往往会对个人养老金产生替代效应。一方面，如果公共养老金支出较多，居民税收负担上升，储蓄能力下降，会延缓个人养老金积累。另一方面，公共养老金规模较大，一般已经较好满足了大部分居民的养老需求，居民积累个人养老金的必要性下降。我们发现公共养老金占GDP支出每增加1%，个人养老金资产占GDP比重平均下降2.9%。与此同时，个人养老金的税收优惠属性会减弱公共养老金的替代效应。第二支柱对第三支柱养老金也存在替代效应，但是如果二者之间存在灵活的转化机制，第二支柱的发展也可以促进第三支柱养老金发展。

**个人养老金的未来：**我们使用固定效应面板模型，量化测算了2000-2020年间全球26个代表性国家个人养老金的发展规律。模型使用前述九大因素解释各国个人养老金规模，解释力达96%。从全球来看，随着人口老龄化加深，个人养老金的积累速度可能开始放缓，同时国别之间分化加大。从中国来看，人均GDP和年龄结构变化可能主导未来10年养老金积累过程。模型预测个人养老金在经历一段平稳期后进入加速增长阶段，未来10年个人养老金占GDP比重可能上升至3%-5%，绝对规模或可突破5万亿元，发展前景广阔，为养老事业提供物质保障，为资本市场提供增量资金。

---

以上观点来自：2022年9月4日中金公司研究部已发布的《全球视角：个人养老金的未来》

李昭 SAC 执证编号：S0080121060067

齐伟 SAC 执证编号：S0080121120145

杨晓卿 SAC 执证编号：S0080121050251 SFC CE Ref: BRY559

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.9.5 中国宏观周报：专项借款，托底交楼 ——复工复产跟踪系列（十三）
- 2022.9.5 海外宏观专题报告：新宏观范式下的非典型衰退
- 2022.9.7 中国宏观热点速评：8月进出口点评：出口增速下滑源于两个主要因素
- 2022.9.9 海外央行观察：滞胀风险前，欧央行大步加息
- 2022.9.10 中国宏观热点速评：需求偏弱，主导近期通胀走势——2022年8月通胀数据点评
- 2022.9.10 中国宏观热点速评：流动性仍淤积，但积极因素增强——8月金融数据点评

### 策略及大宗商品

- 2022.9.5 中国策略简评：北交所系列八：北交所宣布设立一周年，制度逐步完善
- 2022.9.6 大宗商品：能源：石油：OPEC+减产略超预期，但实际影响有限
- 2022.9.8 大类资产配置月报（2022-9）：周期逆行后的风险与机会
- 2022.9.8 大宗商品：农产品：豆粕：新季大豆到港前，上行风险未减
- 2022.9.10 全球资金流向监测：外资继续流出；南向流入扩大
- 2022.9.11 海外市场观察：全球美元流动性或进一步收紧
- 2022.9.11 大宗商品：有色金属：铝：国内外电力风险再现，这次影响有何不同？
- 2022.9.12 A股策略周报：低估值风格可能仍有相对收益

### 固定收益

- 2022.9.5 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.9.5 中资美元债周报：新发冷清，地产美元债小幅回调
- 2022.9.5 招投标备忘录：国开债22年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2022.9.6 简评：小熊转债上市定价分析
- 2022.9.6 招投标备忘录：贴现国债22年第48、49期新发，付息国债22年第14、16期续发，贴现农发债22年第1期新发，农发债22年第5、8期增发——利率债招标分析
- 2022.9.6 专题研究：中国投资者如何投资海外固收产品——中金固收海外研究系列
- 2022.9.7 简评：顺博转债上市定价分析
- 2022.9.7 中国城投债券月报：再融资环比改善但同比仍下滑，弱区域谨慎择券——8月城投债券月报
- 2022.9.7 简评：出口回落，贸易顺差仍支撑汇率——8月贸易数据分析

- 2022.9.7 中国房地产债券月报：8月房地产债券月报：——房地产债券走向来到关键时点
- 2022.9.7 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.9.7 招投标备忘录：国开债22年第9期新发，22年第15、17期增发——利率债招标分析
- 2022.9.8 专题研究：新兴市场债市发展历程与定价剖析——中金固收海外研究系列
- 2022.9.8 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.9.9 招投标备忘录：贴现国债22年第50、51期新发——利率债招标分析
- 2022.9.9 简评：通胀压力回落，债牛延续——8月通胀数据分析
- 2022.9.9 专题研究：韩国和日本证券化市场概述 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.9 简评：政策性金融工具发力，但社融和M2增速差仍下行，利率下行未改——8月金融数据点评
- 2022.9.11 信用债收益率跟踪周报：收益率多数下行，一级发行大幅转负

## 行业

- 2022.9.5 REITs: C-REITs 2022中报：上半年经营表现承压，关注下半年潜在修复情况
- 2022.9.5 电力电气设备：国内众多项目开标，美国加州峰谷价差提升
- 2022.9.5 医疗健康：关注疫情后复苏机会、创新器械政策拐点
- 2022.9.5 日常消费：食品饮料1H22业绩回顾：白酒龙头延续稳健，大众品关注需求及成本改善机会
- 2022.9.5 证券及其他：1H22行业回顾：费类业务稳健，投资主导波动
- 2022.9.5 机械：1H22板块景气分化，新能源装备表现亮眼
- 2022.9.5 电力电气设备：工业自动化跟踪：8月需求弱运行，持续去库存
- 2022.9.5 汽车及零部件：中报业绩落地；“新新势力”销量崭露头角
- 2022.9.5 主题研究：硅料价格上行，下游环节报价持稳
- 2022.9.5 软件及服务：工业软件：2H22行业景气度跟踪展望
- 2022.9.5 保险：中金看海外 公司 | 安联资管：独树一帜的全球保险资管龙头
- 2022.9.5 金融：市场调整期的商业模式启示 ——1H22财富管理回顾
- 2022.9.6 不动产与空间服务：周报#308：9月首周销售跌幅收窄至两成
- 2022.9.6 建材：1H22回顾：压力持续，行业整合在途
- 2022.9.6 金融：数据与场景并重——1H22银行科技回顾
- 2022.9.6 交通运输物流：1H22公路板块受疫情影响业绩承压
- 2022.9.6 医疗健康：专精特新：医用高耗和原料药的产业升级
- 2022.9.6 煤炭：能源供给风险再加码，煤炭动能延续
- 2022.9.6 航空航天科技：1H22总结：产销两旺，高景气向下游传导
- 2022.9.6 交通运输物流：航空1H22业绩回顾：业绩触底，黎明在即
- 2022.9.6 金融：数说公募基金：穿越周期、彰显韧性 ——1H22行业回顾

- 2022.9.6 香港金融：息差改善进行时，内房风险成焦点 ——香港银行1H22业绩回顾
- 2022.9.6 化工：1H22业绩回顾：盈利维持高韧性，行业仍处在产能扩张期
- 2022.9.6 金融：数说公募基金：分仓规模略降、大集合转公募贡献佣金增量——1H22公募分仓简析
- 2022.9.7 房地产：A股房企业绩回顾：业绩承压，分化加剧
- 2022.9.7 机械：VR/AR：机械式可变焦显示有望成为标配
- 2022.9.7 汽车及零部件：上海加快智能网联汽车创新发展，自主配套软硬件产业链受益
- 2022.9.7 金融：支付收单行业1H22回顾：交易流水短期承压，监管合规持续趋严，行业格局有望改善
- 2022.9.7 主题研究：电新1H业绩回顾：需求分化，利润再分配
- 2022.9.7 电力电气设备：光伏2Q22业绩回顾与展望：产值边界向上拓展，行业景气度再创新高
- 2022.9.7 主题研究：交换芯片：下游应用驱动规模及性能双升，长期受益国产替代
- 2022.9.7 金融：信贷科技1H22业绩回顾：进退有常
- 2022.9.7 银行：三支柱产品8月报：寻找未来规模催化要素
- 2022.9.7 金融：资管通鉴：8月债基新发规模环比增长强劲
- 2022.9.7 REITs：周期因素如何影响海外REITs市场 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.7 汽车及零部件：专精特新 | 汽车：电动智能转型创造新机遇
- 2022.9.7 商业运营管理：洞察商管V：再探中国购物中心宏观微观画像
- 2022.9.7 房地产：财报全面释压，关注个体分化和局部亮点
- 2022.9.7 物业管理：1H22业绩显著分化，相关趋势料将延续
- 2022.9.8 家电及相关：竞争加剧，2015空调对2022扫地机借鉴
- 2022.9.8 交通运输物流：化工物流1H22业绩回顾：长牛赛道，整合提速
- 2022.9.8 主题研究：2Q22全球动力电池业绩回顾：盈利环比回暖，产能扩张提速
- 2022.9.9 医疗健康：眼科：弱化短期疫情扰动，放眼长期景气度
- 2022.9.9 科技：iPhone 14维持上代售价，穿戴类创新可期
- 2022.9.9 日常消费：大众品成本专题：原料走势分化，优选边际改善机会
- 2022.9.9 汽车及零部件：川渝限电短期扰动生产，出口销量再创新高
- 2022.9.9 交通运输物流：交运1H22业绩综述：在不确定中寻找相对确定
- 2022.9.9 银行：1H22银行财报解析：总体稳健，前瞻风险
- 2022.9.9 软件及服务：全球工业软件公司2Q22业绩梳理：收入增速环比收窄，云化之路实践各异
- 2022.9.9 有色金属：铝：供给端扰动显著增加，静待需求反转
- 2022.9.9 金融：理财子偏好配置哪些公募基金？

- 2022.9.9 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：宏观逆风导致下游预算承压，云收入增速环比放缓
- 2022.9.9 传媒互联网：广告7月：市场单月同比降幅持续收窄
- 2022.9.9 金融：数说公募基金：市场波动下的基民行为观察
- 2022.9.9 传媒互联网：广告行业复苏到哪里了？
- 2022.9.9 银行：8月金融数据解读：结构背后的讯息
- 2022.9.9 半导体：半导体周报（9/9）：华为与苹果新品受关注
- 2022.9.9 主题研究：46系大圆柱推广提速，2023年有望迎放量元年
- 2022.9.9 有色金属：铝：云南电力持续紧张，供给扰动预期增强
- 2022.9.10 金融：理财子偏好配置哪些公募基金？
- 2022.9.10 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：宏观逆风导致下游预算承压，云收入增速环比放缓
- 2022.9.10 传媒互联网：广告7月：市场单月同比降幅持续收窄
- 2022.9.10 金融：数说公募基金：市场波动下的基民行为观察
- 2022.9.10 传媒互联网：广告行业复苏到哪里了？
- 2022.9.10 银行：8月金融数据解读：结构背后的讯息
- 2022.9.11 半导体：半导体周报（9/9）：华为与苹果新品受关注
- 2022.9.11 主题研究：46系大圆柱推广提速，2023年有望迎放量元年
- 2022.9.11 有色金属：铝：云南电力持续紧张，供给扰动预期增强
- 2022.9.11 科技：科技硬件周报（9/9）：关注消费电子新机与光学赛道
- 2022.9.11 不动产与空间服务：8月存量房成交量、价均降，租金转跌
- 2022.9.12 汽车及零部件：上海出台智能网联汽车政策，行业迈入旺季
- 2022.9.12 有色金属：稀土：价格下滑趋势放缓，静待下游需求回暖

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn