

大类资产配置月报（2024-1）：产能过剩的资产启示



李昭 分析员

SAC 执证编号：S0080523050001
SFC CE Ref: BTR923
zhao3.li@cicc.com.cn



杨晓卿 分析员

SAC 执证编号：S0080523040004
SFC CE Ref: BRY559
xiaqing.yang@cicc.com.cn



屈博韬 联系人

SAC 执证编号：S0080123080031
botao.qu@cicc.com.cn

2023H2 商品和汇率在国内资产中相对占优，背后反映生产扩张。大类资产轮动反映经济周期运行，资产走势长期具有一致性：当经济向好时，股票、商品与人民币汇率走强，债券利率上行。经济偏弱时，股票、商品、利率与人民币汇率趋于下行（图表 1）。但 2023H2 以来，国内商品与人民币汇率与股票走势明显分歧，国内商品与海外商品走势也出现分化（图表 2），应当如何理解？我们认为资产价格除反映未来经济增长预期外，也受生产扩张带来的资金流入影响，**生产扩张可能是本轮国内商品与人民币汇率相对强势的关键原因**。国内和海外商品指数长期来看同步性较高，但分歧也时有发生（图表 3），一般反映细分商品价格分化（图表 4）。除生产扩张外，出口或也是国内商品和人民币表现的另一重要原因：资本账户未完全放开背景下，经常项目账户与出口与人民币汇率高度相关（图表 6）。2023 年海外经济放缓低于预期，我国出口情况好于预期，既支撑了商品价格，也产生更多外汇，增加人民币兑换需求，推高人民币币值。

生产扩张导致部分中下游企业产能过剩。社会总需求偏弱背景下，生产扩张可能引发产能过剩。2023 年中央经济工作会议指出，我国目前仍然存在有效需求不足、部分行业产能过剩的问题¹。我们使用产能利用率、毛利率与高频数据衡量产能过剩程度。首先将各行业当前产能利用率与历史水平做比较，产能利用率相对越低，产能过剩问题越严重。根据国家统计局数据，我国整体工业产能利用率在 2023Q4 回升至 75.9%，位于近七年 30%分位水平，显示总量上看有一定产能过剩压力。**从结构上观察，我们发现上游相对中下游企业产能过剩的压力更小**：采矿业整体产能利用率分位数处于历史 70%以上水平，其中石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业的产能利用率分位数则处在 80%以上，说明上游企业的经营活动已经恢复至较健康水平。但中下游企业的产能利用率分位数则普遍位于 50%下方，其中制造业整体产能利用率分位数位于 30%附近，说明中下游企业需求相对较弱，产能过剩问题更严重（图表 7）。产能过剩往往伴随企业盈利情况变差，我们也使用企业毛利率数据提供交叉验证。数据显示产能利用率分位数较高的上游企业毛利率也处于较高水平，而中下游企业则普遍聚集在低产能利用率分位、低盈利水平分位区间（图表 8）。从高频数据看，中金大类资产构建的经济高频指数使用较多工业生产指标，较少消费和价格数据。目前高频经济活动指数明显高于利率和股价走势，侧面验证产能过剩问题（图表 9-图表 10）。产能过剩问题在高新制造业尤其明显，如光伏、新能源车等领域（图表 11-图表 12）。部分中下游行业出现产能过剩问题，既反映企业决策存在一定预期偏差，也可能受到一些非经济因素影响：尽管扩大生产可能降低企业利润且形成低效投资，但短期可以增加 GDP 和促进就业，长期可以服务产业战略目标。上游产能过剩问题较轻，主要可能由于绿色转型背景下投资和供给偏紧（图表 13），而中下游扩大生产进一步增加对上游的需求，导致上游企业产能利用率上升、库存回落，推动商品价格走强（图表 14-图表 17）。

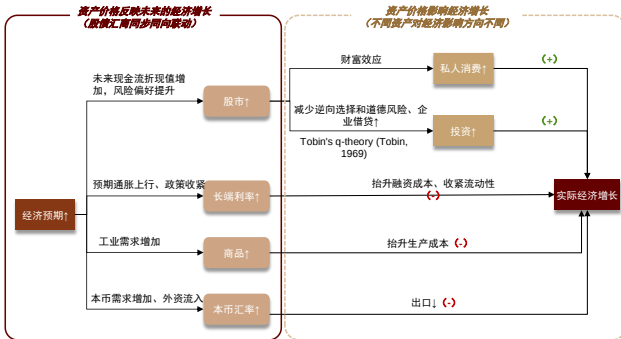
产能过剩影响出口价格与通胀。中下游行业生产扩张部分对冲了地产下行的负面影响，对稳定经济增长具有重要意义。从投资上看，固定资产投资在 GDP 增速中占比常年维持在 40%以上，2023 年尽管地产投资大幅下滑，但制造业与基础设施建设投资仍然维持较强增长（图表 18）。从出口看，我国自疫情之后出口持续保持优势，对经济增长贡献增大。但是生产扩张造成部分行业产能过剩，国内总供给大于总需求，导致 PPI 与 CPI 都处在周期低位（图表 19）。2023 年我国出口行业普遍呈现量增价跌的特点，反映企业通过低价向海外输出产品，消化过剩产能（图表 20-图表 21），客观上有助于海外经济体走出疫情后的大通胀困境（图表 22）。

我们建议超配国内债券，关注商品和股票结构性机会。根据上述分析，中下游行业生产扩张减轻上游过剩压力，支持商品表现；增加国内供给压低通胀，有利于债券表现；以价换量促进出口，支撑人民币汇率；部分行业生产扩张形成产能过剩，降低企业利润，股票表现相对平淡。结合《**2024 年大类资产展望：迎接估值变局**》对经济和市场的总体观点，我们维持**超配国内债券**的判断。如果海外经济开始转弱，叠加我国房地产市场竣工可能已经过峰（图表 23），商品绝对回报的不确定性可能上升，但**国内商品（如黑色系）与其他大类资产相比可能仍有相对收益**。目前我国股票估值处于低位，如果政策明显加力，或许机会大于风险。我们建议重点关注供给偏紧、产能过剩问题较轻的上游资源链相对表现。

- 大类资产 | 美国通胀反弹的风险与机会 (2024.01.09)
- 大类资产 | 黄金还能买吗？(2024.01.02)
- 大类资产 | 大类资产配置月报（2023-12）：美联储转向如何影响中国市场？(2023.12.10)
- 大类资产 | 美联储停止加息的资产启示 (2023.11.29)

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm

图表 1：资产价格同步联动，反映经济周期运行



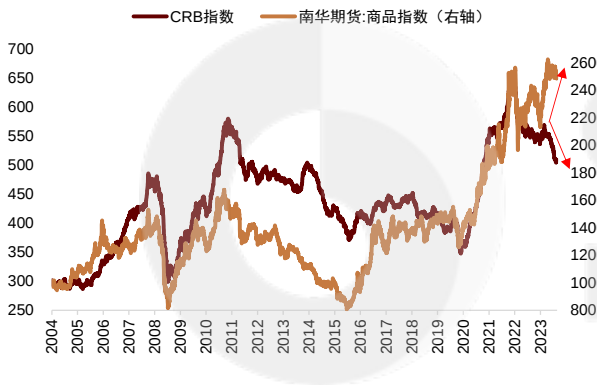
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：2023H2 以来商品、汇率强于股票



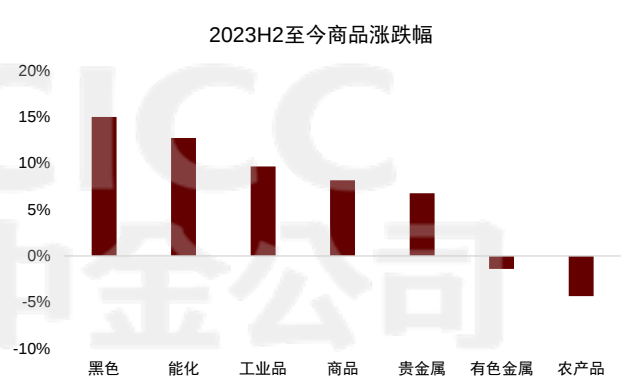
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：近期国内商品跑赢与海外商品



资料来源：Wind，中金公司研究部

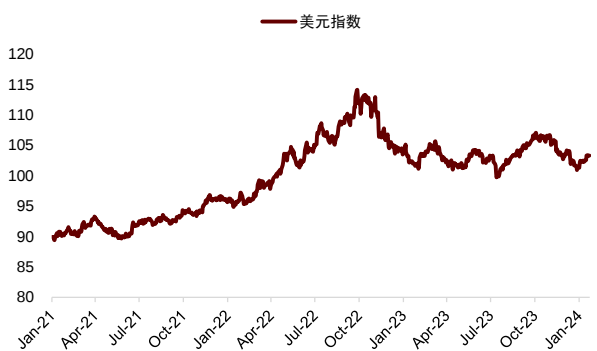
图表 4：黑色金属领涨商品指数



注：数据区间为 2023/6/30-2024/1/17

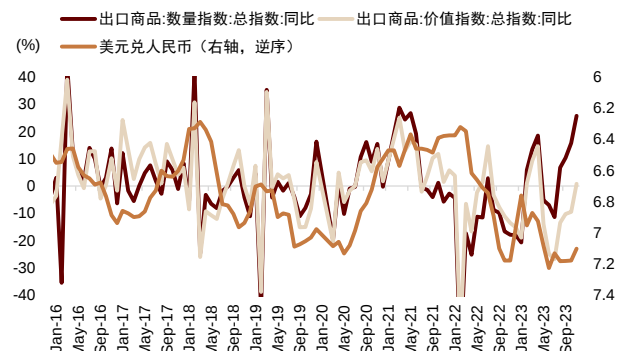
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5：2023 年美元指数保持高位震荡



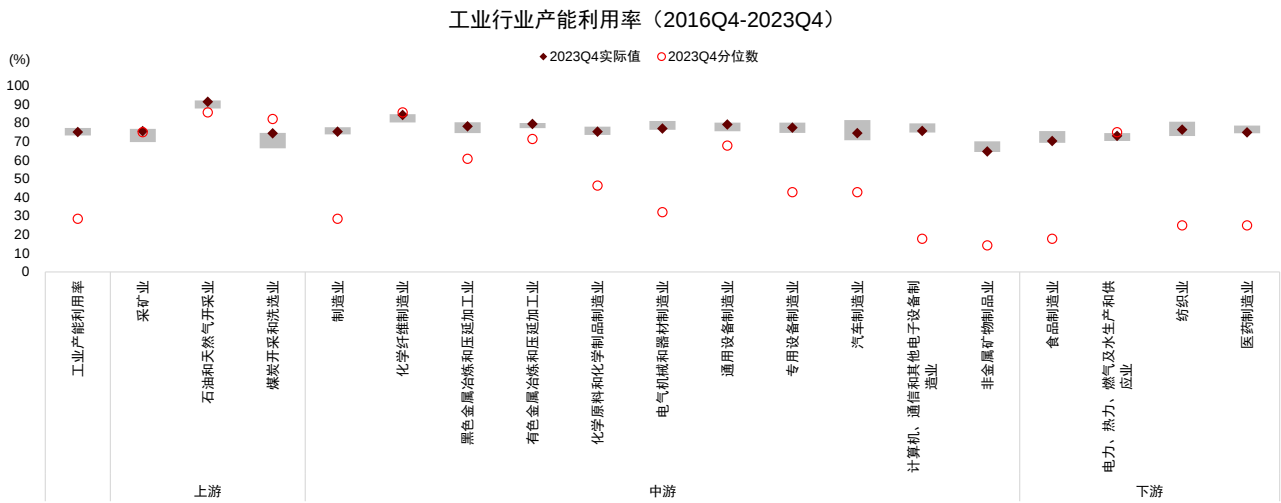
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：出口强于预期，支撑人民币汇率



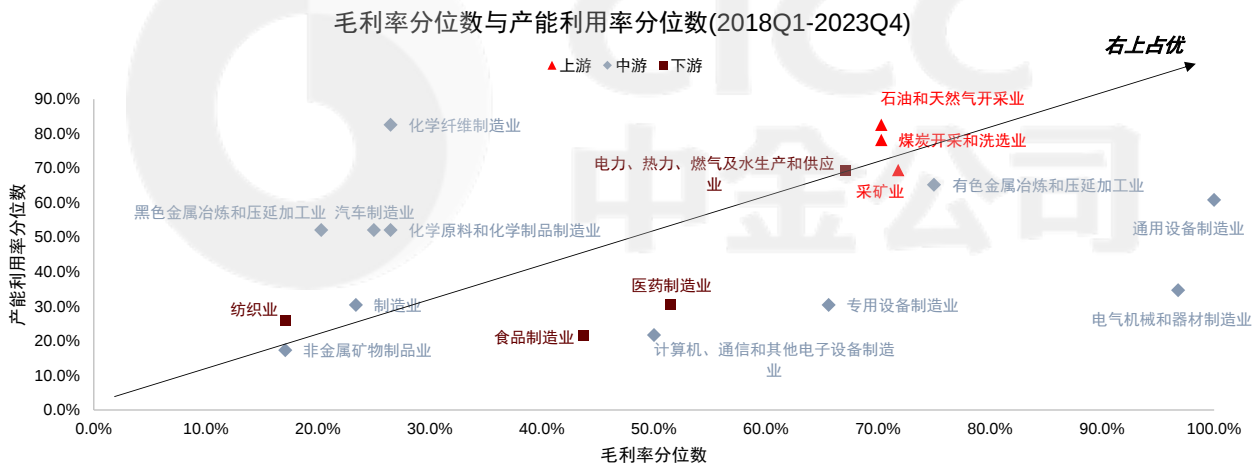
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 7：上游企业产能利用率明显高于中下游企业



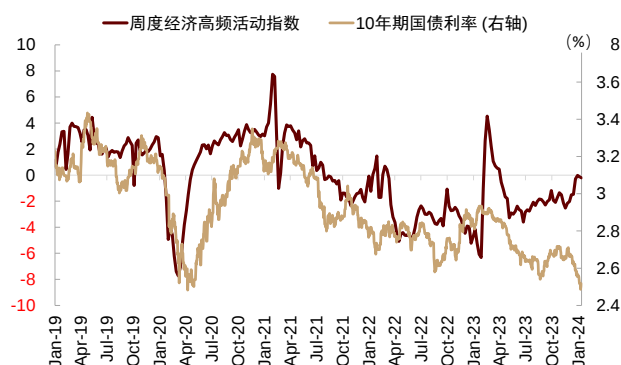
注：图中灰色部分为产能利用率的历史分布，我们对产能利用率历史分布的取值范围进行了上下各 10% 的剔除处理
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8：上游企业产能利用率和毛利率分位数优于中下游企业



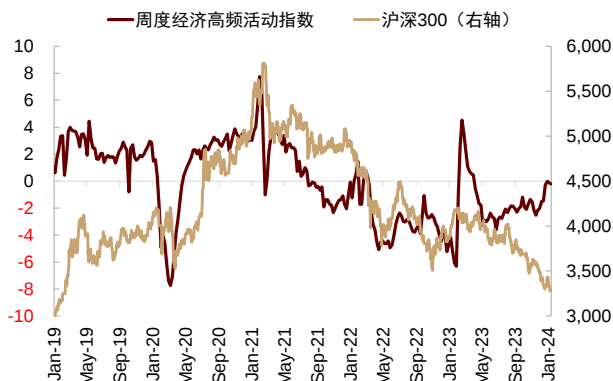
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9：2023H2 以来经济高频指数与国债利率背离



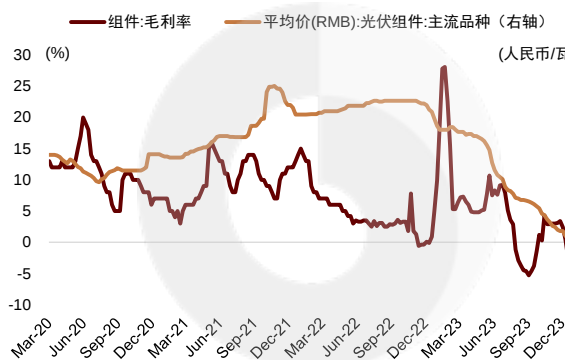
资料来源：Wind, CEIC, 中金公司研究部

图表 10：2023H2 以来经济高频指数与沪深 300 背离



资料来源：Wind, CEIC, 中金公司研究部

图表 11：光伏组件价格与毛利率明显下滑



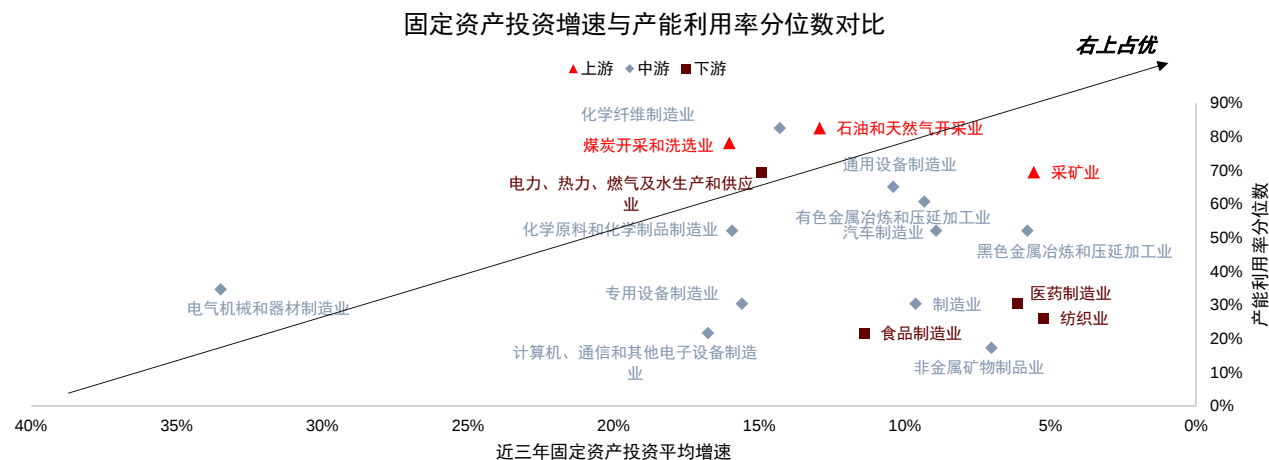
资料来源：Wind, 中金公司研究部

图表 12：电池级碳酸锂价格由高点回落



资料来源：Wind, CEIC, 中金公司研究部

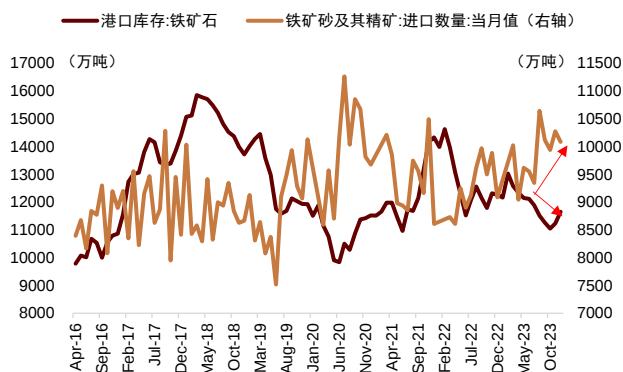
图表 13：上游固定资产投资增速弱于绝大多数中下游行业



注：产能利用率分位数采用 2018Q1-2023Q4 数据计算，近三年固定资产投资平均增速范围为 2021-2023 年

资料来源：Wind, 中金公司研究部

图表 14：铁矿石进口量上升但库存下降



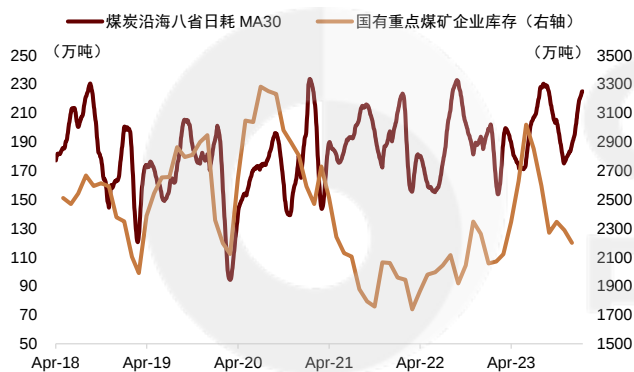
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 15：采矿业整体库存继续负增长



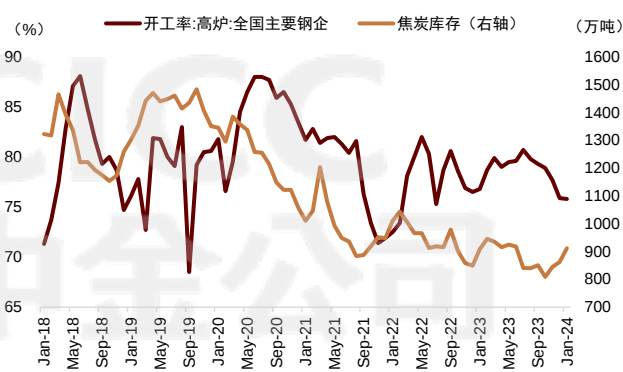
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 16：沿海煤炭八省日耗较高，煤炭库存走低



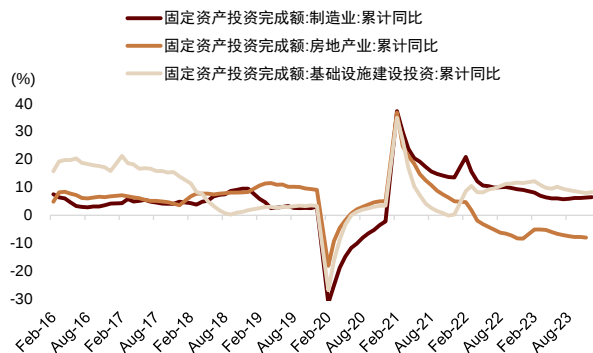
资料来源：Wind，Mysteel，中金公司研究部

图表 17：钢厂开工尚可，焦炭库存依然维持低位



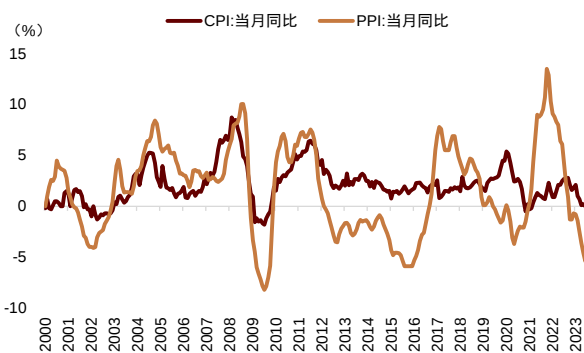
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 18：制造业与基建投资增速仍然较高，但地产投资回落



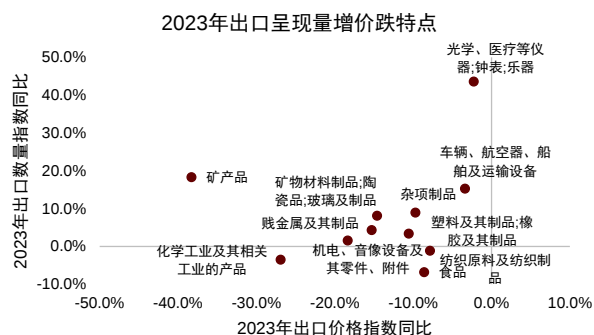
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 19：我国通胀水平处于周期低位



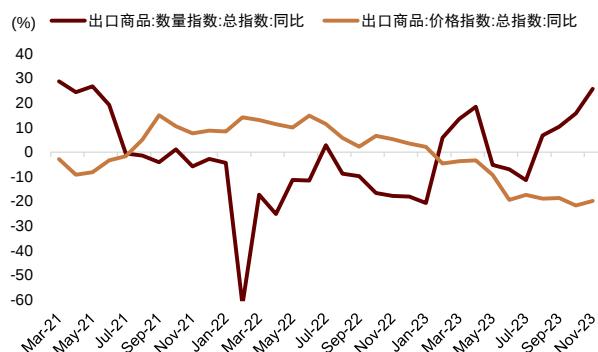
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 20：企业出口普遍以价换量



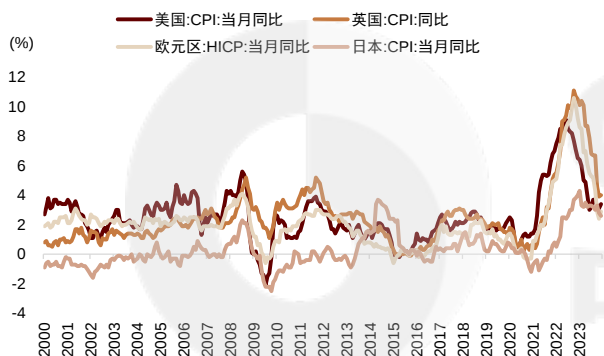
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 21：2023 年出口商品价格与数量增速差走阔



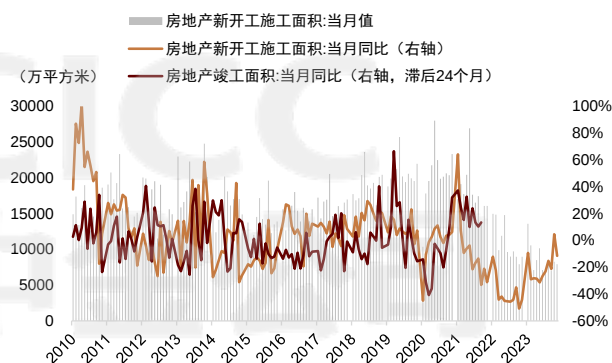
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 22：海外通胀大幅回落



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 23：地产竣工可能已经过峰



资料来源：Wind，中金公司研究部

1 月资产配置建议

图表 24：1 月大类资产配置建议

大类资产	配置比例			战术配置观点
	均衡	约束	配置建议	
股票	100.0%	42.0%	40.0%	
A股	23.0%	+/-10%	23.0%	国内股市：机会大于风险，逢低增配。 我们认为当前股债风险溢价处于2X标准差以上高位。沪深300非金融估值低于历史均值水平，股市估值从横向和纵向维度上均处于偏低水平，具备较强的安全边际和弹性。后续股市表现或主要受政策和流动性两方面因素影响。一方面，中央经济工作会议政策表态积极，后续政策端发力仍有空间，不必对政策过于悲观；另一方面，12月以来美债利率快速回落，推动人民币相对升值，若后续美联储降息周期开启，外资可能出现系统性回流，为市场提供增量资金，此外，政策引导下的长期资金入市也可能一定程度上补充市场流动性。但若稳增长政策和增量资金未能兑现，则市场短期内可能将依旧以结构性机会为主。结构上建议以科技成长为为主线。2023 年 A 股小盘风格优于大盘，科技成长风格持续占优，往未来看，我们认为虽不排除短期风格转换，但上述趋势有望延续。行业层面建议关注顺应新技术趋势或者受到政策支持的科技成长行业；部分低估值、行业景气度边际回升的高股息资产同样建议做结构性配置
港股	19.0%	+/-10%	17.0%	
债券	41.0%	43.0%		
利率债	26.0%	+/-10%	28.0%	利率债：建议超配。 信贷冲量对利率的影响可能减弱，叠加机构集中配置，利率债供需环境较优。年初往往是机构集中配置债券的重要时点，尤其今年以来在降息预期较高、近期银行存款利率已经下调、流动性有所转松的环境下，债券的需求或保持乐观。回顾过去几年，2-3 季度往往是债券利率下行较快阶段，考虑到政策发力前置，以及货币政策的逻辑从“量”转向“价”，债券行情的启动可能也会前置，1-2 季度或是利率下行较快阶段。从基本面上看，国内经济修复动能仍面临挑战，。疫情的疤痕效应放大了经济增速下行周期的压力，房地产复苏周期的拉长也导致经济增长的动能减弱，通胀位于偏低水平徘徊，利率债作为低风险资产可能长期受益于经济弱复苏下资产荒的利好。
信用债	15.0%	+/-10%	15.0%	
海外	7.0%	7.0%		
海外资产	7.0%	+/-5%	7.0%	海外资产：维持低配股票。 首先，估值与流动性均显示美股可能存在风险，债券性价比更高。目前美股与美债利率的走势已明显背离，安全资产预期回报已经与风险资产接近，难以长期持续，同时美股与美国流动性走势自4月以来出现背离，盈利支撑不足情况下流动性转弱或同样为美股埋下隐患，债券可能相对占优。其次，美国经济形势不确定性仍然存在，线性外推可能低估美国经济走弱风险。进入四季度后，美国经济数据持续回落，显示三季度美国经济的强劲增长或不可持续。消费、企业、金融以及财政等风险因素累积下，美国软着陆预期能否实现仍待观察，建议勿低估美国经济变化带来的风险。我们复盘了历史上14轮美联储停止加息后开始降息前大类资产的表现，发现美股的胜率明显偏低，即使目前我们可能难以断定美国经济是否会在未来陷入衰退的背景下，从中性情形判断，美股上涨的概率也仅有约30%，自2023年7月以来美股已经积累了较大涨幅，考虑到美国经济可能陷入衰退的风险，美股后续继续冲高的胜率或偏低。而即使美国开启降息，美股的胜率与涨幅的提高也并不明显，因此，我们建议对美股投资保持谨慎。
另类	10.0%	10.0%		
商品	3.0%	+/-5%	3.0%	商品：维持低配。 在供给端变化可能不大的背景下，商品价格或更多取决于经济内生增长的需求，我国仍然面临地产修复缓慢、内生需求不足的问题，但财政扩张可能会为黑色系商品带来一定机会，而海外经济体在高利率的压制下其经济走弱的风险可能较大，或进一步削弱对商品需求的支撑，尽管新兴国家可能提供一定增量，但绝对需求有限。因此，我们总体建议商品维持低配，但可以关注国内财政扩张带来的结构性机会。
黄金	7.0%	+/-5%	7.0%	

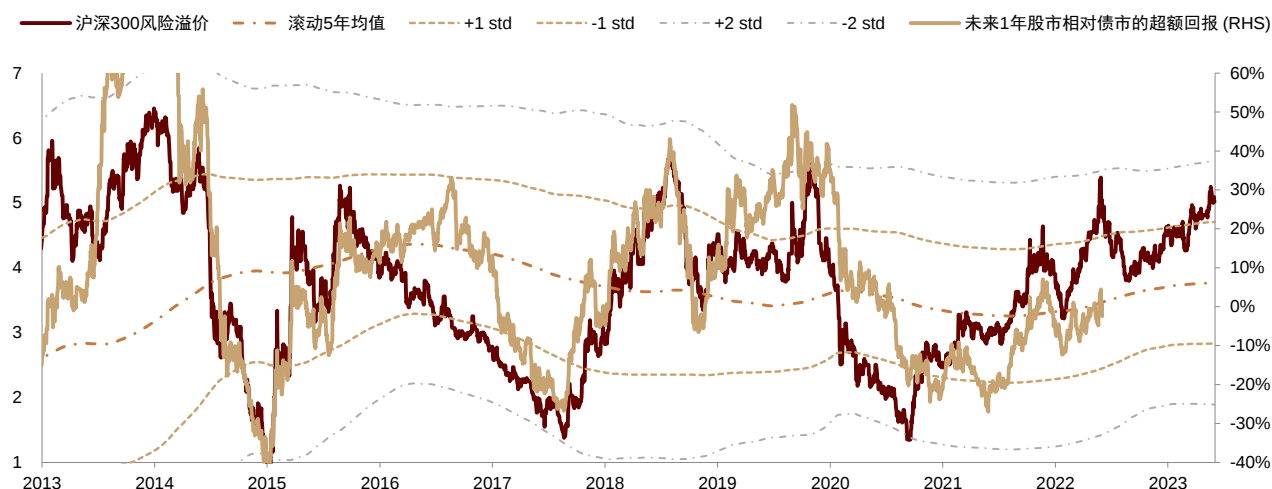
资料来源：中金公司研究部

国内股票：机会大于风险

12 月国内市场以调整为主，投资者情绪修复并不明显，经济政策与数据预期成为投资者关注的重点。往前看，我们认为中央经济工作会议稳经济、稳增长的意愿明确，国内政策的逆周期调节力度有望不断加强，政策对经济支持的效果或逐渐显现。我们认为国内股市机会仍然大于风险。

当前股票风险溢价突破新高，ERP 触及 2X 标准差，显示配置性价比较高。2023 年 12 月以来 A 股市场表现相对平淡，指数继续回调，延续与 2023 年全年相近的市场风格特征。从经济增速来看，12 月 PMI 环比继续小幅走弱，新订单增长维持在荣枯线下方运行，12 月社融略低于市场预期，居民中长期贷款连续三个月同比多增后再度转为少增，CPI 与 PPI 相对较低，显示价格压力仍然存在。经济数据对市场情绪继续带来扰动，投资者对于房价和物价能否企稳关注度较高，导致短期股市估值进一步回落，当前中国股市无论和自身历史还是横向对比均处于偏低水平，低估值优势使得国内股市具备较好的安全边际和弹性。当前沪深 300 风险溢价已经处在近 5 年的 2 倍标准差以上。我们认为如果政策稳增长力度持续增大，经济数据有望回暖，市场目前偏弱的情绪或为投资者提供入场机会，建议关注行业的结构性配置机会。

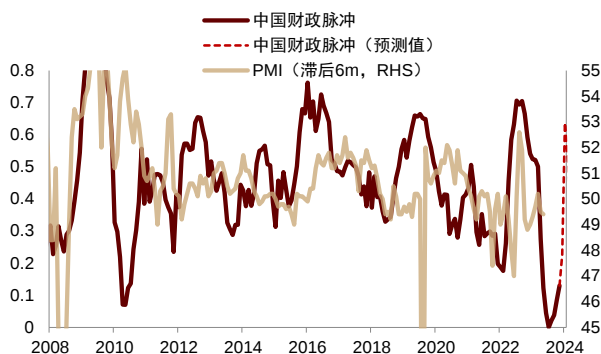
图表 25：沪深 300 风险溢价高于 1X 标准差水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

政策维度，中央经济工作会议表态积极。2023 年经济工作会议肯定了去年“我国经济回升向好，高质量发展扎实推进”的同时，也客观阐述了“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战”，主要在于“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。但会议也提出“我国发展面临的有利条件强于不利因素”，并延续了此前召开的中央政治局会议对“2024 年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的工作定调，强调“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，“抓住一切有利时机，利用一切有利条件，看准了就抓紧干，能多干就多干一些，努力以自身工作的确定性应对形势变化的不确定性”。同时，中央经济工作会议也强调了经济建设是中心工作、高质量发展是首要任务。表态“要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合”。财政政策强调“适度加力”，货币政策强调“灵活适度、精准有效”，同时提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”、“促进社会综合融资成本稳中有降”。综上，我们认为政策端对于国内经济仍需刺激的现实表态明确，或有助于提振市场情绪。

图表 26：财政支持或带动经济增长修复回暖



注：财政脉冲没有计入地方债务平台的影响
资料来源：朝阳永续，中金公司研究部

图表 27：港股与美债收益率关联更大



资料来源：Wind, 中金公司研究部

海外方面，美债利率已经大幅回落，美联储 12 月 FOMC 表态鸽派，全球流动性宽松或客观上利好国内股票表现。12 月 FOMC 会议上美联储表态大幅转鸽，散点图显示美联储或在 2024 年降息 3 次，市场对于美联储转鸽预期计入则更加激进，推动十年期美债利率由 5% 大幅下行 100bp 至 4% 附近，推动全球流动性转松。我们认为 2024 年美国通胀有望回落至美联储预期的 2% 附近，为美联储宽松打开空间，而美债利率回落有助于减轻国内货币政策掣肘，或推动国内利率回落，海外流动性好转也有利于港股表现。

结构上，关注科技成长与上游资源。2023 年 A 股小盘风格优于大盘，科技成长风格持续占优，往未来看，我们认为虽不排除短期风格转换，但上述趋势有望延续。行业层面建议关注顺应新技术趋势或者受到政策支持的科技成长行业；部分低估值、行业景气度边际回升的高股息资产同样建议做结构性配置。行业上建议关注以下三个方面：1) 受益于国内产业政策支持、海外紧缩环境缓和，产业趋势明确的科技成长板块，2024 年人工智能相关应用与兑现可能是重点，结合产业自主和数字经济的发展趋势，以及全球科技产业所处的周期位置，我们建议重点关注半导体、通信设备等行业；消费电子受益于库存出清、新品发行牵引需求回升等，或具备阶段性配置机会；2) 估值相对偏低、行业景气度边际回升的部分高分红资产，例如受益于大宗商品价格企稳回升、现金流充沛叠加高分红优势的石油石化，以及当前供给端面临约束、下游需求保持相对韧性的有色金属。结合当前宏观背景及流动性预期，我们认为高股息相关行业未来仍有望具备相对表现。3) 温和复苏环境下率先实现供给侧出清的行业，例如具备较强业绩弹性的汽车零部件，以及外需好转推动景气度提升的消费电子、通用设备等出口链相关行业。（详见中金 A 股策略《[以科技成长为主线](#)》）

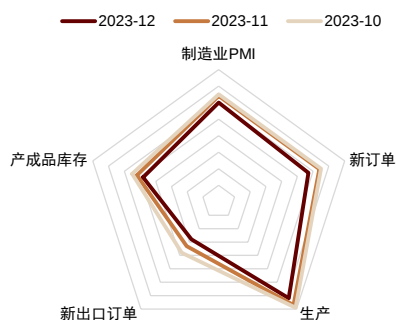
► 利率债：建议超配

信贷冲量对利率的影响可能减弱，叠加机构集中配置，利率债供需环境较优。从历史经验来看，1 月往往处于信贷规模大幅增长的时期，但 2023 年四季度央行货币政策执行委员会例会强调“引导信贷合理增长、均衡投放”，因此年初信贷冲量对债券市场的扰动可能明显减弱。而年初往往是机构集中配置债券的重要时点，尤其 2024 年以来市场在降息预期较高、近期银行存款利率已经下调、流动性有所转松的环境下，债券的需求或保持乐观。回顾过去几年，2-3 季度往往是债券利率下行较快阶段，考虑到政策发力前置，以及货币政策刺激的逻辑从“量”转向“价”，债券行情的启动可能也会前置，1-2 季度或是利率下行较快阶段。

从基本面上看，国内经济修复动能仍面临挑战。12 月经济数据仍然偏弱，尽管基建投资有所反弹，工业生产开工维持较强水平，不过房地产数据回落，叠加社零同比增速走弱，显示经济内生需求仍然偏弱。疫情的疤痕效应放大了经济增速下行周期的压力，房地产复苏周期的拉长也导致经济增长的动能减弱，通胀位于偏低水平徘徊，利率债作为低风险资产可能长期受益于经济弱复苏下资产荒的利好。

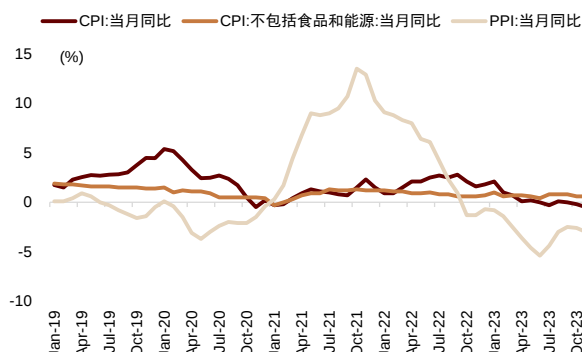
后续来看，我们认为在国内内生修复动能偏弱、海外经济回落前景确定的环境下，稳增长、宽信用仍然是我国政策的诉求，后续降息降准仍有空间，随着外部汇率制约的减弱与银行存款利率调降，货币政策的操作空间可能进一步放大，后续利率有望再度下行。（详见中金固收组《[内需仍弱，外需企稳，政策利率和债券利率仍有下行空间——2023 年经济数据分析](#)》）。综上，我们建议进一步增配利率债。

图表 28：12 月 PMI 总体收缩，显示经济仍在修复



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 29：通胀在低位徘徊，内生需求面临挑战



资料来源：Wind，中金公司研究部

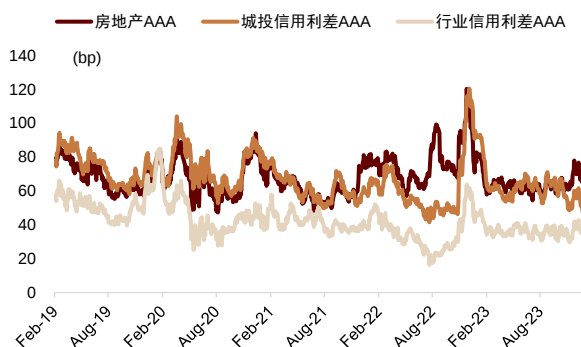
► 信用债：维持标配

供给方面，12 月非金融信用债总供给小幅下降。2024 年，在一揽子化债计划继续的情况下，非金融类信用债供给或难以超过 2023 年。需求方面，理财规模或维持稳定，可为信用债需求提供支撑，在房地产和股市未出现明显上行的情况下，资产荒格局或仍延续，居民对理财的整体需求预计变化不大。节奏上，季末结束之后，理财规模可能会出现上升，短期经济基本面偏弱环境下，资金面或在央行货币政策呵护下维持宽松，信用债整体风险不大，叠加年初配置压力，短期内信用债供需格局良好。

12 月信用利差整体收窄，各板块债券收益率均有所下行，可能主要流动性转松以及地产化债政策密集出台因素影响。后续来看，央行大概率继续采取相对宽松的货币政策，2023 年以来资产荒仍在演绎，信用利差、评级利差、期限利差几乎全面收敛各个洼地被渐次抹平，当前收益率和利差历史分位数基本来到低位，投资时需寻找细分领域的估值洼地。

综上，我们认为信用债市场后续供需结构有望维持稳定，但债券发行放缓与流动性偏松背景下，信用债或存在细分领域的投资机会，若后续经济实质性好转，信用利差或仍面临一定上行压力，综合多空因素，我们建议信用债维持标配。（详见中金固收组《[配置行情延续，中长端信用利差收窄](#)》）

图表 30：12 月以来信用利差收窄



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 31：12 月非金融类信用债发行量环比回落



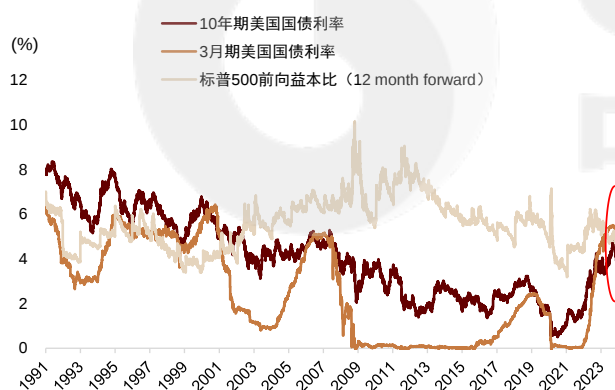
资料来源：Wind，中金公司研究部

► 海外资产：维持低配股票

12 月以来随着美联储表态转松，美债利率由 5% 高位大幅回落 100bp 至 4% 水平，市场预期则更加激进，CME 利率期货显示美联储或在 2024 年降息 6 次共 150bp，推动海外股票再创新高，纳斯达克与标普 500 均已经接近 2022 年美联储开始降息前高点，估值维持高位。我们认为美股目前并未计入合理的风险预期，后续随着财政支出退坡、居民超额储蓄消耗，美国经济衰退风险仍然存在，欧美银行业问题也不容忽视，若危机暴露，则风险资产可能明显调整，因此，我们建议维持对海外股票保持谨慎。

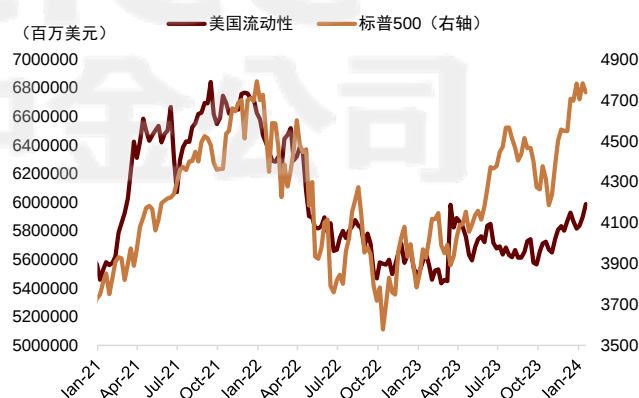
美股预期回报低于美债的情况仍然存在，美股估值较高的问题未见改善，流动性虽然阶段性放松但仍然隐含风险。一方面，近期美债利率回落推动美股再度大幅上行，3 个月短债收益率依然高于标普 500 前向益本比（未来 12 个月预期盈利/股指价格），虽然 10 年期美债利率预期收益小幅低于标普 500 的前向益本比，但利差仍然位于近二十年以来偏低水平，中风险资产的预期回报显示投资者情绪可能过于乐观，资本市场可能高估了股票资产价格。另一方面，我们通过美联储资产-美国财政账户-逆回购余额的方法测算出美国市场的实际流动性，发现自 2021 年以来，美国市场宽松的流动性环境与美股同向上行，在盈利增长下行的时期支撑美股走强，而 2023 年 4 月后，美股与美国流动性走势开始出现背离，尽管近期美债利率回落可能助力了市场流动性宽松，但隔夜逆回购余额的快速回落显示市场资金可能仍面临一定压力，而标普 500 与实际流动性之间的差距仍然存在，若经济超预期走弱，流动性支撑的缺失或增加美股回调风险。

图表 32：3 个月美债利率高于标普 500 前向益本比



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 33：流动性对美股支撑不足



注：美国流动性=美联储资产-美国财政账户-逆回购
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

美国经济形势不确定性仍然存在，线性外推可能低估美国经济走弱风险。进入四季度后，美国经济数据开始逐渐走弱，或表明高利率对美国经济增长的压制逐步显现。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 连续第 14 个月位于收缩区间，新订单指数为 47.1，不及市场预期，就业指数也降至 45.8。此外，消费作为美国经济增长的主要动力，其韧性未必能够长期持续。从近期美国居民的实际收入与支出的增速上看，收入高于支出的部分逐渐收敛，或对居民消费形成压制，旧金山联储的测算结果也显示美国居民的超额储蓄可能在 2024 上半年耗尽，存量资金消耗殆尽或削弱居民的消费能力，美国居民的信用违约率在近期快速上升或一定程度上验证了我们的猜测。从企业方面来看，美国高利率对企业的压制一直存在。破产企业数量冲高回落，但仍处于近年来偏高水平，意味着当前紧缩性货币政策对企业投资和就业的压制依然存在，美国经济下行压力较大。我们构建的财政脉冲也显示美国财政支出对经济的支持已经见顶回落，在财政责任法案的预算约

束下，美国财政赤字在 2024 年大概率相对 2023 年收敛，可能会带动经济增长进一步下行，从分子端压制股票表现。

图表 34：美国居民收入与支出增速近期收敛



资料来源：Wind，中金公司研究部

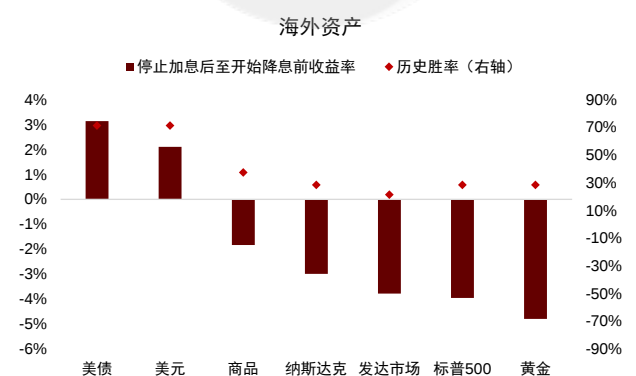
图表 35：美国居民信用违约率大幅超过疫情前水平



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

我们复盘了历史上 14 轮美联储停止加息后至开始降息前大类资产的表现，发现美股的胜率明显偏低，即使在目前我们可能难以断定美国经济是否会在未来陷入衰退的背景下，从中性情形判断，美股上涨的概率也仅有约 30%，自 2023 年 7 月以来美股已经积累了较大涨幅，考虑到美国经济可能陷入衰退的风险，美股后续继续冲高的胜率或偏低。而即使美国开启降息，美股的胜率与涨幅的提高也并不明显，因此，我们建议对美股投资保持谨慎。

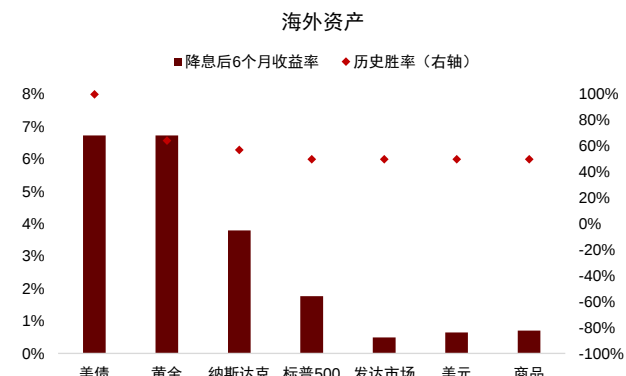
图表 36：停止加息后至开始降息前美债美元表现良好，但股票黄金并不占优



注：由于可得性原因，新兴市场与原油数据统计自 1989 年开始，共计 5 轮，商品数据统计自 1982 年开始，共计 8 轮

资料来源：Wind，Bloomberg，中金公司研究部

图表 37：降息周期中黄金美债明显占优，股票同样上行，美元商品相对较弱



注：由于可得性原因，新兴市场与原油数据统计自 1989 年开始，共计 5 轮，商品数据统计自 1982 年开始，共计 8 轮

资料来源：Wind，Bloomberg，中金公司研究部

► 商品：总体低配，关注国内商品结构性机会

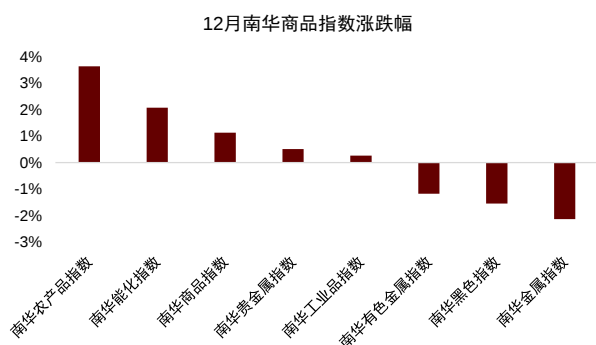
12 月国内外商品走势分化，南华商品指数上涨 0.2%，CRB 指数跌 3.3%。地缘局势紧张带来的原油供给收紧预期逐渐退坡，布油价格明显回落，至 12 月底已经降至 72 美元/桶，拖累全球大宗商品价格。国内 12 月经济数据再度转弱，商品价格涨跌互现。后续来看，尽管美债利率回落可能一定程度上减轻商品价格面临的压力，但美国经济转弱迹象已经出现，财政支持也逐渐减

弱，或导致市场需求预期改变。我们建议商品总体维持低配，但可以关注国内供给偏紧与财政扩张带来的结构性机会。

分品种看：

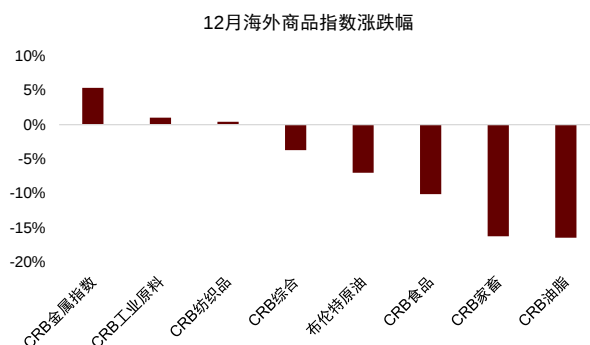
- 1) 能源方面，12 月红海局势的变动造成原油价格的波动，但胡塞武装对红海的控制并未对原油价格造成反转性影响。国际能源署发布预测称，2024 年全球需求增长将继续放缓，原油需求增幅将减半，降至 110 万桶/天。天然气方面，暖冬对气价季节性表现形成一定压制，欧洲用气需求延续疲弱，库存去化速度放缓，基本面维持相对宽松。动力煤方面，高库存下市场煤采购积极性低迷，加之非电行业进入消费淡季，采购需求释放有限，市场呈现供需双弱局面。往前看，我们预计原油供需偏紧的基本面格局可能延续，天然气供给相对宽松，动力煤或将延续震荡偏弱走势。
- 2) 金属及资源品方面，黑色系在前期宏观利好的影响下继续高位震荡，背后既有市场对 2024 年宏观预期的博弈，现实层面也有一定支撑。螺纹钢等建材消费虽季节性走弱，但热卷等制造业需求仍有一定韧性。往前看，黑色系基本面依然稳健，但进一步上行或需要国内经济动能修复进一步确认，黑色系可能依然偏强震荡。有色金属方面，美债利率回落一定程度上减轻了其价格压力，但国内制造业 PMI 与美国制造业 PMI 均不及预期，经济放缓同样可能对需求形成掣肘。
- 3) 农产品方面，国内玉米整体供应充足，尽管需求回暖，但若无重大利好支撑中长期价格可能仍然面临较大下行压力。大豆方面，市场缺乏明显利多提振，且假期前市场活跃度有所下降，价格窄幅波动。棉花供给相对充裕，但需求端偏弱，往后看，在需求好转信号出现前棉花价格上行动力不足，或延续下行态势。棕榈油受马来产量与库存双降影响，价格显著上行。白糖也低位反弹，后续关注供应端风险是否发酵。（详见中金大宗商品组《[图说大宗：海外供应扰动再起](#)》）

图表 38：12 月国内农产品走强，黑色系调整



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 39：12 月海外商品表现较弱



资料来源：Wind，中金公司研究部

► 黄金：维持超配

12 月黄金先跌后涨，在 FOMC 会议后受美债利率大幅回落以及红海事件影响上行，月内收涨 1.3%，重新升至 2000 美元/盎司上方。后续来看，我们认为美债利率将主导黄金走势，而当前利率水平仍然偏高，金价仍有上行空间，建议维持超配。

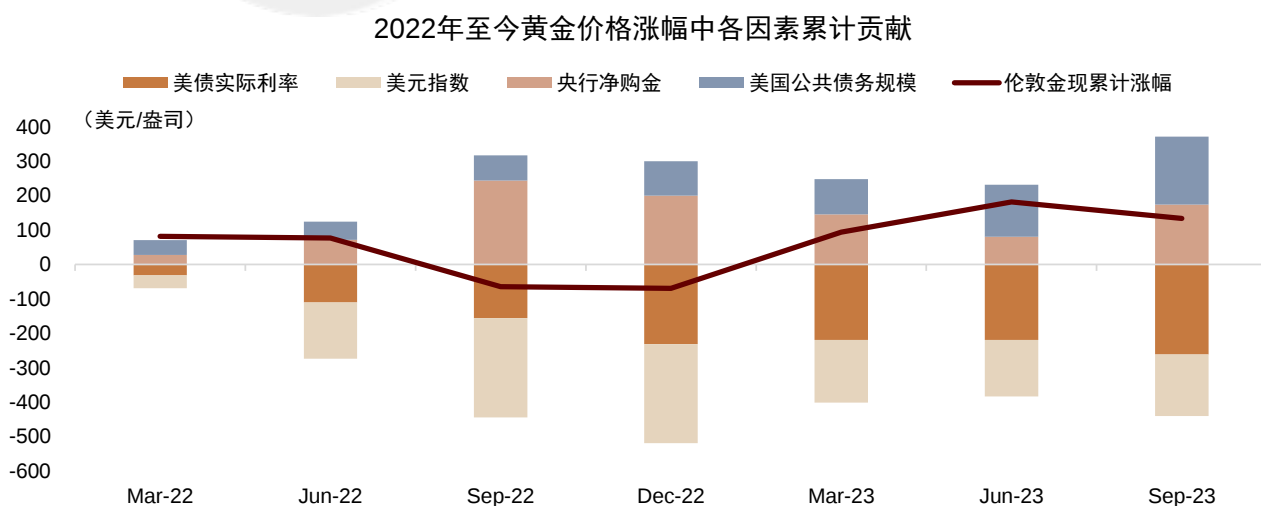
首先，影响黄金价格的短期风险已经释放。美国公布 12 月 CPI 数据，名义 CPI 环比 0.30%，高于市场预期的 0.2%；同比 3.3%，高于市场预期 3.2%。美国通胀反弹主要由于能源价格跌幅

收窄、劳动力市场相关服务价格反弹、其他核心商品价格大跌缺乏持续性。由于通胀超预期，十年期美债利率一度反弹至 4.07%，黄金小幅下跌，但是美债和黄金很快就开始收回跌幅，一方面可能因为核心通胀与市场预期差异不大，而市场更关注核心通胀。另一方面，可能由于投资者预期通胀反弹只是阶段性的，未来会很快重返下行通道。

其次，从中长期维度上来看，黄金在降息周期中存在较高配置价值。根据我们对历史上美联储降息前后资产走势的复盘显示，在经济中性情形下，美联储停止加息后至开始降息前，黄金的波动相对其他资产可能较大，但并不逆风，降息开始后，黄金在 6 个月维度上胜率 and 收益率明显优于股票、商品等资产（详见中金大类资产《[美联储停止加息的资产启示](#)》），因此我们建议在 2024 年战略上维持超配黄金，同时结合具体点位与经济数据灵活调整仓位。

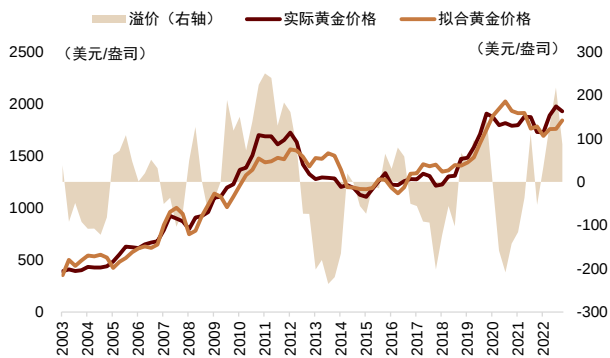
此外，我们认为当前黄金并未提前计入降息预期，后续上行空间充足。我们构建了四因子模型对黄金与美债实际利率的背离做出解释，回归结果显示四因子对黄金价格影响在统计上显著，近 20 年解释误差基本控制在 200 美元/盎司以内。2022 年以来，央行购金、美国债务规模扩张对金价的上行贡献较多，其中央行购金累计贡献超过 170 美元/盎司，美国债务规模累计贡献近 200 美元/盎司，实际利率与美元上行则分别对金价造成了约 260 美元/盎司和 180 美元/盎司的负贡献。**这表明黄金并未提前计入降息预期，央行购金增加与美国债务规模扩张对冲了美债实际利率与美元上行对黄金的压制。**根据多因子模型的回归系数测算，如果假设其他因素不变，美债实际利率由目前的 1.7% 下降至美联储测算的自然利率 0.5% 附近，则黄金存在约 100 美元/盎司的上行空间，而如果把黄金对美债实际利率做单变量回归，那么当实际利率下行 100bp 时，黄金存在超过 300 美元/盎司的上行空间。中金大类资产的分项通胀预测模型显示，2024 年美国通胀有望降至 3% 下方，接近 2% 的通胀目标。因此我们判断美联储不会长期维持高利率水平，而可能较快进入降息通道。如果美债实际利率随美联储降息明显回落，不排除黄金上涨至 2200-2400 美元/盎司历史新高的可能。但需要注意的是，若美国经济或通胀韧性超预期，美联储再度转向鹰派，金价也存在回落风险。（详见中金大类资产《[黄金还能买吗？](#)》）

图表 40：美债实际利率上升与美元走强对黄金价格造成负影响，但是被国际央行购金与美国债务扩张的正影响抵消



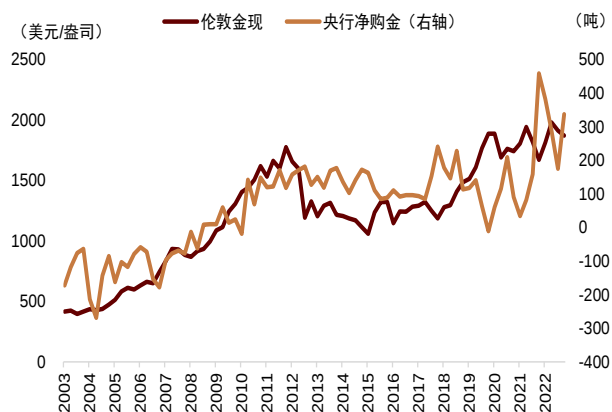
资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 41：四因子模型对黄金价格有较好的解释力



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 42：随着央行净购金量在疫情后快速攀升，黄金价格抬升



资料来源：Wind，中金公司研究部

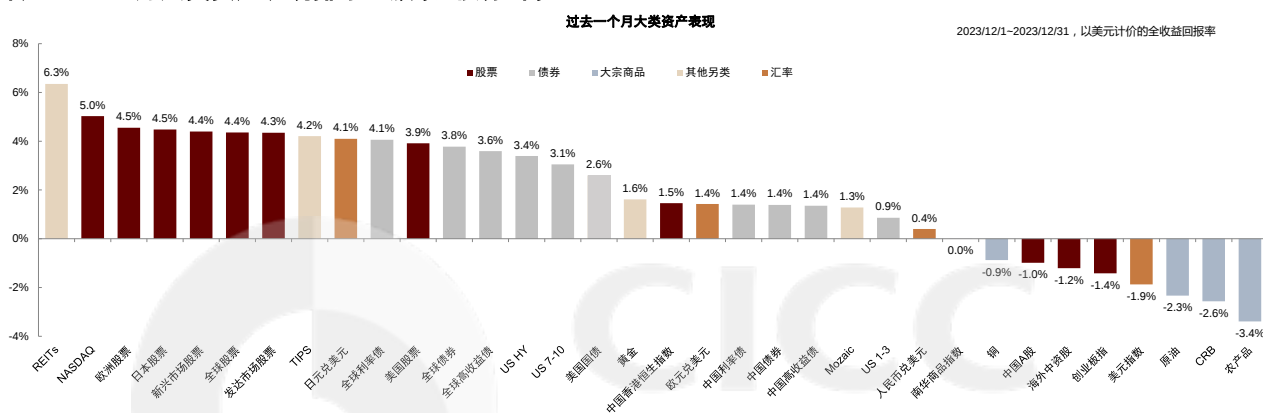


CICC
中金公司

12 月大类资产表现回顾

过去一个月，全球资产整体表现排序（美元计价）为：**新兴市场股票>发达市场股票>美国股票>美国国债>黄金>港股>中国债券>国内商品> 0>中国 A 股>美元>海外商品**。国内方面，当前 A 股估值、成交、上市公司行为等一系列指标显示资产价格可能已经隐含了过于悲观的预期，在经济修复斜率较缓、海外资金流出等因素影响下，投资者信心修复尚需时间，股票市场总体回落，商品较上月走平，债券表现偏强。**海外方面**，美债利率受 12 月 FOMC 会议鸽派表态推动大幅回落，降至 4% 以下，市场降息预期明显提升，推升全球大类资产价格。权益类资产表现突出，其中纳斯达克指数当月上涨 5.0%，成为 12 月表现最好的权益资产。

图表 43：12 月大类资产表现排序：股票>债券>商品



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

- 1) **股票方面，NASDAQ>美股>港股>A 股**。A 股在 12 月震荡下跌后月末小幅上行，收跌 1.0%；港股则在 12 月上旬下跌，下旬上涨，最终收涨 1.5%。主要受国内基本面修复较缓影响，市场情绪相对偏弱，尽管中央经济工作会议召开，宏观政策表述积极，彰显了政策“稳增长”的决心，但经济数据偏弱，投资者信心的全面恢复或仍需等待政策落地后基本面及企业盈利的进一步验证。分行业看，12 月消费电子、有色金属、工程机械相关领域占优，物业管理、医疗服务、传媒游戏板块调整较多，整体顺周期板块表现较弱。美股 12 月受宽松预期及利率快速下行影响上涨，标普 500 接近历史高点。
- 2) **债券方面，美国高收益债>美国国债>中国利率债>中国高收益债**。国内方面，12 月国内利率持续下行，至年底收至 2.57%，较 11 月 30 日下行约 10bp。12 月利率运行中枢与上月基本持平，但资金面没有明显缓和，国内基本面偏弱，内需修复斜率较为平缓，房地产政策放松但效果仍待观察，国债利率仍处于震荡空间。海外方面，美国 11 月通胀小幅低于市场预期，同时失业金申领数据频超市场预期，运行中枢上行，显示美国经济活动正在转弱，推动市场对于货币政策宽松的预期加强。同时，美联储官员表态均偏鸽派，带动美债长端利率快速下行 49bp。
- 3) **商品方面，国内商品强于海外商品，原油、农产品下行**。国内不同商品价格走势分化，黑色系商品在年中附近便已经开始定价经济复苏所带来的需求回暖，12 月仍受基建复苏预期影响有所上行，但黑色系商品价格受其边际影响逐步减弱。金属板块 12 月小幅上行，其他商品价格在需求偏弱的格局下小幅回落。海外方面，原油价格受巴以冲突影响钝化，12 月上旬震荡下跌，但由于胡塞武装封锁红海，12 月下旬油价再度小幅上行。其他商品价格

除金属和纺织品外均下行，主要受到海外经济数据走弱影响，大宗商品需求预期难以反转，价格上升动能不足。

- 4) **外汇方面，日元>欧元>人民币>美元。**12月美元指数受美债利率大幅下行影响震荡下行，单月收跌1.9%，收于101.3附近。人民币兑美元小幅上涨0.4%，近期美元快速回落环境下，非美货币均出现较大幅度上涨，人民币跟涨幅度较弱，主要与国内经济基本面偏弱有关。欧元在12月兑美元上涨1.4%，欧元区经济基本面的边际变化相对强于美国。日元兑美元大涨4.1%，12月末收盘于141附近，美元走弱和市场对日央行的加息预期是推动日元上涨的主要原因，市场在12月普遍预期日央行将在2024年退出收益率曲线控制政策。



全球大类资产历史表现

图表 44：全球大类资产表现汇总表（以美元计价）

市场	指数	价格指数		全收益回报率 (%)				市场	指数	收益率 (%)		收益率变动(bp)			全收益回报率 (%)			
		最新	百分位 (10Y)	1W	1M	3M	YTD			最新	百分位 (10Y)	1M	3M	YTD	1M	3M	YTD	
权益																		
全球	MSCI ACWI	1,100	98%	-1.5	-0.6	7.7	-2.0	全球	Index	197	10%				0.1	-1.1	-1.5	
发达市场	MSCI DM	4,802	99%	-1.3	-0.2	8.5	-1.5	美国	2Y	4.36	94%	1	0	-9	0.9	0.1	0.5	
新兴市场	MSCI EM	1,528	76%	-3.1	-3.8	1.1	-6.4		10Y	4.10	97%	1	2	17	0.7	-0.3	-0.7	
美国	SP500	6,662	100%	-0.9	0.1	8.8	-0.6	德/欧	2Y	2.70	95%	1	2	15	0.4	-0.0	-0.1	
欧洲	MSCI EU	305	98%	-2.6	-1.9	7.0	-3.9		10Y	2.32	84%	1	5	24	0.5	-0.5	-1.3	
德国	DAX	17,856	94%	-2.4	-1.9	10.7	-3.7	日本	2Y	0.03	62%	1	4	-6	0.2	0.0	0.1	
法国	CAC40	14,070	98%	-2.3	-3.7	7.3	-4.6		10Y	0.62	69%	1	5	-6	0.5	0.1	0.9	
英国	FTSE100	17,952	97%	-3.1	-1.9	1.5	-4.3	中国	2Y	2.26	14%	0	1	-7	1.0	-0.3	-0.5	
意大利	FTSE MIB	61,124	99%	-2.1	-1.0	9.9	-2.6		10Y	2.51	0%	-	1	-10	1.0	-0.4	-0.1	
西班牙	IBEX35	23,668	99%	-2.8	-1.9	10.3	-3.7											
加拿大	TSX Comp	25,493	95%	-2.5	-0.4	6.9	-3.5	信用债										
澳大利亚	ASX200	12,655	97%	-3.3	-2.7	8.4	-6.8	信用利差 (%)		信用利差变动(bp)			全收益回报率 (%)					
日本	NIKKEI	329	93%	1.2	4.5	12.0	0.7	全球	IG	1.15	26%	0	-1	-1	0.8	-0.6	-0.7	
韩国	KOSPI	2	70%	-6.1	-8.2	-0.5	-12.3		HY	3.67	22%	0	2	-3	0.9	-0.4	0.3	
新加坡	STI	4,100	96%	-2.2	-0.0	1.4	-4.9	美国	IG	0.97	9%	0	-2	-4	0.8	-0.2	-0.5	
中国	MSCI China	10	36%	-4.7	-8.5	-12.5	-9.3		HY	3.44	15%	0	3	4	1.0	-0.3	0.3	
中国香港	HSCEI	1,157	0%	-5.3	-9.1	-15.6	-11.1	欧洲	IG	1.40	55%	1	-1	2	0.7	-0.2	-0.7	
中国A股	CSI300	615	50%	-1.8	-3.8	-9.7	-7.1		HY	3.72	38%	0	1	-11	1.0	-0.2	0.1	
中国台湾	TAIEX	1,012	92%	-3.3	-3.6	5.6	-7.4	新兴	IG	2.72	8%	0	-1	-15	0.8	0.1	0.5	
俄罗斯	IMOEX	80	91%	2.5	6.7	10.6	4.7		HY	6.15	57%	1	-0	16	0.9	0.4	-0.2	
印度	SENSEX	1,081	100%	-0.4	0.2	7.9	-1.0	中国	IG	0.29	17%	0	3	-9	1.0	-0.3	-0.2	
巴西	IBOVESPA	26,060	71%	-2.6	-2.0	12.8	-5.7		HY	0.47	1%	0	1	-17	1.0	-0.1	0.2	
墨西哥	MEXBOL	4,448	99%	-2.8	-5.7	15.1	-6.5	外汇										
大宗商品																		
CRB	CRB	263	54%	0.3	-1.1	-7.1	-0.3	美元		USD	103.5	92%				0.9	1.1	0.9
能源	Energy	72	27%	0.6	1.3	-15.1	2.3	人民币		CNY	7.2	3%				0.0	-0.3	-0.9
工业金属	I Metals	309	63%	-1.6	-3.0	0.1	-5.6	欧元		EUR	0.9	16%				0.2	-0.8	-0.4
贵金属	P Metals	496	84%	-1.1	-2.2	2.7	-3.5	日元		JPY	148.2	2%				0.0	-1.6	-3.6
农产品	Agriculture	138	59%	-1.7	-5.5	-6.7	-3.9	其他另类										
原油	Brent Oil	78	53%	1.4	-0.1	-13.4	1.1	TIPS		TIPS	324	53%				0.5	-1.4	-2.7
黄金	Gold	2,012	99%	-0.7	-0.6	4.3	-3.2	REITs		REIT	23,105	89%				0.9	-2.8	-2.0
铜	Copper	8,174	74%	-1.1	-2.6	3.4	-3.4	对冲基金		HF	777	100%				1.0	0.0	0.7
玉米	Corn	4	53%	-3.8	-7.3	-9.6	-6.2	Mozaic			369	78%				0.8	-0.2	0.0

注：数据截至 2024 年 1 月 17 日

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



图表 45：中国大类资产表现汇总表（以人民币计价）

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 (10Y)		1W	1M	3M	YTD		最新	百分位 (10Y)	1W	1M	3M	YTD	1W	1M	3M	YTD		
权益																				
中证全指	4,127	41%	-1.8	-5.1	-9.6	-6.7	余额宝	2.04	43%	-23.6	11.8	29.0	-25.1	8.3	0.0	0.5	1.2	0.1		
上证综指	2,834	36%	-1.5	-3.3	-8.1	-4.8	银行间回购 7D	2.33	27%	16.3	11.9	30.9	8.3	0.0	0.5	1.2	0.1	0.3		
中小板指	5,482	28%	-2.0	-6.6	-13.5	-8.9	SHIBOR 1W	1.94	13%	14.6	12.5	9.9	7.8	0.0	0.4	1.1	-0.0	0.0		
创业板指	1,700	45%	-2.5	-6.6	-13.4	-10.1	银行理财 1M	1.45	0%	0.0	-10.0	-10.0	0.0	0.0	0.8	1.5	0.1	0.1		
沪深300	3,229	38%	-1.5	-3.0	-11.3	-5.9	贷款利率 1Y	4.35	0%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.4	0.3	0.3		
中证500	5,062	41%	-1.9	-6.0	-9.5	-6.8	MLF 1Y	2.65	0%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	2.7	0.6	0.6		
中证800	3,536	36%	-1.6	-3.8	-10.8	-6.1	LPR 1Y	3.45	0%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
石油石化	2,568	80%	-3.0	0.4	-9.0	-3.2	债券													
煤炭	3,519	99%	-1.6	4.0	7.9	3.8	国债 2Y	2.26	14%	1.0	-6.5	-14.2	5.8	0.0	0.5	1.2	0.1	0.1		
有色金属	5,670	69%	-3.2	-0.2	-7.1	-5.8	国债 10Y	2.51	0%	0.9	-10.5	-18.1	-4.8	-0.0	0.8	1.8	0.3	0.3		
电力及公用事业	2,514	59%	-1.3	-0.6	-1.2	-0.8	国开债 2Y	2.38	7%	-1.8	-6.1	-11.8	6.4	-0.0	0.4	1.1	-0.0	0.0		
钢铁	1,417	35%	-3.2	-4.1	-9.3	-4.7	国开债 10Y	2.64	0%	-3.0	-8.9	-11.0	-4.2	-0.1	0.8	1.5	0.1	0.1		
基础化工	4,931	58%	-2.4	-3.4	-9.7	-6.9	企业债 2Y AAA	2.67	6%	1.5	-15.6	-9.7	0.6	0.1	0.7	1.4	0.3	0.3		
建筑	3,037	41%	-1.2	-2.7	-8.1	-3.5	企业债 2Y AA	2.84	3%	-0.5	-23.3	-27.3	-7.3	0.2	1.2	2.7	0.6	0.6		
建材	5,717	50%	-0.4	-0.5	-11.4	-2.4	城投债 5Y	2.88	0%	-1.8	-17.0	-27.7	-5.1							
轻工制造	3,081	47%	-1.6	-3.9	-6.5	-4.0	可转债 Index		78%					-0.6	-0.9	-3.8	-2.8	-2.8		
机械	5,536	53%	-2.5	-3.5	-6.5	-7.3	大宗商品													
电力设备	7,511	74%	-0.9	2.8	-10.7	-5.2	变动 (%)													
国防军工	6,605	52%	-4.5	-10.0	-15.3	-13.5	期货													
汽车	8,362	79%	-1.8	-8.5	-11.0	-7.6	南华商品指数	2,485	96%					-1.4	1.0	-0.2	-1.4	-1.4		
商贸零售	3,405	13%	-1.7	-3.9	-3.4	-0.9	南华能化指数	1,926	94%					-1.3	0.9	0.8	-1.3	-1.3		
餐饮旅游	6,831	43%	-1.2	-1.3	-7.4	-2.4	南华金属指数	6,519	97%					-1.1	1.0	-0.5	-1.3	-1.3		
家电	13,340	79%	0.1	2.2	-3.6	-0.1	南华农产品指数	1,048	85%					-2.4	0.9	0.1	-2.4	-2.4		
纺织服装	2,925	46%	0.7	-0.7	-1.1	-0.4	SHFE铜	67,720	82%					-1.4	0.8	-0.1	-1.4	-1.4		
医药	10,027	59%	-3.0	-8.2	-8.4	-8.8	现货													
食品饮料	23,524	75%	-3.2	-4.5	-11.0	-8.5	中国大宗商品价格指数	181	99%					0.0	1.0	-0.5	0.0	0.0		
农林牧渔	4,946	45%	-0.7	-5.3	-2.4	-6.5	动力煤 (秦皇岛山西Q5500)	940	81%					0.0	0.8	0.0	0.0	0.0		
银行	7,612	78%	1.7	3.6	-5.7	1.6	铜 (长江有色1#)	68,000	94%					-1.3	0.9	-0.4	-1.3	-1.3		
证券 II	6,166	37%	-1.0	-8.1	-10.2	-6.3	螺纹钢 (上海,HRB400,20m)	3,900	82%					-2.5	0.8	-0.5	-2.5	-2.5		
保险 II	1,625	54%	-0.1	-2.6	-21.3	-6.0	玉米	2,493	56%					-3.9	0.6	-1.1	-3.9	-3.9		
信托及其他	1,761	35%	0.0	0.0	0.0	0.0	黄金AU9999	477	71%					0.7	0.7	-0.2	0.7	0.7		
房地产	3,694	26%	-2.9	-10.3	-15.5	-7.3	房地产													
交通运输	1,721	40%	0.9	-1.8	-2.5	-0.2	Dec-23													
电子元器件	5,831	65%	-2.6	-10.0	-11.6	-12.7	全国	150	73%						-0.4	-1.2	-1.0	-1.0		
通信	3,856	50%	-1.0	-9.1	-15.4	-9.9	一线城市	213	88%						-0.4	-1.0	-0.9	-0.9		
计算机	4,542	42%	-2.7	-15.5	-17.1	-13.5	二线城市	168	80%						-0.4	-0.9	0.2	0.2		
传媒	2,260	33%	-2.4	-17.3	-7.3	-9.1	三线城市	139	71%						-0.5	-1.4	-1.6	-1.6		
综合	3,084	34%	-1.4	-5.5	1.2	-4.9														

注：在细分类别中选择了发行时间超过半年，规模较大的基金作为参考；房地产表现使用中国一线/二线/三线城市房地产住宅价格指数作为参考（下同）。数据截至 2024 年 1 月 17 日

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



图表 46：2006 年至今中国大类资产历年表现排序及国际对比（以人民币计价，全收益回报率）

Rank	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2006-2023	
																		Dec	全年	Ann.	Vol.
1	A股中证500 102.5%	A股中证500 187.7%	高收益债 16.8%	A股中证500 132.4%	黄金 23.4%	原油 8.3%	港股 26.4%	NASDAQ 36.1%	可转债 56.9%	A股中证500 43.8%	原油 63.0%	港股 31.5%	利率债 9.6%	A股沪深300 39.2%	NASDAQ 36.0%	原油 46.2%	原油 19.9%	NASDAQ 8.6%	NASDAQ 49.0%	NASDAQ 10.7%	原油 36.2%
2	A股沪深300 77.2%	A股沪深300 163.3%	利率债 14.9%	A股沪深300 96.6%	原油 17.4%	黄金 6.0%	新兴股指 17.4%	标普500 28.5%	A股沪深300 55.8%	NASDAQ 31.9%	商品综合 51.3%	新兴股指 29.2%	高收益债 7.9%	NASDAQ 36.4%	A股沪深300 29.9%	标普500 25.3%	商品综合 19.7%	标普500 3.3%	标普500 29.9%	A股中证500 9.7%	A股中证500 30.9%
3	可转债 37.7%	可转债 103.1%	现金 1.5%	新兴股指 79.0%	新兴股指 15.1%	利率债 5.7%	NASDAQ 16.5%	发达股指 23.7%	A股中证500 40.5%	高收益债 11.3%	标普500 19.8%	A股沪深300 24.3%	USDQNY 5.0%	标普500 33.1%	A股中证500 22.3%	商品综合 20.9%	黄金 9.8%	USDQNY 2.3%	发达股指 28.1%	标普500 8.5%	A股沪深300 27.4%
4	港股 34.0%	原油 44.2%	全球债券 -2.0%	原油 71.0%	NASDAQ 14.0%	现金 3.4%	发达股指 15.4%	A股中证500 18.1%	NASDAQ 17.8%	利率债 8.0%	新兴股指 19.5%	NASDAQ 21.0%	全球债券 4.4%	发达股指 30.0%	黄金 14.4%	发达股指 19.2%	USDQNY 9.2%	发达股指 1.9%	黄金 16.8%	A股沪深300 7.4%	可转债 21.4%
5	新兴股指 28.2%	港股 33.7%	黄金 -2.2%	商品综合 60.7%	商品综合 12.0%	高收益债 2.8%	标普500 14.8%	现金 4.2%	标普500 16.6%	A股沪深300 7.2%	黄金 18.4%	发达股指 15.4%	黄金 4.2%	A股中证500 28.1%	新兴股指 11.3%	NASDAQ 19.0%	高收益债 3.8%	黄金 1.4%	新兴股指 13.3%	黄金 7.4%	新兴股指 20.3%
6	黄金 19.3%	新兴股指 30.4%	USDQNY -8.4%	港股 56.7%	标普500 11.1%	全球债券 0.9%	高收益债 11.2%	港股 3.4%	高收益债 12.5%	USDQNY 6.1%	NASDAQ 16.4%	标普500 14.2%	NASDAQ 2.7%	可转债 25.1%	标普500 10.9%	可转债 18.5%	利率债 3.4%	新兴股指 1.2%	高收益债 9.0%	发达股指 7.1%	港股 20.1%
7	发达股指 16.7%	黄金 22.4%	可转债 -32.4%	NASDAQ 46.4%	A股中证500 10.5%	标普500 -2.4%	高收益债 9.8%	商品综合 3.0%	利率债 11.2%	标普500 5.9%	发达股指 15.7%	原油 10.3%	原油 2.1%	原油 24.2%	发达股指 9.2%	A股中证500 17.2%	现金 1.7%	高收益债 0.8%	商品综合 6.2%	可转债 6.4%	NASDAQ 17.4%
8	标普500 12.0%	商品综合 9.3%	商品综合 -35.1%	可转债 42.6%	发达股指 8.5%	USDQNY -4.9%	黄金 4.6%	可转债 -1.4%	发达股指 8.3%	发达股指 4.2%	港股 11.5%	商品综合 7.9%	标普500 1.1%	新兴股指 20.3%	商品综合 7.4%	高收益债 6.8%	港股 -5.1%	利率债 0.7%	利率债 4.7%	新兴股指 5.3%	商品综合 15.9%
9	NASDAQ 7.2%	NASDAQ 3.5%	标普500 -41.1%	发达股指 30.9%	高收益债 6.1%	NASDAQ -5.2%	商品综合 4.2%	利率债 -2.1%	港股 8.0%	现金 3.2%	全球债券 9.2%	现金 3.4%	可转债 -1.2%	黄金 19.7%	可转债 5.3%	利率债 5.7%	全球债券 -9.1%	现金 0.1%	全球债券 3.1%	高收益债 5.2%	黄金 15.3%
10	商品综合 6.9%	现金 2.5%	NASDAQ -43.9%	黄金 28.2%	港股 4.5%	发达股指 -7.2%	可转债 4.1%	USDQNY -3.0%	现金 3.9%	全球债券 1.3%	USDQNY 6.8%	高收益债 2.6%	发达股指 -2.9%	商品综合 15.6%	高收益债 4.6%	现金 2.1%	可转债 -10.0%	可转债 -1.6%	现金 1.8%	商品综合 5.0%	发达股指 15.3%
11	全球债券 3.1%	发达股指 2.5%	发达股指 -44.2%	标普500 26.5%	现金 3.3%	可转债 -12.8%	现金 3.5%	原油 -3.2%	全球债券 3.1%	港股 0.5%	现金 3.8%	现金 2.1%	原油 -5.7%	港股 15.0%	利率债 3.1%	USDQNY -2.3%	发达股指 -10.7%	全球债券 -2.0%	USDQNY 1.7%	利率债 4.2%	标普500 14.8%
12	利率债 2.6%	全球债券 2.5%	港股 -49.5%	全球债券 6.9%	全球债券 1.9%	商品综合 -17.0%	全球债券 3.2%	新兴股指 -5.1%	黄金 1.7%	黄金 -7.4%	高收益债 3.0%	全球债券 0.6%	商品综合 -5.8%	全球债券 8.2%	全球债券 2.4%	A股沪深300 -3.5%	标普500 -11.1%	A股中证500 -2.7%	可转债 -0.5%	港股 3.7%	全球债券 5.5%
13	现金 2.0%	标普500 -1.3%	原油 -54.6%	高收益债 2.1%	利率债 1.9%	港股 -20.9%	利率债 2.5%	A股沪深300 -5.3%	新兴股指 0.5%	新兴股指 -10.8%	利率债 1.3%	A股中证500 0.6%	新兴股指 -9.4%	高收益债 7.4%	现金 1.8%	黄金 -4.1%	新兴股指 -13.0%	港股 -5.1%	A股中证500 -5.9%	现金 2.7%	现金 5.0%
14	高收益债 0.0%	利率债 -1.8%	新兴股指 -56.2%	现金 1.9%	USDQNY -3.0%	新兴股指 -21.8%	原油 2.4%	全球债券 -5.4%	USDQNY 0.4%	商品综合 -14.5%	A股沪深300 -9.3%	可转债 -0.2%	原油 -14.9%	利率债 4.4%	港股 -6.1%	新兴股指 -4.9%	A股中证500 -18.9%	商品综合 -5.3%	原油 -7.7%	原油 1.9%	USDQNY 3.5%
15	原油 -0.2%	USDQNY -6.5%	A股中证500 -60.6%	USDQNY -0.1%	可转债 -6.3%	A股沪深300 -24.0%	1.2%	商品综合 -12.4%	商品综合 -16.5%	可转债 -26.5%	可转债 -11.8%	利率债 -1.2%	A股沪深300 -23.6%	现金 2.1%	USDQNY -6.5%	-7.2%	A股沪深300 -19.8%	A股沪深300 -5.7%	港股 -7.9%	1.0%	高收益债 3.1%
16	USDQNY -3.2%	高收益债 -7.2%	A股沪深300 -65.6%	利率债 -1.2%	A股沪深300 -11.6%	A股中证500 -38.5%	USDQNY -0.2%	黄金 -29.3%	原油 -46.9%	原油 -32.0%	A股中证500 -17.2%	USDQNY -5.8%	A股中证500 -32.5%	USDQNY 1.6%	原油 -26.4%	港股 -14.6%	NASDAQ -26.8%	原油 -6.2%	A股沪深300 -9.1%	USDQNY -0.8%	利率债 2.8%

注：现金：2014 年及以前使用 1 周期银行理财收益率年均值，2014 年以后使用余额宝 7 日年化收益率年均值；利率债：中债总财富指数；高收益债：中债企业债 AA 总财富指数；可转债：中证转债指数；全球债券：JPM Global Aggregate Bond，调整为人民币计价；A 股沪深 300：沪深 300 全收益指数；A 股中证 500：中证 500 全收益指数；港股：恒生指数，调整为人民币计价；发达股指：MSCI DM TR Index，调整为人民币计价；USDQNY：美元兑人民币汇率变化，正值代表投资美元资产的汇兑收益；原油：布伦特原油价格，调整为人民币计价；黄金：伦敦金现货价格，调整为人民币计价。数据截至 2023 年 12 月 31 日

资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

内在回报率、估值和盈利

图表 47：理财产品预期年收益率仍处低位



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 48：长端国债收益率回落，股票内在回报率下行



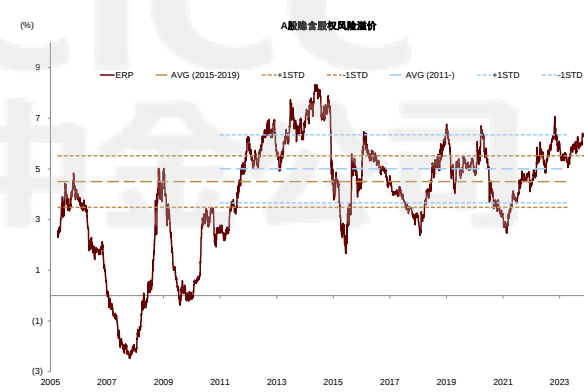
资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 49：股债内在回报率比值明显高于均值水平，反映股票吸引力提升



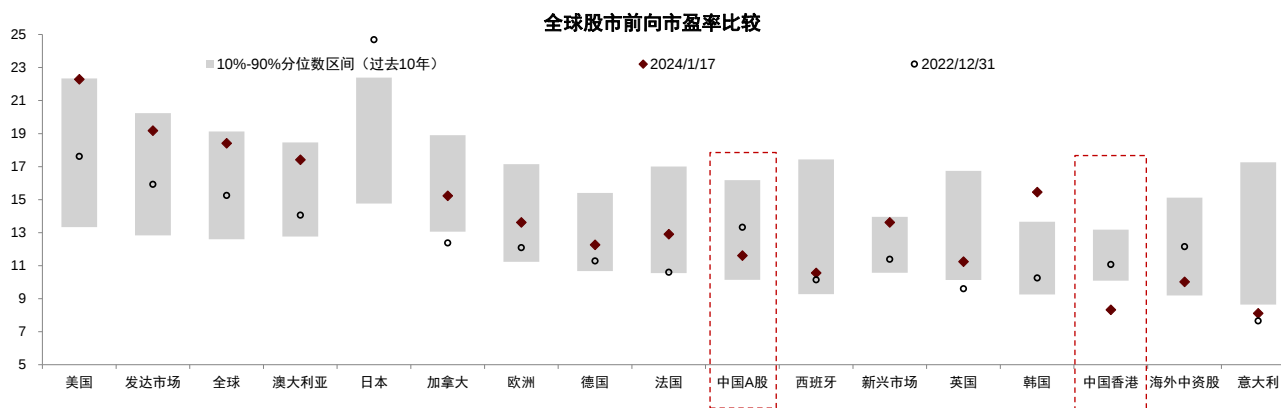
资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 50：股权风险溢价高于 2011 年以来均值水平



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 51：大类资产估值对比（时间区间为过去十年）



注：数据截至 2024 年 1 月 17 日

资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部



图表 52：中国和全球股票资产估值汇总表

中国股市	市盈率 (TTM)		市净率		相比市场整体市净率	
	最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)
市场						
中证全指	12.8	14%	1.4	0%		
上证综指	10.8	19%	1.2	0%	85%	65%
沪深300	10.1	15%	1.2	0%	83%	37%
中证800	11.0	12%	1.2	0%	88%	34%
中小板指	16.5	0%	2.3	0%	165%	8%
创业板指	24.8	0%	3.5	11%	252%	35%
风格						
中证100	11.7	56%	1.4	42%	102%	90%
中证500	17.2	8%	1.6	3%	115%	37%
中证800价值	7.4	20%	0.8	8%	58%	30%
中证800成长	13.5	15%	2.3	24%	162%	53%
行业						
石油石化	9.1	7%	1.1	26%	80%	78%
煤炭	9.4	40%	1.5	63%	109%	90%
有色金属	15.7	12%	2.0	5%	141%	37%
电力及公用事业	18.3	24%	1.7	26%	120%	95%
钢铁	16.3	65%	0.9	10%	67%	37%
基础化工	20.6	34%	2.0	4%	143%	31%
建筑	6.8	0%	0.8	0%	56%	12%
建材	15.4	56%	1.1	0%	80%	1%
轻工制造	21.4	16%	1.9	4%	132%	20%
机械	24.6	10%	2.2	21%	156%	63%
电力设备	16.6	1%	2.3	23%	168%	60%
国防军工	40.4	0%	2.8	20%	197%	51%
汽车	20.5	47%	2.0	26%	144%	89%
商贸零售	15.7	19%	1.4	9%	102%	44%
餐饮旅游	28.9	11%	3.0	5%	213%	46%
家电	13.4	7%	2.3	14%	167%	49%
纺织服装	17.8	31%	1.7	6%	124%	47%
医药	26.5	16%	3.0	0%	214%	28%
食品饮料	23.9	5%	5.3	39%	377%	68%
农林牧渔	30.4	52%	2.6	8%	189%	54%
银行	4.7	11%	0.5	2%	38%	18%
证券 II	18.7	35%	1.2	2%	85%	24%
保险 II	11.0	16%	1.0	0%	72%	7%
信托及其他	16.6	8%	0.9	1%	64%	14%
房地产	10.5	47%	0.7	0%	51%	1%
交通运输	12.4	26%	1.3	10%	93%	39%
电子元器件	36.2	30%	2.8	6%	201%	50%
通信	17.3	10%	1.6	7%	116%	17%
计算机	36.5	2%	3.1	10%	219%	34%
传媒	22.6	27%	2.1	11%	152%	40%
综合	28.6	60%	1.6	16%	116%	43%

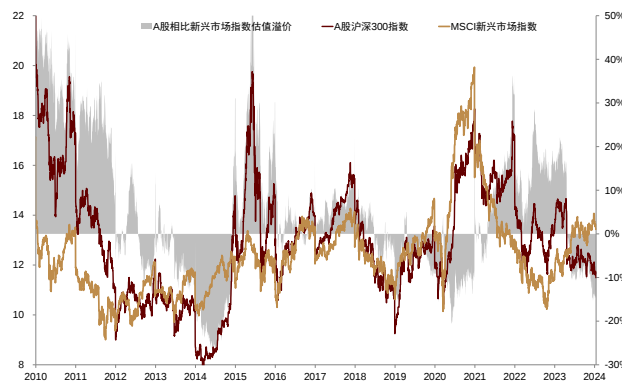
全球股市	预测市盈率		相比市场整体市盈率	
	最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)
全球	18.4	87%	1.00	0%
发达市场	19.2	87%	1.04	79%
新兴市场	13.6	86%	0.74	16%
美国	22.3	90%	1.21	100%
欧洲	13.6	40%	0.74	2%
德国	12.3	39%	0.67	3%
法国	12.9	36%	0.70	4%
英国	11.2	27%	0.61	2%
意大利	8.1	9%	0.44	1%
西班牙	10.6	24%	0.57	0%
加拿大	15.2	42%	0.83	10%
澳大利亚	17.4	84%	0.95	23%
日本	25.8	97%	1.40	91%
韩国	15.5	95%	0.84	91%
海外中资股	10.0	25%	0.54	0%
中国香港	7.4	11%	0.40	2%
中国A股	11.6	27%	0.63	6%
中国台湾	19.1	98%	1.04	72%
印度	23.9	93%	1.30	73%
巴西	9.2	18%	0.50	16%
墨西哥	13.6	15%	0.74	5%

全球股市	市净率		分红收益率	
	最新	百分位 (10Y)	最新	百分位 (10Y)
全球	2.8	93%	2.0	11%
发达市场	3.1	94%	2.0	11%
新兴市场	1.6	47%	2.7	53%
美国	4.5	94%	1.5	9%
欧洲	1.8	61%	3.3	25%
德国	1.4	19%	3.2	59%
法国	1.8	89%	3.0	22%
英国	1.7	23%	4.0	49%
意大利	1.1	67%	4.4	79%
西班牙	1.0	11%	4.0	34%
加拿大	1.9	50%	3.2	83%
澳大利亚	2.1	81%	4.0	12%
日本	2.0	96%	1.7	37%
韩国	0.9	16%	1.6	48%
海外中资股	1.1	1%	2.8	69%
中国香港	0.8	2%	4.2	91%
中国A股	1.4	1%	2.9	100%
中国台湾	2.1	89%	3.3	37%
印度	3.0	63%	1.3	38%
巴西	1.6	52%	4.9	81%
墨西哥	2.2	27%	3.2	86%

注：数据截至 2024 年 1 月 17 日

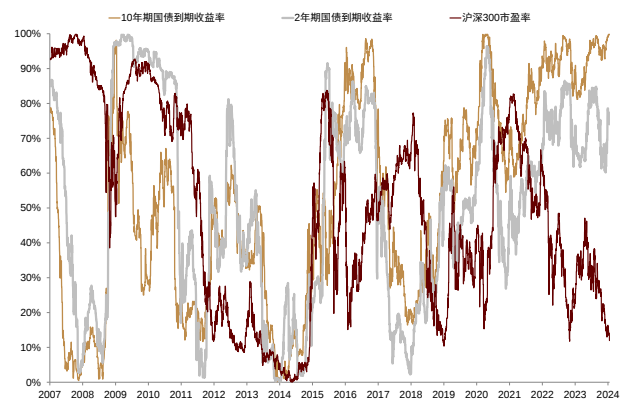
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 53: A 股相比 MSCI 新兴市场指数估值溢价回落并转负



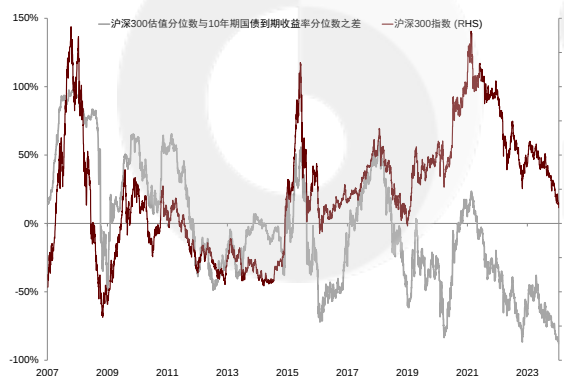
资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 54: 股票估值和债券估值所处百分位反向变动



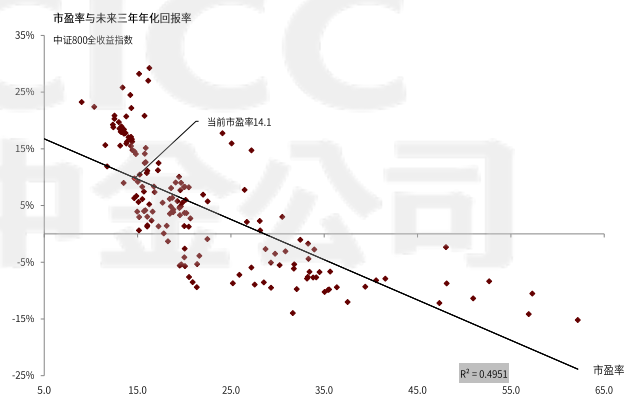
资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 55: 沪深 300 指数与股债估值百分位之差具有较为明显的正相关



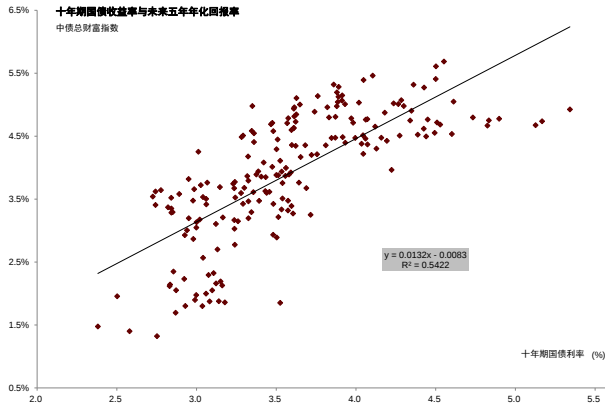
资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 56: 股票当前估值水平隐含的未来三年的年化回报率为 12.1%



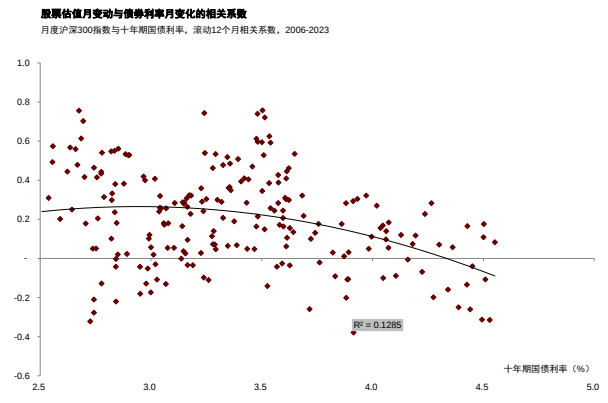
资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 57：债券当前利率水平为 2.51%，隐含的未来五年的年化回报率为 2.23%



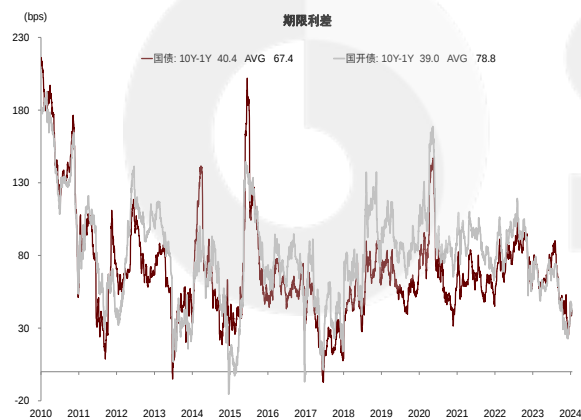
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 58：当前股票估值与利率正相关



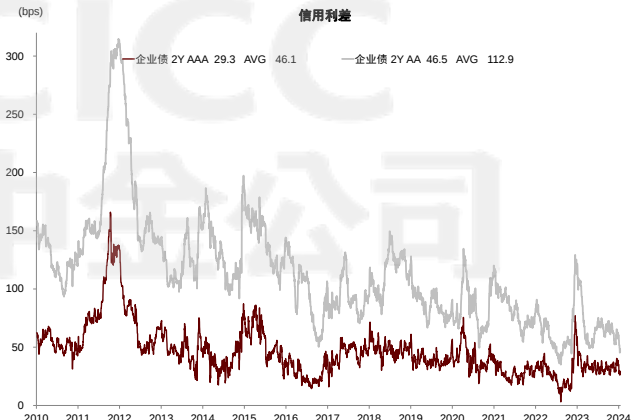
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 59：期限利差回升



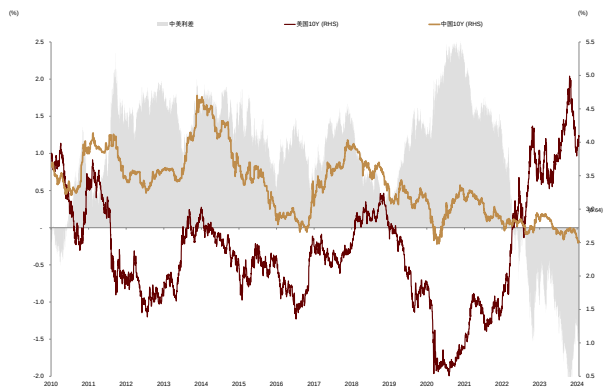
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 60：高收益债信用利差近期走阔，高评级信用利差近期趋稳



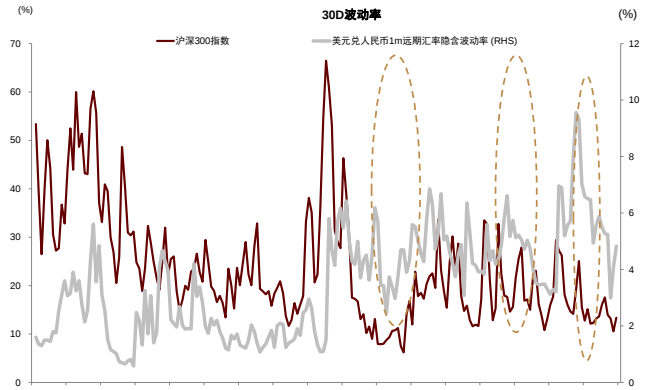
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 61：中美利差倒挂 159bps



资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 62：汇率隐含波动率会传导至股票资产



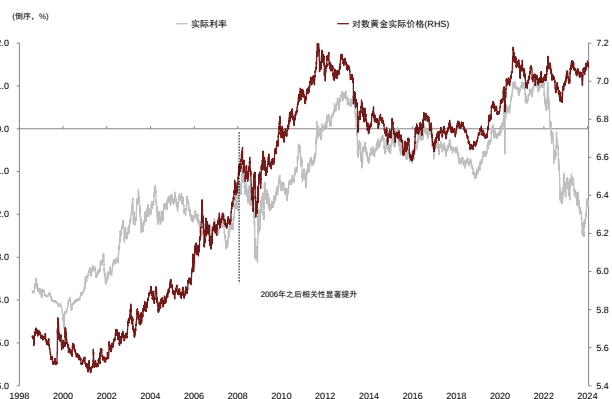
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 63：经济增长是汇率预期变化的核心



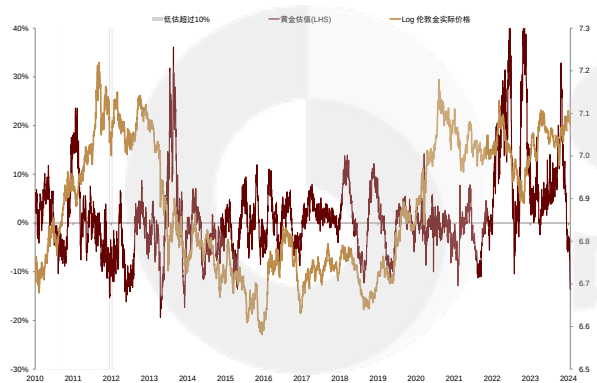
资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 64：黄金实际价格与美国十年期国债实际利率在 2006 年以后负相关



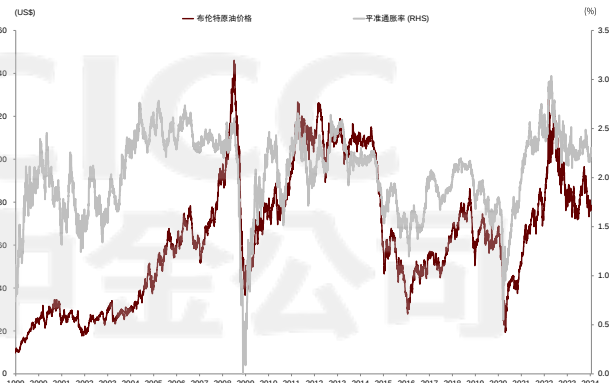
资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 65：近期黄金估值窄幅震荡



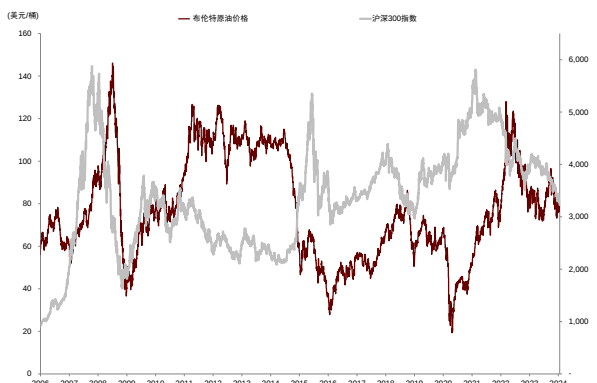
资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 66：历史上油价和通胀预期呈正相关



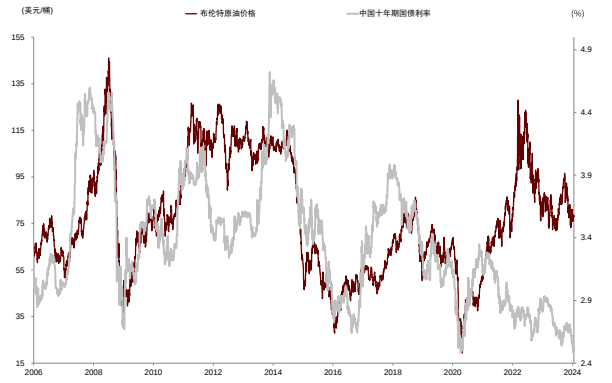
资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 67：股价一般领先于油价的下跌，而在油价跌至底部时，往往对应着股价的反弹



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

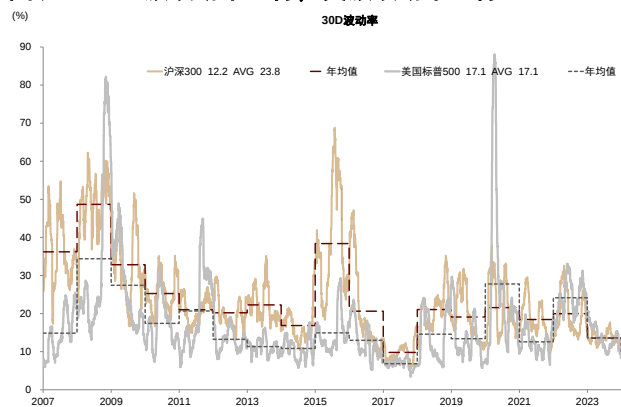
图表 68：油价与中国十年期国债利率走势



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

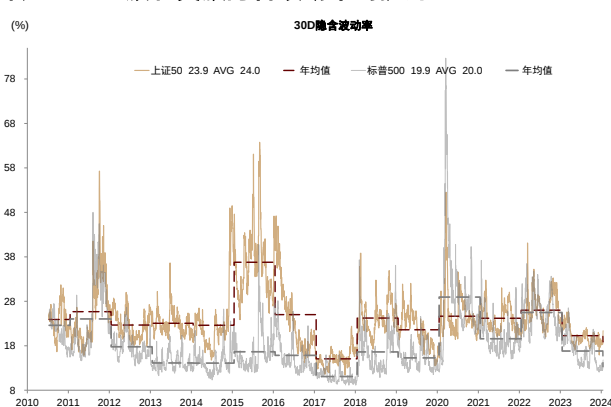
大类资产波动率和相关性

图表 69：A 股波动率上行，美股波动率下行



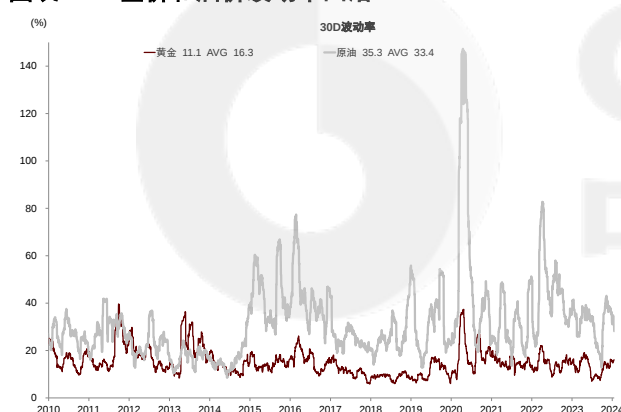
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 70：A 股和美股隐含波动率均提升



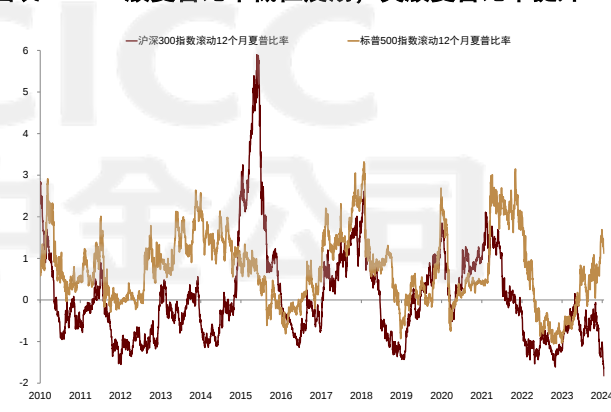
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 71：金价和油价波动率回落



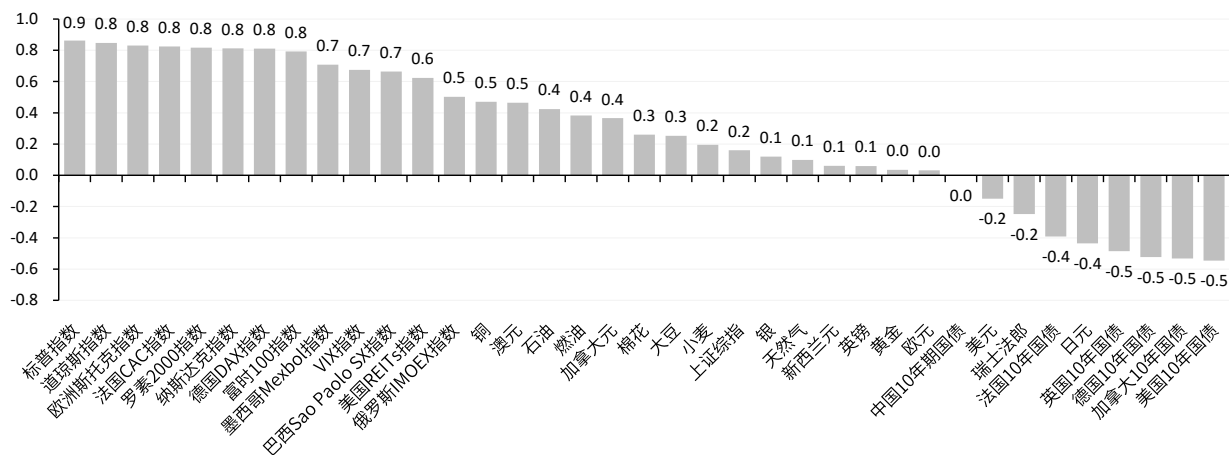
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 72：A 股夏普比率低位震荡，美股夏普比率提升



资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 73：从大类资产与“逐险避险”模式的相关性来看，股票属于高风险资产，债券属于低风险资产，黄金和美元属于避险资产



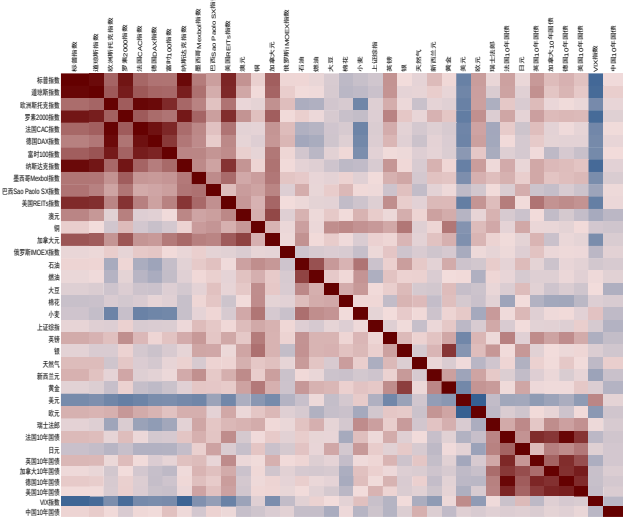
注：数据截至 2024 年 1 月 17 日
资料来源：Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

图表 74：2005 年至今大类资产相关性（以人民币计价）

	大类资产相关性（2005年至今）													年化波动率
	利率债	高收益债	可转债	全球债券	A股沪深300	A股中证500	港股	发达股指	新兴股指	美元兑人民币	商品综合	原油	黄金	
利率债	1.00	0.70	-0.01	0.02	-0.21	-0.15	-0.23	-0.16	-0.22	0.09	-0.26	-0.31	-0.04	3%
高收益债		1.00	0.02	-0.05	-0.18	-0.08	-0.22	-0.13	-0.21	0.12	-0.28	-0.25	-0.10	3%
可转债			1.00	0.10	0.74	0.67	0.33	0.21	0.29	-0.11	0.22	0.05	0.11	21%
全球债券				1.00	0.17	0.19	0.36	0.36	0.44	-0.38	0.20	0.12	0.42	6%
A股沪深300					1.00	0.84	0.58	0.36	0.50	-0.17	0.34	0.16	0.12	28%
A股中证500						1.00	0.42	0.32	0.41	-0.13	0.28	0.17	0.19	31%
港股							1.00	0.62	0.85	-0.20	0.40	0.33	0.15	20%
发达股指								1.00	0.81	-0.06	0.39	0.49	0.05	15%
新兴股指									1.00	-0.16	0.49	0.47	0.22	20%
美元兑人民币										1.00	-0.13	-0.08	0.02	4%
商品综合											1.00	0.54	0.31	16%
原油												1.00	0.15	36%
黄金													1.00	15%

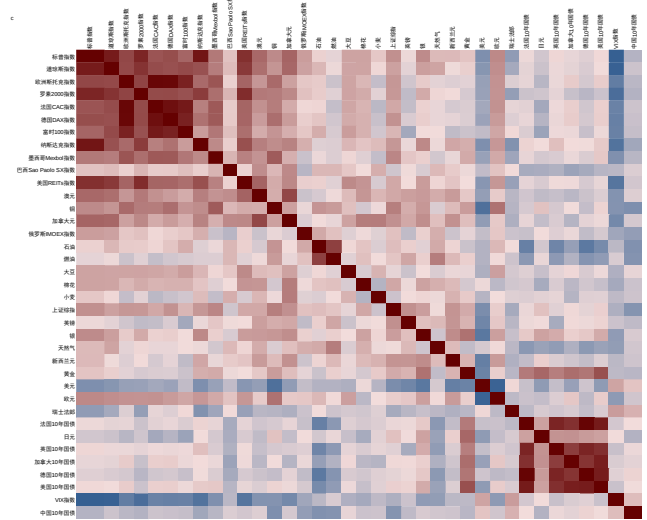
注：数据截至 2024 年 1 月 17 日
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 75：大类资产相关系数矩阵（2022 年）



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 76：大类资产相关系数矩阵（2023 年）



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

图表 77：最新中国宏观经济数据和过去 12 个月走势

指标	单位	最新日期	最新数据	相比上月	过去12个月走势
领先指标					
PMI		2023/12/31	49.0 2023/11/30	49.4	↓
服务业PMI		2023/12/31	49.3 2023/11/30	49.3	→
财新PMI		2023/12/31	50.8 2023/11/30	50.7	↑
财新服务业PMI		2023/12/31	52.9 2023/11/30	51.5	↑
消费者信心指数		2023/11/30	87 2023/11/30	87	→
价格					
CPI	YOY, %	2023/12/31	-0.3 2023/11/30	-0.5	↑
PPI	YOY, %	2023/12/31	-2.7 2023/11/30	-3.0	↑
货币					
M0	YOY, %	2023/12/31	8.3 2023/11/30	10.4	↓
M1	YOY, %	2023/12/31	1.3 2023/11/30	1.3	→
M2	YOY, %	2023/12/31	9.7 2023/11/30	10.0	↓
新增人民币贷款	Rmb bn	2023/12/31	1,170 2023/11/30	1,090	↑
社会融资规模	Rmb bn	2023/12/31	1,940 2023/11/30	2,455	↓
1年期存款利率	%	2023/12/31	1.5 2023/11/30	1.5	→
存款准备金率-中小型机构	%	2023/12/31	7.5 2023/11/30	7.5	→
存款准备金率-大型机构	%	2023/12/31	10.5 2023/11/30	10.5	→
公共财政收入	YOY, %	2023/11/30	7.9 2023/10/31	8.1	↓
公共财政支出	YOY, %	2023/11/30	4.9 2023/10/31	4.6	↑
财政收支差额	Rmb bn	2023/11/30	-3,833 2023/10/31	-2,824	↓
金融收益率					
10年期国债到期收益率	%	2023/12/31	2.56 2023/11/30	2.67	↓
10年期高信用债到期收益率	%	2023/12/31	3.25 2023/11/30	3.33	↓
10年期信用利差	%	2023/12/31	0.69 2023/11/30	0.67	↑
理财产品预期收益率	%	2022/12/31	4.41 2022/11/30	4.41	→

注：数据截至 2024 年 1 月 17 日

资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部

指标	单位	最新日期	最新数据	相比上月	过去12个月走势
经济活动					
GDP	YOY, %	2023/12/31	5.2 2023/9/30	4.9	↑
工业增加值	YOY, %	2023/12/31	4.0 2023/11/30	4.4	↓
工业企业利润	YOY, YTD, %	2023/11/30	-4.0 2023/10/31	-5.4	↑
固定资产投资	YOY, YTD, %	2023/12/31	4.0 2023/11/30	4.1	↓
- 制造业	YOY, YTD, %	2023/12/31	7.8 2023/11/30	7.8	↑
- 房地产	YOY, YTD, %	2023/12/31	-9.8 2023/11/30	-9.6	↓
社会消费品零售总额	YOY, %	2023/12/31	2.7 2023/11/30	1.8	↑
铁路货运量	YOY, %	2023/12/31	1.0 2023/11/30	4.2	↓
出口	YOY, %	2023/12/31	-5.4 2023/11/30	-5.1	↓
进口	YOY, %	2023/12/31	-3.7 2023/11/30	-6.0	↑
贸易差额	亿美元	2023/12/31	753.4 2023/11/30	683.95	↑
人民币实际有效汇率指数	2010=100	2023/12/31	92.0 2023/11/30	91.6	↑
房地产					
商品房销售额	YOY, YTD, %	2023/12/31	-6.5 2023/11/30	-5.2	↓
商品房销售面积	YOY, YTD, %	2023/12/31	-8.5 2023/11/30	-8.0	↓
房屋新开工面积	YOY, YTD, %	2023/12/31	-20.4 2023/11/30	-21.2	↑
一线城市新建住宅价格	QoQ, %	2023/12/31	-0.4 2023/11/30	-0.30	↓
二线城市新建住宅价格	QoQ, %	2023/12/31	-0.40 2023/11/30	-0.30	↓
三线城市新建住宅价格	QoQ, %	2023/12/31	-0.5 2023/11/30	-0.4	↓
海外指标					
美国10年期国债收益率	%	2023/12/31	3.88 2023/11/30	4.37	↓
美元指数	1973=100	2023/12/31	101.38 2023/11/30	103.51	↓
WT原油	美元/桶	2023/12/31	71.65 2023/11/30	75.96	↓
美国新增非农就业人数	万人	2023/12/31	21.6 2023/11/30	17.3	↑
波罗的海干散货指数		2023/12/31	2,094 2023/11/30	2,937	↓

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。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及期货事务监察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》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 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持牌代表。

本报告由受金融行为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。本报告有关的投资产品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。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

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。

V190624
编辑：金灿

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560