



全球制造业与补库周期开启了么？

海外资产配置月报（2024-4）



刘刚, CFA 分析师
SAC 执证编号: S0080512030003
SFC CE Ref: AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn



王子琳 联系人
SAC 执证编号: S0080123090053
zilin.wang@cicc.com.cn

4月展望：大宗资源品领涨，再通胀交易升温；中美PMI意外扩张，全球制造业与补库周期开启了么？

中美 3 月制造业PMI意外同步重回扩张区间，一夜之间似乎重燃了市场对全球制造业修复的讨论。美国制造业PMI生产与新订单分项的大幅回升，非农制造业就业的扩张，中国PMI新出口订单，以及中日韩、越南的出口数据转强似乎都表明全球需求逐步回暖。**资产也在反映这一预期**，纵观 3 月，除了比特币与黄金外，大宗资源品如铜与油领涨全球，美债利率走高，降息预期推后，无不都与预期全球制造业修复与新一轮补库周期开启下的再通胀交易有关。

然而，当前中美制造业的修复是否又是另一次如去年 9 月那样的“昙花一现”，还是新一轮周期的开启？大宗资源品上涨是否有基本面支撑，还是更多是流动性和情绪驱动的抢跑与噪音？要回答这些问题，**关键在于定位本轮全球制造业与库存周期的位置与驱动因素**，这也将决定未来一段时间的交易主线，毕竟“利率回落→需求短暂转好→利率走高→需求再度回落”的折返跑在去年已经不止一次上演。本文中，我们将通过库存、商品消费、设备投资需求等多维度观察全球制造业现状与前景，并对后续资产走势做出展望。

整体来看，当前以美国为主的制造业修复、补库以及由此拉动的中国出口订单的好转，**源头都是前期美债利率和金融条件大幅回落**，但更为持续的新一轮周期开启仍有赖于信用周期的再启动，这又要建立在美联储降息的基础上。但悖论是，当前数据改善预期和市场抢跑导致的资源品价格上涨，恰恰会推迟降息、收紧信贷条件，进而使去年的“折返跑”再度上演，未来几个月我们不排除逐渐看到目前重新走高的利率和金融条件的影响。

从第一性原理出发，**信用周期仍是核心**。只要信用周期被抑制，增长、通胀和利率下行以及降息开启大方向就是确定的，反之亦如此，只不过在今年大选年的特殊时期，过多的“折返跑”会造成政策窗口越来越窄的难题（《股债大宗同涨，是谁“错”了？》）。从资产角度，**当前交易的方向不能算错，但过早有抢跑风险，过强有回吐压力**。在目前通胀水平上，股市与大宗资源品的持续上行需要以美债利率回落为前提，否则也会反过来再被紧货币和高利率打压，**因此债券有冲高压力，但性价比高于股市与大宗，先债后股再大宗**（《本轮美股牛市的三大支柱》）。

一、全球制造业PMI为何上行？短期广泛的金融条件宽松+私人部门相对健康的资产负债表

3月全球制造业PMI升至 50.6，为连续第三个月走高，主要国家与地区均有不同程度抬升，超过半数PMI处于扩张区间。其中，美国制造业PMI自 2022 年 9 月后首次回升至扩张区间，中国则是自 2023 年 9 月以来首次。不过考虑到中国PMI回升的主要动力是新出口订单，因此也可以视为海外制造业需求的延伸。

全球PMI上行由需求回暖、价格回升以及运输压力缓解支撑，新订单与库存比（new orders-to-inventory ratio）升至 1.04，为 2022 年 5 月以来最高。**需求的改善又主要受益于短期广泛的金融条件宽松和私人部门相对健康的资产负债表**，使得金融条件的宽松很快得到释放。在美联储停止加息并将开启降息的预期引导下，10 年美债利率从去年 10 月 5% 的高点快速降至今年初的 3.8%，芝加哥联储金融条件指数也相应的由 2023 年 10 月的 -0.32 降至当前的 -0.51，具体来看：

1) **美债利率快速回落带动一部分地产需求修复**。尽管近期市场对于美联储的降息预期已经得到了修正，但前期美债利率的快速回落带动住房抵押贷款利率下行，30 年期抵押贷款利率由 2023 年 10 月底高点的 7.8% 下行至 2024 年 1 月中旬的 6.6%，低于 7% 平均租金回报率，推动了地产需求的再度活跃，进而支撑相关耐用品消费。美国 1-2 月成屋销售转暖，季调折年数由去年 10 月低点 385 万套升至 2 月的 438 万套，价格中位数由去年 12 月的 38.1 万美元升至 2 月的 38.4 万美元，房价升高压力也反映在租金上，导致 1-2 月 CPI 中租金分项维持韧性；2) **银行信贷标准也于 2023 年四季度开始边际转松**。尽管目前依然处于收紧状态，但较去年三季度高点已近边际转松，美国居民部门商业按揭贷款标准净收紧的比例由去年三季度的 67.2% 大幅下降至去年四季度的 42.4%、企业部门开发贷标准净收紧比例由 64.9% 降至去年四季度的 39.7%。私人部门杠杆率水平相对偏低，叠加对企业信贷标准的放松以及对居民按揭贷款和消费贷款发放意愿的上升推动信用扩张回暖；3) **美股大涨的财富效应也支撑了居民的消费能力**，标普 500 去年 11 月以来涨幅达 26%，纳斯达克

指数涨幅更是接近 30%。截至 2023 年三季度末美国居民持有的股票及共同基金配置比例超过 30%，因此财富效应对于消费的支撑不容忽视。

二、进一步改善的后劲如何？处于周期底部，库存去化接近尾声，但持续改善需要信用周期开启，市场存在抢跑

我们认为，经过近三年的回落，全球尤其是美国制造业和库存周期处于周期底部的磨底阶段，但市场存在一定程度抢跑，不论是基于美联储降息后居民地产周期的重启，还是对大选后美国新一轮财政扩张的期待，都可能没那么快兑现，相反目前乐观的预期反而会进一步推后这一过程到来。具体来看：

- 1) **名义库存同比增速回升但实际库存仍在回落，库销比仍处于高位；结构差异较大，地产相关库存偏低。**总体看，美国全社会名义库存同比增速去年 12 月至今年 2 月连续三个月回升，但实际库存同比增速仍在回落；而 2023 年下半年以来 PPI 企稳，油价贡献下 2024 年 2 月同比 1.6%，创 2023 年 9 月以来最大涨幅，说明价格因素是名义库存同比增速回升主要动力。我们测算，实际库存去库阶段可能要持续至二季度中。

库销比偏高，因此周期重启仍要看需求信号。部分库存相关指标已经偏低，但若缺乏需求动力，库存偏低到库存回升仍然存在时滞，当前整体库销比依然处于 96.4% 的历史分位高位，制造商、批发商库销比历史分位均在 95% 以上。此外，美国经济疫后呈现“滚动式”修复特征（《全球市场 2024 年展望：避不开的周期》），各环节库存去化情况也同样存在一定差异。分环节看，制造商去库压力一直不大，我们预计补库也不明显；批发商此前补库快，规模高，多数行业仍处去库阶段；零售商中地产周期相关的家具/家电/电子/家电、建筑材料/花园用品、百货商场已经开启补库，与金融条件宽松下居民部门需求回升的行业一致。库销比偏高同时各环节与行业去库与补库进程错位，我们预计本轮库存周期即使开启幅度也较为有限，但地产相关库存可能率先启动，这也有助于拉动中国相关出口需求。

- 2) **地产与商品消费需求难以媲美疫情后。**需求端动力来源于居民部门的商品消费和非金融企业的投资。居民消费端，也呈现滚动式放缓与滚动式修复特征，商品消费在 2020 年年中财政补贴后率先修复，但 2021 年开始趋缓，随着疫后消费场景放开使得 2022 年服务消费接力成为主导，最近有走弱迹象。地产与耐用品需求受高利率环境挤压处于底部近两年，一旦金融条件转松有望重启修复，这也是市场的预期所在。然而本轮的修复强度难以与疫情后媲美，主要受到收入、超额储蓄及高房价制约。目前整体工资收入趋缓（3 月同比增速从 4.3% 降至 4.1%），当前还剩约 7300 亿美元的超额储蓄我们测算也将在今年下半年消耗殆尽。此外，当前成屋价格指数处于 2000 年以来历史高位、购房负担能力指数处于 2006 年以来低位，因此也将约束一部分购房能力。

设备投资需求有政策支持，但规模有限。有观点认为本轮全球制造业周期的开启有赖于政策因素下制造回流与供应链重构对非金融企业投资的推动。然而通过观察宏观投资与企业资本支出数据，我们发现美国再工业化呈现高度结构化的特征，体现为整体投资支出趋缓，仅在局部行业如电子电气、半导体、机械等逆势上行（《从投资视角看美国产业链重构》），因此尽管相关政策推动下，局部行业私人部门固定资产投资或逐步由建筑投资转向设备投资、利好制造业需求，但范围和规模上相对有限。我们测算，私人部门设备投资（1.2 万亿美元）占非住宅固定资产投资的 38%，其中的 30%（电子计算机等）涉及再工业化政策支持，因此占整体非住宅固定资产投资的 11%。

- 3) **从信用周期角度，全球制造业周期回暖的根本动力来源于降息后信用周期的再扩张，但短期面临预期抢跑的反身性。**自去年四季度以来金融条件出现松动，欧美收紧非金融企业贷款标准的银行比例持续下降。然而，利率与金融条件的走势具有反身性，过快的利率下行会提前激活需求，反而会约束后续降息和利率下行的空间。

此外，美国大选后新一轮刺激下的政府加杠杆也需等待一段时间，且力度待观察。由于美国财年开始是在每年 10 月，因此新总统上任后的影响要到 2025 年 10 月体现，更何况 2025 年 2 月又要重新面临债务上限问题。CBO 近期将今年财政赤字预测从 5.8% 下调至 5.3%，较去年 6.3% 收缩 1 个百分点。这也体现了当前市场对于未来预期的抢跑。

配置建议：先债后股再大宗；美债性价比更高，黄金时间在空间有限，美股关注二季度金融流动性拐点影响

我们认为近期混乱的资产表现背后隐含三条主线，分别是：充裕流动性驱动的比特币、黄金和铜；降息预期驱动的利率、股市和黄金；需求改善与二次通胀预期驱动的铜和油。近期再通胀和资源品交易抢跑太多，使得大宗领先股领先债券，但这种抢跑反而会动摇其反弹根基。因此，我们建议先债后股再大宗，债券当前性价比更高，美股面临一定波折后更好，黄金抢跑后空间有限、回调后可再介入，再通胀驱动的铜和油也有抢跑，需求转好要待降息后。

- ▶ **美债：降息开启前仍是确定机会，先长债后短债，但幅度和时间可能不会很大，从 4.3% 到 3.5-3.8% 左右，交易到降息一次后基本结束。**在经历了美债利率“折返跑”后，目前也是逐步再布局美联储降息预期的较好窗口期，只要降息方向明确。此外，按美国财政部发债计划，二季度不仅短债净发行转负，总发债规模也从 7600 亿美元回落至 2020 亿美元，这对美债继续上行的供给端约束或明显放缓。诚然，近期较强数据会推后这一过程，若 6/7 月降息，交易窗口也就在降息前，而且因为此次降息幅度不会很大，基本面也有韧性，因此可能降息开启后就逐渐结束。

- ▶ **美股：关注二季度金融流动性拐点的影响，波动后可以再介入。**美股与金融流动性指标有较好的相关性。根据我们测算，二季度因为财政存款缴税以及逆回购降幅放缓，都可能使得拐点出现。但全年看，我们对美股不悲观。在经济软着陆的基准假设下，降息后美股可能从当前的分母端逻辑切换至分子端逻辑，由经济基本面驱动美股再度反弹。
- ▶ **黄金：合理中枢 2200-2300 美元/盎司，空间有限时间仍在，可以持有但不建议追高。**基于我们对实际利率 1%~1.5（名义利率中枢扣减 2~2.5%通胀预期），美元指数 102~106 的估计，黄金合理中枢为 2200-2300 美元/盎司。目前黄金交易点位已经高于目标点位，与美元和实际利率背离，空间有限但时间仍在，直到降息开始一两次后结束。
- ▶ **美元：降息预期前阶段走弱，但可能整体偏强，点位 102~106。**本轮货币政策宽松具有特殊性，其意义在于并非美国衰退导致的宽松，而更多可能来自预防式降息，这也意味着货币政策并非美元转弱的理由。此外，本轮由于经济基本面更差，我们认为欧央行降息幅度可能比美国大，这些都可能导导致美元阶段性走弱，但整体依然偏强。

3 月回顾：流动性、再通胀和降息交易交织，黄金与大宗资源品领涨

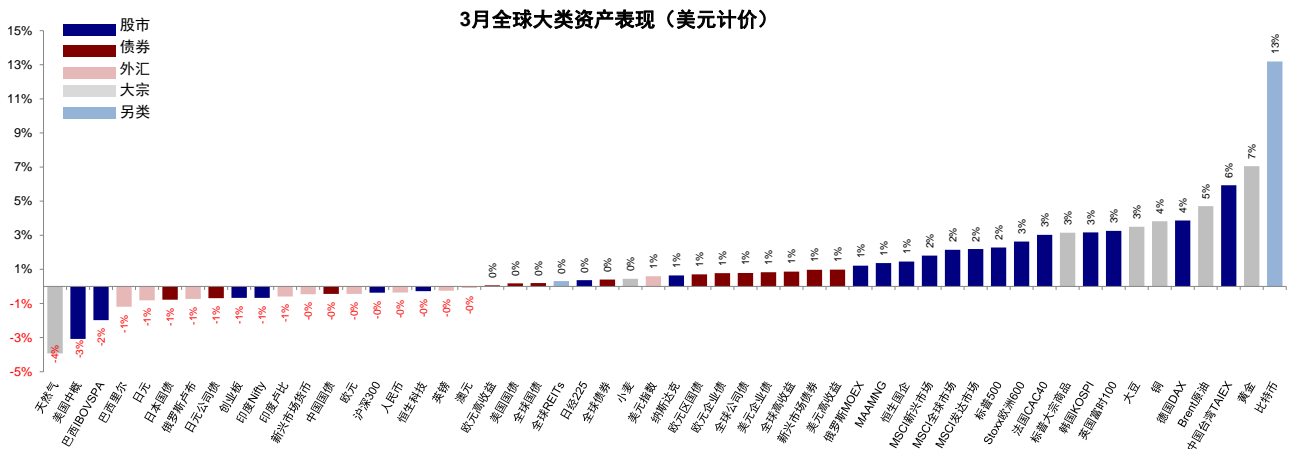
3 月初，美国 2 月 ISM 制造业和服务业 PMI 分别为 47.8 和 52.6，低于预期；2 月非农失业率超预期达 3.9%，每小时工资环比增长 0.1%，不及预期。且鲍威尔发言表示不会通胀到 2% 才降息，略显鸽派¹。上述因素引发美债利率回落至 4.1% 以下，金价大涨 5%。但美股表现受大权重股特斯拉拖累小幅下跌。月中，美国 2 月 CPI 和核心 CPI 分别超预期同比增长 3.2% 和 3.8%，PPI 超预期同比增长 1.6%，带动美债利率上升至 4.3% 以上，美股小幅下跌 0.1%。但 3 月 FOMC 点阵图维持今年三次降息预期不变，比市场预期更为鸽派，带动美债利率回落至 4.2%。美股受英伟达 GTC 大会上推出新一代 GPU 影响，半导体板块带动美股整体上涨。其余资产如铜、油等大宗商品在交易再通胀和需求改善的预期，本月涨幅较高。比特币等受益于一季度宏观金融流动性改善涨幅领先。日本方面，春斗工资涨幅达 5.25%。日本央行将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1%；日央行计划将继续购债，取消 YCC、ETF 和 REITs 购买计划，尚未确定缩表时间。日央行举措符合市场预期，较好经济前景带动日股上涨 5.6%。

整体看，3 月，1) 跨资产：大宗>股>债；2) 权益市场：发达、新兴均上涨且发达涨幅更高；发达中，MAAMNG、德股领涨；新兴中，台股和韩股领涨；3) 债券市场：债市普涨；4) 汇率：澳元和美元走强，其余货币走弱；5) 大宗商品：黄金、大豆领涨，天然气下跌。3 月，欧元区和中国经济意外指数均抬升，美国和日本经济意外指数均下降；美国金融条件有所宽松。资金流向方面，美国及日本流入减速，发达欧洲流出加速，新兴市场及中国流入放缓；债券型基金流入减速，股票型基金流入加速，货币市场基金转为流出。

3 月，海外资产配置组合上涨 2.0%（本币计价）；领先于全球股市（0.77%，MSCI 全球指数，美元计价）、全球债市（0.63%，美银美林全球债券指数，美元计价）和大宗商品（1.21%，标普高盛商品指数，美元计价）。分项看，美股和新兴市场股市等贡献明显，VIX 为主要拖累。自 2016 年 7 月成立以来，该组合累积回报 127.8%，夏普比率 2.2。

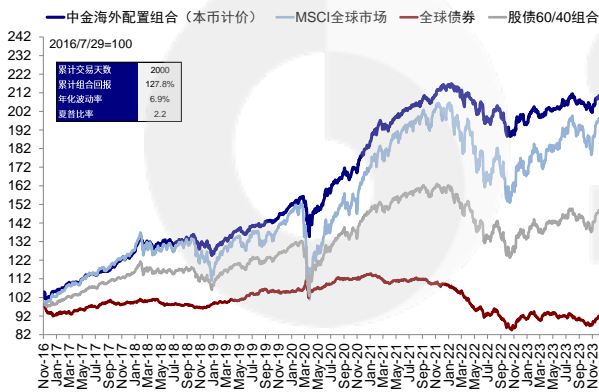
¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3712028>

图表 1：3 月，美元计价下，大类资产排序为大宗>股>债，比特币、黄金、中国台湾 TAIEX 领先，而天然气、美国中概、巴西 IBOVSPA 落后

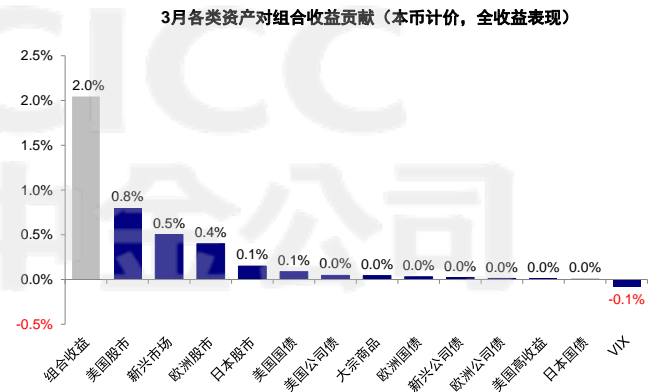


资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

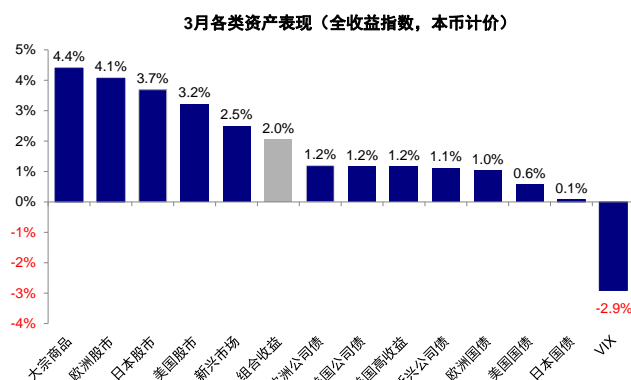
图表 2：3 月，我们的海外资产配置组合上涨 2.0% (本币计价)



图表 3：3 月，美国和新市场股市为组合收益的主要贡献



图表 4：3 月主要海外资产价格表现



资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 5：3 月海外资产配置建议

海外大类资产配置建议	市场均衡权重	约束条件	配置变化			超配/低配? vs. 市场均衡权重	ETF标的
			更新前	当前配置建议	此次变化		
股票	美国	+10ppt	25.0%	25.0%	0.0%	↔	SPY
	欧洲	+10ppt	10.0%	10.0%	0.0%	↔	EZU
	日本	+10ppt	3%	4.0%	0.0%	↔	EWJ
	新兴市场	+10ppt	18%	20.0%	2.0%	↗	VWO
股票加总			58.3%	59.0%	0.0%	↔	
国债	美国	+10ppt	12%	15.0%	3.0%	↗	GOVT
	欧洲	+10ppt	8%	3.0%	3.0%	↘	XY4P GR
	日本	+10ppt	8%	9.0%	1.0%	↗	XJSE GR
国债加总			28.0%	27.0%	0.0%	↔	
信用债	美国公司债	+10ppt	8%	4.0%	4.0%	↘	LQD
	美国高收益	+10ppt	1%	1.0%	0.0%	↔	HYG
	欧洲公司债	+10ppt	3%	1.0%	1.0%	↘	IBCS GR
	新兴市场公司债	+10ppt	2%	2.0%	0.0%	↔	EMB
信用债加总			13.7%	8.0%	0.0%	↘	
另类投资	大宗商品	0-5%	5.0%	1.0%	4.0%	↘	GSG
	VIX波动率	0-5%	4.0%	5.0%	1.0%	↗	VXX
另类加总			N/A	6.0%	0.0%	↘	

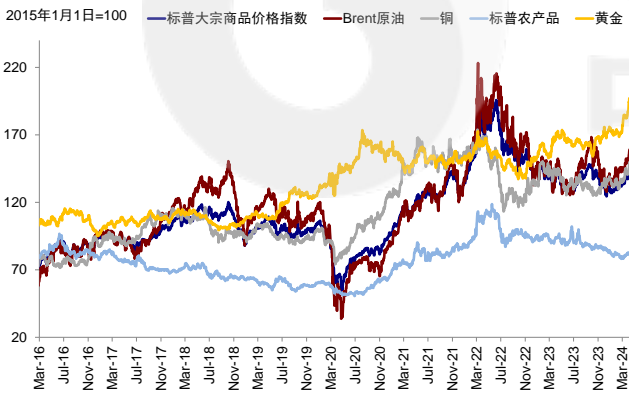
资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 6：3 月主要国家和地区制造业增长显著、超过半数 PMI 处于扩张区间

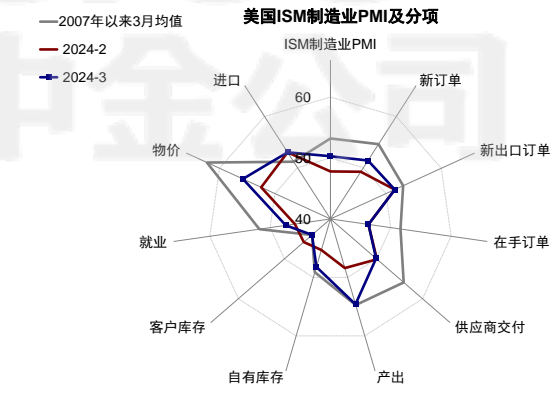
	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24
全球	56.0	55.5	55.4	54.1	54.1	54.2	54.2	54.3	53.2	53.8	53.0	52.3	52.4	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1	49.9	49.6	49.6	49.5	48.7	48.6	49.0	49.2	48.8	49.3	49.0	50.0	50.3	50.6
发达市场	59.8	59.5	59.8	58.3	57.1	56.6	56.9	56.6	56.3	56.5	56.5	56.3	55.0	52.5	51.3	50.2	50.1	48.8	47.8	47.3	48.0	48.1	48.4	48.5	47.6	46.3	47.1	46.8	47.4	47.5	47.7	47.0	48.9	49.3	49.3
新兴市场	52.0	51.3	50.6	49.6	50.8	51.6	51.2	51.7	50.0	50.9	49.2	48.1	49.5	51.7	50.8	50.2	49.4	49.8	49.7	49.8	49.9	51.6	50.7	50.5	51.4	51.1	50.2	51.3	50.9	50.0	50.9	50.9	51.1	51.4	52.0
美国	61.2	60.6	59.5	59.9	61.1	60.8	61.1	58.8	57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2	49.0	48.4	47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7	46.7	47.1	49.1	47.8	50.3
欧元区	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8	48.8	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	44.4	46.6	46.5	45.7
德国	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1	47.3	46.3	44.7	44.5	43.2	40.6	38.8	39.1	39.6	40.8	42.6	43.3	45.5	42.5	41.6
法国	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2	50.5	47.4	47.3	45.6	45.7	46.0	45.1	46.0	44.2	42.8	42.9	42.1	43.1	47.1	45.8
意大利	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	48.4	48.5	50.4	52.0	51.1	46.8	45.9	43.8	44.5	45.4	46.8	44.9	44.4	45.3	48.5	48.7	50.4
西班牙	59.4	60.4	59.0	59.5	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9	54.2	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49.0	44.7	45.7	46.4	48.4	50.7	51.3	49.0	48.4	48.0	47.8	46.5	47.7	45.1	46.3	46.2	49.2	51.5	51.4
希腊	58.0	58.6	57.4	59.3	58.4	58.9	58.8	59.0	57.9	57.8	54.6	54.8	53.8	51.1	49.1	48.8	49.7	48.1	48.4	47.2	49.2	51.7	52.8	52.4	51.5	51.8	53.5	52.9	50.3	50.8	50.9	51.3	54.7	55.7	56.9
英国	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.5	45.3	47.0	49.3	47.9	47.8	47.1	46.5	45.3	43.0	44.3	44.8	47.2	46.2	47.0	47.5	49.9
日本	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7	54.1	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49.0	48.9	48.9	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8	49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	47.9	48.0	47.2	48.2
中国大陆	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8
韩国	53.7	53.9	53.0	51.2	52.4	50.2	50.9	51.9	52.8	53.8	51.2	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	48.2	49.0	48.2	48.5	48.5	47.6	48.1	48.4	47.8	49.4	48.9	49.9	49.8	50.0	49.9	51.2	50.7	49.8
中国台湾	62.0	57.6	59.7	58.5	54.7	55.2	54.9	55.5	55.1	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3	49.0	48.6	47.1	44.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3	47.1	48.8	48.6	49.3
印尼	55.3	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3	51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3	50.9	51.3	51.2	51.9	52.7	50.3	52.5	53.3	53.9	52.3	51.5	51.7	52.2	52.9	52.7	54.2
印度	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	55.7	57.8	55.4	55.3	56.4	57.2	58.7	57.8	57.7	58.6	57.5	55.5	56.0	54.9	56.5	56.9	59.2
俄罗斯	51.9	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1	48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.7	53.2	53.0	52.6	53.6	53.2	52.6	53.5	52.6	52.1	52.7	54.5	53.8	53.8	54.6	52.4	54.7	55.7
巴西	53.7	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8	44.3	44.2	47.5	49.2	47.0	44.3	47.1	46.6	47.8	50.1	49.0	48.6	49.4	48.4	52.8	54.1	53.6
墨西哥	47.6	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4	49.4	46.1	48.0	49.2	49.3	50.6	52.2	48.5	48.5	50.3	50.3	50.6	51.3	48.9	51.0	51.0	51.1	50.5	50.9	53.2	51.2	49.8	52.1	52.5	52.0	50.2	52.3	52.5
	<50%	6%	18%	18%	18%	12%	12%	12%	12%	18%	18%	18%	6%	6%	59%	59%	53%	59%	76%	76%	65%	53%	53%	71%	65%	71%	71%	65%	71%	65%	71%	59%	53%	40%	

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 7：3 月黄金、农产品、铜和原油大幅上涨



图表 8：3 月美国制造业 PMI 新订单、产出及物价回升



图表 9：去年 11 月以来金融条件边际好转



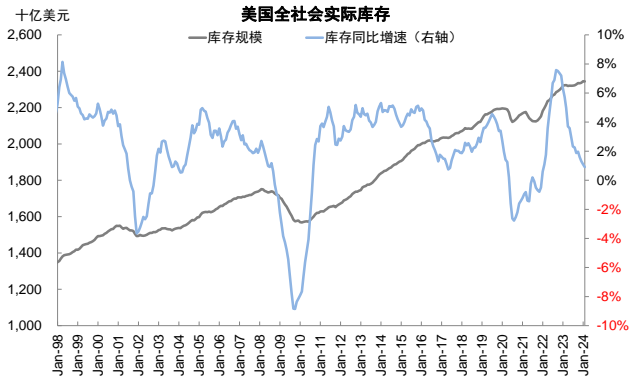
资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

图表 10：3 月美国及中国制造业 PMI 一同回升至扩张区间



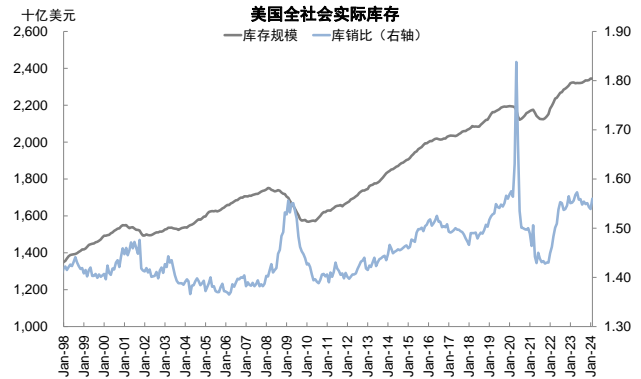
资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

图表 11：美国全社会实际库存同比增速仍在下行



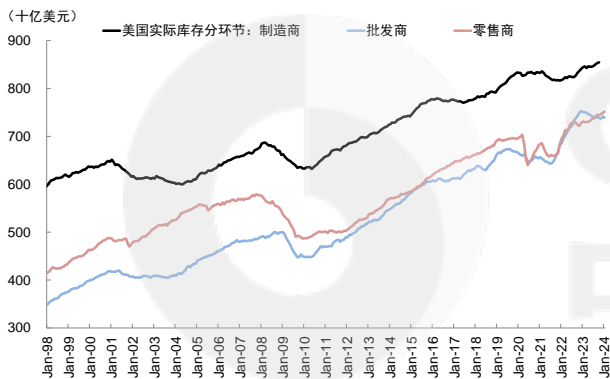
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 12：美国全社会实际库存库销比仍处于历史偏高位置



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 13：分环节来看，批发商仍在去库，制造商去库不明显因此补库力度也偏弱



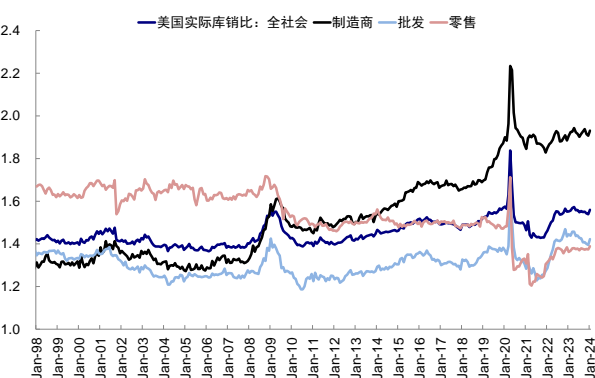
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 14：零售商实际库存同比增速自去年年中回升，但今年 1 月边际回落



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 15：分环节看，制造商和批发商库销比仍处于历史分位 95% 以上，零售商库销比相对偏低



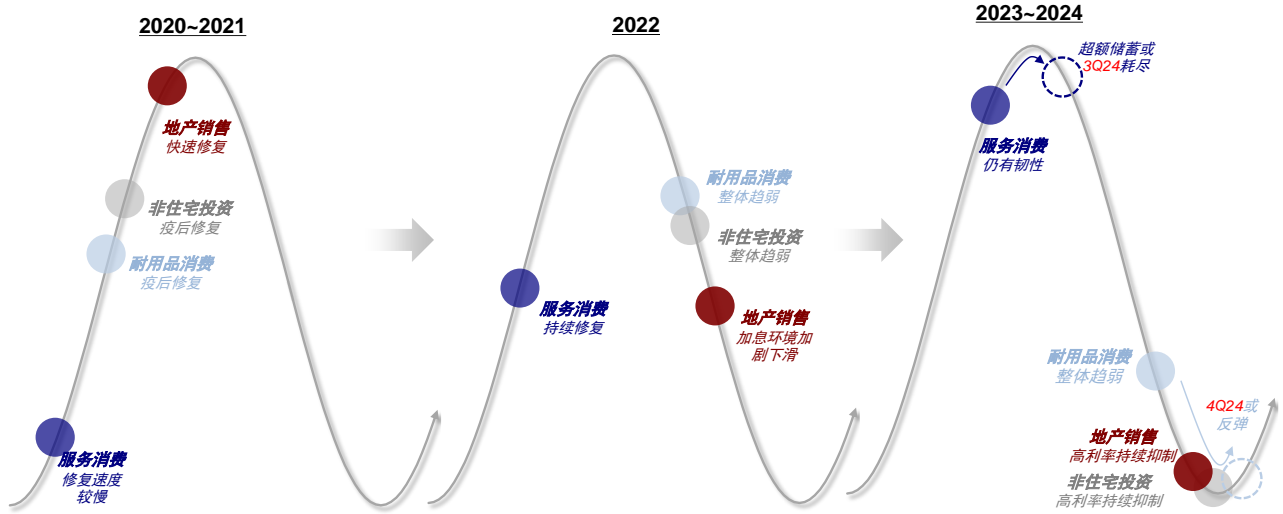
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 16：我们测算美国实际库存去库阶段要持续至二季度中



资料来源：Haver，中金公司研究部

图 17：美国经济疫后呈现“滚动式”修复特征



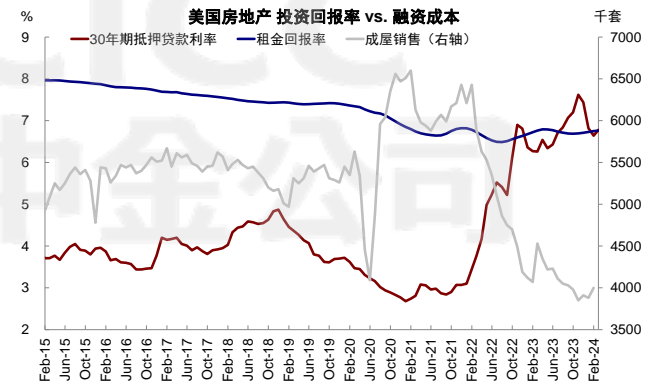
资料来源：中金公司研究部

图 18：去年 11 月以来降息交易推动金融条件宽松、抵押贷款利率下行



资料来源：Haver, 中金公司研究部

图 19：地产融资成本自去年 11 月以来下行推动今年 1-2 月成屋销售回暖



资料来源：Haver, 中金公司研究部

图 20：金价目前超过了模型可以支持的水平，空间有限时间仍在，可以持有但不建议追高



资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图 21：黄金合理中枢 2200-2300 美元/盎司

不同实际利率和美元组合下的金价合理点位	
10 年美债实际利率, %	
金价	1.0 1.1 1.2 1.3 1.4 1.5 1.6 1.7 1.8 1.9 2.0 2.1 2.2 2.3
91	2515 2500 2485 2470 2455 2440 2425 2411 2396 2381 2366 2351 2336 2321
92	2499 2484 2470 2455 2440 2425 2410 2395 2380 2365 2350 2335 2321 2306
93	2484 2469 2454 2439 2424 2409 2394 2379 2364 2349 2334 2319 2304 2289
94	2468 2454 2439 2424 2409 2394 2379 2364 2349 2334 2319 2304 2289 2274
95	2453 2438 2423 2408 2393 2378 2363 2348 2333 2318 2303 2288 2273 2258
96	2437 2423 2408 2393 2378 2363 2348 2333 2318 2303 2288 2273 2258 2243
97	2422 2407 2392 2377 2362 2347 2332 2317 2302 2287 2272 2257 2242 2227
98	2407 2392 2377 2362 2347 2332 2317 2302 2287 2272 2257 2242 2227 2212
99	2391 2376 2361 2346 2331 2316 2301 2286 2271 2256 2241 2226 2211 2196
100	2376 2361 2346 2331 2316 2301 2286 2271 2256 2241 2226 2211 2196 2181
101	2360 2345 2330 2315 2301 2286 2271 2256 2241 2226 2211 2196 2181 2166
102	2345 2330 2315 2300 2285 2270 2255 2240 2225 2210 2195 2180 2165 2150
103	2329 2314 2299 2284 2269 2254 2239 2224 2209 2194 2179 2164 2149 2134
104	2314 2299 2284 2269 2254 2239 2224 2209 2194 2179 2164 2149 2134 2119
105	2298 2283 2268 2253 2238 2223 2208 2193 2178 2163 2148 2133 2118 2103
106	2283 2268 2253 2238 2223 2208 2193 2178 2163 2148 2133 2118 2103 2088
107	2267 2252 2237 2222 2207 2192 2177 2162 2147 2132 2117 2102 2087 2072
108	2252 2237 2222 2207 2192 2177 2162 2147 2132 2117 2102 2087 2072 2057
109	2236 2221 2207 2192 2177 2162 2147 2132 2117 2102 2087 2072 2057 2043
110	2221 2206 2191 2176 2161 2146 2131 2117 2102 2087 2072 2057 2042 2027

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图 22：地产相关库销比较低，补库可能率先启动，有助于拉动中国相关出口需求

	相对于疫情前（2020年2月）水平变化							制造进口关系								
	需求		供给=制造+进口				2月产能利用率 (ppt)	2月出货量 (%)	2月进口 (%)	2月美国制造/进口	主要进口来源地区占比 (%)					
	2月零售库销比 (ppt)	2月渠道库销比 (ppt)	2月制造业库存规模 (%)	原材料	中间品	产成品					A	B	C			
制造业		5.0	29.8	19.1	16.7	-0.2	27.3	36.9	2.8	中国大陆	18.7	欧元区	16.9	墨西哥	15.45	
耐用品		15.0	34.1	15.2	19.3	-0.7	22.1									
木制品		33.0	42.6	2.5	19.6	0.3	45.8	46.5	6.7	加拿大	96.8	欧元区	19.8	欧元区	13.75	
非金属矿物			31.8	12.2	9.3	2.8	21.6	32.9	6.0	中国大陆	27.7	欧元区	19.9	墨西哥	18.06	
金属原材料			45.7	9.9	30.3	-1.3	49.2	36.5	3.2	加拿大	33.6	欧元区	14.1	墨西哥	13.09	
金属制品		-14.0	22.6	27.6	14.1	-0.9	19.6	39.5	4.7	中国大陆	30.4	欧元区	15.5	墨西哥	13.67	
机械		19.0	44.0	29.6	21.4	0.2	23.5	45.3	2.0	欧元区	22.0	中国大陆	17.3	日本	11.93	
计算机和电子产品		16.0	31.5	0.2	7.6	-4.5	16.8	44.2	0.8	中国大陆	30.4	墨西哥	17.1	越南	10.01	
电气、电器及零部件		-154.0	10.0	50.6	24.5	19.5	-2.3	28.9	57.7	1.0	中国大陆	30.9	韩国	6.2	日本	5.40
汽车及零部件		-33.0	18.0	25.4	12.6	34.4	-3.4	14.6	28.2		墨西哥	31.1	欧元区	14.0	加拿大	13.15
运输设备							9.1			2.3						
航空及其他																
家具		-154.0	31.0	47.8	21.8	15.2	-17.5	11.0	16.4	1.8	中国大陆	48.4	越南	31.9	墨西哥	12.42
其他杂项		4.0	24.2	27.4	7.7	-0.5	26.4	35.0	1.3	中国大陆	33.8	欧元区	16.8	印度	12.22	
非耐用品		-4.0	23.0	31.8	14.1	0.1	32.6									
食品饮料和烟草																
食品		-80.0	20.3	-4.3	24.7	-2.4	18.3	72.5	9.0	加拿大	23.8	欧元区	14.1	欧元区	12.46	
饮料和烟草			28.0	2.1	18.2	17.2	49.2	25.8	7.6	欧元区	53.3	欧元区	51.9	墨西哥	42.63	
纺织品																
织物			29.7	-2.6	8.5	-7.2	-4.3	11.1	3.0	欧元区	21.0	中国大陆	19.5	欧元区	19.10	
纺织品		-234.0	21.4	8.2	-3.5	7.7	13.9		1.1	中国大陆	67.4	印度	26.7	巴基斯坦	9.14	
服装皮革																
服装		14.0	-2.3	27.9	44.0	-5.1	12.3	3.7	0.1	越南	24.8	中国大陆	23.4	孟加拉国	12.97	
皮革			18.6	31.2	36.4	60.3	14.9		0.2	中国大陆	34.4	越南	33.3	欧元区	18.87	
纸制品		-3.0	24.8	25.7	2.5	-6.1	13.9	36.3	8.4	加拿大	40.9	欧元区	20.1	欧元区	14.80	
印刷品			18.1	-1.6	4.9	1.5	10.3	23.1	16.2	中国大陆	48.1	欧元区	14.1	加拿大	13.93	
能源		-2.0	21.0	102.9	-3.0	5.3	63.4	30.2	14.1	加拿大	31.7	欧元区	24.9	俄罗斯	24.39	
化工		-8.0	29.2	23.1	13.2	4.5	35.6	37.5	2.7	欧元区	40.1	爱尔兰	17.6	加拿大	10.04	
塑料橡胶			26.0	16.7	18.1	-9.9	25.4	45.1	4.0	中国大陆	33.3	加拿大	14.6	墨西哥	11.81	

资料来源：Haver，中金公司研究部

图 23：美国制造商此前补库和去库均不明显，因此后续补库需求也相对有限

行业	库存规模 占该制造 商库存总 规模比重	实际库存同比增速			库销比				
		过去1年分位数 (越红越低)	1月同比增 速 (%)	1月同比 增速分位 数	1998年以 来同比增 速	过去1年分位数 (越红越低)	1月库销比	1月分位 数	1998年以 来库销比
制造商总计	100.0%		0.01	41.8%			1.93	93%	
耐用用品	57.3%		0.01	42.4%			2.26	98%	
木制品	1.6%		0.00	35.0%			1.35	61%	
机械	8.5%		0.04	70.4%			2.58	100%	
电气设备, 电器及元件	2.9%		0.01	35.6%			2.40	99%	
初级金属	4.0%		-0.02	31.5%			1.92	66%	
家具及相关产品	1.4%		-0.01	23.1%			2.44	99%	
金属制品	6.9%		0.01	49.5%			2.37	97%	
运输设备	17.4%		0.02	48.8%			1.98	85%	
汽车及零部件	5.7%		0.01	39.5%			0.92	92%	
其他运输设备	11.6%		0.02	47.9%			4.52	87%	
杂项耐用用品	4.1%		0.01	27.0%			3.03	96%	
计算机和电子产品	9.0%		-0.00	21.5%			2.93	100%	
非金属矿产品	1.8%		0.01	46.3%			1.70	99%	
非耐用用品	42.7%		0.02	68.4%			1.62	90%	
皮革及相关产品	0.3%		-0.03	11.8%			5.40	67%	
纺织厂	0.7%		0.01	69.4%			3.57	100%	
化学品	14.7%		0.07	93.5%			2.05	93%	
食物产品	7.8%		0.03	86.4%			1.08	99%	
服饰	1.1%		-0.00	43.7%			13.54	97%	
纸制品	2.3%		-0.00	40.8%			1.56	95%	
塑料橡胶制品	4.2%		0.01	32.4%			1.93	96%	
石油和煤炭产品	6.8%		-0.04	27.0%			1.29	77%	
纺织产品	0.5%		-0.01	36.9%			2.49	97%	
印刷	0.9%		-0.05	10.2%			1.45	99%	
饮料和烟草制品	3.5%		-0.01	5.1%			2.24	83%	

资料来源: Haver, 中金公司研究部

图 24：美国批发商此前补库较多，因此多数行业仍在去库进程之中

行业	实际库存同比增速								
	库存规模占批发商总库存比重	过去1年分位数（越红越低）	1月同比增速	1月同比增速分位数	1998年以来同比增速	过去1年分位数（越红越低）	1月库销比	1月分位数	1998年以来库销比
批发商总计	100.0%		-1.5%	11.4%			1.42	95%	
耐用品	59.9%		0.1%	22.2%			1.72	80%	
机械设备	17.1%		8.7%	80.2%			3.24	99%	
汽车	10.7%		11.2%	80.8%			1.69	91%	
电子电器设备	9.3%		-6.1%	7.9%			1.26	78%	
金属	4.3%		-4.2%	22.9%			2.56	89%	
木材	2.5%		-6.7%	12.7%			1.42	99%	
杂项耐用品	4.1%		-9.2%	8.5%			1.38	37%	
管道、供热设备	4.5%		-7.9%	6.3%			2.33	92%	
电脑与外设	6.4%		-3.7%	13.0%			0.97	79%	
家具	1.7%		-13.3%	5.7%			1.56	57%	
非耐用品	40.3%		-3.7%	1.2%			1.14	84%	
酒类	3.2%		-2.0%	8.5%			1.77	99%	
石油制品	2.8%		-5.6%	31.5%			0.40	31%	
服饰	3.9%		-20.6%	0.9%			2.68	92%	
药品	14.0%		1.8%	30.8%			1.35	36%	
化学制品	1.5%		-11.1%	5.4%			0.99	1%	
杂货	5.7%		-2.1%	16.5%			0.76	95%	
杂项非耐用品	5.3%		-1.5%	24.2%			2.01	100%	
纸制品	1.4%		-9.6%	2.2%			1.77	93%	
农产品	3.3%		-1.0%	36.9%			1.42	9%	

资料来源：Haver，中金公司研究部

图 25：美国零售商各行业除汽车及零部件外自去年年中实际库存同比增速上行，但今年 1 月边际放缓

行业	实际库存同比增速								
	库存规模占零售商总库存比重	过去1年分位数（越红越低）	1月同比增速 (%)	1月同比增速分位数	1998年以来同比增速	过去1年分位数（越红越低）	1月库销比	1月分位数	1998年以来库销比
零售商总计	100.0%		0.03%	46.4%			1.39	14%	
汽车及零部件	33.6%		0.13%	94.5%			2.32	90%	
家具/家居/电子/家电	3.1%		-0.10%	7.6%			1.14	8%	
建筑材料，花园用品	9.1%		-0.08%	5.0%			2.01	30%	
食品饮料	8.5%		0.02%	60.1%			0.95	100%	
百货商店	14.1%		-0.01%	26.1%			1.52	18%	
服装及配饰	6.7%		-0.00%	30.8%			1.84	7%	
零售除汽车及零部件	66.4%		-1.80%	12.1%			1.16	7%	

资料来源：Haver，中金公司研究部

目录

全球宏观经济与金融指标	14
近期全球主要经济数据	14
大类资产表现、相关性与资金流向	15
全球主要大类资产表现	15
全球股票市场	17
市场、板块与风格表现	17
投资者情绪与波动率	19
市场估值与盈利	20
全球债券市场	21
国债与利率债市场	21
信用债（投资级和高收益）市场	22
外汇与大宗商品	23
全球主要外汇市场	23
全球主要大宗商品市场	24

图表

图表 1: 3 月, 美元计价下, 大类资产排序为大宗>股>债, 比特币、黄金、中国台湾 TAIEX 领先, 而天然气、美国中概、巴西 IBOVSPA 落后	4
图表 2: 3 月, 我们的海外资产配置组合上涨 2.0% (本币计价)	4
图表 3: 3 月, 美国和新兴市场股市为组合收益的主要贡献	4
图表 4: 3 月主要海外资产价格表现	4
图表 5: 3 月海外资产配置建议	4
图表 6: 3 月主要国家和地区制造业增长显著、超过半数 PMI 处于扩张区间	5
图表 7: 3 月黄金、农产品、铜和原油大幅上涨	5
图表 8: 3 月美国制造业 PMI 新订单、产出及物价回升	5
图表 9: 去年 11 月以来金融条件边际好转	5
图表 10: 3 月美国及中国制造业 PMI 一同回升至扩张区间	5
图表 11: 美国全社会实际库存同比增速仍在下行	6
图表 12: 美国全社会实际库存库销比仍处于历史偏高位置	6
图表 13: 分环节来看, 批发商仍在去库, 制造商去库不明显因此补库力度也偏弱	6
图表 14: 零售商实际库存同比增速自去年年中回升, 但今年 1 月边际回落	6
图表 15: 分环节看, 制造商和批发商库销比仍处于历史分位 95% 以上, 零售商库销比相对偏低	6
图表 16: 我们测算美国实际库存去库阶段要持续至二季度中	6
图表 17: 美国经济疫后呈现“滚动式”修复特征	7
图表 18: 去年 11 月以来降息交易推动金融条件宽松、抵押贷款利率下行	7
图表 19: 地产融资成本自去年 11 月以来下行推动今年 1-2 月成屋销售回暖	7
图表 20: 金价目前超过了模型可以支持的水平, 空间有限时间仍在, 可以持有但不建议追高	7
图表 21: 黄金合理中枢 2200-2300 美元/盎司	7

图表 22: 地产相关库销比较低, 补库可能率先启动, 有助于拉动中国相关出口需求	8
图表 23: 美国制造商此前补库和去库均不明显, 因此后续补库需求也相对有限	9
图表 24: 美国批发商此前补库较多, 因此多数行业仍在去库进程之中	10
图表 25: 美国零售商各行业除汽车及零部件外自去年年中实际库存同比增速上行, 但今年 1 月边际放缓	10
图表 26: 3 月, 欧元区和中国经济意外指数均抬升, 美国和日本经济意外指数均下降	14
图表 27: 3 月, 美国金融条件有所放松	14
图表 28: 3 月, 美国、日本、中国制造业 PMI 均上升, 欧元区制造业 PMI 回落	14
图表 29: 欧元区 CPI 有所回落, 美国、中国及日本 CPI 数据均抬升	14
图表 30: 3 月, 中国 LPR、美国、欧元区不变, 日本政策利率上升	14
图表 31: 美联储当前资产规模 7.44 万亿美元, 较 2 月末有所减少	14
图表 32: 3 月, 本币计价下, 发达、新兴均上涨且发达涨幅更高; 发达中, MAAMNG、德股领涨; 新兴中, 台股和韩股领涨; 债市普涨; 汇率中, 澳元和美元走强, 其余货币走弱; 大宗商品中, 黄金、大豆领涨, 天然气下跌; 另类资产中, 比特币大幅上涨、全球 REITs 上涨, VIX 下跌	15
图表 33: 2024 年以来, Brent 原油、日经 225 和标普 500 在主要大类资产里表现最好	15
图表 34: 3 月, 美国及日本流入减速, 发达欧洲流出加速, 新兴市场及中国流入放缓	16
图表 35: 3 月, 债券型基金流入减速, 股票型基金流入加速, 货币市场基金转为流出	16
图表 36: 3 月, 海外被动及南向资金均流入, 海外主动资金流出	16
图表 37: 3 月, 利率债流入减缓, 信用债与高收益债流入加速	16
图表 38: 3 月, 发达涨幅大于新兴; 发达中, 西班牙股市领涨; 新兴中, 阿根廷股市领涨, 巴西股市领跌	17
图表 39: 3 月, 发达涨幅大于新兴; 发达中, 能源、原材料、公用事业领涨; 新兴中, 信息技术领涨	17
图表 40: 2024 年, 美股整体上涨 10.2%, 其中估值贡献 7.2 个百分点, 盈利贡献 2.8 个百分点	17
图表 41: 3 月, 美股整体上涨, 盈利上升是美股上涨的主要贡献	17
图表 42: 3 月, 美国、日本欧洲市场价值股均跑赢, 新兴市场成长股跑赢	17
图表 43: 标普 500 指数 2024 年 EPS 一致预期增速 11.0%	17
图表 44: 3 月, 美国股市在接近超买与合理区间之间震荡调整, 月末接近超买	18
图表 45: 3 月, 欧洲股市在接近超买与达到超买之间震荡调整, 月末达到超买	18
图表 46: 3 月, 日本股市月初超买, 月中回到合理区间	18
图表 47: 3 月, 新兴市场股市月初接近超买, 月中回到合理区间	18
图表 48: 3 月, VIX 波动率月初抬升, 月中震荡调整, 月末回落	19
图表 49: 3 月, 美国、日本、欧洲、中国股市风险溢价均有所回落	19
图表 50: 3 月, 去除趋势项后的美股看空/看多比例 (10 天平均) 整体抬升	19
图表 51: 3 月, 美股投机性净空头仓位整体减少	19
图表 52: 3 月, 日股投机性净空头仓位整体减少	19
图表 53: 3 月, 新兴股市投机性转为净多头	19
图表 54: 标普 500 指数 12 个月动态 P/E 降至 19.9 倍, 高于过去五年移动均值	20
图表 55: Stoxx 欧洲 600 指数 12 个月动态 P/E 降至 13.2 倍, 高于过去五年移动均值	20
图表 56: 日经 225 指数 12 个月动态 P/E 降至 19.7 倍, 高于过去五年移动均值+1 倍标准差	20
图表 57: MSCI 新兴市场指数 12 个月动态 P/E 降至 11.5 倍, 高于过去五年移动均值	20
图表 58: 与 2005 年均值相比, 纳斯达克、印度股市等 P/E 高于均值; 俄罗斯、南非等估值仍有折让	20
图表 59: 3 月, 美国、日本、欧洲盈利调整情绪均有所改善, 新兴市场情绪有所下降	20
图表 60: 2 月, SOFR-OIS 利差整体下滑至 26bp	21
图表 61: 3 月, 10 年美债利率下滑 5bp 至 4.20%, 日本收益率提升, 中国、德国、意大利国债收益率下降	21
图表 62: 3 月, 10 年美债利率下滑 5bp, 其中实际利率下滑 5bp, 通胀预期基本维持不变	21
图表 63: 3 月, 10 年美债利率下滑 5bp, 期限溢价下降 11bp, 利率预期抬升 2bp	21
图表 64: 3 月, 美国、日本、欧洲 10 年期国债波动率有所降低	21

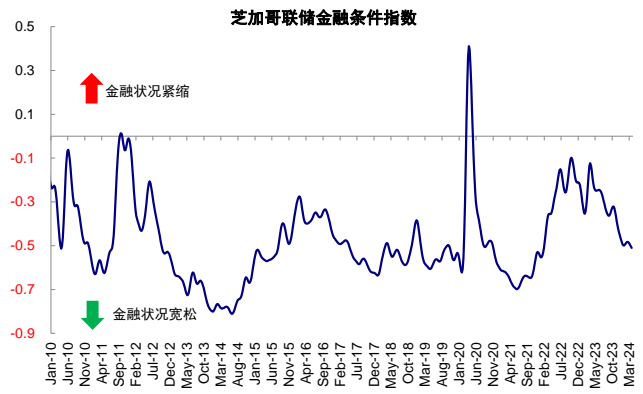
图表 65: 3 月, 美国 2 年期国债、10 年期国债投机性净空头仓位均减少	21
图表 66: 3 月, 美国高收益债利差和投资级债利差收窄	22
图表 67: 3 月, 欧洲高收益信用利差抬升, 投资级信用利差收窄	22
图表 68: 3 月, 高收益公司债与能源债指数均抬升	22
图表 69: 3 月, 美国债券整体期权调整久期略微上升, 为 6.14 年, 公司债期权调整久期抬升至 6.90 年	22
图表 70: 3 月, 美元投资级债券板块中, 所有板块息差均收窄, 其中能源板块息差收窄幅度最大	22
图表 71: 2 月, 美元高收益债券息差除电信服务外均收窄, 其中工业和医疗保健收窄幅度最大	22
图表 72: 3 月, 全球主要货币大部下跌, 埃及大幅下跌, 墨西哥比索领涨	23
图表 73: 3 月, 美元指数走强, 人民币、日元、欧元及新兴市场货币均走弱	23
图表 74: 3 月, 美元、日本、欧元及英镑隐含的波动率均有所降低	23
图表 75: 3 月, 欧元投机性合约净多头仓位大幅减少	23
图表 76: 2 月, 日元投机性合约净空头仓位整体增加	23
图表 77: 3 月, 美元投机性合约转净空头	23
图表 78: 3 月, 天然气下跌, 原油上涨; 银和金领涨, 铁矿石领跌; 农产品中玉米和大豆上涨, 棉花领跌	24
图表 79: 3 月, 黄金、农产品、铜和原油全部上涨	24
图表 80: 3 月, WTI 期货投机性净多头仓位整体增加	24
图表 81: 3 月, 铜期货投机性转为净多头	24
图表 82: 3 月, 黄金期货投机性净多头仓位整体增加	24
图表 83: 3 月, 白银期货投机性净多头仓位整体增加	24



全球宏观经济与金融指标

近期全球主要经济数据

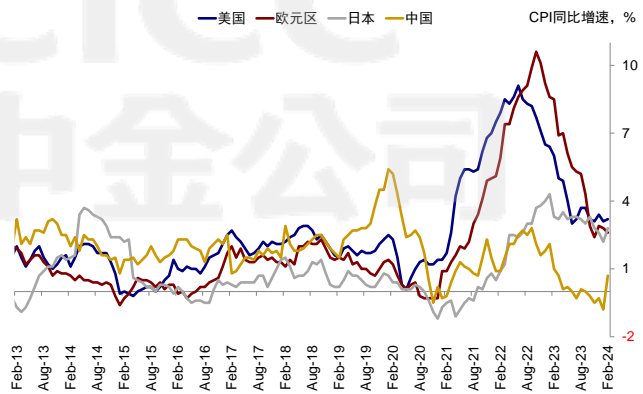
图表 26: 3月, 欧元区和中国经济意外指数均抬升, 美国和日本经济意外指数均下降 **图表 27: 3月, 美国金融条件有所放松**



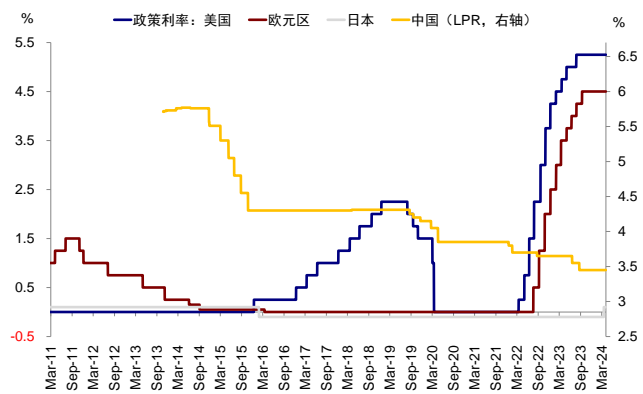
图表 28: 3月, 美国、日本、中国制造业 PMI 均上升, 欧元区制造业 PMI 回落



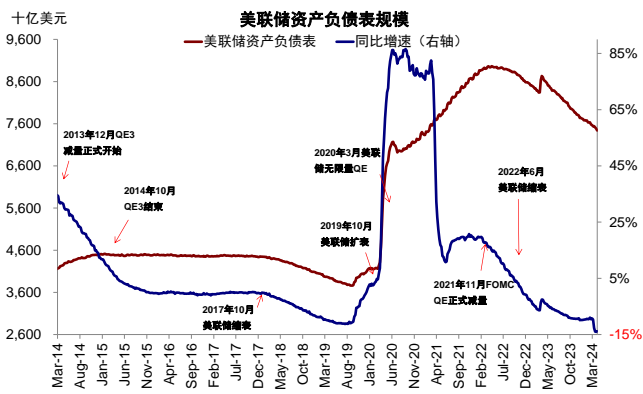
图表 29: 欧元区 CPI 有所回落, 美国、中国及日本 CPI 数据均抬升



图表 30: 3月, 中国 LPR、美国、欧元区不变, 日本政策利率上升



图表 31: 美联储当前资产规模 7.44 万亿美元, 较 2 月末有所减少



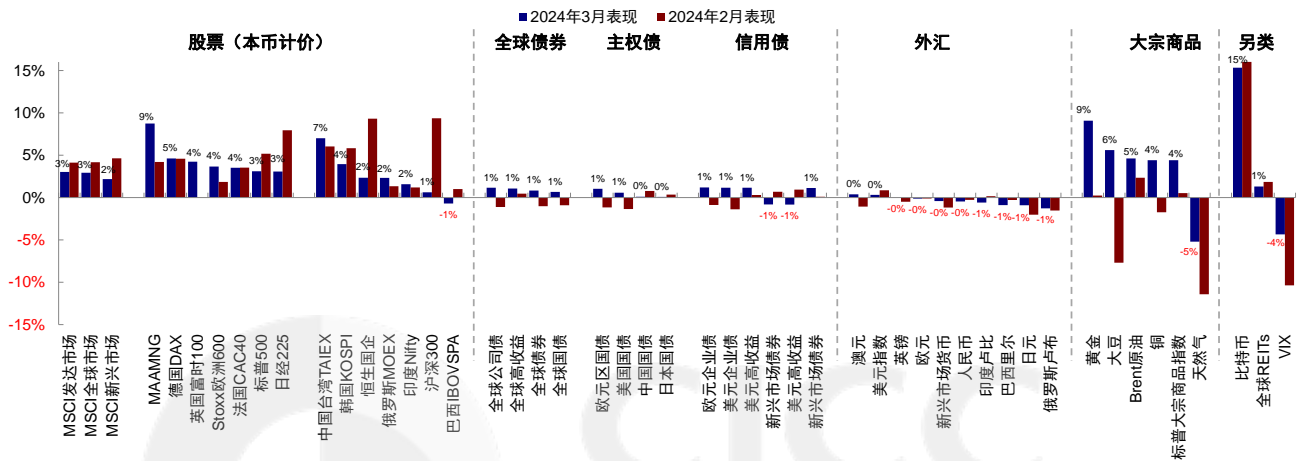
资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部

大类资产表现、相关性与资金流向

全球主要大类资产表现

图表 32: 3月, 本币计价下, 发达、新兴均上涨且发达涨幅更高; 发达中, MAAMNG、德股领涨; 新兴中, 台股和韩股领涨; 债市普涨; 汇率中, 澳元和美元走强, 其余货币走弱; 大宗商品中, 黄金、大豆领涨, 天然气下跌; 另类资产中, 比特币大幅上涨、全球 REITs 上涨, VIX 下跌



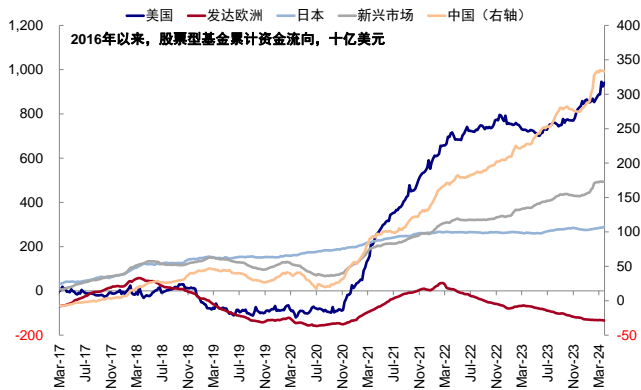
资料来源: Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 33: 2024 年以来, Brent 原油、日经 225 和标普 500 在主要大类资产里表现最好

美元计价表现	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	全球REITs, 16.5%	美元企业债, 10.3%	Brent原油, 44.0%	MSCI新兴, 51.6%	标普500, 34.1%	Brent原油, 45.8%	Stoxx欧洲, 31.3%	Brent原油, 54.2%	日元, 74.5%	MSCI新兴, 23.2%	黄金, 29.6%	Brent原油, 13.3%	新兴市场债, 17.9%	标普500, 29.6%	全球REITs, 25.2%	美元指数, 9.3%	Brent原油, 34.3%	MSCI新兴, 4.4%	美元指数, 23.9%	黄金, 25.1%	Brent原油, 21.9%	标普500, 30.0%	Stoxx欧洲, 30.0%	Brent原油, 13.6%	
2	新兴市场债, 13.7%	美国国债, 6.7%	黄金, 24.8%	日经225, 37.7%	MSCI新兴, 24.4%	全球REITs, 37.7%	MSCI新兴, 36.5%	美国国债, 70.9%	Brent原油, 13.7%	全球REITs, 13.7%	黄金, 23.1%	标普500, 10.1%	Stoxx欧洲, 16.5%	日经225, 28.4%	欧元区国债, 13.1%	日经225, 8.0%	美元高收益, 17.1%	日经225, 23.4%	日经225, 2.8%	MSCI新兴, 22.3%	日经225, 39.0%	全球REITs, 16.6%	标普500, 16.6%	日经225, 12.3%	
3	美国国债, 13.5%	美元高收益, 6.6%	新兴市场债, 12.3%	Stoxx欧洲, 34.9%	MSCI新兴, 22.4%	日经225, 22.5%	MSCI新兴, 30.9%	黄金, 30.9%	欧元区国债, 9.3%	美元高收益, 58.2%	Brent原油, 21.6%	美国国债, 15.8%	美元企业债, 24.1%	MSCI新兴, 15.8%	美元指数, 12.8%	欧元区国债, 1.6%	新兴市场债, 9.9%	Stoxx欧洲, 22.7%	欧元区国债, 1.0%	Brent原油, 15.8%	标普500, 26.3%	日本国债, 3.7%	黄金, 26.3%	标普500, 10.2%	
4	美元企业债, 8.1%	全球REITs, 5.8%	美国国债, 11.8%	MSCI发达, 18.2%	Stoxx欧洲, 17.9%	黄金, 17.9%	Stoxx欧洲, 30.8%	美元高收益, 10.4%	新兴市场债, 34.2%	MSCI新兴, 16.4%	美元企业债, 15.1%	MSCI新兴, 11.4%	Stoxx欧洲, 22.6%	标普500, 11.4%	新兴市场债, 13.9%	美元企业债, 7.5%	日本国债, 8.6%	MSCI新兴, 19.4%	标普500, 20.8%	美国国债, 20.8%	Stoxx欧洲, 14.1%	MSCI发达, 13.9%	黄金, 10.7%	标普500, 23.2%	
5	美元指数, 7.5%	欧元区国债, 5.8%	日元, 10.8%	美元高收益, 12.8%	MSCI发达, 12.8%	MSCI发达, 18.0%	新兴市场债, 9.1%	黄金, 5.8%	Stoxx欧洲, 31.8%	美元高收益, 15.1%	新兴市场债, 7.0%	全球REITs, 13.9%	美元企业债, 7.4%	美元企业债, 7.5%	日本国债, 1.2%	MSCI新兴, 8.6%	标普500, 17.7%	美国国债, 17.7%	黄金, 8.1%	Brent原油, 17.7%	黄金, -1.6%	日经225, 19.6%	美元高收益, 13.9%	美元企业债, 10.7%	
6	欧元区国债, 7.0%	美元高收益, 5.3%	全球REITs, 10.1%	新兴市场债, 11.9%	Stoxx欧洲, 12.3%	标普500, 13.6%	美国国债, 13.6%	日本国债, 9.0%	MSCI发达, 3.7%	日元, 14.6%	日元, 14.6%	标普500, 5.5%	MSCI发达, 13.4%	全球REITs, 2.2%	美国国债, 5.1%	黄金, 0.8%	黄金, 8.1%	Brent原油, 17.7%	黄金, -1.6%	日经225, 19.6%	美元高收益, 13.9%	美元企业债, 10.7%	MSCI新兴, 20.7%	Stoxx欧洲, 4.4%	
7	Brent原油, 4.8%	日本国债, 3.4%	欧元区国债, 9.7%	新兴市场债, 26.9%	日经225, 11.8%	Stoxx欧洲, 7.8%	MSCI发达, 11.8%	美元企业债, 7.1%	黄金, 24.4%	新兴市场债, 12.8%	标普500, 5.0%	MSCI发达, 13.2%	日本国债, 2.1%	新兴市场债, 4.8%	日元, -0.5%	美元企业债, 6.1%	黄金, 13.5%	美元高收益, -2.1%	黄金, 18.3%	美元高收益, 8.0%	日本国债, 6.3%	14.3%	新兴市场债, 17.3%	美元高收益, 3.1%	
8	黄金, -5.5%	黄金, 2.5%	日本国债, 3.4%	标普500, 26.4%	日经225, 11.1%	7.6%	日元, 6.5%	新兴市场债, -14.8%	标普500, 23.5%	12.8%	4.3%	11.0%	0.3%	4.5%	-0.7%	5.3%	新兴市场债, 8.2%	新兴市场债, -2.5%	15.4%	0.2%	7.1%	0.2%	16.5%	15.2%	1.9%
9	美元高收益, -5.9%	新兴市场债, -1.4%	黄金, 19.4%	标普500, 9.0%	全球REITs, 6.7%	日经225, 5.9%	新兴市场债, 5.2%	全球REITs, -15.8%	全球REITs, 31.8%	15.1%	15.1%	13.9%	7.4%	7.5%	0.3%	全球REITs, 10.9%	MSCI发达, 2.9%	全球REITs, 4.6%	美元企业债, 14.5%	美元企业债, -2.5%	新兴市场债, 6.5%	美元企业债, -1.0%	标普500, 18.8%	美元企业债, 13.6%	新兴市场债, 1.5%
10	标普500, 10.1%	MSCI新兴, -4.9%	全球REITs, -3.1%	日元, 10.8%	欧元区国债, 7.8%	5.4%	美元企业债, 4.3%	美元企业债, 4.6%	美元高收益, -28.2%	18.7%	8.6%	2.2%	9.8%	-1.3%	2.5%	标普500, 0.7%	日经225, 3.6%	美元企业债, 6.4%	标普500, 6.2%	美元高收益, 14.3%	5.1%	新兴市场债, -1.7%	美元企业债, -19.6%	全球REITs, 8.4%	1.5%
11	日元, -10.4%	标普500, 13.0%	新兴市场债, -3.3%	新兴市场债, 9.5%	新兴市场债, 6.0%	标普500, 3.0%	Brent原油, 3.2%	标普500, 3.5%	日经225, 27.7%	16.4%	9.0%	1.5%	美元高收益, 7.1%	-1.5%	黄金, -1.4%	MSCI发达, -2.7%	美元指数, 3.6%	新兴市场债, 5.6%	全球REITs, -8.7%	新兴市场债, 13.1%	欧元区国债, 5.0%	美国国债, -21.2%	美国国债, 6.3%	美元企业债, -0.4%	
12	Stoxx欧洲, -11.3%	日元, -13.1%	MSCI新兴, -8.0%	美元企业债, 8.2%	黄金, 5.5%	美国国债, 2.8%	美国国债, 3.1%	日本国债, 2.6%	标普500, 38.5%	新兴市场债, 9.4%	美国国债, 5.9%	标普500, 0.0%	Brent原油, 3.5%	美国国债, 2.7%	MSCI新兴, -4.8%	Stoxx欧洲, -4.1%	欧元区国债, 3.2%	日元, 3.8%	日经225, -10.2%	美国国债, 6.9%	Stoxx欧洲, 4.5%	欧元区国债, -3.5%	新兴市场债, -21.2%	日元, 5.4%	日本国债, -0.6%
13	MSCI发达, -14.0%	新兴市场债, -13.5%	日经225, 9.9%	Brent原油, 5.3%	美元企业债, 5.4%	2.7%	新兴市场债, 1.9%	美元高收益, -41.1%	4.3%	3.5%	MSCI发达, -7.6%	新兴市场债, 2.5%	新兴市场债, -4.1%	日经225, 5.8%	美元高收益, 3.2%	日本国债, -3.2%	美国国债, -10.4%	欧元区国债, 6.8%	日本国债, 0.8%	黄金, -3.6%	22.6%	22.6%	欧元区国债, 4.7%	-0.6%	
14	MSCI新兴, -31.8%	Brent原油, -16.8%	美元指数, -12.8%	欧元区国债, 4.1%	日元, 4.5%	美元企业债, 1.7%	日本国债, 6.4%	欧元区国债, 1.7%	MSCI发达, -42.1%	日本国债, 9.6%	日本国债, 2.4%	新兴市场债, -5.7%	美国国债, 2.9%	MSCI新兴, -5.0%	Stoxx欧洲, -5.4%	黄金, -10.4%	日元, 2.8%	全球REITs, 1.0%	新兴市场债, -10.7%	日本国债, 1.7%	新兴市场债, -5.8%	MSCI新兴, -4.8%	日经225, -25.7%	新兴市场债, -1.1%	美国国债, -1.0%
15	日经225, 34.9%	MSCI发达, -17.8%	Stoxx欧洲, -18.1%	2.2%	3.5%	0.8%	-0.2%	6.2%	Stoxx欧洲, -48.0%	日元, -2.4%	美元高收益, 1.5%	日经225, 12.2%	1.7%	-7.5%	-12.0%	MSCI新兴, -1.0%	美国国债, 0.2%	MSCI新兴, -16.6%	美元高收益, 6.7%	6.0%	6.0%	-26.6%	1.3%	新兴市场债, -1.2%	
16	Stoxx欧洲, -21.9%	MSCI发达, -21.1%	0.9%	1.2%	-0.0%	日元, -1.1%	8.3%	51.4%	3.6%	1.3%	-14.0%	0.5%	日元, -17.6%	17.6%	17.6%	新兴市场债, -12.1%	MSCI新兴, -17.0%	Stoxx欧洲, -17.4%	0.2%	-11.5%	新兴市场债, -9.2%	Stoxx欧洲, -26.6%	9.1%	新兴市场债, -3.8%	
17	日经225, -33.2%	标普500, -23.4%	美元高收益, -14.7%	7.0%	12.8%	8.2%	-19.1%	-54.5%	4.2%	1.1%	1.1%	-20.4%	11.3%	日元, -28.3%	Brent原油, 48.3%	Brent原油, 35.0%	Stoxx欧洲, -4.1%	美元高收益, 9.9%	Brent原油, -19.5%	新兴市场债, -1.2%	-21.5%	10.2%	-31.2%	18.8%	日元, -6.8%

注: 数据截至 2024 年 3 月 31 日
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

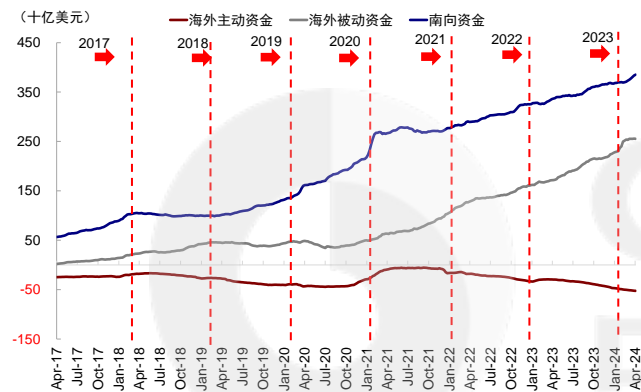
图表 34：3 月，美国及日本流入减速，发达欧洲流出加速，新兴市场及中国流入放缓



图表 35：3 月，债券型基金流入减速，股票型基金流入加速，货币市场基金转为流出

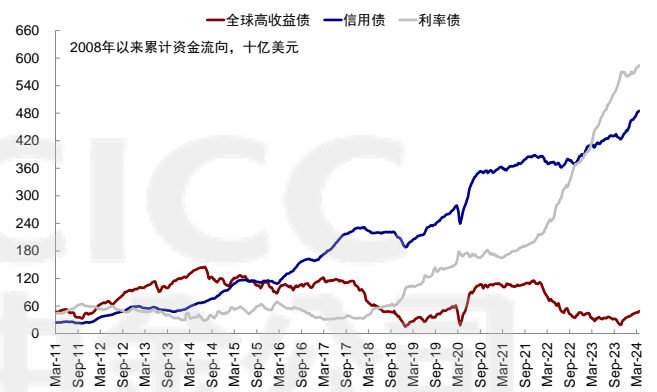


图表 36：3 月，海外被动及南向资金均流入，海外主动资金流出



资料来源：Bloomberg, EPFR, 中金公司研究部

图表 37：3 月，利率债流入减缓，信用债与高收益债流入加速



资料来源：Bloomberg, EPFR, 中金公司研究部

全球股票市场

市场、板块与风格表现

图 38: 3月, 发达涨幅大于新兴; 发达中, 西班牙股市领涨; 新兴中, 阿根廷股市领涨, 巴西股市领跌

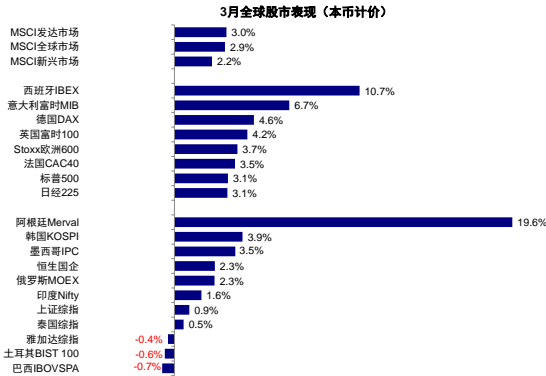


图 39: 3月, 发达涨幅大于新兴; 发达中, 能源、原材料、公用事业领涨; 新兴中, 信息技术领涨

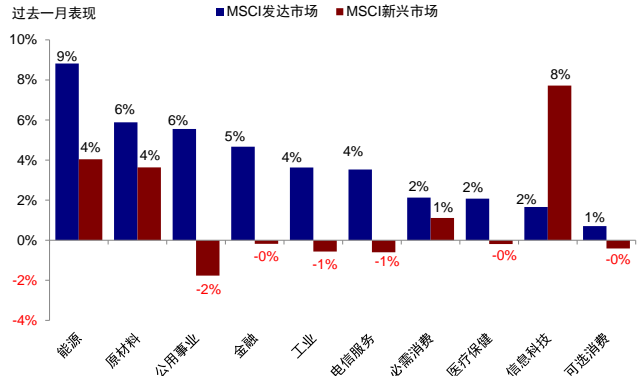


图 40: 2024年, 美股整体上涨 10.2%, 其中估值贡献 7.2 个百分点, 盈利贡献 2.8 个百分点

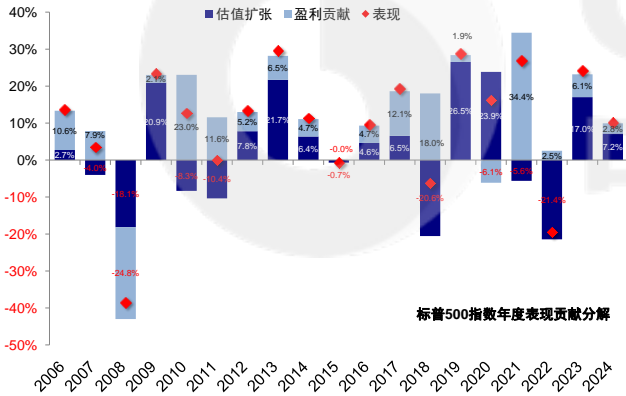


图 41: 3月, 美股整体上涨, 盈利上升是美股上涨的主要贡献

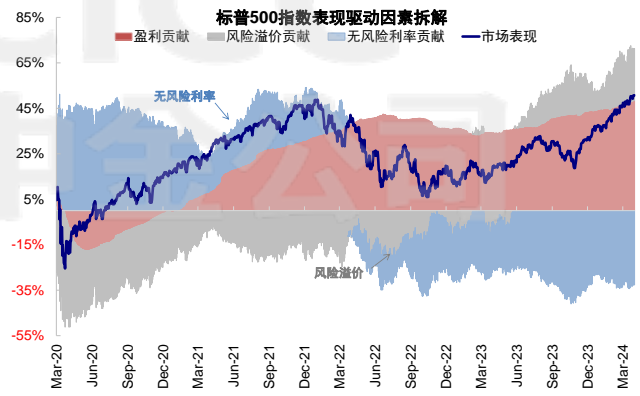
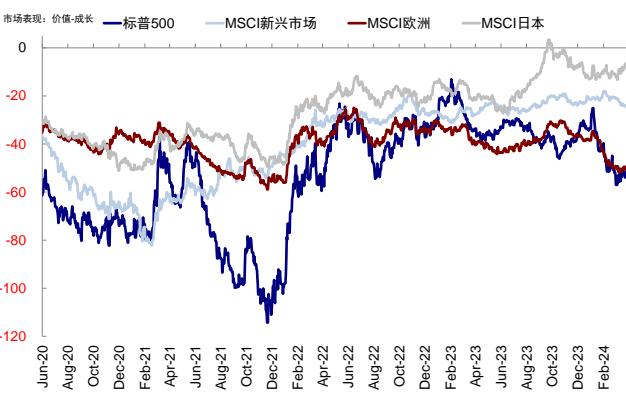
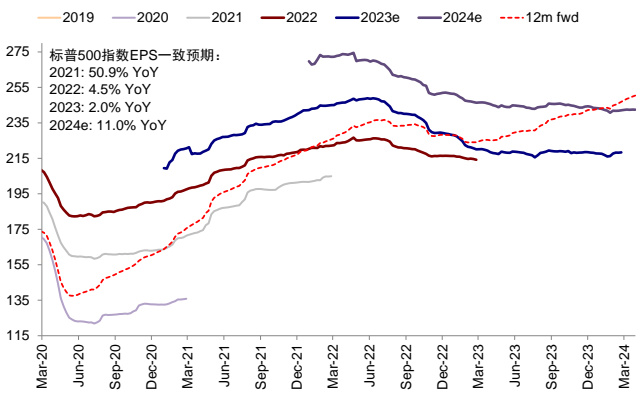


图 42: 3月, 美国、日本欧洲市场价值股均跑赢, 新兴市场成长股跑赢



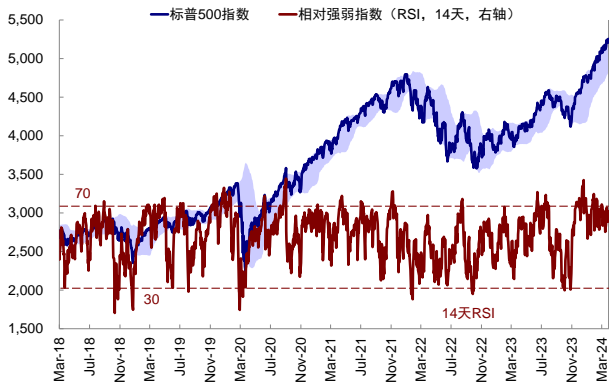
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图 43: 标普 500 指数 2024 年 EPS 一致预期增速 11.0%

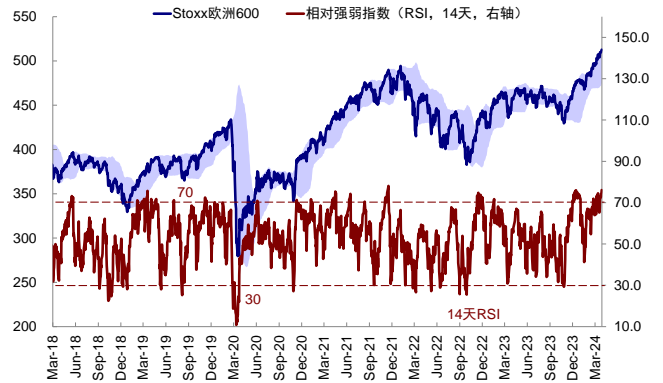


资料来源: Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

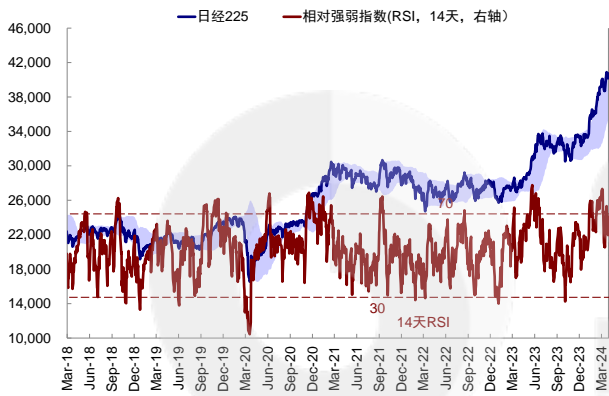
图表 44: 3月, 美国股市在接近超买与合理区间之间震荡调整, 月末接近超买



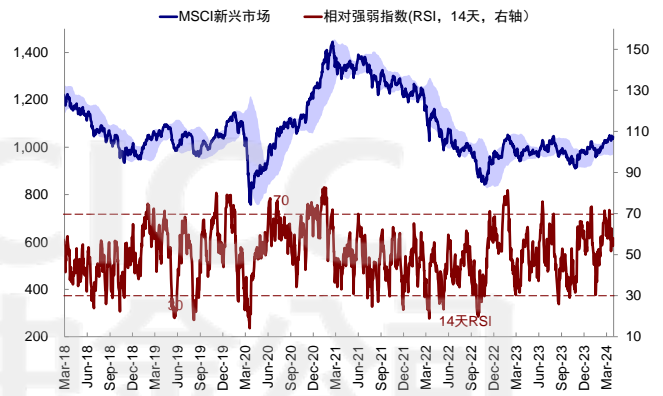
图表 45: 3月, 欧洲股市在接近超买与达到超买之间震荡调整, 月末达到超买



图表 46: 3月, 日本股市月初超买, 月中回到合理区间



图表 47: 3月, 新兴市场股市月初接近超买, 月中回到合理区间



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

投资者情绪与波动率

图48：3月，VIX波动率月初抬升，月中震荡调整，月末回落



图49：3月，美国、日本、欧洲、中国股市风险溢价均有所回落

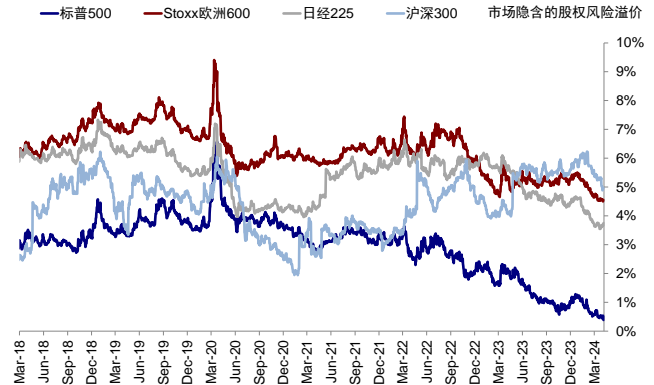


图50：3月，去除趋势项后的美股看空/看多比例（10天平均）整体抬升

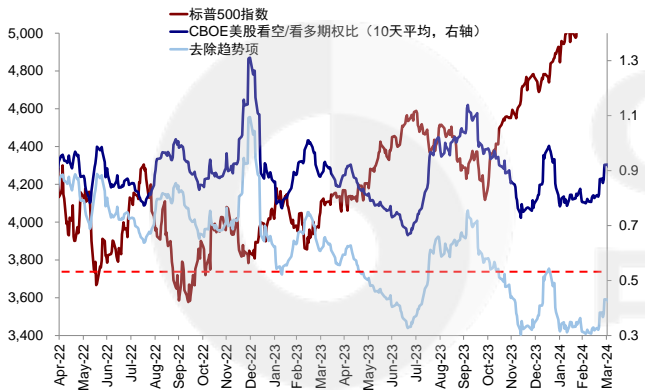


图51：3月，美股投机性净空头仓位整体减少

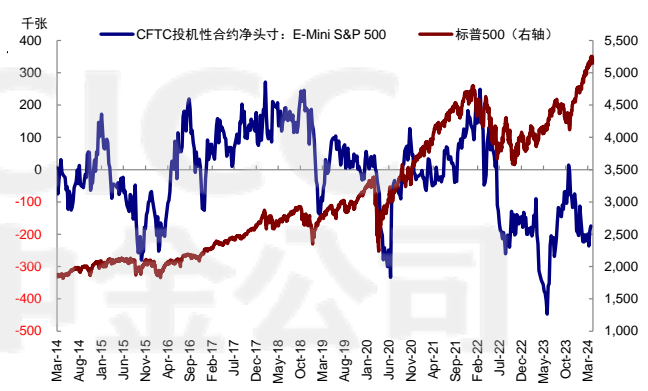


图52：3月，日股投机性净空头仓位整体减少

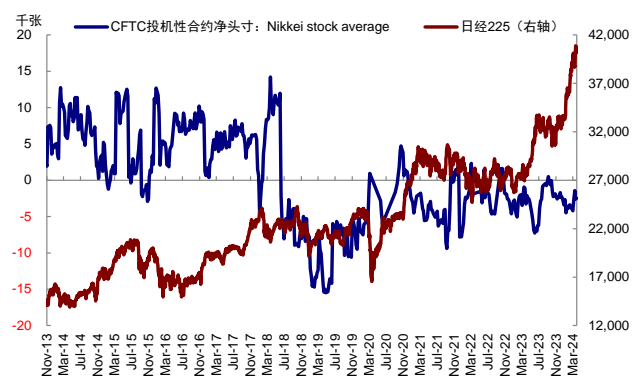
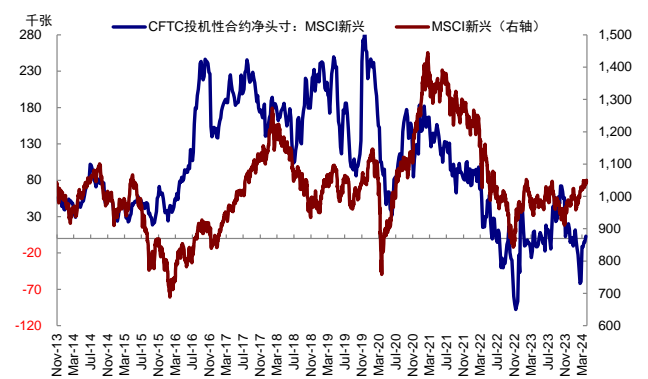


图53：3月，新兴股市投机性转为净多头



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

市场估值与盈利

图表 54: 标普 500 指数 12 个月动态 P/E 降至 19.9 倍, 高于过去五年移动均值



图表 55: Stoxx 欧洲 600 指数 12 个月动态 P/E 降至 13.2 倍, 高于过去五年移动均值



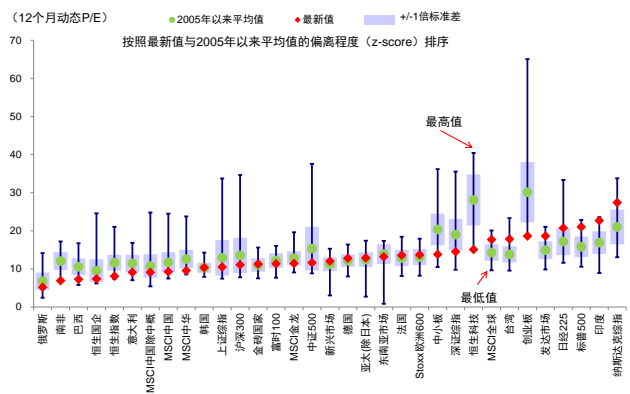
图表 56: 日经 225 指数 12 个月动态 P/E 降至 19.7 倍, 高于过去五年移动均值+1 倍标准差



图表 57: MSCI 新兴市场指数 12 个月动态 P/E 降至 11.5 倍, 高于过去五年移动均值



图表 58: 与 2005 年均值相比, 纳斯达克、印度股市等 P/E 高于均值; 俄罗斯、南非等估值仍有折让



资料来源: FactSet, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 59: 3 月, 美国、日本、欧洲盈利调整情绪均有所改善, 新兴市场情绪有所下降

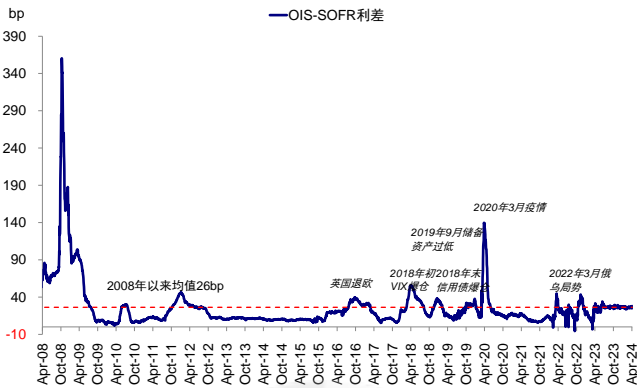


资料来源: FactSet, 中金公司研究部

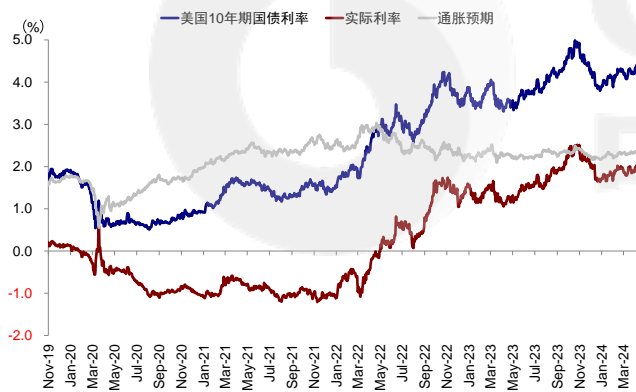
全球债券市场

国债与利率债市场

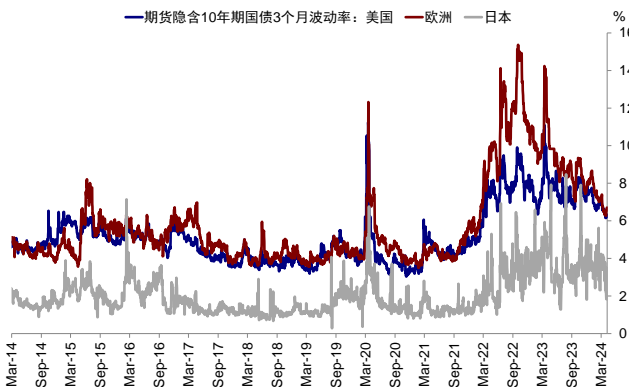
图表 60: 2 月, SOFR-OIS 利差整体下滑至 26bp



图表 62: 3 月, 10 年美债利率下滑 5bp, 其中实际利率下滑 5bp, 通胀预期基本维持不变

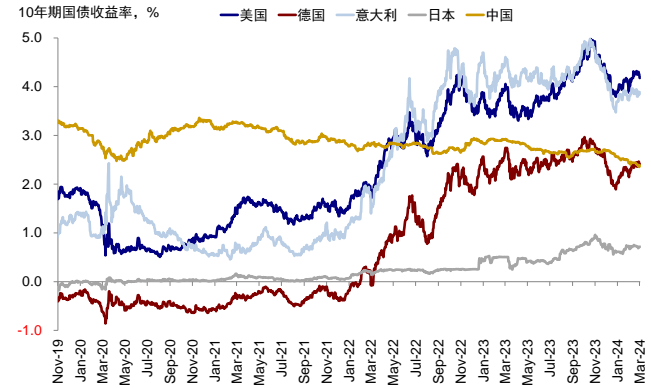


图表 64: 3 月, 美国、日本、欧洲 10 年期国债波动率有所降低

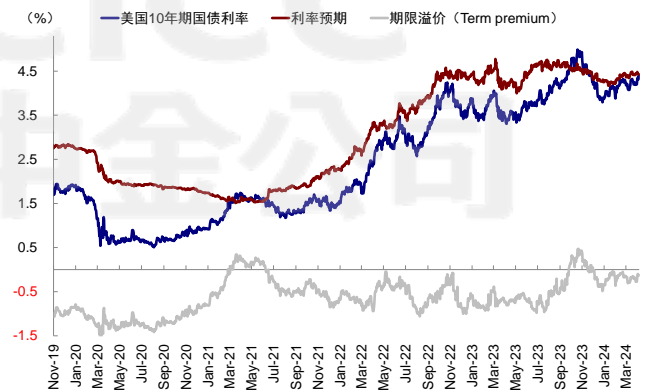


资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

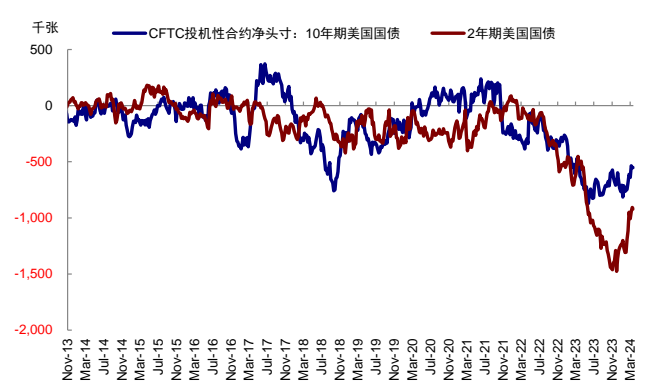
图表 61: 3 月, 10 年美债利率下滑 5bp 至 4.20%, 日本收益率提升, 中国、德国、意大利国债收益率下降



图表 63: 3 月, 10 年美债利率下滑 5bp, 期限溢价下降 11bp, 利率预期抬升 2bp



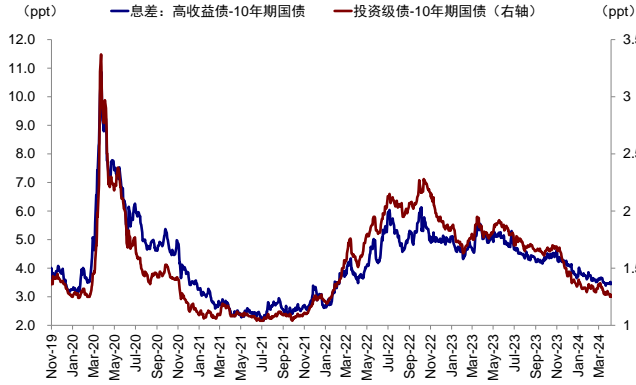
图表 65: 3 月, 美国 2 年期国债、10 年期国债投机性净空持仓位均减少



资料来源: Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

信用债（投资级和高收益）市场

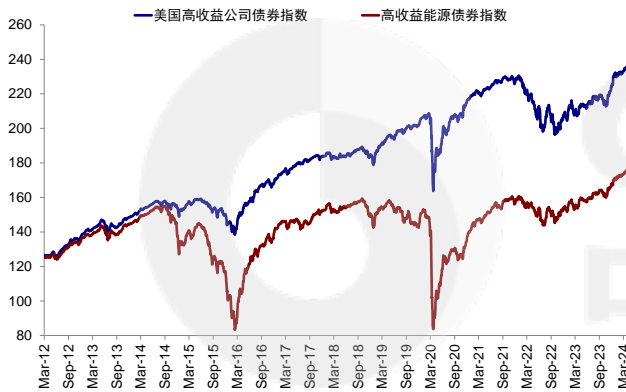
图表 66：3 月，美国高收益债利差和投资级债利差收窄



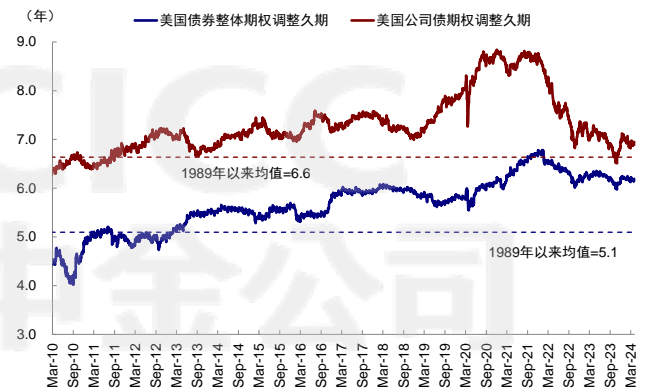
图表 67：3 月，欧洲高收益信用利差抬升，投资级信用利差收窄



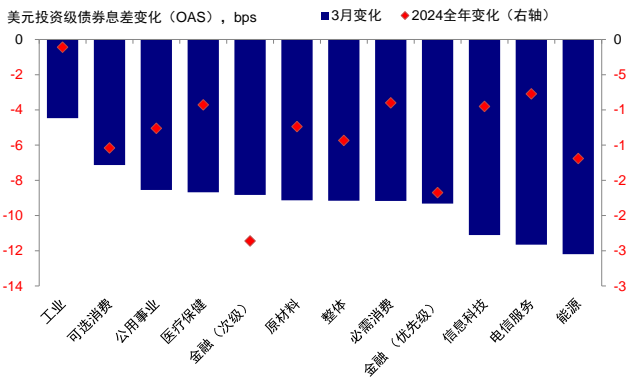
图表 68：3 月，高收益公司债与能源债指数均抬升



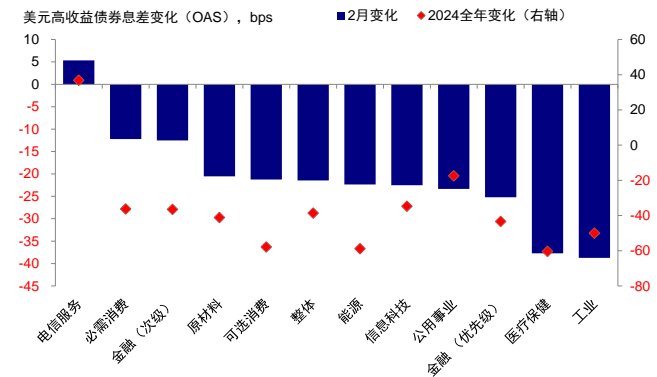
图表 69：3 月，美国债券整体期权调整久期略微上升，为公司债期权调整久期抬升至 6.90 年



图表 70：3 月，美元投资级债券板块中，所有板块息差均收窄，其中能源板块息差收窄幅度最大



图表 71：2 月，美元高收益债券息差除电信服务外均收窄，其中工业和医疗保健收窄幅度最大



资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

外汇与大宗商品

全球主要外汇市场

图 72：3 月，全球主要货币大部下跌，埃及大幅下跌，墨西哥比索领涨



图 73：3 月，美元指数走强，人民币、日元、欧元及新兴市场货币均走弱

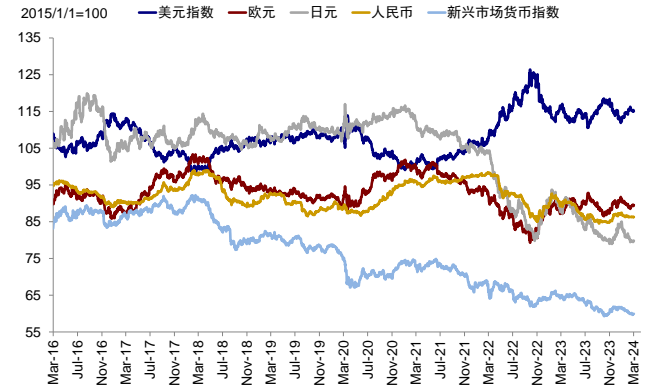


图 74：3 月，美元、日本、欧元及英镑隐含的波动率均有所降低

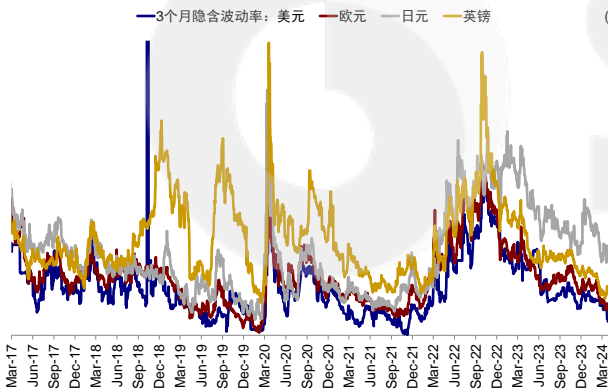


图 75：3 月，欧元投机性合约净多头仓位大幅减少

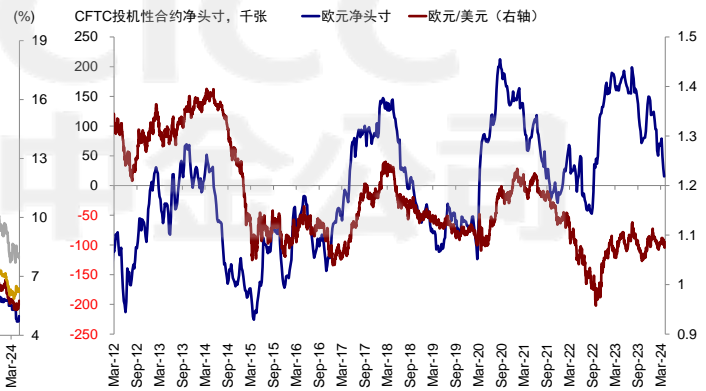
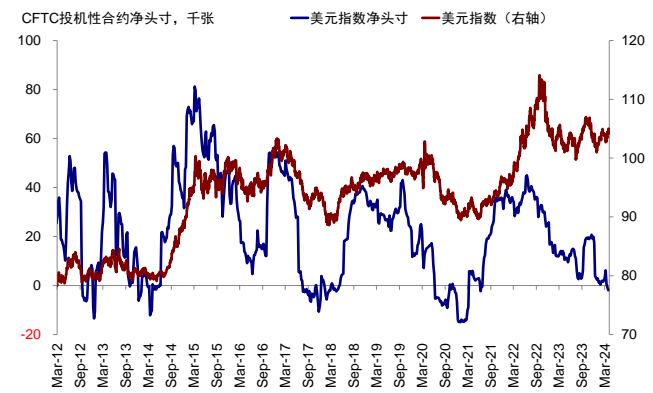


图 76：2 月，日元投机性合约净空仓位整体增加



资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

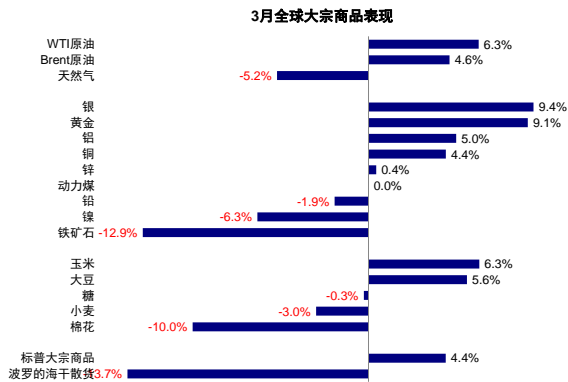
图 77：3 月，美元投机性合约转净空头



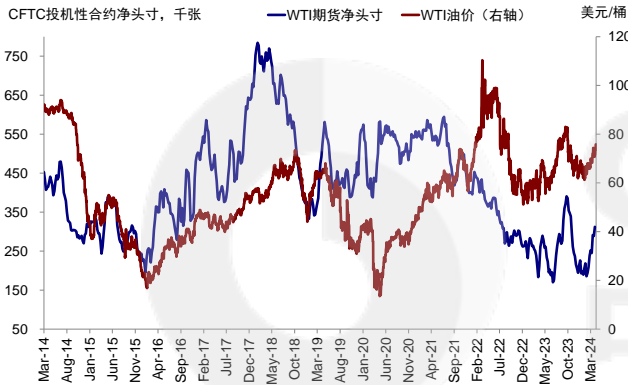
资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

全球主要大宗商品市场

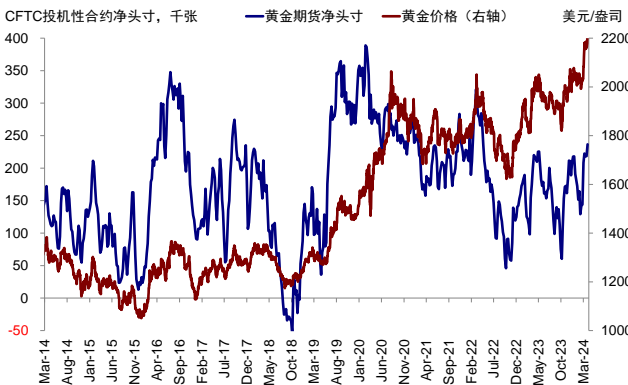
图表 78：3 月，天然气下跌，原油上涨；银和金领涨，铁矿石领跌；农产品中玉米和大豆上涨，棉花领跌



图表 80：3 月，WTI 期货投机性净多头仓位整体增加

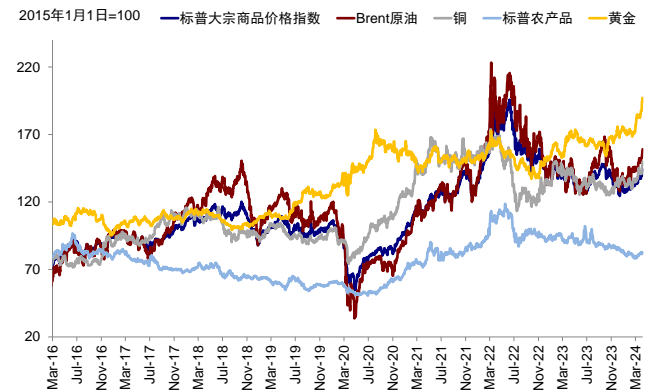


图表 82：3 月，黄金期货投机性净多头仓位整体增加

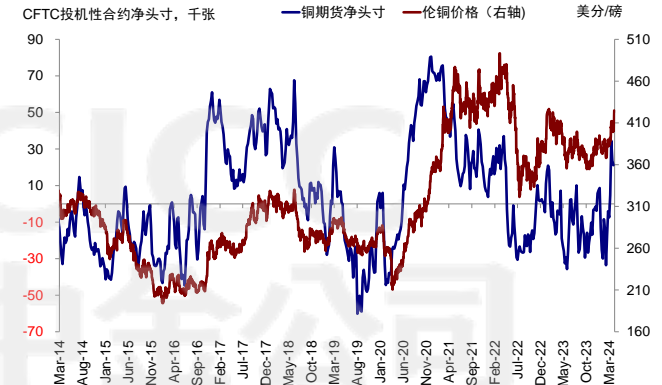


资料来源: Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 79：3 月，黄金、农产品、铜和原油全部上涨



图表 81：3 月，铜期货投机性转为净多头



图表 83：3 月，白银期货投机性净多头仓位整体增加



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

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：赵静



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21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