

# 研报精选

2021年11月1日 第46期

## 宏观专栏

### “大通胀”对当下的启示

报告通过复盘70年代“大通胀”的主要特征提出，当下我们尚不认为会重蹈70年代覆辙，但美联储和市场仍在低估通胀风险。宏观波动重生、宏观对冲再起很可能发生，全球大类资产配置和对冲策略将愈发重要。

### 就业，无远虑有近忧

报告指出，我国就业表现好于经济表现，然而，在疫情的持续压制下，就业仍将面临结构性压力。伴随经济平稳增长，以及各项保居民就业、保市场主体等政策的出台落实，我们预计总体就业形势将保持基本稳定。

## 专题聚焦

### 新型电力系统总章：新挑战与新机遇

报告指出，新能源将逐渐成为电力系统的主力能源，但波动性、间歇性等特点将带来电网消纳的多重挑战。传统“源随荷动”的电网模式已不再适用，构建“源网荷储协同互动”的新型电力系统是大势所趋。

### 共赢国货崛起的新消费时代

报告认为，“国货崛起的新消费时代”是现阶段中国消费市场的显著特征。国货崛起呈加速发展态势，Z世代成为国货消费的先锋。中国大众消费市场的扩容将带来更大的规模效益，中国品牌成建制出海未来可期。

## 宏观专栏

### “大通胀”对当下的启示

当市场聚焦在滞胀尤其是70年代通胀的两棵“参天大树”上时，往往会错失60-80年代“大通胀”的“整片森林”。

美国的70年代被深深打上了滞胀的烙印。严格说来，美国二战后的滞胀时期只有两段：1973年-74年，以及1979年-82年。由于这两段滞胀期的直接导火索均是石油危机，人们往往认为石油危机是造成滞胀的罪魁祸首。然而我们认为石油仅仅是导致滞胀的其中一个因素；无论是“滞”，还是“胀”，石油也都并非决定性因素。首先，除了石油危机外，还有其它多重供给冲击作用于通胀。更重要的是，持续的货币财政双宽松是推升通胀持续上涨的根本力量。

#### 复盘“大通胀”

分析滞胀，离不开当时的“大通胀”环境。所谓“大通胀”(Great Inflation)，特指在1965年至82年期间，通胀易升难降、其中枢和波动都显著高于前后时期的那段时间。实际上在1973年底第一次石油危机前，美国通胀已由1965年的2%一路上升至1970年的6%。在此期间，宽货币叠加大财政是推升通胀的重要推手。进入60年代，越来越多的经济学家倡导政府应该采取更积极的财政和货币政策来强化需求管理。1962年，美国经济顾问委员会全面采纳该理念(“New Economics”)，以期达到其政策目标：最大化就业和增长。

在货币政策上，先看量。M2同比增速从60年的3%一路攀升至1963年的接近9%，并于接下来两三年维持在8%左右的高位。在“大通胀”时期，M2同比增速领先通胀大致2年左右。60年代上半年持续大量的货币投放为60年代后半段通胀显著抬升埋下了种子。再看价。通过比较联邦基金利率和基于潜在增长的泰勒规则所隐含出来的政策利率，联邦基金利率显著低于相比于需要达到潜在增长的政策利率水平，即“政策利率缺口”显著为负，长期货币刺激需求的结果便是经济过热的风险日积月累。另外，货币政策的制定需要锚，比如潜在增长和自然失业率(NAIRU)，但如果锚偏了，往往会放大政策的错误，或者

弱化政策本该达到的效果。整个“大通胀”时期，CBO实时估算的自然失业率（基于当时的信息集）明显低于基于全样本信息的“后视”自然失业率，对应地，CBO在当时很可能高估了潜在增长。在以最大化增长和就业的政策目标下，一个很可能被高估了的锚让本就有宽松倾向的货币政策实际上更为宽松，因此加剧了经济过热的风险。

在财政政策上，美国继续着50年代的“大财政”理念，然而支出重点从基建转向了社会福利，着力改善民生。时任美国总统林登约翰逊于1964年发起旨在消除贫困和不公正的“伟大社会”项目（Great Society Program），着重在社保、教育和医疗等领域加大政府投入。其继任者尼克松、福特等，均对“伟大社会”项目做出拓展。我们知道，货币政策放出去的水，很可能绝大多数流入金融市场，从而只推升金融资产价格，尤其在金融自由化程度较高和监管较弱时。然而，财政政策放出去的水，通过再分配和需求刺激，很大概率有相当部分流入实体部门，从而推升物价，尤其是功能性福利性财政主导时。

进入70年代，在货币财政继续双宽的背景下，美国经济接连遭受多重供给冲击。首先，70年代初布雷顿森林体系瓦解，美国实际有效汇率大幅贬值，贸易条件显著恶化，日益高企的进口产品价格更容易传导至本国物价。其次，1972年，连续两年气候异常导致全球粮食危机，对本已恶化的美国贸易条件来说更是雪上加霜。第三，1973年和1979年的两次石油危机对美国带来更为直接的冲击。最后，70年代初时任总统尼克松为控制物价实行价格管制，虽然一定程度抑制了通胀，但反而加剧了供需不平衡，导致1973年后物价管制开始逐步放松后，之前积累的供需压力在供给冲击下（粮食危机和第一次石油危机）集中释放并爆发。两次石油危机爆发后，通胀分别陡升了6个和5个百分点。根据Blinder和Rudd（2008）的测算，在第一次石油危机中，能源贡献了1.2个百分点，而食品和价格管制取消则分别贡献了2个和1.6个百分点。在第二次石油危机中，能源和食品分别贡献2个和1.5个百分点。可以看出，能源价格飙升对于“通胀山丘”的形成并非有着一家独大的贡献，在其中只是扮演了推波助澜的作用。

第一次石油危机结束后的几年，通胀略有回落，但仍在5%-9%的高位运行。期间，供给冲击虽有所缓和，然而货币和财政政策愈发宽松。财政赤字率从1974年的零附近扩大至1976年的5%左右，导致70年代后半段财政赤字显著高于前半段。货币方面，一方面，相比于1960年-74年期间的政策利率缺口，75年之后该缺口更大更持续，意味着货币政策更为（过度）宽松。另一方面，根据泰勒规则，为了抑制1个百分点的通胀上行，联邦基金利率往往需要提升大于1个百分点，即当实际的联邦基金利率大于零时，才有可能抑制通胀继续上行，1974年之后该实际利率显著为负。纵观70年代，虽然美联储会通过加息来抑制过高通胀，但其在就业和通胀的权衡上总是瞻前顾后（“Stop-go”货币政策，重心仍在就业和增长），因而加息并不坚决，导致长期通胀预期失去锚定，一路向北。该局面直到1979年沃尔克上台发生逆转，通过激进的加息将实际的联邦基金利率抬升至5%-6%的中枢，有效抑制了通胀，并通过可信的承诺再次控制住了长期通胀预期。

最后我们看下通胀预期在“大通胀”时期的演变。60年代前半段，长期通胀预期很好锚定在2%附近，并且大体上与短期通胀预期和实际通胀一致。1965年后，在货币财政双宽的背景下，长期预期进入上行通道，并逐渐拉大与另外两个指标的差距（实际通胀及其短期预期上行更为显著）。60年代末至70年代初，在短暂的加息和价格管制作用下，较高的实际利率一定程度上压制了通胀及其预期。然而好景不长，整个70年代，过度宽松的货币政策（无论从实际的联邦基金利率的角度，还是“政策利率缺口”的角度看）致使短期通胀预期飙升、长期预期脱锚。总结起来，诸如石油危机这样的供给冲击更多作用在当下的通胀及其短期预期上，而使得长期预期持续上行的根本因素还是宽货币，尤其当叠加宽财政时。

### 对当下的启示

通过以上复盘，我们发现当下跟“大通胀”时期有三点相似：

首先，货币财政双宽的大背景。疫情以来，美联储将联邦基金利率短期内降至零，并通过QE注入空前流动性。从价来看，目前实际的联邦基金利率已降

至70年代的水平；从量来看，美联储持有国债占比国债余额升至二战后最后水平，历史上，该比例领先通胀18个月左右。另一方面，为应对疫情，美国财政部已经投入几万亿美元纾困资金，我们预计后续拜登政府可能还会推出一系列万亿美元级别基建和福利性财政刺激方案（虽然阻力重重），使得已处在历史高位水平的财政赤字短期内难以明显收窄。同时，货币配合财政的力度也达到了史无前例的水平：政府赤字货币化率飙升至40%，远高于历史上任一时期。我们一再强调，双宽政策、尤其是当下货币配合财政力度之大，往往是持续推升通胀及其长期预期的根本力量。

**其次，多重供给冲击交织。**我们在《宏观探市：三重约束下的类滞胀》有过分析，目前全球面临三大供给冲击，按照冲击可能的持续时间，由短及长依次是：极端天气、疫情导致的供应链瓶颈和劳动力短缺以及全球去碳化。我们预计极端天气冲击将持续整个冬天，即未来6个月左右。供应链瓶颈问题恐持续12-18个月；而劳动力短缺问题，在疫情、工作模式、英美移民政策收紧（疫情前就已开始）等因素的共同作用下，我们估计将持续更久。最后，不同于前两者的一次性或短暂冲击，全球去碳化属于持续性或永久供给冲击。当遭遇一次性供给冲击时，经济体做出脉冲式反应后将重新回到原先的均衡增长路径；而当遭遇持续性供给冲击时，经济体将在较长时间内逐渐收敛于一条新的均衡增长路径。具体到去碳化冲击，在没有科技进步的情况下，这条新的增长路径大概率伴随较高的价格水平和较低的潜在增长（Greenflation）；并且在转型初期，经济体将面临较大波动。因此，去碳化冲击能够强化前两者冲击对生产和价格的影响。

**最后，政策的边际调整。**1971年，时任美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩，自此全球货币失去了稳定的锚；2020年，美联储主席鲍威尔宣布平均通胀目标制（AIT），美国通胀由“点锚定”过度到“区间锚定”，弱化了通胀的锚定程度。在复苏初期，AIT成功地推升了市场的通胀预期，进而将实际的通胀拖拽出长期低通胀泥潭。但AIT是一把双刃剑，尤其在多重供给冲击的作用下，美联储正在失去对通胀预期的控制力。

那么，会迎来70年代的“通胀山丘”么？目前我们尚不认为会重蹈70年代覆辙。当下与70年代存在三点差异。

首先，美联储货币政策框架不同。在“大通胀”时期，货币政策往往相机抉择，优先考虑就业和增长，对控制通胀并无有效承诺。反观当下，即使在AIT下，通胀预期锚定程度有所弱化，但美联储依旧将控制通胀和稳定长期通胀预期作为其核心目标，并承诺会使用相关政策工具来抑制过热通胀。

其次，工资-物价传导机制的顺畅程度不同。“大通胀”时期，隶属于工会的雇员占比总雇员持续在30%以上，彼时，工会势力相对壮大，议价能力较高，一定环境下，较容易形成并强化工资-物价螺旋。当下，该比例降至10%，鲜有成体系成规模的议价过程。因此，该机制的传导强度有所弱化。

最后，生产模式不同。虽然过去几年，逆全球化有所抬头，但全球协同生产的规模和程度仍远高于70年代，一定程度上抵消了通胀压力和美国工人议价能力。疫情以来，缩短供应链的呼声此起彼伏，但缩短并不等同于将供应链移回本国，因此对本国工人议价能力的提升料将有限。同时，疫情加速了企业的自动化和数字化布局，一定程度上削弱了雇员的议价能力。

即使我们不认为这次会重蹈70年代覆辙，但美联储和市场仍在低估通胀风险。基于在“大通胀”时期第一阶段（65-72年）M2对CPI的传导效应，这次通胀高点有可能突破6%，并且通胀风险有可能持续至明年下半年。密歇根大学和纽约联储的消费者未来一年通胀预期均指向5%附近，而未来3年和5年通胀预期也分别高达4%和3%左右，并且过去几个月呈现逐月攀升的态势。与之形成鲜明对比的是，市场对通胀的中长期定价仍稳定然在2%-2.5%，体现出强烈的“联储信仰”；然而摸着石头过河的美联储也开始对“暂时性”通胀有所松口，并开始重新审视AIT框架。无论通胀能突破哪个点位，其风险能持续多久，有一点很可能会发生的是：宏观波动重生，宏观对冲再起。全球大类资产配置和对冲策略将愈发重要，详见我们的报告《全球大类资产之一：宏观逻辑、轮动体系和供给冲击》。

## 上周资产表现回顾

铜价下跌不改通胀预期，价格压力可能在明年持续。随着政府能诺保证煤炭稳定，全球对中国铜冶炼产能的继续恶化担心减弱，叠加LME库存情况有所改善，上周铜价下跌5.6%。但是这并未降低市场的通胀预期，美债隐含的通胀预期仍在攀升，油价继续走高。IHS Markit最新的调查也显示，美国供应链混乱仍未出现明显改善。

市场继续寻找通胀保值资产，股票、黄金、比特币均受益。目前通胀是市场交易的核心要素，在美联储货币政策收紧的前夕，通胀的上行加剧了市场对加息过快到来的担心，现在价格已经被普遍高估的固定收益类资产很难帮助投资者对冲通胀风险，越来越多的资产配置投资者更加关注股市、大宗商品中的通胀保值板块或是受益于利率上行的板块，这些板块包括能源、必选消费、金融、黄金等，以上资产在过去一周均录得上涨，其中黄金和标普500上周环比涨幅均超过1%。

---

以上观点来自：2021年10月26日中金公司研究部已发布的《宏观探市：“大通胀”对当下的启示》

张峻栋 SAC 执证编号：S0080120120076

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

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

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 就业，无远虑有近忧

今年以来，我国呈现经济偏弱、就业不弱的格局。奥肯定律等经验规律显示，失业率变化通常和经济增长负相关。但疫情后我国失业率增幅和GDP增速之间的关系，出现了系统性的偏移：较低的经济增长，便可以实现和以往同等水平的就业。2021年9月，全国城镇调查失业率为4.9%，连续4个月低于2019年同期；前三季度，全国城镇新增就业1045万人，完成全年目标的95.0%。就业表现好于经济表现，体现了就业政策发力和平台经济拉动带来的支撑。

- **支撑之一：积极的就业支持政策。**就业被列为“六稳”、“六保”之首，是宏观政策的支持重点。在政策引导下，财政积极发力，2021年预算安排社保就业支出同比增长5.9%，比总支出预算增速高4.1个百分点；1-8月，社保就业支出预算完成进度68.8%，比总体快6.7个百分点。受政策支持，失业人员、就业困难人员就业好于往年。
- **支撑之二：平台经济带动灵活就业。**灵活就业是相对传统雇佣关系的一种新型就业形式，行业分布广泛，拉动规模巨大。根据国家信息中心统计，2020年我国平台企业员工数约631万人，同比增长约1.3%。新经济平台提供了约3800万网约车司机、1000万快递员、700万外卖员的就业岗位，并带动岗位外包的灵活就业约170万人。

不过受到疫情的影响下，我国就业形势仍面临一定程度的结构性压力。具体包括：

- **住宿餐饮等线下服务业，以及部分下游居民消费品制造业的就业相对承压。**疫情后，服务业和制造业的PMI就业分项背离，服务业就业表现相对偏弱，今年3月以来就业景气趋于回落。制造业内部的就业表现也有所分化，纺织、制鞋等受疫情影响较大的居民消费品制造业，就业下滑更大一些。
- **个体工商户、小微企业等在疫情后面临运营和就业压力。**截至2021年，

我国有9500多万个体工商户，吸纳就业规模超过2亿人。这些个体工商户集中于线下服务业，包括批发零售(49.2%)、住宿餐饮(23.8%)、居民服务(8.2%)等。线下服务业的经营受到疫情的持续影响，中小企业呈现劳动力供大于求的格局。10月20日国务院常务会议指出，保中小微企业等市场主体，就是保就业，要求多策并举有针对性加大助企纾困力度。

- **年轻人失业率较疫情前上升。**9月份，16-24岁人口调查失业率达14.6%，高于往年同期水平。根据智联招聘统计，截至4月中旬，37.2%求职毕业生尚未获得录用（Offer），这一比例较2018和2019年同期，分别上升11.6和13个百分点。部分大学生在就业预期下降的情况下，参与就业的意愿可能有所降低。10月18日国新办新闻发布会表示，将加强大学生、农民工重点群体的就业服务，加大职业技能培训，促进劳动力市场供求有效衔接。

此外，教培新规、平台企业员工社保、房地产监管等政策，中长期有利于人才培养以及提高经济发展的可持续性，短期可能对就业带来一些压力。

总体来看，虽然结构性、阶段性的就业压力可能存在，但皆为“近忧”，并非“远虑”。伴随经济的平稳增长，以及各项保居民就业、保市场主体等政策的出台落实，我们预计总体就业形势将保持基本稳定。宏观政策层面，我们认为积极的财政政策或将结构性发力，加大对社保就业领域的支持力度，财政超收资金也会对民生领域倾斜；稳健的货币政策更多是灵活运用MLF、公开市场操作来适时适度投放不同期限的流动性，降准的窗口也仍然打开，将视经济形势的演变而相机抉择。

---

以上观点来自：2021年10月25日中金公司研究部已发布的《就业，无远虑有近忧》

段玉柱 SAC 执证编号：SAC 执证编号：S0080521080004

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 新型电力系统总章：新挑战与新机遇

我们认为，碳中和目标驱动下，新能源装机快速增长，将逐渐成为电力系统的主力能源，但波动性、间歇性等特点将带来电网消纳的多重挑战；用电结构优化、电气化率提升以及新型用能主体增加将改变传统电网负荷特性；传统“源随荷动”的电网模式已不再适用，构建“源网荷储协同互动”的新型电力系统是大势所趋，将相应带动各个环节投资新机遇。

#### 发电侧关注电网友好型新能源并网技术、先进清洁发电技术。

- 1) 我们认为**新能源**将成为主力电源，需要重点解决电力电子设备带来的稳定性和电能质量问题；
- 2) **火电**近期仍作为主要调节电源，需要配套灵活性改造、CCUS等改进技术使其变得更加灵活、清洁低碳；
- 3) **氢能**远期有望填补由于火电逐步退出带来的季节性调节缺口。

电网侧重点关注配网、信息化和特高压。我们认为，“十四五”期间电网投资增速有望提振以满足快速增长的用电需求和新型电力系统的构建要求，电网投资总量有望较“十三五”增长10%。同时，电网投资的结构变化突出，配网投资占比有望提升至60%以上，并着重于提高配网的自动化、智能化水平；电网信息化投资占比将提升至10%，投资额将跃升至年均500亿元以上。

用电侧看好商业模式创新带来的需求侧响应和智能充电桩应用空间。我们认为随着电力市场改革推进，用户侧将参与到电网主动调节中。政策和市场双重驱动下，需求侧响应和电动汽车有序充电将加速推广，因此我们看好新一代智能电表、需求侧响应终端和智能充电桩的市场空间。

抽水蓄能和电化学储能迎来高速增长期。新能源比例提升带动电网对灵活性资源的需求，抽水蓄能和电化学储能是除火电灵活性之外最具应用潜力的技术路线之一，叠加多项政策支持，我们预计在“十四五”期间将迎来快速发展。

根据中长期发展规划，抽水蓄能到2030年投产120GW，是现有装机的~4倍，带动设备制造市场规模增长；电化学储能方面，我们认为发电侧和电网侧配储是短期内解决新能源消纳问题的重要手段，看好铁锂技术路线发展。



---

以上观点来自：2021年10月25日中金公司研究部已发布的《新型电力系统总章：新挑战与新机遇》

曾韬 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196

刘倩文 SAC 执证编号：S0080121070440

王颖东 SAC 执证编号：S0080120080126

蒋昕昊 SAC 执证编号：S0080519020002 SFC CE Ref: BOE414

## 专题聚焦

### 共赢国货崛起的新消费时代

我们用“国货崛起的新消费时代”来定义现阶段中国消费市场的显著特征。集中体现在：国货品牌乘着消费持续升级、需求日益丰富、消费者喜爱度增强的东风，既发扬传统，又创新提效，给消费品各子行业带来新的气象与投资机会。

- 我国人均GDP已突破1万美元，国货崛起呈加速发展态势。崛起的动力是：随着我国经济实力的不断增强，消费者的民族自信与文化自豪感也在不断提升；持续的消费升级趋势下，消费者生活方式发生改变，需要更多的消费品类与更好的产品服务；中国产品和品牌不断锐意开拓，在品质、设计、技术、创新等方面的能力已达到了新的高度；供应链、物流、大数据、AI、互联网、营销传播等新基础设施的强大支持。
- Z世代成为国货消费的先锋，他们享受生活、活在当下；注重品质与功能，关注科技含量，不断尝新；爱看直播，社交需求强；易被种草，追求爆款。新消费经营模式要求企业以消费者需求为出发点，锐意创新。消费者喜爱度是评价消费公司投资价值的首要标准，能够持续维持和提升消费者喜爱度的产品与服务有望获得飞跃式的成长。Z世代偏爱的国货崛起领域集中于美妆医美、运动鞋服、男女装、珠宝、在外就餐、食品饮料、酒类、文玩文创等板块。
- 能够使得国货品牌脱颖而出的经营策略包括：大单品的研发、爆款营销、借力传统文化、数字化与DTC转型等。解决消费者痛点、具备科技含量与颜值的产品，有效的市场推广与渠道布局，赋予传统文化以时尚特色，与顾客更加紧密地互动等，这些都是国货品牌制胜的法宝，也可帮助我们判断企业努力方向的正确性。
- 展望更长远的未来，我国普通消费品销量已创阶段性高基数，在2021年下半年消费整体增速有所放缓，但中长期仍处于良好发展阶段。结

合共同富裕政策和人口结构变化趋势，本土企业在健康养老、母婴童、家庭服务、家电、家居、汽车、宠物等相关板块也有望更上层楼，中国大众消费市场的扩容将带来更加良好的规模效益。与此同时，中国品牌成建制出海未来可期。



---

以上观点来自：2021年10月25日中金公司研究部已发布的《国货崛起系列研究：共赢国货崛起的新消费时代》

郭海燕 SAC 执证编号：S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935

刘毅然 SAC 执证编号：S0080121050079 SFC CE Ref: BRP088

杨润渤 SAC 执证编号：S0080121070235

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.10.25 中国图说中国宏观周报：如何看待GDP与工业能耗强度裂口？
- 2021.10.25 海外宏观周报：拜登财政，还有多少可以期待？
- 2021.10.25 中国宏观专题报告：就业，无远虑有近忧
- 2021.10.25 中国宏观专题报告：房地产税试点扩围的几点思考
- 2021.10.25 中国宏观热点速评：宏观探市：“大通胀”对当下的启示
- 2021.10.27 中国宏观热点速评：9月工业企业利润点评：财政补助力度或有所加大

### 策略及大宗商品

- 2021.10.26 大宗商品：棉花：多空交织，价格稳中回落
- 2021.10.28 主题策略：高通胀系列一：“滞胀”解析及市场启示
- 2021.10.28 碳中和双周报：“碳”策中国：碳中和顶层设计落地 2021年10月13~27日
- 2021.10.30 主题策略：公募基金三季报回顾：均衡配置
- 2021.10.30 主题策略：三季报快览：盈利趋弱，分化延续
- 2021.10.30 全球资金流向监测：外资继续流入，南向转为流出
- 2021.10.30 海外策略：“疫苗落差”差多少？疫情复工周度追踪（10月30日）
- 2021.10.30 A股策略周报：上游压力缓解利多中下游
- 2021.10.31 A股和港股行业首选：2021年11月
- 2021.10.31 海外市场观察：全球流动性拐点渐近的资产含义 2021年10月25~31日

### 固定收益

- 2021.10.25 简评：中大力德转债投资价值分析
- 2021.10.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2021.10.25 中资美元债周报：一级新发增加，市场整体反弹
- 2021.10.25 资产证券化分析周报：近期两单RMBS推迟发行
- 2021.10.25 招投标备忘录：国开债21年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2021.10.25 固定收益资产配置策略周报：关注资金面预期差的重校准，利率有望回落下行——债券相对价值体系跟踪第四十七期
- 2021.10.26 简评：赛伍技术转债投资价值分析
- 2021.10.26 招投标备忘录：付息国债21年第9期续发、第16期新发，农发债21年第5期增发、第11期新发——利率债招标分析
- 2021.10.27 简评：宏发股份转债投资价值分析
- 2021.10.27 简评：耐普矿机转债投资价值分析

- 2021.10.27 简评：招标利率回落，利差有所收窄 ——2021年10月国库现金定存招标结果分析
- 2021.10.27 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.10.27 招投标备忘录：国开债21年第9、15、17期增发——利率债招标分析
- 2021.10.28 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.10.28 招投标备忘录：贴现国债21年第52期新发——利率债招标分析
- 2021.10.29 固收+周报：比往年精彩的前三季 ——固收+产品前三季度总结
- 2021.10.29 简评：从当下的增长适当抽离——转债一周信息跟踪
- 2021.10.29 简评：债基2021年3季报点评：固收+规模快速扩张，转债基金进攻型有所提升
- 2021.10.30 信用债收益率跟踪周报：银行永续债和二级资本债收益率继续下行
- 2021.10.30 中国利率策略周报：海外加息预期上升，推动收益率曲线变平
- 2021.10.31 简评：经济继续走弱，收益率仍将下行 ——10月PMI数据分析
- 2021.10.31 简评：首华燃气转债投资价值分析

## 行业

- 2021.10.25 主题研究：新型电力系统总章：新挑战与新机遇
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：共赢国货崛起的新消费时代
- 2021.10.25 主题研究：户用光伏：星星之火，可以燎原
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：餐饮：中国餐饮品牌崛起的黄金时代
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：酒类：深挖民族特性，经典中再创新
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：食品饮料：国货基础深厚，品质升级再深化
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：美妆：国货美妆正迎来黄金发展时代
- 2021.10.25 保险：互联网人身险新规点评：或影响互联网人身险领域的竞争格局
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：运动鞋服：国货崛起先锋
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：男女装珠宝：年轻、国潮、线上化
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：家电：时代变迁塑造国货新风貌
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：家居：“科技+智造”引领国货
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：汽车：乘电动智能东风，国货汽车崛起正当时
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：文创：国货崛起的IP梦工厂
- 2021.10.25 国货崛起系列研究：宠物：国潮当道，向宽而行
- 2021.10.25 传媒互联网：周报：国资拟受让芒果股权，音乐版权“破独”推进
- 2021.10.25 化工：严格能效约束推动节能降碳，龙头企业有望充分受益
- 2021.10.25 房地产：坚定“房住不炒”，房地产税试点渐近
- 2021.10.25 科技：科技硬件周报(10/23)：苹果新品符合预期

- 2021.10.25 节能环保：多举措促资源化发展，工业节能减碳再强化
- 2021.10.25 日常消费：周报：3Q酒企延续稳健增长，大众品提价陆续落地
- 2021.10.25 传媒互联网：混合云、边缘云、安全的重要布局
- 2021.10.25 主题研究：硅料涨幅收窄，9月户用光伏装机维持高增
- 2021.10.25 汽车及零部件：加库周期已至 十月产销有望持续环比改善
- 2021.10.25 机械：新能源赛道高景气，继续推荐能源装备
- 2021.10.25 博彩及奢侈品：全球旅游市场升温支撑博彩业复苏
- 2021.10.25 交通运输物流：周报：9月快递单价验证价格上涨
- 2021.10.25 主题研究：国务院发布碳达峰碳中和工作指导意见，新能源发展支持政策预期向上
- 2021.10.26 有色金属：铝：吨铝利润继续下降，限电限产加剧
- 2021.10.26 有色金属：铜：库存历史低位，通胀预期抬升支撑铜价
- 2021.10.26 房地产：周报#265：销售跌势走阔，房贷利率下行
- 2021.10.26 主题研究：节能减碳工作稳步推动，供给收缩趋势渐显
- 2021.10.26 软件及服务：从云栖大会透视云计算行业趋势
- 2021.10.26 传媒互联网：中金看海外 公司 | SEA：从“东南亚小腾讯”到国际互联网巨头
- 2021.10.26 有色金属：雅宝加速锂盐产能布局，供给扰动引致镍价上行
- 2021.10.26 软件及服务：低代码：赋能万千，分享数字化转型盛宴
- 2021.10.26 新能源汽车：全球电动突破临界，明年有望千万销量
- 2021.10.27 公用事业：光伏辅材深度2：光伏玻璃发展驶入快车道
- 2021.10.27 建筑与工程：碳达峰行动方案出台，关注新产业周期下的建筑板块机遇
- 2021.10.27 传媒互联网：双十一预售：直播力度加大，注重购物体验
- 2021.10.27 主题研究：碳达峰行动方案正式出炉，石化化工行业迈入发展新阶段
- 2021.10.27 金融：当支付生态走向开放，让用户回到舞台中央
- 2021.10.27 医疗健康：强调规范化发展，互联网诊疗监管政策出台
- 2021.10.27 传媒互联网：互联网竞争极简史：差异化
- 2021.10.28 科技：电信运营商产业互联网业务系列报告：通时合变，打造业绩增长第二曲线
- 2021.10.28 传媒互联网：9月广告市场同环比双增，快消品投放加大
- 2021.10.28 传媒互联网：基金3Q21传媒持仓分析：情绪持续低迷
- 2021.10.29 银行：银行仓位重回低位——3Q21银行股基金持仓解析
- 2021.10.29 REITs：C-REITs三季度业绩整体稳健
- 2021.10.30 医疗健康：基金3Q21医药持仓分析：环比略下降

- 2021.10.30 交通运输物流：3Q21基金持仓：配置比例回升，内资偏好航空，北上及南下资金增加对航运配置
- 2021.10.30 主题研究：硅片周均价回落，美日可再生能源政策加强
- 2021.10.30 机械：锂电下游景气高涨，设备需求前景乐观
- 2021.10.30 非酒类食品饮料：乳业月报：澳新产量回落，海外奶价上涨
- 2021.10.31 传媒互联网：周报：子行业业绩分化，芒果公布明年片单
- 2021.10.31 交通运输物流：极兔+百世：破局之始，竞争内涵升级



## **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