

研报精选

2022年3月14日 第64期

宏观专栏

“协同式”宽松，效果胜过降准——央行利润上缴点评

报告认为，央行上缴结存利润并不仅仅是一种财政行为，而是一次财政和货币“协同式”宽松，不仅有力地支持了财政扩张的节奏，同时提高了基础货币的投放，也进一步提高了广义货币的投放。

FOMC前瞻：加息将至，险滩行舟

报告认为，美联储3月议息会议有四大看点：加息决议及投票情况、未来加息路径指引、经济数据预测、“缩表”指引。报告预计，3月FOMC会议的基调“偏鹰”，美联储将趁经济增长仍有“惯性”尽早收紧货币。

专题聚焦

两会热点回顾——稳经济、促创新、惠民生

3月11日，第十三届全国人大第五次会议表决通过了关于政府工作报告的决议并圆满落幕，最终发布的政府工作报告共补充修改92处，主要集中在稳经济、促创新、惠民生三个方面。

海外煤、气价大涨，折射欧洲能源三重矛盾

欧洲能源供应面临三重矛盾：欧洲对来自俄罗斯的化石能源依存度较高，但俄、欧地缘政治可能无法绕开能源；欧洲天然气与电价飙升，但却无法通过库存同样很低的煤炭来补充电力缺口；短期内欧洲只能通过增加自有产量或寻求进口以替代俄罗斯能源，但产能空间有限。

宏观专栏

“协同式”宽松，效果胜过降准——央行利润上缴点评

2022年3月8日央行宣布，按照中央经济工作会议精神和政府工作报告的部署，为增强可用财力，今年人民银行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生¹。这并不仅仅是一种财政行为，而是一次财政和货币“协同式”宽松，不仅有力地支持了财政扩张的节奏，提高广义货币的投放的同时，也增加了基础货币的投放，而且改善了私人部门的资产负债表，其效果胜过降准。

此前，市场担忧特定国有金融机构和专营机构利润上缴利润可能只是分配存量而不是扩充增量，财政乘数很低，对增长效果不大，而央行上缴利润1万亿元，打消了这个担忧。2022年财政预算提出，特定国有金融机构和专营机构利润上缴1.65万亿元以支持财政支出，市场一度担心这部分利润来自国有企业和银行，在一定程度上削弱国有企业的投资意愿以及银行资本金水平。这次单单央行就上缴利润超过1万亿元，那么其他企业的负担减少。央行也特别指出，这部分资金抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生，将直接改善私人部门现金流、提振增长。

与分配存量不同，央行上缴利润是扩充增量，是一次比较大的基础货币投放。要理解利润上缴对货币端的影响，我们最直接的方法是捋顺央行上缴利润过程中基础货币与资产负债表科目的变化：上缴利润、财政支出之后，基础货币增加。央行上缴利润1000万元的话，相当于负债项目中的其他负债减少1000万元，财政存款增加1000万元，财政再将这部分存款用于对于实体经济的支持，财政存款减少，转化为企业或个人的银行存款（进一步转化为银行存在央行的存款）、或者是他们持有的现金，带来基础货币的上升。因此，总的来看，这次上缴1万亿元利润（财政支出之后）带来的基础货币投放规模相当于降准50bp带来的基础货币增加。从这个角度看，近期全面降准的必要性下降。

当然，1万亿元利润上缴和财政的支出还存在一定的时间差，流动性条件进一步宽松需要等到财政存款的实际投放。部分投资者可能会考虑央行是否会

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4503994/index.html>

以美元形式上缴利润，在操作上我们认为这样进行的可能性并不大，大概率会先在央行兑换为人民币再进行投放，对应外汇占款上升，一样会改善流动性。但考虑到央行仍然坚持短端流动性围绕政策利率波动的目标，虽然利润上缴导致流动性投放增加，大概率将压低市场利率。但是央行仍然会综合考虑各方面因素，综合采取各类手段保持短端利率围绕政策利率附近波动。

关键的是，在对经济的提振效果上，上缴利润再投放的效果远好于等量的降准，因为其直接改善私人部门资产负债表且直接带来广义货币投放。财政投放央行上缴的利润，直接进入企业和居民手中，变成私人部门的存款，直接提振广义货币投放，改善私人部门的资产负债表，有力提振增长。然而，降准是释放一部分锁死的基础货币给商业银行，不一定直接带来信贷，没有信贷则就没有新的存款，因此不一定创造广义货币；即使产生了新的信贷，也增加了企业和家庭的债务，私人部门的资产负债表并未得到直接改善。

我们重申，今年财政扩张的力度10年罕见，是今年稳增长的重要发力点。总的来看，我们保守估计去年已发未用专项债约1.0万亿元（该资金并未列入当年政府性基金支出），将有助推升广义财政支出增速达15.6%，广义财政收支差额对名义GDP的比例创历史新高，接近9%，较2021年上升3.5个百分点左右，也小幅高于2020年。若假定财政乘数为0.5，则扩大的财政收支差额有望拉动名义经济增速提高1.8个百分点。

以上观点来自：2022年3月9日中金公司研究部已发布的《“协同式”宽松，效果胜过降准——央行利润上缴点评》

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

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

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

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

宏观专栏

FOMC前瞻：加息将至，险滩行舟

本周，美联储将召开3月议息会议。由于俄乌事件仍未平息，加上资本市场波动加剧，投资者普遍关注美联储货币政策走势。从市场预期来看，美联储如期宣布加息的确定性较高，这也将是2018年12月以来的首次加息。不确定的是后续加息的路径会是怎样。另外对于“缩表”的指引也是市场关注的焦点。下面我们总结了本次会议的四大看点。

1) 看点一：加息决议及投票情况。今年以来，美国劳动力市场表现强劲，通胀继续严重超标，美联储面临货币紧缩压力。但另一方面，俄乌事件带来不确定性，加剧金融市场波动，美联储又不得不谨慎行事。综合考虑，我们预计美联储或将选择稳妥的做法，在本次会议上先加25 bp。

一个值得关注的是，加息决议能否得到所有票委的一致认可？众所周知，美联储货币政策决议由联邦公开市场委员会（FOMC）票委投票产生，在2022年票委中，数位官员态度偏鹰，在近期讲话中表达了希望尽早加息的意愿。比如，圣路易斯联储主席布拉德（Bullard）²和美联储理事沃勒（Waller）³就曾表示，如果数据表现强劲，将支持3月加息50 bp。由于最近公布的2月非农就业和CPI通胀数据均表现强劲，布拉德或沃勒可能会提议加息50 bp⁴，从而对加息25 bp的决议投下反对票。如果有1-2票反对，即便不会改变本次加息决策，但会被市场解读为鹰派信号。

2) 看点二：未来加息路径指引。美联储指引加息路径的一个工具是利率点阵图。根据去年12月的点阵图，2022年预期的加息次数为3次，我们预计这次的点阵图将给出更多次数的加息。不过，考虑到当前联邦基金利率市场已经计入了5~6次加息，点阵图变化带来的影响或有限。

²<https://www.cnn.com/2022/02/14/bullard-say-the-fed-needs-to-front-load-tightening-because-inflation-is-possibly-accelerating.html>

³<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20220224a.htm>

⁴<https://www.capitaleconomics.com/publications/us-economics/us-economics-weekly/waller-ramps-up-the-hawkishness/>

比起加息次数，更为重要的是加息节奏。我们预计鲍威尔将展现“鹰派”的态度，比如为后续一次性加息50 bp打开大门，以此表达抗通胀决心。美联储现在最关注的就是通胀走势，如我们在《面对通胀，欧美央行或集体紧缩》中指出，在油价和小麦价格驱动下，美国3月CPI通胀有望突破8%。这意味着美联储在未来2个月内还将面临较大紧缩压力。对此，鲍威尔可能会给出在5月加息50 bp的可能性，以此回应市场的关切。

根据我们的观察，眼下鲍威尔的压力比较大，其中不乏来自国会与白宫的压力。去年美联储一直宣称通胀是暂时的，现在回头看是严重低估了通胀，这让美联储在美国民众面前声誉受损。两周前鲍威尔参加国会听证，就遭到了许多国会议员的质疑。与此同时，美国总统拜登在近期发表的国情咨文中也数次谈及通胀⁵。目前拜登的民调支持率较低，下半年国会又面临中期选举，民主党出于民意考虑，也需要美联储配合打压通胀。因此，这次会议上鲍威尔或将在抗通胀方面表现的更积极主动。

3) 看点三：经济数据预测。俄乌事件具有“滞胀”效应。一方面，地缘政治因素扰动下，全球经济前景不确定性上升。另一方面，能源与粮食价格大涨，加大通胀压力。对美国而言，由于与俄乌的经贸往来并不紧密，经济增长受的直接影 响相对有限。间接的看，俄乌事件导致油价上涨，对美国经济有利有弊。利在于美国自身也是能源生产大国，油价上涨能促进油气企业资本开支。弊在于油价上涨将降低消费者的实际购买力，抑制消费扩张。周五公布的2月密歇根大学消费者信心指数下降至59.7，为2011年9月以来的最低水平，一年期通胀预期则进一步走高。消费者信心受挫表明，通胀上升对消费需求的影响或将逐步显现。综合来看，我们预计美联储将下调2022年底美国GDP增长预测至3.8%（此前为4.0%），同时上调2022年底PCE通胀预测至3.4%（此前为2.6%）。

⁵<https://www.theguardian.com/us-news/2022/mar/01/tackling-inflation-is-top-priority-says-biden-in-state-of-the-union-address>

4) 看点四：“缩表”指引。美联储对抗通胀的另一手段是“缩表”。在两周前的国会听证会上，鲍威尔暗示将加快推进“缩表”进程⁶。我们预计美联储将在本次会议上就“缩表”给出更多细节，在态度上会表现得更加积极。投资者需要重点关注两点：1)“缩表”开始的时点。我们此前的基准情形是三季度开启“缩表”，需关注是否有提前至二季度末的暗示。2)“缩表”的方式。在上一轮“缩表”中（2017-19年），美联储采取的是被动到期不续作的方式，这次因为经济表现过于强劲，不排除联储会主动卖债，比如卖出MBS。

总体上，我们预计3月FOMC会议的基调“偏鹰”。在“滞”与“胀”的双重风险下，美联储容错空间较小，货币政策将险滩行舟。我们倾向于认为，美联储将趁经济增长仍有“惯性”尽早收紧货币，既向市场展现抗通胀决心，也为抵御后期风险提前留出“缓冲带”。



以上观点来自：2022年3月13日中金公司研究部已发布的《FOMC前瞻：加息将至，险滩行舟》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

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

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

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

⁶ <https://www.nytimes.com/2022/03/02/business/jerome-powell-interest-rates.html>

宏观专栏

两会热点回顾——稳经济、促创新、惠民生

3月11日，第十三届全国人大第五次会议表决通过了关于政府工作报告的决议并圆满落幕，最终发布的政府工作报告共补充修改92处。期间，发改委、财政部、农业农村部、科技部、工信部和水利部的部长接受部长通道采访，总理于3月11日进行答中外记者问，主要涉及经济增速目标、“双碳”、减税降费、耕地保护、企业创新、专精特新企业发展、洪涝灾害防御、民生等诸多热点问题。

政府工作报告的补充修改重点⁷

政府工作报告的92处补充修改主要集中在稳经济、促创新、惠民生三个方面。

► 稳经济方面，报告的修改内容涉及财政、货币、就业政策以及保供稳价、降低企业生产经营成本等。如落实落细稳就业举措方面，补充了“加强灵活就业服务”“大力营造公平就业环境”“加强劳动保障监察执法”等；在确保粮食能源安全方面，补充了“继续做好能源、重要原材料保供稳价工作”“打击哄抬物价等行为”。值得关注的是，报告在描述当前经济运行面临的问题和挑战时，增加了“输入性通胀压力加大”的表述。

► 促创新方面，修改涉及支持基础研究、发挥企业创新主体作用、支持制造业发展等内容。报告补充了“提高基础研究经费占全社会研发经费比重”“深化科技评价激励制度改革”“促进科技成果转移转化”“大力推进智能制造”“培育数据要素市场”“提高应用能力”等。此外，发展冰雪运动和冰雪产业也写入报告。

► 惠民生方面，报告就教育增加“解决好进城务工人员子女就学问题”“发展现代职业教育”“增强职业教育适应性”，就医疗增加了逐步提高肺结核、肝炎等传染病防治服务保障水平的内容，以及“落实和完善乡村医生待遇保障与激励政策”的表述，就养老扶幼增加了“多渠道普惠托育服务”“加快构建居

⁷ http://www.gov.cn/zhengce/2022-03/12/content_5678656.htm

家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系”“稳步推进长期护理保险制度试点”“创新发展老年教育”等内容。

六部委部长通道

► 发改委主任指出⁸，今年经济实现5.5%增长还是有很多有利因素，比如各地区各行业各企业防控疫情的经验，改革创造的供需发展空间，以及大规模的减税退税组合工具；今年将在投资端强调狠抓项目实施。

► 财政部部长表示⁹，今年赤字率2.8%并不代表财政支出强度降低，因为结余调用和利润上缴，支出强度会比去年有较大的提高。

► 农业农村部部长表示¹⁰，今年粮食产量目标继续保持在1.3万亿斤以上，确实面临很大困难，尤其是夏粮生产，问题核心还是保面积。但我国今年人均粮食占有量提高到483公斤（较去年增加9公斤），在总量保障下，无论国际形势如何演变，中国有能力保证14亿人民每天到点开饭不饿肚子，而且饭碗能够越端越稳，也吃得越来越好。针对我国耕地面积减少较多、部分地区出现“非农化”、“非粮化”的现象，农业农村部部长指出，将加大监管力度，并致力于提高耕地质量，继续推进高标准农田新建1亿亩、黑土地保护性耕作以及盐碱地的开发利用。今年中央1号文件明确规定，耕地将主要用于粮棉油糖菜和饲草料的生产，即一年生的禾本科作物，15.46亿亩的永久基本农田要重点用于粮食生产，10亿亩高标准农田原则上要全部用于粮食生产。在完善法律法规的同时，政府也会采取经济手段，引导永久基本农田和高标准农田逐步回归种粮食。

► 科技部部长指出¹¹，今年要促进科技政策扎实落地，系统部署落实政策，并抓重点抓落实，尤其是要加强基础研究，要抓住人才这个关键来抓落实。当前中国疫情防控要向科学要答案、要方法，我国始终坚持五大方向（疫苗、药物、检测、动物模型和科学溯源）开展科研攻关，目前已经取得较好进展。

⁸ https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/xwfb/202203/t20220307_1318757.html?code=&state=123

⁹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202203/t20220305_3792838.htm

¹⁰ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202203/t20220305_3792838.htm

¹¹ http://www.moa.gov.cn/hd/zbft_news/2022lhdt/

►工信部部长指出¹²，要保持今年工业经济平稳运行，要加大制造业投入力度、保持制造业占比总体稳定；进一步提升产业集群的发展；在维护和培育生态上下功夫，特别要支持中小企业的发展。争取今年5G基站存量超过200万座，并进一步扩大和丰富应用场景，加快5G应用推广，同时考虑下一代通信技术的演进方向、演进技术路线，为下一代通信技术6G的发展提前谋划，提前做好部署。科技部将进一步通过当前已出台政策培育专精特新企业，今年国家级“小巨人”企业准备再培育3000家以上，带动培育省级“专精特新”中小企业达到5万家以上，使“专精特新”中小企业群体不断壮大。

►水利部部长表示¹³，今年努力将“防”汛情的关口前移。目前对今年汛期研判的结果大致是北部、南部发生洪水的可能性较大，北部大于南部，中部地区发生干旱的可能性较大。水利部将对今年汛期的汛情进行滚动分析研判预测，并及时衔接相应的应对准备工作。此外，水利部还回应了记者有关《“十四五”水安全保障规划》这一国家层面首次编制的实施水安全保障规划。《规划》确立了六项重点水利任务，即完善流域防洪工程体系、实施国家水网重大工程、复苏河湖生态环境、推进智慧水利建设、建立健全节水制度政策和强化水利体制机制法治管理。

总理答中外记者问

3月11日总理会见中外记者并回答提问。

总理表示，今年实现5.5%左右的增长，是在高水平上的稳，是不容易的，必须有相应的宏观政策支撑。比如财政政策，虽然一般预算赤字比去年少了2000多亿元，但通过存量资金调用加大了财政支出力度。中国当前的举措不仅是应对短期的，也是立足当前、着眼长远的，决不预支未来，是可持续的。

总理指出，今年退税将优先考虑小微企业，要在今年6月底以前，把小微企业的留抵税额一次性退到位，把制造业、研发服务业等一些重点行业的留抵税额在年内全面解决，对小微企业的增量留抵退税逐月解决。今年需要就业的

¹² https://www.miit.gov.cn/xwdt/gxdt/ldhd/art/2022/art_ad5e1e5acead45d4a6825c8101cb2f24.html

¹³ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_17032260

城镇新增劳动力达到约1600万人，多年来最高。对于新增需就业人员，要提供培训等多方面支持举措，用市场化的方法来解决就业问题，比如这些年推动的大众创业、万众创新，促进发展新技术新业态新模式，培育新动能等。另外，当前中国有2亿多的灵活就业人群，形式多样、覆盖面广，针对劳动权益、社会保障等问题，政府要逐步完善政策，让灵活就业等新就业形态既解燃眉之急，又激发市场活力和社会创造力。

就疫情防控政策问题，总理表示，中国一直统筹疫情防控和经济社会发展，积极推动国际交往合作，未来会根据疫情的形势变化和病毒的特点，使防控更加科学精准，保障人民生命健康，保障正常生产生活秩序，保障产业链供应链的安全。疫情发生以来，中国就国际间等必要的商务往来已开通快捷通道和绿色通道，并保障一些关键环节的企业和项目正常的生产经营。未来中国会不断地积累经验，及时应对可能发生的变化，逐步使物流、人流有序畅通起来。另外，今年餐饮、旅游、客运、文化等行业大概可以享受1800亿元的退税政策支持。

就记者提问的保障民生问题，总理回答，中国政府连续10年尽力保证财政性教育经费不低于GDP的4%，并主要是面向义务教育、面向农村，同时已建立了面向14亿人的基本医保网，今年还要增加人均30元财政补助的标准，当前城乡居民看病的报销比例达到70%，随着国力的增加还会逐步提高，对因病返贫、因大病致贫的要予以特殊的支持帮助。

以上观点来自：2022年3月13日中金公司研究部已发布的《两会热点回顾—稳经济、促创新、惠民生》

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

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

专题聚焦

海外煤、气价大涨，折射欧洲能源三重矛盾

海外煤价近来出现大幅上涨，截至2022年3月7日，澳洲纽卡斯尔煤炭与荷兰ARA煤炭价格分别上涨至435和451美元/吨，均创下历史新高，国内煤价虽受情绪带动，偏强运行，但内外盘煤炭价差迅速扩大，当下已逼近2000元/吨。过去两周，在俄、乌局势急剧升温的同时，全球化石能源价格普遍出现飙涨，从价格表现来看，煤炭的涨幅较天然气与原油更强。

自俄、乌摩擦升级以来，化石能源贸易一直是市场关注的焦点。随着物流受到扰动，我们看到之前所担忧的地缘风险已经逐渐转为了实际的供给冲击。同时，西方对俄制裁也在逐步升级，虽然当前制裁细节并不明朗，但市场普遍担忧若俄罗斯银行系统被禁用SWIFT，能源相关的贸易结算可能受到影响，亦或是西方直接对俄罗斯的能源出口实施禁运。

近来全球能源紧缺预期升温，而欧洲地区的能源结构可能首当其冲受到冲击。自俄罗斯对乌克兰发动“特别军事行动”至今，欧洲地区的相关能源价格标的，包括北海布伦特原油、荷兰TTF基准天然气和荷兰ARA煤炭基准价格分别贡献了24.4%、65.7%和83%的涨幅，在“碳中和”的大方向上，煤炭在欧洲一次能源消费与电源结构中的占比均逐年减少。但在俄、乌局势的供给冲击下，煤炭脆弱的供需结构再一次暴露出来，我们看到欧洲煤炭价格已经突破了去年四季度欧洲电力紧缺时创下的价格高度。

作为发电系统里的两大传统能源，天然气与煤炭在一定程度上互为替代，价格也息息相关。去年欧洲电力紧缺时与当前两次煤炭价格大涨的背后，天然气价格亦同时创下了价格纪录。但不同的地方在于，去年海外煤炭价格大涨更多是天然气供需失衡下的“连带效应”，而现时天然气和煤炭则双双面临着实际的供给损失。

我们认为在欧洲煤炭与天然气飙涨的背后，既体现出俄罗斯在全球能源供给侧的重要性，但更多地反映出当下欧洲能源供应所面临的三重矛盾。而这三项矛盾，恰恰是造成当下欧洲能源价格飙涨局面的原因。

其一，欧洲对来自俄罗斯的化石能源依存度较高，但俄、欧地缘政治可能无法绕开能源。

俄、欧之间在能源贸易领域互相依赖。2020年，欧洲自俄罗斯进口的油品（原油+成品油）、天然气、和煤炭分别占其消费量的31%、34%、21%。而对于俄罗斯来说，油、气出口是其重要的财政收入来源。2020年俄罗斯出口的天然气、原油与煤炭中，去往欧洲的占比分别高达78%、53%、35%。

尽管能源贸易是俄、欧双方不能承受之重，但从当前的事态发展来看，欧美与俄之间的地缘政治似乎无法绕开能源。欧美将能源禁运视为对俄制裁的重要手段，而俄罗斯亦可能通过停止向欧洲供应天然气与原油来实现“反制裁”。

其二，欧洲天然气与电价飙升，但却无法通过库存同样很低的煤炭来补充电力缺口。

欧洲自身的低能源库存则是价格得以飙升的催化剂。无论是天然气还是煤炭，当前的库存水平均处在历史低位，且相比于去年四季度欧洲电力紧缺时，库存水平进一步降低。

但当前所面临的问题是，欧洲的煤炭与天然气可能双双面临供应收缩的局面。因为欧洲不仅从俄罗斯进口大量的天然气，亦进口相当量的煤炭。鉴于此，我们认为欧洲可能很难依赖重启煤炭机组来弥补电力需求的缺口。

其三，往前看，短期内欧洲只能通过增加自有产量或寻求进口以替代俄罗斯能源，但产能空间有限。

除俄罗斯外，来自挪威，阿尔及利亚与阿塞拜疆亦是欧洲主要的管道气进口来源，但我们预计管道气的产量提升可能较为缓慢。同时，欧洲买家也可以从美国和卡塔尔等地寻求LNG进口。

我们认为俄罗斯进口煤炭的替代难度可能更大，过去几年全球范围内煤炭行业囿于ESG，资本开支普遍较低。欧洲与其他主要煤炭出口国，如美国、哥伦比亚、澳大利亚（主要是焦煤）等短时间内难以大幅增产。

在经历了去年四季度的电力紧缺与当下的能源“困境”后，我们看到欧洲也开始重新审视其能源政策，力图在能源安全与碳排放间寻求平衡，寻求更加稳健的碳中和路径。今年2月欧盟委员会通过一项补充法案，将满足特定条件的核电和天然气归为可持续投资的“过渡”能源¹⁴。但“远水解不了近渴”，我们预计在俄、乌局势出现转机前，欧洲偏紧的能源格局或将持续。

对我国，保供稳价压力增大，外部风险升温

对我国而言，海外能源价格大涨，短时将加剧我国保供稳价的压力。当前沿海八省库存天数与内陆17省库存天数均较历史同期更低，煤炭价格支撑较强。但春节后产地供煤逐步恢复，我们预计价格上行压力将趋于缓解。

以上观点来自：2022年3月9日中金公司研究部已发布的《海外煤、气价大涨，折射欧洲能源三重矛盾》

王灸鹿 SAC 执证编号：S0080121040106

郭朝辉 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

¹⁴ http://www.news.cn/world/2022-02/03/c_1128326388.htm

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.3.7 中国宏观热点速评：1-2月进出口点评：量价贡献各半，内需逐渐企稳
- 2022.3.8 中国宏观热点速评：一文读懂财政扩张细节
- 2022.3.8 中国宏观热点速评：油价高涨，中下游行业盈利如何变？
- 2022.3.9 中国宏观热点速评：“协同式”宽松，效果胜过降准——央行利润上缴点评
- 2022.3.9 中国宏观热点速评：俄乌冲突对通胀影响几何？——2022年2月物价数据点评
- 2022.3.10 中国宏观专题报告：人民币离避险货币有多远？
- 2022.3.11 海外宏观热点速评：面对通胀，欧美央行或集体紧缩
- 2022.3.11 中国宏观热点速评：信贷“空窗期”，财政发力将加速——2月金融数据点评
- 2022.3.13 海外宏观周报：FOMC前瞻：加息将至，险滩行舟

策略及大宗商品

- 2022.3.7 大宗商品：海外市场：供应“三重门”后，粮食短缺担忧已现
- 2022.3.8 海外策略：俄乌冲击的第二波：从避险情绪到通胀担忧
- 2022.3.8 大宗商品：伦镍大幅上涨背后的基本面分析
- 2022.3.9 大宗商品：海外煤、气价大涨，折射欧洲能源三重矛盾
- 2022.3.10 碳中和双周报：“碳”策中国（11）：俄乌乌云笼罩欧盟减碳行动 2月24日~3月9日
- 2022.3.10 主题策略：估值调到哪了？
- 2022.3.10 大宗商品：俄铝受制裁波及：旧事重演，铝价上涨
- 2022.3.11 大宗商品：棕榈油：短缺担忧加剧，库存修复艰难
- 2022.3.12 大类资产观察：美联储会议能逆转市场走势吗？
- 2022.3.12 全球资金流向监测：外资流出明显，南向逆势流入
- 2022.3.13 海外策略：亚洲多地疫情升级 疫情复工周度追踪（3月12日）
- 2022.3.13 A股策略周报：低估值主线可能有相对收益
- 2022.3.13 海外中资股策略周报：内外部综合因素压制市场
- 2022.3.13 主题策略：“滞胀”复盘及对当下的启示
- 2022.3.13 海外市场观察：俄乌冲击的第三层：流动性冲击距离我们有多远？2022年3月7~3月13日

固定收益

- 2022.3.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.3.7 简评：进出口增速边际放缓 ——1-2月贸易数据分析
- 2022.3.7 简评：聚合顺转债投资价值分析
- 2022.3.7 中资美元债周报：新发回落，高收益跌势难止
- 2022.3.7 招投标备忘录：国开债21年第18期、22年第1、3期增发 ——利率债招标分析
- 2022.3.8 简评：纺服类转债：复苏在即，等待性价比
- 2022.3.8 招投标备忘录：付息国债22年第1、3期续发，农发债21年第10期、22年第1期增发 ——利率债招标分析
- 2022.3.9 简评：CPI维持低位，PPI对CPI传导不畅 ——2月通胀数据分析
- 2022.3.9 招投标备忘录：贴现国开债22年第1期新发，付息国开债22年第4、5期增发 ——利率债招标分析
- 2022.3.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.3.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.3.10 招投标备忘录：贴现国债22年第10期新发，付息国债21年第14期续发 ——利率债招标分析
- 2022.3.10 简评：铂科新材转债投资价值分析
- 2022.3.11 资产证券化分析周报：中外REITs市场相关性研究
- 2022.3.11 中国可转债策略周报：交易超调，与重温转债的“折射原理”
- 2022.3.11 中国城投债券月报：私募债、区县级城投融资环比下滑较多 ——2月城投债券月报
- 2022.3.11 简评：融资需求依然偏弱，需要引导金融机构负债成本下行来破局 ——2月金融数据点评
- 2022.3.12 信用债收益率跟踪周报：一级供给回升，收益率多数上行
- 2022.3.12 专题研究：滞胀风险担忧下政策和资产如何演绎？ ——中金债券市场调查2022年3月期

行业

- 2022.3.7 建材：“稳增长”信号强化，看好建材板块估值修复
- 2022.3.7 保险：寿险基本面进一步下探；大型财险公司竞争优势扩大
- 2022.3.7 电力电气设备：工业自动化跟踪：2月春节扰动，增速有所分化
- 2022.3.7 主题研究：产业链价格上涨，地缘政治冲突或加速能源转型
- 2022.3.7 半导体：全球观察-AMAT：1Q22业绩符合此前业绩指引，半导体零部件供应链处于紧张状态
- 2022.3.7 建筑与工程：2022年政府工作报告：加快重大项目投资，财政政策有望发力

- 2022.3.7 可选消费：政府工作报告解读：多措并举推动消费持续恢复
- 2022.3.7 机械：工具行业长牛赛道，中国品牌全球替代
- 2022.3.7 机械：政府工作报告强调“稳增长”，多重政策发力
- 2022.3.7 节能环保：危废点对点定向利用豁免，资源化持续扩容
- 2022.3.7 汽车及零部件：政府工作报告发布，加强制造业供应链保障
- 2022.3.7 化工：可降解材料和塑料回收有望迎来春天
- 2022.3.7 医疗健康：新冠特效药相关产业链走强，关注两会召开
- 2022.3.7 煤炭：俄乌冲突下，煤炭供需紧张预期短期或难缓解
- 2022.3.7 轻工日化：天然钻石供需缺口拉大价格上涨，培育钻石高景气可期
- 2022.3.7 有色金属：关注俄乌局势变化，电解铝配置价值提升
- 2022.3.8 交通运输物流：俄乌局势或增大航运运价波动，航空短期关注成本压力
- 2022.3.8 主题研究：追“宗”系列 | 政府工作报告发布，稳增长预期强化
- 2022.3.8 房地产：周报#282：3月首周销售延续下跌态势
- 2022.3.8 电力电气设备：新能源车月度观察：中国销量同比高增，美国电动化趋势不改
- 2022.3.8 新能源汽车：中金看海外公司 | Lucid：三电性能卓越，差异化定义电动车奢品
- 2022.3.8 电力电气设备：锂电中游1月回顾：锂盐推升产业链价格重心，排产稳步向好
- 2022.3.8 纺织服装珠宝：每周聚焦：全民健身助力运动鞋服行业发展
- 2022.3.8 有色金属：俄乌问题加剧扰动供给，镍价创历史新高
- 2022.3.9 农业：俄乌局势推升农业生产成本，我国农产品价格易涨难跌
- 2022.3.9 医疗健康：创新药前沿系列（2）—— CTLA-4：临床验证的IO靶点，下一代产品迅速进展
- 2022.3.9 汽车及零部件：2月零售数据平淡 市场景气度仍待观测
- 2022.3.9 金融：海外资产管理4Q21业绩观察：内生增长动力强，打造发展新引擎
- 2022.3.9 建筑与工程：订单数据跟踪：4Q21基建订单环比提速
- 2022.3.9 汽车及零部件：汽车电子系列三：线控引领技术变革，智能底盘加速渗透
- 2022.3.9 房地产：2月房价回升中分化，潜在需求修复趋缓
- 2022.3.10 汽车及零部件：浅谈汽车板块当前核心矛盾与估值
- 2022.3.10 酒类食品饮料：白酒价位专题系列一：千元价位迎来扩容机遇期，优选具备综合性竞争优势的龙头

- 2022.3.11 主题研究：2021全球动力电池业绩回顾：营收高增，盈利持续分化
- 2022.3.11 银行：2月金融数据低于预期的背后
- 2022.3.12 电力电气设备：全球储能项目需求增加，储能市场迎来高速发展
- 2022.3.12 金融：数字金融月报：保险代理人同比降幅收窄
- 2022.3.13 金融：中金看海外 公司 | Nubank：巴西领先的全品类数字金融服务平台
- 2022.3.13 化工：欧洲化工成本和供应不稳定冲击下的投资机会
- 2022.3.13 科技：科技硬件周报(3/12)：关注苹果新品发布
- 2022.3.13 日常消费：周思考：多家酒企披露1-2月业绩，前2月白酒经营稳健向好；大众品短期关注成本上行压力
- 2022.3.13 金融：周报：优质标的估值吸引力进一步增强
- 2022.3.13 机械：新能源装备需求饱满，关注长期布局机会
- 2022.3.13 传媒互联网：周报：云音乐正式入通，游戏出海格局稳定
- 2022.3.13 交通运输物流：双周报：俄乌局势演化对板块影响几何？
- 2022.3.13 主题研究：工商业光伏：充分受益于电价市场化的高收益率能源，2022年迎需求拐点



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