

# 研报精选

2022年2月20日 第61期

## 宏观专栏

### **货币发力信号更明确——2021年四季度《货币政策执行报告》点评**

报告认为，面临疫情冲击和金融周期调整的双重影响，本轮的经济下行压力较以往经济周期下行阶段相对更大。货币信贷政策将继续发力，同时财政和准财政扩张力度也将加大。

### **如何预测美国通胀？**

报告认为，美联储低估通胀的原因包括过度依赖产出缺口模型预测通胀，以及严重低估了（外生）货币与通胀的关系。往前看，如果美联储加快紧缩，通胀将受到抑制，但代价是总需求放缓，中期经济衰退风险上升。

## 专题聚焦

### **租赁住房市场研究：新元肇启，举目万里**

报告认为，发展租赁住房市场是“十四五”期间住房工作重点，关系着数以亿计家庭的居住问题，对于探索中国住房新发展模式与促进房地产业良性循环也是一个必要的方向。

### **细胞治疗开启肿瘤免疫疗法新时代**

细胞治疗技术和生产壁垒较高，根据每位患者量身定制而不能量产，目前更多受限于产能而非市场。因此，多种免疫细胞疗法正探索异体通用式疗法，以及向前线血液瘤和实体瘤临床推进，潜在市场空间广阔。

## 宏观专栏

### 货币发力信号更明确——2021年四季度《货币政策执行报告》点评

2022年2月11日，央行发布2022年4季度《货币政策执行报告》。在本报告当中，对经济形势，央行强调了全球面临的三重风险和中国的三重压力，对于货币政策，央行表示要加大跨周期调节力度，货币信贷“总量稳、结构优”，保持货币信贷合理增长，引导金融机构有力扩大贷款投放，并强调了对发达国家货币收紧影响的关注。我们认为，面临疫情冲击和金融周期调整的双重影响，本轮的经济下行压力较以往经济周期下行阶段相对更大。货币信贷政策将继续发力，同时财政和准财政扩张力度也将加大。

**对于经济形势，央行对国内外风险的关注加大。**央行强调全球面临疫情、通胀、发达国家货币收紧“三重风险”。而国内面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，疫情反复抑制消费，部分投资尚在探底，中长期挑战不容忽视（潜在增速下行、人口放缓、低碳转型）。

**对于货币政策，央行稳增长态度更坚决，货币信贷总量与结构齐发力，强调监管协同，关注发达国家货币收紧的外溢效应。**从3季度的“做好跨周期调节”到这次的“加大跨周期调节力度”，稳增长的迫切性明显加强。对于延续4季度例会中发挥好货币政策“总量和结构双重功能”，既要“总量稳”也要“结构优”，并延续刘国强行长金融数据发布会上“充足、精准、靠前发力”的讲法，在不“大水漫灌”的前提下满足实体合理融资需求。**具体看，**

**首先，货币信贷总量与结构齐发力。**首先，央行强调“保持货币信贷合理增长，引导金融机构有力扩大贷款投放，加强对财政收支、政府债发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析，保持流动性合理充裕”。其次，央行强调“发挥结构性政策的牵引带动作用”。通过MPA考核、再贷款、优惠利率、补贴来强化对普惠小微、制造业中长期贷款、绿色金融、投放缓慢地区的信贷支持。再者，央行强调构建金融支持实体的体制机制，深化利率改革，引导企业贷款利率下行。去年四季度，贷款加权平均利率下降到改革开放四十多年来的最低水平，12月新发放贷款平均加权利率为4.76%，较9月下降24bp，一般贷款、票据、个人房贷利率均下降。央行指出要推动形成中小微敢

贷、愿贷、能贷、会贷的长效机制，提高中小微供应链融资可得性。同时，强调规范存款市场竞争秩序，稳定银行负债成本，增强小微信贷市场竞争性，进一步降低实体综合成本。

对于流动性的合理充裕，央行的一个目标是保持银行体系的流动性平稳，央行在专栏1中指出，分析银行体系流动性松紧最直观、最准确、最及时的观察指标是市场利率，不宜过度关注流动性数量以及公开市场操作规模等数量指标。这个平稳并不是说要求DR007每天固定为政策利率的水平，而是要求在一个时期内DR007的平均水平接近政策利率。但银行或非银体系杠杆过高时，短端利率亦可能出现明显波动以抑制金融杠杆的上升，去年12月末DR、R、GC利率创新高或即是体现。同时，央行也进行了常备借贷便利（SLF，利率走廊上限）的电子化改革，提高操作效率，稳定市场预期，避免2021年1月资金利率突破利率走廊上限的问题再次发生，从而增强银行体系流动性的稳定性。

对于宏观杠杆和信贷总量的平稳，央行给出了多角度的诠释。央行在专栏2和3中指出，保持宏观杠杆的平稳就要求社会融资规模与货币供应增速与名义GDP增速大体匹配，这并不是一个新的提法。但是，央行在这次专栏中提出了很多个视角，帮助我们具体理解什么叫做大体匹配。央行指出，过去两年M2与社融的平均增速与名义GDP平均增速“大体匹配并略高”，过去两年M2平均增速为9%、社融平均增速为10.3%，分别高出名义GDP两年平均增速1.4个百分点与2.7个百分点。关于宏观杠杆率的上升幅度，央行将年均上涨2个百分点的“小幅上升”称为“基本稳定”。对于过去两年，央行在考虑发达国家宏观杠杆率的大幅上升后，也认为中国宏观杠杆率的上升幅度虽然在历史上处于较快水平，但远远低于其他发达国家，也可以称为“基本稳定”。2020年疫后稳增长信贷扩张，社融和贷款同比一度较疫情前上升1和3个百分点至13.7%和13.2%，宏观杠杆率较疫情前上升24.2个百分点至280.2%。2021年以来为稳杠杆，信贷有所收缩，社融和贷款同比一度回落至10.0%和11.5%，宏观杠杆率下降7.7个百分点至272.5%。央行指出“我国宏观杠杆率稳中有降，为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间”。

其次，央行肯定监管成果，注重监管协同，构建防范化解风险长效机制。习近平总书记在十九大报告中提出，“要坚决打好防范化解重大风险”，2020

年央行在《中国金融稳定报告》中指出，防范化解重大金融风险攻坚战取得重要成果。时隔1年多之后，央行再提防范化解重大金融风险取得重要成果，背后对应了艰苦卓绝的努力：宏观杠杆率大体稳定、政府隐性债务、问题金融机构、问题实体企业得到妥善处置、平稳实施资产新规、有力管控影子银行风险，并且保持了宏观经济的大体稳定、守住了不发生系统性风险的底线。对于稳杠杆，央行指出“我国宏观杠杆率稳中有降，为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间”。对于房地产，央行强调在牢牢坚持“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济手段的基础上，“更好满足”合理住房需求。房地产按揭额度充足、审批快、成本降，因地制宜放松限购限贷等措施来稳销售，同时通过引入AMC、支持并购贷债等方式加快化债，提高预售资金统筹级次以缓解房企的流动性紧张。对于长效机制，2022年1月央行发布《宏观审慎政策指引（试行）》，其工具箱包括两类：一是逆周期调节的时间维度工具，包括资本、流动性、资产负债、金融市场交易、以及跨境资本流动的管理工具；二是跨周期调节的结构维度工具，包括特定机构附加监管规定、金融基础设施管理工具、跨市场金融产品管理工具、风险处置等阻断风险传染的管理工具。同时，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，稳妥有序做好重点机构风险处置化解，提升监管协调效能，坚决遏制各类风险反弹回潮。

再者，气候风险敏感性压力测试显示，高耗能行业如不进行低碳转型，将降低还款能力。央行在四季度组织部分银行业金融机构开展气候风险敏感性压力测试。结果显示，如果火电、钢铁和水泥行业企业不进行低碳转型，企业的还款能力将出现不同程度的下降。但是，参试银行火电、钢铁和水泥行业贷款占全部贷款比重不高，整体资本充足率在三种压力情景下均能满足监管要求。从测试开展情况来看，我国碳排放信息披露程度低、数据缺口大是测试面临的最主要问题，测试方法也有待改进，测试结果不作为政策制定依据。下一步，人民银行计划继续完善气候风险敏感性压力测试方法，拓展测试覆盖行业范围，并探索开展气候风险宏观情景压力测试。

最后，央行关注发达国家央行收紧货币对我国的扰动。疫情爆发后，中国率先复苏，全球宽松的流动性流入中国速度加快，而其中流入股市的外资半数为主动投资。本次报告将“以我为主”从以往的政策总基调部分移至汇率政策

部分，并强调了主要发达经济体通胀攀升，供应瓶颈未有效缓解，联储货币政策收紧步伐将加快，全球跨境资本流动和金融市场调整的风险上升，表明央行关注发达国家货币快速收紧对我国的溢出效应。

我们认为，总体来看，面临疫情冲击和金融周期调整的双重影响，本轮的经济下行压力较以往经济周期下行阶段相对更大。由于信用风险暴露和债务化解需时日，本轮地产或成慢变量，保交楼与稳预期为主，而基建发力亦有隐性债务存量化解和严禁新增的制约，以往主要依靠地产与基建难再期，这轮或是稳地产、提基建、促绿色、促消费、促科创多措并举。由于绿色、科创、消费的乘数效应难及地产，而基建乘数亦逐渐下降，本轮政策组合中，货币政策继续发力，而财政与准财政的力度也将加大。



---

以上观点来自：2022年2月14日中金公司研究部已发布的《货币发力信号更明确——2021年四季度《货币政策执行报告》点评》

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

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

### 如何预测美国通胀？

近几个月美国通胀数据接连超预期，回头看，中金宏观在2021年上半年提前预警了通胀风险，并在年度展望中对于美国通胀给出较高预测（详见2021年5月报告《三类通胀交织，什么资产胜出？》及2021年11月报告《通胀潮起，踏浪而行》）。本篇报告中，我们分析了美联储低估通胀的原因，并阐述我们预测通胀的逻辑，希望对投资者有帮助。

美联储低估通胀的一个原因是过度依赖产出缺口模型预测通胀。过去四十年，发达国家央行倾向于使用产出缺口模型预测通胀。产出缺口模型的基本逻辑是（长期）供给和经济潜在增速保持稳定，随着需求增加，产出缺口收窄，通胀上升。因此，预测者只需要看需求的变化，就可以判断潜在的通胀压力。但新冠疫情影响的不仅是需求，也有供给，而且对供给的影响比需求更大。过去两年，全球经历了一代人只会见到一次的供应链冲击，许多国家供给明显收缩，使用产出缺口模型预测通胀的准确性将大大下降。

另一方面，美联储严重低估了（外生）货币与通胀的关系。过去四十年无论是学术界还是央行，都认为货币供应量对于判断通胀的意义不大，疫情后全球货币供给大幅增加，但大部分美联储官员对此并不在意。以美联储主席鲍威尔为例，在2021年2月美国国会货币政策听证会上，肯尼迪议员曾问鲍威尔如何理解美国M2大幅扩张对经济的影响，鲍威尔回答到“当你和我在很久以前学习经济学时，M2与经济增长是有关系的。但现在我想说的是，M2的增长确实相当高，但对经济前景并没有重要的影响。几年前，M2已从领先指标的清单中被删除了，货币与经济增长之间的关系不再成立。我们在不同时期都有过货币大幅增长，但却没有通胀的情况，因此，有些东西我们必须重新学习。”<sup>1</sup>

但事实上，在疫情阶段，使用货币增速预测通胀的可靠性更强。描述货币与通胀关系的经典理论是货币数量论。以弗里德曼为代表的货币学派认为，

<sup>1</sup> <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-117shrg44741/html/CHRG-117shrg44741.htm>

中期来看，货币扩张不会促进实际经济增长，只会带来更高的物价水平，即货币是中性的。弗里德曼最有名的一句话就是“通胀始终是一种货币现象”（Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon）。

疫情后美国广义货币M2增速一度上升至25%，远高于2008年全球金融危机后的货币扩张阶段。更重要的是，政府信贷对货币的贡献创数十年的新高，超过了私人信贷对货币的贡献。财政投放的是外生货币，对私人部门而言是净资产增加，带来资产负债表和购买力改善。历史经验显示，外生货币发多了容易带来通胀，比较典型的是20世纪60-70年代，那时美国财政大幅扩张，外生货币带来通胀的现象非常明显。

我们计算了美国超额M2增速<sup>2</sup>，即剔除达到GDP增长目标所需要的M2后多余超发的货币，并使用该指标预测通胀。历史上，超额M2对美国核心PCE通胀具有一定领先性，在货币超发大约8个季度后，通胀往往呈现加速上升趋势。如果参考这一指标的历史规律，2020年美国货币严重超发意味着2022年通胀仍将面临上行压力。我们的计算显示，在不考虑美联储紧缩的情形下，超额M2预示着2022年底美国核心PCE通胀可高达5.7%，综合考虑其他因素，使我们在去年底给出了2022年底美国核心PCE通胀4%的判断。

货币数量论提供了一个分析中期通胀的框架，但在短期通胀的预测中，使用环比外推的方法更合适。过去四个月，美国CPI通胀环比增速都在0.5%以上，从历史经验看，这一环比水平是比较高的，符合货币数量论推导出的通胀高企的逻辑。我们假设从今年2月到12月每月CPI环比都为0.5%，那么到年底CPI同比增速仍将高达6.2%。如果假设每月环比为0.4%，年底CPI同比增速也还有4.9%。

从分项看，今年有几个方面特别值得关注：

► 一是能源和食品价格。1月数据显示，美国食品和能源价格环比涨幅均为0.9%。食品和能源都是生活必需品，需求较为刚性，供给又受地缘政治因素

<sup>2</sup> 我们参考了McCallum（1987）的计算方法。参见“The case for rules in the conduct of monetary policy: A concrete example.”

影响，在今年的大环境下存在一定上行风险。

► **二是受供应链影响的商品价格。**去年以来，美国汽车、家电、家具及部分电子产品的价格显著上涨。这些价格上涨与芯片短缺和交通运输不畅有关。如果芯片和交通问题不能很快解决，这些商品的价格也难以很快回落。

► **三是房屋租金价格。**如果说商品价格与供给瓶颈有关，那么房租上涨更多代表的是需求旺盛。1月屋主自住租金环比上涨0.4%，涨幅与上月持平。房租上涨意义重大，一是因为它在CPI篮子中的权重占比高（屋主自住租金占比约24%）。二是与其它许多产品相比，房租“粘性”更强，一旦上涨就很难回落。历史经验显示，房租同比增速与领先6个月的失业率显著负相关，随着失业率下降，房租仍有进一步上涨的空间。

► **四是受疫情影响的服务价格。**受Omicron疫情影响，1月部分服务价格有所回落，比如宾馆酒店（-4.2%）、汽车租赁（-7%）、体育赛事门票（-1.4%）、邮费与快递费（-1.3%）。但数据显示，美国疫情已呈现见顶迹象，每日新增确诊病例数已开始下降，如果疫情减弱，加上夏天旅游季到来，上述服务价格也存在上行风险。

往前看，如果美联储加快紧缩，通胀将受到抑制，但代价是总需求放缓，中期经济衰退风险上升。对于美联储来说，遏制通胀可能存在“矫枉必须过正，不过正不能矫枉”的情况，正如圣路易斯联储行长布拉德上周称，降低通胀可能需要美联储将利率提高至中性目标利率以上（即2%以上），并需要在第二季度启动资产负债表缩减。然而，加息太快太多又会引发市场对经济衰退的担忧，当前美债收益率曲线扁平化，很好地体现了这一点。总之，当前美联储面临的一个挑战是如何让美国经济“软着陆”，而从历史经验看，要做到这一点并不容易。

---

以上观点来自：2022年2月20日中金公司研究部已发布的《如何预测美国通胀？》

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



## 专题聚焦

### 租赁住房市场研究：新元肇启，举目万里

万亿级市场规模，未来成长空间广阔。我们估计2019年中国城镇租房人口约2亿人，往前看在人口向大城市集聚、城镇化深入与租房比例提升的作用下，2035年前后租房群体将扩容至约3亿人，支撑起租金规模达5万亿元的市场。从空间分布看，当前租房需求集中分布于东部沿海城市群和中西部区域重点城市，Top50城市与五大重点城市群的人口集中度占比为59%和56%；中长期视角下（2035年），租房需求进一步向区域枢纽型城市集中，我们估计长三角、珠三角、成渝、京津冀与长江中游城市群租房规模分别增长66%、46%、126%、48%和81%。从租房特征看，近年来租客年龄结构更多元、平均租房时间延长、家庭式租房占比增加，反映在大城市租房已被广泛接受，可以稳定长租的房源将被更多租房群体所需要。

加速发展长租房是补齐供给短板的重要抓手，包括保障性租赁住房和市场化长租公寓。中国大城市租赁住房供给短板明显，主要体现在居住环境拥挤、结构设施老旧、租客权益较难保障。我们认为上述情况实质反映的是大城市住房资源相对稀缺环境下的租赁住房供给结构问题，大力发展以保障性租赁住房和市场化长租公寓为主的长租房将是破题关键，在增加总供给的同时提高机构参与率与公共部门存在。本报告针对市场较为关心两个问题进行了探讨。

►“十四五”保障性租赁住房供给约821万套，对年度开发投资额贡献约为2-3%。我们判断当前面向中低收入群体的长租房供给缺口已经超过1,500万套，根据住建部公布数据我们判断“十四五”期间计划供给821万套，其中2021年（实际）、2022年（计划）分别供应93.6万套和240万套，2023-2025年平均供应约154万套。经我们测算，2022年保障性租赁住房贡献开发投资额4392亿元，相当于2021年开发投资额的2.9%；2023-2025年平均贡献投资额约2823亿元，约为2021年投资的1.9%。

►长租市场空间广阔，有望孕育出领军企业。参考海外市场，我们认为在

长期维度4-5万亿元租金市场中，专业运营机构的渗透率有望达到50%（美国已超过六成），对应超过2万亿元的租金市场。其中，我们判断可能七成左右仍将是对于分布式存量住房资源的运营管理（如自如），剩余三成左右（约5,000-6,000亿元）或由重资产模式来消化。但不论轻重两条赛道，我们有信心认为未来伴随政策、金融、市场资源的进一步打开都有望在各自领域孕育规模企业。



以上观点来自：2022年2月14日中金公司研究部已发布的《租赁住房市场研究：新元肇启，举目万里》

张宇 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

王璞 SAC 执证编号：S0080520050003 SFC CE Ref: BOL362

孙元祺 SAC 执证编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951

## 专题聚焦

### 细胞治疗开启肿瘤免疫疗法新时代

多款免疫细胞疗法相继上市，行业进入迅速爆发期。自2017年首个CAR-T产品获批以来，免疫细胞疗法获批上市速度呈加速趋势，包括治疗B细胞淋巴瘤和多发性骨髓瘤的CAR-T疗法，以及治疗葡萄膜黑色素瘤的TCR-T疗法。CAR-T疗法市场规模逐年增加，2021年全球销售额已超十亿美元。基于突出的治疗效果及潜在市场空间，近年来商业化合作和收并购交易频繁。

细胞治疗技术和生产壁垒较高，目前更多受限于产能而非市场。细胞治疗并非像小分子或抗体一样是单一药物成分，研发需要基础生物学、基因工程、制药工程，临床科学等多方面专业技能和经验积累，不同公司拥有独特的技术平台和专利。已获批的细胞疗法均为自体产品，需要根据每位患者量身定制，生产过程复杂且不能量产，目前针对血液瘤存量患者市场，多款CAR-T产品仍处于供不应求阶段。

CAR-T疗法正向前线血液瘤、实体瘤和通用式疗法推进，潜在市场空间广阔。已获批的CAR-T疗法迅速开展前线血液瘤临床试验，已经获得积极数据。多款出色的多发性骨髓瘤CAR-T疗法也将在近期申报上市，有望成为重磅疗法。实体瘤将是细胞治疗未来的主要挑战，TCR-T和TIL治疗黑色素瘤已经接近或者获批上市，CAR-T在末线胃癌已经公布初步有效性数据。通用式细胞疗法将是未来商业化放量的关键，对此已有多家公司针对各种免疫细胞疗法进行布局。我们认为未来细胞疗法有望诞生出多款重磅药物，开拓较大的肿瘤免疫市场。

---

以上观点来自：2022年2月15日中金公司研究部已发布的《细胞治疗开启肿瘤免疫疗法新时代》

何子瑜 SAC 执证编号：S0080518120001 SFC CE Ref: BNF440

周王滨 SAC 执证编号：S0080120090084

邹朋 SAC 执证编号：S0080513090001 SFC CE Ref: BCC313

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.2.14 中国宏观热点速评：货币发力信号更明确 ——2021年四季度《货币政策执行报告》点评
- 2022.2.14 其他外汇专题报告：中金看日银#2：收益率曲线控制政策的守破离
- 2022.2.14 海外全球外汇周报：加息预期&风险偏好支撑美元走强
- 2022.2.16 中国宏观热点速评：提振需求仍需加码 ——2022年1月通胀数据点评
- 2022.2.17 海外外汇专题报告：外汇简评：地缘政治扰动市场
- 2022.2.20 海外全球外汇周报：俄乌局势继续扰动外汇市场
- 2022.2.20 其他宏观简评：美国通胀，有点70年代的味道
- 2022.2.20 中国中观月报：行业亮点：从基本面到市场预期
- 2022.2.20 海外宏观周报：如何预测美国通胀？

### 策略及大宗商品

- 2022.2.14 大类资产配置月报（2022-02）：如何交易中政策周期？
- 2022.2.16 大宗商品：油脂：以“时间”换“空间”
- 2022.2.19 大宗商品：投资错位与低库存：缓不济急
- 2022.2.19 全球资金流向监测：互联互通南北向均转为流出
- 2022.2.19 海外策略：疫情继续回落，供需都有改善 疫情复工周度追踪（2月19日）
- 2022.2.20 海外市场观察：地缘风险如何影响资产价格？ 2022年2月14~20日

### 固定收益

- 2022.2.14 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.2.14 招投标备忘录：国开债21年第8、18期、22年第1期增发——利率债招标分析
- 2022.2.15 招投标备忘录：付息国债22年第3期新发、22年第1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
- 2022.2.15 资产证券化分析周报：长期配置加码，RMBS定舱石作用凸显——四季度公募基金持仓ABS分析 & 公募REITs一周市场回顾
- 2022.2.16 简评：债券发行人年报业绩预告解析
- 2022.2.16 简评：通胀下行，利率仍有下行空间 ——1月通胀数据分析

- 2022.2.16 招投标备忘录：国开债21年第9期、22年第5期增发——利率债招标分析
- 2022.2.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.2.16 离岸中资信用债月报：市场总回报为负，投资级主导供给：1月中资美元债月报
- 2022.2.17 简评：苏利股份转债投资价值分析
- 2022.2.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.2.17 招投标备忘录：贴现国债22年第6期新发，附息国债21年第14期续发——利率债招标分析
- 2022.2.18 中国房地产债券月报：1月房地产债券月报：——2022年开局待改善
- 2022.2.18 中国城投债券月报：1月城投债券月报——融资仍强但存在结构性分化，关注弱区域化债
- 2022.2.18 简评：过往成功案例中溢价率的影响 ——转债一周信息跟踪
- 2022.2.19 中国可转债策略周报：短痛替代长痛
- 2022.2.19 信用债收益率跟踪周报：一级发行明显回升，二级收益率短端下行
- 2022.2.19 中国利率策略周报：实际利率视角比名义利率视角更重要

## 行业

- 2022.2.14 主题研究：新能源车产业链：下游景气延续，板块估值性价比凸显
- 2022.2.14 汽车及零部件：补贴退坡和涨价背景下1月产销依然高增，小鹏入通并进一步拓展欧洲市场
- 2022.2.14 金融：关注养老领域财富管理需求
- 2022.2.14 交通运输物流：双周报：全球跨国出行持续推进
- 2022.2.14 主题研究：硅料价格微涨，“1+N”政策体系持续完善
- 2022.2.14 房地产：租赁住房市场研究：新元肇启，举目万里
- 2022.2.14 交通运输物流：航空机场：中国应急批准辉瑞特效药进口；国际线放开预期持续提振板块情绪
- 2022.2.14 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：下游需求强劲，头部厂商地位稳固
- 2022.2.14 酒类食品饮料：白酒区域专题报告1：徽酒消费升级加速，龙头增长空间广阔
- 2022.2.14 有色金属：节后锂市场高景气延续，钴镍维持偏强走势
- 2022.2.14 有色金属：稀土：价格继续上行，供需偏紧格局延续

- 2022.2.14 金融：中金看海外 主题 | Affirm：“先买后付”的支付+消费信贷实践
- 2022.2.15 纺织服装珠宝：每周聚焦：冬奥助力延续，2月或继续回暖
- 2022.2.15 交通运输物流：交运低估值高股息有成长标的具备配置价值
- 2022.2.15 主题研究：细胞治疗开启肿瘤免疫疗法新时代
- 2022.2.15 有色金属：铝：吨铝利润继续上升，供给端扰动增加
- 2022.2.15 房地产：周报#279：节后首周销售跌逾三成
- 2022.2.15 汽车及零部件：1月零售比较强劲，关注新能源订单走势
- 2022.2.15 医疗健康：板块持续调整，国际化仍是核心趋势
- 2022.2.15 医疗健康：辉瑞新冠小分子国内获批，关注国产新药及产业链机会
- 2022.2.15 轻工日化：培育钻石1月渗透率快速提升，高景气持续
- 2022.2.15 软件及服务：电力IT系列2：新能源量变引起系统质变，软件定义与刚需角色驱动行业增长
- 2022.2.16 日常消费：阿里线上月报：1月纯牛奶/啤酒/饮料行业表现较优
- 2022.2.16 香港金融：疫情对港银影响有限，关注业绩会展望
- 2022.2.16 软件及服务：医疗IT春风渐起，电子病历建设加速可期
- 2022.2.17 建筑与工程：1月建筑数据点评：12月基建订单继续向上，专项债保持快速发行
- 2022.2.17 传媒互联网：数据月报：1月手游市场表现亮眼，剧集综艺供给常态化
- 2022.2.17 化工：化工价格指数反弹，看好TDI、纯碱、农药与瓶片景气——1月化工月度数据跟踪
- 2022.2.17 医疗健康：持续完善配套政策，推动行业高质量发展
- 2022.2.17 金融：财富管理月报：新发基金遇冷考验渠道运营及投教能力；东财股票交易市占率显著提升
- 2022.2.17 交通运输物流：航空物流首次纳入十四五规划，未来可期
- 2022.2.18 科技：汽车智能化系列之4D成像雷达：于锦上添花，由侧幕登前台
- 2022.2.18 传媒互联网：互联网月报：监管框架渐晰，市场情绪缓和
- 2022.2.18 科技：“东数西算”全面启动，数据中心产业链或持续受益
- 2022.2.18 石油天然气：瓶片行业有望迎来高景气
- 2022.2.20 交通运输物流：航空机场：发改委发布行业纾困措施，部分缓解企业财务压力

## **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