

# 研报精选

2022年4月24日 第69期

## 宏观专栏

### 3月经济数据点评：3月数据隐含两大信息

一季度GDP增速同比4.8%，基本符合预期。报告认为，有两大信息值得关注：一是疫情影响的结构性特征非常明显，二是财政政策发力信号明确。疫情对于第二季度的冲击较一季度大，结构性政策或将发挥更大作用，关注本月政治局会议对经济形势与政策的定调。

### 再论美股下跌的宏观逻辑

报告认为，近期美股下跌的原因包括疫情、通胀、俄乌事件等宏观因素，以及美联储货币紧缩等政策与预期因素。往前看，美股下跌的宏观逻辑或从货币紧缩转向对全球经济增长的担忧，“股债双杀”仍将是主旋律。

## 专题聚焦

### 中国个人养老金制度正式启动

报告认为，个人养老制度的设立有助于从第三支柱完善我国养老保障体系。制度建设有利于银行、保险等金融机构新业务开展，有望为资本市场带来新类型的长期投资者，并一定程度上改善当前市场的偏谨慎预期。

### “碳”策中国（14）：碳金融产品进入“标准时代”

报告认为，碳金融产品标准的发布为碳金融产品提供规范，有利于促进各类碳金融产品有序发展；为将金融机构作为碳市场交易主体做好技术准备；为更多环境权益交易机制的建设提供了可行性参考。

## 宏观专栏

### 3月经济数据点评：3月数据隐含两大信息

一季度GDP增速同比4.8%，基本符合预期。有两大信息值得关注：一是疫情影响的结构性特征非常明显，二是财政政策发力信号明确。疫情对于第二季度的冲击较一季度大，结构性政策或将发挥更大作用，关注本月政治局会议对经济形势与政策的定调。

#### 第一个信息，疫情影响的结构性特征体现在以下几个方面：

从生产端来看，有三点值得注意：（1）第二产业增加值整体同比增速5.8%，低于规上工业增加值同比增速（6.5%），或显示中小工业企业经营压力大于大型工业企业。（2）第二产业内部来看，制造业增加值受到的负面影响大于采矿业，制造业同比+4.4%，采矿业同比+12.2%。制造业中原材料制造业增速普遍改善，有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品同比分别为6.2%、-1.6%、1.6%（1-2月分别为4.4%、-2.9%、1.3%）；高新技术产业影响也相对较小，同比+13.8%，通信设备、计算机和其他电子设备同比+12.5%，但汽车制造业再度转负，同比-1%（1-2月同比+7.2%）。（3）第三产业同比增速4.0%，高于服务业生产指数同比增速（2.5%），体现了疫情防控等非市场性服务业活动对服务业的贡献。

从需求端来看，有以下两点值得注意：（1）疫情冲击之下，必选消费有韧性，而可选消费和线下服务消费大幅回落。3月社会消费品零售总额同比下降3.5%，与我们根据高频数据推算的降幅基本一致。其中，餐饮收入同比下滑16.4%，金银珠宝、纺织服装、汽车、家具等可选类商品消费的同比降幅达5%以上。总体来看，线下密接型、聚集型消费，以及可选消费品受疫情影响较大。而必需品消费显韧性，粮油食品、饮料、中西药品消费，同比增速超过10%。高频数据显示，4月疫情对人员流动和线下消费压制依然明显，我们预计社零或将延续负增长；5月起，可能有望迎来疫情压制的缓解，实现消费的逐步修复。（2）房地产方面，3月30城商品房成交面积同比降幅从1-2月的-28.8%进一

步扩大至-47.3%，受疫情影响更大的一二线销售面积放缓幅度更大，统计局口径的全国商品房销售面积同比降幅从-9.6%扩大至-17.7%。

而疫情对就业的影响也呈现明显的结构性特征，大城市、青年群体、外来务工人员就业压力相对较大。3月城镇调查失业率为5.8%，为历史同期的次高值，略低于2020年同期，环比上升0.3个百分点。当月城镇新增就业人数122万人，略高于2020年同期，也是历史同期的次低值。结构上来看，31个大城市、16-24岁人口、外来户籍人口的失业率，分别环比上升0.6、0.7、0.7个百分点，上升幅度大于总体，反映出疫情反弹对相关群体的就业冲击更为明显。本轮疫情发生在农民工返岗之后，一季度农村外出务工劳动人数同比+2.2%（2021Q4同比+1.3%），招工旺季恰遇疫情冲击，使得大城市调查失业率高于整体城镇调查失业率。而2020年疫情发生在春节前后，农民工等劳动力并未真正返岗，2020年一季度农村外出务工劳动人数同比-30.6%，这可能意味着2020年2月6.2%的城镇调查失业率一定程度上低估了当时的失业状况。

第二个信息，财政政策发力信号明确可以从基建投资增速再超预期看出来：

3月广义基建投资再超预期，一定程度上反映了财政资金到位比较快。一季度广义基建增速10.5%（3月单月11.8%），3月公用事业、水利、公共设施管理业均较前2月提速，交通运输业投资则小幅放缓。从固定资产投资核算方法来看，当前多地采用财务支出与形象进度并行的方法，前者多适用于投资额5000万元以上的项目。虽然单月投资额超过1亿元就要提供相关的工程进度单、发票凭证等证明材料，但由于投资统计报表的时间节点通常在月初，而当月企业建安和购买设备的发票凭证多在次月中旬缴纳完增值税后才会确认，这其间的时间差使得部分投资额可能根据工程量预估。

根据近期国新办会议精神，要求去年已发未用的专项债要在今年5月底前拨付使用，基建资金端较为充裕。3月中旬多地疫情使得基建在政府招投标、建材跨区域运输和施工端均受到一些影响。随着疫情后续好转，我们看好基建企业后续赶工，施工端将逐步“追赶”资金端。但从资金（财政支出前置特征

明显)和基建空间(今年多部委也提出具体投资目标)来看,基建增速可能不一定维持当前的水平,全年来看,基建有望实现8.0%左右的中等增速。

除了上述两大重要信息之外,房地产还有几个指标值得关注。开发资金来源同比降幅由-21.1%进一步恶化至-29.7%,主要是定金预收款和按揭降幅扩大。保交楼第一位、存量债务仍在化解、加之疫情影响,新拿地仍较谨慎,量缩价升,3月全国土地购置面积同比仍维持在-41%的低位,百城土地成交建面同比降幅从-22.3%进一步扩大至-52.2%,但全国土地成交价款同比降幅大幅从-26.7%缩窄至-0.9%,拿地仍偏向核心区域与地块。新开工和施工亦低迷,同比降幅进一步扩大到-22.2%和-21.5%,开发投资同比从3.7%转负至-2.4%。尽管有因城施策松五限与金融两维护,但本轮在房企去杠杆的大背景下,通过“松监管+松货币”带动销售回暖来打破当前楼市弱势局面的路径目前还不那么畅通。

展望未来,疫情对于第二季度的冲击较一季度加大,结构性政策或将发挥更大作用。从全国层面来看,疫情影响似乎由面及点,有疫情的地级市GDP占比已由最高点的近40%下降至30%左右,但是上海疫情也通过产业链等方式外溢影响其他地区。近期政策一方面加快推动上海社会面动态清零,积极推动上海复工复产和物流恢复。另一方面结构性政策的作用或将加大,支持受疫情冲击较为严重的行业和人群,关注4月政治局会议定调。

---

以上观点来自:2022年4月18日中金公司研究部已发布的《3月经济数据点评:3月数据隐含两大信息》

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

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

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

段玉柱 SAC 执证编号: S0080521080004

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

## 宏观专栏

### 再论美股下跌的宏观逻辑

4月以来美股持续回调，三大股指中纳斯达克跌幅最大，且已逼近前期低点。我们在1月曾发表报告《美股下跌的宏观逻辑》，阐述了当时美股下跌的宏观原因。与年初相比，最近的下跌有何不同？背后的宏观逻辑有什么变化？对此我们进行了分析，得到以下结论：

1) 宏观上，当前世界经济正面临2020年新冠疫情以来最严峻的挑战。疫情冲击，通胀冲击，俄乌事件冲击三股逆风叠加，经济前景不确定性陡增。

2) 政策上，美联储释放更明确的货币紧缩信号，加息与“缩表”都将提速。美元走强，美债收益率上升，金融条件收紧，全球资本市场波动加剧。

3) 预期上，市场担心美联储紧缩引发经济“硬着陆”，带来衰退。这次美联储误判通胀，加息起步晚，紧缩节奏快，想要避免衰退难度不小。

4) 往前看，美股下跌的宏观逻辑或从货币紧缩转向对全球经济增长的担忧。这意味着市场调整还未结束，“股债双杀”仍将是主旋律。

以下是我们的详细分析：

首先，当前世界经济正面临2020年新冠疫情以来最严峻的挑战。年初以来，全球经济遭遇多重逆风：一是俄乌事件对全球尤其是欧洲经济的冲击。俄乌事件对全球经济具有“滞胀”效应，其中对欧洲经济影响最大，这是因为欧洲国家与俄乌两国的经贸往来更密切。俄乌事件不仅加剧欧洲供应链瓶颈，加大原油、天然气、煤炭供给约束，由此带来的进口价格上涨还导致欧元区贸易条件恶化，削弱企业和居民的信心。我们此前下调了对2022年欧元区GDP增速的预测一个百分点至2.5%，我们认为欧元区经济前景面临较大不确定性。

二是通胀抬升、尤其是粮食价格大涨对新兴市场的冲击。我们统计了全球范围内CPI通胀高于5%的国家的数量。截止今年3月，在已统计的全球94个国家中，有71个国家通胀高于5%，占比75%。其中，30个发达国家中，有22个国

家通胀高于5%，占比73%；64个发展中国家中，有49个国家通胀高于5%，占比76%。这里我们只统计了CPI增速，如果看PPI增速，还要更高。总之，现在全球大多数国家和地区都处在高通胀的环境下。

高通胀有何影响？这里需要区分通胀是内生的还是外生的。如果是内生的，总需求过热引发通胀，那么劳动者工资收入上升能够对冲一部分物价上涨的损失。但如果是外生的，供给收缩导致通胀，同时劳动者工资收入上升较少，那么实际收入就会下降，我们认为此时消费支出将受到抑制。目前来看，除美国等少数国家总需求较热以外，其他国家和地区的通胀多数都与供给收缩尤其是大宗商品供给短缺有关。

一个特别需求关注的是粮食价格大涨。历史表明，粮价大涨容易制造社会不安全不稳定因素。根据联合国粮食署的报告<sup>1</sup>，受俄乌事件影响，3月世界食品价格上涨近13%，创下历史新高。其中，谷物价格指数攀升17%，植物油指数大幅上升23%，均创下了迄今为止的最高读数。上一次粮价创新高是在2011-12年，当时一些中东地区国家爆发了社会运动，引发社会混乱。在上周举行的IMF春季年会上，IMF总裁格奥尔基耶娃等人士也强调，高通胀对经济基本面薄弱、政策空间有限的国家具有更大威胁<sup>2</sup>。

三是疫情反弹对经济运行的影响。自去年12月以来，Omicron疫情在全球蔓延，Omicron传染性更高，隐蔽性更强，对疫情防控带来很大挑战。今年3月以来，中国多地出现Omicron疫情散发，对线下密接型、聚集型消费形成影响，货运物流、建筑施工也受到较大影响。从这次疫情影响的范围看，影响是相对较大的，一个证据是有新增确诊病例的地级市GDP占比一度接近40%，为过去两年的最高水平。尽管中国“稳增长”政策也在积极发力，但经济增长还是会受到一些拖累，这对其他国家、尤其是周边国家会产生一定外溢作用。

在政策面上，美联储加快货币紧缩，加息和“缩表”都将提速。在IMF春季年会上，美联储主席鲍威尔在谈及美国经济与货币政策时指出，美国劳动力

<sup>1</sup> <https://www.reuters.com/world/food-prices-surge-new-record-high-march-un-agency-says-2022-04-08/>

<sup>2</sup> <https://meetings.imf.org/en/2022/spring/schedule/2022/04/21/imf-seminar-debate-on-the-global-economy>

市场“太热了”(it's too hot)，美联储需要降低供需缺口，使通胀回到2%的长期目标<sup>3</sup>。鲍威尔也暗示，将在未来议息会议上考虑加息50个基点，这与我们关于美联储将于5月和6月“背靠背”各加息50个基点的判断一致。另外美联储大概率于5月官宣“缩表”，美国货币很快就将进入“量价双紧”时代。

一种观点认为，历史上美联储加息初期美股都是上涨的，所以这次也不用担心。我们认为，这种看法未免有些“刻舟求剑”。与之前相比，这次加息的一个不同是加息开始时通胀太高，实际利率太低，美联储不得不加快紧缩。为什么会这样？一个原因是美联储去年误判了通胀，错误地认为通胀是暂时的，没有及时退出货币宽松。结果是长期的低利率导致需求过热，通胀越来越高。事到如今，美联储只能加快紧缩，以此来弥补去年犯下的错误。

美联储加快紧缩，带来“股债双杀”。年初以来美债利率持续上行，10年期美债收益率已升至接近3%的水平，美债的投资回报也创出过去四十年最差开局。美股方面，年初以来三大股指悉数下跌，虽然在3月中下旬有所反弹，但很快又重回跌势。我们在1月报告《美国下跌的宏观逻辑》中指出，水能载舟，亦能覆舟，过去两年美股上涨与美联储大幅宽松货币有很大关系，一个证据是美股上涨的幅度与美联储资产负债表扩张幅度相匹配。往前看，我们认为，如果美联储“缩表”，流动性萎缩，美股尤其是高估值股票或将承受压力。

对货币紧缩的另一个担忧是美国经济能否承受？历史表明，联储加息往往会引发经济衰退。自1960年至今，美国共有11轮加息周期，其中只有3次实现了经济“软着陆”，即加息结束后没有出现衰退。这3次分别发生在1965年、1984年、1994年。为什么加息引发经济衰退？一个原因是加息导致金融条件收紧，加大总需求下行压力，总需求出现萎缩即被视为衰退。那为何又有三次“软着陆”？这次是否也能实现“软着陆”？我们分析后发现，之前三次“软着陆”有一个共同特征，美联储加息都是“先发制人”，在通胀还未高企时果断采取行动，将通胀扼杀在摇篮之中。相比之下，这次美联储加息起步太晚，且紧缩节奏较快，要想实现“软着陆”恐怕需要一些运气，而这也是市场最担心的地方。

---

<sup>3</sup> 同上

有观点认为，对经济衰退的担忧会导致美联储放缓加息，利好股市。我们认为，这种看法有一厢情愿、本末倒置的嫌疑。首先，美联储不会很快放弃紧缩，因为在防通胀和稳增长之间，眼下更为重要的是防通胀，如果通胀得不到控制，美国经济也不可能实现可持续增长。高通胀限制了美联储宽松的空间，在通胀风险消退前，美联储货币政策不大可能自发转向。退一步讲，即使美联储因为看到衰退迹象而放缓加息，那么资产价格大概率也已经调整过了。所以不能简单认为未来总有一天加息会放缓，就不用担心眼前的风险，这种“躺平”的想法并不可取。

综上，美股下跌的宏观逻辑或已较年初发生变化——从货币紧缩转向了对经济前景的担忧。美国企业盈利不仅取决于美国经济本身，也取决于全球经济走势，这是因为许多美国企业（尤其是跨国公司）的利润来自美国以外的国家和地区。当全球经济遭遇逆风时，美国企业盈利也会受损，对美股也是利空因素。一个例子是2018年中美贸易摩擦，导致美国企业海外利润增速下滑，而当时美联储也在加息和“缩表”，与眼下有一定相似之处。2018年第四季度全球经济走弱的趋势愈发明显，美债利率曲线倒挂，美股则出现大幅下跌。由此可见，今年以来的市场调整可能还未结束，“股债双杀”仍将是主旋律。美债收益率仍有上行空间，美股存在跌破3月低点的可能性（Lower low）。

---

以上观点来自：2022年4月24日中金公司研究部已发布的《再论美股下跌的宏观逻辑》

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

### 中国个人养老金制度正式启动

4月21日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》（以下简称《意见》）。对此我们简评如下：

**个人养老制度迎来重要突破，关注六个方面。**结合《意见》内容，我们认为本次个人养老制度建设值得重点关注以下几个方面：**1）参与范围。**在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者可以参加个人养老金制度；**2）参与方式。**个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累。参加人通过个人养老金信息管理服务平台，建立个人养老金账户。个人养老金资金账户可以由参加人在符合规定的商业银行指定或开立，也可以通过其他符合规定的金融产品销售机构指定；**3）政策优惠及限制。**国家制定税收优惠政策，鼓励符合条件的人员参加个人养老金制度并依规领取个人养老金。但个人养老金资金账户资金除另有规定外不得提前支取；**4）缴费水平。**参加人每年缴纳个人养老金的上限为12000元，人力资源社会保障部、财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费上限；**5）投资方式。**个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。参与个人养老金运行的金融机构和金融产品由相关金融监管部门确定，并通过信息平台 and 金融行业平台向社会发布；**6）推进实施。**个人养老金结合实际分步实施，即选择部分城市先试行1年，再逐步推开。

**个人养老制度设立有助于完善我国养老保障体系。**目前我国社保养老制度建立了三支柱框架：一是由政府主导并负责管理的基本养老保险构成职工养老保障体系的第一支柱；二是政府倡导但由企业自主发展的企业或职业年金（原来为补充养老保险）构成职工养老保障体系的第二支柱；三是团体或个人自愿购买的商业性人寿保险构成职工养老保障体系的第三支柱，本次的个人养老制度建设主要是基于对第三支柱的补充和完善。从当前发展情况来看，三大支柱

的规模情况并不平衡，第一支柱的社会保险基金依然占据了绝对比例，2020年社会保险基金累计结余9.4万亿元，第二支柱和第三支柱规模偏小。个人养老制度的设立，有望较好的从第三支柱补充完善我国养老保障体系，这对应对中国当前面临的老龄化加快、人口红利渐行渐远等现状具有积极意义。

**资本市场有望引入新类型长期投资者。**根据人社部和国家统计局数据，截止2020年，参加城镇基本养老保险和城乡居民养老保险人数分别为4.5亿人和5.4亿人，表明可参加个人养老金制度的人口基数较广，同时基于现行规定，参加人每年缴纳个人养老金的上限为12000元。这意味着从远景来看，个人养老金账户资金规模有望突破万亿元以上。从投资方式上，可选类型包括了银行理财、商业养老保险、公募基金等金融产品，一方面制度建设有利于相关银行、保险、公募基金等金融机构新业务开展，另一方面也有望为资本市场带来新类型的长期投资者。从美国等成熟市场经验来看，历史上如401K计划等养老保险制度的设立，为美国资本市场带来了长期资金，对美国股市长期稳健发展起到了较好的支持作用。

**制度建设也有望一定程度改善当前市场的偏谨慎预期。**年初至今资本市场受内外部多重因素影响表现不佳，3月16日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，提及“欢迎长期机构投资者增加持股比例”，我们认为个人养老制度的建设，有助于为资本市场培育和发展长期机构投资者，也有助于一定程度上改善目前市场的偏谨慎预期。当前市场累计回调时间较长、幅度不低，估值已经在历史上相对低位，且从资产价格上对内外部负面因素已经有所体现。我们判断市场处在前期快速回调后的“磨底期”，对市场中期前景不宜过度悲观，市场中长期机会逐步大于风险。

---

以上观点来自：2022年4月21日中金公司研究部已发布的《中国个人养老金制度正式启动》

李求索 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

## 专题聚焦

### “碳”策中国（14）：碳金融产品进入“标准时代”

国内外双碳政策动态（4月8日~4月20日）：1）国内方面，国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》，要求建设全国统一的能源市场及全国统一的生态环境市场；发改委等三部门发布《加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》，目标到2025年初步建立废旧纺织品循环利用体系；碳达峰碳中和工作领导小组组织开展严厉打击碳排放数据造假电视电话会议等。2）国际方面，美国启动60亿美元核信贷计划，纽约州数十亿美元的长期水电项目获批；欧盟委员会考虑2030年可再生能源目标从目前40%提高至45%；欧盟正式通过对俄制裁，进口总额或减少10%，煤炭禁令将从8月第二周生效；英国延长能源密集型产业支持计划；日本将加强对液化天然气项目投资，8.92亿美元财政援助将帮助开发新燃料；意大利与阿尔及利亚达成天然气协议，等等。

热点“碳”究：中国证监会发布《碳金融产品》，在碳金融产品分类的基础上，给出了具体的碳金融产品实施要求。碳金融产品分为碳市场融资工具、市场工具和支持工具3大类，下属碳债券、碳远期、碳保险等12个产品。同时标准细化了6种产品的实施流程，且对实施主体做出认定。我们认为此标准的发布对我国碳金融领域的完善和发展有以下影响：第一，为碳金融产品提供规范，有利于促进各类碳金融产品有序发展；第二，标准先行，为将金融机构作为碳市场交易主体做好技术准备；第三，同时为水权、排污权、用能权等更多环境权益交易机制的建设提供了可行性参考。

碳中和相关行业与企业动态：1）碳中和转型行业：1Q22原煤生产10.8亿吨，同比增10.3%，3月以来煤炭增产增供政策持续加力；国家发改委价格司研究明确煤炭领域哄抬价格违法行为认定标准；2022年将继续实施粗钢产量压减政策，京津冀、长三角为重点区域。2）碳中和成长行业：双碳指数受估值调整 and 国内外供需匹配压力，继续承压走低，中金低碳行业指数下跌6.1%。细分板块均表现不佳，动力电池、锂电池、风力发电和储能板块回调幅度均大于8%。分行业来看，光伏产业链价格持续上行，光伏经理人指数下调1.6%。我们预计

国内光伏装机有望加速，海外电价上调带来光伏需求超预期可能。3月**新能源**乘用车零售销量达44.5万辆，同比增长约138%，维持高景气度；工信部称将尽快研究明确新能源汽车购税优惠延续等支持政策。**3）企业“双碳”行动：**恒隆地产承诺于2050年前实现净零排放。

**可持续金融及ESG：****1）绿色债券：**截至4月19日，中国境内贴标绿色债券存量1414支，规模超1.5万亿人民币，其中碳中和债存量113只，规模为1289亿人民币，占绿色债券总余额的8.6%。从发行节奏来看，4月至今共计发行52支绿色债券，发行规模387亿人民币，其中5支为碳中和债，规模44亿人民币。**2）碳市场：**全国碳市场价格稳定在60元每吨，近两周共成交51.1万吨，成交金额为2920万人民币，活跃度有所提升。广东和北京碳市场近期活跃度提高，碳价呈现上涨趋势。**3）ESG：**中国证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》，在沟通内容中增加上市公司ESG信息；《企业ESG披露指南》团体标准发布，明确了企业ESG披露原则与指标体系，规范披露要求与应用。

**报告观点：****1）国家能源集团技术经济研究院发布《中国煤炭、电力及碳市场年度报告（2021年总结及2022年展望）》**称，预计2022年度煤炭产量稳中有增，进口量存在不确定性，煤炭需求仍有增长；2022年全国电力供需总体平衡，迎峰度夏和迎峰度冬期间部分区域存在电力缺口；石化、化工、电力和民用航空等高耗能行业有望在“十四五”期间陆续纳入全国碳市场，预计全国CCER市场或在2022年重启；我国应利用多边、双边机制积极应对碳边境调节税等。**2）科尔尼咨询发布《中国氢能产业发展白皮书》**，报告指出可再生能源制氢市场前景广阔，预计中国氢能市场规模将从2020年3300万吨增加到2060年1.3亿吨。其中，绿氢产量将快速攀升，预计将从2020年不到100吨水平上升至2060年的超一亿吨；电解水制氢占比将逐步取代化石能源制氢和工业副产氢，成为中国占比最大的氢气来源。

---

以上观点来自：2022年4月21日中金公司研究部已发布的《“碳”策中国（14）：碳金融产品进入“标准时代” 4月8日~4月20日》

寇玥 SAC 执证编号：S0080120120022 SFC CE Ref: BRH427

王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.4.18 中国宏观热点速评：3月经济数据点评：3月数据隐含两大信息
- 2022.4.19 中国宏观热点速评：央行新举措的两个特点
- 2022.4.20 中国宏观专题报告：图说中国：2022年二季度
- 2022.4.20 海外宏观专题报告：美国通胀，拐点之后又如何？
- 2022.4.22 中国宏观热点速评：资金到位，赶工在即 一季度财政数据跟踪
- 2022.4.22 中国宏观热点速评：个人养老金，一举多得
- 2022.4.24 海外宏观周报：再论美股下跌的宏观逻辑

### 策略及大宗商品

- 2022.4.18 主题策略：港股通人民币计价影响初探
- 2022.4.18 主题策略：恒指及港股通一季度调整预览
- 2022.4.18 大宗商品：3月数据点评：疫情影响开始显现
- 2022.4.18 大宗商品：推古验今，浅析粮价波动的影响因子
- 2022.4.19 海外中资股策略：2021年业绩回顾：增速放缓，挑战犹在
- 2022.4.20 大宗商品：粗钢产量压减，供应收缩前置
- 2022.4.21 碳中和双周报：“碳”策中国（14）：碳金融产品进入“标准时代” 4月8日~4月20日
- 2022.4.21 中国策略简评：中国个人养老金制度正式启动
- 2022.4.21 大宗商品：锌：双重供给风险支撑基本面偏强
- 2022.4.22 海外策略：高通胀系列三：当油价维持高位
- 2022.4.22 主题策略：公募一季报回顾：持股规模下降，成长仓位仍重
- 2022.4.23 全球资金流向监测：外资整体流出，南北向均流入
- 2022.4.23 海外中资股策略周报：“稳增长”有待继续发力
- 2022.4.23 海外策略：消费券vs. 现金，疫情下消费刺激的海外经验 疫情复工周度追踪（4月23日）
- 2022.4.23 大宗商品：棉花：外强内弱，分化走势或将延续
- 2022.4.24 海外市场观察：从杠杆周期理解中美错位与利差倒挂 2022年4月18~24日
- 2022.4.24 A股策略周报：情绪指标“磨底”

### 固定收益

- 2022.4.18 简评：经济动能再度走弱，仍需政策扶持 ——3月经济数据分析
- 2022.4.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.4.18 中资美元债周报：金融新发增加，地产债交易回归基本面
- 2022.4.18 招投标备忘录：国开债22年第1、2、4期，21年第21期增发——利率债招标分析

- 2022.4.19 招投标备忘录：付息国债22年第3、5期续发，农发债22年第1期、21年第10期增发——利率债招标分析
- 2022.4.20 简评：美锦能源转债投资价值分析
- 2022.4.20 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.4.20 招投标备忘录：国开债22年第3期增发、第10期新发——利率债招标分析
- 2022.4.21 简评：中国个人养老金制度正式启动，固收市场迎来新增长长期资金
- 2022.4.21 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.4.21 招投标备忘录：贴现国债22年第16期、付息国债22年第9期新发——利率债招标分析
- 2022.4.22 中国可转债策略周报：论“双高”再起与转债市场的机会观察
- 2022.4.22 简评：七问乡村振兴债券
- 2022.4.22 简评：精工钢构转债投资价值分析
- 2022.4.23 信用债收益率跟踪周报：一级发行大幅回升，中短端收益率继续下行
- 2022.4.23 专题研究：中美利差倒挂会制约中国利率下行么？——中金债券市场调查2022年4月期

## 行业

- 2022.4.18 建材：1Q建材业绩前瞻：需求、成本压力几何？
- 2022.4.18 科技：科技硬件周报（4/16）：关注vivo首款折叠屏手机
- 2022.4.18 轻工日化：培育钻石3月进出口额同比高增，渗透率持续提升
- 2022.4.18 传媒互联网：数据月报：3月疫情影响持续，游戏版号发放
- 2022.4.18 传媒互联网：周报：游戏版号恢复发放，短视频、直播监管持续
- 2022.4.18 机械：3月新增社融超预期，稳增长政策发力
- 2022.4.18 汽车及零部件：长春、上海推动复工复产 利好汽零产业链估值修复
- 2022.4.18 主题研究：上游价格维持涨势，1Q22欧洲光伏PPA电价继续上行
- 2022.4.18 化工：化工价格指数保持高位，关注稳增长相关化工品与一线龙头——3月化工月度数据跟踪
- 2022.4.18 日常消费：周思考：白酒龙头经营稳健，大众品受疫情冲击幅度有限
- 2022.4.18 电力电气设备：储能电网负荷贡献率提升，表前侧需求旺盛
- 2022.4.18 旅游酒店及餐饮：3月疫情影响显著；关注防控优化和疫后修复
- 2022.4.18 REITs：简评公募REITs新购入资产办法征求意见稿
- 2022.4.18 不动产与空间服务：3月统计局房地产数据：主要指标全线走弱
- 2022.4.18 电力电气设备：4680大圆柱：高端锂电池潜在方向，产业化发展加速
- 2022.4.18 钢铁：全球钢铁供需趋紧，看好2Q板块估值修复
- 2022.4.18 可选消费：疫情拖累3月社零-3.5%，4月或仍承压
- 2022.4.18 机械：工程机械估值复盘：周期波动，底部稳定
- 2022.4.18 建筑与工程：3月建筑数据点评：疫情短期影响施工，看好疫后基建发力
- 2022.4.19 建筑与工程：地方重大项目：投资高增，聚焦产业、基建

- 2022.4.19 化工：PET回收再生有望迎来春天
- 2022.4.19 交通运输物流：疫情影响3月快递量降3%，单价总体趋稳
- 2022.4.19 不动产与空间服务：周报#288：新房销售加速降温
- 2022.4.19 煤炭：3月数据点评：产量创新高，需求增速收窄
- 2022.4.19 基础材料：钢铁、建材供需双弱，待疫情消退需求回补
- 2022.4.19 REITs：高速公路基础设施REITs投资价值分析
- 2022.4.19 传媒互联网：3月电商数据：履约及供应链影响逐步显现，环比增速显著下降
- 2022.4.19 金融：见微知著：中国消费金融行业——转折之年的十大发现
- 2022.4.19 钢铁：产量压降确立，看好2Q板块盈利弹性
- 2022.4.20 金融：券商财富及资管回顾：乘势而上、转型加速
- 2022.4.20 旅游酒店及餐饮：中金看海外 公司 | 万豪国际：品牌底蕴深厚的全球旅享家
- 2022.4.20 家电及相关：借力渠道下沉，厨电重演白电集中度提升
- 2022.4.20 银行：【理财月刊】还原一季度理财市场
- 2022.4.20 银行：如何理解降准+不降息的组合？
- 2022.4.20 金融：数字支付：资金来源进一步回归银行账户；用户权益保护获得更多关注
- 2022.4.20 科技：ARVR月度观察（4月）：VR出货持续增长，关注软硬件生态协同共振
- 2022.4.20 旅游酒店及餐饮：餐饮业投资思考：寻找穿越周期的长跑健将
- 2022.4.21 主题研究：2022年六台核电机组审批如期而至
- 2022.4.21 新能源汽车：特斯拉1Q22业绩追踪：汽车销售毛利率首破30%，维持2022年交付指引
- 2022.4.21 新能源汽车：3月渗透率再上台阶，英国新能源销量创新高
- 2022.4.21 金融：数字金融月报：3月基金销售及保险代理人MAU环比改善；股票交易同环比增长强劲
- 2022.4.21 纺织服装珠宝：每周聚焦：疫情致国内销售短期承压
- 2022.4.21 保险：保本属性或是保险在养老领域的核心优势；我国保险在三支柱中的占比可能比美国乐观
- 2022.4.21 金融：财富管理月报：3月A股新增投资者数创近一年新高；股票及基金用户活跃度环比改善
- 2022.4.21 传媒互联网：互联网月报：国内外监管进展影响市场情绪
- 2022.4.21 金融：个人养老金政策解读：中外差异、产品现状与业务机遇
- 2022.4.22 主题研究：EVA和醋酸乙烯逆市维持高景气
- 2022.4.23 银行：区域银行仓位创历史新高
- 2022.4.23 传媒互联网：基金1Q22传媒持仓分析：维持低配
- 2022.4.23 博彩及奢侈品：1Q22业务复苏势头疲软

## **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