

研报精选

2022年11月14日 第96期

宏观专栏

大国规模和逆全球化下的产业链发展与重塑

新冠疫情以来全球供应链经历了多轮冲击，促使企业与政府更加重视供应链稳定和韧性。报告围绕效率与安全两个维度，从宏观与产业、科技与政策、国内与国际多个层面分析产业链发展面临的机遇和挑战，提出新形势下中国发挥好规模经济优势对促进产业链效率与安全的重要性。

“非典型”复苏2.0

报告认为，展望2023年，若疫情的影响逐步减弱，（准）财政力度可能继续加大，尤其是支持新兴行业的发展。若疫情的影响显著下降，经济内生动能将加速复苏，前期积累的储蓄有望较大程度地转化为需求。

专题聚焦

美国2023年展望：“滞胀式”衰退

报告认为，基准情形下，美国经济或将于2023年步入衰退。与以往衰退不同，这次或具有“滞胀”特征：经济增长率转负，通胀仍然偏高。美国货币政策预计将在相当一段时间保持从紧态势，利率或在高位停留更久。

大宗商品2023年展望：逆风过岗，伏草惟存

报告认为，展望未来12个月，供应风险或支撑农产品和能源价格，有色和黑色金属也有望一定程度受益于国内需求边际改善；但在海外经济衰退后，能源和有色或将面临海外需求缩减的负面影响，贵金属先抑后扬。

宏观专栏

大国规模和逆全球化下的产业链发展与重塑

新冠疫情以来全球供应链经历了三轮冲击：在2020年疫情爆发期，经济活动停顿带来减产和库存消耗，隔离也限制了就业；2021年全球需求反弹碰上低库存、弱生产、交通物流遇阻，供需失衡加剧；2022年俄乌冲突对能源、原材料和食品供给的影响。全球产业链供应链遭受冲击，加剧了疫情和地缘政治对世界经济的影响，也带来私人和公共部门对供给稳定的反思。微观层面企业更加重视供应链的稳定，宏观上各国政府强调产业链的韧性，不仅从效率也从安全的角度看待产业的竞争力。

党的二十大报告提出：“要坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平”。40年的改革开放和经济高速增长后，中国在全球产业链扮演着关键角色，现在也遇到新挑战，高质量发展要求兼顾产业链的效率和安全。

中金公司研究部和中金研究院联合撰写了《大国产业链——新格局下的宏观与行业趋势》这篇深度报告，围绕效率与安全两个维度，从宏观与产业、科技与政策、国内与国际多个层面分析产业链发展面临的机遇和挑战，提出新形势下中国发挥好规模经济优势对促进产业链效率与安全的重要性。本文从宏观的视角就产业链发展和调整提出一些看法和思考。

一、逆全球化：历史没有终结

经济学对人类社会的最大贡献可能是提倡自由贸易。在亚当·斯密的《国富论》之前，主流思维认为积累财富就是要占有黄金，资源配置靠武力抢占土地和殖民，亚当·斯密提出基于分工和贸易的自由市场创造财富，自由市场是指免于包括封建王权、贵族和地主在内的寻租者控制。虽然一些学者对自由贸易的结果有争议，比如有观点认为自由贸易产生受益者和受损者，保护新兴行

业和创新领域有利于经济增长等，但经济学总体倾向于鼓励自由贸易。

过去40年，新古典经济学占据主流地位，在政策层面体现为全球范围内促进经济市场化和金融自由化，带来商品和服务贸易，跨境资本、技术和信息流动大幅扩张。伴随技术进步降低运输和信息沟通成本，专业化分工日益细化，全球产业链成为效率提升和经济繁荣的重要载体。1989年美国政治学者福山提出“历史终结论”，认为人类政治历史发展到达终结，历史的发展只有一条路，即市场经济和民主政治，市场经济会逐渐形成一个统一的学习和文化共同体，政治不再重要，市场决定一切。

但从2008年全球金融危机开始，贸易保护主义抬头，到新冠疫情和俄乌冲突，逆全球化的驱动力从经济层面扩张到非经济因素。虽然新冠疫情短期对供应链的冲击很大，但有越来越多的迹象显示地缘政治再次成为影响全球资源配置的更深层的因素，国家安全要求降低产业链成为地缘政治竞争的工具的风险。在逆全球化时代，历史并没有终结。

首先，疫情虽然给全球供应链带来很大的冲击，但也凸显了国际贸易对世界各国应对疫情的贡献。一方面，一个国家的产品生产因为来自其他国家的中间品进口受阻而受到影响；另一方面，在自身的生产受疫情冲击时，来自其他国家（在那个时间点受冲击较小）的进口形成供给替代。在微观层面疫情对企业的供应链带来了很大的冲击，但从宏观层面看，疫情期间全球产业链还是显示了韧性，比如中国的出口对于满足其他国家的需求起到了重要作用。一个体现就是疫情以来国际贸易占GDP的比例没有下降，反而上升。

其次，对全球产业链变迁有更深远影响的是地缘政治竞争，而地缘政治考量和贸易保护主义有时难以区分，让问题变得更复杂。保护主义抬头和发达国家内部的贫富差距扩大有关。针对贫富分化，左派强调自由主义加剧了分配不公，全球化只是让少数富人受益，右派则强调外部因素，比如指责中国的不公平贸易和墨西哥非法移民抢了美国人的工作。就地缘政治而言，美国左右两派的共同点是地缘政治考量，尤其是认为全球化给了中国崛起的机会，而中国成为超级大国不符合西方的利益。美国从特朗普贸易摩擦开始，到现在两党形成

共识，降低对中国的供应的依赖，同时控制一些关键技术对中国的出口。

历史不会简单的重复，但往往押着相同的韵脚前行。第一次逆全球化发生在第一次世界大战和西班牙大流感之后，1920-30年代民族主义和贸易摩擦兴起，最后演变为法西斯主义和第二次世界大战。今天的逆全球化背后也有大流行疫情和俄乌冲突的促进作用。国际贸易和经济合作不仅提升效率，也促进世界和平，因为替代市场交易的一个可能是凭借武力优势占有资源。长期以来经济学把国家安全看成远离市场分析的另一门学科，但现在发生变化，经济学需要重新认识要素禀赋、经济一体化、地缘政治的相互作用。

二、空间经济：世界不是平的

《国富论》的第一章有一个著名的例子，一个人制造大头针一天可能完成不了几个，如果把工序分成大约18个不同环节形成专业分工，每个人每天能完成几千个，效率大幅提升。把专业分工和自由贸易扩大到国家之间，先是消费品贸易，后来越来越多中间品贸易，形成今天的全球产业链。产业链的不同环节在空间上的布局，不仅反映了地理距离的成本因素，背后还有要素禀赋差异、技术进步和制度环境的影响。全球产业链分工在带来收益的同时也隐含着不稳定的风险，如何平衡空间布局的效率和安全是产业链发展的关键问题。

传统的贸易理论强调空间上要素禀赋的作用，一个国家出口的产品需要投入其禀赋较多的要素时，则具有成本优势。劳动力供给更充沛的国家生产和出口更多劳动密集型的产品，资本充沛的国家生产和出口更多资本密集型产品，两者之间的互补性驱动国际贸易。过去40年占据主导地位的新古典经济学更进一步，假设企业基于生产和运输成本选择生产地，资本从回报率低的发达国家流向回报率高的发展中国家，追赶效应使得低收入国家增长快于高收入国家，国家之间的劳动力和资本回报差异下降，各国的经济发展水平最终趋同。

过去40年的全球化确实弱化了地理和空间距离的重要性。一个企业甚至个人所面临的竞争不再是一地、一国之内，而是全球的，全球市场是一个同质的空间。美国记者Thomas Friedman在2005年出版的《世界是平的》书中描述了“世界正被抹平”，空间上的距离不再重要，全球村是大趋势。在世界是平的环

境下，全球化的网络和互动带来和谐共处，国家之间的空间距离感下降，政府对本国经济和社会的控制力下降。

否认空间位置差异的重要性显然不符合现实，只有少数国家，主要是东亚一些经济体经历了成功追赶，同时发达国家之间的贸易往往超过其与低收入国家之间的贸易。一个原因是规模经济的存在。规模经济要求厂商尽可能把一种产品的规模做大，但资源有限，把一种产品的规模做大意味商品种类减少，而消费者偏好是多样化的，由此产生多样化消费和规模经济之间的矛盾，更大范围内的分工细化和贸易可以缓解这个矛盾。即使两国的要素禀赋相同，仍然可以通过专业分工和国际贸易来提高效率，这可以解释为什么发达国家之间有大量贸易。

另一个和规模经济相互作用的因素是空间距离带来的运输成本。运输成本促使生产靠近消费，限制了生产的集中，但经济活动集中带来规模经济效应，如果规模经济收益超过了运输成本，企业就受益于产业的集聚。结合运输成本和规模经济两方面考虑，产业集聚在需求大的市场最具优势。在改革开放的早期，中国的制造业发展受益于劳动力成本低的支持。随着经济的发展和收入提升，劳动力成本增加了，但中国在全球产业链的地位持续上升，这里有中国作为最终需求大市场的作用。

规模经济、消费多样性和运输等距离成本的结合，意味着产业链在空间分布的不平衡，世界不是平的。我们需要重新认识空间位置的重要性，不仅要考虑运输成本等经济因素，更要理解广义的地理和空间概念下，包括政治、社会、历史、文化等非经济因素的作用。企业集聚效应既受规模经济与运输成本的影响，也受政治和社会政策的作用，还有历史路径的依赖，带有鲜明的地区差异和区域色彩。这意味着产业链在空间上的调整（回岸、近岸、友岸）需要付出成本，包括设备迁移成本、长期固定投资的沉没成本、对基础设施和公共服务的依赖所隐含的负外部性等。对总量经济来讲，产业链调整通常意味着效率下降，成本上升。

产业链调整会不会增加其韧性和安全呢？在微观层面，缩小空间分布范围、

减少中间环节有助于供应链的稳定,但在宏观层面产业链的韧性不一定来自回岸、近岸(鸡蛋不能放在一个篮子里)和友岸(今天的朋友明天可能是敌人),而是供应来源地在空间的分散,包括地理、政治和文化差异。这是因为宏观上的风险分散不是指某一类产品供应来源的分散,而是指经济的总供给的分散,任何国家都不大可能生产所有自己消费需要的商品。和全球化时代比较,地缘政治等非经济因素驱动的产业链调整必然带来效率下降(成本上升)。但是否增加安全?结论并不确定,这有点类似每个国家都增加军费但国防安全不一定改善。

另一个对未来产业链发展有重大影响但其具体效果还看不清楚的变量是土地空间,准确的说是应对气候变化和绿色转型所带来的影响。土地提供最终吸收二氧化碳(森林碳汇和碳封存)的空间,也提供支持可再生能源(太阳能、风能、水电)的空间,土地空间的利用可以帮助人类应对极端天气带来的洪水和干旱(比如水库),土地还涉及传统化石能源生产和相关基础设施的转型等。可再生能源设备的制造有规模经济效应,从化石能源转向可再生能源可以增加中国的能源安全,但可再生能源使用需要占用大量土地,带来规模不经济,应对气候变化可能需要大规模改变土地的用途和地貌。

对于大国来讲,土地供给似乎不是问题,但土地作为生产要素有其特殊属性。土地在空间上不可移动,时间上不可转换(而一般生产性资本把今天的消费转换成明天的消费),天然具有垄断属性,土地的使用容易和规模不经济、寻租和腐败行为联系在一起,扭曲资源配置,就像土地的自然供给并不紧张,但一些大城市的房价畸高。工业经济时代土地的作用下降,新古典经济学把土地看成生产性资本的一部分,在应对气候变化的新时代,土地作为生产要素的独立性回升。土地的多种用途之间有竞争,其新角色对产业链的影响还有待观察,但可以做一个初步判断,基于其规模不经济的属性,土地的重要性上升带来成本的增加。

三、技术非中性: 平衡效率、公平和安全

应对地缘政治和气候变化(绿色转型)对产业链的影响,兼顾效率和安全,

关键是科技创新和技术进步。从空间维度看，科技创新有集聚与扩散效应，区域中心和全球产业链是这两个看似方向相反的力量载体。都市经济活动有集聚效应，要素的集聚带来规模经济和范围经济，尤其是人与人的互动有助于产生与传播新思想、新技术。另一方面，技术缩短距离，支持专业化分工在空间上的布局，全球产业链既是技术进步的结果也反过来促进创新。

过去30年，中美两大经济体在全球科技创新与产业链发展方面起到了关键作用，可以总结为G-2模式。美国在发明和创新方面有优势，引领了一些关键技术的发展，中国在生产和市场规模方面有优势，通过快速提升商业化应用的规模降低成本，增加了全球的供给能力，全球消费者都受益。中国通过参与国际竞争、产业链上下游学习缩短了与技术前沿的距离，同时中国市场带来的利润支持了美国企业的创新能力，帮助其维持领先地位。其他国家也在参与产业链分工中提高了经济运行的效率，一些小型经济体聚焦少数领域，成为全球此类产品的重要生产者。

创新的G-2模式现在遇到了挑战，地缘政治对国家之间的科技合作与竞争的影响显著增加。美国政府越来越频繁地使用基于行政力的产业政策，比如美国国防部、财政部尤其是商务部通过实体清单限制出口或进口等。美国政府近期发布新的针对中国的先进半导体和相关设备的出口限制措施，范围之广和措施之严超过以往。中国在科技硬件尤其半导体方面所面临的外部环境发生了根本性的变化。在新的地缘政治形势下，自主创新的重要性增加。

知识的一个重要特征是非竞争性，一个人的使用不影响其他人使用，使得科技创新有正外部性，具有公共品属性，容易导致私人部门的创新投入不足。另外，创新从投入到产出往往是一个长时间累积、非线性的过程，有很大的不确定性，私人机构没有足够的耐心和能力承受失败的风险。公共部门可以对冲私人部门在以上两个方面的不足，政府有两个角色可以发挥作用。一是直接参与创新活动，比如研发和教育投入，二是通过政策和机制设计，创造一个激励私人机构创新的市场环境。

一般认为，技术是中性的，其本身无所谓善恶，但随着地缘政治竞争的加

剧，在一些关键领域，技术可能被赋予政治倾向性。技术的非中性还可能体现在社会公平等其他方面。技术进步可以改变要素禀赋带来的成本差异，当机器人的成本大幅下降，机器可以替代人时，制造业回流发达国家，发达国家和发展中国家可以制造同一种商品，发达国家利用资本充沛的优势，发展中国家利用劳动力充沛的优势，国际贸易的必要性下降。机器替代人增加发达国家供给的韧性，但同时可能使得部分劳动者处在更不利的地位，加剧其内部的分配问题。

数字经济的发展也要求处理好技术非中性的问题，一些数字技术具有内在的价值取向。比特币发明人在2008年的一封电邮里说比特币对自由主义这一派有很强的吸引力，因为比特币有潜力成为不需要中心化第三方认证并免于政府干预的货币，加密代表众多个人和计算机从下到上决策。另一方面，人工智能提升从上到下决策的中心化机器的效率，可能起到加强中心化的作用。而Web3.0的开发者和使用者可以参与建立平台、与平台互动，并参与平台的治理，在一定意义上有点马克思的公社的元素，比现代市场经济更接近社区拥有生产、分配、交换工具的模式。

未来哪个方面的技术占主导地位还有待观察，但初步迹象已经彰显了数字治理的重要性。主要经济体中，美国的数字治理偏向自由主义，欧盟模式更注重监管，中国可以说是介于两者之间，新冠疫情以来数字化明显加速，各国的数字监管也都在加强。数字技术是一把双刃剑，一方面促进分工细化和全球产业链发展，带来规模经济效应，另一方面也增加了政府管控调节经济和社会活动的的能力。在地缘政治重要性上升的环境下，国家安全或者说数据主权问题更加突出，数字监管治理可能加剧全球经济的碎片化，在数字时代国家概念的重要性将增加而不是削弱。

四、规模经济：中国新优势

如前所述，消费者多样性（要求一定的人口规模）和生产端的规模经济结合，促进国际贸易和全球产业链的发展。在逆全球化的趋势线下，我们应该如何认识规模经济的作用及其对产业链的影响？规模经济是指规模收益递增，直

观来讲就是投入增加一倍，产出增加超过一倍。生产规模的增加提升生产效率，降低产品的单位成本，一方面是劳动者专业化分工，设备专业化分工提升劳动生产率，同时，一定的市场规模意味足够大的需求，有助于固定成本的分担，吸引投资者和企业家参与。

过去30年中国参与全球市场竞争，经济的高速增长受益于全球市场的规模经济效应，但实际上小国通过参与全球分工和合作获得的收益可能更大。在全球化时代，一个企业面对的市场规模可以比其本国市场规模大很多，由此小型经济体通过聚焦并做大某个产业而享受到规模经济效应。一个例子是中国台湾地区的半导体产值占其GDP的比例超过30%，无法想象一个封闭的经济体会把三分之一的资源投入到一个产业。二战结束后的全球化和自由贸易时代，不少小型经济体享有全球范围的规模经济效应，实现了高速增长，迈入富裕经济体行列。

经济一体化程度越高，政治意义上的国家大小对经济增长的影响越小，这可能解释为什么过去几十年主流的宏观经济分析不重视传统政治概念上的国家规模的大小。在逆全球化时代，自由贸易等经济因素的作用下降，政治、文化、历史等非经济因素的重要性上升。各国通过参与全球产业链分工享受规模经济的空间下降，这对所有国家来讲都是不利的，但小型经济体的损失更大。逆全球化强化了地缘政治意义上的国家概念，一国的经济和人口规模跟过去相比变得更重要。

尤其在知识经济时代，人口规模大的国家能够支持大规模人力资本和研发投入，拥有更多的创新人才，技术进步因此更快，而技术进步具有强溢出效应，一旦产生即可被所有行业共用，大国借助更大市场规模获得规模报酬递增的潜力更大。大国的优势还体现在更多的人分担公共品的成本，人均成本较低意味所有人享受更好地公共服务，包括基础设施、公共卫生、教育等。大国也更有能力保护自己，有更多的安全保障，小国可能需要把资源更多花在国防开支上，挤出其他的公共服务支出。大国内部不同区域之间可以相互帮助（财政转移支付等），更有能力应对包括自然灾害在内的冲击。

逆全球化背景下，地缘政治与国家安全的重要性上升，也增加了各国利用国际市场的摩擦，各国更需依托自身市场形成的初始规模来参与国际竞争。借助本土的大规模需求市场，大国可以在国际产业竞争中占有优势，并通过服务全球市场扩大原有的规模经济效应，大国产业链的前后向关联更强，能够在更多产业链中占据主导地位。逆全球化时代，和小型经济体比较，大国影响全球产业链和经济格局的能力可能反而是增加的。

二十大报告提出依托我国超大规模市场优势，以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应。中国是全球第二大经济体，人口总量世界第一，劳动力规模相当于印度、美国、印尼这三个人口大国的总和，具备发挥规模优势的潜力，这也有望成为未来中国经济的新增长点。但并非大国就一定能够实现规模经济，避免有规模但没有规模经济，最根本的是市场经济竞争和消费引领。前苏联由于采取了生产和消费脱节的计划经济，没有市场竞争促进分工和交易，无法发挥其人口总量的规模优势，在与美国的竞争中落后。

对中国而言，逆全球化下促进市场竞争需要减少内部市场“碎片化”、应对转向不可贸易部门和数字经济发展带来的新挑战。内部市场方面，促进公共服务均等化、降低收入分配差距有利于提升消费需求，打造国内消费大市场。不可贸易部门方面，土地本身具有规模不经济的属性，对其他部门发展收益的攫取能力强，是导致资源配置扭曲和收入分化扩大的重要因素。过去20年，出口和房地产扩张是中国经济发展的两个特征，两者的共同点是拉动短期需求，差异在于出口参与全球市场竞争，有助于提升效率，而房地产天然和垄断、寻租行为联系在一起，损害整体经济运行的效率。

数字经济发展带来的挑战是平衡规模经济和反垄断、隐私保护以及跨国数字治理合作等生产关系方面的问题。防止垄断需要促进外部规模经济、集群效应和上下游联系，而不是无限制鼓励企业内部规模的扩大。自动化和数控技术使得生产的规模不需要很大，也能提高效率，而且可以更快地满足不同消费者的需求，数字经济发展已经呈现内部规模经济下降、外部规模经济上升的迹象。

数字产业政策面临的挑战主要在于两个方面：一是隐私保护和反对不正当竞争；二是防止平台企业的产融结合，因为金融享受政府的信用担保，而且是牌照经营，产融结合可以固化平台企业的垄断能力并扭曲资源配置。

五、产业政策回归：旧瓶装新酒

国际货币基金组织（IMF）在2019年发布一篇报告，标题是《一个不能明言的政策回归：产业政策的原则》（“The Return of the Policy That Shall Not Be Named: Principles of Industrial Policy.”），讲的是各国政府重新重视产业政策。为什么不能明言？因为过去40年经济政策以“华盛顿共识”为导向，强调私有化、放松管制、自由贸易，也就是小政府、大市场，产业政策极具争议，甚至可以说名声不好。过去两年，应对新冠疫情使得政府在社会经济活动中的角色大幅增加，加上地缘政治和保护主义动能上升，各国政府针对一些产业的特殊政策增加，产业政策回归已经成为共识，必将对全球产业链的发展产生重大影响。

在市场经济环境下，产业政策可以在不同层面发挥引导资源配置的作用。历史上各国采取的政策五花八门，有成功的经验也有失败的教训。二战后，关税和非关税壁垒下降，贸易保护主义下降，日本、韩国等国家限制外商直接投资（FDI），是另一种保护主义，欧洲和日本在一段时间重视国企的作用，法国和日本政府有类似5年规划，欧洲一些国家利用公共银行支持中小企业发展，拉丁美洲在1970年代推行进口替代政策等等。美国在研发（R&D）上支持力度大，尤其在冷战期间，国防开支是研发支出的重要来源，从事后几十年的影响来看可以说是世界上最强的产业政策。

在新的形势下，怎么看产业政策的作用？有三个维度值得关注。首先是保护主义，目的是促进国内的就业和收入，从发达国家的角度看，一个流行的观点是全球化导致制造业等收入较高行业的就业下降，以前的思维是通过社会政策比如提升教育培训和社会保障来应对，现在重视针对个体行业的政策来改变竞争格局。其次是针对外部性和市场失灵的政策，两个突出的方面是促进科技创新的政府投入和扶持措施，以及促进碳减排和绿色转型的政策。第三是地缘政治竞争，其中科技竞争是关键。这三个维度相互交织，比如地缘政治容易和

保护主义交织在一起，产业政策带有鲜明的对外特征，和国际贸易与投资有直接或间接的联系。

就科技创新相关的政策而言，发达国家尤其是美国，近期有三个特征值得关注。第一，政府深度参与，增加研发经费，同时对一些高科技产品的生产提供补贴。第二，各国在探索不同的研发和创新支持经费模式，往往把产业政策和促进私人企业承担风险的激励结合起来。美国在一些研究领域颁布的政策类似重启冷战时期与苏联太空竞争时的登月资源动员。第三，政府采取措施试图使自己的国家从创新和技术进步获得更多的收益，包括限制高科技出口以及鼓励本国生产，美国一方面限制半导体技术出口，另一方面通过补贴等措施引导芯片生产回流美国。显然，美国的产业政策在从上游的研发投入向针对中下游具体产业的方向延伸。

面对美国的限制和竞争压力，中国更加重视科技创新，二十大报告提出“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位”，并提出健全新型举国体制，强化国家战略科技力量，深化科技体制改革等，以形成具有全球竞争力的开放创新生态。中美两个全球最大的经济体的产业政策都在从过去熟悉的领域（美国创新研发，中国具体制造）向不是那么熟悉的领域拓展。同时，主要经济体已经设定未来碳达峰碳中和的明确时间表，纠正碳排放这样全球性的外部性既要求科技创新也涉及传统产业的转型，可能是未来几十年最大的产业政策。越来越多的迹象显示各国的产业政策在向全方位、系统性的方向发展。

在政策高度重视、投入增加的同时，关键还要看执行效率。创新的特殊性在于高度不确定性和长期投入，需要建立公共和私人部门的伙伴关系。政策设计需要激励和惩罚并存，应该给予科技工作者和创新者一定的超额收益空间，比如在获得正常的劳动报酬之外也能享受政府支持项目形成的知识产权的部分收益。同时针对政府支持的科研项目应该建立评估、跟踪、奖惩机制，包括有条件的补贴、日落条款等。

建立好的创新生态还需要其他政策的配合，形成整个社会激励创新的利益驱动机制。就中国而言，两个相互联系的领域最值得关注。一个是纠正房地产

过度市场化对资源配置的扭曲，关键在于建立房地产发展新模式，增加保障房供给，租售并举，在需求端落实房地产税，把土地金融变为真正的土地财政。另一个是改善金融的结构，关键在于产融分开、分业经营，前者防止政府对银行的信用担保延伸到实体产业，后者防止政府对银行的信用担保延伸到资本市场，这样才能促进金融更好地服务实体经济，更好发挥资本市场促进创新的作用。

中国处在新发展阶段，新发展理念的五个关键词是“创新、协调、绿色、开放、共享”，意味着经济发展不仅追求效率，也重视公平和安全。继《数字经济：下个十年》、《碳中和经济学》、《创新：不灭的火炬》、《迈向橄榄型社会》之后，这篇关于产业链的报告是中金公司研究部和中金研究院协同，就新发展阶段的一些重大问题进行研究的最新成果，希望对促进相关问题的讨论有帮助，有偏差和不当之处欢迎读者批评指正。

中金公司首席经济学家
研究部负责人

中金研究院执行院长

彭文生

2022年11月于北京

以上观点来自：2022年11月8日中金公司研究部已发布的《前言 大国规模和逆全球化下的产业链发展与重塑》

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

宏观专栏

“非典型”复苏2.0

疫情反复叠加金融周期下行，一段时间以来我国需求下滑幅度超过供给。与传统需求冲击相比，疫情不但通过更多渠道放大初始冲击对经济的乘数效应，也大幅降低宏观政策的乘数效应。而金融周期下半场经济结构转型，新兴行业的乘数效应也小于传统行业。展望2023年，如果疫情的影响逐步减弱，经济内生动能未必大幅改善，（准）财政力度可能继续加大，尤其是支持新兴行业的发展。如果疫情的影响显著下降，经济内生动能将加速复苏，政策力度或适度减弱。疫情之下“非典型”复苏的一个体现是传统宏观政策的效率降低，促进复苏需要更大的政策力度。若将2020年下半年疫情下的复苏称为“非典型”复苏1.0，那么2023年的复苏则是“非典型”复苏2.0，一个较大的差别在于前者主要依赖“宽信用”，而后者对“宽财政”的依赖上升。

疫情反复叠加金融周期下行，三个乘数效应导致需求下滑幅度超过供给。首先，疫情除了通过流动性约束、风险偏好和资产价格等传统渠道影响需求，还通过产业链、资源再配置以及高度不确定性等机制放大初始冲击对需求的乘数效应。数据显示防疫严格指数对经济影响的系数加大，过去几个季度为逐季上升的态势。二是疫情大幅降低政策乘数。2022年广义财政力度创十年新高，但财政乘数几乎为十年低位，疫情不确定性导致私人部门观望情绪加剧，被动储蓄上升。三是金融周期下行阶段，高技术产业投资恢复较快，但其产业链比房地产短，对经济的乘数效应尚低于房地产。比如，基于2020年的投入产出表的估算显示，与绿色转型相关的乘数大约为1.6，低于房地产的2.4。

全球“大财政”的背景下，我国（准）财政力度亦明显加大，疫情影响的时间越长，财政政策需发挥越大的作用。短期内支持需求的政策排序是防疫政策优化、财政直达消费、传统的财政货币扩张。政策一从未间断，政策二力度可能加大，而政策三力度仍然可能最大。在动态清零的背景下，财政可以通过改善私人部门的资产负债表而提升防疫政策空间。自2022年初到三季度末M2同比增速创六年新高，上升3.8个百分点至12%以上，其中财政贡献了2.8个百分

点。准财政方面，与政策性金融有关的基建、制造业、普惠以及绿色贷款占新增贷款的比重大于2022年2季度末超过60%，而房地产贷款占比下滑到10%左右。从银行负债端来看，2022年企业存款对货币数量增长的贡献上升，但居民存款的贡献上升更快。与此不同，2015-16年以及2020年货币快速上升背后都主要是与房地产有关的信贷扩张和企业存款上升。我们预计2023年（准）财政力度继续加大，尤其是支持新兴行业的发展。通过财政与准财政投放货币比通过房地产信贷投放货币能惠及更多人群，也为后续消费复苏创造了条件。实际上，海外主要经济体虽面临高通胀，但“大财政”时代其财政收紧力度受限。面临滞胀，欧美政府一边通过紧货币控制“胀”，一边又通过财政补贴应对“滞”，国防、养老、绿色转型及科技创新方面的支出也意味着欧美赤字率难回疫情前水平。

如果疫情的影响逐步减弱（情景A），我们预计2023年全年经济增速可能为5.2%左右。这种情况下，我们预计广义财政收支差额与上年GDP之比可能从2022年的8.8%升至10%左右，降准降息仍将继续。由于基数效应，GDP同比可能呈现前高后低的态势，但环比可能下半年略高。CPI通胀全年均值或达2.2%，PPI则为0.6%左右。如果疫情的影响显著下降（情景B），经济内生动能将加速复苏，前期积累的储蓄有望较大程度地转化为需求，政策乘数效应也会改善，政策力度或适度减弱，全年经济增速可能达到6.7%左右，通胀可能较情景A略高。这种情况下，我们预计广义财政收支差额与GDP之比或大致持平2022年，货币宽松空间也可能有所收窄。不管哪一种情景，风险资产可能都有比较好的表现。此外，二十大报告把创新提升到更加重要的地位，深入贯彻新发展理念将提升我国的竞争力与增长的可持续性，对资本市场的提振作用也值得期待。

以上观点来自：2022年11月14日中金公司研究部已发布的《“非典型”复苏2.0》

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

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

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

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

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

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

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

张蕾 联系人 SAC 执证编号：S0080122080210

专题聚焦

美国2023年展望：“滞胀式”衰退

2022年美国经济的关键词是“高通胀”和“快加息”。美国9月CPI同比增速为8.2%，核心CPI同比增速为6.7%，两者均达到40年来最高水平附近。高通胀的背后有多方面因素，一是疫情带来的供给冲击，包括供应链瓶颈和劳动力短缺；二是俄乌冲突导致能源粮食价格上涨；三是美国财政货币刺激“用力过猛”，特别是财政货币化“复辟”带来了较大的通胀效应。

为遏制通胀，美联储连续大幅加息。2021年美联储对通胀的判断出现失误，使货币政策在2022年一季度之前显著落后于“曲线”。自从二季度以来，美联储开始发力“追赶”通胀，分别于3月加息25个基点，5月加息50个基点，并于6、7、9、11月连续加息75个基点。这也是美联储自1994年以来首次将加息步长提高至75个基点，且连续四次“背靠背”如此大幅加息。截至11月初，美国联邦基金利率已升至3.75~4.00%的区间，年内累计加息幅度以多达400个基点，货币政策紧缩的速度为近四十年来最快。

展望2023年，我们认为美国经济的核心矛盾在于劳动力市场，特别是劳动力供给收缩持续时间超预期，或对美国经济产生深刻影响。疫情以来美国经历了非典型的劳动力供给冲击，劳动者因提前退休、健康担忧、照顾家庭等原因而退出劳动力市场。供给冲击导致经济潜在产出(Y^*)下降，产出缺口被低估，未来随着财政货币刺激退坡，实际需求向潜在供给收敛，经济面临向下调整压力。在此过程中物价水平上涨（通胀而非通缩），实际货币供给下降，实际利率上升。最终结果将是更低的经济增长、更高的通胀中枢、更高的均衡利率(r^*)。

基准情形下，美国经济或将于2023年步入衰退。与以往衰退不同，这次或具有“滞胀”特征——经济增长率转负，通胀仍然偏高。增长方面，一些先行指标已显疲态，比如房地产销售投资萎缩，制造业和消费者信心下滑，商品消费支出放缓，企业补库动能减弱。通胀方面，供应链瓶颈缓解叠加需求放缓，部分商品价格或回落，但劳动力供需缺口犹在，服务通胀或有支撑。另外企业利润率提升也会增加通胀粘性。总体看，美国明年通胀有望回落，但回落速度不

会很快。

我们预计美国货币政策在相当一段时间保持从紧态势，利率或在高位停留更久（**High for longer**）。美联储加息高点或达5%。尽管经济下行会加大货币政策转向压力，但通胀将限制货币政策转向的时间和空间，我们倾向降息不会很快到来，最快或在2023年四季度。财政政策定向发力。2023年美国联邦政府赤字率或将小幅下降，但利息支出负担或将增加¹。中期来看，美国在保障民生和国家安全方面的支出或继续增加，“大财政”有较强生命力，这也意味着通胀或更可持续，低通胀时代或已一去不返。

经济指标预测：基准情形下，美国经济将步入“滞胀式”衰退。由于劳动力供给恢复缓慢，经济潜在产出下降，在没有政策的支持下，经济面临向下调整压力。我们预计2023年美国实际GDP增速或将从今年的1.9%降至-1.0%，低于市场预期²的0.4%。2023年四季度核心CPI同比增速或将从今年末的6.1%下降至4.0%，CPI同比增速预计为3.7%，高于市场预期的3%。乐观情形下，俄乌冲突显著缓解，大宗商品价格大幅下跌，美国通胀超预期回落。美联储货币政策提前转向中性，金融条件改善，风险偏好回升。美国经济增长获得提振，经济实现“软着陆”。我们预计2023年美国实际GDP增速为0.8%，2023年四季度核心CPI同比增速降至3%以下。

以上观点来自：2022年11月14日中金公司研究部已发布的《美国2023年展望：“滞胀式”衰退》

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

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

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

¹ <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data>

² 市场预期指的是2022年11月9日Bloomberg提供的市场一致预测值。

专题聚焦

大宗商品2023年展望：逆风过岗，伏草惟存

2022年全球大宗商品市场起于意料之外的地缘政治风险，终于情理之中的经济周期变化。我们认为，此轮大宗商品价格的轮动，是新旧交替的供应风险和动能切换的需求增长之间的多番角力，也是频繁上演的供需错配和内外异步的经济复苏之后的殊途同归。往前看，我们认为2023年海外经济增长逆风或继续侵袭大宗商品市场，但这或并不意味着大宗商品整体周期落幕，主要有两点考虑：一是国内经济增长边际改善可能延续；二是供应常态风险或仍推升溢价。

► **需求增长不再有路径依赖，摒弃价格轮动旧思维，关注新亮点。**基准情形下，国内稳增长政策或将为需求回暖提供一定支撑，美国通胀或在加息途中如期得以缓解，紧缩政策退坡并释放利率压力，全年经济增长仍处于增速下滑而未至绝对减量区间，而欧洲国家高通胀和经济需求损伤或难以避免。该情形下，全球经济增长离散点在于欧洲，但在地缘风险和需求减量的影响下，欧洲可能更像是大宗商品市场的“离岸岛”，既难有更高的需求增长，也无更多的供应风险暴露。其他地区相对平稳的需求曲线下，大宗商品价格轮动特征可能将被弱化，曾在疫情后显著受益于经济恢复的大周期商品价格继续承压，但需求的负面影响可能已经相对有限，例如能源市场中的石油、工业金属中的铜等。

► **供应风险常态化，成本溢价抬升和供给缺乏弹性的长期问题仍存。**虽然目前市场已逐步消化疫情扰动和俄乌冲突等极端性冲击，但供应风险并非完全消散，资本开支周期依旧滞后，将从生产效率和有效产能上限制供应曲线弹性。相比于疫情前，全球供给效率和成本经济性有所下降，对价格形成短期或难逆转的安全溢价和“碳成本”，比如全球对供应链安全性和绿色低碳转型的诉求仍在增加，逆全球化和“友岸”贸易初现端倪，以及高通胀环境下欧洲制造业面临外迁和关停压力等。与此同时，伴随着需求走弱，市场对产能瓶颈的风险定价已有大幅回落，但如果我们对全球经济的长期前景不悲观的话，大宗商品上游资本开支不足的长期隐患或仍然存在。

因而对于2023年大宗商品市场，我们预计在需求恢复基本完成之后，二阶

导的增长前景将不再有路径依赖，而供应风险常态化后，价格波动边界既定，但也不至于归于平静，逆风过岗，伏草惟存。相比于过去两年的大宗商品投资，我们认为2023年由点及面式地推衍大宗商品市场的难度或将加大，虽然整体波幅可能继续收窄，但在没有路径依赖的市场中，基本面个性化差异或将被更多定价。在价格中枢下移的过程中，农产品等弱周期品种或将受益于供给侧的强约束，铜、镍等有色金属在绿色和安全溢价下有着更高的成本支撑，能源和黑色金属则受经济周期影响较大，而贵金属商品则可能在艰难度过美联储利率压力后迎来阶段性的风险对冲配置时期。往前看，我们认为未来12个月的大宗商品相对价格表现中，农产品和能源可能相对受益于供应风险，有色和黑色金属或一定程度受益于国内需求边际改善，但是在海外经济衰退后，能源和有色有海外需求的负面影响，贵金属先抑后扬。

能源：风险未平，溢价延续。我们预期2023年能源供应端的整体约束仍然偏紧，基准需求情形下，全球石油供需天平趋于企稳，天然气和煤炭则需依靠贸易市场寻求供应缺口下的再均衡路径。而持续存在的不确定性因素或将随时成为引发基本面倾斜的意外砝码，例如能源制裁的实际冲击、贸易产能的瓶颈制约、经济增长的超预期疲弱、疫情反复的阶段性扰动。风险未平使得虽然供需偏紧，但均衡之路维艰，能源市场或继续以“基本面+溢价”的形式进行定价。

有色金属：过剩预期下的价格博弈。2023年有色金属需求端可能呈现不同品种间“需求动能分化”；供给端，虽然全球供给总量恢复，但供给效率相较于疫情前有所下降。两者共同作用下，2023年基本金属大多将出现小幅供给过剩，价格中枢相比2022年或继续下移，但底部支撑较强，价格博弈的因素也更加复杂。在供给风险持续、能源价格维持高位的情况下，我们认为金属价格下移空间可能有限，不同品种需求前景、供给结构和成本变化的特点对其价格波动的影响更为显著。

黑色金属：逆风自下至上，供需由紧及松。展望2023年的全球黑色金属市场，我们认为有三条主线值得关注：一是需求走势将继续主导黑色系的供需博弈。铁矿、焦煤、废钢等原材料缺乏供给弹性，高能源成本亦难缓解，但欧

美经济承压，国内地产缓复苏，全球铁元素需求仍面临较大压力；二是压力自下及上，但大幅过剩可能言之尚早，价格可能在边际成本上寻求支撑。但考虑到中游冶炼的产能较上游相对宽裕且集中度更小，面对下游需求亦有过剩之风险，中游冶炼在产业链利润分配中可能仍相对弱势；三是印度等海外新兴市场有潜力成为新的黑色需求增长引擎，但存量需求上中国体量难以撼动。

农产品：供需博弈下的价格“拉锯战”。展望2023年，我们认为农产品价格大幅波动的行情或一去不返，交易的核心逻辑转变为基本面偏强与经济预期偏弱的博弈，如何判断二者的强弱变化及价格的趋势性走势成为难点，我们认为等待验证的过程，就是价格持续“拉锯”的过程。谷物方面，持续去化的库消比与较为刚性的消费需求决定了新季全球价格仍会维持高位震荡；油脂方面，三大油脂有望回归供需均衡态势，价格或高位回落，价差趋于合理区间；软商品方面，丰产预期下供给端压力持续释放，需求疲弱或带动价格维持偏弱走势；生猪方面，周期性产能波动有限，价格或回归季节性走势。

贵金属：东风可借，逆风仍存。贵金属市场将在紧货币延续、高通胀仍存和弱增长兑现中步入2023年，我们判断1H23黄金价格或仍难有较大起色，利率逆风仍难言消散，实际利率支撑或从政策利率抬升切换至通胀预期回落。而随着经济衰退进一步兑现，风险对冲的长期配置价值或将对黄金形成托底支撑，并在2H23成为价格趋势性回升的核心驱动。同时，经济下行或也将促使货币政策“被动”转向，并和增长趋弱预期一同对实际利率形成压制。此外，若通胀韧性相对较强，经济衰退却先于通胀回落兑现，在此风险情形下，我们提示避险东风或将为黄金价格带来更多上行动力。

以上观点来自：2022年11月14日中金公司研究部已发布的《大宗商品2023年展望：逆风过岗，伏草惟存》

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

王炙鹿 联系人 SAC 执证编号：S0080121040106

董霖旋 联系人 SAC 执证编号：S0080121100020

陈雷 联系人 SAC 执证编号：S0080122030114

李林惠 联系人 SAC 执证编号：S0080122070072

庞雨辰 联系人 SAC 执证编号：S0080122080153

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.11.7 中国宏观热点速评：高水平开放的内涵与抓手
- 2022.11.7 海外宏观周报：十月非农释放了哪些信号？
- 2022.11.7 中国图说中国宏观周报：更应关注BOP口径下的FDI
- 2022.11.7 中国宏观热点速评：10月进出口点评：需求走弱是出口转负的主因
- 2022.11.9 中国宏观热点速评：民营房企融资再获政策支持
- 2022.11.10 中国宏观热点速评：疫情致通胀超预期回落 ——2022年10月物价数据点评
- 2022.11.11 中国宏观热点速评：疫情扰动较大，政策仍在发力
- 2022.11.11 海外宏观热点速评：美国通胀有望回落，但速度不会很快

策略及大宗商品

- 2022.11.7 主题策略：解析A股近期资金全景动向
- 2022.11.8 主题策略：北交所系列九：北交所周年回顾
- 2022.11.11 大类资产观察：美国通胀超预期下行的市场信号
- 2022.11.11 海外策略：通胀拐点与政策路径
- 2022.11.11 中国策略简评：MSCI中国半年度调整：新增36只、剔除34只

固定收益

- 2022.11.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.11.7 简评：出口如期回落，但顺差仍高，汇率仍有支撑——10月贸易数据分析
- 2022.11.7 中国城投债券月报：到期减少净增环比改善，建议细化区域择券 ——10月城投债券月报
- 2022.11.7 招投标备忘录：国开债22年第7、8、9、16期增发 ——利率债招标分析
- 2022.11.8 中国房地产债券月报：10月房地产债券月报： ——仍在磨底
- 2022.11.9 招投标备忘录：贴现国债22年第63、64期新发，付息国债22年第21、23期续发，贴现农发债22年第9期新发，付息农发债22年第8、10期增发 ——利率债招标分析
- 2022.11.9 简评：广大转债上市定价分析
- 2022.11.9 简评：麦米转债上市定价分析
- 2022.11.9 简评：通胀下行，债券利率仍存下降空间——10月通胀数据分析
- 2022.11.9 简评：支持民企融资“第二支箭”再发力
- 2022.11.10 招投标备忘录：国开债21年第20期、22年第17、20期增发——利率债招标分析
- 2022.11.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2022.11.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.11.10 招投标备忘录：贴现国债22年第65、66期新发——利率债招标分析
- 2022.11.10 简评：融资需求仍偏弱，利率仍有下行突破空间 ——10月金融数据点评
- 2022.11.11 中国可转债策略周报：事件驱动“化学反应”与Python实现 ——转债年度展望系列（二）
- 2022.11.12 信用债收益率跟踪周报：收益率整体上行，但地产债在政策支持下价格回升明显

行业

- 2022.11.7 传媒互联网：周报：低估值低配置铸就反弹基础，关注龙头
- 2022.11.7 科技：科技硬件周报（11/04）：关注虚拟现实行业应用发展趋势
- 2022.11.7 银行：银行稳健的盈利增长从何而来？
- 2022.11.7 家电及相关：从虹吸效应看家电双十一预售数据靓眼
- 2022.11.7 汽车及零部件：中国摩博会见闻：展会热度不减，国产四缸上新，电摩新品齐亮相
- 2022.11.7 科技：3Q22业绩回顾：半导体下游需求持续分化，汽车电子表现亮眼
- 2022.11.7 造纸：3Q22造纸回顾：筑底分化，潜龙在渊
- 2022.11.7 科技：卫星互联网行业加速发展，机遇与挑战并存
- 2022.11.7 日常消费：周思考：白酒经营延续稳健，估值性价比高；大众品布局需求修复及利润率回升标的
- 2022.11.7 科技：汽车电子周报（智能感知篇）：9月乘用车L2 ADAS渗透率达32.2%
- 2022.11.7 建筑与工程：基金3Q22持仓：公募持仓环比降低，加仓景气赛道及区域龙头
- 2022.11.7 机械：3Q22业绩回顾：增速边际改善，景气分化延续
- 2022.11.7 传媒互联网：阿里云栖大会：技术开源，生态开放
- 2022.11.7 主题研究：电新公用环保周报：EV旺季有望如期兑现，绿电运营商风险需区别对待
- 2022.11.7 软件及服务：云栖大会简评：着力创新，普惠共赢
- 2022.11.7 汽车及零部件：新能源10月交付分化；摩博会顺利举行
- 2022.11.7 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2022.11组合
- 2022.11.8 部院联合：前言 大国规模和逆全球化下的产业链发展与重塑
- 2022.11.8 节能环保：3Q22回顾：业绩短期承压，看好商业模式与现金流改善
- 2022.11.8 软件及服务：3Q22机构持仓触底反弹，4Q关注两大主线
- 2022.11.8 纺织服装珠宝：户外产业规划明确中短期目标规模3万亿元
- 2022.11.8 全球资管系列研究：综述篇：拥抱高质量发展的“大资管”新时代
- 2022.11.8 全球资管系列研究：机构篇：百花齐放下的“大资管”格局
- 2022.11.8 全球资管系列研究：渠道篇：客户需求驱动财富管理转型
- 2022.11.8 全球资管系列研究：产品篇：阡陌交通的金融产品蓝图

- 2022.11.8 全球资管系列研究：国际篇：全球领先资管市场发展启示录
- 2022.11.8 全球资管系列研究：案例篇：成功打造百年资管老店的他山之石
- 2022.11.8 全球资管系列研究：科技篇：资管科技从“赋能”走向“引领”
- 2022.11.8 不动产与空间服务：周报316：11月首周新房销售同环比跌两成
- 2022.11.8 软件及服务：从云栖大会透视数据库、大数据发展趋势
- 2022.11.8 交通运输物流：双周报#351：ToB物流业绩高增长延续
- 2022.11.8 机械：自动化3Q22回顾：逢山开道，峰回路转
- 2022.11.8 旅游酒店及餐饮：全球观察-万豪国际：9月全球RevPAR恢复超104%；需求结构逐步趋于疫情前
- 2022.11.8 汽车及零部件：汽车智能化回顾与展望之二：3Q22业绩与盈利能力释放，看好科技硬件加速渗透
- 2022.11.8 电力电气设备：工业自动化跟踪：3Q22结构性增长为行业主线，静候周期拐点
- 2022.11.8 传媒互联网：广告9月：市场恢复波折，静候拐点
- 2022.11.9 有色金属：重视“安全优先”逻辑，中国锂资源供给可控的三大发展方向
- 2022.11.9 建筑与工程：3Q22回顾：总体环比改善，企业盈利分化
- 2022.11.9 部院联合：第一章 从效率到安全
- 2022.11.9 部院联合：第二章 逆全球化下的规模经济新优势
- 2022.11.9 部院联合：第三章 变中求兴：贸易规则演变与全球产业链
- 2022.11.9 部院联合：第四章 数字创新助力重构产业链
- 2022.11.9 部院联合：第五章 绿色转型下的全球产业链：机遇与挑战
- 2022.11.9 部院联合：第六章 产业政策，积极有为
- 2022.11.9 机械：10月挖机销量边际加速，行业价格竞争延续
- 2022.11.9 汽车及零部件：疫情反复需求承压；自主崛起再获突破
- 2022.11.9 电力电气设备：英国多笔储能项目收购，澳洲峰谷价差降低
- 2022.11.9 金融：中金看海外 公司 | 先锋领航：低费率的全球被动资管巨头
- 2022.11.10 纺织服装珠宝：短期需求压力逐步释放，双向应对择优布局
- 2022.11.10 农业：动物保健：3Q22板块业绩稳步修复，关注新品储备催化剂
- 2022.11.10 新能源汽车：Lucid 3Q22业绩追踪：产量再度取得突破，业务布局进展积极
- 2022.11.10 医疗健康：十四五健康信息化规划发布，坚持卫生健康事业高质量发展主题
- 2022.11.10 建材：建筑建材看BIPV：产品力筑造基础，生态链徐徐延展
- 2022.11.10 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：宏观逆风仍存，云收入增速持续放缓
- 2022.11.10 部院联合：第七章 产业链纵横与双支柱举国体制
- 2022.11.10 部院联合：第八章 改善供应链生态，应对产业链风险
- 2022.11.10 部院联合：第九章 大宗原材料：风险与保供
- 2022.11.10 部院联合：第十章 化工：大宗产品强优势，高端材料补短板

- 2022.11.10 部院联合：第十一章 高端装备：创造条件强化工艺积累
- 2022.11.10 部院联合：第十二章 半导体：变局、破局、开新局
- 2022.11.10 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：智能化配置率加速渗透，智驾智舱亮点纷呈
- 2022.11.10 电力电气设备：充电服务：行业趋势转变，新兴商业模式崛起
- 2022.11.11 金融：财富管理：头部券商及三方代销机构展现韧性——评3Q22基金代销数据
- 2022.11.11 不动产与空间服务：10月房价环比跌幅收窄，租赁市场温度低迷
- 2022.11.11 化工：合成生物学系列报告一：造物致知、造物致用
- 2022.11.11 农业：畜牧行业观察：禽流感疫情发酵；猪企月度出栏量价齐升
- 2022.11.11 银行：如何理解10月金融数据低于预期？
- 2022.11.11 部院联合：第十三章 绿色转型与能源危机交织下的新能源安全课题
- 2022.11.11 部院联合：第十四章 从汽车大国到汽车强国
- 2022.11.11 部院联合：第十五章 医药：努力创新，攀升价值链
- 2022.11.11 部院联合：第十六章 家电品牌全球化任重道远
- 2022.11.11 部院联合：第十七章 纺织服装：顺应转移，纵向突破
- 2022.11.11 部院联合：第十八章 产业链变迁中的投资
- 2022.11.11 新能源汽车：Rivian 3Q22业绩追踪：产能逐步提升，需求保持强劲增长
- 2022.11.11 造纸：浆价略有松动，期待特纸龙头盈利弹性绽放
- 2022.11.11 金融：保有规模再度走弱，业务模式影响机构韧性——3Q22基金保有量点评
- 2022.11.11 传媒互联网：线上平台月报：时长回暖，静待估值修复
- 2022.11.11 银行：理财子股混基金配置需求拆解
- 2022.11.11 建材：玻纤：筑底时彰显实力，新周期逐渐蓄势
- 2022.11.11 主题研究：3Q22全球动力电池回顾：盈利修复持续，行业景气依旧
- 2022.11.11 医疗健康：基因测序设备：技术体系多元发展，商业格局加速重构
- 2022.11.12 农业：宠物行业观察：双十一收官，销售维持高增
- 2022.11.12 交通运输物流：航空：更长的周期，更高的弹性
- 2022.11.12 交通运输物流：柴油整体纳入危化品名录对化工物流影响几何？
- 2022.11.12 金融：数字金融月报：关注股票交易领域头部机构

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