

# 研报精选

2022年11月20日 第97期

## 宏观专栏

### 非典型复苏的货币经济学

报告认为，展望2023年，中国的疫情防控优化有助于经济主动能的改善，促进内生货币的扩张。随着财政直达消费力度加大和政策性金融发力，在稳定增长的同时可以促进外生货币的扩张。换言之，2023年中国货币投放将推动经济增长反弹，并对风险资产价格形成支撑。

### 以包容性视角理解ESG“价值链”

报告认为，重视ESG生态圈的培育、实现参与者的多方共赢，吸引更多的市场主体主动加入，是ESG“价值链”长期有效运转的重要条件。中国正加速推进绿色金融体系的构建，为ESG的推广和普及提供了基础条件。

## 专题聚焦

### 变化因时，拥抱高质量发展

党的二十大报告立足新时代历史方位，深刻阐释了中国式现代化的概念和五大特征，着重强调“发展”、“人民”、“安全”、“科创”、“绿色”。这与“创新、协调、绿色、开放、共享”五位一体的新发展理念一脉相承。

### 转型金融：高碳资产绿色转型的关键之匙

报告认为，转型金融有助于解决高碳行业资金需求并确保其低碳转型路径，兼顾社会公正。中国应结合自身国情构建转型金融体系，并利用财政、货币、宏观审慎的“三支柱”政策体系支持转型金融的长久发展。

## 宏观专栏

### 非典型复苏的货币经济学

2020年疫情爆发后，美国广义货币M2的增速在相当长的一段时间，持续维持在25%左右的高位。而上一次美国出现如此高的M2增速，还是在第二次世界大战时期。不过到了2022年，在政策紧缩的引导下，美国M2增速又降到了接近于0%的水平。剧烈的货币紧缩，不仅造成金融市场股债双杀，也使得美国经济降温。近期，美国通胀略有放缓，投资者预期美联储将会放慢加息节奏，美国股市随之反弹。

中国方面，2020年的M2增长同样提速，但高点只有11%，显著低于美国同期的水平。进入2022年，与美国不同，中国M2增速却再次加快，最高达到12%左右。最新发布的10月份金融数据显示，信贷增长低于预期，M2增速出现放缓。需要指出的是，信贷是内生货币形成的一种方式，在较大程度上依赖经济主体的信心和借贷意愿。

展望2023年，货币政策对中国稳增长将发挥什么作用，在内生货币受限的情况下，财政能否投放外生货币，将如何影响经济，对中国的资本市场又有什么含义？对于美国而言，在货币紧缩的作用下，经济会不会陷入衰退，今年股债双杀的局面未来如何演变？要回答这些问题，都需要理解货币在经济波动中所起的作用。

#### 一、从货币角度看经济的周期波动

对于货币在经济波动中所起的作用，一个重要的切入点是对货币是否是中性的认知，也就是货币的变动能否影响实体经济活动。货币与实体经济的关系，可以从货币需求和货币供给（包括外生货币和内生货币）两个维度来分析。

##### （一）货币中性之争

对于经济周期和货币之间的关系，过去几十年比较受关注的有三个流派的思想。

一是真实商业周期理论的货币中性论，认为经济周期波动与货币无关。1970年代末、80年代初，西方国家通胀水平处于高位，社会各界普遍持有反通胀、反政府干预的观点。在这一背景下，真实商业周期理论较好回应了当时的主要矛盾。该理论认为货币是中性的，不影响实体部门的资源配置，经济周期波动是由实体因素导致的，包括技术进步、人口结构变化、自然灾害等；逆周期的货币政策调控是无效的，货币扩张只会带来通胀<sup>1</sup>。过去三年的经验也表明，真实商业周期理论对于思考新冠疫情带来的经济波动不无借鉴意义。但是，这一理论将经济波动完全归结于实体因素，并认为货币政策对调节经济活动无能为力。这种观点过于极端，因此很少被政策部门重视。

二是新凯恩斯理论的货币短期非中性论。这是过去几十年与经济周期相关的主流经济与政策分析框架。新凯恩斯理论所关注的，一般是持续1到8年、期限相对较短的经济周期。该理论认为价格短期存在粘性，所以货币增发能够提高居民部门的实际收入，从而促进消费和投资，扩张总需求；但经过一段时间后，企业面对强需求会选择提价，通胀上升造成实际收入下降，总需求也随之下降<sup>2</sup>。在政策含义上，价格粘性意味着经济下行时期的货币扩张，对于促进短期经济增长、平抑经济周期波动是有作用的，但在经济回暖后，增发的货币难免带来通胀。新凯恩斯理论实际上与新古典的理念接近，体现为货币政策的调节主要通过央行的公开市场操作进行，而政策落地效果还需依托市场的传导机制。2020年新冠疫情爆发后，各国政府采取货币宽松的政策，对稳定经济起到了重要作用。

三是全球金融危机后备受关注的金融周期理论，认为货币对于经济周期波动有关键影响<sup>3</sup>。相比新凯恩斯理论关注的经济周期，金融周期的期限更长，从繁荣顶点到衰退可能长达15到20年，带来的波幅更大，甚至与金融危机联系在一起。与新凯恩斯理论将货币非中性局限在短期不同，金融周期理论认为货币

---

<sup>1</sup> Kydland, F.E. and Prescott, E.C., 1982. Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp.1345-1370.

<sup>2</sup> Gordon, R.J., 1990. What is New-Keynesian economics?. *Journal of Economic Literature*, 28(3), pp.1115-1171.

<sup>3</sup> Minsky, H.P., 1976. *John Maynard Keynes*. Springer.

在中期也是非中性的，这一点与凯恩斯本人的思想更接近。

在凯恩斯看来，货币需求的波动是决定经济波动的最主要因素。在1936年出版的《就业、利息与货币通论》<sup>4</sup>中，就业指的是实体经济，利息是联系实体经济和货币的中介，而货币通论则表明凯恩斯试图用货币解释就业和实体经济部门的波动。他认为该理论不仅解释了1930年代的经济大萧条，还可用于解释所有周期波动。当一个冲击导致民众信心下降时，流动性偏好意味着民众更愿意持有现金、国债等安全资产，造成普遍的投资意愿不足，进而带动经济下行。

为应对民众信心缺乏引发的流动性偏好（货币需求增加），凯恩斯主张增加货币供给。当全社会的货币需求增加时，如果货币供给不变，将会导致民众抛售风险资产或不消费，进而制约整体经济表现。相反的，如果政府（央行）增加货币供给以满足民众的流动性偏好，则有助于减轻经济下行压力。2020年，各国政府为应对新冠疫情普遍增发了货币，对满足信心下降导致的流动性偏好上升有帮助。

综合来看，凯恩斯的货币经济理论在解释现实世界方面拥有着更强的生命力，其他理论则难以超越所处的特定时代。例如，1970年代末的高通胀催生了真实商业周期理论，但理性人假设却导致该理论局限在那个时代背景。而凯恩斯的理论则关注到了人的非理性和动物精神，其在行为金融学和行为经济学上的讨论也更符合现实情况，因而得以在过去一百年时间里穿越经济的繁荣与萧条，展现出真正的通用性<sup>5</sup>。因此，本文将主要遵循凯恩斯货币经济理论的框架，分析货币对经济的周期波动的影响及其政策含义。

## （二）货币需求：应重视百年不遇的疫情冲击对全社会流动性偏好的影响

百年不遇的疫情首先是一个供给冲击，停工停产和交通物流受阻等原因导致供给减少。而后，供给冲击经需求、产业链和信心三个途径放大了经济下行压力，而流动性偏好（货币需求）上升起到了加速的作用。首先，停工停产或

<sup>4</sup> Keynes, John Maynard, 1883-1946. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London :Macmillan, 1936.

<sup>5</sup> 彭文生：《渐行渐近的金融周期》，中信出版社，2017年。

小型商业活动的景气度下降等供给减少，意味着这些部门的从业人员收入下降，导致其对其它部门生产的商品的需求下降，不同部门之间的联系放大了需求的下行压力；其次，全球产业链也放大了供给冲击对经济的影响。全球经济已形成了一个分工高度细化、复杂的产业链、供应链，不同国家、地区和企业遍布于链条的不同节点，相互联系。当疫情导致某一个环节中断时，整体链条的供给能力都受影响。供应链的不稳定增加了不同环节对备付金(支付手段)的需求，以维持生产的稳定运行。最后，居民的信心对经济波动具有关键影响。从疫情早期的恐慌到疫情何时结束的不确定性，都会让居民的投资决策变得谨慎，降低实体投资和消费，增加对安全资产的需求。上述三个途径可以相互促进，叠加影响，放大疫情对供给的初始冲击，从而对各国经济产生很大的下行压力。

而增加货币供给，可以阻断上述三个途径的放大作用，有助于经济应对疫情的冲击。首先，财政补贴等形式的货币扩张能够有效提振消费需求。其次，货币扩张也可帮助企业渡过难关，不至于因短期停工而破产，起到支撑供给能力的效果。最后，民众信心不足时会提高对安全资产的需求，而货币扩张恰恰满足了这一需求，投资活动因此得以维系。

过去两年，美国应对疫情的措施是一个典型的例子。2020年和2021年，美国的货币供给大幅提升，M2/GDP比例提高了20个百分点，大幅高于同期中国的货币扩张力度。超大力度的货币扩张帮助美国提振了国内需求、缓解了供应链冲击带来的次生影响并提振信心，经济因而也得以有效应对了疫情冲击带来的下行压力。与此同时，随着经济回暖，货币扩张也带来了几十年不遇的通胀压力，这也与美国更依赖财政扩张的外生货币投放方式有关。

### （三）货币供给：从银行货币（内生）到政府货币（外生）

从投放渠道来看，货币供给包含信贷和财政两个基本方式。信贷渠道是指银行发放贷款，企业从银行获得的贷款变成企业在银行的存款，企业用这笔存款发放工资、进行采购，货币由此流入实体经济。另一个渠道是财政减税或政府增加财政支出，例如政府采购、购买公共服务、为低收入群体提供补贴等。一般而言，财政投放的货币(政府货币)是外生的，不取决于经济活动的需求，

而取决于政策意图。信贷投放货币或者说银行货币则是内生的，取决于经济活动产生的需求，具有顺周期的特征。

从货币回笼机制来看，政府货币的回笼主要是通过税收或国债渠道，例如财政发债或央行卖出国债回笼资金。因此，政府货币受经济活动的约束较小，更多取决于政府的政策意图。相反的，贷款投放的货币则存在内置的回笼机制，贷款合约一般约定还款期限，导致贷款投放货币所受的约束较强。从影响来看，货币投放超过回笼的净投放将提振资产价格和经济表现，但两种投放方式的传导机制存在区别。

财政投放的货币增加基础货币，流动性最强，带动利率下降。与此同时，私人部门手中的净资产增加，且主要是现金或国债形式的安全资产增加。利率下降和安全资产增加促使居民部门进行资产配置再平衡，进而影响风险资产价格。以私人部门维持20%安全资产和80%风险资产的资产配置策略为例，假设财政渠道的货币投放导致私人部门安全资产占比上升至30%。为使资产配置恢复到原有的理想比例，居民会选择增配股票等风险资产，这会推动风险资产价格上涨，直至安全资产占比回到20%的理想水平。宏观上来看，这样一个支撑风险资产上升的动力，只有当货币超发带来通胀上行、进而促使政策紧缩时才会面临约束。

另一方面，由银行贷款驱动的货币净投放在增加流动性的同时也增加私人部门的负债，不增加私人部门的净资产，其对总需求的刺激力度较弱。更重要的是，这一投放方式往往依赖房地产部门的扩张。房地产作为贷款的一般抵押品，房价涨意味着抵押品的价值上升，银行愿意发放更多贷款。与此同时，房价上涨的预期也增加居民贷款进行投资的意愿，私人部门的债务量随之增加。对银行货币的最终约束是私人部门债务的不可持续性。当房价上涨乏力时，信贷的增长将显现疲态，累积的债务压力与悲观预期相互作用，放大经济下行压力。

这样一个信用与房价相互作用所形成的周期波动，即是金融周期。不同于通常仅持续几年的经济周期，房地产繁荣的持续时间可能长达十几年，衰退的

时间也较长，导致金融周期的整体时间跨度远长于一般的经济周期。应对金融周期的逆周期调节，在公开市场操作以外，还要依靠银行监管、信贷政策和财政政策的综合发力。

从货币经济学的角度看，应对金融周期下半场的政策措施基本可分为信贷投放和财政投放两种货币扩张方式。因为信贷有顺周期的特征，银行信贷投放部分取决于经济体内在的贷款需求，存在着内置的约束机制，尤其是在疫情冲击导致居民对未来经济走势过于悲观的情况下，贷款意愿会受到抑制，会弱化监管放松和利率下降的效果。在信心极端不足的情况下，外生货币投放的优势凸显，财政通过采购、补贴等方式投放货币，货币扩张的效率更高。凯恩斯重视银行货币的内生性，所以在《通论》中提出，应对私人部门流动性偏好上升，最有效的方法是财政扩张，即增加外生货币。

## 二、从货币视角看中美应对疫情之策

当前，美国面临高通胀问题，而中国的通胀水平较低，经济面临的主要问题是“滞”的压力。美国之所以面临高通胀压力，源于其为应对疫情所推动的大规模货币扩张，也与其更依靠财政投放的货币扩张方式有关。相比银行信贷，免费发钱等财政投放货币方式提升居民部门的净资产和收入，刺激总需求的效率更高，代价是通胀压力更大。

疫情期间，美国居民部门的净资产和储蓄率变动情况符合上述的机制。疫情发生后，美国家庭部门净资产与可支配收入比例一改过去数年相对平稳的状态，出现明显的上升。这是因为美国政府采取了财政发钱的政策应对，导致家庭部门净资产与安全资产上升，资产配置再平衡推动美国股市上涨。随着美国家庭部门的财富水平提升，财富效应进一步带动储蓄率下降、消费增加，总需求得以提高。

随着通胀压力大幅上升，美国正通过财政紧缩回笼货币，M2增速已从2020年的25%左右大幅降低至接近于0%的水平。根据凯恩斯的流动性偏好理论，过去投放的大量货币在满足流动性需求以外，已经通过居民的消费和投资投入到经济体当中，包括购买股票、房地产等风险资产。因此，货币增速下降将首先

影响居民对风险资产的需求，导致资产价格下跌。随着总需求因货币增速下降而被拖累，美国经济未来面临的下行压力将增大。

疫情发生以来，中国居民部门的储蓄率同样有所上升。但与美国不同的是，中国居民储蓄率上升并未明显带动消费。一方面是因为中国M2增长比美国温和，对总需求的刺激作用相对较轻；另一方面，尽管今年以来中国的M2增速有所加快，但中国货币投放方式仍然主要依赖信贷扩张。当前的信贷意味着未来的还本付息压力，因而信贷扩张的货币投放方式对居民部门消费和投资的拉动作用较弱，政策的效率较低。

### 三、中国：稳增长需要财政直达消费

2017年后，中国金融周期进入下半场。过去两年多，疫情冲击进一步削弱了中国居民部门对未来的信心，总需求下行和房地产预期转弱等因素加剧了金融周期下半场的经济下行压力。从金融周期的角度看，下半场主要风险是信贷快速收缩。以美国为例，2007年次贷危机发生后，美国非银部门还本付息金额相比新增贷款在短时间内出现大幅提升，达到350%的水平。换句话说，美国的企业和家庭还给银行的钱相当于银行新发放贷款金额的3.5倍，这意味着资金从实体经济大规模回流至金融体系。如此大规模的信贷收缩，导致美国经济在当时出现了系统性调整，陷入所谓的“大衰退”。

中国方面，单就房地产行业而言，债务压力和部分房企违约等问题确实已拖累了信贷扩张，房地产贷款<sup>6</sup>占新增贷款比例从2017年的45%左右下降至当前的10.7%。但中国整体的信贷水平保持相对稳定，这要归功于信贷结构的优化。过去几年，基建、制造、普惠和绿色等相关贷款大幅增长，已占新增贷款的62.6%，有效对冲了房地产贷款的下滑。政策性金融（包括结构性货币政策工具、政策性银行信贷、对商业银行的窗口指导等）发力维持了信贷合理增长，帮助中国避免了美国金融周期下半场那种信贷崩塌对经济的冲击。进一步地，政策性金融的利率低于银行商业贷款，在作用机制上有财政补贴的元素，提振经济的效率也高于商业贷款。当然，政策性金融虽然带有一定的准财政属性，

<sup>6</sup> 包括房地产抵押贷款和房地产开发贷。

但毕竟是贷款，贷款是要偿还的，与财政扩张相比其刺激需求的效率仍然较低。

在经历了2021年的紧缩之后，2022年财政政策也在扩张。今年的广义财政收支差额与上年GDP的比率有望达到8.8%，财政扩张力度甚至超过了2020年。通常而言，在政策性金融持续发力抵消了房地产贷款紧缩的基础上，财政发力应该能有效提振总需求。但今年以来中国经济却仍面临较大的下行压力，这是因为疫情使得经济体系内需求的乘数效应下降。以传统的信贷拉动基建方式为例，疫情带来的物理限制尤其对产业链的冲击导致初期的政策发力难以带来衍生需求。此外，企业由于对未来缺乏信心，减税降费对投资的促进作用也有限。

总之，2022年经济疲弱的主要矛盾在于疫情冲击造成需求乘数效应显著下降。这对于2023年稳增长的一个关键政策含义是，需要创新财政发力方式，畅通财政投放货币的传导机制。具体而言，可以从防控政策优化和财政直达消费两大选项入手。

第一，促进经济增长最有效的方式是防控政策优化，这有利于经济活动和需求乘数效应的自动修复。首先，随着生产和物流活动的畅通，居民的信心得以修复，对信贷的需求也将回升，促进内生货币扩张。其次，产业链的畅通有助于修复需求拉动的乘数效应，增强财政发力的最终效果。最后，居民部门信心的提振有助于降低对货币和安全资产的需求，提升风险偏好。随着居民部门配置风险资产的意愿上升，这将有利于投资和经济动能的恢复。近期，政府已着手优化防控政策<sup>7</sup>，随着这方面工作的持续推进，这将有利于2023年的经济增长。

第二个政策选项则是财政直达消费。与传统基建、给企业减税降费相比，政府直接给消费者发钱绕过了产业链传导的障碍。同时，消费代表了最终需求，包括衣食住行、基本消费等开支，受预期的影响小，更多受负担能力的限制，财政直接发钱对消费的促进作用大。作为对比，减税降费虽然也会改善企业的财务状况，但投资不仅看负担能力，更要看对未来的预期，如果企业对未来缺

<sup>7</sup> 中华人民共和国国家卫生健康委员会：《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》（联防联控机制综发〔2022〕101号），2022年11月11日。

乏信心，有钱也不愿投资。

更长远来看，金融周期下半场的调整压力要求中国坚持“紧信用、松货币、宽财政”。在经济主体自发的顺周期信用紧缩（紧信用）情况下，货币宽松支持财政扩张有助于缓解经济下行压力，也有利于私人部门去杠杆。当然除了传统的财政扩张，政策性金融也能起到准财政投放货币的作用。

#### 四、货币通论：从流动性偏好到大类资产

前文我们讨论了凯恩斯的流动性偏好理论，这对思考货币对经济的影响有帮助。而流动性偏好理论对于思考未来一年的全球资产表现，同样也是一个有参考价值的分析框架。就目前来看，2022年全球范围内收益率为正的资产较少，主要是天然气、原油、小麦、大豆等大宗原材料，其次是美元指数和俄罗斯卢布，而这两个国家恰恰也是大宗原材料的出口国。与此同时，全球的风险资产表现较差，尤其是新兴市场资产和股票中的成长股。

一个有意思的现象是，疫情冲击下，中美两国面临的通胀压力虽不同，但两国的股票市场却都是先上后下。从流动性偏好的角度来看，2020年疫情发生的早期和中期，美国财政扩张促进了就业和经济，也增加了安全资产的供给。安全资产供给的大幅增加压低了无风险利率，反过来抑制了居民部门对安全资产的需求。一方面安全资产供给增加，另一方面安全资产需求下降，两者共同作用提振了居民部门对于风险资产的需求，促使股票价格上升。

2022年以来，通胀压力迫使美国财政大幅紧缩，财政赤字率已从2021年的12%左右大幅下降至约4%。财政紧缩导致安全资产供给减少、利率上升，后者反过来增加了居民部门对安全资产的需求。随着安全资产供给减少而需求上升，居民部门对此的反应是减持风险资产，增加安全资产配置，美国金融市场因此出现股债双杀。近期美国通胀有所缓解，2023年美国财政紧缩的力度可能变小，这可能导致安全资产供给的收缩放慢，美国股市所承受的下行压力相比今年也将变小。

疫情发生后，中国通过信贷扩张促进总需求，对稳增长有帮助，但其可持

续性较弱。此外，银行货币扩张增加了准安全资产供给，提升了风险资产配置需求，2020年和2021上半年中国股市表现也因此较好。随后的疫情反复导致中国需求疲弱，推动了政策利率下降，与此同时，随着预期转弱，居民对安全资产的需求上升，而信贷扩张的动能有限。对安全资产需求的增加抑制了股票等风险资产的价格，中国金融市场表现出股跌债升的态势。

展望2023年，疫情防控优化和财政直达消费，将为中国风险资产表现提供有力支撑。当前，中国已着手优化疫情防控措施，这有利于提振居民的信心和信贷需求，内生货币得以恢复扩张动力，对货币利率是抬升的影响。另一方面，2023年财政直达消费力度有望加大，这将增加货币和安全资产的供给。上述两个方面均增加了安全资产的供给，同时居民部门信心和预期改善则会减少对安全资产的需求，这将激励居民部门增配风险资产，带来风险资产价格上升，利率上升的压力。

从全球视角来看，2022年俄乌冲突等地缘政治波动提高了全球对安全资产的需求。然而，美国财政紧缩导致的货币供给减少，美国向全球供给的安全资产减少。供给和需求共同作用下，美元和美国国债作为全球安全资产，驱动了美元在今年以来的强势表现。明年美国的财政紧缩节奏将显著放缓，使得全球安全资产的供给基本平稳。与此同时，中国优化疫情防控、财政直达消费等措施，将增加安全资产的供给，降低安全资产需求。在这样的环境下，美元汇率预计将不如今年这般强势，人民币汇率有望得到支撑，贬值压力得到缓解。

总结一下本文的主要观点。美国在2022年推动的财政紧缩，对其经济的负面影响可能要到明年才会充分体现，美国在2023年陷入衰退的概率比较大。预计美国2023年的财政收支将保持基本中性，货币紧缩力度下降。随着全球流动性和安全资产供给紧缩幅度放缓，全球风险资产价格的下行压力可能下降。综合下来，全球经济和金融市场的波动可能增加，美元汇率单方向升值的动能也将减弱，双向波动增加。

中国方面，将主要表现为增长反弹和风险资产价格得到支撑。首先，疫情防控优化有助于经济主动能的改善，促进内生货币的扩张。其次，随着财政

直达消费力度加大和政策性金融发力，在稳定增长的同时可以促进外生货币的扩张。也就是说，2023年中国内生货币和外生货币投放均有可能出现增长，形成对中国经济和股市等风险资产的支撑。

对应的，下行风险主要来自疫情的演变仍然对经济的自主动能维持较大的制约，同时财政扩张，尤其是直达消费的力度有限。



以上观点来自：2022年11月17日中金公司研究部已发布的《非典型复苏的货币经济学》

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

## 宏观专栏

### 以包容性视角理解ESG“价值链”

#### 一、可持续发展理念的具象化

工业革命加速了人类的经济的发展，但随之而来的自然资源短缺、环境污染等负面问题也引发了人类深刻的反省。基于历史的经验和教训，目前自然科学和社会科学界已经对“可持续发展”的理念达成共识，构建一个符合自然资源分配“代际平衡”的经济发展模式被认为是可持续发展理念的起点与基本原则。

“可持续发展”本身是一个抽象的概念，其抽象性的特点构成了“硬币的两面”：优势在于，可持续发展理念可以作为制定长期发展战略的基石。目前，人类普遍能够接受可持续发展理念，因为它符合个体和群体的利益。研究者和实践者以可持续发展作为核心原则，结合当前经济、社会、环境的发展水平，可以构建起更具体的理论框架和实践路线图，并随着研究、实践的深入丰富可持续发展的内涵。劣势在于，可持续发展理念在认知层面存在不统一，导致可持续发展的实践存在分割和冲突。通常，国际组织、政策制定者对可持续发展的解读都基于自身的立场、所处的环境或者是特定的目的，学术界也尚未对可持续发展的概念边界达成一个清晰的共识。分割和冲突的另一方面原因在于，可持续发展理念追求的目标是经济、环境、社会多方的“共赢”。而在现实情形下，任何目标的达成都会占用有限的资源，在多个可持续发展目标的实现过程中，时常会出现多方利益诉求不同而产生的冲突。模糊和冲突对构建符合“可持续发展”原则的经济体系形成了一定的阻碍。

解决“可持续发展”抽象性导致的模糊和冲突，有助于更好地将“可持续发展”理念用于实践。从这个角度讲，将可持续发展理念进行具象化可能是一个比较合适的解决思路。具体来看，需要经历以下几个步骤：

第一步，划定一个清晰的边界。可持续发展需要涵盖哪些主体？哪些活动符合可持续发展理念？哪些又属于“可持续风险”？早期的学者认为，资源节约是可持续发展的主要内容，随后是环境保护。如今，碳减排和应对气候变化成为可持续发展被热议的重要话题。目前认可度较高的、对可持续发展边界的界

定，来自联合国提出的17个可持续发展目标（SDGs），其中不仅涵盖了上述提到的与生态环境相关的目标，也包含了与人类社会相关的目标。

第二步，构建一个评价体系。基于一个清晰的边界，实现可持续目标还需要一个评价体系以指导具体的实践。从静态角度来看，需要给各类可持续发展目标提供一个清晰的分类方法，从动态视角来看，可以结合主观判断和收集客观数据，来量化评估各类可持续发展目标的达成状况，并综合评估各个经济主体（例如企业、金融机构）的可持续发展水平。

第三步，实践中验证与可持续发展的一致性。在一个完善的、具象化的可持续发展评价体系下进行实践，并不意味着这些活动和可持续发展的核心理念总是一致的，评价结果不客观、过度重视某几项可持续发展指标的达成却忽略其他可持续发展指标，也可能会损害整体的可持续发展。因此，一个可持续发展体系最终是否有效，仍然要从实践中进行整体评价。

ESG从各类可持续发展的具象化尝试中“脱颖而出”，获得了全球较高的认可度，得益于其设定的边界清晰——关注环境、社会和治理三大“支柱”，体系完善——从三大“支柱”到项下议题的设定以及与相关量化指标的关联。更重要的在于，ESG具有较高的包容性，可持续发展的实践者可以通过改进议题、指标的评价方法论来提升ESG评价与可持续发展目标的一致性。

## 二、从“价值观”构建起“价值链”

ESG不仅构建了一个具象化的体系来刻画可持续发展理念，还能基于可持续发展的价值观在经济活动中构建起一个动态的“价值链”。ESG“价值链”的两个重要元素是信息与资金，信息是对经济主体可持续发展能力的评价依据，资金代表资源分配，“价值链”遵循以下运动规律：

ESG的信息源于企业，沿着一定的传递路径，最终到达资源配置者。从时空的角度看，在整个信息链传递的过程中，ESG信息的起点是披露，企业通常会将交易所作为披露平台，根据一定的规范来披露自身客观和主观的ESG信息，但通常这些数据的特征是非结构化的。接着，ESG信息由ESG评级机构进行结构化和整合，ESG评级机构会依据自己的方法论来处理企业的披露信息，同时

也会收集与企业相关的客观数据以及另类数据。最终，ESG信息会到达资源配置者，作为配置决策的重要参考依据。

资源配置者基于ESG评价结果，通过改变资源配置结构，践行与引导可持续发展，资源配置的载体通常是资金。在经济体中，存在两类资源配置者——规则制定者（间接配置者）和资源提供者（直接配置者）。规则制定者可以设定一系列有助于提高企业ESG指标的奖惩机制，引导资源提供者更多地参与ESG相关经济活动，从而实现多方共赢。

一个理想的ESG“价值链”体系能通过信息传递和资源配置，形成“激励相容”的经济机制：在一个ESG框架下、一个规则完善的经济体中，企业（融资者）和资金提供方参与ESG活动能获得正向反馈（例如：高ESG水平的企业能获得更多的融资机会，投资者能够从ESG投资中获得长期的超额收益等），持续的正向反馈能激励ESG参与者持续提升整个经济体的可持续发展水平。

在当前的经济社会中构建起一个完善的ESG“价值链”较难一蹴而就。从信息流的角度，目前ESG的披露标准存在跨市场不统一、ESG的评级结果也存在较大的不一致，导致ESG信息流中存在较多的噪音，对于ESG的投资者而言，存在较大的信息识别、筛选成本。从资金的角度，目前无论是学术界还是实务界，对于目前的ESG投资活动是否能提供超额收益仍存在一定的分歧。从规则制定者以及监管者的角度看，使用何种手段才能有效地引导与完善ESG的“价值链”仍待长期探讨。

### 三、“生态圈”推动“价值链”提升

ESG基础设施、企业、金融机构以及监管者是ESG的核心参与方，构成了ESG生态圈。ESG生态圈推动ESG“价值链”在经济中发挥作用，提高经济体的可持续发展水平。

ESG的基础设施主要包括ESG披露标准、数据信息与评级信息。ESG基础设施的建设和发展有助于改善ESG生态系统的信息流动与要素配置的效率。其中，披露标准体现的是ESG生态系统在某时期内形成的共识，需要根据经济社会发展情况和可持续理念实践方式进行调整；数据是对企业与金融机构ESG实

践情况的事实性反映，具有较强的客观性；评级信息体现了评级商对ESG发展现状和趋势的理解。

企业和金融机构是ESG生态系统中最活跃的主体，两者分别通过直接和间接的资源配置来实现ESG的实践。企业的ESG管理能力会产生两方面影响，一方面ESG风险会转变为企业的经营风险，另一方面企业的ESG活动会对外部的环境和社会产生影响，卓越的领导力与治理、良好的利益相关方沟通和规范的重要性议题识别流程是企业建立高效ESG管理体系的基础条件。金融机构则是ESG政策传递和引导企业ESG活动的重要途径，金融机构在信贷业务和资产管理业务中进行广泛的ESG整合，结合专业的尽责管理手段，引导资金更好地流向高ESG领域，帮助被投资企业更好地提升ESG管理水平。

监管机构是ESG体系的建造者、守护者，对于推动ESG的发展具有关键作用。ESG的监管者主要有三类手段——搭建平台、制定行动指南、构建激励机制。ESG监管者使用相应的监管工具对ESG被监管者（主要是企业、金融机构和评级机构）产生影响，以实现相应的ESG目标。

重视ESG生态圈的培育、实现ESG生态圈参与者的多方共赢，吸引更多的市场主体主动加入ESG生态圈是ESG“价值链”长期有效运转的重要条件。

#### 四、探索ESG的“中国化”道路

字面上ESG对中国而言是一个“舶来品”，但推动经济、社会可持续发展的思想和理念在中国的传统文化和国家战略中植根已久。早在1992年，中国于联合国大会中承诺遵守《21世纪议程》，1996年“可持续发展”正式通过立法成为中国经济的指导方针。30年来，中国不断加强可持续发展理念在经济中的战略部署。近年来，我国提出“双碳”目标的承诺，“高质量发展”理念在各项政策中深入贯彻落实。可以说，中国在战略和实践层面与ESG的多个目标相契合，推动ESG在中国容易形成共识，在中国发展ESG有合适的“土壤”。

中国正在加速推进绿色金融体系的构建，为ESG的推广和普及提供了基础条件。2016年，七部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，在当年的杭州G20峰会上，中国首次提议将“绿色金融”纳入会议的重点议题。2016

年，作为中国绿色债券市场的“元年”，中国绿色债券发行规模超过2000亿元人民币，在Financial Times的报道中被形容为“From Zero To Hero”。2022年，世界银行国际金融公司对中国的绿色金融实践也表示了高度认可。温室气体减排、治理环境污染、金融支持绿色发展等相关的议题也是近期ESG实践的重点议题。基于绿色金融和ESG的共同点出发，ESG在中国的发展可以借助不断完善中的绿色金融体系进行进一步深化和演进。

ESG在中国的发展目前仍处于初级阶段，基础设施仍待完善，一个兼顾国际标准和中国特色的评价体系需要被构建。目前，海内外多数研究表明，国际和本土的ESG评级机构对于A股企业的ESG评级存在很多差异，归因分析可以发现，ESG信息披露不完善、海内外ESG评级方法论差异以及海内外对中国企业在某些议题的偏差都会引致ESG评级结果出现较大的差异。本报告的下册，中金ESG团队将基于对海内外ESG评级方法论的理解尝试进行中国本土化改良，并融合中金公司研究部行业研究团队对中国上市公司的基本面理解，共同搭建中金ESG评级体系。

此外，中国特色的ESG监管路线仍待探索。从海外ESG的监管实践经验来看，各个国家、地区的监管部门推动ESG发展的实施路线各具特色，欧洲和中国香港主要依靠强制性的信息披露规则，督促大型企业进行ESG信息披露；日本依靠自上而下资产管理人的尽责管理，形成投资激励ESG绩效的反馈；美国则偏向于其判例法的实践习惯，从信息披露的“反欺诈”原则出发，对ESG相关经济活动的实质进行严格的规范。海外ESG的监管经验可以成为构建中国特色ESG监管制度的重要借鉴，我们的ESG监管体系无论选择何种发展路线，目标都将是构建一个具有包容性的ESG监管框架，既能适应海外投资者的ESG投资体系，又能体现中国资本市场的ESG发展模式。

---

以上观点来自：2022年11月18日中金公司研究部已发布的《前言 以包容性视角理解ESG“价值链”》

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

## 专题聚焦

### 变化因时，拥抱高质量发展

党的二十大报告立足新时代历史方位，深刻阐述了中国式现代化的科学内涵、中国特色和本质要求，深刻分析我国发展面临的形势与挑战，全面部署未来5年乃至更长时期的目标任务和大政方针。从发展目标看，报告阐释了中国式现代化的概念和五大特征，而“人口规模巨大”、“全体人民共同富裕”、“物质文明和精神文明相协调的现代化”、“人与自然和谐共生”、“走和平发展道路”的现代化，与“创新、协调、绿色、开放、共享”五位一体的新发展理念，一以贯之、一脉相承。

创新是“第一动力”，作为未来增长的新引擎，在本次报告中地位全面提升；协调是“内生特点”，城乡和区域协同在本次报告中更具体可实操；绿色是“普遍形态”，报告对双碳强调目标坚定，节奏把控；开放是“必由之路”，在双循环的要求下要做好高水平 and 制度性的开放；共享是“根本目的”，在全面实现小康后，推进共同富裕要落到实处。

从长期来看，科技创新带来技术进步，是经济增长的根本源泉。新发展阶段的经济增长更加需要技术进步提升全要素生产率。提升创新水平，从供给角度看，我国将加强研发投入和人才培养。从需求角度看，我国将进一步发挥大国需求对于促进创新的积极作用。从创新体系角度看，我国将健全国家创新体系。

区域协调发展是新发展格局下的必由之路。区域协调发展有利于要素自由流动和技术扩散，提升全要素生产率。区域协调发展有助于发挥中国超大规模市场的优势，促进双循环。区域协调发展将推动三大区域一体化战略，也将构建大中小城市协调发展格局。区域协调发展的核心是推进以人为核心的新型城镇化。

推动绿色发展，积极稳妥推进碳达峰碳中和。二十大报告提出，要“加快发展方式绿色转型”，“积极稳妥推进碳达峰碳中和”。按照我国2030年碳达峰、

2060年碳中和的时间表，我国碳中和任务较为紧迫。新能源行业的发展是实现碳中和的重要路径，主要依靠电力的清洁化和非电的清洁化。一般制造领域主要通过数字化、高效用电、回收再造等多元举措来实现绿色发展。绿色发展为中国提供新的经济增长点。

中国经济发展进入本世纪第三个十年，高质量发展要求中国加强高水平的对外开放。高水平开放是促进深层次改革、提高市场经济质量的重要推动力。中国将为全球化更加积极地贡献力量，可以积极参与WTO改革，推动多边合作平台与时俱进；采取多层次的发展策略，提升区域贸易协定水平；以自贸试验区为抓手，推进高水平制度型开放。建立创新战略联盟，通过数字技术提高服务业可贸易性，加强人才的引进工作也是推进高水平对外开放的重要抓手。

“共同富裕”是历史使命。新发展理念意味着经济政策不仅追求效率，也重视公平，以促进全体人民共享发展成果。共同富裕是发展问题同时也是分配问题，正确处理效率和公平的关系是关键，目标是构建“两头小、中间大”的橄榄型社会。实施就业优先战略、健全社保体系、建设健康中国也是“共同富裕”的重要支撑力量。

---

以上观点来自：2022年11月16日中金公司研究部已发布的《变化因时，拥抱高质量发展》

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

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

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

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

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

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

## 专题聚焦

### 转型金融：高碳资产绿色转型的关键之匙

当前，绿色金融方兴未艾，据气候债券倡议组织（CBI）的统计，全球绿色债券市场规模持续扩张十年，2021年超过5000亿美元。绿色金融主要关注对水电、光伏、风电、新能源汽车等绿色增量的支持，却在一定程度上忽视了传统高碳行业减排与转型的“棕色”存量。转型金融是对绿色金融的有益补充，将覆盖的范围拓展至碳密集型行业，有助于缓解该领域低碳转型所面临的资金供求矛盾，兼顾社会公平，确保公正转型。在俄乌冲突的背景下，短期的经济、能源供应承压与长期净零排放目标之间的张力促使各国不得不重新思考转型的节奏。转型金融有助于挖掘高碳行业在迈向零碳转型过程中的潜力，成为新形势下平衡经济增长和低碳转型目标的重要抓手。

在实践中，各方对转型金融的认识范畴不断拓展，对于转型金融的目标已基本达成共识，即服务于气候目标的投融资活动，但在支持对象和服务范围上有所差异。虽然实践中已有一系列转型金融产品落地，但相较于已有的较为成熟的绿色金融产品体系，转型金融无论是在发展规模还是产品结构方面都处在起步阶段。但值得注意的是，转型金融产品的增长势头迅猛，全球2021年可持续发展挂钩债券（SLB）和全球可持续发展挂钩贷款（SLL）的规模是2020年的三倍多，远超包括绿色金融和转型金融等在内的整体可持续金融产品115%的增速<sup>8</sup>。目前转型金融以项目为主，未来需向以转型主体为主的模式逐步过渡，以更好地确保长期减排目标的实现。

转型金融体系一方面要协助高碳行业转型融资和风险管理，另一方面也要发挥治理职能，监督和保障转型路径的有序实现。因此，一个理想的转型金融体系应包含六大要素：适度包容的标准体系和分类方案、定期更新的技术路径和路线图、完整透明的信息披露与监管、健全有效的激励约束机制、聚焦主体的产品和服务体系和互利共赢的国际合作机制。

<sup>8</sup> 谢安、顾玲、陈岚、邓敏讷：《可持续发展挂钩融资现状和发展建议》，《中国银行业》2022年第5期

在绿色金融领域，中国凭借超大经济体的规模优势和双碳战略的政策支撑，尽管起步晚，但发展快，逐步形成了后来居上的局面。转型金融在各国都还处于发展初期，中国在该领域的研究起步较早，有机会引领全球发展趋势。在国际层面，采取引领全球转型金融发展的战略有助于中国受能源转型冲击较大的产业获得更多国际资金支持（“请进来”），又有利于促进金融行业“走出去”，服务中国实体经济海外利益。在国内层面，中国应结合自身国情，综合考虑发展阶段、经济结构和能源结构等因素，围绕六大要素构建自身的转型金融体系。由于转型金融具有政策性金融色彩，很难单纯依靠市场力量壮大，需要财政政策、货币政策和宏观审慎政策在各自发挥职能的同时，紧密配合，形成合力，为转型金融的发展营造良好的政策环境。



---

以上观点来自：2022年11月17日中金研究院已发布的《转型金融：高碳资产绿色转型的关键之匙》

李雅婷 联系人 SAC 执证编号：S0080121100061

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.11.14 中国图说中国宏观周报：新增政策有望化解流动性淤积
- 2022.11.14 中国宏观专题报告：宏观经济2023年展望：“非典型”复苏2.0
- 2022.11.14 海外宏观专题报告：美国2023年展望：“滞胀式”衰退
- 2022.11.14 海外宏观周报：中期选举后续：消失的“红色浪潮”
- 2022.11.15 中国宏观简评：增长亮点在新经济 ——10月经济数据点评
- 2022.11.16 中国宏观专题报告：变化因时，拥抱高质量发展
- 2022.11.16 联合解读：10月经济数据与资产配置解读
- 2022.11.17 中国宏观热点速评：央行关注通胀风险，但不代表系统性收紧 ——3季度央行货币政策执行报告点评

### 策略及大宗商品

- 2022.11.14 主题策略：A股市场2023年展望：翻开新篇章
- 2022.11.14 海外中资股策略：港股市场2023年展望：骤雨不终日
- 2022.11.14 海外策略：海外市场2023年展望：欲扬或需先抑
- 2022.11.14 大类资产2023年展望：势极生变
- 2022.11.14 大宗商品：大宗商品2023年展望：逆风过岗，伏草惟存
- 2022.11.14 大宗商品：黑色金属2023年展望：逆风自下至上，供需由紧及松
- 2022.11.14 大宗商品：农产品：农产品2023年展望：供需博弈，攻守兼备
- 2022.11.14 大宗商品：黄金2023年展望：东风可借，逆风仍存
- 2022.11.14 大宗商品：能源：能源2023年展望：风险未平，溢价延续
- 2022.11.14 大宗商品：有色金属：有色金属2023年展望：过剩预期下的价格博弈
- 2022.11.15 大宗商品：10月数据点评：需求季节性回暖，但供应承压
- 2022.11.16 海外中资股策略：港股通与恒指三季度调整预览
- 2022.11.19 全球资金流向监测：北向流入创年中以来新高
- 2022.11.19 大宗商品：农产品：生猪：供给已由紧转松，价格下行压力加大
- 2022.11.20 大类资产观察：重申增配股票，减配债券
- 2022.11.20 A股策略周报：积极看待政策边际变化

### 固定收益

- 2022.11.14 简评：法本转债上市定价分析
- 2022.11.14 简评：2022年11月十大转债
- 2022.11.14 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.11.14 中资美元债周报：“第二支箭”扩容利好下地产美元债强势反弹
- 2022.11.14 招投标备忘录：国开债22年第7、8、9期增发 ——利率债招标分析
- 2022.11.15 简评：莱克转债上市定价分析
- 2022.11.15 简评：回天转债上市定价分析

- 2022.11.15 专题研究：2023年非金融类信用债到期分析
- 2022.11.15 简评：流动性合理充裕延续，债券利率有望回落
- 2022.11.15 简评：百川转2上市定价分析
- 2022.11.15 简评：消费走弱，上下游分化延续，债券利率有望回落——10月经济数据分析
- 2022.11.16 招投标备忘录：贴现农发债22年第10期新发、付息农发债22年第8、10期增发——利率债招标分析
- 2022.11.16 专题研究：企业分化持续加大 ——债券发行人2022年三季度报点评
- 2022.11.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.11.16 简评：货币政策偏宽松基调未变，公开市场操作更灵活，债券利率或将重新回落 ——2022年三季度货币政策执行报告点评
- 2022.11.17 招投标备忘录：国开债21年第20期、22年第20期增发——利率债招标分析
- 2022.11.17 简评：从三季度看景气度下行中的钢铁债
- 2022.11.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.11.18 简评：利元转债上市定价分析
- 2022.11.18 招投标备忘录：贴现国债22年第67期新发，付息国债22年第15期续发——利率债招标分析
- 2022.11.18 中国可转债策略周报：两年未见的利率上行与估值压缩
- 2022.11.18 简评：利率上行对信用债影响如何变化？ ——理财净值转型后信用债投资的一些思考
- 2022.11.18 简评：进一步优化境外机构投资者中国债券管理——《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》点评
- 2022.11.19 信用债收益率跟踪周报：收益率大幅上行，一级取消发行明显增多
- 2022.11.19 中国利率策略周报：资金面修复将带动利率回落

## 行业

- 2022.11.14 传媒互联网：双11回顾：综合电商趋缓，直播电商亮眼
- 2022.11.14 旅游酒店及餐饮：防疫再现优化，积极关注社服复苏弹性
- 2022.11.14 银行：场景恢复，分清反转与反弹
- 2022.11.14 金融：周报：继续推荐高弹性非银标的
- 2022.11.14 银行：银行支持房地产融资近况追踪
- 2022.11.14 不动产与空间服务：供需两侧政策加码，助力板块预期修复
- 2022.11.14 家电及相关：双十一需求增长与地产预期改善带动板块估值修复
- 2022.11.14 传媒互联网：互联网周思考：疫情/地产/加息等因素迎来多重边际变化
- 2022.11.14 轻工日化：短期扰动影响印度培育钻进口，下游加速铺货需求持续向好
- 2022.11.14 航空航天科技：多款新装备亮相航展，行业高景气有望持续
- 2022.11.14 轻工日化：轻工双11复盘：新兴品类快速成长，优质国货持续崛起

- 2022.11.14 纺织服装珠宝：景气赛道及龙头品牌双十一销售领先
- 2022.11.14 电力电气设备：工业自动化跟踪：10月经营改善，利好翻多
- 2022.11.14 可选消费：美妆双11复盘：品牌分化，国货进阶
- 2022.11.14 保险：看好市场情绪改善下保险的估值修复机会
- 2022.11.14 汽车及零部件：疫情扰动10月产销，电动智能化加速渗透
- 2022.11.14 日常消费：周思考：餐饮消费场景有望复苏，白酒和大众品估值性价比高
- 2022.11.14 金融：头部信贷科技公司估值修复有望持续
- 2022.11.14 有色金属：加息预期放缓+疫情防控优化,铝价有望触底回升
- 2022.11.14 轻工日化：政策出台支持房地产平稳健康发展，家居有望企稳回暖
- 2022.11.14 银行：区域行观察：寻找优质基本面而低估值标的
- 2022.11.14 金融：市场风险偏好改善驱动资本市场板块估值修复
- 2022.11.14 酒类食品饮料：糖酒会总结：渠道压力与韧性并存，龙头厂商注重长期发展
- 2022.11.14 交通运输物流：海外航空“驭险起飞”，中国航司如何修复？
- 2022.11.14 机械：追光深度系列01：光伏石英坩埚供不应求，资源+技术构筑壁垒
- 2022.11.14 银行：如何理解近期金融支持房地产“组合拳”？
- 2022.11.15 电力电气设备：海外项目动态活跃，美国峰谷价差上升
- 2022.11.15 公用事业：3Q22回顾：火电减亏在途；电量主导表现
- 2022.11.15 轻工日化：海外美妆Q3回顾：边际改善，中国市场分化
- 2022.11.15 金融：期待平台企业金融业务整改稳妥有序推进：蚂蚁消金增资公告点评
- 2022.11.15 不动产与空间服务：周报#317：单周新房销售表现仍低迷
- 2022.11.15 建筑与工程：11月板块上涨，招投标和信贷指标延续强劲
- 2022.11.15 日常消费：2023年度策略：白酒韧性十足，分化延续；大众品关注消费复苏及成本下行
- 2022.11.15 机械：推荐新能源设备，看好通用设备边际修复
- 2022.11.15 电力电气设备：新技术动能切换，国际化初现峥嵘
- 2022.11.15 农业：宠物线上月报：10月销售增势向好，大型企业大促表现与并购融资具有看点
- 2022.11.16 不动产与空间服务：10月销售、投资疲弱，后续观察政策效果
- 2022.11.16 可选消费：10月社零消费同比-0.5%，优化疫情防控助力后续消费复苏
- 2022.11.16 建筑与工程：10月投资数据：基建投资增速延续强劲，关注房建产业链预期修复
- 2022.11.16 煤炭：10月点评：需求回落，供给收缩，关注淡旺季切换
- 2022.11.16 科技：中金看海外公司 | 安森美：电源与感知共振成长，汽车半导体龙头积蓄长期动能
- 2022.11.16 交通运输物流：物流赛道论（二）大宗供应链：长坡厚雪，万象更新

- 2022.11.16 基础材料：10月点评：需求缓慢复苏，磨底而后蓄势
- 2022.11.16 传媒互联网：10月电商数据：购物节助推线上零售提速
- 2022.11.17 机械：流程工业数字化浪潮已至，看好核心资产
- 2022.11.17 有色金属：有色碳达峰方案出台，能源和再生双管齐下
- 2022.11.17 银行：3Q银行监管数据点评：分化加剧
- 2022.11.17 银行：三季度货币政策报告解读：关注流动性拐点
- 2022.11.17 化工：看好地产相关化工品投资机会——10月化工月度数据跟踪
- 2022.11.17 传媒互联网：互联网月报：探底后迎来多重边际改善
- 2022.11.17 交通运输物流：航空：10月供需环比下降，国际航班恢复持续推进
- 2022.11.17 主题研究：电新公用环保11月观点：关注需求放量
- 2022.11.18 金融：重申看多板块、全面布局非银
- 2022.11.18 可选消费：数说消费11月刊：底部向上可期
- 2022.11.18 传媒互联网：游戏版号下发提振行业信心，关注供给回暖
- 2022.11.18 银行：还原真实理财市场：债市负反馈如何破局？
- 2022.11.18 电力电气设备：中金看海外公司 | 林德集团：转型清洁能源的工业气体龙头
- 2022.11.19 化工：油气高位持续，化工盈利底部，看好三大方向
- 2022.11.19 农业：畜牧行业观察：双十一落幕，畜牧企业下游延伸趋势精彩纷呈
- 2022.11.19 传媒互联网：虚幻引擎开放日：技术创新赋能未来
- 2022.11.19 金融：养老月刊：个人养老业务指引正式出台，把握流量机遇，完善财富布局
- 2022.11.20 半导体：半导体周报（11/18）：关注半导体周期拐点
- 2022.11.20 金融：江浙地区保持活跃，股票交易边际恢复

## **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