

# 研报精选

2022年12月18日 第101期

## 宏观专栏

### “提信心、扩内需”是主线 — 中央经济工作会议点评

报告认为，“提信心、扩内需”是理解明年经济工作的重要思路。短期来看，“扩内需”是“提信心”的基本抓手；中长期来看，“扩内需”是逆全球化大背景下发挥大国规模优势的必然选择。虽然短期内疫情对经济的扰动加大，但经济增长将或逐季复苏，全年经济增长有望达到5%以上。

### 充分发挥规模经济的新优势——扩大内需战略纲要点评

报告认为，要充分发挥内需的规模优势，一方面要通过分配与改革释放内需潜能，另一方面要通过创新提高供给质量。同时，不应把扩内需理解为封闭运行，高水平开放有助于提升供给效率。

## 专题聚焦

### 消费复苏的路径——宏观行业联合研究

报告认为，未来消费复苏过程中，商品和服务消费或同步改善。此前受疫情压制的线下聚集型、接触型服务消费修复弹性更大。耐用品、可选品消费的恢复弹性或更强，文娱、家电家具、医疗相关商品亦有望改善。

### 资本市场行业2023年展望：乘势而上

报告认为，资本市场呈机构化、国际化、数字化的发展趋势，相应领域布局领先的机构具备更强的长期竞争力和增长动能。围绕服务资本市场的核心功能，大投行及大财富业务能力领先的机构有望收获高速增长。

## 宏观专栏

### “提信心、扩内需”是主线 — 中央经济工作会议点评

中央经济工作会议（下称“会议”）12月15日至16日在北京举行，分析当前经济形势，全面部署2023年的经济工作。我们认为“提信心、扩内需”是理解明年经济工作的重要思路。从短期来看，“扩内需”是“提信心”的基本抓手，从中长期来看，“扩内需”是逆全球化大背景下，发挥大国规模优势的必然选择。展望明年的经济政策，既要关注其连续性和稳定性，也要关注其创新性。我们认为，为“提信心、扩内需”，周期性政策有望加码，结构性政策有望提速，兼顾短期增长和中长期国家发展战略，从会议提出的六个“统筹”中可见一斑。会议还指出要“敢担当，善作为，察实情，创造性抓好贯彻落实，努力实现明年经济发展主要预期目标，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效。”会议为明年经济工作指明了大方向，后续将紧密关注相关政策出台与执行。我们认为，虽然短期内疫情对经济的扰动加大，但经济增长将可能逐季复苏，全年经济增长有望达到5%以上，风险资产也将表现出色。

具体点评如下：

会议把“提信心”放在非常重要的位置。在列举明年五大重点任务之前，会议公告表明“明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作。”此前12月6日中共中央政治局会议，分析研究2023年经济工作，也创新地提出“大力提振市场信心”。实际上，持续三年的新冠疫情的确对市场信心产生较大的冲击。我们曾在今年6月的半年度展望报告中指出疫情是外生冲击，是典型的“不确定性”。而不确定性与“风险”不同，前者没有概率分布，没有经验可以参考，比风险更容易导致企业与居民不作为，更容易导致经济活力下降，压制市场信心。近期经济金融数据一再低于预期，表明提振市场信心非常重要。

我们认为，要提振市场信心，“稳增长”是基础，因此五大重点任务中把“扩内需”放在首位。会议强调，“对于我们这么大的经济体而言，保持经济平稳运行至关重要。要着力稳增长稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。”

12月6日的政治局会议也提出要突出做好“三稳”（稳增长、稳就业、稳物价）工作。我们在11月中旬外发年度展望报告中指出，疫情反复叠加金融周期下行，三大乘数效应导致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。因此从短期视角来看，扩内需势在必行。而明年在外需走弱的情况下，扩内需更加重要。

从中长期来看，在逆全球化的大背景下，扩内需是发挥大国规模优势的必然选择。规模经济对于一个国家的发展有不可替代的意义，从理论上来说，规模的扩大一方面可以带来生产成本的下降，另一方面可能创造更多新的产品和技术，进一步带动需求增长。在全球化的背景下，内需规模不足的国家/地区可以通过融入全球产业链获得规模优势，但是在地缘政治冲突、科技竞争加剧影响下，逆全球化趋势越发明显，全球产业链分工已经出现放缓的迹象，小国参与全球分工、享受全球范围内规模经济效应的能力受限。相反的，传统政治概念上的国家重要性上升，大国可以凭借自身规模积累更高的竞争优势。此外，大国更有能力支持知识型经济的初始高额投入和后续多维度创新的规模，在发展知识型经济上拥有更多天然优势。中国人口超过14亿，人均国内生产总值已经突破1.2万美元，是全球最有潜力的消费市场，是中国经济发展的重要支撑（参见中金研究院此前发表的报告 [《逆全球化下的规模经济新优势》](#)）。此前，中共中央、国务院也印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》<sup>1</sup>。

我们认为，为“提信心、扩内需”，周期性政策有望加码，结构性政策有望提速，兼顾短期增长与国家中长期发展战略。

货币政策方面，会议强调要精准有力，要保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。实际上，我们在关注总量货币政策的同时（普遍降准、降息），也要注意结构性货币政策的重要性上升。我们认为，在需求低迷的情况下，总量的货币政策效果可能打折扣，因为降准降息未必增加信贷需求，而直达性的结构性货币政策效果更加直

<sup>1</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content\\_5732067.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content_5732067.htm)

接，在内生需求偏弱的背景下，我们注意到今年政策性金融带来的信贷占比大幅提升。展望2023年，货币政策大致维持宽松，总量政策仍有空间，但是政策性金融的力度可能进一步加大。因此，会议公告在“扩内需”部分强调“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。”不过我们也要注意，如果疫情的影响显著减弱，经济内生动能大幅改善，货币政策宽松的空间可能收窄。

**积极的财政政策要加力提效。**会议指出，“将保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。”我们预计2023年预算内财政赤字率或提升至3.0-3.5%，而专项债优化或体现在可用作项目资本金比例增加、纳入更多可支持的领域等方面，新增专项债规模可能高于4.0万亿元。根据我们的估算，2022年广义财政收支缺口与上年GDP之比大概为8.8%，我们预计2023年这个比例可能上升。会议公告在扩内需部分指出“多渠道增加城乡居民收入”，“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。”我们预计2023年的基建投资增速可能略低于2022年的10-12%，全年有望在8-10%之间，而直达消费的政策力度也可能加大。

除了货币与财政等周期性政策，会议十分重视产业政策。在五大重点任务中，紧接着扩内需是加快建设现代化产业体系。我们认为，这个任务对于提振市场信心大有裨益，因为它既能促进短期增长，也能提高国家竞争力，提高潜在增长，一举多得。会议指出“围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系‘安全可靠’，确保国民经济循环畅通。”在具体产业领域，会议强调要“加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力。”“加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。”在中央经济工作会议这种统揽经济工作全局的会议上这么具体地提出需要支持的行业和技术，进一步突出产业政策的地位，后续大概率将会有具体政策落地。

产业政策方面对于市场普遍关注的数字经济和平台企业也做了重要表述。会议明确指出“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。”我们认为，数字经济是中国经济未来十年乃至更长时间内的一个重要驱动力。从经济学原理上来说，数据具有非竞争性、零边际成本带来的规模经济以及网络效应带来的范围经济这三种特殊属性，使得数字经济的生产效率提升潜能要高于传统经济。2022年3月，国务院金融稳定发展委员会专题会议也提出“通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力”。2022年4月，中央政治局会议提出“促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。2022年7月，中央政治局会议提出“推出一批平台经济‘绿灯’投资案例”。本次会议进一步增强了市场对数字经济与平台企业的信心。

关于产业政策，会议还强调“发展和安全并举”。我们在[《大国产业链》](#)报告中指出，传统产业政策的理论基础是新古典主义，注重提升效率，解决市场失灵问题。在大变局背景下，产业政策目的不再仅仅专注于效率，也更加重视安全，包括供应链安全、地缘政治、网络安全、贫富分化等问题，因此政府在产业政策方面的作用将提升，要重回政治经济学的思维。在疫情影响和地缘政治变局背景下，美国、欧盟均提出要增强本土供应链的韧性，使产业政策重回焦点。新冠疫情以来全球供应链经历了三轮冲击，加剧了疫情和地缘政治对世界经济的影响，也带来私人 and 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。

本次会议对传统产业的改造升级和战略性新兴产业的培育壮大都做出了部署，强调补短板，并在双碳转型中创造新的产业竞争力。会议提出了“科技-产业-金融”良性循环，我们认为这一方面对应了金融体系对于科技、产业的资金支持，另一方面也对应了科技、产业通过IPO等方式活跃资本市场。

会议还强调“科技政策要聚焦自立自强”。有力统筹教育、科技、人才工

作。布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。我们预计这方面的政策也将提速。

当然，为了“提信心、扩内需”，其他方面的任务与政策也很重要。比如，五大重点任务中的第三个是切实落实“两个毫不动摇”。会议指出“针对社会上对我们是否坚持‘两个毫不动摇’的不正确议论，必须亮明态度，毫不含糊。要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。”会议也强调“要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业家权益。”这对提振企业信心十分重要。

此外，会议指出明年经济工作的第四大任务更大力度吸引和利用外资，这对于提振外资的信心非常重要。会议指出“要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。”会议还强调“要落实好外资企业国民待遇，保障外资企业依法平等参与政府采购、招投标、标准制定，加大知识产权和外商投资合法权益的保护力度。”“要为外商来华从事贸易投资洽谈提供最大程度的便利，推动外资标志性项目落地建设。”**第五大任务“有效防范化解重大经济金融风险”将有助于提振市场对金融稳定的信心，尤其是房地产行业的信心。**会议强调要“确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。”我们在年度展望报告中也指出，疫情持续散发，叠加金融周期下行，房地产市场受到影响较其他行业的影响更大。上市开发商的主营业务现金流总体上出现萎缩，投资大幅下行。近期政策对房地产的支持力度已经加大，在“房住不炒”大方向不变的情况下，会议强调“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。”我们认为，政策持续发力的情况下，如果明年疫情影响显著下降，房地产有望逐步复苏。

至于其他政策，会议还指出“社会政策要兜牢民生底线。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置。”受疫

疫情影响，年轻人就业压力相对更大，今年7月，16-24岁人口调查失业率一度达到19.9%，比总体失业率高14.5个百分点<sup>2</sup>。一个原因是他们多数从事受疫情影响较大的服务业。其他经济体的经验也表明，经济下行时期，年轻人的失业率相对更高。

总之，我们认为“提信心、扩内需”是理解明年经济工作的重要思路。周期性政策与结构性政策有机结合，重质又重量，会议强调“加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。”这个思维还可以从会议的六个“统筹”可以看出来。一是“要更好统筹疫情防控和经济社会发展”，二是“要更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长”，三是“要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需”，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需。四是“要更好统筹经济政策和其他政策”，五是“要更好统筹国内循环和国际循环”，六是“要更好统筹当前和长远”。

我们认为，会议为明年经济工作制定了大方向，后续将紧密关注相关政策出台与执行。会议强调“敢担当，善作为，察实情，创造性抓好贯彻落实，努力实现明年经济发展主要预期目标，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效。”会议还指出“新班子要有新气象新作为，加强学习，成为行家里手、内行领导。”我们认为，周期性政策有望加码，结构性政策有望提速。虽然短期内疫情对经济的扰动加大，但经济增长将可能逐季复苏，全年经济增长有望达到5%以上。相应地，虽然短期内疫情仍将对资本市场产生扰动，但全年来看，如果后续疫情影响显著下降，风险资产将有望表现出色。

---

以上观点来自：2022年12月18日中金公司研究部已发布的《“提信心、扩内需”是主线 - 中央经济工作会议点评》

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

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

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

---

<sup>2</sup> [http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202208/t20220815\\_1887338.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202208/t20220815_1887338.html)

## 宏观专栏

### 充分发挥规模经济的新优势——扩大内需战略纲要点评

近日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》。逆全球化背景下，大国可以凭借自身规模积累更高的竞争优势，并更有能力支持知识型经济的高额投入和后续多维度创新的规模。要充分发挥内需的规模优势，一方面要通过分配与改革释放内需潜能，另一方面要通过创新提高供给质量。同时，不应把扩内需理解为封闭运行，高水平开放有助提升供给效率。

十四五规划和2035远景目标纲要及二十大报告中都提到“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”。扩内需纲要指出2035年目标是消费和投资规模再上新台阶，完整内需体系全面建立。“十四五”时期目标是促进消费投资，完善分配格局，提升供给质量，完善市场体系，畅通经济循环。抓手是消费全面促进和提质升级（传统、服务、新型和绿色消费），投资优化结构和拓展空间（制造业投资、重点领域补短板、新型基础设施基建）。供求两手抓，释放内需潜能（城乡区域协调、共同富裕、深化改革开放），提高供给质量，现代市场和流通体系衔接供需。

#### 大背景：充分发挥逆全球化下的规模经济优势

逆全球化背景下，内需的规模优势是中国发展的重要支撑。规模经济对于一个国家的发展有不可替代的意义，从理论上来说，规模扩大一方面可以带来生产成本的下降，另一方面可能创造更多新的产品和技术，进一步带动需求增长。

在全球化的背景下，内需规模不足的国家/地区可以通过融入全球产业链获得规模优势，但是在地缘政治冲突、科技竞争加剧影响下，逆全球化趋势越发明显，全球产业链分工已经出现放缓的迹象，小国参与全球分工、享受全球范围内规模经济效应的能力受限。相反的，传统政治概念上的国家重要性上升，大国可以凭借自身规模积累更高的竞争优势。此外，大国更有能力支持知识型经济的初始高额投入和后续多维度创新的规模，在发展知识型经济上拥有更多

天然优势。中国人口超过14亿，人均国内生产总值已经突破1.2万美元，是全球最有潜力的消费市场之一，是中国经济发展的重要支撑（参见中金研究院此前发表的报告 [《逆全球化下的规模经济新优势》](#)）。

**历史上三次扩内需，抓手不同。**刘鹤副总理在《把实施扩大内需战略同深化供给侧改革有机结合起来》<sup>3</sup>中指出，历史上看扩内需是“应对外部冲击、稳定经济的有效途径”。1998年亚洲金融危机后，党中央提出“立足扩大国内需求，加强基础设施建设”。2008年国际金融危机后，党中央提出“把扩大内需作为保增长的根本途径”。近年面临贸易摩擦和新冠疫情带来的逆全球化冲击，中央提出“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局。在卡莱斯基的四大增长模式中，出口、财政支持基建与刺激地产投资三个渠道日益举步维艰，未来内循环关键在于扩大消费。

**要充分发挥内需的规模优势，需要针对性解决现存的问题，并进一步完善体制机制。**从需求端来看，中国消费占GDP比例仍然不高，中国在货物贸易、制造业的规模上是全球第一，领先欧盟和美国，但是私人部门消费低于美国和欧盟。从供给端来看，中国规模优势在高精尖产品领域体现仍不充分，根据哈佛大学的一项研究<sup>4</sup>，在产品复杂度大于1.3或1.8的产品领域，中国在此类产品的净出口占比分别为13.0%和0.4%，大幅落后于德国的19.5%和5.2%，以及日本的21.6%和11.6%。中国接下来可能需要进一步破除外部性和垄断对发挥规模优势的限制，这样的制约因素包括收入分化、土地部门的拖累（土地部门过度挤占经济发展收益，对其它产业的发展具有负外部性<sup>5</sup>）和产融结合垄断（例如借助政府信用担保带来的便宜资金，低效的实体企业得以长期生存）等。

### 高质量供给带动需求

**扩大内需要提升供给质量。**我国中长期扩大内需面临有效供给能力不足的问题，需要从研发投入和人才两方面提升创新能力，从国家和区域两个层面构

<sup>3</sup> [http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-11/04/content\\_5724222.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-11/04/content_5724222.htm)

<sup>4</sup> Harvard ATLAS 7.0

<sup>5</sup> 彭文生：《渐行渐远的红利：寻找中国新平衡》，社会科学文献出版社，2013年。

建创新体系。

在研发投入上，我国的投入总量高、具备规模优势，但研发强度仍有提高空间，特别要弥补两块结构性短板——企业研发和基础研究。根据科技部的统计，我国当前的主要投入主体是企业，占比近80%<sup>6</sup>。从美德日三国历史看，政府在国家科技发展的瓶颈期、在高复杂度和长研发周期的产业上发挥了重要作用。当前中国除了让市场继续发挥创新主体的作用，必须重视政府的角色。

在人才基础上，根据OECD的数据，中国每千名劳动力中的研究人员数量仅为韩国的1/6、新加坡的1/5、美国、德国和日本的1/4，且略低于与人均GDP相适应的水平。未来，我国基础教育应该更加重视公平，高等教育可能更需要提升效率。人才引进上，不仅要关注人才引进的数量，也要重视人才留存、发展、信任等问题。

国家创新体系既包括依托于市场体系的企业、大学和政府的合作互动，又包括与创新相关的各项基础设施、政策制度和宏观环境等框架条件，是一个完整的创新生态系统，可以修正市场失灵，促进研发投入（R&D）和人力资本积累，保证创新的供给，同时也可以通过政策扩大甚至创造出对创新产品的需求。区域创新中心是国家创新体系的承载，涉及跨区域间的竞争与协同。借鉴德国创新集群的成功经验，我国可以提高国家区域创新政策的效率，包括明确政府与区域间分工、调动区域积极性、增强创新主体合作。

同时，不应把扩内需理解为封闭运行，内外循环要相互促进，非贸易部门的生产率通常低于贸易部门，高水平的开放，有助于企业参与国际市场竞争、促进效率提升、缩短技术差距，提升供给质量。

## 分配与改革释放内需潜能

### 全面促进消费

完善分配格局，可以释放内需潜能。消费作为典型的经济内生变量，其增长的最大支撑来自于居民收入水平的提高，尤其是边际消费倾向较高的农村群

<sup>6</sup> [http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2022-02/26/nw.D110000renmrb\\_20220226\\_2-02.htm](http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2022-02/26/nw.D110000renmrb_20220226_2-02.htm)

体、困难群体的收入改善。文件提出我国中长期扩大内需面临的堵点难点中，其中之一是“分配差距较大”。收入分配有三个层级，市场经济活动形成初次分配，财政税收制度安排是再分配或者说二次分配，即通过向高收入群体征税来提供公共品和转移支付给低收入群体。近年来，通过公益和慈善活动的三次分配也受到关注，但规模很小。一个基本共识是市场分配以效率为优先，二次分配注重公平。

**在初次分配中：**1) 破除劳动力市场的壁垒，保障劳动者权益，可以提高劳动收入占比。2) 金融方面，应在产融分开、分业经营的前提下，**构建双支柱金融体系**，通过银行系统发展普惠金融，通过资本市场支撑创新发展。3) **房地产回归民生保障**，走新发展模式，避免过度金融化。4) **数字经济**既要保护技术进步，也要重视对传统就业的冲击、新经济中的就业保障、隐私保护以及平台反垄断等问题。5) 全球化时代，“**数字移民**”成为劳动力参与全球分工的新的方式，对持续提升国民收入水平、改善收入分配有着重要含义。

**在再次分配中**，我国目前税收方面间接税占比高，支出中转移支付和社会保障等公共服务占比低，对扩大内需形成挑战。税收的公平原则要求税负与公民的收入成比例甚至累进税率，而间接税却具有累退性质。流转税的税基是消费，高收入群体的消费占其收入的比例低，低收入群体消费占其收入的比例高，使得流转税具有累退性质。这既不能帮助调节人群之间收入分配的差距，也不能平滑个人在经济周期的不同阶段的可支配收入的变化。改善财政支出结构要求增加转移支付、教育和医疗等公共服务和保障支出，降低固定资产投资支出。这是帮扶低收入群体，促进公平的一个重要方面，尤其是公共服务均等化有助于降低城乡差距和地区差距。

**具体举措上看**，着力改善农村和困难群体收入水平，促进收入收敛和消费潜力释放。缩小收入差距，重要举措就是实施乡村振兴战略、推动城乡协调发展，从而释放广大农村的消费潜力。12月14日，中办、国办联合印发《乡村振兴责任制实施办法》，强化考核监督，通过建立实绩考核、工作报告、督查、

监测评估等制度，确保全面推进乡村振兴各项任务落到实处<sup>7</sup>。在共同富裕方面，完善收入分配格局，“加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性”，通过财政直达最终消费的政策，精准支持困难群众，比如今年通过发放生活补贴、临时救助金等方式，保障困难群体的收入和消费水平。

**深化改革，完善促进消费的体制机制。**“消费体制机制不健全”亦是扩内需面临的堵点难点。早在2018年9月，中共中央、国务院印发《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》<sup>8</sup>，2019年建立完善促进消费体制机制部际联席会议制度<sup>9</sup>，都指向了消费机制体制的改革完善。本次文件更为聚焦，集中强调两个方面的体制机制：第一方面是对部分行业取消准入限制、放宽准入门槛，推进事业单位改革，这有助于扩大相关消费供给、提升质量和降低价格。第二方面是加强消费者权益保护，新型监管机制、惩罚性巨额赔偿制度等制度强化，有助于优化供给侧格局，实现优质龙头企业的市场地位提升。

**全方位多层次推动消费改善，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。**在具体消费领域，文件从传统消费、服务消费、新型消费、绿色低碳消费4个方面做了政策设计。其中，传统消费侧重于质量提升，比如吃穿消费提升品质、出行消费智慧建设等；服务消费重点提及文化旅游、养老育幼、医疗健康、教育、体育、家政等6方面，涵盖了文教娱等消费升级领域和养育医疗等基本服务；新型消费、绿色消费则是未来空间更大的消费增长点，尤其是数字技术融合带来的消费新品类、场景、业态，或将成为未来数字经济时代的消费新趋势。

### 优化投资结构

**扩内需离不开投资，需要发挥有效投资的关键作用。**纲要指出，要“聚焦关键领域和薄弱环节，努力增加制造业投资，加大重点领域补短板力度，系统布局新型基础设施”。

<sup>7</sup> [http://www.news.cn/politics/2022-12/14/c\\_1129206017.htm](http://www.news.cn/politics/2022-12/14/c_1129206017.htm)

<sup>8</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2018-09/20/content\\_5324109.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2018-09/20/content_5324109.htm)

<sup>9</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/content/2019-07/23/content\\_5413478.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2019-07/23/content_5413478.htm)

**制造业投资未来的重点**，主要围绕制造业转型升级即先进制造业投资，以及制造业技改投资。纲要指出将完善促进制造业发展的政策制度，强化用地、用能等要素保障，完善各类融资工具。

**在重点领域补短板投资方面**，纲要主要对交运、能源、水利、物流、生态环保和社会民生等基础设施建设做出相关规划，并在水利、物流、生态环保和社会民生领域推动城市向乡村的延伸覆盖，补齐短板，促进基本公共服务均等化。随着城市化进程放缓，相应的基建投资增速的中枢也有所下移，但基建在存量优化升级、短板补齐（如水利、民生、乡村振兴领域）等方面仍存在投资空间。

**新基建方面**主要涉及信息基础设施和融合类基础设施建设，当前我国5G基站完成基本覆盖，5G推广带来应用场景不断丰富完善，也将加速大数据、云计算、人工智能等发展，产业数字化的步伐也将提速，助力数字经济成长为中国经济高质量发展的新动能。

---

以上观点来自：2022年12月15日中金公司研究部已发布的《充分发挥规模经济的新优势——扩大内需战略纲要点评》

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

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

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

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

## 专题聚焦

### 消费复苏的路径——宏观行业联合研究

11月以来，防疫优化调整举措不断出台，消费复苏是大势所趋。未来消费复苏路径如何，哪些领域和标的可能更为受益？中金宏观联合行业推出联合专题报告，系统介绍我们对未来消费复苏的分析研判，以飨读者。

**宏观经济：**消费短期或有波折，复苏是大势所趋。看远一点，收入、消费倾向、超额储蓄三重因素叠加，释放消费反弹的“势能”：经济增长改善带动居民收入从偏弱状态向潜在增长水平回归；不确定性下降叠加消费场景修复，促进居民消费倾向回升；此前3年消费弹性下降积累的超额储蓄，或释放转化为消费。此外，促消费、稳地产政策，对居民消费也有提振。未来消费复苏过程中，商品和服务消费或将同步改善，此前受疫情压制的线下聚集型、接触型服务消费修复弹性更大。商品消费中，耐用品、可选品消费的恢复弹性可能更强，文娱、后地产、医疗相关商品亦有望改善。

**交通运输：**我们认为，短期航空出行需求仍然处于较低水平，随着疫情防控措施不断优化，积压的出行需求有望较快恢复，航空业有望形成供需差，体现较高的业绩弹性。中长期看，航空业供需和格局均较疫情前有所改善。国际出行需求也有望迎来恢复，利好机场业绩修复。

**旅游酒店及餐饮：**中长期空间可观；路径曲折向好。短期而言，冬季系病毒传染高发季，且消费者出行和消费意愿或需时间调整，旅游酒店及餐饮消费数据的恢复仍存一定压力，恢复路径或曲折向好。中长期而言，消费升级和对美好生活的向往仍是大势所趋，行业有望重拾增速。竞争格局上，多数龙头在疫情期间实现了一定程度的逆势扩店、提升了市场份额，并在压力测试下开源节流、磨练内功、为日后复苏蓄力。根据我们对部分社服公司常态化下业绩和目标市值的测算，基本面修复仍能支撑较为可观的股价弹性空间。

**轻工零售美妆：**2022年全国疫情多发、散发，影响居民消费意愿下降，医美、家居、传统零售等线下消费承压；美妆受益于较高的线上化率，受疫情影

响相对较小。短期看，疫情防控优化打开消费场景限制，随着促消费政策逐步实施，我们预计消费有望逐步复苏，基本面修复支撑业绩不断回暖。中长期看，中国消费行业“人、货、场”三大核心要素正迎来深远变革，推动新消费、新模式出现，轻工、零售、美妆各细分行业逐渐步入集中度提升的格局优化阶段，国货龙头公司凭借在品牌、产品、渠道、研发、生产等方面的综合竞争优势持续崛起。

**食品饮料：**在消费复苏进程中，短期表现或与长期略有不同。短期居家属性或依然维持，看好c端（非现饮）渗透率提升；中长期场景修复可带来更多业绩弹性。短期看，由于春节可能与病例峰值有重叠，白酒动销或在春节触底，但若春节返乡正常化，则行业可能好于悲观预期；大众品方面，居家囤货习惯或维持，非现饮消费场景阶段性仍较繁荣，利好c端渗透率提升的预制菜，以及非现饮展现量价齐升势头的啤酒。长期看，白酒依然延续结构性繁荣，头部酒企延续价位引领和扩容；大众品中，业绩弹性恢复顺序和力度与场景修复程度正相关，业绩修复顺序和力度能为门店类-餐饮相关-乳饮料的弱复苏，同时居民健康意识提升也会带来乳制品和保健品的业绩增长。

**纺织服装：**中长期而言，我国人均鞋服、珠宝消费对比发达国家仍有大幅提升空间，我们认为在中国庞大内需市场的支撑下，以及疫情后消费需求的强势复苏和回补下，鞋服、珠宝等品类的消费能力和消费意愿将得到释放。消费升级、国货崛起、科技创新三大中长期趋势明确：经济发展助推收入提升促进消费升级趋势推进；国产品牌研发及品牌形象积淀提升，国货崛起趋势显著；产品性能需求提升，科技创新成为品牌营运重点。复盘美国疫后鞋服消费表现，国内宏观环境更优、需求恢复弹性及速度可期；国内纺织服装行业库存压力较小、结构较优，有利于疫后快速调整恢复。

**家电及相关：**2020年以来，家电行业从经典时代逐步过渡至品牌出海、科技消费、产业跨界驱动的时代。2022年中国、欧美市场家电需求不景气，中国叠加地产周期的负面影响，欧美叠加去库存压力，行业表现不佳。展望2023年，地产政策放松、防疫政策优化促使中国市场有望走出低迷，欧美市场也有望走

出去库存周期。短期而言，家电国内外需求仍存在负面压力，但有望在2Q23迎来拐点。中长期来看，科技消费、品牌出海、产业跨界是三大趋势。伴随中国经济改善，科技消费为主题的新兴品类成长空间大；品牌出海不可逆，我们预计未来5-10年，中国家电品牌（包括自有品牌、并购的外资品牌）有望在全球成为主流。

---

以上观点来自：2022年12月12日中金公司研究部已发布的《消费复苏的路径——宏观行业联合研究》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988  
郭海燕 分析员 SAC 执证编号：S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935  
杨鑫，CFA 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553  
樊俊豪 分析员 SAC 执证编号：S0080513080004 SFC CE Ref: BDO986  
何伟 分析员 SAC 执证编号：S0080512010001 SFC CE Ref: BBH812  
王文丹 分析员 SAC 执证编号：S0080521050010 SFC CE Ref: BGA506  
林骥川 分析员 SAC 执证编号：S0080522080008 SFC CE Ref: BSY374  
林思婕 分析员 SAC 执证编号：S0080520080005 SFC CE Ref: BPI420  
段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004  
赵欣悦 分析员 SAC 执证编号：S0080518070009 SFC CE Ref: BNN872  
周悦琅 分析员 SAC 执证编号：S0080520030002 SFC CE Ref: BRF444  
曾令仪 分析员 SAC 执证编号：S0080521090002  
褚君 分析员 SAC 执证编号：S0080521080001 SFC CE Ref: BSO710  
惠普 分析员 SAC 执证编号：S0080522070022 SFC CE Ref: BSE005  
宋文慧 分析员 SAC 执证编号：S0080521070007 SFC CE Ref: BRH663  
杨润渤 联系人 SAC 执证编号：S0080121070235  
柴必成 联系人 SAC 执证编号：S0080121120072

## 专题聚焦

### 资本市场行业2023年展望：乘势而上

我们对资本市场板块进行定义：从功能视角来看，资本市场板块包括上游的财富管理机构（如券商/独立第三方及互联网平台）、中游的资产管理机构（公募基金/私募基金/保险资管/券商资管/信托等）、下游的资产创设机构（投行/私募股权等）和交易所，以及底层的交易及资本中介服务机构（以券商为主）、金融信息数据服务商/金融IT公司、资产托管/保管/外包服务机构等；从机构视角来看，资本市场板块主要包含证券公司、财富及资管机构、交易所、金融信息数据服务商四大类机构。

外部环境改善叠加内部转型深化下，我们认为资本市场板块有望迎来业绩及估值修复行情。当前A股/H股券商分别交易于1.34x/0.64x P/B (MRQ)、位于过去十年8.4%/历史5.4%分位数<sup>10</sup>，前期板块较弱的表现主要反映了内外围资本市场回调下、板块盈利及估值承压，以及市场对于潜在监管降费的担忧。往前看，当前板块估值仍处于低位水平，内生转型持续、叠加积极的宏观/行业政策下外部环境边际改善。

围绕资本市场服务实体经济和广大投资者、实现资源有效配置的核心功能，我们认为大投行及大财富业务能力领先的机构有望收获高速增长。

1) 券商投行业务在注册制改革深化背景下实现快速增长、2018-2022年A股IPO融资额CAGR超过40%，并带动综合业务能力提升、实现竞争格局优化；同时，境内市场更便利的退出渠道带动私募股权及跟投等泛投行业务的发展。往前看，我们认为全面注册制推进有望为泛投行业务竞争力突出及收入贡献较高的券商及创投机构提供更强估值催化。

2) 居民资产配置拐点背景下，财富管理及资产管理机构迎来重要机遇与变局。我们测算大财富及资管产业链收入有望由2021年1.6万亿元提升至2030年3.5万亿元，其中资产端权益占比料将显著提升、资金端居民增配资管品贡献

<sup>10</sup> 本段数据均截至2022年12月9日

重要增量，基于产业链收入规模大/占比高/增速快三个维度建议配置领先的第三方平台及特色券商。

资本市场呈现机构化、国际化、数字化的发展趋势，相应领域布局领先的机构具备更强的长期竞争力和增长动能。

1) 当前A股市场机构投资者交易占比已提升至近40%，券商以交易/投研/融资/托管/衍生品为代表的综合机构业务具备更高的竞争要求，呈现机构收入体量快速增长、头部券商马太效应突出的特点。

2) 高水平、制度型开放持续推进下，国际业务正成为资本市场行业中领先机构的新增长引擎，布局路径也逐渐由服务跨境需求为主走向服务海外本地市场。头部综合型券商正处于打造国际一流投行的海外战略投入期、中资互联网券商亦在加快全球化布局以打造第二成长曲线。

3) 对于传统金融机构而言，数字化转型已成为行业共识、更是业务实现跨越式发展的核心动力，投入持续及坚定的机构已逐步收获经营效率提升及业务模式创新。同时，金融信息数据服务厂商伴随资本市场发展迎来业务扩容期，具备前瞻战略、完善产品线、强大执行力的公司将脱颖而出。

从机构视角来看，我们定义资本市场板块包含证券公司、财富及资管机构、交易所、金融信息数据服务商等四类机构。我们认为，板块当前估值仍处于低位，宽松的外部政策环境、持续深化的市场改革、以及行业内生转型发展共振之下，估值及盈利修复有望持续；板块内部选股逻辑有望由过往的高beta主导演进为精选优质个股。

---

以上观点来自：2022年12月16日中金公司研究部已发布的《资本市场行业2023年展望：乘势而上》

蒲寒 分析员 SAC 执证编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

姚泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

樊优 分析员 SAC 执证编号：S0080522070009 SFC CE Ref: BRI789

黄月涵 分析员 SAC 执证编号：S0080522070005 SFC CE Ref: BRI225

于寒 联系人 SAC 执证编号：S0080121070324 SFC CE Ref: BSZ993

龚思匀 分析员 SAC 执证编号：S0080522110004

周东平 联系人 SAC 执证编号：S0080122090113

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.12.12 中国图说中国宏观周报：包机争订单对出口有一定积极作用
- 2022.12.12 联合解读：消费复苏的路径——宏观行业联合研究
- 2022.12.12 中国宏观专题报告：中阿合作，助力人民币国际化
- 2022.12.12 中国宏观热点速评：疫情影响伴随理财赎回 | 11月金融数据点评
- 2022.12.15 海外央行观察：加息放缓，但高利率或持续更久
- 2022.12.15 中国宏观简评：11月经济数据点评：近期疫情的影响上升
- 2022.12.15 中国宏观热点速评：充分发挥规模经济的新优势——扩大内需战略纲要点评
- 2022.12.16 联合解读：解读《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》与11月经济数据
- 2022.12.16 海外央行观察：欧央行：加息放缓，但态度偏鹰
- 2022.12.18 联合解读：中央经济工作会议对市场的含义
- 2022.12.18 中国宏观热点速评：“提信心、扩内需”是主线 - 中央经济工作会议点评

### 策略及大宗商品

- 2022.12.14 海外策略：11月通胀拐点进一步确认
- 2022.12.15 海外策略：12月FOMC：降速但未减量
- 2022.12.15 大宗商品：11月数据点评：从供需双面看疫情扰动
- 2022.12.15 大类资产观察：美联储加息放缓的资产启示
- 2022.12.17 主题策略：中概股追踪：中美审计监管合作新进展
- 2022.12.17 全球资金流向监测：南向重返流入
- 2022.12.17 大宗商品：农产品：软商品：基本面与宏观面博弈延续，内外走势或分化
- 2022.12.18 海外市场观察：美股能否实现“软着陆”？ 2022年12月12~18日
- 2022.12.18 A股策略周报：中央经济工作会议继续传递积极信号
- 2022.12.18 海外中资股策略周报：政策支持内需发力
- 2022.12.18 大宗商品：图说大宗：需求预期转好，静待基本面验证

### 固定收益

- 2022.12.12 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.12.12 简评：正海转债上市定价分析
- 2022.12.12 简评：近期银行资本债热点问题探讨
- 2022.12.12 简评：安徽合力转债投资价值分析

- 2022.12.13 简评：社融和M2增速差扩大，融资需求低迷，需求修复债市困局——11月金融数据点评
- 2022.12.13 中资美元债周报：新发冷清，地产美元债延续反弹
- 2022.12.13 简评：漱玉平民转债投资价值分析
- 2022.12.13 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
- 2022.12.13 简评：惠云转债上市定价分析
- 2022.12.14 专题研究：2021-2022年信用债违约后处置盘点
- 2022.12.14 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.12.15 招投标备忘录：国开债22年第14、20期增发——利率债招标分析
- 2022.12.15 简评：MLF放量，货币政策维持合理充裕，债市超调或迎修复——12月MLF续作点评
- 2022.12.15 简评：经济弱现实，可能校正债券的强预期超调——11月经济数据分析
- 2022.12.15 中国房地产债券月报：11月房地产债券月报：——政策密集出台后市场给予正向反馈
- 2022.12.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.12.15 招投标备忘录：贴现国债22年第75期新发，附息国债22年第15期续发——利率债招标分析
- 2022.12.17 简评：提质增效，经济修复性增长，勿忧通胀和利率回升——中央经济工作会议点评
- 2022.12.17 信用债收益率跟踪周报：收益率先上后下有所企稳，一级市场融资持续净流出
- 2022.12.18 专题研究：债市超调后，是否能修复？——中金债券市场调查2022年12月期

## 行业

- 2022.12.12 REITs：中证REITs指数即将发布：REITs市场体系进一步完善
- 2022.12.12 不动产与空间服务：11月房价、租金环比降幅均有所走阔
- 2022.12.12 汽车及零部件：周报：疫情扰动下11月乘用车产销承压；中沙氢能产业合作深化利好产业链
- 2022.12.12 金融：优选保险板块及金融科技弹性标的-非银周报
- 2022.12.12 主题研究：电新公用环保周报：看好中国市场12月电动车销量高增，风电行业景气兑现即将到来
- 2022.12.12 日常消费：周思考：防疫政策优化，消费有望逐渐复苏
- 2022.12.12 电力电气设备：美澳新增大储规划，国内项目加速并网
- 2022.12.12 家电及相关：从地产后周期角度看家电反弹机会
- 2022.12.12 机械：聚焦自动化景气回暖与新能源技术变革
- 2022.12.12 金融：优选保险板块及金融科技弹性标的-非银周报
- 2022.12.12 主题研究：电新公用环保周报：看好中国市场12月电动车销量高增，风电行业景气兑现即将到来

- 2022.12.12 日常消费：周思考：防疫政策优化，消费有望逐渐复苏
- 2022.12.12 电力电气设备：美澳新增大储规划，国内项目加速并网
- 2022.12.12 家电及相关：从地产后周期角度看家电反弹机会
- 2022.12.12 机械：聚焦自动化景气回暖与新能源技术变革
- 2022.12.12 机械：追光深度系列02：从0到1，光伏电镀铜蓄势待发
- 2022.12.12 物业管理：如何看待近期物企大股东减持事件
- 2022.12.12 传媒互联网：广告10月：短期磨底，部分可选消费赛道梯媒投放亮眼，关注政策优化后供需修复
- 2022.12.13 化工：POE月报：产业链高景气，看好国产化发展
- 2022.12.13 银行：11月社融信贷略低于预期
- 2022.12.13 不动产与空间服务：周报#321:12月以来新房销售环比基本走平
- 2022.12.13 传媒互联网：线上平台月报：时长继续增长，静待花开
- 2022.12.13 交通运输物流：物流赛道论（三）快运：高潜赛道，久久为功
- 2022.12.13 科技：科技：汽车智能化系列之汽车线束：汽车神经网络，国产替代趋势向上
- 2022.12.13 传媒互联网：数据月报：11月内容行业回暖，积极看好
- 2022.12.14 造纸：纸浆下落拐点提前到来，特纸弹性加速释放
- 2022.12.14 东南亚研究：印尼数字经济崛起
- 2022.12.14 轻工日化：11月印度进口环比回暖，出口保持良好增长
- 2022.12.15 建筑与工程：建筑央企小幅回调，低估值优势继续凸显
- 2022.12.15 不动产与空间服务：若推开商业地产REITs对权益市场有何影响
- 2022.12.15 科技：美国可控核聚变实验首次实现净能量增益
- 2022.12.15 农业：中金看海外公司 | 尤妮佳：因时制宜的宠物日企典范
- 2022.12.15 物业管理：如何合理评估物企盈利中枢与报表风险
- 2022.12.15 教育：加强教育数字化建设，构建高质量职业教育
- 2022.12.15 煤炭：煤炭2023年展望：供需趋于平衡，阶段性短缺仍在
- 2022.12.15 工业：中金氢能：中阿合作深化，产业链扬帆出海
- 2022.12.16 可选消费：11月社零同比-5.9%，防疫优化与扩内需政策助力消费后续逐步复苏
- 2022.12.16 软件及服务：扩大内需战略规划纲要中的数字化机遇
- 2022.12.16 不动产与空间服务：11月基本面仍疲弱，后市关注销售复苏节奏
- 2022.12.16 建筑与工程：11月投资数据：基建投资加速，对公中长期贷款持续同比多增
- 2022.12.16 煤炭：11月点评：需求偏弱，供给回升
- 2022.12.16 基础材料：11月点评：需求复苏存一定波折
- 2022.12.16 传媒互联网：11月电商数据：疫情持续干扰需求及履约端
- 2022.12.16 软件及服务：美股安全板块3季度复盘：业绩增长稳健，需求彰显韧性
- 2022.12.16 金融：资本市场行业2023年展望：乘势而上

- 2022.12.16 交通运输物流：广衍沃野，风日如春——再论现代物流发展规划下危险化学品水运板块的投资机遇
- 2022.12.16 造纸：造纸2023年展望：否极泰来，强者愈强
- 2022.12.16 传媒互联网：线上平台3Q22回顾与展望：黎明破晓
- 2022.12.16 传媒互联网：国有出版配置价值持续，大众出版静待复苏
- 2022.12.17 传媒互联网：互联网月报：边际改善后市场情绪持续修复
- 2022.12.17 金融：还原理财赎回压力，可以更积极一些？
- 2022.12.17 金融：零售银行还有估值溢价吗？
- 2022.12.17 建筑与工程：建筑与工程2023年展望：政策利好、需求向上，建筑估值弹性可期
- 2022.12.17 不动产与空间服务：评中央经济工作会议：以稳为主，供需并重
- 2022.12.17 医疗健康：防疫物资上下游存在业绩弹性，扩大内需战略纲要出台有望进一步激发长期增长潜力
- 2022.12.17 医疗健康：流通行业进入集约化发展时代
- 2022.12.17 传媒互联网：线上交易平台3Q22回顾与展望：收入端持续承压，拼多多一枝独秀
- 2022.12.18 有色金属：铝：需求预期迎来好转，贵州限电凸显供给脆弱性
- 2022.12.18 电力电气设备：电新周报：工控持续看好厂商韧性，动力电池新技术赋能alpha机会
- 2022.12.18 电力电气设备：电新周报：工控持续看好厂商韧性，动力电池新技术赋能alpha机会
- 2022.12.18 科技：科技硬件周报（12/16）：关注安卓品牌新机发布
- 2022.12.18 传媒互联网：周报：爱奇艺会员再次提价，关注内容产播常态化向好
- 2022.12.18 半导体：半导体周报（12/16）：明年设备市场或衰退
- 2022.12.18 可选消费：数说消费12月刊：扩大内需前景广阔
- 2022.12.18 家电及相关：中金电动车研究：从中央经济工作会议看电动车机遇
- 2022.12.18 有色金属：锂精矿拍卖价格回落 镍价持续高位震荡
- 2022.12.18 有色金属：稀土：需求回升预期强化，价格上行通道开启
- 2022.12.18 金融：发布2023资本市场行业展望-周报
- 2022.12.18 汽车及零部件：周报：政策积极指引，汽车产业持续受益
- 2022.12.18 传媒互联网：互联网周思考：进入阶段性盘整期

## **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