

# 研报精选

2022年6月26日 第77期

## 宏观专栏

### 新书序言：《迈向橄榄型社会》

文章认为，共同富裕是发展问题也是分配问题，在构建“两头小，中间大”的橄榄型社会的过程中，需要正确处理效率和公平的关系。社会不平等不会自动下降，关键在于公共政策的选择。

### 去金融化带来“成长”变局

报告认为，随着全球经济的供给约束增加、运营成本上升、滞胀风险加大，实物资产重要性相对上升，“去金融化”已在路上。新宏观范式下，全球成长型行业面临的挑战总体有所上升。中国货币政策仍有放松空间，经济动能转向科技创新，整体宏观环境对成长型行业较为友好。

## 专题聚焦

### 数字经济再迈一步 | 深改委会议点评

6月22日，深改委提出加快构建数据基础制度体系，强化大型支付平台企业监管。报告认为，这有望促进我国数字经济高质量发展，并有助于自上而下推进金融科技行业的有序整改、更好地服务实体经济。

### 百年变局中的在华外资企业

报告认为，全球环境变局下，当前中国在全球产业链中的地位依然强健。虽然外资仍是中国经济中的重要组成部分，但随着我国经济自主程度明显提高，需要客观看待外资企业在我国经济发展中的角色。

## 宏观专栏

### 新书序言：《迈向橄榄型社会》

百年不遇的新冠肺炎疫情促使人们重新审视人类社会面临的挑战。疫情暴露了经济体系存在的缺陷，比如产业链的脆弱性，也引发了对人和自然关系的反思，加大了绿色转型的动力。疫情防控得益于科技进步，凸显了知识和创新的重要性。这场公共卫生危机对经济的影响是非对称性的，低收入群体受到的冲击更大，全球范围内贫富分化问题更加受到重视。疫后世界面临的不仅是重启，也有如何重构、如何建立一个更好的社会的挑战。

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。继2021年《碳中和经济学》、2022年《创新：不灭的火炬》出版之后，中金研究院和中金公司研究部再次协同，联合撰写了本书。本书从共同富裕的目标与内涵、收入分配现状、市场机制、公共政策、投资含义等多个视角探讨未来发展的路径和可能面临的挑战。

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。人类社会的历史显示，贫富分化既非不可控制，不平等的下降也不会自动发生，关键还是看公共政策的选择。共同富裕作为目标应该没有人不同意，现实中应当采取什么样的政策操作则有争议。本文从宏观视角阐述对几个相关问题的思考。

### 新发展阶段的增长与公平

在新发展阶段，我们应当如何理解经济增长和共同富裕的关系？经济学思维对增长与不平等的关系有两极不同的观点。

一极的观点是不平等有利于经济增长，贫富差距有利于富人储蓄和投资，同时激励穷人努力工作。这曾是18—19世纪的主流观点，其较隐晦的表述是20世纪80年代开始的新自由主义，认为收入差距是市场竞争的必然结果，反映效率（能力）的差异，不应该人为改变。对富人征税转移给穷人，富人因为被征

税而工作的动力下降，穷人因为“不劳而获”工作动力也会下降，最终整个经济受损。这样的逻辑似乎有道理，但经不起推敲，其推论是让富人更富、穷人更穷，促进经济增长。

20世纪80年代为里根减税背书的供给学派是新自由主义的典型代表，认为降低所得税能激发私人部门的积极性，促进经济增长，税基扩大抵消税率下降的影响，使得总体税收上升。从实证分析来看，这个观点没有被后来的经济发展支持，减税后80年代美国财政赤字大幅上升。美国战后不平等下降时期的人均GDP(国内生产总值)增速比20世纪80年代以来不平等上升时期高0.8个百分点，至少说明战后前30年不平等的下降并没有阻碍经济增长。

另一极的观点是降低不平等有利于经济增长。比如提升公共品投入、进行基础设施建设有利于提升劳动生产率，比如对资本征税来提升儿童的学前教育和医疗保障投入，在降低不平等的同时，也有助于促进长期的人力资本积累和经济增长。但也不能由此得出结论，所有降低收入差距的政策都有利于经济增长，还要看经济所处的大环境和具体的措施。在新发展阶段，三个方面的变化值得关注。

第一，社会主要矛盾发生变化。改革开放以来，中国从计划经济转向市场经济，资源配置效率得到极大提升，经济快速增长，同时收入差距扩大，社会主要矛盾已经从“人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾”转化为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，现在更加重视共同富裕是新发展阶段的应有之义。过去40年，在自由主义思想主导下，全球贫富分化程度大幅上升，也引起社会和政治层面的反应，包容性增长成为一个焦点。

第二，经济增长模式在转变。之所以18—19世纪的主流观点认为贫富分化有利于经济增长，是因为古典经济学强调资本积累的重要性，给定人口，储蓄（投资）决定经济增长，而财富集中增加储蓄。现代经济是知识型经济，无形资产日益重要，创新是增长的主要来源。人类的技术进步历程显示，大部分颠覆性的创新来自众多的小企业，少数超级富豪的贡献有限。同时，政府通过提

供公共品（比如研发和教育投入）可以促进知识生产。随着中国的人口红利消退，劳动力和资本积累的贡献下降，增长将更多依靠技术进步。

第三，全球化在逆转。过去几十年，随着产业链分工的细化，全球贸易/GDP快速上升，新兴市场国家较低成本的劳动力和发达国家的资本结合，以中国为代表的亚洲国家大幅缩小了和发达国家的收入差距。在发达国家内部，中产阶级地位相对恶化，而富有阶层的财富大幅增加，已经引起贸易保护主义和反移民力量的反弹。疫情冲击、地缘政治尤其俄乌冲突加剧了逆全球化的动能。对中国来讲，逆全球化意味着，通过参与国际循环，实现劳动者收入与经济增长同步追赶发达国家的模式遇到阻力。

上述的内外部环境变化凸显了新发展阶段平衡增长与公平的重要性。事实上，两者可以是相辅相成而不是此消彼长的关系。一方面，经济增长的一部分转化为公共投资和公共服务，以及更多的转移支付，有利于提升低收入群体的福利；增长使得一个社会变得更慷慨，更容易接受支持低收入群体的社会政策，增长也使得低收入群体对收入差距的容忍增加。另一方面，指望经济发展到一定水平后不平等自动下降也不现实。关键还是看公共政策的选择。

## 迈向橄榄型社会的路径

在原始社会，人们以打猎为生，没有什么生产剩余，同时群居的规模小，组织机制的作用小，基本没有不平等。随着人们定居下来进行农业生产和家禽畜养，生产剩余出现，同时组织机制开始发挥作用，产权形成，不平等显现。一定程度的不平等是人类社会的自然现象，不可避免。问题是如果收入分配呈现金字塔型，则超出了社会能够容忍的程度。所谓共同富裕，就是要从金字塔型社会迈向橄榄型社会。

### 一、不平等的三个维度

一般来讲，不平等有三个维度：收入不平等、财富不平等、机会不平等。如何理解三者之间的关系？20世纪20年代美国金融资产价格飙升，当时的主流观点认为资产价格上升代表财富增加，1929年股市崩盘后财富消失，促使人们

寻找衡量真实财富创造的工具，由此发明了GDP的概念和统计体系，真实的财富创造需要生产商品和提供服务。在现代经济中财富代表的是对产出的索取权，和储蓄积累不一定是对应的关系。

20世纪80年代以来，世界范围内一个突出现象是以金融资产为代表的财富扩张的速度超过经济增速，财富/GDP上升。财富在各国的体现形式有差异，在美国股票市值/GDP显著增加，在中国更多是房地产市值/GDP比例上升。同时，财富的分布差距大大超过收入差距。把宏观的财富/GDP上升和财富占有的差异结合起来，对分配有两个含义：财富比收入更重要；继承比创造更重要，后者对年青一代来讲是机会不平等的一个体现。

财富增长是一个社会集体创造的过程，过程中机会是否平等也会影响到效率，机会平等的社会更有利于财富增长，教育公平则促进机会平等。过去40年西方国家贫富差距加大，同时人均GDP增速下降，可能与教育投资减少有关。在中国，有关共同富裕的讨论往往把城乡差距、地区差距、收入差距并列为三个突出的问题。三者相互关联，但不是同一回事。发展仍是中国的第一要务，缩小城乡和地区差距需要在发展中解决问题，比如新型城镇化和乡村振兴。同时，城乡和地区差距有体制和政策的因素，比如户籍和由此导致的教育等公共服务不均等，降低城乡和地区差距就是降低机会不平等。

## 二、衡量不平等

“不平等”或者“贫富分化”表达的意思清晰，但量化描述并不容易。基尼系数是一个常用的指标，衡量不平均分配的那部分收入占全体居民收入的比例，最大值为“1”，表示绝对不平均，100%的收入被一单位的个人占有；最小值是“0”，表示绝对平均。现实中基尼系数的值在0~1，国际上通常把0.4作为贫富差距的警戒线。过去40年，主要经济体的基尼系数都增加了，显示收入分配的恶化。按照统计局的数据，中国的收入基尼系数在过去几十年也上升了，虽然近几年有所下降，但仍处在较高的水平。

基尼系数的缺陷是不能显示分配不平衡在什么地方，对收入分布的不同百分位的比较可以提供更直观的指标，比如超级富有的人（前0.1%、前0.01%）

的财富和大部分人的比较，最低收入人群与大部分人的差距。收入分配的两极有不同的含义，最富有的人可能掌握足够的财富，对社会有较强控制力或影响力，而经济发展史显示极度贫困带来社会不稳定。根据巴黎经济学院的《世界不平等报告》(World Inequality Report)，在疫情冲击下，全球个人财富不平等增加，前0.01%的富豪占有的财富的比例从10.3%上升到11.1%，前1%的富人的财富占比则稳定，显示财富上升集中在最富有的极少数人。

### 三、市场分配与再分配

如何减少不平等？一个流行的说法是战争和革命在20世纪中叶降低了贫富差距。但不是所有的战争都降低了收入差距，而且因果关系也可能是极端贫富分化导致战争，并带来政策变化。全球化被认为是导致发达国家内部贫富分化的因素，但同样是开放型经济体，过去40年，美国、英国的贫富差距大幅扩大，而法国、瑞士的贫富分化缩小。法国经济学家托马斯·皮凯蒂曾提出贫富差距不是一个客观独立存在，最大的决定因素是经济、社会制度安排，后者反映社会主流思维的变化。现在，贫富分化再一次成为全球的关注点。

从分析的角度看，收入分配基本可以分为两个层级，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，但不同国家的侧重点不同。同样是市场经济，虽然美国的税收更具有累进性，二次分配的力度比欧洲大，但是欧洲的贫富差距反而较小。差别在于市场分配环节，比如战后德国建立了共同管理(Co-management)的公司治理机制，大型公司的董事会有工人的代表，占有一半的投票权，增强了工人的谈判地位。

### 准确理解市场的力量

美国和德国的例子说明市场经济并不是单一的模式，其运行受包括各国法律和政策在内的一些规则的约束。如何理解市场分配环节的作用机制？过去几十年的主流思维是新古典经济学的完美市场假设，基于完整信息，每个人理性

决策、充分竞争带来资源的有效配置，各生产要素比如土地、资本、劳动力按照其对生产的贡献分配收益。然而，现实中的市场不是教科书描述的这样完美，在一些方面资源配置既不有效也不公平，需要政策干预。

## 一、纠正外部性

有些市场经济活动具有外部性或外溢效应，即个体行为的效益或成本影响到和此项活动不相关联的人，如果此行为损害他人，行为主体不需要补偿受损人，如果此行为顺带让他人受益，行为主体也没有动力增加投入以满足他人，由此带来整体资源配置的效率比理想的水平低。小到噪声污染，大到金融风险，经济活动中有很多外部性的例子，一般认为市场有效是第一层次的，外部性是第二层次的，但有些外部性可能会影响全局。

一个突出例子是碳排放带来的气候问题，产生碳排放的经济活动的收益由个体获得，但气候变暖的危害由全球承担。纠正外部性需要世界范围的公共政策的干预，比如实施碳税或者碳排放权的交易，为碳排放创造一个价格(成本)。现实中，碳税或者碳交易价格有效发挥作用的关键是国际合作和协同。大气层累积的二氧化碳大部分由发达国家排放，现在要求所有国家一起减排，公平问题带来争议。如何平衡减排效率与公平，这是全球面临的挑战。

## 二、促进竞争

导致市场失灵的另一个因素是垄断和不正当竞争行为。市场势力(Market power)增加，既损害效率也不利于公平。首先是不利于创新，有市场势力的企业注重维持其市场地位，往往不愿从事对社会整体有利但颠覆其现有模式的创新。就分配而言，市场势力增加企业提升价格的能力，利润率相对于包括工资在内的生产成本增加。同时，有市场势力的企业可能通过非竞争条款减少相互间对劳动力需求的竞争，以达到降低工资的目的。美国过去20年劳动收入占比下降，资本回报占比上升，一个可能的解释就是有市场势力的企业的比例增加。

什么因素导致市场势力增加？首先，经济结构发生变化，服务业比重增加，

而服务业的可贸易性比制造业低，空间维度的竞争有限，服务不能储存（商品可以储存），减弱了跨期竞争。其次，数字产品的边际成本接近零，由此产生规模经济和范围经济效应，增加了平台企业的市场势力。数字技术使得有些服务业的可贸易性增加，比如远程医疗和教育，但这些服务往往和平台企业提供的应用程序（App）绑定在一起。最后，数字经济使得差异性定价成为可能，歧视性定价损害市场配置资源的效率。

在上述带有普遍意义的市场势力问题之外，中国的一个特殊现象是国有企业。国企大致可以分为两类：一类是公益类国企，职能主要是服务于国计民生、国家战略，也是解决市场失灵的一种方式；另一类主要活动在竞争性的商业领域，通过与其他市场主体竞争来创造经济价值。国有企业通常在政府补贴、融资优惠与便利、土地资源和矿产资产使用等方面拥有优势，有助于公益类国企更好地发挥服务国家战略的职能，但对于竞争性国企（包含公益类国企将业务延伸至竞争性领域）而言，则意味着不当竞争优势。例如，竞争性行业私营企业的杠杆率比国有企业低50%，但融资成本却显著高于国有企业。

针对这些问题，关键是落实政策部门近年来提出的竞争中性原则，基本要义是政府的行为对竞争性国企与其他企业之间的市场竞争的影响应该是中性的。竞争中性并不针对所有制，而是反对任何企业依靠歧视性政策获得不当竞争优势。此外，竞争中性原则仅适用于商业领域的竞争性国企，对主要从事非商业活动的公益类国企则不适用，竞争中性原则肯定国有企业在特定领域弥补市场缺陷的功能，强调基于其社会责任成本进行公允透明的补偿。

### 三、政治经济学

新古典经济学所说的市场有效配置资源，是以帕累托最优为标准的。如果经济中没有任何一个人可以在不使他人境况变差的同时改善自己的境况，就达到了资源配置的最优化，被称为帕累托最优效率。换句话说，如果一个人可以在不损害他人利益的同时改善自己的处境，就在资源配置方面实现了帕累托改进。新古典经济学强调客观科学，不带有政治观点，但帕累托最优原则本身内

含着一个特别强的政治观点，即接受既有的财富配置格局，而不问为什么有初始处境的差距。

现实中，市场行为或多或少地受不断演变的政治和社会伦理价值观的约束，市场运行遵循一些准则或者规则，价值观和公共政策扮演着重要角色。举几个例子，穷人自愿接受危险的工作，是不是市场行为或者帕累托最优？如果是，那童工呢？在工业革命早期，童工很普遍，当时被认为是正常的市场行为，后来在公共政策的干预下，雇用童工被认定为非法。有些影响别人决策的力量不一定是正当的市场竞争行为，比如使用明星等公众人物做广告来引导消费者的偏好，或者富有的群体对政治和政策施加比一般民众更大的影响力。

传统古典经济学有更浓厚的哲学和政治经济学色彩。从亚当·斯密的《国富论》开始，古典经济学把社会分为工人、资本家、土地所有者三个阶层，土地所有者靠土地收取租金并且通过奢侈消费浪费掉，工人劳动获得工资，资本家组织生产。经济增长需要减少土地租金，工资维持在生存水平，生产剩余用于投资。以贸易竞争（分工）替代抢占土地（战争）配置资源，由此市场机制成为最有效的提升生活水平的方式。就当下而言，发挥市场配置资源的作用也有政治经济学的视角，金融和创新经济是尤其值得重视的两个领域。

## 改善金融的结构

经济学对金融的经典描述是经济有投资需求，企业家有各种各样的带来正回报的投资机会，金融的角色是发现这些企业家，提供资金支持其项目投资。金融把储蓄有效转化为投资，支持经济增长。但过去40年，全球范围内资本开支/GDP基本稳定，而信贷/GDP持续上升，或者说信贷的单位产出下降了。与此同时，收入和财富差距显著扩大。在中国，过去20年房地产和信贷相辅相成，在金融周期的上行阶段，房地产价格和债务大幅扩张，对效率和公平都产生了不利影响。

贷款的获得有难有易、有先有后，先拿到贷款的行业占有先机，能够在价格相对低的时期扩大经营规模，购买资产，其资本所有者和从业人员的收入增长更快，而其他部门的实际收入则可能因为信贷扩张而下降。那么谁能够更优

先获得贷款呢？有政府信用担保和有地产作为抵押品的借款人占有优势，房地产行业因为拥有抵押品而最得益于信贷扩张。金融化赋予房企特殊的竞争优势，反向进入金融行业，通过控股金融牌照，借助交叉持股、关联交易、监管套利等手段，实现总资产的迅速扩张，积累了债务风险，损害经济的可持续增长。

房地产过度金融化也威胁民生和公平，加剧代际、城乡、地区之间的差距。住房供给结构不合理、公共住房供应不足，直接影响年青一代和中低收入人群的住房保障，也加剧了财富差距。一是代际差距，过去几十年最有赚钱能力的一代人占总人口比例高，他们的投资需求对地产泡沫有贡献，也最受益于房价上涨。二是城乡分化，城镇房地产价格的大幅上涨使得那些留在农村的人以及他们的下一代处在不利的地位。

发达国家的经验显示贫富分化反过来也促进债务（信用）扩张。收入分配差距导致中低收入阶层为了维持其消费水平而增加负债。公共政策面临社会压力，有所作为的一个方面是改善低收入群体的融资条件和金融服务。从宏观角度看，由于高收入人群的边际消费倾向低于低收入人群，财富差距扩大的结果是消费需求不足，金融在促进供求平衡中发挥了重要作用，为低收入群体提供信贷支持消费，但债务的扩张最终不可持续，甚至带来金融危机。

改善金融结构，更好地服务实体经济，既提升效率又促进公平。首先是建立房地产新发展模式，改善住房供给结构，增加保障性住房，通过房地产税等遏制房地产金融化。其次是促进产融分离、分业经营。2017年全国金融工作会议后，规范产业资本持有银行等金融机构股权的监管办法陆续推出，非金融机构金融控股公司监管框架逐渐形成，互联网金融监管得到加强。实体和金融之间实行产融分离、金融内部实行分业经营，有利于阻断政府信用担保从银行延伸到实体经济和资本市场，助力市场发挥配置资源的作用。

## 知识型经济

2021年8月，中央财经委员会第十次会议提出“要鼓励勤劳创新致富”。如何促进创新？传统的经济分析是基于私有产品，但知识/科学技术是公共品，有正外部性，科技创新的成果是社会的，投入是私人的，导致总体的创新投入

低于社会理想的水平。促进创新需要政府的研发投入，也需要吸引私人部门参与。创新需要承担风险，风险和收益的匹配不仅是分配，也是创新动力的问题。数字经济新模式和相关经济结构的变化尤其值得关注。

数字经济的一个重要特征是非竞争性，数据的复制和传输成本几乎是零，一个人的使用不影响其他人使用。零边际成本使得数字经济比传统经济更容易通过增加规模、扩张范围来提升效率。突出的载体是平台经济，有别于传统企业服务单边市场，平台企业服务双边甚至多边市场，形成一个连接包括生产者、消费者、研发者等在内的生态系统，提升了效率。

数据使用的非竞争性带来规模经济，但数据的产权有排他性，两者结合导致市场势力甚至垄断的能力。数字经济反垄断是各国监管部门面临的难题。一方面，平台企业往往跨产品跨市场补贴经营，使得传统的评判垄断的标准，比如是否提升消费价格、是否提升产品的市场份额等不再适用。另外，效率与公平之间有一个内在矛盾，数据规模越大，其个体的效率越高，但由此产生的市场势力可能有负外部性，影响经济整体的效率。

另一方面，数字经济的零边际成本特征意味着创新创业的门槛较低，先发优势企业想凭借累积的大数据固化市场势力并不容易，垄断和竞争是动态演变而不是静态固化的。反垄断应该着眼于消除和控制那些可能固化市场势力的力量，金融的作用是一个关键因素。金融是牌照经营，有政策设计的准入门槛，而且享受一定程度的政府信用担保，数字平台企业本身具备规模经济效应，数字平台和金融结合会固化市场势力，阻碍竞争。由此平台企业反垄断的关键是实行产融分离，严格风险隔离，防止监管套利。

技术进步包括数字经济的发展带来经济结构的变化。历史经验显示技术进步使得生产率低的部门的占比上升，这是因为随着进步部门劳动生产率提升，产量增加，而相关消费需求有限，导致剩余劳动力转移到效率低的部门。过去中国农村需要大量劳动力才能解决温饱问题，农业生产效率提升后剩余劳动力转移到制造业。制造业比如冰箱的生产效率提高后，剩余劳动力转移到服务业，服务业在经济中的占比上升。

技术进步带来的经济结构变化是合理的，但要关注一些可能的扭曲因素。作为生产要素，从土地到生产性资本再到数据，资源使用的竞争性越来越弱。中国作为人口大国，数字经济提升效率的潜力尤其大，而土地不可再生，资源投入只会导致价格上升，并不改善整体社会福祉。如果数字经济发展的收益被用来购买供给有限的土地，推升大城市的房地产价格，既损害创新也不利于公平。公共政策需要引导技术进步的收益投入教育、医疗等效率提升较慢但对社会有利的公共服务领域。

## 政府的边界

公共政策在市场经济中的角色可以归为两类，一类是通过法律、规则、政策规范市场主体在竞争中的行为，另一类是政府直接提供产品和服务，比如国防、研发、公共服务等。第一类是前述的政策在市场分配环节的作用；第二类是财政，其资金来源有税收和发债融资，属于二次分配。调节收入分配是财政的一项重要功能，同时财政可以起到自动稳定器和逆周期调节作用。财政运行可以提升效率，但也可能挤压市场主体；政府债务还有是否可持续，是否会带来长远损害的问题。发挥财政的功能促进共同富裕需要综合平衡以下几个维度。

### 一、改善收支结构

我国财税体制有三个特征：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，地方政府财政的规范机制不完善。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。

以间接税/流转税为主的税收制度，叠加财政支出中用于转移支付和社会保障的比例偏低，使得财政的自动稳定器功能弱。同时，地方政府的土地财政（实际是土地金融）具有明显的顺周期特征，不仅没有发挥自动稳定器作用，反而放大了经济和金融的顺周期波动。因为财政机制缺少自动稳定器功能，甚至有顺周期的倾向，财政政策的积极部分对平滑经济的周期波动更显重要，而

且只能通过固定资产投资来进行。这是为什么基建和房地产投资一直是中国宏观政策逆周期操作的主要载体，虽然对短期稳增长有利，但损害长远的效率。

在直接税中，企业所得税占比高、不动产等财产税占比低，也对经济产生扭曲的影响。发达国家的经验显示，不动产和其他财产税对就业、人力资本投资、创新等产生的负面影响较小。党的十八届三中全会确立的财政税收体制改革方案提出降低间接税，增加直接税。这涉及降低间接税税率，引入新的直接税税种，扩大直接税税基或提高直接税税率。从提高直接税比重看，所得税调整的空间有限，个人所得税改革将所得分类计税改为综合计税，大方向是减税而不是增税，企业所得税率已经不低。未来提高直接税的主要方式就落在了财产类税，包括房地产税和遗产税、资本利得税等。

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，降低阶层固化风险，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。同时，在知识经济日益重要的今天，增加研发等无形资产投资支出对私人企业产生正向的外溢效应，提升整体的生产效率；育儿和早期教育投入有利于提升未来劳动力的技能、竞争力和生产力。

## 二、重视公共债务的作用

在改善收支结构之外，公共债务是财政发挥调节经济的功能的重要方面。在经济周期下行或者经济遇到重大冲击时，财政可以通过举债来减税和增加转移支付，以促进总需求增长。应对百年一遇的疫情冲击，政府增加债务来支持受影响的企业和个人，既是社会保险功能的体现，也有助于防止经济陷入“休克”、损害增长潜力。对政府债务的一个常见的担心是其规模过大、不可持续、不利于长远的经济发展。

分析债务可持续性的一个宏观视角是比较国债利率( $i$ )和经济增长率( $g$ )，前者是财政的融资成本，后者代表税基的增长，如果 $i < g$ ，则给定的债务规模在未来收敛，或者说债务是动态有效的。历史经验显示，对于大部分国家来讲，融资成本小于经济增长率，中国也不例外。同时，有研究显示资本回报率( $R$ )，

即 $i$ 和风险溢价之和，大于经济增长率，导致劳动收入占比下降，是收入差距扩大的重要原因。

如果政府债务促进长远的经济增长（ $g$ ），同时降低整个社会的风险溢价，既促进效率又有利公平。比较明显的例子包括政府部门增加市场无法有效提供的公共品，比如教育、医疗、基础研究等。面对人口老龄化问题，公共部门增加债务用于鼓励生育，降低育儿负担，由此增加的小孩20年后成为劳动力，带来的经济增长可以还债。

另一个例子是规范财政机制以降低风险溢价，降低不正常的高资本回报率。我国国债和地方债的发行利率约为3%，而城投公司债的发行利率则高达8%~10%。较大的利差凸显了现有借贷机制安排的低效率，中央政府对地方政府的“隐性”担保使得投资者获得了超额回报，即超出与其实际承担的风险相匹配的收益。把隐性转为显性的政府债务，可以有效降低融资成本，促进效率和公平。

综上所述，平衡效率和公平是经济学和公共政策关注的永恒话题，人们在很多问题的认识上可以说是见仁见智，争议比较大。在撰写过程中，我们注重问题导向，力图客观分析，但受限于我们的能力，偏差和错漏难免。本书是我们研究新发展理念的另一努力，希望能够对促进相关公共政策的研讨有所助益。

---

以上观点来自：2022年6月21日中金研究院已发布的《新书序言：《迈向橄榄型社会》》

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

## 宏观专栏

### 去金融化带来“成长”变局

新冠疫情之前，全球宏观经济的一个显著特征是“三低”：低增长、低通胀、低利率。宽松的货币政策拉低了无风险利率，推升了各类资产价格，但这种利于金融资产的全球宏观背景正在发生根本性的变化。过去两年发生的新冠疫情和今年以来的俄乌冲突作为外部冲击，加速了经济结构的转变，我们很有可能正在见证一个宏观范式的更迭。人口老龄化、绿色转型、全球产业链重组以及正在下降的和平红利等，都意味着全球经济的供给约束增加、运营成本上升、滞胀风险加大，导致“三低”宏观环境不再。与此相对应的是，实物资产重要性相对上升，而金融资产重要性相对下降，“去金融化”已经在路上。宏观大变局对资本市场有何影响，以及“去金融化”大环境下各类资产价格将如何变化，是市场非常关心的话题。

伴随“三低”环境的是“成长风格”的黄金年代，但在新宏观范式下，**全球成长行业面临的挑战总体上有所上升**。一是全球成长特色的行业曾受益于股本成本下降，但这种红利可能会逐步消退，压低成长估值；二是通胀中枢上升，利于实体资产，压制风格间的盈利分化；三是全球财政政策重要性上升，叠加监管趋严，成长风格享受的政策环境也随之发生变化。不过，新宏观范式下，**也有一些因素继续支撑成长行业**。一方面，在供给约束和“科技战”、“碳中和”的背景下，科技创新的重要性更加突出，意味着数字经济、高新制造等行业仍然有较大的增长空间。另一方面，未来宏观波动加大，盈利确定性更加珍贵。而成长型公司的成长属性使其收入相对而言更能跨越周期，在更大的宏观波动环境下也能受益。

随着中国资本市场的开放以及科技公司陆续在海外上市，中国成长型公司一定程度上受海外投资者的影响，在过去几年也曾受益于海外宽松的流动性环境。作为过去世界经济全球化的重要参与者，中国同样也面临全球经济结构变化所带来的制约与挑战。但与海外相比，**中国的宏观环境对成长型行业可能相对更为友好**。首先，我国处于金融周期下半场，宏观层面上体现为房地产市场

下行压力加大、信用扩张放缓，去杠杆尚未结束。在这样的背景下，实体部门降低投资和消费会给经济带来下行压力，过剩储蓄压制均衡利率。虽然全球供给约束也会推升中国通胀带，但我国名义利率中枢的上行压力仍低于海外。其次，在“紧信用，松货币，宽财政”的政策组合下，货币政策相对于海外仍有进一步放松的空间。信用相对收紧、货币维持相对宽松的金融条件，加之财政发力边际上向民生、公共服务、新基建倾斜，更有利于中国科技行业和消费行业（中国成长风格的两个主要方向）。此外，在金融周期下半场，中国步入“后地产时代”，金融周期上半场受到挤压的行业发展空间加大，新的经济动能转向科技创新。从海外经验看，美日等经济体的“后地产时代”均出现了科技、汽车等偏成长型行业领跑的局面。除此之外，随着中国资本市场改革继续深化，市场机制更加完善，中国股权风险溢价仍有下降空间，降低股本成本。

在“去金融化”的趋势下，可以提高对降低成本、增加稳定性的成长特色领域的关注。面对通胀抬升，不确定性加大的新宏观经济范式，叠加逆全球化、地缘冲突、新冠疫情等挑战，提高“安全性”和“稳定性”已成为全球范围内的一种结构性趋势。未来成长投资的一个方向是聚焦于能帮助企业应对供给冲击、提高稳定性的方面，例如加强能源安全、供应链安全、数字安全等领域。对于中国而言，结构性投资机会则还包括自动化、企业出海、消费和产业升级等方向。

---

以上观点来自：2022年6月21日中金公司研究部已发布的《去金融化带来“成长”变局》

袁梦园 SAC 执证编号：S0080122010023

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

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

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

## 专题聚焦

### 数字经济再迈一步 | 深改委会议点评

2022年6月22日，中央全面深化改革委员会第二十六次会议（以下简称会议）审议通过了《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》、《关于加强和改进行政区划工作的意见》、《关于开展科技人才评价改革试点的工作方案》、《强化大型支付平台企业监管促进支付和金融科技规范健康发展工作方案》。我们对此简评如下。

**（1）会议提出“推进数据产权、流通交易、收益分配、安全治理，加快构建数据基础制度体系”。**在产权制度方面，一是推进公共数据、企业数据、个人数据分类分级确权授权使用；二是建立数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权等分置的产权运行机制；三是健全数据要素权益保护制度。在数据要素流通和交易方面，要完善数据全流程合规和监管规则体系，建设规范的数据交易市场。在数据要素收益分配制度方面，要建立体现效率、促进公平的制度。在数据安全治理方面，要构建政府、企业、社会多方协同治理模式。

我们认为，我国数据要素制度体系建设有望加快。2020年4月，《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次提出将数据作为生产要素，与土地、劳动力、资本、技术并列，并提出“根据数据性质完善产权性质”。此后，我国在2021年6月通过了《中华人民共和国数据安全法》，在2021年8月通过了《中华人民共和国个人信息保护法》，为保护数据要素建立了法律基础。2022年1月，《“十四五”数字经济发展规划》提出，数字经济是以数据资源为关键要素，促进公平与效率更加统一的新经济形态。此次会议进一步强调了数据产权、流通交易、收益分配、安全治理等方面内容，有望加快数据要素制度体系建设。此次会议充分肯定了数据作为新生产要素的重要意义，也指出我国独有的规模优势，为保障新型生产要素更好的发挥作用，势必需要更健全的监管机制，来维护国家数据安全、保护个人信息和商业秘密、完善和规范市场，促进数据的高效使用。此前部分新兴领域的发展过程中曾出现过行业先行，监管跟上的现象，但在数据领域，需要把监管工作贯穿在行业的发展过程中。

数据要素的制度体系建设将促进我国数字经济发展。与土地、资本、劳动力相比，数据具有：（1）非竞争性，即一个个体使用数据不妨碍另一个体使用；（2）零边际成本，即数据的复制成本很低，接近于零；（3）正外部性，即随着数据量增大，数据的边际价值增加。数据要素的这些特点使得数字经济具有规模效应和范围效应。数据要素的制度体系建设将更有助于发挥数据要素的这些特点，促进数字经济的高质量发展。

（2）深改委会议审议通过《强化大型支付平台企业监管 促进支付和金融科技规范健康发展工作方案》，有助于自上而下推进金融科技行业的有序整改、更好地服务于实体经济发展。此前一行两会等金融监管部门针对互联网存贷款、保险、证券、基金等业务已相继出台政策，补足监管空白。在此基础上，本次《工作方案》高屋建瓴地明确了针对大型支付平台下一步的规范发展和整改方向，有助于金融监管部门执法更好地有的放矢。

（3）会议提出分类、多维开展科技人才评价改革试点。会议审议通过了《关于开展科技人才评价改革试点的工作方案》，提出“按照承担国家重大攻关任务以及基础研究、应用研究和技术开发、社会公益研究等分类进行人才评价，从构建符合科研活动特点的评价指标、创新评价方式、完善用人单位内部制度建设等方面提出试点任务”。这是贯彻《十四五规划》和总书记在中央人才工作会议的具体措施，“要完善人才评价体系，加快建立以创新价值、能力、贡献为导向的人才评价体系，形成并实施有利于科技人才潜心研究和创新的评价体系”。我们认为分类、多维的科技人才评价体系有助于提升不同类型科研人员的创新激励，在中长期内提升中国科研产出和创新效率。

---

以上观点来自：2022年6月23日中金公司研究部已发布的《数字经济再迈一步 | 深改委会议点评》

黄亚东 SAC 执证编号：S0080121080127

白洋 SAC 执证编号：S0080520110002 SFC CE Ref: BGN055

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

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

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

## 专题聚焦

### 百年变局中的在华外资企业

近年疫情及国际环境的变化，引发了投资者对在华外资企业的关注。在本文中，我们着重梳理当前外资企业的经营情况以及投资者较为关心的几个问题。

► **近年外资在华整体情况：贸易摩擦和疫情影响消化后，对华投资逆势回升。**2018年来，受国际贸易环境、地缘局势、疫情等影响，全球FDI总规模下降，中国的FDI流入也曾一度小幅回落；但2020年以来，中国实际使用外资逆势抬升，占全球比例升至15%，仅次于美国位居全球第二。主要国家商会的调查情况显示，2021年外资企业在华经营情况整体维持向好态势：1）中美商会调查显示，2018~2020年美国在华企业中，“认为业务营收向好”的占比有所回落，但2021年明显回升。2）2021年，欧盟在华企业对于转移在华投资的意愿降到历史最低（9%）。3）从上市企业的维度来看，全球主要跨国上市企业在中国的营收从2019年的1.89万亿美元上升至2021年的2.3万亿美元，美国、欧盟、日本等主要投资地的投资收入也呈现不同程度的提升。同时，在华有业务的外资企业相对于其他海外龙头企业也展现出了更好的财务状况。4）从结构上看，外资企业也正在顺应中国的经济发展转型和战略变化，例如在中德商会调查中，外资企业对于电子、汽车行业的未来投资计划明显较其他行业更为积极。

► **当下外资企业继续投资中国的意愿：外资对中国的商业前景仍保持乐观。**基于各主要商会的调查数据，我们认为国际环境和疫情等因素并未扭转外资投资中国的趋势，外资企业对于中国商业前景持乐观态度的居多：1）中英商会调查显示，虽然疫情之后“对于下一年商业前景持乐观态度”的企业比例一度出现下降，但2021年这一比例出现回升，从2020年的49%增加到52%；在中美商会调查中，则有81%的企业认为2022年收入有望相比2021年实现正增长。2）当前仍然有接近2/3的美资和英资企业认为中国是其未来前三大的投资目的地。3）在华外企并未计划大幅撤离中国，在已经计划转移产业的公司中，也大多是将业务向其他发展中市场扩张，我们认为这意味着大部分计划转移的产能可能仍然是技术含量相对较低的产业。

► **中国对外资的吸引力：全球环境变局下，当下中国在全球产业链中的地位依然强健。**在2020年发布的《产业链会移出中国吗？》中，我们认为中国具有四大产业优势：大内需市场，大、长、全的产业链，完备的基建设施，以及人才红利。当下来看，上述优势继续存在且可能有所扩大：中国仍然是全球少数同时具备大体量和较高增长的经济体，规模较大的消费市场和占比持续提升的中产阶级对外资企业具备持续吸引力；中国产业链的完备性和韧性在疫情期间凸显出较为明显的比较优势；“数字经济”等新基建和传统基建的持续投入有望进一步加强基础设施的产业支持作用；政策对科技创新的重视有助于强化人才红利。

与此同时，在跨国企业较为关注的几个影响在华投资决策的因素上，中国近年也均有不同程度的改善：1）中国稳定的金融系统使得投资中国相比其他（特别是新兴市场）面临的汇兑损益风险暴露更小，同时资金跨境的便利度也有明显提升。2）当前中国法律监管体系持续完善，且对外资持鼓励态度，监管限制连续多年放宽，对于知识产权、数据安全等方面的法律法规也逐渐健全，整体监管环境有助于提升投资吸引力。3）疫情对于全球供应链的影响仍存，中国供应链的韧性凸显。4）外企普遍认为我国整体营商环境有所改善，对腐败风险担忧明显降低。5）虽然我国本土企业的竞争力提升、低附加值产业劳动力价格上升，但我们认为这是良性竞争的体现；另一方面，从HHI等全市场指标看，中国市场也正变得更加开放。

► **外资未来对中国的经济发展的潜在影响：**一方面，当前我国经济自主程度明显提高，外资虽仍是中国经济中的重要组成部分，但需要客观看待外资企业在我国经济发展中的角色。外资引入曾为我国储备外汇、维持国际收支平衡做出重要贡献，对于我国城镇居民的就业也一度贡献达到7.7%；高新技术企业中，外资企业的占比曾经高达40%，先进外企的进入带动产业链上下游的快速发展。从利润份额、就业人数、城镇就业人员贡献、高新技术企业数量、纳税额、出口贸易占比、贸易顺差占比等贡献度来看，当前外资企业的重要性仍然较高。然而，近年来中国经济结构优化、企业竞争力持续提高、国际地位有所

提升；随着本土企业和机构的成长，整体中国经济对于外资的依赖程度在逐渐下降。

另一方面，外资企业在华的变迁与中国产业的发展阶段相适应，未来在华外企可能也会逐渐经历结构调整。中国从初期“以市场换技术”方式吸引外资来华，到逐步因为高性价比的生产能力成为全球贸易中的重要一环，再到因独特的产业优势成为高端科技制造企业的“全球工厂”，工业体系和经济实力不断成长、发展。而本土品牌的崛起、我国人均收入水平的提高和经济结构的调整，可能会对未来外资企业带来结构性影响，重点关注以下三个方向：1) 更全：对于中国产业链中尚为薄弱的环节，外资的引入可能仍然较为关键，通过溢出效应等配合补全产业链关键环节仍是未来继续值得关注的方向，相应经验如手机、汽车等领域；2) 更精：对于具有先进技术的外资的引进可能继续保持活跃，在“专精特新”等高精尖科技和制造领域的互相学习、合作研发也将继续；3) 更具全球使命感：作为全球经济的重要参与者，中国可能也需要更积极地参与全球事务，例如加大对“碳中和”方面的相关投资，以及在引入企业的过程中加强ESG等标准的筛选等。

---

以上观点来自：2022年6月20中金公司研究部已发布的《百年变局中的在华外资企业》

何璐 SAC 执证编号：S0080522010001 SFC CE Ref: BQB821

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

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2022.6.21 中国宏观专题报告：去金融化带来“成长”变局
- 2022.6.23 中国宏观热点速评：数字经济再迈一步 | 深改委会议点评
- 2022.6.25 其他宏观专题报告：财政“复辟”改变资产定价——去金融化系列研究之二

### 策略及大宗商品

- 2022.6.20 主题策略：百年变局中的在华外资企业
- 2022.6.20 老外看中国：跨国公司如何看待疫情和供应链影响？ 1Q22跨国公司中国业务总结
- 2022.6.21 大宗商品：黑色系大跌后，市场下一个平衡点在哪？
- 2022.6.23 碳中和双周报：“碳”策中国（18）：适应气候变化战略2035出台 6月9日~6月22日
- 2022.6.25 全球资金流向监测：外资流入收窄，南北向流入放缓
- 2022.6.25 大宗商品：铜价或仍有跌幅，铝成本支撑有效
- 2022.6.25 大宗商品：生猪：供给扰动难阻新周期向上
- 2022.6.26 海外市场观察：衰退风险与美股熊市的历史关系 2022年6月20~26日
- 2022.6.26 中国策略简评：个人养老金基金业务制度初步落地，资本市场“长钱入市”稳步推进
- 2022.6.26 海外中资股策略周报：港股将延续震荡上行
- 2022.6.26 A股策略周报：关注上游价格下跌影响

### 固定收益

- 2022.6.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.6.20 专题研究：财务状况走弱，国企表现更佳 —— 基础设施发行人近况几何
- 2022.6.20 中资美元债周报：一级发行锐减，二级市场承压
- 2022.6.20 招投标备忘录：国开债22年第2、4、6、8期增发——利率债招标分析
- 2022.6.21 招投标备忘录：国开债22年第18、19期新发，附息国债22年第10、11期续发，农发债22年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2022.6.21 简评：国开行双向含权债发行，创新带来机会 —— 国开行重启可回售债券发行简评
- 2022.6.22 简评：新疆天业转债投资价值分析
- 2022.6.22 债市动态跟踪：银行负债增速扩张快于资产端，债券配置增速续创新高 —— 机构负债端跟踪2022年6月月报
- 2022.6.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2022.6.23 招投标备忘录：贴现国开债22年第10期新发，国开债22年第10、14期增发——利率债招标分析
- 2022.6.23 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.6.23 简评：境内机构配置力度明显回升，境外机构延续减持 ——2022年5月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2022.6.23 招投标备忘录：贴现国债22年第29期新发，附息国债22年第13期新发——利率债招标分析
- 2022.6.25 专题研究：周期高点已过，分化如何演绎 ——化工行业发行人近况几何
- 2022.6.25 信用债收益率跟踪周报：一级发行量维持高位，二级收益率有所分化
- 2022.6.25 中国利率策略周报：路演感受：历史经验和新环境的博弈

## 行业

- 2022.6.20 日常消费：食品饮料2H22投资策略：高端白酒稳健，大众品关注疫后消费场景复苏
- 2022.6.20 家电及相关：中金看海外公司 | GE百年复盘，多元化楷模到分拆
- 2022.6.20 传媒互联网：618电商回顾：直播电商超预期，消费复苏仍待观察
- 2022.6.20 科技：科技硬件周报（6/17）：看好车用功率器件高景气度
- 2022.6.20 传媒互联网：周报：电竞工委成立，优酷视频首次提价
- 2022.6.20 交通运输物流：5月快递量恢复，上市公司单价继续提升
- 2022.6.20 化工：疫情逐渐缓解，关注TDI、粘胶等高弹性品种——6月化工月度数据跟踪
- 2022.6.20 软件及服务：中国软实力系列追踪：华为伙伴暨开发者大会动态回顾
- 2022.6.20 日常消费：周思考：白酒受益疫后消费复苏与稳增长政策；大众品关注需求回暖标的
- 2022.6.20 交通运输物流：航空：疫情趋于缓和，5月供需环比回升
- 2022.6.20 银行：【理财月刊】预计机构规模增长呈现分化
- 2022.6.20 节能环保：深化减污降碳协同增效，助推行业扩容高质量发展
- 2022.6.20 航空航天科技：成长与改革红利释放，板块当前性价比较高
- 2022.6.20 金融：疫情对线上金融活动有哪些影响？——2022年1-5月金融App数据追踪
- 2022.6.20 家电及相关：618新品类需求回暖，消费补贴继续推进
- 2022.6.20 主题研究：通威电池片报价上涨，国内光伏装机超预期
- 2022.6.20 新能源汽车：新能源月度观察：5月国内新能源产销超预期，看好高景气度持续
- 2022.6.20 元宇宙系列研究：元宇宙系列之云端渲染：云端算力筑基，渲染折射虚实世界
- 2022.6.21 建材：不利因素短期出尽，长期坦途逐渐显现
- 2022.6.21 可选消费：美妆618复盘：分化加剧，龙头领跑
- 2022.6.21 物业管理：年初至今经营有所承压但具备一定韧性

- 2022.6.21 电力电气设备：美国Q1电网侧储能装机超2GWh，光伏关税豁免有望修复全年装机预期
- 2022.6.21 金融：数字金融月报：东方财富/中国人寿寿险MAU同比增幅领跑千万级用户金融App
- 2022.6.21 不动产与空间服务：周报#297：新房销售连续五周同环比回升
- 2022.6.21 银行：金融活动见底回升
- 2022.6.21 半导体：中金看海外公司 | Navitas：聚焦氮化镓功率IC，多元高景气下游驱动业绩增长
- 2022.6.21 汽车及零部件：麒麟电池技术发布，第一轮新能源汽车下乡正式启动
- 2022.6.21 电力电气设备：光伏5月数据：疫情影响解除，国内外需求数字反弹亮眼
- 2022.6.21 机械：Tesla Optimus推出在即，智能机器人时代可期
- 2022.6.21 交通运输物流：2H22策略：关注三大背景下四类投资机会
- 2022.6.22 博彩及奢侈品：澳门博彩法获立法会通过，行业格局渐明，下一步启动牌照竞投流程
- 2022.6.22 博彩及奢侈品：奢侈品月报：2022年5月
- 2022.6.22 金融：十大视角解密中国“新生代基民”用户画像
- 2022.6.22 工业：数码印花行业：产品降本路径清晰，设备渗透率加速提升
- 2022.6.23 金融：中金看海外公司 | KAMCO：韩国政策性AMC之启示
- 2022.6.23 机械：光伏产业扩产继续加码，设备公司有望受益
- 2022.6.23 不动产与空间服务：2022年首轮土拍：提质缩量，龙头争先
- 2022.6.23 非酒类食品饮料：乳制品系列报告二：鲜奶——以外鉴中，未来何去何从？
- 2022.6.24 主题研究：从“麒麟电池”看动力电池结构演化趋势
- 2022.6.24 金融：金融科技领域的整改进展到了哪里？——消费金融及征信行业视角
- 2022.6.24 纺织服装珠宝：每周聚焦：纺服珠宝618大促实现良好增长
- 2022.6.24 软件及服务：详解《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》：数据赋能、安全可控
- 2022.6.25 钢铁：需求回补预期落空，重视特钢Alpha
- 2022.6.25 金融：证监会就个人养老金投资基金规则征求意见，第三支柱建设更进一步
- 2022.6.25 金融：产品要求、账户机遇与普惠定价 - 个人养老金投资公募基金政策点评
- 2022.6.25 金融：周报：金融科技领域整改有望提速
- 2022.6.25 半导体：半导体周报（6/24）：汽车电子赛道加速，国产厂家迎机遇
- 2022.6.26 不动产与空间服务：房地产2H22策略：大浪淘沙，曙光初现
- 2022.6.26 医疗健康：市场回暖，关注创新药板块估值修复机会
- 2022.6.26 传媒互联网：周报：网络主播规范出台，游戏5月低迷
- 2022.6.26 科技：科技硬件周报（6/24）：关注理想旗舰车型L9新发布

## **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