

研报精选

2022年11月27日 第98期

宏观专栏

近期疫情影响加大，货币宽松仍有空间——央行降准点评

11月25日央行宣布将于12月5日降低存款准备金率25bp，释放流动资金约5000亿元。报告认为，本次降准一方面是出于维护资金市场和债券市场稳定的考虑，另一方面也支持信贷发力。近期疫情影响有所加大，货币政策或继续维持大体宽松的态势，进一步降准降息的空间仍然存在。

建设中国特色现代资本市场，探索中国特色估值体系

探索建立具有中国特色的估值体系、促进市场资源配置功能更好发挥，对于中国资本市场而言是重要且现实的问题。报告认为，A股的长期估值中枢仍将保持稳定且具备提升空间，同时要关注风险溢价波动。

专题聚焦

产业追赶的“举国体制”：来自发达国家的经验

报告认为，政府应以大企业为主力组建研发联合体，通过重大研发项目牵引市场，重点攻关共性技术和基础技术；同时配套使用常规创新政策来塑造良好产业环境，并及时审视和破除影响创新的各种制度障碍。

跨越“新人口陷阱”的可能路径

报告认为，面对人口挑战，中国可以尽快采取有力措施改善生育率，应通过增进人民福利的方式来实现；并考虑以创新驱动为主，辅以适度资本输出、国际产业链合作等措施来缓解未来二十年劳动力短缺。

宏观专栏

近期疫情影响加大，货币宽松仍有空间——央行降准点评

11月25日，央行宣布将于12月5日降低存款准备金率25bp，释放流动资金约5000亿元。本次降准一方面出于对维护资金市场和债券市场稳定的考虑，另一方面也支持信贷发力。近期疫情影响有所加大，货币政策可能继续维持大体宽松的态势。总体而言，货币政策将视经济基本面发展而相机抉择，虽然央行在三季度货币政策执行报告中提到潜在通胀升温风险，但在疫情影响有所加大的情况下，进一步降准降息的空间仍在。

在11月22日国常会提出“适时适度”运用降准等货币政策工具后，11月25日央行宣布于12月5日全面降准0.25个百分点，预计释放长期资金约5000亿元，降低金融机构年化资金成本约56亿元。

这次降准的主要目的是维护资金市场与债券市场稳定，缓解银行的流动性压力，并支持稳增长发力，尤其是近期疫情影响有所加大的情况下。

► 第一，本次降准的一个重要目的在于维护市场稳定。上周防疫优化20条和地产支持16条政策带来的预期好转触发债市大幅调整，理财赎回成加速器并引发负反馈（参见中金宏观周报[《预期转向触发利率波动，关键还看疫情影响》](#)）。本周在央行投放和大行融出加大、以及市场自调节机制下，资金利率有所回落（11月16日以来7天DR、R、GC一度下行30-40bp），但债券和同业存单利率未见明显变化。降准带来的长期低成本资金有助于稳定市场预期。

► 第二，降准有助缓解银行流动性压力、支持信贷投放。从银行负债端来看，受理财产品破净增加、赎回压力加大影响，带来现券和基金抛售压力。而作为理财配置的重要底层资产，同业存单的发行利率一路上升，3月期股份制银行同业存单的发行利率从10月上旬的1.4%左右上升到11月最后一个缴准日（银行向央行缴纳准备金的日期）前的2.3%左右，上升90个bp，银行资金成本上升。

从银行资产端看，信贷投放也增加流动性压力。11月21日央行与银保监会

召信贷工作座谈会，强调全国性商业银行要“发挥‘头雁’作用，主动靠前发力”、政策性银行“扩大中长期贷款投放，推动加快形成更多实物工作量”。今年5月和8月信贷座谈会召开后贷款投放力度均加大，近期票据利率维持高位或预示本次亦不例外。此外，截至10月末政策性金融工具的投放达到7400亿元，10月5000亿元专项债集中发行，亦会带来银行资产端的扩张，形成的存款一样会使银行需要缴纳的准备金上升。

综合负债与资产两端来看，在下一期缴准日（12月5日）之前，银行的流动性压力仍可能加大，为了防止缴准日对流动性和债券市场造成进一步冲击，央行适时降准是必要的。

经济走势的最大不确定性还是疫情的演变，货币政策将视经济基本面发展而相机抉择。我们在11月初发布的年度展望中预计央行还会继续降准，并指出12月或1月或是降准的时间窗口，目前央行的降准与我们的判断大体一致。10月以来疫情影响有所加大，被疫情波及的地区占GDP的比例持续上升，我们所编制的中金经济活动指数也相应走低；进入11月后，新增感染人数仍在持续上升，短期内经济增长的不确定性似乎有所加大。央行在三季度货币政策执行报告中提到潜在通胀升温风险，实际上，我们认为通胀走势也一定程度上取决于疫情的影响，在近期疫情影响有所加大的情况下，进一步降准降息的空间仍在。

以上观点来自：2022年11月26日中金公司研究部已发布的《近期疫情影响加大，货币宽松仍有空间——央行降准点评》

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

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

宏观专栏

建设中国特色现代资本市场，探索中国特色估值体系

11月21日，证监会主席在2022金融街论坛年会上对中国资本市场建设和发展做了重要讲话¹，结合党的二十大提出的“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，详细阐述了如何建设“中国特色现代资本市场”。讲话特别指出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。

探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥，这在中国资本市场是重要且现实的问题。在上市公司结构与估值问题上，讲话中既提及中国资本市场“多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构”特征，又指出应“深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑”。我们认为从整体市场尤其是A股市场的估值体系来看，尽管A股国际化程度近年有所提升，但国内资金仍然主导市场定价，A股的估值更多由内部的基本面预期变化、流动性和风险溢价等因素决定。

我们判断A股的长期估值中枢仍将保持稳定且具备提升空间，同时要关注风险溢价波动。我们有如下几个判断：1) 长期向好的基本面是维持A股估值中枢稳定的基础。中国内需大市场潜力大、政策约束相对少、改革与挖潜空间足，只要政策及时适度、保持逆周期调节，中国经济中长期有望继续维持高质量发展。上市公司质量提升及资本市场基础制度完善也有助于支撑A股市场中长期估值中枢；2) 流动性层面，虽然市场流动性有周期性波动，但从中长期来看伴随中国居民财富效应的累积，中国家庭居民资产配置已经逐渐迎来向金融资产配置的中长期拐点，对中国市场估值带来中长期支持；3) 风险溢价波动直接反映投资者风险偏好的变化，全球百年未有之大变局背景下，中国在当前国际不确定性提升环境中的内外应对也将对估值带来影响。近十年来全部A股的市盈率（TTM）波动区间在11-35倍，中短期（3-6个月）投资回报及市场表现

¹ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c6609543/content.shtml>

中估值的影响程度多高于基本面因素。

估值结构有改善空间，尤其是部分银行及国有上市企业等估值长期、普遍偏低。从结构上来看，A股估值并不均衡。近十年银行及国有上市公司的估值趋势回落，当前已处于历史区间偏低水平，这与近年中国银行业和国有企业的相对有韧性的基本面形成反差。截至2022年11月21日，上市国企和非国企的市盈率TTM估值分别为11.0倍和34.3倍；其中金融板块的估值更低，当前的市盈率和市净率分别为5.9倍和0.58倍，市净率估值已处于历史最低状态；上市银行的市盈率和市净率为4.3倍和0.51倍，股息率高至6.1%。横向对比全球公司，中国的银行及国有上市公司的估值也普遍低于海外可比公司。银行及国有上市公司偏低估值产生的原因可能是多方面的：1) 利率市场化等因素影响市场对银行业绩预期，银行作为周期性行业业绩受宏观经济波动影响较大；2) 在中国的新老经济转型过程中，银行业基本认知属于传统领域，上市国企中传统老经济行业占比也较高，在此背景下近十年上市公司中新经济表现整体好于传统经济。且投资者对银行及国有上市公司的账面价值认知也存在一定分歧；3) 银行业内客观存在同质化、经营管理等方面市场化程度不高等现象，也是投资者当前对银行定价不高的主要原因；等等。实际上，从经营层面来看，国有上市公司在2016年以来的盈利增速和盈利能力相比非国企均有较为明显的改善，债务压力问题经历多年国企改革也已基本化解，上市银行盈利增长较为稳健且ROE高于非金融整体，未来在“中国特色现代资本市场”的积极建设过程中，投资者有望逐步改善对上市国企和金融板块的价值的认知。综合来看，我们认为银行及国有上市企业估值中枢有提升空间。

市场投资者结构也对中国资本市场估值体系产生一定影响。近年来，“A股市场投资者结构正在发生积极的趋势性变化，机构投资者持股和交易占比稳步上升”，我们测算截止2022年上半年，机构投资者在A股自由流通市值的占比已经提升至57.9%，中长期机构投资者的绝对规模和占比仍有进一步提升空间。但须注意的是，当前A股“个人投资者数量已超过2亿，个人投资者的交易占比仍在60%左右”。当前的投资者结构特征意味着我们既要重视和培养机构投资者尤其是中长期机构投资者，吸引中长期资金入市，鼓励培养价值投资、长期

投资理念；同时也需要注意保护个人投资者的利益，加强对个人投资者的专业知识和技能的培养与支持。当前的投资者结构特征对市场估值体系也会带来影响，A股市场估值波动区间较大、市场价值发现功能尚未得到更好发挥、银行及国有上市企业估值被长期低估，等等，也与当前投资者结构特征有关。讲话中指出“从全球看，各国资本市场投资者结构差异较大，也没有最佳的投资者结构，但机构化是一个大趋势”，积极培养专业化程度较高、注重价值和长期投资的各类金融机构，有助于建设中国特色的估值体系。

A股市场投资理念和文化也对中国资本市场估值体系有影响。讲话中指出“我国资本市场起步晚、发展快，市场的文化积淀还不够”。映射到投资文化与理念上，主要体现在国内的部分机构投资者还没能“牢固树立价值投资的理念，热衷于追逐市场热点”。我们认为，在建设“中国特色现代资本市场”理念下，通过“把资本市场一般规律与中国市场的实际相结合、与中华优秀传统文化相结合”，A股的投资理念也有望逐步向价值投资、长期投资转变，吸取国际成熟市场的长处，并结合中国资本市场的发展特色，逐步形成具备中国特色的投资文化，也有助于建立具有中国特色的估值体系。

以上观点来自：2022年11月22日中金公司研究部已发布的《建设中国特色现代资本市场，探索中国特色估值体系》

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

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

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

于方波 联系人 SAC 执证编号：S0080122060017

专题聚焦

产业追赶的“举国体制”：来自发达国家的经验

面临日益严峻的国际经济竞争，中国亟需自主创新以突破关键技术被“卡脖子”的困局。运用“新型举国体制”推动产业技术追赶，成为讨论较多的一个热点题目，但也有一定争议²。本文首先试图回答：什么是新型举国体制，其本质特征是什么？研究者普遍认为，新型举国体制要将有为政府与有效市场相结合；但究竟怎么结合，则缺乏深入讨论。本文要回答的第二个问题是：政府在新型举国体制中的角色是什么，公共资源应如何投资于创新？另外，中国事实上已经在以“举国之力”全面支持芯片、新能源汽车、大飞机等多个高科技产业，但是国家的资源是有限的，不可能每一个被卡脖子的产业都重金投入。为此本文的第三个问题是：什么样的产业更适合发挥举国体制的作用？

传统的举国体制具有三个主要特征：其一，通常与国防科技工业有关，聚焦特定产业或专项任务，展开项目攻关；其二，国家层面设立专门机构统筹，协调科技、经济、军事等各界力量；其三，政府主导调度多方面资源，“集中力量办大事”。新型举国体制继承了传统举国体制的核心特征，由政府通过发起重大研发项目来牵引市场力量、整合各方资源；同时也配套运用常规创新政策来塑造良好的产业环境，实现项目动员与常态治理相结合³。相比于传统举国体制，新型举国体制重在发挥市场的力量，用配套政策创造好的产业发展环境，培养创新成果的长期市场竞争力。相比于普通常规创新政策，它更突出政府甄别与统筹、项目牵引、资源集中的特点。

对应上述新型举国体制特征，本文详细介绍了美国和日本半导体产业追赶的历史案例，并综合韩国通信业和德国化工工业的经验，来具体说明政府的角色。国际案例启示我们，政府会确立优先发展的产业，承担风险领衔投资于多方联合研发，并为创新的商业化创造良好的环境。具体来看，政府要重点资助R&D，牵头组建有充分自主权、基于权益关系构建的研发联合体。联合体要以技术实

² 参见《科技日报》原主编刘亚东的访谈 <https://new.qq.com/rain/a/20220616A0CTFQ00>。

³ 张翔，刘苏：《“动员激活常规”：新型举国体制如何适应市场经济体制？》，《理论与评论》2020年第4期。

力较强的大企业为主力，重在共性技术和基础技术攻关，有合理的知识产权保护和技术转移机制，鼓励成员互动学习。政府也应以需求拉动政策合理保护本国市场，为本土企业创造市场需求，并及时审视和破除影响创新的各种制度障碍。

作为创新政策模式之一，举国体制虽然有利于产业追赶，但不是万能的，有其特定的适用边界。它适合于科学原理较为清晰的产业技术追赶，而可能不适用于前沿基础研究，因为效率较低。它也更适合于创新活动具有强积累性的产业，这类产业通常知识复杂度高、隐性知识更重要、规模经济或范围经济性质较为明显。

举国体制有两个主要风险：一是“押宝”特定技术路线可能会出错，政府应尽量避免直接挑选具体技术路线和产品，要让市场来“挑选赢家”；二是引发技术炒作的投资泡沫，科技创新的泡沫是正常的，应予以宽容，但要对杠杆投资做好监管。

为应对高度不确定的创新追赶，相比于西方国家，我国运用举国体制还有两个独特优势：一是国家制度决定了中央的决策能凝聚全国共识，保持举国体制的战略定力和政策稳定性；二是国有企业能发挥战略性创新主体的作用，与民营企业协同互补。这两个原因决定了我国的技术创新追赶过程中，国有企业有能力、也有责任发挥重大作用，高铁和通信产业发展都是很好的案例⁴。这是我国经济制度的特色优势。不过，这并不是说举国体制就只需要国有企业，富有创新活力的民营企业一直是我国科技创新的重要生力军，能够与国有企业形成“强协同、松耦合”的研发联合体，强化专业合作配套能力，共同发展。

以上观点来自：2022年11月21日中金研究院已发布的《产业追赶的“举国体制”：来自发达国家的经验》

徐磊 联系人 SAC 执证编号：S0080121060033 SFC CE Ref: BRO889

赵扬 分析员 SAC 执证编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

⁴ 黄阳华，吕铁：《深化体制改革中的产业创新体系演进——以中国高铁技术赶超为例》，《中国社会科学》2020年第5期。张三保等（2022）。

专题聚焦

跨越“新人口陷阱”的可能路径

党的二十大报告提出：“优化人口发展战略，建立生育支持政策体系，降低生育、养育、教育成本”⁵。本文认为，这是顺利跨越“新人口陷阱”的重要举措。根据国家统计局数据，2020年我国出生人口约为1200万，同比降幅18%；2021年出生人口进一步下降至1062万人，同比降幅11.5%，人口出生率为7.52‰，较上一年下降1个千分点。新生儿数量大幅下降背后有新冠疫情冲击的影响⁶，但参考其他外生约束放松后的效果看，疫后人口回补峰值的高度可能有限。这说明还有其他一些因素在制约着生育率回升，也可能会限制疫后新生儿回补的峰值高度。问题是，这些约束因素究竟是什么？如果任其发挥作用，对于经济有什么含义？有没有什么办法改变这种约束？这将是本文主要探讨的内容。

结合日本“失去的三十年”，我们提出“新人口陷阱”的命题。1990年代后，无论是总量GDP还是人均GDP，日本与美国的经济差距都是越拉越大，出现所谓“失去的三十年”，彻底丧失赶超美国经济的可能性。至于成因，美国压力下的“金融战败”可能只是表象，深层次原因可能在于日本未能及时、有效地应对低生育问题，一旦人口红利彻底消失，高速追赶美国经济的阶段也就宣告结束。

值得注意的是，按照马尔萨斯外生人口论，人口增长会抑制人均收入增长，或者说两者负相关，这也被称为经济增长的“人口陷阱”。然而，日本1980-1994年的数据表明，伴随着15-64岁人口增量见顶回落，人均GDP增速也出现同步下滑，也就是说威胁经济可持续增长的不是人太多了，而可能是人越来越少。这与传统人口陷阱论的看法完全相反，本文将之称为“新人口陷阱”。

“新人口陷阱”是日本的特例，还是一个普遍现象？要回答这一问题，需要首先反思一下马尔萨斯的外生人口论。马尔萨斯认为，如果没有外部干预，人口会呈现几何级数增长，而生活资料只能以算术级数增长。一旦人口超过粮食等生活资料的供给能力，人均粮食供给就会减少，导致生活水平降低、经济落

⁵ http://www.news.cn/politics/cpc20/2022-10/25/c_1129079429.htm

⁶ 张翠玲等：《新冠肺炎疫情对中国出生人口变动的影响》，《人口研究》，2021年第45卷第3期。

入人口陷阱中。马尔萨斯的人口陷阱论虽然是非常好地契合了18世纪及之前数千年的人类文明史，但也正是在传统“人口陷阱论”提出的18世纪后半叶，人类爆发了工业革命，宣告数千年的农业时代正式结束，随后一百多年“所创造的生产力，比过去一切世代创造的全部生产力还要多”⁷。作为农业时代经验总结的传统人口陷阱论，刚提出不久就已经过时了。

在发达国家普遍面临老龄化挑战的当下，贝克尔的生育率内生观可能才是更适合现代社会的人口分析框架。在贝克尔看来，孩子是一种特殊的“时间密集型商品”，生育率是由“成本-收益分析”决定的内生变量。成本主要包括两方面：经济增长带来收入上升，意味着生育小孩的机会成本上升；如果经济增长显著提高了住房与教育等开支，则意味着生育小孩的经济成本也会上升。与此同时，经济发展到一定程度通常也会带来更为完善的养老等社会保障机制，弱化婚姻与孩子带给父母的效用。这些因素共同降低了生育意愿。

当下的中国面临更为严峻的人口形势，即在人均GDP还不够高的情况下面临着老龄化的挑战。面对人口挑战，中国可以从两方面探索跨越“新人口陷阱”的可能路径：一方面，着眼于促进经济长期可持续增长，尽快采取有力措施改善生育率，重点是完善育儿津贴、生育奖励、税收抵免等直接补助制度，以及大力提升普惠托育等间接补助力度；另一方面，为应对未来二十年劳动短缺的局面，大规模资本输出容易加大国际竞争，大规模引入移民容易诱发国内摩擦，根本的解决方法在于科技进步与加快改革来实现创新驱动，同时辅以适度的资本输出。

以上观点来自：2022年11月24日中金研究院已发布的《跨越“新人口陷阱”的可能路径》

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001

颜晓畅 联系人 SAC 执证编号：S0080122070232

吴云杰 联系人 SAC 执证编号：S0080122010005

⁷ 马克思、恩格斯：《共产党宣言》，人民出版社2014年版。

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.11.21 中国图说中国宏观周报：预期转向触发利率波动，关键还看疫情影响
- 2022.11.21 中国宏观专题报告：外需下行，但供给优势部分支撑出口
- 2022.11.26 中国宏观热点速评：近期疫情影响加大，货币宽松仍有空间 —— 央行降准点评
- 2022.11.26 联合解读：如何看待央行降准
- 2022.11.26 海外宏观专题报告：央行数字货币，提升效率和安全 —— 数字经济月报

策略及大宗商品

- 2022.11.21 海外中资股策略：恒指及港股通三季度调整影响分析
- 2022.11.22 海外策略：海外消费与市场的修复路径
- 2022.11.22 中国策略简评：建设中国特色现代资本市场，探索中国特色估值体系
- 2022.11.23 碳中和双周报：“碳”策中国（28）：甲烷减排自共识走向行动 11月3日~11月23日
- 2022.11.26 全球资金流向监测：南向12周以来首次净流出

固定收益

- 2022.11.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.11.21 中资美元债周报：地产美元债延续强势反弹
- 2022.11.21 简评：福22转债投资价值分析
- 2022.11.21 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
- 2022.11.22 资产证券化分析周报：2022NPLABS年度回顾与展望：回收有何变化
- 2022.11.22 债市动态跟踪：量大但价高的存款资金投向了何处？——机构负债端跟踪2022年11月月报
- 2022.11.22 招投标备忘录：贴现农发债22年第11期新发，付息农发债22年第8、10期增发——利率债招标分析
- 2022.11.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.11.23 招投标备忘录：付息国债22年第26期新发，国开债21年第20期、22年第17、20期增发——利率债招标分析
- 2022.11.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.11.24 招投标备忘录：贴现国债22年第68、69期新发——利率债招标分析
- 2022.11.25 简评：房地产金融支持政策简评
- 2022.11.25 中国可转债策略周报：为何中小企业应“多看看”转债
- 2022.11.25 简评：央行如期降准，年末资金面重回宽松
- 2022.11.26 信用债收益率跟踪周报：收益率先下后上，一级市场净增仍大幅为负
- 2022.11.26 中国利率策略周报：房地产融资纾困政策对债市影响几何？

行业

- 2022.11.21 建材：建材2023年展望：需求慢复苏，聚焦格局骤变下的供给优化
- 2022.11.21 交通运输物流：油运市场走向何方？——需求篇
- 2022.11.21 电力电气设备：海外新增大储规划，德澳峰谷价差上升
- 2022.11.21 机械：关注新能源技术变革与自动化景气回暖
- 2022.11.21 家电及相关：家电2023年展望：布局需求回暖，关注制造优势
- 2022.11.21 家电及相关：全球暖通产业景气，中国企业面向全球发展
- 2022.11.21 旅游酒店及餐饮：咖啡：需求演变驱动增长，大连锁孕育可期
- 2022.11.21 科技：电子墨水屏应用场景丰富，B/C端双轮驱动
- 2022.11.22 不动产与空间服务：供需两端政策协同发力，行业企稳可期
- 2022.11.22 不动产与空间服务：周报#318：月初至今新房销售同比跌约两成
- 2022.11.22 银行：央行再推出2000亿元“保交楼”贷款
- 2022.11.23 传媒互联网：《阿凡达2》大陆定档，有望提振行业表现
- 2022.11.23 家电及相关：女性生意经视角下的小家电新零售（一）
- 2022.11.23 新能源汽车：新能源月度观察：关注政策面潜在边际催化；欧洲新能源环比再度走弱
- 2022.11.23 金融：中金看海外 公司 | 瑞士宝盛：传承130年的全球领先高端财富管理机构
- 2022.11.24 银行：降准降息预期再起
- 2022.11.24 建筑与工程：关注低估值下建筑央企的投资机会
- 2022.11.24 电力电气设备：光伏10月数据：硅料供需价格拐点已现
- 2022.11.24 主题研究：电池材料前瞻（三）：钠电正极——三足鼎立，各有所长
- 2022.11.24 农业：畜牧行业观察：白羽鸡引种再中断，关注禽流感疫情发酵
- 2022.11.24 机械：专精系列：风起行星滚柱丝杠，行业谁与争锋？
- 2022.11.25 电力电气设备：响应欧盟提案，德国拟对电力机组限制利润
- 2022.11.25 医疗健康：创新药前沿系列（15）——NSCLC耐药亟待新药获批，关注ADC新药进展
- 2022.11.25 机械：复合集流体系列2：复合铝箔—新型正极集流体材料
- 2022.11.25 交通运输物流：交运2023年展望：物流细分市场选龙头，周期板块配置看疫情
- 2022.11.26 医疗健康：板块中短期波动，关注医保谈判及疫情进展
- 2022.11.27 日常消费：周思考：酒企春节回款稳步推进，龙头估值性价比高；大众品关注场景复苏与成本拐点
- 2022.11.27 有色金属：铝：疫情短期压制仍在，静待需求预期改善
- 2022.11.27 科技：科技硬件周报（11/25）：关注数字芯片底部投资机会
- 2022.11.27 半导体：半导体周报（11/25）：关注EDA和FPGA

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