

研报精选

2022年9月25日 第90期

宏观专栏

非典型复苏下的波动和修复

展望未来6到12个月，中国经济增长有望经历一轮反弹。与传统周期复苏不同，这次“非典型经济复苏”的源头在于经济受到了非典型冲击，滞胀压力上升。美国前期政策过度刺激需求，导致其当前问题主要是“胀”；中国当下则是“滞”的压力较大，需要更大的政策宽松力度促进复苏。

英国“减税恐慌”，影响几何？

英国政府宣布减税计划，引发英国“股债汇”三杀。报告认为，这主要是由于减税会增加财政赤字，引发市场对“财政主导”的担忧。如果接下来英国央行抗通胀意志不坚定，市场担忧或将加剧，加大英镑贬值压力。

专题聚焦

上市公司视角观察中国出口相关制造产业链

报告认为，近年来中国参与全球生产分工的深度明显提升，不仅体现在出口量上，也体现在价值链位置的上升中。中国上市公司的产业链布局相对较全，但部分环节仍待完善，在高利润行业中的占比也有提升空间。

欧洲天然气：再平衡，非坦途

报告认为，今冬欧洲天然气仍大概率面临超季节性消耗，取暖季结束后天然气库存填充率或将降至9%，实现市场供需再平衡仍难言坦途。在此情形下，今冬欧洲天然气价格可能难下高位。

宏观专栏

非典型复苏下的波动和修复

(本文是作者近期在一次研讨会上发言的记录稿)

展望未来6到12个月，中国经济增长有望经历一轮反弹。8月的经济数据也初步显示这个态势，基建和制造业投资显著改善，对冲了房地产的下行压力，带动总体投资回暖，工业生产表现也不错。未来经济增长反弹的高度与持续性取决于政策发力的形式与传导渠道，这和经济运行的特征有关。那么，这一次经济波动与以往的周期波动究竟有什么不同？对政策有什么含义？

与传统周期复苏相比，这次是疫情影响下的“非典型经济复苏”。一个“非典型”体现为传统宏观政策的效率降低，促进复苏需要更大的政策力度。问题是宏观政策放松、尤其货币政策放松要到什么程度，还能持续多长时间？通胀或者汇率在多大程度上是约束因素？我的观点是，疫情的影响使得宏观政策可能有非同寻常的宽松，对资本市场相对友好。第二个“非典型”体现为波动非同寻常的大，不仅体现在经济上，也体现在金融市场上，全球面临类似的问题，根本原因还是疫情等非经济因素的影响。

一、非典型冲击：疫情、俄乌冲突与高温干旱

从源头看，形成非典型复苏的根本原因，是因为经济受到的冲击是一个非典型的冲击，先是疫情，后来是俄乌冲突，接着是高温干旱。这三个冲击和传统经济周期波动的驱动力量不一样，最大的差别在于这三个冲击都是供给冲击。疫情导致停工停产，交通物流受到影响；俄乌冲突最大的影响是使得能源供给受限；高温干旱拖累农业生产和工业生产。这些供给冲击造成经济中的一部分生产受到影响，给GDP带来直接的负面拖累，导致收入下降。

供给冲击带来的收入下降，通过部门之间的联系放大，带来更大的需求下行压力。比如说餐饮行业因为疫情收入下降，导致从业人员对其他消费品的需求下降，冲击从供给蔓延到需求，加大GDP下滑的幅度。另一个放大器是产业链上下游的联系，比如芯片受到影响，就可能影响到汽车，这是产业链联系对供给冲击的放大效应。还有一个是信心，随着疫情的持续，很多小微企业、中

小企业面临较大的不确定性，对信心造成了一定影响，导致经济主体不敢投资，进一步放大从供给到需求的下行压力。

二、供给冲击的经济、政策和市场含义

对经济和市场而言，供给侧的非典型冲击是什么含义？首要的影响是带来经济下行压力。谈到供给冲击，大家自然想到滞胀，但最根本的还是“滞”，是经济下行压力。如果没有政策支持需求，供给冲击会带来更大的需求下行压力；如果有政策支持需求，供给下降意味着通胀会起来，政策不得不紧缩，增长最终还是要下来。这一点对于我们认知全球经济的走势很重要，比如说如何判断美国经济会不会衰退？中国的政策宽松要多大的力度？最重要的考虑因素，就是看供给冲击带来的到底是“滞”还是“胀”。如前所述，根本上来讲还是“滞”。美国前期为了应对“滞”，刺激需求的政策走过了，现在了应对“胀”难免经济衰退。中国的情形不同，需求下行压力超过了源头的供给冲击，“滞”的压力大，当前形势下提振中国增长动能需要宽松的政策环境。

第二是供给弹性下降。从经济含义来看，市场经济发挥作用、调节供求，主要靠价格的引导。供给下降、价格上升，会引导企业增加生产，供给上升。在非典型的冲击之下，物理隔离、俄乌冲突、气候变化的影响可能会超出市场机制的调节能力，即使价格上升，供给增加的速度比通常的经济周期波动要慢。供给弹性下降意味着，同样幅度的价格上升带来供给增加的幅度下降，含义是波动增加。既有量的波动增加，例如GDP波动增加，也有价格波动增加。由于量没法及时响应价格信号，价格短期单边运行的动能很强，中期波幅加大。近期能源价格的波动，尤其是欧洲能源天然气价格的波动，是典型体现。

就政策含义来讲，非经济因素的重要性上升，也就是经济运行不仅取决于财政、货币等传统宏观政策，也取决于前述那些传统宏观政策难以掌握的供给冲击因素。另外，非经济因素或者说供给冲击不仅影响总量，更根本的是影响结构，不是所有的行业、地区、人群都受到同样的冲击，而是一部分人受到的影响比另外一部分人要大。随着冲击时间的延长，这一部分人承受的压力可能会超出他们的承受能力，公共政策需要有所反应。

由此衍生的含义，是在传统的宏观政策工具中，财政的效率比货币、信贷高。这一方面是因为货币、信贷政策在相当程度上依赖价格变动（比如利率下降）的作用，而财政行为可以直接带来数量的变化（比如基建投资）。另一方面，货币、信贷更多是总量政策，而财政政策的结构性功能更强，比如说能够更有效地帮助弱势群体、一些受疫情冲击比较大的人群和行业。这也是我们在思考如何应对本轮经济下行压力时需要考虑的一点，就是结构性的政策非常重要。我认为政策未来的大方向是延续防控政策持续优化的态势，进一步增强财政的作用，而且更重视直达消费，以应对非典型冲击的结构性影响。

就市场含义来讲，供给冲击带来滞胀，带来股债双杀，但主要矛盾是“滞”，就是经济停滞，所以对股的影响更大。不过，股债双杀不是说任何时间点股市和债市同时不好。在不同的时间点、不同的国家，具体体现并不一样。比如就中国的当前情形，经过前期的下跌之后，宏观政策的宽松环境对资本市场是相对友好的。我们还需要关注，供给弹性下降造成的波动增加，不仅体现在实体经济和价格方面，也体现为金融市场的波动增加。人们很容易从过度的悲观走向过度的乐观，然后又从过度的乐观走向过度的悲观。以上是对非典型冲击所做的框架性阐述，在此基础上，我们再来讨论一些具体的情况。

三、中美异同：美国“胀”，中国“滞”？

从全球经济来讲，滞胀的压力还是比较明显的。例如，2020年疫情缓和后的国际贸易复苏，80%是由价格上升推动的，只有20%来自于量的增加。每个国家的体现也不一样，美国是“胀”多一点，中国是“滞”多一点。因为中美两国虽然都在疫情期间进行过一轮货币扩张，但美国主要是靠财政扩张投放货币，中国则主要是靠信贷扩张。一个基本的逻辑，财政扩张是政府对私人部门的让利，私人部门的净资产与收入会增加，所以财政扩张对私人部门消费能力和消费意愿的刺激效果比信贷大，而贷款是要还的。

从历史上来看，财政赤字货币化带来通胀。信贷扩张则不同，对消费的刺激作用比较小，更容易造成债务风险和资产泡沫。我们2020年的信贷大幅扩张，到了2021年经济就出现下行压力，原因是信贷有所收紧，债务偿还的压力显现。债务紧缩影响经济体现在两个维度：一个是对实体经济的影响，债务人还债需

要削减消费或者减少实体投资，对总需求造成拖累；另一个渠道是债务违约，带来信用紧缩的压力，对经济产生更广泛的影响，甚至带来金融危机。

当前中国经济遇到的困难，正是在疫情的同时，又赶上金融周期的下行调整，债务违约、风险暴露，房地产投资下行拖累实体经济。现在有一个可能不太好把握的问题，是房地产下压、债务风险的未来发展，会局限在房地产相关的债务领域，还是会像美国次贷危机一样扩散到整个金融体系，变成一个系统性的危机？

到目前为止，我们和2008年美国次贷危机的差别很大。次贷危机期间，美国私人部门存量债务的还本付息对新增贷款的比例一度大幅上升，存量债务还本付息从与新增贷款规模相当，大幅增加到新增贷款的三倍，资金大规模从实体流回银行体系，导致美国经济出现“大衰退”。背后的原因在于债务违约导致银行惜贷，新增贷款大幅下降。到目前为止，我们这个比例还是比较稳定的，没有出现资金大幅从实体流回银行体系的现象。

与此同时，房地产领域的相关债务出现了明显紧缩。在2017年金融周期顶部的时候，新增贷款里面有45%是房地产相关的开发贷和按揭贷款，此后一直下行，到今年的二季度这个比例只有10%了，这是一个典型的金融周期下半场的房地产债务紧缩。但是，我们和美国金融周期下半场有一个重要差别，在于同期基建、制造、绿色、普惠贷款大幅扩张。过去两年，这几项贷款占新增贷款的比例，从2019年疫情前的百分之三十几上升到现在的60%。这个趋势的背后，是政策性金融的作用。中国在金融周期下行这样一个调整的过程中，避免了信贷塌方和系统性的债务危机，是制造业、普惠、基建、绿色贷款等政策性金融发挥了关键的作用。

四、应对经济下行压力的政策选项

总结以上分析，当前的经济下行压力主要来自于两个方面，一个是包括疫情与俄乌冲突在内的非经济因素冲击，另一个是房地产。我的观点是，房地产是一个重要的影响，但不是主要问题，房地产投资虽然下滑了，但没有像典型的金融周期下半场那样，通过债务问题外溢到整个经济。更重要的是，虽然房

地产对经济有所拖累，但财政也在发力支撑总需求。

我们把预算内财政、政府性基金等放在一起看今年的广义财政，按照现在的政策力度，今年会有3个百分点的扩张。按照以往的经验，财政乘数大概在1左右估计（1是保守的估计，因为基建是中国财政扩张的重要载体，而基建的乘数应该是显著超过1的），3个百分点的广义财政扩张，有望带来3%的GDP增长，所以今年的财政力度还是比较大的。

但目前来看，传统财政工具拉动需求的乘数效应下降了，对经济的拉动作用有限，这在2020年疫情冲击中和今年二季度体现得非常明显。以今年二季度为例，仅仅是出口和基建两个外生力量加在一起，对GDP的拉动就有0.5个百分点，而整个GDP的增长只有0.4个百分点。为什么财政对经济的拉动效应这么低？这就回到前面说的非典型冲击，会通过供给到需求、产业链上下游联系、信心三个放大机制，共同导致乘数效应降低。总结来说，从目前的形势看，房地产虽然是拖累，但不是主要问题，因为财政对冲的力度其实是比较大的，主要矛盾在于拉动效应低。

在这种情况下，有三个选项可以用来应对目前经济的下行压力。第一个选项是继续推动防控措施优化。事实上，伴随着新冠病毒的不断变异，过去几年我们的疫情防控措施是在不断优化的，一个突出的例子即是《新型冠状病毒肺炎防控方案》已经更新到了第九版。应该说，这个与时俱进的疫情防控思路未来还会继续。由于疫情是本轮非典型冲击的源头，这方面能得到持续优化的话，有助于畅通产业链、降低预期的不确定性、修复信心，既促进需求又促进供给，对经济复苏的促进效果是最强的。

第二个选项是财政直达消费，比如给受影响的人群、低收入人群直接发放补助。优势是：（1）绕过产业链传导的阻碍；（2）消费受预期的影响相对较小，因为消费有一部分是必需的，它是受消费能力而不是预期的影响；（3）促进不受疫情带来的物理限制影响的消费增加，有助于让市场来发现有效需求。这个政策拉动需求，但不改善供给，力度过大容易导致通胀上升。鉴于它拉动消费需求的效率比较高，对当前这个时间点来讲是有效的工具，是次优的选项。

第三个选项是传统的财政、货币政策，比如通过降息来促进信贷需求，财政支持基建、减税降费、政策性金融等。如前所述，非典型冲击抑制了这些政策拉动需求的效率，要达到与传统经济波动中同样的稳增长效果，所要求的政策力度比较大、持续时间比较长，中长期来讲负面效果可能比较大。

这三个选项，我们怎么看？我的观点是，政策最终来讲是内生的，需要针对经济社会所面临的主要矛盾进行调整。目前来看，传统的政策在发力，一些措施也是非同寻常的。另一方面，最近国常会宣布的一些措施，可直达受影响的群体，比如低保群体、特殊困难群体，是财政直达消费的工具，下一步直达消费的政策力度应该会增加。另外，未来6-12个月疫情防控政策继续保持优化态势值得期待。

接下来的问题是，会不会有什么因素制约宏观政策的力度、持续的时间？几个月以后，假设防控措施优化了，会不会发现前面做的政策宽松过头了、通胀很快起来了，出现美国今天的问题？这个风险是存在的，但通胀上升的前提是经济增长有显著的反弹。另外，与美国相比，我们制造业的生产能力对于应对通胀而言是一个优势。其他国家的经验显示，放开后疫情的影响还在，在经济层面有一个重要特征，是人们对服务的消费较弱，对制成品的需求较强，而中国恰恰是制造业大国。从2019年到现在，我们作为全球第一大产成品出口中心，在全球所占的比重显著增加。这样一个生产能力，为我们应对通胀上升风险提供了一定的缓冲，意味着从增长反弹到通胀成为政策约束因素会有一段时间。

五、市场展望：政策放松支持下的修复

最后我想在这个基础之上，从宏观的角度谈点对市场的看法。

美国方面，在政策紧缩之下，形成了股债双杀的局面，今年体现得非常明显。最关键的问题是这个过程有没有结束？我的观点，美国经济硬着陆难以避免。一个基本的判断逻辑是，疫情等非典型冲击是供给冲击，供给冲击最终会导致经济衰退。目前，我们已经看到了美国衰退的一些迹象，例如GDP环比连续两个季度是负的，但美国劳动力市场还是很强劲。传统意义上说，增长放缓

了，劳动力市场也应该降温。美国劳动力市场为什么没有降温？宏观含义、市场含义是什么？

宏观上，这意味着劳动力供给受限降低了美国的可持续经济增长速度或者潜在增长率。对于市场而言，这意味着利率上升幅度要足够大，才能把经济增速降到能够压低通胀的水平。未来几个月，因为能源价格的下跌、粮食价格的下跌，我们可能会观察到美国CPI通胀有明显的下行，但离2%的通胀目标还会有比较大的距离。目前美国CPI增速和10年期国债收益率、标普500盈利收益率的差距还是较大的，也就是说按照历史的关系，利率和股票盈利收益率还需要明显上行，才能回到一个符合历史关系的态势，股债双杀仍未结束。

中国方面，今年以来是股跌、债升。背后的原因很简单，我们主要的问题是需求疲弱，不像美国是供给不足。未来怎么看？如前所述，我们政策的宽松力度和持续时间不能低估，尤其是疫情这个非经济因素对经济的影响没有明显缓解，那传统的宏观政策需有更大力度的放松，对金融资产的估值是一个支撑。也就是说，我们现在所处的环境是：如果政策对实体经济的促进效果不明显，政策力度就需要增加，宽松的货币条件会对金融资产估值形成支撑；如果政策有效，经济增长反弹带来企业盈利增加，也会支撑金融资产的价格。

最后谈点对汇率的看法，目前美元汇率达到了过去20年的高点。有个疑问，2020年美国货币大幅扩张，很多人认为美元要长期贬值。结果是美元现在不但升值，而且升值幅度很大。如何理解？对于汇率，有两个学派的解释。一个是实体经济的贸易渠道，货币发多了、需求增加了，导致贸易逆差，那么本币汇率就要贬值。还有一个是金融渠道，强调资本流动影响汇率。哪个渠道更重要？在金融市场高度发达的今天，资本流动的作用可能更重要，尤其是美元作为国际储备货币的角色发挥着重要作用。

从金融的角度看，美国利率上升，其他国家尤其是借了美元债的国家，这个时候就要更多的美元还债甚至提前还债，带来对美元的需求增加。另一方面，资本流动背后还是有实体经济基本面包括经常项目的影子，美国利率上升反映了美国经济相对于其他主要经济体的动能比较强，背后有能源价格上升导致的贸易条件变化的支撑。今年以来美国的贸易条件大幅改善，代表以进口衡量的

实际收入上升，支撑美元汇率走强。欧洲、日本、中国的贸易条件恶化，给汇率带来下行压力。

现在的问题是，美元强势还能走多远？按照前面讲的逻辑，我们需要重视波动增加的含义。供给冲击、尤其非经济因素重要性上升的环境下，量对价格变化的弹性下降、调整速度慢，价格容易走极端。一方面意味着难以轻言美元见顶，另一方面，一旦全球能源供给有改善，美元汇率下行的压力可能也比较大。在这种高度不确定性的环境下，管理预期和提振市场参与者对实体经济未来发展的信心，对防止人民币汇率超调很重要。

就宏观政策而言，关键是财政扩张。财政扩张能够直接拉动需求、提升利率，对汇率是升值的影响。例如，支撑美联储当前加息的基本面源头，正是前期的财政扩张。货币放松的传导机制不一样，主要通过利率下降促进投资和消费需求，但也会带来汇率贬值压力。尤其是汇率贬值虽然可以促进出口，但在金融渠道有信用紧缩作用，所以对总需求的净影响不一定是正面的。

最后，总结一下主要观点。未来6到12个月，经济将有望经历一个增长反弹的过程，背后是政策的支持。美国经济降温、中国经济反弹，节奏有多快、力度有多大，有不确定性，但政策最终是内生的，需要针对经济运行的问题作出反应。对市场而言，最重要的含义有两个。

第一，全球市场波动增加，特别需要关注的是美国的财政、货币紧缩，加息缩表下的美国经济衰退是大概率事件，股债双杀还没有结束，美元强势对新兴市场的风险需要关注，尤其是需要关注能源进口依赖度较大的国家。

第二，国内未来的经济政策环境对资本市场相对友好，基本的逻辑是宏观政策拉动实体经济的效率越低，稳增长所需要的力度越大。虽然房地产相关的信用紧缩，但政策性金融显著扩张，所以系统性风险可控。从经济增长反弹到通胀，再到形成政策约束，中间有一段时间对市场是友好的。

以上观点来自：2022年9月24日中金研究院已发布的《非典型复苏下的波动和修复》
彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

英国“减税恐慌”，影响几何？

英国政府宣布大规模减税计划，引发英国“股债汇”三杀。我们认为主要原因在于减税会增加财政赤字，加剧市场对英国“财政主导”（fiscal dominance）和通胀风险的担忧。历史表明“财政主导”会削弱央行的信誉度，最终引发高通胀乃至恶性通胀。我们预计接下来市场将关注英国央行的反应，如果央行抗通胀意志不坚定，市场担忧或将加剧，加大英镑贬值压力，英国资产价格也会进一步下跌。英国“减税恐慌”也折射出宏观政策在应对“滞胀”时的两难境地，美国和欧元区也面临类似的问题。后疫情时代，如何平衡通胀、增长和政府债务可持续性是所有政策制定者都将面临的挑战。

一、英国减税计划：背景、目的及主要内容

英国政府宣布减税计划，旨在支持经济增长。本轮减税是英国政府增长计划（growth plan）之中的一部分。面对疫情冲击和俄乌事件带来的“滞胀”风险，新上任的英国政府制定了“保经济增长”的目标，计划通过减税降低居民生活成本，减少企业税收负担，同时刺激投资需求，争取经济可以实现2.5%的趋势增速¹。英国政府希望以此简化税收制度，吸引资本流入，从而增强英国的国际竞争力²。

减税规模有多大？简单来说，本轮减税是英国自1972年以来公布的最激进的减税方案³。根据英国新任财政部长Kwarteng，到2026年该减税措施将总共耗费450亿英镑⁴。根据IFS的最新预测⁵，英国政府借款未来每年或达到约1000亿英镑，比其3月份的预测高出600多亿英镑。对于减税所需的资金来源，大部

¹ <https://www.gov.uk/government/news/chancellor-announces-new-growth-plan-with-biggest-package-of-tax-cuts-in-generations>

² 截至2021年，38个经合组织国家中的25个国家使用四种及以上的个人所得税税率，转向使用三档税率（0%、19%和40%）将使英国成为经合组织中税率结构最简单的国家之一。 <https://www.gov.uk/government/publications/the-growth-plan-2022-factsheet-on-income-tax/income-tax-factsheet>

³ “...it represents the biggest tax cut to the planned level of tax of any budget since 1972...” <https://ifs.org.uk/articles/mini-budget-response>

⁴ <https://www.ft.com/content/3a0c52cd-acbb-483c-a7ac-01fe7cd4e89e>

⁵ <https://ifs.org.uk/publications/reversing-nics-and-corporation-tax-rises-would-leave-debt-unsustainable-path>

分或将由英国政府扩大借债进行融资，这或意味着英国政府债务率将持续运行在较高水平。IFS认为大规模减税刺激可能会加大政府债务风险，并认为通过减税带来持续的增长将是一场“赌博”⁶。

减税的内容有哪些？企业方面，取消将公司税率提高到25%的计划，并将其维持在当前19%的水平，为二十国集团（G20）中最低的税率⁷。根据上届政府的计划，从2023年4月起，利润超过25万英镑的公司（约10%的公司）的公司税率将从19%提高到25%。盈利在5万英镑到25万英镑之间的公司也将面临公司税的增加，根据利润情况，税率逐步从19%逐步增加到25%。对于其余70%利润在5万英镑以下的公司，公司税将保持在19%。新上任的政府希望取消这一增税计划，改为从2023年4月起，不论盈利规模，所有公司的税率都将保持在19%的水平。

居民方面，自2023年4月起将个人所得税基本税率从20%降至19%，并优化税收制度。英国政府原定下调个人所得税率的时间为2024年4月，新一届政府希望提前一年到2023年4月。为激励企业招聘与劳动力参与就业，并通过简化税收制度方便政策执行，政府还取消了个人所得税的附加税率——从2023年4月起，取消向年收入超过15万英镑的群体额外征收45%的附加税，使用单一的40%的高级所得税税率。也就是说，未来根据年收入不同，英国个人所得税将简化为0%、19%与40%三档。

其他方面⁸，新一届政府还计划大幅削减印花税，新政策下，印花税免税额度将从12.5万英镑翻倍到25万英镑，这意味着每年将有20多万人能够在不支付任何印花税的情况下购买房屋，对于房地产市场形成支持。政府还计划减少对土地使用的规划限制，“为建设英国让路（getting out of the way to get Britain building）”；创建40个新的“投资区”，减少创业方面的约束；取消增加酒类关

⁶ There is no miracle cure, and setting plans underpinned by the idea that headline tax cuts will deliver a sustained boost to growth is a gamble, at best. <https://ifs.org.uk/publications/reversing-nics-and-corporation-tax-rises-would-leave-debt-unsustainable-path>

⁷ <https://www.gov.uk/government/publications/the-growth-plan-2022-factsheet-on-corporation-tax>

⁸ <https://www.gov.uk/government/news/chancellor-announces-new-growth-plan-with-biggest-package-of-tax-cuts-in-generations>

税的计划等。

二、减税的影响：通胀、债务及“财政主导”担忧

减税会带来哪些影响？首先，减税促进需求，增加通胀上行风险。减税属于扩张性财政政策，短期内既会支撑经济增长，又会推高通胀。但现在的问题是，英国通胀水平已经很高了，CPI同比增速一度突破10%。英国通胀为何如此之高呢？我们认为有两方面原因：一是全球能源食品价格上涨叠加英镑贬值，带来输入性通胀；二是英国“脱欧”后限制移民劳工入境，导致疫情后劳动力短缺，引发工资大幅上涨，加剧通胀。此时如果减税计划落地，我们预计英国通胀还将面临更多上行风险。通胀上涨削弱消费者购买力，经济增长也将面临下行压力。

其次，减税带来财政赤字，加大政府债务负担。2020年新冠疫情后，为支持经济复苏，英国政府采取了财政扩张，平均来看，2020和2021年英国财政赤字率分别为13.1%和7.9%，均高于2015-19年平均2.9%的赤字率。英国政府债务占GDP比例从疫情前的84%上升至100%⁹。一般情况下，经济复苏后政府应该降低财政支出，但这次英国政府在经济已经回到疫情前的水平后继续大幅减税，无疑将增加市场对财政可持续性的担忧。当然，面对不断上升的生活成本，政府对中低收入者进行一定补贴也是必要的，但是否需要如此大规模的减税，的确值得商榷。

第三，减税会让市场担心“财政主导”，央行配合财政扩张，引发通胀失控风险。在低通胀、低利率的环境下，政府融资成本低，财政扩张无可厚非。但在通胀高企、利率不断上升的背景下，财政继续大幅扩张就会引发市场对于政府债务可持续性的担忧。一个更深层次的担忧是“财政主导”(fiscal dominance)，即货币政策为了降低财政压力而维持低利率，上世纪70年代美国的经验表明，这么做的结果将是央行抗通胀的信用度下降，最终引发高通胀，其他新兴市场的经验来看，甚至还可能引发恶性通胀。实际上，自去年底以来，英国央行为

⁹ <https://www.ons.gov.uk/economy/governmentpublicsectorandtaxes/publicspending/bulletins/ukgovernmentdebttanddeficitforeurostatmaast/march2022>

应对通胀已开始加息，此时英国政府推出减税，对英国央行而言将是一个巨大挑战。

我们认为市场最担心的是“财政主导”，这也能够解释为何英国出现“股债汇”三杀。9月23日，英国富时100指数下跌近2%，英国2年、5年和10年期国债收益率分别较前一日上升43、51和33个基点，英镑兑美元汇率贬值超过3%。如果只是担心通胀上升，央行加息更为激进，那么英镑汇率仍然会保持坚挺，但如今英镑大幅贬值，说明市场担心的是英国央行难以应对当前的局面。我们认为资产价格的表现已经说明，投资者对于英国经济的信心在大幅下降，对于其政策制定者能够解决当前的“滞胀”困境充满疑虑。

接下来，市场的目光将聚焦英国央行，投资者希望知道英国央行在管控通胀方面到底有多少决心。一种可能是英国央行继续大幅加息抗击通胀，比如在下次加息时将加息幅度从50个基点提高至75个基点。这么做的好处是维护信誉，避免英镑大幅贬值，坏处是增加市场流动性和利率风险，加剧短期资产价格波动。另一种可能是英国央行不对减税计划进行回应，这么做会让市场更加担心“财政主导”和通胀失控风险，由此或导致英镑继续贬值，“股债汇”三杀或继续演绎。

三、后疫情时代，政府债务可持续性值得关注

英国的遭遇折射出宏观政策在应对“滞胀”时的两难境地。长期来看，新冠疫情和俄乌事件带来的一个重要影响是全球通胀中枢抬升。面对不断上升的物价，一方面政府需要保障中低收入者的基本生活，提供必要的能源食品补贴是合适的。但另一方面，财政补贴规模又不能过大，否则将加剧通胀压力，加大市场对于“财政主导”的担忧。英国的例子告诉我们，供给冲击影响下，宏观政策将更加难以取舍，政策制定者在通胀、增长和债务可持续性之间寻找平衡将变得更加困难。

除英国以外，后疫情时代其它国家也面临类似的问题。美国方面，为应对新冠疫情，美国政府也采取了大力度的财政扩张，公共部门总债务占GDP比例已超过100%，为第二次世界大战以来最高水平。对此，我们在报告[《美国偿债](#)

[压力或超预期》](#)中曾进行估算，由于通胀和利率上升，美国政府“借新还旧”的压力将不断上升。我们的结果显示，在低增长、高通胀、高利率的极端情形下，美国政府利息支出占GDP比例或将从2022年的2%上升至2032年的7%，远超此前美国国会预算办公室（CBO）此前所预计的3.3%。不可否认，美元拥有全球储备货币地位，美国政府违约风险比一般国家小，但在通胀高企、央行加息、地缘冲突加剧、逆全球化的大背景下，也不能忽视这方面风险。

欧元区方面，尽管欧债危机后许多国家进行了财政整固，但疫情后政府债务再次扩张，再加上俄乌事件带来能源危机，欧央行为应对通胀大幅加息，政府债务可持续性也面临挑战。最坏的情况是“滞胀”引发欧洲经济陷入深度衰退，部分较为脆弱的国家财政前景恶化，引发政府债务危机。与美国不同，欧元区成员国较多，相互之间存在较大差异，金融分化风险（Fragmentation）较为突出。2010年发生欧债危机的一个原因就是投资者担心欧元区可能解体，从而大幅抛售欧元资产，引发金融市场恐慌。虽然2010年以后欧央行和欧盟也对欧元区的金融稳定机制进行了完善，但在能源危机的冲击下，也不排除再次发生债务危机的可能性（请参考报告[《欧洲经济：不可低估的风险》](#)）。

以上观点来自：2022年9月25日中金公司研究部已发布的《英国“减税恐慌”，影响几何？》

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

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

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

专题聚焦

上市公司视角观察中国出口相关制造产业链

当下中国出口相关制造产业链：疫情及全球地缘局势等因素影响下，中国在全球贸易重要性不降反升

近年中国在全球贸易中的重要性进一步提升。疫情及全球地缘局势等因素影响下，2020年全球总出口贸易额从前一年的19万亿美元下降到了17.6万亿美元，但中国对外出口贸易总额不降反升，中国在全球总贸易额中的占比也跃升到了14~15%的水平。我们认为这一方面是由于海外需求端显现韧性，另一方面则是由于海外生产端的“弱恢复”的助推。

拆解来看，近期出口贸易的高增中价格驱动逐渐占据主导，数量驱动则在各行业中分化。2022年7月，中国的出口贸易金额同比增速依然保持在18%的高位，但是全球的通胀水平也保持在较高位置。我们粗略估算，若剔除价格的变动，中国出口贸易在数量层面的同比增长可能约为9%左右。分品类来看，我们观察到大部分产品的价格同比保持高增，数量的同比增速高点则各有不同，其中食品饮料（HS第四类）、木浆纸制品（HS第十类）的出口数量增速呈现加速趋势，矿产品（HS第五类）、光学医疗仪器（HS第十八类）的出口数量显现负增长。而8月最新公布的经济数据中，出口整体交货值增速也出现了一些下降，伴随着低基数消退，美元计价的出口额同比增速也下滑至7.1%。

近年来中国参与全球生产分工的深度已经有明显提升，不仅体现在出口贸易量上，也体现在价值链的环节上升中。从知识密集程度看，医药、机械设备、IT服务、电子及电脑、电气设备等行业可能为知识更密集、壁垒更高、人力资本积累较多的行业，也正是近年来中国大力发展的产业。

从上市公司维度刻画中国在全球产业链位置

资本市场表现来看，2019年至今海外收入占比较高公司表现好于市场整体，年初至今显现波动。2016年~2018年左右，高海外收入占比组合相对上证指数并没有明显的跑赢或跑输趋势，2018年国际环境的变化给出口链上相关公

司带来较大压力，高海外收入占比的组合开始明显跑输市场。2019年中起，伴随着市场情绪的修复，出口链上的公司开始相对大盘逐渐跑赢，并伴随出口的整体景气有超过20%的相对收益（VS.上证指数），年初至今受内外部因素影响，表现较为波动。

因素拆解来看，汇率对出口链公司的影响不一，中短期超额收益可能主要由估值变化导致。理论而言，汇率偏弱中短期内对于较多出口类企业有一定的正向贡献，但从资本市场表现来看，人民币汇率变化较快时期相关企业并未显现明显的相关性，例如2018年国际环境的变化同步带来的汇率较大波动和出口行业的回调，2022年二季度汇率偏弱也伴随着出口链在资本市场表现上相对跑输市场整体；而当人民币汇率处于较为平缓的变化周期中时，汇率偏弱则时常伴随着出口链公司的跑赢，反之亦然。通过拆解近7年的出口类企业在资本市场上的相对表现，我们发现中短期的超额收益可能主要来自于估值的贡献，但今年的情况有所不同，业绩贡献占比有较明显提升。

我们对比了全球主要交易所的上市公司在不同产业链上的利润和全球化程度，以刻画中国上市公司在全球产业链上的竞争力。我们筛选了来自十余个国家和地区的3万余家上市公司，按照行业梳理了新能源汽车、半导体、医疗、轻工制造和机械工业五条上下游环节相对较多、当前全球关注程度较高的产业链，同时梳理其中公司的营业利润及境外收入，用来刻画全球产业链的利润分布情况。关于中国上市公司的几个维度值得关注：

1. 产业链布局相对较全，但仍有部分环节有待完善提升。在几个关键产业链中，中国上市公司无论是从数量占比、市值占比或是利润占比看都不可或缺，例如新能源车产业链中中国相关上市公司超过600家，总市值超过2万亿美元；半导体产业链涉及公司超过500家，总市值超过1.6万亿美元，但细分来看仍然存在个别环节较为薄弱，例如工业气体等。

2. 出口收入占比近年来明显提升。与宏观数据显示的趋势较为一致，中国上市公司境外收入占到（样本中）全球上市公司境外收入的占比逐步提升，特别是在2021年，总部在中国大陆的上市公司在材料、工业、医疗保健、消费、

能源等行业的境外收入中都占据了较大比例。分产业链看的家具家居家庭用品、机械、家电、生物科技等都占比较高。

3. 利润占比整体低于市值和数量占比，高利润环节占比仍有提升空间。

五个产业链中，对比上市公司数量、市值和利润的所占比例，仅有机械工业行业的利润与上市公司数量和规模占比较为匹配，其他产业中中国上市公司的利润占比偏低。拆分产业链环节来看，在利润规模相对较大的行业如金属非金属、半导体制造、制药、衣物及个人用品中，中国公司的利润占比都相对较低，可能也有一定影响。

出口链的投资逻辑：中期需要关注全球主要国家增长趋势对出口相关制造产业链影响。我们认为，当前来看出口链存在短、中、长三个维度的投资逻辑，短期海外尚未进入实质性衰退，关注前期汇率偏弱对于部分出口类企业的影响；中期来看，全球的需求依然是出口相关制造产业链景气程度的主要影响因素，需要格外关注欧美等主要出口目的地的经济景气变化和外需的情况；长期来看，我们认为“百年变局”下的全球产业链重构中，中国具有独特产业优势和竞争力以及政策长期支持的方向可能都是重点的布局方向。

以上观点来自：2022年9月19日中金公司研究部已发布的《上市公司视角观察中国出口相关制造产业链》

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

专题聚焦

欧洲天然气：再平衡，非坦途

在2022年5月22日发布的研究报告[《欧洲天然气：LNG弹性不足，补库挑战仍存》](#)中，我们提出在俄罗斯管道气“断供”的极端情形下，欧洲天然气淡季库存修复或仍存较大挑战。但截至9月中旬，欧洲天然气库存填充率已接近85%，修复进程超出预期。与此同时，欧洲天然气的价格压力并未随之缓解，相反随着北溪1号PNG运量下滑，市场对2022/23年取暖季（11月至次年3月）欧洲天然气供应能否足需的担忧情绪持续发酵，并支撑欧洲天然气价格再度冲高，荷兰TTF气价当前仍位于55美元/百万英热上方。

从欧洲历史取暖季中的天然气供给结构来看，库存释放仅能贡献消费总量的23%，即使当前欧洲天然气库存完全填充并尽数释放，也仅能供应取暖季用气需求的40-43%。而基于近5年历史数据，天然气进口是欧洲取暖季总供应（包含库存释放）更为重要的来源，占比高达59%，俄罗斯PNG进口的贡献大约为25%。因而在俄PNG供应仍存“断供”风险之际，今冬欧洲天然气将如何实现供需再平衡，背后的库存路径和价格表现又将如何演绎，成为了当前市场普遍关心的问题。

本篇报告聚焦今冬欧洲（欧盟及英国）天然气市场的供给风险，将上述问题拆解为以下三步依次进行回答：

一、2022/23年取暖季欧洲需要多少天然气？

欧洲天然气消费具备明显的季节性特征，可划分为住宅和商业、电力及热能转换以及工业和其他部门三个主要去向。

► 住宅和商业部门：空间供暖是欧洲住宅和商业部门天然气消费的主要去向，与气温表现直接挂钩，我们使用取暖日指数（HDD）对其进行模型拟合，并基于欧洲中期天气预报中心（ECMWF）最新的气温预测，测算得到欧盟及英国住宅和商业部门在2022/23年取暖季中的天然气消费量或需达到1480亿立方米，与近5年均值水平基本持平。

► 电力及热能转换部门：约有三成的天然气会投入欧洲的电热转换，最终以电力和热能的形式到达终端消费部门。1H22欧盟及英国电热部门的天然气投入量并未大幅下滑，我们认为可替代侧的转换制约和水电、核电同期表现不佳或为主要原因。结合欧盟最新的电力节省政策¹⁰，我们测算2022/23年取暖季中欧洲电热部门或需投入500亿立方米天然气。

► 工业及其他部门：欧洲工业所需能源中约有34%为天然气，其中石化、食品烟草和非金属矿产行业用气最多，纺织、钢铁等行业对天然气的依赖最高。1H22欧盟及英国工业部门用气需求已同比减少13%左右，高气价对企业生产利润的挤压迫使其寻求能源侧的可能替代，或者直接减产、停产。在基准情形下，我们假定受到成本压力的欧洲工业企业已完成自身天然气需求的调整，则在2022/23年取暖季期间，工业及其他部门的天然气需求大约为620亿立方米。

综合以上测算，我们预计2022/23年取暖季欧盟及英国天然气需求或将达到2600亿立方米，接近历史最低水平，较近5年均值减少约3%。

二、当前欧洲天然气的供给和库存能否满足取暖季用气需求？

为测算极端情形下欧洲天然气市场的再平衡能力，我们假设在没有俄罗斯PNG进口供应的情形下，今年欧盟及英国能否依靠自有产量、其他进口来源和库存满足取暖季的用气需求。当前我们仍维持欧盟及英国自有天然气产量年内同比增长3%的假设，并将挪威-波兰新管道开通后的进口增量纳入考虑。此外，我们认为LNG进口或将于今冬继续维持高位、且在美国自由港恢复运营和新增液化产能投产后有一定提高。

基于以上供给侧假设，欧洲天然气库存或将在2022/23年取暖季后减少至100亿立方米的低位，对应仅9%的库存填充率。相较之下，欧洲天然气库存量在历史取暖季结束后的平均水平大概是400亿立方米，对应35%的填充率。因而若俄PNG断供，基于我们对供需两侧的测算，今冬欧洲天然气市场实现供需平衡的背后，超低的库存路径或难以避免。

¹⁰ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_5489

三、进一步减少需求能否化解欧洲天然气低库存风险？

为缓解今冬欧洲市场的供气紧张，欧盟委员会提出¹¹，将天然气消费量较近5年均值减少15%，即将2022/23年取暖季间的天然气消费降至2275亿立方米左右。基于我们的测算，若此政策目标得以实现，或可使欧洲天然气库存路径在俄PNG“断供”的极端情形下维持正常，即将今年欧洲取暖季的天然气消费在基准情形下再减少325亿立方米。我们认为这或需欧洲国家进一步通过节省电力使用和推进发电侧的能源替代等方式减少电热转换部门的天然气需求。据IMF数据，若充分考虑欧洲电力部门对天然气的替代能力，今年取暖季内用于发电的天然气或最多能减少150亿立方米。

此外，降低供暖标准或缩短供暖时长也可以降低部分住宅和商业部门的用气需求。HDD模型显示，1°C供暖标准的降低或能为欧盟及英国带来100亿立方米的取暖用气减少。但我们提示，取暖需求仍面临着拉尼娜等不利天气的潜在扰动。而如果欧洲工业领域的用气需求进一步缩减，食品烟草、机械制造和钢铁等天然气风险敏感性较高的工业行业，以及西班牙、比利时和德国等工业部门天然气风险敏感性较高的国家或率先受到冲击。综合来看，我们判断欧洲在今冬通过削减需求来化解俄PNG供应风险或仍存挑战。

但即使15%的用气削减目标得以达成，是否意味着今冬欧洲天然气供应风险和其引发的库存紧张得以化解？我们认为或不尽然。在上文的供需基准测算中，我们假定欧洲LNG进口或将维持高位，但在需求削减目标达成的情形下，此假设或难以成立。当前欧洲处于执行期的LNG合约贸易量远不及其1-8月已进口的LNG数量，因而我们判断今年欧洲LNG进口的增量或大多来自于现货市场，年内继续进口的LNG或也将以现货为主。这意味着若欧洲保持当前LNG的高进口量，则需面临高昂的现货采购成本。当前以荷兰TTF气价为代表的欧洲LNG现货价格相对长协合同价格存在较高溢价。因此如果需求侧压力进一步缓解，俄PNG供应风险得到较强缓冲，我们认为进一步消耗已累积的库存，而非继续进口高价的LNG现货，或也是今冬欧洲天然气市场实现再平衡的可能路径。

¹¹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_22_4725

四、价格预测：再平衡难言坦途，今冬气价或高位难下

综合以上分析，在俄罗斯PNG“断供”的极端情形下，若需满足今冬欧盟及英国正常的用气需求，我们判断欧洲天然气库存或会在2022/23年取暖季后降至历史最低水平，而欧盟15%用气削减目标的达成或能修正库存路径。但即使不考虑电力部门替代的可能瓶颈和拉尼娜等不利天气的潜在扰动，在需求侧压力得以缓解后，进一步消耗已累积的库存，而非继续进口高价的LNG现货，或也是欧洲天然气市场实现再平衡的可能路径。

因而综合来看，我们判断今冬欧洲天然气库存仍大概率面临超季节性消耗，低库存路径或难以避免，市场再平衡仍难言坦途。在此情形下，我们认为今冬欧洲天然气价格可能难下高位。当前天然气远期合约价格也显示，今冬荷兰TTF气价或仍将位于50-60美元/百万英热。



以上观点来自：2022年9月18日中金公司研究部已发布的《欧洲天然气：再平衡，非坦途》

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

李林惠 SAC 执证编号：S0080122070072

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.9.19 中国宏观周报：楼市旺季不旺，基建落地加速
- 2022.9.19 中国宏观热点速评：破7之后：非典型复苏有望形成汇率中期支撑
- 2022.9.21 海外宏观热点速评：利率的尽头（2）：寻找新均衡
- 2022.9.22 海外央行观察：加息未减速，美国衰退概率上升
- 2022.9.25 海外宏观周报：英国“减税恐慌”，影响几何？

策略及大宗商品

- 2022.9.19 主题策略：上市公司视角观察中国出口相关制造产业链
- 2022.9.22 海外策略：加息的终点：更高但能否更远？——9月FOMC点评
- 2022.9.23 大类资产观察：联储激进加息，如何配置资产
- 2022.9.24 全球资金流向监测：外资延续流出，南北向继续分化
- 2022.9.25 海外市场观察：美元“荒”与全球“慌” 2022年9月19日~25日
- 2022.9.25 海外中资股策略周报：短期情绪或维持低迷
- 2022.9.25 A股策略周报：短期情绪偏弱，中线不悲观

固定收益

- 2022.9.19 专题研究：国际评级市场概述——中金固收海外研究系列
- 2022.9.19 专题研究：美国债券市场格局全景分析——中金固收海外研究系列
- 2022.9.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.9.19 中资美元债周报：投资级走弱，高收益地产表现相对坚挺
- 2022.9.19 简评：如何看待云南康旅拟提前兑付部分债券？
- 2022.9.19 简评：科蓝转债上市定价分析
- 2022.9.19 招投标备忘录：国开债22年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2022.9.20 简评：嵘泰转债上市定价分析
- 2022.9.20 招投标备忘录：付息国债22年第18期续发，贴现农发债22年第3期新发，付息农发债22年第5、8期增发——利率债招标分析
- 2022.9.21 招投标备忘录：国开债22年第9、15、17期增发——利率债招标分析
- 2022.9.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.9.22 简评：兴发转债投资价值分析
- 2022.9.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.9.22 简评：天赐材料转债投资价值分析
- 2022.9.22 招投标备忘录：贴现国债22年第53、54期新发，付息国债22年第21期新发——利率债招标分析
- 2022.9.22 简评：交易型机构大幅增配利率债，境外机构减持规模继续下降——2022年8月中债登、上清所债券托管数据点评

- 2022.9.23 债市动态跟踪：市场化调整机制助力存款利率下行——机构负债端跟踪2022年9月月报
- 2022.9.23 中国可转债策略周报：低成交：估值的重要性在正股前
- 2022.9.23 简评：货币政策操作精细化，熨平资金波动，流动性将延续合理充裕
- 2022.9.24 信用债收益率跟踪周报：收益率多数继续上行，一级净增由负转正
- 2022.9.24 深度研究：债务杠杆弱化周期的利率下行——四季度经济及债市展望

行业

- 2022.9.19 轻工日化：培育钻石8月渗透率持续提升，看好中长期成长前景
- 2022.9.19 有色金属：IRA影响有限，国内锂盐企业竞争优势显著
- 2022.9.19 传媒互联网：8月电商数据：疫情波动，线上缓慢复苏
- 2022.9.19 煤炭：8月点评：需求高位，产量回落
- 2022.9.19 机械：关注新能源装备的政策影响及技术变革
- 2022.9.19 传媒互联网：互联网月报：基本面及监管向好促情绪回暖
- 2022.9.19 化工：美国通胀超预期，关注需求刚性产品，供给侧关注TDI等欧洲产能暂停化工品
- 2022.9.19 主题研究：云南电力供应仍有压力；关注铝硅光伏影响
- 2022.9.19 建筑与工程：8月投资数据：基建投资增速创年内新高
- 2022.9.19 可选消费：数说消费9月刊：8月社零环比提速
- 2022.9.19 家电及相关：暖通市场被低估，全球龙头普遍超预期
- 2022.9.20 不动产与空间服务：周报#310：新房销售、土地成交持续低迷
- 2022.9.20 软件及服务：金融IT复盘与展望：1H22低谷已越，拐点可期，向阳而生
- 2022.9.20 交通运输物流：8月快递增速放缓，总部单价环比回调
- 2022.9.20 商业运营管理：洞察商管VI：第三方外拓，下一个突破口？
- 2022.9.21 元宇宙系列研究：Web3.0社区底座，以太坊升级在即
- 2022.9.21 博彩及奢侈品：奢侈品月报：2022年8月
- 2022.9.21 科技：汽车智能化系列之车联网：政策加码，智慧道路新基建
- 2022.9.21 钢铁：1H22回顾：特钢普钢分化持续，强者恒强
- 2022.9.22 电力电气设备：新能源车月度观察：8月中国销量环比回升，产业链排产持续旺盛
- 2022.9.22 农业：宠物行业观察：借力海外，推动国产升级
- 2022.9.22 通信设备：专精特新 | 通信：云网端构筑信息“大动脉”
- 2022.9.22 电力电气设备：国内储能招标价格略升，美国峰谷价差降低
- 2022.9.22 金融：央行2Q22支付报告透露的三点变化
- 2022.9.22 轻工日化：专精特新 | 轻工制造：产品创新引领消费新趋势
- 2022.9.22 农业：畜牧行业观察：猪价震荡前行，养殖产业链整体仍向好
- 2022.9.23 香港金融：港银四年来首提Prime，息差有望持续改善

- 2022.9.23 交通运输物流：国常会提出强化支持交通物流，核心港口基础设施或受益
- 2022.9.23 交通运输物流：四季度货车通行费减免政策盈利影响有限
- 2022.9.23 交通运输物流：机场有税商业是待发掘的“金矿”吗？
- 2022.9.23 科技：Pico发布新款VR，瞳距调节标配超预期
- 2022.9.23 银行：区域行观察：长三角经济仍活跃，四川疫情影响有限
- 2022.9.23 传媒互联网：2022年国庆档前瞻：关注主旋律影片表现
- 2022.9.24 电力电气设备：光伏8月数据：限电扰动下国内外出货好于预期，看好9月数据修复
- 2022.9.24 医疗健康：板块持续调整，关注年底医保谈判推进
- 2022.9.24 有色金属：铝：国内限电延续，海外加息压制市场情绪
- 2022.9.24 化工：湖北磷酸二铵出口增加，纯MDI价格上涨
- 2022.9.24 有色金属：锂精矿拍卖价再创新高，镍期现价差持续或超预期
- 2022.9.24 有色金属：稀土：进口环比大幅收缩，价格有望否极泰来
- 2022.9.25 金融：周报：银保监会披露行业销售人员执业情况
- 2022.9.25 科技：科技硬件周报（9/23）：Pico 4系列硬件升级超预期
- 2022.9.25 有色金属：短期供给释放不及预期，铜价承压但有支撑
- 2022.9.25 半导体：半导体周报（9/23）：看好本土功率器件出海

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