

研报精选

2023年7月9日 第128期

宏观专栏

地产基建放缓，政策转轨待提速——6月经济数据前瞻

报告预计，6月中国房地产投资或将延续负增长，基建投资增速可能回落，消费和制造业投资的4年复合增速小幅改善。在低基数效应的支撑下，二季度GDP同比增速或为6.5%左右，对应季调环比增速为-0.5%。总体而言，近期地产与基建动能均偏弱，政策发力点需要从金融转向财政。

美国经济韧性推升美债利率

近期美国经济数据总体积极，推动美债利率走高。但观察长期趋势，年初以来美债收益率并未随着通胀降温而下行，或说明市场对于利率的预期已发生改变。随着通胀中枢抬升，美国利率或在高位停留较久。

专题聚焦

资产负债表“衰退”了吗？

报告认为，中国居民和企业部门信贷需求低迷的关键原因是投资回报预期下降，而非资产负债表衰退。具体来看，居民提前还贷是因为收入预期低迷与投资回报率下降，企业信贷需求低主要由于缺乏优质投资机会。

再谈银行支持城投化债

银行参与城投债务重组的影响不应一概而论。优质城投债务置换的信用风险较低，是当前银行信贷投放的可行选择；对弱资质城投进行债务重组能够降低其风险暴露和扩散风险，但可能影响银行资产质量。

宏观专栏

地产基建放缓，政策转轨待提速——6月经济数据前瞻

我们预计6月房地产投资或将延续负增长，消费和制造业投资的4年复合增速小幅改善，但同比增速还处于相对低位，CPI通胀亦偏弱增长；基建投资增速在6月可能回落，政府债发行弱于往年同期也拖累社融增速首次降至9%以下。综合分项预测和4-5月经济表现，我们预计在低基数效应的支撑下，二季度GDP同比增速或为6.5%左右，4年复合增速有所回落，对应季调环比增速为-0.5%。总体而言，近期地产与基建动能均偏弱，前者是金融周期处于下半场的体现，后者说明财政/准财政力度有待加大。金融周期下行阶段，流动性偏好上升和偿债负担提升对经济的内生增长形成制约，财政带来的外生货币投放对于经济恢复的支撑仍待加强。也就是说，要提升增长的可持续性，政策发力点需要从金融往财政转向。

6月社会消费品零售总额的4年复合增速可能较5月有所改善，不过同比增速受高基数影响，或为年内低点。端午假期单客消费的恢复程度基本持平于五一假期，反映出居民购买力总体平稳。全国迁徙、市内通勤、国内航班等高频数据在6月呈改善趋势，商务部披露的端午假期金银珠宝、体育用品等消费分项对应的4年复合增速较5月改善，显示出随着疫情“二次反弹”影响消退，线下场景相关商品和服务消费可能有所恢复。此外，乘联会根据高频数据预计，6月汽车零售量环比增长5.0%，好于往年同期季节性。不过去年6月受防疫政策调整、车购税减半等政策影响基数较高，我们预计今年6月社会消费品零售总额同比增速可能在基数影响下降至2%，对应的4年复合增速为3.7%，好于5月的3.5%。

投资增速或有所回落，房地产投资延续负增长。我们预计1-6月固定资产投资名义同比增长3.6%（1-5月为4.0%），制造业投资方面，基本面偏弱对企业投资形成一定制约，但是经济结构转型和地缘政治因素带动政策支撑，我们预计1-6月制造业投资同比5.7%（1-5月为6.0%），四年复合增速小幅边际改善。房地产方面，6月水泥出货率、钢材表观消费量、玻璃价格继续弱于以往，房地

产开工、施工和竣工或继续放缓。土地市场量跌价涨，城市间冷热分化明显，300城宅地的流拍率上升，我们预计房地产开发投资同比或仍在-7.5%左右徘徊。

与此同时，出口同比降幅或有所扩大。从需求来看，海外制造业仍处于下行过程中，6月美国、欧元区制造业Markit PMI初值分别为46.3%、43.6%（5月分别为48.4%、44.8%）。6月中采PMI新出口订单为46.4%（5月为47.2%）。从高频数据来看，6月前20天韩国日均出口同比-2%（5月为-9%），从中国日均进口同比-19%（5月为-9%）；6月越南出口同比-11%（5月为-9%）。综合来看，我们预计6月出口同比-10.5%（5月为-7.5%）、进口同比-3.9%（5月为-4.5%），贸易顺差为718亿美元。

新增因素或拖累PPI降幅走阔至-5.1%，蔬果和服务或提振CPI同比改善至0.3%。 PPI方面，翘尾因素维持在低位，新涨价因素看，国内制造业用电及非电用煤需求偏弱，煤价走低，化工价格环比亦下跌；黑色与有色金属期货价格受政策预期提振走高，但现货价格仍弱；地产与基建实物工作量偏弱，建材价格继续下行。PMI购进和出厂价蕴含的PPI环比为-0.6%，PPI同比降幅可能从-4.6%进一步走阔至-5.1%。CPI方面，春夏蔬菜换茬、高温多雨，叠加去年6月基数走低，蔬果价格或对CPI同比多贡献0.2ppt；需求淡季叠加基数走高，猪价或拖累CPI同比0.1ppt；端午假期支撑旅游价格，服务消费温和复苏，但工业消费品随PPI放缓，总体CPI同比或从0.2%上升到0.3%。

6月新增信贷、社融可能环比回升，但政府债影响同比增速或将进一步走弱。5月社融、信贷数据大幅低于市场预期，进入6月后，票据利率小幅上升，显示信贷需求并未继续恶化，PMI显示经济环比下滑的幅度可能也有所收敛。综合考虑6月信贷形势和往年季节性，6月新增信贷可能达到2.6万亿元，较去年同期的2.8万亿元减少、但仍高于2021年同期的2.1万亿元。6月新增企业债融资有所改善，新增社融有可能达到3.3万亿元。但由于去年同期政府债发行较快、基数高，而今年政府债的发行并未相应加速，使得6月总的社融存量同比增速可能下跌至9%以下到8.8%。

基建投资增速或将明显回落。今年以来地方专项债发行进度慢于去年同期，

叠加近期天气制约基建实物施工，实物出货量进一步走弱，6月基建投资增速或继续放缓，结构上来看公用事业投资或持续好于传统基建投资，我们预计1-6月广义基建投资同比或在8.5%附近（1-5月为10.1%）。

与需求表现相对应，工业生产环比有所改善，但整体低位运行。6月中采制造业PMI环比上升0.2ppt至49.0%，结束了此前连续三个月的环比下行，但仍连续第三个月处于收缩区间。其中生产分项环比上升0.7ppt至50.3%，重回扩张区间。从其他高频数据来看，高炉开工率和黑色金属冶炼及压延加工业PMI的环比改善或与其库存相对较低导致的短期补库有关，在整体房地产偏弱的背景下，持续性或有限；焦化开工率和江浙织机开工率同比增速也有所改善。由于6月基数进一步抬升，我们预计6月工业增加值同比增长3.0%，对应四年复合增速较5月改善。

综合分项预测，我们预计在低基数效应的支撑下，二季度GDP同比增速或为6.5%，高于一季度的4.5%，但四年复合增速有所回落，对应季调环比增速为-0.5%。金融周期下行阶段，流动性偏好上升和偿债负担提升对经济的内生增长形成制约，财政带来的外生货币投放对于经济恢复的支撑仍待加强。如果稳增长政策进一步加码，下半年经济内生动能或有望恢复。

以上观点来自：2023年7月4日中金公司研究部已发布的《地产基建放缓，政策转轨待提速——6月经济数据前瞻》

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

宏观专栏

美国经济韧性推升美债利率

近期公布的美国经济数据总体积极。一是新屋销售环比反弹，营建许可与新屋开工均有所反弹，房地产市场似乎有触底回升的态势。二是消费者信心改善，劳动力市场稳健，初次申请失业金人数重新回落至历史低位。三是Q1 GDP环比增速大幅上修，特别是消费分项保持强劲，降低短期内经济衰退的概率。经济数据的韧性推动利率走高，10年期美债收益率突破3.8%。我们认为相比于短期波动，更需要关注利率的长期趋势，年初以来美债收益率并未随着通胀降温而下行，或说明市场对于利率的预期已发生改变。这些变化也印证了我们一直以来的观点，随着通胀中枢抬升，美国利率或在高位停留较久（high for longer），低利率时代或已一去不返。

近期美国房地产数据总体向好。需求端看，新屋销售环比大幅反弹；供给端看，营建许可与新屋开工均有所反弹。美国5月新屋销售年化76.3万户，创2022年2月以来新高，环比增长12.2%，创一年最大增幅。在美联储持续加息背景下，作为利率敏感型的房屋销售仍能在高压下反弹，我们应该如何理解？

首先，根本原因是美国居民的购买力仍有韧性。年初以来美国劳动力市场表现强劲，工资增速仍然较高，再加上居民负债负担较低，支持收入增长和购房者信心。其次，过去两年大幅加息下，一些买家选择观望，但随着时间推移，这些买家因为要满足“刚需”而不再等待，这使得前年被压抑的需求得到释放。第三，二手房紧供给短缺，由此带来的替代效应也有助于新房市场回暖。高利率环境下已有住房的卖家不愿意放弃此前锁定的低利率，低卖房意愿叠加存量住房库存有限，整体美国二手房在供给下降，许多购房者转向新房。

此外，由于租房成本显著抬升，高租金环境也会导致居民转向买房市场。虽然房租同比增速已较高点回落，但Zillow数据显示近期全美50个最大的都市圈房租环比都显示再度回升，尤其是体现在东北部纽约、波士顿等大都市。一个解释是随着居家办公热的退潮，许多公司要求员工回到办公室上班，再度推

高核心都市圈的住房需求¹。对于本身就有买房意愿与实力，如希望组建新家庭的年轻人来说，在高租金环境下，即便按揭利率上升，“忍一忍”付一段时间较高的按揭月供，也或比每月花费大额收入单纯租房子要划得来。此外，在高租金、高利率、但房价相对较此前高点有所回落的环境下，不少较为富裕家庭选择全款现金买房²。

对美联储而言，地产反弹或强化货币紧缩的必要性。一方面美联储加息周期仍未至尽头，但地产作为最为敏感的部门之一已显示触底反弹的迹象，正说明美联储对于加息压制需求的控制能力较为有限。另一方面，我们认为如果地产复苏势头持续，或将带动一系列家具家电等地产后周期商品需求反弹，对于核心商品通胀再度产生向上的压力，这也是美联储不愿意看到的。因此，强劲的地产或给予美联储更多持续紧缩的理由，而未来高利率环境持续压制居民住房可负担能力，居民部门此前积累的超额储蓄也在不断消耗，住房需求或较难持续上行。而在供给端，未来随着新房开工与竣工，新房库存上升或将一定程度缓解住房紧张，未来价格也难以持续大幅上升。

近期公布的美国消费者信心与企业投资数据也较好。美国6月谘商会消费者信心指数超预期攀升至109.7，创近一年半新高，也超过市场预期的104。根据调查报告，消费者对于劳动力市场与工作机会前景的判断更为乐观，且对于家庭财务前景预期增强。而5月PCE数据也回应了这一点——5月实际个人可支配收入同环比增速分别为4.0%和0.3%，均较前值3.5%和-0.1%有所回升，这也意味着美国个人的收入在持续跑赢通胀，为消费提供源源不断的动力。从名义收入的分解来看，收入增长的主要贡献除了来自于就业增加带来的雇员薪酬增加外，还来自于本年度更低的缴税水平与更高的社保收入，说明政府“托底”的滞后效应仍在刺激经济。

投资方面，美国5月耐用品订单量环比增长1.7%，超出预期的下降0.9%，4月数据由增长1.1%上修为1.2%，耐用品订单量已连续三个月增长。从分项看，耐用品订单主要由飞机拉动，非国防的飞机和零件新订单环比大幅上涨32.5%，

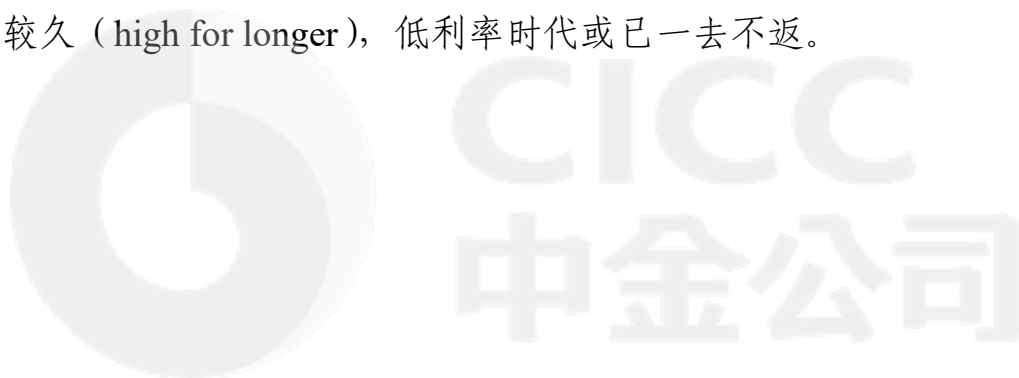
¹ <https://www.zillow.com/research/april-2023-rent-report-32595/>

² <https://www.nytimes.com/2023/06/26/business/economy/housing-market-construction-cost.html>

另外机动车辆订单环比上涨2.2%。剔除飞机的核心耐用品订单量增长0.6%，由于前值下修至下降0.6%，本月增幅刚好抵消此前回落。

经济数据的韧性推动利率走高，10年期美债收益率突破3.8%。年初以来，美国通胀有所降温，CPI同比增速从去年高点的9%降至5月的4.9%，但美债收益率并未随着通胀降温而下行，10年期美债收益率中枢仍在3.5%左右，近期甚至冲高至3.8%。

为何通胀放缓，利率仍然居高不下？我们认为这或说明市场对于利率的预期已发生改变。尽管CPI回落，但核心CPI通胀仍然较高，体现出较强的粘性。另外经济数据的韧性也使实际利率居高不下，两者叠加使得名义利率中枢抬升。这些变化也印证了我们一直以来的观点，随着通胀中枢抬升，美国利率或在高位停留较久（high for longer），低利率时代或已一去不返。



以上观点来自：2023年7月3日中金公司研究部已发布的《美国经济韧性推升美债利率》

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

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

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

专题聚焦

资产负债表“衰退”了吗？

我们认为“资产负债表衰退”理论并不适用于解释中国居民和企业较弱的信贷需求，投资回报预期而非资产负债结构是关键因素。近期一种流行的市场观点将中国居民和企业部门低迷的信贷需求解释为“资产负债表衰退”，即资产价格下降导致企业和家庭部门“资不抵债”，选择减少消费和投资、归还债务的行为。我们认为当前环境并不符合该理论的描述，信贷需求较弱的原因是由于预期下降，而非资产负债表受损。理由如下：

1) 资产价格并未出现大幅下降。“资产负债表衰退”理论的核心前提是资产价格的大幅下降导致企业和居民部门资不抵债，例如日本90年代房地产和股票价格下跌约50%。但中国资产价格保持稳定，截至2023年5月，百城房地产价格中一线/二线/三线城市相比2021年底水平变动+0.1%/+0.2%/-0.9%，同期股票价格下跌20%但占居民资产比例仅30%（2019年末数据）。

2) 信贷保持快速增长。日本名义GDP和信贷增速从20世纪80年代的10%左右下降到90年代末的0%左右。截至1Q23，中国信贷增速仍保持10%左右的快速增长，其中绿色/普惠/制造/基建贷款增速保持20%-40%的高增长，而按揭/开发贷增速下降到0.4%/5.9%的同比增速。我们估算截至1Q23绿色普惠/绿色/基建贷款占到新增贷款的接近80%，房地产贷款（包括按揭和开发贷）占到新增贷款比例从2017年的40%以上下降到3.5%。我们认为，信贷结构的调整反映了经济的转型而非“资产负债表衰退”。

3) 居民早偿由于预期下降。我们在2023年2月的报告《[按揭提前还贷影响几何？](#)》中提出提前还贷是居民收入预期低迷以及投资回报率下降导致的去杠杆行为。我们估算当前按揭存量利率在5%左右，而金融产品中仅存款能提供3%的预期固定收益，净值化后理财收益率波动增加，股市和房地产预期回报更加低迷，导致居民选择提前还贷减少高成本负债。居民短期消费贷款2023年以来有所反弹，主要由于疫情后消费复苏，但增速仍在4%左右的低位，消费受到收入预期影响。

4) 企业利润率压缩，投资谨慎。根据我们对银行的草根调研，企业信贷需求低迷主要由于缺乏优质的投资机会。我们计算5月工业企业利润TTM下降11%，大幅低于营收增速的4%，“增收不增利”主要由于需求低迷导致净利润率下降。截至1Q23，我们估算的实体经济投资回报率（ROIC）与融资成本的利差也下降到历史低位。截至1Q23，我们用利率覆盖倍数小于1来计算非金融上市公司存在偿债压力的负债占比21%，其中非国企/国企分别占比27%/18%，体现出民企利息偿付压力相比国企可能更高。盈利预期下降的环境下，2020年以来非国企上市公司也呈现净负债率下降的趋势，特别是消费、制造、信息技术等“新经济”行业进入净负债率为负数的“净现金”区间。

关键在于稳预期。通过以上分析我们不难得出结论，当前偏弱的信贷需求和去杠杆现象并非由于资产价格下跌导致的“资产负债表衰退”，而是由于投资回报预期低迷（包括实体经济和金融产品）。从宏观杠杆率来看，中国负债水平也处于国际中等水平，企业和居民部门债务率近年来已企稳，政府部门杠杆率相比主要经济体偏低。因此，我们认为相比资产负债表结构，更关键的问题在于改善投资回报预期。

中国银行业长期盈利水平有望保持稳定。我们认为中国银行业与日本最大的不同点在于长期经济增长潜力，我们估算“2035目标”隐含2021-2035年7%左右的名义GDP增速，对应银行7%-8%的必要资产增速；为保持资本充足率不下降，估算银行最低的长期ROE水平为10%-11%，最低净息差约为1.6%-1.8%。我们认为银行ROE和息差已降至合理下限，长期有望在该水平保持稳定甚至回升，具体可行措施包括降低存款利率、财政政策“稳增长”改善资产质量，释放拨备稳定利润等。

以上观点来自：2023年7月3日中金公司研究部已发布的《资产负债表“衰退”了吗？》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

专题聚焦

再谈银行支持城投化债

我们在5月25日的报告《[银行如何支持城投化债？](#)》中探讨了地方隐性债务化解对银行的影响。在本篇报告中我们重申银行参与城投债务重组的影响不应一概而论，我们认为基于市场化原则参与优质城投债务置换信用风险较低，也是当前优质资产竞争较为激烈的环境下信贷投放的可行选择；对于弱资质城投的债务重组能够降低风险暴露和扩散的风险，但可能对银行资产质量造成影响。

城投化债继续推进。2022年12月中央经济工作会议提出“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，相比2021年更强调存量化解，2023年6月16日国务院常务会议提到“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，其中“防范化解重点领域风险”是四个方面之一，我们认为城投债务风险可能是今年风险化解的政策重点。财政部2022年中央决算报告相比2021年报告新增“督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量”的表述，我们认为与此前财政部“中央不救助”原则一致；报告提到“支持全域无隐性债务试点工作，探索长效监管制度框架”，我们认为意味着后续化解隐债可能向更多地区推广。

债务重组可能是化债主要方式。我们在此前的报告中介绍了七种主要的化债方式，包括财政资金偿还、出让国有资产权益、利用项目资金偿还、隐性债务转为企业债务、债务重组（置换或展期）、破产清算、高等级城投吸收合并等。考虑到财政收入、项目盈利性等制约因素，我们认为债务置换和重组可行性较高、对市场影响较小，可能成为城投化债的主要方式。具体而言，主要包括以下三类：

1) 地方政府债券置换：历史上已进行三轮地方隐性债务置换，第一轮2015-2018年地方债置换，据国家统计局共发行置换债券12万亿元，置换后平均利率降低约6.5个百分点，节约利息约1.7万亿元；第二轮2019年建制县区隐性债务风险化解试点发行地方再融资债券置换；第三轮2020-2022年广东、北京、上海

等地发行约1.1万亿元“偿还存量债务”再融资债券。我们认为未来地方债置换仍有望继续推进。

2) 政策行贷款置换：2018年以来国开行参与高速公路类企业债务置换，例如据媒体报道的2018年12月国开行牵头的7家银行置换山西交控债务，2020年5月国开行牵头的9家银行置换湖北交投债务，通过降低利率、延长贷款期限，减轻债务负担。我们认为政策行作为具有“准财政”特征的金融机构未来有望成为城投化债的重要主体。

3) 商业银行贷款置换：2018年国办发101号文件提出“金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，之后商业银行开始参与城投债务重组；2023年1月原银保监会提出“有序开展地方政府债务置换，推动优化债务期限结构，降低利率负担”；2022年9月，财政部文件进一步明确允许贵州省融资平台公司“在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，降低债务利息成本”。我们认为商业银行参与城投化债仍基于市场化原则，新增金融资源主要向经济发达、偿债能力较好的东部地区优质城投倾斜，对于中西部偿债能力较弱的地区通过债务重组避免风险暴露。

如何评估城投化债对银行的影响？我们认为银行参与城投债务重组的影响不应一概而论，我们认为基于市场化原则参与优质城投债务置换信用风险较低，也是当前优质资产竞争较为激烈的环境下信贷投放的可行选择；对于弱资质城投的债务重组能够降低风险暴露和扩散的风险，但可能对银行账面资产质量及利润造成一定影响。具体而言：

财务困难债务重组将可能被认定为重组资产。2023年2月11日发布的资产分类新规对重组资产的定义及风险分类办法等进行了细化规定。根据新规的定义，重组资产指的是因债务人发生财务困难，为促使债务人偿还债务，商业银行对债务合同作出有利于债务人调整的金融资产，或对债务人现有债务提供再融资，包括借新还旧、新增债务融资等。如果城投债务由于财务困难出现展期、降息等情形，我们认为根据资产分类新规有可能被认定为重组类资产。

债务重组可能导致资产分类下调。银行金融资产按照风险程度分为五类，分别是正常类/关注类/次级类/可疑类/损失类，后三类合称为不良资产。根据资产分类新规，对于首次重组资产，若重组前为正常类或关注类的资产，重组后应至少归为关注类；如果观察期内符合不良认定标准的应下调为不良资产。对于再次重组资产，重组观察期内债务人未按照合同约定及时足额还款，或虽足额还款但财务状况未有好转，再次重组的资产应至少归为次级类。因此，城投展期、降息可能导致相关资产被下调为关注类甚至不良资产。

重组资产确认可能影响银行利润。根据2002年4月人民银行发布的《银行贷款损失准备计提指引》，关注类/次级类/可疑类/损失类贷款拨备计提比例分别为2%/25%/50%/100%，损失准备计提直接冲减当期银行利润。截至1H22，上市银行重组贷款占全部贷款比重仅为0.14%。假设银行0.1%的资产确认为从正常类转为关注类，则拨备计提从0%上升至2%；假设同时利率下降3ppt，我们估算银行净利润下降0.5%，ROE下降5bps；假设商业银行0.1%的资产确认为不良，该部分资产拨备计提从0%上升至25%，假设同时利率下降3ppt，我们估算银行净利润下降2.8%，ROE下降26bps。

重组资产对银行影响或逐步体现。资产分类新规对重组资产概念中的“财务困难”和“合同调整”作出更详细的规定，因此我们预计新规实施后更多展期、宽限本息的资产可能被认定为重组资产，导致银行关注率和不良率上升。《办法》对2023年7月1日前发生的存量业务给予了2.5年的过渡期，所有存量业务应在2025年末前进行重新分类，因此我们预计风险分类下迁对银行利润的影响或逐步体现。

以上观点来自：2023年7月6日中金公司研究部已发布的《再谈银行支持城投化债》
林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853
许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063
周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336
张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.7.3 海外宏观周报：美国经济韧性推升美债利率
 2023.7.4 中国宏观简评：地产基建放缓，政策转轨待提速 ——6月经济数据前瞻

策略及大宗商品

- 2023.7.3 A股和港股行业首选：2023年7月
 2023.7.3 海外策略：中美均面临关键窗口期 海外资产配置月报（2023-7）
 2023.7.4 大宗商品：农产品：全球生物燃料系列·中国篇：方兴未艾，但谨慎乐观
 2023.7.5 大宗商品：能源：动力煤：迎峰度夏，煤价压力几何？
 2023.7.8 全球资金流向监测：主动外资再度转为流出
 2023.7.9 A股策略周报：积极因素正在积累
 2023.7.9 大宗商品：有色金属：氧化铝：总量过剩，成本竞争，重塑格局

固定收益

- 2023.7.3 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
 2023.7.3 中资美元债周报：城投美元债新发回升
 2023.7.4 招投标备忘录：国开债23年第7期新发，23年第6、8期增发——利率债招标分析
 2023.7.5 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
 2023.7.6 简评：国力转债上市定价分析
 2023.7.6 简评：山河转债上市定价分析
 2023.7.6 简评：金埔转债上市定价分析
 2023.7.6 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
 2023.7.7 招投标备忘录：贴现国债23年第40期新发 ——利率债招标分析
 2023.7.7 中国可转债策略周报：个券入库，机器能帮我们做到哪一步
 2023.7.8 信用债收益率跟踪周报：7月理财规模开始出现回升
 2023.7.8 中国利率策略周报：美国加息尚未终结，美债利率和美元指数或仍有上升空间
 2023.7.8 简评：服务业好于制造业，资金宽松利于债市 ——中金固收高频数据跟踪

行业

- 2023.7.3 不动产与空间服务：不动产服务2023下半年展望：寻找结构性机会

- 2023.7.3 电力电气设备: 工控2023下半年展望: 周期波动之下, 把握趋势性(人形机器人)、结构性(工控出海)、独立性机会
- 2023.7.3 科技硬件: AI周报(06/30): Windows Copilot预览版正式上线
- 2023.7.3 传媒互联网: 周报: 板块季末调整, 网易《逆水寒》上线
- 2023.7.3 有色金属: 电车延续减免购置税, 机器人带动稀土需求
- 2023.7.3 家电及相关: 空调持续强势, 出口逐步改善
- 2023.7.3 银行: 央行例会透露哪些信息?
- 2023.7.3 机械: 五部门发布《制造业可靠性提升实施意见》, 利好检测行业发展
- 2023.7.3 电力电气设备: 电新周报: 南方电网投资提速, 新能源车下游持续复苏
- 2023.7.3 有色金属: 美联储加息预期升温, 静待秋季旺季补库到来
- 2023.7.3 机械: 中金通用自动化周报: PMI小幅企稳, 持续关注制造业高端升级&国产替代机会
- 2023.7.3 机械: 光伏设备月报(4): 光伏设备重新具备配置机会
- 2023.7.3 有色金属: 近期钢招带动钒价上涨 锑价维持高位
- 2023.7.3 家电及相关: 暖通景气延续, 中央空调内外销保持快速增长
- 2023.7.3 机械: PMI小幅企稳, 关注技术变革与国产替代
- 2023.7.3 公用事业: 风光公用环保周报: 风光进入三季度旺季, CCER今年年内有望重启
- 2023.7.3 科技硬件: 消费电子2023下半年展望: 温和恢复, 关注AI创新机遇
- 2023.7.3 交通运输物流: 海口机场免税: 客流复苏但进店率有待提升; 相对折扣力度略有加大
- 2023.7.3 银行: 资产负债表“衰退”了吗?
- 2023.7.3 博彩及奢侈品: 6月博彩总收入同增513.9%; 演唱会吸引高端博彩客户
- 2023.7.3 建材: 建材2023下半年展望: 寻找短期确定性和长期成长力
- 2023.7.3 博彩及奢侈品: 奢侈品月报2023年5月, 瑞士表全球出口额同比增长14.4%
- 2023.7.3 有色金属: “锡望”系列之一: 光伏+AI浪潮孕育新“锡”望
- 2023.7.4 交通运输物流: 双周报#368: 航空供需恢复已现, 关注油运周期上行、公路车流量高增长
- 2023.7.4 不动产与空间服务: 周评#347: 6月新房销售同比降约三成
- 2023.7.4 航空航天科技: 卫星行业月报(2023-06): 一箭41星创新发射记录, 空间激光通信技术取得突破
- 2023.7.4 金融: 看好受益于市场景气度改善的优质标的、左侧布局低估值券商——资本市场行业7月报
- 2023.7.4 电力电气设备: 新型电力系统2023下半年展望: 破局与转型之时
- 2023.7.4 电力电气设备: 锂电新技术密集落地, 关注阿尔法机遇

- 2023.7.5 可选消费：美妆医美月报：6月线上大盘延续回暖趋势，多家产业链龙头IPO迎新进展
- 2023.7.5 证券及其他：预计券商Q2盈利同/环比-18%/-7%，1H23累计盈利同比+15%；提示板块左侧布局机会
- 2023.7.5 电力电气设备：电力价格市场深化，储能运营经济性向好
- 2023.7.5 银行：再谈银行支持城投化债
- 2023.7.5 半导体：“芯”机遇系列：LCD产业链有望“量价齐升”
- 2023.7.5 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：收入增速持续下行，押注AI以捕捉增量需求
- 2023.7.5 传媒互联网：长视频2Q23：淡季表现平稳，暑期内容已来
- 2023.7.5 REITs：公募REITs月报（2023-06）：成交活跃度上升，7月关注二季报增量信息
- 2023.7.6 传媒互联网：2Q23业绩前瞻：蓄力修复，AI添彩
- 2023.7.6 主题研究：硅料触底，电池反弹，产业链旺季价格信号明确
- 2023.7.6 酒类食品饮料：白酒股东大会总结：行业基本面稳健恢复，酒企经营节奏有序，当前估值性价比高
- 2023.7.6 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年7月
- 2023.7.6 传媒互联网：广告5月：大盘同环比双位数增长，单月投放新品牌多元化程度提升
- 2023.7.7 机械：人形机器人月专题：2023WAIC见闻录，产业化积聚势能
- 2023.7.7 公用事业：月度电价降幅好于预期；关注电力二季报
- 2023.7.7 保险：税优健康险扩容，提升保障权益
- 2023.7.7 传媒互联网：出版1H23：市场平稳复苏，短视频渠道渐趋成熟
- 2023.7.7 建材：建材2Q23业绩前瞻：温缓复苏，分化仍存
- 2023.7.7 煤炭：煤炭2023下半年展望：需求温和复苏，寻找安全边际
- 2023.7.7 主题研究：绿氢项目批量落地，电解槽需求快速起量
- 2023.7.8 电力电气设备：电新7月观点：工控把握细分领域机会，新能源车需求加速回温、排产受益回暖
- 2023.7.8 机械：人形机器人势能积聚，关注新技术产业变革

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