

研报精选

2023年12月3日 第148期

宏观专栏

从规模经济看金融强国——有关中央金融工作会议精神的学习体会

报告通过规模经济视角，分析了中央金融工作会议精神中的“加快建设金融强国”的目标。报告认为规模经济是未来中国经济的最大亮点。在发展层面，促进科技创新需要资本市场发挥枢纽作用，以激发外部规模经济。在安全层面，维护金融稳定是关键。

美国“黑五”消费表现如何？

数据显示2023年美国“黑色星期五”网上交易额同比增长7.5%，好于市场预期。报告认为，稳健的就业、收入和资产负债表是支撑消费的有利因素，而学生贷款偿还和信用卡利率上升可能会导致消费增速放缓。

专题聚焦

粮食贸易格局：从寡头垄断到竞争加剧

随着各国对粮食安全重视程度的提高，全球农产品贸易格局发生改变。主要消费国对于进口来源多元化的需求明显提升，为其他粮油贸易公司创造了业务增长的机会。全球农产品贸易格局由寡头垄断走向竞争。

美联储停止加息的资产启示

报告认为在当前市场环境下，美联储加息周期可能已经结束，美国货币政策将转向。报告复盘了过去14轮美联储停止加息后的资产表现。由于经济衰退，海外股票风险增大，美债、黄金优于美股表现。

宏观专栏

从规模经济看金融强国——有关中央金融工作会议精神的学习体会

本文是我从研究视角学习中央金融工作会议精神的一些体会。中央金融工作会议提出“加快建设金融强国”的目标。怎么理解“金融强国”？本文试图从规模经济视角提供一些观察与分析。规模经济效应指的是生产的规模越大，单位成本越低，效率也越高。相比过去，中国经济当前确实面临一些挑战：人口老龄化、逆全球化，还有金融周期下行所凸显的债务问题和房地产问题。问题与挑战之下，未来中国经济的亮点在什么地方？

过去几年，中金研究院和中金公司研究部围绕新发展理念发表了一系列深度报告，这些报告的一条主线就是规模经济。我们认为，规模经济是未来中国经济最大的亮点，这是其它国家没有的优势。印度人口现在和中国大体相当，但经济规模远小于中国；美国的经济规模比中国大，但人口没有中国多。尤其值得一提的是，中国受过高等教育的人口数量超过2亿，超过了印度和美国的总和，位居世界第一。

大国规模优势在制造业中比较直观。比如汽车生产量大了，单位成本就会下降。对金融业而言，是不是服务规模大了，单位成本也会下降呢？如何理解规模经济和金融强国的关系？

以上观点来自：2023年11月25日中金研究院已发布的《从规模经济看金融强国——有关中央金融工作会议精神的学习体会》

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

宏观专栏

美国“黑五”消费表现如何？

数据显示今年美国“黑色星期五”网上消费交易额同比增长7.5%，好于预期。尽管实体店的消费数据有待确认，但线上消费的良好表现显示消费者仍有购买力。我们认为，稳健的就业、收入和资产负债表是支撑消费的有力因素，而学生贷款偿还和信用卡利率上升则会抑制消费。往前看，我们预计美国私人消费增速或将逐步放缓，但如果没有额外的外部冲击，消费的放缓或是渐进的，市场对此或不宜过度悲观。

什么是“黑色星期五”（Black Friday）？。黑色星期五是美国感恩节后的星期五，即11月第四个星期五。传统上，它标志着美国圣诞购物季的开始。这一天，许多商店会以较大的折扣价促销，一些商店甚至会提前至午夜开门营业，以吸引更多客户购物。随着网络购物的普及，越来越多商家选择将促销活动持续到下一周的周一，而这也成为了美国另一个标志性的购物日——“网购星期一”（Cyber Monday）。与“黑五”不同，网购星期一更侧重于在线购物，特别是电子产品、家居、服装玩具等可以在线购买的物品。

今年“黑五”表现如何？根据Adobe Analytics的一份报告¹，今年黑五的网购消费较2022年同比增长7.5%，达到了98亿美元的新高，这一表现好于2022年的黑五（同比+2.3%）²，也好于Adobe在10月对今年黑五96亿美元（同比+5.7%）的预测³。在黑五之前的感恩节，网购消费同比增长5.7%，好于去年同期的2.9%，也略好于Adobe预测的5.5%。在此基础上，Adobe预计网购星期一的销售将达到120亿美元（同比+6.2%），今年假日总销售达到2218亿美元（同比+4.8%）。Adobe的数据只分析了零售网站的线上消费，并不包括实体店零售消费，根据

¹ <https://business.adobe.com/resources/holiday-shopping-report.html>

² <https://news.adobe.com/news/news-details/2022/Adobe-Cyber-Monday-Drove-11.3-Billion-in-Online-Spending-Breaking-E-Commerce-Record--/default.aspx>

³ <https://news.adobe.com/news/news-details/2023/Adobe-Forecasts-221.8-Billion-U.S.-Holiday-Season-Online-Cyber-Monday-To-Top-12-Billion-default.aspx/default.aspx>

美国人口普查局的数据，2022年网上购物在零售销售中占比18%，其中11、12月的网购占比均为20%。

其他数据方面，Mastercard的一项报告追踪了实体店和网上零售交易⁴，根据该数据，今年黑五零售销售额同比增长2.8%，其中网上交易增长8.5%，实体店交易增长只有1.1%。不过，根据跟踪实体店流量的Sensormatic Solutions的另一份报告⁵，今年黑五的访问量同比增长了4.6%。该公司表示，这对零售商来说是一个转机，因为今年实体店的人流量平均下降了2.4%。

综合来看，尽管当前的数据有喜有忧，但有一个结论是较为明确的，那就是占零售销售比例约五分之一的网络消费在今年表现不俗，好于市场预期。一个解释是疫情后居家办公、远程办公等习惯的养成促进了网络购物的渗透率，美国消费者的购买行为发生结构性变化。数据显示，美国每月的网上零售额从2019年的600多亿美元上升至2023年的1180亿美元，其占总零售额的比例从14.3%上升至19.3%。此外，网购给消费者提供了更多的透明度和选择权，消费者可以更方便地比较价格，从而更容易选择优惠的商品，这在当前这种高通胀环境下受到青睐。

往前看，美国消费支出的韧性是否能够持续？有哪些有利和逆风因素将支持或抑制消费？

消费的驱动因素：稳健的就业、收入与资产负债表状况。我们在前期报告《[如何理解美国消费数据“打架”？](#)》中指出，尽管疫情后美国物价水平大幅上涨让消费者信心受挫，但在实际进行购买时，消费者主要还是依据就业、收入与资产负债表状况做决策，而当前这几个方面都还比较有韧性。这也导致消费“软数据”与“硬数据”背离，实际的消费支出要比调查数据显示的更强。

就业方面，最新的11月第三周的初次申请失业金人数下降至20.9万人，持续申请失业金人数也出现了两个月以来首次下降。收入方面，尽管来自政府的

⁴ <https://www.mastercard.com/news/press/2023/november/mastercard-spendingpulse-u-s-black-friday-retail-sales-up-year-over-year/>

⁵ <https://www.cnn.com/2023/11/25/business/record-breaking-holiday-shopping/index.html#:~:text=In%2Dstore%20sales%20jumped%20a,were%20up%204.6%25%20from%202022.>

转移支付收入降低，但居民的工资收入仍然稳健，三个月的年化增速仍在5%左右。在过去十年中，私人消费支出与工资收入的比率基本保持稳定（疫情期间除外），这表明工资收入或是居民在做消费决策时考虑的最重要的收入种类之一。资产负债表方面，今年以来美国股市涨幅良好，房价持续上涨，居民净资产从去年的下降再次转为上升。分世代年龄段看，婴儿潮一代人的财富增长最为明显，财富效应的释放有利于降低储蓄，促进老年人消费（请参考报告《[美国2024年展望：迎接高利率挑战](#)》）。

消费的逆风因素：学生贷款偿还与信用卡利率上升。从10月开始，大量学生贷款借款人需每月支付平均200~300美元的贷款，这将是自美国教育部于2020年3月暂停要求贷款还款以来，借款人首次需要偿还贷款⁶。塔吉特、沃尔玛等零售商对此表示担忧⁷，因为在疫情期间，学生们把本应用于偿还贷款的钱花在了成千上万的可选消费品上。另一个担忧是信用卡利率的上升，随着美联储大幅加息，美国商业银行平均信用卡利率已大幅抬升至21.2%，市场担心在如此高的利率之下，消费者违约率将上升，对消费带来拖累。

我们认为上述两方面影响可能有限。首先，学生贷款已经于10月开始偿还，但目前的数据尚未显示出很大的影响，在就业和收入仍然稳健的背景下，每个月偿还200~300美元的贷款也并非不可承受。其次，尽管信用卡利率上升，但信用卡违约率仍只有2.8%，处于历史上较低水平。从居民部门的存量违约债务来看，逾期与违约的债务占总体债务的比例不到4%，也处于过去二十年来的最低水平。由此，我们认为短期内美国居民消费仍将保持一定韧性，尽管我们也预计明年消费增速将放缓，但如果没有额外的外部冲击，消费的放缓或将是渐进的。

以上观点来自：2023年11月27日中金公司研究部已发布的《美国“黑五”消费表现如何？》

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

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

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

⁶ <https://studentaid.gov/manage-loans/repayment/prepare-payments-restart>以及<https://studentaid.gov/announcements-events/covid-19>

⁷ <https://wsj.com/personal-finance/student-loan-repayment-consumers-economy-2218ca25>

专题聚焦

粮食贸易格局：从寡头垄断到竞争加剧

新冠疫情以来，各国采取的防疫措施对粮食生产和国际贸易物流造成一定扰动，国际粮食供给担忧频发，中低收入国家粮食不安全人口数持续增加。2022年2月底，“欧洲粮仓”俄罗斯和乌克兰的地缘冲突再次引发了全球粮价的大幅波动。根据FAO全球食品价格指数，2020年以来至2023年10月全球食品价格重心较疫情前（1990年-2020年）抬升约50%，虽然当前食品价格指数回落至2020年以来的均值位置，但对比历史中长期价格来看仍偏高。此外，我们看到农业龙头ADM、Bunge的股票表现跟随食品价格大幅上涨，一度超过2008年粮食危机时的价格高位。在食品价格高企、极端天气频发、地缘风险仍存的背景下，各国纷纷出台粮食出口禁令，粮食安全问题是市场持续关注的焦点。

在本篇文章中，我们通过复盘中长期内全球粮食基本面以及贸易流的演变情况，以了解当前全球粮食的供需格局及未来趋势。此外，我们聚焦Archer Daniels Midland(ADM), Bunge, Cargill and Louis Dreyfus（简称ABCD）四大跨国贸易粮商，试图分析其在全球粮食市场中扮演的重要角色，以及未来可能面临的挑战。

过去：全球化兴起，带动国际粮食贸易量维持高增速，且主产国逐步集中

▶ 全球粮食产量增速快于人口增速，且粮食生产集中度提升

绿色革命下的技术革新推升全球作物单产。从全球视角来看，1961-2021年间全球粮食产量增长256%，高于人口增长速率的150%。由于作物播种面积相对稳定，产量的上涨主要依赖于单产的逐年提升。绿色革命下的技术革新推升全球作物单产，新型的农业生产和粮食增产方式在发展中国家推行，根据FAO数据，后绿色革命时代，在过去的50年中，发展中国家谷物的产量增加了2倍，而耕地面积仅增加了30%，此外，化肥用量的增加也对应着作物平均单产的近线性上涨。

比较优势使得主产国集中化趋势显现。受制于土地、气候、资本与技术等资源约束，世界各国粮食生产轨迹差异持续存在，根据USDA数据，截至2023/24

年度，全球小麦、玉米、大豆、食糖、大米与棕榈油的top5主产国的集中度已经分别达到67%、75%、91%、61%、74%与90%。

► 全球需求稳定上涨，下游消费逐渐多元

从全球谷物消费总量来看，随着人口的增长以及人均消费支出的提升，1981-2021年间谷物消费量累计增长104.75%，年度复合增速达到1.79%。从玉米、大豆、小麦三大粮食的消费情况来看，小麦作为口粮作物，增长速度相对偏缓，而大豆、玉米则受益于饲用需求和工业需求的拉动，在过去近40年内消费增长明显。

► 供需错位之下，全球粮食贸易量快速增加

由于主产国相对集中在自然资源丰富且农耕技术相对发达的国家，而主销国主要集中在人口大国，因此全球谷物存在一定的供需错位问题，我们认为，随着产量及消费量的增加，错位量也将日益扩大，随即带动全球粮食贸易量的攀升。在1981-2023年间，根据USDA全球粮油贸易量数据，玉米、大豆、小麦、大麦、高粱、豆油、棉花等农产品贸易量由7.18亿吨上涨至19.40亿吨，年均复合增速达到2.4%。

全球化进程中，四大粮商在国际粮食贸易中垄断优势地位凸显

当前，全球四大粮食贸易公司Archer Daniels Midland(ADM), Bunge, Cargill and Louis Dreyfus（简称ABCD）凭借其较大的公司规模、70%-90%的市占率在跨国粮食供应链中扮演着关键角色。虽然ABCD四家公司在业务重心以及重点业务覆盖区域上并不相同，但从其业务模式来看，通过横向及纵向的资源整合，ABCD搭建起了集种植、农资、加工、仓储物流、订单农业、涉农金融以及销售为等为一体的全产业链，从而实现了从农户到消费者各环节的业务渗透。

► 纵向延伸：全产业链覆盖

上游：发挥主产国优势，订单农业锁定货源。ABCD与农户采取“订单农业”模式，即在作物播种初期与农户签订合同，至收获时再从农民手中以约定的定价模式来收购农产品。我们认为，订单的签订不仅保障了ABCD等大型加工商货源的稳定，同时还给予了加工商对供给端的影响力。

中游：传统业务产能占优，新兴行业积极布局。对于ABCD而言，中游加工、销售是公司主要营收来源之一。在四大粮商的传统加工业务，大豆及其他油籽加工以及湿玉米加工行业，CR4可达到超过80%。ABCD四大粮商也在通过提升生物燃料资本开支⁸或与能源公司建立生物能源机构⁹的方式来积极参与生物能源投产。

下游：仓储运输网络搭建，推高行业进入壁垒。我们认为贸易商为保障仓储能力及物流运输的时效性需要更多的资产布局。根据ADM年报，1902年建立至今，ADM不断投产于仓储及自有物流网络的建设，北美自有的日度仓储能力可达到1350万吨；物流方面，ADM设立了子公司ADM Logistic专营农产品全球物流，实现了铁路-公路-河运的多式联运物流体系公司。根据Bunge年报，公司在南美仓储能力为968.2万吨；物流方面，Bunge的全球物流网络包括卡车、铁路车、内河驳船和远洋货船。

► 横向兼并：兼并购塑造高集中度格局

ABCD四大粮商之间，以及与区域性竞争对手，乃至各大粮商的体系内部，都有着广泛的横向整合，2007-2017年间，ABCD共完成M&A99起，随着粮商企业规模的逐步扩大及业务的日趋完善，如今的横向整合则多是为了完善/进入区域市场布局、实现产品线扩张或产业链某一环节的加强。

未来：逆全球化背景下，全球粮食贸易高度集中度格局或被打破

虽然ABCD四大粮商在谷物、油籽、糖和其他大宗农产品的贸易中仍保持着主导地位，但我们看到随着食品供应链的多元化以及各国对于粮食安全重视程度的提高，全球农产品的贸易格局已经逐渐发生改变，高集中度的粮食贸易格局或受到挑战，尤其是在经历了大宗商品价格的几轮周期波动后，粮食供给的不稳定性显现，主要消费国对于进口来源多元化的需求明显提升，为其他地区粮油贸易公司的业务增长创造了机会。

⁸ <https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/agriculture/012522-archer-daniels-midland-sees-benefits-in-2022-from-strong-renewable-fuel-demand>

⁹ <https://www.qcintel.com/biofuels/article/bunge-in-talks-with-energy-companies-to-set-up-biofuel-joint-ventures-13960.html>

▶ 亚太地区新势力崛起，新老粮商竞争加剧

亚太地区作为全球粮油的主要进口地区，市场空间广阔。近年来，考虑到自身粮食供给与居民食品安全，亚太地区新粮商贸易份额正在逐步扩大，叠加政策支持，其后发优势愈发突出，以中粮国际、丰益国际为代表的新粮商，与ABCD传统粮商形成了一个更具竞争性的环境。

▶ 逆全球化下的机遇与挑战

2020年以来，在全球疫情、俄乌冲突、极端天气频发等多重扰动之下，粮食价格出现大幅波动，我们认为，地缘冲突的影响不仅在于短期内担忧情绪推升的价格冲高，更在于对全球粮食供应链的底层影响。我们看到随着ABCD对传统业务区域的退出，为其他粮油贸易公司的业务增长创造了机会。

▶ 新粮商衍生品运用能力和水平或逐步提升

当前，衍生品工具内含在ABCD的大宗商品货物贸易、投资融资、核算管理、金融服务等环节，降低了企业产品销售和融资成本、贡献了外汇交易的主要盈余，有效地稳定和提升了企业利润，为其发展构建了良好的生态，且衍生品工具类型越丰富，相关业务板块发展稳定性越高。

对于新粮商而言，多元化主产国业务合作有助于其化解上游货源受限的困境（例如巴西玉米输华通道的打开¹⁰、人民币结算等），同时，以中国、新加坡等国家为代表，亚太地区衍生品金融服务体系也在逐步健全和完善，这或将帮助新粮商在拓展客户群体以及稳定经营等方面，提供更多便利。

以上观点来自：2023年11月27日中金公司研究部已发布的《粮食贸易格局：从寡头垄断到竞争加剧》

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

庞雨辰 联系人 SAC 执证编号：S0080122080153

陈雷 联系人 SAC 执证编号：S0080122030114

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

¹⁰ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_22685046

专题聚焦

美联储停止加息的资产启示

美联储加息周期或已结束，降息预期持续升温：自7月份加息之后，美联储已经连续4个月维持利率不变。尽管美联储官员仍然保持进一步加息¹¹的政策选项，但市场普遍预期本轮加息周期已经结束，降息预期正在快速升温。CME期货市场显示**美联储加息周期结束的概率已经超过99%**，2024年3月第一次降息的概率升至42%，期货市场预期2024年全年降息125bp。基本面数据支持投资者预期美国货币政策转向。一方面，继10月美国PMI不及预期之后，11月Markit制造业PMI再度超预期下行，前期强劲的非农就业人数在10月大幅低于预期，8月与9月的非农就业人数累计下修超过10万人，说明经济增长动能减弱。另一方面，11月14日公布的10月美国名义与核心CPI均超预期回落，与劳动力市场密切相关的“其他核心服务通胀”显著降温，我们的通胀模型显示美国总体CPI同比增速有望在2024年降至3%以下，接近美联储长期通胀目标。展望2024年，美国财政脉冲下行（《[财政变局下的市场方向](#)》）、企业融资成本上升以及居民超储接近耗尽，或形成美国经济下行压力。高利率环境下金融体系更加脆弱，且欧美银行业面临新型流动性冲击（《[新视角看欧美金融风险](#)》）也可能加速经济下行，推升货币宽松预期。历史上美联储从紧缩周期结束到宽松周期开启的平均间隔时长约为17周，高通胀时代间隔一度缩短至5-9周。我们重申观点：**勿低估美联储降息的时点和幅度，建议提前布局宽松交易。**

美联储加息结束后降息开始前，大类资产的历史表现如何？我们复盘了过去50年共14轮美联储加息结束后降息开始前（后文简称为“政策平台期”）的资产表现。从资产回报中位数与胜率的角度看，**美债>美元>0>商品>美股>黄金**。但是，过去50年时间跨度较长，宏观环境与资产定价逻辑也一度变化，上述全样本资产排序可能过于简单化，容易误导投资决策。事实上，我们发现可以把过去50年分为两个阶段，不同阶段的资产运行规律差异较大。1) 第一阶

¹¹ <https://www.wsj.com/economy/central-banking/the-fed-wants-more-evidence-before-changing-rate-stance-834d1d3b?page=1>

段：从70年代到80年代中期（前8次政策平台期），每次政策平台期黄金和股票都会下跌，而每次美元都会上涨，并且加息后发生经济衰退的概率高达63%。我们认为原因可能在于美国退出金本位后，货币政策失去锚定，宏观波动性增大，政策不确定性较高，经济更容易陷入衰退。加息周期结束后投资者对未来货币转松预期不足，避险情绪偏强，因此安全资产如美元美债明显占优，但风险资产如股票商品表现不佳。由于60-80年代通胀预期还没有被锚定，黄金被普遍视为通胀对冲工具。美联储停止加息时经济与通胀下行，对冲通胀的必要性下降，黄金也随之下行。2) 第二阶段：从80年代后期至今(后6次政策平台期)，与第一阶段相比，股票与黄金的表现明显改善，美元明显转弱。加息周期导致经济衰退的概率下降到33%。美债表现仍然稳健，商品维持偏弱走势。我们认为这可能反映美联储在80年代初沃尔克紧缩后，历经几次货币周期，逐渐建立央行信誉，政策不确定性和宏观波动性下降，导致发生经济衰退的频次下降。投资者对于加息之后政策宽松转向有合理预期，缓解了对风险情绪的压制，因此股票表现改善。80年代后通胀预期被美联储成功锚定，所以黄金更多和实际利率挂钩，而非与通胀预期挂钩。因此通胀下行不仅不会压低黄金，反而会带动实际利率下行，利好黄金表现。中国资产价格时间序列较短，大部分资产只经历了最近2-4轮美联储政策平台期，因此历史复盘启示效果相对有限。我们发现美联储政策平台期间中国股票、商品、汇率都表现较好，可能更多与中国自身宏观环境关联度更高。例如2000年国内经济触底反弹、允许券商增资，2006年经济高速增长、股改汇改，时间上恰好与美联储政策平台期重合。

如果美联储转向降息，全球大类资产的历史表现如何？由于美联储转向宽松的时点并不确定，我们也梳理了过去14次降息周期中的大类资产表现，以便应对美联储超预期提前降息。在美联储降息周期开启之后的6个月里，海外资产回报中位数排序为**美债>黄金>美股>美元>0>商品**。美债的胜率高达**100%**，在**降息周期中表现出绝对优势**。股票表现弱于黄金美债，主要由于多次降息周期中发生经济衰退，拖累了股票回报。如果降息过程中没有经济衰退，美股表现会明显改善。近期降息预期升温，提振风险情绪，美股明显反弹，但我们认为风险可能也正在积累：以史为鉴，如果美联储降息过程中美国经济明显下行，

无法顺利“软着陆”，美股仍然可能在未来承压。与美联储政策平台期不同，降息周期中各类资产运行规律变化不大，因此我们没有把历史阶段进一步细分。在美联储开始降息后的6个月里，国内资产回报中位数排序为商品>人民币汇率>债券>股票。但是由于数据点太少，我们认为对市场启示意义相对有限。



以上观点来自：2023年11月29日中金公司研究部发布的《美联储停止加息的资产启示》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.11.27 海外宏观周报：美国“黑五”消费表现如何？
- 2023.11.27 中国图说中国宏观周报：如何理解结构赤字率上行
- 2023.11.27 中国宏观热点速评：支持民营企业融资政策再度加码
- 2023.11.28 中国宏观热点速评：PPI动态效应短期拖累利润——1-10月工业企业利润点评
- 2023.11.28 中国宏观热点速评：更重视信贷扩张的“质” | 3季度货币政策报告点评
- 2023.11.30 中国宏观热点速评：PMI改善还待政策落实 ——11月PMI点评
- 2023.12.1 中国宏观简评：长期增长的短期含义

策略及大宗商品

- 2023.11.27 主题策略：全球头部基金如何配置中国：3Q23港股增加，A股减少
- 2023.11.27 大宗商品：粮食贸易格局：从寡头垄断到竞争加剧
- 2023.11.29 大类资产观察：美联储停止加息的资产启示
- 2023.11.30 主题策略：行业配置月报：小盘成长风格或相对活跃

固定收益

- 2023.11.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.11.27 中资美元债周报：地产美元债继续反弹
- 2023.11.27 招投标备忘录：国开债23年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2023.11.27 简评：货币政策量价配合，推动地方债务化解和稳增长——三季度货币政策执行报告点评
- 2023.11.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.11.29 简评：凯盛转债投资价值分析
- 2023.11.30 招投标备忘录：国开债21年第18期，23年第6、16期增发——利率债招标分析
- 2023.11.30 简评：PMI回落，从补库到去库，债牛未尽——11月PMI数据分析
- 2023.11.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.11.30 招投标备忘录：贴现国债23年第76、77期新发 ——利率债招标分析
- 2023.12.1 简评：策略的延续：12月十大转债
- 2023.12.1 深度研究：ABS市场2024年展望：细大不捐
- 2023.12.1 专题研究：化债进行时，城投债提前兑付的回顾及展望

行业

- 2023.11.27 电力电气设备：欧美电网亟需升级，看好电力设备出海机遇

- 2023.11.27 机械：流程自动化月观察：中控“三十而立”，引领智能化升级
- 2023.11.27 机械：中金通用自动化周报：10月机床产量同比回暖，建议关注库存周期底部反转左侧机会
- 2023.11.27 航空航天科技：大额射频组件需求落地，关注数据链、卫星等领域投资机会
- 2023.11.27 部院联合：新型电力系统月报（6）：海外电网投资提速，容量电价助推我国煤电转型再进一步
- 2023.11.27 旅游酒店及餐饮：试行扩大免签国家范围，发展入境游显决心
- 2023.11.28 不动产与空间服务：周评#367：11月新房销售疲弱，土拍仍趋冷
- 2023.11.28 科技硬件：ARVR系列#6：Micro OLED虚实交互之窗
- 2023.11.28 银行：货币政策报告的深意
- 2023.11.28 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：收入增速有所分化，AI商业化需求落地释放云业务动能
- 2023.11.29 家电及相关：家电出口再超预期，带路国家渗透率提升是主因
- 2023.11.30 交通运输物流：出行月报第4期：出行环比回升，淡季需求企稳
- 2023.11.30 传媒互联网：互联网月报：市场情绪整体仍偏谨慎
- 2023.11.30 主题研究：新能源车中游2024年展望：拐点渐行渐近，关注新技术和国产替代机遇
- 2023.11.30 建材：药玻：基业常青，高确定性下估值上行可期
- 2023.12.1 主题研究：光伏北向资金监测（6）：板块略有分化，北向减仓居多
- 2023.12.1 机械：复合集流体月报：复合铜箔量产确定性提升；复合铝箔或存在预期差
- 2023.12.1 传媒互联网：广告行业复苏到哪里了——3Q23回顾

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：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn