

# 研报精选

2023年7月30日 第131期

## 宏观专栏

### 周期与结构并重——7月政治局会议点评

7月政治局会议肯定上半年中国经济运行态势，同时指出存在“新的困难挑战”。会议强调宏观政策要“精准有力”，货币政策方面增加对汇率的关注，财政政策则有望在稳增长和防风险上发力。会议同时提出“适时调整优化房地产政策”，后续或有更多政策支持房地产市场健康平稳发展。

### 供给创造需求，美国经济超预期反弹

年初以来，美国经济表现持续好于预期，或得益于部分供给恢复并创造需求。一个证据是经济活动回升伴随着通胀放缓，即“量升价缩”。往前看，美国经济可能不会很快“着陆”，或意味着美联储降息的必要性下降。

## 专题聚焦

### 近期房地产政策积极变化联合解读

近期中国房地产政策调整，涉及降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不认贷”等。上述政策调整如果落地，有望提振行业基本面和市场情绪，年内新房销售或将改善。

### 从投资视角看美国产业链重构——美国再工业化系列研究（1）

美国再工业化和全球产业链重构对中国的短期冲击相对有限，但中长期对中国关键产业投资与出口需求的影响值得重视。中国可继续提振内需，扩大对外开放，加强国际产业链合作，推动产业和技术升级。

## 宏观专栏

### 周期与结构并重——7月政治局会议点评

7月24日政治局会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作<sup>1</sup>。本次会议肯定上半年经济运行态势，但也指出存在“新的困难挑战”。宏观政策逆周期调节与结构性政策并重。总体基调强调精准有力，货币政策方面增加对汇率的关注，而财政政策有望在稳增长和防风险方面综合发力，期待“一揽子化债方案”细节落地。房地产方面，会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，我们认为后续或加大力度支持房地产平稳健康发展。结构性政策在切实优化民营企业发展环境、产业数字化等领域也有积极部署。政治局会议之前也发布了多个政策（比如支持家居消费、城中村改造、发展壮大民营经济等），我们也将关注这些政策的落地情况。

本次会议肯定上半年经济运行态势，同时指出存在“新的困难挑战”。会议总体满意上半年经济总量增长和结构调整取得的成绩，明确指出“国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发”。2022年中央经济工作会议强调三重压力（需求收缩、供给冲击、预期转弱）仍然存在，2023年4月政治局会议提出三重压力明显缓解，本此会议未提“三重压力”，而是提出经济面临“新的困难挑战”，这个困难和挑战主要指的是三方面，包括“一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。总的来看，政治局会议对当前经济形势的判断，要好于2022年的中央经济工作会议对经济形势的判断，但相对一季度的政治局会议可能要略弱一些。

**宏观政策总体基调强调精准有力。**本次政治局会议强调宏观政策要“精准有力实施宏观调控”，今年4月政治局会议提出的是政策要“形成扩大需求的合力”，去年7月政治局会议提出“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，对比来看，本次政治局会议在强调宏观逆周期政策力度的同时，对“精准”有更高的要求，明确提出“用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展”。

<sup>1</sup> [http://www.news.cn/politics/leaders/2023-07/24/c\\_1129765310.htm](http://www.news.cn/politics/leaders/2023-07/24/c_1129765310.htm)

货币政策方面，增加对汇率的关注。本次政治局会议强调要“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，历史上政治局会议提到汇率的次数比较少，2022年的几次政治局会议并未提到汇率，2021年7月政治局会议曾经指出“要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”。

财政政策有望在稳增长和防风险方面综合发力，期待“一揽子化债方案”细节落地。会议指出，“要精准有力实施宏观调控，继续实施积极的财政政策”，并通过减税降费政策落实、加快专项债发行和使用进度和加大保障性住房供给等方面稳定企业主体、提振基建投资；另一方面，会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，我们认为“一揽子化债方案”这一新提法可能会对当前地方化债经验做更为系统总结，方案或涵盖财政收入支持、资产盘活、债券限额额度释放、短期流动性纾困、促进城投转型与做实资产等领域，而随着政府更加注重地方隐债的系统性解决，隐债化解的节奏也将更为有序可控，相关风险也将明显降低。

房地产方面，指出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，我们认为后续或有更多政策支持房地产市场健康平稳发展。本次政治局会议进一步确认房地产市场供求关系发生重大变化，后续加大力度维持房地产市场健康平稳发展。稳需求方面，重点城市的五限放松仍可深化，强二线首付比仍有下调空间，存量房贷利率加快下调；促供给方面，金融16条部分政策延期，对头部民企的再融资或仍将加大支持；稳投资方面，城中村改造加快推进或将温和提振投资，但与之前棚改、旧改不同的是，节奏将稳妥，突出公益属性，避免大拆大建，同时加快保障性租赁住房建设，“盘活改造各类闲置房产”可能成为来源之一。在需求下行大趋势下，地产政策或托而不举。

政策着力通过改善供给质量、营造消费环境，扩大消费需求。会议提出，“通过增加居民收入扩大消费”，提及的具体消费领域包括“汽车、电子产品、家居等大宗消费”、“体育休闲、文化旅游等服务消费”。其中前面3项近期均发布了专门的政策文件予以推进。从政策举措来看，与2009年通过直接补贴进行需

求侧刺激的政策思路不同，近期的政策更加侧重于供给优化和消费环境的建设。供给侧优化方面，支持绿色、智能消费，提高适老化水平，加快电子产品技术创新，开发经济实用车型等。消费环境建设方面，开展促消费活动，引导企业下沉农村市场，优化汽车限购管理政策等。政策主要通过鼓励有条件的地方做适当补贴，或者对存量资金进行统筹再配置等方式，来进行需求侧的消费提振。

深化改革方面，强调“切实提高国企核心竞争力，切实优化民企发展环境”。我们预计国企考核更加注重提效增质，进一步打造中国特色估值体系。近期出台《中共中央、国务院发布关于促进民营经济发展壮大的意见<sup>2</sup>》（“民营经济31条”），对民企提出新的更高定位（“中国式现代化的生力军，高质量发展的重要基础”，与百年目标相结合），以问题为导向，针对民企准入难、融资难、回款难、中标难、维权难等现实关切，从营商环境、政策支持、法治保障、高质量发展、民企人士、舆论氛围六个方面做出了顶层设计和制度基础。政治局会议提出要“制定出台促进民间投资的政策措施”，我们预计相关部门将研究出台“1+N”配套措施。从以往政策效果看，2005年“非公经济旧36条”和2010年“民间投资新36条”发布后，民企投资占总固定资产投资比例持续上升，民企数量占比上升或止跌，2018年习总书记民企座谈会和2019年“民营企业28条”后，民企投资占比止跌、民企数量占比上升。2022年后在疫情影响和地产平台监管政策之下，民企投资占比再度下滑、数量占比停滞不前，民企提振政策出台必要性加大，我们预计随着配套政策落地，民企信心有望提振，投资有望改善。

我们认为产业数字化有望加速发展。数字经济分为数字产业化和产业数字化。平台经济是数字产业化的代表，产业数字化是数字经济对实体行业进行赋能。2023年7月12日，李强总理在平台经济座谈会上强调了平台企业在科技创新、赋能实体、履行社会责任、提升国际竞争力方面有重要作用。本次会议强调了“要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合”，我们认为这将推动产业数字化的发展。同时，本次会议再次强调了“要推动平台企业规范健康持续发展”，延续了2023年4月政治局会议的表述。近期对平台企业的表述更加

---

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202307/content\\_6893056.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202307/content_6893056.htm)



积极。2021年12月中央经济工作会议<sup>3</sup>中首提资本“红绿灯”，重在强调亮“红灯”，如“依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长”；2022年3月金稳委专题会议<sup>4</sup>，开始强调尽快结束平台整改，更为市场化法制化的监管，“红”“绿”灯并重；2022年10月发改委《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见<sup>5</sup>》中提出“推出一批‘绿灯’投资案例”，表述更加积极；2023年7月李强总理主持召开的平台企业座谈会<sup>6</sup>中，肯定了平台经济在扩内需、创新、就业、公共服务和发展全局中的重要性，偏重支持鼓励政策；而在“民营经济31条”中更强调依法依规和“绿灯”案例。

**战略高度通盘考虑稳就业以稳民生。**会议在“要加大民生保障力度”之后新提出“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”，可见稳就业在稳民生中的重要性。当前就业面临的结构性压力特点突出，因此，稳就业更多需要通过结构性政策针对性地缓解就业困难人群的就业压力，这就要求多管齐下从战略高度出发的各方面通力协作。

---

以上观点来自：2023年7月25日中金公司研究部已发布的《周期与结构并重——7月政治局会议点评》

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

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

---

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2021-12/11/content\\_5660154.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2021-12/11/content_5660154.htm)

<sup>4</sup> <http://news.cctv.com/2022/03/17/ARTIqFOZf3C1QbVeBSBALFMc220317.shtml>

<sup>5</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-11/07/content\\_5725127.htm](https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-11/07/content_5725127.htm)

<sup>6</sup> [https://www.gov.cn/govweb/yaowen/liebiao/202307/content\\_6891546.htm](https://www.gov.cn/govweb/yaowen/liebiao/202307/content_6891546.htm)

## 宏观专栏

### 供给创造需求，美国经济超预期反弹

美国二季度GDP环比折年率2.4%，较一季度的2.0%上升，超市场预期。我们认为这份GDP数据将进一步降低市场对美国经济衰退的担忧，进而打消美联储货币转向宽松的“幻觉”。为何美国经济如此有韧性？我们认为或与部分供给恢复创造需求有关，一个证据是上半年经济活动的回升伴随了通胀的放缓，也就是“量升价缩”。往前看，GDP的反弹能持续多久还有待观察，但至少说明美国经济不会很快“着陆”。这也意味着美联储降息的必要性下降，利率在高位停留较久的预期（high for longer）将得到强化。

► 美国二季度GDP环比折年率2.4%，超市场预期。2.4%的环比增速不仅比一季度更高，而且高于1.8%的美国经济长期潜在增速，这意味着产出缺口或仍然为正。从分项看，二季度私人消费支出环比年化增长1.6%，较一季度的4.2%有所放缓，对GDP增长的贡献为1.1个百分点。固定资产投资有所反弹，其中的设备投资较一季度大幅反弹10.8%，对GDP增长贡献0.5个百分点。房地产投资继续下降，库存投资有所企稳，另外随着全球制造业活动普遍疲软，商品出口较一季度下跌16.3%。

► 我们认为这份GDP数据将进一步降低市场对美国经济衰退的担忧，进而打消美联储货币转向宽松的“幻觉”。年初以来美国经济的表现持续好于预期，6月以来房地产销售和开工、消费者信心指数等数据反弹，显示经济阶段性回暖。与此同时，劳动力市场保持强劲，近3个月平均新增非农就业人数超过20万，失业率维持在3.6%的低位。这些证据显示短期内美国经济衰退的概率大幅下降。7月26日美联储FOMC会议后，鲍威尔也称美联储工作人员的最新预测（staff projection）是年内经济不会衰退，7月27日的数据进一步强化了这种观点<sup>7</sup>。

► 为何美国经济如此有韧性？我们认为部分或与供给恢复有关。去年以

<sup>7</sup> <https://www.federalreserve.gov/live-broadcast.htm>

来制约美国经济的一个重要因素是供给瓶颈和短缺，包括能源、供应链、劳动力、以及房地产供给。目前来看，能源与供应链供给瓶颈已经得到显著缓解，体现为大宗商品、特别是油价和天然气价格在过去一年中持续下降，海运价格大幅下跌，PPI通胀显著缓解。供给的恢复创造了需求，比如随着油价下降，美国居民购车的需求回升，外出旅行频次增加，这将促进耐用品和服务消费支出，拉动就业，进而促进经济循环。供给恢复也带来“量升价缩”，在美国GDP反弹的同时，包含能源食品价格的总CPI通胀明显下行。但也并非所有的供给都已恢复，劳动力和房地产市场仍处于供需不平衡状态，这意味着通胀风险仍未彻底解除。

► **往前看，GDP的反弹意味着经济不会很快“着陆”。**从同比看，二季度美国实际GDP同比增速为2.6%，较一季度的1.8%和去年四季度的0.9%回升，且为连续第二个季度回升。这意味着美国经济在上半年有一个比较明显的反弹。这一反弹与此前提到的供给恢复有关，能够持续多久还有待观察，但不可否认的是，GDP的反弹使得经济不会很快“着陆”，这降低了市场对于衰退的担忧，这也是二季度以来美股上涨、美债利率持续处于高位的一个重要原因。

► **美联储降息的必要性下降，利率在高位停留较久的预期（high for longer）得到强化。**美国经济的韧性“浇灭”了美联储转向宽松的“幻觉”，如果经济不会很快衰退，美联储就更没有必要转向宽松，利率high for longer的预期将得到强化。尽管未来两个月的核心通胀很可能随着二手车和房租价格增速下降进一步放缓，但我们也不能忽视当前美国经济增长超预期带来的通胀风险。随着基数效应减弱，年底通胀仍可能抬头，而这意味着四季度美联储仍有加息的可能性（请参考报告《[美联储下次加息或在四季度](#)》）。

---

以上观点来自：2023年7月28日中金公司研究部已发布的《供给创造需求，美国经济超预期反弹》

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

## 专题聚焦

### 近期房地产政策积极变化联合解读

据新华社7月27日报道，住房和城乡建设部部长倪虹在近日召开的企业座谈会上讲到，要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。我们认为这是对7月24日政治局会议中提出的“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”的响应和落实，在行业基本面指标走势和市场情绪方面均有提振效果。

会议表述中提及的几项措施均有一定改善空间。其中，最引人关注的部分就是对于“认房认贷”政策的调整，据我们统计目前我国32个超高/高能级城市中仍有20城对“无房有贷款记录”家庭执行的最低首付比例高于其对“无房无贷款记录”家庭（“纯刚需”）的执行标准，如果全部城市均从“认房认贷”调整为“认房不认贷”，则“无房有贷款记录”家庭的首付比例下调空间约为13个百分点，其中多数城市的下调空间为10个百分点，相关政策如有所落实，或将对“卖一买一”、“卖旧买新”的改善需求释放有所支持，符合国家政策初衷。

除此之外，在首套住房首付比例下调方面，也尚有一定的政策空间。尽管目前32个超高/高能级城市中仅北京、上海的纯刚需家庭仍适用35%的首付比例，比最低要求高5个百分点，其他城市均已降低到最低标准，即限购城市30%、非限购城市20%；但考虑到其中28个城市仍是限购城市，如果按照过去一年多以来各地在“因城施策”框架下对限购范围的微调思路，各地仍可以按照实际供需情况对限购范围做一定合理调整，也可能在部分区域内改善居民家庭的住房支付能力。

再次，在改善性住房换购税费减免方面，2022年9月30日，财政部和税务总局曾发文对“出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的



纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠”，此前该优惠的执行期限截至2023年末，如果该优惠政策有所延期，或也对需求端有一定支撑。增值税优惠方面，目前超高/高能级城市中多数城市都已执行“满二”住房免征政策，仅4个城市仍执行“满五”住房免征政策，或存在一定优化空间。最后，房贷利率方面，目前百城首套和二套房贷利率分别是3.90%和4.81%，均为历史最低，其中一线城市平均分别为4.50%和5.03%，其余城市平均分别为3.88%和4.80%，头部城市的下调空间较大。

我们认为上述政策调整如落地或将对新房销售有所提振。本次会议所提及的政策类型均对居民购房需求有较为直接的影响，如果落地或将对新房销售有所提振；考虑到目前政策思路仍是以因城施策为主，后续各地政策或陆续落地，最终涉及的城市能级和政策力度可持续关注，我们此前在年度和半年度策略中提出的销售温和复苏的可见性增强。然而，考虑到从政策落地、销售改善传导至拿地上量、开工投资提振仍存在一定时滞，并受到诸如核心区位土地供应节奏等外生因素的扰动，年内投资改善速度、幅度或慢于、弱于销售，但中长期也会有一定提振效果。

---

以上观点来自：2023年7月28日中金公司研究部已发布的《近期房地产政策积极变化联合解读》

张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004SFC CE Ref: AZB713  
李昊 分析员 SAC 执证编号：S0080522070007 SFC CE Ref: BSI853  
王惠菁 分析员 SAC 执证编号：S0080521050006 SFC CE Ref: BND383  
王翼羽 分析员 SAC 执证编号：S0080521050007 SFC CE Ref: BOR985  
杨茂达 分析员 SAC 执证编号：S0080522070015 SFC CE Ref: BTE486  
戎姜斌 分析员 SAC 执证编号：S0080521010003 SFC CE Ref: BTP150  
韦一飞 分析员 SAC 执证编号：S0080521110007 SFC CE Ref: BTM512  
林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853  
张树玮 分析员 SAC 执证编号：S0080521050005 SFC CE Ref: BRR099  
王政 分析员 SAC 执证编号：S0080521050013 SFC CE Ref: BRI454  
贾雄伟 分析员 SAC 执证编号：S0080518090004 SFC CE Ref: BRF843  
黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436  
黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

## 专题聚焦

### 从投资视角看美国产业链重构——美国再工业化系列研究（1）

疫情以来全球供应链的持续失序使得“安全”超过“效率”成为各国的重要考量，即便这意味着可能的冗余投资和成本增加。美国作为传统的消费国和进口国，近期投资支出逆势攀升，其主导的全球新的产业链联盟尝试也引发广泛关注。那么，美国是否在开启新一轮再工业化进程？其尝试引导的产业链重构对全球和中国有会带来什么影响？本文中，我们将从投资视角出发（美国本土宏观、企业、以及全球外商投资多个维度）探讨上述问题。

#### 一、从“效率”到“安全”，美国积极推动制造业回流和产业链重构

金融危机后，美国三届政府持续推动美国从去工业化到再工业化，从广泛支持到重点聚焦，更重视高新技术产业。90年代中后期开始，更高的国内成本、海外工业化加速与全球化进程深化都促使美国工业呈外流态势，但长期外流也导致美国经济结构失衡，尤其是金融危机敲响了“脱实向虚”的警钟。这一背景下，奥巴马政府时期就推动促进美国制造业，但从初期更多以经济内生因素主导，到特朗普政府时期逐渐加入了更多逆全球化思潮，以及拜登政府时期供应链安全的影响，支持力度不断加码，对内补贴，对外结盟等方式试图重构全球产业链格局。相应的，产业政策从一开始的广泛支持到重点聚焦，尤其是拜登政府对高新技术产业（半导体、电动车、清洁能源）的大力支持。2021年以来，拜登总统通过签署多项法案与刺激等方式已经推动美国私人部门在半导体、电动车与电池、清洁能源等领域超过5000亿美元的投资（相当于2021年制造业私人固定资产投资83.5%）。

#### 二、美国的再工业化：初步阶段，受政策驱动，高度结构化；半导体、电子电气、机械景气度高

我们从四个维度（宏观投资、企业资本支出、外资流向与就业市场）观察美国自身的再工业化进程，得出结论：整体投资支出与趋缓的美国经济一样都在放缓，但局部行业如电子电气、半导体、机械等逆势上行，表明美国再工业

化有处于初步阶段，受政策驱动，且高度结构化的三个特征。

**1) 宏观固定资产投资：**整体趋弱，电子电气相关建筑支出大增。相比整体投资的趋弱，建筑相关投资一枝独秀，也是被市场用来显示美国投资激增的主要证据。但细拆后可以看出，建筑投资的上升也主要源自电子和电气等景气行业的支出，今年以来同比增速高达222.6%，且已经连续18个月增速超过100%，远高于整体和其他行业投资。

**2) 微观企业资本开支：**整体趋缓，半导体增速高。与宏观数据一致，美国非金融企业capex自2022年三季度起回落。但不同行业分化大，除了低基数的能源和交运外，半导体板块capex增速最高，与拜登政府的政策支持密不可分。

**3) 外商直接投资：**疫情后加速流入，从流入行业特征看，与美国再工业化聚焦的行业更为相关，如机械、金属、信息技术和电气等行业，相比疫情前快速流入阶段（2015~2019年）的年均流入规模都增长了50%以上。

**4) 就业市场的线索：**制造业就业尚未明显抬升。投资数据的变化尚未反映到就业市场上，也表明可能还处于初步阶段。

**三、全球产业链的重构：格局变化已初显端倪，拉美、亚洲成为近两年主要投资流入地，中国2022年后外资流入放缓**

除自身再工业化进程外，美国近几年也在围绕全球产业链重构做出一些尝试。这一变化，尽管短期可能造成冗余投资和成本增加，但中长期可能对现有产业链国，以及产业链承接国都有可能带来深远影响。从全球投资流向数据，我们发现已经有一些产业链重构的端倪，还处在早期阶段，但其所代表的可能变化也值得我们重视。

**1) 美国对外投资：**对拉美、部分欧洲和日本的投资增速较高，且疫情后加速。美国对外投资2021年后再度加速，主要投向拉美和部分欧洲，如秘鲁、德国、巴西等，对亚洲的投资中日本增速最高，且相比疫情前进一步加速。美国对中国大陆的投资在疫情后也有增加（6.2%），但相比整体增速（24.2%）和对上述国家平均增速（375.4%），明显偏低。

**2) 全球外商投资:** 亚洲国家依然领先, 但中国大陆2022年趋缓。相比疫情与中美贸易摩擦前(2016~2017年), 疫情后外商直接投资增速最高的10个国家中, 亚洲占到4个, 新加坡(77%)、菲律宾(56%)、印度(47%)、日本(41%), 依然是全球投资亮点。此外, 以色列、美国和加拿大也有明显增长。对比之下, 中国的外商投资增速2015年后被印度和新加坡超越; 疫情后一度修复, 2022年再度放缓。

#### 四、对中国的启示: 短期影响有限, 但中长期结构性变化值得重视

短期内, 美国再工业化和全球产业链重构对我国的影响性对有限, 原因有三: 1) 我国外商投资体量和增速都依然较高, 且政策对于外资的鼓励和支持态度明确; 2) 单纯美国制造业回流的直接冲击相对可控。美国在华直接投资占比2002年后进入长期下行通道; 3) 美国再工业化和重构全球产业链的努力也并非朝夕之事。中国依然具有非常广阔的终端消费市场, 也有大而全的产业链, 以及工程师红利, 因此对全球跨国企业依然具有吸引力。

不过, 中长期结构变化趋势值得重视, 影响可能体现在两个方面: 一是关键产业的投资和升级可能会受到影响, 如半导体、汽车、新能源等; 二是若美国引导的产业链重构成形, 也可能影响一部分出口需求、甚至导致部分行业产能过剩。

潜在的解决路径在于三个方面: 一是对内继续做大内需, 扩大开放程度与深度。中国的大内需、大市场是外资来华增加投资的主要动力。二是加强产业链上的合作与整合, 尽可能的避免或者减少产业链的重构的冲击, 如中国申请加入CPTPP以及与东南亚和带路国家的合作。三是强化产业升级和技术升级, 解决关键产业和技术的“卡脖子”问题, 这也是应对外部限制对华影响关键的手段。

---

以上观点来自: 2023年7月26日中金公司研究部已发布的《从投资视角看美国产业链重构——美国再工业化系列研究(1)》

刘刚 分析员 SAC 执证编号: S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李雨婕 分析员 SAC 执证编号: S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962



## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.7.24 中国宏观热点速评：若干城中村改造案例的启示——兼1H23财政形势回顾
- 2023.7.24 中国宏观专题报告：图说中国：2023年三季度
- 2023.7.24 联合解读：政治局会议解读
- 2023.7.25 联合解读：中金研究联合解读政治局会议
- 2023.7.25 中国宏观热点速评：周期与结构并重 ——7月政治局会议点评
- 2023.7.27 海外央行观察：美联储下次加息或在四季度
- 2023.7.28 海外宏观简评：供给创造需求，美国经济超预期反弹
- 2023.7.28 中国宏观热点速评：成本比收入下降更快 --- 1-6月工业企业利润点评
- 2023.7.28 联合解读：近期房地产政策积极变化联合解读
- 2023.7.29 海外宏观周报：美国再工业化初现端倪

### 策略及大宗商品

- 2023.7.24 主题策略：公募2Q23港股投资：仓位下降，老经济占比提升
- 2023.7.26 海外策略：从投资视角看美国产业链重构 ——美国再工业化系列研究（1）
- 2023.7.26 大宗商品：黑色金属：铁矿居高不下，静待铁水“降温”
- 2023.7.27 海外策略：7月FOMC：易停难降
- 2023.7.27 老外看中国：跨国公司的中国业务2Q23（1）：需求偏弱，去库继续
- 2023.7.27 主题策略：哪些领域可能超预期？ ——港股2023年中报业绩预览
- 2023.7.27 大宗商品：农产品：棉花：抛储落地，但远月偏多思路不变
- 2023.7.29 全球资金流向监测：北向流入创2021年底以来新高
- 2023.7.29 海外市场观察：从中美错位看市场可能出路：2014 or 2019？ 2023年7月24~30日

### 固定收益

- 2023.7.24 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.7.24 专题研究：息差整体承压，区域银行分化延续 ——发债银行2022年年报点评
- 2023.7.24 简评：基金2Q23ABS持仓分析 ——环比微增，新券增配旺盛
- 2023.7.24 中资美元债周报：地产美元债再现波动
- 2023.7.24 招投标备忘录：国开债23年第6、7、8期增发——利率债招标分析
- 2023.7.25 简评：祥源转债上市定价分析
- 2023.7.25 招投标备忘录：农发债23年第9、11期新发、第10期增发——利率债招标分析

- 2023.7.26 简评：深圳燃气转债投资价值分析
- 2023.7.26 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.7.26 招投标备忘录：国开债23年第10、13期增发——利率债招标分析
- 2023.7.27 简评：境内机构配债规模回升，境外机构大幅增持——2023年6月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2023.7.27 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.7.27 招投标备忘录：贴现国债23年第44期新发——利率债招标分析
- 2023.7.28 中国可转债策略周报：机会的起承转合，与8月十大转债
- 2023.7.28 专题研究：中金固收新趋势系列——债券被动指数基金正当其时
- 2023.7.29 信用债收益率跟踪周报：2023Q2公募债基重仓券的三大变化
- 2023.7.29 中国利率策略周报：从国债和地方债视角看后续财政发力
- 2023.7.29 简评：经济高频仍弱，等待政策——中金固收高频数据跟踪

## 行业

- 2023.7.24 有色金属：美国加息预期下降，黄金配置价值凸显
- 2023.7.24 酒类食品饮料：河北白酒市场调研：消费场景持续恢复，地产酒向上布局、全省化扩张
- 2023.7.24 日常消费：基金2Q23食品饮料持仓分析：白酒及大众品重仓占比现环比回落，整体维持超配
- 2023.7.24 REITs：公募REITs周报（7.17-7.21）：成交活跃，关注二季报对后续市场的影响
- 2023.7.24 建材：城中村改造意见解读：以稳为主，着眼长远
- 2023.7.24 有色金属：碳酸锂期货大跌，反映远期价格下行预期
- 2023.7.24 电力电气设备：电新周报：电力设备出海提速，国内大容量储能项目活跃
- 2023.7.24 化工：美国对泰国乘用车胎反倾销税率下调幅度有望超市场预期，泰国基地竞争力或将提升
- 2023.7.24 日常消费：零研月报：6月多数食品饮料品类商超数据销售额同比降幅收窄，部分饮品类表现较好
- 2023.7.24 公用事业：风光公用环保周报：风光旺季行情持续
- 2023.7.24 主题研究：2Q23公募基金持仓/陆港通：电新板块持股回升
- 2023.7.24 家电及相关：国产品牌兴起，高速吹风机渗透率快速提升
- 2023.7.24 金融：2Q23基金持仓：非银仓位低位下滑，保险及多元获机构加仓
- 2023.7.24 有色金属：钼价有望维持强势，关注新能源领域镁应用增长
- 2023.7.24 不动产与空间服务：房地产市场供求关系发生重大变化
- 2023.7.25 建材：政治局会议点评：略超预期，稳健向前
- 2023.7.25 不动产与空间服务：2Q23持仓：仓位低位再降，低配幅度扩大
- 2023.7.25 轻工日化：宠物双周报：线上销售稳健增长，出口弱复苏
- 2023.7.25 不动产与空间服务：周评#350：上周新房销售环比略有回升
- 2023.7.25 家电及相关：地产政策预期改善，后周期估值有望修复

- 2023.7.25 软件及服务：美股安全公司1季度复盘：利润水平稳步提升，积极拥抱AI革命
- 2023.7.25 有色金属：稳增长政策预期强化，铝板块重估动能强劲
- 2023.7.25 银行：如何理解“一揽子化债方案”？
- 2023.7.25 交通运输物流：2Q23基金持仓：配置比例下降，内外资均偏好高股息
- 2023.7.25 公用事业：分布式光储：区域周期分化下的成长主旋律
- 2023.7.26 航空航天科技：时空数据：数字要素的核心组成，AI的天然应用场景
- 2023.7.26 传媒互联网：互联网月报：多因素边际改善提振板块情绪
- 2023.7.26 银行：银行间估值会继续收敛吗？
- 2023.7.26 保险：资产端承压，寿险负债端景气度继续回升
- 2023.7.26 传媒互联网：全球观察-Spotify：2Q23用户订阅数超出预期，一次性损失致利润低于预期
- 2023.7.26 交通运输物流：出行月报第1期：因私出行恢复强劲，滴滴1Q23同比大幅减亏
- 2023.7.26 科技硬件：2Q23基金持仓/沪港通：半导体仓位环比微升，通信板块增持明显
- 2023.7.26 REITs：REITs二季度报解读：积极因素已在酝酿
- 2023.7.27 电力电气设备：新能源车安全性要求提升，行业健康有序发展
- 2023.7.27 电力电气设备：风电行业复盘与展望系列（3）：中国供应链出海迎来加速发展窗口期
- 2023.7.27 银行：大型银行或面临更严格的资本监管——美国四大行2Q23业绩点评
- 2023.7.27 不动产与空间服务：时移势迁，行业投资当别开生面
- 2023.7.27 软件及服务：新版标准体系建设指南发布，奠基智能网联汽车产业长远发展
- 2023.7.27 不动产与空间服务：1H23土拍：高频提质缩量，龙头占比提升
- 2023.7.27 传媒互联网：游戏1H23：5-6月双位数增长，景气度上行
- 2023.7.27 金融：海外投行2Q23回顾：业绩继续承压；机构业务同比负增长，财富管理相对有韧性
- 2023.7.27 消费赛道研究：旅游目的地：不破不立，借海扬帆奋者先
- 2023.7.28 不动产与空间服务：不动产服务1H23业绩预览：寻找确定性
- 2023.7.28 化工：基金2Q23重仓分析：2Q23复苏弱于预期，石油化工板块小幅减仓
- 2023.7.28 钢铁：钢铁观点更新：拥抱被低估的钢铁核心资产
- 2023.7.28 电力电气设备：氢能双月报：电解槽需求及技术发展趋势
- 2023.7.28 银行：地产贷款加杠杆窗口开启
- 2023.7.28 传媒互联网：2023全球电竞大会召开，聚焦规范化、大众化、国际化
- 2023.7.28 金融：当政策预期开始起变化
- 2023.7.28 科技：中金看海外公司 | 博通：通信芯片全球龙头，AI浪潮提振成长

- 2023.7.28 机械：轨交设备月报：6月动车组产量同比明显回暖、铁路客流量改善趋势持续
- 2023.7.28 银行：政治局会议后的银行股投资
- 2023.7.29 银行：银行业二季度利润增速回升
- 2023.7.29 传媒互联网：2023 ChinaJoy开幕，关注新游进展、AI及VR技术突破、游戏社会价值
- 2023.7.29 化工：长期寡头格局、需求向好，草甘膦短期底部已现
- 2023.7.29 传媒互联网：互联网周思考：积极把握板块预期修复机遇
- 2023.7.29 交通运输物流：航运市场走向何方？——近况更新
- 2023.7.29 航空航天科技：国企改革加速，G60组网规划提振卫星景气
- 2023.7.29 机械：关注地产政策优化拉动工程机械需求



CICCC  
中金公司



## **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

左烜暘 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn