

研报精选

2023年4月10日 第116期

宏观专栏

经济复苏强弱之辨——4月中观月报

报告认为，目前经济复苏动能不弱，但复苏仍处早期阶段，未来将得到三股力量支撑：2022年财政支持的滞后效果、2023年政策进一步发力，以及经济内生动力释放。当前，货币与信贷投放大幅扩张，房地产销售趋于回暖，企业经营和居民就业逐步改善，均指向经济将进一步恢复。

如何看待美国劳动力市场降温？

报告认为，由于劳动力供给不足，本轮美国经济下行周期中，在职位空缺率持续下降后，失业率并未增长。但是，随着经济放缓使企业招聘需求下降，失业者再就业的难度也将逐步加大，未来失业率仍可能上升。

专题聚焦

货币变局重塑市场格局

近年来，财政投放对货币增速的贡献明显提升。相较信贷投放，财政投放货币更有利于改善实体经济的回报率和股市估值。对于资产价格而言，不同于货币扩张易导致价格大幅波动，财政扩张带来的影响更为平稳。

探索ChatGPT根基——数据与人工智能如何相互成就？

人工智能的发展迭代需要数据作为基石，数据的价值则需要人工智能来充分挖掘。数据库、分布式计算等技术为人工智能的发展提供关键支撑。此外，大语言模型有望从开发和交互两方面反哺数据库产业发展。

宏观专栏

经济复苏强弱之辨——4月中观月报

目前经济复苏动能不弱，但仍处于早期阶段，更多呈现结构性的高景气。2023年经济复苏受三股力量支撑，分别是2022年“大财政”的滞后效果、2023年政策进一步发力、经济内生动力释放。当前，货币与信贷投放大幅扩张，房地产销售也趋于回暖，企业经营和居民就业逐步改善，这3条线索均指向未来经济将进一步恢复。

年初以来部分高频、中观数据走势偏弱，与宏观数据的改善呈现差异，主要有几个原因：第一，现有的中观和高频数据跟踪体系，更加侧重于工业和建筑领域，对于服务业的覆盖存在缺失。而本轮疫后复苏过程中，服务业恰恰是重要的推动引擎。第二，当前处于经济复苏早期阶段，而市场关注的不少高频、中观指标是同步乃至滞后指标（比如家电、工程机械、建筑施工等都滞后于地产销售），可以后验性的作为景气印证，但在前瞻景气判断上缺乏指引性。第三，一些指标也有其自身的行业因素影响，比如汽车因为政策退坡带来需求的阶段性透支，电子产品在前两年刚刚经历过产品创新与景气周期（5G手机等）、挖掘机等则有去年12月1日国标切换带来的销售脉冲和需求透支。

总体来看，目前经济复苏处于早期阶段，更多呈现结构性的高景气。

►场景修复已基本完成，服务业快速改善，工业生产平稳恢复。当前人员流动指标多数已恢复到疫情前水平，跨区域流动、市内通勤、酒店住宿等指标明显高于2019年同期。虽然2月以来的流感扩散对线下活动有小幅扰动，但外生扰动较为短暂，3月下旬各项人员活动指标又逐步回到年初以来的相对高位。人员流动持续处于高位不仅反映在消费改善，也反映在生产活动、尤其是服务业生产的景气。3月最新的PMI显示，生产性服务业景气继续改善，经营活动指数达到61%的高景气区间；消费性服务业景气虽然环比有所回落，但依然是历史同期的最高值。其中，零售、运输、商务服务、餐饮、旅游等服务业的景气度处于历史同期的90%分位数以上。多数工业生产、开工率等高频指标都表现不错，显示出经济复苏进程仍在继续。

► 由于经济仍处于复苏的早期阶段，一些领域显得比较疲弱，更多反映了此前经济承压的滞后影响。1-2月社零总额中，汽车、家电、通讯器材等大件消费较为疲弱，体现出居民的购买力尚未充分恢复。挖掘机、重卡销量一般滞后于房地产销售周期大约2-4个季度，1-2月均为2位数负增长。3月中旬以来，建筑投资相关高频指标如水泥、钢铁等需求改善放缓甚至环比下行，开工季的上升势头似乎遇到了“瓶颈”，也显示出过去两年房企现金流承压，抑制了拿地和新开工，从而约束了今年开工季的复工上限。

展望未来，经济复苏的动能有后劲，有几个线索值得关注：货币与信贷投放，房地产销售，企业经营和居民就业。

► 货币与信贷大幅扩张指向经济恢复动能不弱。在经济的短周期波动中，货币与信贷投放是实体经济的重要领先指标，其中企业中长贷领先于生产（通常领先工业增加值增速约1个季度），居民短贷反映消费者信心。去年下半年以来企业中长期贷款大幅扩张，不过4季度的疫情打断了生产恢复的进程，随着疫情影响消除，积蓄的生产扩张势能或将释放。而年初以来居民短贷和消费者信心同步反弹，也显示出消费的内生动力正在恢复。

► 房地产销售回暖将支撑现金流与投资改善。国家统计局公布的1-2月房地产数据隐含的环比改善幅度较大，其中房地产投资好于资金来源，未来现金流或将是决定投资的关键。从高频数据来看，对政策和预期较为敏感的二手房市场节后保持了高景气，3月以来新房销售也趋于回暖，这将有利于未来的投资现金流改善，并对各类房地产后周期的投资、消费形成拉动。

► 企业经营和居民就业的恢复，将带动内生增长。企业方面，随着防疫优化调整，企业面临的经营压力正显著缓解，今年1季度，全国破产企业公告案件数量较去年4季度下降约47%。与此同时，需求改善带来订单扩张，PMI新订单指数持续处于景气区间，这一指标通常领先于企业利润回升。居民方面，年初以来景气改善幅度更大的服务业，对就业拉动也更强。人员流动数据也显示，虽然春运早已结束，但节后至今人员仍在持续向用工大省流入。我们构造的雇员缺口指标（ $PMI_{\text{雇员缺口}} = PMI_{\text{新订单}} - PMI_{\text{从业人员}}$ ）在1季度快速反弹，达

到近年来的新高。这一指标走势领先于居民可支配收入，也反映出需求改善或将拉动就业和收入回升。



以上观点来自：2023年4月4日中金公司研究部已发布的《经济复苏强弱之辨——4月中观月报》

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

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

宏观专栏

如何看待美国劳动力市场降温？

过去一周海外市场的关注点在于美国劳动力市场的边际变化，周三公布的职位空缺率超预期下滑，显示企业招聘需求放缓，周五公布的非农数据总体稳健，新增就业边际上也有降温迹象。我们认为，本轮美国经济下行周期中劳动力市场韧性超过以往，一个证据是职位空缺率持续下降后，失业率却没有上升。一个解释是因为劳动力供给不足，失业率在经济放缓的初期不会很快上升。但这并不意味着未来失业率也不会上升。失业取决于两个因素，一是企业裁员的幅度，二是失业者再就业的难度，随着加息深化，美国许多科技和金融企业宣布裁员，而招聘需求的放缓也意味着再就业的难度增加。由此，未来劳动力市场可能还是会冷却，只是这次因劳动力供给下降，失业率上升速度或比以往经济周期更慢一些。

► **美国2月职位空缺数据明显下滑，幅度超市场预期。** 上周三美国劳工统计局BLS发布的职位空缺和劳动力流动调查报告（JOLTS）显示，2月职位空缺数（job opening）下降至993.1万，为2021年5月以来最低水平，前值也从1082.4万下修至1056.3万，这意味着年初以来空缺职位下降了近100万个。每个失业人数对应的空缺职位数从前期高点的2.01个下降至最新的1.67个，表明劳动力市场的“紧度”在下降。主动离职率（quit rate）从前期高点的3.0%下降至最新的2.6%，主动离职人数的减少也意味着劳动力市场在降温。

► **职位空缺率的下降对美国劳动力市场再平衡意义重大。** 新冠疫情以来，美国劳动力供需匹配严重失衡，一个证据是贝弗里奇曲线（Beveridge curve）向外移动，职位空缺率与失业率同步上升。如果未来职位空缺率下降，且没有带来失业率上升，那么贝弗里奇曲线向内移动，美国就可以不以牺牲就业为代价地降低通胀，美国经济就能实现“软着陆”¹，但如果职位空缺率下降的同时失业率上升，经济衰退的概率就会大大增加。历史上职位空缺率见顶下降后失

¹ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.htm>

业率通常都会上升，根据Blanchard & Summers的研究²，平均来看，空缺率见顶后的6、12、24个月内，失业率分别上升0.3、1.0、2.1个百分点。

►那么现实情况是什么样的呢？数据显示，职位空缺率从2022年3月最高点的7.4%下降至今年2月的6.0%，在此期间失业率维持在3.5%左右，没有明显变化。也就是说，过去一年职位空缺率从高点显著下降，但失业率却没有上升。这看上去与历史规律不符，但仔细推敲可以发现，本轮经济复苏因为存在劳动力供给短缺，企业招聘需求得不到满足，导致职位空缺率的高点远高于以往经济周期。而随着货币紧缩深化，经济总需求放缓，企业的招聘需求放缓，职位空缺率开始下降，但因为劳动力供给仍然不足，失业率在经济放缓的初期却未必会上升。

►这是否意味着未来失业率也不会上升呢？历史表明失业率一般取决于两个因素，一是企业裁员的幅度，二是失业者再就业的难度。随着经济放缓，自去年底以来美国许多科技业、金融业大公司纷纷宣布裁员，从最新的周度失业金申领数据来看，初次申领失业金人数已超过2018、2019年同期，持续申领失业金的人数也接近疫情前同期的水平，显示企业裁员的影响在逐步显现。另一方面，如上所述，我们认为经济放缓导致企业招聘需求放缓，失业者再就业的难度也将逐步上升。由此来看，未来失业率仍可能上升，只是由于劳动力供给下降，失业率上升的速度可能会比以往经济周期更慢一些。

►美国3月非农数据仍然稳健，新增就业边际上也有降温迹象。3月新增非农就业23.6万人，较上月的32.6万下滑，其中教育医疗（+6.5万人）、休闲住宿（+7.2万人）和政府部门（+4.7万人）就业增长较多，而疫情前期招聘较多的零售（-1.5万人）、临时支持服务（-1.1万人）以及建筑（-9千人）、制造（-1千人）行业的新增就业有所下降。虽然3月新增非农已是今年以来连续第三月下降，但超过20万的新增就业也仍高于疫情前水平。3月失业率再度下降至3.5%这一历史低位，劳动参与率小幅上升至62.6%，显示劳动力供给有所恢复。供

² <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/bad-news-fed-beveridge-space>

给修复叠加需求趋缓，非农小时工资同比增速回落至4.2%（前值4.6%），工资通胀压力有所减弱。

►其他数据方面，美国3月ISM制造业PMI指数46.3，较上月的47.7进一步下降，创2020年5月以来新低，几乎所有分项指数都处于萎缩区间，且就业分项已持续两个月在50的枯荣线之下。3月ISM服务业PMI指数也从上月的55.1下滑至3月的51.2。从分项看，具有前瞻性的新订单指数从上月的62.6大幅下挫至52.2，表明服务业需求在降温，就业指数从上月的54回落至51.3，显示企业招聘活动放缓。我们认为，由于服务业吸纳就业较多，服务业景气度的下滑对整体劳动力市场降温将起到重要助推作用。



以上观点来自：2023年4月9日中金公司研究部已发布的《如何看待美国劳动力市场降温？》

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

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

专题聚焦

货币变局重塑市场格局

货币增速创多年新高，我们认为用基于历史数据的信贷脉冲式技术性分析来预判货币对资产价格的影响可能要打折扣。这是因为货币投放或正经历大变局，信贷扩张曾经是货币投放的主要渠道，但近年来大财政（财政和准财政）对货币增速的贡献明显提升。这种情况下，我们不能简单地基于历史数据线性外推本轮货币扩张对资产价格的影响。从理论上讲，与信贷投放货币相比，财政投放货币有利于实体经济回报率的改善，也更加利于股市估值，对股市更为友善。初步实证分析似乎能印证我们这个判断，目前以沪深总市值比M2的比例来看，权益市场有配置空间，如果房地产的后续问题得到妥善解决，M2对股市的提振作用可能会得到更充分的体现，非金融非房地产部门会尤其受益。

根据M2来源的不同，中国21世纪的货币投放历史可以被分为三个阶段：2003-2009年外汇占款对于国内货币投放的贡献不断上升；2010-2017年，信贷投放成为货币投放的主力渠道；2018年至今，虽然信贷在货币投放中的作用还不低，但财政发挥的作用明显变强，2022年下半年广义财政贡献的货币增量占新增M2的42%。

货币投放方式的变化不是一个短期现象，因为其背后是经济增长动力的结构性调整。2003-2009年，外汇占款在货币投放中的作用不断上升，对应的是中国出口导向型的增长模式。2010-2017年，中国进入快速城镇化过程，房地产成为拉动中国经济主要的方式。2018年以来，科技创新对经济增长的作用上升，经济增长更加追求高质量，高杠行业增速放缓，信贷在货币创造中的作用下降，因此财政与准财政（广义财政）的重要性上升，货币创造的模式也出现切换。

货币的投放方式不同，对此资产的含义不同，我们从两个角度来回答这个问题，也就是盈利（分子）与估值（分母），盈利看回报率（ROE），估值看权益风险溢价。总体来看，不管是分子还是分母，与信贷投放货币相比，外汇占款与财政投放货币对权益市场更为友好：

► 外汇占款改善实体投资回报率，信贷投放压低实体投资回报率，如果财政支持有效投资，也支撑实体回报率。外汇占款创造的货币流向生产性资产，

短期拉动需求，长期改善供给，改善回报率。信贷投放货币更多流向房地产及其上下游，而房地产本身是非生产性资产，信贷投放之后，短期拉动需求，长期也不会提振供给，压低实体部门的回报率。财政投放货币对投资回报率的影响则取决于资金流向，如果用于支持有效投资，也会提振投资回报率。

►除了对投资回报率（盈利）有影响，外汇占款与财政投放货币有利于降低风险溢价，信贷则相反。在外汇占款创造M2的过程当中，非金融私人部门通过对外贸易获得贸易顺差，然后将外汇兑换为本币，这个过程中私人部门增加的是安全资产，但是不直接增加风险资产。在财政创造M2的过程当中，银行系统购买国债，财政支出之后私人部门获得资金，这个过程中私人部门直接增加的也是安全资产，不直接增加风险资产。因此，在外汇占款与财政创造M2的过程中，私人部门的安全资产增加、资产负债表改善，给其他的风险资产创造了更大的配置空间。

►财政投放货币与外汇占款投放货币的差别在于，后者对应的是我国出口目的地加杠杆。在外汇占款投放货币阶段，我国政府与私人部门杠杆率都没有明显的变化，净资产上升。在信贷投放货币阶段，私人部门的杠杆率上升，债务可持续性可能存疑。在财政投放货币阶段，我国私人部门的杠杆率逐步稳定，政府部门杠杆率上升。政府部门债务风险低于私人部门，因此对权益市场比第二阶段更友好。

中国财政投放货币的占比上升，是“去金融化”的一个体现，借鉴美国的经验，对于经济和资产的含义是：货币政策重要性下降，财政政策重要性上升；金融资产重要性下降，实体资产重要性上升；信贷周期对资产价格大起大落的影响变小，政府债务对经济的支持作用上升。要让财政投放货币对股市的积极作用充分展现出来，关键还是要实现房地产平稳调整。从货币投放的角度来看，基于前述分析，我国权益市场具有配置空间，沪深总市值与M2之比已经有上升的迹象。

以上观点来自：2023年4月6日中金公司研究部已发布的《货币变局重塑市场格局》

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

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

专题聚焦

人工智能十年展望（八）：探索ChatGPT根基——数据与人工智能如何相互成就

近期，市场对于ChatGPT的关注度持续高企，我们认为数据和人工智能是相辅相成的。人工智能的迭代需要数据作为基石，数据的价值需要人工智能的充分挖掘。数据库、分布式计算等技术在AI的不同阶段提供关键支撑。

►数据是AI的“血液”，数据要素市场有望增加语料供给

AI模型生命周期中多个环节需要数据输入，在模型开发过程中实现数据的价值发现。一方面，人工智能的发展迭代需要数据作为基石，作为人工智能输入的源头和输出的结果，数据是人工智能系统学习和发展的重要驱动力之一；另一方面，数据的丰富价值需要人工智能的充分挖掘，互联网、物联网、大数据等不断发展，万亿GB量级的数据源源不断地产生，人工智能技术能够对海量的复杂数据进行深入挖掘、输出洞察，进而激活和释放数据的深层价值，帮助人类更好地决策和判断。

语料数据是人工智能模型训练的前提和基础，是人工智能发展的驱动力。数据要素市场发展，有望直接增加语料供给，同时长期推动企业内部数据文化、数据基础设施建设。正如我们在[《数智中国之三：产业链视角探索数据要素化》](#)中讨论的，我国数据战略布局不断深入，去年底数据二十条发布，后续更多政策细则有望加速出台。数据要素市场的全面激活，一方面将直接丰富企业能够购买到的数据授权产品，为AI模型训练提供更丰富语料；另一方面，长期来看，数据要素市场发展会推动企业数据存储分析等基础平台的建设，有助于企业内部数据留存，对后续特定领域行业模型的训练来说至关重要。

►基础设施视角：数据的存储与计算技术夯实AI软实力

首先，数据存储是AI发展的前提，人工智能需要大量的数据进行训练和学习，长期看有助于推动企业数据文化的形成和建立。正如我们在前文强调的，数据是人工智能的“血液”，除了通用的公开数据以外，未来人工智能将进一

步在B端更专业的领域比如医疗、智能制造等场景推广落地，企业内部具有行业知识属性的经营数据需要被有效沉淀以支持行业小模型的训练，这些数据需要被存储在可靠、高效的数据库、数据仓库、大数据平台（分布式文件系统、数据湖）等系统中。我们认为，目前国内大多数企业的数据文化尚未形成，信息化、数据治理手段仍不成熟，人工智能的普及应用趋势将加速企业的数智化进程。

其次，分布式计算框架支撑模型开发，Data+AI呈现平台化融合趋势。目前市场上有两类主要参与者，一类是以Ray为代表的近年在AI大潮下兴起的原生为AI、ML设计的分布式计算框架，其提供开放接口与前端的源数据管理平台集成。另一类参与者是大数据时代的领先厂商如Databricks、星环科技，将分布式计算能力从数据处理向AI层自然延伸，推出数据+算法一体的企业级数据智能底座，同时也支持与原生的ML计算框架集成。

具体来看，Ray是一个分布式计算框架，与数据管理基础软件、ML三方工具原生集成，用于管理分配机器学习模型训练工作的复杂任务，同时提供开放的接口与数据存储分析平台、MLOps三方工具等对接。原生AI/ML计算框架在前端数据预处理阶段借助大数据平台。提供基本的分布式数据转换如映射、过滤和重分区，并与各种数据格式、数据源和分布式处理框架兼容。

从数据到AI是大数据平台厂商能力圈的自然延伸，构建数据驱动的一体化智能底座。数据量越大、质量越高，模型的训练效果就越好，大数据和AI是天然结合、相辅相成的，而大数据基础软件厂商积累的分布式计算等能力圈亦可以进一步往机器学习、模型推理处延伸。同时，通过直接在大数据基础平台之上搭建模型训练、模型推理等模块，可以复用原先的集群、底层存储、资源调度系统等，降低系统建设成本和运维难度，实现数据采集、分析、探索、服务流程一体化。我们认为，AI应用将直接促进数据智能模块/产品的增量采购，根据渗透率和单价假设，我们计算得到其在未来3-5年有望释放300亿元的整体市场空间，对应年均市场约60亿元。

最后，GPT的写代码能力将从开发和交互两方面反哺数据库产业的发展：

一方面，GPT等大语言模型赋能有望显著提高数据库软件的开发效率，助力国产替代大背景下我国数据库软件产品的快速迭代。另一方面，自然语言交互降低数据管理产品的使用门槛，利于在业务端的使用渗透、需求提升。若未来借助GPT等大语言模型的辅助代码生成能力，用户通过自然语言即可完成数据调用、分析，降低使用门槛后，前端业务人员、管理者可以直接使用，长期看好数据对业务场景的深入赋能，提高数据管理软件在企业内部的渗透使用率、提升整体需求。

►从模型到生产应用：MLOps助力AI模型落地生花

AI大规模生产中存在由于流程、管理不当造成的效率低、周期长等问题影响实际落地。近年，AI工程化研究热度持续提升，AI模型开发完成后需要在实际生产环境中落地部署，才能最终实现价值，完成生命周期闭环。但Gartner调查发现，只有53%的项目能够从AI原型转化为生产，AI模型生产工程化中存在跨团队协作难度大、过程和资产管理欠缺使得复用度低重复造轮子等问题，导致生产转化率低、生产和交付周期长。

MLOps是通过统一机器学习的研发和运营过程实现提质增效的一套工程管理方法论和工具链。通过统一纳管、运维、应用、监控平台，可视化的操作界面等，提升模型开发和使用效率，降低模型集成管理成本，控制模型生产环境风险，推进实际业务中的AI模型落地。

2020年以来，AI大规模快速落地成为产业发展焦点，拉动MLOps平台工具需求提升，根据Marketsandmarkets数据，全球MLOps市场处于快速发展阶段，预计将从2022年的11亿美元增长到2027年的59亿美元，CAGR超过40%。国内方面，MLOps市场正处于高速增长规模化放量前期，未来想象空间宽广。

以上观点来自：2023年4月3日中金公司研究部已发布的《人工智能十年展望（八）：探索ChatGPT根基——数据与人工智能如何相互成就？》

韩蕊 联系人 SAC 执证编号：S0080121080059

于钟海 分析员 SAC 执证编号：S0080518070011 SFC CE Ref: BOP246

魏鹤霏 联系人 SAC 执证编号：S0080121070252 SFC CE Ref: BSX734

胡安琪 联系人 SAC 执证编号：S0080122070070

王之昊 分析员 SAC 执证编号：S0080522050001 SFC CE Ref: BSS168

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.4.3 中国图说中国宏观周报：“去美元化”是“去金融化”的一个体现
- 2023.4.3 海外宏观周报：金融风波暂缓，未来关注“紧信用”
- 2023.4.4 中国宏观专题报告：经济边际改善，金融受加息影响 ——香港经济金融季报
- 2023.4.4 中国中观月报：经济复苏强弱之辨——4月中观月报
- 2023.4.6 中国宏观简评：两股力量支撑Q1复苏 ——3月经济数据前瞻
- 2023.4.6 中国宏观专题报告：货币变局重塑市场格局
- 2023.4.7 中国宏观专题报告：从行为金融学看大类资产轮动
- 2023.4.9 海外宏观周报：如何看待美国劳动力市场降温？

策略及大宗商品

- 2023.4.3 主题策略：行业配置月报：经济复苏与政策支持双主线
- 2023.4.3 海外策略：从紧货币到紧信用 海外资产配置月报（2023-4）
- 2023.4.4 A股和港股行业首选：2023年4月
- 2023.4.4 大宗商品：能源：OPEC+减产：趋于过剩的第一脚“刹车”
- 2023.4.4 大宗商品：有色金属：镍：供给弹性上升，需求更为关键
- 2023.4.4 大宗商品：农产品：白糖：基本面存修复预期，上行动能或有所趋弱
- 2023.4.5 大宗商品：有色金属：铝：成本下移，但供给风险尚未解除
- 2023.4.5 大宗商品：农产品：农产品：2Q23拉开新季帷幕，溢价或渐行渐远
- 2023.4.6 大宗商品：黑色金属：需求穹顶下，预期与现实的收敛
- 2023.4.8 主题策略：一季报预览：哪些公司业绩有望超预期
- 2023.4.8 海外市场观察：从信用周期看中美周期错位 2023年4月3日~4月9日
- 2023.4.9 全球资金流向监测：外资流入收窄，北向转为流出
- 2023.4.9 A股策略周报：市场风格有望逐步均衡
- 2023.4.9 大类资产配置月报（2023-4）：国内更积极，海外偏谨慎
- 2023.4.9 大宗商品：图说大宗：供给变量重回定价视野

固定收益

- 2023.4.3 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.4.4 招投标备忘录：国开债23年第1、2、3期增发——利率债招标分析
- 2023.4.4 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.4.6 简评：道氏转02投资价值分析
- 2023.4.6 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.4.6 简评：建龙转债上市定价分析
- 2023.4.6 招投标备忘录：贴现国债2023年第19期新发——利率债招标分析

- 2023.4.7 固收+: 固收+高股息: 当前的困扰与对破局的思考
 2023.4.7 专题研究: 广东省城农商行: 涉房贷款偏高, 关注资产质量演变 —— 银行信用资质观察系列专题(四)
 2023.4.8 信用债收益率跟踪周报: 4月第一周理财规模重回增长
 2023.4.8 简评: 如何看待通胀预期的变化、应对及债市影响? —— 十图看债市

行业

- 2023.4.3 保险: 艰难一年已经过去, 重申看好板块投资机会
 2023.4.3 软件及服务: AI动态跟踪: 大模型技术或将平权, 聚焦核心场景应用
 2023.4.3 机械: 中金通用自动化周报: PMI延续复苏趋势, 看好二季度需求复苏
 2023.4.3 公用事业: 风光公用环保周报: 排产景气向上, 看好风光电基本面改善
 2023.4.3 博彩及奢侈品: 三月博彩收入同比增长246.9%; 普通中场接力复苏
 2023.4.3 农业: 农业周报: 猪病影响边际提升, 产能去化或加速
 2023.4.3 电力电气设备: 美、澳电价大幅增长, 利好储能项目运营
 2023.4.3 保险: 寿险投资机会探讨: 推荐原因、选股逻辑和合理估值
 2023.4.3 电力电气设备: 电新4月观点: 工控下游持续复苏; 继续提示锂电产业链底部布局机遇
 2023.4.3 新能源汽车: 新能源月度销量跟踪: 3月需求弱复苏, 期待4月车展及新车上市
 2023.4.3 软件及服务: 人工智能十年展望(八): 探索ChatGPT根基——数据与人工智能如何相互成就?
 2023.4.3 科技: AI浪潮之巅系列: ChatGPT之后, 大小模型如何推演?
 2023.4.4 银行: 压力之年的几点思考——2022理财回顾
 2023.4.4 金融: 压力、溯源与应对——2022财富管理回顾
 2023.4.4 轻工日化: 宠物双周报: 国内整体景气, 出口呈弱修复
 2023.4.4 软件及服务: 美股IaaS公司业绩梳理: 外界需求抑制下收入增速持续回落, AI场景应用加速落地
 2023.4.4 不动产与空间服务: 周评#335: 销售复苏延续, 局部土拍回暖
 2023.4.4 传媒互联网: 港股游戏公司FY22回顾: 行业逆风, 业绩分化; 新品周期将至, 春有来时
 2023.4.4 科技硬件: AI浪潮之巅系列: 服务器, 算力发动机
 2023.4.6 交通运输物流: 航运市场走向何方? —— 股价复盘篇
 2023.4.6 电力电气设备: 工业自动化跟踪: 3月复苏持续推进, 企业订单/收入有所改善, 关注工控出海
 2023.4.6 科技: ARVR系列#5: 苹果MR发布临近, 关注产品创新带来的“0-1”投资机会

- 2023.4.6 科技：硬科技前沿系列：“芯”光璀璨，光芯片点亮未来高速连接与计算
- 2023.4.7 传媒互联网：腾讯视频与抖音达成合作，激发版权价值持续释放
- 2023.4.7 传媒互联网：广告2月：年节后投放相对平淡，电梯LCD及高铁媒体仍保持单月正增长
- 2023.4.7 REITs：六大维度深度解析公募REITs年报
- 2023.4.7 REITs：公募REITs月报（2023-03）：市场活跃度下降，关注扩募进展与基本面修复情况
- 2023.4.7 机械：光伏设备月报（1）：继续关注技术迭代和供给瓶颈环节
- 2023.4.8 香港金融：现阶段我们为什么看好香港银行？——香港银行2022年度业绩回顾
- 2023.4.8 传媒互联网：互联网周思考：静待AI方向资金冷静
- 2023.4.9 传媒互联网：出版1Q23：市场有序恢复，新书供给回升
- 2023.4.9 半导体：周报（04/07）：AI与国产化主题共振，半导体板块表现亮眼



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