

# 研报精选

2020年11月30日 第1期

## 宏观专栏

### 建设现代中央银行制度的几点思考

就现代中央银行三大职能，对照《中国人民银行法》修正草案，报告指出几个特别需要关注的地方，包括：将“促进金融服务实体经济”明确写入立法目的、明确央行“制定和执行宏观审慎政策”的职责定位等。

### 如何缓解2021年初流动性缺口？

中金宏观组认为，为缓解季节性流动缺口，央行或将兼顾债务扩张、经济复苏力度、信用风险等问题，不排除对一些银行实行TMLF、直达实体经济工具投放，对另一些银行实行小范围定向降准，而非全面降准。

## 专题聚焦

### 中国资产管理行业：外资开放之下，竞争格局将如何演绎？

报告认为，资管行业可能是此轮金融开放浪潮中受外资影响最大的子领域，未来10年外资全资/控股的资管公司管理规模份额有望达到10%-15%，且有望对中国资管行业形成一定鲶鱼效应。

### 交易类平台研究框架：基于“多快好省”的模型

把消费者对“多快好省”的不变追求及此基础上的消费者体验无差异曲线，作为研究交易类平台的框架。报告看好中国庞大的消费市场和不断深化的数字化进程，以此为基础的主流交易平台都有足够的成长空间。

## 宏观专栏

### 建设现代中央银行制度的几点思考

文章为作者于11月20日参加中国金融四十人论坛（CF40）“《中国人民银行法》修订与现代中央银行制度建设”研讨会的发言纪要整理稿。

现代中央银行有三大职能。一是维护货币稳定，过去30年通胀目标制在全球范围内逐渐成为货币政策的主流框架，即使没有严格实行该机制的央行也把控制通胀作为首要目标。二是促进金融稳定，尤其是美国次贷危机引发全球金融危机后，宏观审慎管理成为各国央行防控金融系统性风险的新抓手。三是提供支付体系核心部分，即基础货币，在零售支付层面是现金，在批发层面是商业银行在中央银行的准备金。

就这三个职能对照《中国人民银行法》修正草案，我认为有几个特别需要关注的地方：一是将“促进金融服务实体经济”明确写入立法目的；二是明确央行“制定和执行宏观审慎政策”的职责定位，建立货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架；三是健全系统重要性金融机构、金融控股公司和重要金融基础设施的统筹监管制度；四是央行牵头国家金融安全工作协调机制，组织实施国家金融安全审查工作；五是数字时代下的变革，规定人民币包括实物和数字形式，为发行DCEP提供了法律依据。。

#### （一） 央行制度的演变

首先可以回顾一下经济学思想的轮回和央行制度的演变。

上世纪30年代之前，在古典经济学“市场有效配置资源”的理念下，央行制度可以理解为“小政府、小央行”，无论是在直接提供商品和服务，还是在规范市场主体的行为方面，政府对经济活动的干预都有限，央行的主要功能是最后贷款人。在当时那种金融自由化的时代，产生的主要问题是资产泡沫、金融危机和贫富分化。1929年美国股市崩盘引发1930年代的大萧条，有两派争议，以哈耶克为代表的奥地利学派批评美联储作为最后贷款人的角色带来商业银

行信贷的过度扩张，主张回归金本位制甚至废除央行，凯恩斯则认为金本位制是野蛮时代的遗迹，应对市场失灵需要增加政府在经济活动中的作用，主张“大政府、大央行”。

二战后的三十余年，即1950-1970年代，在凯恩斯理论的框架之下，西方国家的宏观政策框架符合“大政府、大央行”的模式，财政在配置资源中的重要性显著增加，中央银行的作用也在增强。这一时期的两个重要特点是财政赤字货币化和加强金融管制，即所谓的金融压抑，但总体上央行从属于财政。该时期西方国家贫富差距大幅降低，也没有发生大的金融危机，宏观经济不平衡的主要问题是通货膨胀，通胀在1980年代初达到高点，甚至出现滞胀。

基于对1970年代滞胀的反思，古典经济学的理念逐渐回归主流，1980年代以后，全球又一次走向市场化和自由化。当然历史不会简单重复，政策框架并没有回到1930年代之前的“小政府、小央行”，而是体现为，在宏观层面，强调财政平衡，央行与财政分离，央行的独立性增加，货币政策机制实行通胀目标制，在微观层面，推行市场化改革、经济全球化、金融自由化。在这样的环境下，通胀越来越不是问题，甚至有通缩的风险，但资产泡沫、金融危机和贫富分化又回到人们关注的视野。

全球金融危机之后，历史的钟摆又摆回来了一些，虽然不是简单重复，但似乎能看到二战后三十年的影子。首先是加强金融监管，尤其央行被赋予宏观审慎管理的新职能，央行的责任增加了。另一方面，货币政策和财政政策的边界变得不是那么清晰了，央行通过购买国债甚至风险资产以扩表，央行在公开市场购买国债客观上降低了财政融资成本，央行购买风险资产是一种准财政行为，因为其代表政府部门和私人部门的交易行为。

和欧美的演变路径相比，过去40年中国基本上是相同的方向，改革开放前是计划经济，央行和财政一家，基本没有金融。改革开放之后，商业银行和央行分离，中国开始发展资本市场、重建金融体系，央行和财政相对独立。最近几年，金融监管也在加强，中国积极参与国际金融监管合作，尤其是参加巴塞尔三协议，这次《中国人民银行法》修正草案也正式确立了央行在宏观审慎管

理上的职能。

总之，全球金融危机是一个转折点，人们开始反思过去理念和政策机制存在的问题，在金融监管等领域推行改革，货币政策非常规措施似乎在变为常规。从结果来看，主要经济体金融体系的稳定性似乎有所提高，不过这是一个周期性波动还是结构性变化仍有待观察。总体来讲，全球范围内资产泡沫、贫富分化和金融风险并没有根本性的改变，有些领域甚至恶化了。金融危机后央行的重要性增加了，也招致不少批评，叠加数字经济和数字金融的发展，未来中央银行职能如何演变是关系全球经济和金融的重要问题。结合历史演变和新的挑战，有几个问题值得思考。

## （二） 促进金融服务实体经济

就货币政策来讲，政策目标在增加。从传统的控制通胀、充分就业和经济增长，到现在有了其他考量，比如金融稳定、资产价格、收入分配、绿色金融。中国现在把金融服务实体经济放在突出的位置，央行可以发挥怎样作用？在宏观层面，央行通过维持物价稳定和金融稳定有利于为金融有效配置资源提供好的经济环境。

在微观和结构层面，如何衡量金融服务实体经济？一方面是金融如何把储蓄有效转化为投资，做大蛋糕，另一方面有一个分配问题。现在政策部门提出金融让利，强调普惠金融，我的理解是收入分配关系要改善。如果国民收入分配中金融的比例不断提高，就难言服务实体经济。近几年在发达国家，非常规货币政策对收入分配的影响越来越受到关注。货币政策需要超越传统的物价稳定和经济增长目标，关注结构性的问题。

多重目标带来对央行独立性的挑战。多目标必然涉及到多工具，有些超越央行传统的领域，央行与财政、以及其他政府部门与监管机构的交叉和协同增加。近年来国内外关于现代货币理论（MMT）的争论，焦点之一就是央行独立性问题。

回顾历史，上一轮货币政策独立性较强的阶段也是全球化时期。在1780-1910年代，西方国家的货币政策独立性体现在金本位制度上，政府对货币环境的影响受到严格的限制，这为促进国际贸易和投资活动提供了一个稳定的货币环境。过去40年在全球化的大环境下，各国央行的独立性都有不同程度的增加。今天我们思考这个问题，也有一个对外开放的视角。遵从市场配置资源的原则，尊重国际共识与规则，加强国际合作，有利于维持稳定和可预期的宏观金融环境。

### （三） 分业与混业经营之争

对于货币政策和宏观审慎管理双支柱调控框架，杠杆率是共同的传导渠道，但是着力点不同：货币政策重总量，通过价格（即利率）来调控；审慎管理重结构，通过信贷数量和监管规则来共同调控。

宏观审慎管理有两个维度，空间维度是监管系统重要性金融机构，时间维度是降低金融的顺周期性，这在理论上已有共识，但在实践中仍有不少争议，其中之一就是分业经营和混业经营之争。到底应该通过规制（regulation）还是监管（supervision）来维护金融稳定？理论上讲，混业经营的优势是不同板块协同可以提升资源配置的效率，但通过金融监管来维护金融稳定，意味着监管将越来越多地涉及金融机构的内部运作，可能反过来削弱市场主体的作用。分业经营通过规则来区隔和管理风险，优势在于可以减少微观监管的压力。

两者孰优孰劣？我的观点是，混业经营的危害更大，尤其是对中国而言。2005年至今，中国金融业的过度扩张和结构不合理与混业经营不无关系。即使在成熟的市场经济体，现代银行也是公私合营机构，混业经营把政府信用对银行体系的担保延伸到资本市场，既干扰市场配置资源的效率，又影响金融稳定，恶化收入分配。我认为应维护以分业经营为主体的宏观审慎框架。

### （四） 支付体系与数字货币

过去几年数字经济的发展，丰富了支付体系的传统架构，数字平台也加入进来，比如支付宝、微信支付，未来还可能增加央行的数字货币。平台数字货

币提升了零售支付的效率，方便了民众的生活，其产生的大数据有利于降低信息不对称，由此衍生小微贷款等金融服务，促进普惠金融的发展。另一方面，数字平台发展金融服务是一种新型产融结合，对金融监管、对垄断和竞争格局都有重要含义。

就央行数字货币而言，中国央行正在测试的DCEP（数字货币电子支付）是新型的支付手段，因为不支付利息，在宏观层面的影响有限，在微观层面，可能对金融结构产生一定的影响，比如增加支付宝和微信支付的竞争压力。其他央行在研究的央行数字货币（CBDC），如果支付利息，将是一种新型安全资产，对整个经济金融体系的影响会大大增加，对商业银行产生竞争压力。

就政策工具来讲，央行数字货币一个有用的功能是直达投放，通过直达投放到特定的领域、行业、甚至某一类人群，有助于结构性货币政策的执行。另一个值得关注的问题是对央行资产负债表的影响。DCEP和CBDC可能有不同的答案。

DCEP作为电子支付手段，如果仅仅是替代现金的话，其需求有限，不改变央行的资产规模，其宏观影响基本可以忽略不计。央行负债端的DCEP增加，对应的是商业银行在央行准备金的减少，其工作机制和现在的现金类似，流通中的现金增加对应银行体系在中央银行的超额准备金减少，不改变央行的总资产或负债。

CBDC作为新型安全资产，其需求可能比较大，仅靠银行在央行的准备金减少来抵消可能不够，需要央行资产的扩张，包括央行持有的国债、风险资产（企业债券）和再贷款等。我们应该怎么理解？只有政府机构直接和私人部门发生某种交易才属于财政行为，政府收税和支出属于财政行为，央行在二级市场购买国债不是财政行为，而是货币行为。但是，央行如果直接购买风险资产，或者央行对实体部门再贷款，则是一种准财政行为。

结合中国央行的总资产变化来看，相对于GDP规模而言，过去10余年央行在持续缩表，而商业银行则在扩表。2017年加强金融监管后，银行体系的总资产规模有一个明显的调整，但今年为了应对疫情，商业银行又再次扩表。展望

未来，从促进金融稳定的角度，从结构性政策重要性增加的角度，结合数字货币的发展，央行的资产负债表是否应该扩表、应如何扩表，是新形势“双支柱”调控框架下值得关注和思考的问题。



彭文生

中金公司首席经济学家、研究部负责人、中金研究院执行院长

2020年11月于北京

## 宏观专栏

### 如何缓解2021年初流动性缺口？

经济继续复苏，未来货币政策何去何从？今年上半年因为疫情的冲击，货币宽松力度较大，导致全年货币增速较高。明年全年货币政策跟今年全年相比是收紧而不是更为宽松基本上是共识，但跟当前货币政策态势相比，货币政策将继续收紧还是稳中偏松，市场预期分歧较大。不少权益投资者认为明年全球经济共振复苏，中国经济甚至可能出现过热，央行将在当前基础上进一步收紧货币。而一些固收投资者似乎对经济复苏动力偏谨慎，认为货币政策难以进一步收紧。

我们指出未来货币政策主要在防止债务扩张和避免信用紧缩之间取得平衡。在经过一段时间的监管后，如果明年楼市局部过热风险得以有效控制，利率在当前基础上进一步上行的可能性不大，而信用风险升温带来的自发“紧信用”或需“松货币”对冲。

在这个大方向性判断下，年关将近，市场对明年初货币政策当局如何应对季节性流动性问题比较关心，我们接下来回答这个问题。由于春节因素、银行信贷集中投放、政府债提前发行等原因，历史上年初多存在较大流动性缺口。回溯过去十年，央行多会视流动性紧缺的性质投放临时或中长期流动性。那么，**2021**年年初，央行可能如何操作呢？

明年年初的流动性，很大程度受财政收支进展影响。今年广义财政预算赤字高达11.5万亿元（其中有3万亿元为从预算稳定调节基金、结转结余等调入），但由于基建收益性项目不足和开工需要准备时间、疫情在较短时间内控制等因素，财政支出进度偏慢。我们预计今年广义财政收入或超预算近万亿元，支出则可能低于预算目标。但由于财政赤字支出在年底还会继续，11-12月流动性边际宽松可期。此外，明年春节与1月信贷投放错期，不会形成对流动性的叠加冲击。不过虽然今年年底财政赤字集中支出将缓和流动性紧张，但较去年年底增幅没有特别大，而且考虑到年初信贷发放前置，以及政府债提前发行，明年年初流动性仍需央行呵护。

考虑到银行超储率处于历史较低水平（10月底为1.1%），存在央行投放中长期流动性的必要性和可能性，但窗口期不一定是在1月。到底是降准还是扩表方式（比如增量投放MLF、TMLF、直达实体的货币政策工具）要考虑多重因素。一方面，明年年初的普惠金融定向降准动态考核，释放的增量流动性将非常有限，而全面降准可更好缓和流动性分层；但另一方面，全面降准释放的松货币信号意义更强，在楼市局部过热风险尚未明显降温的背景下，这可能不利于控制债务扩张。而且“三档两优”中第三档实际法定存准率已降至7.5%，进一步下调的空间较小。综合来看，央行将如何缓解季节性流动缺口将或兼顾债务扩张、经济复苏力度、信用风险等问题，不排除对一些银行实行TMLF、直达实体工具投放，对另一些银行实行小范围定向降准，而非全面降准。如果经济复苏力度超预期、楼市风险未见明显缓解，也可能主要通过短期操作来缓解流动性缺口。



---

以上观点来自：2020年11月29日中金公司研究部已发布的《如何缓解2021年初流动性缺口？》

邓巧锋 SAC 执业证书编号：S0080520070005

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 中国资产管理行业：外资开放之下，竞争格局将如何演绎？

2020年4月1日起国内公募基金外资持股比例限制正式取消、行业实现全面开放；考虑到资管行业的轻资本属性以及外资在投研/产品/机制/科技等方面的领先优势、并借鉴亚洲成熟市场的开放发展经验，我们认为资管行业可能会是此轮金融开放浪潮中受外资影响最大的子领域。外资机构基于各自的资源禀赋，或通过直接控股基金公司、与境内强势零售渠道或商业银行合作、创新产品形式等方式快速切入中国市场，对中国资产管理行业形成一定的鲶鱼效应。

理由：

**资管行业全面开放之下、外资在华布局进程加快。**此轮全面开放前，外资机构主要通过合资基金公司及外资私募管理人形式在华开展资管业务，截止2019年底合资基金公司管理的公募产品规模合计达到7万亿元（不含专户业务），占我国资管行业总规模比重~10%，其中外资持股达49%的公募基金管理规模近1.8万亿元（占比~2.5%）。在资本市场及金融行业加快开放、资管新规落地建立功能监管框架、中国投资机遇吸引国际资金流入等内外部环境促进下，外资通过直接申请公募/私募牌照、提高现有合资基金公司持股比重、新发起中外合资资管机构等方式加快在华布局。

**资管行业或是此轮金融开放受外资影响最大的子行业。**我们认为未来10年外资全资/控股的资管公司管理规模份额有望达到10%-15%，考虑到：

1) 从不同金融子领域核心竞争力差异以及本土机构业务基础来看，我们认为外资开放对于国内金融业务的影响排序或为：资管>券商>保险>银行；

2) 从全球金融业各类业务的竞争格局来看，外资相较中资业务规模领先幅度的排序为：资管>投行>保险>银行；

3) 参考亚洲成熟市场经验：日本及中国台湾地区外资资管机构数量占比~50%、管理规模占比~25%，韩国外资机构数量及规模占比~10%；日本/韩国/中国台湾管理规模前十大公司中均以本地机构为主、但外资机构亦占有2-3席。

此外，外资在华布局倾向方面，我们认为：

- 1) 投资风格上，不同类型外资在主动、被动投资上各有所长；
- 2) 产品类型上，权益/另类/配置型产品外资优势或更明显；
- 3) 资金属性上，外资或更易切入机构市场并获得一定份额。

国内资管新规带来资金和资产的重新匹配及产业链格局的重塑、外资加速入局或进一步带来鲶鱼效应。短期内外准入的放宽进一步加剧竞争，但长期来看集中度提升或仍是行业共性。比较而言，外资在投研能力、跨境投资、技术运用、产品/策略研发、激励机制等方面具备竞争优势，但在本土市场的渠道建设、投资/运营人才储备、市场环境适应等方面不具备先发优势。



---

以上观点来自：2020年11月24日中金公司研究部已发布的《中国资产管理行业：外资开放之下，竞争格局将如何演绎？》

姚泽宇 SAC 执业证书编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

蒲寒 SAC 执业证书编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

樊优 SAC 执业证书编号：S0080120080042

王瑶平 SAC 执业证书编号：S0080517120002 SFC CE Ref: ALE841

## 专题聚焦

### 交易类平台研究框架：基于“多快好省”的模型

我们用自创框架梳理了主流的交易型平台，从产业基本面角度看各有亮点。

淘宝/天猫、拼多多和京东三大平台有着不同的价值主张，立足于此的竞争壁垒也日渐牢固。虽然短期市场份额非此即彼，但只要给予时间，考虑中国庞大的消费市场，以及不断深化的线上化进程，每种模式都可能有足够的成长空间。

美团是最大的变量，长期来看，在AT构成的中国互联网产业顶层结构里，美团可能不满足于仅对现有业务再次探索。我们的模型也显示，美团正从事一项前无古人的动作，试图击穿交易互联网领域所有的人群和需求。

理由：

创新是互联网的灵魂，但风口从新零售、前置仓到社区团购快速切换，总让人眼花缭乱，怎样才能更好的把握创新的脉络？

亚马逊创始人贝索斯说，“我们需要将战略建立在不变的事情上”。我们认为创新不仅源于无法复制的企业家气质、心理与认知方式，更是一种源于基本理论和法则的行动。这些基本的底层逻辑变化未必迅速，尤其在零售领域。

本篇报告意在探讨不变的事情，基于消费者对“多快好省”不变的追求，我们画出一条由“多快好省”构成的消费者体验无差异曲线，作为交易类平台的研究框架。我们试图用朴素的眼光探寻商业本质的逻辑，可以分析淘宝、天猫、拼多多、京东、美团，也可以分析最近兴起的社区团购、超市到家等模式。

从创新的奖励角度看，淘宝+天猫的组合收获了“多”和“好”，美团收获了“快”，京东和拼多多用不同的方式收获了“省”，他们在淘汰无数对手以及相互竞争中证明了自身的实力，也因此均成长为一线的交易平台。

但从创新的边界看，注重规模效应的“省”限制了品类，注重即时配送的“快”限制了人群规模，强调万能和理想生活的“多”和“好”又导致产品的溢价较高。京东正全力布局FMCG领域，美团靠补贴扩大了核心用户基数，他们靠自己的努力对抗外界的限制因素；不同的是，淘宝和天猫则把成本留给了生态，从而释放了平台的价值。

**反向创新也不失为明智选择：**如牺牲“快”、用时间换成本；牺牲“多”、走精选路线；牺牲“好”、主打高频低价刚需领域。成功者如Costco、拼多多，尝试者如社区团购，都能在强敌环伺的情况下找到独特的生态位。

我们的结论基于观察到的事实和假设，但假设会随时间变化，我们希望未来再次拿起这套框架，并对照届时既定的环境，会看到不同的空间。



---

以上观点来自：2020年11月26日中金公司研究部已发布的《交易类平台研究框架：基于“多快好省”的模型》

白洋 SAC 执业证书编号：S0080520110002

张非同 SAC 执业证书编号：S0080120050015

张丹峰 SAC 执业证书编号：S0080120060024

钱凯 SAC 执业证书编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2020.11.23 图说中国宏观周报：关注地方国企信用风险暴露的影响 | 2020年11月16-20日
- 2020.11.27 中国宏观简评：要稳杠杆,也要防风险 | 央行第三季度货币政策执行报告点评
- 2020.11.27 中国宏观热点速评：工业企业利润波动中加速 | 10月工业企业利润数据点评
- 2020.11.29 中国宏观简评：经济复苏继续,PPI环比有望止跌企稳 | 中金月度宏观景气指数(CMI)11月初值解读
- 2020.11.29 中国宏观专题报告：如何缓解2021年初流动性缺口？
- 2020.11.29 图说中国宏观周报：流动性紧张有所缓解,企业融资条件仍然偏紧 | 2020年11月23-29日
- 2020.11.29 海外宏观周报：详解美国居民消费复苏近况

### 策略及大宗商品

- 2020.11.23 海外策略：疫情后美股盈利修复如何?哪些板块更强? | 美股3Q20业绩总结
- 2020.11.23 海外中资股策略周报：顺周期板块继续发力
- 2020.11.27 全球资金流向监测：外资第13周流入中资股；美股加速流入
- 2020.11.29 海外市场观察：拜登新内阁主要人选的主张与可能影响 | 2020年11月23日~11月30日
- 2020.11.29 A股策略周报：关注政策“量控价稳”
- 2020.11.29 量化策略周报：量化策略周报（221）：基本面驱动，价值风格短期继续占优
- 2020.11.29 能源：石油：全球供给弹性几何？

### 固定收益

- 2020.11.23 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.11.23 简评：新发降温,二级持续走弱 | ——中资美元债周报
- 2020.11.23 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2020.11.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.11.26 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.11.26 简评：重提闸门,控量重于控价 | ——2020年三季度货币政策执行报告点评
- 2020.11.27 中国信用策略双周报：近忧暂缓，远虑仍存
- 2020.11.27 简评：招标利差提升,银行存款压力重新上升 | ——国库现金定存招标结果分析
- 2020.11.27 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第19期

2020.11.28 中国利率策略周报：如何看待明年利率债供需关系？

## 行业

- 2020.11.23 研究报告：发电行业碳配额全国统一方案发布，鼓励清洁发电收紧煤电配额
- 2020.11.23 汽车及零部件：造车新势力成功范式：树立一个标签，解决两个痛点
- 2020.11.23 汽车及零部件：造车新势力三季度总结：经营拾级而上，积极布局智能驾驶
- 2020.11.23 电力电气设备：硅料报价跌幅收窄，产业链合作与长单密集落地
- 2020.11.23 研究报告：发电行业碳配额全国统一方案发布，鼓励清洁发电收紧煤电配额
- 2020.11.23 汽车及零部件：造车新势力成功范式：树立一个标签，解决两个痛点
- 2020.11.23 汽车及零部件：造车新势力三季度总结：经营拾级而上，积极布局智能驾驶
- 2020.11.23 电力电气设备：硅料报价跌幅收窄，产业链合作与长单密集落地
- 2020.11.23 主题研究：追"宗"系列 | 大宗投资前瞻：顺周期高景气，把握估值低洼期
- 2020.11.23 汽车及零部件：周报：行业高景气，继续跑赢；广州车展开幕
- 2020.11.23 化工：行业景气底部拐点系列：染料，成本上涨与纺服需求助力涨价
- 2020.11.23 医疗健康：品牌OTC：拐点已来，全面看好
- 2020.11.23 建筑与工程：装配式建筑政策：在何处，去何方？
- 2020.11.24 电力电气设备：光伏玻璃应用争论尘埃落定，重申推荐光伏玻璃龙头
- 2020.11.24 石油天然气：油气板块顺周期看好民营炼化与油田服务
- 2020.11.24 机械：顺周期产业链共振，工程机械景气强劲
- 2020.11.24 非酒类食品饮料：猪肉月报：看好双汇长期基本面，美国养殖屠宰利润料将短期承压
- 2020.11.24 房地产：中金房地产周报#220：新房销售增速收窄，土地溢价率边际下行
- 2020.11.24 农业：食用油行业：匠心积淀，迎接黄金时代
- 2020.11.24 银行：数字银行重构金融供给，场景/生态经营提升触达和洞察力
- 2020.11.24 科技硬件：2021展望：看好国产化，数字化和汽车智能化三大投资主线
- 2020.11.24 金融：中国资产管理行业：外资开放之下，竞争格局将如何演绎？
- 2020.11.25 主题研究：图说电信：电信业务持续复苏，看好明年产业互联新机遇
- 2020.11.25 金融：中金看海外公司 | 黑石集团：全球领先的另类资管巨头
- 2020.11.25 传媒互联网：交易类平台研究框架：基于“多快好省”的模式
- 2020.11.26 金融：中金看海外公司 | Afterpay：年轻人喜爱的“先买后付”新型消费方式
- 2020.11.26 交通运输：票价市场化改革推进，长期利好航司盈利，重申跑赢行业评级

- 2020.11.26 电力电气设备：欧盟2030年碳排新目标12月份有望落地，利好新能源车预期
- 2020.11.27 银行：新投放贷款利率环比企稳，净息差预期改善，重申业绩反转逻辑
- 2020.11.27 有色金属：2021年展望：海外补库驱动顺周期逻辑，有色金属多点开花
- 2020.11.27 半导体：全球半导体观察（11月）：关注代工及存储器涨价
- 2020.11.27 煤炭：2021年展望：需求向好，价格平稳
- 2020.11.28 机械：宝马展草根调研：工程机械需求火爆，技术进步引领全球
- 2020.11.29 化工：继续看好顺周期核心资产，关注钛白粉、有机硅涨价
- 2020.11.29 传媒互联网：周报：虚幻引擎技术开放日举行，《流浪地球2》定档2023大年初一
- 2020.11.29 科技：科技硬件周报（11/29）：成熟工艺代工、小米与数字货币广受关注
- 2020.11.29 电力电气设备：产业链平稳运行，2030碳达峰、2060碳中和目标再次确认
- 2020.11.29 汽车及零部件：周报：步入传统旺季销量表现亮眼 上汽成立高端电动品牌“智己”
- 2020.11.29 科技：通信设备周报：世界5G大会顺利召开，建议关注5G相关设备招标

## **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