

# 研报精选

2023.02.12 第108期

## 宏观专栏

### 货币财政协同支撑信贷扩张——1月金融数据点评

1月新增信贷数据同比大幅增长，带动M2反弹，财政与货币协同推动企业中长期贷款规模扩大，主要投向基建项目。向前看，财政货币协同将继续支持经济，企业中长期贷款有望持续增长，有利于提振市场风险偏好，受益于政策性金融投向的行业景气度可能会明显高于总体经济。

### 中国疫后修复的全球影响

报告认为，中国疫后复苏对全球的影响将呈四个特点：需求恢复带来的影响大于供给修复，服务消费增长高于商品消费，对中国国内影响大于对海外影响，对亚太周边国家的外溢效应高于对欧美的影响。

## 专题聚焦

### 平衡保供与转型的煤炭达峰之路

报告认为，为保证煤炭适期达峰，在能源消费控制、鼓励天然气替代方面政策支持需更强；允许能源价格适度上涨、打通天然气/气电顺价机制是关键。维持可再生能源的合理收益及渗透动力也是未来需关注的重点。

### 详解中国新经济产业集群——“区域化”研究系列之一

报告认为，我国新兴产业集群的布局呈现特色化和多元化趋势。新兴产业的区域布局变化将使中国区域经济发展呈三大特征：中部地区加速崛起、经济薄弱地区逆势突破、发达东部城市群之间的差异性逐步显现。

## 宏观专栏

### 货币财政协同支撑信贷扩张——1月金融数据点评

1月新增信贷数据同比大幅增长，带动M2反弹，这主要是财政与货币协同稳信贷的结果，体现在企业中长期贷款的大幅增长当中，企业中长期贷款的主要投向包括交通水利、能源网络、信息物流、地下管廊、高标准农田、国家安全设施等基建项目，也包括科技创新项目。地产融资最差的阶段可能已经过去，但恢复的节奏可能慢于以往。向前看，财政货币协同可能会继续支持经济增长，相关行业的景气度可能明显高于整体经济；地产融资恢复偏慢拉低了通胀上行风险，给了准财政扩张的空间。

1月信贷高增长带动M2反弹，但社融同比增速继续下降。1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9200亿元，是历史上单月最大信贷增量，从结构来看，企业中长期贷款同比多增1.4万亿元，是支持贷款同比多增的最大动力。在信贷的带动下，1月M2同比增速达到12.6%，相比2022年12月上升0.8个百分点。然而，由于企业债发行疲弱、政府债发行同比减少等因素，1月新增社融（5.98万亿元）低于去年同期，社融同比增速也进一步下降至9.4%。

财政与货币协同是支持企业中长期贷款增长的重要因素，开发性金融工具对信贷具有较强的拉动作用。去年4季度，开发性金融工具两批次共计7399亿元资金已全部投放完毕，根据央行货币政策报告和广东省的投放数据来看，开发性金融工具对信贷的拉动作用可能在1:5左右，即1元的开发性金融工具可以拉动5元的信贷。根据广东省的信息来看，如果考虑项目的接续投资等，开发性金融工具的撬动规模可以达到1:9左右，即1元的开发性金融工具可以拉动9元的信贷。总的来看，开发性金融工具对信贷的拉动乘数应该在5-9之间。开发性金融工具对中长期贷款的支持，从去年3季度就开始显现，10月以来的几次信贷数据中，企业中长期贷款都有比较强的增长。

去年4季度的财政与准财政工具尚未发挥其全部作用。央行的3季度货币政策执行报告指出7400亿开发性金融工具预计拉动综合授信3.5万亿元，但是综合授信不代表已经投放的贷款。去年4季度由于疫情的原因，很多项目的施工

进度被耽误，一个证据是去年专项债也有2万亿元左右的资金因为施工进度滞后没有拨付到位。在实际执行过程当中，贷款的投放拨付和施工进度也有比较强的关系，随着今年疫情的影响消退，各地抓紧开工，开发性工具的综合拉动作用将进一步释放。

**开发性金融工具支持的项目单个规模不算小；不仅支持基础设施建设，也支持科技创新。**根据发改委的数据来看，7400亿元的开发性金融工具支持了2700个项目，平均每个项目的资本金投资是2.7亿元，如果按照1:5的信贷拉动来计算，平均每个项目的投资规模是16亿元左右。从领域来看，开发性金融工具不仅可以投向交通水利、能源网络、信息物流、地下管廊、高标准农田、国家安全设施等基建项目，也可以用于支持科技创新。举例来说，进出口银行使用开发性金融工具对粤芯半导体三期项目提供16.25亿元股东借款。

**地产融资最差的阶段可能已经过去，但恢复的节奏可能慢于以往。**1月居民中长期贷款2231亿元，这个数据仍然很弱，同比少增5193亿元，环比改善幅度也明显低于季节性，显示房地产需求在1月尚未明显恢复。根据中金地产组的统计，剔除春节错位影响后，2月第一周63个样本城市新房销售面积受返乡置业备案带动同比增约一成，其中超高/高能级城市同比仅基本持平，而同样以超高/高能级城市为主的15个样本城市二手房销售面积同比增逾六成，修复速度快于新房。二手房的回暖可能将通过价格信号实现景气度传导，逐步带动新房销售企稳，最差的阶段可能已经过去。然而，由于房地产开发企业目前仍处于资产负债表的修复阶段，新房销售恢复又滞后于二手房，因此开发商拿地仍然比较谨慎。此外，依靠土地收入的地方城投平台资产负债表的恢复也会滞后，城投债发行力度可能也会减弱。

**向前看，财政货币协同可能会继续支持经济增长，地产融资恢复偏慢给了准财政扩张的空间。**我们在此前发布的报告[《财政货币，如何协同》](#)中回顾了20世纪40年代以来的中国、美国、欧洲的货币财政协同历史，深入分析了我国财政货币协同的可能选项，报告指出，短期内我国的财政货币协同可能还是以准财政为主，2023年政策性金融（准财政）的力度将进一步加大，去年结余的

2万亿元专项债资金也将继续发挥作用。企业中长期贷款有望持续增长，有利于提振增长和市场风险偏好；在地产相关融资恢复偏慢的背景下，信贷持续大幅高增的动力不强，近期通胀总体上行风险不大，准财政的确仍有较为充足的扩张空间，受益于准财政投向的行业景气度可能会明显高于总体经济。



---

以上观点来自：2023年2月11日中金公司研究部已发布的《货币财政协同支撑信贷扩张——1月金融数据点评》

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

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

### 中国疫后修复的全球影响

#### ► 疫情现状与展望：政策持续优化，疫情波峰已过、后续影响或递减

去年底以来，我国防疫政策不断优化。从境内政策看，防疫重点从此前扩散变为保护脆弱人群。从边境政策看，“乙类乙管”对出入境政策做了较大调整。目前除入境旅游外，出入境基本恢复正常，尤其是港澳与内地人员来往。

疫情峰值已过，后续或有反复但影响递减。中国疾控中心<sup>1</sup>称阳性率在2022年12月25日已经达峰，住院人数也大幅下降。全国各省市“发烧”等关键词搜索指数在12月25日前均已达峰。海外经验看，首轮峰值后，后续因前期感染基数、政策限制不同，呈现三种形态：1) 因前期基数较高，基本降至可忽略水平，如欧美与越南；2) 后续仍有几轮反复，但峰值递减，如韩国、新加坡、中国台湾和中国香港；3) 首轮控制严格，后续波峰超过首轮，如日本。我们认为后续疫情对经济活动和资产影响可能也将递减。节奏上，海外首轮波峰到第二轮平均间隔5个月。

#### ► 当前修复到什么位置了？国内消费待修复；海外部分需求出现结构性替代，关注中国外溢

当前我国仍处于消费修复上升期，消费（尤其是线下）空间更大。不同于消费，工业生产在2020下半年就已经恢复到长期增长中枢以上。仅静态对比2019年绝对规模，2022年工业增加值总额超过2019年28.8%，而社零总额仅超过7.8%。消费方面，2022年网上商品零售额较2019年高出40.4%，线下消费差距则较大。分类看，餐饮修复程度更高（2022年较2019年低5.9%），而酒店（星级酒店2022年前三季度平均出租率38.1%较2019年低17ppt）、交通（2022年客运量比2019年低约50%）、票房（2022年收入相比2019年低52.3%）修复程度更低。2023年1月疫情过峰后修复斜率普遍较高。

海外处于修复末期；部分服务消费出现结构性替代，关注中国外溢需求。海外消费已进入下行周期，除餐饮外，一些服务消费出现结构性替代，如自驾代替公交，旅游出行超过商务，线上影音娱乐代替线下等。一些中国需求敏感

<sup>1</sup> [https://www.chinacdc.cn/jkzt/crb/zl/szkb\\_11803/jszl\\_13141/202301/t20230125\\_263519.html](https://www.chinacdc.cn/jkzt/crb/zl/szkb_11803/jszl_13141/202301/t20230125_263519.html)

领域或仍有空间，如出境游和全球航空煤油消耗量。

### ►中国疫后修复的全球影响？需求大于供给、服务大于商品、国内大于国外、周边大于欧美

**影响一：需求大于供给。**与2022年之前“中国提供供给+美国提供需求”不同，我们认为当前美国需求放缓、库存过高和中国疫情好转都将使得本轮影响更多体现为需求大于供给，这将带来以下影响：1) 国内消费需求的增长动力更值得关注；2) 海外需求拉动的国内供给依然存在压力；3) 局部供给释放较慢领域将出现阶段性价格压力，如旅游需求。

**影响二：服务大于商品。**参考海外疫后修复经验，由于中国财政直接刺激规模较小且没有较强的房地产周期支撑、且修复的起点不同（商品在2021年2月已达疫情前水平，增长中枢修复程度也高于服务），因此服务消费的弹性要高于商品消费，春节期间的高频数据也体现了这一点。不过，若后续房地产周期改善力度强于预期的话，地产后周期的商品消费修复也值得关注。对全球来讲，中国长期以来商品顺差而服务逆差，后续服务进口需求影响或也大于商品。

**影响三：国内大于国外。**以消费需求和服务型消费为主的修复特征，都使得我国本轮修复对国内的影响可能大于对海外。除部分服务进口（出境游），服务需求也更多体现为本地化特征，因此向海外输出通胀的效应或不像传统依赖地产和基建投资的经济周期显著。同时，国内商品消费的供给来源地也以国内为主，故对海外商品进口需求可能也相对有限。

**影响四：周边大于欧美。**中国修复对于海外的外溢体现在两个方面：一是服务需求进口（出境游），周边国家占比更高，出境游主要集中在亚太地区（2018~2019年大陆游客占比最高国家为韩国、越南、日本和泰国）。二是部分商品进口，消费品如电子及其零部件、纺织服装等也以周边国家进口为主，因此我们认为，国内疫情好转对于改善周边国家地区的经常账户顺差、资金流向和汇率的影响将更敏感。

---

以上观点来自：2023年2月10日中金公司研究部已发布的《中国疫后修复的全球影响》

李雨婕 联系人 SAC 执证编号：S0080121040091 SFC CE Ref: BRG962

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

王汉锋 分析员 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

## 专题聚焦

### 平衡保供与转型的煤炭达峰之路

2022年，我国煤炭消费占能源消费总量比重出现近十年来的首次回升，煤炭煤电产能核准重新提速，有关煤炭复兴、能源转型开倒车的担忧加剧。

煤炭消费比重为何逆势回升？过去，我国退煤进程主要由能源消费控制、可再生能源替代、天然气替代“三驾马车”驱动。在疫情、全球能源供给冲击发生前，全球经济发展相对平稳，高耗能工业品需求预期企稳回落，国内能源消费控制难度可控。同时，能源供给侧技术迭代加速，页岩油气技术突破后气价显著降低，风电、光伏受益于工艺进步和规模效应亦进入快速降本通道，供给侧替代经济性大幅提升，“三驾马车”发力的战略环境都相对宽松。然而，疫情和能源危机两大外部冲击引发宏观经济波动，对我国退煤的三个抓手产生了复杂的外溢影响，能源转型及煤炭达峰路径或将随之发生变化，具体而言：

**能源消费控制难度提升。**疫后全球经济复苏带来工业产成品、原材料库存周期，叠加疫情和欧洲能源危机下我国工业品对受波及地区的替代效应，共同导致我国高耗能制造业产量、出口量抬升，经济结构重化趋势明显，经济增长对能源投入依赖程度不降反增，能源消费弹性系数反弹至接近1。新形势下，为缓解保供压力，能耗双控政策自2021年底适度放松，从能耗双控向碳排放双控过渡。我们预计，能耗双控政策边际调整或将导致煤、油原料消费显著增长，至2030年多增煤炭6000万吨，石油7000万吨，煤炭消费在2029年前后达峰，较原规划情景延迟2年。

**高价下天然气替代煤炭受阻。**投资赤字、俄欧贸易重塑两方面因素导致天然气价格中枢抬升。高价下我国天然气需求萎缩效应尤其显著，除了替代能源可得性、进口现货比例较高外，另一主要症结在于天然气、气电价格传导机制仍不完全通畅，这种“软约束”或将是导致我国天然气未来增量空间被压缩的关键原因。若不适度限制煤炭反替代、优化顺价机制，高价下天然气替代煤炭进度将受阻，我们预计至2030年天然气消费量较原政策规划少增1.5亿吨标煤，即约1100亿方，减量的天然气将大部分由煤炭补充。



可再生能源提速，但难以弥补能源消费弱控制、天然气替代放缓影响。可再生能源由于符合保供和转型双重诉求，全球部署均有提速，我国在大基地顶层规划推进、可再生能源消纳责任权重等支持政策驱动下，可再生能源发展亦显著加快。我们预计，至2030年可再生能源渗透率将由原政策目标隐含的19%上升至23%，提前5年迈上20%的中高渗透率门槛，非化石能源消费占比由原规划25%提升至27%。然而，可再生能源发展提速虽对退煤有正向贡献，但难以完全弥补能源消费弱控制和天然气替代放缓影响，综合考虑供需两侧变化，煤炭消费难以如期在2030年前达峰。

此外，可再生能源加速渗透将导致更突出的电力平衡消纳问题，短期内仍需煤电配套。从规划和运行两个层面看，电力平衡消纳挑战主要体现在系统充裕性不足、灵活性资源稀缺两个方面。充裕性方面，我们认为可再生能源充裕性不足是导致我国近年来需求高峰时段电力供应紧张的主要原因，电力系统亟需匹配足够支撑性电源，煤电仍将是当前支撑性电源的第一选择；灵活性方面，抽水蓄能及灵活性改造后的煤电亦处于第一梯队，我们预计可再生能源加速渗透后，2030年前辅助服务成本将额外增加2300亿元以上。总结而言，电力系统消纳平衡约束下，可再生能源渗透需匹配煤电，增加煤电进行支撑调节是客观需求，否则将引发更严重的电力保供问题。

考虑新形势下供需两侧变化，若无政策干预，煤炭消费难以在“十五五”期间达峰。要坚持能源转型，保证煤炭适期达峰，则在能源消费控制、鼓励天然气渗透方面需要更强的政策支持。我们认为，允许能源价格适度上涨，打通天然气、气电顺价机制是能源消费控制和天然气发展的关键。此外，在可再生能源价格型支持政策退坡背景下，鼓励可再生能源通过绿证交易、绿电交易及其他减排机制获得环境价值补充收益，是价格型政策逐步退出后下一阶段维持可再生能源发展动力的关键。

---

以上观点来自：2023年2月7日中金研究院已发布的《平衡保供与转型的煤炭达峰之路》

王琳 联系人 SAC 执证编号：S0080122080313

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381



## 专题聚焦

### 详解中国新经济产业集群——“区域化”研究系列之一

新发展阶段下，扩大内需、建设全国统一大市场的重要性提升。从产业层面而言，这意味着我们的重心或逐渐由承接国际产业转移，向承接国际产业转移和再布局国内产业资源并重转变。《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》<sup>2</sup>中提出的三大重点任务之一是“支撑畅通国内经济循环”，我们认为，国内经济的循环落在产业层面，包括两方面：一是资源要素在产业之间的循环，二是依托产业资源要素在区域之间的流转。前者是产业发展趋势的问题（投什么），后者是产业区域布局的问题（在哪投）。

总体上我们认为，随着国内统一大市场的建设和内循环的畅通，国内产业资源的再布局趋势（产业转移）将伴随产业升级同步发生，成为影响未来国内经济发展的重要结构性因素。

一方面，产业间资源再配置将加速：农业向非农就业转移继续放缓；高技术制造业相对传统制造业的投资吸引力或持续上升。两大因素或将加速产业间资源再配置。一是非农就业内部的结构变化，农业人口向非农业人口的转变可能继续放缓，城镇化水平的提高将更多体现在非农就业的内部结构变化上。二是城镇化追赶工业化所带来的制造业结构调整。与一般所呈现的城镇化快于工业化率不同，中国城镇化速度相对滞后于工业化。为提升城镇化水平，或需将更多侧重点放在优化城市内部的工业结构，将资源更多放在先进制造业等高端产业上。

另一方面，国内产业资源再配置的趋势是：制造业相对部分传统服务业、高技术制造业相对传统制造业的投资吸引力或持续上升。近年来，我国产业间的资源再配置，一方面发生在资源配置的重心逐渐向实体回归，体现在高技术制造业<sup>3</sup>和金融及地产之间；另一方面发生在制造业内部，高技术制造业的吸

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content\\_5732067.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content_5732067.htm)

<sup>3</sup> 根据《高技术产业（制造业）分类（2013）》，高技术制造业包括医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等6大类。由于数据可得性限制，此处针对高技术制造业的相应计算包括医药制造、铁路、船舶、航

引力相对制造业整体持续处于上升趋势。高技术制造业的投资增速在2015年前后高于制造业的总体水平。我们认为，在建设现代化产业体系、产业“安全”重要性提升背景下，产业间的资源再配置意味着各产业的发展趋势将存在差异，高技术制造业等新兴产业集群相对更具有规模扩张的潜力。

与城市群的梯队化发展相对应，我国新兴产业集群由高梯度向低梯度地区加快进行，布局呈现特色化和多元化两大趋势。国家“十四五”规划指出，“深入推进国家战略性新兴产业集群发展工程”。结合各地“十四五”规划的方向和发展趋势，我们发现了新兴产业集群布局的两大特征：

第一，分工的专业化使得新兴产业集群在地区上的分布更加分散化，不同地区专注不同产业链位置，呈现梯度性发展，各区域产业发展模式分化逐渐突出。产业是内嵌于区域经济发展中的一部分，城市群与产业群存在相互促进的关联效应。我国城市群的发展突破了行政区划的限制（例如长江中游城市群包括鄂、湘、赣内共31市），这使得区域资源要素得以在省域之外重新整合。区域的“差异竞争、错位发展”将进一步带来各区域产业群培育方向的差异。全国“十四五”规划<sup>4</sup>将我国的19个城市群分为“优化提升、发展壮大和培育发展”三类，并对三类城市群的发展重点做出指示。“优化提升”的5个城市群集中在长江经济带和东部沿海的部分地区，是我国发展基础靠前的典型区域，或将着重培育创新型产业集群；“发展壮大”的5个城市群集中在黄河流域和东部沿海的其他地区，是我国发展速度较快的典型区域，或将着重壮大特色制造业集群；“培育发展”城市群的经济基础相对较弱，或将着重促进现有产业的转型升级，推动产业集群的壮大。与城市群的差异化发展相对应，我国产业群布局的趋同性降低。四大经济区域战略性新兴产业的规划重点不同，区域集群走向特色化。

第二，产业集群类型的多元化带来培育新产业优势的机遇，传统意义上的发展薄弱地区或能够以新方向实现突破。从已有国家级创新型产业集群看，区

空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、信息化学品制造和仪器仪表制造业，部分年份空缺数据用历史平均增速反推来补充。

<sup>4</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content\\_5592681.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm)

域上仍集中于东部省份，包括广东、山东、江苏和湖北四省，但培育的行业方向存在差异。根据科技部火炬中心发布的名单，截至2021年，国家级创新型产业集群共152个<sup>5</sup>。

随着创新型产业集群类型的多元化，产业集群的区域分布趋于分散化。从近年新增的国家级创新型产业集群看，我们发现了两大新特征：一是从地域分布上看，东部地区仍是新增集群的主要集聚区域，但西部和中部的占比明显上升。尤其以湖北、湖南和陕西三省表现最为突出。中部6省聚焦工程机械、智能语音、光电子信息、新材料等领域，将加快培育形成一批国内领先水平的先进制造业集群<sup>6</sup>。二是从行业分布上看，新增创新型产业集群的领域走向了多元化，除了优势培育较早的高端装备制造业以外，其余行业方向的占比也在上升。生物产业、新一代信息技术产业在新增集群中的占比上升，数字创意集群是近年来新出现的创新型产业集群类型。

**新兴产业的区域布局变化将带来未来中国区域经济发展三大特征：中部崛起；薄弱地区“单点”突破；发达东部地区差异性将逐步凸显。**

一是长江经济带产业的加速转移将加速中部地区的崛起。这背后是新一代电子信息和高端装备制造产业资源向相关省份集聚。国内的产业转移将由高梯度地区向低梯度地区逐步进行。长江经济带已呈现出典型的产业转移现象，由下游向上游梯队式转移加快，四川、湖南和湖北的高技术制造业集中度较高。我们认为，近年来我国长江经济带的产业转移具有代表性，体现出空间上的梯队式特点。内部产业转移方面，我们发现，长江经济带的区域产业转移体现出先由下游到中游，再从中下游到上游的梯队特点。中上游华中、成渝地区陆续成为长江经济带制造业的核心；高技术产业虽然仍以下游的长三角地区占主导，但近年来在加速进行转移。

<sup>5</sup> 包括试点与试点（培育）的总集群数。

2020年及以前的集群名单：

<http://www.chinatorch.gov.cn/cyjq/tzgg/202005/00f3e0056f544a6199bb52fd15072d7d.shtml>

2021年新增的集群名单：

<http://www.chinatorch.gov.cn/cyjq/tzgg/202108/a8061a0a2fef4f599ca2ebd41e7e635f.shtml>

<sup>6</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/24/content\\_5711646.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-09/24/content_5711646.htm)

新兴产业中，长江中、上游地区在新一代电子信息技术和高端装备制造产业的部分领域形成相对优势集群。对长江经济带中上游地区的新兴产业发展水平进行测算，我们发现与下游地区相比，中上游地区的相对优势领域集中在新一代电子信息技术和高端装备制造两大产业中。同时，上游和中游地区具体的优势领域存在一定的差异。

未来，长江中游城市群将联手打造先进制造业集群。包括“巩固提升电子信息、工程机械、轨道交通、汽车等优势产业集群，努力形成世界级产业集群。加快打造航空航天、生物医药、新材料等新兴产业集群。前瞻布局量子信息、类脑智能等一批先导产业，抢占未来发展先机”<sup>7</sup>。

二是传统的经济薄弱地区可能有逆势发展的突破口。这背后是新兴产业类型的多元化，其关键在于是否存在能源或人口等各类要素的挖掘空间，比如云贵地区（能源）、西北部分地区（人口）。以云贵地区的黔中城市群为例，受云贵高原地理环境的影响，黔中城市群目前呈现依托资源发展的相对单一性和环境脆弱性特点，核心城市的体量相对较小，经济发展的集合效应与同处长江上游的成渝双城经济圈有较大差距。基础条件的限制，也使得其产业体现为以初级采掘加工业为主的初级结构。

然而，随着“东数西算”工程的开展，黔中城市群或可依靠电力资源优势，以此培育新的发展优势。根据《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》<sup>8</sup>，“东数西算”工程将在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等地建设八个算力枢纽节点、十个国家数据中心集群。其中，京津冀、长三角和粤港澳大湾区或是主要的算力接收方，贵州、成渝等西部地区或是主要的算力供给方。以建设“东数西算”工程全国八大算力枢纽之一为载体，黔中城市群有望优先承接数字产业的转移，并加快传统产业数字化下的绿色低碳改造，以数字产业带动其产业体系的升级，进而实现区域的新发展。

<sup>7</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-03/16/content\\_5679303.htm](http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2022-03/16/content_5679303.htm)

<sup>8</sup> [https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztl/dsxs/zcwj2/202201/t20220112\\_1311853.html](https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztl/dsxs/zcwj2/202201/t20220112_1311853.html)



三是东部发达城市群将在区域层面呈现差异性。其源于新兴产业集群定位、集聚和转移模式的不同。长三角产业链垂直合作强化区域一体化发展，尤其是技术攻关合作将不断加强，由此强化创新集中的定位。从发展基础看，长三角的集成电路、生物医药等产业领域具有明显的规模优势，在数字产业的细分领域上具有引领地位。2021年，为“促进长三角产业链补链固链强链和产业一体化发展”<sup>9</sup>，长三角成立了四大产业链联盟，将在集成电路、生物医药、新能源汽车和人工智能四大产业领域推进产业链深度的区域合作，形成重要的创新引领。举例而言，在数字产业发展方面，浙江的数据产业偏向于制度和应用场景等方面的建设，“大数据应用”指数明显领先；江苏省偏向底层的基础设施的配套建设，“大数据产业链”指数相对较高；安徽省依托创新能力，偏向创新技术的转化；上海发展较为均衡。

京津冀的产业转移、大湾区的规模优势可能强化对周边地区的辐射，并转化为新增长点。我们认为，与长三角和粤港澳大湾区相比，京津冀的服务经济属性较强：对比三大城市群的典型核心城市，与深圳和上海相比，北京的制造业占比较低，而技术类生产性服务业较为发达，为京津冀其余地区的先进制造业提供互补配套的基础较强。北京向天津、河北的产业转移使得京津冀形成了“研发总部+制造基地”的分工发展模式。根据《北京市“十四五”时期高精尖产业发展规划》<sup>10</sup>，京津冀将推动三个重点产业协同率先突破：氢能、智能网联汽车、工业互联网产业协同示范。

---

以上观点来自：2023年2月8日中金公司研究部已发布的《详解中国新经济产业集群——“区域化”研究系列之一》

张捷 分析员 SAC 执证编号：S0080520120001

郭钰 联系人 SAC 执证编号：S0080121080039

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

---

<sup>9</sup> [https://www.ndrc.gov.cn/fggz/cyfz/zcyfz/202105/t20210531\\_1282133.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/fggz/cyfz/zcyfz/202105/t20210531_1282133.html?code=&state=123)

<sup>10</sup> [http://www.beijing.gov.cn/zhengce/gfxwj/202108/t20210818\\_2471375.html](http://www.beijing.gov.cn/zhengce/gfxwj/202108/t20210818_2471375.html)

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.2.6 中国图说中国宏观周报：节后复工快于去年
- 2023.2.8 中国宏观专题报告：详解中国新经济产业群——“区域化”研究系列之一
- 2023.2.10 中国宏观简评：“超额存款”的三个误区
- 2023.2.11 中国宏观热点速评：货币财政协同支撑信贷扩张——1月金融数据点评
- 2023.2.11 中国宏观热点速评：不只有错位，更有疫后复苏 ——2023年1月通胀数据点评

### 策略及大宗商品

- 2023.2.6 大宗商品：黑色金属：短期有支撑，但2Q或存隐忧
- 2023.2.7 主题策略：二月市场策略与行业配置联合解读
- 2023.2.8 海外策略：中美资产分别计入了多少改善预期？海外资产配置月报（2023-2）
- 2023.2.8 大类资产配置月报（2023-2）：春季行情结束了吗？
- 2023.2.8 主题策略：全面注册制系列三：制度框架分析梳理
- 2023.2.9 碳中和双周报：“碳”策中国（32）：欧盟绿色产业政策呼之欲出 1月12日~2月8日
- 2023.2.10 主题策略：港股通与恒指调整预览（2023-2）
- 2023.2.10 主题策略：中国疫后修复的全球影响
- 2023.2.11 中国策略简评：MSCI中国季度调整：新增12只、剔除6只
- 2023.2.11 全球资金流向监测：外资流入收窄，南向转为流入

### 固定收益

- 2023.2.6 简评：低波固收+的“红利” ——混合估值法及其潜在收益特征
- 2023.2.6 简评：冠盛转债上市定价分析
- 2023.2.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.2.6 简评：负面预告占比提升，地产基建预亏增多 ——债券发行人2022年业绩预告解析
- 2023.2.6 简评：福新转债上市定价分析
- 2023.2.6 中资美元债周报：新发回落，二级价格延续反弹
- 2023.2.6 招投标备忘录：国开债22年第16期，23年第2、3期增发 ——利率债招标分析
- 2023.2.6 专题研究：关注银行优先股的配置价值
- 2023.2.7 简评：恒锋转债上市定价分析

- 2023.2.7 招投标备忘录：贴现国债23年第7、8期新发，付息国债22年第28期续发，付息农发债22年第10、11期增发，贴现农发债23年第4期新发——利率债招标分析
- 2023.2.8 中国房地产债券月报：1月房地产债券月报：——销售略微反弹，投资警惕追涨
- 2023.2.8 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.2.8 招投标备忘录：国开债21年第20期，22年第20期，23年第13期增发——利率债招标分析
- 2023.2.9 简评：资金面结构性波动或与今年春节特征有关，非趋势性紧张
- 2023.2.9 中国城投债券月报：净增转正但同比仍弱，市场情绪边际改善——1月城投债券月报
- 2023.2.9 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.2.9 简评：声迅转债上市定价分析
- 2023.2.9 招投标备忘录：贴现国债23年第9期新发，付息国债22年第24期续发——利率债招标分析
- 2023.2.9 简评：睿创转债上市定价分析
- 2023.2.10 简评：混合估值和缩短资产久期双管齐下稳定净值
- 2023.2.10 简评：通胀温和，货币宽松逻辑不变——1月通胀数据分析
- 2023.2.10 中国可转债策略周报：模糊的股债性边界：认定、学习模型与Python实践
- 2023.2.10 简评：社融有喜有忧，仍需政策支持——1月金融数据点评
- 2023.2.11 专题研究：美元若反弹，中国债市能否走牛？——中金债券市场调查2023年2月期
- 2023.2.11 信用债收益率跟踪周报：信用债需求继续增强，中长端开始修复

## 行业

- 2023.2.6 化工：PPI同比或由负转正，建议超配化工
- 2023.2.6 传媒互联网：周报：领涨市场，优质内容带动持续修复
- 2023.2.6 日常消费：周思考：白酒消费氛围持续改善，消费场景复苏利好大众品板块
- 2023.2.6 纺织服装珠宝：每周聚焦：看好低估值龙头的修复机会
- 2023.2.6 农业：宠物行业观察：连锁医院方兴未艾，内生外延齐驱并进
- 2023.2.6 银行：信贷开门红规模或创记录
- 2023.2.6 化工：中金电动车研究：新政预期下，怎么看电车需求节奏
- 2023.2.6 机械：制造业PMI边际改善，关注新能源技术变革
- 2023.2.6 公用事业：风光公用环保周报：光伏上游价格显著反弹，风电零部件盈利率先修复
- 2023.2.6 汽车及零部件：周报：新能源交付受阻，城市NOA浪潮将至
- 2023.2.6 农业：动物保健月报：疫苗批签发数据同比提速，非瘟疫苗再度催化

- 2023.2.6 电力电气设备：电新周报：新能源车1Q23销量企稳，电网投资逐步向好
- 2023.2.6 机械：中金通用自动化周报：2月份迎春季躁动，建议增配自动化类方向
- 2023.2.6 传媒互联网：派对游戏：奏起游戏与社交的交响乐
- 2023.2.6 电力电气设备：电新2月观点：储能全球项目新增活跃；锂电关注终端产销回暖
- 2023.2.6 建筑与工程：周观点：节后复工有序推进，继续看好央企、装修、粤港澳、钢构龙头
- 2023.2.7 不动产与空间服务：周评#327：二手房领衔修复，板块待催化
- 2023.2.7 REITs：公募REITs月报（2023-01）：市场企稳反弹，交投有望进一步回暖
- 2023.2.7 造纸：热转印原纸涨价，年后特纸行情能否到来？
- 2023.2.7 汽车及零部件：公共领域车辆全面电动化试点开启；关注充换电基建投资机遇
- 2023.2.7 化工：基金4Q22重仓分析：PPI下行，化工板块继续小幅减仓
- 2023.2.8 农业：种植行业观察：大豆扩产受政策重视，关注种业长远变革
- 2023.2.8 有色金属：黄金绽放，正逢其时
- 2023.2.8 家电及相关：新显示应用景气，智能微投渗透率持续提升
- 2023.2.8 香港金融：浅谈HIBOR走势与香港银行息差
- 2023.2.8 传媒互联网：直播电商：平台三足鼎立，行业渐近成熟
- 2023.2.8 银行：区域行观察：关于中小银行风险的三个问题
- 2023.2.9 农业：畜牧行业观察：关注非瘟疫情动向及非瘟疫苗研发进程
- 2023.2.9 传媒互联网：全球观察-Disney：流媒体亏损环比收窄，将伴随战略重组推动成本节约
- 2023.2.9 传媒互联网：全球观察-Uber：运营数据创历史新高，降本增效有所成果
- 2023.2.9 建筑与工程：建筑央企2022全年订单加速增长，继续看好低估值下投资机会
- 2023.2.10 汽车及零部件：多因素影响1月产销承压；“以价换量”有望带动新能源需求超预期
- 2023.2.10 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年2月组合
- 2023.2.10 家电及相关：2022暖通市场，热泵、中央空调出口强
- 2023.2.10 金融：时代的分岔路：理财规模增长是否可持续？
- 2023.2.10 农业：宠物线上月报：1月销售暂时性回落，消费场景复苏初现
- 2023.2.10 农业：宠物行业观察：渠道整合，多业态同步发展
- 2023.2.11 传媒互联网：线上平台月报：线上时长自然回落，游戏赛道逆势突围
- 2023.2.11 科技：汽车电子周报（智能座舱篇）：歌尔入局AR-HUD；思特威新推DMS用图像传感器
- 2023.2.11 银行：信贷开门红创记录——1月社融数据解读



- 2023.2.11 医疗健康：GLP-1RA：降糖减肥“新星”，兼备安全性与商业性
- 2023.2.11 金融：市场波动下的分化-4Q22基金保有量点评
- 2023.2.11 航空航天科技：国企改革有望加速，重视板块中长期机会
- 2023.2.11 传媒互联网：数据月报：1月春节效应显现，优质内容表现突出



## 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