

研报精选

2025年4月6日 第215期

宏观专栏

从规模不经济到规模新经济

报告认为，中国经济在供给侧和需求侧的反差，宏观上可以总结为从规模不经济走向规模新经济。当前发挥规模经济效应面临内部金融周期调整和外部新地缘经济形势的双重挑战，应对的关键在于促进科技创新与产业创新融合发展，更加重视需求与人才。

特朗普“对等关税”冲击超预期

特朗普于4月2日宣布“对等关税”，幅度超出市场预期。报告认为，对等关税或将加大不确定性和市场担忧，并加剧美国经济“滞胀”风险，美联储在短期内或难以降息。

专题聚焦

资本开支的“退”与“进”

报告认为，资本开支的“退”体现在需求偏弱环境尚待进一步扭转，部分行业供需失衡仍待时间消化；“进”表现为景气投资重回视野，以科创为代表的景气行业估值正伴随资本开支同向扩张。

美债季报：第二个流动性拐点

报告估计，在今年5-6月债务上限有望解决，这之后三季度美债净融资金量或达到1.4万亿美元，进而迎来第二个流动性拐点，结束一月以来流动性改善的趋势，转为收紧。

宏观专栏

从规模不经济到规模新经济

当前，供给强劲、需求疲弱是中国经济面临的一个突出反差。在供给侧，绿色产业近年来快速发展并在全球处于领先地位，DeepSeek的突破令各界重新审视中国的AI能力和创新模式。近期资本市场的改善，尤其是港股、科技股表现优异，可以说反映了投资者对中国创新能力的重估。另一方面，需求疲弱仍然是宏观经济面临的突出问题，房地产下行和相关债务带来紧缩压力，就业、物价、企业盈利承压。如何理解这组反差，是分析经济发展潜力与路径，以及宏观政策走向的关键点。

一、经济为什么增长或者不增长？

理解中国经济在供给侧和需求侧的反差，一个关键的概念是规模经济。规模经济的思想可以追溯到现代经济学鼻祖亚当·斯密，他在《国富论》中使用“看不见的手”来比喻市场经济，每个企业和个人做自己擅长的事情，通过分工和贸易实现效率提升¹。分工提升单个环节的生产规模，不仅分摊生产的固定成本，也有利于提高各个环节的技能学习和生产效率，从而实现更高的经济效益。以汽车制造为例，单个企业固然可以包揽从发动机到车身和轮胎的全部制造过程，但如果将整个制造过程加以细分，例如有的企业专门生产发动机、有的企业专门制造轮胎或玻璃等，相同的投入可以实现更高的产出。

按照亚当·斯密和李嘉图等古典经济学家的理论，经济增长依靠人口增长与资本积累，背后的机制就是分工与贸易。一方面，分工需要人作为基础，单个人无法进行分工，人越多、分工的可能性和边界越大。另一方面，为了将人和机器设备匹配起来，资本积累和投入也重要。考虑到人口的变动受非经济因素影响，古典经济学强调经济增长主要源自储蓄和资本积累²。沿着这一逻辑，古典经济学认为整体经济产出中付给工人的工资不能太高、维持基本生存需要即可，主要经济产出应该用以实现更多的储蓄和投资。古典经济学对规模经济

¹ Smith, Adam. The wealth of nations, 1937.

² Ricardo, David. On the principles of political economy. London: J. Murray, 1821.

的理解存在明显的局限性，因为其忽视了技术进步，仅靠人口增长和资本积累的经济潜力是有限的。如果今天的技术水平还停留在蒸汽机时代，再多的投资生产、再多的蒸汽机也不能实现今天的生活水平。

新古典经济学突出了技术进步的重要性。索洛考察了美国在20世纪上半叶的经济增长数据，发现美国的经济增长并不能用资本积累来解释，大部分应归结为技术进步³。那么，技术进步和规模经济效应是什么关系？规模经济效应意味资本的边际收益递增或不变。如果没有技术进步，资本的边际收益很难不下降。在引入技术进步后，生产过程更加高效，资本的边际收益得以维持甚至递增，也就是说，技术进步带来更大的规模经济。但是，索洛模型将技术进步看成一个外生变量，对于技术进步是如何发生的并未过多解释。

20世纪80年代，罗默等人提出的内生增长模型弥补了新古典增长模型关于技术进步从何而来的短板⁴，认为技术进步是人类经济活动的结果，其中最重要的内生影响因素就是规模经济，体现在供给和需求两个方面：在供给侧，一国经济体量越大、可以投入研发的资源越充足，同时一国人口越多，人力资源越多、创新能力越强。在需求侧，一国市场规模越大，创新的利润空间越大，创新的动力越强。综合这两方面因素，规模经济不仅是一个静态的、给定技术条件下的概念，而是会通过促进技术进步的方式带来新一轮、更大范围的规模经济收益的动态过程。换句话说，技术进步与规模经济两者之间是相互促进的关系。

新古典增长模型和内生增长模型对技术进步的假设不同，有两个重要的宏观含义。第一，按照技术进步外生的假设，大国不比小国有优势，而按照内生增长模型，大国有规模经济的优势。第二，两者对先发者有优势还是后发者有优势有不同含义。新古典增长模型假设技术进步外生，资本的边际报酬递减，使得发展中国家具有后发优势。发展中国家的劳动力供给充裕，资本相对稀缺，资本边际收益高于发达国家，伴随国际贸易和投资，资本从高收入国家流向低

³ Solow, Robert M. "A contribution to the theory of economic growth." *Quarterly Journal of Economics* 70.1 (1956): 65-94.

⁴ Romer, Paul M. "Increasing returns and long-run growth." *Journal of Political Economy* 94.5 (1986): 1002-1037.

收入国家，学习和模仿带来技术的扩散，使得后者的经济增长快于前者，人均收入水平的差距趋于收敛。内生增长模型认为技术进步是经济活动的结果，率先实现创新并做大规模的经济体有更多的资源投入研发，形成创新的自我强化，也就是说先发者有优势⁵。

两派理论哪个对呢？没有绝对的对与错，两者在不同侧面对经济发展都有一定的解释力，历史上我们既能找到发展中国家成功追赶发达国家的例子，也能找到先进国家领先优势扩大的例子。中国目前处于一个独特的地位，既拥有发展差距隐含的追赶效应和后发优势，也拥有大国规模效应的优势。但总体来讲，一直以来经济学主流的分析框架更重视追赶效应与后发优势，而对规模经济的视角重视不够。

有规模并不必然产生规模经济效应，关键是以分工与贸易为载体的市场机制配置资源。但市场机制能不能总是实现资源的最优使用？有两个方面的挑战。第一是在结构层面，一些经济活动存在外部性。外部性发生在个人利益和社会利益不一致时，以分工和贸易为基础的市场机制就不能达到资源的有效配置，需要公共政策介入来纠正外部性。例如，科技创新具有很强的正外部性，社会收益远大于个体收益，影响个体从事科技创新的动机。这就要求政府在研发投入和制度设计上予以支持，比如财政投入支持基础研究，优化金融制度与机制以促进创新。

第二是在总量层面的需求不足。新古典经济学认为供给创造需求，但市场经济的历史告诉我们，光有供给侧的优化并不够，需求不足在某些情况下是更大问题。从早期的资本主义生产过剩危机，到1930年代大萧条和次贷危机带来的大衰退是典型的例子。需求不足意味部分产能闲置，也就是没有充分实现规模经济，尤其是长期失业、年轻人失业损害人力资本积累，不利于创新发展。从学理上讲，需求不足的源头有两个，收入分配和货币经济。首先，马克思主义政治经济学认为，随着财富越来越集中在少数人手中，相当一部分人群的收入不

⁵ Romer, Paul M. Why, indeed, in America? Theory, history, and the origins of modern economic growth, 1996.

足，导致消费不足和生产过剩⁶。凯恩斯1936年的《就业、利息和货币通论》中审视大萧条中的需求不足，认为在收入分配的解释之外，还需要重视货币经济的视角⁷。人们在信心不足时会增加对货币等安全资产的需求，导致对风险资产与实体投资需求下降，过剩储蓄无法有效转化为投资，带来总需求不足。

针对需求不足的两方面原因，对应的政策含义有所区别。对于收入分配，政策应对是促进共同富裕，注重结构性改革来缩小收入差距。对于货币经济，宏观政策要在信心不足时进行逆周期调节，增加货币供给来满足货币需求，以避免实际利率（风险资产溢价）上升太多。以上规模经济的分析框架有助于我们思考中国经济面临的发展机遇与挑战。

二、规模新经济（一）：绿色产业

从规模经济来看，制造业是最直观的例子，这方面的新发展体现在绿色产业，通过低成本的产业化形成了庞大的产业体量。光伏、电池等并不是新技术，已经存在了几十年甚至更长的时间。但是，只有中国在近年来把这些技术转化为大规模生产，并在此过程中实现产业创新。中国的绿色产业在全球领先，体现为2023年中国光伏组件产能占全球的80%左右，新能源乘用车产量在全球的市场份额接近60%。

中国绿色产业之所以能取得如此成就，源于规模经济和政策纠正外部性两个根本性原因。首先，绿色转型在经济层面的含义是从规模不经济转向规模经济。化石能源作为初始的资源禀赋，具有类似土地的排他性，不能共享、勘探成本高，呈现典型的规模不经济特征。相比之下，绿色产业属于制造业，具有规模经济效应，即产量越高、单位成本越低。凭借大市场和大制造业体系带来的规模经济效应，中国绿色产业得以实现成本快速下降，走向可持续发展。

其次，绿色转型意味着在能源领域经济活动的组织从垄断转向竞争。采矿业与土地相关，天然带有垄断属性，在国际贸易层面体现为通过卡特尔组织形式影响价格。相比之下，制造业，比如汽车、光伏组件和风电设备等可竞争性

⁶ Marx, Karl. Capital volume 1., 2018.

⁷ Keynes, J. M. The General Theory of Employment, Interest, and Money. London: MacMillan, 1936.

强，竞争促进效率提升。

虽然以上的经济逻辑比较直观，但从零到规模化生产不一定自动发生，当外部性导致个体利益与社会利益不一致时，市场机制不一定能实现对社会来讲理想的结果。就绿色转型来讲，有两类不同的外部性，所要求的政策应对也不同。首先，化石能源具有负外部性，使用能源的收益是个体的，但排放二氧化碳带来的损害由整个社会甚至全球承担。相应的，这使得个体缺乏足够动力来降低化石能源的使用，需要公共政策的干预，比如碳市场、碳税等碳定价制度设计，以增加化石能源的使用成本。其次，绿色能源具有正外部性，绿色产业创新的成本和风险由个体承担，而由此降低碳排放的收益由全社会享受。个体在绿色技术与产业创新方面的投入之和往往低于社会理想水平，同样需要政府干预，例如为创新提供补贴，以促进绿色能源的供给，降低其使用成本。

回顾过去20年各国的绿色转型政策，中国重视在绿色能源的供给侧发力，欧洲更重视化石能源的需求侧。具体而言，中国侧重弥补绿色产业的正外部性，包括通过财政补贴和产业政策以促进绿色相关的投资和技术进步。欧盟侧重纠正化石能源的负外部性，通过碳税、碳交易市场来增加化石能源的成本。从结果看，中国和欧盟的政策路径已带来明显的差异。尽管中国的碳价格大幅低于欧盟，但这并不意味着中国的绿色转型进程慢于欧洲。过去10年，中国的新能源装机量持续上升，2013年中国的新能源装机量大概只有欧盟的60%，而在2021年这一数值已经是欧盟的2倍左右。

三、规模新经济（二）：人工智能

规模经济在当下的另一个突出体现是数字经济，尤其是人工智能的发展。近期发布的DeepSeek R1大模型在性能和成本等指标方面令科技巨头刮目相看。DeepSeek的出现有几个没想到，不是大型科技企业和科研院所而是初创企业，不是实体科技公司而是一家金融领域的投资公司，不是来自处于领先地位的美国而是在大模型领域相对落后的中国。这几个“没想到”都和规模的概念有关联，关键是要理解AI领域中规模定律(Scaling Laws)和规模效应(Scale Effect)这两个机制的相互作用。

规模定律是一个技术可行性的概念，在模型训练阶段，增加模型参数量、训练数据量、以及计算资源投入（算力），AI性能会提升，但在给定算法框架和特定任务下，边际性能提升幅度会递减。把这个技术层面的规模定律延伸到经济层面就是规模报酬递减，即同等规模的研发投入（比如算力）带来的模型性能改善的速度放慢。那么如果目标是模型性能的不断提升，则要求投入的成本越来越高，由此导致所谓的门槛要求，只有大机构才有能力研发AI大模型。DeepSeek的破解在于以算法优化（技术进步）提升算力的边际产出，一定程度上替代了算力投入。

那么我们怎么理解DeepSeek的突破？规模定律隐含后发者有优势，这是因为落后者要素投入的边际产出高于领先者，市场机制激励要素投入从领先者流向落后者，有利于两者差距的缩小，这符合前面提到的新古典增长模型的逻辑，即规模报酬递减带来发展中国家和发达国家之间的差距收敛。所以美国试图通过限制算力出口减缓中国的追赶，也就是通过行政手段限制市场机制的作用。

但美国对中国算力的出口限制加剧了双方各自的比较优势，美国偏重利用算力，中国偏重算法优化。这是因为规模优势并非是单一维度的，美国算力资源比中国多，但中国人才基数比美国多、应用场景比美国大，两国在规模上各有优势。2022年ChatGPT问世时，全球优秀AI人才主要工作地虽在美国，但培养人才最多的却是中国。即使美国在算力与人才两个方面对中国都有优势，也就是美国对中国有绝对优势；相对来讲，中国在人才方面的约束比算力要小。从分工的比较优势来讲，中国适合更聚焦在算法等技术进步上，美国适合更聚焦在发挥算力优势上。这也就不难理解，为什么依靠大算力集群的Grok 3出现在美国，而注重算法效率的DeepSeek出现在中国。

跟其他国家相比，中美在AI领域都具备显著的规模优势，但中国的比较优势在于其庞大的人才储备和广阔的应用市场，因此在算法研发上更具潜力。美国限制中国算力的举措，或许是出于对中国后发优势的忌惮，但这恰恰可能会促使中国在算法领域投入更多资源。算法优化这样的技术创新更能得益于大国规模经济效应，更可能带来先发者优势，符合隐含规模报酬递增的内生增长模

型的逻辑。技术进步从个体来讲似乎有偶然因素，但从宏观来讲是规模经济效应的力量，尤其是外部规模经济，即上下游协同、共享基础设施和人才池的创新生态，中国在数字基础设施和人才规模优势方面尤其突出。AI领域的竞争，绝不仅仅是企业与企业之间的“单点竞争”，更是一场国家与国家之间的“体系化竞争”，规模经济效应意味着大模型未来的发展或仍将由大国主导。对中国来讲，关键是如何发挥好大型经济体与人口大国相结合的规模优势。

在宏观经济层面，DeepSeek突破的含义是从供给到需求。过去，中国的科技创新与产业创新侧重供给端，比如政府增加科研投入、支持科研院所和高校创新等，产业政策促进相关领域投资，形成新的供给。但在当前阶段，以大模型为标志的AI技术发展已经跨越S型曲线第一拐点，需求侧的应用更为关键，本次DeepSeek突破的背后也是应用导向的需求驱动。对应的启示是，我们不仅要重视供给侧，也要重视需求侧，而这也与当前中国面临的地缘经济新挑战高度相关。

四、地缘经济新挑战

过去几十年，全球创新和技术进步可概括为“G2模式”。在这一模式下，美国主要从事科技创新，中国主要从事产业创新，中国的规模经济快速降低前沿科技创新到商业应用环节的转换成本。这一模式对中美两国均有积极作用，以苹果和特斯拉为例，可以借助中国市场完备的制造业体系实现低成本的产业化与商业化，由此产生的利润可以支持更多的前沿科技创新。中国则在制造过程中通过干中学实现了技术追赶。从结果来看，中美两国合作的“G2模式”使得各国均受益，给全世界带来了高效率的创新与低成本的商业化。

地缘经济竞争令“G2模式”遭到挑战。中国面临供给侧的“卡脖子”风险和需求侧的“去中心化”风险，中国在加强科技创新能力，美国在加强产业创新能力。创新角色的转变对两国意味着不同的宏观含义：对美国，需要更重视供给和资产，比如推动制造业回流。对中国，需要更重视需求和人才。

在此背景下，规模经济对思考全球产业链创新具有重要含义。国际贸易分工与全球产业链包含三个决定因素，资源禀赋、交易成本和规模经济。首先，

传统上认为，发达国家和发展中国家之间的贸易依托于资源禀赋带来的比较优势，发展中国家劳动力价格低廉，而发达国家资本价格相对较低，因此前者生产劳动密集型产品，后者生产资本密集型产品，进而双方产生贸易。其次是交易成本，比如关税、非关税等保护主义措施。第三，一个没有被充分重视的因素是规模经济效应。例如，美国、欧洲、日本的发展水平接近、劳动力成本接近，但这些经济体之间存在大量的贸易，这是分工实现规模经济效应在国际贸易中的体现⁸。

中国的规模经济提升了全球的供给能力，为全球经济发展做出重要贡献，但作为全球最大的制造业中心，中国在未来相当长的时间将面临地缘竞争对需求的抑制。从特朗普第一任期到拜登政府，已经经过了两轮去中心化。特朗普第一任期的去中心化主要通过关税，拜登政府的第二轮去中心化通过产业政策，手段不同但共同的目的是扶持自己的产业发展。相比拜登政府和特朗普第一任期，特朗普第二任期的关税政策可能更加极端和不确定。从经济学逻辑来讲，关税对中国是需求冲击，对美国则是供给冲击。就绿色产业而言，中国已经面临保护主义压力，加上美国新一届政府在气候政策上后退，尤其回归化石能源的政策导向，将降低第一大经济体对绿色产业的需求，并可能产生示范效应，这些都不利于中国绿色产业规模经济效应的发挥。

五、从规模不经济到规模新经济

结合规模经济的新发展与地缘经济新挑战，如何理解未来的发展？宏观上可以总结为从规模不经济到规模新经济，这种转变也符合人类经济发展的历史经验。观察人类社会发展水平的上升轨迹，农业时代经济之所以增长缓慢、生活水平提升有限，原因在于土地这种生产要素是最规模不经济的。一般而言，具有规模经济的行业，需求增加会推动技术进步、带来单位成本下降和供给量上升，这是制造业、数字经济等能改善人类生活水平的关键。但对于规模不经济的土地和房地产，需求增加不会令土地供给增加，只会导致土地价格上涨，

⁸ Krugman, Paul R. "Increasing returns, monopolistic competition, and international trade." *Journal of International Economics* 9.4 (1979): 469-479.

对其他行业造成挤压。

从规模不经济到规模新经济，首先需要坚持市场经济的分工和贸易，其次需要加强市场失灵环节的政府投入，优化制度设计。关键是促进科技创新与产业创新融合发展，要摆脱过去“重供给与资产”路径依赖，转向“重需求与人才”，重视知识产权保护与建立个人破产保护制度有助于人才激励。其中建立个人破产制度值得关注。美国次贷危机中，大量债务人违约，但完善的个人破产制度为债务人提供了重新开始的机会，在宏观上也推动了房地产和经济的快速出清。党的二十大以来，中国已经开始探索建立个人破产制度⁹，深圳也于近年来率先发布了国内首个个人破产条例¹⁰。个人破产制度的完善，将带来两方面积极作用。在需求侧，个人破产制度与企业破产制度类似，能够在个体遭遇不利经济冲击时提供恢复机会，有助于遏制经济运行的顺周期性，提振居民消费信心。在供给侧，个人破产制度有助于保护创业者，通过限定创业者的风险承担范围和责任边界，增强其创新和竞争活力。

从重供给到重需求有三个层面。第一，在财政层面，从过去重视政府对研发投入与科研项目的资金支持，到也要重视政府采购，包括央国企的采购。第二，在金融层面，从重视信贷到重视资本市场，前者的融资可以由供给（银行）端推动，后者主要看投资者的需求。

特别地，与电力、内燃机等不同，以数字技术、人工智能为代表的信息技术革命，天然地与金融有紧密联系，因为金融尤其资本市场的关键是解决信息不对称问题，由此金融领域的一些创新本就是数字等信息科技创新的一部分。公共政策在重视金融支持科技创新的同时，也需更加包容金融活动的“动物精神”。

第三，在宏观经济层面，从供给到需求意味从重视投资到重视消费需求，后者才是最终需求。当前的突出问题就是消费需求不足。目前中国处在金融周期下行阶段，房地产和信贷下行相互叠加带来需求紧缩压力。从供给的角度来

⁹ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

¹⁰ https://sf.sz.gov.cn/tztl/yhshj/yhshjzcwj/content/post_9483606.html

看，房地产价格与租金下跌降低了其他行业的成本。持续的供大于求的宏观态势，不利于发挥中国的大国经济规模优势，由此促进消费需求不仅有利于稳定当下的经济增长，也有助于长远的创新发展。

六、宏观政策：关键是面向家庭部门的财政扩张

针对消费需求不足的两个根本原因，收入分配和货币经济，宏观政策框架和机制亟需转型，主要体现在两个方面：一是推进面向家庭部门的财政扩张，尤其是加强社会保障制度的普惠性，既促进当前的消费需求，也增强未来宏观政策的自动稳定器作用。二是推动货币投放方式的转变，减少对信贷投放货币的依赖，增加财政投放货币的比重。

财政对改善收入分配的作用存在较大提升空间，一个体现是财政税收和支出没有起到明显降低基尼系数的作用。税收再分配度低的主要原因并非税收规模小，而是与再分配相关的直接税（如所得税和财产税）占比低，与消费相关的增值税等流转税占比高，导致整体税收的累进性弱。同时，财政支出结构中，投资建设支出的比例较高，而民生保障支出的比例较低。此外，当前社会保障体系具有现收现付属性，使得社会保障待遇的均等化程度有待完善，城乡差距较大。社会保障不足既降低居民的可支配收入，也增强其预防性储蓄动机，从而不利于消费需求。

针对以上问题，宏观政策举措的一个重要抓手是通过面向家庭的财政扩张，完善社会保障体系，特别是关注对重点群体的转移支付，促进教育与医疗等公共服务均等化。不同于暂时性的收入提振，完善社会保障体系可以提高居民的永久性收入，既增加居民的购买力，也提升其消费倾向。在收入端，降低社保缴费（本质上是具有累退属性的税收）、降低增值税等流转税有利于提升中低收入群体的可支配收入。

今年的政府工作报告首次提出“推动更多资金资源‘投资于人’，服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民

生改善的良性循环”¹¹。其中，尤其值得关注的是，育儿补贴和普惠幼育有助于提高生育率，短期来看提振需求，因为婴儿是典型的消费者，长期来看改善供给，因为未来的劳动力供给增加。提升对中学与大学教育的支持力度（比如扩招）也有短期促需求长期促供给的作用。总之，投资于人提升未来的供给能力（人口和人力资本），增加当下的消费需求，后者不仅有助于稳定当前的增长，也有利于规模经济促进创新的作用。

在货币经济方面，当人们对未来缺乏信心时，货币需求增加，货币供给不足。如何促进货币供给？这涉及到货币供给的两大根本来源，信贷和财政。信贷具有顺周期性，当需求较弱时，信贷需求也会偏弱。比如近期公布的1月份金融数据¹²，虽然企业中长期贷款比较亮眼，但M2增速仍处在低位，反映信贷需求仍然疲弱。

作为对比，财政则天然具有逆周期性，投放货币的效率更高。原因在于，信贷增加家庭和企业部门的债务，而财政扩张增加非政府部门的净资产。家庭或企业从银行获得一笔贷款，表面上看当前的现金流变多，可以增加消费和投资，但未来需要偿还的债务也增加了，意味着未来的现金流变少，所以信贷促进需求的动能和持续性没那么强。而财政减税、转移支付等是免费提供给家庭和企业部门的，增加家庭和企业部门的净资产。一般来讲，人们可能拒绝银行贷款，但不会拒绝减税或者转移支付带来的现金流增加。因此，财政对消费和投资，尤其是对消费的促进效率高。财政投放货币可以与完善社保体系、推动共同富裕相互支持，共同促进经济增长和创新发展。

总而言之，展望未来的经济发展，在传统认知的追赶效应和后发优势之外，我们需要重视中国的大国规模优势。与其他大国比较，中国具备独特的人口和资本两个层面的规模经济。与美国相比，中国虽然资本体量存在差距，但在人口数量上有优势。与印度相比，虽然印度人口略多于中国，但中国有资本的优势，经济规模约是印度的五倍，按照购买力平价计算则是印度的两倍以上¹³。

¹¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content_7013163.htm

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5588683/index.html>

¹³ <http://finance.people.com.cn/n1/2024/0531/c1004-40247835.html>

发挥好中国的规模经济优势、促进创新发展，体制机制的政策导向需要从“重供给重资产”转向“重需求重人才”。当前来讲宏观层面促进需求是一个关键着力点。人类社会发展的历史表明，随着科技水平和生产效率的提升、制度建设和公共政策的完善，社会保障体系必然是改进的。完善的社会保障体系既促进当前消费需求，也有利于规模经济效应发挥，从而促进长远的创新发展。



以上观点来自：2025年4月1日中金研究院已发布的《从规模不经济到规模新经济》
彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

特朗普“对等关税”冲击超预期

特朗普于4月2日宣布“对等关税”，幅度超出市场预期。对等关税采用了“地毯式”关税与“一国一税率”相结合的方式，涵盖超过60个主要经济体。我们的计算显示，如果这些关税完全落地，美国的有效关税率或从2024年的2.4%大幅上升22.7个百分点，至25.1%，这将超过1930年《斯穆特-霍利关税法案》实施后的关税水平。我们认为，对等关税或将加大不确定性和市场担忧，并加剧美国经济“滞胀”风险。我们的测算显示，关税或推高美国PCE通胀1.9个百分点，降低实际GDP增速1.3个百分点，尽管也可能带来超过7000亿美元的财政收入。面对“滞胀”风险，美联储只能选择等待观望，短期内或难以降息。这将进一步加大经济下行风险，增加市场向下调整压力。

一、对等关税的具体内容

美国时间4月2日下午4点特朗普宣布对等关税相关政策并签署总统行政令¹⁴。对等关税（reciprocal tariffs）框架下采用了全面“地毯式”关税与“一国一税率（case-by-case）”的国别式关税叠加，按照白宫的表述：

► 美国将对所有进口商品加征基础10%的全面关税。这与其此前总统竞选过程中所承诺的10%地毯式关税一致。此前钢铝、汽车等已落地25%关税税率的行业不受此政令的影响。另外铜、药品、半导体、木材、部分关键金属与能源产品也被排除在对等关税框架外，这些行业是特朗普此前提到计划加征更高行业关税的品类，但具体落地时间与税率仍未公布¹⁵。

► 部分国家与地区将面临更高税率。目前总统行政令仍未在白宫官网发布具体附录细则税率内容，但从特朗普的表述来看，对等税率更高的经济体包括欧盟（20%）、日本（24%）、韩国（25%）、中国大陆及港澳（34%）、中国台湾（32%）、印度（26%）、泰国（36%）等¹⁶。另外，白宫另一份公布的Fact Sheet

¹⁴ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

¹⁵ <https://www.usatoday.com/story/news/politics/2025/01/27/trump-tariffs-steel-semiconductors-pharmaceuticals/77981468007/>

¹⁶ <https://www.cnbc.com/2025/04/02/trump-tariffs-live-updates.html>

中称特朗普已签署行政令，5月2日起停止800美元以下小包裹关税豁免政策，对其征收30%的关税或者25美元每件的关税（6月1日后将上升至50美元每件）¹⁷。

整体来看，这些被征收更高关税的国家和地区范围基本符合美国财政部长贝森特此前所说的，特朗普政府正将对等关税的重点放在对美国持续存在贸易不平衡的经济体¹⁸，也与我们此前在《[特朗普“对等关税”前瞻](#)》中的判断相仿，即顺差和税率都更高的国家和地区，更可能成为被对等关税所针对的对象。但实际落地税率甚至高出我们此前极端情形下的假设。

► **墨西哥和加拿大继续此前USMCA框架下的豁免，并未受到额外对等关税冲击。**总统行政令中称，此前针对于非法移民和芬太尼实施的关税继续生效，但豁免得到延长，即所有符合USMCA协议的条件下的加拿大或墨西哥商品继续享有进入美国市场的优惠待遇，然而不符合USMCA要求的加拿大或墨西哥商品目前须承担25%的额外从价关税（加拿大能源10%）。

► **落地时间来看**，根据总统行政令，所有进入美国海关领土的商品自2025年4月5日起将承担额外的10%从价关税，对额外面临更高对等关税的贸易伙伴的商品，将从4月9日起落实新的关税税率。

我们的计算显示，如果上述关税完全落地，美国的有效关税税率从2024年的2.4%大幅上升了22.7个百分点，至25.1%。这一水平超出了我们在展望报告《[特朗普“对等关税”前瞻](#)》中的极端情形，也将超过1930年《斯穆特-霍利关税法案》实施后美国的关税水平。

二、对等关税加剧不确定性

我们认为，对等关税不仅没有缓解不确定性，反而会进一步加剧担忧。首先，对等关税范围广，幅度大，对美国乃至全球经济都将产生重大影响。关税实施后，各国将作何反应？会选择报复，还是忍耐？如果采取报复措施，可能

¹⁷ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/04/fact-sheet-president-donald-j-trump-closes-de-minimis-exemptions-to-combat-chinas-role-in-americas-synthetic-opioid-crisis/>

¹⁸ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-18/bessent-sees-reciprocal-duty-focus-on-dirty-15-trade-partners>

导致关税战进一步升级，对全球经济产生更多下行压力，这一风险值得关注。

其次，**对等关税之后，是否还会有更多关税？**特朗普此前表示，计划对半导体、医疗产品、木材、铜等商品加征关税，那么这些措施何时落地？此外，对等关税也没有包含墨西哥和加拿大，目前对从这两个国家进口的符合《美加墨贸易协定》(USMCA)的商品实行关税豁免，后续政策如何变化，也存在不确定性。

第三，对等关税将持续多久？未来是否可以通过谈判降低？如果谈判，什么时候可以开始？长期来看，特朗普希望通过加征关税来促进制造业回流，并想以关税的收入来弥补减税带来的财政赤字。如果特朗普坚持要实现这些目标，那么是否意味着关税将不是暂时的，而是具有一定持续性？这些问题也都没有答案。

三、对美国经济的影响

如果上述关税持续下去，美国经济将面临更加严峻的“滞胀”风险。首先，**经济增长下行将难以避免**。从微观上讲，加征关税后，企业面临提高价格和不提高价格两种选择。若选择提价，消费者将承担更高的成本，需求将放缓，加大经济下行压力。若选择不提价，企业自身利润将受到挤压，对就业的需求将减弱，最终同样导致经济放缓。

从宏观上讲，**关税本质上是政府增加税收，企业与消费者承担成本，其效果等同于财政紧缩**。特朗普加征关税将导致货币从私人部门回笼政府部门，私人部门净资产减少，投资和消费支出将受到抑制。而在私人部门之间，到底是谁承担关税成本，则取决于其他国家和地区的生产者与美国消费者之间的议价能力，以及这些国家和地区汇率相对于美元汇率的变动。当然，这些关税收入未来可能以减税的方式返回给美国企业和消费者，但至少短期来看，其对总需求将产生负面影响。

其次，**关税会推高物价水平，增加通胀在短期内的上行压力**。尽管需求疲软最终会压制通胀，但在这之前，消费者或将先经历一波价格上涨。根据密歇根大学的调查，美国消费者对未来一年的通胀预期于3月份大幅攀升至5%，为

2022年以来最高，对未来5-10年的通胀预期上升至4.1%，为1993年以来最高。对等关税落地将加剧短期内的物价上涨压力，从而增加通胀预期自我实现的风险。

我们的计算显示，在之前的关税基础上，再叠加对等关税，或将推高美国PCE通胀1.9个百分点，增加美国财政收入7374亿美元，降低美国实际GDP增速1.3个百分点。我们上面的测算没有考虑汇率变化。如果美元升值，对美国的影响将减弱。反之，负面影响将加剧。此外，我们假设美国消费者和海外生产者平分关税损失，即一半的成本增加转嫁给美国消费者，另外一半由贸易伙伴承担，并假设美国一年内的税收乘数¹⁹约为1。如果美国消费者议价能力弱，其经济面临的负面影响还将更大。

四、对货币政策的含义

面对“滞胀”风险，美联储只能选择等待观望，短期内或难以降息。根据我们上面的计算，对等关税可能带来较大通胀风险，再加上目前消费者通胀预期已经在抬升，这将迫使美联储不得不将政策重点重新放到“防通胀”方面。我们认为，在对等关税落地后，美联储至少需要两个月的时间来评估其对通胀的实际影响。因此，除非美国经济状况极为疲弱，否则美联储很难在上半年做出降息决定。美联储难以降息意味着“美联储看跌期权”缺失，这将进一步加大美国经济下行风险，增加市场向下调整压力。

以上观点来自：2025年4月3日中金公司研究部已发布的《特朗普“对等关税”冲击超预期》

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 SFC CE Ref: BVG234

林雨昕 联系人 SAC 执证编号：S0080124070052

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

¹⁹ 参考Blanchard O, Perotti R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output[J]. the Quarterly Journal of economics, 2002, 117(4): 1329-1368. Romer C D, Romer D H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks[J]. American economic review, 2010, 100(3): 763-801.

专题聚焦

资本开支的“退”与“进”

并非“进退两难”，而是“退”“进”之间均有投资机会

资本开支的“退”与“进”，关注总量及产业趋势边际变化带来的投资逻辑调整。过去3年受内外部环境影响，高景气领域相对稀缺。2023年7月我们发布了《[从供给侧出清视角看行业投资机会](#)》，较早提出在总需求不足环境下，企业自发缩减资本开支可能是相对理性的选择，也是未来更好走出周期底部的关键，供给出清可能为A股市场中期的重要配置思路，从市场表现来看，近年来以“供给出清”寻找的行业机会明显跑赢市场。去年9月以来伴随稳增长政策加码，年初以来国内总量及产业基本面显现更多边际改善迹象，经济复苏及政策预期持续加强，同时结构层面DeepSeek技术突破扭转科技叙事，AI、人形机器人等领域关注提升，投资者风险偏好相较去年三季度明显改善，景气投资重回视野，景气度向上且伴随资本开支扩张的领域关注度明显提升。但与此同时，部分行业供需失衡问题也仍在消化过程中，产业层面上需求不足的环境尚待扭转，供给出清主线仍值得继续关注。

资本开支的“退”：部分行业供需失衡问题仍在消化过程中，继续关注“供给出清”投资演绎

当前部分领域去产能已走到关键一步，有助于改善预期和估值修复。在部分产业有效需求不足的情况下，我们认为企业缩减资本开支一定程度上有助于调整供需失衡，有望带动企业更快走出周期底部，供给侧率先出清的企业有望缓解利润率压力，在后续需求改善阶段拥有更大的基本面弹性。过去三年间我国部分产业需求侧修复偏弱，上市公司逐步去产能，目前已取得明显进展。3Q24，A股上市公司非金融企业资本开支同比下降7.9%，固定资产和在建工程增速也从高位继续回落，结合近期正在披露的2024年年报，这个趋势仍在延续，意味着去产能已经走到关键一步。上市公司筹资现金流往往是资本开支的领先指标，2023年以来非金融企业筹资现金流净流出走阔，3Q24筹资现金流净流出占营业收入比重由-1.7%扩大至-2.2%，反映企业融资需求下降，我们认为企业未来两个季度或仍将压降资本开支。从大类行业维度，较多领域的资本开支及产能扩张速度均出现一定下滑。

需求偏弱环境尚待进一步扭转，部分行业供需失衡仍待时间消化，供给出清主线未来仍值得关注。结合3月政府工作报告，当前有效需求不足仍然是我国增长面临的难点，从供给出清视角寻找行业投资机会仍具备逻辑支撑。目前仍有部分行业面临一定供需失衡的问题，个别制造领域过去供给扩张较快，导致出现阶段性的供过于求，2023年以来多数行业供需两侧同步改善，但光伏设备、能源金属等行业供需再平衡的进展相对缓慢；部分能源原材料（化工产业链、玻璃玻纤、钢铁等）及传统制造行业（如家居用品等）仍在消化此前的产能扩张，与地产链联系较为紧密的行业需求侧改善程度有限。未来伴随上述领域供需再平衡逐步取得进展，我们认为有望带来估值修复及盈利改善，在投资端往往有较好的超额回报。

从供给出清的视角出发，我们利用资本开支增速及产能增速等供给侧指标刻画产能周期位置，并结合需求侧指标自下而上筛选细分行业，当前供给侧出清较为充分的行业包括工业金属、油服工程、消费电子、元件、光学光电、汽车零部件、锂电池、商用车、白色家电、轨交设备、通讯设备、通信服务和铁路公路等，且对应行业需求侧已实现改善带来盈利增长，有望实现较好的相对表现。

资本开支的“进”：景气投资重回视野，景气行业估值正伴随资本开支同向扩张

当前宏观及部分产业显现边际改善，景气投资逐渐回归，景气上行且资本开支明显扩张领域关注度抬升。年初以来我国经济基本面在政策加码下实现平稳开局，部分指标呈现边际改善迹象，两会以来宏观政策积极信号频出，通胀和企业盈利企稳的预期有所好转。另一方面，科技叙事和地缘叙事均发生相对有利变化，投资者风险偏好得到提振，景气投资正重回视野。由于资本开支指标的滞后性，资本开支出现扩张往往意味着企业看好未来盈利格局并拓展能力边界，景气上行且伴随资本开支扩张的领域在资产价格上有正向反馈。

科创行业开启新一轮扩张周期，资本开支增长加速，收缩性投资趋势有望逐步扭转。近年来受益于政策支持及技术层面持续突破，我国科创领域景气度上行，企业投资及扩张意愿有所扩张。2024全年/今年1-2月，我国高技术产业固定资产投资分别累计增长8.0%/9.7%（vs.固定资产投资总额3.2%/4.1%）；目

前已披露2024年年报的上市公司中,2024年资本开支投入翻倍的企业中TMT板块占比超30%(所选样本为总市值大于50亿元,近两年平均ROE大于5%)。年初以来人形机器人概念迅速升温,DeepSeek技术突破打破海外AI技术垄断,科创行业再度成为结构性亮点,景气度进一步上行,2月召开的民营企业座谈会加大科技创新领域政策支持力度,企业家信心持续回升,2月以来我国较多AI、机器人相关行业龙头企业资本开支增速预期出现明显上调,新一轮扩张周期逐步开启。参考海外经验,近年来美国科技七巨头资本开支持续扩张,支撑市场表现走强的同时,对其他行业以及总量层面的投资增速回升也具有积极意义。我们认为当前我国科创领域资本开支扩张一方面有助于提高未来收入预期,实现估值提升,走出趋势性行情,另一方面有望对我国其他领域投资带来外溢效应,扭转此前收缩性投资的趋势。近期较为突出的行业资本开支扩张进展包括:

1) AI: 近年来以国内互联网大厂为代表的头部科技企业对于AI大模型的扩张意愿有所增加,DeepSeek技术突破进一步扭转全球对我国AI竞争力的认知并掀起头部企业投资浪潮。年初互联网大厂纷纷表示加大对AI投入,腾讯表示2025年计划进一步增加资本支出,预计占收入的低两位数百分比,有望带动AI算力产业链需求增长,推动市场对我国科技资产重新定价。

2) 人形机器人: 经历过去几年的技术积累和迭代,人形机器人产品逐步成熟,同时以DeepSeek为首的AI大模型在训练效率上取得了明显突破,加速人形机器人智能化进程,今年有望迎来人形机器人商业化量产元年。据GGII统计,2025年1-2月国内具身智能机器人融资规模已接近2024年全年总额,国内上市公司通过研发投入、产业链整合等多渠道加速布局,产业链有望迎来密集资本开支浪潮。

以上观点来自:2025年3月30日中金公司研究部已发布的《资本开支的“退”与“进”》

李求索 分析员 SAC 执证编号: S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号: S0080123070090

黄凯松 分析员 SAC 执证编号: S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

李瑾 分析员 SAC 执证编号: S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

魏冬 分析员 SAC 执证编号: S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

朱嘉懿 分析员 SAC 执证编号: S0080525030003

张歆瑜 联系人 SAC 执证编号: S0080124070034

专题聚焦

美债季报：第二个流动性拐点

今年一月中旬以来债务上限限制美债供给，美元流动性迎来第一个拐点，准备金规模抬升，10年期利率从4.8%回落至4.2%附近，基本验证了我们在《[美国债务上限的解决路径与资产含义](#)》的判断。叠加特朗普政策的不确定性对经济带来的冲击，加速了利率下行。短期内，关税问题带来的避险情绪在短期内仍可能刺激利率继续下行，但往前看，美国经济整体韧性仍在，高频数据显示购房需求整体平稳，新增职位触底反弹，失业情况也并未出现明显抬升。我们预计，在4.2“对等关税”落地后，政策的不确定性有望减弱，叠加我们估计减税政策可能于年中前推出，以及去监管政策的推进，对于经济的悲观情绪或在二季度触底。

我们估计，在5-6月债务上限有望解决，这之后三季度美债净融资量或达到1.4万亿美元，进而迎来第二个流动性拐点，结束一月以来流动性改善的趋势，转为收紧。实际上，流动性收紧的风险已促使美联储提前大幅减缓缩表。

美债需求整体仍偏弱，供需失衡和通胀的韧性将支撑利率走高，我们预计10年期美债利率可能在债务上限问题解决后升至4.8%。为了压低利率曲线，特朗普政府可能首先通过金融去监管的方式进行干预，例如财政部长贝森特认为取消SLR，刺激银行持债需求，可将利率压低30-70个基点²⁰。此外，如果流动性问题进一步发酵，美联储也可能重启QE以压低利率、平抑波动（详见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》）。

以上观点来自：2025年3月31日中金公司研究部已发布的《美债季报：第二个流动性拐点》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

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

²⁰ <https://www.youtube.com/watch?v=ISma9suyp24>

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.3.31 中国图说中国宏观周报：有色与黑色继续分化
- 2025.3.31 中国宏观热点速评：开工推升PMI，但生产预期继续回落——3月PMI点评
- 2025.3.31 宏观探市：美债季报：第二个流动性拐点
- 2025.4.3 海外宏观简评：特朗普“对等关税”冲击超预期

策略及大宗商品

- 2025.3.31 海外策略：美国“例外论”与“东升西落”的内核
- 2025.4.3 主题策略：如何判别成长行情走势？
- 2025.4.3 海外策略：大超预期的“对等关税”
- 2025.4.5 A股和港股行业首选：2025年4月

固定收益

- 2025.3.31 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.3.31 信用债收益率跟踪周报：基金大幅增持，信用利差继续压缩
- 2025.3.31 简评：鼎龙股份转债投资价值分析
- 2025.4.2 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.4.3 简评：担保品范围扩大，评级要求提升——《中国证券登记结算有限责任公司债券通用质押式回购担保品资格及折算率管理业务指引》点评
- 2025.4.3 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.4.3 专题研究：2025年二季度境外债市场展望：美债曲线走平、把握高息资产
- 2025.4.3 资产证券化分析周报：NPL和持有型不动产加速上新
- 2025.4.3 简评：关税影响下，货币政策或将进一步放松，债牛回归——美国征收“对等关税”事件点评
- 2025.4.3 简评：收益率及利差先上后下，债牛延续——2025年3月行业利差跟踪及一季度回顾

行业

- 2025.3.31 银行：银行业绩回升从何而来——2024银行业绩回顾
- 2025.3.31 证券及其他：数说券商#1：业绩稳步提振；头部表现突出

- 2025.3.31 主题研究：光伏周谈 | 硅料龙头先后融资，静待穿越周期低谷（25年第13周）
- 2025.3.31 日常消费：零研月报：1-2月品类销售额增速分化，软饮料延续较好表现
- 2025.4.1 不动产与空间服务：周评#432：3月新房同比走弱，二手房仍增三成
- 2025.4.1 传媒互联网：AI文娱观察#3：AI智趣，玩具新章
- 2025.4.1 科技：4Q24美股IaaS公司业绩回顾：云增速表现相对平淡，未来持续关注推理侧增长
- 2025.4.1 传媒互联网：港股游戏公司FY24：精细化运营驱动韧性增长，关注产品周期及AI机遇
- 2025.4.2 机械：轨交设备：25年1-2月铁路固定资产投资同比+5%，行业公司年报业绩稳健
- 2025.4.2 博彩及奢侈品：3月总博收同比增长0.8%，符合一致预期
- 2025.4.3 轻工日化：AI玩具：智能化变革重塑千亿元市场
- 2025.4.3 传媒互联网：1Q25业绩前瞻：整体或同比恢复，关注后续内容与产品周期
- 2025.4.3 传媒互联网：中金看海外 主题 | 日本电商行业初探：低渗透率下的平台博弈与跨境重构
- 2025.4.3 证券及其他：数说券商#2 资本类业务：股债共振支撑投资表现；信用业务迎边际改善
- 2025.4.3 证券及其他：数说券商#3 财富资管：零售交易驱动收入增长、资产管理助力业绩稳健
- 2025.4.3 REITs：公募REITs月报（2025-3）：解禁平稳度过，市场连续四个月收涨
- 2025.4.3 传媒互联网：长视频1Q25：头部平台表现分化，后续关注春季招商会
- 2025.4.3 传媒互联网：关税对电商出海影响：全面转向半托管
- 2025.4.3 建材：建材出口至美国敞口可控，利好海外布局基地龙头
- 2025.4.4 传媒互联网：云4Q24回顾：AI驱动收入增长，投入加大
- 2025.4.4 银行：信贷投放边际改善——3月金融数据前瞻
- 2025.4.5 旅游酒店及餐饮：新开店指引同比提升；关注经营数据改善
- 2025.4.5 机械：顺周期局部回暖，布局业绩向好、边际改善板块
- 2025.4.5 建材：浮法玻璃：尚待格局优化，龙头修炼内功
- 2025.4.5 化工：光引发剂供需格局有望改善，关注尾部产能变化

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 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn