

研报精选

2022年12月26日 第102期

宏观专栏

新宏观范式下的熊市、修复，与灰犀牛

今年以来在主要发达经济体“快加息”的压力下，全球“慢增长”矛盾日益突出。与欧美增长放缓错位的是，随着疫情防控政策优化，在经历持续需求低迷后，中国经济明年有望加速复苏。欧美等主要发达经济体潜在衰退和中国经济复苏或将成为2023年大类资产演绎的主要逻辑。

日本央行退出宽松风险上升

12月20日，日本央行调整收益率曲线控制政策，宣布后日债与美债收益率跳涨，日股大跌，日元兑美元汇率升值。报告认为，通胀上升给日本央行带来压力；向前看，不排除通胀上行倒逼日央行于2023年退出宽松。

专题聚焦

新型电力系统投资：准确认识需求侧的蓝海价值

相较电源侧、电网侧的“做加法式”相关措施，加强需求侧管理在建设周期、响应速度和成本效益方面优势突出，有助提升电力系统韧性。可从技术、市场、政策方面共同持续发力，释放需求侧管理的巨大潜力。

通信设备2023年展望：新基建守正出奇，新应用行稳致远

报告认为，当前板块估值已处于明显低估状态，2023年表现有望向好。可着重关注新基建、卫星和特种通信、“东数西算”、海底电缆这四大应用层基于，同时关注运营商及企业数字化转型等结构性机遇。

宏观专栏

新宏观范式下的熊市、修复，与灰犀牛

受美联储激进紧缩影响，美股熊市已持续近一年时间。美股距离底部还有多远？后续修复有何可期？明年大类资产将如何演绎？“高通胀”和“快加息”是2022年影响大类资产演绎的主旋律，展望2023年，我们预计全球大类资产的主要矛盾将转向“慢增长”和“高利率”。

今年以来全球主要发达经济体“快加息”的压力下，全球“慢增长”的矛盾越来越突出。四十年来罕有的激进货币紧缩下，我们预计美国经济增长陷入衰退的风险正在上升，受能源冲击和货币紧缩压力的欧洲经济也不容乐观，欧元区“滞胀”压力将持续。我们认为与欧美增长放缓错位的是，随着疫情防控政策优化，在经历了持续需求低迷后，中国经济明年有望加速复苏。欧美主要发达经济体潜在衰退和中国经济复苏或成为2023年大类资产演绎的主要逻辑。

但与以往主要发达经济体陷入衰退时的交易逻辑不同的是，我们认为明年的资产表现还受中长期通胀中枢和利率中枢上行影响。在经历了四十年未见的高通胀周期之后，美国通胀回落的拐点虽已确认，但回落速度仍存较大分歧。我们认为美国本轮高通胀回落可能存在“黏着点”，不仅因为高通胀回落本身的特性，也因为疫情以来宏观范式向着较长期的的高利率和高通胀中枢加速转变。疫后结构性变化所引致的长期供给约束、财政逐渐主导下的货币政策挑战加大、以及地缘政治和全球能源格局重塑所导致的“好运气红利”的消退，很大程度上催化了全球宏观环境从低通胀和低波动向通胀中枢上升和宏观波动加剧的新范式的转变（请参考[《宏观范式大变局下的资产定价》](#)）。这意味着，较高的通胀和利率中枢将是市场在中长期可能面临的问题，本次利率在高位的持续时间可能比市场预期的更久。因而即使在美国明年陷入衰退的情形下，我们认为美联储可能在短期内仍受通胀粘性的制约，难以及时投放充裕的流动性（在不发生系统性金融危机的前提下），风险资产恐难以演绎出以往经济衰退周期中受益于流动性宽松的“水牛”行情，市场将面临[新宏观范式下的非典型衰退](#)和“水牛”难现的熊市修复。我们重申未来一两年美联储可能将以某种间接的、隐含的方式提高通胀目标，选择与高通胀中枢共存，AIT（平均通胀目标制）

框架为此开了绿灯。正如经济周期有起有落，通胀与利率亦有上有下，下一次降息周期终将迎来，而“高利率测试”可能刚刚开始。看似是宏观范式的交替，实则是长历史韵脚的再度演绎。回看更长的历史，往往给我们更多启示。

基于上述判断，我们认为随着明年一季度美联储结束加息，美债的配置价值将逐渐显现，美债利率或将在一季度末开启幅度有限的趋势下行。美股有望在二季度见底，但仍偏紧的流动性、不便宜的估值和可能承压的盈利使得美股难有较大的反转或“水牛”行情；风格上，建议上半年仍以防御、高股息为主。美元在美联储结束加息前仍能有支撑，之后衰退交易或将接棒加入支撑美元走完“最后一英里”，下半年美元大概率开启周期性贬值；提示关注日元套利交易的反转风险加速开启美元下行。大宗商品表现可能分化，受益于历史低位附近的库存和中国经济复苏潜力，看好铜二季度往后趋势走强；黄金可能受益于衰退交易的避险逻辑，但鉴于估值仍贵、实际利率仍较长期较高、且通胀回落，上涨空间可能有限；油更多取决于供给溢价。此外，全球市场中，我们认为中国经济的潜在加速复苏或将带动相关新兴经济体，相对更利好A股与港股。

最后，我们认为明年影响资产表现的逻辑不仅在于预期之内的“低增长”和“高利率”环境，亦在于超预期风险可能成为导火索而造成的系统性影响。在利率中枢上升和宏观波动加剧的新宏观范式下，为了应对不确定性事件而在投资决策中留有安全余量或将逐渐成为新常态。展望2023年，我们认为有三点风险隐忧值得关注：常被视作安全资产的美债可能不再“安全”、长期以来坚定宽松的日央行可能存在调整风险、以及保险公司和养老金的流动性风险。总的来说，我们认为在以往低利率和低波动环境下可能不至于引发大规模危机的潜在“灰犀牛”在2023年需要被重新审视，在高利率高波动的环境下，市场对流动性和意外冲击较为敏感，局部市场的冲击较易成为结构性脆弱性的风险放大器，我们建议市场关注这些“灰犀牛”并在投资决策中给予一定权重考量。

以上观点来自：2022年12月25日中金公司研究部已发布的《新宏观范式下的熊市、修复，与灰犀牛》

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

王雪 联系人 SAC 执证编号：S0080122080630

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

宏观专栏

日本央行退出宽松风险上升

12月20日，日本央行调整收益率曲线控制（YCC）政策，宣布将把10年期日本国债收益率波动区间从目前的正负0.25个百分点扩大至正负0.5个百分点。政策宣布后，日债与美债收益率跳涨，日股大跌，日元兑美元汇率升值。日央行调整政策的直接目的在于“改善市场功能，平滑收益率曲线，保持宽松的金融条件”。更深层次看，通胀上升给日本央行带来压力，如若吸取欧美“前车之鉴”，日本通胀问题或也不应小视。虽然本次调整不代表政策转向，但向前看，不排除日本通胀上行倒逼日央行于2023年退出宽松。如是，则全球“便宜钱”的最后一个水龙头将被拧紧，发达经济体利率面临上行压力。

日本央行调整其收益率曲线控制（YCC）政策的主要目的在于“改善市场功能，平滑收益率曲线，保持宽松的金融条件”。记者会上黑田行长也态度偏鸽，称此次调整并不意味着货币政策转向收紧¹。全球经济体包括日本在内通胀近期都不断上升，对国债收益率形成上行压力，但日本央行的YCC操作人为压制了日债收益率的抬升，使得日本国债价格“虚高”，金融机构和投资者个人购买意愿下降。此外，欧美等海外央行持续大步速加息也对日元汇率造成持续贬值压力，这些因素都在一定程度上促使日本央行重新考虑其YCC政策。日本央行货币政策声明中称，今年初春以来，海外金融和资本市场的波动加剧，对日本金融资本市场的运作已产生显著影响。债券市场功能恶化，特别是在不同期限的日债利率套利，以及日债现货和期货市场的套利方面，市场功能已受到挑战。考虑到日本政府债券（JGBs）的收益率是企业债券收益率、银行贷款利率和其他资金利率的基准参考利率，如果债券市场功能扭曲持续，可能会对企业融资等金融条件产生负面影响。因此，这次日本央行收益率曲线控制政策的调整，更多是为了优化货币宽松的传导，提高货币宽松政策的可持续性。

随着年初以来能源、粮食等大宗商品价格大幅上升，作为原材料净进口国的日本通胀大幅上升，10月日本除新鲜食品外核心通胀同比增速已达3.6%，

¹ <https://www.reuters.com/markets/asia/boj-governor-kurodas-comments-news-conference-2022-12-20/>

物价涨幅现已连续七个月超过日本央行2%的通胀目标。分项来看，日本通胀主要来自于商品与能源成本侧价格上升的推动。但日本的通胀风险不仅仅集中在成本侧，已出现一些向经济中其他部门“蔓延”的势头，近期服务通胀对于价格上涨的贡献由负转正，通胀预期也已有所上升。日本央行预计，通胀或于2023财年中旬见顶回落，但往后随着未来收入到支出的良性循环逐渐加强，日本经济或持续以高于潜在增速的速度增长，正向产出缺口或推升通胀。工资通胀方面来看，根据此前中金外汇组《[【全球汇率2023年展望：美元的拐点】日元：从最弱G10货币到最强G10货币](#)》中判断，伴随弱日元与高通胀的影响，日本公司或在明年积极涨薪，尤其是在明年3-4月日本企业新旧财年交替之际或能看到工资明显上涨。此前，黑田行长保持“超鸽派”的主要理由就是坚持认为有必要继续保持超宽松货币政策，直至工资水平上升。如果未来成本侧通胀不断向下传导，推升工资以及服务类内生通胀，或强化市场对日本央行货币政策正常化的预期。此外，值得注意的是，日本央行目前“超鸽派”的黑田行长与两位副行长的任期将于2023年3-4月期间结束，届时货币政策或可能利用此换届窗口期进行一定的调整。

海外通胀一波未平一波又起，吸取欧美“前车之鉴”，日本的通胀问题或不应小视。虽然传统货币政策往往强调可以忽视（look through）暂时性供给冲击，但从本轮通胀欧美前期经验来看，本轮疫情叠加俄乌冲突下供给侧受到持续冲击，叠加政策大幅度宽松刺激，由此带来的通胀或并非是可以“轻描淡写”略过的。虽然能源与部分商品的价格或更容易随着供应链瓶颈缓解快速回落，但这些价格前期大幅上涨或存在后续“连带效应”——一方面，价格由成本侧向消费端传导或存在一定时滞，即便大宗商品回落，价格传导也或仍未结束；另一方面，这些“暂时性”因素带来价格上涨如果使核心通胀较长时间停留在3%以上，还可能造成通胀预期的固化，通过“通胀补偿”的渠道推升工资价格，而工资增速往往具有更强的粘性。美联储与欧央行前期都因为“习惯了”低通胀、低利率、风险偏向通缩的环境，而不断低估通胀的强度与韧性，导致今年年内“急刹车”，由鸽派转向大步加息。因此，从这个角度来看，虽然本次调整不代表政策转向，但向前看，明年日本通胀不排除可能成为倒逼政策调

整的潜在风险点。

日本收益率曲线控制(YCC)政策的调整或意味着全球“便宜钱”的最后一个“水龙头”存在被拧紧的风险,发达经济体利率或面临上行压力。1990年代日本股市与房地产泡沫破灭后,日本实施了长时间稳定超低利率货币政策,与其他经济体形成持续较高息差,叠加日元在全球金融市场中流动性较强,使得日元成为全球主要套息货币借出方。日本央行通过其收益率曲线控制(YCC)政策不断向市场注入低利率流动性,间接压低了全球借贷成本。日本海外资产规模较大,其对海外安全资产的持续较高需求有助于发达市场债券收益率维持在较低水平。日本央行此次对于收益率曲线控制的放松推高了日债收益率,或在一定程度上吸引资金从美债等外国资产回流日本,推升其他发达国家债券收益率,进而提高全球整体利率水平与借贷成本,这也或对其他市场资产造成一定负面影响。政策公布后,日本十年期国债收益率由此前0.25%的上限跳升至0.45%,美债收益率一度升破3.7%,美元兑日元跌幅超过3%,日经225指数跌幅约2.46%,美股三大指数也有所下跌,也在一定程度上反映了市场的谨慎态度。

以上观点来自: 2022年12月20日中金公司研究部已发布的《日本央行退出宽松风险上升》

肖捷文 联系人 SAC 执证编号: S0080121070451

刘政宁 分析员 SAC 执证编号: S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

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

专题聚焦

新型电力系统投资：准确认识需求侧的蓝海价值

当前，电力系统正处于向高比例新能源、电力电子化（“双高”特性）日渐显著的新型电力系统加速转变的关键期。系统内部的运行特性发生了较大变化，抗扰动能力和调节能力下降；同时外部与气象、交通等其他系统的耦合更加紧密，更易受到外部风险的冲击。因此，极端天气等小概率“黑天鹅”或“灰犀牛”风险，几乎成为新型电力系统不可避免的风险挑战。

应对“黑天鹅”、“灰犀牛”风险冲击，需要电力系统从电源、电网、负荷各个环节共同提高系统韧性。相较于源网两侧“做加法”的相关措施，我们认为，从负荷侧加强需求侧管理，在建设周期、响应速度和成本效益等方面具有突出优势，是当前建设新型电力系统的当务之急。

考虑我国未来用电整体趋势及不同负荷的可调节特性，我们预计2025年、2030年我国可调节资源潜力将分别达到8300万千瓦、1.3亿千瓦左右，占最大负荷的比例分别为5.1%、6.6%；结合我国电力市场发展趋势，按照邀约型、市场型两种模式综合考虑，估算2025年、2030年我国需求侧资源参与市场化调节的理论市场空间可能达到约400亿元、1400亿元。

释放需求侧管理的巨大潜力，我国仍面临管理机制不规范、缺乏专项规划、市场体系不完善、技术标准不健全等突出问题，需要从技术、市场、政策三方面共同持续发力。短期，以行政手段为主，重点做好需求侧资源专项规划、制定分级利用标准、强化极端情况下的有序用电快速响应能力；同时鼓励各地方政府因地制宜出台需求侧响应价格机制，有条件的地区适当加大激励，针对独立储能、虚拟电厂等新模式出台专项支持政策。中长期，以市场手段为主，即不断完善价格机制与市场环境，持续鼓励技术与模式创新；辅以行政手段，做好极端应急响应的基础上，持续精细化有序用电。

以上观点来自：2022年12月20日中金研究院已发布的《新型电力系统投资：准确认识需求侧的蓝海价值》

郑宽 联系人 SAC 执证编号：S0080122080271

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381

专题聚焦

通信设备2023年展望：新基建守正出奇，新应用行稳致远

2022年复盘：经营持续改善，板块估值筑底

行业基本面上，2022年前三季度国内运营商建设、海外云厂商采购均有超预期表现，带动上游通信设备企业业绩普遍稳中有升。然而市场表现却与行业基本面演化背道而驰，截至2022年11月底，A股通信板块整体滚动市盈率为25.45x，处于近十年0.24%的历史分位点。展望2023年，我们认为板块估值当前已处于明显低估状态，我们预计随着新基建、特种通信、新能源等“通信+”领域的景气度向上，权重股的业绩表现有望进一步向好，板块估值亦有望底部修复。

守正出奇：关注四大应用层“通信+”机遇

1) 新基建：我们预计2023年作为新基建重要抓手的智慧城市、新型基础设施工业互联网、长期将助力自动驾驶行业发展的车联网基建有望迎来政策加码期。

智慧城市是数字经济的核心载体，是指在城市规划、城市建设、城市管理等领域，利用物联网、大数据、云计算、人工智能、区块链等技术，对城市进行智慧化的感知、分析与集成。智慧城市的建设和发展为新兴技术提供了大量的应用场景，为相关技术供应商带来极大的发展空间，根据IDC的数据，2020年全球智慧城市投资规模达到1,144亿美元，中国达到259亿美元，预计2024年将超过450亿美元。我们认为智慧城市的建设和落地是新基建落地的重要抓手，看好2023年的智慧城市发展前景。

工业互联网是新一代信息通信技术与工业经济深度融合的新型基础设施、应用模式和工业生态，为工业乃至产业数字化、网络化、智能化发展提供了实现途径。根据中国工业互联网研究院测算，2021年我国工业互联网产业增加值规模达到4.10万亿元，占GDP比重为3.58%，预计2022年受疫情影响增速略有放缓，同比增长8.67%至4.45万亿元，延续平稳增长态势，预计随着2023年疫情

防控与经济的关系进一步改善，工业互联网的增长速度将有所回升。

车联网是指按照一定的通信协议和数据交互标准，在“人—车—路—云”之间进行信息交换的网络，是汽车、电子、信息通信、道路交通运输等行业深度融合的新型产业形态。从发展趋势来看，可以分为“车载信息服务阶段(2012-2020)”、“智能网联汽车阶段(2020-2025)”、“智慧出行阶段(2025-)”，进入“十四五”时期，全国各省市均出台政策指引车联网建设。根据亿欧智库与IHS Markit，中国智能网联汽车渗透率2025年预计达到75.9%，车联网市场规模2025年或将达到10,435亿元，对应2015年-2025年CAGR为37%。乘着“十四五”政策东风，我国车联网市场后续有望打开万亿元市场空间。

2) 卫星&特种通信：我们认为具有战略高度的卫星互联网将继续稳步发展；随着国防信息化发展，相关装备投入有望增加，从而带动特种领域通信装备需求增长。

北斗或步入规模应用发展快车道。自2020年完成全球组网以来，北斗三号系统运行稳定、服务性能优异，在此背景下，国家将北斗应用产业化写入“十四五”规划，并积极出台产业政策推动“北斗+”融合创新和“+北斗”时空应用发展。在政策助推下北斗市场空间广阔，根据中国卫星导航定位协会发布的《2022中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》(以下简称《白皮书》)，2021年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达到4690亿元，预计到2025年，以北斗为核心的综合时空服务体系发展将直接形成5亿-10亿元/年的芯片及终端市场规模，总体产值有望达到8000亿-10000亿元规模，取中值2021年-2025年CAGR约17.70%。我们认为当前北斗规模应用进入市场化、产业化、国际化发展的关键阶段，应用需求增长成为行业发展的重要驱动力。

卫星互联网行业有望加速发展，机遇与挑战并存。卫星互联网是基于卫星通信技术，通过发射特定数量的卫星形成规模组网，实现全球范围辐射，向地面和空中终端提供宽带互联网接入等通信服务的新型网络。2021年“十四五”规划中提出推动卫星通信系统与地面信息通信系统深度融合，同年中国卫星网络集团在雄安新区注册成立，我国卫星互联网部署建设加速落地。根据头豹研

究院统计，2020年我国卫星互联网市场规模约为309.2亿元，预计2025年将达到525.7亿元。我们认为，受制于技术/成本/通信性能等多重因素，卫星互联网当前主要作为地面通信网络的补充，或将于人口密度较低的地区或特定联网场景率先落地。

特种通信领域，国防信息化支出有望提升，特种领域无线通信需求增长。我们认为随着国防信息化发展，相关装备投入有望增加，从而带动特种领域无线通信需求增长。展望2023年，我们认为特种领域通信需求增长的驱动力主要来自：第一，国际环境趋于复杂多变，全球安全需求提升。第二，国防信息化持续景气，信息化装备投入占比有望提升。“十四五”规划将“机械化信息化智能化融合发展”作为未来我国国防建设的重点，目前我国国防建设基本实现机械化，但信息化程度仍然较低。据智研咨询，预计到2025年我国特种信息化的市场规模将达到1462亿元，对应2020-2025年CAGR约为7%。

3) “东数西算”：“东数西算”工程自2022年初正式启动，我们认为该政策和西部地区“十四五”规划指引了积极的信息基础设施升级信号，从总量上，西部数据中心建设有望牵引逾万亿元投资额。

2022年2月，国家发改委联合多部门印发文件，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃和宁夏8地全面启动建设国家算力枢纽节点，并规划了10个国家数据中心集群。至此，全国一体化大数据中心体系完成总体布局设计，“东数西算”工程正式全面启动。

我们认为“东数西算”政策和西部地区十四五规划指引了积极的信息基础设施升级信号，从总量上，西部数据中心建设有望牵引逾万亿元投资额。“东数西算”工程涉及到6个西部省份及自治区，包括宁夏、甘肃、内蒙古、贵州、四川和重庆，根据这6个区域的十四五规划我们预计：从总量上说，6地区合计的机架数量有望从2020年的约42万架增长至2025年的362万架，我们按照西部地区单机柜及相关设备的投资额60万元测算，十四五期间西部6地区数据中心建设牵引的相关投资额约为1.92万亿元。从比重上说，我们预计2025年西部6个区域的机架数量在国内的占比约为46%，有望充分满足东数西算对西部算力基

建的需求。从结构上，我们认为“东数西算”工程有望给云计算/通信基础设施产业链的不同环节带来增量，包括：传输侧的光纤光缆、光设备等有线网络供应商；数据中心集群内部信息交互侧的光模块、网络设备等供应商；算力基础设施环节的服务器、存储等产业链和IDC厂商。

4) 海底电缆：2022年海风招标及沿海省份“十四五”海上风电规划指引海风后续年份良好发展趋势，我们看好海缆占海风资本开支比重受益于远海化趋势而提升、看好龙头海缆企业持续保持优势。

全球海上风电市场快速发展，中国跃居全球第一大海上风电市场。根据全球风能理事会GWEC，截至2021年底，全球海上风电装机容量已达到55.9GW，其中2021年新增装机量21.1GW，过去10年（2012-2021年）全球海上风电的新装机容量的CAGR约为36%。我国是海上风电领域的重要新兴力量，2021年新并网容量16.9GW，占当年全球新并网容量的80%，存量海风容量跃居全球第一。根据全球风能理事会数据，截至2021年末，中国累计海上风电装机容量超过26GW，占全球总装机量47%。

抢装潮后2022年装机量回落，但招标量指引后续良好发展。历经2021年的“抢装潮”后，2022年国内海上风电建设同比放缓。根据中金电新公用环保团队测算及预期，2022年我国海上风电新增装机量约为5GW，较2021年的16.9GW有明显回落，但全年海风整机环节招标量有望达到15-20GW，指引后续的良好发展；沿海省份“十四五”海上风电规划对应2022-25年累计新增海上风电容量达45GW，已可支撑年均11GW的新增并网容量规模。

海缆作为海风建设的重要一环，其占项目资本开支比重有望受益于远海化趋势。根据GWEC测算，海缆、海上升压站等电气基础设施在海风建设资本开支中占比约18%，我们基于此估测每GW海风项目的海缆投资额约在15亿元左右。展望未来，我们预计随着海风远海化趋势的推进，项目平均离岸距离的抬升有望带动海缆单GW投资额提升，海缆在项目投资额中的占比有望迎来增长。

行稳致远：云需求增长或面临放缓，关注运营商及企业数字化转型等结构性机遇

运营商市场：三大运营商5G资本开支或已至周期高峰。2022年中国移动、中国电信、中国铁塔(联通未公布)移动网络相关资本开支指引同比下滑约3.2%。我们认为随着5G基站覆盖率攀升至较高水平，5G网络投资将更多用于完善网络覆盖、容量扩展及精准覆盖，叠加基站共享共建进一步深化，2022年后5G相关资本开支预计将保持稳定或温和下行。我们预计明年传统通信基建投资将稳中有降，但同时运营商发力云计算业务，投资重心向数字经济相关业务倾斜，有望带动其云网设备需求超预期增长。

云网市场：伴随互联网监管趋严、广告投放缩量以及经济下行等各因素影响，国内各互联网厂商自2021年以来收入增长放缓或下降，降本增效成为行业大势。我们认为若明年新业务拓展不及预期，互联网行业的资本开支规模或将承压，上游设备市场规模料将表现温和，但看好各环节头部企业的份额稳中有增。

企业用户市场：疫情催化企业办公模式变革，全球办公模式由多地办公向卫星办公发展。而随着疫情的持续，混合办公模式成为海外市场更推崇的办公模式：员工需要部分时间回归办公室，部分时间远程办公，员工向分布式办公模式发展。这实际上扩张了统一通信与协作（Unified Communications & Collaboration, UC&C）产品的需求场景，办公室基础设施向生活空间扩展。我们预期后疫情时代企业采购需求有望呈现持续复苏态势，看好大型企业商用PC采购的反弹，以及混合办公发展背景下，统一通信市场的成长机遇。

以上观点来自：2022年12月21日中金公司研究部已发布的《通信设备2023年展望：新基建守正出奇，新应用行稳致远》

陈昊 分析员 SAC 执证编号：S0080520120009 SFC CE Ref: BQS925

彭虎 分析员 SAC 执证编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

李诗雯 分析员 SAC 执证编号：S0080521070008 SFC CE Ref: BRG963

朱镜榆 联系人 SAC 执证编号：S0080121070370

郑欣怡 联系人 SAC 执证编号：S0080122070103

杜文欣 联系人 SAC 执证编号：S0080121080037

孔杨 联系人 SAC 执证编号：S0080122110018

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.12.19 海外宏观周报：通胀放缓，美联储仍保持警惕
- 2022.12.19 中国图说中国宏观周报：高频数据看疫情影响
- 2022.12.20 海外央行观察：日本央行退出宽松风险上升
- 2022.12.25 海外宏观专题报告：新宏观范式下的熊市、修复，与灰犀牛

策略及大宗商品

- 2022.12.20 主题策略：股票互联互通拟双向扩大标的份额，继续坚持高质量对外开放
- 2022.12.20 海外中资股策略：港股历次底部与反弹特征
- 2022.12.21 海外策略：日央行意外调整YCC上限的资产影响
- 2022.12.24 全球资金流向监测：南向转为流出，北向流入收窄
- 2022.12.25 海外市场观察：美国去库存与衰退压力有多大？ 2022年12月19~25日
- 2022.12.25 海外中资股策略周报：市场等待更多催化剂
- 2022.12.25 A股策略周报：短期盘整不改中期向好格局

固定收益

- 2022.12.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.12.19 中资美元债周报：投资级交投清淡，地产美元债反弹
- 2022.12.19 深度研究：ABS市场2023年展望：每于寒尽觉春生
- 2022.12.21 招投标备忘录：付息国债22年第25期续发——利率债招标分析
- 2022.12.21 简评：商业银行大幅增配，广义基金大幅减持 ——2022年11月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2022.12.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.12.21 简评：宏图转债上市定价分析
- 2022.12.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.12.22 简评：豪能转债上市定价分析
- 2022.12.22 招投标备忘录：贴现国债22年第76、77期新发，付息国债22年第28期新发——利率债招标分析
- 2022.12.23 中国可转债策略周报：破发的涟漪，与压估值的定量表达
- 2022.12.23 债市动态跟踪：个人养老金产品发展跟踪和市场影响
- 2022.12.24 信用债收益率跟踪周报：央行净投放跨年资金，中短端中高等级收益率下行
- 2022.12.24 中国利率策略周报：如何理解债市的锚和对明年的定价？

行业

- 2022.12.19 主题研究：中金周期半月谈：美国加息放缓、中国稳增长下的周期机会
- 2022.12.19 航空航天科技：产业新趋势#1：卫星制造与发射——迈向巨型星座时代
- 2022.12.19 房地产：内房股：短期潜在获利盘整不改向上趋势
- 2022.12.19 建筑与工程：稳增长政策基调明确，基建有望延续高景气
- 2022.12.19 电力电气设备：海外新增大储规划，国内项目开标活跃
- 2022.12.19 交通运输物流：航空：11月供需承压，“新十条”后边际改善
- 2022.12.19 旅游酒店及餐饮：旅游酒店及餐饮2023年展望：中长期空间可观，路径曲折向好
- 2022.12.20 交通运输物流：积极布局航空系列之海外篇：疫后恢复同与不同
- 2022.12.20 不动产与空间服务：周报#322：新房销售与宅地成交仍低迷
- 2022.12.20 软件及服务：顶层设计蓝图展，数据要素春雷动
- 2022.12.20 交通运输物流：双周报#354：航空边际改善，快递业务量回升
- 2022.12.20 交通运输物流：11月量减价稳，短期需关注供给端稳定性
- 2022.12.20 博彩及奢侈品：新博彩牌照合同落地，公布额外投资及博彩桌和角子机数量分配
- 2022.12.21 保险：保险行业2023年展望：迈向新周期
- 2022.12.21 金融：数据“二十条”后，金融数据流通走向有序
- 2022.12.21 电力电气设备：电车税收抵免细则延期，看好美国EV销量高增长
- 2022.12.21 农业：畜牧行业观察：猪企月度经营向好，关注估值修复机会
- 2022.12.21 通信设备：通信设备2023年展望：新基建守正出奇，新应用行稳致远
- 2022.12.21 教育：优化职业教育类型定位，推动产教结合
- 2022.12.22 化工：稳增长下关注需求修复机会——11月化工月度数据跟踪
- 2022.12.22 农业：宠物线上月报：11月销售回落，关注成本与出口变化
- 2022.12.22 不动产与空间服务：中外比较视角看中国不动产服务行业投资
- 2022.12.22 农业：宠物行业观察：品牌调价，加强线下拓展
- 2022.12.22 新能源汽车：新能源月度观察：寻找新能源行业细分 α ，美国税收抵免细则延期
- 2022.12.22 化工：高分子材料稳定化助剂：国产品牌崛起
- 2022.12.22 商业运营管理：国内高端商场与运营商画像初探
- 2022.12.22 银行：明年社融增速会破“10%”吗？
- 2022.12.23 交通运输物流：美国战略储备释放及补库对油运市场的影响
- 2022.12.23 软件及服务：探微企服之CRM篇：连接客户，赋能销售
- 2022.12.23 建材：此刻我们为何对水泥股更乐观了？
- 2022.12.23 半导体：中金看海外公司 | KLA：全球半导体制造量检测设备龙头
- 2022.12.23 不动产与空间服务：新模式之企业篇：守正出奇，万象更新
- 2022.12.24 金融：股票市场大幅度回暖，线上交易持续恢复

- 2022.12.24 医疗健康：各地疫情陆续开始达峰，关注创新出海机遇
- 2022.12.24 电力电气设备：储能深度系列四：全球储能市场2023年展望，扬帆出海正当时
- 2022.12.25 银行：2023年资产质量前瞻：风险扫描和压力测试



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