

研报精选

2023年7月23日 第130期

宏观专栏

对新形势下带路倡议促进发展与合作的几点思考

今年是共建“一带一路”倡议提出十周年。自2013年以来，中国已与151个国家和32个国际组织签署200余份共建带路合作文件，涵盖投资、贸易、科技、人文等领域。与10年前比，全球环境发生了深刻变化，包括带路倡议在内的国际合作面临新的问题和挑战，需要在实践中探索 and 解决。

总体偏弱，政策加码必要性上升——2023年6月经济数据点评

中国二季度GDP同比增长6.3%，较一季度有所改善，但主要是低基数效应的影响。经济数据整体依旧偏弱，表现为消费内生动能不足、地产开发投资低迷、6月出口同比降幅扩大等。这可能显示政策或需继续发力。

专题聚焦

房贷早偿的中外对比及启示

中国居民提前还贷的原因与美国类似，即在新旧利率差异加大时，居民选择减轻存量房贷负担。不同之处在于，中国当前没有按揭贷款再融资政策，居民更多通过储蓄存款或其他可替代性负债实现提前还贷。

ESG视角看央国企价值重塑

报告认为，较高的ESG水平能够从内外两方面提升企业未来的经济增加值。在新发展理念及国企深化改革的引领下，央国企可提升公司治理水平，并积极承担环境和社会责任，从而实现高质量发展和价值重塑。

宏观专栏

对新形势下带路倡议促进发展与合作的几点思考

今年是共建“一带一路”倡议提出十周年。自2013年以来，中国已与151个国家和32个国际组织签署200余份共建带路合作文件¹，涵盖投资、贸易、科技、人文等领域，这些国家(含中国)拥有全球约三分之二的人口和约40%的GDP。这十年中，带路倡议拉动近万亿美元投资规模，形成3000多个合作项目，为沿线国家创造超过42万个工作岗位，让将近4000万人摆脱贫困²。带路倡议在促进中国与沿线国家的互联互通和合作发展方面取得了显著成绩，成为深受欢迎的国际公共产品和国际合作平台。

与10年前比，全球环境发生了深刻变化。一场百年不遇的新冠疫情对世界带来了巨大冲击，疫后经济复苏不平衡，一些长远的疤痕效应还在显现，地缘政治、产业链调整、绿色转型等新变局和新约束条件，也对经济基本面和全球治理机制带来深远影响。在新形势下，包括带路倡议在内的国际合作面临新的问题和挑战，需要在实践中探索 and 解决。

中金公司研究部和中金研究院联合撰写了《带路新十年：宏观、金融与产业趋势分析》深度报告，从宏观与产业、实体与金融、国内与国际多个层面分析带路倡议取得的成就与面临的挑战，探讨未来发展的机遇和相关公共政策问题。本文从宏观的视角就带路合作发展提出一些看法和思考。

一、带路基建：外部性如何内部化

带路倡议包括两部分，“带”主要指欧亚内陆地区的连接，接近历史上的丝绸之路，指从中国出发，通过铁路、公路等方式连接亚洲、欧洲和非洲的经济带；“路”是指海上连接，将中国与东南亚、南亚、非洲等地的海上贸易网络联系起来。带路倡议涉及的领域包括贸易投资、金融、教育、文化、旅游等，影

¹ 2023年6月12日洪都拉斯成为第152个与中国签署共建“一带一路”合作文件的国家，如未经特别说明，本报告使用的共建“一带一路”国家的统计口径和数据截至2023年5月，包括151个共建“一带一路”国家。

² 中国外交部：《“一带一路”倡议十年，铺就共同发展的康庄大道》，2023年3月7日。

响最大、受关注度最高的是基础设施建设，开始是通过基础设施连接欧亚大陆沿线国家，再延伸到东南亚和非洲，后来南美、太平洋岛国等也参与进来，成为中国和其他国家合作发展新模式的关键载体。

带路基础设施建设既涉及交通、能源、通讯等传统领域，也有学校、医院、绿色、文化等公共服务和新型基础设施，在工业化和城市化两个层面促进了当地的经济的发展。在交通领域，带路倡议推动了多个国际大通道的建设和运营，如中欧班列、海铁联运等。电力、石油和天然气等项目满足了沿线国家和地区的能源需求增长。卫星通信、光缆等通讯项目则促进了沿线国家和地区的信息交流和互联互通。多个水利项目建设，如老挝南欧江水电站等，改善了当地的水资源开发和利用。

基建需要成本投入，一般来讲发达国家的基础设施相对完善，那么基建是经济发展的结果，还是促进发展的原因？两者应该是互为因果。但基建带有一定的公共品属性，意味着公共政策应该也能够发挥促进作用。公共品属性意味基础设施产生的收益部分惠及全社会，而不完全归属项目本身。基建的公共品属性还体现在其外溢效应上，比如公路等基础设施有利于拉动汽车的消费和生产。基础设施建设作为公共品的外部性容易导致私人部门投入不足，需要公共投入和政策引导。很多带路国家在这方面存在较大的投资缺口，可以说是阻碍经济发展的一个重要因素。

公共品属性往往也和规模经济联系在一起，对于公共物品来讲，用的人越多越划算，也就是规模越大，单位成本越低。中国的人口规模和大市场，加上高储蓄率带来的资金支持，结合政府的投入和引导，中国得以在过去几十年大量投资于基础设施建设，积累了丰富的经验，技术水平不断提高。例如在高速公路、高速铁路、城市轨道交通、桥梁和隧道等领域。中国掌握了一些世界领先的技术，建立了强大的工程实施能力和较高的自主创新能力，这些优势为中国和带路国家的合作提供了坚实支撑。

带路国家对基础设施有需求，中国有供给（建设）能力，供需匹配促进合作，实现互利共赢。但基础设施公共品属性也意味着跨国合作面临障碍，因为

单个项目的商业回报低于其对整体经济的贡献。在一个国家内部，纠正这样的外部性可以通过财政或者公共政策激励措施来实现，即政府代表整个社会的利益来增加基建投入，并协调管理潜在的外部性。但国家之间不存在这样的财政调节机制，因此也产生了对跨国基建投资可行性和持续性的质疑声音。

带路倡议以外，一些发达国家在近几年也提出了加强与发展中国家合作的方案，比如美国在2021年启动全球基础设施投资合作项目（Partnership for Global Infrastructure and Investment），欧盟在2021年宣布类似带路倡议的基础设施合作项目（Global Gateway）。这些项目通常被认为与带路倡议存在竞争关系，但欧美方案投入的资金规模小，对发展中国家的帮助有限。跨国基建投资的外部性如何内部化，是一个难题，发达国家也没有处理好。

在带路倡议提出后的头几年，基建项目的数量较大，后面有所放缓，这里有疫情冲击和地缘政治变化的影响。同时，随着前期投入的推进，不少项目逐步完工，并进入运营阶段。这些项目整体来看就像一个投资组合，少数项目的收益或者效果不理想属于正常现象。实际上，大部分项目对促进当地经济建设，促进中国和这些国家之间的贸易，实现共同发展发挥了良好作用。带路合作是一个发展模式的创新，我们需要超越基础设施本身来看外部性内部化的问题。

二、发展新模式探索

过去40年，主流经济政策框架是华盛顿共识，强调自由市场有效配置资源，全球化下世界是一个统一的大市场，共性大于差异，不重视发展中国家内部传统经济和现代经济并存的二元结构国情，也不重视中心国家和边缘国家如何建立互利共赢的机制。结果是过去四十年的全球化模式对发展中国家的促进作用有限，一些国家的发展失衡问题更加严重，和发达国家的差距扩大而不是缩小了。

与此同时，发达国家内部的贫富分化也加剧了，甚至有观点认为发达经济体也存在二元结构，比如美国的铁锈地带、产业空心化问题，而内部分化反过来导致对外经贸关系层面上的保护主义死灰复燃。叠加地缘政治的影响，过去的全球化模式遇到重大挑战，一些发达国家越来越多把内部的目标放在更优先

的位置，贸易、产业、绿色转型等方面的单边主义政策在增多。例如，作为全球化时代全球治理最具代表意义的国际机构，世界贸易组织有被边缘化的迹象，损害发展中国家通过贸易促进发展的空间。

在这样的背景下，带路倡议带来的是对发展模式和国际经济合作模式的创新和探索。首先是提升贸易总量。带路倡议通过互联互通，降低运输成本和其他交易成本，促进跨境贸易和投资。根据UN Comtrade的数据，带路国家中，10年前中国是18个国家的第一大贸易伙伴，现在是35个，美国对应的数据是15与11，德国是12与16。这反映了中国在全球经济中的比重上升，带路合作也是一个重要推动力量。带路合作下各国潜在市场规模的扩大不仅增加出口需求，也通过竞争改善了资源配置效率，促进经济可持续发展。

其次是促进平衡发展。回顾历史，海运和水运连接是工业经济的重要标志，产生了很多著名的港口城市，并在此基础上形成现代城市经济枢纽，现在的纽约、伦敦、新加坡、香港特区（粤港澳大湾区）、上海、东京是典型的例子，这些城市既得益于全球化，也在此过程中扮演重要角色。带路倡议的一个重要创新是“带”，增强欧亚内陆地区（尤其是东欧和中亚经济体）的连接，促进陆港城市的发展，助力内陆国家、地区包括中国中西部地区的经济增长。

第三、带路合作在应对气候变化方面可以开拓新领域，带来发展新机遇。到目前为止，绿色转型强调需求端，旨在增加对可再生能源的需求，包括绿色补贴和碳定价（碳交易市场、碳税），在一些方面带来“气候保护主义”的担忧，比如有些绿色补贴存在对相关产品国内生产的要求，以及针对进口商品的边境税等。带路合作可以更重视供给端，不少带路国家有丰富的太阳能和风能，低成本的可再生能源是支持可持续工业化的资源禀赋。结合沿线国家可再生能源供给优势和中国的制造业能力优势是未来的新增长点，而基础设施投资是前导。

第四、带路倡议的发展观也涉及金融和实体的关系。1980年代开始的超级全球化，以资本跨境流动为主要载体和驱动力，华盛顿共识的一个关键部分就是金融自由化，其逻辑是跨境资金自由流动驱动各国的创新、工业化和贸易，是发达国家经济金融化的延伸或者说一部分，以金融化促进落后国家的发展。

带路倡议以基础设施一体化为国际经济合作的载体，以实体资本而不是金融资本为发展的驱动力，体现了金融服务实体经济的理念。发达国家的金融自由化对发展中国家的帮助有限，甚至有反作用，带路金融合作还在开始阶段，能否经得起时间的检验呢？

投资存在风险，尤其基础设施的外部性意味市场机制在匹配风险和回报上并不总是有效的。就单个项目而言，项目收益通常较债务偿付义务滞后，债务偿还压力在一段时间内上升属于正常现象。但近年来个别媒体和机构放大单个项目的债务问题，甚至认为存在“债务陷阱”。现实的情况是中国没有强迫相关国家举债投资，项目也来自相关国家自己的提议，带路国家对中国的负债只占其对外债务的小部分，也没有出现中国因为债务而没收所谓抵押资产的例子。

基建资产收益的外部性意味着对应的债务也有外部性，就像基建投资的合理性要放在发展和合作的大框架下看待，带路债务的可持续性也有一个宏观平衡的视角。这不仅涉及一国内部的协同，更有跨国的互动和合作。有两个方面的问题值得分析，一是带路合作对国际收支平衡的影响，其次是纠正可能的失衡的制度安排和合作机制。

三、宏观金融平衡的是与非

我们可以从三个角度看跨境资金流动的宏观平衡。第一，从实体层面看，一国贸易顺差意味着当下对外资源转移，换取对外资产（对未来资源的索取权），逆差则相反。对外净资产或负债的过度累积可能反映了宏观失衡，或许是不可持续的。比如2008年全球金融危机前，市场关注美国持续贸易逆差所隐含的风险。第二，从金融层面看，融资总量和结构不合理也有不可持续的问题。2008年以前，虽然欧洲对美的贸易顺差规模小，但欧美之间双向流动的资金量大，加剧了次贷风险的积聚。第三，从治理机制看，实体和金融层面失衡的调整方式及后果受国际货币体系的影响。

从实体资源配置的宏观平衡来看，一国积累对外净资产的唯一方式是贸易顺差。假设私人机构对外投资导致对外汇的需求增加，有两个可能的情形：一是没有资金流入抵消，外汇求大于供，本币汇率贬值，一段时间后贸易顺差增

加；二是正好有资金流入（带来对外负债），和私人部门的资金流出（带来对外资产）相互抵消，外汇的供求平衡不变、汇率不变，贸易差额不变，对外净资产不变。全球来看，贸易是平衡的，一些国家的顺差意味着另一些国家的逆差，在一个时间点，有些国家在累积对外资产，有些国家在累积对外负债。

一国对外净资产的理想水平取决于人口结构、资源禀赋、技术进步等因素。过去三十年中国持续的贸易顺差部分源自人口红利带来的高储蓄，青壮年人口为养老准备在累积资产，包括对外资产。大部分带路国家人口年轻、育儿负担相对较高，储蓄率低，通过对外负债推动国内投资是合理的选择，体现为贸易逆差。此外，部分国家拥有丰富的自然资源比如能源和矿产，开采埋在地下的实物资产，通过出口转为金融资产，分散资产配置也是理想的选择，带来贸易顺差。

带路合作对跨境资源配置有什么影响？比较带路倡议提出后的10年和之前的10年，中国对全球的贸易顺差（占中国GDP比重）平均值下降了0.4个百分点，但对带路国家则由1%的逆差转为0.5%的顺差，增加了1.5个百分点。中国顺差总量下降的背后有人口红利消退的作用，地区分布变化则有带路合作的影响。带路共建基础设施项目的融资有相当一部分来自中国，用以进口中国的资本品和中间品。相关投资促进了所在地的经济增长，所有贸易伙伴都受益，作为全球最大的制造业中心，中国自然受益较多。

如何看待净资源转移带来的债务可持续性？一个关键因素是转移的资源（进口商品）用于投资还是消费。带路合作模式下的投资项目增加基础设施和公共服务，促进了当地的工业化和城市化发展，有利于长期经济增长，由此形成的债务是可持续的。相反，如果资金流入支持消费，其形成的债务的可持续性较低。历史上有不少发展中国家、甚至一些发达国家都经历过外债支持消费的阶段，最终被证实难以为继，10多年前南欧国家债务问题是典型的例子。

从金融层面来看，当下的资源转移（储蓄）能否有效转化为投资还取决于融资的形式和结构。过去40年，在金融自由化的推动下，全球范围内资本市场相对于银行体系的重要性上升，跨境资本流动也从银行贷款转向资本市场。由

于资本市场参与者投资基础设施的耐心和意愿不足，这种融资结构的变化意味着发达国家对发展中国家基建的支持有限。带路金融合作以银行贷款为主，兼具开发性金融注重发展和商业性金融关注特定项目经济效益的特征，符合大部分带路国家金融市场不发达，基建的资金需求大，以及中国金融体系以间接融资为主的现状。

但随着带路合作深化，单向资金流动和单一融资形式的不足和风险也需要重视。金融有顺周期性，预期好的时候，投融资增加，由此带来的经济增长促进乐观情绪上升，进一步提升融资，促进经济的繁荣。一旦遇到外生冲击，反向的下行压力也较大。不过，资本市场与银行信贷的顺周期性不同。一般而言，银行贷款需要抵押品（包括某种形式的信用担保）以应对信息不对称问题，造成信用扩张与抵押品价值相互促进的循环，由此形成较强的顺周期性。资本市场投资者对新信息更为敏感，外生冲击的影响能够通过资产价格波动较为及时地被消化，导致经济沿着一个方向过度强化的可能性较低，顺周期性比银行信贷弱。因此，促进融资形式多元化，利用资本市场工具可以降低金融的顺周期性、分散风险，提升带路金融合作的可持续性。

另外，早期带路金融合作的扩张得益于中国对外资产存量配置结构的调整。中国的大规模外汇储备是在贸易顺差大和汇率灵活性相对不足时累积的，最高时超过4万亿美元，当时美国国债回报率也低，增加对新兴市场和 Developing 国家的投资，既为这些国家提供了紧缺的基础设施和工业投资，对中国来讲也带来分散投资，提升回报的作用。

从未来发展看，贸易顺差减少意味单向投资（资源转移）的空间降低了，存量结构调整也基本完成，带路金融合作的增长空间在哪？双向资本流动是合理的逻辑推演。中国作为一个大型经济体，抗风险的能力较强，中国提供安全资产，投资风险资产，形成一个闭环，可能是带路合作的新方向。但产生安全资产需求的机制是什么？是需求引导供给还是供给创造需求？这涉及国际货币体系治理问题，带路合作既需要国际货币体系的支持，反过来也影响国际货币体系的演变，其中人民币国际化尤其值得关注。

四、促进国际货币体系变革的抓手

国际货币体系随着世界经济和政治环境的变化而演变。100年前，在大流感和一战的双重冲击下，金本位体系崩塌。二战后，美国在军事、经济和金融等领域一家独大，围绕美国打造的布雷顿森林体系相对平稳运行了30多年。在越南战争和中东石油危机等地缘政治事件的冲击下，布雷顿森林体系于1973年垮台。在之后的40多年，全球进入了美元主导的国际货币体系。

美国经济占全球总量的比重已从1960年代初的40%，下滑至目前的25%左右，但美元在全球外汇储备的比重则维持在60%左右的水平。过去40年，美元国际货币体系两大基础是全球化和金融化。全球化最重要的代表性国家是中国，改革开放后，中国融入世界经济，尤其是加入WTO之后，中国在全球产业链中扮演着日益重要的角色，成为最大的产成品生产和出口中心。金融化最具代表性的国家是美国，在金融自由化的推动下，内部来讲金融在经济活动中的重要性增加，在跨境层面美国在国际金融体系中的优势地位得到强化。

在以通胀目标制和浮动汇率制为双支柱的宏观政策框架下，尽管经济学理论寄希望于通过浮动汇率制来调节国际收支失衡，但现实中汇率波动的作用有限，国际收支平衡在相当大的程度上依赖美元的国际货币地位，载体是美国提供安全资产和商业融资。中国、日本以及能源出口国等贸易顺差国购买美国国债和其他金融资产作为安全资产，能源进口国等贸易逆差国则通过美元融资弥补国际收支缺口。

新形势下，全球化和金融自由化遭遇挑战。2008年全球金融危机后，金融监管加强，贸易摩擦增加，近期的新冠疫情和俄乌冲突加剧了经济的逆全球化和去金融化的趋势。部分国家在科技领域施加了诸多限制，同时各国更关注产业链的稳定和安全，产业链调整带来全球化的逆风。另外，在地缘政治冲突中，部分国家政府利用本国货币所拥有的国际货币地位实施金融制裁，加剧了其他国家当前国际货币体系的疑虑，促使其它国家寻求降低对单一国际货币的依赖。

在此趋势下，双边和区域性经贸合作的重要性增加，实体资产相对金融资产的重要性上升。随着美国由金融优势带来的竞争力下降，其他国家遭受的金融劣势约束也弱化，国际货币体系面临向多极化方向演变的新契机。虽然未来相当长的时间内，美元大概率将维持其第一大货币的地位，但其绝对优势可能下降。大部分带路国家不再以美国为第一大贸易伙伴，减少在金融层面对美元的依赖有利于降低实体经济的波动。

首先，在支付方面，双边、多边、甚至区域货币协作机制的重要性将上升。因为实体资产的通用性比金融资产低，随着带路合作的深化、贸易的持续扩大，货币的支付职能的差异性将日益显现，增加各类非美元支付机制安排的空间。例如，欧亚经济联盟成员国间贸易的本币结算比例已经超过70%，中国与非洲、拉美以及其他区域国家也达成了一些非美元的支付机制安排。基于人民币的非美元支付体系尤其具有发展潜力，这一方面源于中国与带路国家的经济互补性，也源于中国作为全球最大贸易伙伴国所拥有的规模经济优势。

其次，国际货币的一个重要功能是提供安全资产，中国有潜力填补美元地位下降带来的缺口。金融监管的加强降低了美国等发达国家金融体系供给安全资产的能力，而近期地缘政治事件尤其是相关的金融制裁，则降低了其他国家对美国国债作为安全资产的需求。中国的国债和其他人民币流动性工具可成为对全球安全资产供给的一个重要补充。此外，中国与一些大宗出口国的战略储备合作，中国央行与他国央行签订的货币互换协议，也有望扮演安全资产的角色。

最后，过去10余年一些新的多边金融机构建立起来，促进了共建带路倡议和其他多边合作的发展，也是对现有的国际货币治理体系的有益补充。这包括2015年成立的新开发银行，2015年建立的亚洲基础设施投资银行。在国家开发银行和中国进出口银行之外，中国设立了丝路基金，用于支持带路倡议相关项目的融资。

五、从规模经济到创新发展

共建带路倡议成绩斐然，已经成为开放包容、互利互惠的国际合作平台。与10年前相比，国际环境发生了重大变化。从实体层面看，供给约束在增加，

主要经济体人口老龄化、绿色转型、从效率到安全的产业链调整、和平红利下降等因素意味着成本增加，潜在增长率下降。在金融层面，通胀压力下美国利率的上升不完全是周期波动，美元利率难以回到以前的低位，而地缘政治等非经济因素导致市场的风险溢价增加，这些都意味着新兴市场面对的融资条件收紧。展望下个10年，带路合作深化发展的最大潜力和亮点在什么地方？

一个可能的答案是规模经济，即规模越大，单位成本越低，效率越高。按照传统的比较优势理论，要素禀赋差异产生贸易需求，呈现发达国家集中于资本密集型、发展中国家集中于劳动密集型、资源国出口资源的格局。但现实中，发达国家间的贸易往往超过发达国家和发展中国家之间的贸易，此外，尽管中国的劳动力成本已大幅上升，但中国作为全球制造业中心的地位反而得到加强。消费需求多元化和规模经济效应相结合，使得即使处于同一发展阶段的国家也可以通过分工和贸易来实现规模经济效应。

作为人口大国、全球第二大经济体，中国的大市场和制造业能力是带路合作未来发展的最大基石。尤其是在逆全球化背景下，大国规模优势将会进一步凸显，中国纺织服装、家电电子、新能源等优势产业能够为带路国家提供高性价比的制成品。很多带路国家有丰富的自然资源、年轻的人口结构，但相对缺乏将这些要素整合起来的资本、技术与管理经验，中国庞大的工业体系能够通过能源、工业金属、新能源金属等原材料进口，与轻工、重化工业、装备制造等成熟产能合作方式实现与带路国家的优势互补。本报告的产业篇将对这些领域的带路合作展开详细分析。

尤其值得一提的是，带路合作推出后10年来的基建投资为规模经济发展创造了好的条件。运输成本使得生产应在靠近市场的地方进行，是通过分工细化提升规模经济效应的障碍。带路合作的基础设施建设，促进了沿线国家和地区的互联互通，降低了运输成本和其他跨境交易成本，有利于分工细化，拉长产业链，以实现更大的规模经济。近几年，带路基建投资的增速有所放慢，有观点认为带路合作对经济的拉动作用下降了，但这仅仅看到了需求端。在供给端，

过去的投入已经形成产能，其对经济效率的提升要在未来10年甚至更长时间才会充分体现出来。

规模经济还会促进创新，而创新是提升效率、增加安全的根本保障。中国目前受过高等教育的人口数量超过2亿，超过印度和美国二者的总和，从创新对人力资本的要求看有明显优势。中国在可再生能源包括新能源汽车领域处于全球领先地位，是规模经济促进创新的典型例子。规模的优势在数字经济时代得到放大，数字产品和数字服务的边际成本低，既促进内部规模经济（个体企业做大），也促进外部规模经济，即上下游联系和集群效应。

过去3年，围绕新发展理念的五个关键词“创新、协调、绿色、开放、共享”，中金公司研究部和中金研究院发布了系列深度报告，包括数字经济、碳中和、科技创新、橄榄型社会、大国产业链等主题。作为跨国经济合作平台，带路倡议涉及新发展理念的多个方面，本报告是我们分析新发展阶段趋势性问题的最新研究成果，希望对促进相关问题的分析和讨论有帮助，有偏差和不当之处欢迎读者批评指正。

以上观点来自：2023年7月21日中金公司研究部已发布的《前言 对新形势下带路倡议促进发展与合作的几点思考》

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

总体偏弱，政策加码必要性上升——2023年6月经济数据点评

虽然GDP同比增速在低基数下较一季度改善，但是复合增速、环比增速和GDP平减指数都显示二季度数据整体仍然偏弱，结构上服务业好于制造业的疫后修复特征仍然明显。6月数据边际改善，但也仍然偏弱。工业增加值的边际改善或主要受到部分中上游行业短期补库存的影响。需求层面除了6月出口同比降幅扩大以外，内需层面投资主要受到地产的拖累，消费内生动能也仍显不足，偏弱的数据显示政策进一步发力的必要性上升。

二季度数据整体仍然偏弱，结构上疫后修复特征仍然明显。二季度GDP同比6.3%（一季度为4.5%），低于我们的预期（6.5%）。二季度GDP同比增速较一季度改善较多主要是由于去年同期的低基数。三方面数据显示二季度数据整体仍然偏弱：1）无论是四年还是两年复合增速较一季度都有所下滑，分别为4.5%、3.4%（一季度分别为4.9%、4.6%）；2）二季度GDP季调环比增速由一季度的2.2%下行至0.8%；3）二季度GDP平减指数同比增速转负，为-1.5%（一季度为0.5%）。结构上来看，二季度仍然呈现服务业好于制造业的特征，第三产业同比+7.4%，高于第二产业的5.2%。从两年复合增速来看，第三产业为3.4%，也高于第二产业的3.0%。展望未来，我们预计这种服务业好于制造业的结构性特征或仍会贯穿下半年。

6月数据边际改善，但也仍然偏弱。从统计局给出的季调环比增速来看，6月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额分别为0.68%、0.39%、0.23%（5月为0.63%、0.27%、0.39%），多数边际改善。固定资产投资、社会消费品零售总额的四年复合增速分别为4.8%、4.0%，较5月的3.5%、3.5%边际改善，但是距离正常水平仍有一定距离。而考虑到6月CPI四年复合增速持平5月，6月PPI四年复合增速较5月下行0.2ppt，6月固定资产投资和社会消费品零售总额较5月的实际值的边际改善程度略高于名义值。扣除价格因素的6月工业增加值和服务业生产指数四年复合增速皆为5.3%，较5月的4.3%和4.8%皆边际改善，但总体不算快。

工业增加值的边际改善或主要受到部分中上游行业短期补库存的影响。虽然基数有所抬升，但是6月工业增加值同比增速较5月有所改善，为+4.4%（5月为3.5%），对应四年复合增速为5.3%（5月为4.3%）。同比增速改善幅度较大的行业主要是部分库存较低的中上游行业，例如化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业和有色金属冶炼及压延加工业，同比分别为9.9%、7.8%、9.1%（5月分别为3.9%、3.1%、7.1%）。在终端需求受地产、出口影响仍然偏弱的背景下，这部分中上游行业改善的可持续性仍需观察。四年复合增速角度来看，高技术制造业边际改善较大，为9.6%（5月为7.9%），医药、电子、汽车分别较5月改善1.9ppt、1.5ppt、1.8ppt。

需求层面整体仍然偏弱，除了6月出口同比降幅扩大以外，内需层面投资主要受到地产的拖累，1-6月整体固定资产投资增速+3.8%，基本符合预期；而消费内生动能也仍显不足。具体来看：

上半年广义基建投资同比增长10.1%（前5月为9.5%），其中6月同比11.7%。从分项看，6月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理增速分别为25.7%、22.2%和-1.1%，公用事业增速高位略放缓，交通建设大幅加快、水利市政投资负增。6月基建超预期主要来自交通投资反弹，或是源自交通重大工程项目建设加快进度，不过6月整体基建实物量偏低，反映水利环境市政等偏公益类基建拖累。近期地方专项债发行加快，如果7月有新增开发性政策性资本金工具出台，基建投资或仍能保持较高强度。

政策支持下，制造业边际改善。1-6月制造业投资累计同比+6%，持平1-5月，对应6月同比+6%，较5月的5.1%边际改善。分行业来看，产业升级类的行业投资增速在政策支持下边际改善幅度更大。6月医药、汽车、电气机械、电子的投资增速分别为7.5%、25.5%、38.9%、6.5%，分别较5月改善12.1ppt、9.0ppt、7.2ppt、5.2ppt。

拿地谨慎，销售旺季不旺，拖累资金来源，开工和竣工放缓，房地产开发投资同比继续维持在-10.2%的低位。新开工面积同比从-27%进一步放缓至-30%，竣工面积同比升幅从24%进一步放缓至16%，销售旺季不旺，商品房销

售面积和金额同比从-2.7%和7.0%放缓至-17.6%和-18.8%。资金来源同比从-7.4%进一步放缓至-21.6%，国内贷款和自筹资金同比维持在-13.8%的和-29.6%的低位，定金及预收款、个人按揭同比大幅转负至-19.5%和-13.0%。开发商拿地继续谨慎，土地成交价跌量涨，城市间冷热分化明显，300城宅地成交建面同比由0.4%大幅回落至-57.5%，成交均价同比由9.8%大幅上升至26.6%，流拍率上升。金融16条延期，央行支持银行存量按揭重定价，需求端一区一策放松继续，政策仍将在供需两端加大发力以稳定地产市场。

社零总额的4年复合增速有边际改善，内生需求仍然偏弱。6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，较上个月大幅下滑9.6个百分点，主要因为基数反弹对同比增速形成拖累。如果看以2019年为基期的4年复合增速，6月复合增速为4.0%，比4-5月的3.5%有边际改善。考虑到6月CPI的4年复合增速与5月基本持平，实际社零增速的改善幅度可能与名义社零大致相同。二季度居民消费倾向为68.2%，季调后的数值为68.4%，较1季度改善0.5个百分点，不过和2019年70.2%消费倾向仍有较大差距，反映出居民消费意愿仍没有充分修复。与此同时，居民可支配收入中，经营净收入的4年复合增速仅为5.3%，明显低于可支配收入复合增速6.7%，反映出个体工商户、小企业主等经营主体的收入仍然偏弱。在居民收入和消费意愿尚未较好恢复的情况下，消费内生动能仍需进一步的提振。

以上观点来自：2023年7月17日中金公司研究部已发布的《总体偏弱，政策加码必要性上升——2023年6月经济数据点评》

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

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

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

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

专题聚焦

房贷早偿的中外对比及启示

今年以来提前还贷持续引发市场关注，我们通过RMBS底层资产的提前还款数据回顾我国提前还贷的历史走势，近期的上升趋势与历史上升趋势相同，从12个月移动平均来看，我们认为早偿走势尚未超预期，早偿中枢仍在8%-13%。

美国的提前还款率与利率走势负相关性很高。当利率下行，提前还款率有明显上升趋势。原因在于美国按揭贷款主要为固定利率，存在灵活的再融资机制。当利率下降时，存量固定利率房贷利息成本上升，美国居民可以通过再融资实现低息贷款置换存量高息贷款，减轻还贷压力。此外再融资也有稳定按揭贷款规模的作用。

我国提前还贷的诱因与美国类似，即在新旧利率差异加大背景下居民做出的减轻存量房贷负担的理性行为。不同之处在于政策制度和还款来源不一样，我国当前没有按揭贷款再融资政策，居民更多通过储蓄存款或其他可替代性负债实现提前还贷。此外，提前还贷可能还与房地产市场活跃度、居民收入、资产端收益有关。

我们认为短期内提前还贷可能有所放缓，提前还贷可能呈现季度初高于季度末的季节性特征。

提前还贷对金融机构的影响。按揭贷款在银行贷款中占比较高，并且按揭贷款违约率低，资产安全性较高，风险权重较低，是银行优质核心资产。过去按揭贷款增长的核心是房价持续上涨，而随着房价高位回落，购房者承受能力下降，按揭贷款也就难以持续增长。当前我国房价趋于平稳，提前还贷使得贷款增长放缓。

提前还贷对融资和债券利率的影响。从日本经验来看，房价下跌不但使居民加杠杆意愿下降，而且拖累非金融企业部门融资，导致整体社会融资增长放缓，上世纪九十年代之后日本全社会融资规模持续下降，尽管政府部门加杠杆进行对冲，但是仍未能改变资产负债表收缩局面。我们认为今年我国居民提前

还贷可能对社会融资增长有所拖累，后续我国社会融资增长可能趋缓。在融资收缩过程中，消费会受到一定的拖累，利率可能会更趋于下行。

提前还贷对RMBS的影响。提前还款有利于降低底层资产和证券端的违约风险。优先档过手摊还个券在收益率不变及提前还款率上升的情况下，加权期限缩短，溢价券净价下降，折价券净价上升。我们测算近期实际成交的次级档发现，在封包期利息入池、超额抵押和收入账补本金账等交易结构安排下收益率随着早偿率的上升呈现上升态势。

提前还贷的应对。通过降低基准利率推动整体按揭贷款利率下降，降低居民提前还贷意愿；探索通过“协商变更贷款合同”或“贷款置换”的方式降低存量贷款利率；加强对贷款套利行为的监管和处罚；稳增长、稳预期。



以上观点来自：2023年7月18日中金公司研究部已发布的《房贷早偿的中外对比及启示》

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

范阳阳 分析员 SAC 执证编号：S0080521070009 SFC CE Ref: BTQ434

魏真真 联系人 SAC 执证编号：S0080121070057

专题聚焦

ESG视角看央国企价值重塑

央国企价值重塑中的ESG因素：央国企经营指标升级助力ESG内外驱动

央国企高质量发展的演变：2022年以来，国家层面要求央国企在经营活动中“坚持价值创造与价值实现兼顾”、“聚焦共建共享开展价值创造”。在新发展理念及国企改革政策的引领下，国有企业通过提升公司治理水平，积极承担环境、社会责任，有助于实现高质量发展和价值重塑。

央国企经营指标体系升级：为提升央国企经营效率，国资委自2020年起陆续提出“两利三率”（2020年）、“两利四率”（2021年）和“一利五率”（2023年）的经营指标，通过市场化、数量化的目标设定激励央国企实现价值创造。

ESG对央国企价值提升的驱动途径：较好的ESG水平能够提升经济增加值（EVA），从外部和内部竞争力两方面影响企业估值。中金ESG评级数据显示，央国企的ESG平均表现优于非央国企，特别是社会和治理支柱。然而央国企的估值多数情况下处于同行业较低水平。在央国企子样本内部，ESG表现与评价指标（如市净率、ROE、营业现金率）呈正向关系。我们认为，提升ESG信息披露，社会责任和内部治理，以及创新研发会为央国企带来新的价值增长机会。

社会价值创造对央国企价值的影响机制

福利性、战略性社会责任与经营目标协调发展：央国企长期承担着超越经营业务的社会责任。福利性社会责任体现在央国企为保障社会民生、促进区域经济发展等发挥的重要作用。战略性社会责任体现在央国企为实现国家长远发展目标，进入高端产业链环节，追求技术的先进性；通过非市场化定价方式配置资源，推行部分产业优先发展战略。央国企在前期通常面临短期经济效益的压力，但长期有助于推动高端产业崛起和国家产业结构调整。随着国企改革的推进，央国企正逐步优化经济布局 and 结构，寻找主业与社会责任相互协同的机制，协调盈利目标和社会发展目标。

公司治理对央国企价值的影响机制

治理重塑央国企价值的基本途径：央国企可以通过优化治理制度、提升股权激励、加强信息披露与投资者沟通实现治理价值重塑。中金ESG评级结果显示，央国企的公司治理得分平均优于非央国企，治理得分较高的央国企ROE表现更好。在治理制度方面，央国企应增加独立董事比例、优化管理层参与治理，建立专门的ESG治理架构。在股东回报和股权激励方面，央国企应稳固高股息率，通过长期高质量发展将优势转移到估值定价，提升企业长期利益发展。在信息披露方面，央国企应加强信息披露透明度和数据质量。

绿色转型对央国企价值的影响机制

外部要求与内在动力：央国企面临着响应双碳政策和保障能源安全的外部要求，需要通过节能降碳、提高能效、推进清洁安全生产等措施实现绿色低碳发展示范作用。央国企的碳排放强度整体呈下降趋势但仍高于非央国企，需要在控制碳排放的同时确保能源供应。央国企通过内在驱动降低风险和成本，促进收入结构多元化。一方面，央国企可以通过优化能源和碳管理，降低生产和原料成本，实现降本增效。央国企还需提高对气候转型风险的表现，保护资产和利益，适应低碳经济的需求。另一方面，可以通过开发绿色产业为企业带来绿色收入新的增长点。

以上观点来自：2023年7月18日中金公司研究部已发布的《ESG视角看央国企价值重塑》

刘均伟 分析员 SAC 执证编号：S0080520120002 SFC CE Ref: BQR365

金成 联系人 SAC 执证编号：S0080122030152

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

周萧潇 分析员 SAC 执证编号：S0080521010006 SFC CE Ref: BRA090

王政 分析员 SAC 执证编号：S0080521050013 SFC CE Ref: BRI454

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.7.17 中国图说中国宏观周报：房地产的新线索
- 2023.7.17 联合解读：月度数据与资产配置点评
- 2023.7.17 中国宏观热点速评：总体偏弱，政策加码必要性上升 ——2023年6月经济数据点评
- 2023.7.18 联合解读：6月经济数据与资产配置点评
- 2023.7.20 海外宏观专题报告：美国反垄断，缘何受阻？ ——数字经济月报
- 2023.7.23 海外宏观周报：FOMC前瞻：对停止加息展开讨论

策略及大宗商品

- 2023.7.17 大宗商品：6月数据点评：需求弱复苏，供需边际好转
- 2023.7.20 大宗商品：农产品：黑海粮食协议终止，国内外粮价影响几何？
- 2023.7.22 全球资金流向监测：南向资金波动创21年初以来新高
- 2023.7.22 主题策略：公募二季报回顾：整体仓位略降，TMT加仓消费减仓
- 2023.7.22 大宗商品：农产品：农桑时录（9）：供给扰动再起，溢价有所抬升
- 2023.7.23 海外中资股策略周报：如何破解当前市场僵局？

固定收益

- 2023.7.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.7.17 资产证券化分析周报：存量房贷利率调整对RMBS的影响推演
- 2023.7.17 简评：纽泰转债上市定价分析
- 2023.7.17 简评：地产和消费偏弱压低名义GDP增速，债券收益率仍有下行空间 ——6月经济数据分析
- 2023.7.17 简评：海泰转债上市定价分析
- 2023.7.17 中资美元债周报：美国经济数据弱于预期，“金融十六条”部分政策延长期限
- 2023.7.17 简评：晶澳科技转债投资价值分析
- 2023.7.18 招投标备忘录：国开债23年第6、7、8期增发——利率债招标分析
- 2023.7.18 简评：赫达转债上市定价分析
- 2023.7.18 简评：明电转02上市定价分析
- 2023.7.18 专题研究：房贷早偿的中外对比及启示
- 2023.7.19 招投标备忘录：农发债23年第6、10期增发——利率债招标分析
- 2023.7.19 中国房地产债券月报：6月房地产债券月报： ——销售持续弱势
- 2023.7.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.7.19 简评：力合转债上市定价分析
- 2023.7.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

- 2023.7.21 招投标备忘录：贴现国债23年第43期新发、付息国债23年第3期续发——利率债招标分析
- 2023.7.21 中国可转债策略周报：月历效应，与基于预期的转债基本面择优
- 2023.7.21 简评：债基规模创新高，固收+“终迎”净申购 ——债基2023年2季报点评
- 2023.7.22 简评：经济高频数据仍回落，政策力度受关注——中金固收高频数据跟踪
- 2023.7.22 信用债收益率跟踪周报：6月银行成为信用债增持主力
- 2023.7.22 专题研究：政策出台背景下，债券利率回升还是继续下行？ ——中金债券市场调查2023年7月期

行业

- 2023.7.17 机械：中金通用自动化周报：6月信贷略超市场预期，持续关注人形机器人产业进展
- 2023.7.17 博彩及奢侈品：3Q23期待中场业务全量复苏
- 2023.7.17 电力电气设备：硅片业绩预告出炉，静待三季度复苏趋势
- 2023.7.17 银行：央行发布会会有哪些新信号？
- 2023.7.17 机械：工程机械月报：6月挖机需求转弱，重型叉车出口景气延续
- 2023.7.17 交通运输物流：双周报#369：关注Q2业绩改善，航空暑运旺季或有催化
- 2023.7.17 航空航天科技：航空航天科技2023下半年展望：底部清晰，重拾景气
- 2023.7.17 REITs：公募REITs周报（7.10-7.14）：市场情绪有所延续，高速公路REITs领涨
- 2023.7.17 公用事业：风光公用环保7月月报：看好Q3旺季行情
- 2023.7.17 煤炭：6月点评：供给增长放缓，日耗延续上行
- 2023.7.17 房地产：6月房地产基本面表现均弱，需求仍是关键
- 2023.7.17 基础材料：6月点评：淡季需求降温，静待旺季到来
- 2023.7.18 可选消费：6月社零同比+3.1%，下半年消费有望持续复苏
- 2023.7.18 公用事业：电力2023下半年展望：碳排双控下绿电乘势而起；行业关注点从成本走向定价
- 2023.7.18 机械：五金工具月报：5月地产数据亮眼，终端需求降幅收窄，关注下游去库情况
- 2023.7.18 建筑与工程：6月基建投资加速增长，中特估标的重回低估值区间
- 2023.7.18 造纸：文化纸发布涨价函，大宗纸供给调节进行时
- 2023.7.18 不动产与空间服务：周评#349：上周新房和二手房销售环比走平
- 2023.7.18 传媒互联网：6月电商数据：线上渗透率同比仍有提升
- 2023.7.18 化工：PPI见底，节能降碳提振中期信心
- 2023.7.18 科技硬件：中金看海外公司 | 苹果：全球科技龙头，软硬件协同驱动成长
- 2023.7.18 轻工日化：促进家居消费政策发布，有望提振家居销售

- 2023.7.18 传媒互联网：线上平台专题之二：网文市场迎变局
- 2023.7.18 公募洞察系列：六问六答：公募降佣影响几何？
- 2023.7.18 可选消费：数说消费7月刊：消费边际回暖，改善可期
- 2023.7.18 金融：AIGC+金融：高价值的落地场景
- 2023.7.18 家电及相关：空调海外复苏渐入佳境，新兴市场快速增长
- 2023.7.18 家电及相关：清洁电器：内销以价换量带动回暖，海外去库存周期结束
- 2023.7.19 钢铁：6月数据点评：长板分化，布局制造业“核心资产”
- 2023.7.19 交通运输物流：航空6月点评：客座率创今年月度新高，国际运力持续恢复
- 2023.7.19 金融：金融科技月观察：监管靴子落地、估值修复开启
- 2023.7.19 科技硬件：中金看海外 公司 | 光学系列深度#4：卡尔蔡司-工业级精密光学标杆企业，百年积累沉淀深厚制造壁垒
- 2023.7.19 香港金融：1H23香港银行业业绩预览：高利率环境持续，关注ROE改善与业绩反转标的
- 2023.7.19 科技硬件：AI浪潮之巅系列：大模型推动大算力，通信传输再升级
- 2023.7.20 传媒互联网：全球观察-Netflix：2Q23营收略低于预期，指引2H23公司业绩加速释放
- 2023.7.20 交通运输物流：积极布局航空系列：航空股投资五问五答
- 2023.7.20 REITs：公募FOF投资公募REITs三问三答
- 2023.7.20 科技：慕尼黑2023上海展会：关注消费电子及光学创新方向，汽车电子进展加速
- 2023.7.20 纺织服装珠宝：纺织服装珠宝2023下半年展望：重视品牌利润率拐点，关注制造订单兑现
- 2023.7.21 一带一路：前言 对新形势下带路倡议促进发展与合作的几点思考
- 2023.7.21 一带一路：第一章 发展是共建“一带一路”的总钥匙
- 2023.7.21 一带一路：第二章 带路合作，为何基建比重高？
- 2023.7.21 一带一路：第三章 打造开放可持续的带路创新体系
- 2023.7.21 一带一路：第四章 绿色约束下共谋发展
- 2023.7.21 一带一路：第五章 共建“一带一路”与国际经济治理
- 2023.7.21 一带一路：第六章 推进带路国家金融合作：现状与挑战
- 2023.7.21 一带一路：第七章 “一带一路”债务风险化解
- 2023.7.21 一带一路：第八章 带路金融：资本市场大有可为
- 2023.7.21 一带一路：第九章 “一带一路”与人民币国际化
- 2023.7.21 一带一路：第十章 带路项目可持续性的产业视角分析
- 2023.7.21 一带一路：第十一章 基建“带路”，共谋发展
- 2023.7.21 一带一路：第十二章 破解资源诅咒，带路合作共赢
- 2023.7.21 一带一路：第十三章 重化工业“一带一路”迎来发展新机遇
- 2023.7.21 一带一路：第十四章 聚焦基建类装备带路出海机遇
- 2023.7.21 一带一路：第十五章 新能源汽车“一带一路”出海正扬帆

- 2023.7.21 一带一路：第十六章 消费产业助力带路经济
- 2023.7.21 有色金属：钴：短期见底反弹,中长期价格中枢温和修复
- 2023.7.21 旅游酒店及餐饮：旅游酒店及餐饮2023下半年展望：兼顾长期逻辑和短期景气催化
- 2023.7.21 主题研究：CPIA会议总结：聚焦高质量发展，关注海外市场动态
- 2023.7.21 博彩及奢侈品：2023年6月瑞士表全球出口额同比增长14.0%
- 2023.7.21 传媒互联网：基金2Q23传媒持仓分析：偏好持续提升，游戏板块受到关注
- 2023.7.22 公募洞察系列：券商代销保有量再创新高—评2Q23基金代销数据
- 2023.7.22 金融：居民风险偏好缓慢修复—2Q23保有量点评
- 2023.7.22 交通运输物流：G7货运指数新纳入短途，增速较前值上升
- 2023.7.22 医疗健康：IVD集采利空或将出尽，关注板块投资机会
- 2023.7.22 半导体：全球观察-ASML：2Q23向中国大陆客户DUV发货增长，上调全年营收增速至30%
- 2023.7.22 传媒互联网：互联网周思考：政策回暖，关注盈利企稳
- 2023.7.22 机械：关注出口链机会与新能源新技术变革
- 2023.7.23 医疗健康：促进民营经济政策发布，关注中报业绩带来的投资机会
- 2023.7.23 半导体：周报（07/14）：持续关注封测环节周期底部投资机会

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