

研报精选

2022年11月6日 第95期

宏观专栏

内外需边际走弱——10月经济数据前瞻

10月以来，疫情反弹对居民消费、建筑投资的影响有所加大。海外经济景气持续下行，出口也面临回落压力。报告认为，由于内外需边际走弱对生产形成拖累，预计10月经济总体承压。同时，稳增长政策积极发力，预计基建投资同比保持两位数高增长，房地产投资或弱改善。

中期选举：拜登经济学的“试金石”

报告认为，在美国民主党保住参议院、失去众议院的基准情形下，若民主党提高企业税法案受阻，对资本市场可能有利，因投资者担心该法案将影响企业盈利；但若共和党迫使政府减支，美国经济下行压力或增大。

专题聚焦

美国创新链资助政策及WTO规则兼容性分析

美国拥有覆盖创新链各环节的资助体系，主要借助拨款等财政工具资助研发环节，产业化阶段的资助政策则更多体现为政策性创新金融。此外，美国也重视对小企业的资助，并调动社会力量严惩对公共资金的欺诈。

油运市场走向何方？

报告认为，当前油运周期依然向上，基准假设下2023年全球油运供给与需求将较2019年增长10%、2%，因此油运产能利用率可能仍未达到饱和，供需差有望驱动超大型油轮运价均值到4-6万美元/天，显著高于今年。

宏观专栏

内外需边际走弱——10月经济数据前瞻

10月以来，疫情反弹对居民消费、建筑投资的影响有所加大，线下人员流动和实物工作量进展都受到扰动。海外经济景气持续下行，出口也面临回落压力。内外需边际走弱对生产形成拖累，我们预计10月经济总体承压。同时，稳增长政策积极发力，10月上旬对公贷款集中投放支持基建，各地方稳地产政策也有落地，我们预计基建投资同比保持两位数高增长，房地产投资或弱改善。

疫情反弹扰动居民消费，社零总额增速或进一步下降。10月国内疫情反弹明显，主要城市地铁客运量、全国人员迁徙规模等降幅较9月进一步扩大。10月PMI服务业商务活动指数下降1.9个百分点至47.0%，7-10月该指标累计下降了6个百分点，大约是今年3-4月降幅（9.7个百分点）的62%，反映出线下消费活动面临较大扰动。受国庆假期汽车销售低迷的拖累，乘联会预计10月销量同比增长11.4%¹，这是6月汽车政策出台以来增速最慢的一个月。我们预计10月消费面临一定压力，社零总额同比增速或在0%左右。

1-10月固定资产投资累计同比增速或持平于5.9%。制造业投资方面，前期出口增速下行以及制造业企业利润与预期偏弱或压制企业投资意愿，而设备更新再贷款、高新技术企业设备投资加计扣除政策等可能对制造业投资有所支撑，我们预计1-10月制造业投资同比增速基本持平于10%（1-9月为10.1%）。**房地产方面**，10月中金房地产景气指数与上月持平于98.9，其中需求有反复，供给和融资略改善。在集中土拍下，百城宅地成交建面同比从-26.4%反弹至8.4%。我们预计，销售面积同比增速或仍在-15%左右，“保交楼”政策支持下投资降幅或略收窄，房地产开发投资同比增速改善至-10%（9月为-12%）。**基建投资方面**，电力装机增速或将在4季度迎来高峰期，传统基建虽然受到财政资金的支持力度下降，但准财政或将继续接力，我们预计10月基建投资增速或基本持平前月在15%左右。基建实物量来看，水泥等建材开工率同比回升但呈现小幅累

¹ <http://cpcauto.com/newslist.php?types=csjd&id=2898>

库现象，工地施工和建材跨城运输或受到疫情扰动，基建实物形成量可能不及市场预期，我们认为未来仍需持续跟踪疫情形势进展。

外需走弱，基数继续抬升，出口增速或继续回落。在海外央行加速收紧货币政策的背景下，10月海外PMI进一步下行。基数方面继续小幅抬升（2021年9月、10月出口两年复合增速为18.3%、18.6%），或给10月出口同比增速带来额外下行压力。从高频数据来看，2022年10月前20天韩国日均出口同比-9%（9月为0.4%），从中国日均进口同比+7.1%（9月为8.6%）；2022年10月越南出口同比+5%（9月为10%）。综合来看，我们预计10月出口同比+4.1%（9月为+5.7%）、进口同比+0.6%（9月为0.3%），贸易顺差957亿美元。

下游需求偏弱叠加基数抬升，工业增加值增速或有所回落。10月下游需求偏弱，PMI生产分项环比回落1.6ppt至49.6%，工业生产承压。2021年同期限电缓解，使得10月基数略有抬升。我们预计工业增加值同比增速或回落0.8个百分点至5.5%，好于7-8月。

PPI同比转负，CPI同比放缓。10月国际油价、铜价均回落，旺季过后煤炭价格亦回落，基建和保交楼发力黑色价格有所回升，但由于去年煤电短缺带来的高基数，今年10月基数效应就会拖累PPI同比较上月少2.5个百分点，PMI价格蕴涵的10月PPI同比大概率转负，估计在-1.5%左右。CPI在9月是年内高点，我们预计猪价可能还会抬升、果蔬价格走弱，工业消费品价格随着PPI放缓而放缓，服务价格去年基数不低，今年十一还是有一些压制，同比可能也会放缓，总体上CPI可能从2.8%放缓至2.5%。

信贷投放同比微升，政府债发行支持社融增速。在10月月初，银行集中投放贷款，对公贷款为主，主要投向基建类行业；但是到了月底，票据利率再次走低，1个月票据利率再次跌到0附近，反映内生信贷需求仍然不足。在此背景下，10月26日国务院常务会议进一步扩容设备更新再贷款支持范围，以提振信贷投放²。综合来看，我们预计10月新增信贷9200亿元左右。专项债额度存量盘活比较顺利，10月完成了5000亿元存量额度的绝大部分发行，对新增社融形成

² http://www.gov.cn/premier/2022-10/27/content_5722253.htm

支撑。另外，在基建发力的背景下，我们预计新增委托贷款可能也将在1000亿元左右。综合来看，我们预计10月新增社融1.8万亿元，社融同比增速或小幅上升至10.7%。



以上观点来自：2022年11月2日中金公司研究部已发布的《内外需边际走弱——10月经济数据前瞻》

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

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

宏观专栏

中期选举：拜登经济学的“试金石”

一、中期选举知多少？

美国的中期选举每四年一次，其目的为选举新的国会议员。美国国会是美国最高立法机构，在美国三权分立政治体系中拥有重要地位。美国国会行使立法权，而且对行政权、司法权也有影响。美国国会由参、众两院组成，体现美国宪政民主的权力分立与制衡理念。权力方面，总统与外国缔结条约及总统任命的官员须经参议院批准³，众议院有权提出财政案和弹劾案⁴，但弹劾案须经参议院批准通过。参议院的权力大于众议院，具有任免官员的权利，但同时参议院的权力也受到众议院监督。本质上说，设立众议院是为了避免少数人伤害多数人，设立参议院是为了防止滥用民意，从而降低民主政治的弊端。

根据美国的选举规则，参议院代表地区之间的平衡，众议院以人口比例反映民众观念。参议院共有100个席位，美国50个州无论大小均可选出两名参议员代表本州。参议员任期6年，每2年会有三分之一的参议院议员面临竞选连任。众议院共有435个席位，每位众议员代表各自所在州的一个特定选区，任期2年。

今年众议院全部435个席位、参议院100个席位中的35个席位将被改选。流程上，候选人9月中旬前由各州初选决定，最终人选在11月8日的大选中确定。参议院的初选在州一级，众议院在选区一级。参议院选举方面，第117届国会中，民主党在参议院以50:50勉强保持优势（副总统哈里斯兼任参议长，在参议院投票持平下可以凭一票定乾坤）。今年改选的35个席位中，14个原先是民主党席位，21个原先是共和党席位，民主党“保席”压力小。众议院选举方面，民

³ 美国宪法规定：“总统经咨询参议院并取得其同意有权缔结条约，但须有出席参议员总数的三分之二表示赞成。总统提出人选，经咨询参议院和取得同意后任命大使、公使和领事，最高法院法官以及任命手续未由美国宪法规定而由美国法律另行规定的合众国其他官员。但国会认为适当时，得以法律将这类较低级别官员的任命权授予总统一人，法院或各部部长。总统有权委任人员填补在参议员休会期间可能出现的官员缺额，但这些委任应于参议院下期会议结束时期满。”信息来源：<https://www.state.gov/wp-content/uploads/2020/05/CHN-Constitution.pdf>

⁴ 美国宪法规定：“唯众议院有弹劾权”；“一切征税议案应首先在众议院提出，但参议院可用处理其他议案的凡是提出或赞同修正案”；“唯参议院有审判一切弹劾案之权”

主党以222:213占据优势。这意味着，守住参议院的每一个席位对民主党获胜都至关重要。众议院两党差距微弱，共和党再获得五个席位就可以翻盘。

历史经验显示，执政党在中期选举中面临“中选魔咒”，即美国总统所在党往往无法在选举中占得先机。根据我们的统计，在1982年到2018年的10次中期选举中，总统所在党平均失去22.7个众议院席位和3.4个参议院席位。这一规律虽有例外，但目前拜登政府并没有遇到这样的例外情况。2022年9月18日-10月2日，主流媒体公布的拜登支持率均值为42.1%⁵，尚未超过50%。

二、中期选举有何看点？

从选举议题重要性看，本次中期选举经济议题最重要，其次是控枪、堕胎等分裂性议题，而能源外交政策关注度下降。根据皮尤中心的民调数据，2022年中期选举中，有77%的选民关注经济议题，位列第一。分党派看，90%的共和党人和67%的民主党人表示非常重视此项议题，说明共和党人对当前的经济更关注⁶。

（1）经济议题：对通胀的看法是关键

自上台以来，拜登推行“高压经济学”⁷，大幅增加财政支出，致力于发力传统基建、绿色基建和人力资本投资。拜登政府先通过了1.9万亿美元的《美国救助法案》，以应对新冠疫情。此后又提出了4万亿美元的财政支出计划，涵盖传统基建、绿色基建和人力资本方面，通过《基础设施投资与就业法案》和《重建更美好未来法案》落实。其中，《基础设施投资与就业法案》涵盖传统基建，新增支出规模5500亿美元，2021年11月15日由拜登签署成为法律。《重建更美好未来法案》涵盖与气候变化、家庭护理、社会福利相关的支出，在众议院以微弱多数通过，但在参议院遭到全体共和党人与民主党参议员曼钦的反对。经过反复博弈，该法案规模大幅缩小，最终以《通胀削减法案》通过，其中涵盖

⁵ <https://www.realeclearpolitics.com/epolls/other/president-biden-job-approval-7320.html>

⁶ <https://www.pewresearch.org/politics/2022/08/23/abortion-rises-in-importance-as-a-voting-issue-driven-by-democrats/>

⁷ “高压经济学”指以高增速、低失业为特征的经济。参考Arthur Okun, “Upward Mobility in a High-Pressure Economy,” Brookings Papers on Economic Activity, Spring 1973.

3690亿美元的绿色基建。两大法案立法完成的基建总额为9190亿美元，占拜登上台时承诺规模（2-3万亿美元）的1/3以上。

拜登政府的财政刺激有助于增加就业，但也推高了通胀。截至2022年9月，美国失业率下降至3.5%，为四十年以来的最低水平，大幅低于1982年以来历次中期选举前的均值6.3%。但另一方面，财政刺激导致通胀高企，2022年9月美国CPI同比增长8.2%，处于近四十年来最高水平附近，大幅高于1982年以来历次中期选举前均值2.6%。面对通胀，拜登政府一方面强调抗通胀是首要任务，但另一方面又出台了各种有利于通胀的政策。比如，拜登近期推出《通胀削减法案》和《学生贷款削减计划》，似乎都会产生一定的通胀效应：

► 《通胀削减法案》是先前《重建美好法案》的精简版本，看上去是为了削减通胀，实际上却是针对发展清洁能源，短期内对通胀的抑制作用或有限。该法案的具体内容包括：1）支出端：法案计划投资3690亿美元用于应对气候变化，将重点支持电动汽车、光伏、储能等清洁能源产业的发展；并计划到2030年碳排放量削减约40%。2）收入端：法案拟通过处方药计划和增设最低企业税，为政府的清洁能源支出提供7380亿美元的资金支持。根据国会预算委员会的估算，该法案前五年（2022-2026年）带来的年均政府赤字削减规模为42亿美元，占2021年美国GDP比例为0.02%左右⁸。由此可见，该法案的财政紧缩效应非常有限，我们预计其对通胀的抑制作用或也比较有限。

► 《学生贷款削减计划》有利于降低学生负债，有助于支撑消费和通胀。疫情期间，拜登政府曾宣布暂停偿还学生贷款，该暂缓本来应该在2023年1月1日到期。但在8月24日，为兑现大选时承诺，拜登宣布美国政府针对减免学生贷款债务的新计划。该计划的内容为：1）为中低收入人群提供针对性的债务减免；2）削减本科学生、公职人员的月还款负担。我们认为，该计划如果顺利实施，将使得美国通胀更为顽固。首先，学贷削减计划将增加居民收入现金流和家庭财富，从而提升需求。其次，学贷削减计划也可能导致学费上涨。未

⁸ <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2022/8/5/inflation-reduction-act-comparing-cbo-and-pwbm-estimates>

来债务取消的预期会增加学生借贷意愿，并降低学生和家长对学费的敏感性，鼓励大学进一步提高学费⁹。

（2）贸易议题：聚焦科技与供应链

贸易和对华政策并不是这次中期选举的一个热点话题，但却是拜登政府一直在推进的领域，有别于特朗普政府粗放型的关税手段，拜登政府更倾向细化的产业政策。具体来看，拜登政府的产业政策包括两个维度，即“供应链韧性”战略和增加对新技术的投入。

►“供应链韧性”战略将供应链问题与国家安全挂钩，核心思想是从强调效率优先转为强调安全优先。该战略有三大目标：1）加强基建，缓解供应链中断危机；2）加速推动供应链回流，增加投资，扩大需求，增加就业；3）推动全球产业链重构，减少对中国的依赖。对应的举措包括：1）评估美国关键产品与行业的供应链风险；2）面对供应链危机，着手解决薄弱点。施力重点为解决美国的运输问题，打通各环节，比如加快港口基础设施建设。3）从半导体行业入手重塑供应链。如要求各环节供应商公开库存、需求与订单数据，提高供应链透明度，加强统筹协调；以政策措施吸引半导体企业回归美国本土，巩固国内半导体制造的产业基础，保证芯片的长期稳定供应。4）作为配套措施，拜登通过签署行政令和发布倡议等方式推动“购买美国货”。

►除了国内措施，拜登政府在国际上大力推进“供应链外交”，构建联盟。全球层面，拜登召开“全球供应链韧性峰会”，参会者包括传统同盟（英、德、加、澳、日、韩、新）、新兴经济体（印度、印尼、墨西哥，推动承接中国部分产业转移的国家）和垄断性资源的特殊国家（刚果金和荷兰，前者拥有原料钴矿，后者拥有世界上最先进的光刻机制造技术）。区域层面，在“印太战略”框架下建立新的合作机制。双边层面，强化与日本、韩国、印度、越南和马来西亚等重要支点国家的联系。其实质为借助各国的力量解决供应链危机，维护美国在全球供应链中的特权地位。

⁹ <https://www.crfb.org/blogs/student-debt-changes-would-boost-inflation>

►在新技术的投入方面，拜登政府立法通过《芯片与科学法案》，增强美国在尖端技术领域的全球竞争优势。该法案拟支出2500亿美元，用于半导体领域的生产投资和科技创新。具体包含三个部分：1) 拟在半导体领域投入542亿美元，用于半导体行业的人才培养、研发和制造；2) 投入240亿美元，用于半导体制造投资的税收抵免；3) 投入1700亿美元，用于科技创新，具体包括国家科学基金、商务部技术中心、国家标准与技术研究所、能源部的人才招聘、科研及相关工作¹⁰。

三、民主党胜算几何？

根据无党派预测机构库克政治报告(Cook Political Report)的分析，在参议院，民主党防守压力相对更小；而在众议院，共和党赢面较大¹¹：参议院竞争激烈，35个即将改选的席位中，14个原先由民主党控制，21个原先由共和党控制，民主党防守压力较小。民主党防守的14个席位中，8席安全，3席有优势，3席摇摆。与此对比，共和党防守的21个席位中，14席安全，5席有优势，2席摇摆。参议院两党总体处于僵持态势，共和党摇摆州数量更少。在众议院，共和党相对占优。共和党188席较稳固，23席有优势。按照众议院218席的获胜标准，如果共和党再获得7个摇摆席支持，就可以在中选获胜。

展望未来，我们认为有三种可能结果：1) 民主党在参议院获胜，但在众议院失败，形成“分裂”国会，这也是我们的基准情形；2) 民主党在参、众两院均获胜；3) 民主党在参、众两院均失败，导致拜登成为“跛脚”总统。

四、选举结果有何含义？

(1) 情形一：“分裂”国会，内政面临掣肘

如果共和党人控制众议院，拜登政府的一些政策将受到批判、审查、甚至反转。众议院可能利用召开听证会和要求提供信息、文件的权力，对政府进行严格的监督，比如对拜登政府上台以来的政策展开调查。众议院还可能通过调

¹⁰ <https://www.vanhollen.senate.gov/imo/media/doc/CHIPS%20and%20Science%20Act%20of%202022%20Summary.pdf>

¹¹ <https://www.cookpolitical.com/ratings/senate-race-ratings>

查司法部，影响其对前总统特朗普的调查。

在后续立法当中，民主党也不得不与共和党进行更多妥协，财政支出或受限。众议院共和党人有可能以财年预算为筹码，施压拜登减少开支（削减对乌克兰的军事援助，在绿色、基建方案上妥协），或者修改此前通过的法案中的条款。如果民主党领导的参议院拒绝共和党人的倡议，他们可能会利用政府关门或拒绝提高债务上限的方法迫使其妥协。新国会将于2023年1月3日上任，届时双方或就2023年财年政府预算和财政部能否突破31.4万亿美元的债务上限展开争斗。历史上也有这样的事件发生，比如2010年中期选举后，奥巴马以医保方案妥协换取提高债务上限。当时尽管没有出现政府关门，但美国主权信用评级遭调降，一度令市场避险情绪升温。

国内政策受阻也可能使拜登政府将目光转向海外，比如在对外贸易和产业政策上“做文章”。美国总统在贸易问题上有较大权利，一些与贸易相关的法令可以通过行政命令发布，无需经过国会授权。上台之前，拜登就曾承诺要推动制造业回流美国，上台之后，拜登在增强制造业产业链韧性方面采取了较多措施，比如鼓励发展清洁能源和芯片制造等。如果国内立法受挫，不排除拜登在这些方面继续发力。历史上，也曾出现过中期选举后白宫政策目标从国内转向国外的先例，比如2018年中期选举后，特朗普政府加大对中国的关税，贸易摩擦进一步升级。

从好的方面看，“分裂”国会能降低提高企业税法案的出台概率，对资本市场可能是有利的。如果国会两院和白官同属于民主党，那么政策推行将更加顺利，目前民主党的政策“清单”中还剩下对富人和大企业征税、反垄断等不利于资本市场的项目，投资者担心这些法案通过会影响企业盈利及竞争力。因此，若共和党人夺得参议院，那么这些政策出台的概率将下降，反而对市场是利好。

总而言之，在“分裂”国会的情形下，如果共和党人没有过度阻挠，且民主党推行提高企业税法案受阻，那么市场对政策不确定性的担忧将下降，风险偏好可能是改善的。但如果共和党抓住债务上限不放，要求拜登政府减少开支，或是拜登政府在所谓的“大国竞争”方面采取更加激进的举措，那么经济将面临更多下行压力，市场风险偏好也可能恶化。

（2）情形二：民主党大胜，继续“大财政”

如果民主党获得大胜，继续控制参、众两院，表明选民认可拜登政府的“高压经济学”，即便这会带来高通胀。这种情形意味着，选民认为就业强劲比控制通胀更为重要。在此情况下，我们预计拜登及民主党将受到鼓舞，继续推行“大财政”方略（如增加育儿和社区大学投资），同时加快推行此前还没有实现的政策，如对富人和大企业征税。届时，我们认为市场会担心拜登政府及民主党的财政扩张动机会加大通胀韧性，从而导致美联储进一步紧缩货币，形成“紧货币、宽财政”的宏观组合。对资产价格而言，这意味着利率还要进一步上升，美联储加息的终点也将更高。

（3）情形三：民主党大败，拜登“跛脚”

共和党人若把持参众两院多数席位，或借机弹劾拜登。此前民主党弹劾特朗普让共和党人耿耿于怀，此番如果大胜，或效法向拜登发起弹劾程序。共和党人还可以动用众议院的权利阻挠拜登施政，并阻止拜登任命最高法院大法官。

一种可能是共和党要求大幅削减财政支出，同时推进减税。参议院多数席位将有利于共和党控制讨论话题，大力推进政治议程。这将导致拜登的财政支出规模大幅削减。2017年特朗普签署的减税法案也有望得到递延¹²。

拜登“跛脚”，还意味着民主党2024年大选将面临较大压力。届时若民主党2024年选情优势微弱，共和党或重复2021年1月的戏码，质疑选举结果。在此背景下，特朗普或其追随者有卷土重来的可能性。皮尤调查中心2022年8月的调查结果显示，63%的共和党人仍期待特朗普或其追随者在2024年后卷土重来。

以上观点来自：2022年11月2日中金公司研究部已发布的《中期选举：拜登经济学的“试金石”》

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

张蕾 联系人 SAC 执证编号：S0080122080210

¹² <https://www.businessinsider.com/gop-extend-trump-tax-cuts-make-inflation-worse-bashing-biden-2022-10>

专题聚焦

美国创新链资助政策及WTO规则兼容性分析

2022年7月28日，美国国会众议院通过《芯片与科学法案》。该法案对于创新活动的总资助规模约2800亿美元，其中用于支持美国半导体行业的金额超过500亿美元，半导体及其相关制造企业的资本支出将享有25%的投资税抵免¹³。美国总统拜登当天发表声明称，该法案将创造众多高薪的制造业岗位，并巩固美国在相关产业的领导地位。不过，这样大规模的创新资助政策似乎与美国深入人心的“自由市场经济”形象相悖。本文的研究表明，在号称自由市场经济的美国，对于创新活动采取大力度的资助政策，是美国的一贯做法。

美国创新链资助政策主要由财政性研发资助和政策性创新金融两部分构成。财政性研发资助包含财政拨款、研发采购合同、税收优惠等财政工具，主要由美国国防部、国立卫生研究院（NIH）、能源部、国家航空航天局（NASA）和国家科学基金会（NSF）等五个部门负责实施。2019年，这五个部门的研发资金占到了美国联邦政府研发资金总额的91%；其中的75%用于支持外部研发，占美国联邦政府外部研发资助总额¹⁴的94%。具体而言，美国政府主要通过财政拨款、研发采购合同、税收优惠等三项工具来实现财政性研发资助。

政策性创新金融侧重通过对社会资金的调动来实现创新资助。除了资助创新企业外，政策性金融也会着重支持小企业。大企业具有更大规模的研发投入与人力资本积累，因而创新能力通常高于小企业。但创新能力和创新意愿并不一致，企业规模越大意味着激进式创新更容易带来范围不经济，导致大企业易出现对渐进式创新的路径依赖；小企业虽然在（激进式）创新方面具有更强的意愿，但大多存在抵押物不足、现金流不稳等问题，因而纯粹的市场化融资难

¹³ <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/08/09/fact-sheet-chips-and-science-act-will-lower-costs-create-jobs-strengthen-supply-chains-and-counter-china/>

¹⁴ 美国联邦政府研发资金通常分为内部研发和外部研发两个部分，内部研发由联邦研发机构或联邦实验室进行，外部研发资金则用于联邦机构对企业、高校等非政府机构研发活动的资金支持。如无特殊说明，本文所称研发资金均为外部研发支出。

以给予充分支持，需要政策性金融进行干预¹⁵。为促进小企业的发展，尽可能确保各类经济主体公平地参与市场竞争，美国于1953年颁布《小企业法案》，授权小企业管理局（Small Business Administration, 下简称SBA）为美国小企业提供政策性金融支持。

根据我们的测算，美国联邦政府各项创新资助工具的年度规模都达到了百亿美元量级。以2019年为例，美国前五大部门研发资助总规模高达973亿美元，其中财政拨款约为339亿，研发采购合同大约为635亿。此外，根据OECD数据，美国2018年研发税收优惠规模约为233亿美元。政策性创新金融方面，美国联邦机构官网披露了部分贷款发放信息，这些贷款一般不占用研发资金。其中，美国能源部和SBA总共发放贷款348亿，绝大部分为担保贷款；政府直接进行股权投资的规模较小，与美国商业风投上千亿美元的投资规模¹⁶相比微不足道。

财政性研发资助和政策性创新金融各有什么特点？财政性研发资助采取“拨款+采购合同+税收优惠”的组合形式。其中，财政拨款是美国联邦机构向企业、高校等主体提供无偿研发资助的主要方式，占2019年美国五大联邦机构研发资助的35%左右，主要包含直接拨款与合作协议两种形式。国防部、NASA等则更多采用研发合同采购的形式，因为对于这些部门而言，资助研发的主要目的是满足本部门的直接科研需求。研发税收优惠是创新链各环节均能享受的普惠性政策，2017年美国针对商业研发的税收优惠规模达189亿美元，是中国的2.2倍，位列G20第一。

在政策性创新金融中，美国能源部和SBA的资助最具代表性。美国能源部发放的政策性贷款主要用于资助新能源的产业化，包含直接贷款/100%担保贷款（美国联邦融资银行出资+能源部审核）和部分担保贷款（主要由社会资本出资+能源部部分担保）两种形式，大企业是主要受益主体。对于小企业的政

¹⁵ 中金公司研究部、中金研究院：《创新：不灭的火炬》之“第十六章 创新金融：并非资本市场的独角戏”，中信出版社2022年。

¹⁶ 中金公司研究部、中金研究院：《创新：不灭的火炬》之“第十六章 创新金融：并非资本市场的独角戏”，中信出版社2022年。

策性创新金融支持，主要体现为SBA的7(a)贷款、504贷款和SBIC项目等担保性融资工具。债权工具是美国政策性创新金融的主要部分，美国中央情报局等个别政府部门拥有专门进行股权投资的国有VC。

从创新链角度看，美国的资助政策有四个突出特点：

► 财政政策是美国政府资助研发环节的主导政策，因为对于产业化之前的研发阶段，创新产出的外部性强、不确定性大，金融资本的参与意愿不足，更需要财政性资助。2020年，来自于美国联邦政府的财政资助占到了基础研究资金来源的42%、应用研究的35%，高于在试验开发环节13%的占比。

► 政策性创新金融不是“慷慨”的金融，高度重视风险控制。对于产业化阶段的创新资助，美国政府对股权投资工具的使用较少，主要使用政策性贷款、担保融资（债券）等债权工具来撬动社会资本介入，在满足产业化阶段大规模资金需要的同时，有利于减少公权力对于企业经营的不当干预，更重要的是也有助于尽可能控制公共资金所面临的风险。

► 本国小企业是美国创新链资助的重点。关于创新链资助政策的受益主体，美国政府通常有“美国含量”要求，以更好地扶持美国国家战略，其中美国小企业得到了更多关照。例如，《小企业法案》明确要求10万美元以下的政府采购合同需要优先考虑小企业¹⁷。在知识产权保护方面，美国对小企业也有特殊安排。

► 强调社会监督，严惩对公共资金的欺诈行为。相关机制包括发动民众，让全社会参与监督工作；以及设计激励相容的监督机制，让举报者能够从举报中获取收益。

综上所述，对于创新链而言，美国构建了从前端研发到后期产业化的全链条、全覆盖的系统性资助政策工具箱。因此，美国近期出台的《芯片和科学法案》、《通胀削减法案》中出现了大力度补贴芯片产业、限制购买外国新能源产品等政策，并不让人意外，这是美国产业政策的一贯延续，只不过在逆全球化

¹⁷ <https://www.sba.gov/sites/default/files/files/Small%20Business%20Act.pdf>

背景下进一步变本加厉。在与WTO规则的兼容性方面，美国的经验显示：

第一，国际规则制定不只基于经济合理性，更是基于国家实力。一方面，美国的一些创新链资助政策，通过模糊补贴主体的公共属性、扩大资助范围以规避专向性、以小企业为主要资助群体来降低潜在国际诉讼的成本收益比，部分绕开了可诉补贴的相关国际规定，达到了事实上的不可诉效果。但这只是表象——国际规则制定本就是国与国之间基于实力讨价还价的结果，美国自然有更大可能推动有利于自身的国际规则制定。利用国际规则对他国补贴行为发起诉讼存在高昂成本，这也意味着谁能更好地利用国际规则不完全取决于谁更“高明”，也取决于谁更能承担起使用国际规则的成本。总之，无论是国际规则的制定还是使用，均是基于国家实力的，这在根本上确保了美国资助政策与国际规则的所谓兼容。第二，需要加深对现行国际规则的理解，善于利用国际规则来制定本国的相关政策、维护本国的产业利益。根据WTO官网的信息，从1995年WTO成立至2022年8月，共计有613起案件提交至争端解决机构，其中美国提起的案件高达124起、被起诉的案件高达156起，均居各国首位，说明美国一方面不是遵守国际规则的典范，另一方面也确实善于利用国际规则维护自身利益。第三，如果本国政策和所谓的“国际规则”存在冲突，权衡的标准在于是否有助于尽快提升本国的综合国力。

以上观点来自：2022年10月31日中金研究院已发布的《美国创新链资助政策及WTO规则兼容性分析》

王乃玺 联系人 SAC 执证编号：S0080121080096 SFC CE ref: BRU955

谢超 分析员 SAC 执证编号：S0080520100001

专题聚焦

油运市场走向何方？

我们在2021年底年度策略提出[油运底部确立](#)，并在2022年6月的下半年策略中提出油运是“[具有高赔率的向上周期投资机会](#)”。站在当前，我们认为油运周期向上的方向确定性依然强，但考虑到俄乌冲突之后市场变化加速了运价短期向上的斜率，而股价和市场预期也因此明显抬升，我们认为需要更好地把握基本面的节奏和振幅。在基准假设下，2023年全球油运供给与需求将较2019年分别增长10%、2%，因此产能利用率可能仍未达到饱和，供需差有望驱动超大型油轮（VLCC）运价均值到4-6万美元/天，显著高于今年。但由于运价短期迅速上涨带动股价和市场预期，需要更好地把握基本面的节奏和振幅，美湾出口减少或四季度旺季过后运价存在回调风险。

在油轮供给端，新船订单处于历史低位，奠定周期向上基础。我们预计2022-2024年油轮运力增速分别+3.4%、+1.4%、+0.1%，增速放缓确定性高且基本不受未来新船订单影响，2025年新船能否放量取决于船厂产能和下单意愿。在过去两年的低迷期内，老船尤其是VLCC拆船量不及预期。2023年联合国旗下国际海事组织推行的碳排放相关规定即将生效，将有望逐步迫使老船淘汰或降速，但我们认为不宜高估新规执行初期的影响。这主要是因为，环保新规采用的EEXI指数为一次性硬件检查，在整体低速航行条件下限制主机最大功率不影响实际航速；而CII指数存在两年过渡期（2023年为测量碳排放的第一年，2024年开始CII评分），越往后作用或越明显。

在油运需求端，补库存和运距拉长提供确定性，但不确定性因素权重在提升。一方面，原油油品库存支撑需求，但经济放缓可能抵消部分补库存需求。自疫情发生以来，由于终端消费的迅猛下降及油价大跌，产油国大幅度的减产，消耗库存；但随着以后油品消费逐步恢复，库存仍在持续去化。往后看，全球油品库存仍处在相对低位，将为油运需求提供支撑。但值得注意的是：（1）原油补库存进度好于成品油，并且库存数据存在滞后风险；（2）美国战略储备释放的持续性及其后续如何补库存，对油运需求的含义不同；（3）原油消费需求存

在逆风：OECD国家受能源危机和货币紧缩影响需求走弱，非OECD国家受疫情扰动。另一方面，俄乌冲突导致贸易路线重构，运距进一步拉长。不同情形下我们预计2023年原油海运周转量需求增速在6%-10%之间：基准情形下，原油量+2.0%，运距+3.7%，我们考虑俄罗斯原油运距拉长，但波罗的海港口的出口存在一定减产；乐观情形下，假设俄罗斯原油产量和出口量不变，并且通过波罗的海和黑海出口的合计约300万桶的原油运到远东国家，则运距进一步拉长，可测算得到2023年原油周转量需求增长10%。若全球油品需求减弱、叠加OPEC减产、俄罗斯主动或被动减产，则我们的预测存在下行风险。

我们对油运价格的短期趋势判断如下。第一，俄乌冲突后贸易路线已经变化，Kpler数据估算9月俄罗斯出口到欧盟的原油量已经下降至90-150万桶，占全球海运量的2-4%。欧洲寻找替代品带来的需求已经在中小船型体现，12月不一定会发生突发式变化。第二，当前高运价是美国大量释放战略储备后可用运力变少的阶段性结果。虽然短期存在冲高可能性（历史上20万美元/天以上极端运价受台风、突发制裁、油价跌至负数等黑天鹅事件影响），但随着美国战略储备释放结束、长航线船位回归，或者一季度逐步进入淡季（历史上看一季度出口量、运价比11-12月旺季低3%、19%），运价存在回调压力。

以上观点来自：2022年10月31日中金公司研究部已发布的《油运市场走向何方？》

刘钢贤 分析员 SAC 执证编号：S0080520080003 SFC CE Ref: BOK824

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

冯启斌 分析员 SAC 执证编号：S0080521090003 SFC CE Ref: BRW011

杭程 分析员 SAC 执证编号：S0080521120003 SFC CE Ref: BRQ031

蒋斯凡 联系人 SAC 执证编号：S0080122080052

王艺璇 联系人 SAC 执证编号：S0080122070135

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.10.31 中国图说中国宏观周报：设备专项再贷款扩围
- 2022.10.31 中国宏观热点速评：10月PMI点评：疫情再起，需求仍弱
- 2022.11.2 海外宏观专题报告：中期选举：拜登经济学的“试金石”
- 2022.11.2 中国宏观简评：内外需边际走弱——10月经济数据前瞻
- 2022.11.3 海外央行观察：加息或放缓，但利率高点或更高

策略及大宗商品

- 2022.10.31 主题策略：公募3Q22港股投资：持仓新低、高股息受青睐
- 2022.10.31 主题策略：A股估值处在历史低位，具备中期吸引力
- 2022.10.31 主题策略：A股三季报快览：整体待修复，下游改善
- 2022.11.1 主题策略：行业配置月报：以高质量发展为主线
- 2022.11.1 A股和港股行业首选：2022年11月
- 2022.11.1 大宗商品：农产品：农产品：黑海粮食贸易中断，短期供给溢价回升
- 2022.11.3 碳中和双周报：“碳”策中国（27）：COP27的挑战与期待 10月20日~11月2日
- 2022.11.3 海外策略：是时候讨论紧缩退坡了么？——11月FOMC点评
- 2022.11.5 全球资金流向监测：南向月度流入创2021年初以来新高

固定收益

- 2022.10.31 简评：PMI仍疲弱，债牛未尽——10月PMI数据分析
- 2022.10.31 简评：永和转债上市定价分析
- 2022.10.31 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.10.31 简评：行业利差被动走扩，地产表现不佳——2022年10月行业利差跟踪
- 2022.11.1 招投标备忘录：国开债22年第7、16期增发——利率债招标分析
- 2022.11.1 简评：新致转债上市定价分析
- 2022.11.2 招投标备忘录：付息国债22年第20、22期续发，贴现农发债22年第8期新发，付息农发债22年第8、10期增发——利率债招标分析
- 2022.11.2 简评：赛轮轮胎转债投资价值分析
- 2022.11.3 招投标备忘录：国开债21年第20期、22年第14、20期增发——利率债招标分析
- 2022.11.3 简评：博实转债上市定价分析
- 2022.11.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.11.3 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.11.3 简评：东杰转债上市定价分析

- 2022.11.3 招投标备忘录：贴现国债22年第62期新发，付息国债22年第24期续发——利率债招标分析
- 2022.11.4 中国可转债策略周报：两道难题选哪个？——转债年度回顾与展望系列（一）
- 2022.11.4 简评：山东城投梳理-临沂篇
- 2022.11.5 资产证券化分析周报：3Q22 ABS基金持仓：何处要票息
- 2022.11.5 中国利率策略周报：今年债券投资策略回顾与对明年启示

行业

- 2022.10.31 汽车及零部件：3Q业绩回顾：产销恢复带动板块业绩高增，二轮车龙头业绩超预期
- 2022.10.31 交通运输物流：油运市场走向何方？
- 2022.10.31 主题研究：光伏：电池、银浆周环比上涨，其余价格持平
- 2022.10.31 主题研究：3Q公募基金持仓/陆港通：板块持股回调
- 2022.10.31 航空航天科技：细分龙头季报靓丽，板块高景气优势凸显
- 2022.10.31 造纸：MAPA落地预期增强；Suzano停机规模增加
- 2022.11.1 科技硬件：中金看海外公司 | Keysight：传承惠普之道，勇攀测量高峰
- 2022.11.1 不动产与空间服务：周报#315：10月新房销售同比下降约两成
- 2022.11.1 家电及相关：三季度需求改善不明显，利润分化严重
- 2022.11.1 软件及服务：详解《全国一体化政务大数据体系建设指南》：平台建设、应用创新加速
- 2022.11.1 软件及服务：网络安全板块3季报点评：迎来业绩边际改善周期，把握长期布局机会
- 2022.11.1 电力电气设备：风电设备3Q22业绩回顾：短期盈利表现较弱，行业正在修复中
- 2022.11.1 科技：虚拟现实东风起，核心技术发展方向明确
- 2022.11.2 农业：宠物行业观察：双十一正式开启，国货向好
- 2022.11.2 保险：部分公司负债端边际改善，中国财险承保端稳中向好
- 2022.11.2 软件及服务：乘虚拟现实之浪，促行业应用融合发展
- 2022.11.2 REITs：三季度经营持续分化，关注后续经营韧性
- 2022.11.2 证券及其他：3Q22回顾：费类业务环比增长，投资有所拖累
- 2022.11.2 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：守住月销万辆基本盘，练好内功静待需求向上
- 2022.11.2 日常消费：食品饮料3Q22业绩回顾：白酒业绩高质量落地，大众品关注需求及成本改善标的
- 2022.11.2 基础材料：3Q整体持仓低配，持续高景气品种显韧性
- 2022.11.2 旅游酒店及餐饮：旅游景区三季报回顾：扰动仍存，夯实内功
- 2022.11.2 REITs：公募REITs月报（2022-10）：市场调整消化部分估值压力，继续关注项目基本面趋势

- 2022.11.2 交通运输物流：3Q22回顾：货运增长延续，客运减亏
- 2022.11.3 博彩及奢侈品：10月总博收月环比上升31.6%，中国大陆重启赴澳电子签注及团队游签注
- 2022.11.3 交通运输物流：航空：补贴政策调整部分缓解航司经营压力
- 2022.11.3 家电及相关：新型显示多元化趋势，受益多重政策刺激
- 2022.11.3 煤炭：3Q22板块业绩延续同比增长，基金煤炭持仓环比提升
- 2022.11.3 医疗健康：医学影像设备：自强不息，历久弥新
- 2022.11.3 传媒互联网：云栖大会：回归云本质，定义下一代架构
- 2022.11.3 酒类食品饮料：白酒：行业龙头经营延续稳健，估值底部具备长期配置价值
- 2022.11.3 农业：畜牧行业观察：产业链回暖，盈利整体修复
- 2022.11.4 保险：监管为改革指明方向，预计个险渠道在目标期限内改善可期
- 2022.11.4 金融：资管通鉴：权益基金10月新发遇冷、9月份额数环比提升
- 2022.11.4 机械：光伏设备三季报回顾：业绩快速增长，盈利持续改善
- 2022.11.4 不动产与空间服务：A股房企三季报业绩：多维度分化态势延续
- 2022.11.4 建材：建材3Q22回顾：压力延续，蓄力修复
- 2022.11.4 主题研究：电新板块3Q22业绩回顾：稳中有进，板块盈利分化突显



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