

# 研报精选

2025年11月23日 第247期

## 宏观专栏

### 关于AI投资泡沫争议的几点思考

报告认为，当前美国AI相关股票的高估值或反映了投资者对未来长期盈利增长的过度乐观。泡沫的破裂可能体现为芯片产业规模经济的作用，尤其叠加竞争格局的变化。而与房地产泡沫不同，科技泡沫的破裂在短期带来较大的冲击，但长远看是创造性破坏。

### 如何看待税收收入修复？——前10月财政收支数据点评

报告认为，10月税收收入继续修复，或更多反映结构因素和平台涉税信息报送新规的影响；而今年财政支出偏前置以及政府性基金账户收入不及预期，10月财政支出有所放缓。

## 专题聚焦

### “被忽略”的牛市——日股90年代三轮牛市启示录

报告对上世纪90年代日股三轮牛市进行了复盘，认为政策力度滑坡和内外部风险暴露是牛市走向终结的主要原因，而要使牛市走得更远的关键在于结构性政策转向。

### “十五五”时期的金融开放线索

报告认为，“十五五”时期金融开放的重要性有望进一步提升。推进金融开放一个重要前提是保障金融安全，防止跨境资本流动大起大落，稳妥解决国内房地产与债务问题有助于跨境资本流动稳定。

## 宏观专栏

### 关于AI投资泡沫争议的几点思考

自2022年年底ChatGPT发布以来，美股AI龙头企业（所谓7姐妹）的股价大幅跑赢整体市场，2025年初DeepSeek出现以来，中国的AI龙头企业（主要在港股）也大幅跑赢大市。就美国股市而言，尽管相关企业盈利有较快增长，但风险溢价在极低水平，反映了投资者的乐观预期。股票高估值使得近期关于AI相关资产价格泡沫的讨论多起来，本文不是如何定义泡沫和测算泡沫的技术分析，而是从资产价格、创新、与宏观经济的关系出发提供一些思考。

#### 一、因与果

消化股票高估值的一个可能是利率下降，由此一些投资者把乐观的预期寄希望于美联储降息。传统的思维是利率和风险资产价格是跷跷板的关系，无风险利率下降促使配置向风险资产倾斜，有利于股票估值。这样的关系在当下是不是仍然成立，我们首先得解释为什么过去几年美元利率上升的环境下，股票价格大幅上涨。

利率与股市的关系有三个可能。第一是传统的利率是因、股价是果的关系。第二个是反过来，股市是因、利率是果。AI领衔的股市上涨是美国经济总需求的重要支撑，由此带来的通胀压力促使美联储维持利率在高水平。今年以来AI相关资本开支贡献了美国GDP增长的三分之一<sup>1</sup>，同时，最富有的10%的人口拥有85%的美国股票<sup>2</sup>，而这部分人占总消费支出的一半<sup>3</sup>，是自有数据记录以来的最高份额。按照这个逻辑，股市的财富效应促进消费，降低储蓄，而AI相关的资本开支增加了投资，两者共同作用，导致维持供求平衡的自然利率上升。

第三个可能是利率和股价都是果，都是由第三方力量驱动。美国AI主导的

<sup>1</sup> <https://institute.bankofamerica.com/content/dam/economic-insights/ai-impact-on-economy.pdf>  
<https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/market-updates/on-the-minds-of-investors/is-ai-already-driving-us-growth/>

<sup>2</sup> <https://fred.stlouisfed.org/release/tables?rid=453&eid=813804#snid=813876>

<sup>3</sup> <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-16/top-10-of-earners-drive-a-growing-share-of-us-consumer-spending>

股市吸引了来自世界各地的资金。根据美国财政部TIC口径统计的海外投资者持股情况，截至2025年9月，外国投资者持有美股21.2万亿美元，占总市值31.3%，按照历史数据，约30%的市场份额是二战结束后最高的份额。全世界的投资者都在押注美国科技巨头的股票，助长美国股市，相关财富效应刺激总需求，进而支撑了利率水平。

第二和第三个情形相互联系，可以解释高利率和股票高估值并存的现象。展望未来，就利率和股市的关系，关键是区分利率下降的原因。如果投资者对AI的乐观预期下降或者被证伪，股票价格和AI相关资本开支下降，导致总需求下行，自然利率下行，促使美联储降息，这种情况下，股价是因、利率是果，利率下降不能支撑股价。尤其需要关注的是数字经济和人工智能时代的投资者羊群效应，智能手机、社交媒体和生成式AI使得全球越来越多的个人投资者参与人工智能这一宏大叙事的投资。这是一把双刃剑，繁荣的时候强化上涨的动力，一旦转向也会加剧下跌。

消化高估值的另一个可能是相关上市公司盈利的增长。这方面的一个直观的疑虑是目前为止价格上涨集中在少数股票上。从乐观的角度看，AI是一项通用目的技术，就像过去蒸汽机和电力一样，将逐步渗透到各行各业，这有一个过程，AI技术研发和上游机构首先获利。按照这个逻辑，随着时间的推移，盈利和股价上升的浪潮将延伸到大多数公司。但对于投资者当下而言，如何研判AI及其应用的投入产出比是关键。

## 二、成本与收益

本轮AI技术发展的特征是，在应用层面技术成熟度低和预期利润大并存，需要资本市场尤其股权投资的支持。投资者最终要考虑AI的成本收益比。第一个约束因素是创新需要的研发投入，成本端的一些支出是看得见的，比如大模型有研发成本和应用成本。研发成本主要包括算力成本、人员成本、电费成本和其他项（数据获取、模型维护等），而应用成本中推理能耗是重要一项。

值得关注的AI相关投资模式的新特征。传统的风投公司熟悉的资本轻型的软件分发模式（比如社交网络）转变为资本密集的硬件生产（先进芯片和数据

基础设施)模式。引领这一转型的是占主导地位的科技巨头公司,他们不仅投入巨额资金,还成为包括OpenAI和Anthropic在内的大型AI初创企业的主要支持者,接管了风投公司的历史角色。与风投相比,业界资本更容易被AI赋能,可以降低不确定性或者说提高预期收益。

虽然有很多期待和预期,但AI在产业的应用到底有多大潜力?有不少争议。大模型收益端的分析面临很大的不确定性。不同应用场景的情况相差大,大模型带来的直接经济收益(如降本增效)和间接经济收益(如提升竞争优势)很难估量和加总。一个缺点是大语言模型给出不准确的答案,限制其在很多商业应用的价值。另外,大模型的应用价值在于用企业内部场景数据训练,但很多企业还没准备好或者说还不知道怎么应用到自己的数据。

看远一点,在宏观层面也有一些研究,估算AI对经济增长的影响,存在乐观和悲观两种观点。今年9月份中金研究院欧洲智库行小组在巴黎拜访了Philippe Aghion教授(2025年诺贝尔经济学奖获得者),就相关问题做了探讨和交流。Aghion教授和我们分享了其对相关研究文献的梳理,有两种方法推算AI对经济增长的影响。一是外推法(extrapolation),即将AI类比电力与IT革命,推测AI技术带来的GDP增长,未来十年AI革命或能带来0.8-1.3个百分点的年度额外增长<sup>4</sup>。二是基于任务的方法(task-based approach),Acemoglu(2024)以此估算为未来十年AI对TFP增速的影响仅为每年增加0.07个百分点<sup>5</sup>。Aghion教授认为由于没有充分考虑AI的成本下降以及AI能力的提升,基于任务的方法的结果存在低估。综合文献来看, AI带来的年生产率增长应该在0.08-1.24个百分点之间,其中间值与IT和电力革命外推估算的贡献相当。

中金研究院2024年发布的《AI经济学》采用了“元任务”的分析方法对AI的经济影响进行估算,在AI的成本下降和AI能力的提升以外,还考虑到AI应用部署时所需的时间和资金成本。测算数据显示,以2024年为基准,到2035年AI的引入将为我国带来的GDP额外提升幅度约为9.8%,对应额外年化增长率约为

<sup>4</sup> Aghion, Philippe, and Simon Bunel. "AI and Growth: where do we stand?" Policy Note (2024)

<sup>5</sup> Acemoglu, Daron, "The Simple Macroeconomics of AI", MIT Department of Economics Working Paper (2024).

0.8%<sup>6</sup>。这一估算结果与主流文献的测算较为接近。

短期来看，对于相关公司而言，如何缩小当下的巨额支出与未来利润不确定之间的差距是一个挑战，这也是部分投资者担心这个行业过热的原因。虽然不确定性使得我们需要谨慎对待任何具体的估算数值，但基于经济学学理的分析有助于我们思考相关问题，规模经济是一个关键概念。

### 三、规模经济与规模不经济

DeepSeek的突破在于以算法架构的改善来弥补算力的限制（美国对出口中国先进芯片的限制），简单来讲就是用7纳米芯片做4纳米芯片的事。这对先进半导体巨头企业是什么含义，当时有两派观点。悲观一派认为算法改善（技术进步）对先进芯片（要素投入）有替代作用，英伟达股票价格有几个交易日出现明显下跌。乐观派则引用历史上的杰文斯悖论（Jevons Paradox），即当技术进步提升要素使用的效率时，收入效应大于替代效应，导致整体需求增加。从英伟达股票价格后面的走势来看，杰文斯悖论似乎得到印证。

杰文斯悖论的原始例子是瓦特改良蒸汽机后英国煤炭消耗量反而大幅上涨。1865年杰文斯在著作《煤炭问题》中提出，瓦特改良的蒸汽机相较早期纽科门蒸汽机，大幅提升了煤炭利用效率，让煤炭成为更具性价比的动力源。这使得蒸汽机被广泛应用到更多行业，即便单个应用场景的煤炭消耗量减少，但整体的消耗量却显著增加，这和当时人们认为“效率提升会减少煤炭消耗”的直觉认知相悖。

自DeepSeek以来，中国的AI研发企业在通过算法和系统的改善来弥补算力不足方面取得了更多进展。Jevons悖论仍然有效吗？把煤炭的逻辑套用到芯片，我们需要问一个问题，同样是投入要素，芯片和煤炭的经济属性有什么不同。芯片作为制造品具有规模经济的特征，即单位成本随着生产规模的增加而下降，在充分竞争的市场环境下，价格随着边际成本而下降。煤炭作为自然禀赋，具有规模不经济的特征，采矿业的供给弹性低（勘探需要时间，需要挖的更深、

<sup>6</sup> 详见中金研究院2024年发布的《AI经济学》第三章：元任务与AI经济影响分析。

交通不便利等)，由此需求增加导致价格上升，才能引导更多的资源投入采矿以增加供给。

同样面对需求增加，规模不经济意味煤炭生产企业的收入不仅得益于产量扩张，也得益于价格上升，而规模经济意味芯片生产企业得益于产量的增加，但价格是下降的趋势。当然，芯片行业尤其先进制程芯片不是充分竞争的市场，寡头垄断下规模经济可能使得大型企业在一段时间获得熊彼特利润或者垄断利润，但长远来看这改变不了规模经济的趋势性影响。

上述的逻辑可以从芯片延伸到大模型，我们可以把大模型看成投入，大模型应用创造价值（产出）。规模定律隐含要素投入比如算力、数据、电力等呈现规模报酬递减的特征，由此对模型性能的追求只能通过增加要素投入来实现。对AI大模型及其应用的乐观预期促进了相关的资本投入需求，而给定技术（比如算法）条件下的规模报酬递减意味着，需求的增加在一定程度上只能靠价格的上涨而不是供给的提升来平衡，由此带来上游公司的盈利和股票价格的上升。

规模报酬递减和盈利增长之所以同时发生，反映了相关企业的定价能力。规模定律带来的投入门槛要求意味巨型科技企业处在有利地位，问题是这样的垄断利润能持续多久？一个可能是公共政策反垄断法规监管，但AI相关的商业模式是新现象，如何界定垄断以及如何反垄断有很大争议，而且在地缘竞争新形势下，国家之间的竞争增加了内部反垄断的复杂性。

另一个视角是大模型的开源与闭源。中国大模型开源模式对全球AI的竞争格局带来重大影响，推动市场朝着更公平的方向发展。开源模式大幅提升了中国在全球AI领域的话语权，DeepSeek的动态稀疏架构被IEEE纳入国际标准，欧美的不少初创企业采用中国开源模型。中国的开源模式还倒逼OpenAI重启开源、Meta调整开源策略等。DeepSeek以宽松许可证推动技术自由传播，而且推理成本远低于GPT-4等闭源模型，打破了少数企业靠技术封锁形成的垄断优势。开源的低成本优势吸引了全球开发者，助力发展中国家搭建本土化AI应用，让全球AI创新力量更均衡。

还有一个可能的约束因素，AI的能耗已经成为本轮AI进步的关注点之一。

电力有两个来源，化石能源与清洁能源。中美都是空间大国，都有发展绿色能源的空间优势，但两国的政策选择不同，中国的绿色产业领先全球，而美国在鼓励化石能源的使用。化石能源是自然禀赋，具有规模不经济的特征，绿色能源是制造业，具有规模经济。这个差别的影响现在似乎不明显，但如果AI大模型的应用大规模推广，化石能源规模不经济的约束或将会成为现实问题。

#### 四、创造性破坏

综合以上讨论，当前美国AI相关股票的高估值可能有两个载体，一是投资者对未来长期的盈利增长（和AI的应用关联）过度乐观，导致股票价格相对当前的盈利偏差很大。二是当前的盈利本身（和当下AI相关资本开支相关）就不可持续。

泡沫的破裂可能体现为芯片产业规模经济的作用，尤其叠加竞争格局的变化，比如中国先进半导体产业发展，或者算法架构/系统的改善提升芯片的产出效率，导致技术壁垒被打破，先进芯片价格下降。另一个可能是AI大模型的应用及其创造的经济效益不及现在的乐观预期。关键是大模型研发的规模报酬递减能否通过技术进步（比如算法改善）来弥补，或者大模型应用能否在更广经济层面带来规模报酬递增，这些都有待时间验证。

最后，值得一提的是，科技泡沫和房地产泡沫不同，前者的破裂在短期带来较大的冲击，但长远看是创造性破坏。规模经济和正外部性意味一段时间在局部领域的过度投资虽然不可持续，但可能有利于长远的、宏观层面的技术进步和创新发展。2008年的次贷危机则不同，房地产的规模不经济和负外部性意味其大上大下有系统性的破坏作用。

---

以上观点来自：2025年11月20日中金研究院已发布的《关于AI投资泡沫争议的几点思考》

彭文生 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 如何看待税收收入修复？——前10月财政收支数据点评

财政部公布前10月财政收支数据。10月税收收入继续修复，尤其是个税同比增长27.3%，我们认为或更多反映结构性因素和平台涉税信息报送新规的影响；而今年财政支出偏前置以及政府性基金账户收入不及预期，10月财政支出放缓，财政脉冲回落。10月中旬财政部提出年内将下达5000亿元地方政府债务结存限额以补充地方财力，但实际发行或使用效果或自11月逐步显现，财政政策落地进度或需进一步加快，同时不排除政策效果更多体现在明年一季度的可能。

一般预算账户方面，前10月一般预算收入同比+0.8%（前9月同比+0.5%），支出同比+2.0%（前9月同比+3.1%），其中税收和非税收入同比分别为+1.7%和-3.1%。

► 10月单月税收同比+8.6%（9月单月同比+8.7%），个人所得税连续数月高增。10月个人所得税和国内增值税分别同比+27.3%、+7.2%（9月分别为+16.7%和+7.6%），我们认为或更多是反映结构性因素和平台涉税信息报送新规的影响。结构性因素方面，我们在[此前报告](#)中有相应分析，今年下半年反内卷推动PPI跌幅收窄，以及资本市场回暖下金融业增值税税收改善、上市公司重要股东和员工减持增加，驱动增值税和个税增长，表现强于经济基本面。另一方面，“以数治税”推进有助减少税收漏损现象，更好发挥税收调节收入分配的功能。今年6月国务院发布《互联网平台企业涉税信息报送规定》<sup>7</sup>，要求今年10月起境内外互联网平台<sup>8</sup>需季度报送平台内经营者和从业人员的身份信息和收入信

<sup>7</sup> [https://www.moj.gov.cn/pub/sfbgw/zcjd/202506/t20250623\\_521399.html](https://www.moj.gov.cn/pub/sfbgw/zcjd/202506/t20250623_521399.html)

<sup>8</sup> 其中境外互联网平台企业，是指依照外国（地区）法律成立，通过域名在境外的互联网平台，为平台内境内的经营者和从业人员，或者境内的购买方开展网络交易活动提供网络经营场所、交易撮合、信息发布等营利性服务的法人或非法人组织。

<https://shanghai.chinatax.gov.cn/zcfw/zcfgk/swzsgl/202507/t476882.html>

息。国税局指出<sup>9</sup>，此举旨在规范平台内经营者和从业人员依法申报纳税，部分省份试点表明，该群体的绝大多数税收负担不会因信息报送而增加，但存在隐匿收入等情况的经营者其税负会回归正常水平；二是通过及时发现平台内卷式竞争、虚假“刷单”等不当经营行为，推动平台经济健康持续发展。据报道<sup>10</sup>，此前存在从业人员违规办理个体工商户登记（如本应按劳务报酬实则按经营所得报税，前者的累进税率高于后者）、分拆收入、注册境外主体、隐匿收入等来逃避税收征管的现象。这些行为会削弱个税调节收入分配的作用，同时也会影响到增值税收入。如按现有政策，小规模纳税人税收阈值不连续，即月销售收入在10万元以下的免征、超过10万元以上则需全额缴纳1%的增值税，个别纳税人可能会通过拆分或隐匿收入来规避或降低增值税税负<sup>11</sup>；再比如个别经营者年销售收入超过500万元，本应按登记为一般纳税人，但通过分拆收入等方式转为小规模纳税人<sup>12</sup>；此外境外电商平台涉税信息报送后，也将进一步减少税基漏损。因此，随着平台涉税信息报送新规的落地，金税四期以及“以数治税”等方式的推行，原有不合规的税收规避行为将会减少，国内增值税、个税可能会呈现阶段性的高增。

► 10月单月一般预算支出同比从前月的+3.1%回落至-9.8%。分项上，10月单月农林水事务、城乡社区、卫生健康等领域支出分别同比-32.8%、-24.0%和-21.3%，支出增速大幅回落。分析原因，今年财政支出偏前置、去年10月基数较高，以及地方财力仍较为紧张，或是主要的制约因素。

政府性基金账户方面，前10月收入同比-2.8%（前9月为-0.5%），支出同比+15.4%（前9月为+23.9%）。近期土地市场景气度回落再度拖累政府性基金收入，而去年同期超长期特别国债加快使用，带来了支出的高基数效应（去年10

<sup>9</sup> [https://www.moj.gov.cn/pub/sfbgw/zcjd/202506/t20250623\\_521399.html](https://www.moj.gov.cn/pub/sfbgw/zcjd/202506/t20250623_521399.html)

<sup>10</sup> <https://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/n810780/c5243683/content.html>

<sup>11</sup> [https://xinjiang.chinatax.gov.cn/xwdt/ssyw/202511/t20251104\\_152616.htm](https://xinjiang.chinatax.gov.cn/xwdt/ssyw/202511/t20251104_152616.htm)

<https://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/c102025/c5242488/content.html>

<sup>12</sup> <https://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810219/c102025/c5239379/content.html>

月政府性基金支出同比+47.9%)。考虑到年内要动用5000亿元地方债券结存限额(其中2000亿元专项债专门用于支持部分省份投资建设),若地方债能在11月加速发行和使用,将有助于缓解地方化债压力、支持政府投资项目建设。但从10月地方新开工项目计划总投来看,政府投资项目的储备和落地仍需时间,不排除政策效果更多体现在明年一季度。



---

以上观点来自: **2025年11月19日**中金公司研究部已发布的《如何看待税收收入修复?——前10月财政数据点评》

邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号: S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515  
张文朗 分析员 SAC 执业证书编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### “被忽略”的牛市——日股90年代三轮牛市启示录

#### 流动性驱动的市场能走多远？

自去年“924”政策转向以来，国内市场触底反弹，表现远超哪怕是一开始的乐观者的预期。今年7月份之后，市场在“资金入市”、“存款搬家”和“去美元化”等叙事的加持下加速上行，上证综指和恒指较底部一度最高上涨47%和50%，走出了“牛市”行情。然而，随着市场不断上涨，分歧也在加大。

► 一方面，当前市场毕竟已经站在远不同于一年多前的水平，难言便宜，甚至一些高景气板块已经“变贵”。以港股为例，恒指动态PE11.6倍，接近2015年以来均值上方一倍标准差，风险溢价更是一度低于2018年初棚改周期低位，都难言“便宜”。

有人可能会说，1) 比自己已经不便宜，但比其他市场如美股还很低（例如标普500的动态估值 22.3倍）。表面看是如此，但不区分盈利能力、流动性环境和投资者结构的简单对比，不仅没意义也会造成较大误导。例如，以同为科技龙头的“核心资产”为例，中国龙头PE中位数17.8倍高于9.6%的净利润率中位数，M7 30.2倍的PE中位数反而与29.8%的净利润率中位数更匹配。2) 结构差异很大，整体法意义不大。这个倒是事实，目前金融、周期与地产等传统板块的风险溢价分别降至历史均值一倍标准差以下，新消费与创新药近期回调后风险溢价基本处于历史均值附近，互联网科技同样低于历史均值，但与2021年初恒生科技高点时的水平还有一定差距（《[2026年港股市场展望：“牛市”的下一步](#)》）。

► 另一方面，“金融热”和“经济冷”持续分化，8月后内需相关各项数据加速走弱，近期10月金融信贷数据也印证了我们此前关于信用周期在四季度将迎来拐点向下的判断（《[中美信用周期或再迎拐点](#)》）。

站在当下，市场关心的已经不是仅靠流动性和缺乏基本面能不能带来牛市，牛市已然出现了，而是这种牛市能走多远？

我们在《[日本居民当年为何没入市？](#)》一文中，分析了日本居民在90年代地产泡沫破裂后的低利率和三轮“牛市”环境中的行为，并发现一个规律：单纯依靠低利率和“牛市”环境可以促成交易活跃，但难以形成“资金入市→财富效应→资金入市”的长期正反馈。换言之，仅靠流动性驱动可以有“牛市”，但总会存在“天花板”。

那么，这个“天花板”在哪？靠什么能够打破？日股当年这三轮“牛市”又能提供什么借鉴？

### “被忽略”的牛市：日股90年代三轮牛市复盘

与常识印象不同的是，日本股市在1989年因地产泡沫破裂后，见底远比想象的早，1992年就基本见底，且在1992年、1995年、1998年分别出现三轮幅度接近甚至超过50%，时间超过1年的三轮“牛市”。

但之所以称之为“被忽略”的牛市，是因为一方面“失去三十年”的印象太过于深入人心，同时这三轮“牛市”每次只持续了一年左右，且基本在同样的高点处开始回调，因此放在几十年的长周期上帝视角看，不起眼到只能算是“箱体震荡”。

进一步探究日本90年代后三轮“牛市”因何而起，每轮涨什么，最后因何结束，为何没能打破“天花板”，以及不同主体的行为，对于当下也有很大的借鉴意义。

#### 第一轮（1992-1993）：反弹54%，持续12.8个月；财政转向驱动，先金融后科技，估值主导

起因：财政转向驱动第一轮牛市诞生。90年代初泡沫破裂后，日股自1989年触顶后开始下跌，到1992年的低点日经225指数和东证指数分别累计下跌了63%和62%。尽管日央行从1991年7月开始快速大幅降息，但日本企业和居民信贷增速依然快速下滑，私人需求拖累GDP增长，股市也未能扭转跌势。一直到1992年8月，宫泽内阁发布10.7万亿日元的财政刺激，占当年GDP的2.2%，用于扩大公共投资，股市应声反弹。

**过程：**东证指数从1992年8月低点到1993年9月高点反弹54%、持续12.8个月。具体分为三个阶段：1) 快速冲高：在8月10.7万亿日元经济对策发布后不到一个月的时间里，日经225和东证指数分别反弹了32%和28%。2) 回调震荡：随后9月日本M2同比转负，消费者信心指数加速回落，经济数据不及预期下股市回调至1992年11月。3) 再度反弹：整体指数历经4个月左右震荡，直至1993年2月日本央行时隔7个月重启降息75bp、4月宫泽内阁推出13.2万亿日元刺激后，财政货币再加码推动日股再反弹至1993年9月。

**1) 估值扩张是主要贡献，盈利反而是回落，期间日股静态PE扩张了106%，而隐含的EPS增速回落了25%。**

**2) 第一阶段冲高初期金融地产领涨，第二阶段信息通信在中后期追赶。**最初一个月时间里，前期超跌的金融地产等周期板块强势反弹，而后市场回调后再上涨阶段信息通信追赶并领涨。

**3) 从投资者结构看，个人投资者占比一度抬升，海外投资者占比下行，机构投资者抬升。**本轮牛市初期日本个人投资者情绪较亢奋，个人投资者占成交额比例从1992年9月的18.7%快速抬升至11月的26.7%，但市场震荡期回落至1993年4月的低点15.5%，随后再度反弹至1993年7月牛市结束前的25.5%。相比之下，海外投资者成交占比初期从1992年8月的18.8%抬升至9月的24.1%，但随后一直下行至牛市结束前1993年7月的13.8%，除券商外机构成交占比则从25.0%抬升至33.7%。

**结束：**基本面依然疲弱下政策不及预期。1993年9月日本政府再推出6.15万亿日元刺激、日本央行再降息75bp，但财政规模不及之前，并未让股市延续上涨。叠加银行坏账问题逐渐浮出水面，日股从1993年9月转为下跌，随后3个月的时间里日经225和东证指数分别回调了23%和20%，期间前期牛市中上涨较多的信息通信与金融地产等行业领跌，而零售贸易、电力与天然气等行业跌幅较小。

**第二轮（1995-1996）：反弹50%，持续12.6个月；股市安定基金+灾后重建投资行情，估值盈利双驱动**

**起因：**第二轮牛市始于为应对阪神大地震及日元升值冲击的政策刺激。1995年初，日本经济笼罩在阪神大地震和日元升值冲击的阴霾中。一方面，1995年1月爆发的阪神大地震给日本带来巨大经济损失，但也带来了灾后重建的需求。另一方面，1994年底墨西哥比索危机带来的避险需求、克林顿政府初期的“弱美元”政策以及1995年初地震后资金回流需求，共同推动1995年初日元在不到4个月的时间里升值20.5%。为应对这一情况，1995年4月日本政府推出4.8万亿日元紧急经济对策，日央行再降75bp将基准利率降至1.0%，推动日经225和东证指数在1个月的时间里分别上涨了11%和8%。

**过程：**1995年6月，日本政府成立约2万亿日元“股市安定基金”，推动日股迎来第二轮牛市，持续12.6个月，期间日经225和东证指数分别上涨56%和44%。本轮牛市初期，内外部环境共同利好经济修复和股市上涨。内部方面，继6月股市安定基金入市后，9月日本政府财政再加码14.2万亿日元刺激、日央行再降息50bp。与此同时，美元兑日元从1995年4月的81的低点快速上行至9月的105的高点，日元的贬值刺激日本出口和日股反弹。外部方面，1995年7月美联储开启“预防式”降息，也制造了宽松的外部环境。在此情况下，日本经济有修复的迹象，实际GDP同比增速从1995年一季度的1.3%回升至二季度的2.9%并在1996年三季度之前一直维持在3%以上，消费者信心指数也从1995年9月的42.1抬升至1996年6月的46.9。日股持续反弹至1996年初，期间：

1) 仍主要由估值驱动，但盈利也有所增长，期间日股估值扩张24%、盈利增长16%。

2) 行业表现上，各行业迎来普涨，其中运输设备、精密仪器、机械等板块涨幅更大。

3) 从投资者结构看，个人投资者入市热情同样未能持续，外国投资者成交占比有所抬升。个人投资者在成交额中的占比从1995年8月的12.5%抬升至11月的高点22.3%，但随后一直下行至牛市结束时的14.9%。外国投资者的成交占比则从牛市启动前的24.6%抬升至牛市结束后1996年7月的高点27.0%。

**结束：**财政收紧预期和不良资产问题爆发，亚洲金融危机与银行业危机加

剧股市下跌。1995年底，日本“住专”不良资产问题爆发，日本国会辩论后决定在1996年向“住专”公司注资6800亿日元来填补亏空，引起日本国民不满，股市步入1996年后转跌震荡。1996年6月，桥本内阁批准从1997年4月开始上调消费税<sup>13</sup>，使得日股从6月底开始彻底转跌，之后7个月时间里日经225和东证指数分别下跌了24%和23%，结构上金融和运输业板块领跌，而医药、精密仪器及运输设备等行业相对跌幅较小。随后1997年日本经济在消费税抬升、亚洲金融危机及日本银行业危机的作用下，再度陷入衰退，日股在1997年7月后加速下跌。

**第三轮(1998-2000): 反弹60%，持续16个月；信息技术革命下的结构市，估值主导，个人投资者占比提升**

起因：第三轮牛市的启动受到内部政策刺激和外部信息技术革命的共同推动。1998年后，日本的财政重心从基建转为结构性问题与民生，公共工程占财政支出比例由1998年的17%逐渐降至2010年的7%，而社会保障占比从1998年的18%抬升至2010年的30%。1998年3月首次为21家大银行注资1.8万亿日元，但未能稳住金融系统。日本长期信用银行和日本信贷银行相继破产并被国有化，金融市场持续动荡。转折点在1998年10月后：1) 10月出台《金融再生法案》，动用60万亿日元公共资金，其中25万亿日元直接用于银行注资，其余用于处理破产金融机构等，2) 11月小渊内阁进一步推出23.9万亿日元财政刺激，其中明确将就业作为单独目标且有专门预算，3) 叠加美国互联网行情的传导，共同推动日股1998年10月后迎来第三轮牛市，持续16个月至2000年3月科网泡沫破裂，在此期间日经225和东证指数分别上涨了62%和79%。

过程：在内部政策逐渐“对症”、外部强劲产业趋势的支撑下，第三轮牛市相比前两轮牛市持续的更久、上涨幅度更大。最初1998年10月市场反弹后在1998年底转为下跌，但很快1999年2月日本央行的零利率政策、3月落实向银行业注资7.5万亿日元，继续推动市场上涨。小渊政府财政和货币持续宽松，加上全球经济复苏和产业趋势的助力下，日本实际GDP同比增速在1999年中出现短暂

<sup>13</sup> <https://www.upi.com/Archives/1996/06/25/Japan-Cabinet-approves-tax-hike/3019835675200/>

的回正，消费者信心指数也从1998年三季度的低点34.8抬升至2000年一季度的42.1，但经济复苏的根基并不牢固，物价低迷问题仍然突出，CPI同比在1998年再度长期为负。

1)此轮牛市靠估值驱动，期间PE扩张了128%、盈利回落17%。

2)这轮由技术革命驱动的牛市是典型的结构市，33个东证子行业中仅有7个跑赢指数，领涨行业主要是美股科技映射的信息通信等科技板块，以及受益于金融风险缓解的证券等行业。

3)个人投资者占成交额比例持续上行，机构投资者占比回落，海外投资者成交占比相对稳定。个人投资者成交占比从行情启动前的8.7%一直抬升至牛市结束前2000年2月的26.1%，尤其是1999年6月后占比明显快速增加，体现市场情绪更加亢奋，除证券外机构成交占比则从1998年10月的25%回落至2000年2月的18%，而外国投资者占成交额比例稳定在30%附近。

结束：科网泡沫破裂最终终结了第三轮牛市。2000年3月，纳指泡沫破裂带动全球股市回调，日经225在2000年4月达到20833的高点后剧烈下跌，到2000年底跌至13786，跌幅达34%。随后2001年4月小泉纯一郎上台，主张推动结构改革而非继续大规模财政刺激，日本失业率从2000年初的4.7%继续抬升至2001年底的5.4%，加上2001年9月“911”事件带来的风险厌恶情绪进一步打击市场信心，日股持续走熊至2003年，并创下泡沫破裂后的新低。

牛市的“始”与“终”：“始”于大规模刺激、外部产业趋势；“终”于基本面疲弱下政策力度滑坡、内外部风险暴露、情绪亢奋

纵观日股90年代的这三轮“牛市”，增长低迷和低利率时代下牛市的启动都离不开内部大规模财政刺激这一“必要条件”，若政策更为“对症”且叠加外部产业趋势，则可持续更久。具体而言，

► 内部大规模财政刺激：三轮牛市的启动前都有大规模财政发力，区别在于政策越来越“对症”。其中，第一轮牛市由1992年8月泡沫破裂后10.7万亿日元首轮大型财政刺激直接驱动，第二轮牛市的启动对应1995年6月2万亿日元

“股市安定基金”托底，以及随后9月再加码14.2万亿日元刺激。第三轮牛市则由1998年10月《金融再生法》解决银行业不良贷款问题驱动。更重要的是，政策逐渐往民生和结构性问题上倾斜，而非像前两轮聚焦基建和股市本身。

► **外部产业趋势传导：**第三轮牛市的启动除受到内部《金融再生法》解决结构性问题的刺激外，美国的互联网行情传导也是重要因素，因此在结构上明显体现出极致的结构性牛市。外部产业趋势有更强的支撑，因此持续时间更久、上涨幅度更大。

与之对应，牛市的终结则普遍出现在基本面未彻底改善无法“接棒”下，政策力度开始滑坡、内外部风险暴露，以及市场情绪亢奋等因素。

► **基本面未彻底改善下政策力度滑坡：**基本面未彻底改善是90年代日本的大背景，使得市场对政策力度能否持续较为敏感。90年代的日本虽然经济间歇性修复，但一直未能摆脱通缩的泥潭，财政发力有所反复且一开始集中在基建上，银行业不良贷款问题直至1997年危机爆发后1998年才着手解决，在资产负债表衰退的情况下居民和企业的借贷意愿持续低迷，私人部门持续去杠杆，因此经济基本面一直未能真正好转。在此情况下，政策刺激驱动的“牛市”对政策力度是否能持续较为敏感，例如第一轮牛市结束时1993年9月6.15万亿财政刺激不及之前，第二轮牛市结束时1996年6月桥本内阁批准上调消费税都将牛市推向了终结。

► **内外部风险事件暴露：**内部风险事件如银行业不良贷款问题，1995年底“住专”不良资产问题爆发直接动摇第二轮牛市上涨动力；外部风险事件如科网泡沫破裂、亚洲金融危机等，前者直接导致了第三轮牛市的结束，后者加剧第二轮牛市结束后的股市下跌。

► **市场情绪过于亢奋：**加剧了波动并促使牛市终结，尤其是第三轮牛市情绪过于亢奋。**1)**从估值来看，三轮牛市结束时日股静态PE分别为62.8/64.0/85.2，位于1985年以来的98%/82%/100%分位数。**2)**从多空期权比来看，第三轮牛市结束时的日经225指数14天移动平均多空期权比接近2.0，为90年代以来历史最高值。**3)**从个人投资者成交占比来看，第三轮牛市结束时日

股个人投资者的成交额占比达26.2%，为1993年以来最高值。

**对当下借鉴：政策滑坡和内外部风险暴露是主要原因；彻底打破“天花板”的关键在于结构性政策转向**

当前国内“924”财政转向以来的这波牛市，从估值驱动主导、但又有较强产业趋势的角度上，日本第一轮和第三轮牛市有借鉴价值。参考日本的经验教训，在经济基本面并未改善难以“接棒”的情形下，估值和流动性为主要驱动的市场，需要关注：1)政策力度滑坡，2)外部AI泡沫等因素扰动，3)内部债务等风险暴露。毕竟，当前上证指数和沪深300的PE TTM已分别达16.6倍和14.2倍，处于2015年以来94%和84%分位数。

从更长的时间维度看，日股在1989年泡沫破裂的十年后，之所以能够出现三轮“牛市”、但每次都无法打破“天花板”而陷入箱体震荡的怪圈，根本原因还是在于：靠政策刺激和产业趋势的确可以推动阶段性上涨，但当这些动力逐步耗尽且市场情绪和估值也都到高位后，结构性问题没有彻底解决，基本面难以“接棒”，拖累就开始再度显现，再叠加如果内外部一些风险事件暴露，更会加大市场的压力。

真正打破这一“怪圈”并迎来长达超过10年持续至今牛市的关键，是2012年底安倍经济学真正“对症”政策，使得经济逐步摆脱通缩循环。彼时，经过二十年的消化，银行体系债务压力逐步出清，更重要的是，货币政策框架性的转变提振通胀预期，财政政策导向也从此前回报率不断降低的基建和只能作为提振信心辅助的股市，彻底转向提振收入预期，使得居民和企业信贷同比增速转正，经济逐渐走出通缩迎来正向循环；与此同时，安倍时期的公司治理举措改善企业ROE，使得2014年后日股EPS快速扩张，盈利代替估值成为支撑日股上涨的主力。

因此，如我们在《[2026年港股市场展望：“牛市”的下一步](#)》中分析，从政策发力方向的有效性看，科技+收入预期（补贴、就业和社保）需要并举>化债与地产则宜早不宜迟>基建与股市财富效应则治标不治本。借鉴日本经验，努力培育新增长点尤其是科技领域的同时，提振收入预期（补贴、就业和社保）

解决增量问题，加大化债解决存量债务压力，将是解决当前结构性挑战的关键所在。相比之下，资本市场财富效应和回报率不断降低的基建，虽然在短期内也会有效果，但有效性和持续性都会面临“天花板”。因此，除科技外，如果在收入预期和社保、化债与收储上更多倾斜和发力，将促使我们对未来修复前景更为乐观，也可使得“存款搬家”与“财富效应正循环”走得更远（《[日本居民当年为何没入市？](#)》）。



---

以上观点来自：2025年11月17日中金公司研究部已发布的《“被忽略”的牛市——日股90年代三轮牛市启示录》

刘刚 分析员 SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867  
项心力 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124060010

## 专题聚焦

### “十五五”时期的金融开放线索

作为“自主开放”的重要环节，“十五五”时期金融开放的重要性有望进一步提升。“十五五”规划建议稿在二十届三中全会《决定》<sup>14</sup>中“扩大自主开放”的基础上新加了“积极”二字。金融开放是自主开放的重要环节，“十五五”规划建议对金融开放的态度也明显更加积极：“十四五”规划<sup>15</sup>、二十届三中全会《决定》<sup>16</sup>对人民币国际化的表述分别是“稳慎推进人民币国际化”、“稳慎扎实推进人民币国际化”，本次的表述改为“推进人民币国际化”。

“资本项目”开放水平与跨境资金流动更为相关。“十五五”规划建议还明确提出“提升资本项目开放水平”，我们认为这与“资本市场”开放不完全一致。“资本市场开放”是一个更加宽泛的概念，而“资本项目开放”更聚焦资本项目下的跨境资金流动，涵盖直接投资、证券投资、信贷融资、衍生品交易等多品类跨境资金往来。

我们认为，面临国际环境变化，“十五五”时期提升金融开放水平有战略安全和提升效率两方面的必要性，具体来看：

► 提升金融开放水平是大国博弈背景下增强我国经济金融安全的必要之举。中国金融实力和实体经济实力的不对等，可能已经成为政策关注并要明确解决的问题。截至2024年，中国GDP占全球的份额约17%，但是截至2025年7月，人民币在SWIFT全球支付货币中的份额不到3%，而美国的这一比例为47%。我们认为，通过进一步金融开放提高中国的金融软实力、增强中国在全球金融体系中的话语权和影响力或将成为“十五五”期间的重要努力方向，“十五五”规划建议明确提出“推进全球经济金融治理改革”，这相比“十四五”规划和二十届三中全会《决定》中的“参与国际金融治理”提出了更高要求。

► 提升金融开放水平也是盘活我国较高储蓄、提高资金配置效率的客观

<sup>14</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202407/content\\_6963770.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm)

<sup>15</sup> [https://www.qstheory.cn/yaowen/2021-03/13/c\\_1127206301.htm](https://www.qstheory.cn/yaowen/2021-03/13/c_1127206301.htm)

<sup>16</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202407/content\\_6963770.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm)

要求。与美国、欧盟、日本相比，我国总储蓄率偏高。我们怎么理解高储蓄对于宏观经济和金融开放的含义？两个核算等式非常关键，第一个等式是储蓄=国内投资+净出口，第二个等式是经常账户净流入=资本账户净流出，前者是国民收入核算等式，后者则从国际收支平衡角度提供了经常账户和资本账户之间的关系，净出口与经常账户净流入基本一致，故而我们可以得出一个等式为：

$$\text{储蓄} = \text{国内投资} + \text{资本账户净流出}$$

以上等式为流量概念，如果我们把历史上每一期的流量相加就可以得出以下等式：

$$\text{储蓄存量} = \text{国内资本存量} + \text{对外净资产存量}$$

高储蓄要么通过国内投资化解，要么通过对外投资化解。诚然，提振内需是利用高储蓄的重要方式，要么提振投资需求、依靠国内投资消化高储蓄，或者是提高消费需求，降低储蓄率。但是由于中国经济长期在高储蓄状态下运行，随着国内资本存量的上升，资本回报率就边际下降，再加上房地产与地方债务调整仍需时间，依靠对外投资配置储蓄资源是一个现实可行的重要渠道。

当然要推进金融开放一个很重要的前提是保障金融安全，防止跨境资本流动大起大落，这与国内宏观经济的稳定发展有紧密的联系，稳妥解决国内的房地产与债务问题有助于跨境资本流动稳定，亦有助于金融开放的稳步扩展。除这一因素以外，有一些宏观因素的变化让中国的金融开放面临新的有利条件，有利于中国在“十五五”期间进一步推进金融开放：

► 第一，人民币汇率和美元汇率的相对位置有所变化。当前美元实际有效汇率处于1989年来的最高位，而人民币实际有效汇率为2012年10月以来最低的水平，市场对未来美元继续大幅升值、人民币大幅贬值的预期都不强。美联储的独立性受到美国公共债务问题的挑战，投资者对美元的长期疑虑有所上升<sup>17</sup>。

► 第二，中国实体企业出海能力提升，带来稳健融资需求。2025年1-10

<sup>17</sup> 参见我们之前的报告《美元之困：当“火星”遇上“水星”》

月我国出口累计同比5.3%，其中对东盟出口累计同比14.3%，高于整体出口增速。我们测算，东盟等新兴市场国家近年来从中国进口的资本品、中间品比例增幅高于消费品和原材料，说明中国企业并非只是借道新兴市场“转口”，而是深度参与当地工业建设，另一个证据是中国对东盟直接投资额从2022年的187亿美元几乎翻倍至2024年的344亿美元，占中国对外直接投资的比重从11.4%上升至17.9%，说明中国企业在出海过程当中产生了较强的海外融资需求。

► **第三，人民币国际接受度已经有所提升。**中国的供给能力和出口优势持续发挥，制造业规模、出口总额分别连续15年<sup>18</sup>、16年<sup>19</sup>居全球第一，这种优势在疫情之后更为明显。在全球高利率、中国低利率的背景下，以上实体优势逐步向金融领域拓展，首先体现在国际贸易融资当中：国际贸易融资货币中人民币份额在2021年之后快速上升，截至今年三季度已达到7.3%。

要进一步梳理政策落地方向，我们认为比较重要的是梳理近年来的政策信号，以及已经启动试点的金融开放新政策。我们认为大体可以从资金和资产两个层面来梳理金融开放的落地方向，

► **香港市场可能迎来资金与资产的双扩容。**香港市场拥有成熟的金融基础设施，以及已经建立的南向流动制度。习近平总书记指出“背靠祖国、联通世界，这是香港得天独厚的显著优势，香港居民很珍视，中央同样很珍视。中央政府完全支持香港长期保持独特地位和优势，巩固国际金融、航运贸易中心地位”<sup>20</sup>；潘功胜行长亦表示，央行将“继续全力支持香港国际金融中心建设”“支持香港资本市场发展，做大做强香港离岸人民币业务枢纽地位，强化香港国际资产管理中心和财富管理中心功能”<sup>21</sup>。

从资金方面来说，我们认为潜在的政策方向可能包括进一步完善、扩展港股通、理财通（“稳慎拓展互联互通”<sup>22</sup>），从而扩大内地流动性对香港市场的支持，并可能进一步增加离岸人民币资金池，这样的资金流动有成熟的制度安

<sup>18</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202509/content\\_7039768.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202509/content_7039768.htm)

<sup>19</sup> <https://chinawto.mofcom.gov.cn/article/ap/p/202404/20240403503648.shtml>

<sup>20</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2022-07/01/content\\_5698904.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2022-07/01/content_5698904.htm)

<sup>21</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5564111/index.html>

<sup>22</sup> <https://cpc.people.com.cn/n1/2025/1106/c64387-40597744.html>

排作为基础，更加安全可控。资产方面，政策可能鼓励更多内地企业、尤其是内地出海企业到港上市、发债（“支持企业用好两个市场、两类资源”<sup>23</sup>、“打造海外综合服务生态”<sup>24</sup>）。

► 上海是我国改革开放前沿，也是重要的国际经济中心和金融中心<sup>25</sup>，在拓展金融开放上拥有较大优势。二十届三中全会《决定》和“十五五”规划建议均强调“加快建设上海国际金融中心”，习近平总书记指出“上海建设国际金融中心目标正确、步伐稳健、前景光明”<sup>26</sup>“增强上海国际金融中心的竞争力和影响力”<sup>27</sup>。

我们认为潜在的政策方向可能包括以更加丰富的金融产品供给吸引外资进入，例如明确提出的“稳步发展期货、衍生品和资产证券化”<sup>28</sup>，资产方面引入更多海外机构的融资需求、鼓励外企通过中国金融市场融资<sup>29</sup>。同时，上海的金融生态也可能将进一步完善升级，从而实现“推动更多金融机构、国际金融组织落地上海”<sup>30</sup>的目标。

以上观点来自：2025年11月16日中金公司研究部已发布的《“十五五”时期的金融开放线索》

周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036  
 张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988  
 黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436  
 段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061  
 潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

<sup>23</sup> <http://qstheory.com/20250708/872e6e9d6312442f9c8b7854e57628cb/c.html>

<sup>24</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202510/content\\_7044814.htm](https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202510/content_7044814.htm)

<sup>25</sup> <https://www.shanghai.gov.cn/shanghai/newshanghai/shgl2024.pdf>

<sup>26</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content\\_6918294.htm?type=11](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6918294.htm?type=11)

<sup>27</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content\\_6912992.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm)

<sup>28</sup> [https://www.gov.cn/gongbao/2025/issue\\_12386/202511/content\\_7047415.html](https://www.gov.cn/gongbao/2025/issue_12386/202511/content_7047415.html)

<sup>29</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/content/202403/content\\_6940154.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202403/content_6940154.htm)

<sup>30</sup> <https://www.nfra.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1214087&itemId=915>

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.11.19 中国宏观热点速评：如何看待税收收入修复？——前10月财政收支数据点评
- 2025.11.20 宏观探市：股市长牛之美国经验：呵护成长性

### 策略及大宗商品

- 2025.11.17 海外策略：“被忽略”的牛市——日股90年代三轮牛市启示录
- 2025.11.21 贵金属2026年展望：周期性与结构性机会共振
- 2025.11.22 港股策略：恒生与港股通三季度调整影响分析
- 2025.11.22 黑色金属：黑色系2026年展望：供给重塑
- 2025.11.22 农产品2026年展望：余裕渐消，缓步上扬

### 固定收益

- 2025.11.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.11.17 信用债收益率跟踪周报：短期收益率震荡，摊余债基支撑需求
- 2025.11.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.11.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.11.20 专题研究：金控子公司资产质量变化及梳理
- 2025.11.21 中国可转债策略周报：“利用”高估值：转债多空对冲策略的Python实践

### 行业

- 2025.11.17 REITs：量稳价升，关注配置与轮动逻辑——公募REITs周报（11.10-11.14）
- 2025.11.17 交通运输物流：航运“贤”谈（15）：VLCC期租租金保持高位，油运景气周期有望持续
- 2025.11.17 主题研究：光伏周谈 | 板块短期波动增加，组件龙头加大储能布局（25年第44周）
- 2025.11.17 电力电气设备：储能行业3Q25业绩回顾：需求回暖，海外订单优化盈利结构
- 2025.11.17 工业：储能拉动需求，锂电设备资本开支或超预期
- 2025.11.17 不动产与空间服务：周评#465：月初至今销售同比延续上月走势
- 2025.11.18 公用事业：电力环保周报：10月规上工业发电量同比+7.9%；四省发布售电风险提示函
- 2025.11.18 建筑与工程：10月固投：边际下行的压力进一步加大
- 2025.11.18 机械：海外高空作业平台季度跟踪（3Q25）：高机新签订单好转

- 2025.11.19 银行：大行合并中小银行的启示——银行资产质量监测（4）
- 2025.11.19 东南亚研究：东南亚11月报告：宏观、互联网与消费
- 2025.11.19 农业：宠食竞争行至中局，国货龙头加力份额提升
- 2025.11.19 主题研究：光伏大幅减亏，储能需求高景气——光储3Q25财报总结
- 2025.11.20 博彩及奢侈品：永利澳门总博收市场份额提升最多
- 2025.11.21 公用事业：年度策略会反馈：聚焦装机与电价，公用事业属性持续强化
- 2025.11.21 化工：PVDF涨势初现，2026行情可期
- 2025.11.22 传媒互联网：OTA和网约车月报：10月酒旅行业回暖
- 2025.11.22 日常消费：筑底接近尾声，聚焦高质量增长



## **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](mailto:yang8.zhao@cicc.com.cn)  
伍曼玮 [manwei.wu@cicc.com.cn](mailto:manwei.wu@cicc.com.cn)