

# 研报精选

2025年12月28日 第252期

## 宏观专栏

### 供给侧促消费的路径

报告认为，和往年相比，2025年下半年促消费的政策对供给侧的关注度明显提高。供给侧促消费或从清理消费领域限制和扩大优质消费供给两方面着手，释放消费潜力，具体可能围绕放宽准入、优化监管、加强消费配套设施建设等方面来展开。

### 股市和汇率谁“错”了？

报告认为，近期出现了较为少见的人民币汇率走强而股市走弱的组合，人民币汇率走强是美元走弱与创纪录顺差共振，股市走弱则反映基本面趋弱，未来收敛方向或取决于基本面。

## 专题聚焦

### 人工智能产业创新：强者的游戏？

报告引入熊彼特创新模式的理论视角分析了AI产业不同环节的特征，认为在运用政策促进国内芯片和模型企业追赶的过程中，集中资源重点支持头部企业有望取得更好的政策效果。

### 黄金牛市还能走多远？

报告认为，黄金大幅上涨由美联储重启宽松周期、美元信誉下降和全球地缘风险升级三重因素共同支撑。未来黄金牛市可能不是单边行情，而会跟随美联储政策与地缘等因素出现波动。

## 宏观专栏

### 供给侧促消费的路径

2025年下半年，提振消费的政策思路兼顾供给侧和需求侧。在供给侧，主要是清理消费领域限制、扩大优质消费供给；在需求侧，主要是优化消费品以旧换新补贴，加大支持惠民生促消费。和往年相比，当前促消费的政策对供给侧的关注度明显提高，12月中央经济工作会议要求“扩大优质商品和服务供给”、“清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”<sup>1</sup>，均指向了供给侧促消费。

#### 清理消费领域限制

从政策脉络来看，近几年清理消费限制的政策不断演进。2018年《中共中央 国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》着力从体制机制方面激发消费潜力，其中提出的“推进服务消费持续提质扩容”、“构建公平开放的市场环境”等政策举措<sup>2</sup>。虽然没有直接表述为清理消费限制，但政策思路中已经体现这个方向。

此后政策更加聚焦于“行政性限制”，2020年12月中央经济工作会议要求“有序取消一些行政性限制消费购买的规定”<sup>3</sup>。这在汽车领域表现最为明显，例如2021年2月《商务领域促进汽车消费工作指引》提出“将扩大汽车消费和促进产业长远发展相结合，有序取消行政性限制消费购买规定”<sup>4</sup>，多个城市也相继优化调整汽车限购政策。

2025年以来，“清理消费领域限制性措施”成为重要政策方向。3月《提振消费专项行动方案》提出“限制措施清理优化行动”，要求“有序减少消费限制”、“持续优化营商环境”<sup>5</sup>。4月中央政治局会议“尽快清理消费领域限制性

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content\\_7050963.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content_7050963.htm)

<sup>2</sup> [https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zgdwjjmywg/art/2018/art\\_d3c3fe283e354061808ed282389263fe.html](https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zgdwjjmywg/art/2018/art_d3c3fe283e354061808ed282389263fe.html)

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2020-12/18/content\\_5571002.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2020-12/18/content_5571002.htm)

<sup>4</sup> <http://finance.people.com.cn/n1/2021/0210/c1004-32027965.html>

<sup>5</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202503/content\\_7013808.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7013808.htm)

措施”<sup>6</sup>、8月国务院第九次全体会议“系统清理消费领域限制性措施”<sup>7</sup>、10月“十五五”规划《建议》“完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施，建立健全适应消费新业态新模式新场景的管理办法”<sup>8</sup>、12月中央经济工作会议“清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”<sup>9</sup>，将清理消费限制指向了汽车、住房、服务等消费领域，并要求建立健全管理办法。

我们认为，清理消费领域不合理限制措施，可能主要围绕放宽准入、优化监管、减少消费限制等方面来展开。

放宽准入以服务业为重点，有助于增加优质供给。社会力量、外资参与一些行业依然面临准入限制，2024年制造业领域的外资准入限制措施实现了“清零”，未来服务业的准入可能是优化调整的重点。“十五五”《建议》中提出“以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费”、“以服务业为重点扩大市场准入和开放领域，扩大单边开放领域和区域”<sup>10</sup>。《关于扩大服务消费的若干政策措施》提出，“推动互联网、文化等领域有序开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点”，“放宽中高端医疗、休闲度假等领域市场准入，减少限制性措施，吸引更多外商投资、民营资本进入”<sup>11</sup>，指明了未来一段时间放宽准入行业方向。

优化监管主要是“建立健全适应消费新业态新模式新场景的管理办法”。例如2025年8月“广电21条”打破广电视听行业原有的一些限制、2023年以来增加游戏版号数量等举措。除了广电视听游戏等文化产品审批，其他消费领域也有监管优化的空间，例如发展低空经济、私人飞机，需要在空域使用方面做政策调整；发展游艇、游轮消费，涉及到海事运营等方面的监管；鼓励大型文娱体育活动，涉及到活动举办审批、售票数量限制、演出内容审核等。通过监管审批政策的优化调整，有利于释放被监管政策抑制的消费供给。

此外，在日常监管中，要减少对企业正常经营的干扰，例如增加科技辅助、简化办事流程等，提升监管效能，做到“无事不扰”。并清理在资质、技术、

<sup>6</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202504/content\\_7020941.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202504/content_7020941.htm)

<sup>7</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202508/content\\_7037007.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202508/content_7037007.htm)

<sup>8</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202510/content\\_7046050.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202510/content_7046050.htm)

<sup>9</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content\\_7050963.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content_7050963.htm)

<sup>10</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202510/content\\_7046050.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202510/content_7046050.htm)

<sup>11</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202509/content\\_7040952.htm](https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202509/content_7040952.htm)

社保、环保、卫生、安保、质检、消防等层面不公平、不正当的限制，尤其是消除这些约束对民营、外资、外地企业设置的隐性门槛。

减少消费限制方面，主要指向了汽车和房地产领域。10月“十五五”规划《建议》“完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”<sup>12</sup>。这两个领域最具代表性的消费限制是限购政策，例如北京、上海等6个城市仍执行汽车限购政策，北京、上海、深圳等部分城市也还存在房地产限购政策。考虑到汽车和房地产限购有其因城施策的合理性，未来可能不是一刀切的取消限制，而是结合本地情况，对限购政策做优化调整，比如增加购车额度，对无车家庭、“久摇不中”家庭予以倾斜；放宽房地产购买限制，缩小保留限购的城区面积等。

我们认为，清理消费限制政策有助于释放消费潜力，但消费领域的限制政策通常有其出台的现实背景，清理消费领域限制可能是一个渐进的过程，在“放”与“管”中寻求平衡，有的可能较快，有的可能需要较长时间。

这一点早在2018年《中共中央 国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》中便有考虑，例如文化旅游体育消费方面，提出“稳妥把握和处理好文化消费商品属性与意识形态属性的关系”；健康养老家政消费方面，提出“在有效保障基本医疗和健康服务的前提下”支持社会力量；教育培训托幼消费方面，要求“全面贯彻党的教育方针，坚持正确办学方向”等<sup>13</sup>。

### 增加优质消费供给

2025年下半年，政策更加强调增加优质消费供给。例如10月“十五五”规划《建议》提出“扩大优质消费品和服务供给”<sup>14</sup>，12月中央经济工作会议提出“扩大优质商品和服务供给”<sup>15</sup>。9月《关于扩大服务消费的若干政策措施》<sup>16</sup>、11月《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》<sup>17</sup>，便是分

<sup>12</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202510/content\\_7046050.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202510/content_7046050.htm)

<sup>13</sup> [https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zgdwjjmywg/art/2018/art\\_d3c3fe283e354061808ed282389263fe.html](https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zgdwjjmywg/art/2018/art_d3c3fe283e354061808ed282389263fe.html)

<sup>14</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202510/content\\_7046050.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202510/content_7046050.htm)

<sup>15</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content\\_7050963.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content_7050963.htm)

<sup>16</sup> [https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zgdwjjmywg/art/2018/art\\_d3c3fe283e354061808ed282389263fe.html](https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zgdwjjmywg/art/2018/art_d3c3fe283e354061808ed282389263fe.html)

<sup>17</sup> [https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/tz/art/2025/art\\_33adc5a41c144cdc8fabce133f88f261.html](https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/tz/art/2025/art_33adc5a41c144cdc8fabce133f88f261.html)

别从服务和商品消费两大方面，系统性地部署了优质消费扩容提质的工作。

2022年《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提出，“坚持扩大内需这个战略基点，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”，强调高质量供给对需求的引领和创造，并把“有效供给能力不足”列为中长期扩大内需面临的主要问题之首<sup>18</sup>。统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，以消费升级引领产业升级，以优质供给更好满足多元需求，实现供需更高水平动态平衡。

我们认为，增加优质消费供给，一方面是加强消费配套设施建设，另一方面是培育消费产业发展。

根据《提振消费专项行动方案》的部署，要“强化投资对消费的支撑作用”，包括：“扩大消费基础设施、消费服务功能提升类、消费新业态新模式的有效投资”；“中央预算内投资等加力支持教育医疗、技能培训、养老托育、文旅体育等领域项目建设，补齐公共服务短板”；“支持符合条件的消费、文化旅游等领域项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）”等举措<sup>19</sup>。

我们认为，服务和商品消费均有相应的基础设施投资支持场景。例如医院和诊所（医疗服务），学校和托育建设（教育服务），公共设施适老化和无障碍改造、养老院（养老服务），旅游景区配套设施建设（文旅服务）等服务消费配套设施建设，以及停车场、充电桩（新能源汽车），民用机场/停机坪（私人飞机），游船码头（游艇）等耐用品消费的基础建设配套。

扩大优质消费供给，也需要引导支持消费产业的发展。结合今年以来出台的政策来看，我们认为，政策可能通过贷款贴息、再贷款等财政和货币政策工具，支持优质消费供给发展，尤其是养老、托育、健康、家政、文体等服务消费领域发展。与此同时，通过“强化品牌引领、标准升级、新技术应用，推动商品消费扩容升级”，例如绿色消费、智能消费等发展。

商品消费方面，《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》提出了2027年要形成“3个万亿级消费领域和10个千亿级消费热点”<sup>20</sup>。具体而

<sup>18</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content\\_5732067.htm](https://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content_5732067.htm)

<sup>19</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202503/content\\_7013808.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7013808.htm)

<sup>20</sup> [https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/tz/art/2025/art\\_33adc5a41c144cdc8fabce133f88f261.html](https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/tz/art/2025/art_33adc5a41c144cdc8fabce133f88f261.html)

言,3个万亿级消费领域包括老年用品(2024年老年用品市场规模为5.4万亿元)、智能网联汽车、消费电子等;10个千亿级消费热点包括婴童用品、智能穿戴产品、化妆品、健身器材、户外用品、宠物食品用品、民用无人机、潮玩、珠宝首饰与国潮服饰等。我们认为,这些商品消费指向了“一老一小”、智能化和信息化、情绪价值和体验消费等符合消费升级与发展趋势的消费领域。

### 若干消费领域的规模

供给侧促消费旨在理顺体制机制、增强配套建设,释放消费潜力。增加优质消费供给立足长远,供给侧要做好相关产业的长期培育和鼓励发展,并非一蹴而就。我们梳理了一些代表性的供给侧可以做调整的消费领域,包括汽车(限购的城市)、游艇、私人飞机等耐用品,体育赛事、中高端医疗等服务消费,托育、家政(包含护理、照护)、(非学科)教培等民生消费,以及入境消费。

合计来看,2024年部分相关领域的消费市场规模合计约3.9万亿元(个别领域为2023年数据),相当于2024年GDP的3%左右,这些方面每提升10%的增速,相当于最终消费增速提高0.5个百分点。2023年和2024年,这些消费领域的增速差异较大,其中入境消费增速最快。未来入境消费伴随基数扩大增速可能边际放缓,而其他领域的供给侧优化有利于提振增速。

---

以上观点来自:2025年12月23日中金公司研究部已发布的《供给侧促消费的路径》  
段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号: S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061  
张文朗 分析员 SAC 执业证书编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 股市和汇率谁“错”了？

近期，一个有意思但又让人意外的现象是：一方面，人民币持续走强迭创新高，离岸人民币兑美元汇率10月初以来升值1.3%，距离7的整数关口只有“一步之遥”；但另一方面，股市却持续回调，尤其是原本应该对汇率和资金流向更敏感的港股市场，跌幅反而更大，恒科从10月初高点下跌15%。历史上，汇率走势与AH两地市场都有较强的正相关性，因为汇率走强往往意味着外资流入和中国基本面向好，更不用说港股还有人民币走强折算到港币计价EPS的额外增厚。

然而，近期这一规律却被“打破”了，汇率走强股市反而下跌。该如何理解这一背离，到底是汇率错了，还是股市错了？要知道，前11个月中国顺差创下1.08万亿美元的历史记录且美联储新主席提名在即，都使得市场对于弱美元和大量顺差结汇需求共同推动下的人民币升值预期愈发强烈，如果这一结论成立且汇率与股市的传统逻辑依然适用的话，那就意味着中国资产重估将迎来新的动力和阶段。但细想后就不难发现，这一逻辑链条仍值得推敲，就如同近期为何背离一样，一个简单的解释是二者的驱动因素完全不同，因此背离也就不矛盾，日本当年也出现过长达5年之久（1990-1995）的汇率升值但股市不涨的背离。

汇率与市场历史关系：同向为主流；汇强股弱只出现过两次，收敛方向取决于基本面

从人民币汇率与中国市场的历史关系看，二者之间大多数时间都是同向变动，两者的背离，特别是近期人民币汇率走强而股市走弱的组合，在历史上尤为少见，本质原因在于增长和资金流入是汇率和股市的重要定价因素，使得两者相关性较强。

在分析汇率与市场关系时，我们选取人民币兑美元而非兑一篮子货币，主要是考虑到：股市与人民币兑美元的关系在统计意义上稳定，而与人民币指数

不稳定。其更深层次的原因在于，美元在全球贸易和资本流动中均占据较高地位，人民币兑美元汇率兼具了“贸易汇率”与“金融汇率”的属性；而人民币汇率指数基于中国与各经济体的双边贸易额计算权重，“贸易汇率”属性更强。因此，人民币兑美元与股市关系更显著和稳定，这一点对港股更为显著。

历史上，人民币走强而股市偏弱的背离仅发生过两次：一次是2013年3月~6月、另一次是2021年7月~2022年10月。最终结果上，前者是股市向汇率收敛，后者是汇率向股市收敛，看似收敛方向不同，但都与政策发力与否有关，前者有政策发力，后者缺乏基本面支撑。

► 2013年3月~6月，人民币与美元利差走阔，导致人民币强、但股市弱。此后，得益于逆周期政策发力，股市向汇率收敛。2013年一季度以后，中国经济面临增速换挡与结构“冷热不均”的问题愈发突出：一方面是代表生产和消费的指标如PPI、PMI、社零边际下滑；另一方面是地产、地方融资平台存在过热风险。政策当局降息意愿较弱，更希望通过收紧金融条件与结构性政策相结合，实现“调结构与稳增长”。在此期间，股市因为基本面的下行压力以及金融条件而走弱；人民币汇率则受益于偏紧的流动性甚至是“钱荒”带来的中外利差大幅走阔，形成了阶段性的股汇背离。下半年，基建、棚户改造、信息产业等领域的结构性稳增长政策发力，叠加外需好转，股市企稳反弹，汇率则延续升值趋势，两者背离以股市向汇率收敛而结束，核心原因不是之前的背离，而是逆周期政策发力。

► 2021年7月~2022年2月，出口强劲带来大量结汇需求，而内需放缓，股汇出现背离，与当前较为类似。最终出口降温，经济明显下行，汇率向偏弱的股市收敛。进入2021年下半年，中国经济动能边际放缓，特别是内需因为地产、互联网、教培等行业政策收紧下滑明显，但此时出口保持着30%左右的高增速。当时，AH主流宽基指数中，互联网、消费等非贸易部门占比较大，因此股市表现低迷，沪深300和恒生指数期间分别下跌12%和21%。而出口偏强带来大量结汇需求，推动人民币升值2.4%。此后，美联储开启加息，中国出口降温，经济下行压力进一步增加，汇率向偏弱的股市收敛。

总结而言，汇强股弱的背离在历史上较为罕见，核心矛盾并不在于股汇对增长的分歧，而是利率、出口等因素对股市和汇率的非对称影响。拉长时间，利率和出口等因素很难脱离增长的轨迹，股汇的背离也会因为这些驱动因素回归同向变化而收敛。

近期汇强股弱的原因是什么？汇率是美元走弱与创纪录顺差共振，股市则反映基本面趋弱

首先看汇率，需要明确的是，10月以来，人民币主要是对美元走强，升值超过1.3%，而对一篮子货币的贸易加权汇率仅温和升值0.6%。那么，人民币兑美元汇率走强是什么原因所致？

► 是外资流入么？大概率不是。一方面，股市偏弱，沪深300和恒指分别下跌1.6%和4.3%；另一方面，EPFR统计的外资流入近期整体偏震荡，并且主动外资持续流出，似乎与人民币流畅上行相关性不强。那么外资是否可能流入债市？10月份以来利率上行，且债券通存量减少超过500亿元，也很难成为主要理由。此外，日本央行加息可能对海外流动性造成边际扰动。因此，基本可以排除外资流入是主导。

► 是基本面改善么？应该也不是。近期内需持续走弱，PMI仍在荣枯线以下，固定资产投资已经三个月负增长，社零也从8月份的4.6%逐月下行至11月的4.0%。经济偏冷的背后是信用需求的偏弱：9月以来，广义社融脉冲转负、财政脉冲回落，私人部门的内生信用需求也持续低迷。并且2025年中央经济工作会议释放出相对温和的总量刺激信号，短期内信用偏弱的局面难以扭转。在领先指标未见反转时，市场或较难形成基本面预期驱动的人民币升值。

► 是政策引导么？不是。在操作上，央行对外汇市场的干预力度或在减弱：汇率贬值压力较大的上半年，在岸相比离岸人民币掉期的贴水幅度明显更大，即两者之差为负值，意味着外资投资中国资产进行在岸汇率对冲的收益高于离岸。9月份以后，在岸掉期的贴水已经小于离岸，或意味着政策当局的干预力度减弱。此外，逻辑上看，在内需依然不振的环境下，大幅升值可能有损中国出口竞争力，也不利于经济走出低通胀环境。并且，从央行表述看，随着

人民币的不断走强，三季度的货币政策执行报告，在“防范汇率超调风险”的措辞上删除了“坚决”的表述，语气软化。并且，二季度报告提出的“增强外汇市场韧性”也被“保持汇率弹性”取而代之。

► 排除掉上面的因素后，近期的走向可能主要是受美元走弱以及出口韧性带来的产业资金结汇所致。一方面，人民币存在被动升值的可能：美联储9月份重启降息以及美联储主席换届带来的宽松交易令美元指数承压，而人民币对一篮子货币的升值幅度明显弱于美元，因此人民币兑美元存在被动升值的可能。另一方面，今年以来，在产业转型升级，外贸市场拓宽加深以及产业链重构带来的海外资本开支周期的驱动下中国出口韧性较强，同时PPI同比仍未转正也进一步增加了价格优势；但是进口因为内需偏弱、国产替代等因素持续负增长，这一热一冷的巨大反差导致贸易顺差在前11个月创下历史新高10758亿美元。与此同时，美元走弱增强了经常项下巨额顺差的结汇意愿，而年底又是季节性结汇高峰，因此，2025年10~11月经常项下历史新高470亿美元的净结汇也就不那么意外，这也可能在近期强化了升值趋势。

反观市场，10月以来，A股和港股分别回调1.6%和4.3%，内需加速走弱、政策增量预期不足，加之科技景气板块泡沫担忧挥之不去，伴随了重要会议落地等事件性冲击以及公募基金基准新规等流动性扰动，阶段性放大了利空因素，但核心还是基本面以及信用周期拐点下行《[如何在美 A 港三地中做出选择？](#)》。

综上，我们认为，与2021年下半年类似，近期股汇的背离并非来自对增长的分歧：1) 人民币走强或更多源于创历史记录的顺差的结汇，近期宽松交易下美元走弱又进一步提振了结汇需求，从而强化了人民币的升值行情；2) 相反，股市却反映了信用周期震荡走弱后经济整体面临的下行压力。

未来如何演绎？短期汇率顺风仍在，但汇强并不必然导致股强

通过上文的分析不难发现，近期股汇的背离恰恰是因为不同的因素驱动所致，因此也就不矛盾。

但最终谁向谁收敛、又或者能否收敛，取决于：1) 这个导致背离的短期因素会持续多久，例如当年日本就出现过长达5年的汇率升值而股市下跌的背离；2) 决定两者共同走势的基本面因素往哪个方向走，能否重新回归。

► 背离会持续多久要看导致背离的因素能持续多久？短期看汇率的顺风可能依然存在：海外阶段性“宽松交易”和新美联储主席更为鸽派表态导致美元和长端美债中需要重新计入的预期补偿（当前市场预期2026年只有两次，但不论是哈塞特还是沃什，大概率的降息倾向都要多于此，以及结汇等季节性因素，都可能继续给汇率提供“顺风”。

但我想强调的是：一方面，因为非基本面因素导致的汇率走强，并不必然使得股市往其方向收敛，不然日本当年也就不会出现长达5年的汇强股弱的背离；另一方面，持续走高的汇率，恐怕也不利于当前中国内需弱且价格持续不振的宏观环境。

更何况，长期看，美元是否持续走弱以及结汇意愿是否会持续增强都值得商榷。抛开短期的宽松预期补偿问题，美国信用周期或将逐渐修复、甚至在一定条件下走向“过热”都可能给美元和美债长端利率提供支撑（《[全球市场2026年展望：跟随信用扩张的方向](#)》）。历史经验表明，美元走势与美国相对其它国家增长差高度相关。在美国信用周期重启修复的基准情形下，美元不至大幅走弱，若信用周期修复程度较强甚至是过热，美元还有小幅走强的可能。此外，从净结汇比例（净结汇vs. 经常贸易差额的比值）来看，3Q25为33%，仍不及4Q21时高点71%。

► 谁向谁收敛还是要看决定两者共同走势的基本面往哪个方向走？如我们在两端背离的历史经验中梳理的那样，最终股弱向汇强收敛、还是汇强向股弱收敛，看似两次经验不同，实际上是基本面的方向决定，即基本面走弱，最终汇率也转弱，基本面走强，最终股市也走强。

信用周期仍是分析股市表现的核心抓手，无论是M1增速进一步下行还是部分基本面数据表现相对一般，都会导致权益市场阶段性相对表现较弱，这也是我们在9月底提示关注波动且维持港股恒指点位在两万六的主要原因，因此

从这个意义上讲，近期市场的回调和弱势并不意外《[中美信用周期或再迎拐点](#)》。我们在2026年港股展望《[“牛市”的下一步](#)》中判断，面对高基数、收入预期下降和回报成本依然倒挂的结构性问题，除非财政大举加速发力，中国的信用周期大概率走向震荡甚至阶段性下行。此前，低基数的修复、景气产业结构和流动性叙事的乐观预期一定程度上“掩盖”了原本一直存在的结构性问题，当这些因素动能逐渐耗尽后，结构性问题也就再度凸显。如果此时恰好再叠加了一些资金面和外部扰动，就会导致情绪收缩的回调局面。

往前看，1) 如果财政保持定力，目前中美信用周期演绎的方向或意味着汇率的大幅走强缺乏基本面的支撑，只依赖阶段情绪和资金演绎的行情或存在一定的“天花板”；2) 但如果财政明显发力，尤其是出台着眼于“现金流”的增量政策（收入预期、社保养老，补贴力度）和化解压力的存量政策（化债与地产压力），则将促使我们对信用周期的修复前景和整体权益市场转为更加乐观，人民币汇率的升值也将迎来更加坚实的基本面支撑。



---

以上观点来自：2025年12月21日中金公司研究部已发布的《股市和汇率谁“错”了？》

刘刚 分析员 SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867  
张典 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525090003

## 专题聚焦

### 人工智能产业创新：强者的游戏？

AI产业的芯片、基础模型和垂直应用环节呈现出不同的创新和竞争格局，芯片和模型领域的领先企业集中度较高，而应用领域领先者则较为分散。为什么不同环节会形成差异化的竞争格局，目前头部企业能否维持领先优势，是各界关心的重要问题。本文引入熊彼特创新模式的理论视角，将产业分为熊彼特I型和II型——后者的创新和竞争格局相对稳定，有强者恒强的“马太效应”，前者则截然相反。通过对美国发明专利和知名模型的定量分析以及对产业经济逻辑的研究，本文发现，芯片和基础模型领域具有熊彼特II型的特征，呈现出较强的马太效应；而AI垂直应用领域偏向熊彼特I型，马太效应较弱。因此，在运用政策促进国内芯片和模型企业追赶国外领先同行的过程中，集中资源重点支持头部企业有望取得更好的政策效果。

► AI产业链的各个环节——芯片层、基础模型层和垂直应用层——呈现出不同的创新和竞争格局，当前芯片和基础层的头部企业集中度比应用层更显著。本文研究为什么不同产业环节会出现这样的情况，现有领先者能否维持先发优势，最终可能趋向什么样的产业格局。

► 本文引入“熊彼特创新模式”的理论视角。若一个产业的创新活动集中度低，有大量新企业进入，竞争格局不稳定，则其创新模式称为“熊彼特I型”；若创新活动的集中度较高，主要是先发企业在创新，竞争格局强者恒强的“马太效应”明显，则其创新模式称为“熊彼特II型”。基于美国专利局和Orbis数据库2000-2023年的美国企业专利，本文对包含AI模型和芯片在内的36个技术门类进行了定量分析，并应用Epoch AI的知名模型产品数据进行交叉验证，发现模型和芯片领域的创新模式属于熊彼特II型。

► 进一步分析影响创新活动马太效应的产业经济逻辑。本文发现，产业的4个特征——①主导设计的收敛程度、②产业创新知识的主要来源、③新产品的通用性、④客户变更产品的转移成本——都直接影响马太效应。在其他条件相同情况下，产品主导设计越收敛、创新知识来源主要依赖于实践积累（“干

中学”、“用中学”）、产品通用程度越高、或客户转移成本越高，则产业的马太效应越强；反之，若主导设计发散、知识来源主要依赖于科学技术突破、产品定制化程度高、或转移成本低，则马太效应越弱。

► 当前阶段，AI芯片的主导设计收敛、产品通用程度高、客户转移成本高；基础模型的主导设计收敛、知识来源主要是实践积累、产品通用程度高。所以芯片和模型领域更多展现出强马太效应的特点。垂直应用领域不存在主导设计，B端产品定制化成分更多，C端产品客户转移成本较低，故整体上马太效应较弱。

► 相比于熊彼特I型创新模式的产业，后发国家II型产业的创新追赶更需要政府的支持，因为II型产业的马太效应强。要追赶国外领先企业，我国在芯片和基础模型领域不宜分散投资，建议重点支持国内第一梯队企业，“投大投强”可能比“投小投早”更合理。同时，由于II型产业的客户转移成本高、知识主要来源于实践积累，建议政府以公共采购、购买补贴、示范应用等政策工具创造有利于本土芯片和模型厂商的需求环境，鼓励优先使用本国产品。

---

以上观点来自：2025年12月23日中金研究院已发布的《人工智能产业创新：强者的游戏？》

徐磊 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523050002 SFC CE Ref: BRO889

## 专题聚焦

### 大类资产配置月报（2026-1）：黄金牛市还能走多远？

**为何黄金大幅上涨？**近期黄金价格一度冲破4500美元/盎司，再创历史新高，背后是三重因素支撑：首先是美联储重启宽松周期。在维持政策利率水平9个月不变之后，美联储今年9月重启降息，已经连续降息三次各25bp，且宣布12月开始购买短端国债，扩大央行资产负债表，向市场投放流动性。进入2026年，美联储的前瞻指引显示明年可能仍会继续降息。美联储货币大方向上趋于宽松，支持黄金表现。其次是美元信誉下降。疫情后美国财政赤字率升至6%左右，远高于疫情前中枢，国家债务快速积累，导致债务风险上升。此外，近期美国总统特朗普对美联储决策的干预增加，现任美联储主席鲍威尔将于2026年5月届满卸任，特朗普即将提名新一任美联储主席，投资者担忧美联储独立性下降。财政与货币因素叠加，让投资者对美元体系与美元资产的信心下降，导致美元进入贬值周期，今年美元指数已经下跌10%左右。黄金具有货币属性，是现行美元体系的替代品，在美元信用分裂的过程中受益。最后是全球地缘风险升级。近期美国针对委内瑞拉石油出口的制裁正在演变为实质性的海上拦截行动<sup>21</sup>。与此同时，乌克兰无人机袭击了俄罗斯黑海沿岸的能源出口关键基础设施，俄乌冲突陷入谈判僵局<sup>22</sup>。黄金具有避险属性，此时相对受益。黄金大涨的同时，白银上涨幅度甚至更大，可能受到工业供需层面因素影响。由于白银具有工业属性，需求对制造业周期和新能源产业高度敏感。2025年全球光伏装机、新能源汽车、电子与电气设备等领域对白银的需求持续增加，而白银供给端扩张有限，导致供需边际趋紧。

**黄金还能涨多久？**本轮黄金牛市已经持续3年，上涨2.7倍，市场宏大叙事开始出现把黄金上涨持久化的倾向。中金大类资产团队自2022年四季度起已经连续3年建议超配黄金，但我们认为黄金价格不会永远上涨，牛熊切换是正常现象，不宜用宏大叙事指导投资决策，而应使用数据模型客观分析资产运行规律。我们梳理了全球主要大类资产的牛熊特征，发现黄金牛市与熊市总时长占比相对均衡，且在主要大类资产中单次熊市持续时间最长。因此在黄金大幅上

<sup>21</sup> <https://www.news.cn/world/20251224/18ad3722032a46828a72ef3dc3d06b46/c.html>

<sup>22</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3761878>

涨3年之后，现在有必要研究黄金牛市结束的一般性规律，并提前做好准备。在《[大类资产2026年展望：乘势而上](#)》中，我们系统复盘了历史上五轮黄金牛市顶部，发现美联储明确收紧货币政策与美国经济发生根本改善（增长上行，通胀下行）是最为有效的牛市顶部信号。美国债务与财政赤字是否扩张，或全球央行是否加速购金，对黄金牛市顶部的指示意义有限。当前美联储仍处于宽松周期之中，美国经济仍受到滞胀（增长下行，通胀上行）困扰，因此在看到美国政策与经济拐点之前，黄金牛市可能继续，我们维持超配黄金。

**黄金还能涨多少？** 2024年初，黄金价格从2022年10月低点1640美元/盎司上涨至2000美元/盎司附近，市场对黄金估值分歧明显加大，但我们坚定认为黄金并未被高估，提出传统定价框架正在失效，并首次使用四因子模型（实际利率、美元、央行购金与美国债务规模）对黄金价格进行系统解释和预测，提出黄金的价格中枢为2400美元/盎司（《[黄金还能买吗](#)》、《[黄金的新趋势与新机遇](#)》）。2025年1月，我们升级至黄金模型2.0，上调黄金长期价格预测至3300-5000美元/盎司（《[黄金到底贵不贵？](#)》），目前黄金上涨至4500美元/盎司附近，已经提前达到我们的长期价格预测。基于当前基本面指标数值，其实黄金价格已经明显高于模型计算的短期估值中枢，可能存在一定泡沫。根据前述讨论，由于美联储政策与美国经济尚未出现拐点，因此黄金牛市可能并未结束。但在黄金价格已经脱离基本面指标与模型拟合后，市场波动或明显增大，具体点位预测难度较高，我们建议淡化黄金价格点位预测，更关注资产趋势改变时点。我们预期在2026年初，由于美国通胀持续上行，美国增长边际改善，美联储可能放缓宽松节奏，或对黄金表现形成阶段性压制。但是再往前看，随着2026年5月新的美联储主席就职，2026H2美国通胀迎来下行拐点，美联储可能再次加速降息，为黄金继续上涨提供新的支持。因此未来黄金牛市可能不是单边行情，而会跟随美联储政策与美国经济动向出现波动。上述逻辑同样适用于白银等商品。由于白银的市场规模更小，流动性相对更低，价格波动幅度可能会大于黄金。

以上观点来自：2025年12月26日中金公司研究部已发布的《大类资产配置月报（2026-1）：黄金牛市还能走多远？》

李昭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923  
杨晓卿 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.12.23 中国宏观专题报告：供给侧促消费的路径
- 2025.12.24 海外宏观简评：消费与AI投资推升美国经济增长
- 2025.12.24 中国图说中国宏观周报：4Q增量政策或助明年经济开局——前11月财政收支数据点评
- 2025.12.26 中国宏观专题报告：人民币并未明显低估
- 2025.12.27 中国宏观热点速评：投资收益错位计入，工业企业利润增速回落——2025年11月工业企业利润点评

### 策略及大宗商品

- 2025.12.26 大类资产配置月报（2026-1）：黄金牛市还能走多远？

### 固定收益

- 2025.12.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.12.22 信用债收益率跟踪周报：债券收益率整体下行，信用利差小幅被动走扩
- 2025.12.24 简评：金05转债投资价值分析
- 2025.12.24 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.12.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.12.26 简评：双乐转债上市定价分析
- 2025.12.26 资产证券化分析周报：银行理财重仓ABS有何变化？

### 行业

- 2025.12.22 REITs：避险情绪扰动，逐步关注配置机会——公募REITs周报（12.15-12.19）
- 2025.12.22 传媒互联网：线上平台3Q25回顾及展望：估值回调，板块吸引力增强
- 2025.12.22 电力电气设备：电新双周报：新能源车11月销量环比增长，浙江环网特高压获得核准
- 2025.12.22 保险：资产负债管理系统性深化——《保险公司资产负债管理办法（征求意见稿）》点评
- 2025.12.22 公用事业：追“宗”系列 | 光伏玻璃行业1：外销占比提升，盈利分化加大
- 2025.12.23 银行：个人信用修复政策影响几何
- 2025.12.23 有色金属：印尼RKAB目标收紧，有望支撑镍价上行
- 2025.12.23 传媒互联网：OTA和网约车月报：11月酒店ADR持续同比正增长
- 2025.12.23 东南亚研究：东南亚12月报告：宏观、互联网与消费

- 2025.12.23 建筑与工程：建筑2026年展望：存量出清与增量转型
- 2025.12.23 不动产与空间服务：周评#470：上周住房销售同比降幅略有收窄
- 2025.12.24 电力电气设备：光储2026年展望：光伏蛰伏迎拐点，储能方兴未艾
- 2025.12.24 传媒互联网：线上交易平台3Q25回顾及展望：外卖投入达峰值，电商合规进行时
- 2025.12.24 日常消费：破局存量竞争：中国饮食出海掘金指南
- 2025.12.24 医疗健康：中国商业健康险系列2)：由医保改革，看多层次保障体系建设之路
- 2025.12.26 机械：AI寻机系列05：燃机余热锅炉—能源转型催生增量蓝海
- 2025.12.26 电力电气设备：风电设备2026年展望：产业链盈利有望呈现更为全面的提升
- 2025.12.27 传媒互联网：互联网周思考：豆包DAU破亿，ChatGPT探索广告，AI生态战进入下一阶段
- 2025.12.27 工业：AI寻机系列06：关注国产高端测试探针突围



## **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)