

研报精选

2025年11月2日 第244期

宏观专栏

增强供给，提振需求——“十五五”规划建议解读

报告认为，“十五五”具有承前启后的重要地位。在经济新旧动能转换、地缘冲突易发多发等背景下，未来五年供给侧创新要求更高，更注重产业化规模化。内需重要性将提升，其中惠民生、促消费是扩内需重点。对外开放也会更加积极主动。

联合解读中美经贸磋商成果

报告认为，中美双方在关税、出口管制、航运附加费等方面达成了一系列共识。整体上，这些中美共识都有助于稳定经贸关系，使中国外循环更为畅通，也能降低市场风险溢价。

专题聚焦

“十五五”兼顾绿色转型与经济增长的电价走势分析

报告认为，“十五五”期间我国电力供应成本或面临上涨压力。如何有效抑制批零价差走阔风险、守住兼顾转型与发展的电价区间，需从系统端、政策端、市场端协同发力。

美联储如期降息，鹰派占上风

美联储在10月会议降息25个基点。报告认为，鲍威尔的言论偏“鹰”，表明美联储内部支持暂停降息的观点正在占据上风。展望未来，尽管美联储仍具备一定的宽松空间，但降息节奏可能放缓。

宏观专栏

增强供给，提振需求——“十五五”规划建议解读

10月28日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》及说明发布¹，对“十五五”的地位、方针、目标、任务等问题做了系统阐述。“十五五”具有承前启后的重要地位，达到2035年远景目标需要增长保持在合理区间。在经济新旧动能转换、地缘冲突易发多发等背景下，未来五年供给侧创新要求更高，百尺竿头更进一步，更注重产业化规模化。供求再平衡的紧迫性上升，内需重要性提升，对外开放也更自信自主。

1. 新环境下的新要求

承前启后，地位特殊。“十五五”是2035年基本实现社会主义现代化进程中具有“承前启后”的重要地位。2035年人均国内生产总值要达到中等发达国家水平，同时《第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中提到“我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”²。若按照2035年相较于2020年经济总量翻一番的标准，我们进行测算，2026-2035年GDP年均增速需达到4.4%，因此“十五五”的经济增长仍需保持在合理区间。

相比“十四五”时期，“十五五”的发展环境发生了若干重要变化。比如，（1）科技创新取得突破进展；（2）金融周期下行调整；（3）地缘冲突易发频发，国际力量对比深刻变化。与此相应，（1）科技创新百尺竿头更进一步，强调规模化和产业化；（2）扩内需重要性提升，《建议》强调内需是战略基点，国新办发布会也强调大国经济都是内需为主导，市场是当今世界最稀缺的资源³，《说明》也提出了居民消费率明显提高、内需拉动经济增长主动力作用持续增强等目标；（3）对外开放更自信自主，强调主动、双向、制度型开放。

¹ https://www.gov.cn/zhengce/202510/content_7046050.htm

² https://www.gov.cn/xinwen/2020-11/03/content_5556997.htm

³ <http://www.scio.gov.cn/live/2025/37599/>

任务顺序及词频同样看出新变化。从任务的顺序看，相比十四五规划的建议，产业取代科创作为第一任务，强调新旧动能转换下产业体系化以强大实体经济根基的重要性，同时开放、民生更靠前。从词频看，发展仍最高，突出了发展是第一要务的思想；科技、产业、现代化、国防、高质量词频更多，突出了供给侧进一步优化升级的要求；民生、增长、消费、需求词频更多，也表达了扩大内需的紧迫性。

2. 科创要求更高，更重产业体系建设

现代化产业体系建设既要提升效率，也要增强产业链安全。《建议》指出“现代化产业体系是中国式现代化的物质技术基础”。我们认为，“十五五”时期，“世界百年变局加速演进”，产业链效率和安全性的重要性更加突出，建设现代化产业体系的重点是提升产业链的效率和安全性。党的二十大报告首次提出“现代化产业体系”概念和“建设现代化产业体系”要求，并将“建设现代化产业体系”列为我国加快构建新发展格局，着力推动高质量发展的重要内容⁴。2023年的中央经济工作会议指出，“以科技创新引领现代化产业体系建设”⁵，强调了效率的重要性。2023年，在《当前经济工作的几个重大问题》，习近平总书记指出，建设现代化产业体系要“提升产业链供应链韧性和安全水平”⁶，突出了安全。

安全方面，《建议》着重强调了产业链完整的重要性。2024年2月，在中共中央政治局第十一次集体学习时，习近平总书记提出了现代化产业体系建设的三个方向，即“改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，布局建设未来产业”⁷。《建议》指出，“构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，既要“培育壮大新兴产业和未来产业”，也要“优化提升传统产业”。对于传统产业，习近平总书记指出，“发展新质生产力不是忽视、放弃传统产业”⁸。《建议》首次明确指出了现代化产业体系中传统产业的发展方向，包括“巩固提升矿业、冶金、

⁴ https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm

⁵ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm

⁶ http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2023-02/15/c_1129362874.htm

⁷ https://www.qstheory.cn/dukan/qs/2024-05/31/c_1130154174.htm

⁸ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6936752.htm

化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力”。对于新兴产业，《建议》指出了新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业。对于未来产业，《建议》强调了量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等，相比于2025年的政府工作报告⁹，新增了氢能和核聚变能、脑机接口这两个方向。

效率方面，全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点。《建议》进一步细化了《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》¹⁰的表述，从**核心技术、产业、人才、数字经济**四个方面部署了“十五五”期间的科技创新工作方向。对比《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》¹¹等文件有一些新提法：核心技术方面，《建议》着重强调了“采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破”。一方面是“超常规措施”和“决定性突破”，我们预计在地缘竞争格局下，以上关键核心技术攻关的投入和方法会进一步加强和创新，另一方面是“全链条”，我们预计会针对各条产业链上“卡脖子”的节点全面推动技术攻关。产业方面，“布局建设概念验证、中试验证平台”旨在通过建设专业平台，填补从实验室样品到产业化产品之间的关键环节，提升转化效率和成功率。人才方面，《建议》提出“建设具有全球影响力的教育中心、科学中心、人才中心”，强调了“一体推进教育科技人才发展”。数字经济方面，《建议》要求“全面实施‘人工智能+’行动”，强调了“抢占人工智能产业应用制高点，全方位赋能千行百业”，突出了对于人工智能行业的重视。

3. 惠民生、促消费是扩内需重点

《建议》明确提出“居民消费率明显提高”。我们认为，可以从供给侧和需求侧两个方面来提振消费。供给侧促消费旨在理顺体制机制、增强配套建设、增加优质供给，从而释放消费潜力。需求侧促消费，则在于促就业、增收入、

⁹ https://www.gov.cn/gongbao/2025/issue_11946/202503/content_7015861.html

¹⁰ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202510/content_7045444.htm

¹¹ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

稳预期，增强居民消费能力，并清理一些需求侧制约消费的限制性措施。我们认为，供给侧促消费可以概括为三个方面的政策：

► **完善促进消费制度机制。**包括放宽准入（“以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费”），例如在健康、教育、医疗、文化、金融等服务消费领域，可能做进一步的准入放宽，让更多优质主体参与进来。优化管理（“建立健全适应消费新业态新模式新场景的管理办法”），例如广电视听游戏等文化产品审批，休闲娱乐场所土地审批，海事运营、空域使用审批，大型文娱体育活动审批等政策优化，有利于释放被监管政策抑制的消费供给。

► **加大消费领域配套建设。**有效投资可能更加向消费领域倾斜（“提高民生类政府投资比重”、“完善基础设施和公共服务设施布局”），例如医院和诊所（医疗服务），学校和托育（教育服务），公共设施适老化和无障碍改造（养老服务），旅游景区配套设施（文旅服务）等服务消费配套设施，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）等消费的基础建设。

► **扩大优质供给。**《建议》提出“扩大优质消费品和服务供给”，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。

需求侧促消费也可以概括为三个方面的政策：

► **加强就业和收入分配。**《建议》提出“促进高质量充分就业”和“构建就业友好型发展方式”，强调在发展中保障和改善民生。在劳动收入方面，《建议》提出“完善收入分配制度”、“推行工资集体协商制度，健全最低工资标准调整机制，加强企业工资分配宏观指导”，我们认为，工资收入是居民可支配收入的主要构成部分，通过工资制度的调整，有利于降低工资收入极差，提高劳动收入的分配公平性，增强高消费倾向的低收入群体消费能力。

► **保障和改善民生。**我们认为，“惠民生和促消费”紧密结合，或更多指向了民生社保领域，例如教育、养老、医疗、生育、养育等。通过“增加政府资金用于民生保障支出”，来“加大直达消费者的普惠政策力度”。已经出台的育儿补贴、学前教育减免等政策可能进一步深化（“稳步扩大免费教育范围”），未来可能进一步提高养老金标准（“健全待遇确定和调整机制，逐步提高城乡居民基础养老金”）、提高个税加计扣除标准（“发挥育儿补贴和个人所得税抵扣政策作用，有效降低家庭生育养育教育成本”）等。

► **清理需求侧不合理限制。**例如“清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”，可能指向了部分城市的汽车和住房限购政策；“落实带薪错峰休假”，让居民可以更加充分地释放旅游出行等服务消费需求。

4. 开放更加积极主动

稳步扩大制度型开放，以开放促改革促发展。在“十四五”规划纲要中，“实行高水平对外开放”位于第十二篇¹²，而在《建议》当中，“扩大高水平对外开放”位于第七位，排序明显靠前。《建议》也在二十届三中全会《决定》¹³中“扩大自主开放”的基础上新加了“积极”二字，反映出政策在国际环境变化下的新诉求。

《建议》扩展了《公报》的表述，从自主开放、贸易创新发展、双向投资、“一带一路”四个方面扩大高水平对外开放。《建议》明确了“以服务业为重点扩大市场准入和开放领域”，强调“推动进出口平衡发展”。《建议》提出“完善出口管制和安全审查机制”，相比三中全会《决定》中的“完善出口管制体系和贸易救济制度”更为重视安全。《建议》提出“引导产业链供应链合理有序跨境布局”，我们认为对于内外资企业来说，出海仍有较大发展空间，但节奏和程度应合理有序。

开放被提到了更加靠前的位置，金融开放在“自主开放”中将起到重要作用。我们认为，中国金融实力和实体实力的不对等，已经成为政策关注并要明

¹² https://www.qstheory.cn/yaowen/2021-03/13/c_1127206301.htm

¹³ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

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%，与美国的情况形成非常鲜明的对比。我们认为，通过进一步的金融开放，在全球金融体系中获得更高地位，提高中国自己的金融软实力将成为“十五五”期间的一个重要努力方向。我们看到，这次“十五五”规划纲要建议稿里对金融开放的态度明显更加积极，比如“十四五”规划¹⁴、二十届三中全会《决定》¹⁵对人民币国际化的表述是“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”，并且明确提出“提升资本项目开放水平”，这是此前两份文件中没有明确提到的。

当前进行金融开放，中国也面临相对有利的条件。第一是，美元实际有效汇率在历史高位，人民币则在历史低位，人民币贬值预期不强，不需要特别担心贬值引发的资本外流。第二是，中国的实体经济优势得到进一步的发挥、并逐步向金融领域拓展，国际贸易融资货币中的人民币份额在2021年之后快速上升，截至今年三季度已达到7.3%。向前看，我们认为推进金融开放的过程中，大体有以下三个大方向可以努力。

► **一是推动国内资金安全高效地走出去。**一方面，完善对外投资服务与监管体系，鼓励金融机构服务有实力的企业赴海外直接投资、收购优质资产和资源能源项目，参与“一带一路”等国际合作。另一方面，吸引更多外国企业来华发行股票和债券融资，比如可考虑积极探索设立国际板等机制，将境外优质投融资需求引入国内市场。

► **二是将海外先进的金融专业经验引进来。**过去几年，我国已全面取消银行、证券、寿险等领域外资股比限制¹⁶，但外资金融机构市场份额提升有限，关键制约在于制度环境与国际规则存在差异、金融基础设施不够完善、风险管理工具供给不足以及法治化水平有提高的空间。要通过进一步深化改革，推动国内金融生态不断升级。

¹⁴ https://www.qstheory.cn/yaowen/2021-03/13/c_1127206301.htm

¹⁵ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

¹⁶ <https://www.news.cn/fortune/20251022/5bb8bfc3b7cd4d68ba43656c6715a6cf/c.html>

► 三是利用好香港市场为以上两个方向创造条件。无论是让资金安全高效走出去，还是引入海外资金，都不可避免地牵扯到跨境资金流动、本外币汇兑的问题。我国对本外币汇兑的管制是防止汇率大起大落、进而稳定资本市场的重要手段。我们认为，在当前阶段，可以考虑充分利用香港市场成熟的基础设施，以及已经建立的南向流动制度（包括港股通、粤港澳大湾区的理财通等），探索为以上两个方向的突破性改革先行先试，积累经验。

5. 碳达峰关键期的四大关注点

“十五五”既是碳达峰的关键时期，也是实现最新提出的2035年国家自主贡献（NDC）目标的重要窗口期。依据《建议》对碳达峰和绿色生产生活方式的相关表述，我们解读有四点关键变化：

一是推动煤炭和石油消费达峰。“十四五”时期，我国提出严控煤炭消费增长，合理调控石油消费。当前煤炭虽然仍在增长，但增速已经放缓，石油消费或已经渐入达峰平台期，其中成品油已于2023年出现峰值¹⁷。我们认为，下一步，统筹煤电发展和保供需求，强化石油原料属性将是主要发展方向。

二是实施碳排放总量和强度双控制度。区别于“十四五”时期的能耗双控，“十五五”期间，我国将实施以强度控制为主、总量控制为辅的碳排放双控制度，碳排放强度降低将作为国民经济和社会发展约束性指标，不再将能耗强度作为约束性指标。碳达峰之后，实施以总量控制为主、强度控制为辅的碳排放双控制度¹⁸。

三是全国碳市场扩容。“十五五”碳市场建设将分为两个阶段：第一阶段到2027年，全国碳市场基本覆盖工业领域主要排放行业，实施以强度控制为核心、免费分配为主、有偿分配为辅的配额分配与管理思路；第二阶段到2030年，将全国碳市场打造成为温室气体减排的主渠道，以配额总量控制为基础、免费和有偿分配相结合¹⁹。

¹⁷ http://www.sinopecnews.com.cn/xnews/content/2025-04/16/content_7123515.html

¹⁸ https://www.gov.cn/zhengce/content/202408/content_6966079.htm

¹⁹ https://www.gov.cn/zhengce/202508/content_7037717.htm

四是促进绿色消费。在“十五五”扩大内需的政策背景下，通过加快落实促进绿色低碳发展的财税政策，支持绿色技术创新应用，拓展绿色生产生活的多元化场景，有望释放更多的绿色消费需求空间。

6. 财税改革或重在平衡功能财政与可持续性

“十五五”期间，财税改革或在增强财政可持续性、发挥积极财政政策作用两方面综合发力。在增强可持续性方面，《建议》指出要“加强财政资源和预算统筹，完善地方税、直接税体系，健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策，规范税收优惠政策，保持合理的宏观税负水平”，这些表述在二十届三中全会通过的《决定》精神一脉相承²⁰。我们在《[财税体制可能如何变化？](#)》报告中指出，当前中国宏观税负并不高，未来收入端改革或更聚焦在宏观税负基本稳定下的税制结构优化，原因是我国税制结构更偏间接税，由于流转税可转嫁且中低收入群体的边际消费倾向较高，对中高收入人群具有累退性质，间接税存在降低的必要性；另一方面，直接税尤其是“收入、利润与资本利得”征收强度较低，实际中针对劳动征收的税率偏高、针对资本利得征税偏低，同时我国也尚未广泛开征房产税、遗产税以及赠与税。因此，合理调整和平衡劳动收入与非劳动收入的税率、推进研究扩大直接税税基，降低间接税比重，或是本轮财税体制收入端改革的重点之一，而如何培养地方税源、推动财政收入央地分配再平衡或是另一条主线，这亦是对当前房地产行业调整给地方财力带来挑战的重要应对。此外，《建议》指出将“健全社会保险精算制度，继续划转国有资本充实社保基金，健全社保基金长效筹集、统筹调剂、保值增值和安全监管机制”，社保基金收支平衡压力若能得以缓解，也将减轻其对一般预算补贴的依赖。

在发挥积极财政政策作用方面，改革需紧密结合经济高质量发展的内在要求。《建议》强调要“坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合”，一方面，政府投资或仍保持一定强度，投资结构进一步优化，主要体现在“提高民生类政府投资比重，高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项

²⁰ http://www.scio.gov.cn/zdgz/jj/202407/t20240722_855895.html

目建设”；另一方面，顺应惠民生促消费的政策导向，《建议》提出“合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力”，我们认为，未来围绕人的全生命周期各阶段——包括生育、托幼、教育、养老、医疗等——的政策支持力度有望持续加大，以降低居民预防性储蓄，更好激发居民消费潜力。



以上观点来自：2025年10月29日中金公司研究部已发布的《增强供给，提振需求——“十五五”规划建议解读》

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
陈济 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070012
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515
周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036
黄亚东 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091
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
林欣月 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524060001

宏观专栏

联合解读中美经贸磋商成果

2025年10月30日，商务部新闻发言人就中美吉隆坡经贸磋商联合安排答记者问介绍了中美经贸团队通过吉隆坡磋商达成的成果共识²¹。主要包括关税、出口管制、航运附加费等内容，我们认为，中美吉隆坡磋商的成果共识有助于稳定经贸关系，改善我国外循环，也会降低市场风险溢价。

宏观：改善外循环，降低风险溢价

2025年10月30日，商务部新闻发言人就中美吉隆坡经贸磋商联合安排答记者问介绍了中美经贸团队通过吉隆坡磋商达成的成果共识。

关税方面，美方将取消针对中国商品加征的10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的24%对等关税将继续暂停一年。根据我们测算，美国2025年对中国加征的整体关税率也将由27%下降至17%。

出口管制方面，美方将暂停实施其9月29日公布的出口管制50%穿透性规则一年²²，中方将暂停实施10月9日公布的相关出口管制等措施一年²³。我们认为这将改善高科技与相关方面的贸易。航运附加费方面，美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业301调查措施一年。美方暂停实施相关措施后，中方也将相应暂停实施针对美方的反制措施一年。我们认为这将降低全球航运和造船业经营成本和风险，有助于稳定全球供应链。此外，双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识，我们认为整体上这些中美共识都有助于稳定经贸关系，中国外循环更畅通，也降低市场风险溢价。

²¹ https://www.mofcom.gov.cn/syxwfb/art/2025/art_e8453c07ce374814ba65bdb6ff5813c4.html

²² <https://www.federalregister.gov/documents/2025/09/30/2025-19001/expansion-of-end-user-controls-to-cover-affiliates-of-certain-listed-entities>

²³ https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_6cb42957741440c6984de696b70df9ae.html
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_7fc9bff0fb4546ecb02f66ee77d0e5f6.html
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_949f47563b834dad95b0010f375a892c.html
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_1315078cebe04210bc35c72a4e7f7967.html
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_59ec4f6bec0b459aa4a30c4bbd0a41c1.html
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_79646f0161564975a938fe00fee158d5.html

策略

中美元首会晤和经贸磋商取得积极成果，符合近期市场交易的预期。10月30日中美元首在韩国顺利会晤后，午后商务部公布中美经贸团队通过吉隆坡磋商所达成的成果共识，包括取消之前加征的10%所谓“芬太尼关税”，中美双方暂停此前部分出口管制，以及美方暂停实施对华海事、物流和造船业301调查措施一年等。近期中美经贸磋商成为市场关注的重点，市场自10月以来反复博弈中美谈判，最终取得的积极成果基本符合近期市场交易的预期。

市场中期有望延续良好趋势，短期关注局部过热问题。对于市场而言，此前中方应对美方在贸易谈判的反复，打出稀土关键战略资源牌，市场普遍对于中美谈判将达成相对积极的结果有信心。结合此前5月份关税谈判中国不落下风，背后深层次的原因是中国制造产业链的韧性，以及在科技领域自立自强的突破，这也是本轮市场信心修复和资产重估的重要基础。展望后市，我们对于中期市场持相对积极的观点。本轮牛市有两个重要的根基，宏观层面上是全球货币秩序重构，而中国经济基本面的韧性是重构的基础；产业层面上，AI科技革命驱动创新产业趋势，并且体现在上市公司业绩的兑现。当前市场估值没有出现明显泡沫化，沪深300的股权风险溢价修复至历史均值附近，并且两大根基仍在进一步强化的背景下，我们对中期市场维持积极观点。短期由于贸易谈判的结果市场预期较为充分，可能影响有限，市场预计将维持原先的震荡上行趋势。但需要关注的是，市场存在局部过热，进一步上行之后难免继续面临资金获利了结，以及热门板块过度拥挤问题，近期美联储降息、中美谈判和三季度披露等积极事件密集落地后，若市场缺乏新的催化可能再次转为震荡。配置方面，建议保持仓位水平，在行业风格上从原先单一科技成长转向更均衡化。

外汇

中美元首会晤后，商务部公布了中美吉隆坡磋商达成的三点成果，除了暂停执行马德里谈判后美方对华新增出台的一系列对华限制措施外，美方还取消了针对中国商品加征的10%所谓“芬太尼关税”。由此，自今年5月中美在瑞士启动经贸磋商以来，中美关税保持了逐步下调的态势。

自今年4月双方工作层级开始接触以来，人民币汇率的贬值预期就开始了逐步扭转的过程。此后，随着美元的弱势和中美磋商成果的积极，我国的出口显示出了韧性。人民币中间价在此后的7个月中有6个月相对于美元走升，出口商的结汇意愿也随着人民币汇率的升值而逐月增加，汇率市场的供求关系也转向了有利于升值的方向。

我们认为，10月中美对话的积极成果意味着有利于人民币汇率升值的外部条件或仍将维持相当一段时间。在中美经贸关系趋稳、出口保持韧性、中美利差收窄和出口商年末季节性结汇等因素的影响下，我们认为人民币汇率基于目前的水平上仍有一定升值的潜力，升值速率大概率延续4月末以来节奏。



以上观点来自：2025年10月30日中金公司研究部已发布的《联合解读中美经贸磋商成果》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
李刘阳 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843
齐丁 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521040002 SFC CE Ref: BRF842
黄凯松 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876
刘钢贤 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080003 SFC CE Ref: BOK824
成乔升 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521060004
林骥川 分析员 SAC 执业证书编号：S0080522080008 SFC CE Ref: BSY374
汤亚玮 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521110003 SFC CE Ref: BUD650
肖俨衍 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521010001 SFC CE Ref: BIL686
陈雷 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524020004

专题聚焦

“十五五” 兼顾绿色转型与经济增长的电价走势分析

“十五五”作为我国经济转型与绿色发展的关键窗口期，既要锚定经济高质量发展增长目标，又要完成碳达峰战略目标。然而，如果终端电价快速上涨，既可能削弱市场主体活力、影响经济恢复向好态势，也可能制约绿色转型整体进程。当前影响电价走势的一个主要矛盾在于：一方面是新能源低边际成本带来的综合发电成本降低，另一方面是新能源高渗透率下带来的系统成本上升，叠加政策遗留成本及市场力等因素影响，或引发我国电力批发与零售价格走阔风险。我们测算，“十五五”期间我国电力供应成本或面临每度电约5~8分的上涨压力，高于“十四五”。

如何有效抑制批零价差走阔风险、守住兼顾转型与发展的电价区间，需从系统端、政策端、市场端协同发力。一是在当前建设全国统一电力市场的加速阶段，市场监管力度不能松懈，同步做好“管疏同源”，从源头上尽可能减少市场力的影响；二是探索“市场化融资+财政贴息”的模式，解决补贴拖欠的“历史包袱”，缓解新能源全面入市带来的经营压力；最后，对于“先天不足”的系统灵活性问题，立足自身系统禀赋与资源特性，增加储能等灵活调节电源的同时持续完善相关市场激励，实现“硬件补强”与“软件修缮”的相得益彰。

► 随着新能源发电成本的快速下降及渗透率的提升，电力系统发电侧的成本整体呈下降趋势，这一点在中美欧等不同国家或区域电力批发市场已有所体现。按照批发端向零售端的电价传导过程，终端电价理应受益，然而现实却并非如此，甚至不少地区的终端电价出现不降反升趋势，尤其是市场成熟度高且新能源入市比例高的地区。批零价差走阔如不能及时纠正，不仅直接损害本国经济发展与民生福祉，亦为长期绿色转型埋下隐患。

► 新能源入市交易是当前价差走阔的一个重要诱发变量，可进一步归纳为三方面驱动因素：一是随新能源渗透率上升而增加的物理系统成本；二是过去签订的与新能源支持机制相关的合同成本，这些合同已经超出市场竞争范围，但仍然需要在未来支付，即政策遗留成本；三是市场中不同主体利用其市场地

位影响电价和供需的行为，即随着新能源全面入市更频繁出现的市场力，属于无形的软成本。

► 与欧美成熟市场相比，我国当前批零价差走阔现象尚不明显，但基于现实国情考虑，我国批零价差面临较大的走阔风险：一是我国电力系统灵活性调节资源“先天不足”及客观存在的远距离大容量输电需求，导致我国系统成本上涨压力较大；二是我国新能源遗留补贴仍有较大缺口，当下新能源全面入市的背景下补缺的需求较为急迫；三是我国市场机制尚不完善，尤其零售市场缺少与批发市场的动态价格传导，竞争也不充分，或滋生市场力进一步阻碍批零价格的有效传导。

► 考虑新能源在“十四五”已完成平价上网，进一步降本空间有限，同时渗透率超过15%阈值，意味着未来系统成本会随渗透率增加而快速提升，因此我们预判“十五五”期间我国电力供应成本面临每度电约5~8分的上涨压力，高于“十四五”，叠加遗留成本及市场力在“十五五”期间的影响不会减弱，终端电价或将承受较大上涨压力。

► 为了应对批零价差走阔的“灰犀牛”风险，守住兼顾转型与发展的电价区间，我国需从政策端、市场端、系统端协同发力。首先，在当前建设全国统一电力市场的加速阶段，市场监管力度决不能松懈，营造一个公正透明的市场环境，同步做好“管疏同源”，从源头上尽可能减少市场力的影响；其次，考虑当前新能源全面入市带来的经营压力，需探索“财政+市场”相结合的可行模式，帮助新能源企业解决补贴拖欠的“历史包袱”；最后，对于“先天不足”的系统灵活性问题，需要立足我们自身的系统禀赋与资源特性，增加储能等灵活调节电源的同时持续完善相关市场激励，实现“硬件补强”与“软件修缮”的相得益彰。

以上观点来自：2025年10月28日中金研究院已发布的《“十五五”兼顾绿色转型与经济增长的电价走势分析》

郑宽 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070002

陈济 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070012

专题聚焦

美联储如期降息，鹰派占上风

美联储在10月会议如预期降息25个基点，但鲍威尔的言论明显偏“鹰”，暗示12月降息绝非铁板钉钉。我们认为，这表明美联储内部支持暂停降息的观点正在占据上风。展望未来，尽管联储仍具备一定的宽松空间，但降息节奏可能放缓，不宜抱过度乐观预期。同时，本轮降息的刺激效应或将弱于以往周期，部分原因在于“再融资效应”明显减弱。美联储还宣布将于12月结束量化紧缩（QT），我们认为这更多是出于技术性考量，不宜过度解读；在政策利率仍具有较大下调空间的情况下，购买非常规的金融资产的必要性不大。

美联储在10月会议上降息25个基点，符合市场预期。此次决议中有两名官员投下了反对票：理事米兰主张降息50个基点，与特朗普呼吁联储降息的要求一致²⁴；堪萨斯联储主席施密特则主张维持利率不变。这反映出美联储内部的分歧正在加剧。货币政策声明较9月变化不大：今年以来就业增速有所放缓，失业率有所上升，但仍处于低位；通胀自年初以来有所上升，仍处于较高水平²⁵。

真正扰动市场的是鲍威尔对于12月是否降息的“鹰派”态度。他在记者会上指出²⁶，“美联储在12月会议上再次降息并非板上钉钉，远非如此。”（A further reduction in the policy rate at the December meeting is not a foregone conclusion, far from it）。他进一步称，联储在9月降息是因为劳动力市场疲软，但“接下来的逻辑是另一回事”（Logic going forward is a different thing）。他还表示，在本次会议的讨论中，美联储官员们对12月应如何行动存在明显分歧。

我们认为，鲍威尔的言论表明，美联储内部支持12月暂停降息的声音正在占据上风。进一步来看，这一倾向或主要基于两方面考虑：

²⁴ <https://www.reuters.com/business/media-telecom/trump-again-targets-feds-powell-interest-rate-cuts-2025-10-29/>

²⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20251029a.htm>

²⁶ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20251029.htm>

首先，**劳动力市场虽在放缓，但未加速恶化**。鲍威尔指出，初次申请失业救济人数、ADP就业数据及其他私营部门指标均显示，就业增长正在放缓，但并未出现加速下滑的迹象。换言之，继续降息的前提是就业状况加速恶化，而到12月时是否满足这一条件还有待观察。

其次，**通胀仍显著高于美联储目标**。尽管关税对物价的推升作用未像此前预期的那般猛烈，但近几个月通胀水平依然维持上行。根据美联储估计，9月份PCE通胀率或为2.8%，较上月的2.7%进一步抬升。此外，美联储在实现通胀目标方面的信誉正日益受损——通胀已连续五年高于2%的目标，资本市场甚至流行起“3%就是新的2%”的说法²⁷，反映出市场通胀预期存在上移风险。我们认为在此背景下，美联储在决策上保持一定的鹰派立场，既是必要的，也是策略性的选择。

展望未来，我们认为美联储**虽然仍有进一步放松政策的空间，但节奏上不宜过度乐观**。此次降息后，联邦基金利率已降至3.75%至4.0%的区间，仍高于我们估算的3.5%中性利率水平，这意味着货币政策整体仍偏紧。然而，随着政策利率接近中性区间，且通胀水平依旧顽固，降息步伐可能趋于放缓。一种可能的变化是从“每次会议降息”转为“每季度降息一次”，以更缓慢的速度将政策利率调整至中性乃至略微偏松。

同时，**对降息刺激效果的预期也应保持谨慎**。降息影响经济的一个渠道是“再融资效应”——当利率下降时，房贷持有人可以通过再融资以降低还款成本，从而提升可支配收入并刺激消费。但自2024年降息以来，这一效应明显有限。一个佐证是，美国抵押贷款银行家协会（MBA）的再融资指数并未像过去的降息周期那样显著上升。其主要原因在于，大量购房者已在2021年锁定了超低利率，因此缺乏再融资的动力。宏观层面看，这意味着本轮降息对房地产市场以及利率敏感型消费的拉动作用或将弱于以往周期，本轮金融周期的上行幅度也将低于过去两轮金融周期。

²⁷ <https://www.reuters.com/markets/us/fed-rate-cut-now-signals-3-inflation-is-new-2-2025-09-09/>

在资产负债表方面，美联储宣布**将于12月1日结束量化紧缩（QT）**。届时，每月50亿美元的美国国债缩减将停止，到期本金将滚动再投资；每月350亿美元的抵押贷款支持证券（MBS）缩表上限将继续执行，但到期本金将再投资于短期国库券（T-bill）。

我们认为，**结束缩表更多属于技术性调整**，其背后主要有两层考虑：一是回应市场对流动性趋紧的担忧，防止重演2019年因过度缩表导致的资金市场波动；二是出于资产久期管理的考量，美联储希望降低资产组合的平均久期，将持仓从长期的MBS逐步转向短期国库券。这一举措也体现了美联储推动政策“正常化”的意图，因为传统的货币政策以公开市场操作为主，而非购买非常规的金融资产。由此，我们预计联储不会轻易重启量化宽松，特别是在政策利率仍具有下调空间的情况下，通过资产购买来刺激经济的必要性不大。



以上观点来自：2025年10月30日中金公司研究部已发布的《美联储如期降息，鹰派占上风》

刘政宁 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.10.27 中国宏观热点速评：两个因素支撑利润——2025年9月工业企业利润点评
- 2025.10.29 中国宏观热点速评：增强供给，提振需求——“十五五”规划建议解读
- 2025.10.30 海外央行观察：美联储如期降息，鹰派占上风
- 2025.10.30 中国宏观热点速评：改善外循环，降低风险溢价
- 2025.10.30 联合解读：联合解读中美经贸磋商成果
- 2025.10.31 中国宏观热点速评：季节性因素以外，供需皆走弱——10月PMI点评

策略及大宗商品

- 2025.10.28 A股策略：制度及改革红利助力中国资产重估延续——金融街论坛年会点评
- 2025.10.29 “十五五”研究系列（3）：《建议》明晰资本市场中长期建设方向
- 2025.10.29 公募三季报回顾：加仓科技成长，减仓金融消费
- 2025.10.30 海外策略：美联储的“下一步”
- 2025.11.1 三季报业绩总结：整体盈利改善，结构亮点增多
- 2025.11.1 农产品：聚焦：大豆：贸易关系改善预期升温，价格如何演绎？

固定收益

- 2025.10.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.10.27 信用债收益率跟踪周报：三季度理财规模增长明显，现金存款类资产占比上升
- 2025.10.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.10.29 专题研究：存单净增量持续负增长，机构短久期资产欠配值得关注——2025年9月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.10.29 简评：固收+规模跃升的细节——25Q3债基季报点评
- 2025.10.30 简评：熊猫债三季度发行放量分析和后续展望
- 2025.10.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.10.31 简评：生产回落幅度高于需求，货币政策放松空间或将打开——10月PMI数据分析
- 2025.10.31 中国可转债策略周报：如何实现AI交易模拟
- 2025.11.1 资产证券化分析周报：3Q基金持仓点评——持续加仓应收账款与不良贷款ABS
- 2025.11.1 专题研究：2026年，股、债、黄金的牛市是否能延续？——中金债券市场调查2025年11月期

行业

- 2025.10.27 REITs: 放量企稳后关注季报情况——公募REITs周报(10.20-10.24)
- 2025.10.27 石油天然气: 全球天然气的跌宕宽松之路
- 2025.10.27 主题研究: 炼油国内外冷热分化或加速
- 2025.10.27 化工: 26年制冷剂配额政策公示, 景气有望持续
- 2025.10.27 农业: 品牌农业专题#2: 中国茶—历久弥新, 茶香万里
- 2025.10.27 电力电气设备: 电新双周报: 新能源车产业链9月下游需求增速回升; 看好特高压建设步伐加快
- 2025.10.28 公用事业: 电力环保周报: 火电三季度业绩亮眼; 9月用电同比+4.5%, 二产增速达到年内高点
- 2025.10.28 不动产与空间服务: 周评#462: 十月前四周二手房成交量同比转降
- 2025.10.28 钢铁: 产能置换新规发布, 行业供给变革进行时
- 2025.10.28 主题研究: 光伏周谈 | 四中全会明确风光方向, 储能政策持续多点开花(25年第42周)
- 2025.10.29 传媒互联网: 基金3Q25传媒持仓分析: 转为超配, 游戏偏好明显
- 2025.10.29 REITs: 春华秋实, 消费REITs投资知多少
- 2025.10.29 银行: 银行仓位为何骤降? ——3Q25基金仓位和估值监测
- 2025.10.30 化工: 10月月报: PPI同比降幅继续收窄
- 2025.10.31 传媒互联网: 电影3Q25业绩回顾: 行业信心待修复, 关注产业升级趋势
- 2025.10.31 轻工日化: 中美吉隆坡经贸磋商取得积极成果, 看好轻工出口板块布局机会
- 2025.10.31 REITs: REITs三季报点评: 波动分化仍是主旋律
- 2025.11.1 传媒互联网: 出版3Q25业绩回顾: 板块整体疲软, 关注恢复性拐点
- 2025.11.1 证券及其他: 券商3Q综述: 市场活跃下经纪业务提供增长基本盘; 金融资产配置能力成关键胜负手
- 2025.11.1 传媒互联网: 互联网下半场增长“三剑客”: 兴趣社区、短剧、音乐
- 2025.11.1 食品饮料: 基金3Q25食品饮料持仓分析: 白酒及大众品均环比下降, 板块仓位处于近10年低位

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

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn