

# 研报精选

2025年11月16日 第246期

## 宏观专栏

### 中美经贸关系新阶段意味着什么？

报告认为，中美进入平等对话的经贸关系新阶段，对经济、政策和全球资产都有深远影响。对于中美双方而言，外部冲突得到管控的同时，应对好内部问题可能尤为关键。中美经贸关系进入新阶段也将强化国际货币秩序重构，中国资产可能继续重估。

### 深度布局“十五五”：宏观篇

报告认为，“十五五”具有承前启后的重要地位，发展环境呈现科创突破、金融周期下行、地缘形势复杂三大变化，有科创产业化、扩大内需、自主开放三大主线值得关注。

## 专题聚焦

### 深度布局“十五五”：策略篇

报告认为，“十五五”时期是资本市场进一步通过投融资综合改革，推进高质量发展的关键阶段，资本市场有望呈现“长期”、“稳进”趋势，中国资产重估可能仍在初期阶段。

### 深度布局“十五五”：绿色发展篇

报告认为，“十五五”是实现碳达峰目标的关键五年，支持碳达峰的具体行动可以归纳为三大方向：一是产业结构“去重化”，二是经济活动“电气化”，三是发电结构“清洁化”。

## 宏观专栏

### 中美经贸关系新阶段意味着什么？

2025年10月底中美元首釜山会谈，美国总统特朗普发文预告，并用所谓的“G2”形容此次会晤<sup>1</sup>。类似于“G7”和“G20”，“G2”也是“集团外交”(Group Diplomacy)概念的产物，是大国之间分摊全球治理责任的机制，最早于2004年由美国学者伯格斯登(Fred Bergsten)提出。而中国是多边主义坚定倡导者，主张不结盟，维护多边贸易体制<sup>2</sup>。此次，特朗普重提此概念，可能既是美方的现实选择与妥协，也标志着中美经贸关系进入新阶段，或对国际货币秩序重构、中美政策方向与全球资产定价产生深远影响。

#### 一、迎接中美经贸关系新阶段

改革开放特别是加入世贸组织后，由于两国之间较强的经济互补性，中美经贸关系曾经历过高水平发展的“共生共赢”阶段。在2009年奥巴马首次访华时形成了“中美战略与经济对话”年度沟通机制。然而，2016年“南海仲裁案”以来，这一对话机制已停摆整整十年，在此期间中美关系走冷，形成了日益增加的分歧与摩擦。当前，中美关系和相对国力都发生了较大变化，中美经贸关系的内涵也随之变化。总结其历史演绎，我们认为根据经贸状态可以分为三个阶段。

##### (一) 阶段一(2005-2016年): 共生共赢

“共生共赢”而非“中美共管”<sup>3</sup>。在2004年美国提出“G2”的初期，中国作为发展中国家和新兴制造业大国，与原材料以及终端消费国家紧密合作，是多边主义的坚定倡导者，不赞成“核心”或者“中美共治”的观点，用“共生共赢”形容2005-2016年阶段的内涵更为恰当。

要素价格的巨大差异为两国的“共生共赢”奠定基石。改革开放特别是加入世贸组织后，中国为世界提供了充沛的廉价劳动力供给，2008年时劳动力成

<sup>1</sup> <https://www.izaobao.com/news/politics/202510/3056088.html>

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content\\_6947477.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6947477.htm)

<sup>3</sup> <https://www.chinanews.com/gn/2011/01-14/2789984.shtml>

本仅为美国1/10；但是缺乏资本和技术，资本的回报高于美国。而美国、欧洲在“自由派”主导下，全球化不断深化，资本和技术在全球寻找价值洼地。“中国生产，美国消费”的模式中，人民币汇率长期盯住美元，这形成了事实上的经济共同体<sup>4</sup>。在这个过程中，中美经济发展也各自明显受益。

► 美国获得了低通胀与金融的繁荣。2003年至今，美国从中国进口商品价格几乎没有增长。作为对比，“失去的30年”的日本，对美国涨价7.7%；而德、法、墨西哥等重要贸易伙伴对美涨幅更多。与此同时，美国的跨国企业和华尔街深度参与中国的高速发展，获得了可观的资本回报。

► 中国经济高增长并快速积累大量国际储备资产。2002年到2012年的十年间，中国第二产业就业人员增加超过7500万人，庞大劳动力供给转化为经济高速增长。

## （二）阶段二（2017-2024年）：经贸摩擦增加

经济整体的“共赢”却隐藏着结构的失衡。中国“世界工厂”地位得到广泛认可，由中国牵头促进全球经贸发展，这必然会部分让渡国际贸易体系的话语权，为未来的中美贸易摩擦埋下伏笔。2016年特朗普上任前，美国货物贸易逆差接近7500亿美元，其中中国占比较高。另一方面，美国制造业在非农就业的份额持续下降，从2000年的13.1%减少到2016年的8.5%，制造业就业的绝对量也减少近500万人。随着实体经济空心化，美国的基尼系数也趋势性上升，收入差距不断扩大，社会撕裂加剧。

特朗普将国内矛盾向外转嫁，全球化转向“友岸化”。面对上述种种矛盾，特朗普2017年上任后，对华加征关税。尽管2020年初，贸易摩擦有所缓和，但是对华关税的有效税率仍停留在19.3%的高位。拜登上台后，对华政策边际变化，从全面脱钩转向“小院高墙”，全球化转向“友岸化”与“近岸化”。

在此期间，中国总体处于应对状态。面对突如其来的关税加征，中国“不打第一枪”<sup>5</sup>，同时也给予“有力反击”，对美加征反制关税，通过WTO规则据

<sup>4</sup> Niall Ferguson & Moritz Schularick, 2007, "'Chimerica' and the Global Asset Market Boom", International Finance

<sup>5</sup> <https://www.rmzxw.com.cn/c/2018-07-05/2104277.shtml>

理力争。但2017年，根据出口总署数据，中国对美出口占总出口的比重达19%，美国关税对中国出口产生较大影响。同时部分产业链核心环节对外依存度也比较高，关键产品禁运后对产业链造成冲击。更重要的是，面对不确定性，社会层面的风险偏好和信心受挫，企业家信心指数由2018年初开始下滑，总需求受到一定程度拖累。

### （三）阶段三（2025-）：经贸平等对话<sup>6</sup>

中美谈判取得进展，呈现平等经贸对话的状态。进入2025年，“特朗普2.0”再次挥舞关税“大棒”，并且将关税武器扩展至全球。经过五轮磋商后，中国成为唯一没有率先妥协，并成功降低对等关税的国家。在2025年10月底的中美元首釜山会谈后，特朗普高度评价会谈成果，并确认下调“芬太尼”关税10个点。2025年美国对中国新加关税因此调整为20%，低于同期美国对全球大部分国家尤其是新兴国家加征的关税水平。

平等对话的前提是中国综合国力进一步提升。相比“特朗普1.0”，中国掌握了更多可以反制和主动出击的筹码：1) 大国规模经济、上下游协同效应、产业集群效应以及人才红利，推动着中国产品的性价比不断提升。中国单位投入的劳动产出相比美国从2017年的1.6扩大到2024年的2.2<sup>7</sup>。2) 关键战略资源整合，增强关键产业议价权。例如稀土行业经过产业兼并重组，产业格局的改善有效提升了稀土的全球定价权。3) 美国出口对华依赖度偏高的实体产业和资本市场“陷入困境”，需要中国“大卖家”。因为成本趋势性上升，叠加中国进口减少，美国大豆种植户已处于亏损状态；波音公司因产品质量和中国需求下滑等多重因素，连续7年未盈利；美债无风险属性受损，美国AAA公司债与国债利差自2020年高点超250bp收窄至100bp左右，SWAP与国债利差、国债基差更是下降至历史低位。

中国在“受制于人”的短板方面也有补强。最典型的例子是AI等高科技领域的技术突破，改变了美国在科技领域“一枝独秀”的叙事：年初，DeepSeek横空出世，打破美国的“技术”垄断；国产先进制程芯片通过工艺改进也实现

<sup>6</sup> <https://www.news.cn/world/20250612/a36a9ee94e49444c8dbc9940bdf4e8e1/c.html>

<sup>7</sup> 依据ILO数据测算得到

量产。凭借过硬的产品竞争力和探索精神，中国在保持出口增速的同时逐渐降低了对美依赖度，出口对美占比从2017年的19%下降至2025年的11%左右。

## 二、中美经贸关系新阶段的特征与政策含义

### (一) 新阶段的特点是“脆弱的平衡”

“平衡”意味着中美都有足够筹码，进行磋商协调。进入新阶段，是过去几年中国积累了足够筹码后，美方追求自身利益的现实选择与妥协。而中美若能够保持磋商与协调，就有可能开展一系列符合双方长远利益的“大谈判”(Grand Bargaining)，从而巩固平衡。

► 大豆购买与“芬太尼”关税削减。美国大豆等大宗农产品是其具备全球比较优势的商品，而中国大豆消耗量巨大，自身存在供需缺口。另一方面，中国出口“芬太尼”属于子虚乌有，目前美国已经下调10%的相应税率。目前中美在大豆进口和“芬太尼”关税方面的调整对于双方均有好处。

► 稀土出口与芯片进口。中国的稀土是美国重点发展的高端制造、国防军工所不可或缺的“工业维生素”。而美国的芯片，仍是中国提升AI、机器人等高科技产业竞争力可以借力的环节。并且，中国芯片市场，也完全有能力有空间像新能源车产业一样，给予海外公司充分发挥的舞台。

► 汇率升值与税率下调。汇率与中国经济的再平衡相关。以2020年为基期(100)的美元真实有效汇率在2025年一度上升至115，超过20世纪90年代克林顿政府技术革命时期的高点。与美国相反，人民币真实有效汇率则下降至2025年9月的87，接近2012年以来的低点。人民币的适当升值或能更好匹配其真实购买力，平衡贸易收支，改善消费者购买力。另一方面，关税是一种“两败俱伤”的政策工具，使用容易导致实施国陷入自我孤立<sup>8</sup>，造成滞胀风险以及信心受损，这也是美国当前面临的问题。因此中国汇率升值和美国关税税率下调都有助于两国实现自身的再平衡。

“脆弱”是由于中国与美国产业链的生态位重合度提升，经贸摩擦在所

<sup>8</sup> Brunnermeier, 2018, “Beijing’s Bismarckian ghosts: how great powers compete economically”, The Washington Quarterly.

难免。随着中国经济的高质量发展，经济产出结构向高附加值的中间品、耐用品升级。相比2000年，中国的出口结构中机械、运输设备等高端制造占比提升了17个百分点，而这恰好也是美国出口占比最高的板块。中美在产业链的生态位重合度提升，经贸摩擦在所难免。参考历史，守成国的恐惧以及双方信息不对称形成的“安全困境螺旋”（**spiral model of the security dilemma**）<sup>9</sup>，也是脆弱性的主要来源。哈佛大学教授艾利森牵头的“修昔底德陷阱项目”<sup>10</sup>研究发现，近500年间（1500-2000年）共出现16组崛起国挑战守成国的案例，其中冲突失控的概率较高。除了经济领域的竞争加剧外，还由于下述原因最终导致冲突失控，即“安全困境螺旋”：1) 崛起国不断增长的综合国力，令守成国感到不安与恐惧；2) 崛起国采取的防御性行动会被守成国误解为威胁；3) 崛起国对守成国的误解估计不足，无法清晰传递“防御性意图”；4) 守成国敌意认知强化，双方冲突失控。

阅古鉴今，中美关系的平稳前行，既要求中美之间平等对话，减少双方信息不对称；也需要双方妥善解决经贸分歧，遏制全球供应链尾部风险。

## （二）新阶段或强化国际货币秩序重构

国际货币秩序重构正在演绎中，中美经贸关系新阶段可能强化该趋势。进入新阶段，中美之间相对实力的变化，或成为进一步动摇美元霸权的关键因素：2025年4月美国政府实施对等关税后，汇率并未重复2018年的故事，美元呈现出与传统理论相悖的现象。作为加征关税国，美元指数不涨反跌，从4月初的104回落至98后维持低位，美元兑人民币也出现“不升反贬”的反常走势。美国市场遭遇罕见的“股债汇三杀”，美债、美元的避险属性弱化，背后本质上是市场对美元体系可持续性的重估。我们在6月发布的《货币秩序重构下的资产变局》提出，国际货币秩序重构的本质是美元资产安全性下降，中美经贸关系新阶段将强化该趋势，推动美元单极的货币体系向碎片化、多元化，以及全球资金再配置。

► 碎片化会导致资金各回各家，表现出很强的本国偏好（**home bias**）。

<sup>9</sup> Jervis Robert, 1978, "Cooperation under the Security Dilemma.", *World Politics*.

<sup>10</sup> <https://www.belfercenter.org/programs/thucydides-trap/thucydides-trap-case-file>

2025年以来，从EPFR资金流可以看出各国资金有回流本土的趋势。尤其是从中国大陆资金持有美股规模来看，2025年美股涨幅较大，但中国大陆持有美股规模下滑约500亿美元，部分资金回流国内，反映出国际货币体系“碎片化”趋势已经在发生。

► 多元化会导致原有集中高配美国资产的全球资金寻找多元化配置。这种多元化配置，既可以是转向黄金，也可以是转向其他流动性较高的二级市场的资产。2025年以来，亚太地区资金对中国市场已经重回标配，但全球和欧美资金仍然显著低配中国，意味着国际货币体系“多元化”趋势暂时不明显。但考虑到中美经贸关系新阶段进一步强化货币秩序重构的逻辑，我们认为“多元化”趋势仍在路上，全球资金增配中国资产仍有较大的空间。

### （三）新阶段的政策启示

经贸新阶段对于中美来说，外部矛盾和冲突得到一定管控，此时办好自己的事可能更重要，中美都需要内部再平衡。

美国政策重心或重新聚焦国内。特朗普第一任期，试图通过贸易摩擦，将经常账户失衡、制造业竞争力下滑、收入差距扩大等国内矛盾向外转移。过去几年的实践表明，其国内结构性问题并未得到实质解决，甚至更加严重。经常账户逆差仍在扩大，占GDP比由2017年的-1.9%扩大到2024年的-2.4%；制造业回流没有明确迹象，2024年相比2017年仅小幅增加16万人；收入差距也未缓解；反而出现了生产效率下降、通胀趋势性上行、赤字率持续扩大、美元信用体系松动等新问题。美国民调也反映了近年来自下而上希望政策更聚焦于国内问题的呼声日益高涨。

对于中国而言，国内经济再平衡的重点在于发挥经济韧性，打破低通胀负向螺旋，扩大国内需求。当前国内经济存在三个重要的矛盾，地方政府债务压力加大、地方政府事权与财权不匹配以及居民收入预期下降，三个问题都与房地产周期下行有关，我们认为可从三方面着手应对。

► 推进地方债务重组：与房地产相关的收入减少后，地方政府债务压力与日俱增，根据财政部数据估算，地方政府债务余额/(地方一般公共预算收入

+政府性基金收入)从2024年相比2018年明显上升。在债务置换的基础上，部分地方债务或需要系统性重组，为地方经济发展减轻负担。

► **坚持财税改革：**根据财政部2025年三季度最新数据，地方财政收入在财政收入占比为54%，支出占比则超过85%，地方财权与事权不匹配。在收入压力增加时，压缩支出或者拖欠资金可能就不得已而为之。更重要的是，地方税收结构中，增值税占比过高，形成了重生产投资而轻消费的激励机制。因此，改革财税制度中地方财权与事权不匹配，优化税收结构，也是鼓励消费扩大内需的途径之一。

► **改善收入预期：**房价的止跌回稳，对于打破通缩螺旋至关重要。而房价预期又与居民的收入预期有极强的相关性。短期、阶段性的补贴或难以扭转居民收入预期，更重要的是从长期着手，促进就业，加大对服务业、数字经济的支持力度；完善失业保障机制等。

**把握人民币汇率改革与国际化窗口期，增加汇率弹性，最终走向清洁浮动。**中美经贸关系新阶段下，人民币的走势一扫阴霾。美元兑人民币已从年初7.3升值至7.1，上涨2.7%。不过，相比其他货币，如欧元13%的升值幅度，仍有较大空间。国际投资者购买资产希望获得两类回报：利率回报和汇率变动回报。在人民币利率相对较低（利率回报较低）的情况下，如果缺乏汇率升值回报，可能会制约人民币资产对投资者的吸引力。另一方面，人民币双向浮动程度偏低，在低利率环境下，容易成为套息交易的融资货币被做空。因此，适当增加人民币浮动程度，也是政策的应然之举。最后，从国际经验来看，美元进入下行周期进行汇率改革的国家，如新西兰、墨西哥、智利、以色列、印度等国，均宣告成功，而失败的案例基本发生在美元的上行周期。因此当前的美元贬值周期可能是人民币增加浮动程度的关键窗口期。

---

以上观点来自：2025年11月13日中金公司研究部已发布的《中美经贸关系新阶段意味着什么？》

缪延亮 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525060005 SFC CE Ref: BTS724

## 宏观专栏

### 深度布局“十五五”：宏观篇

10月28日，新华社受权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》（下称“建议”）及说明<sup>11</sup>，对“十五五”的地位、方针、目标、任务等做了系统阐述。“十五五”具有承前启后的重要地位，未来五年对科技创新的要求更高，也更重视产业化规模化。在供求再平衡的紧迫性上升的背景下，提振内需也被放在重要的位置。同时，在内部经济结构优化、外部地缘政治深刻调整的背景下，对外开放也更自信自主。

#### 新环境、新要求

相比“十四五”时期，“十五五”的发展环境发生了若干重要变化，我们认为至少体现在三个方面。一是科技创新取得突破性进展，二是金融周期下行（金融周期是指房价与信贷互相加强而形成的长周期），经济加速转型，三是地缘经济形势更加复杂，国际力量对比也出现了深刻变化。2035年人均国内生产总值要达到中等发达国家水平，意味着“十五五”的经济增长仍需保持在合理区间。综合考虑这些因素，我们认为有三个主线值得关注。一是《建议》强调规模化和产业化，对科技创新的要求也更高；二是坚持内需是战略基点的定调，指出居民消费率要明显提高；三是对外开放更自信自主，强调主动、双向、制度型开放。

#### 加强供给优势：更重产业体系建设，科创要求更高

“十四五”时期中国经济加速转型，发展模式从较大程度上依赖房地产和传统基建转变为更多依赖科技创新。社会资源配置得到优化，技术进步提速，供给能力进一步增强。“十五五”时期，有效供给优势或将进一步增强，这对科技创新提出了更高的要求，建设现代化产业体系也摆在非常重要的位置。

党的二十大报告<sup>12</sup>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

<sup>11</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202510/content\\_7046050.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202510/content_7046050.htm)

<sup>12</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content\\_5721685.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm)

力推动高质量发展的重要内容。《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”。2024年2月，在中共中央政治局第十一次集体学习时<sup>13</sup>，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”。《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”。

《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、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，与此前的政策表述基本相同。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年政府工作报告<sup>14</sup>，新增了氢能和核聚变能、脑机接口两个方向。

### 弥补需求缺口：惠民生、促消费

“十四五”时期，在供给能力提升的同时，需求相对不足。一方面是金融周期调整带来的债务问题显现，私人部门去杠杆抑制内需。另一方面就是前面所说的，经济结构改善，资源配置优化，供给能力增强。需求不仅仅支撑短期经济增长，也从中长期反过来支撑供给，一个原因是需求影响企业盈利，而企业盈利影响其科研投入，而科技进步又影响供给能力。从供需两个视角来看，“十五五”时期扩内需的紧迫性均上升，《建议》也充分体现了对内需的重视。

2024年我国消费率为56.6%，低于其他主要经济体。即使和美国、日本、德国等工业国在其工业增加值占比较高的时期相比，中国消费率依然有一定的提升空间。中国商品消费占GDP的比重与经济发展阶段基本相符，商品消费的空间更多在于升级，即提质。但我国服务消费占GDP之比重偏低，尤其是医疗、社保、教育、文娱等方面。

“十五五”主要目标里面提到“居民消费率明显提高，内需拉动经济增长

<sup>13</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content\\_6929446.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6929446.htm)

<sup>14</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content\\_7013163.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content_7013163.htm)

主力军作用持续增强”。我们预计，提振消费可能通过供需两端发力，而不仅仅是需求端支撑加码，但需求端的支撑更重要。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、稳预期，增强居民消费能力。

## 对外开放更加积极自主

在提振内需的同时，要继续巩固外需优势。当然，除了继续提升出口优势，还要“走出去”。近年来，国际环境更加复杂，但在中美博弈中，我国的优势进一步显现。在“十四五”规划纲要中<sup>15</sup>，“实行高水平对外开放”位于第十二篇，而在“十五五”《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》<sup>16</sup>中“扩大自主开放”的基础上新增了“积极”二字，反映出政策在国际环境变化下的自信与新诉求。

《建议》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，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。

---

以上观点来自：2025年11月11日中金公司研究部已发布的《布局“十五五”——总量和行业联合深度分析》

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  
 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

<sup>15</sup> [https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content\\_5F5592681.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5F5592681.htm)

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

## 专题聚焦

### 深度布局“十五五”：策略篇

#### 新质生产力发展需要资本市场

创新理论之父、奥地利经济学家熊彼特提出创新有五种形态，新产品、新市场、新工艺、新的供应源和新的组织形式<sup>17</sup>。创新有两个重要主体：一是具备企业家精神的企业家，一是识别和定价风险、提供资金的金融家，二者共同推动创新过程，促进经济增长。熊彼特之后，作为其阐释者的阿吉翁<sup>18</sup>一方面把熊彼特的“创造性破坏”概念引入模型，指出创新成功的企业会将原来的企业排挤出市场，成为新的暂时垄断者；另一方面也假定了创新的不确定性，以更好地解释现实世界。如果我们认为技术创新是内生于经济增长，那就意味着，金融资本、政府政策，可以通过影响经济参与者的最优化行为，进而影响经济增长。基于熊彼特与阿吉翁的研究，我们认为创新是一个生态体系。企业家与金融家密切协作，推动创新过程，是创新的主体，两者密不可分，缺一不可。上游的高校和科研机构，提供人才与技术。下游的政策制度，提供坚实的法律和制度框架。

金融尤其是资本市场作为创新生态体系的重要的一环，对科技创新具有重要意义与影响。金融是国之重器，是大国博弈的必争之地，事关发展安全<sup>19</sup>。不同类型的创新需要不同的金融支持，生产关系需要不断适应生产力发展。根据技术的成熟度和发展阶段，创新可以分为追赶式创新和引领式创新。通常后发国家更容易进行的是追赶式创新，针对既有成熟技术投入大量资源进行迭代赶超，这类创新的主体通常是大企业和大银行。引领式创新的特点决定了需要由风险偏好更高的风投资金来支持。创新始于科技、兴于产业、成于资本。资本市场在现代金融运行中“牵一发而动全身”，其具有独特的价值发现、风险共担、利益共享机制，更加契合科技创新企业“迭代快、前景广、风险高、轻

<sup>17</sup> Schumpeter, J. A., & Swedberg, R. (2021). The theory of economic development. Routledge.

<sup>18</sup> Aghion, P., Antonin, C., & Bunel, S. (2021). The power of creative destruction: Economic upheaval and the wealth of nations. Harvard University Press.

<sup>19</sup> [https://www.qstheory.cn/qshyjx/2024-01/24/c\\_1130066114.htm](https://www.qstheory.cn/qshyjx/2024-01/24/c_1130066114.htm)

资产”的特征，能够有效促进创新资本形成，促进创新资源优化配置，赋能科技成果转化，稳步提高全要素生产率，推动科技创新和产业创新深度融合，在畅通“科技-产业-金融”良性循环等方面发挥关键作用。

### “十五五”时期资本市场将继续推进高质量发展

作为资本市场中长期发展的指导性文件，新“国九条”提出中国资本市场发展的中长期规划：未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。“十五五”时期是资本市场进一步通过投融资综合改革，推进高质量发展的关键阶段，“十五五”规划建议中关于资本市场的定调与部署或为资本市场高质量发展指明方向。

10月28日，“十五五”规划建议发布，对“十五五”的历史定位、发展原则、发展目标、重点工作任务等问题做了系统阐述。在世界百年变局加速演进、新旧动能转换任务艰巨的背景下，“十五五”规划建议提出“高质量发展取得显著成效”、“科技自立自强水平大幅提高”的发展目标，并在重点工作任务中将“建设现代化产业体系”、“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”放在靠前、核心位置。我们认为“十五五”时期科技创新自立自强、关键核心技术攻坚突破或是重要战略方向。在金融发展方面，“十五五”规划建议提出“加快建设金融强国”，“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。具体到资本市场，“十五五”规划建议提出“提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能”。我们认为“十五五”期间在“高质量发展”、“科技自立自强”的发展目标下，在新“国九条”及资本市场“1+N”政策体系引导下，资本市场有望在支持实体经济尤其是新质生产力发展方面发挥更为重要的作用。

### “十五五”资本市场展望

我们在《[“十五五”投资蓝图初探](#)》中对历次五年规划期间A股市场表现特

征进行分析，发现：1) 五年规划期间市场表现与基本面情况相关，政策力度加码也助力带动信心改善；2) 部分五年规划期间市场行情演绎呈现“首尾较强”特征。可能意味着中长期政策改革预期升温（初期）、规划目标接近达成（后期+下一规划预期）对市场表现有支撑效果；3) 历次五年规划着重发展部署的领域在资本市场也多有较为出色表现。

结合历次五年规划期间市场表现特征，我们初步尝试构建了五年规划对资本市场尤其是A股整体及结构行情影响的分析框架：一方面结合宏观经济与政策、企业盈利周期的定位分析，以及市场处在五年规划的时间节点，判断市场的整体演绎方向与节奏。另一方面通过对五年规划支持的重点产业进行分析，来判断市场的结构性机会方向。

我们认为“十五五”期间资本市场有望呈现“长期”、“稳进”趋势。我们在近期发布的《[A股“长期”、“稳进”的四大条件](#)》中认为，本轮A股市场相较过去20年的几次上行行情，可能更具备“长期”、“稳进”条件。

---

以上观点来自：**2025年11月11日中金公司研究部已发布的《布局“十五五”——总量和行业联合深度分析》**

李求索 分析员 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

伊真真 分析员 SAC 执业证书编号：S0080519030002 SFC CE Ref: BTT989

杜文欣 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070018 SFC CE Ref: BTK674

张歆瑜 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124070034

## 专题聚焦

### 深度布局“十五五”：绿色发展篇

“十五五”是实现碳达峰目标的关键五年，也是最新提出的2035年国家自主贡献（NDC）目标的重要窗口期。2025年10月28日，“十五五”规划建议明确了“十五五”时期我国经济社会发展指导方针。其中，关于碳达峰的相关表述奠定了未来五年的发展方向，我们认为有以下几个方面值得关注。

#### “十五五”正式进入碳排放双控时期

区别于“十四五”时期的能耗双控，从“十五五”开始我国将进入碳排放双控制度体系建设阶段。2024年8月，国务院办公厅印发《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》<sup>20</sup>，明确要求“十五五”时期，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的约束性指标，不再将能耗强度作为约束性指标；碳达峰后，实施以总量控制为主、强度控制为辅的碳排放双控制度。我们认为，碳排放双控机制的推进与我国碳达峰碳中和目标阶段相适应，有助于为碳减排目标实现提供可计量、可检验的政策抓手<sup>21</sup>。

“十五五”时期，“加快建设新型能源体系”被放在关键位置。新型能源体系的首要内涵就是以非化石能源为供应主体。从能源结构来看，“十四五”时期，我国新能源加速发展，2024年我国非化石能源占比已经达到19.8%，预计2030年还要进一步提高到25%以上<sup>22</sup>。这也就意味着，“十五五”期间，非化石能源占比年均需提高一个百分点。根据我们测算，非化石能源占比每提高一个百分点，需要非化石装机量新增240GW左右<sup>23</sup>。如果“十五五”能延续“十四五”的平均水平，到2030年非化石能源占比目标能够实现甚至可以超预期完

<sup>20</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/content/202408/content\\_6966079.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202408/content_6966079.htm)

<sup>21</sup> 详见中金公司研究部2025年9月26日发布的《解读我国最新国家自主贡献：减排力度不降，彰显大国担当》。

<sup>22</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/content/2021-10/26/content\\_5644984.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/2021-10/26/content_5644984.htm)

<sup>23</sup> 根据自上而下的模型预测出“十五五”期间非化石能源消费量，可以推出非化石能源发电量。假设“十五五”风光水核机组的利用小时数，再推出“十五五”非化石装机量。

成。

## 三大行动领域助力实现碳达峰目标

《建议》指出，积极稳妥推进和实现碳达峰。我们认为，具体达峰行动可以归纳为三大方向：产业结构“去重化”、经济活动“电气化”和发电结构“清洁化”<sup>24</sup>。

### 产业结构“去重化”：重点行业节能降碳改造

除电力行业外，钢铁、石油化工、建材、有色作为四大高碳排部门，占全社会碳排放的比例在50%左右。《建议》提出，要深入实施节能降碳改造。特别是，针对钢铁、有色、石油化工等重点行业，深入实施节能降碳专项行动，力争“十五五”实现节能量1.5亿吨标准煤以上，减少二氧化碳排放约4亿吨<sup>25</sup>。我们认为，“十五五”期间，供给侧的产能治理将为高耗能制造业持续降碳作出重要贡献。

《2024-25年节能降碳行动方案》以节能降碳为目标，对高耗能制造业的产能、产量提出要求<sup>26</sup>。参考该行动方案，我们展望了“十五五”时期四大高耗能制造业产能治理情景。对于产能利用率较低的水泥行业，通过严禁新增产能、明确置换比例以及对超产产能进行整改等措施，进一步规范产能指标<sup>27</sup>。展望“十五五”期间，碳指标也有望成为控制水泥生产的重要手段。当前钢铁的产能利用率并不低，行业率先从减产量入手。近年来受国内“地产+基建”增长放缓的影响，加上粗钢产量调控政策的实施，我们预计到2030年粗钢产量有望控制在9亿吨左右<sup>28</sup>。

石油化工行业由于产品众多，产能治理无法一概而论。我们重点关注碳排放占比高的领域。考虑到短期的行业碳排放趋势主要与产量相关，我们进一步

<sup>24</sup> 详见中金研究院2025年9月12日发布的《迈向碳达峰的“十五五”：挑战、行动和投融资》。

<sup>25</sup> [https://www.ndrc.gov.cn/fzggw/wld/zsj/zyhd/202510/t20251024\\_1401149.html](https://www.ndrc.gov.cn/fzggw/wld/zsj/zyhd/202510/t20251024_1401149.html)

<sup>26</sup> [https://www.gov.cn/zhuengce/content/202405/content\\_6954322.htm](https://www.gov.cn/zhuengce/content/202405/content_6954322.htm)

<sup>27</sup> 详见《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》。

<sup>28</sup> 中钢协《Mysteel解读：2030年我国钢铁行业碳减排目标能实现吗？》报告指出，按照“钢铁行业2030年较2020年碳排放总量下降15%的目标”，2030年粗钢产量将控制在9亿吨。

根据供需关系划分了两类。一类是供大于求的行业，如炼油、合成氨、电石、甲醇等，应当严格实施产能控制，通过节能降碳改造、原料结构调整、CCUS等技术手段，尽快推动行业实现碳达峰。另一类是产能扩张行业，包括乙烯、现代煤化工（如煤制天然气、煤质烯烃、煤制油）等。“十四五”以来这些行业还在大量新增项目<sup>29</sup>，新建产能有望通过发展绿氢绿电、工艺路线优化等方式，降低单位产品碳排放。

由于天然受到资源约束，有色行业供需相对平衡。以有色行业中碳排放占比75%的电解铝为例。由于受到光伏、电动车等下游需求增长的影响，电解铝产能已经接近4500万吨的天花板，产能利用率高达96%。“十五五”期间，有色行业的产能调控力度需进一步加强，确保更多产能达到能耗标杆值以上。同时，加快发展资源循环利用，以满足行业需求增量。

### 平衡经济与减排的“电气化”改造

《建议》指出，提高终端用能电气化水平，推动能源消费绿色化低碳化。工业、建筑、交通部门作为中国二氧化碳排放的主要领域，具有较为可行的电气化改造前景和路径。我们认为，“十五五”电气化改造的关键在于平衡经济性与减排效率。根据我们的测算，未来五年随着电能替代进一步发展，预计到2030年终端电气化率将达到35%左右<sup>30</sup>。如若届时工业、交运和建筑部门的电气化率分别能达到35%、12%和65%<sup>31</sup>，可以为“十五五”贡献3.5亿吨减排量。

提高工业部门的电气化水平，主要有两个方向，一是节能提效，即从分母端减少对于终端化石能源的使用；二是电能替代或新增电力，即从分子端增加对终端电力的消费。目前，钢铁、有色行业电能替代技术相对成熟，钢铁行业需要尽可能地应用废钢-电炉技术，有色行业可以通过提高绿电使用比例实现

<sup>29</sup> “十四五”以来我国乙烯产能进入快速扩张阶段，从目前新增项目的情况看，产能扩张至少还将持续至“十五五”初期。现代煤化工的产能扩张主要需要关注新疆煤化工的发展，预计“十五五”期间产能的集中投放还将拉动2亿吨以上煤炭需求。详见中金公司研究部《资源禀赋+绿氢耦合助力新疆煤化工高质量发展》。

<sup>30</sup> <https://www.nea.gov.cn/20250926/6aaeb916cc444a02b58d683ab501c26b/c.html>

<sup>31</sup> 2024年，我国终端电气化率为28.8%。其中，工业、交通和建筑电气化率分别为27.7%、6.5%和55.3%。预测值参考中电联发布的《中国电气化年度发展报告2025》。

减排。石化化工、水泥则受限于自身排放的特点，需要通过绿氢、CCUS等间接方式提高行业电气化率。

交通部门主要依托发展新能源汽车，加快城市公共交通工具电气化，完善充电桩等基础设施，推进绿色船舶应用和岸电改造等方式，提高行业电气化水平。在政策支持叠加技术进步的带动下，中国电动汽车市场呈现出快速增长。2024年，中国新能源汽车销量达到1287万辆<sup>32</sup>，新能源车渗透率快速提升至41%。我们预计，到2030年中国新能源车渗透率有望达70%以上。同时，新能源汽车的蓬勃发展带动着动力电池规模增长，与之相匹配的绿色基础设施，包括用于新能源汽车所需的充电桩、换电桩、加氢站等，也需要加速建设。

建筑部门采用热泵、智能家电等电能替代技术，推动建筑光伏低碳化转型。鉴于建筑运行阶段三分之二的碳排放来源于电力消费，建筑光伏的应用一定程度上可以解决建筑资源消耗大、碳排高的问题。“十四五”期间，建筑光伏一体化(BIPV)、“光储柔直”建筑配电系统尚处于发展初期阶段，还需要借助政策补贴和规划驱动。我们预计，随着技术经济性进一步凸显，“十五五”期间建筑光伏有望迎来加速增长。

### 发电结构“清洁化”：绿色增长与系统约束

加速发电结构“清洁化”，这一进程的关键在于非化石能源装机增长，配套的灵活性资源以及电网建设。受益于政策支持、规模经济和技术进步，过去的十余年我国新能源市场处于快速增长阶段。截至2025年9月，全国全口径非化石能源发电装机容量达到22.6亿千瓦，占总装机容量的比重为60.8%。其中，风电、光伏发电累计装机容量分别达到了5.8亿千瓦和11.3亿千瓦，合计达到17.1亿千瓦<sup>33</sup>。

“十五五”期间，新能源汽车保有量增加带来的充电需求、终端电气化率提升以及数据中心用电量快速增长等，都将给新能源发展创造更大的需求空间。虽然受补贴退坡、全面入市、消纳问题等因素，新能源将面临一定的挑战，

<sup>32</sup> 此处的新能源汽车包括纯电动车、插电式混动车和燃料电池汽车。

<sup>33</sup> 数据来源于国家能源局。

或拖累装机增速有所放缓。但受益于高基数，新能源装机量新增规模将依然可观。按照非化石能源占比的增长预期，我们测算，到2030年风光累计装机规模至少要达到28亿千瓦，对应着“十五五”期间风光装机量将至少新增10亿千瓦，年均新增2亿千瓦左右。

伴随着非化石能源在电力系统中的占比逐步加大，高比例新能源电力系统整体特征发生改变，电力系统灵活性问题已成为制约高比例可再生能源并网消纳的关键因素。“十五五”期间，提高系统灵活性主要依靠煤电灵活性改造、储能和需求响应等手段。其中，源储侧的煤电灵活性改造和新型储能建设将是发展重点。

配合大基地的开发和分布式能源的接网，电网的升级改造也是必不可少的。展望“十五五”，电网投资将集中在配电网、特高压等两大方向。一是分布式光伏、充电桩的接入，配电网正从单纯的电网末端转向有源、双向的网络，驱动了我国加快配电网智能化、柔性化改造。二是为促进新能源大规模发展，降低输电损耗，提高输电效率，“十五五”期间电网将进一步投资特高压建设，以支持大型风光基地远距离、大容量的电力传输。

---

以上观点来自：2025年11月11日中金公司研究部已发布的《布局“十五五”——总量和行业联合深度分析》

陈济 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070012  
林欣月 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524060001

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.11.10 中国图说中国宏观周报：物价修复基础待巩固——2025年10月物价数据点评
- 2025.11.11 联合深度报告：布局“十五五”——总量和行业联合深度分析
- 2025.11.12 中国宏观热点速评：由量转价、完善比价、拓宽空间——2025年三季度货币政策执行报告点评
- 2025.11.14 中国宏观热点速评：流动性拐点进一步确认——10月金融数据点评
- 2025.11.14 中国宏观热点速评：政策加力必要性上升——10月经济数据点评

### 策略及大宗商品

- 2025.11.10 2026年港股市场展望：“牛市”的下一步
- 2025.11.10 2026年全球市场展望：跟随信用扩张的方向
- 2025.11.13 主题策略：中美经贸关系新阶段意味着什么？
- 2025.11.14 大宗商品：数据观察：10月数据点评（简版）：现实需求仍面临考验
- 2025.11.14 能源2026年展望：寻找供应周期的线索
- 2025.11.15 大宗商品：数据观察：10月数据点评：需求侧仍面临考验

### 固定收益

- 2025.11.10 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.11.10 信用债收益率跟踪周报：基金净增持信用债维持高位，中长端信用表现较好
- 2025.11.11 简评：货币政策基调延续宽松，结构性工具引导信贷投放——2025Q3货币政策执行报告点评
- 2025.11.12 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.11.13 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.11.13 简评：融资需求延续下行，债券利率或加快下行——10月金融数据点评
- 2025.11.14 中国房地产债券月报：10月房地产债券月报：“银十”表现平淡
- 2025.11.14 简评：债市转债上市定价分析
- 2025.11.14 简评：经济数据下行加快，有待政策发力，债牛加速——2025年10月经济数据分析
- 2025.11.14 专题研究：回到常态——2026年转债市场展望
- 2025.11.14 简评：瑞可转债上市定价分析
- 2025.11.14 专题研究：理财资管产品持仓占比小幅上升，重仓信用债久期拉长——三季度理财重仓资产分析
- 2025.11.15 中国利率策略周报：经济边际回落，四季度资产回归债券和高分红股票

## 行业

- 2025.11.10 REITs: 震荡分化, 关注择选——公募REITs周报(11.3-11.7)
- 2025.11.10 煤炭: 神华天明电厂调研: 高效调峰的火电典范
- 2025.11.10 航空航天科技: 水下机器人: 开启深海经济新时代
- 2025.11.10 保险: 投资再超预期, 向后负债端股价影响或增强
- 2025.11.10 电力电气设备: 电新双周报: 锂电4Q供需两旺、涨价预期走强; AIDC关注北美缺电的产业机遇
- 2025.11.10 主题研究: 新能源车中游3Q25业绩回顾: 基本面拐点确立, 产业链价格有望进入修复通道
- 2025.11.11 汽车及零部件: 10月批零延续分化, 关注全球格局重构
- 2025.11.11 电力电气设备: 新能源消纳政策出台, 利好储能及电网发展
- 2025.11.11 不动产与空间服务: 周评#464: 上周二二手房成交量同比仍跌两成
- 2025.11.11 机械: 人机系列04: 具身智能大脑的进化之路
- 2025.11.11 银行: 信贷淡季“窗口期”——10月金融数据前瞻
- 2025.11.11 医疗健康: 生物医药2026年展望: 创新主旋律, 出海与商保破局
- 2025.11.11 电力电气设备: 电力设备3Q25回顾: 内外共振, 回暖可期
- 2025.11.12 房地产: 10月二手房价延续前势, 成交量同比转降
- 2025.11.12 不动产与空间服务: 房地产2026年展望: 徐图进取, 静候机遇
- 2025.11.12 传媒互联网: 印度旅游: 供需共振, 头部OTA引领增长
- 2025.11.12 公用事业: 电力环保周报: 全链条破局, 政策支持新能源大规模开发与高质量消纳并行
- 2025.11.12 传媒互联网: 2025双11回顾: GMV相对疲软, 闪购能力提升, AI提效降本
- 2025.11.12 半导体: 低空科技系列产业篇: 基建巡检提效能
- 2025.11.13 银行: 信贷淡季走弱, 存款继续搬家——10月社融数据点评
- 2025.11.14 可选消费: 10月社零同增2.9%, 地产后周期类表现承压
- 2025.11.14 房地产: 年初至今总住房销量同比持平略降
- 2025.11.15 可选消费: 数说消费11月刊: 内需是中长期发展重点

## **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