

研报精选

2025年12月21日 第251期

宏观专栏

供需缺口加大——11月经济数据点评

报告认为，11月数据显示需求进一步回落，与供给差距也继续扩大。供给端看，工业增加值、服务业生产指数同比增速小幅下降。需求端看，以旧换新支撑减弱叠加“双十一”扰动，消费增速放缓。固定资产投资降幅扩大，待政策“推动投资止跌回稳”。

传统思维易误估汇率

报告认为，常用的新古典汇率框架强调实体而轻视金融对汇率的影响。如果考虑到中国尚处于金融周期下行阶段，结论可能是人民币汇率与其所谓的均衡值不存在明显偏离。

专题聚焦

从制造业向服务业转型的趋势与挑战——纽约湾区的经验教训

报告认为，美国纽约湾区从制造业向服务业转型的过程反映了经济发展追求规模效应的内在规律和全球化对地区经济的冲击，也引发了制造业空心化、贫富分化等多重社会影响。

AI的三重风险：投资、融资与关联性

报告从投资回报、融资条件以及企业间关联性三个维度归纳了AI的三大主要风险点，认为市场对人工智能投资的逻辑正在发生转向，单纯依赖资本开支驱动的乐观叙事或已不再占据主导。

宏观专栏

供需缺口加大——11月经济数据点评

11月数据显示需求进一步回落，与供给差距也继续扩大。供给端同比增速小幅下降。需求端来看，出口交货值边际改善，而内需进一步回落。以旧换新支撑减弱叠加“双十一”扰动，消费增速放缓。固定资产投资降幅扩大，待政策“推动投资止跌回稳”。

供给端同比增速小幅下降。11月工业增加值、服务业生产指数同比4.8%、4.2%（10月分别为4.9%、4.6%）。11月工业增加值季调环比0.44%（10月为0.17%）。需求结构中，11月出口交货值同比-0.1%（10月为-2.1%），边际上升，而内需增速边际下降，或是工业增加值增速边际下降的主要驱动因素。分行业来看，采矿业同比6.3%（10月为4.5%），边际上升，而制造业、公用事业同比4.6%、4.3%（10月为4.9%、5.4%），皆边际下降。细分行业中，专用设备、医药、食品同比增速边际上升较多，而汽车、交运设备、农副食品同比增速下降较多。

以旧换新支撑减弱叠加“双十一”扰动，消费增速放缓。11月社零总额同比增长1.3%，比10月下降1.6个百分点，创下2023年以来社零单月增速的新低。一方面以旧换新支持力度偏弱而去年同期基数较高，相关品类消费同比跌幅加大，例如家电（-19.4%）、建筑装潢（-17.0%）、汽车（-8.3%）等。不过通讯器材、文化办公用品依然保持了10%以上的较快增长，总体以旧换新品类拖累社零增速放缓约0.4个百分点。更大的扰动可能来自于“双十一”节奏，今年个别平台的“双十一”促销活动比去年提前至10月上旬，这会使得消费拉动进一步前移，在支撑10月增速的同时透支11月社零增速，去年同期已经出现过类似情形。从增速贡献看，非以旧换新品类10月提振社零增速约1.0个百分点、11月拖累1.2个百分点，增速贡献的大幅波动亦反映了促销活动带来的节奏扰动。10-11月合并社零增速为2.1%，可能反映了当前实际的社零增速中枢水平。

固定资产投资降幅扩大，待政策“推动投资止跌回稳”。1-11月固定资产投资累计同比-2.6%（1-10月为-1.7%）。分方式来看，建筑安装工程仍是导致整体投资降幅扩大的主要因素，而设备工器具投资支撑作用持平1-10月。11月固定资产投资季调环比-1.03%（10月为-1.51%），降幅小幅收窄，与建筑业PMI趋势一致。5000亿元新型政策性金融工具和2000亿元地方政府专项债的额外资金

支持落地到实物投资仍待提速。中央经济工作会议¹要求“推动投资止跌回稳”，习近平总书记提出²“对投资下滑，既要高度重视也要沉着冷静。从基本实现社会主义现代化的要求来看，无论投资于物还是投资于人都有广阔空间。”我们认为，随着更多资金支持和“十五五”规划的落地，2026年固定资产投资数据有望在政府投资带动下边际改善。

1-11月广义基建同比+0.1%，较1-10月的+1.5%继续回落。11月单月基建同比-11.9%（前月-12.1%），其中公用事业、交运、水利环境和公共设施管理投资同比分别为-4.0%、-2.0%和-24.7%（前月分别为-6.3%、-10.1%和-19.0%），除偏公益类的水利环境和公共设施管理业投资跌幅走阔外，公用事业和交运业投资跌幅均有较为明显的收窄。我们认为基建投资的底部或基本确认，今年10月以来，包括新型政策性金融工具和地方债结存限额动用在内的增量政策逐步发力，不过可能受项目储备、北方入冬以及其他配套资金等因素影响，政策效果显现较慢，我们预计在未来的数月内基建投资有望延续修复态势。

房地产销售量价仍低迷，开发投资跌幅再走阔。市场需求及预期偏弱，叠加去年同期高基数影响仍在，11月新建商品房销售面积同比降幅略有收窄至-17.3%（10月为-18.8%），销售金额同比降幅稍有走阔至-25.1%（10月为-24.3%）。房企投资仍偏谨慎，11月开发投资同比降幅进一步走阔（由-23.0%降至-30.3%）。

制造业投资保持相对韧性。1-11月制造业投资累计同比1.9%（1-10月为2.7%）。分行业来看，除交运设备以外，其他已经公布数据的制造业行业投资增速均边际下降。食品、纺织、汽车、专用设备、医药累计同比增速较1-10月下降较多。

以上观点来自：2025年12月15日中金公司研究部已发布的《供需缺口加大——11月经济数据点评》

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

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

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202512/content_7050963.htm

² <https://data.people.com.cn/rmrb/20251214/1/09a5422b1251451d89679c547da74d6a>

宏观专栏

传统思维易误估汇率

近期市场比较关注人民币汇率走势，有研究基于传统汇率模型（新古典思维）来评估人民币汇率与其所谓的均衡值的差距，得出人民币汇率与其所谓的“均衡值”明显偏离的结论。评估汇率高估或者低估本身就非常不容易，而且其结论与所采用的框架紧密相关。

简而言之，常用的新古典汇率框架强调实体而轻视金融对汇率的影响。常用的汇率模型，比如购买力平价、巴拉萨-萨缪尔森模型等就是如此。即使一些模型也加入了利率与货币等变量，但在新古典框架中，资本流动和外汇交易更多被视为对实体基本面的反应，而不是决定长期汇率水平的独立、持续因素。当今，每年全球外汇市场的交易量是实体贸易量的几十倍，聚焦经常项目而忽视资本流动，聚焦实体而轻视金融对汇率的影响与现实差距很大。与此不同，（后）凯恩斯主义并不否认实体经济和经常项目的重要性，但认为在现代金融体系下，资本流动和预期变化构成汇率波动的核心机制。资金流动既影响短期汇率，也在长期内影响汇率走势，购买力平价所决定的汇率水平可能一直达不到、甚至在方向上也可能发生持续偏离。

我们不必将新古典汇率框架与（后）凯恩斯汇率框架完全对立，但在金融高度发展的今天，仍然聚焦于新古典主义的汇率框架容易对汇率的判断产生较大偏差。要对汇率进行全面的分析，固然要关注实体与经常项目，但更要考虑金融因素，尤其是金融因素变化比较大的阶段。

具体到人民币汇率，我们认为，如果考虑到中国尚处于金融周期下行阶段，而不是只聚焦于经常项目（实体因素），那么结论可能是人民币汇率与其所谓的均衡值不存在明显偏离（如果汇率存在“均衡值”的话）。

以上观点来自：2025年12月14日中金公司研究部已发布的《传统思维易误估汇率》
 张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
 黄亚东 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091
 周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

专题聚焦

从制造业向服务业转型的趋势与挑战——纽约湾区产业调整的经验教训

纽约湾区曾是美国最重要的制造业集聚区。20世纪下半叶，伴随制造业衰落，生产性服务业接续制造业成为纽约湾区的经济发展支柱。这一过程反映了经济发展追求规模效应的内在规律和全球化对地区经济的冲击。服务业发展的核心要素是人才。贸易的历史积淀为纽约人力资本积累打下基础。依托制造业集聚阶段形成的人才优势，纽约完善人才培养和引进机制，在全球化进程中逐步构建起以金融、商务、科技研发为核心的多元化服务业集群。

纽约湾区的产业转型引发多重社会影响。一方面，服务业集聚推高本地要素成本，进一步加剧制造业空心化。近年来，美国政府推出制造业回岸政策未能扭转纽约制造业的长期趋弱态势。另一方面，生产性服务业与生活服务业存在收入差距，加剧了当地社会的贫富分化、阶层固化等公平问题。马姆达尼以“财富再分配”的政治主张当选纽约市长，一定程度上反映了上述问题。

► 在经济全球化深入推进的历史进程中，湾区凭借独特的地理区位与经济功能，在推动全球贸易增长中的价值日益凸显。作为全球湾区发展的典型代表，地处美国东北海岸的纽约湾区，不仅是美国内经济集聚度最高的区域，更在全球服务贸易网络中占据枢纽地位。20世纪下半叶，纽约湾区的经济形态经历了结构转型，实现从传统制造业中心向现代服务业都市的转变。对纽约湾区而言，转型具备两大关键基础：一方面，纽约长期作为海外移民进入美国的主要门户，人力资本存量丰富。另一方面，依托港口贸易与商业活动的长期积淀，本地已形成生产性服务发展所需的产业基础。这些条件共同促成了以金融和商务服务为核心的产业集群成型。更重要的是，集聚效应通过提升劳动市场匹配效率、促进知识溢出、累积人力资本等路径，提高了生产性服务的产出效率，同时带动生活性服务业向多样化方向发展。随着全球化进程的持续推进，服务业可贸易性提升，纽约湾区的服务业集群得以持续向全球市场输出服务，并依托不断扩大的服务贸易规模，实现了湾区服务经济业态的长期发展。

► 纽约湾区向服务业态的转型面临着阶段性困境和长期的公平性挑战。20世纪70年代受石油危机、环保政策收紧等因素影响，纽约湾区的制造业加速外迁，引发产业空心化问题，不仅导致就业岗位的整体收缩与结构性失业，还进一步影响地方税收，形成财政赤字，最终触发1975年纽约市债务危机。此外，在服务业主导的产业格局下，社会公平问题日益凸显。一方面，生产性服务业与生活性服务业的收入差距悬殊，低技能群体因缺乏职业转换能力被“锁定”于低收入行业，形成阶层固化现象，对多元文化社会的稳定与融合构成严峻挑战。另一方面，以曼哈顿为核心的高端生产性服务业集聚，导致中心城区与外围城区的土地价值明显分化，加剧社会阶层的贫富分化。与此同时，全球化加速了经济要素的跨区域流动，进一步放大了纽约湾区的要素集聚优势。纽约湾区服务业的集聚发展拉大了美国地区间的发展差距，地区发展失衡问题日益突出。

► 在纽约湾区服务业集聚发展的进程中，公共政策发挥了引导和支持作用，其政策重点主要集中于三个方面：一是建立跨区治理机构，统筹规划并完善跨区域的交通网络，通过促进人口的职住流动和跨区通勤，实现湾区内人口分布和土地利用的空间均衡；二是优化财产税制安排，这一举措不仅有效减缓了地租对实体经济的挤出效应，适度控制了集聚产生的负外部性，同时也为城市公共服务的稳定供给提供了可持续的税源保障，有助于实现居民税负水平和公共服务品质之间的动态平衡；三是完善以就业支持和住房可负担为核心的社会保障体系，通过包容性增长理念，增强湾区对海外人才和各类群体的吸引力，进一步提升多元化服务业态的集聚水平。

以上观点来自：2025年12月17日中金研究院已发布的《从制造业向服务业转型的趋势与挑战——纽约湾区产业调整的经验教训》

聂伟 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523060002

赵扬 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

专题聚焦

AI的三重风险：投资、融资与关联性

近日，甲骨文披露其高额资本开支计划后，股价出现大幅回调，引发市场关注。我们认为，这一现象反映出市场对人工智能投资的逻辑正在发生转向，单纯依赖资本开支驱动的乐观叙事或已不再占据主导，投资者开始重新审视潜在风险。那么，市场为何从乐观转向谨慎，投资者究竟在担心什么？我们从投资回报、融资条件以及企业间关联性三个维度，归纳了三大主要风险点。

1. 资本开支大幅扩张，能否带来真实回报？

本轮AI浪潮的一个显著特征，是科技企业显著增加资本开支力度，将大量资源投入到算力、数据中心等基础设施建设之中。这一变化正在推动美国科技公司从传统的“轻资产”模式向更具资本密集特征的“重资产”结构转变。根据FactSet上企业三季报数据，五家主要超级云服务商（Hyperscalers）过去四个季度加总在AI相关领域的资本开支已达到3572亿美元，而Bloomberg数据显示市场普遍预计，到2026年这一规模将进一步扩大至约5000亿美元。从现金流角度看，这五家公司用于AI的资本支出平均已相当于其自由现金流的约60%。其中，甲骨文的资本开支占经营现金流的比例高达582%，意味着其自由现金流已无法覆盖投资需求。

巨额的资本开支也引发了市场对于投资回报率（ROI）的担忧。尽管AI被普遍视为未来最具潜力的技术方向之一，但截至目前，其商业化路径仍不清晰，盈利模式尚处于探索阶段，未来能够转化为多大规模的盈利，存在较高不确定性。此外，从经济学角度看，资本投入往往遵循边际回报递减规律，随着投资规模不断扩大，AI投资的边际效率大概率也将降低。但AI投资的成本却未见下降，一个现象是自2023年以来，计算机及信息处理设备价格仍在上涨，这与1990年代互联网浪潮中资本品价格的持续下行形成对比。这表明，当前的AI投资尚未实现规模经济，仍处于“规模不经济”阶段（相关讨论请参考彭文生博士的报告《[关于AI投资泡沫争议的几点思考](#)》）。

上述担忧意味着市场对股票估值的定价可能面临重新评估。如果此前投资者对于回报的预期是过于乐观的，那么预期将经历修正。甲骨文股价下跌也表明，单纯依靠讲资本开支故事的阶段或已过去，投资者现在需要看到真实的回报，而不是永无止境的投入。这与几个月前的情况完全不同，那时某家企业如果提到增加资本开支，往往会展现出兴奋。

预期的修正在资本市场中颇为常见，在历史上的科技革命浪潮中也屡见不鲜。我们并不否认AI作为一项通用技术，具备显著提升劳动生产率的长期潜力，但技术进步并非线性演进，产业发展与资本投入周期之间也往往存在错位。在持续十余年的产业大周期中，投资活动往往呈现阶段性起伏，期间可能经历多轮间隔3-5年的投资扩张与调整过程。股票价格作为投资活动的领先指标，也会经历类似的、甚至幅度更大的波动。正如凯恩斯所说，股票购买者在很大程度上对他们所购买的东西认识得并不清楚，而投机者更加关心下一次市场预期的变动，而不是对资本的将来收益做出合理估计³。在这种影响之下，当过度乐观和过度购买的幻想破灭时，市场价格就会转为下跌。

2. 外部融资依赖增加，是否会引发信用风险？

企业投资通常耗费巨大，并且费时多年，但用于支持投资的劳动力与原材料成本，却必须在投资实施阶段即时支付。这意味着，企业在项目尚未产生回报之前就提前使用货币资金，这些资金要么来自内部现金流，要么依赖外部融资。融资的可得性取决于金融市场（放款人）对企业偿债能力与经营前景的信心，即信用条件。一旦信心发生动摇，信用条件随之收紧，企业不仅可能面临融资成本上升的风险，其投资计划的持续性也将受到影响。

甲骨文作为AI领域的风向标，其雄心勃勃的资本开支计划很大程度上依赖于外部融资。根据三季报披露，甲骨文在该季度的现金消耗进一步扩大，自由现金流已降至-100亿美元⁴。从资产负债表来看，截至2025年5月（2025财年），

³ Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan. 中文译本：凯恩斯. (2017). 《就业、利息和货币通论》第十二章“长期预期状态”. 北京时代华文书局.

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-12-10/oracle-posts-weak-cloud-sales-raising-fear-of-delayed-payoff>

甲骨文实现的盈利（未剔除利息、税收、折旧摊销等）只有289亿美元，而净债务规模却高达977亿美元⁵，两者之间明显不匹配。

盈利与负债的不对等，正在促使市场对甲骨文债务违约风险进行重新定价。一个直观的反映指标是信用违约互换（CDS）利差，其在过去数月持续上行，并已升至140个基点以上，达到2008年以来的最高水平。这表明，放款人对甲骨文信用风险的担忧明显提高，他们正在要求更高的违约风险保护。我们认为，这意味着甲骨文未来融资的难度和成本，也很可能将显著抬升。

除甲骨文之外，其他与AI相关的企业也开始出现收入不及预期、但融资需求依然强烈的状况。以专注于高性能计算的云计算基础设施公司CoreWeave为例，公司在11月因部分客户合同履行进度延迟，下调了全年营收指引，相关消息公布后股价明显下跌⁶。此后，公司又宣布拟通过私募方式发行20亿美元可转换债券以补充资金需求⁷，进一步加剧了市场对其融资压力的担忧，股价随即再度大幅下挫。自11月以来，CoreWeave股价累计跌幅已达37%。与此同时，公司债券的CDS利差从不到400个基点快速攀升至目前约773个基点，表明其信用状况和再融资能力也在明显弱化。

3. 科技巨头相互交织，是否会形成连锁反应？

本轮AI浪潮的另一个独特现象，是科技巨头公司接管了风投公司的角色，成为了初创企业背后的支撑者并主导了产业发展。这一模式有助于增强产业内部协同，形成合力，减少信息不对称，从而提高整体运行效率。但与此同时，它也引入了新的脆弱性：企业之间相互产生复杂的投资与融资关系，使得单个企业的风险容易通过产业链或者资金链传导至整个行业，形成一定的传染性。

目前，英伟达、OpenAI、甲骨文等企业之间已经建立了深度的业务合作，

⁵ <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-12-12/oracle-s-300-billion-openai-deal-has-investors-worried-about-its-ai-spending>

⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-12/coreweave-tied-data-center-debt-tests-strength-of-flooded-market?embedded-checkout=true>

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-12-08/coreweave-shares-fall-on-2-billion-convertible-notes-offering?embedded-checkout=true>

涵盖投资、云服务、芯片部署及联合研发等多个维度⁸。相关企业相互“绑定”，已经形成了紧密的关联网络。例如，英伟达一方面同意向OpenAI投资至多1000亿美元，另一方面向CoreWeave采购价值63亿美元的云服务，同时还向英特尔投资50亿美元并计划联合研发芯片。OpenAI则不仅与甲骨文签署了价值3000亿美元的云计算合作协议，还计划向CoreWeave支付至多224亿美元，并同意部署价值数十亿美元的AMD芯片⁹。

市场存在一种担心，若其中某一家企业因投资失败或者资金链问题陷入经营困境，其负面影响将迅速扩散至其他合作企业，引发行业内的连锁反应。上周甲骨文股价大幅回调后，其他相关企业的股价亦同步走弱。即便是业绩表现好于预期的博通，其股价同样受到明显冲击。这一反应表明，市场正在重新审视当前AI企业之间“抱团”的格局，其蕴藏的风险或已开始受到关注。

4. AI逻辑的潜在变化对美国经济的含义

2025年，美国经济增长表现出较强韧性，相当程度上得益于AI相关固定资产投资的扩张及由此带来的财富效应。我们测算显示，2025年上半年，AI对美国实际GDP同比增速的拉动约0.7个百分点，对增长的贡献率约为三分之一。这意味着，若剔除AI因素，传统行业缺乏内生增长动能，整体经济表现并未如表面数据所显示的那样强劲。

展望2026年，若市场对AI资本开支能否实现足够的回报存在疑虑，同时融资环境对相关企业的约束增加，那么一个较为合理的情景是，**AI相关固定资产投资增速将面临放缓压力**。这一风险难以通过货币政策加以对冲，因为AI面临的核心约束在于回报兑现的不确定性，而非融资成本过高。此外，特朗普政府的关税政策提高了供给成本，直接或间接推升了AI资本品价格，这一供给侧约束同样并非美联储宽松政策所能化解（也请参考报告《[美国2026年展望：供需新变局](#)》）。

⁸ <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-10-07/openai-s-nvidia-amd-deals-boost-1-trillion-ai-boom-with-circular-deals>

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-10-07/openai-s-nvidia-amd-deals-boost-1-trillion-ai-boom-with-circular-deals>

AI带来的财富效应也值得关注。Moody研究显示，当前美国近一半的消费支出由收入最高的10%人口贡献¹⁰，而该群体持有约87%的美国股票¹¹，并在过去几年中持续受益于资本市场的显著回报。若市场调整引发财富效应减弱，消费支出也将面临压力。与此同时，美国劳动力市场已呈现持续走弱迹象，就业前景的不确定性正在压低消费者信心，并可能进一步制约支出意愿。历史表明，当经济进入后周期阶段，消费需求不足往往成为突出的特征，当前呈现出的“K型”消费分化格局，是否正在释放类似信号，值得持续跟踪与高度关注。



以上观点来自：2025年12月16日中金公司研究部已发布的《AI的三重风险：投资、融资与关联性》

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

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

¹¹

<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/dataviz/dfa/distribute/chart/#range:2010.2,2025.2;quarter:143;series:Corporate%20equities%20and%20mutual%20fund%20shares;demographic:networth;population:1,3,5,7,9;units:levels> 美联储DFA数据，截至2025年2季度。

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.12.15 中国宏观热点速评：供需缺口加大——11月经济数据点评
- 2025.12.16 海外宏观简评：AI的三重风险：投资、融资与关联性
- 2025.12.19 海外宏观简评：美国通胀降温，但数据质量成疑

策略及大宗商品

- 2025.12.15 大宗商品：数据观察：11月数据点评：需求有待提振
- 2025.12.16 A股策略：内外因素引发回调，中期向好逻辑未改

固定收益

- 2025.12.15 简评：内需拖累仍存，债牛确定性更高——2025年11月经济数据分析
- 2025.12.15 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.12.15 信用债收益率跟踪周报：信用债收益率期限分化，整体走陡
- 2025.12.15 简评：鼎捷转债上市定价分析
- 2025.12.17 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.12.18 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.12.20 中国可转债策略周报：逐渐勾勒出的转折符——暨本月十大转债
- 2025.12.20 中国利率策略周报：30年国债或已进入配置和交易价值区间

行业

- 2025.12.15 工业：AI寻机系列04：AIDC冷水机组升级，磁悬浮压缩机逐步国产替代
- 2025.12.15 可选消费：11月社零同增1.3%，关注消费刺激政策成效
- 2025.12.15 房地产：11月住房销量平稳，投资端持续“控增量”
- 2025.12.15 造纸：造纸半月报：12月纸浆报价上调，废纸系龙头发布密集停机计划
- 2025.12.15 建筑与工程：11月固投：投资延续承压，关注后续实物工作量的转化节奏
- 2025.12.15 煤炭：11月点评：供给回升，需求走弱
- 2025.12.15 可选消费：数说消费12月刊：双十一前置影响社零表现
- 2025.12.15 银行：银行2026年展望：稳中求进
- 2025.12.16 主题研究：光伏周谈 | 光伏反内卷更进一步，低预期下是布局良机(25年第48周)
- 2025.12.16 汽车及零部件：L3智驾车型首次获批准入，行业迎0-1突破
- 2025.12.16 不动产与空间服务：周评#469：上周住房销售因高基数延续低迷

- 2025.12.16 公用事业：电力环保周报：2026年全国能源工作会议首提能源科技自立自强、全方位国际合作
- 2025.12.16 基础材料：供需延续弱势，部分玻璃产线盈利承压冷修
- 2025.12.16 机械：核聚变之光03：国际项目密集突破下，行业投资价值凸显
- 2025.12.16 科技硬件：首批L3车型获准入许可，高阶智驾加速落地
- 2025.12.16 煤炭：煤炭2026年展望：供给存在约束，煤价中枢平稳
- 2025.12.16 传媒互联网：电商出海2025：直面挑战，保持韧性
- 2025.12.17 农业：农林牧渔2026年展望：行至中局，强者谋新
- 2025.12.17 传媒互联网：云3Q25回顾：巨头逐鹿大模型、AI芯片，流量入口争夺再起
- 2025.12.17 REITs：中国REITs首次配售扩募观察及思考
- 2025.12.17 科技硬件：AI存储新周期：NAND的攻城与HDD的守疆
- 2025.12.17 钢铁：重启出口许可证管理，引导行业高质量发展
- 2025.12.17 旅游酒店及餐饮：旅游酒店及餐饮2026年展望：服务连锁正当时，布局反转和高成长
- 2025.12.17 传媒互联网：11月电商月报：线上实物零售增速放缓明显
- 2025.12.18 电力电气设备：储能2026年展望：储能产业全球化进行时
- 2025.12.18 东南亚研究：东南亚12月报告：宏观、互联网与消费
- 2025.12.18 煤炭：推进煤炭清洁高效利用，煤炭供给有望优化
- 2025.12.19 传媒互联网：2025火山引擎原动力大会：模型迭代与生态
- 2025.12.19 纺织服装珠宝：家纺：产品创新驱动行业进入发展新阶段
- 2025.12.20 汽车及零部件：欧洲车企2026年展望：新车周期开启，碳排放政策变化
- 2025.12.20 传媒互联网：游戏板块：政策优化，长线运营强化，出海竞争力凸显
- 2025.12.20 汽车及零部件：乘用车细分市场洞察#3：中高端市场或彰显韧性，关注L3智驾交易主线

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