

# 研报精选

2026年1月4日 第253期

## 宏观专栏

### 高技术制造业带动PMI上升——12月PMI点评

12月中采制造业PMI环比上升0.9ppt至50.1%。报告认为，制造业环比变化超季节性，主要由高技术制造业和大型企业带动。天气和赶工效应推动建筑业重回扩张区间。服务业虽然环比小幅上升，但仍处于收缩区间，显示内生需求仍然偏弱。

### 分行业看贸易盈余

报告认为，中国商品贸易顺差继续上升，但服务贸易持续逆差。出口上升与进口下降共同推动我国商品贸易顺差上升，其中电气设备、机械器具、车辆及附件等是贸易顺差的主要产品。

## 专题聚焦

### 如何看待2026年红利行情？

报告认为，2025年红利风格表现相对平淡，呈现为阶段性、结构性机会。2026年A股市场风格可能更趋于均衡，在增量资金以及政策预期支撑下，红利资产配置逻辑依然稳固。

### 如何看待年末人民币汇率的加速升值

报告认为，人民币汇率年末的升值行情并不意外，不过幅度略超预期，首要因素或是美元跌幅较大，叠加季节性因素共振，推动了人民币汇率短期内的较快升值。

## 宏观专栏

### 高技术制造业带动PMI上升——12月PMI点评

12月中采制造业PMI环比上升0.9ppt至50.1%，高于市场预期（Bloomberg预测中值为49.2%）；12月非制造业商务活动指数环比上升0.7ppt至50.2%；综合PMI环比上升1.0个百分点至50.7%，皆重回扩张区间。制造业环比变化超季节性，主要由高技术制造业和大型企业带动。天气和赶工效应推动建筑业重回扩张区间。服务业虽然环比小幅上升，但仍处于收缩区间，显示内生需求仍然偏弱。

制造业环比变化超季节性。12月PMI环比上升0.9个百分点，高于2013-2019年环比均值（-0.2个百分点），为2012年以来的12月环比最高值，且绝对水平重回扩张区间。供需环比变化相似，新订单、生产分别环比上升1.6、1.7个百分点至50.8%、51.7%，绝对水平仍然呈现供强需弱的结构。新出口订单环比上升1.4个百分点至49.0%，环比变化略低于整体新订单，而环比上升或与2026年春节较晚使得出口企业在年前赶工有关。PMI生产经营活动预期环比上升2.4个百分点至55.5%，反映制造业企业对春节前经营状况的预期改善。

高技术制造业和大型企业带动作用大。分行业来看，高技术制造业、消费品行业、装备制造业、高耗能行业PMI分别环比上升2.4、1.0、0.6、0.5个百分点至52.5%、50.4%、50.4%、48.9%。无论是环比变化还是绝对水平，高技术制造业带动作用都较大。细分行业来看，石油加工及炼焦业（+4.7个百分点）、纺织服装服饰业（+4.5个百分点）、电气机械及器材制造业（+1.3个百分点）、医药制造业（+0.9个百分点）、金属制品业（+0.6个百分点）环比上升，而非金属矿物制品业（-9.1个百分点）、通用设备制造业（-7.4个百分点）、有色金属冶炼及压延加工业（-6.1个百分点）环比下降较多。分企业规模来看，大、中型企业PMI环比上升1.5、0.9个百分点至50.8%、49.8%，大型企业重回扩张区间，而小型企业PMI环比下降0.5个百分点至48.6%，且仍然处于收缩区间。

出厂和原材料购进价格差距下降。出厂价格、原材料购进价格环比+0.7、-0.5个百分点至48.9%、53.1%，出厂价格降幅缩窄、原材料购进价格涨幅下降，两者差距有所下降，或边际利好制造业企业盈利。库存环比变化皆有所上升，产成品、原材料库存分别环比上升0.9、0.5个百分点至48.2%、47.8%。

天气和赶工效应推动建筑业重回扩张区间。12月建筑业商务活动指数环比上升3.2个百分点至52.8%，结束了连续四个月的收缩，重回扩张区间。统计局<sup>1</sup>认为主要原因是“受部分南方省份近期气温偏高，以及两节临近企业抢抓施工进度等因素影响”。细分行业来看，房屋建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业、土木工程建筑业分别环比上升4.8、2.3、1.2个百分点。房地产业商务活动指数虽然环比上升0.5个百分点，但是绝对水平仍然处于历史低位，稳楼市仍需政策进一步发力。

服务业仍处于收缩区间，内生需求仍然偏弱。12月服务业商务活动指数环比小幅上升0.2个百分点至49.7%，但仍连续第二个月处于收缩区间，显示内生需求仍然偏弱。分行业来看，邮政业、水上运输业、道路运输业分别环比上升7.4、5.7、2.4个百分点，环比上升幅度较高；住宿业、航空运输业、批发业、餐饮业分别环比下降2.1、2.0、1.9、1.8个百分点，环比降幅较高，反映了内生消费需求整体仍然偏弱。

---

以上观点来自：2025年12月31日中金公司研究部已发布的《高技术制造业带动PMI上升——12月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

---

<sup>1</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251231\\_1962217.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251231_1962217.html)

## 宏观专栏

### 分行业看贸易盈余

中国商品贸易顺差继续上升，但服务贸易持续逆差，截至今年9月，滚动12个月的经常账户与GDP之比低于3.5%，外部失衡不算非常显著。金融周期下行推升贸易顺差，这是因为，社会资源配置往高效率的高端制造业领域倾斜，技术进步提速，叠加房地产调整导致非贸易品价格下降，降低贸易品的中间投入成本，促进了出口。另一方面，私人部门去杠杆抑制了需求，从而使得进口放缓，而制造业升级也使得部分行业国产化程度上升，带动进口下降。具体分行业情况见下。

出口上升、进口下降，推动商品贸易顺差上升。2025年1-11月中国海关口径商品贸易顺差为10758亿美元，创历史新高，同比增速为21%。出口方面，2025年1-11月金额为34147亿美元，同比上升1746亿美元，同比增速为5.4%；进口方面，2025年1-11月金额为23388亿美元，同比下降130亿美元，同比增速为-0.6%。两者共同作用下，推动商品贸易顺差上升。而从截至2025年9月的滚动12个月的贸易顺差、出口和进口占GDP比重来看，2025年9月为6.0%，同比上升1.3个百分点，其中出口上升贡献0.6个百分点，进口下降贡献0.7个百分点。进口下降背后除了内需偏弱以外，也有经济结构转型和国内制造业竞争优势上升等结构性因素<sup>2</sup>。近年来，中国国内制造业竞争优势相对于海外同行不断上升，制造业进口/总产出的比重由2012年的11.3%下降到了2024年的7.4%。贸易顺差上升可能也带来了涉华贸易救济立案数量的上升，根据中国贸易信息救济网<sup>3</sup>统计，2024年涉华贸易救济立案数量为199件，较2023年的87件上升，2025年<sup>4</sup>为150件，较2024年有所下降。

由于统计口径不同<sup>5</sup>，BOP口径下中国货物贸易差额/GDP低于海关口径商品贸易差额/GDP；另一方面，中国长期呈现服务贸易、收益项逆差，使得BOP

<sup>2</sup> 详见《中国宏观专题报告：“准平衡”复苏|2025年下半年宏观经济展望》。

<sup>3</sup> <https://cacs.mofcom.gov.cn/cacscms/view/statistics/ckajtj>

<sup>4</sup> 2025年数据截至12月22日。

<sup>5</sup> 国际收支在货物所有权在居民和非居民之间转移时记录进出口，而海关则是在货物实际通过边境时记录进出口。IMF认为，与全球生产安排（如无工厂制造）有关的进出口的记录可能在很大程度上解释了这两个指标之间不断扩大的差异。详见<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2024/08/01/peoples-republic-of-china-2024-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-552803>



口径下经常账户差额/GDP低于货物贸易差额/GDP。截至2025年9月的滚动12个月经常账户差额/GDP为3.4%，显著低于2007年9月的10.2%。

**分区域来看**，2025年1-11月中国大陆商品贸易顺差的主要地区是：中国香港（2732亿美元）、欧盟（2669亿美元）、美国（2570亿美元）、东盟（2461亿美元）。而中国大陆对中国台湾（-1334亿美元）、澳大利亚（-477亿美元）、韩国（-373亿美元）、俄罗斯（-195亿美元）、日本（-43亿美元）呈现商品贸易逆差态势。相较于中美贸易摩擦之前的2017年1-11月，2025年1-11月分地区商品贸易顺差上升较多的地区是：东盟（2034亿美元）、欧盟（1845亿美元）、其他地区（1134亿美元）；下降较多的地区是：中国台湾（325亿美元）、俄罗斯（217亿美元）；中国大陆对美国贸易顺差变化不大，小幅上升46亿美元。

**分产品来看**，2025年1-11月中国大陆商品贸易顺差的主要产品是：HS85电气设备（3527亿美元），HS84机械器具（3207亿美元），HS87车辆及附件（1829亿美元），HS94家具（1044亿美元），HS98未分类商品（974亿美元）。而对HS27矿物燃料（-3544亿美元），HS26矿物质（-2395亿美元），HS71首饰硬币（-640亿美元），HS74铜及其制品（-505亿美元），HS12子仁及果仁（-494亿美元）等产品呈现贸易逆差态势。

相较于2017年1-11月，2025年1-11月分产品商品贸易顺差上升较多的产品是：HS85电气设备（2310亿美元），HS87车辆及附件（1939亿美元），HS84机械器具（1298亿美元），HS98未分类商品（1057亿美元），HS39塑料制品（760亿美元）；下降较多的产品是：HS27矿物燃料（1643亿美元），HS26矿物质（1255亿美元），HS71首饰硬币（194亿美元），HS74铜及其制品（193亿美元），HS03水产品（127亿美元）。

---

以上观点来自：2025年12月28日中金公司研究部已发布的《分行业看贸易盈余》

郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

周奕江 联系人 SAC 执业证书编号：S0080125090004

## 专题聚焦

### 如何看待2026年红利行情？

2025年红利风格表现相对平淡，呈现为阶段性、结构性机会。年初以来中国股票市场表现优异，投资者风险偏好明显提振，A股市场量价齐升，成长风格在我国产业创新叙事以及全球流动性宽松支撑下领涨市场，创业板指及科创50年初至今分别上涨51.5%/36.1%。相比之下，红利风格表现平淡，中证红利年初至今微跌1.2%。今年红利风格呈现为阶段性、结构性机会，与科技成长风格有一定“跷跷板”效应，当外部不确定性因素增加以及成长风格回调阶段，红利板块往往有相对表现。我们在过去几年连续发布红利风格相关研究，本篇文章我们分析及展望2026年红利风格表现，并对红利选股模型进行进一步优化与更新。

#### 如何看待2026年红利风格表现？

此前我们在2026年展望《[乘势笃行](#)》中提出，2026年A股市场风格可能更趋于均衡，红利风格确定性较高，但仍偏向结构性及阶段性机会。我们认为在增量资金以及政策预期支撑下，红利资产配置逻辑依然稳固，具体来看：

► **资金配置需求支撑红利板块表现：**当前我国低利率环境延续，但债市波动率有所下降，7月以来十年期国债收益率下行速度放缓，并进入震荡区间。展望2026年，我们预计长债收益率或将延续震荡格局，债市表现可能相对平淡。在此背景下，险资、银行理财等中长线资金配置权益的动力将有所增长，红利资产替债属性凸显，同时低利率及“资产荒”背景下，居民存款搬家现象仍较突出，我们认为分红稳定且收益率相对较高的红利资产也有望受到稳健型投资者的青睐。

**1) 中长线资金：**当前政策层鼓励险资、养老金等长线资金入市，更好发挥资本市场“稳定器”、“压舱石”的功能。年初中央金融办、证监会等六部门联合发布的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》明确提及“引导大型国有保险公司增加A股（含权益类基金）投资规模和实际比例”<sup>6</sup>，截至

<sup>6</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/jiedu/tujie/202501/content\\_7000597.htm](https://www.gov.cn/zhengce/jiedu/tujie/202501/content_7000597.htm)

三季度保险持有股票及证券投资规模增长至5.6万亿元，为 2013 年数据公布以来新高，仓位环比上升1.9ppt至14.9%。结合政策鼓励中长期资金入市，以及海外成熟市场经验，我们认为保险机构的权益仓位仍有进一步提升空间。此外，新会计准则下，若保险公司将股票资产分类为FVOCI，则只有股息收入计入“投资收益”，公允价值变动将归入其他综合收益，不影响利润表现，有助于险资加大权益尤其是红利风格配置动力。**2）居民存款入市：**当前宏观流动性相对宽松，国债收益率处于历史低位，1年期LPR降至3%，国有大行1年期存款利率低于1%，传统储蓄优势进一步减弱，叠加“资产荒”环境，红利风格具有稳定的现金流以及估值优势，我们认为有望成为配置方向之一。

► **资本市场建设强调投融资平衡，鼓励分红导向不变，上市企业分红意愿及能力持续抬升：**2023年以来政策层持续加强鼓励分红导向，2024年4月新“国九条”进一步强化分红监管，明确提出推动一年多次分红、预分红、春节前分红等，上市公司分红意愿有所提升。与此同时，A股企业资本开支增长有所放缓，自由现金流维持较好的状态，进一步提升分红水平的能力。截至2024年，A股整体分红比例提升至45%，分红公司数量比例69.2%，剔除亏损企业后近90%，从基本面维度支撑红利风格表现。2026年尤其是3-4月期间，关注年报业绩期上市公司分红意愿及市场影响。

伴随投资者风险偏好不断提升，具备较好股息率的上市企业愈发稀缺。2018年下半年以来，中证红利股息率持续高于十年期国债收益率，股债性价比凸显，最高突破490bp。近期伴随市场上涨，资产价格上行带来股息率下降，两者差距有所收窄，截至12月26日回落至320bp附近。从中证红利成分股来看，绝大多数个股股息率近年呈现下行趋势，当前成分股中股息率5%以上的个股仅39支。

### 红利风格如何布局？

红利风格分母端支持因素已得到较多反映，分子端稳定性仍是未来选股重点逻辑。目前国内长端利率已回落至历史低位水平并转为震荡行情，市场风险偏好明显改善，资金面状况有所好转，支持红利风格的分母端因素反映相对

充分，分子端逻辑将为未来高股息策略的选股重点，上市公司通过提升分红力度实现股息率提升或维持分红规模，释放稳定的分红预期将凸显投资吸引力。

**构建优化高股息高分红选股策略。**我们在2023年5月发布的《[高股息投资在A股如何穿越周期](#)》针对传统纯高股息策略的痛点，重点从优质自由现金流、持续稳定的高分红和中等股息率的角度构造优化选股策略；2024年3月我们在《[如何寻找分红提升的投资机会](#)》中重点对股息率标准进行分行业调整，并更注重企业可持续分红能力。从长周期的角度来看，所选股票池取得明显的穿越周期效果，并跑赢中证红利等传统高股息指数。



以上观点来自：2025年12月28日中金公司研究部已发布的《如何看待2026年红利行情？》

李求索 分析员 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991  
刘欣懿 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525060006  
黄凯松 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876  
李瑾 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851  
魏冬 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154  
张歆瑜 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124070034  
陈诗源 联系人 SAC 执业证书编号：S0080125070053



## 专题聚焦

### 如何看待年末人民币汇率的加速升值

#### 近期离岸人民币汇率升破7.0关口

人民币汇率在11月下旬以来连续升值，近期持续刷新年内新高，离岸人民币汇率升值突破7.0，升值速率有所加速。12月25日，离岸人民币汇率升破7.0，创下2024年9月后新高，在岸人民币汇率距离7.0关口亦只有一步之遥，并创下2023年5月后新高。

我们认为，美元贬值和季节性因素或是人民币当前升值的直接推动力，不过货币当局适度抑制了汇率升值的速率。整体来看，我们认为人民币汇率年末的升值行情并不意外，不过幅度略超预期，首要因素或是美元跌幅较大，叠加季节性因素共振，推动了人民币汇率短期内的较快升值。

#### 美元贬值或是直接因素

美元指数自11月下旬以来连续走弱，截至12月25日，其近一个月下跌幅度逾2%。我们认为，主因或是市场对美联储宽松预期的加深带动了美国与其余主要经济体货币政策的收敛预期。

近期美国劳动力市场与物价表现均偏弱，市场对于美联储主席人事的变动预期或也加深了后续美联储的宽松预期。从劳动力市场看，美国11月失业率升至4.6%，高于市场预期，非农新增就业6.4万人，亦高于市场预期，不过3个月移动均值仅为2.2万人，继续位于年内低点。美国11月平均时薪同比降至3.5%，是近年来的低点。从物价角度来看，美国11月CPI同比2.7%，核心CPI同比2.6%，均明显低于市场预期的3.1%和3%。尽管市场对这份通胀报告的准确性抱有一定担忧，我们认为劳动力市场和物价走势的双重降温还是为美联储后续的降息提供了一定的数据基础。近期市场对美联储主席后续的人事安排讨论也有升温，考虑到今年特朗普多次要求鲍威尔降息，市场普遍认为下一任美联储主席或将致力于推进降息周期。特朗普近期表示<sup>7</sup>，希望下一任美联储主席能够降低利

<sup>7</sup> <https://www.reuters.com/world/us/trump-says-anybody-that-disagrees-with-him-will-never-be-fed-chair-2025-12-23/>

率，“任何不同意我意见的人永远不会成为美联储主席”。综合来看，尽管近期长端美债的期限溢价有一些波动，市场对于美元短端利率的下行预期或较为一致，这或带动了近期美元汇率的走弱。

从近几年美元指数与人民币的相关性来看，近期人民币汇率的升值幅度大致匹配美元的下跌幅度。我们统计了2023年6月以来月度的美元指数与人民币汇率的变动关系，二者变动幅度的比例约为3:1，即美元指数贬值3%时，对应人民币汇率升值1%。截至12月26日，本月美指贬值约1.4%，人民币升值约0.9%，按以往的对对应关系，美元下跌可以解释人民币12月跌幅的一半左右。剩余的部分可能由其他因素解释。

### 汇率年末季节性的出现

从往年经验来看，人民币汇率在年初年末往往有较强的升值动能。具体而言，过去几年，人民币汇率在11月、12月与1月通常会升值，季节性规律较为明确。从12月的角度来看，一方面，基于出口商等市场主体的结汇需要，净结汇的规模通常较大，这为人民币汇率的推升提供了条件；另一方面，美元指数往往在年末走弱，这也有助于带动非美货币的普遍升值。考虑到今年人民币升值的幅度已经超过了美元资金运用的收益（一般为3%-4%），年末的升值让贸易企业未做汇率风险对冲的美元头寸出现了净亏损，为了保证年底财务决算水平的稳定，外贸企业的结汇需求加速入市可能在一定程度上助推了人民币在年末的升值。

### 政策仍在努力平滑短期波动

近期中间价与人民币汇率一道升值，不过中间价的升值幅度明显偏缓，或体现其逆周期调节力量。具体而言，近日中间价与人民币汇率均保持走强的趋势，不过前者的升值幅度要明显弱于后者。截至2025年12月25日，中间价弱于即期汇率326点，这是2023年3月后中间价弱于即期汇率的最大幅度。从中间价的定价模型来看，“逆周期因子”的调节规模转为正值，这意味着逆周期因子偏向于平滑升值方向的超调。

我们认为或可以从两个方面理解中间价的变动。一方面，在近期即期汇率

升值加速的背景下，中间价同样保持了一定的升值速率，未固守某一点位。我们认为这显示出汇率弹性有所增加，适时释放汇率的升值压力。人民币期权的隐含波动率近期出现抬升，此前汇率升值速率较为温和的预期或出现一定松动。另一方面，在逆周期因子反向发力的推动下，中间价升值速率较即期汇率明显偏缓。因此，尽管人民币近期对美元持续升值，其对一篮子货币则更偏向贬值。我们认为货币当局逆周期调节汇率走势的特征依旧明显。

### 往后看，人民币或将继续保持温和升值趋势

12月人民币单月升值幅度达到了1%左右，年化水平超过了10%，我们认为这样的升值速率或难以持续。回顾2025年4-5月和8-9月的两轮升值，人民币汇率在短期加速升值后都会在内外环境变化的影响下横盘震荡一段时间。因此，在短期强势后，我们大概率会看到人民币升值的斜率会平缓一段时间。具体的时间点可能在2026年的春节前后，一方面，美元进入到2月份会呈现反弹的季节性，这会减缓人民币汇率的升值动能。另一方面，春节以后境内人民币市场的季节性结汇因素会显著减弱。

中长期来看，我们认为人民币汇率继续走强的基础仍在一段时间内保持，在此期间内，人民币汇率或将维持温和走升的态势。

从外部因素来看，人民币走强的第一个基础是“弱美元”。今年特朗普政府推出的“对等关税”等举措动摇了美元信用，美联储推进降息周期亦将使得美债收益率走低，美元的对冲成本下降。在2026年，我们认为市场对于特朗普政府政策不确定性或逐步脱敏，但疲弱的就业数据和偏鸽派的新美联储主席或持续推进美联储降息，宽松的流动性环境和收窄的利差或导致美元进一步走弱，从而对人民币汇率形成一定支撑。

从内部因素来看，人民币汇率走强的基础是“低通胀、强出口和高顺差”。从基本面因素来看，中国近年来通胀水平偏低，实际有效汇率水平偏弱，叠加中国制造业崛起，出口规模占据全球较大份额。由于2025年的月均进口金额降至近五年低点，这推动11月累计贸易顺差过万亿美元。中国不含储备资产的国际投资净头寸水平亦升至历史最高水平。过低的真实汇率和过大的贸易顺差造成的国际收支失衡有待修正。因此，在政策取向上，我们看到政策重心更多放

在提振内需，而非更多依赖外需去拉动经济增长。人民币名义和实际有效汇率往往在贸易顺差扩大的时间段内双双升值，可见汇率作为“自动稳定器”，实质上起到了平衡国际收支和内外需结构的作用。另外，“十五五”规划强调将“推进人民币国际化，提升资本项目开放水平”。我们认为，适度偏强的汇率预期有助于平衡跨境资本流向，服务于人民币国际化的目标。我们认为，上述人民币走强的内外部基础仍然能够在相当一段时间内推动人民币汇率总体温和升值。

那么，什么样的升值速率是适宜的呢？我们认为有几个维度可以作为参考，第一是美元的跌幅，我们判断美元指数明年的跌幅可能在5%左右，按照过去经验上的1: 3的关系，人民币中间价的升值幅度或在1.7%左右。第二是中美利差，人民币汇率从今年5月到11月末的升值幅度大体上与中美利差相当，从而形成了实质上的无抛补利率平价，这对推动跨境资本流动和外汇市场供需的平衡起到了一定作用。当前在2%左右，2026年可能会缩减至1-1.5%。因此，从平衡利差的角度，人民币中间价的升值幅度或在1-2%之间。第三个是通胀差异，前文提到中国偏低的通胀导致实际汇率贬值，如果要保持实际汇率基本稳定，就需要提振内需抬高价格水平，或者让名义汇率升值弥补通胀的差异。用GDP平减指数测算，中美的通胀差异在4%左右，假定通胀差异继续保持，那么在简单匡算下中国的名义汇率需要升值4%左右来维持实际汇率的基本稳定。

总体看，我们认为人民币汇率持续升值是较大概率的事件。但我们也要认识到，汇率升值存在两个前置条件，且在升值速率上涉及到多重均衡的问题，其走势的不确定性仍然是偏高的。

---

以上观点来自：2025年12月27日中金公司研究部已发布的《如何看待年末人民币汇率的加速升值》

李刘阳 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

施杰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525030001



## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.12.28 中国图说中国宏观周报：分行业看贸易盈余  
2025.12.31 中国宏观热点速评：高技术制造业带动PMI上升——12月PMI点评

### 策略及大宗商品

- 2025.12.28 A股策略：如何看待2026年红利行情？  
2025.12.28 有色金属：聚焦：铝：价格后发者的追赶

### 固定收益

- 2025.12.28 中国利率策略周报：关于通胀走势的预期差可能引发债券利率重新下行  
2025.12.29 简评：如何看待央国企地产债波动？  
2025.12.29 信用债收益率跟踪周报：基金需求增长对冲理财回表导致的需求减弱  
2025.12.29 信用分析周报：中国信用债评级调整周报

### 行业

- 2025.12.28 传媒互联网：周报：全年国产游戏版号发放量创近年新高  
2025.12.28 农业：农业周报：旺季猪价低位震荡，诺和新元布局宠物营养  
2025.12.28 化工：PX驱动聚酯产业链上涨，碳酸锂创新高  
2025.12.29 REITs：企稳反弹，关注组合优化——公募REITs周报（12.22-12.26）  
2025.12.29 有色金属：北美铝行业：当贸易壁垒遇上电力紧张  
2025.12.29 银行：2025金融稳定报告点评：银行评级与压力测试结果均显示风险可控  
2025.12.30 主题研究：太空光伏：迎来技术成果商业化加速发展期  
2025.12.30 金融：证券2026年展望：投资中国优质券商正当时  
2025.12.30 不动产与空间服务：周评#471：全年高频新房销量同比降两成  
2025.12.30 家电及相关：何以海信：技术立企，“视界”领航  
2025.12.30 家电及相关：2026家电国补：政策积极、品类聚焦、规范实施  
2025.12.31 农业：锚定农业农村现代化，加快建设农业强国——中央农村工作会议点评  
2025.12.31 公用事业：机制电价风向标（3）：25省机制电价总览与分析  
2025.12.31 轻工日化：2026年国补落地，首次纳入智能眼镜  
2025.12.31 不动产与空间服务：近期住房销量平稳，关注春季需求释放情况  
2025.12.31 房地产：简评二手房交易增值税和北京楼市新政  
2025.12.31 汽车及零部件：汽车及出行设备2026年展望：关注全球格局再重构下的中国机遇

2025.12.31 REITs: 中国REITs开启新篇章——简评商业不动产REITs试点启动  
2026.1.3 电力电气设备: 电网强调高质量发展, 持续看好电网及储能发展景气向上



## **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