

研报精选

2026年1月25日 第256期

宏观专栏

分化中收官——12月经济数据点评

报告认为，四季度实际GDP同比4.5%，全年经济增长目标顺利完成。总体而言，2025年经济继续呈现分化态势，供给强于需求、外需好于内需、制造业投资好于基建和房地产投资。展望2026年，扩内需是重点任务，消费与投资均待政策发力。

中美AI投资的“差异”

报告认为，作为全球AI产业格局的“两极”，中美AI投资强度接近，考虑基础设施后中国更强。但由于算力基建、芯片和模型等各方面禀赋的差异，中美在资金来源和投资方向上存在较大不同。

专题聚焦

“有底无顶”的慢牛如何形成？——新秩序，新动能，新生态

报告从基本面、制度面、资金面三个维度，重点解析了A股过去未能形成慢牛的原因，并分析了当下A股具备的前所未有的慢牛条件，以及实现行稳致远仍需打破的堵点。

美日国债风暴，YCC箭在弦上

报告认为，美日国债风暴反映的是全球地缘紧张、财政主导引发的流动性波动。在财政主导的框架性限制下，通过金融抑制政策压制长端利率甚至整条利率曲线或将成为可能。

宏观专栏

分化中收官——12月经济数据点评

四季度主要指标量价仍然偏弱，实际GDP同比4.5%，GDP平减指数同比-0.7%。全年经济增长目标顺利完成，出口竞争力改善，外需总体上好于内需。12月单月来看，社零增速放缓，固定资产投资偏弱运行。与2024年相比，最终消费和净出口对2025年GDP增长的贡献上升，资本形成的贡献下降较多。总体而言，2025年经济继续呈现分化态势，供给强于需求、外需好于内需、制造业投资好于基建和房地产投资。2025年中央经济工作会议将扩内需放在2026年重点任务之首，消费与投资均待政策发力，但从内生动能来看，消费对投资的引领意义重大。

高基数下，2025年四季度GDP同比4.5%，较三季度回落0.3个百分点，全年同比5.0%；四季度GDP季调环比1.2%，较三季度的1.1%小幅上升。四季度GDP平减指数同比-0.7%，虽然较三季度的-1.1%收窄，连续11个季度为负。从行业结构来看，第一、二、三产业同比增速分别为4.2%、3.4%、5.2%（三季度分别为4.0%、4.2%、5.4%）。第二产业在高基数下回落较多，一方面工业产能利用率仍然偏低，四季度为74.9%，同比下降1.3个百分点，另一方面建筑业拖累或仍然较大。12月单月来看，工业增加值、服务业生产指数同比5.2%、5.0%（11月分别为4.8%、4.2%）。其中高技术制造业同比11.0%，增速较11月上升2.6个百分点；医药、专用设备、电子同比7.0%、8.2%、11.8%，增速分别较11月上升4.6、3.4、2.6个百分点，或主要受出口边际拉动，12月出口交货值同比3.2%（11月为-0.1%）。从四季度整体需求结构来看，也仍然呈现外需好于内需的态势。四季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别是52.9%、16.0%、31.1%（三季度分别为56.6%、18.9%、24.5%）。2025全年来看，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别是52.0%、15.3%、32.7%（2024年分别为44.5%、25.2%、30.3%），投资贡献下降，消费、净出口贡献上升。

内生需求偏弱，社零增长放缓。12月社零总额同比增长0.9%，比11月下降

0.4个百分点，这是2023年以来首次回落到1%以下。从边际变化上看，以旧换新类零售额降幅略有收窄，提高社零增速0.4个百分点；非以旧换新类零售额增速则进一步放缓，拖累社零增速0.8个百分点。四季度，居民人均可支配收入增速3.9%，为2022年下半年以来的新低；当季消费倾向72.7%，同比下降0.5个百分点。居民收入和消费倾向均回落，反映出内生需求的增长放缓。

固定资产投资下降有所加速，稳投资仍待进一步发力。全年固定资产投资同比-3.8%，降幅较1-11月扩大1.2个百分点，其中建安投资累计同比-8.4%（1-11月为-6.4%），反映建筑业偏弱的态势。12月固定投资季调环比下降1.13%，降幅较11月的0.37%扩大。虽然四季度新型政策性金融工具和地方政府专项债等部分稳投资政策加力，但是推动投资止跌回稳仍待政策进一步发力。

房地产销售量价仍偏弱，开发投资降幅有所走阔。部分反映去年高基数，12月新建商品房销售面积和销售金额同比降幅分别由11月的-17.3%和-25.1%收窄至-15.6%和-23.6%。拿地方面，年末土地供应持续回升，300城土地成交面积和成交价款同比降幅收窄（分别由上月-28.7%和-37.0%收窄至-11.3%和-17.4%），而土地平均溢价率持续下行、位于年内低位，反映出土拍热度整体仍偏低。12月新开工和竣工面积同比跌幅有所收窄（由上月的-27.6%和-25.5%收窄至-19.4%和-18.3%），12月末施工面积同比降幅继续走阔至-10.0%（11月末为-9.6%）。房企投资仍偏谨慎，12月开发投资同比降幅继续走阔（由-30.3%降至-35.8%），全年开发投资同比下降17.2%。

2025年全年广义基建同比-1.5%，较1-11月的+0.1%继续回落。12月单月基建同比-16.0%（前月-11.9%），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-3.7%、-12.7%和-26.6%（前月分别为-4.0%、-2.0%和-24.7%），除公用事业外，偏公益类基建投资跌幅再度走扩。Mysteel统计的地方开工项目计划总投数据显示，去年12月开工项目计划总投弱于上年同期，一方面反映地方债务严监管背景下，基建投资注重质量，另一方面，存量资金和项目或在今年年初释放，筑底基建投资，我们预计一季度或将呈现边际改善。

制造业投资增速下降，但全年仍维持正增长。制造业投资全年增速为0.6%

(1-11月为1.9%)。整体固定资产投资中设备工器具投资全年同比11.8% (1-11月为12.2%)，大规模设备更新改造政策或仍持续支撑。分行业来看，除化工以外，其他已经公布数据的制造业行业投资增速均边际下降。交运设备、金属制品、汽车等累计同比增速较1-11月下降较多。



以上观点来自：2026年1月19日中金公司研究部已发布的《分化中收官——12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

宏观专栏

中美AI投资的“差异”

过去一两年，在传统需求乏力的困境下，全球增长若非AI的异军突起可能要面临更大压力，例如美国高达1万亿美元的科技软硬件设备投资贡献了2025年GDP的三分之一，更不用说潜在要素生产率提升对未来增长的拉动。AI对股市的贡献同样显著，2022年底ChatGPT发布以来，美股Mag7¹贡献了标普500指数84%回报中的45ppt，占到一半还多，2025年初DeepSeek发布以来，港股七家科技龙头股²最高一度贡献了恒生指数37%回报中的14ppt，也占到四成。不仅中美，2025年全球市场领跑的韩国，日本、中国台湾等也都是AI产业上的关键链条。

但与AI热情如影随形的是挥之不去的泡沫担忧。经过三年的突飞猛进，目前已经很少有人会从底层质疑AI产业本身的前景，但仍会担心最终兑现速度和投资之间可能存在差距，就如同90年代科网泡沫为21世纪移动互联网的蓬勃发展打下了坚实基础，但也不妨碍2000年以泡沫破裂的形式挤出大量过剩投资（《[美股“泡沫”破裂了吗？与互联网泡沫的对比](#)》）。因此，正如我们在《[AI“泡沫”走到哪一步了？](#)》提到的那样，泡沫本身并非坏事，也推动了产业发展，讨论是否会变成泡沫也没有太多意义，更重要的是确认所处的阶段。

在这个过程中，投资扮演了一个重要角色，资金的来源和去向，直接决定了资金的行为和投资的导向。作为全球AI产业格局的“两极”，由于在算力基建、芯片和模型等各方面禀赋的差异，中美在资金来源和投资方向上存在较大不同，因此追溯二者的差异有助于我们理解发展路径上的差异，以及对不同投资方向的启示。

中美AI产业格局：美国有先发优势，中国正快速追赶；美国“缺电”，中国“缺芯”，模型差异有限

人工智能产业的基石在于算力基建、模型、人才储备以及资本市场的金融

¹ 美股七家科技龙头股：苹果、微软、谷歌、Meta、英伟达、亚马逊、特斯拉

² 港股七家科技龙头股：阿里巴巴、腾讯、小米、中芯国际、网易、快手、百度

支持。在发展的初期，美国在算力基建、模型、高级人才建设、数据质量等方面都具有不小的领先优势（《[中国AI发展面临的挑战与应对之道](#)》），然而2025年初DeepSeek发布以来，中国在模型层取得突破性进展，尤其是开源模型的效果，并开始在多个领域不断缩小与美国的差距。

► **算力基建：**涵盖了以数据中心为核心的物理基建、以芯片研发为代表的数字基建，以云计算的形式实现算力的调动和交付。中国信通院在2025年《云计算蓝皮书》³中引用了Gartner的数据，2024年全球云计算市场规模6929亿美元，其中北美洲以54.3%的市场份额占据主导地位，中国占据16.8%，2025年份额预计进一步升至18.3%。

1) 美国在基础设施有先发优势，但中国在电力供给优势支撑下不断缩短差距，所以美国更“缺电”。虽然美国当前在服务器和数据中心数量远超中国，但中国目前算力承载的密度更高。以数据中心为例，美国的数量为中国的8倍还多（4165个 vs. 500个），但容量则仅为中国的1.7倍（美国53.7GW vs. 中国31.9GW）。更重要的是，大规模部署数据中心需要电力的支撑，中国发电量在2024年已经超过美国的两倍，美国存量数据中心的耗电量已经占据其总用电量的4.4%，而中国仅为1.1%⁴。2025年1月特朗普签署的行政命令中明确提出⁵“新建的大型AI基础设施必需配套建设新增的清洁能源发电设施，以避免占用居民的电力需求”。

2) 美国在芯片研发领域占据主导，中国国产替代进程加速，但先进制程领域仍有差距。半导体产业协会（SIA）统计⁶，2024年美国半导体行业的销售额达到3180亿美元，占全球收入的50.4%，中国大陆和中国台湾的销售份额分别占4.5%和6.5%。尽管份额仍显著低于美国，但中国芯片规模增长迅速，2024年AI芯片总出货量超过270万张，本土芯片品牌的出货量同比增加310%超过82万张⁷。不过，除了在成熟制程上的“平替”外，先进制程的不断突破创新更为

³ https://www.caict.ac.cn/kxyj/qwfb/bps/202507/t20250722_686571.htm

⁴ <https://www.iea.org/data-and-statistics/data-tools/energy-and-ai-observatory?tab=Energy+for+AI>

⁵ <https://www.federalregister.gov/documents/2025/01/17/2025-01395/advancing-united-states-leadership-in-artificial-intelligence-infrastructure>

⁶ <https://www.semiconductors.org/wp-content/uploads/2025/07/SIA-State-of-the-Industry-Report-2025.pdf>

⁷ <https://my.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prCHC53286125>

重要。

► **模型：**美国在整体数量和质量上仍领先，但中国在开源模型领域已经占据优势。根据Epoch AI的统计，当前976个知名模型中，美国在数量上是中国的4倍（632个 vs. 156个），但在Artificial Analysis Intelligence Index的评分中⁸，智谱GLM、DeepSeek以及Kimi等中国大模型也紧随ChatGPT、Claude、谷歌Gemini等美国大模型其后跻身于前十。中国在开源模型领域的下载量和使用量也已经处于领先，根据Atom Project的统计⁹，中国开源模型的累积下载量已经在2025年8月超过美国，并且截至2025年12月有超过62%的模型衍生品基于中国大模型。一定程度上，中国恰是利用模型优势弥补了芯片上的不足。

► **人才储备：**中国对顶尖人才的吸引力在逐步增强，专利超过美国。推动AI技术不断发展的核心在于人才，根据2025年7月全球数字经济大会上¹⁰公布的《全球人工智能科研态势报告（2015-2024）》，美国和中国的AI研究人员数量占全球的57.7%，美国以6.3万余人的数量居于全球领先，中国的研究人员数量从2015年的不足万人增加至2024年的5.2万人。人才数量的快速增长加强了中国在AI研究领域的科研实力，2022年中国研究人员的人工智能专利数量也已经达到美国的三倍。

综合来看，美国在人工智能领域起步更早，在算力和模型领域占据先发优势，并且涌现出全球范围内的龙头公司。反观中国，得益于政策支持、国内大市场以及人才红利开始逐步缩小与美国在人工智能领域的差距。美国的瓶颈在电力等更基本的基础设施上，中国的瓶颈在先进制程的芯片研发上，模型的差异尤其是开源模型有限，这一基本格局也奠定了中美在投资导向上的“差异”。

中美AI投资格局：中美投资强度接近，考虑基础设施后中国更强；对美国宏观拉动效果更明显

► **科技设备投资：**中国名义投资规模为美国的六成，但占GDP比例与美国相当，均为3.3~3.4%。如果以GDP项下科技硬件+软件设备来界定狭义的AI

⁸ <https://artificialanalysis.ai/evaluations/artificial-analysis-intelligence-index>

⁹ <https://www.atomproject.ai/>

¹⁰ <https://cn.chinadaily.com.cn/a/202507/03/WS686659daa3106af2b3c72551.html>

投资，2025年美国约为1.05万亿美元，占名义GDP的3.4%，2023年以来抬升0.5ppt（《[AI“泡沫”走到哪一步了？](#)》）。中国同口径的科技硬件+软件年化规模约为6500亿美元（4.6万亿元），相当于美国的六成，占名义GDP的3.3%，与美国相当。

► **含基础设施后的投资：中国占GDP比例接近6%，高于美国的4.6%。**
AI产业链并非只有科技设备，考虑到数据中心和电力设施的建设、相关产业的研发投资，2025年美国AI外溢需求或带来4000亿美元的投资增量，AI广义投资规模升至1.4万亿美元，占名义GDP的4.6%。不过，中美GDP分项口径并不一致，因此我们使用算力规模的提升来测算AI投资对GDP的正向拉动。

中国信通院在《算力经济发展研究报告（2025年）》中提到¹¹“根据实证分析，算力规模每提升1%，会对应带动中国GDP增长0.425%”。根据IDC的数据，2025年中国算力规模同比提升43%，对应增加2.5万亿元GDP（占整体名义GDP的1.8%），中国AI广义投资规模或升至5~6%。

► **对经济的拉动：美国信息技术贡献GDP增长的三成，中国贡献一成。**
在衡量中美AI产业对宏观经济的拉动效果时，为避免设备进口和资本品价格的影响，我们仍采用生产法下的行业增加值（GVA）口径观察科技产业在境内创造的实际价值。如果仅对比信息技术行业对GDP的贡献，美国贡献了2025年上半年1.6%实际GDP增长中的0.6ppt（占比34%），中国信息技术产业在2025年前三季度5.2%的整体累计同比中贡献0.55ppt，贡献占比10.6%较2023年的9.6%小幅抬升。

资金来源“差异”：美国由私人部门主导，中国政府和私人双轮驱动

虽然中美在整体投资规模占比上相近，但从AI产业基础设施、芯片研发以及模型应用等领域来看，中美当前的发展速度和方向却有所差异，这背后的一个重要原因是中美AI投资的资金来源不同，来源决定了资金的属性和行为，如对投资回报的要求、时间忍耐度、投资去向等等。资金来源分为私人部门和政府部门，私人部门又分为上市公司自有资金和风投资金。

¹¹ <https://www.caict.ac.cn/kxyj/qwfb/ztbg/202509/P020250910593366724819.pdf>

整体看，美国AI投资基本由私人部门主导（5520亿美元），政府直接投资规模有限（110亿美元）；中国私人部门的投资规模（900亿美元）虽仅有美国的六分之一，但政府直投和引导资金的强度更大（750亿美元）。具体而言，

► 私人部门：美国投资规模更大（5520亿美元），是中国（900亿美元）的近6倍。1）龙头公司层面，美国投资规模是中国的近5倍。美股市场中，我们选取超大规模云服务商（微软、亚马逊、谷歌、Meta以及甲骨文）投向基层的资本开支、以及芯片和大模型的研发费用来衡量全产业链的投资规模，2025年已经突破4000亿美元。中国市场，我们选取云计算市场份额排名前列的阿里巴巴、百度、腾讯以及依靠自有现金投资的字节等基础层资本开支、以及芯片和大模型的研发费用测算的整体规模为840亿美元左右。2）风投层面，美国规模是中国的25倍。根据PitchBook统计¹²，中国大陆2025年的AI领域风险投资为60亿美元，而美国AI相关的风投融资额高达1750亿美元，即便避免重复计算而完全剔除OpenAI以及Anthropic等在模型层的支出，融资额仍高达1520亿美元。

► 政府资金：中国投资规模更大（750亿美元），约为美国（110亿美元）的7倍。美国政府直接拨款力度相比其私人部门要弱的多，美国政府在AI技术的研发支出预算自2021财年的82亿美元抬升至2025财年的110亿美元。星际之门(Stargate)项目虽然由特朗普在2025年1月正式官宣，但核心出资方是OpenAI和软银，并且部分预算与甲骨文、微软的资本开支存在交集，因此不计入政府投资额。中国政府的直接投资规模或超过5000亿元（750亿美元），在AI领域的大规模国家级直投资金为国家集成电路产业投资基金三期（3440亿元），国家人工智能产业投资基金（600.6亿元）为其专项子基金。此外，财政部牵头出资1000亿元设立国家创业投资引导基金，再加上三大运营商的资本开支，粗略估算政府投资或在5000亿元以上（750亿美元）。

以上观点来自：2026年1月20日中金公司研究部已发布的《中美AI投资的“差异”》

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

杨萱庭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070028

张典 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525090003

¹² <https://pitchbook.com/news/articles/vcs-pull-back-from-china-ai-investment>

专题聚焦

“有底无顶”的慢牛如何形成？——新秩序，新动能，新生态

何为“有底无顶”？“有底有顶”可能是投资者对国内权益市场的历史认知，但“有底无顶”更契合市场的一般规律。“有底无顶”意味着市场在中长期维度阶段性高点和低点不断抬升，这种状态通常在慢牛中实现。急涨和大涨会透支未来，往往需要以长周期下跌为代价消化。金融危机之后，美、日、欧等全球主要市场均走出“有底无顶”的慢牛行情，并且当前位于历史新高水平或附近。相比之下，A股市场指数中枢虽然中长期在抬升，但过往牛熊周期轮动频繁且波动大，当前主要指数相比历史高点仍有差距。

这次A股是否会不一样？值得关注的是2024年9月以来，A股在一年多时间走出震荡上行的牛市，整体上涨斜率为过去几轮牛市最小，近期市场出现过快上涨、情绪过热迹象后，监管部门及时采取“降温”措施，防患于未然。对于A股中长期前景，当前投资者观点存在一定分歧，部分观点认为“这次不一样”，经历诸多改革后有望走出中长期慢牛。另一部分则秉持“太阳底下无新鲜事”，认为A股可能难以摆脱过去高波动的牛熊周期轮动。本篇报告将重点解析A股过去未能形成慢牛的原因，分析当下A股具备的前所未有的慢牛条件，以及实现行稳致远仍需打破的堵点。

一、“有底无顶”的慢牛意味着什么？——三层核心意义

“有底无顶”的慢牛以健康的资本市场为底层支撑，对我国国际地位提升、经济增长提质、产业升级突破具有重要意义。

强化人民币“功能之锚”，助力金融强国。在《[美元霸权的“双锚”](#)》一文中我们提出，美元过去的国际货币地位依托于独特的“双锚”体系。一是以美国主权信用和制度体系为保障的“法理之锚”，而更为关键的是美元独有的“功能之锚”，也就是一个能提供全球公共品的广阔、深厚且高效的金融市场。当前历史的钟摆正在转向，美元霸权的内生矛盾日益显现，为人民币国际化创造了战略窗口。未来既要要将人民币国际化融入贸易和金融规则的改革和制定中，增强

“法理之锚”；更重要的可能是提升人民币资产吸引力与供给，完善在岸和离岸金融体系，强化“功能之锚”。而构建完善且有吸引力的资本市场，通过慢牛提供可持续回报率，是吸引全球资金配置、强化人民币“功能之锚”的关键。

改善居民收入预期，与消费提振形成良性循环。内需消费偏弱是当前国内经济增长的突出问题，拆分后核心症结在收入端。居民人均可支配收入增速下滑至2024年的5.3%，叠加宏观经济偏弱、就业市场景气度偏低，进一步抑制了居民未来的收入预期。与此同时，随着金融资产占居民家庭资产比重提升，资本市场投资回报对改善收入预期和消费可能发挥比以往更重要的作用。适逢当前国内“资产荒”背景下，高回报资产稀缺，若资本市场能形成慢牛预期，我们预计不仅居民资金有望进一步提升权益资产的配置比例，居民本身也将分享慢牛带来的财富增长，助力消费提振。相反，大起大落的市场难以实现这一效果。根据2025年中办、国办印发的《提振消费专项行动方案》¹³，“拓宽财产性收入渠道”和“多措并举稳住股市”，已经成为促进居民增收的具体抓手，凸显了提升资本市场回报，在面向消费的宏观调控体系中的重要。

助力产业升级创新，构建创新生态体系。创新是一个生态体系，企业家与金融机构密切协作、推动创新进程，是创新的核心主体，二者密不可分¹⁴；上游有高校和科研机构，提供人才与技术支持；下游有政策制度搭建坚实的法律和制度框架。尤其是“引领式创新”具有高度不确定性，斯坦福大学研究表明，4000个看上去很有吸引力的想法，最终平均只有2-3个能落地形成产品，创新是一个“千死一生”的过程¹⁵。这决定了“引领式创新”通常需要由风险偏好更高的风投资金来支持，“募投管退”四个环节至关重要。而持续繁荣的股票二级市场是一级市场的源头活水，既能为风投资金退出提供良好收益率，提高其支持创新的积极性，也能助力创新企业获得持续性的融资并做大做强。根据对美国市场统计，平均来看IPO前1年是企业引领式创新突破的关键时期¹⁶。持续的慢

¹³ https://www.gov.cn/gongbao/2025/issue_11946/202503/content_7015860.html

¹⁴ <https://cifer.pbcfs.tsinghua.edu.cn/info/1174/3070.htm>

¹⁵ Utley, J., & Klebahn, P. (2022). Ideaflow: The Only Business Metric That Matters. Portfolio (Penguin Random House)

¹⁶ Simone, W., Moorman, C. Going public: How stock market listing changes firm innovation behavior. Journal of Marketing Research, 2015.

牛市场能为企业家创新和风投资金营造良好预期和环境，相反，大涨大跌的市场可能导致企业创新进程受阻。

二、为何A股过往难成慢牛？

关于“慢牛”并没有统一的定义，但通常需要满足两个特征：一是长周期中大部分时间是上涨的，二是上涨阶段的斜率较为平缓（并非不能下跌，而是避免因急涨透支未来）。我们以沪深300和全球主要的发达市场和部分新兴市场指数（美、日韩、欧洲、印度等）进行对比，选取全球逐渐走出金融危机的2010年为起点，统计发现以下数据：

1) 上涨月份数量占比：沪深300在上述区间指数中枢涨幅处于中低水平，但上涨月份占比仅为51%，排名最靠后，而上涨概率最高的标普500为66%；**2) 大涨的月份数量占比：**以单月上涨8%作为大涨的界定，沪深300在区间共出现过17次，占比为9%，在上述市场中大涨的频率最高，而美股市场仅出现过7次；**3) 上涨阶段斜率：**选取各市场的牛市波段（累计上涨超过20%），沪深300的月均涨幅为3.2%，仅低于韩国的3.3%，而表现最好的标普500指数的牛市阶段月均涨幅仅为1.9%。上述统计显示，A股与全球市场相比并不在于涨幅小，而是容易急涨透支未来预期，导致上涨周期偏短且牛熊周期轮动频繁，我们将围绕基本面、制度面和资金面对背后原因进行解析。

（一）基本面：经济供需两端的结构性特征，使得基本面表现“脉冲性”强

A股公司基本面呈现较强的“脉冲性”，核心源于中国经济供需两端的结构性特征：

从需求端来看，中国经济增长更依赖资本形成，并且房地产处于关键环节。中国资本密集型部门（主要指采矿业、中上游制造业、房地产和建筑业等）占比高，从支出法的角度，中国资本形成占GDP比重长期在40%以上，显著高于全球其它大型经济体。在上市公司层面，我们估算资本密集型行业占上市公司数量的67%，占全A指数权重的60%，在非金融企业中的利润占比同样高达64%。因此，多数行业的盈利改善受库存周期、地产周期、政策刺激或外需的阶段性

走强影响较大，缺乏长期需求曲线抬升或竞争格局改善的支撑，因此盈利周期有明显的阶段性与脉冲性特征。其中建筑和房地产部门作为生产网络中的关键节点，其自身对经济的影响，往往通过对各行业的冲击而放大。尤其在土地财政模式下，卖地收入是地方政府收入端的主要来源（2021年占一般地方公共预算收入和政府性基金收入的42%）。在房地产景气状态下，地方政府卖地增收后可加大投资。反过来2021年房地产周期下行以来，地方政府卖地收入下降，同时支出端地方政府化债力度还需要加大。在“以收定支”的模式下，财政资源被双向挤压，形成“财政加速器”效应。相比于服务业主导的经济体而言，中国经济周期和企业盈利波动较为频繁，2000年以来中国一轮完整的经济周期平均时长在4年左右，而美国和OECD国家平均分别在8年和6年左右¹⁷。

从供给端来看，市场进入退出机制并不完善，放大周期波动。在供给端，即使某个行业出现了较强的技术进步或者结构性能力改善，较高的资本开支弹性与激烈的行业竞争使得利润率和ROE难以在高位稳定，削弱了盈利改善的长期可信度。这里需要提到的是，地方在经济层面进行区域竞争，对于热点行业的信贷资源往往进行集中供给，同时倾斜大量财政、土地、人才等配套资源，降低企业进入成本；但是当行业进入下行周期时，地方政府在关停产能方面又往往考虑社会稳定因素，提高企业退出成本。这使得热点行业往往快速从供不应求变为供需失衡，放大国内产能周期的波动。2009年至今，A股上市公司已经经历过两轮明显的扩产能和去产能的周期，放大了一般盈利周期与股东回报的波动，相关行业较高的权重占比也导致市场指数波动较大。

（二）制度面：投资与融资不平衡加剧市场波动

历史上A股存在“重融资，轻投资”问题。A股为大量优质的公司创造了上市机会，并助力企业融资成长壮大，但是融资规模相较于市场体量偏高。外部对比来看，A股在2023年之前的年均IPO和再融资规模与美股水平接近。内部对比上，2022年之前的多数时间，A股的分红金额低于IPO和再融资规模。大规模融资的负面影响明显：基本上，我们以中证800为基础，估算2010年以来

¹⁷ Rand, J., & Tarp, F. (2002). Business cycles in developing countries: are they different?. World Development, 30(12), 2071-2088.

指数EPS增速因股本扩张，相比净利润增速年化稀释约1.5个百分点；而美股市场由于融资占比低，而企业回购占总市值长期在1.5%-4%，EPS因股本缩减年化提升超过1.5个百分点。而且股本扩张也将稀释现有股东的分红回报。资金面上，IPO募资的大部分资金来自二级市场投资者，再融资也有部分资金来自二级市场，若自由流通盘获得的分红明显低于募资规模，将占用二级市场可投资资金。

A股融资与市场表现的高度顺周期性，也放大市场波动。在高度市场化且融资便利的成熟市场中，企业通常偏好在市场情绪高和估值高的阶段募资，买家更积极，且发行同等数量股份可募集更多资金；反之市场低迷阶段企业融资需求也将自发下降。A股市场融资与市场表现顺周期特征同样明显，但历史上市场高位和低位阶段的融资规模都不低，IPO的高溢价以及限售期满后的解禁，进一步放大了市场波动。

（三）资金面：交易型资金占比较高，缺乏长线资本“压舱石”

A股市场历史上的交易型资金占比较高。首先，尽管A股机构化程度在过去持续提升，但我们估算个人投资者占自由流通市值比重多数时间仍超50%。在量化投资尚未盛行的早期，上交所统计显示2017年之前个人投资者占A股交易量的80%以上。由于个人投资者更容易出现“羊群效应”，这种投资者结构加大了市场波动。其次，公募基金等机构投资者历史上对规模扩张较为重视，常出现顺周期扩张资产管理规模。而且基金管理者也受困于短期考核，导致行为短期化，集中超配热门赛道，历史上曾经出现多轮公募基金“抱团”行情，对市场起到助涨作用，反之当赛道景气度下行时，“抱团”瓦解又起到助跌的作用。

中长期资金占比较低，缺少“压舱石”。中长期资金缺少统一口径，通常指社保基金、保险资金、年金基金的狭窄口径，但实际上外资、指数基金中也有大量的中长期资金。根据2023年8月证监会提供的狭窄口径数据，A股中长期资金持股占比不足6%，远低于境外成熟市场普遍超过20%的水平¹⁸。历史上保险资金持有A股和权益基金的规模稳步提升，践行了中长期资金稳定市场的职能，

¹⁸ https://www.cnr.cn/ziben/yw/20230818/t20230818_526385303.shtml

但无论何种口径之下，A股中长期资金比例仍有较大的提升空间。反观美股市场，在1981年推出401K/403b计划，以节税的优惠，引导家庭将退休储蓄从固定收益产品转向权益市场，成为美股长期资金入市、机构投资者发展壮大的契机，散户投资者占比有所下降。间接持有美股的美国家庭比例，由1980年代初不足3%提升至2019年约37%，成为美股慢牛的重要基础¹⁹之一。

股市“三碗面”并非独立存在，而是互相影响。上述的基本面、制度面和资金面并非相互独立，而是互相影响，例如资金面的中长期资金占比低，与历史上基本面的频繁波动，以及制度面投融资不平衡，分红回报不高有关；基本面又受到制度面大规模融资导致的盈利稀释影响；制度面改革之所以推进缓慢，又与个人投资者占比较高资金面掣肘有关，融资的高度顺周期性与基本面的周期性有关。因此，A股慢牛破局需三大维度同时改善，既需要客观的宏观环境变化，也需要主观在制度上坚定推进改革。

三、当前A股比历史上任何时候更具备慢牛的条件

国际货币秩序重构是本轮A股牛市的核心驱动力。2024年9月以来，A股在此前一片悲观声音中走出震荡上行的牛市，关于牛市成因市场有诸多讨论，我们在去年8月的《[牛市成因之辩](#)》总结了六种流行的牛市成因假说。其中“924”的政策转向是基础，而我们认可的牛市持续驱动力是国际货币秩序重构，既因为美元资产安全性本身出问题，中国经济强大韧性，以及AI革命之下中国创新叙事反转也至关重要。尤其是2025年中美谈判反映中国综合国力的提升，进一步动摇美元霸权和强化新秩序，驱动全球资金再配置以及中国资产重估。此外，低利率环境，居民旺盛的资产配置需求，国家队稳市机制也是有利于市场的环境。考虑到A股估值从大类资产比较以及全球股市比较维度仍具备吸引力，国际货币秩序重构仍在演绎中，中国创新产业叙事延续并将带来业绩兑现，我们看好A股牛市继续进行。问题在于这是前所未有的“慢牛”还是重复历史的“快牛”？我们认为值得注意的是，A股面临的基本面、制度面和资金面环境在过去

¹⁹ Duca, John V., and Mark Walker. 2022. “Why Has U.S. Stock Ownership Doubled Since the Early 1980s? Equity Participation Over the Past Half Century.” Working Paper 2222. Federal Reserve Bank of Dallas. November.

不断量变的过程中发生较多质变，当前A股可能比历史任何时候更具备慢牛的条件。

（一）基本面：经济转型和盈利驱动力质变，新增长模式更具可持续性

房地产影响小于过去，高杠杆增长模式难维持。中国自2017年进入金融周期下半场以来，房地产在信贷投放结构和经济结构的占比均明显下降，并且房价持续下跌也扭转了居民对房价的信仰，居民杠杆率稳中有降。另一方面，房企投资需求下降也使得卖地难度加大，2025年前11个月地方政府卖地收入相比2021年同期下降57%，土地财政模式难以为继。我们认为尽管转型带来阵痛，房企和金融机构的尾部风险增加，但决策层通过财政与货币协同的政策组合逆周期调节，稳住系统性风险不发生，并逐步建立面向消费的宏观调控体系。这有望改变过去企业和居民大幅加杠杆的经济发展模式，降低宏观周期波动的频率和幅度。而且2017年以来金融周期下行已有8年多，接近8-10年的国际平均下行期经验，我们认为金融周期下行对经济增长带来的压力，边际上相比过去可能更温和。

大国制造发挥规模经济效应，企业出海等成为第二增长曲线。中国制造业拥有超大规模市场、大长全产业链及人才红利等优势，在全球产业链做到了“比我便宜的没我好，比我好的没有我便宜”。以贸易专业化系数衡量贸易比较优势，2010年以来，我们估算的中国低附加值制造业基本保持优势，高附加值制造业的贸易专业化系数平均从0左右提升至0.3，竞争力逐步增强。这一点明显地体现在近两年中国出口增长，尽管2025年受到美国加征关税扰动，但是非美经济体对中国出口的中间品和资本品需求仍强劲增长，前11个月中国出口额实现同比增长5.4%（2024年全年同比+5.8%）。更微观层面，2018年中美贸易摩擦以来中国制造企业积极在海外布局产能，当前已逐渐成为第二增长曲线，非金融企业2024年境外业务收入占比16.7%，较3年前提升约3个百分点。并且出海相关行业2025年前三季度盈利同比增长15%，对冲了转型过程中传统行业的盈利下滑。我们预计“外循环”打通，企业通过出海获得新增长点，有望在未来平滑“内循环”因为转型带来的盈利周期波动。

新质生产力成为新引擎，股票市场结构优化。在中国规模经济优势的基础上，国家对现代化产业体系和新质生产力的支持下，新质生产力逐渐成为经济的新驱动力。2025年中国创新叙事反转，“DeepSeek时刻”不仅局限于AI领域，也在文化、创新药、航空航天等领域相继出现，在芯片等“卡脖子”领域也坚定不移支持国产化，并取得积极进展。股市内部行业结构已经在深刻反映这些变化，从二分法的视角，与AI和出海相关的新经济领域在股票市场的盈利和权重占比长期提升。2025年前三季度新经济领域在非金融企业的盈利占比接近40%，而2025年底最新的自由流通市值估算，权重占比已经接近60%。新经济行业中长期成长性好、与宏观经济周期关联度低、行业周期不同步，有助于降低股市顺周期同步性，为市场持续提供景气投资机会。

总结来看，依赖信贷投放和房地产的高杠杆增长模式已经改变，科技创新的驱动力作用加强，中国企业的竞争力也打开了出海的第二增长曲线。新增长模式从量变走向质变，更市场化、更具可持续性，有望改变盈利“脉冲性”特征，提升对中长期资金的吸引力，进而改善股票市场历史上大起大落的状态。

（二）制度面：新“国九条”推动改革，投融资失衡显著改善

2023年和2024年是资本市场改革密集的年份，2023年下半年推出活跃资本市场“一揽子”政策举措，2023年底召开中央金融工作会议，与2024年新“国九条”推出，成为股票市场改革的重要政策指引。我们认为有部分举措正在改善A股过去的投融资和资金面失衡的局面。

企业分红能力处于历史最佳的基础上，强化监管提升分红水平。近年来政策层面持续推动上市公司分红，2024年新“国九条”在强化上市公司现金分红监管中，提出“对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示”、“加大对分红优质公司的激励力度”，“增强分红稳定性、持续性和可预期性”²⁰。同时上市公司本身也具备加大分红力度的条件，稳定的自由现金流是企业分红的最重要基础。规模经济的作用下，上市企业扩张资本开支的需求下降，且经营现金流水平改善，截至3Q25非金融（剔除地产和建筑）的自由现

²⁰ https://www.gov.cn/gongbao/2024/issue_11306/202404/content_6947724.html

金流/所有者权益上升至5.2%的历史最高水平。A股2024年分红比例环比提升3个百分点至45%（相比2010年则提升15个百分点）。当前沪深300指数股息率约为2.65%，相比十年期国债收益率超出约80bp，而且我们认为良好的现金流支持和监管引导下，当前的高分红是可持续的，在“资产荒”背景下A股对中长期资金有较强的吸引力。

严把融资关，投融资结构优化。此前A股市场存在一定“重融资、轻投资”倾向，针对这一问题新“国九条”中提出严把发行上市准入关，强化发行上市全链条责任，严格再融资审核把关。政策引导下，A股IPO及再融资节奏明显放缓，根据Wind披露数据，2024/2025年全市场IPO企业数分别为100/116家，首发募集规模分别为673/1318亿元，均显著低于历史平均水平。2024年和2025年A股再融资规模分别为2231/4509亿元（已剔除2025年财政部发行5000亿元特别国债为商业银行注入资本金），较此前年均万亿元的规模也明显下降。合并首发募资和再融资规模，已明显低于自由流通股东所获得的分红规模。“融资市”的本质改变，不仅改善前述盈利稀释问题，也提升了对中长期资金的吸引力。而且我们预计此前融资顺周期性带来的大型IPO高估值和解禁问题也将得到改善。

上述制度改革直击A股长期以来的痛点，从根本上提升了A股上市公司的中长期配置价值。

（三）资金面：“稳市”机制逐渐成熟，中长期资金加力入市，居民配置需求上升和新秩序下的全球资金再布局

A股中长期资金面的改善，既得益于制度配合，也有国内和全球宏观范式的重大转变驱动，多重资金面因素共振共同支持慢牛，具体包括：

“稳市”机制成熟，提振市场信心。股市“稳市”机制在全球市场广泛存在，区别在于稳市的方式以及主体存在差异，“稳市”重点并不在于买入多少资金，而是政府机构背书支持带来稳定信心的作用。历史上中央汇金、证金公司作为“国家队”曾经在股市低迷时期（如2008年、2012-2013年和2015年）增持股票以稳定市场，但更多是极度低迷阶段发挥“救市”作用，并未形成稳定机制。2023

年10月以来，中央汇金持续增持A股宽基ETF，尤其是2025年4月对等关税冲击下再度及时增持ETF以稳定市场，一改以往“救市”的性质，更多起到“稳市”的作用，并首度明确类平准基金的职能²¹。截至2025年三季度，我们估算汇金公司累计持有宽基ETF规模达1.55万亿元，成为ETF市场第一大持有人，沪深300指数近一年的波动率正在接近历史最低水平。2026年初以来，A股出现加速上涨，日成交额一度接近4万亿元，日换手率达到7%以上的水平，融资余额在9个交易日增加约1800亿元。1月15日中国证监会召开2026年系统工作会议，吴清主席明确“全方位加强市场监测预警，及时做好逆周期调节，强化交易监管和信息披露监管，进一步维护交易公平性，严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行，坚决防止市场大起大落”²²。我们认为在前期市场大涨的背景下，这意味着“稳市”既要防“大落”，也要防“大起”，本周市场相关宽基ETF成交明显放大和净赎回，较好地发挥“稳市”作用。

中长期资金入市机制逐步建立。2023年以来多次高级别会议和顶层设计文件，都将中长期资金入市作为资本市场改革的重点工作，2025年以来保险资金已经迈出第一步。一方面是政策推动，2025年初六部门正式联合发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》²³，其中明确要求2025年起每年新增保费的30%用于投资A股，经营绩效全面实行三年以上的长周期考核。另一方面，资产荒带来的利差损，导致保险公司的固定收益资产难以覆盖长期负债成本，保险资金不得不增加对于高分红股票的配置。政策效果在2025年立竿见影，截至3Q25保险持有股票及证券投资基金规模增长至 5.6 万亿元，较2024年底增加1.5万亿元，而且占可运用余额比重上升至14.9%，权益仓位突破了2017年以来12-14%的中枢区间。我们预计居民储蓄通过保险资金入市的机制仍处于加速过程中。

公募基金高质量发展管理办法落地，推动公募基金关注中长期考核。2025年5月证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》²⁴，其中强化基金产品

²¹ <http://www.csrc.gov.cn/shanxi/c106408/c7552121/content.shtml>

²² <https://www.bjnews.com.cn/detail/1768545534129391.html>

²³ https://www.gov.cn/zhengce/202501/content_7000850.htm

²⁴ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202505/content_7022806.htm

业绩比较基准的约束力，对基金投资业绩全面实施三年以上长周期考核，有助于降低基金管理者的短视交易，鼓励转型耐心资本。而针对基金销售环节，新规要求应当加大权益类基金保有规模、投资者盈亏情况的考核权重，不得将销售收入和销售规模作为主要考核指标，我们认为这将有利于解决历史上基金公司顺周期发行销售产品的问题，避免加剧市场资金面波动，推动公募基金转型为“耐心资本”。

资产荒之下，居民储蓄对权益资产配置仍有提升空间。从居民资产配置结构的国际横向对比来看，长期以来中国居民家庭资产中房地产占比较高，2019年多种估算口径显示在城镇居民资产占比在55-65%区间，明显高于美国、德国和日本等经济体，金融资产中的高风险资产（如股票、偏股型基金等）的占比明显较低。从历史纵向对比，我们估算房地产在居民投资性资产中的占比已从66%明显下降至46%，而金融资产占比提升至54%，其中现金与存款类资产增幅最大。近两年中国居民面临明显的资产荒，三年期定期存款利率、十年期国债收益率低于2%，理财收益率接近1%，在居民资产中占比最高的房地产有较强的跌价预期。当前居民储蓄对于中高回报资产有较强的配置需求，而A股的股息回报率当前相对其他资产有一定吸引力。我们认为，居民储蓄增加对权益市场的配置可能成为结构性趋势，有望与慢牛赚钱效应相互强化。

全球新秩序促进全球资金再布局，人民币资产受益并重估。我们在11月发布的《[中美经贸关系新阶段意味着什么？](#)》认为中美关系新阶段将强化国际货币秩序重构，推动美元单极的货币体系转向碎片化、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）。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2025年中国大陆持有美股规模下滑约500亿美元，反映部分资金回流国内，“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。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低配中国，“多元化”趋势暂时不明显。但是在新秩序的逻辑下，中美尾部风险在下降，中国制造韧性和创新潜力得到创新认识，我们认为“多元化”趋势仍在路上，全球长线资金增配中国资产仍然空间广阔。

四、慢牛行稳致远仍需打破的堵点

尽管当前A股具备牛市的逻辑和基础，而且历史上导致市场大起大落的因素明显改善，但也仍存在部分慢牛堵点有待打破。我们认为以下基本面、制度面和资金面相关政策进一步完善，夯实慢牛根基。

基本面：推进全国统一大市场建设，产业政策进一步多元化。我们认为宏观层面的产能周期波动，核心是地方区域之间竞争导致行业过度投资，最终加总供给远超市场需求。如果在基础制度、政府行为尺度等方面统一的全国大市场下，将有助于规范地方政府招商引资，破除地方保护和市场分割，并推动落后产能有序退出。此外，在产业政策方面要更注重多元化，发展更多种类的新质生产力，不只发展“新三样”，要发展更多的“新一百样”，避免资源流向过度集中导致供需失衡，合理把控政府补贴力度。

制度面：坚定落实新“国九条”，丰富金融对冲工具。我们认为过去一年多，资本市场围绕新“国九条”的改革取得显著成效，尤其是严把融资关，强化分红监管，推动证券基金机构高质量发展和推动中长期资金入市等方面。未来仍需加强落实新“国九条”精神，尤其是加大退市监管力度可促进市场新陈代谢，并打击制造市场波动的操纵市场和内幕交易行为。**此外还需要丰富金融市场对冲工具。**单边市场在出现价格偏离时缺乏修正机制，可能造成市场波动大、市场有效性偏低。建议完善风险对冲工具，有序创新、开放金融衍生品品类及额度，这有助于市场信息和观点的充分表达，优化价格发现机制。例如，可以考虑在当前基础上进一步丰富股指期货期权，对标系列指数产品框架，形成对不同市值层次、不同风险收益特征板块的充分风险管理覆盖。此外，还可考虑试点探索行业主题或龙头公司的期权衍生品，允许投资者进行风险对冲，抑制非理性炒作加剧市场波动。

资金面：在推动国内长期资金入市同时，深化对外开放和吸引国际长线资本。国内中长期资金入市已取得一定进展，在此基础上，可深化对外开放，吸引海外的养老金、保险资金、主权资金等中长期资金。首先，进一步放宽境外投资者投资准入限制，例如提高资格审批效率、对符合一定条件的机构简化审

核流程、循序渐进适度提高境外投资者持股比例上限等。其次，扩大外资可投资范围。例如，扩大互联互通投资范围，尤其是中国具备相对优势、外资关注度较高的新兴产业，对外资开放一定的期货期权品种交易。第三，优化信息交流和披露。海外与国内存在一定的信息不对称，可推动信息披露标准的国际化，通过主动提升信息披露的质量，降低境外投资者的信息解读成本和误判风险。

总结而言，A股历史上难以形成慢牛，是基本面、制度面、资金面多重因素交织的结果。但随着宏观范式转变与资本市场制度改革推进，A股底层环境已从量变引发质变：国际货币秩序重构带来“新秩序”，全球资金再配置为A股注入外部动力；经济转型与新质生产力崛起形成“新动能”，盈利稳定性与可持续性显著提升；投融资改革、“稳市”机制与中长期资金入市构建“新生态”，市场韧性与吸引力持续增强。在此背景下，A股“这次可能不一样”，比以往更具备形成“有底无顶”慢牛的条件，这一慢牛对金融强国建设、消费提振、产业升级具有深远意义。而慢牛的最终实现，仍依赖我国坚定不移推进经济转型、深化资本市场制度改革，持续提升市场中长期吸引力，让“有底无顶”的慢牛真正成为中国经济高质量发展的重要支撑。

以上观点来自：2026年1月18日中金公司研究部已发布的《“有底无顶”的慢牛如何形成？——新秩序，新动能，新生态》

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

黄凯松 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

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

张歆瑜 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124070034

专题聚焦

美日国债风暴，YCC箭在弦上

开年以来，地缘风险和财政纪律问题加剧市场波动。近期日本政府计划推出减税政策，引发市场对日债可持续性的担忧，1月20日新发行的40年期日债利率日内陡升超过25bps（6-sigma shock），升破4%的历史新高²⁵。此外，当地时间1月17日，特朗普宣布对阻止美国获得格陵兰的8个欧洲国家自2月1日起征收10%的惩罚性关税²⁶，引发欧洲市场可能抛售美债的担忧，10年期美债利率当日走高5.1bps上破阻力位4.2%。1月20日，丹麦养老金Akademiker Pension宣布出于地缘风险、财政纪律和弱美元的担忧停止购买美债²⁷，美国市场股债汇“三杀”，10年期利率一度突破4.3%。

与去年类似（《[美债、日债，与全球流动性趋紧](#)》），美日国债风暴再起，反映的是全球地缘紧张、财政主导引发的流动性波动。我们再次提示，由于美债市场波动具备引发海外市场系统性风险的可能（参见《[新宏观范式下的金融裂缝](#)》），而在财政主导的框架性限制下，控制赤字在政治上基本不可行，因此通过YCC等金融抑制政策压制长端利率甚至整条利率曲线或将成为可能。往前看，我们认为债务货币化和YCC将带来美元流动性趋势性充盈，弱美元和全球牛市有望继续，更利好金银铜等有色金属和EM市场、尤其仍被全球资金显著低配的中国股市（详见《[2026全球市场展望：泡沫加速](#)》）。全球流动性趋松，叠加海外资金趋势性结汇，或将共振推升人民币对美元汇率，中国股市有望保持长牛（详见《[股市长牛之中国道路：向新而生](#)》）。

美日国债风暴加速倒逼YCC

地缘风险和财政纪律问题是去年以来美日国债多次同步大规模抛售的重要原因。供给侧，财政纪律废弛导致债务加速大量发行。去年“大而美法案”超预期快速通过，市场预估10年增加近5万亿美元赤字²⁸，而本周高市政府提出

²⁵ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB1998P0Z10C26A1000000/>

²⁶ <https://www.euronews.com/my-europe/2026/01/17/trump-to-hit-eight-european-countries-with-10-import-tax-over-greenland-dispute>

²⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-20/danish-pension-fund-akademikerpension-to-exit-us-treasuries?sref=7fwvJMZN>

²⁸ <https://www.crfb.org/blogs/comparing-senate-and-house-obbbas>

的消费税削减计划可能每年增加5万亿日元的赤字²⁹，我们估计约占2025年日本GDP的0.78%。当前，美、日财政融资难、融资贵问题已较为明显，随着疫情后利率中枢系统性抬升（详见《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》），两国债务融资压力均接近90年代以来高位，且由于财政支出的“功能性”增加，财政扩张易、紧缩难（参见《[渐入财政主导，布局全球水牛](#)》）。

需求侧，地缘风险加剧跨国资金波动，导致海外需求不足且不稳。海外资金持有了34%的可交易美债，其交易行为很大程度上影响了长债利率的走势。去年4月对等关税引发的地缘风险造成海外资金大幅外流，特别是，一些美国的传统伙伴国家如加拿大、法国在地缘问题影响下倾向于减持美债。而此次被特朗普威胁施加关税的8个国家正是欧元区持有美债的主力，其持仓占海外投资者的18.6%，占可交易美债总规模的6.3%³⁰，具备扰动市场的能力。日债需求的问题也较为严峻，自日本央行2024年完全退出YCC以来，海外投资者趋势性减持日债，新增供给主要由本土金融机构接盘，而由于利率持续走高带来账面价值亏损，本土金融机构的持债热情似乎偏低，叠加利率中枢上移带来资产负债表久期下降进而抑制资产端对长久期资产的“胃口”，日债投资占比反而在下滑。

国债供需失衡加剧，或将放大市场系统性风险。当前，日元套息交易规模和对冲基金基差交易（basis trade）规模均处在历史高位，日债利率走高透支前者的投资回报，引发海外资金从美国资产撤离。由此带来的高波动则可能引发对冲基金的基差交易资金去杠杆，导致跨资产抛售来满足追加保证金（margin call）需求（参见《[美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金](#)》）。而正如我们一直强调的，美债是当前美元流动性体系的核心抵押品，其波动对全球金融市场有着系统性影响。我们预计，在美国趋势性大财政下，美债供需失衡带来的金融风险压力或迫使美联储或其它金融机构加大购债规模、并拓展购债范围，直接干预长端利率甚至整条利率曲线，实质上开启YCC（参见《[美国“金融抑制”，海外泡沫加速](#)》）。同时我们提示，如果高市政府坚持宽松财政，导致日债利率趋势性走高，日本重回YCC也将变为可能。当一国逼近财政极限，保汇

²⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-20/takaichi-s-tax-cut-plan-stokes-fiscal-fears-with-unclear-funding?sref=7fwvJMZN&embedded-checkout=true>

³⁰ 2025年11月数据

率vs保债市，往往只能二选一。

落到市场，正如我们在《[2026全球市场展望：泡沫加速](#)》中所述，虽然短期内债市风险可能加大波动，但适度的风险发酵反而可能加速倒逼政策宽松，进而引发的美元流动性宽松，这将是支撑今年全球资产的关键。我们预计，美元将保持偏弱的大趋势，更利好新兴市场股市和金银铜。

海外“泡沫加速”，利好中国资产

全球流动性宽松利空美元，内外因素共振推升人民币。随着美国实质性开启YCC，全球流动性有望趋松，美元仍处于贬值周期、叠加待结汇资金趋势回流和全球资金再平衡，有望支撑人民币兑美元汇率。我们从包含经常账户和金融账户的全口径、以及仅包含出口商的窄口径两个口径测算，2020年以来，出口商待结汇资金累计高达20000亿美元，处于历史较高水平。12月人民币净结汇近1000亿美元创历史新高，带动人民币和A股走强。

弱美元周期利好中国股市。一方面，美国财政主导、货币政策配合下，在财政和货币纪律双重考验下，美元资产的安全性下降，A港股与美股较低的相关性形成一定的对冲，全球资金再平衡对A港股形成支撑。另一方面，弱美元周期带动全球经济共振修复，将对包括A/港股在内的新兴市场权益盈利、估值和流动性均带来提振。从历史经验看，如果从经济基本面（制造业PMI）和汇率两个角度考察对中国大类资产的影响，基本面改善和汇率升值均利好风险资产表现，而当两者分化时，汇率升值对风险资产的提振占主导作用，港股对汇率弹性更大。复盘2015年“811”汇改以来人民币的9轮升值周期和8轮贬值周期，沪深300和恒生指数在升值周期中平均收益为12.4%和16.9%，胜率约为89%和78%；在贬值周期平均收益分别为-8%和-12.6%，胜率仅为25%和12.5%。债券则在升贬值周期中整体均保持正收益，但升值周期表现明显弱于贬值周期。

以上观点来自：2026年1月21日中金公司研究部已发布的《美日国债风暴，YCC箭在弦上》

张峻栋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525110003 SFC CE Ref: BUD164

于文博 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523120009

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

- 2026.1.18 中国宏观周报：结汇处于季节性高点
- 2026.1.19 中国宏观专题报告：宏观视角下的存款搬家与股市定价 | 存款到期的股债汇影响（一）
- 2026.1.19 海外宏观专题报告：选举的另一面：行政干预、资本让利与政策风险
- 2026.1.19 中国宏观热点速评：分化中收官——12月经济数据点评
- 2026.1.21 宏观探市：美日国债风暴，YCC箭在弦上
- 2026.1.22 中国宏观专题报告：图说中国：2026年一季度

策略及大宗商品

- 2026.1.18 主题策略：“有底无顶”的慢牛如何形成——新秩序，新动能，新生态
- 2026.1.18 港股策略：港股通与恒指调整预览（2026-2）
- 2026.1.18 “稳市”机制研究系列（2）：两融制度调整强化“稳市”能效
- 2026.1.18 聚焦：贵金属：白银关税暂缓，市场情绪降温
- 2026.1.18 大宗商品：图说大宗：关键矿产关税暂缓，贵金属市场情绪或降温
- 2026.1.19 大宗商品：数据观察：12月数据点评：原油进口维持韧性，金属加工步入淡季
- 2026.1.20 海外策略：中美AI投资的“差异”
- 2026.1.23 公募四季报回顾：加仓有色/通信，减仓电子/医药

固定收益

- 2026.1.18 中国利率策略周报：出口退税取消等出口政策如何影响出口，以及对经济和利率的影响？
- 2026.1.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2026.1.19 简评：经济表现偏弱，货币政策放松空间增加，债牛或回归——2025年12月经济数据分析
- 2026.1.19 信用债收益率跟踪周报：中短端信用利差小幅收窄
- 2026.1.20 专题研究：“紧平衡”降息&人民币升值：继续挖掘利差——2026年境外债市场展望
- 2026.1.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2026.1.22 简评：龙建股份转债投资价值分析
- 2026.1.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2026.1.22 资产证券化分析周报：ABS的流动性变好了吗？
- 2026.1.22 简评：固收+继续扩张下，如何理解转债基金的缩量？——公募债基25Q4季报点评

- 2026.1.23 专题研究：债券净增规模明显回落，机构行为分化——2025年12中债登、上清所债券托管数据点评
- 2026.1.23 简评：艾为转债上市定价分析
- 2026.1.24 专题研究：大类资产走势延续2025年趋势还是开始变化？——中金债券市场调查2026年1月期
- 2026.1.24 专题研究：固收+基金如何应对大资管分工趋势？——固收+基金2025年复盘及2026年展望

行业

- 2026.1.18 传媒互联网：数据月报：12月板块回调，关注细分行业趋势性机会
- 2026.1.18 化工：草铵膦价格上调，CES发布可量产固态电池
- 2026.1.18 农业：农业周报：2025年宠食线上销售增长20%，头部品牌超额成长
- 2026.1.18 传媒互联网：互联网周思考：监管促进行业健康发展；电商表现疲软
- 2026.1.18 电力电气设备：绿电直连催化储能及绿色氢氨醇行业
- 2026.1.18 交通运输物流：顺丰极兔互相持股：优势互补，加码国际化
- 2026.1.18 REITs：资金逢回调积极配置，关注业绩披露与解禁影响——公募REITs周报（1.12-1.16）
- 2026.1.19 软件及服务：3Q25美股SaaS公司业绩回顾：AI情绪持续筑底，但Agent相关落地有所加速
- 2026.1.19 航空航天科技：重视板块配置机会，聚焦重点环节核心资产
- 2026.1.19 公用事业：电力环保周报：2025年全社会用电量同比+5%；电网投资提速助力消纳改善
- 2026.1.19 房地产：2025年住房销量略降，投资端“控增量”
- 2026.1.19 可选消费：12月社零同增0.9%，关注消费支持政策成效
- 2026.1.19 煤炭：12月点评：产量下滑，进口反弹
- 2026.1.19 机械：核聚变之光04：聚焦2026核聚变能科技与产业大会
- 2026.1.19 可选消费：数说消费1月刊：消费信心回暖，关注春节旺季催化
- 2026.1.19 金融：业绩略低于市场预期，FY26指引相对积极
- 2026.1.19 不动产与空间服务：周评#474：上周一二手房销售环比基本走平
- 2026.1.20 基础材料：供需延续弱势，“反内卷”政策预期升温
- 2026.1.20 主题研究：光伏周谈 | 成本上升及出口退税促产业链涨价，业绩预亏逐步释放（26年第3周）
- 2026.1.20 建筑与工程：12月固投：增速仍在下降轨道，看好1Q26实物工作量的转化节奏
- 2026.1.20 博彩及奢侈品：博彩2026年展望：关注卫星娱乐场关闭后市场份额的变化
- 2026.1.20 房地产：房地产政策端和供给侧初现积极变化
- 2026.1.21 医疗健康：手术机器人价格立项落地，渗透率有望提升
- 2026.1.21 传媒互联网：12月电商月报：受国补下家电品类高基数影响，线上实物零售增速进一步放缓

- 2026.1.21 软件及服务：AI智道（11）：通用Agent持续迭代，大模型应用的“必争之地”
- 2026.1.21 公用事业：公用事业2026年展望：宽松降价周期淘沙见金；高息筑底、优选区域个股
- 2026.1.22 传媒互联网：OTA和网约车月报：12月酒店继续回暖，出境日本表现疲软
- 2026.1.22 交通运输物流：透过交运看海南自贸港：封关首月客流表现平稳；旅游消费快速转暖
- 2026.1.22 传媒互联网：基金4Q25传媒持仓分析：转为低配，个股配置偏好分化
- 2026.1.23 旅游酒店及餐饮：餐饮：饮品韧性凸显，部分正餐边际改善
- 2026.1.23 REITs：REITs春季行情再现，风险与机遇并存
- 2026.1.24 日常消费：零食量贩3.0时代：从“规模竞速”到“质效深耕”
- 2026.1.24 传媒互联网：互联网周思考：AI技术持续突破，国内外商业化同步加码
- 2026.1.24 食品饮料：基金4Q25食品饮料持仓分析：白酒重仓占比环比下降，大众品类呈现分化



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