

研报精选

2025年10月19日 第242期

宏观专栏

核心CPI改善持续性待观察——2025年9月物价数据点评

报告认为，9月CPI同比降幅的收窄主要由核心通胀支撑，而过去一年核心CPI持续改善主要受以旧换新和金价提振，更能代表需求的服务价格恢复较为温和。而随着补贴可能退坡和乘数下降，未来核心CPI回升的持续性仍有待观察。

浅析出口结构变化

报告认为，今年4月以来，中国对美国出口下降，而对非美地区出口则整体上升，关税背景下的出口前置效应对出口结构有一定影响。企业出海趋势或支撑中国对非美地区出口以及其他地区对美出口。

专题聚焦

去美元化下的香港镜像——从Hibor看国际货币体系重构

报告认为，往前看，“去美元化”趋势下，Hibor的波动特征可能较以往更具独立性，成为国际货币体系由“单一美元核心”向“多极化网络”过渡中的一个局部缩影。

“十五五”投资蓝图初探

“十五五”规划逐渐进入关键窗口期。报告认为，“十五五”为2035年远景目标实现的关键发力期，从资本市场角度，因地制宜发展新质生产力、扩内需、促消费、惠民生等方向值得重点关注。

宏观专栏

核心CPI改善持续性待观察——2025年9月物价数据点评

9月CPI同比由上月的-0.4%收窄至-0.3%，符合我们的预期，食品略走弱、能源稍改善，CPI同比降幅的收窄主要由核心通胀支撑，而过去一年核心CPI持续改善主要受以旧换新和金价提振，更能代表需求的服务价格恢复较为温和。而随着补贴可能退坡和乘数下降，未来核心CPI回升的持续性存疑。PPI方面，翘尾因素支撑9月PPI同比降幅收窄0.6ppt至-2.3%，“反内卷”之下环比继续止跌，新涨价因素持平。但本轮“反内卷”与2016年去产能背景不同，本轮控量对工业增加值和固定资产投资的拖累或更大、提价效果更弱。向前看，推动实现物价合理回升，仍需财政加杠杆支持私人部门降杠杆、扩内需、增强内生动能。

1. 核心通胀改善支撑CPI同比降幅收窄

9月CPI同比小幅回升至-0.3%（8月为-0.4%），主要是核心通胀的贡献。食品价格同比略走弱，边际贡献-0.03ppt，能源价格同比降幅稍有收窄，边际贡献+0.02ppt；而核心CPI同比延续过去12个月的上升趋势，进一步走强至1.0%，边际提振总体CPI同比0.07ppt。

► 食品CPI同比在高基数、弱新增下小幅放缓（9月-4.4% vs. 8月-4.3%）。尽管鲜菜价格在高基数消退（去年8月台风强降雨）同比跌幅收窄，但鲜果价格弱于季节性，同比跌幅有所扩大，同时，生猪去产能短期带来二育及能繁出栏增供，猪肉价格旺季不旺，同比跌幅进一步走阔至-17.0%。

► 能源价格受基数影响同比略有改善。OPEC+增产周期开启、压制国际油价，但基数回落提振油价同比，带动CPI能源价格同比降幅收窄。

► 核心CPI同比进一步上行至1.0%（8月为0.9%），边际上升约0.1ppt主要由以旧换新品类¹和金铂贡献（分别贡献0.06ppt和0.08ppt）。而受暑期结束和中

¹ 采用CPI家用电器、交通工具和通信工具三个分项指数合成

秋错位影响，服务CPI同比与上月持平于0.6%。

2. 以旧换新和金价支撑的核心通胀改善或有待观察

去年9月以来，核心CPI同比已经回升了0.9ppt，分解来看，以旧换新品类和金、铂饰品价格上涨是主要拉抬（分别贡献了0.6、0.2ppt），而服务与其他商品仅贡献了0.1ppt。

► 以旧换新品类CPI和PPI剪刀差拉大，表明除了消费者，耐用品生产及零售商在补贴中同样受益。以旧换新品类的CPI分项同比从去年10月的-3.9%回升至今年9月的1.7%，而生产端以旧换新品类PPI同比²持续过去1年在-2.5%左右徘徊，PPI生活资料中耐用品分项同比从去年9月的-1.9%走扩至今年9月的-3.9%。剪刀差走扩表明政府补贴之下耐用品厂商以价换量、价格战促销售的压力减小。

► 在地缘摩擦加剧、国际贸易和政策不确定性仍强的背景下，国际金价同比从去年9月的34%上升到今年9月的42%，提振CPI金饰品和铂饰品价格同比走高（9月为42.1%和33.6%），对核心CPI亦有拉抬。

► 而更能代表需求的服务价格同比恢复相对温和（从去年9月的0.2%小幅上升到0.6%），再考虑到CPI房租的代表性和医改等非需求因素的影响，实际需求复苏或较服务价格显示的更为和缓。受统计口径及方法的影响，CPI房租相较于二手房市场租金降幅更为温和。同时，医疗服务CPI同比从3月的0.4%快速回升至9月的1.9%，DRG和DIP等医保改革推进，控制医保对住院费支付限额，可能使得门诊费用有所增加。这两个因素或使得CPI服务回升高估了实际需求的恢复。

而往前看，随着以旧换新乘数下降和补贴可能退坡，以及去年四季度补贴开启抬升基数，换新品类对核心CPI的继续提振持续性存疑。同时，近年来金价的快速上行已经使得金价对核心CPI同比的拉抬边际减弱。核心CPI同比明年能否持续上涨值得观察。

² 采用PPI汽车制造、计算机通信电子设备制造、电气机械及器材制造三个分项指数合成

3. 本轮去产能，或非彼时

9月PPI同比改善主要受翘尾因素支撑，新涨价因素持平。9月翘尾因素的拖累从8月的-0.7%收窄至-0.1%，推动PPI同比跌幅较上月收窄0.6ppt至-2.3%（8月-2.9%）。受“反内卷”政策影响，PPI环比连续第二个月止跌，新涨价因素与8月持平。分项看，受去产能、控产量影响，黑色金属采选与冶炼、煤炭采选与加工、有色采选与冶炼、光伏设备与元器件、造纸业PPI环比涨幅居前，达0.2-2.6%；而受国际定价影响的石油天然气开采及加工业PPI环比下跌；同时，PPI环比改善目前主要体现在生产资料上，尤其是采掘与原材料加工业，而在需求偏弱下，PPI生活资料环比继续走弱至-0.2%。

本轮“反内卷”与2016年去产能背景不同，提价效果或亦不同。2016年的供给侧改革发生在金融周期高点附近，去产能、降杠杆、补短板目的是促进结构转型、抑制房地产泡沫、防范金融风险，且当时内需改善，去产能带来的结果是胀大于滞，PPI价格大幅上行、但工业增加值较稳、固定资产投资微降。而当前在金融周期下行调整的深水区，在内需不足的情况下，7月以来去产能控产量的同时，PPI环比小幅好转，但工业增加值和固定资产投资较上次回落更快，而这反过来可能会加重需求不足和提振物价效果。而随着基数效应改善最快的时候过去（去年8-9月环比-0.7%，四季度环比-0.1%），我们预计四季度PPI同比或持稳在-2.3%附近。

以上观点来自：2025年10月16日中金公司研究部已发布的《核心CPI改善持续性待观察——2025年9月物价数据点评》

黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

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

宏观专栏

浅析出口结构变化

2025年4月以来，中国对美国出口下降，而对非美地区出口则整体上升。2025年4-8月中国对美国出口同比-25.4%，而前三个月同比累计上升5.0%，对欧盟、东盟、日本、拉美、非洲出口同比分别为9.5%、18.3%、6.0%、4.0%、32.2%（1-3月分别为4.1%、7.8%、2.8%、9.7%、10.8%）。2025年4-7月美国从中国进口同比-35.6%，而前三个月同比累计上升5.2%，从欧盟、东盟、日本、墨西哥、非洲进口同比分别为-1.3%、30.7%、0.0%、4.3%、6.5%（1-3月分别为36.0%、27.6%、2.4%、9.7%、44.2%）。其中，中国对东盟出口以及美国从东盟进口皆上升。从对同比增速的拉动来看，2025年4-8月中国对美国、东盟的出口分别拉动其整体出口-3.8、3.0个百分点（1-3月为0.7、1.3个百分点），2025年4-7月美国从中国、东盟进口分别拉动其整体进口-4.6、3.3个百分点（1-3月为0.7、2.8个百分点）。我们认为，转口效应并非上述出口结构变化的主因。

关税背景下的出口前置效应对出口结构有一定影响。从4月5日至8月6日，美国对东盟等地区加征了10%的关税税率，而8月7日起，美国对东盟等地区的关税税率普遍上调。因此，4-7月美国从东盟进口维持了较高增速更多体现了关税背景下的出口前置效应，而进入8月后，东盟各国对美国出口增速普遍呈现回落态势。例如，8月马来西亚、印尼、泰国、菲律宾、越南、新加坡对美国出口同比分别为-13.0%、3.0%、12.8%、-11.2%、18.3%、-5.8%（7月分别为14.6%、38.9%、31.4%、9.8%、26.0%、-3.5%）。而中国8月对东盟出口同比22.5%，较7月的16.6%有所上升，与8月东盟对美国出口边际回落呈现反向变化，并不能简单用转口效应来解释。

分品类看，中国对美国出口和对东盟出口相关性不高。2025年1-3月中国对美国HS2位产品出口同比增速与对东盟HS2位产品出口同比增速的相关性为0.05，而2025年4-8月的相关性上升至0.16，两者同向变化趋势反而有所上升，并不能完全用简单转口效应来解释。而两者2025年4-8月相较于1-3月的增速差异之间的相关性仅为0.01，可见中国对美国和对东盟出口的品类相关性不高。

全球价值链（GVC）分解结果也显示中国对美国间接敞口上升幅度或并不能完全对冲对美国出口下降。GVC分解结果显示，2018年，其他地区对美国出口中来自中国金额为832亿美元，占中国总出口比重为3.8%，较2017年上升0.5个百分点。2024年这个比重为4.2%，边际上升幅度相较于4-8月对美国出口对中国整体出口的下拉幅度（3.8个百分点）也比较有限。

企业出海趋势或支撑中国对非美地区出口以及其他地区对美出口。海外跨国公司加大对东南亚等地的产能布局，中国企业也加速出海，不但能带动中国对东盟等地区出口，尤其能够带动中国资本品和中间品出口，而且能带动东盟等地区对美国出口。从数据来看，2024年对外投资带动出口2110亿美元，同比增长13%，占同期中国货物出口总值的5.9%。



以上观点来自：2025年10月13日中金公司研究部已发布的《浅析出口结构变化》

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

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

专题聚焦

去美元化下的香港镜像——从Hibor看国际货币体系重构³

Hibor⁴（Hong Kong Interbank Offered Rate，香港银行同业拆息）是每日香港20家大型银行隔夜拆借利率报价的平均利率，反映银行间市场流动性。5月初Hibor从与美元基本持平的4%以上骤降至0附近，此后低位徘徊三个月之久，直到8月中旬才连续抬升。基于香港联系汇率制度和利率平价理论，Hibor和美元利率之间的利差本应无法长期持续。但为何5-7月Hibor能够脱离仍在高位的美元利率三个多月维持低位？我们认为，“去美元”趋势下美元资产的吸引力被削弱，导致美元与港币间的套息和套利交易规模不足以快速推升Hibor。5-7月Hibor长达三个多月维持低位，与我们此前提到的黄金大涨（《[黄金定价的国际货币体系视角](#)》）、资金流入中国（《[货币秩序重构下的资产变局](#)》）、美元不升反贬（《[不同寻常的美元周期](#)》）等异象一致，都是当前国际货币体系重构的折射（《[美元霸权的“使用”与“动摇”](#)》、《[对等关税后中美经济与市场比较——从美元“不升反贬”看宏观范式转换](#)》等）。往前看，“去美元化”趋势下，Hibor的波动特征可能较以往更具独立性，成为国际货币体系由“单一美元核心”向“多极化网络”过渡中的一个局部缩影。

一、Hibor的运行机制：金管局维持联系汇率的市场结果，美元利率具有“锚”的作用

香港作为小型开放经济体，经济与金融环境受外部因素影响较大，汇率波动带来的代价甚至会高于本地经济波动带来的代价。因此“不可能三角”的理论框架下，香港金管局选择实行联系汇率制度以维持汇率稳定，放弃货币政策的独立性，Hibor波动是金管局维持联系汇率的市场结果。

香港金管局为维持汇率稳定实行联系汇率制。当港币触及7.75强方兑换保证时，金管局会通过外汇买卖交易被动“投放”港币以承接银行需求，扩张货

³ 实习生徐诗语对本文亦有贡献

⁴ Hibor通常指代港币Hibor，CNH Hibor是离岸人民币（CNH）在香港市场的同业拆借利率，反映香港离岸市场的人民币资金成本，本文中的Hibor均指代港币Hibor

币基础，体现为金管局账户总结余的增加，使银行间港币流动性趋向宽松，拉低Hibor利率，以缓解港币升值压力；反之，当港币触及7.85弱方保证时，则会反向操作。金管局将商业银行对中央银行的资产称之为总结余（Aggregate Balance）而非准备金（Reserves），是为强调联系汇率制度中性、自动和市场决定的本质，避免和准备金政策相关联。

香港金管局放弃货币政策的独立性，香港的政策利率（基准利率）参照美联储利率同步调整。基准利率是香港金融管理局向银行提供流动性的利率上限，金管局担任最终贷款人的角色，利率下限理论上为0%。金管局发行的外汇基金票据（EFBs）也是调节利率的可能工具，资金强劲流入导致利率过低时，银行可以通过贴现窗回购票据以管理流动性需求，但这一工具使用较少。

这一机制下，Hibor作为每日香港20家大型银行隔夜拆借利率报价的平均利率，其波动是金管局维持联系汇率制的市场结果，但由于香港的政策利率（基准利率）参照美联储利率同步调整，美元利率对于Hibor具有“锚”的作用，Hibor变化通常与美元利率方向一致。

二、Hibor意外长期维持低位：“去美元”趋势下套息和套利交易规模不足以快速推升Hibor

5月至今，Hibor经历了骤降、低迷、陡升三个阶段：隔夜Hibor从5月初的4.5%降至0附近，在2000年有数据以来的历史新低徘徊3个月之久，直到8月中旬起才开始抬升，当前位于3.5%以上。Hibor 5月初的骤降和8月中旬起的抬升是联系汇率制度下金管局总结余变动和套息交易放大波动的结果，在意料之外但在情理之中。相比之下，5-7月Hibor脱离美元利率长达三个多月维持低位更值得关注。我们认为，“去美元”趋势下美元资产的吸引力被削弱，导致美元与港币间的套息和套利交易规模不足以快速推升Hibor。

5月初港币升值至强方保证，金管局基于联系汇率制度大量“投放”流动性，导致Hibor骤降。年初以来香港资本市场活跃带动港元需求增加。4月初美国对等关税超预期引发全球金融市场震荡，美元贬值导致2022年以来积累的长仓美元外汇交易大量平仓。香港此前“多美元、空港币”的套息交易同样逆转，

进一步促使港币升值。为应对市场增配港元资产和套息交易平仓的港币需求，也为应对5月包括宁德时代和恒瑞医药在内的大型新股筹资⁵，银行需要大量港币供给，香港金管局被动承接，累计买入价值1294亿港元的美元。流动性宽裕环境下，5月以来港币Hibor隔夜、1月和3月利率快速下行，与美元同期限利率利差创2000年以来新高，港美隔夜利率利差达到4.3ppt，1月和3月利率利差分别为3.7ppt和2.6ppt。

Hibor骤降，港币快速贬值至弱方，理论上利率应该逐步抬升：1) 港币触发弱方保证会自动触发金管局的干预机制，迫使其回收流动性，从而使得港币利率回升。历史经验看，Hibor和美国的利差一般会在1至3个月内弥合。2) 根据利率平价理论 (Interest Rate Parity, IRP)，港币与美元之间的显著利差会引发套利和套息交易，推动汇率或利率调整，使得通过外汇远期合约或套息交易获得的无风险套利机会被消除，因此Hibor和美国的利差无法长期持续。利率平价理论根据是否考虑汇率风险对冲，可分为有抛补利率平价 (Covered Interest Rate Parity, CIP) 和无抛补利率平价 (Uncovered Interest Rate Parity, UIP)。前者假设投资者通过远期外汇合约锁定未来汇率，从而使两国利率差等于远期汇率与即期汇率之间的差额，属于套利交易；后者则假设投资者不进行汇率风险对冲，预期汇率变动将抵消两国利率差，属于套息交易。

$$CIP: i_{HK} - i_{US} = \rho(\text{远期汇率升贴水率})$$

$$UIP: i_{HK} - i_{US} = E[\Delta s](\text{预期汇率变动}) + \text{Risk premium}$$

美元兑港币远期汇率升贴水率与港美利差高度相关，且具有较强解释力度，也显示有抛补利率平价理论具有一定适用性。但5月以来Hibor回升速度和港美利差收敛较慢，港币利率持续三个月大幅低于美元利率。

如何解释这一异常现象？一方面，5月初金管局大幅投放流动性后总结余处于较高区间，导致Hibor对总结余变化的弹性较低。尽管6月以来因港币汇率

⁵ 香港采用保证金融资认购机制，IPO申购新股（“打新”）需要预先支付全部申购款（如使用自有资金）或部分保证金（如使用银行/券商融资），这部分资金将会被冻结，待申购截止和中签结果公布后，未中签部分的资金才会被解冻退还，因此有相当规模的资金在申购日至退款日之间（通常约一周时间）无法动用，产生资金机会成本。

触发弱方保证、金管局开始回收流动性，但存量宽裕且进度偏慢，仍使得短端Hibor被锚定在偏低水平，与美元基准之间维持大幅负差。但更为重要的是，“去美元”趋势下美元资产的吸引力被削弱，导致美元与港币间的套息和套利交易规模不足以快速推升Hibor。

一方面，对于CIP理论，由于锁汇成本高于港美息差，投资者持有低息港币并通过锁汇反而能获得比直接持有美元资产的更高收益，是“去美元化”趋势的隐性推进。基于CIP理论，若市场完全有效，利差应等于远期汇率与即期汇率之差，投资者通过“锁汇”（掉期或远期合约）消除汇率风险，不应存在无风险套利空间。但全球金融危机后，CIP出现系统性偏离⁶。在《巴塞尔协议III》“去杠杆-再监管”环境下，美元作为国际融资和储备货币的需求增强，但是美国银行的跨境美元放贷受到资本充足率与流动性覆盖率的进一步限制。这种供需失衡导致美元融资成本长期偏高，体现为跨币种基差cross-currency basis维持负值。这一环境下，投资者持有低息货币资产（如日元、欧元、港元或人民币等），并通过外汇掉期（FX swap）锁定美元回报，反而可能获得高于直接持有美元资产的无风险收益。

因此，美元融资成本的上升削弱了美元资产的吸引力，投资者增加对低息非美货币资产的配置，并利用衍生品市场对冲汇率风险，这一过程绕开了美元体系，是“去美元化”趋势的隐性推进。5-7月香港市场的表现即是例证，5月初以来Hibor走低，港美利差扩大，但锁汇成本却高于港美息差，5-7月美元兑港元互换基差走低，投资者持有低息港币并通过锁汇反而能获得更高收益。EPFR统计5-7月香港本地货币市场基金流入规模远超历史平均水平，正体现了Hibor维持低位时港元资产吸引力的提升。CIP偏离不仅是传统理论下市场摩擦的结果，也隐含着国际货币体系内部的“去美元化”信号。

另一方面，对于UIP理论，“去美元化”趋势抬升了美元资产的风险溢价，削弱了传统UIP框架下的套利关系。理论上，UIP要求两国利差与汇率预期变化一致，高利率货币应当在未来贬值，从而消除无风险套利。实证文献对UIP

⁶ Du W, Tepper A, & Verdelhan A. Deviations from Covered Interest Rate Parity. The Journal of Finance, 2018, 73(3), 915–957.

的检验存在两种不同路径：一类使用事前预期（*ex-ante*）数据，通过调查数据（*survey data*）捕捉投资者对未来汇率的主观预期⁷；另一类使用事后实际（*ex-post*）汇率变动，即延续Fama的思路⁸。两种方法在结果上存在差异：基于调查数据的事前检验发现，在发达经济体之间，投资者的预期大体符合UIP，即高利率货币被普遍预期将贬值；但基于实际数据的事后检验却显示出系统性偏离，高利率货币往往升值而非贬值，从而带来持续的正向套息收益（*carry trade return*），这一现象被称为“UIP Puzzle”或“Fama Puzzle”。其内在原因在于，传统事后检验隐含了理性预期假设，忽视了风险溢价的存在；而事前检验表明，投资者因风险厌恶要求额外收益补偿，从而在事后表现为高利率货币的正回报。因此，UIP的事后偏离说明汇率变动中包含风险溢价成分，使得利差交易在发达经济体之间能够获得正预期收益。2008年金融危机和2020年新冠疫情时，在美联储降息但美元升值，市场普遍认为是“Dash for cash”现象，即投资者在危机中涌向高流动性资产，流动性溢价可以解释危机期间的汇率异常⁹。

因此，UIP偏离是由于便利性收益、风险厌恶等因素下产生的风险溢价，使汇率行为偏离传统理论预测。结合当前环境，特朗普政策的不确定性和反复性，提升了美元资产的波动风险，投资者对于美元资产风险补偿要求增加。美银美林7月全球与亚洲投资经理调查一度认为做空美元是最拥挤的交易，外资流入美股、美债放缓。同时，5月初亚洲外汇波动导致市场降低杠杆、提高风控，银行与对冲基金风险偏好下行，使得市场吸收冲击的能力不足。对于港美利差，虽然部分投资者进行套息交易，但规模不足以覆盖全部过剩的港币，使得Hibor回升的节奏偏慢且存在波动。

8月中旬后Hibor大幅抬升，金管局回收流动性是直接原因，套息交易平仓起到放大效果。前期金管局被动投放港币后，港元流动性非常宽裕，但市场对港币需求相对有限，包括上市公司派息、大型新股集资等需求也在逐步淡出。

⁷ Kalemli-Özcan S, Varela L. Five facts about the UIP premium[R]. National Bureau of Economic Research, 2021.

⁸ Fama E F. Forward and spot exchange rates. *Journal of Monetary Economics*, 1984, 14(3): 319–338.

⁹ Engel C, Wu S P Y. Liquidity and exchange rates: An empirical investigation[J]. *The Review of Economic Studies*, 2023, 90(5): 2395–2438.

6月底以来港币贬值触及弱方保证，金管局开始回收流动性。但是，从量到价的传导需要过程，“去美元”趋势则加剧了市场反应的“迟钝”性，进一步延缓了这一过程。因此直到8月中旬，金管局总结余回到5月初投放流动性以前的水平之后，Hibor利率才实现跃升，港币也从7.85升值到7.8以下，期间套息交易平仓逆转也发挥了放大效应。

三、Hibor波动是国际货币体系重构的局部缩影

香港联系汇率制将港币与美元挂钩，其成功依赖于三大基石：充足的外汇储备、资本的自由流动以及对锚定货币和制度本身的信心。香港放弃了货币政策的独立性，以换取港币的信誉、稳定性和全球流动性，从而成为国际贸易和资本流动的稳定节点。但这种制度的命运也因此与国际货币体系的发展密切相连：当美元主导的体系稳定时，它也能维持稳定；但当美元的核心货币地位动摇时，联系汇率制度则会承受外部压力，其稳定性也将面临考验。虽然美元在短期内的主导地位依然稳固，但“去美元化”已成为全球性的长期趋势，国际货币体系也正从过往的“单极”美元主导，逐渐向一个更多元的体系演变。如果美元的“锚”开始摇摆，那么挂钩于它的货币体系自然也会受到冲击。

因此，Hibor长达3个月意外维持低位，实际上是国际货币体系重构的局部缩影。随着美元资产安全性下降，国际货币秩序呈现出碎片化与多元化两大重构趋势：1）碎片化意味着全球化时代的跨境配置资金正逐渐“各回各家”，显示出更强的本土偏好（home bias）。2）多元化则体现在美元之外，投资者日益青睐人民币等替代资产，持有美元资产敞口较大的机构有动力降低对美元的依赖。这一背景下，传统的资产定价模式和相关规律正在失效。港元虽依旧锚定美元，但其市场利率对国际货币体系重构的敏感度也在提升。因此HIBOR此前意外长期维持低位，不仅是香港本地市场供需的结果，更是国际货币体系由“单一美元核心”向“多极化网络”过渡中的缩影。

以上观点来自：2025年10月13日中金公司研究部已发布的《去美元化下的香港镜像——从Hibor看国际货币体系重构》

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

专题聚焦

“十五五”投资蓝图初探

“十五五”规划逐渐进入关键窗口期，资本市场关注度提升

今年7月底召开的中央政治局会议指出¹⁰，“‘十五五’时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期”。从资本市场角度，作为国民经济与产业发展的指南针，五年规划通过政策预期传导与资源优化配置对资本市场整体与结构表现产生深刻影响。时间节奏来看，2025年10月即将召开的二十届四中全会有望审议“十五五”规划建议，结合历史经验，明年3月两会左右有望发布规划纲要。伴随着“十五五”规划逐渐进入关键政策窗口期，市场关注度明显提升。本篇报告初步探索从资本市场角度“十五五”期间可重点关注的方向和产业，结合历史上五年规划期间资本市场表现特征，尝试构建五年规划对资本市场尤其是A股影响的分析框架，供投资者参考。

“十五五”规划的历史定位

“十五五”规划期间为2035年远景目标实现的关键发力期。“十四五”时期提出中国2035年远景目标，基本实现社会主义现代化。这一目标达成将跨越“十四五”“十五五”“十六五”三个“五年规划”时段，“十五五”是承上启下的关键阶段¹¹。同时，“十五五”也是2029年完成二十届三中全会改革部署的关键阶段。二十届三中全会提出300多项重要改革举措，涵盖市场经济、人民民主、法治体系、对外开放、生态文明等全方位的改革。

从资本市场角度，“十五五”期间资本市场可关注的重要方向

近年来，我国加快推动经济结构战略性调整，转变发展方式、优化经济结构取得较多实质性进展。展望“十五五”，从资本市场角度，我们认为因地制宜发展新质生产力、扩内需、促消费、惠民生等方向值得重点关注，涉及重点产业可能包括数字科技（人工智能+、6G、量子科技）、空间经济（低空经济、

¹⁰ <https://news.cctv.com/2025/07/30/ARTIw6V3li8OqgPQmDDldfRv250730.shtml>

¹¹ https://www.ndrc.gov.cn/wsdwhfz/202503/t20250303_1396402_ext.html

商业航天、深海科技)、高端制造(具身智能、航空航天科技新质新域装备、固态电池)、内需消费(新消费、商品消费提质升级、服务消费扩容增量)、医疗健康(创新药、高端医疗器械)等。

回顾历次五年规划期间资本市场表现特征

五年规划对资本市场的重视程度逐步抬升。从市场表现方面,各五年规划期间A股指数涨多跌少、韧性逐步增强。2001年“十五”计划至今,市场合计共历经5个五年规划,各五年规划期间上证指数表现分别为-44.0%/+141.9%/+26.0%/-1.9%/+13.3%,年化波动率分别为21.5%/32.3%/23.5%/18.7%/15.8%。整体呈现涨多跌少、底部及指数中枢抬升、波动性下降的特征。“十四五”期间,A股表现稳中略升,韧性和抗风险能力明显增强,上证综指年化波动率15.8%,较“十三五”下降2.9个百分点。至“十四五”规划,A股市场总市值已突破100万亿元,股票规模位居世界第二,影响力及对我国实体经济的支持作用进一步提升。从市场表现影响因素分析,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。多数时段市场表现与上市公司盈利呈现正相关关系,如十五、十一五、十三五、十四五时期。个别阶段也有市场表现与企业盈利趋势存在差异情况,如“十二五”后半段。资本市场持续表现较好阶段一般伴随宏观经济或流动性改善、叠加关键产业景气趋势上行。从时间维度,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+下一规划憧憬)对市场表现有支撑效果。另外,五年规划发布往往也对市场存在短期事件驱动效应。统计显示2000年以来,历次五年规划《建议》前60天至当日,《规划》发布后60天内,市场表现偏积极,上证指数涨幅均值超6.0%,可能意味着《建议》对市场表现的影响存在“前置效应”(政策改革期待),规划《纲要》正式发布对市场的影响体现为“聚焦效应”(政策改革红利具化)。

行业方面,历次五年规划着重发展部署的领域多有较为出色表现。统计数据 displays 五年规划产业导向的迭代有助于驱动A股市场各阶段相关板块的轮动。

“十五”期间，内外部环境冲击下市场承压，政策受益的部分偏周期板块在市场表现不佳时段相对抗跌；“十一五”阶段，我国处于加速工业化之中、投资与出口拉动经济高速增长，消费升级、制造升级、全球资源升势等因素驱动消费、制造、周期商品板块表现突出；“十二五”期间，在战略新兴产业政策加码与科技产业趋势兴起背景下，科技成长结构行情演绎；“十三五”期间，在消费升级与产业升级部署进一步深化的背景下，消费、科技、高端制造、绿色发展等龙头公司有突出表现；“十四五”至今，硬科技与高端制造的重视程度进一步提升，科技与制造成长板块表现相对占优。“十四五”新上市企业中较多为科技创新企业或者科技含量比较高的企业。叠加科技板块亮眼表现，目前A股科技板块市值占比超过1/4，已高于银行、非银金融、房地产行业市值合计占比。

“十五五”期间市场展望

结合历次五年规划期间市场表现特征，我们初步尝试构建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。

“十五五”期间资本市场机遇期特征：1) 全球货币体系重塑过程中，中国资产重估可能仍在初期阶段。在经济、地缘、政治等因素的共同作用下，国际货币秩序正在加速重构。全球货币秩序重构促使全球资金流向呈现多元化、碎片化趋势。我们认为，如果政策应对得当，人民币国际地位有望明显提升，人民币资产重估仍在路上。2) **AI浪潮趋势**。伴随底层算法的不断突破，全球处在新一轮的AI浪潮当中。凭借我国大市场、全产业、算力与基础设施、人才储备、政策与战略支持等各方面的优势，中国有望在新一轮AI科技浪潮中充分获益。3) **中国制造优势**。规模优势方面，我国制造业增加值占全球比重近30%，连续多年保持世界第一。创新方面，近年来我国制造产业升级快速推进，在电动汽车、光伏、芯片、机器人、创新药等领域均取得了重大进展。上述趋势有

望在资本市场中形成中长期映射，带来相应投资机遇。

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。基于几个方面：1) 我国政府重视资本市场的发展，资本市场在“十五五”及2035年远景目标实现过程中有望发挥更为重要作用；2) 全球货币体系重塑过程中，中国资产重估可能仍在初期阶段；3) 当前A股具备基本面的支撑，结合我国大市场环境、大长全产业链、工程师红利、及政策红利，代表我国科技创新实力尤其新质生产力相关领域有望实现长足发展；4) 各项指标显示当前A股整体估值仍处于合理区间，并未高估。

我们认为“十五五”期间可重点关注数字科技、空间经济、高端制造、内需消费、生物科技等领域。其中，数字科技方面，我们认为“人工智能+”(AI+硬件，如AIDC产业链、端侧AI等；软件应用，如Agent、多模态和垂直行业落地等方向；产业链自主化，如国产半导体设备材料、基础软件等)、6G、量子科技(量子计算、量子通信、量子精密测量)或是重要方向。空间经济方面，我们认为低空经济(飞行器制造、空管基建、无人机物流、eVTOL载人等)、航空航天(卫星互联网等)、深海科技(水下特种装备、深海资源开发、海底数据中心产业链等)或是重要方向。高端制造方面，我们认为具身智能、航空航天科技新质新域装备、固态电池或是重要方向。内需消费方面，我们认为新消费(IP潮玩、黄金珠宝、户外运动、奶茶咖啡、宠物、美妆等)、商品消费提质升级(智慧科技消费)、服务消费扩容增量(文旅体育休闲)或是重要方向。生物科技方面，我们认为创新药、高端医疗器械、智慧医疗或是重要方向。

以上观点来自：2025年10月17日中金公司研究部已发布的《“十五五”投资蓝图初探》

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

卢凌熙 分析员 SAC 执业证书编号：S0080518070005 SFC CE Ref: BTL979

谢余胤 分析员 SAC 执业证书编号：S0080518070008 SFC CE Ref: BUS422

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.10.13 中国图说中国宏观周报：浅析出口结构变化
- 2025.10.14 中国宏观热点速评：剔除扰动，出口仍显韧性——2025年9月进出口点评
- 2025.10.16 中国宏观热点速评：政策温和发力，后续有待加码——9月金融数据点评
- 2025.10.16 中国宏观热点速评：核心CPI改善持续性待观察——2025年9月物价数据点评

策略及大宗商品

- 2025.10.13 主题策略：去美元化下的香港镜像——从Hibor看国际货币体系重构
- 2025.10.16 工业金属：专题研究：保障与重塑——几内亚铝土矿与西芒杜铁矿专题
- 2025.10.17 主题策略：“十五五”投资蓝图初探
- 2025.10.18 三季报预览：哪些公司业绩有望超预期

固定收益

- 2025.10.13 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.10.13 简评：15天安财险到期不兑付简评
- 2025.10.13 信用债收益率跟踪周报：中美贸易再现波折，债市波动或加大
- 2025.10.13 简评：出口仍有韧性，四季度可能边际回落——9月贸易数据分析
- 2025.10.13 资产证券化分析周报：ABS四季度展望：利差有看点
- 2025.10.15 简评：通胀低位震荡，仍待货币政策放松引导实际利率下行——9月通胀数据点评
- 2025.10.15 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.10.16 简评：非银存款回落，存款增速高于贷款，利好于债——9月金融数据点评
- 2025.10.16 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.10.17 中国房地产债券月报：9月房地产债券月报：“金九”新房销售环比增长
- 2025.10.17 中国可转债策略周报：为何高点是2个月前？——暨本月十大转债
- 2025.10.18 简评：从股市和商品角度看四季度债牛演绎

行业

- 2025.10.13 银行：资产荒拐点将至——9月金融数据前瞻
- 2025.10.13 传媒互联网：长视频3Q25：长剧关注拐点，Q4综艺释放

- 2025.10.13 传媒互联网：3Q25业绩前瞻：游戏板块或表现强劲，关注质优标的估值修复
- 2025.10.13 电力电气设备：电新双周报：电网主网招标景气延续；锂电板块周期向上趋势不改
- 2025.10.14 不动产与空间服务：周评#460：10月前两周销售同比弱于9月
- 2025.10.14 有色金属：钴：刚果（金）发布钴配额，战略重估正当时
- 2025.10.14 传媒互联网：如何看待Sora应用对互联网平台影响？
- 2025.10.14 交通运输物流：航运“贤”谈（13）：原油增产、制裁加码、港口收费叠加，旺季运价表现可期
- 2025.10.15 传媒互联网：线上交易平台2Q25回顾及展望：大力投入新方向
- 2025.10.15 交通运输物流：机场：从“中国游”到“中国购”，口岸消费能否从中受益？
- 2025.10.15 传媒互联网：长剧行业：政策赋能破局，创新驱动复苏
- 2025.10.15 东南亚研究：东南亚10月报告：宏观、互联网与消费
- 2025.10.16 银行：存款继续活化，搬家进程暂缓——9月社融数据点评
- 2025.10.16 传媒互联网：AI文娱观察#5：视频生成领域的方向升维，从工具革命到生态构建
- 2025.10.16 交通运输物流：近期航空票价为何同比增长？可持续性如何？
- 2025.10.16 电力电气设备：发改委印发充电桩倍增计划，看好25-27年行业维持较高景气度
- 2025.10.16 煤炭：淡旺季拐点来临，供需趋向紧平衡
- 2025.10.17 金融：收入进入上行通道——1H25财富管理回顾
- 2025.10.17 消费：何以胖东来：人本经营造就幸福生产力
- 2025.10.17 博彩及奢侈品：博彩行业利润率下行风险
- 2025.10.17 交通运输物流：海南：进入四季度客流逐步转好；旅游零售或进一步回暖
- 2025.10.18 部院联合：新型电力系统月度观察：特高压节奏有望加快；看好“十五五”电网投资保持高景气
- 2025.10.18 传媒互联网：互联网周思考：板块继续回调，基本面稳定

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