

# 枪炮与黄油

## ——A股2026年投资策略

黄子崑

中邮证券研究所 策略团队

中邮证券

发布时间：2026-01-27

- **枪炮与黄油是政治意志面临的共同问题：**中美各自的“枪炮与黄油”矛盾，美国既追求供应链回流（枪炮）又不愿放弃民众福利（黄油），导致财政支出耗尽经常性收入，迫使联储通过“财政货币化”稀释债务；中国通过信贷驱动的制造业极度扩张，阶段性牺牲资本回报以换取产业链自主可控。
- **枪炮与黄油矛盾的显化：**黄金已从实际利率驱动转向“财政+信用溢价”驱动。当长端美债因供给过剩失去“无风险压舱石”地位时，黄金成为长久期资产配置的唯一替代品，**2026年2月或是年内最大行情出现的时间点**；铜价建立在脆弱的“供给短缺”故事之上，美国畸高的库存实质上是“融资性贸易”的抵押品，虽然长期看好但2026年必然会有波动。
- **A股流动性的周期涌动和平抑波动：**流动性是牛市的生命线，2026年正反力量交织，全年指数层面以双向波动为基准情形。5年一次，A股牛市的启动并非由于居民存款搬家，而是来自实业资本的“脱实向虚。一线城市二手房面临次补跌风险，将继续压制居民资产负债表的修复，公募的黄金年代仍是怀念。有形的手弹药充足，有能力平抑波动。
- **A股行业配置：**十五五元年以政策导向为配置出发点，①政策撬动预期模式关注**商业航天**，2026年具备政策闭环、火箭首飞验证与产业链龙头密集IPO的三重催化；②政策撬动需求模式关注“投资于人”导向下的内需机会，具备“初步改善”属性的消费升级（如**零食、软饮、美护**）、地方政府为财税改革而打造的**旅游与商百**场景。
- **风险提示：**地缘政治风险、市场学习效应、经济政策转向风险等。



# 目录

- 一 | **底层框架：政治意志与经济代价**
- 二 | **大宗：枪炮与黄油矛盾的显化**
- 三 | **A股流动性：周期涌动和平抑波动**
- 四 | **A股行业配置：星空与灶台**
- 五 | **风险提示**

—

## 底层框架：政治意志与经济代价

- 1.1 政治意志：既要又要和次序满足
- 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

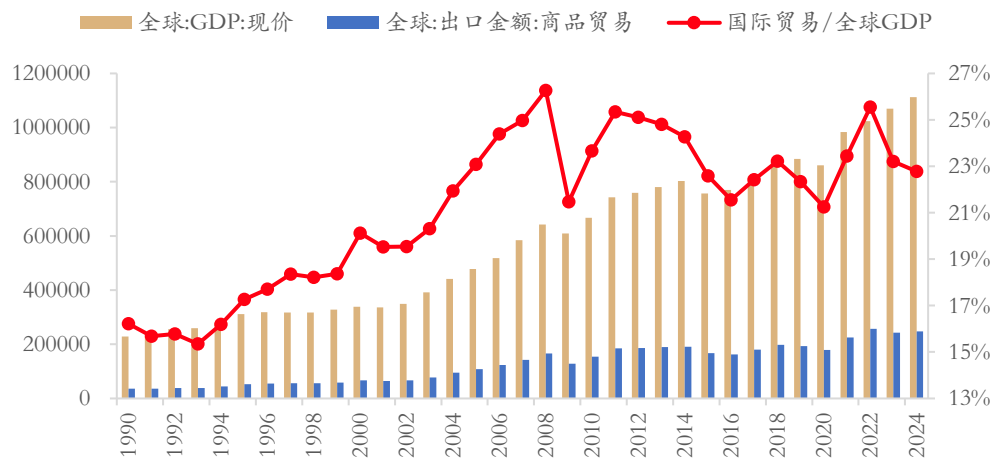
# 1 政治意志与经济代价

- 在一个更传统的投资策略框架中，自上而下的逻辑推导往往更接近“经济周期—企业效益—资产价格”。但站在2026年的起点，必须意识到的一点是由于世界上大国政治意志的碰撞，自发的经济周期起落已经在相当程度上被打断。因此在本篇年度策略乃至后续几年中一个基于“政治意志碰撞—经济现象扭曲—资产价格”传导逻辑的研究框架可能更适合这个大争之世。
- “枪炮与黄油”是经济学中的一个经典命题，用于阐述一个经济体系或国家所面临的最基本权衡，即“稀缺资源如何在相互竞争的用途之间进行分配”。一个国家的资源（如劳动力、资本、原材料、技术等）是有限的，但需求是无限的。因此，将更多资源用于生产一种产品（如“枪炮”——代表国防、军事开支），就意味着用于生产另一种产品（如“黄油”——代表民用消费品、社会福利）的资源会减少。
- 在冷战时期，这个命题的具体表现形式是军费开支和民生福利之间的权衡，而在贸易和政治格局更加多元和复杂的21世纪，“枪炮与黄油”发展成了围绕供应链展开的新命题。更具体地，是在供应链自主可控的安全性和国际贸易分工体系的效率之间的取舍，也是政治意志主导资源配置时在建设效率和投资回报之间的取舍。
- 当政治意志干预经济周期的自发起落时，经济现象上的扭曲也就应运而生，供应链的断裂、生产效率的下降、资源品的再分布、科技栈的独立镜像发育和针对货币的不信任投票已经并也将持续反映在资产价格中。

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

政治意志对国际贸易格局的扭曲是一切的开端。尽管自特朗普第一任期开始，贸易保护主义在全球范围内抬头趋势明显，但相比单纯的“去全球化”当前的全球贸易更像是“碎片化”。国际贸易额占全球GDP的比例虽然较特朗普第一任期前下降了1%，但仍然在2008年之后的高位平台中，全球化和产业链分工的大格局并没有改变。国际贸易方面的扭曲发生自中美之间的贸易脱钩，二者作为全球贸易中的最大商品供给方和最大商品需求方，自2010年以来占全球商品贸易总供给和总需求的比例保持稳定，改变的是双边的贸易关系，中美双方之间的直接贸易比重下降。这就意味着过去从供给到需求的点对点连接被阻断，有相当多的贸易份额以转口的方式变成了网状连接，由此全球贸易的供应效率发生下滑。

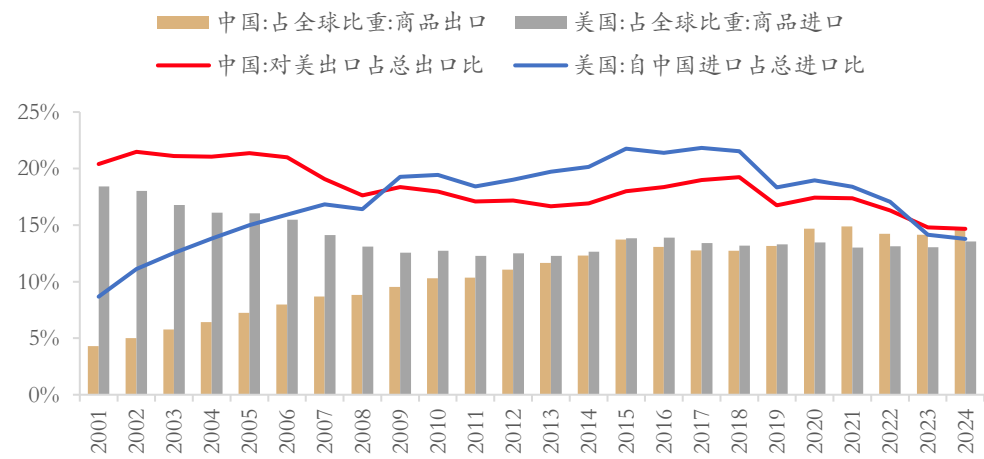
图表1：国际贸易占全球GDP比重



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表2：中美双方在国际贸易中的供求占比

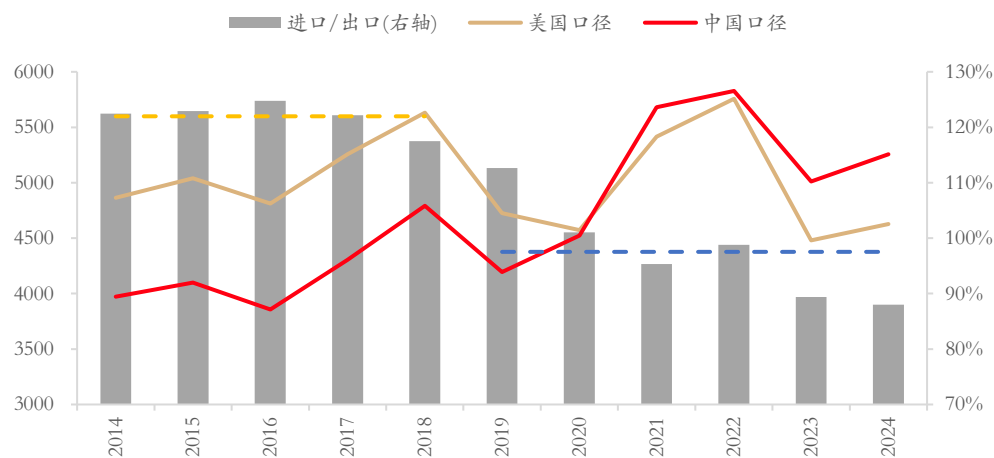


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

- 美国在放弃东亚地区的“前置防御”战略后必然转向新门罗主义，这就要求美国对重新掌控供应链的追求。特朗普选择的具体工具是关税，在其第一任期和后续的拜登任期中，针对中国的关税尚且可以通过转口贸易“洗澡”的方式进行规避。而在特朗普第二任期开始，其对关税工具的使用扩大到了全球范围，美国的整体关税水平从2.56%上升至了18.55%。
- 可以从效率的角度来思考美国政治意志对经济的影响。在特朗普加征关税和进行供应链脱钩之前，全球的供应链体系是由跨国公司主导以效率和利益优先进行分布的。特朗普第一任期中对中国单独加征关税后通过转口贸易仍能维持较高的供应效率，而第二任期中对全球加征关税后，不管是将供应链赶至美国国内还是其近岸外包，本质都是在降低商品生产领域的经济效率。在此，揭示了美国政治意志在经贸领域中的具体体现，而这种政治意志对经贸结构的重塑必然会导致经济现象的扭曲。

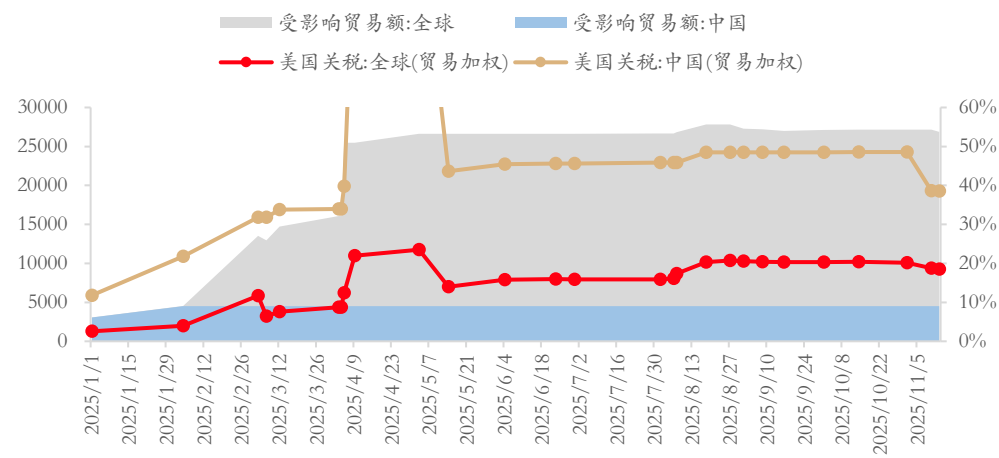
图表3：中美双方口径下进出口额（亿美元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表4：美国平均关税（%）及影响额（亿美元）

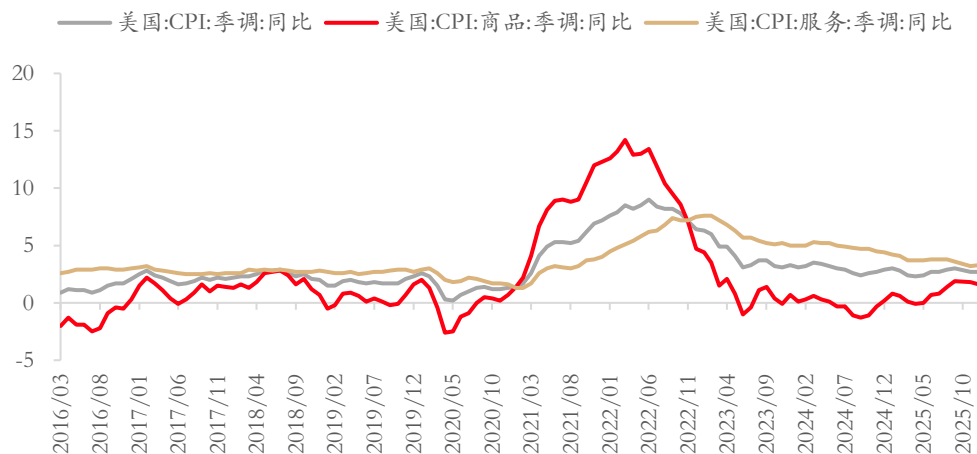


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

- 美国政治意志导致的经济现象扭曲体现在通胀上，在2025下半年开始已经能明显看到商品通胀的抬头。在此也就引出了特朗普第二任期，乃至只要他的继任者仍然延续关税倒逼制造业回流政策时做投资都要回答的一个问题“关税对通胀的影响是一次性冲击还是持续摩擦？”。
- 美联储目前的表态显然认为关税对通胀的影响是一次性冲击，关税不过抬高了价格水平，由供需关系决定的价格上升斜率是不变的（这里也有个隐含假设是美联储认为国内需求也不会受通胀影响）。这个观点有着美联储政治角色导致的必然性，因为美联储持其他观点的错误成本都很高：
  - ①如果认为关税对物价的影响是持续性的，并且美国的消费需求不会被关税明显压制，那么美联储应该做鹰派表态甚至保持加息可能，政治风险很高；
  - ②如果认为关税将抑制需求，并且关税对物价的冲击是一次性的，那么美联储应该加快步伐降息，经济风险风格。所以美联储2026年必然将在降息这件事上瞻前顾后是必然的，商品端将是2026年美国通胀的最大不确定性。

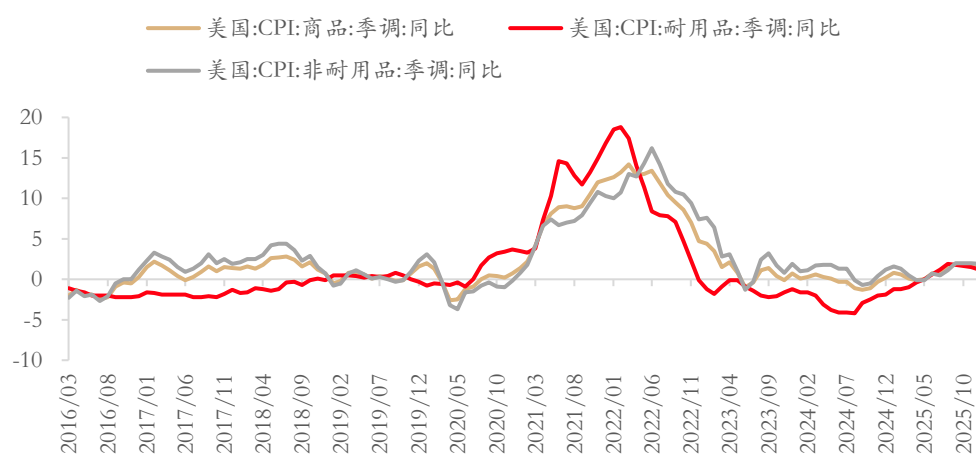
图表5：美国CPI分项 (%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表6：美国商品CPI分项 (%)

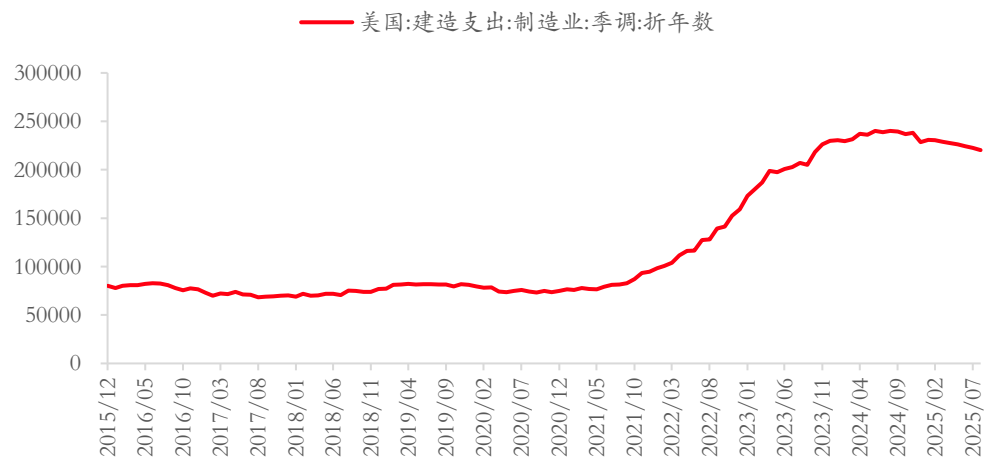


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

那么特朗普主导的反效率产业政策和美联储拖字诀会导向什么后果呢？一个21世纪版的“枪炮与黄油”问题最终将成为对美国财政可持续性的诘问。既然美国推动供应链回归美国的行为是反效率优先，那么就必然要给予相应的补贴和优待，这是美国在21世纪选择的枪炮。另一方面，美国在民众福祉的“黄油”问题上也有着很大的财政压力，目前美国政府对个人社会福利/税收的值在105%，也就意味着单单是个人福利就已经耗尽了美国的经常性财政收入。当下美国政府在财政上的压力是既想要“枪炮”又不能放弃“黄油”，供应链回归是最高国策也是面临中国竞争的必须手段，但居民在疫情QE后的高通胀中已经不堪重负，放弃对居民的福利支出显然在政治上是一个不可取的选项。于是自国际政治而来的压力最终是由美股的财政承担，美国政治意志的选择是既要又要，而代价终将由财政承担。

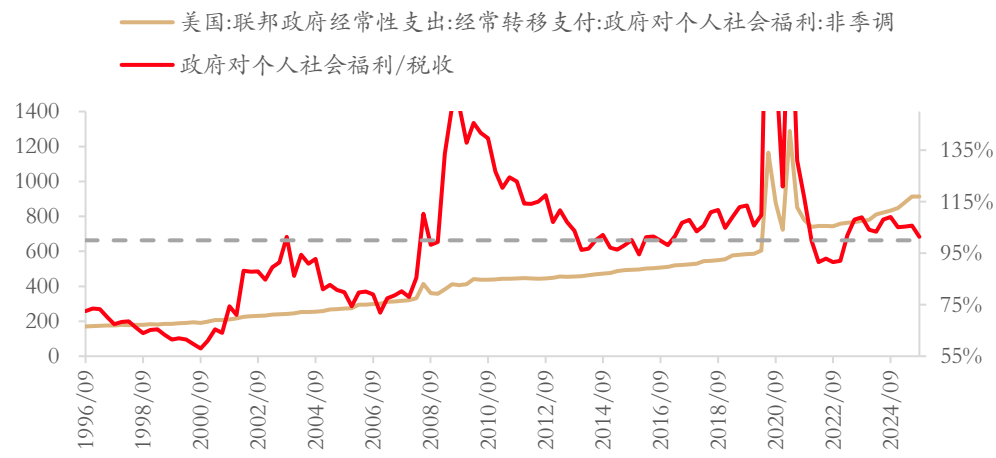
图表7：美国制造业建造支出（百万美元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：美国对个人社会福利

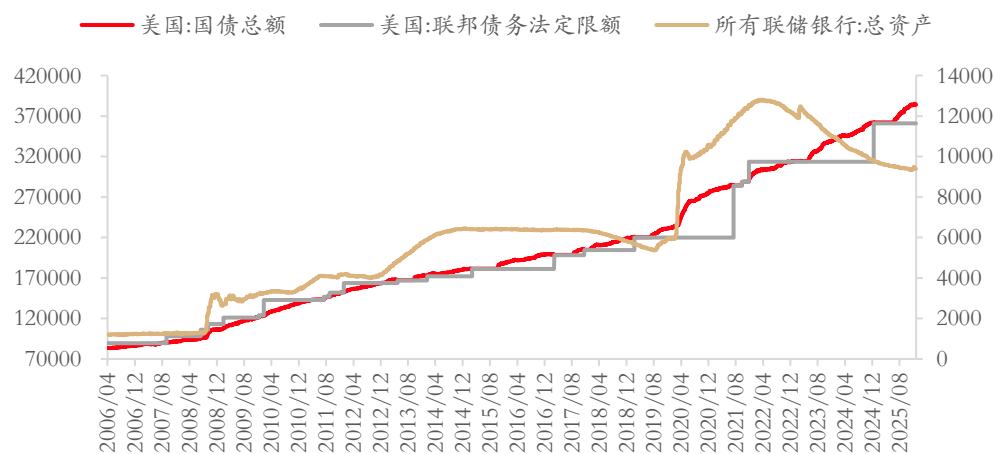


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

- 如果财政问题无法使用财政手段解决，那么最终方案必定是诉诸于货币手段。尽管美联储一直强调自己作为货币政策指定机构的独立性，但从历史来看，只要美国国债规模突破法定限额，美国政府从来不会以财政纪律约束的方法来解决问题，只会选择突破债务限额，而联储也会相应地做出扩表动作来配合财政部完成财政货币化，在没有金融危机和疫情影响的2013年就是一个典型的例子。
- 对于美国来说，既然已经选择了财政货币化，后续通过压低实际利率来稀释债务也就成了顺理成章的事。而这么做必然是有后果需要承担的，具体而言代表投资者对政府不信任投票的期限溢价将会有上行风险，2013年就是一个很好的例子。而这种针对主权信用的不信任投票将会将改变过去“黄金—实际利率”的强相关性，黄金的定价将由美国财政主导，具体将在后续展开讨论。

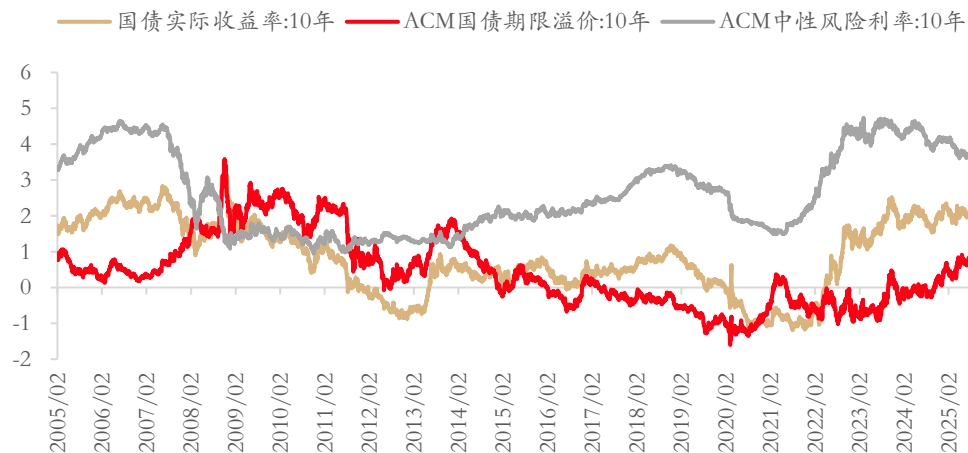
图表9：美国国债总额及法定限额（十亿美元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表10：美国国债收益率分解（%）

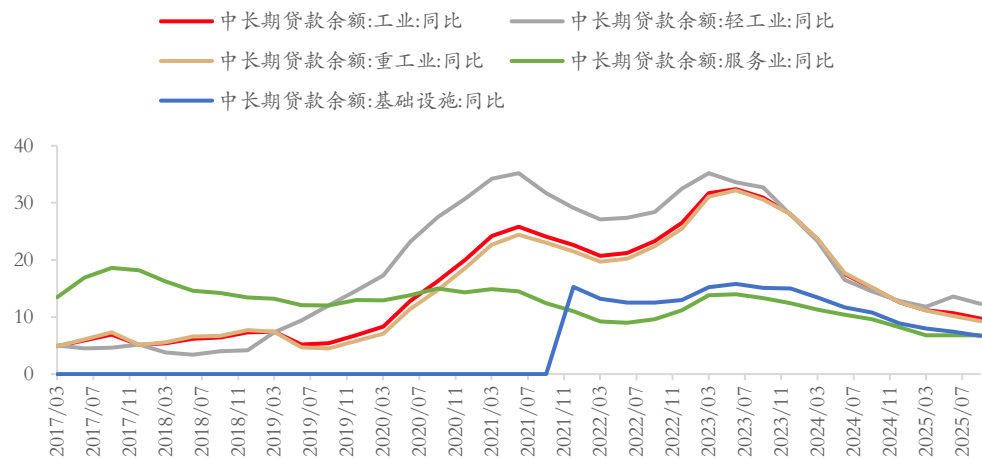


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

- 同样的，我国的政治意志也塑造了经济扭曲的现状。如果说美国政治意志对经济的扭曲是“因为反效率的产业政策取向而最终透支信用”，那么中国政治意志对经济的扭曲是“因极度扩张的产业政策而阶段性牺牲资本回报”。相比于枪炮与黄油都要的美国，中国由于无法向外转嫁债务压力，选择了重枪炮而轻黄油的模式，用一个词来概括就是内卷式竞争。
- 自2020年开始持续近5年的由信贷驱动的制造业升级是政治意志在产业规划上的体现，十四五期间工业领域的中长期贷款余额远超历史均值水平的快速扩张和由此带来的产能重复建设是政治意志带来的经济扭曲。而这种扭曲带来了工业产能利用率和制造业营业利润率的下降，最终导致的通缩环境可以视为经济扭曲带来的代价。但与此同时，信用扩张惯性与实体回报消失之间的冲突形成了一个5年周期律一般的A股行情循环，恰恰造就了2014、2019和2024的三次牛市，这一部分将放到后面再做讨论。

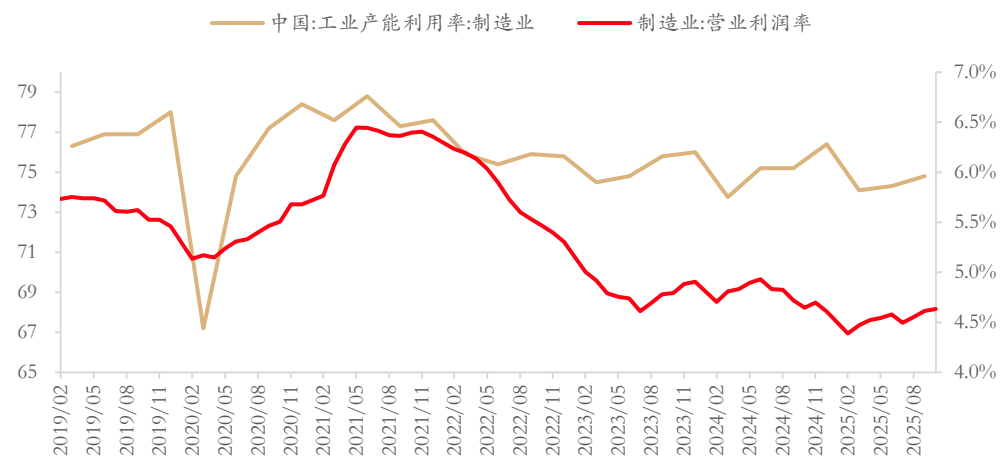
图表11：工业领域中长期贷款同比增速



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表12：工业产能利用率（%）及制造业营业利润率

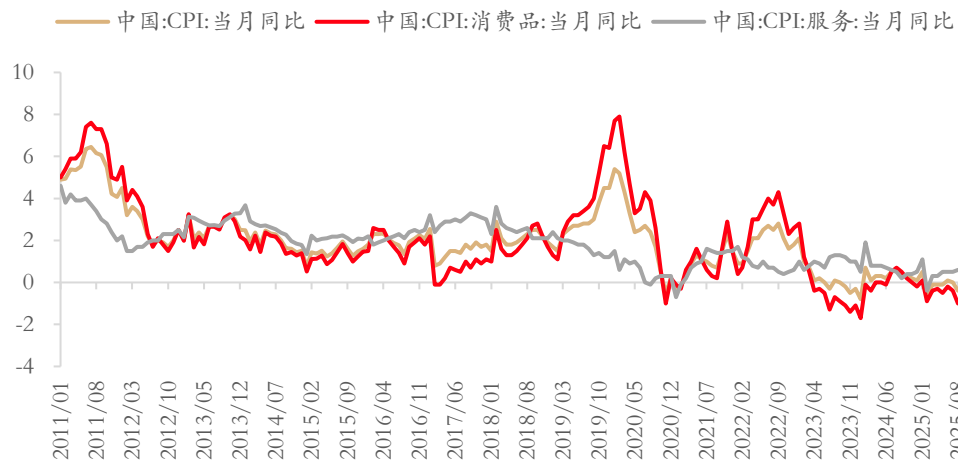


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.1 政治意志：放弃哪块黄油？

- 一方面是美国政治意志导致的国际贸易脱钩，另一方面是我国政治意志主导的集中式产业建设，二者共同作用的结果就是我国的长期通缩环境。自2023年新冠对国际贸易生产的影响减弱开始，我国就进入了长期的负PPI和低CPI结构中。从全球贸易的角度来理解，供给和需求之间的直接联系被切断，就会造成局部的需求不足和供给不足，也就提供了中国通缩和全球其他地区通胀的根基。从中国自身的角度来理解，基于五年规划的集中建设造成产能集中释放，进一步形成了供给端的压力。

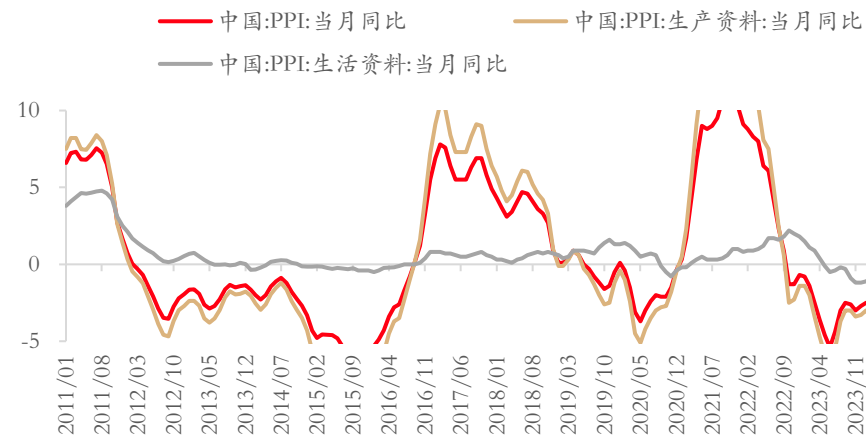
图表13：中国CPI及商品、服务分类



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：中国PPI及生产、生活分类



资料来源：wind，中邮证券研究所

## 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- 至此，已经揭示了政治意志对经济现象的扭曲，在进入对资产价格的分析之前，可以再花一些篇幅来讨论背后原因和未来演化。在大国政治的悲剧在于即使有一方不愿主动寻求地区性霸权，也最终会在另一方的咄咄相逼下采取相同的进攻姿态。就当下而言，棋盘将不再局限于东亚地区的拒止和反拒止，全球都将在勘定权力边界的边界中被影响。
- 在以生存为首要目标的基础上，经典的“进攻性现实主义”认为大国必然会追求霸权，而追求霸权又需要控制潜在潜力，即存在以下关系：
- **潜在权力（人口+财富/资源）×转换系数（科技自主实际权力）**，其中科技自主权掌握在大国自己手中，而人口和资源则由边缘国提供
- 为了保证对潜在权力的控制，两个大国将选择截然相反的举措，结构性权力和新门罗主义将成为两个大国在处理地缘格局时的核心思路：
- ①**因身在其中而施加的结构性权力**。中国作为一个典型的陆权国家，向外突破岛链封锁是获取资源和获取安全边界的必须举措，对一带一路的苦心经营就是这一战略导向的具体体现。中国在地缘上和整个亚洲联系紧密，这意味着在中国相对实力增强的过程中，中国的存在本身就会对周边施加结构性权力，区域内的所有主体在行动时必然要考虑“中国会对此持什么看法？”。在地缘格局的塑造上，以“三个联通”将周边国家纳入中国主导的供应链体系并使其在基础设施和规则标准上采用中国体系是重点工作。
- ②**因身在孤岛而必然的新门罗主义**。由于美国硬实力的衰退，再在全球维持物理存在对于美国已经太过昂贵，采取战略收缩已经是既成现实。而战略收缩必然带来的是新门罗主义，即认为“美洲是美国的洲”。这会导致美国重新插手南美洲的地缘事务，以完成对南美洲劳动力和资源的控制，这和拜登时期的“前置防御”策略是截然相反的。随着美国在东亚的实质性后撤和新门罗主义，其在供应链问题上已经从离岸外包转变为了友岸乃至近岸。

## 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- 在两个大国各自的世界治理哲学之下，世界将随之发生变化：
- **①国际政治层面潜在的陆海竞争新格局**
- 中美两个世界性的大国目前在处理国际政治议题时都表现出了较强的进攻性现实主义取向，这将导向一种以米尔斯·海默5个核心假设（*国际体系恒处于无政府状态、国家均拥有进攻性军事实力、国家永远无法确定他国意图、国家均以生存为首要目标、国家是理性行为体*）为基础，形式上类似马汉陆海权论的竞争格局。一个分裂又连接的国际贸易新常态。国际贸易体系仍将是大国维系地位和获取利益的最主要手段，资源、劳动力和科技的再分配将塑造新的格局，高端科技、金融领域的分而治之和资源、中低端制造的低效流通将是最显著的特征。
- 这种陆海竞争的新格局会最终导向全球范围内出现两个镜像独立发展的科技栈，这在以AI为代表的前沿科技领域已经显现，这会在未来为A股提供源源不断的科技题材。另一方面也会指向一个以人民币为载体并以商品贸易为途径的金融流通体系。
- **②我国对周边国家施加的结构性权力进而改变自身在国际价值链中的生态位**
- 什么是结构性权力？简单理解就是通过制定规则，使得其他国家想要在这个规则体系中生存就必须调整自身行为。
- 为什么会开始追求结构性权力？自俄乌冲突之后，一个前车之鉴被摆在中国面前，即使俄罗斯在普京的带领下积极试图融入欧洲体系，但依然被北约视为对手方压缩俄罗斯的安全空间。如果想要避免重蹈俄罗斯的覆辙，就需要转为更具进攻性的现实主义，而结构性权力是获取利益的方式。
- 结构性权力的具体体现？①在“十五五”规划建议中“深化基础设施“硬联通”、规则标准“软联通”、同共建国家人民“心联通”，完善立体互联互通网络布局”，这是软硬件规则标准的输出。②对人民币闭环的真正尝试，在人民币国际化的表述中去除了“稳慎”二字。一个以“人民币贷款+中国工业标准”为基础的人民币资本闭环将逐渐浮出水面。

# 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- 要预测未来的演化，不妨先看看政治意志是怎么看待未来的。“十五五”规划建议共15条，和“十四五”规划建议完全相同，并且在主题方面也完全继承。建议中比较值得注意的变化首先是顺序层面，大幅上调对外开放而下调绿色环保，其次是产业体系和科技创新的调换。并且“十五五建议”中更多使用了“加快”和“加大”的字眼，这体现了当前任务的急迫性。

图表15：十五五与十四五规划纲要对比

“十五五”规划建议		次序变化	“十四五”规划建议	
建议方向	具体表述		建议方向	具体表述
国家发展阶段及目标	一、“十五五”时期是基本实现社会主义现代化的关键时期	→ 0	国家发展阶段及目标	一、全面建成小康社会，开启全面建设社会主义现代化国家新征程
经济社会发展目标	二、“十五五”时期经济社会发展的指导方针和主要目标	→ 0	经济社会发展目标	二、“十四五”时期经济社会发展指导方针和主要目标
产业体系	三、建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基	↑ 1	科技创新	三、坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势
科技创新	四、 <b>加快</b> 高水平科技自立自强，引领发展新质生产力	↓ -1	产业体系	四、 <b>加快</b> 发展现代产业体系，推动经济体系优化升级
国内市场	五、建设强大国内市场， <b>加快</b> 构建新发展格局	→ 0	国内市场	五、形成强大国内市场，构建新发展格局
市场经济体制	六、 <b>加快</b> 构建高水平社会主义市场经济体制，增强高质量发展动力	→ 0	市场经济体制	六、全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制
对外开放	七、扩大高水平对外开放，开创合作共赢新局面	↑ 4	两农现代化	七、优先发展农业农村，全面推进乡村振兴
两农现代化	八、 <b>加快</b> 农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴	↓ -1	区域协调发展	八、优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化
区域协调发展（去城镇化）	九、优化区域经济布局，促进区域协调发展	↓ -1	文化发展	九、繁荣发展文化事业和文化产业，提高国家文化软实力
文化发展	十、激发全民族文化创新创造活力，繁荣发展社会主义文化	↓ -1	绿色环保	十、推动绿色发展，促进人与自然和谐共生
民生保障（加共同富裕）	十一、 <b>加大</b> 保障和改善民生力度，扎实推进共同富裕	↑ 1	对外开放	十一、实行高水平对外开放，开拓合作共赢新局面
绿色环保	十二、 <b>加快</b> 经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国	↓ -3	民生保障	十二、改善人民生活品质，提高社会建设水平
国家安全	十三、推进国家安全体系和能力现代化，建设更高水平平安中国	→ 0	国家安全	十三、统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国
国防建设	十四、如期实现建军一百年奋斗目标，高质量推进国防和军队现代化	→ 0	国防建设	十四、 <b>加快</b> 国防和军队现代化，实现富国和强军相统一
团结奋斗	十五、全党全国各族人民团结起来为实现“十五五”规划而奋斗	→ 0	团结奋斗	十五、全党全国各族人民团结起来，为实现“十四五”规划和二〇三五年远景目标而奋斗

# 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- “十五五” 规划建议将“对外开放” 的顺序大幅前提背后是随着国际局势改变，我国处理国际关系的基本出发点也出现了改变。

图表16：不同时期我国对外关系理念变迁

	自由主义	建构主义	现实主义
核心变量	2001加入WTO 国际制度	2013提出“一带一路” 倡议 共同观念	2016中美南海对峙 2022俄乌冲突 实力对比
国际政治目标	在制度下追求收益与合作	以共同观念为基础寻求合作共赢	追求实力优势以赢得生存竞争 以维护自身安全为动力 以维护自身利益为动力
具体表现	深度参与国际供应链和欧美主导的“自由世界”	提出“人类命运共同体”和BRI、建立一种新的国际政治道德高地	2016年起加快实施军改，2018年提出“实现关键技术自主可控” 开始对亚洲范围施加结构性权力，尤其是BRI中的三个联通

# 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- “十五” 规划建议中对外开放部分的最大变化在于对全球经济治理体系的表态。在对外开放中的第一点“积极扩大自主开放”中主要继承了“十四五”规划建议中“建设更高水平开放型经济新体制”和“积极参与全球经济治理体系改革”的内容。此处值得关注的有服务业市场准入、推进人民币国际化（去稳慎），和不再提国际贸易合作机制、国际组织。此处特别值得玩味地语言细节是从“推动完善更加公正合理的全球经济治理体系”转向“推动构建和维护公平公正、开放包容、合作共赢的国际经济秩序”，这是对自身定位的重大转变。如果删去修饰的肌理只剩下骨架，就是从“完善（现有的）体系”到“构建和维护（新的）秩序”，此处既是愿景又是失望。

图表17：十五五与十四五对外开放部分对比

“十五五” 规划建议		“十四五” 规划建议	
积极扩大自主开放	对接国际高标准经贸规则，以服务业为重点扩大市场准入和开放领域，扩大单边开放领域和区域	建设更高水平开放型经济新体制	实施自由贸易区提升战略，构建面向全球的高标准自由贸易区网络
	加快推进区域和双边贸易投资协定进程，扩大高标准自由贸易区网络		
	优化区域开放布局，打造形态多样的开放高地		
	实施自由贸易试验区提升战略，高标准建设海南自由贸易港		完善自由贸易试验区布局，赋予其更大改革自主权，稳步推进海南自由贸易港建设，建设对外开放新高地
	统筹布局建设科技创新、服务贸易、产业发展等重大开放合作平台		
	推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系		稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。发挥好中国国际进口博览会等重要展会平台作用
推进全球经济金融治理改革，推动构建和维护公平公正、开放包容、合作共赢的国际经济秩序	积极参与全球经济治理体系改革	积极参与多双边区域投资贸易合作机制，推动新兴领域经济治理规则制定，提高参与国际金融治理能力	
		坚持平等协商、互利共赢，推动二十国集团等发挥国际经济合作功能	
		维护多边贸易体制，积极参与世界贸易组织改革，推动完善更加公正合理的全球经济治理体系	

# 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- “一带一路”的豹变，从“共商共建共享”到规则输出。“一带一路”是对外开放部分仅有的继承自“十四五”规划建议的条目，并且在结构上也基本继承了“十四五”规划建议中的内容，相比“提升中欧（亚）班列发展水平”和“加快西部陆海新通道建设”的“多了什么”，“少了什么”是更值得关注的点，直接删除了“构筑互利共赢的产业链供应链合作体系，深化国际产能合作，扩大双向贸易和投资”（整个十五五规划只提了两句供应链，而十四五规划有一整条在说供应链），“坚持共商共建共享原则，秉持绿色、开放、廉洁理念，深化务实合作，加强安全保障，促进共同发展”（这倒并不意味着共商共建共享原则的放弃，这和二十届三中全会的表述一致，而且共商共建共享已经写进了党章，更多意味着一带一路从一个类似马歇尔计划的撒币行为转向了更细节更注重经济效益的项目管理）

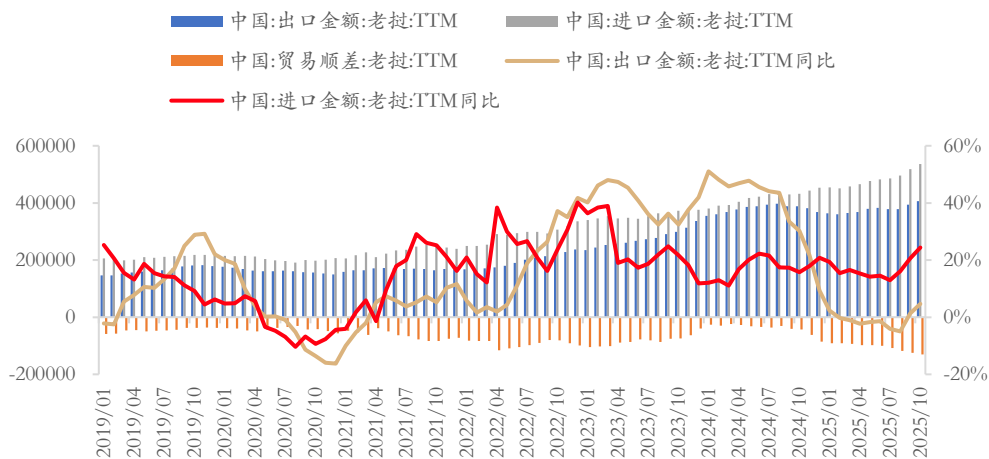
图表18：十五五与十四五对外开放部分对比

“十五五”规划建议		“十五五”规划建议	
高质量共建“一带一路”	加强与共建国家战略对接，强化合作规划统筹管理	推动共建“一带一路”高质量发展	推进战略、规划、机制对接，加强政策、规则、标准联通
	深化基础设施“硬联通”、规则标准“软联通”、同共建国家人民“心联通”，完善立体互联互通网络布局，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设		推进基础设施互联互通，拓展第三方市场合作
	提升中欧（亚）班列发展水平		构筑互利共赢的产业链供应链合作体系，深化国际产能合作，扩大双向贸易和投资
	加快西部陆海新通道建设		坚持以企业为主体，以市场为导向，遵循国际惯例和债务可持续原则，健全多元化投融资体系
	深化贸易、投资、产业、人文务实合作，拓展绿色发展、人工智能、数字经济、卫生健康、旅游、农业等领域合作新空间		深化公共卫生、数字经济、绿色发展、科技教育合作，促进人文交流
	完善多元化、可持续、风险可控的投融资体系。加强海外利益保护		坚持共商共建共享原则，秉持绿色、开放、廉洁理念，深化务实合作，加强安全保障，促进共同发展

# 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

- 和美国孤悬新大陆不同，我国立足于亚洲大陆，天然在地理环境的阻隔下面临资源供应链上的威胁。但从另一个角度来看，这也意味着我国和周边国家离得足够近，在相对力量处于下风时这是被广泛简化为岛链概念的包围圈，而当相对力量处于上风时，存在本身也是一种影响力。从“十五五”规划建议来看，显然也充分认识到了这一点，基础设施“硬联通”、规则标准“软联通”和国家人民“心联通”的三个联通表述带有非常强烈的IPE学派中以结构性权力控制关键节点的思维特征。
- 结构性权力最显性的例子是东南亚铁路网。东南亚铁路网中的中老铁路在2021年完成初步通车后对新老两国的进出口带动明显，老挝在此过程中获得了大量的贸易顺差。中老铁路作为“硬联通”的基础设施决定了老挝的商品流动和人员流动方向，这将整个“十五五”期间最典型的结构性权力输出模式。其他中南半岛国家中除了越南外均经济增速低迷，在老挝的例子前也要面临另一种结构性权力的拷问。

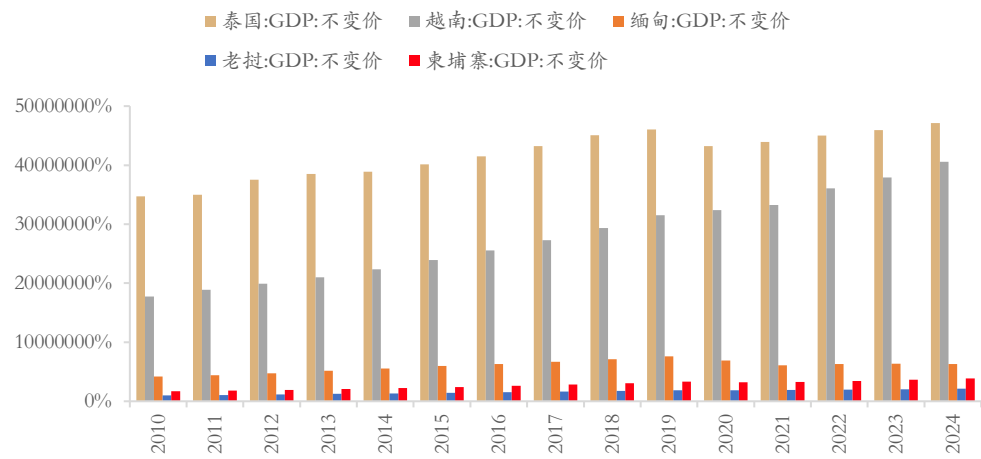
图表19：中国与老挝进出口情况



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表20：中南半岛国家GDP

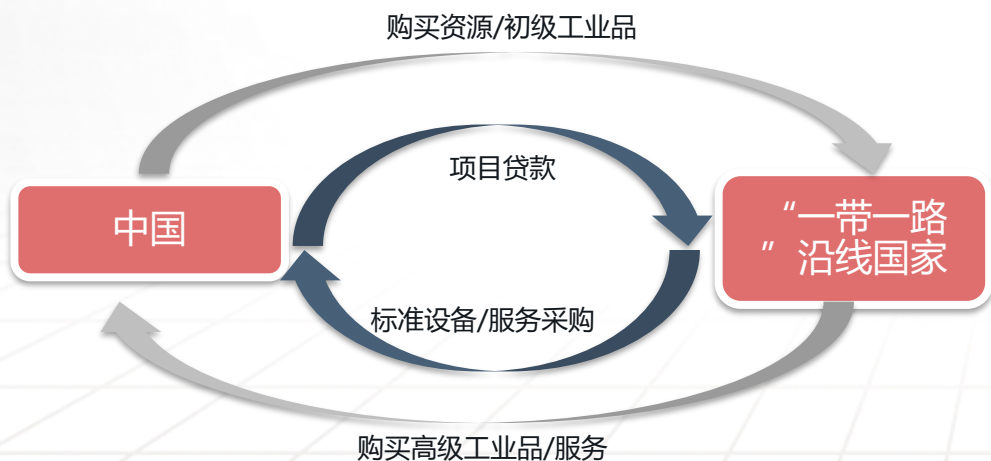


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 1.2 大国政治悲剧：必须拥有枪炮

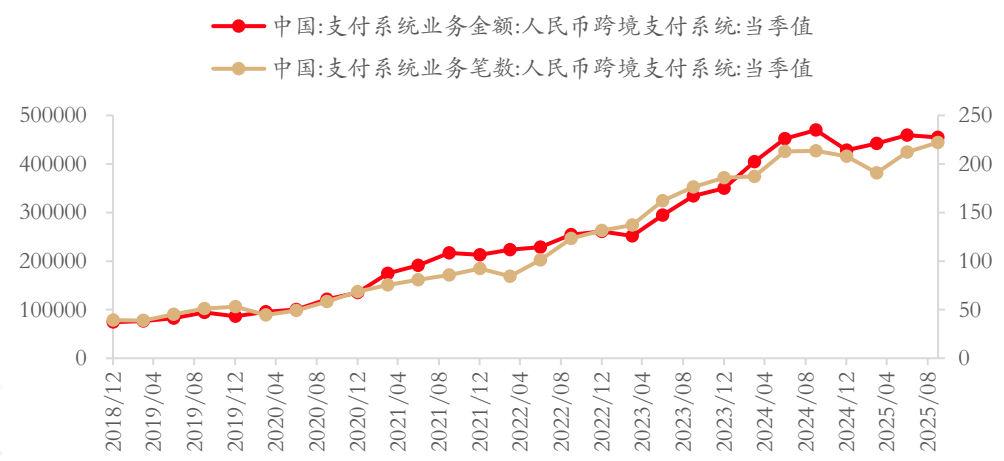
- 这个结构性权力的最终外在表现形态，应当是基于“人民币+工业标准”的资本闭环。在过去的资本循环中国内产出商品换取美元，最终又转换为以美元计价的资产沉淀，本质上是给美元做了嫁衣，在石油这一锚定之外，我国生产的工业品又何尝不算一种加强了美元国际货币低位的锚定商品呢？当然这也是中国过去进入全球化供应链的必然结果。
- 但是在一带一路框架下，完全可以形成一个资本闭环。美元成为国际货币的一个便利之处是因为美国贸易逆差天然使得美元外流，交易对手必然持有美元。而人民币想要完成资本闭环则需要反向操作，由于中国有着巨量贸易顺差，因此就算双边以人民币结算也会导致人民币流回国内。于是以向外贷款作为推动人民币资本闭环的扳机就成为了一个合理的选择，并以此来推动基于人民币的资源品、初级工业品和高级工业品、服务的贸易循环。此处也需要注意到一点，这种对外的信用扩张也是人民币的信用扩张，如果“一带一路”相关项目也成为了信用锚点呢？

图表21：人民币资本闭环设想



资料来源：wind，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

图表22：CIPS业务金额与业务笔数



资料来源：wind，中邮证券研究所



二

## 大宗：枪炮与黄油矛盾的显化

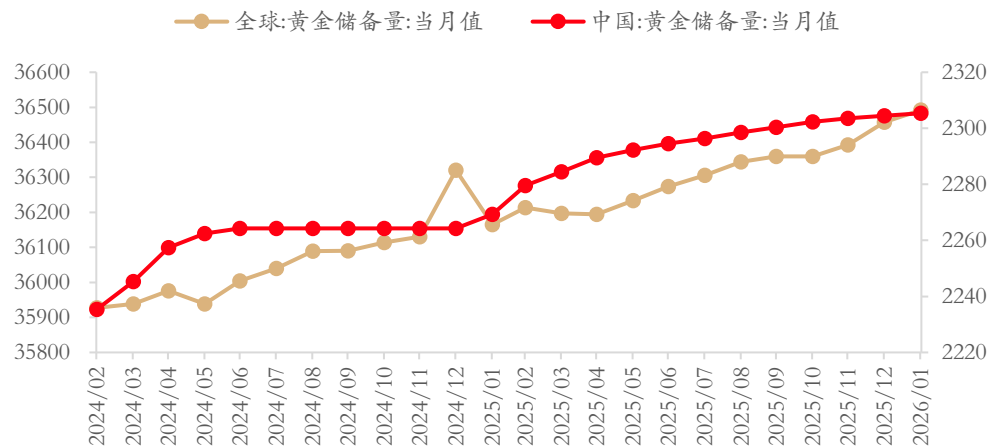
2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

2.2 铜价的歌舞升平与裂缝

## 2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

- 在陆海竞争新格局下，美元作为唯一世界货币的根基无疑是在各方面都受到挑战的，这种去美元化的叙事在过去、当下和未来都会长期成立。但对于2026年而言，宏观叙事驱动价格上涨的最舒适时间已经过去，在经历了2025全年60%的涨幅之后，需要关注的问题已不再是叙事逻辑的成立与否，而是4000+的伦敦金现价是否已经过度表达所有预期？由于黄金的定价可以说是所有大类资产在最难进行定量分析的，故也在此先不做建模的尝试，更多从驱动因素的角度来探讨金价的上行空间。
- 第一个视角是“去美元化”叙事，在这个叙事中最核心的角色是各国央行，各国央行在长期维度或许是支撑黄金价格的重要卖家，但在2025年8-10月30%的大涨中，各国央行并没展现出大量购金的动作。中国央行在8-10月均匀每月购进2吨，全球范围内央行黄金储备在10月还出现了下降。

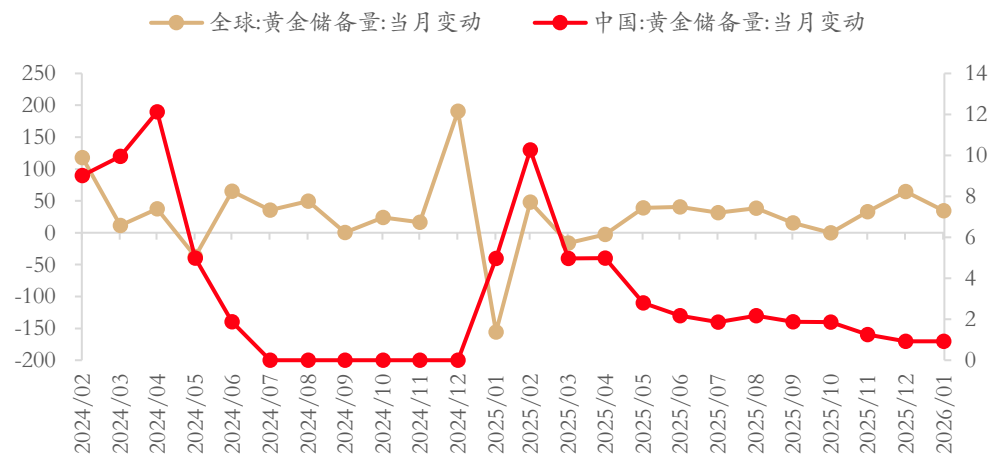
图表23：全球及中国央行黄金储备（吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表24：全球及中国央行黄金储备变动（吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

- 既然央行行为和黄金涨幅无法严格对应起来，就需要转进到第二个视角，也就是美联储进入降息周期的叙事。使用拟制联邦基金利率期货的方法可以衡量市场对美联储降息的预期，即市场交易得到的未来联邦基金利率与目前美联储公布的联邦基金利率之间的代表市场对未来政策利率变动方向和步长的预期。
- 在时间节点上黄金的涨幅和降息预期有着极为紧密的对应关系。美国联邦基金市场对1年后的降息预期在8月22日开始加强，至9月议息会议前下降了约20bp，基本对应在未来一年内将多一次正常步长的降息。并在9月降息后对降息的预期继续加强，至最乐观的10月16日下降了约15bp，对应60%的交易者认为未来一年会再多一次正常步长的降息。并且在降息预期遭受打击后黄金大幅上涨也随之结束。同样的现象也发生在2025年2-4月，黄金价格的上涨和预期联邦基金利率之间存在着极强的联动关系，并且当时美联储没有降息，是一个更干净观察窗口。

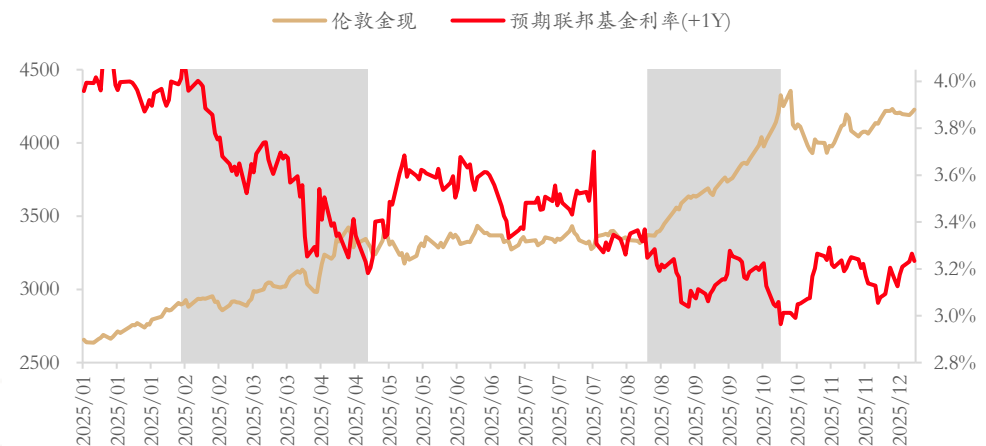
图表25：联邦基金目标利率与利率变动预期



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表26：伦敦金现价与利率变动预期

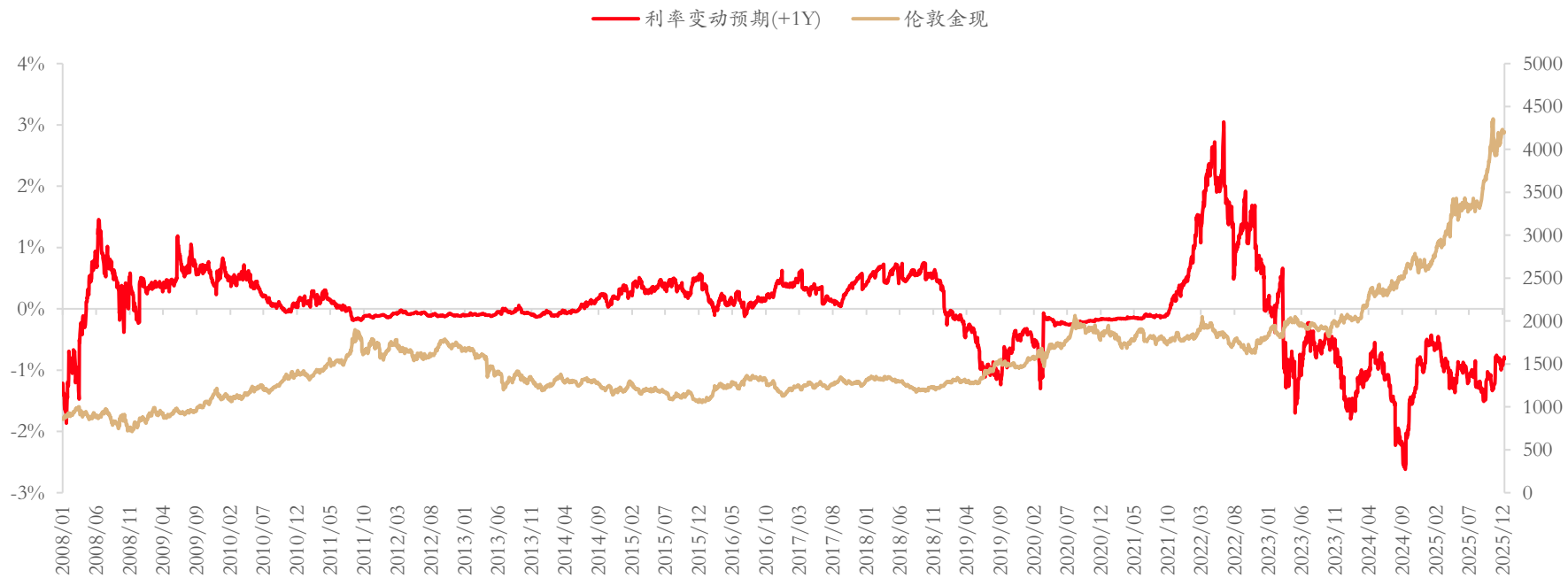


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

- 降息预期增强导致黄金上涨的逻辑显然是成立的，在历史上黄金长期和美债收益率有着坚实可靠的负相关性，这点是不需要再重复证明的。但对于2025年8-10月和2-4月的黄金猛烈上涨，还有一点需要解答：虽然在时间点上能够精准匹配，但当时对美联储的降息预期在历史上并不突出，这种触发因素和价格结果之间的不对称性来自哪里？这个问题的答案对于2026年黄金走势和幅度的研判也有着深远的意义。

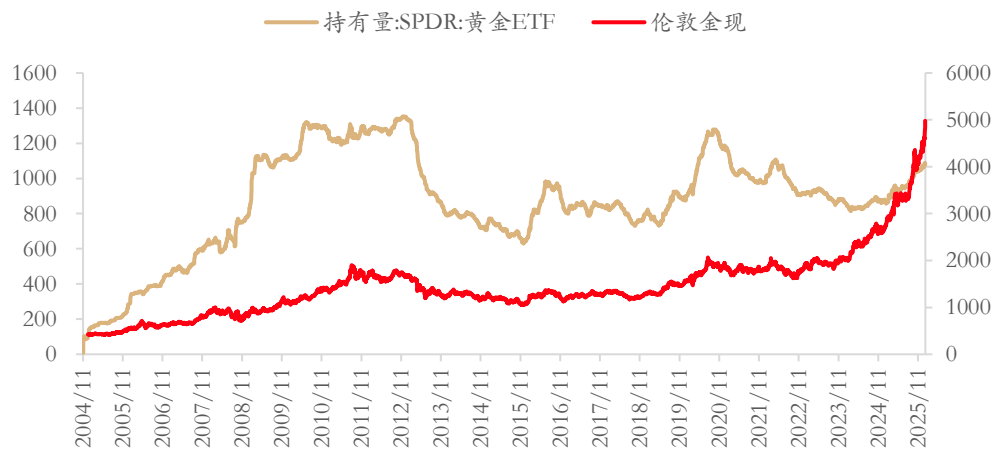
图表27：伦敦金现价与利率变动预期（%）



## 2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

- 既然央行购金行为没有出现异动，并且在时间点上和对美联储的降息预期关系紧密，那么显然主导黄金市场的资金来自私人部门。黄金ETF持仓的持续增长确实是一个支撑金价的原因，但如果看历史上黄金ETF持仓增长和金价之间的对应关系，过去更大规模的资金集中涌入黄金ETF也并没有导致这种级别的上涨。
- 但黄金ETF持仓的变化也提供了一个思路，有如此多的资金愿意顶着飙升的金价买入并且在金价停止上涨进入震荡后也没有撤离，这显然不是投机的热钱思维，也就意味着降息确实触发了大量的刚性配置盘买入黄金。

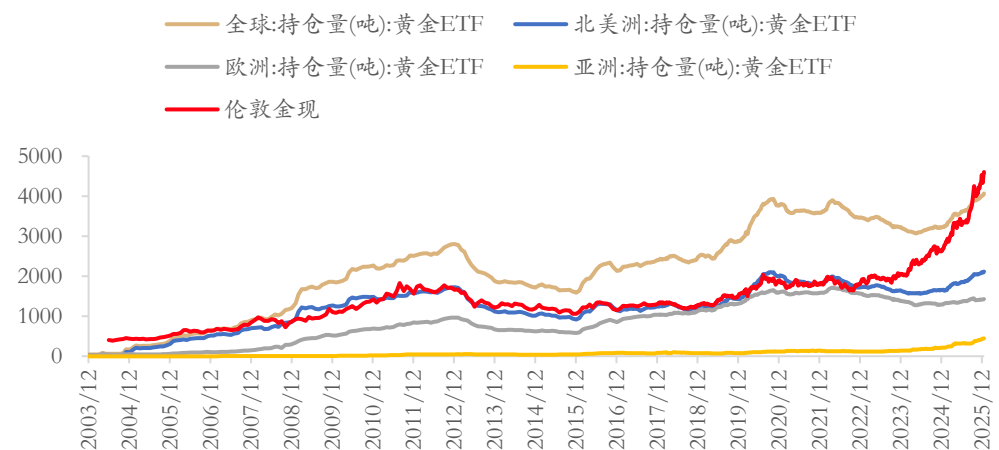
图表28：美国黄金ETF持仓量（吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：全球黄金ETF持仓量（吨）

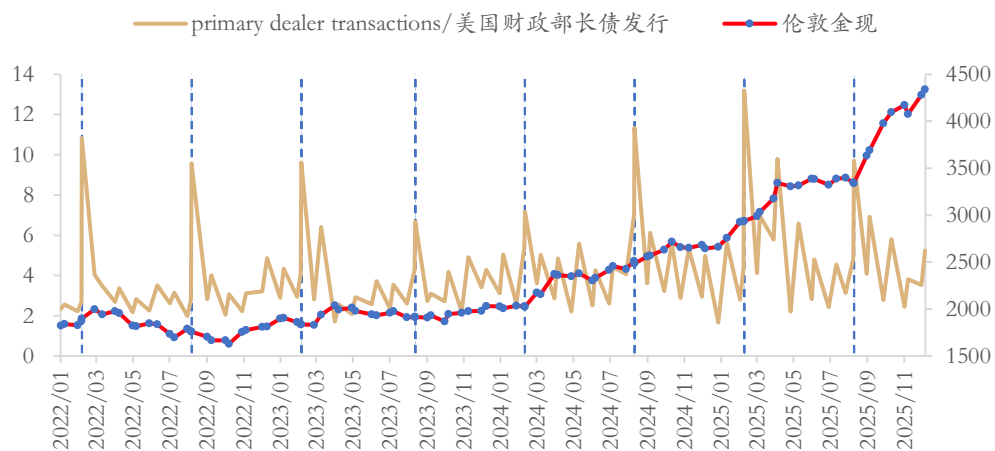


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

- 于是在此也可以转进到第三个视角，私人部门的刚性配置盘从哪来？这关乎到为什么8-10月的黄金行情有着极强的反身性。
- 一个常见的解释是美债供给过剩导致其“无风险”属性受损，市场开始定价“主权信用风险”，黄金的最强刚性配置盘来自从美债市场中抽离的，将黄金视为“无主权货币”的资金。这个叙事往往由零碎的信息拼凑而成，如在讨论8月开始的黄金上涨中经常提及8月发行遇冷。在此，以一级交易商的撮合行为来切入，来探讨黄金在从实际利率驱动转向2023年之后的“财政+信用溢价”驱动的定价模式。
- 此处需要特别关注2月和8月，这两个月份是传统的长端美债大交割月，背后是“美国缺乏财政纪律—必然以通胀稀释债务—投资者对长端美债不信任—部分资金在大交割日后选择不再买美债—推动黄金上涨”的逻辑。自2023年后一级交易商在长端美债发行时撮合交易量明显升高，这意味着既有的美债投资者不愿直接再投资，一级交易商要在二级市场上做更多的撮合交易，同时能看到对黄金ETF的刚性买入。

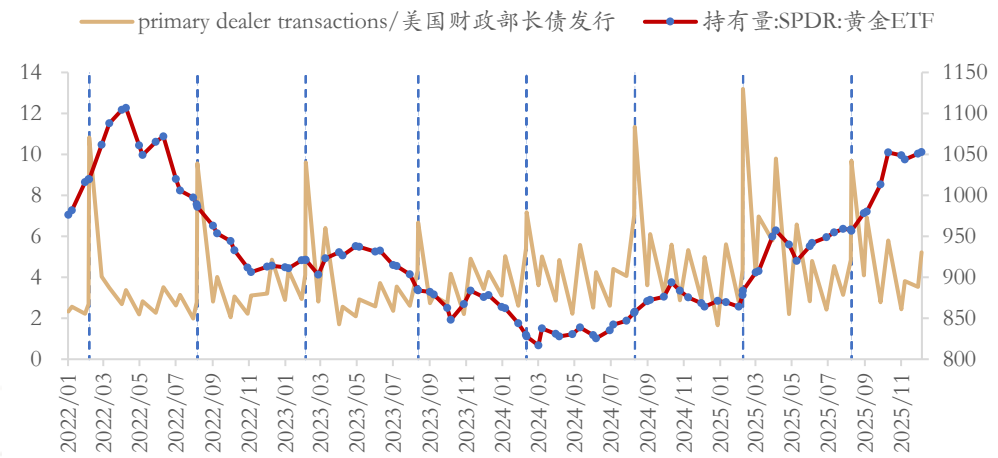
图表30：PD交易量/长端美债发行与伦敦金现



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表31：PD交易量/长美债发行与黄金ETF持仓



资料来源：wind，中邮证券研究所

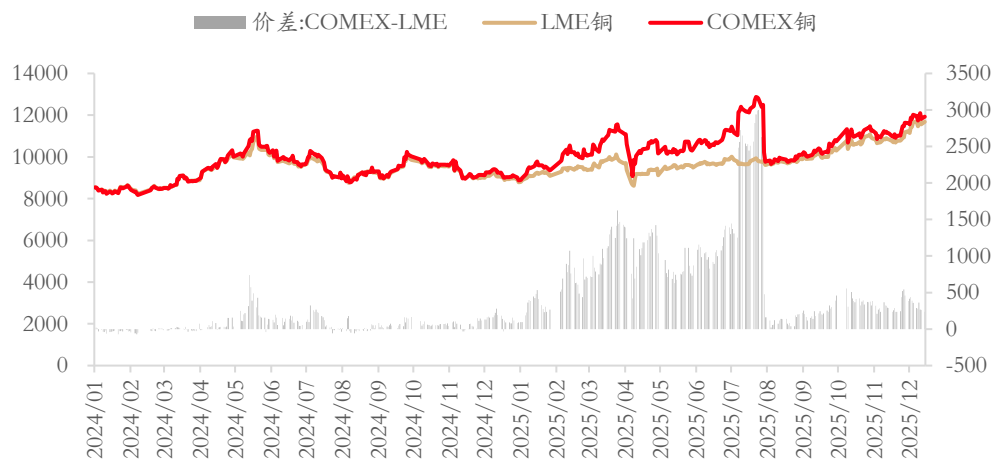
## 2.1 跟着黄金牛市的鼓点起舞

- 在上一页中，一是说明了随着美国财政赤字增加一级交易商库存压力不断上升，在2023年11月后一级交易商库存比例就长期处于2014-2022的最高值上方。二是在2023年11月之后，黄金上行的节奏和一级交易商库存比例的波峰极其吻合，由于波峰是美国财政部发行长端美债带来的，也就是意味着相对于去揣测美联储的政策意图，关注美国财政部的季度再融资方案可能对黄金的买点更优参考价值。
- 再回到黄金的刚性需求盘上，买入30年期美债的资金，绝大多数不是为了炒作价差的快钱，而是全球的、保险资金、各国央行的外汇储备，这类资金必须持有长久期资产来匹配负债端。传统逻辑下美债是无风险资产，只要收益率给到4.5%就可以接受。但在美债供给冲击下，买入长债随时可能因为下一次拍卖失败而下跌，并且也担心美国为了还债而稀释美元。对于长钱来说，美债不再是完美的“无风险压舱石”。当这笔必须要配置长久期资产的“巨额长钱”发现美债不可靠时，会发现黄金是世界上唯一的替代品。从这个角度来理解的话，为什么资金以刚性需求盘的姿态涌入黄金ETF也就很好理解了。
- 对于降息对于黄金定价的指导，在美债发行主导黄金上涨节奏的背景下，这更可能是另一种Fed put的微观表现。面临美国国债的发行压力，市场会预期美联储降息来减轻负担。但由于美联储一直以来都以通胀和失业率为政策目标，这中Fed put兑现的概率较低，这也就解释了为什么2025年在降息预期幅度并不大的情况下，为什么黄金市场会定价如此猛烈，降息预期可能只是背后真正驱动因素在债券市场的微观表现。
- 在此框架下，也就可以对2026年的黄金节奏进行展望：目前看来所有黄金上涨的叙事逻辑在2026年都看不到确定的反转风险，那么更重要的就是节奏的判断。2026年黄金最大的机会或在2月，一是美国临时拨款法案可能在年初耗尽，届时两党博弈的结果终将指向提高国债规模，二是2月本身是美国财政部的传统发债高峰，二者叠加也就意味着长端美债的供给高峰可能出现在2月，黄金受刚性需求盘驱动的行市又有可能上演。

## 2.2 铜价的歌舞升平与裂缝

- 按照前面两个体系嵌套的想法，美国体系的最大问题是增加供给，这就会必然导致生产资料的再分布。这个叙事在可见的未来都会成立，于是在2026年，相比供需矛盾，分布不均的故事会更在眼前。
- 目前LME和COMEX的铜差价在美国铜关税政策落地后依然存在，虽然和关税落地之前3000美元/吨的价差极值相比减少了很多，但仍维持在300美元/吨的水平。对于铜这样的国际大宗而言，地区差价的存在就必然导致跨境套利。于是COMEX的铜库存在2025年3月开始一路飙升，目前已经达到40万吨的水平。显然只要COMEX相较于其他市场的正差价存在，这个由区域错配驱动的铜价上涨的故事就依然能讲下去。

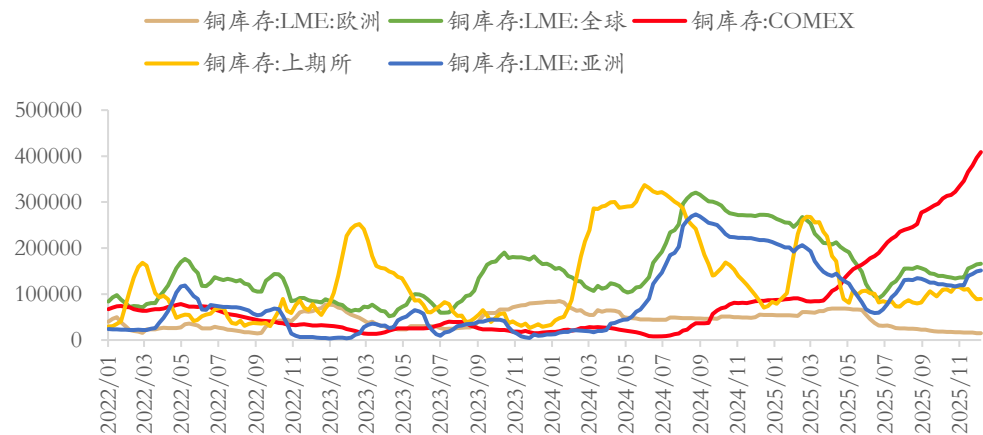
图表32：LME-COMEX铜差价



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表33：全球铜库存分布

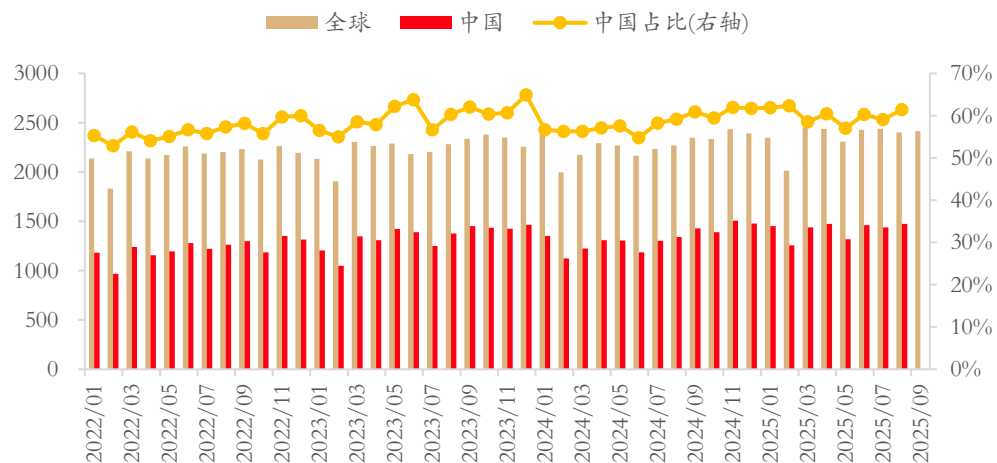


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.2 铜价的歌舞升平与裂缝

- 但美国囤积的天量铜库存真的不是一个房间中的大象吗？根据ICSG数据，美国的精炼铜消费量大概是13万吨/月，这就意味着光是在COMEX的铜库存就已经能够满足美国3个月的铜精炼铜需求，这显然是一个极度偏高的库存规模，基本是特朗普上台前的20倍。对于持有这些铜的贸易商来说，即使未来LME和COMEX的价差消失，再花费仓储费和运费把铜运离美国也是亏损，只有LME相较COMEX有较大的正价差它们才有动力反向运输，这就意味着在相当程度上这些铜库存已经被锁死在了美国。
- 在此就有一个矛盾：如果美国对精炼铜的需求是真实的，那么就不应该有如此畸高的库存堰塞湖；如果这些库存是过剩的，那么如此高的库存早该导致价格崩盘，而不是依然维持COMEX-LME的正价差。

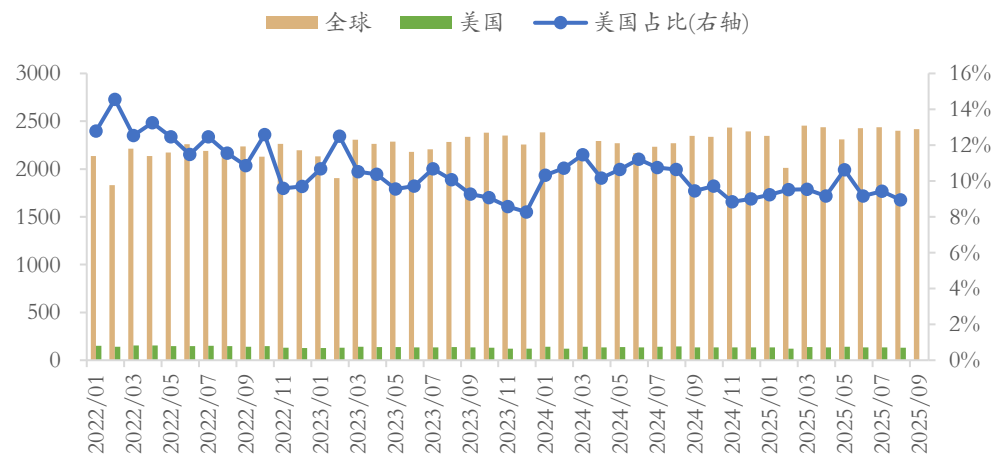
图表34：全球及中国精炼铜消费量（万吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表35：全球及美国精炼铜消费量（万吨）

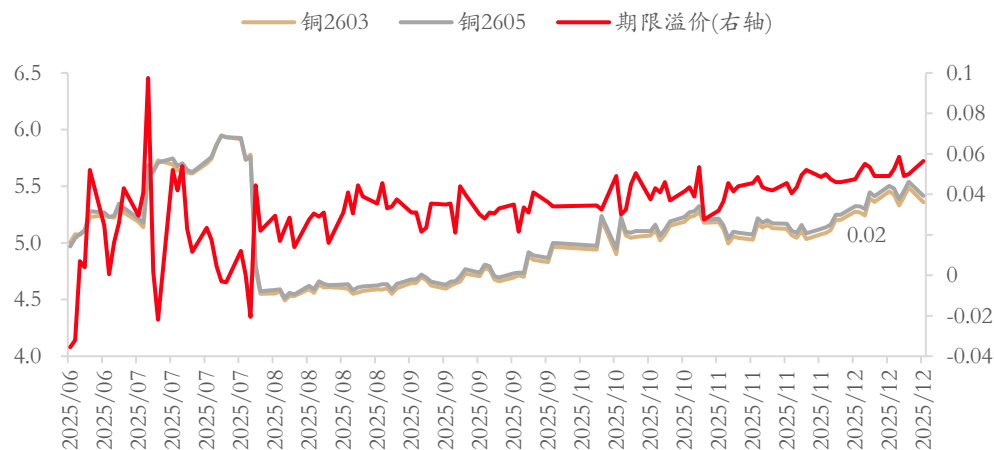


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.2 铜价的歌舞升平与裂缝

- 唯一的解释是这部分库存被用来抵押融资了。于是一个融资性贸易的闭环就此完成：
- ①囤货：贸易商买入精炼铜，运往COMEX仓库；
- ②抵押：将仓单（质押给银行，获取美元流动性）；
- ③对冲：在期货市场做空以锁定价格风险，或者赌全球铜价上涨覆盖利息。
- 对于贸易商来说，**利润 = COMEX溢价 + 期货升水 - (资金利息 + 仓储费 + 潜在关税损耗)**，除了COMEX溢价之外，期货升水是融资性贸易能成立的另一个条件。另一方面，由于当前Comex铜融资性交易的本质，其也受美债收益率和降息预期，相比更注重“财政+信用”定价的黄金，铜价对预期联邦基金利率更为敏感。

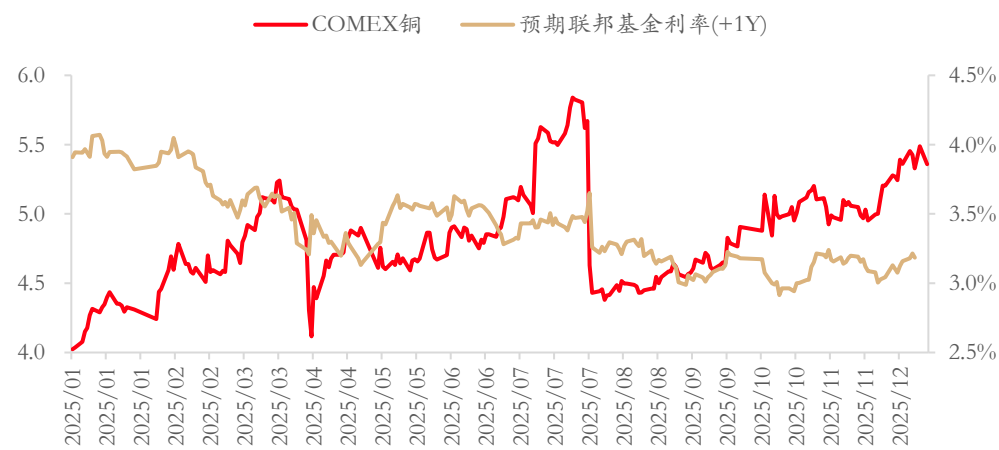
图表36：COMEX铜期限溢价



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表37：COMEX铜与预期联邦基金利率

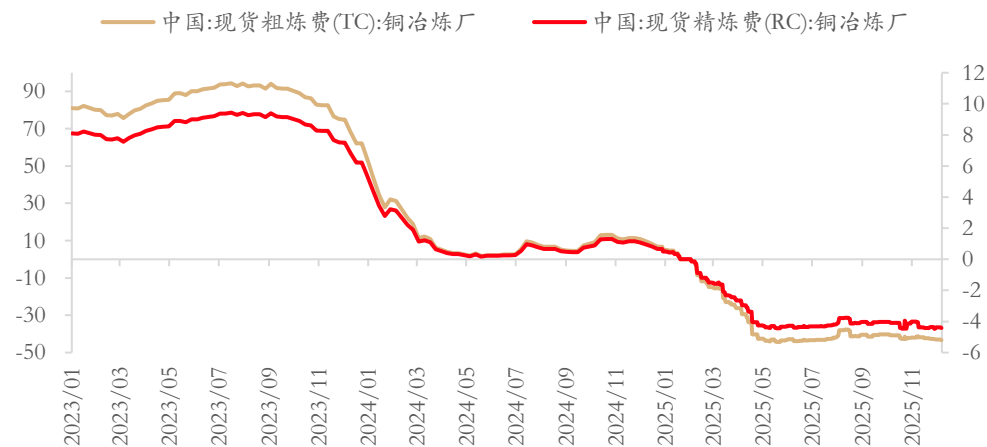


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2.2 铜价的歌舞升平与裂缝

- 铜价的上行建立在一个脆弱的供给短缺故事上，当然从供需平衡表的角度可以找到AI、电力建设方面的需求和矿山品质下降、事故减产来论证一个2026年面临铜供给紧平衡的故事。但是这个紧平衡的故事作用于矿端，全球范围内紧平衡的是铜矿，而不是精炼铜。这就涉及到TC/RC的定价问题，支持铜价上涨的一个叙事逻辑是“铜精矿加工费（TC/RC）暴跌 -> 矿不够了 -> 精炼铜将短缺 -> 利多”。但这个叙事逻辑需要一个前置条件，TC/RC的下跌是更下游电解铜需求驱动的，而不是冶炼厂内卷导致的。从当前偏高的国内社会库存来看，这个前置条件是不成立的。
- 这也就意味着市场或许将“原料紧张”错误等同于“成品紧张”，从而维持了高价。如果国内铜冶炼厂去产能落地，反而会成为刺破泡沫的那根针，一旦“炼厂减产->发现并不缺精炼铜-> TC/RC反弹->市场发现原来并不缺矿”的逻辑链条成立，国际铜价面临的就不仅仅是累库带来的消化压力，还要面对金融属性去杠杆的压力。

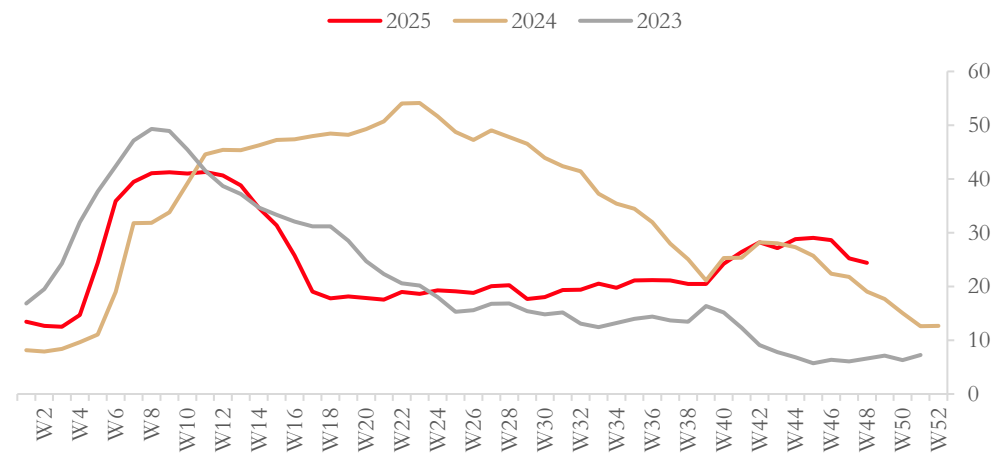
图表38：铜矿加工费（TC:美元/干吨,RC:美分/磅）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表39：中国精炼铜社会库存(万吨)



资料来源：wind，中邮证券研究所



三

## A股流动性：周期涌动和平抑波动

13.存款搬家和托宾的Q

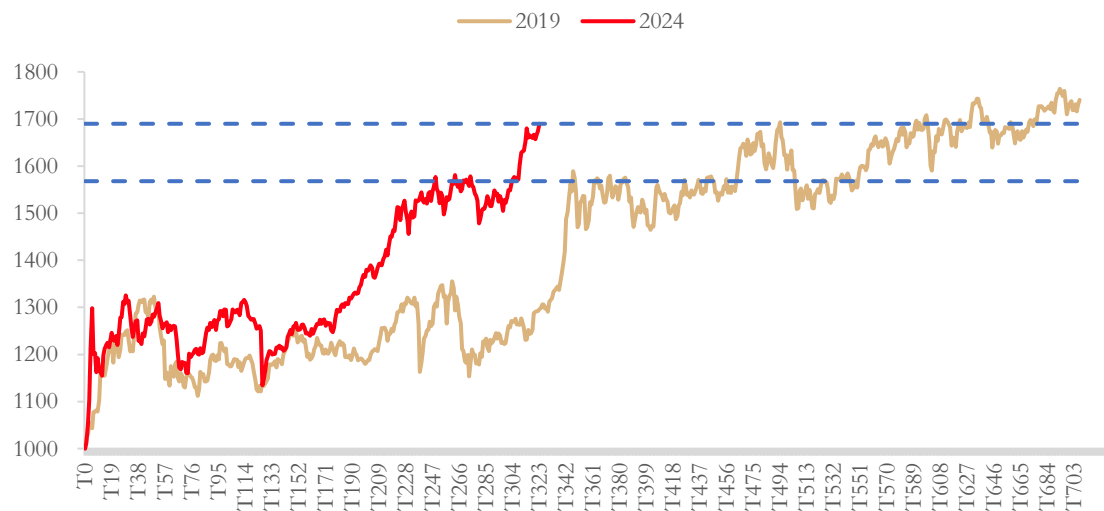
3.2 地产黎明前的夜

3.3 有形的手

# 3.1 存款搬家和托宾的Q

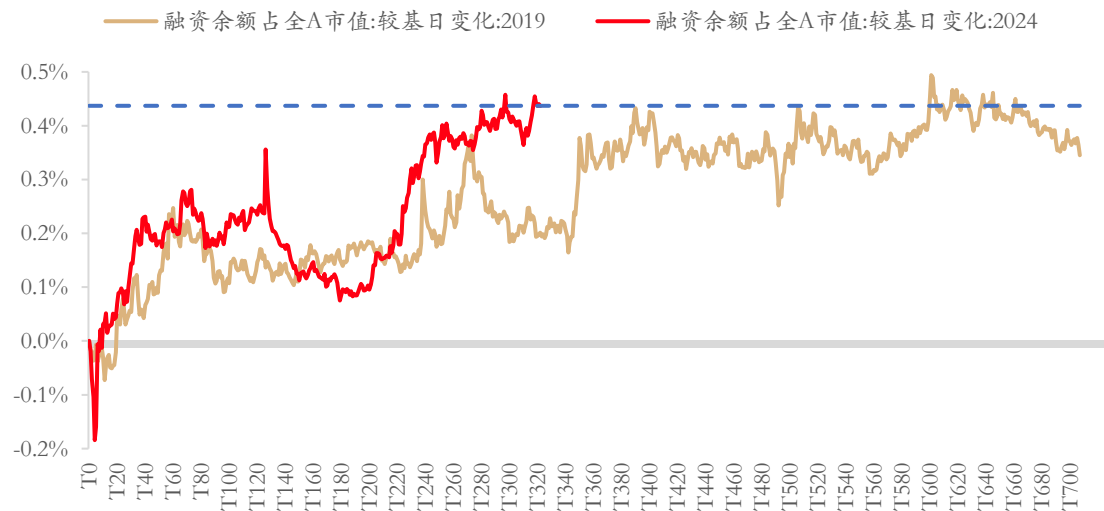
- 当前市场的阶段性涨幅已经接近2020年6月的水平，对比2019年行情，后续进入了以居民存款搬家为资金来源由公募类机构主导的结构性慢牛行情。从指数行情的发展来看，当前已经达到了2019年开始的牛市行情的后半段中枢位置。从融资余额的增量来看，也已经到了2019年牛市后半程的稳定位置。
- 对于当下A股而言，自2024年9月24日开始的行情主要催动力量是估值修复，由于行情出发原点和节奏和2019年开始的牛市都极为相近，故认为单纯估值抬升的空间已经不大，后续要参照2020年6月后的行情演变。2020年6月开始的牛市后半程主要由存款搬家驱动，对于2026年指数层面的A股，能否找到同样的长线资金作为支撑，将是决定全年走势的核心因素。

图表40：2019与2024年牛市万得全A指数



资料来源：wind，中邮证券研究所。注：数据经标准化

图表41：2019与2024年牛市融资余额占全A市值变化

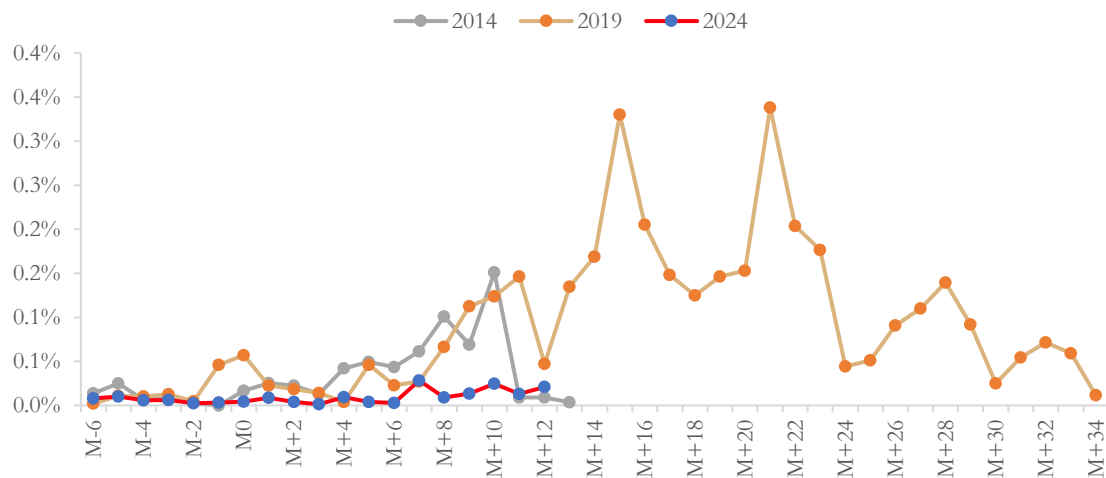


资料来源：wind，中邮证券研究所。注：数据经标准化

# 3.1 存款搬家和托宾的Q

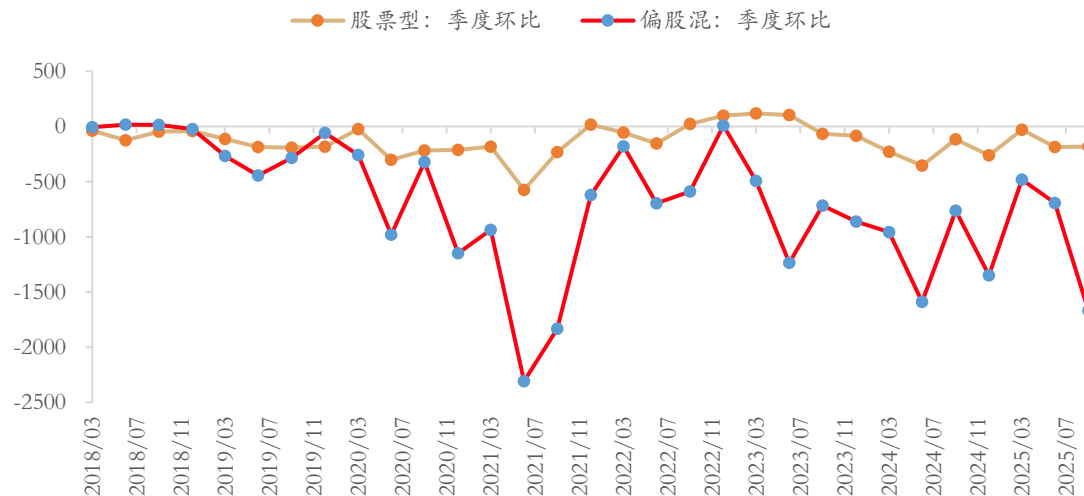
- 当前居民存款搬家力度偏低体现在主动偏股基金的遇冷上。如图42所示，2019和2024年三轮牛市期间月度主动偏股基金（普通股票型+偏股混合型）的新增发行额与A股总市值之比，可见2014和2019年这一比值整体抬升的趋势非常接近，而2024年9.24行情启动至今这一比例明显低于过往两个牛市周期，说明居民通过认购新发主动偏股基金参与市场的力度偏弱。在新发基金规模偏低的同时，存量基金依然有明显的净赎回动作，在2025年三季度存量主动偏股基金的赎回动作明显加强，居民也没有通过存量基金入市。

图表42：偏股型公募新增发行额与A股总市值之比 (%)



资料来源：wind，中邮证券研究所。注：数据经标准化

图表43：存量主动偏股基金的赎回份额 (亿)



资料来源：wind，中邮证券研究所。注：数据经标准化

# 3.1 存款搬家和托宾的Q

- 当然在目前市场环境下还需要考虑居民通过ETF积极入市的可能性，以ETF基金的个人投资者和机构投资者分别所持份额比例为基础进行估算，如图所示为估算所得的两种投资者净买入ETF的金额。本次牛市过程中居民并没有出现大幅净买入ETF的动作，居民累计净买入的增长斜率和2018年以来的历史均值大致相同，反而是机构资金出现了多次明显的大幅加仓行为。
- 综上所述，在融资盘、主动偏股型公募和ETF的微观结构上，居民资金在本轮牛市中的参与力度是较弱的，居民存款搬家流入股市的叙事逻辑或许在事实上并不成立。在本文的二元流动性框架下，当前是由企业资本主导的第一阶段的尾声，居民向股市大规模的存款搬家行为尚未发生。

**图表44：ETF个人与机构累计净买入（亿元）**



# 3.1 存款搬家和托宾的Q

- 如果单纯看居民存款和A股之间的关系，所示确实存在着微弱的负相关性，但显然无法简单根据居民新增存款的变动来进行A股投资。在2014和2024年两次居民新增存款负增长后虽然都出现了牛市，但也有陷入熊市的2017-2018年和有盛转衰的2021年下半年。再有2014和2024年从居民新增存款增速转负到牛市启动之间经过了漫长的蛰伏期，这和当下行情启动领先于居民新增存款增速转负的情形也差异颇大。
- 按照“居民存款搬家”进行推导，可以得到“流动性宽松 → 利率下降 → 存款、理财收益降低 → 居民寻求更高收益资产 → 资金流入股市”的资金转移路径。从单纯的“存款—A股”视角扩展开，居民净存款与万得全A指数之间有着更为明显的负相关性，尤其2021年后由居民新增贷款减少导致的净存款大幅增长更好地刻画出了当时居民资产负债表萎缩对A股带来的压力。

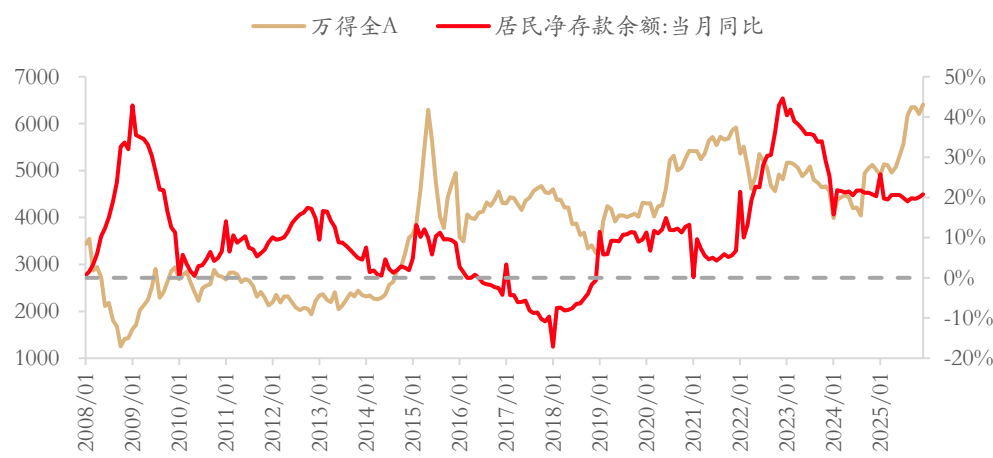
图表45：万得全A指数与储蓄存款同比增速



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表46：万得全A指数与净存款同比增速

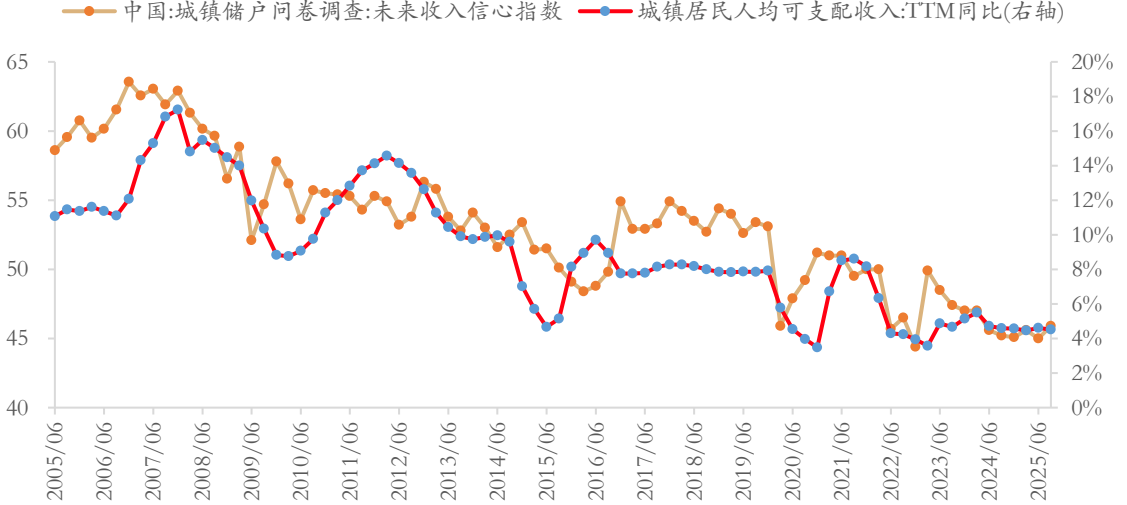


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 3.1 存款搬家和托宾的Q

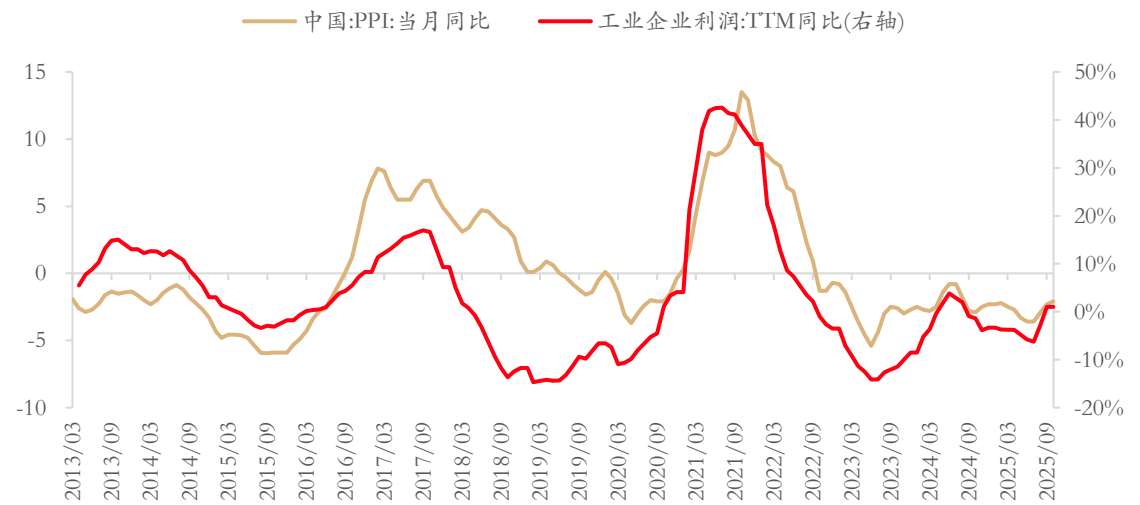
- 居民存款搬家触发牛市在逻辑上也存在较大缺陷。A股的牛市往往发生在经济增速放缓时，如图所示2014、2019和2024年牛市启动前
- 国内均处在PPI和工业企业利润长期为负的通缩和工业部门承压环境。并且这种压力也传导了居民的收入端，如图所示2014和2024年
- 时储户调查问卷显示居民对未来收入信心萎靡，城镇居民人均可支配收入增速在2014年显著下滑而在2024年则也持续维持低增速。
- 2019年开始牛市也是在可支配收入增速长期下移的背景下展开的，更遑论期间还受到了新冠疫情影响。由此也就引出了居民存款搬家触
- 发牛市最大的矛盾点，居民在经济下行且预期收入减少的宏观背景下为什么要选择进行存款搬家去承受更高的风险呢？

**图表47：未来收入信心指数与人均可支配收入 (%)**



资料来源: wind, 中邮证券研究所。注: 数据经标准化

**图表48：PPI与工业企业利润同比(%)**

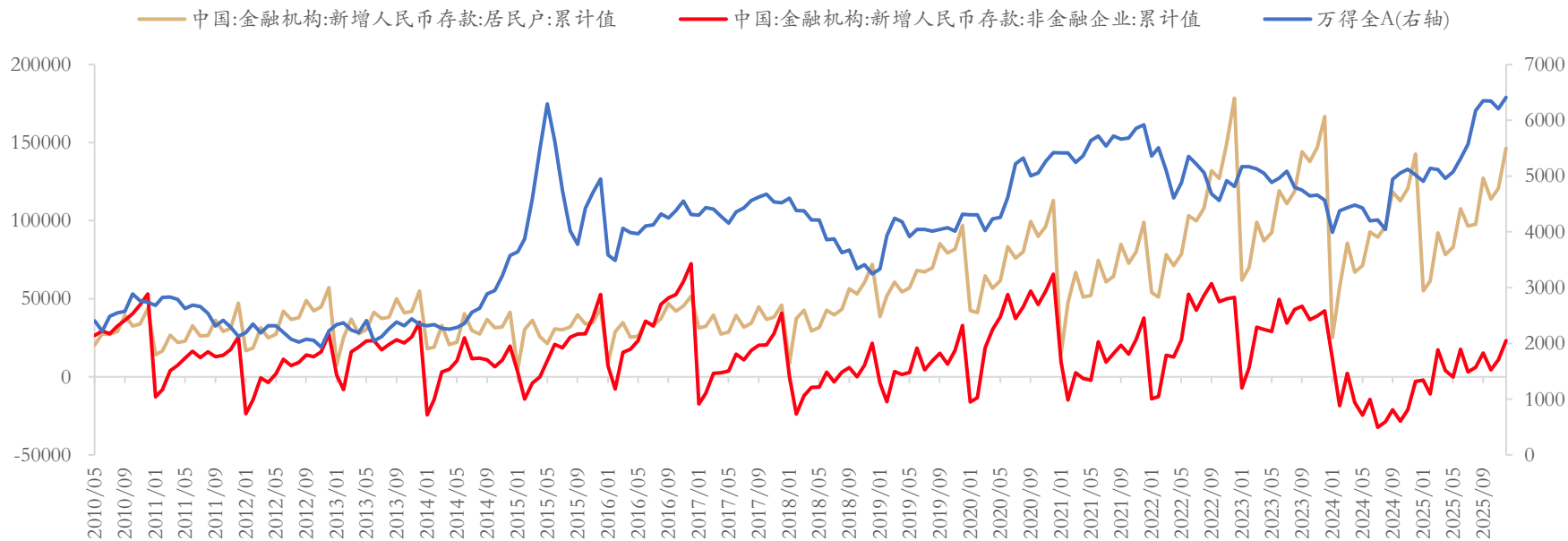


资料来源: wind, 中邮证券研究所。注: 数据经标准化

# 3.1 存款搬家和托宾的Q

- 新的视角：真正触发A股牛市的流动性扳机更多来自实业资本，而非居民储蓄。**托宾Q（公司的市场价值/资产重置成本）被用来衡量实体经济和虚拟经济之间的性价比，托宾认为当 $Q < 1$ 时购买现成的产能比新增投资更有经济性，企业会倾向于收购而非投资。实业资本在投资回报率降低乃至无利可图的情况下为了追求更高的投资回报或将停止扩大再生产，转而进入股市去寻求更高的投资回报。
- 居民部门资金进行资产配置底层需求是财富增值，在追求收益率的同时也非常看重风险回避，从行为特征上来看更像是趋势的跟随者；而产业部门资金更多由资本逐利的本性驱动，对风险的承受能力更强，更有可能在投资回报率底下的宏观环境中主动求变成为A股的边际流动性增量扣动牛市的扳机

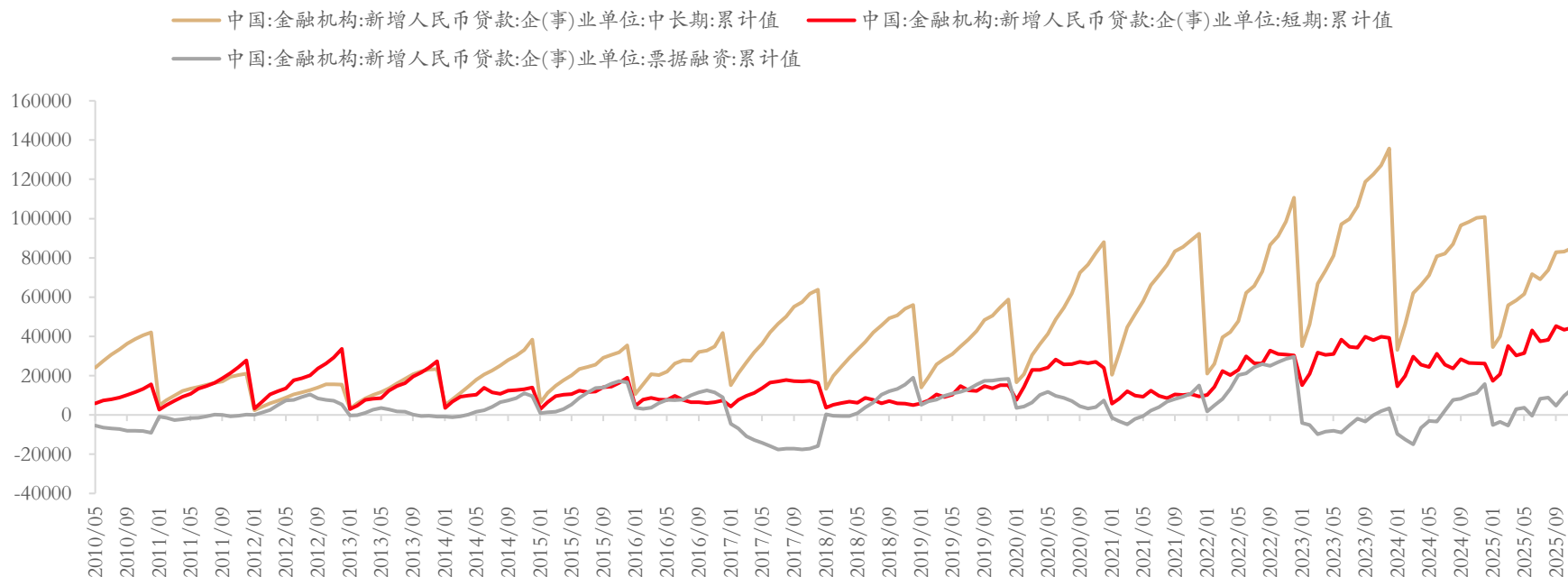
图表49：居民与非金融企业新增存款（亿元）



# 3.1 存款搬家和托宾的Q

- 想要完成“企业存款搬家”的逻辑闭环需要至少观察到两个节点：①企业资本转移的动力，即企业部门收益率下降、②企业资本的去向。其中①已在上文中通过工业企业利润和PPI两个宏观指标得以证实，现在将注意力集中到企业资本的动向上去。由于企业资本入市渠道以信托、私募基金、专项计划等为主，无法细化跟踪其进入A股的具体情况，在此选择反证的方式。
- 在2014、2019和2024企业存款低增的同时，企业融资端特点：①已经或正在经历一个企业中长贷高增周期；②企业短期贷款正在经历下行；③企业票据融资正在经历冲高。由于企业部门没有储蓄和消费需求，其存款去向只有投资与偿还贷款，融资端的特点指向“金融扩张与实体收缩”的矛盾搭配。其内在逻辑在于，中长期贷款的高增主要用于债务滚动而非资本开支，短期贷款的主动少增印证了实体需求的疲弱，而票据融资的冲高则成为资金脱实向虚、进行金融套利的典型通道。

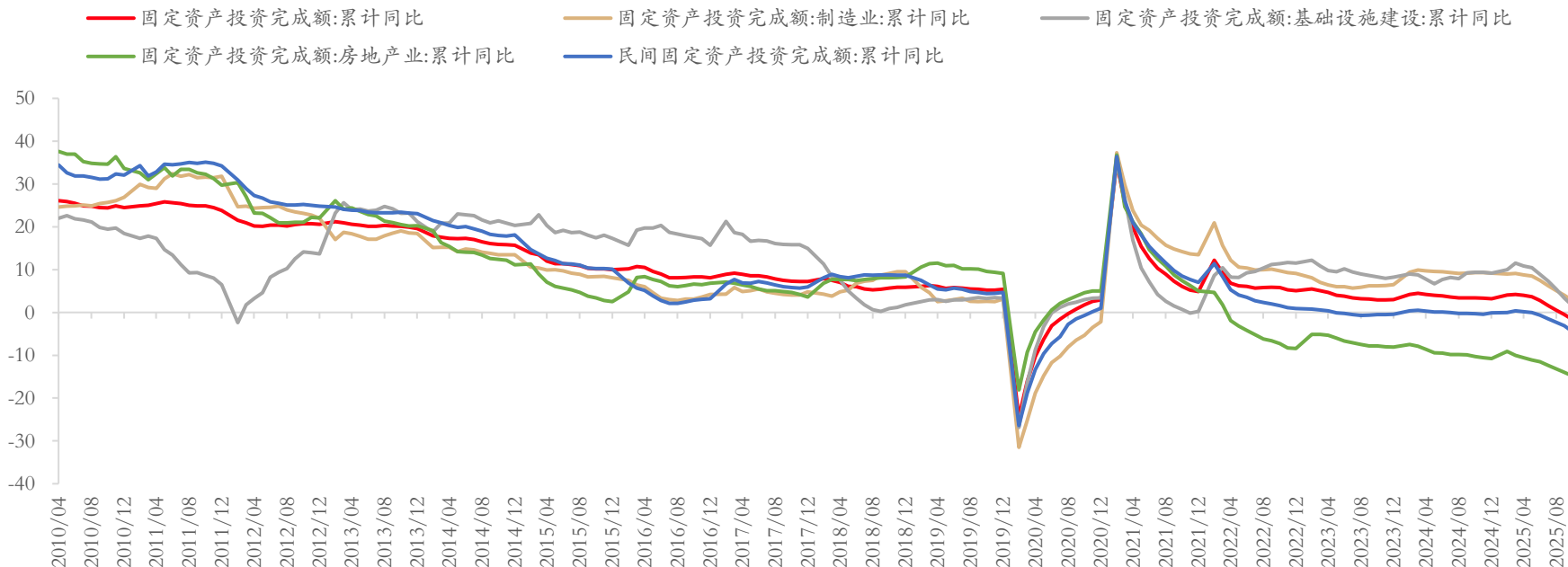
**图表50：居民与非金融企业新增存款（亿元）**



# 3.1 存款搬家和托宾的Q

- 企业融资端的以上3个特点和企业存款少增也完全可以指向信贷发放后快速完成投资支出，未在企业的存款账户上停留。但在2014、2019和2024三次牛市对应的是固投增速偏弱的宏观背景，这也就意味着企业存款的减少并不指向更多的投资支出。
- 至此，可以构建一个新的二元流动性框架，在传统框架往往更多考虑居民储蓄对权益市场的基础上也将企业部门的资金行为纳入其中。于是可以把A股由流动性触发的牛市划分为3个阶段：
  - ①点火期（企业资本逐利主导）：经济下行 → 政策宽松 → 实业ROIC下降 → 企业资本面临“资产荒” → 资本脱实向虚外溢至股市。
  - ②加速期（居民储蓄搬家主导）：企业资本入市推升市场 → 产生赚钱效应 → 吸引居民资金通过基金、直接开户等方式入市。
  - ③泡沫与转折：两类资金形成正反馈，催生牛市。但当实业ROIC回升或金融监管收紧（杠杆去化），企业资本率先撤离，正反馈逆转。

图表51：固定资产投资完成额分类（%）

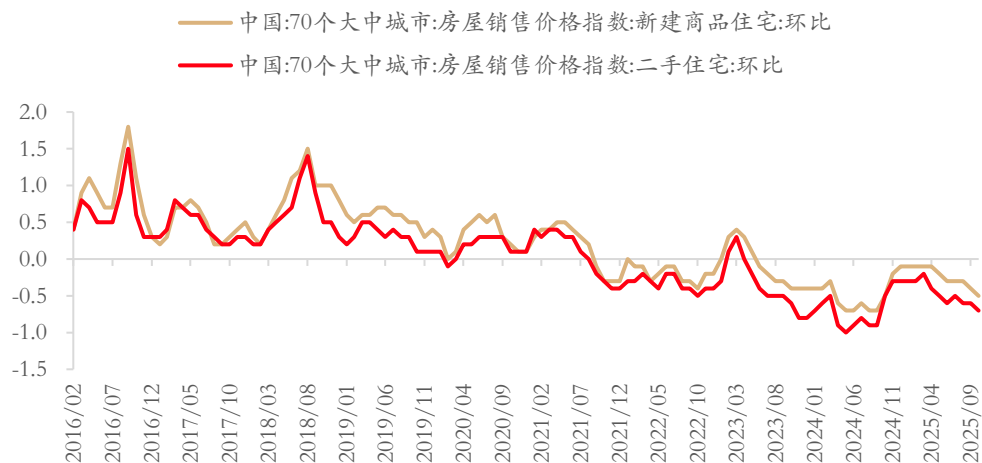


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.2 地产黎明前的夜

- 房地产市场转冷是当时居民资产配置行为转向的重要背景。如图所示，在2021年9月开始我国70个大中城市的新建商品住宅和二手住宅价格指数都环比转负，开启了持续至今长达5年的房价下行周期。另有如图所示，在成交价下行的同时住宅商品房的销售面积和销售额都快速萎缩，在2021年的四季度就已经能观察到月度数据的快速走低。

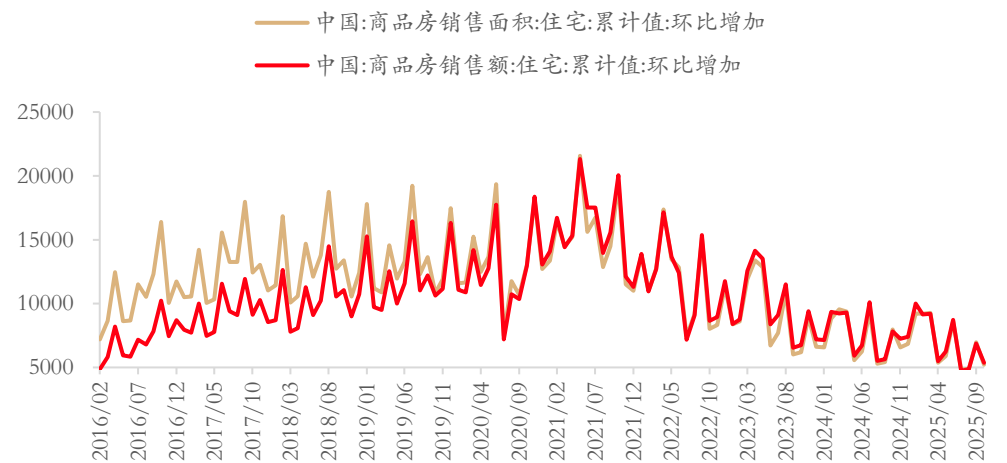
图表52：70个大中城市房屋销售价格指数环比(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表53：商品房销售面积与销售额月环比(%)

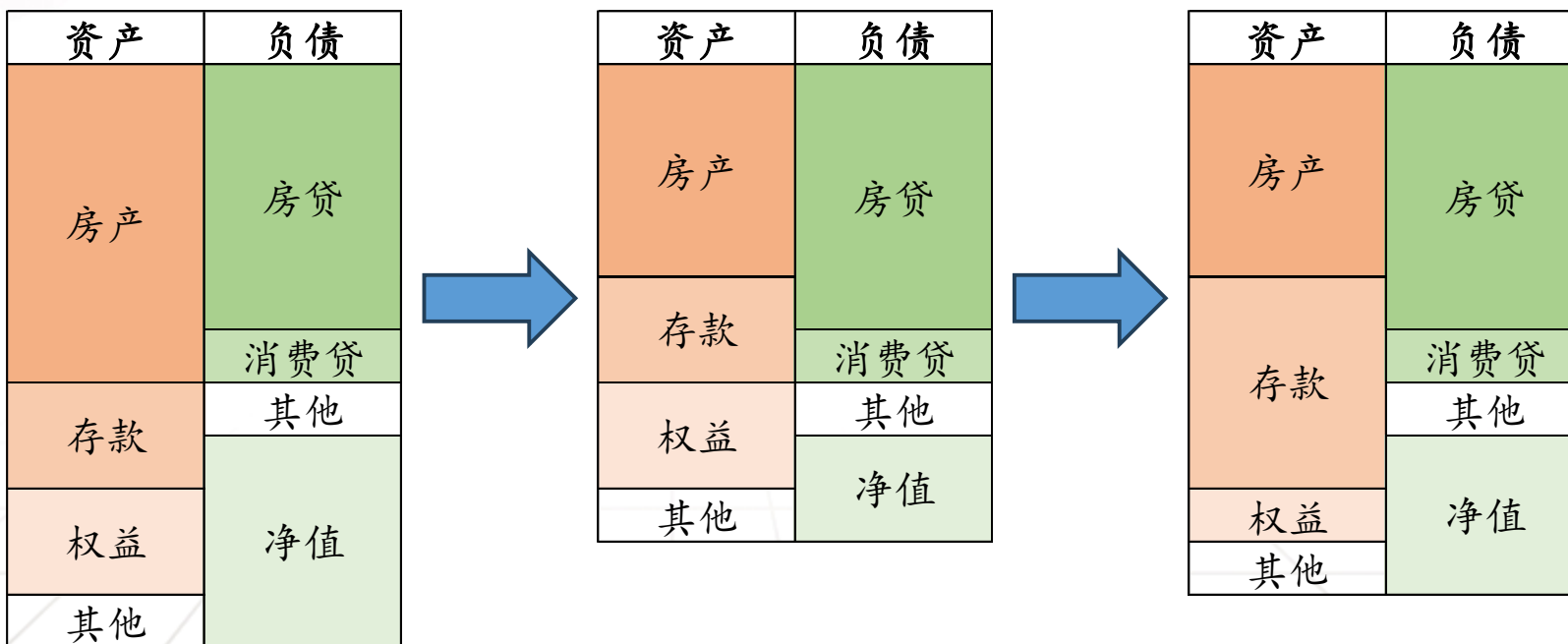


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.2 地产黎明前的夜

- 房市下行对A股市场的拖累主要通过居民资产负债表调整产生。在房价下跌的居民资产负债表衰退过程中，居民的资产净值减少，而居民部门出于预防风险和提前偿还贷款等需求，将被迫增加存款在整个资产配置中的比重，直到资产净值重新回到恰当水平。
- 居民资产负债表修复是一个宏大且复杂的命题，在此主要关注房价能否在2026年完成触底回升，这将在相当程度上回答居民是否会放弃超额储蓄的行为开始存款搬家为A股带来增量资金。

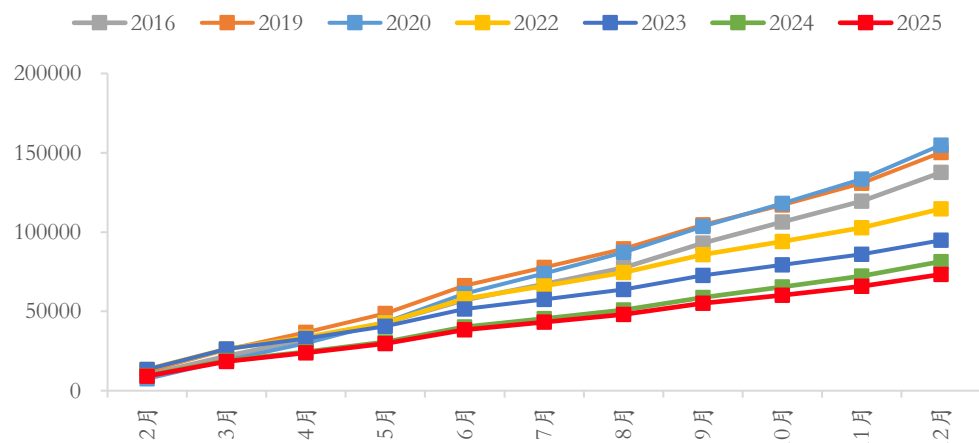
图表54：居民资产负债表调整示意图



## 3.2 地产黎明前的夜

- 从量的角度来看，底部并不会太远。按照线性外推来估计，2025年全国商品房销售面积在7.5亿平方米左右，二手房成交面积也在7.5亿平方米左右，二者相加所代表的实际购房需求大致为15亿平方米，这和2024年的15.3亿平方米在同一水平。从各省市商品房销售面积来看，已经有部分省市的同比销售面积预计将会转正，其中就包含湖北和河北两个市场规模较大的省份，其余大市场规模省份的销售面积同比增速预计将在-10%以上，只有江苏的商品销售面积依然有较大幅度的负增长。

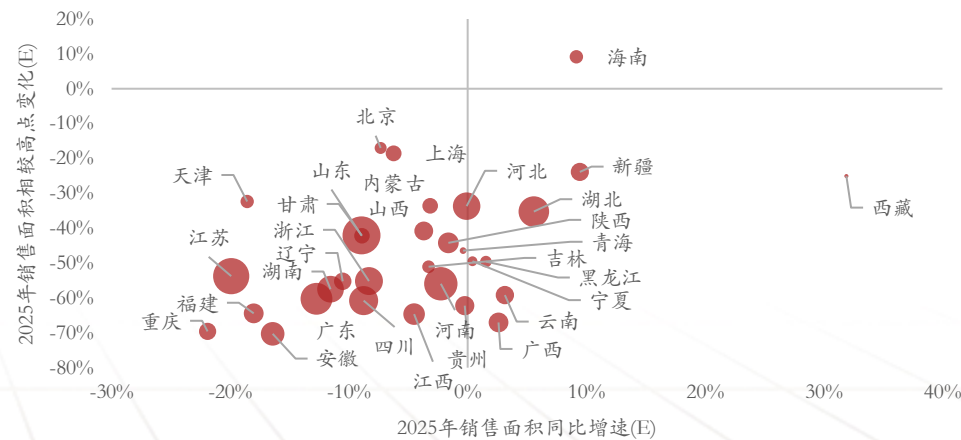
图表55：住宅商品房销售面积（万平方米）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表56：各省市2025年商品房销售面积同比增速

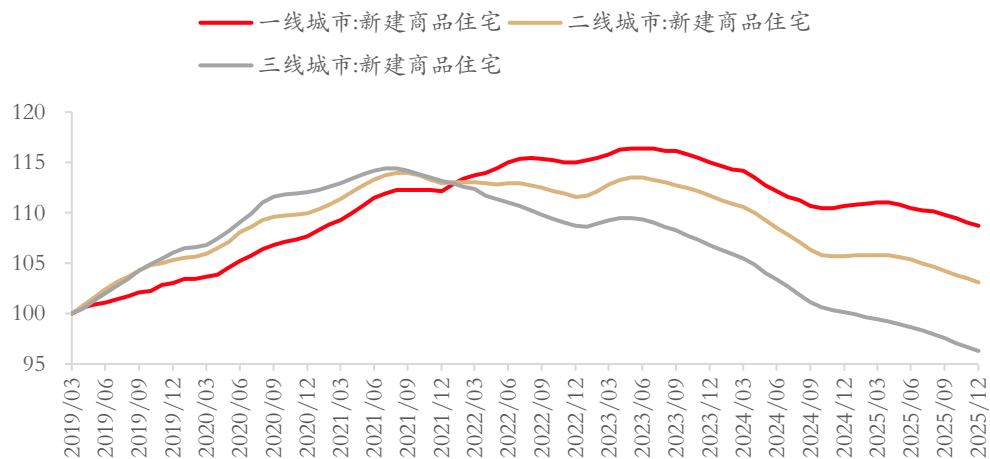


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.2 地产黎明前的夜

- 但在本篇报告的视角下，楼市的价格底显然是更重要的那一个，只有见到房价的企稳乃至回升，居民资产负债表端的压力才会出现真正缓解，届时居民超额储蓄和持续缩表的行为也就会自解。但就2026年而言，不仅还见不到楼市的价格底，还要经受黎明前最黑的夜。
- 2026年楼市价格方面最大的风险点在于一线城市房价或将进入补跌。以2019年1月为基点计算70个大中城市的新建商品房和二手房价格指数，在2025年4月之前一线城市二手房受益于9.24新政带来的需求一度出现止跌回升，但在2025年二季度后一线城市二手房跌幅快速扩大，跌速已经超过二三线城市。

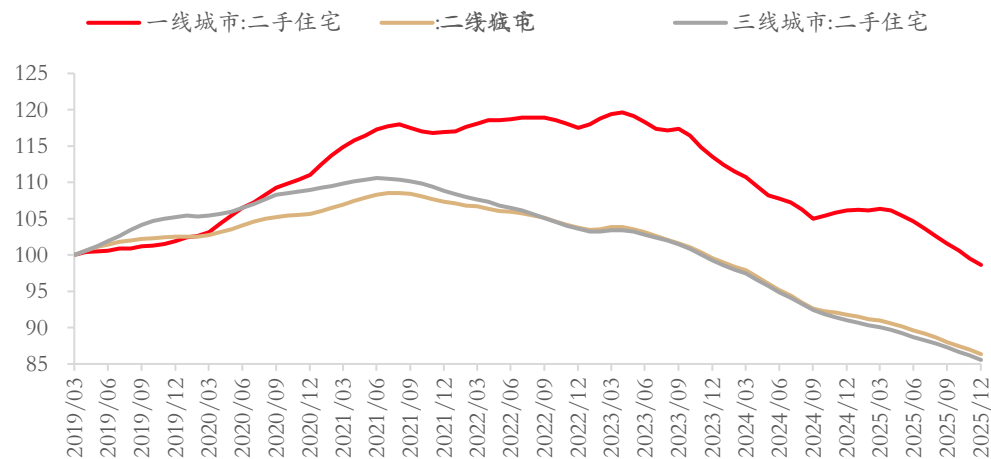
图表57：各线城市新建商品住宅价格指数



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表58：各线城市二手住宅价格指数

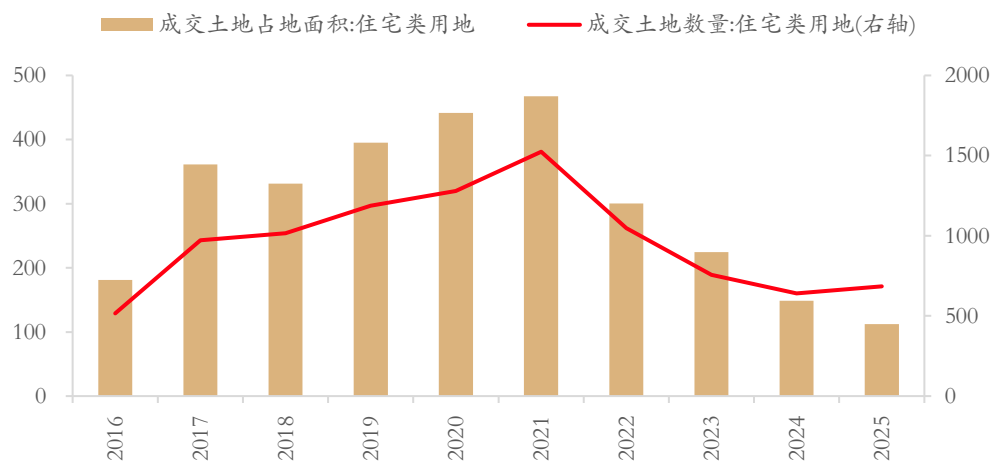


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.2 地产黎明前的夜

- 回顾此前提到的房产通过居民资产负债表影响A股的路径，相比新房价格，更能代表资产负债表中房产账面价值的二手房价显然是房价指标中更重要的那一个。于是现在需要思考一线城市二手房价下行的原因，以及在2026年能否看到一线城市二手房价的企稳回升。毕竟一线城市房产的单套价值要远高于二三线城市，如果一线城市的二手房价继续下行，其对居民资产负债表的破坏力要更甚，存款搬家面临的阻力也就更强。
- 次新房的集中入市是一线城市二手房价承压的原因。一线城市在2019-2021年曾迎来一波土地出让成交的高峰，同时也能观察到商品房成交面积不断攀升直到2021年达到高点。虽然一线城市目前已经将免征增值税的年限下调至2年，但个税免征依然按5年处理，一线城市二手房交易中依然看重“满五唯一”的概念，次新房的抛压或带来较大的二手房价格压力，黎明前的夜可能会更黑一些。

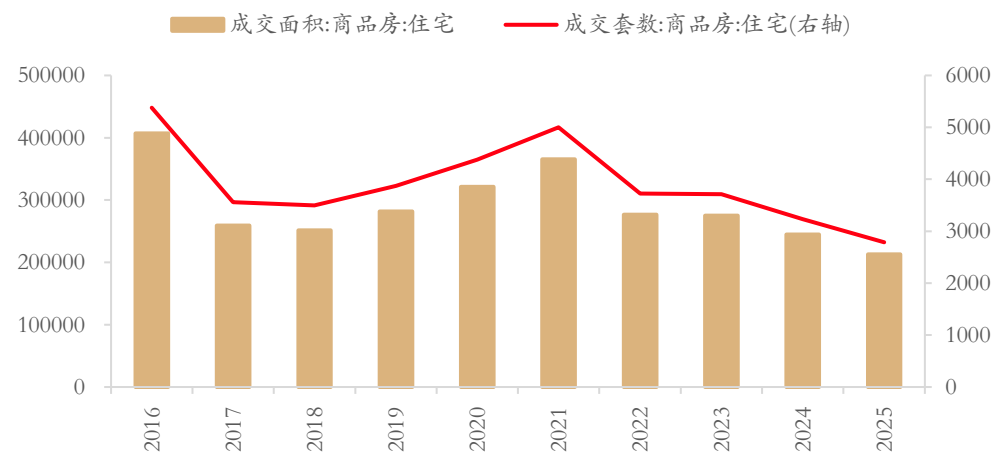
图表59：一线土地成交面积（万平米）及宗数



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表60：一线城市商品房成交面积(平米)及套数

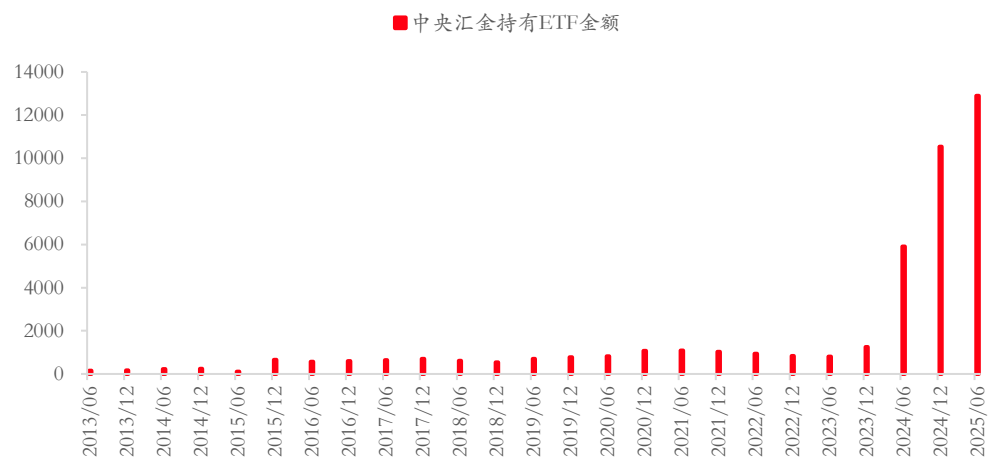


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.3 有形的手

- 既然2026年一线城市二手房价有下行风险，居民资产负债表改善后主动做存款搬家的可能性下降，A股会重回持续性的单边下跌行情吗？对此倒不必悲观，自2024年9.24行情以来，拉动居民资产负债表中的权益项来改善净资产也成为了一个可行的选项，也就是用“有形的手”来承托市场的下行压力。对于“有形的手”对A股的作用，当然可以简单理解为需要对A股有着底线思维，但如果能理解“有形的手”的能力边界，将会有利对理解A股在2026年的波动区间。
- “有形的手”中最具代表性的就是被广泛认为代表国家意志的中央汇金，至2025年中报，中央汇金持有的A股ETF金额已达12899亿元。从节奏上来看，中央汇金是从2024年开始大幅度买入。从买入指数来看，沪深300是2024年以来中央汇金的主要工具，上证50的占比明显下降，同时也能注意到中证1000的使用规模快速上升。

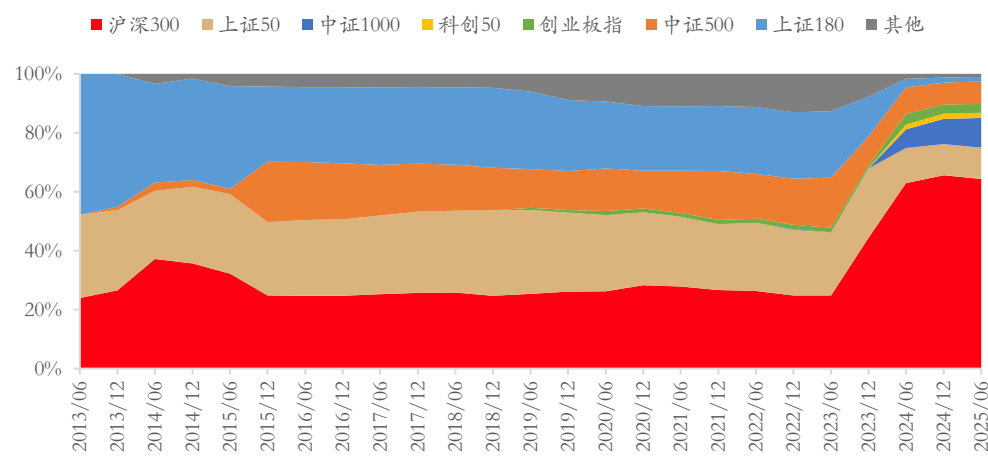
图表61：中央汇金持有ETF金额(亿元)



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表62：中央汇金持有ETF对应指数分类



资料来源：wind，中邮证券研究所

### 3.3 有形的手

- 在此前对ETF净流入来源拆解的基础上，能够进一步跟踪中央汇金的操作思路。如图所示，中央汇金通过ETF来起到平准作用的行为大致开始于2024年1月底，在1月22日国务院常务会议专题听取资本市场汇报强调要“采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心”后可以看到中央汇金开始持续性地买入ETF进行维稳，而在2月5日A股出现阶段性底部后中央汇金就不再有大规模增持ETF行为。从之后中央汇金的操作行为来看，其只会在市场下跌，尤其是像2025年4月初美国关税冲击那样的突发利空来袭时，会大规模地进行买入，而在上涨时中央汇金会倾向于卖出，将其ETF总头寸维持在一个较为稳定的水平。

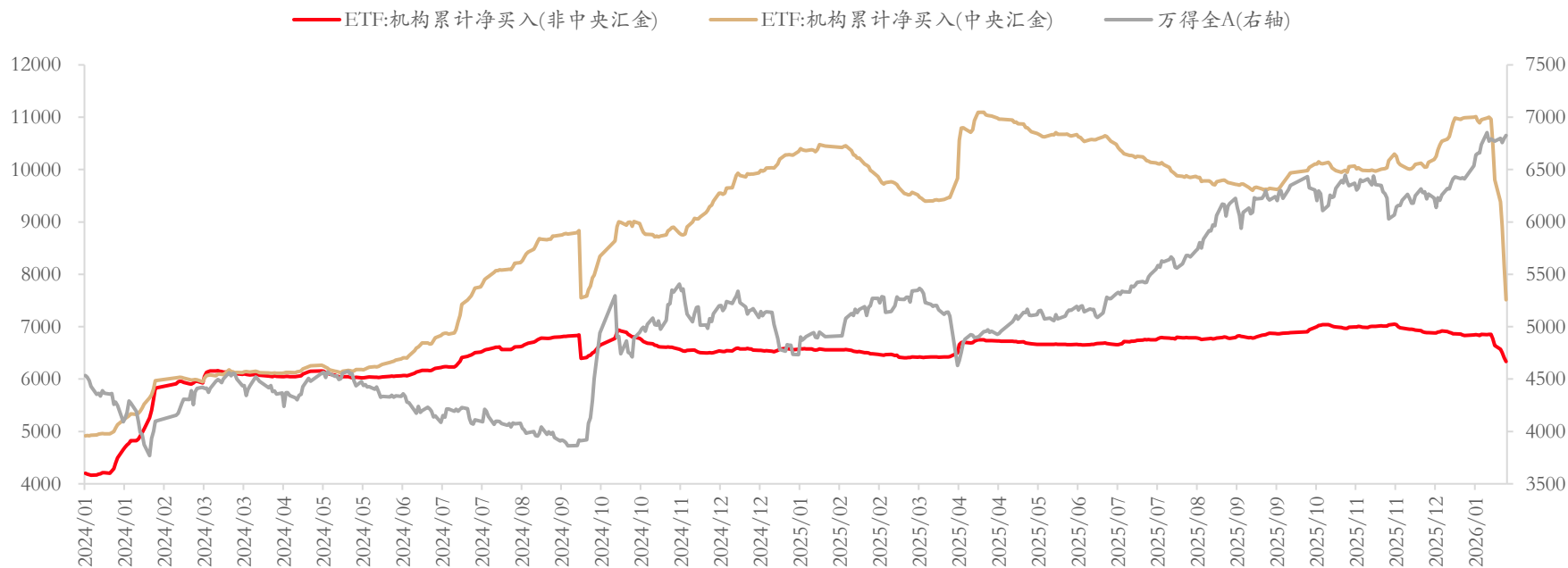
图表63：机构净买入拆解（亿元）



### 3.3 有形的手

- 但中央汇金的干预并不意味着一定能改变市场趋势，有形的手亦有能力边界。在2024年7月至9.24行情启动之前，中央汇金通过ETF净买入估算超过3500亿，但并不能扭转当时A股持续下跌的状态。中央汇金在9.24之后的操作手法出现明显转向，从之前的添油战术转为雷霆出击，在2025年4月初的美国关税冲击时，根据测算中央汇金在15个交易日净买入约2800亿。
- 中央汇金在9.24之后扮演的角色或许出现了一定转变。中央汇金通过ETF进行干预的方式有两个比较明显的缺陷：①以沪深300为主的大容量ETF对全A市场的覆盖广度不足；②中证1000和中证A500等中小盘ETF容量偏小，必要时难以快速上量干预。于是中央汇金可能更多将扮演救火的角色，当市场遭遇突发利空时进场稳定信心，当市场上涨时缓慢离场为下次干预留足弹药。

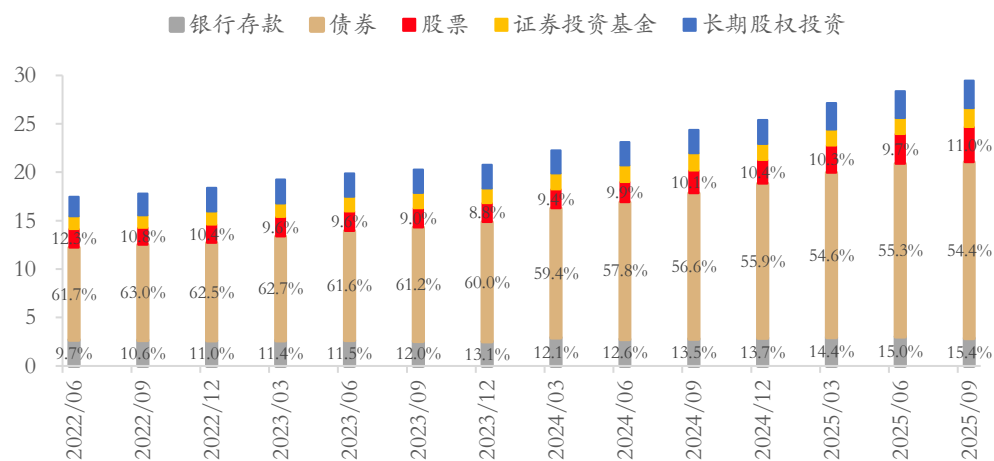
图表64：机构2024年以来净买入拆解（亿元）



# 3.3 有形的手

- 除了用于救火的中央汇金外，“有形的手”中的耐心资本也将在2026年扮演重要角色。由于中央汇金买ETF在历史样本来看对市场的提振作用并不显著，管理层在2024年初并不怎么成功的救市之后开始强调“壮大耐心资本”和“长钱长投”。在前文中已经判断居民存款搬家存在困难，而牛市进入第二阶段又必须要有足够的增量资金承托，其中又以险资最为重要。
- 从保险资金运用余额来看，股票的占比和绝对金额确实在2024年以来稳步提升，但这对于判断2026年保险资金能否承托A股而言是远远不够的，险资的投资偏好和能力边界是需要厘清的两个重点。如图所示2024年Q4以来的4个季度中有3个里保险资金对股票投资的季环比增速和上证指数以及上证50的季涨幅相当接近，仅有2025年3月出现了增速上的明显偏移，那么这个偏移是险资主动入市的草绳灰线还是单纯的意外扰动呢？

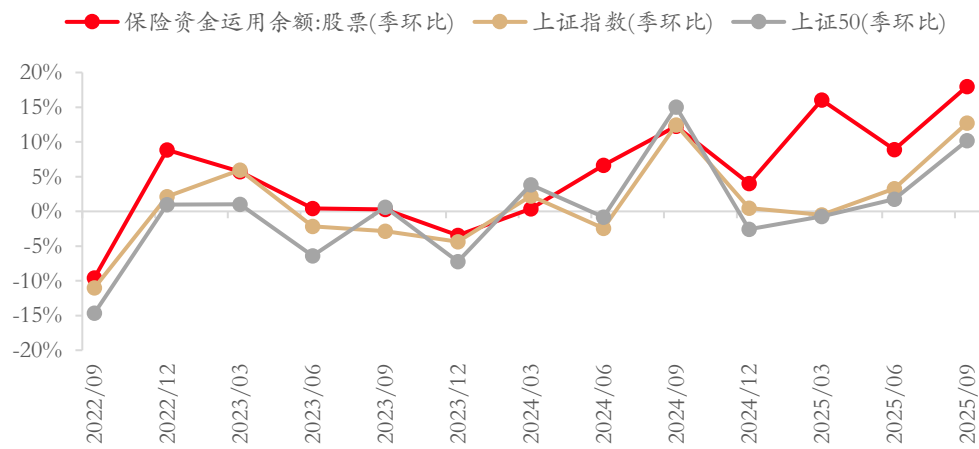
图表65：保险资金运用余额（万亿）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表66：中央汇金持有ETF对应指数分类

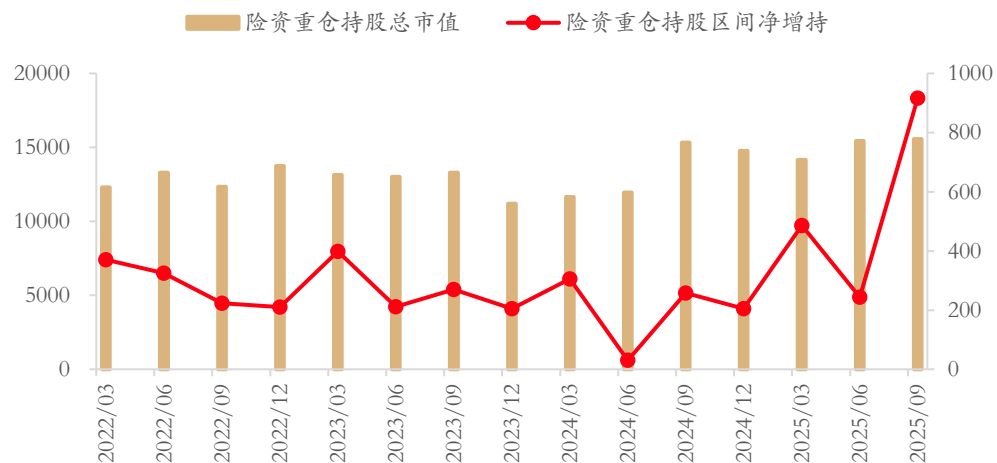


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.3 有形的手

- 一个简单的切入角度是观测险资重仓股的变化。单纯从险资净增持（加权平均成交价\* $\Delta$ 持股数）的角度来看2025年Q1和Q3险资分别净流入约500亿和900亿元，和以往单季度200-300亿元的规模相比有明显增加。同时也需要意识到险资重仓股只是冰山浮在水面上的那部分，进入2025年后险资重仓股占总股票的仓位快速下行60%的长期中枢降至2025Q3的43%，如果假设水面之下部分以同样的节奏和方法论进行配置，那么2025年Q3的总净增持规模将达2133亿元。
- 如果险资在2026年还能维持2025年Q3的净增持权益趋势，那么其将在很大程度上影响A股在2026全年的走势和风格偏好。但也需要意识到险资的行为实际受到了“权益增配需求—稳定覆盖保费成本—保证偿付能力充足率”的类不可能三角约束，险资入市将会是一个复杂的约束求解问题。

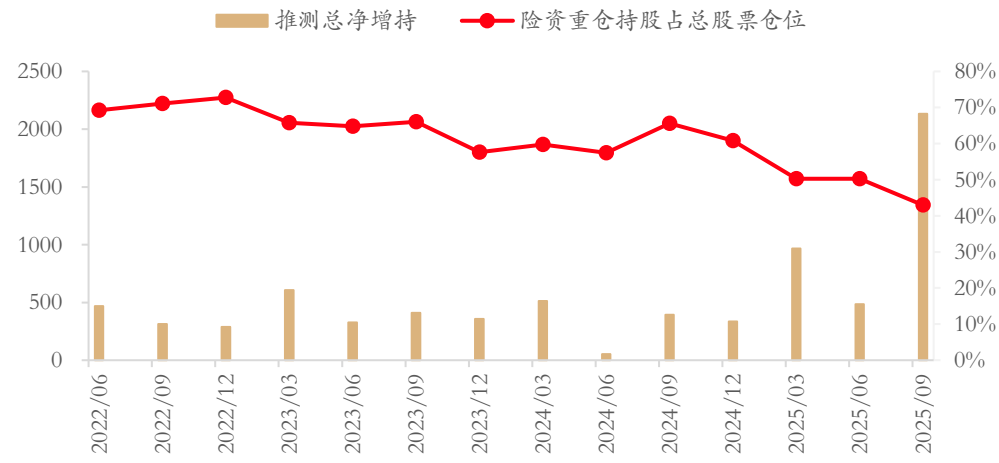
图表67：险资重仓持股市值及区间净增持（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表68：推测险资净增持（亿元）及占总股票仓位

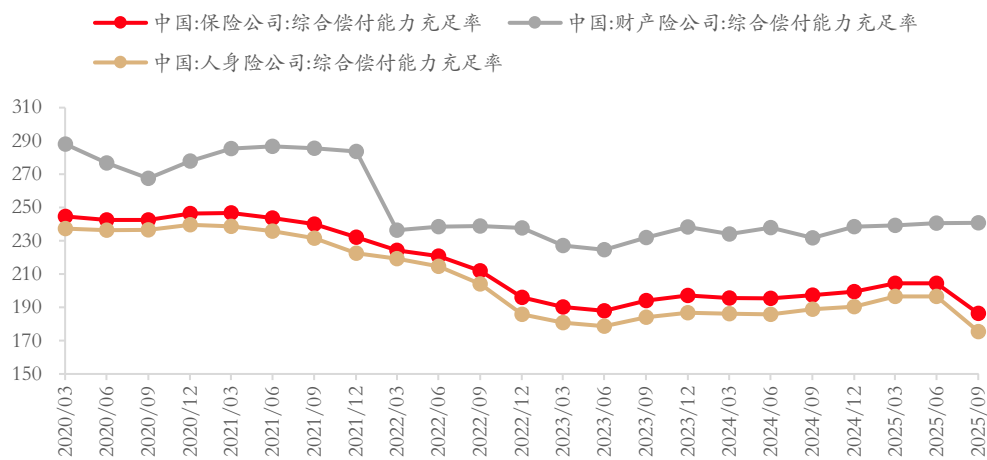


资料来源：wind，中邮证券研究所

# 3.3 有形的手

- 在2025年12月6日，国家金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，将保险公司持仓时间超过三年的沪深300指数成分股、中证红利低波动100指数成分股的风险因子从0.3下调至0.27，保险公司持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子从0.4下调至0.36。风险因子的调低当然有利于险资进入A股，在2023年9月监管层也曾下调风险因子鼓励险资入市，但在当下时点险资面临着更加复杂的约束，险资入市不再是一个简单的由A到B的线性逻辑。
- 目前制约险资入市规模的最现实因素是偿付能力充足率的下降。在2025年Q3险资综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率都出现了明显下降，本次风险因子的下调或许不仅仅是鼓励险资入市，也暗含着为险资减负的考量。这也就意味着当下可能并不会出现风险因子调降所以险资随即入市的简单因果关系。

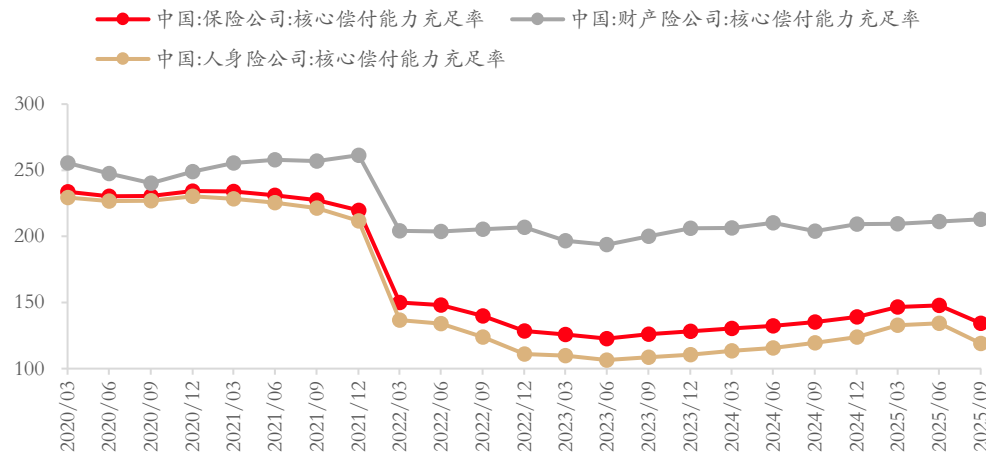
图表69：保险公司综合偿付能力充足率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表70：保险公司核心偿付能力充足率(%)

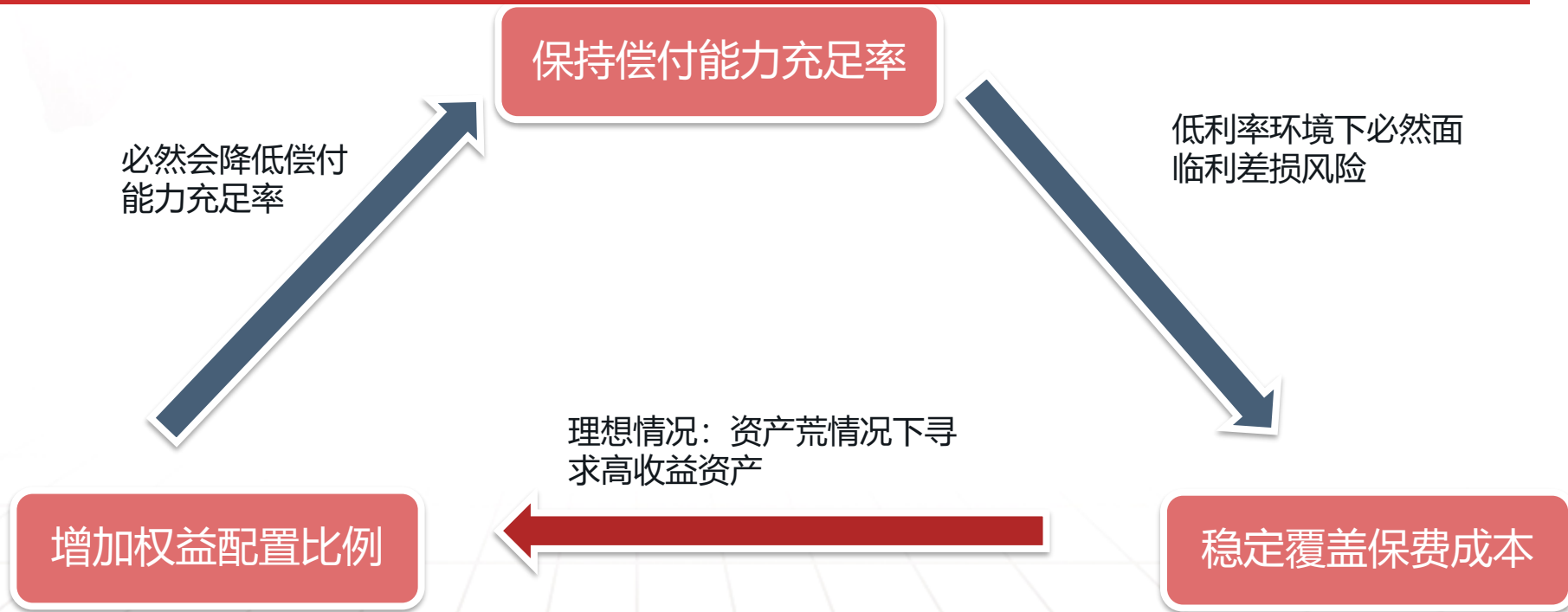


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 3.3 有形的手

- 再回到“权益增配需求—低利率环境持续—保证偿付能力充足率”的类不可能三角，如果利率大幅上行，那么一切问题就自发解决，但在国内低通胀环境下显然不能将其认为是基准情形。如果认为保险公司之前的长期偿付能力充足率中枢对险资行为有约束作用，那么通过调整风险因子就不能从根本上解决偿付能力充足率的下滑。但还有从外部解决这个类不可能三角的方法，那就是保险公司发债补充资本来维持偿付能力充足率，这可能是搭险资顺风车更可行的观测指标。

图表71：险资增配权益时的类不可能三角



### 3.3 有形的手

- 对于2026年的险资，更重要的判断显然是“险资在2026年能有多少增量？”和“这些增量能否左右A股整体走势？”。险资在2026年能有多少增量，需要从两个角度去考虑，一是由保费收入带来的增量配置需求，二是由到期再投资带来的存量配置需求。保费收入带来的增量配置需求本质是经营活动净现金流，在此以经营活动净现金流和原保费收入的比例来进行估算，在2024年这一比例大致为40%，由此就可以根据原保费收入来估计增量配置需求。到期再投资带来的存量配置需求则可以由1年内到期的金融资产现金流和投资总额的比例关系去进行估算，在2024年这一比例大致为12.5%，由此就可以根据保险资金运用余额来估计存量配置需求。
- 于是对于险资在2026年的增量资金规模就可以如下表进行情景假设

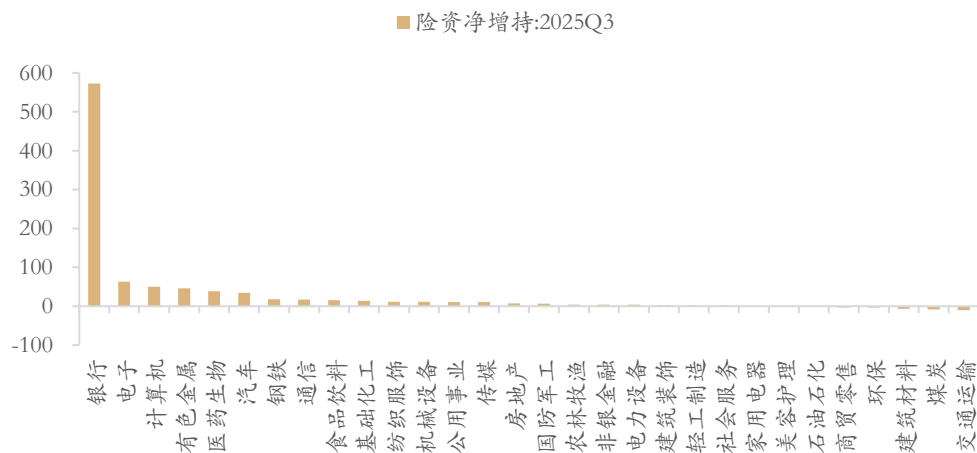
图表72：2026年险资入市规模估计（亿元）

	2025E	2026E		
		低增速	中增速	高增速
原保费增速假设		6%	8%	9%
保险业原保费收入	61268	64944	65863	66782
增量配置需求	24507	25978	26345	26713
1年内到期金融资产比例	12.5%	11.5%	12.5%	13.0%
保险资金运用余额	332580	387527	387527	387527
存量配置需求	41573	44566	48441	50379
总配置需求	66080	70543	74786	77091
股票配置比例假设	13.0%	11.0%	11.5%	12.0%
A股占股票配置比例假设	85%	85%	85%	85%
A股配置需求	7302	6596	7310	7863

# 3.3 有形的手

- 对于险资而言，其面临的更迫切问题或许并不是没有钱，而是缺乏合意的投资标的。理想情况下，险资在债券资产中无法获得足够的收益率，就会进入A股来博取更高的收益率，具体到做法上会非常偏向哑铃。但这条路径在2026年存在两个缺陷：①在经历牛市的第一阶段后，如果不认为2026年还是一个大牛市，那么暗含的基准假设就是哑铃一头成长股可能面临向上想象空间不大但下行风险阔；②哑铃另一头的，以险资最偏爱的银行为代表的红利资产，在经历牛市上涨之后实际已经出现相较债券比价优势不足的情况。这导致2026想要在杠铃的两端既要又要的难度增加。
- 基于险资在2025年的净增持表现，假设2026年险资的配置需求在7300亿的中枢上，一半资金依然增配在银行上，那么更普适的配置资金规模在3650亿左右。而2020和2021两个公募基金发行大年都是1.2-1.3万亿的发行规模，在2026年存款搬家不成立的背景下，想单纯依靠险资抬升指数由难度增加。

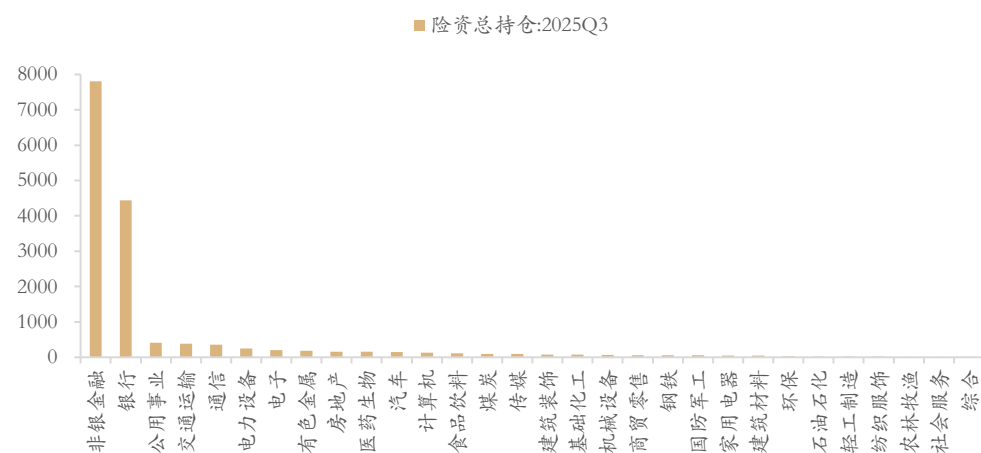
图表73：各行业险资2025Q3净增持规模（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表74：各行业险资2025Q3总持仓规模（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

# 四

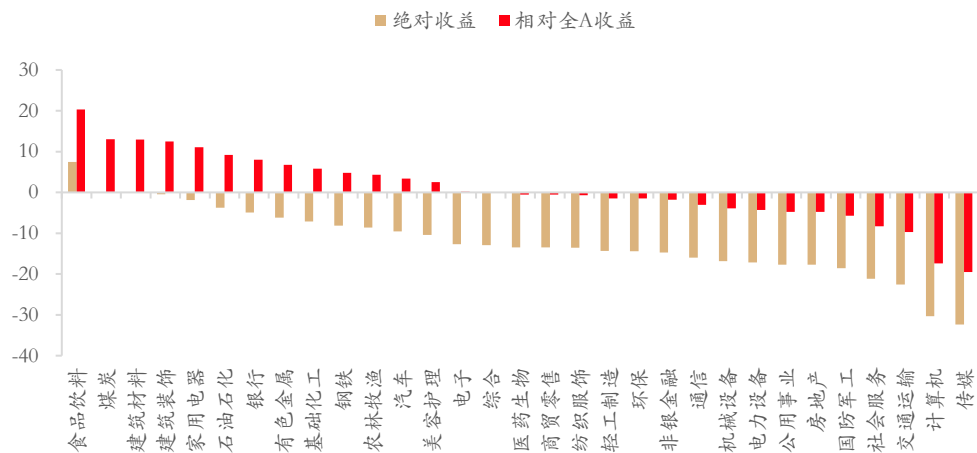
## A股行业配置：星空与灶台

- 4.1 A股对政策的两种定价方式
- 4.2 撬动预期与撬动需求
- 4.3 红利股的股债比价

# 4.1 A股对政策的两种定价方式

- 2026年在进行行业配置时首先需要注意其“十五五”规划元年的特殊性，需要注意市场对政治意志的定价。在2016和2021这两个最近的五年规划元年，能够同时获得绝对收益和超额收益的行业都显然有着契合当时政策导向的特征。
- 2016年市场由“供给侧改革”（推动煤炭、钢铁等周期品上涨）与“棚改货币化”（拉动泛地产链）双轮驱动。2021年市场则集中反映了“十四五”科技自立与能源安全战略，金融资源通过制造业中长期贷款强力导向电力设备（新能源），同时增加压减旧能源和新能源补位之间的缺口也造就了煤炭有色的周期牛市。

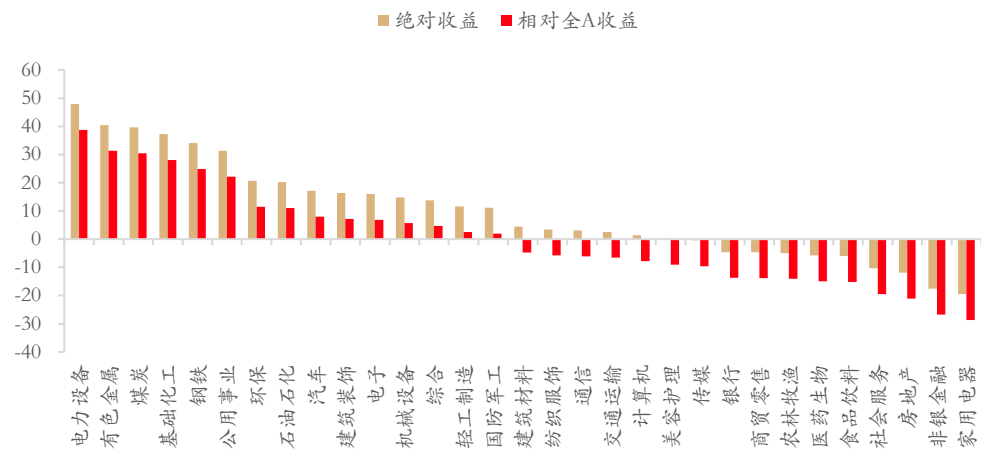
图表75：2016年申万一级行业绝对与相当收益



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表76：2021年申万一级行业绝对与相当收益



资料来源：wind，中邮证券研究所

## 4.1 A股对政策的两种定价方式

- “十五五” 规划建议中对产业体系建设方面的总体框架并未发生大变动，在维持对产业体系总要求稳定的基础上新增了“优化提升传统产业”（对应“综合整治“内卷式”竞争”的提法），在十四五三个强国的基础上新增了航天强国和交通强国，并不再发展重点中提“数字中国”和删除了具体措施中的“加快数字化发展”，原因在于已经提出智能化作为更上位的代替。

图表77：“十五五”及“十四五”规划建议中对产业体系的表述

	“十五五” 规划建议	“十四五” 规划建议
对产业体系总要求	建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基	加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级
发展重点	坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，坚持智能化、绿色化、融合化方向，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。	坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济质量效益和核心竞争力。
具体措施	优化提升传统产业	--
	--	提升产业链供应链现代化水平
	培育壮大新兴产业和未来产业： 1. 着力打造新兴支柱产业 2. 前瞻布局未来产业	发展战略性新兴产业
	促进服务业优质高效发展	加快发展现代服务业
	构建现代化基础设施体系	统筹推进基础设施建设
	--	加快数字化发展

# 4.1 A股对政策的两种定价方式

- 产业框架中对于新兴产业和未来产业的部署始终是最能撩动资本市场心弦的，在“十五五”规划建议中的新兴产业较“十四五”期间明显缩圈，信息技术、生物技术、高端装备、新能源汽车、绿色环保和海洋装备被删去，新能源、新材料、航空航天得以保留，新增了低空经济。在产业框架部分，最大变化在于新增了未来产业的前瞻布局，提出推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。

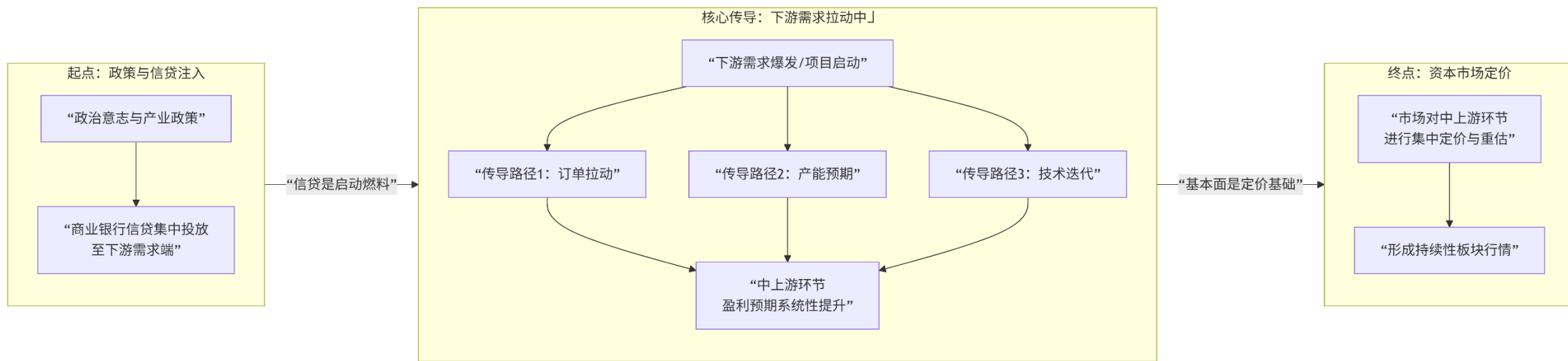
**图表78：“十五五”及“十四五”规划建议中对新兴产业和未来产业的表述**

“十五五”规划建议		“十四五”规划建议	
培育壮大新兴产业和未来产业			
着力打造新兴支柱产业	实施产业创新工程，一体推进创新设施建设、技术研究开发、产品迭代升级，加快 <b>新能源、新材料、航空航天、低空经济</b> 等战略性新兴产业集群发展	发展战略性新兴产业	加快壮大新一代 <b>信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保</b> 以及 <b>航空航天、海洋装备</b> 等产业
前瞻布局未来产业	完善产业生态，实施新技术新产品新场景大规模应用示范行动，加快新兴产业规模化发展		推动互联网、大数据、人工智能等同各产业深度融合，推动先进制造业集群发展，构建一批各具特色、优势互补、结构合理的战略性新兴产业增长引擎，培育新技术、新产品、新业态、新模式促进平台经济、共享经济健康发展
	探索多元技术路线、典型应用场景、可行商业模式、市场监管规则，推动 <b>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</b> 等成为新的经济增长点		鼓励企业兼并重组，防止低水平重复建设。

# 4.1 A股对政策的两种定价方式

- 在讨论十五五元年什么政策主题可能贡献绝对和超额收益之前，需要明确“政策主题行情的本质究竟是什么”的基本命题。在十三五和十四五时期，需求驱动的“棚改”和“新能源（发电）”的传导路线是“政策鼓励—财政支持—社会资本跟进—项目启动/下游需求爆发—中上游盈利预期系统性提升”。在这种模式中，最关键的环节并不是政策鼓励或财政支持，而是需要社会资本跟进。在棚改过程中的PPP模式和商业电站“资本金+债务融资”模式都是以财政支持为支点进行资本撬动。缺乏这一点的政策主题往往就局限于阶段性的短暂行情，无法实现完成“政策预期基本面验证”的闭环从而成长为主线行情。

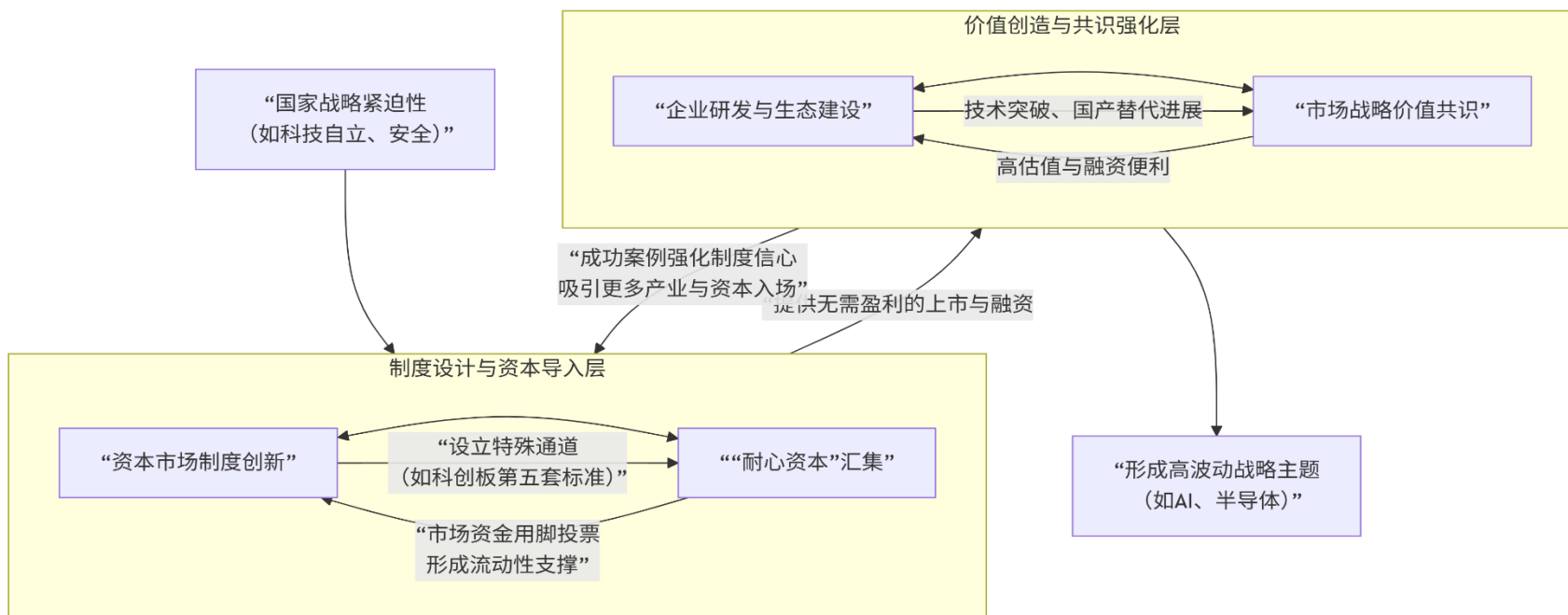
图表79：基于基本面改善的政策定价方式



# 4.1 A股对政策的两种定价方式

- 在美对华科技封锁加码之后，在AI上下游发展出了另一种由政策出发的行情。这种行情并不看重“政策撬动—资本跟进—需求释放”的基本面链路验证，而是基于一种“海外产业路径可复制”的底层逻辑直接进行期权式的定价，这种定价方式的锚定是未来市场空间。国产算力行情发展就是一个典型的例子，在2022年末至2023上半年的第一次行情中就是以这种心态先把估值打上去，真的有基本面验证那已经是2024下半年的后话了。

图表80：基于市场空间的政策定价方式



## 4.2 撬动预期与撬动需求

- 在两种模式的框架下去看十五五政策催生主题性机会，第一种“政策撬动需求”中投资于人是更有可能看到的；第二种“政策撬动预期”在2026年有商业航天，并且商业航天在2026年有政策闭环、国内事件验证和龙头标的上市的三方面催化，具备走出大行情的基础。

图表81：商业航天政策梳理

领域	核心政策（出台时间）	ToG 商业模式与核心内容	ToB 商业模式与核心内容
商业航天	《推进商业航天高质量发展行动计划》（2025年11月）	<b>1. 国家项目采购：</b> - 开放民用航天科研计划与基础科研课题，让商业主体竞争承接。 - 推动商业火箭、卫星等产品与服务参与国家航天任务。	<b>1. 产业链上游供应：</b> - 为其他商业公司提供火箭发射服务、卫星制造与部组件。
		<b>2. 国家资源开放：</b> - 国家测控站、试验设施等大型科研设备向商业主体开放共享。 - 协同建设商业航天发射场。	<b>2. 数据与解决方案服务：</b> - 将卫星通信、遥感、导航数据打包成行业解决方案，卖给各行业企业（如农业、金融、物流）。
		<b>3. 国家基金引导：</b> - 设立国家商业航天发展基金，引导社会资本联合投资。	<b>3. 支持新业态：</b> - 政策明确支持发展太空制造、在轨服务等面向企业的B2B新业态。

## 4.2 撬动预期与撬动需求

- 国内民营商业航天公司已经完成主力火箭从无到有的设计过程，集中进入首飞验证阶段。对于商业航天而言，主力火箭型号完成首飞也就意味着后续一切有关行业空间的想象都有了依据。

图表82：中国商业航天主力火箭型号梳理

公司	主力火箭型号	首飞时间	推进剂类型	是否可复用(备注)	首飞载荷	累计发射载荷(卫星数量/总质量)
东方空间	引力一号	2024年1月11日	固体	否(大型固体运载火箭,具备一箭多星能力)	首飞“一箭六星”,含吉林一号高分03D系列卫星等	累计发射6颗卫星,总质量约2.5吨
蓝箭航天	朱雀二号	2022年12月14日(遥一),2023年7月12日遥二成功入轨	液体(液氧甲烷)	否(基础型不可复用,改进型探索复用)	遥一:搭载立方星等试验载荷;遥二:鸿鹄卫星、天仪33卫星等	累计发射多颗技术试验卫星,总质量约1.2吨
	朱雀三号	2025年11月29日(已首飞)	液体(液氧甲烷)	是(一子级可复用,设计复用次数>20次)	搭载多颗技术试验卫星与载荷,含可回收试验装置	首飞载荷总质量约2吨,后续将开展商业组网发射
天兵科技	天龙二号	2023年4月2日	液体(液氧煤基煤油)	否(中国首款成功入轨民营液体火箭)	搭载爱太空科学号卫星、金紫荆五号卫星等5颗卫星	累计发射10余颗卫星,总质量约1.5吨
	天龙三号	预计2025年12月(发射准备阶段)	液体(液氧煤油)	是(设计可复用,首飞暂不回收,后续逐步实现)	--	--
星河动力	谷神星一号	2020年11月7日	固体	否(四级小型固体火箭,主打微小卫星发射)	首飞搭载天启星座十一星	累计发射85颗卫星,总质量约6吨(截至2025年9月)
	智神星一号	预计2025年年底(未首飞)	液体(液氧煤油)	是(中型可复用液体火箭)	--	--
星际荣耀	双曲线一号	2019年7月25日	固体	否(四级小型固体火箭,已商业化)	首飞搭载“双曲线一号”上面级、2颗立方体星	累计发射10余颗微小卫星,总质量约0.8吨
	双曲线三号	预计2025年年底前后(未首飞)	液体(液氧甲烷)	是(中大型可复用火箭,一子级可垂直起降回收)	--	--
中科宇航	力箭一号	2022年7月27日	固体	否(国内运力最大固体火箭,500km SSO运力1.5吨)	首飞“一箭六星”,含中科院微小卫星创新研究院等单位多颗卫星	累计发射84颗卫星,总质量超11吨(截至2025年12月10日)
	力箭二号	预计2025年第四季度(未首飞)	液体(液氧煤油)	是(初期不回收,第八发起验证回收)	--	--

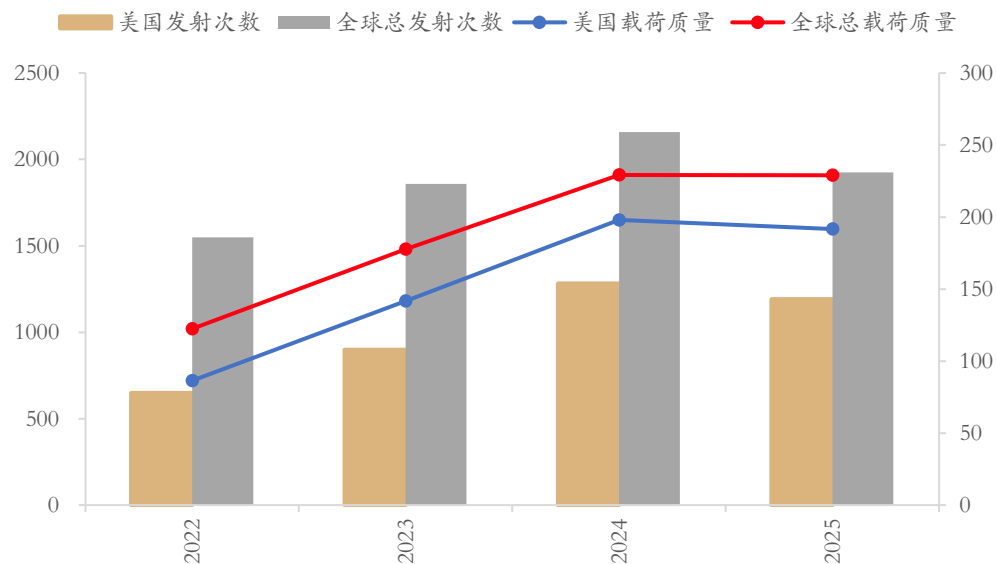
资料来源：中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 4.2 撬动预期与撬动需求

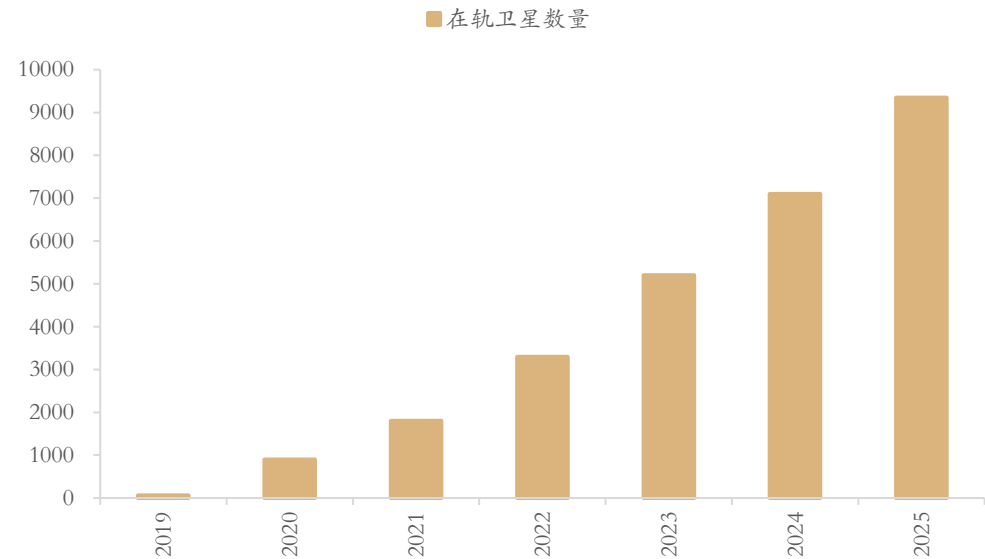
商业航天目前满足一个“完美”的需求相对供给无限大叙事。商业航天未来最主要的载荷将是类似星链的互联网卫星，在2022年SpaceX火箭一级回收技术成熟后，发射增量就主要来自SpaceX的星链发射任务。星链在轨卫星数量的近期规划是12000颗，远期规划是42000颗，国内目前单次入轨次数最多是2025年10月千帆的18颗，这就意味着在远期庞大的互联网卫星发射需求面前，国内商业火箭正在有多少供给都能被消化的完美叙事中。

图表83：全球火箭发射数(次)及载荷(吨)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表84：星链在轨卫星数量（颗）



资料来源：wind，中邮证券研究所

## 4.2 撬动预期与撬动需求

商业航天在2026还有一个有利因素是国内外的产业龙头都有IPO上市计划，这有利于产业链整体拔估值。A股方面生产火箭的蓝箭、星际荣耀和中科宇航都已经启动上市辅导，另外还有载荷端的屹信航天。以摩尔线程和沐曦股份的上市流程来看，目前证监会对于符合国家科创方向的IPO流程都有简化，二者从辅导备案到正式上市耗时基本在1年，这就意味着目前在辅导阶段的4家商业航天核心票年内上市的可能性很大。

并且SpaceX已经进入美股上市前的静默期，从对标海外的角度也有利于A股对商业航天产业链整体打估值。

图表85：商业航天重点企业上市进展

公司名称	最新上市进展与状态	主要业务方向
蓝箭航天	已完成上市辅导(2025年7月29日备案)，拟科创板上市。	中大型液氧甲烷运载火箭研发与运营。
屹信航天	已启动上市辅导(2025年8月1日备案)。	卫星物联网载荷及地面测控系统。
中科宇航	已完成上市辅导(2025年8月12日备案)。	运载火箭研制(如力箭系列)。
星际荣耀	早期已备案，处于持续辅导期(2020年12月启动，2025年7月更新进展)。	商业运载火箭研发(如双曲线系列)。

资料来源：wind，中邮证券研究所

图表86：2025年半导体明星标的上市历程

公司	辅导备案	辅导完成	IPO受理	上会通过	提交注册	注册生效	发行申购	正式上市
摩尔线程	2024年11月	2025年6月18日	2025年6月30日	2025年9月26日	2025年9月26日	2025年10月30日	2025年11月24日	2025年12月5日
沐曦股份	2024年11月	2025年6月(具体不详)	2025年6月30日	2025年10月24日	2025年10月24日	2025年11月13日	2025年12月5日	2025年12月17日

资料来源：wind，中邮证券研究所

## 4.2 撬动预期与撬动需求

“政策撬动需求”的模式在十五五期间有两种潜在展开方式。在十五五规划建议中“投资于人”表述有政策撬动需求的可能性。在党媒光明日报“深刻理解和把握“投资于人”的丰富意蕴和实践要求”中给“投资于人”下了“推动更多资金资源服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民生改善的良性循环”的定义。

于是对“投资于人”可以更多理解为是使用财政资金缓解偏中低收入人群的部分硬性生活支出，以达到增厚可支配收入最终拉动内需的目标，从而达到类似社会福利转移支付的作用。

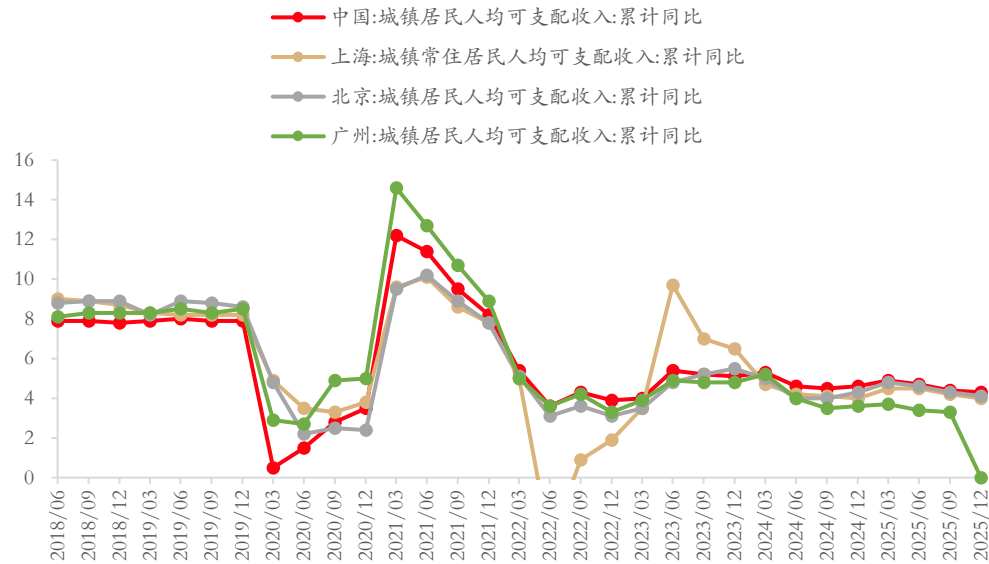
在思考“投资于人”对A股的影响时可以从两个角度切入：

- ①一是对中低收入群体消费能力的增厚，这一点在A股上消费品的反馈会继续延续去年提出的“像消费降级的消费升级”；
- ②二是“投资于人”的思路导向实际暗示了传统地方政府将面临土地财政崩塌的第二阶段，结合必将到来的税制改革，地方政府将要面临在重消费时代抢占财权优势位的竞争，地方政府必须要答好“消费场景”这道题，区域商百和旅游景区将是地方政府发挥主观能动性的重点。互联网平台若能解决竞争烈度问题，也有戴维斯双击的机会。

## 4.2 撬动预期与撬动需求

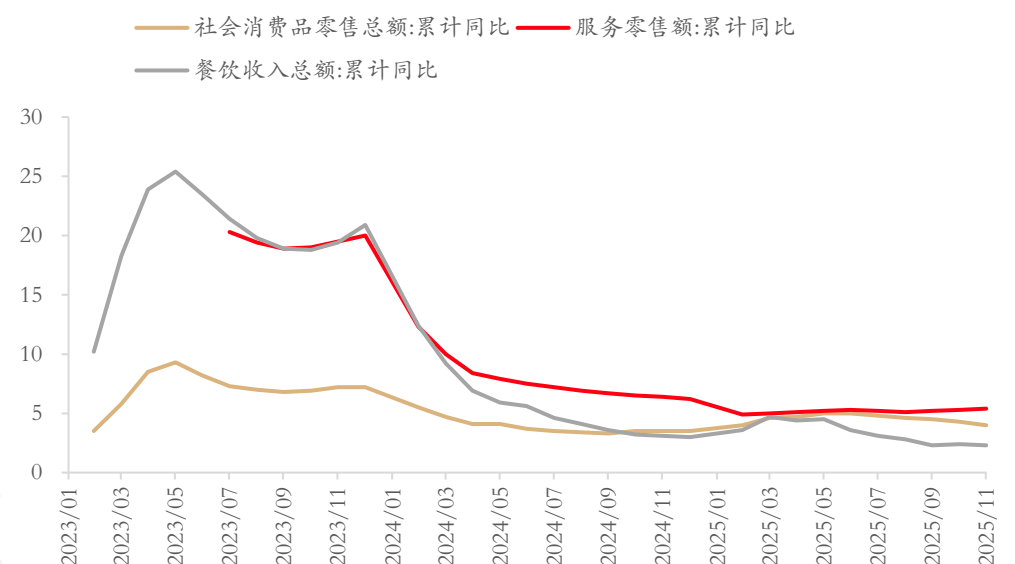
在新冠疫情之前，北上广一线城市的城镇居民人均可支配收入高于全国整体水平，而进入到2024年后逐渐形成了一线城市人均可支配收入增速低于全国平均水平的新格局。并且考虑到未来内需复苏的主要拉动来自地方政府部门的支出能力恢复，低线城市经济活动和地方政府的联系较高线城市更为紧密，因此低线城市有更强的经济能力去做消费升级。因此和过去的消费升级相比，各种可选消费品的高端头部表现仍然会比较挣扎，而更多受益的或是带有初步改善属性的入门选项，在初步表现上会比“消费升级”更像“消费降级”。零食、软饮、美护是更好的趋势交易选择。

图表87：全国及一线人均可支配收入增速（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表88：社零增速拆解（%）

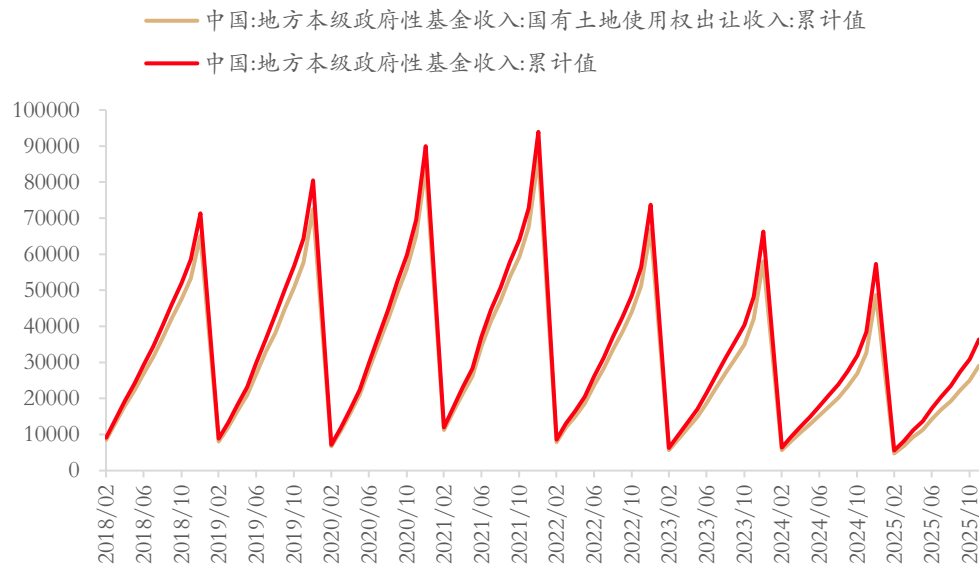


资料来源：wind，中邮证券研究所

## 4.2 撬动预期与撬动需求

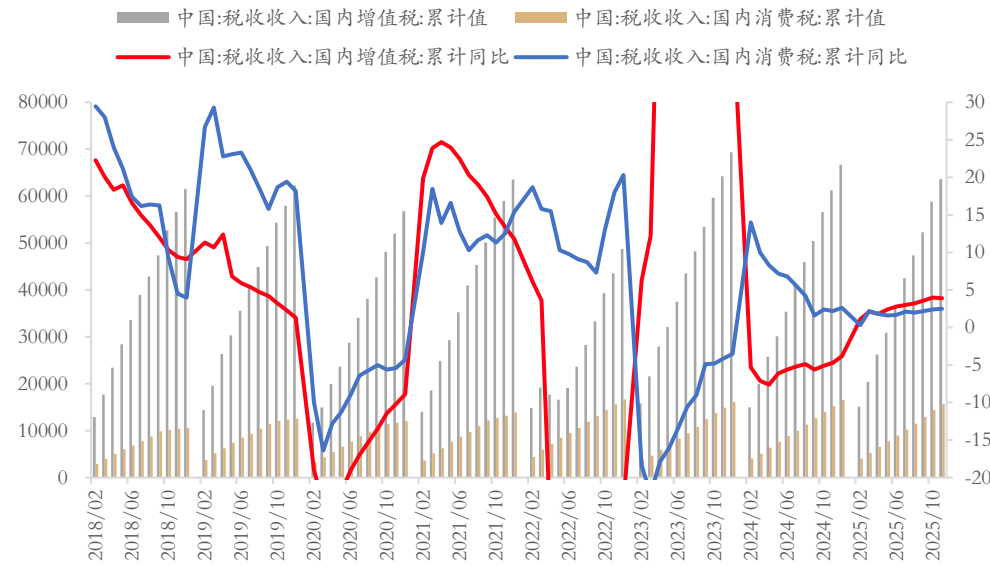
地方政府在2021年地产见顶调整之后，地方政府的土地出让金持续下滑。在土地财政1.0出现崩塌之后，有相当多的地方政府通过工业园区建设的方式开始了土地财政2.0，生产带来的增值税收入可以在很大程度上弥补土地财政的缺失。但在政治意志对经济的扭曲进一步显化之后，这种以土地资源换参股的土地财政2.0也有问题浮现。在某种程度上，国内制造业内卷也有着地方政府的参与。在消费税下划和事权上移的财税体系改革大方向下，地方政府注重优化消费环境就成了必然行为。

图表89：地方政府土地出让金收入（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表90：中国国内增值税及消费税（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

五

风险提示

## 5 风险提示

地缘政治风险、市场学习效应、经济政策转向风险等。

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

黄子崑

SAC编号:S1340523090002

邮箱: [huangziyin@cnpsec.com](mailto:huangziyin@cnpsec.com)

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES