



提质增效，科技突围

——2026年春季宏观展望

姓名 何宁（分析师）

证书编号：S0790522110002

邮箱：hening@kysec.cn

姓名 陈策（分析师）

证书编号：S0790524020002

邮箱：chence@kysec.cn

姓名 潘纬桢（分析师）

证书编号：S0790524040006

邮箱：panweizhen@kysec.cn

核心观点

➤ 一、发展科技的国际背景

- 1、**全球AI产业仍在快速发展。**美国科技巨头在2026年仍在进一步加码AI相关基建投资，希望获得未来竞争优势。其共识可能是：过度投资的风险小于投资不足的风险。而2026年以Anthropic为代表的大模型公司发布了一系列AI Agent产品，显示出AI相关应用的落地速度较快。AI的发展在短期内可能会产生一定的通缩效应，但长期影响则值得期待。对中国而言，AI发展的空间与潜力也非常可观。
- 2、**AI产业链持续拉动中国出口增长。**2025年3-4月美国关税宣布后，AI产品与其他产品出口趋势发生了明显分野：AI产品出口增速继续向上，其他产品出口增速则开始回落，2025年8月关税落地后其他产品增速中枢进一步回落。美国科技巨头季报电话会给出的全年资本开支指引大幅上调，若实际开支按照此指引执行，2026年AI产品出口同比或将再创新高，为2026年出口韧性带来支撑，预计2026年出口或在4.8%-5.6%之间。
- 3、**中美竞争在科技、关键矿产等方面或更加激烈。**根据特朗普政府2025年11月的《国家战略安全报告》，美国希望长期维持对中国的经济和技术领先地位，并减小中国在稀土等关键矿产方面构成的“风险”，预计中美未来在这些领域的竞争或更加激烈。

➤ 二、中国科技的政策图景

- 1、**政策基调：**“十五五”规划要求下，科技安全仍是最重要的主线，推动科技自立自强水平大幅提高、重点产业形成“8466”发展格局。2025年中央经济工作会议要求加紧培育壮大新动能，打造集成电路、航空航天、生物医药等新兴支柱产业。同时，2026年要求树立正确政绩观，要实事求是，追求没有水分的增长，预计加速实体经济提质增效。
- 2、**财政政策：**综合“两新”资金、新型政策性金融工具、科创基金等资金来源，投向科技重点产业。
- 3、**货币政策：**充分放大结构性效应，精准支持五篇大文章，重点关注科技、绿色、养老金融。监管部门引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。优化科技创新和技术改造再贷款，积极构建和完善绿色金融产品和市场体系。

➤ 三、经济基本面新旧动能转换

- 1、**新质生产力有望承接房地产的“支柱产业”地位。**新质生产力占名义GDP比重持续提升、规模已接近狭义房地产，影响力系数（对经济拉动能力）显著增强，并驱动TFP步入新一轮上行通道。基于Yifan Hu算法生成我国投入产出的需求网络关系，新质生产力从网络边缘向中心移动、集群效应增强。且中国新旧动能切换与全球电气电子化进程相契合，显著推高了对有色和电力基建的依赖程度。新质生产力有望承接房地产的“支柱产业”地位，形成能源为基（新能源+可控核聚变）、核心产业齐驱（AI+电子半导体、航空航天+低空经济、具身智能、生物医药等）的快速发展趋势。
- 2、**新动能快速发展，技术突破转向实用性与场景落地能力，正逐步渗透进多样生活场景。**春晚展现多家中国公司具身智能产品，技术自研+高度国产化，对标国际顶尖水平。深度参与的公司包括宇树科技、松延动力、银河通用、魔法原子。AI大模型方面，字节跳动Seedance 2.0视频生成模型取得了里程碑式进展、千问3.5-Plus模型、智谱GLM-5、豆包2.0模型等多个模型完成升级。豆包、千问等AI深度融入生活，生成数千万张头像、上亿条祝福，并实现“一句话下单”购物闭环，体现了AI从信息中介向任务执行者的能力进阶。

➤ 四、资本市场新旧动能转换

资本市场先于经济基本面切换新旧动能：截至2025年12月31日，老动能、新动能占A股总市值比重约32%、47%。机构投资者的持仓审美切换更加前瞻且迅捷，截至2025年12月31日，公募基金持仓结构老动能占比17.9%、新动能占比53.6%。2019年以来新旧动能的持仓剪刀差稳步扩大。

➤ **投资建议：**有色金属的持续行情，电力、AI相关产业链的机会，未来产业、国产替代领域等的主题机会，双碳、绿电（储能）等机会。

➤ **风险提示：**国内政策不及预期；美国经济超预期衰退；关税反复超预期。

目录

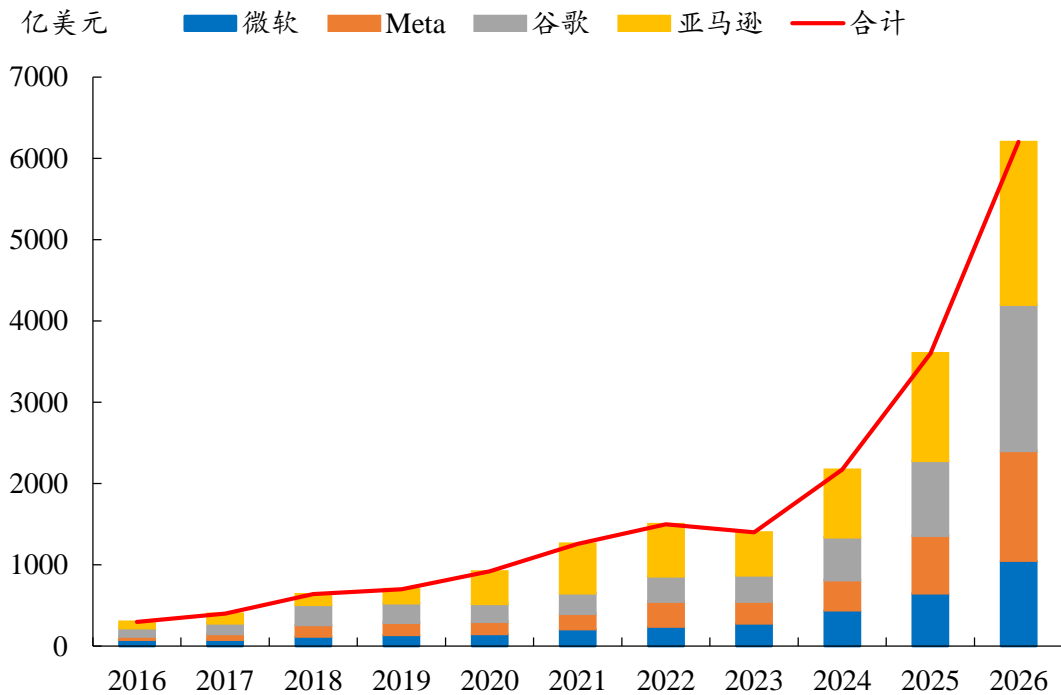
CONTENTS

- 1 发展科技的国际背景
- 2 中国科技的政策图景
- 3 经济基本面新旧动能转换
- 4 资本市场新旧动能转换
- 5 投资建议
- 6 风险提示

1.1 美国科技巨头AI基建：过度投资风险 < 投资不足风险

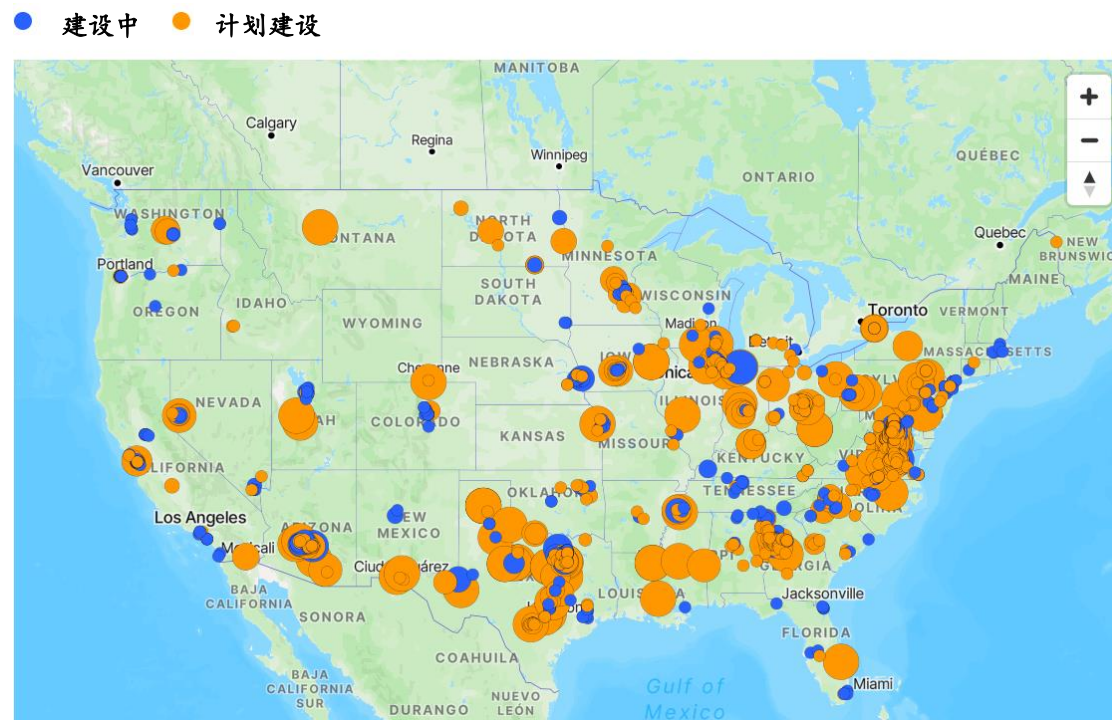
- 美国科技巨头在2026年仍在进一步加码AI相关基建投资，希望获得未来竞争优势。虽然美国科技巨头在2024年以后已经进行了非常大规模的AI相关资本开支，但基于对AI可能带来颠覆性商业模式的预期，美国科技巨头仍在大力进行AI基础设施投资。
- 其共识可能是：过度投资的风险小于投资不足的风险。科技巨头们担心，一旦AI出现颠覆性的商业模式，自身的业务市场可能会被快速侵蚀，因此在AI投资方面是不惜成本，在全美大力建设数据中心。
- 目前2026年已宣布的资本开支计划超过6500亿美元，较2025年的不到4000亿美元增长超过60%，绝大部分来自几大科技巨头。

图：2026年美国AI资本开支还将大幅增加



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所，注：2026年数据为预期

图：美国正在大规模建设数据中心

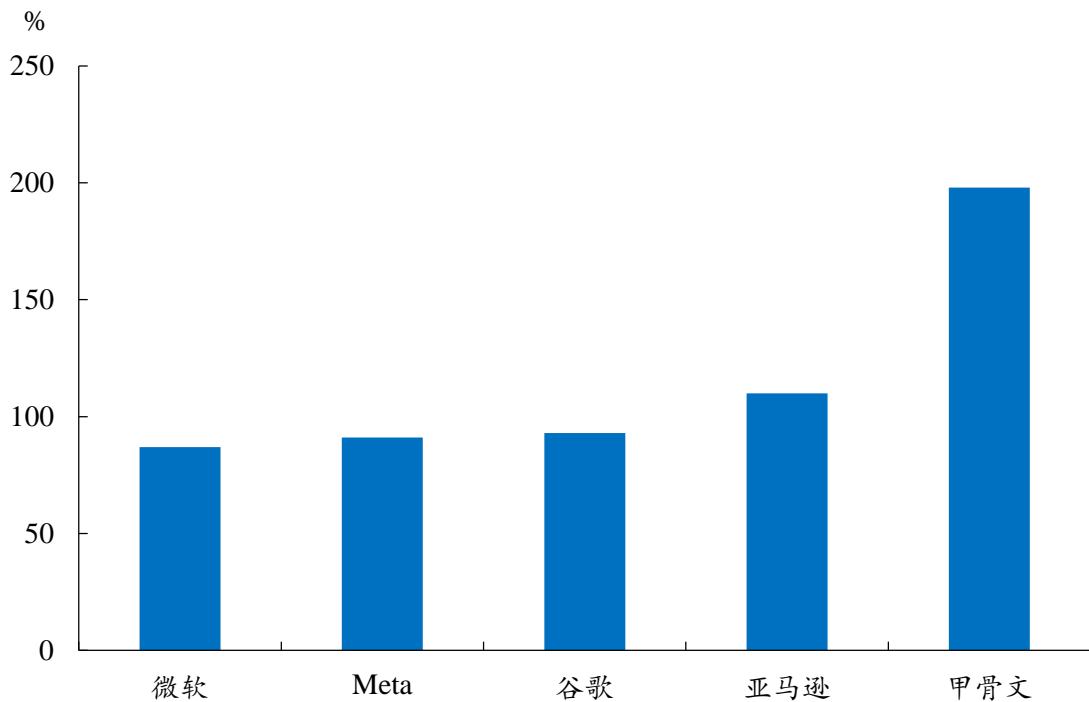


资料来源：Cleanview、开源证券研究所

1.1 美国科技巨头AI基建：过度投资风险 < 投资不足风险

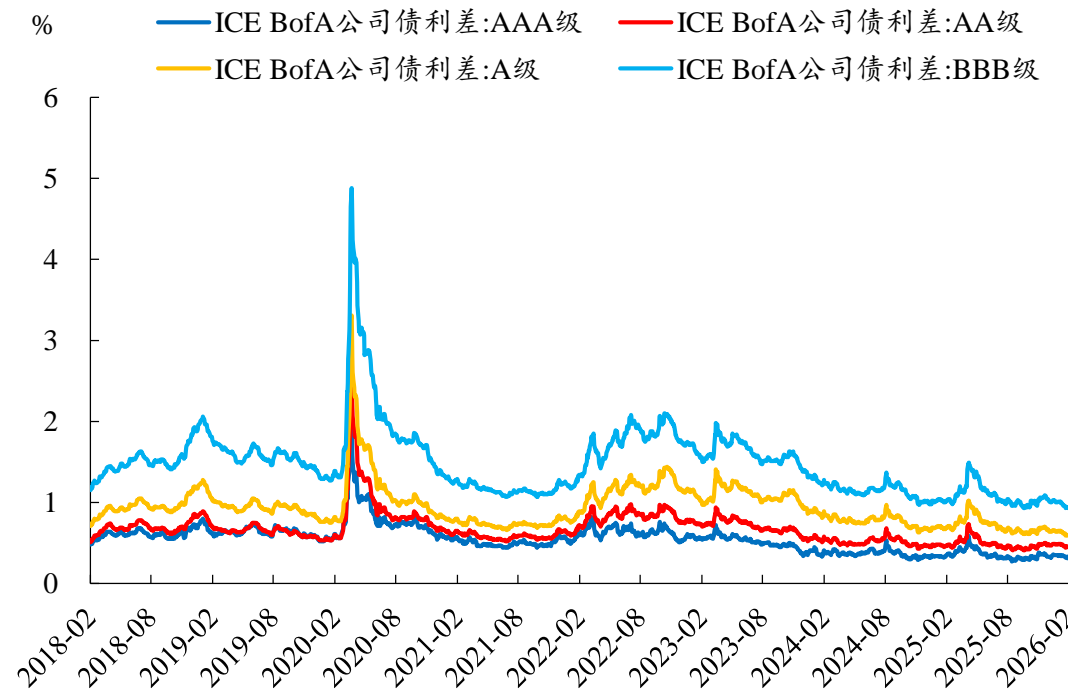
- 连续大量的资本开支挤占科技企业现金流，引起海外市场的担忧。随着科技企业不断加大相关投入，资本开支占企业现金流的比重也越来越高（接近或超过100%），彭博预计5大科技巨头在未来5年（2026-2030年）将会有4万亿美元资本开支，但短期内AI相关营收并未显著增长，引发市场担忧。
- 美国的科技巨头渠道融资畅通，债券信用利差仍较低，预计高额资本开支仍可持续。事实上，当前美国金融环境相对宽松，企业融资渠道仍畅通。此外，美国的高等级企业债券利差处于较低位置，通胀压力相对可控下的背景下，企业从债券市场融资的成本不会大幅上升。

图：美国5大科技巨头2026资本支出占现金流比重接近或超过100%



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图：美国高等级企业债券利差目前相对较低

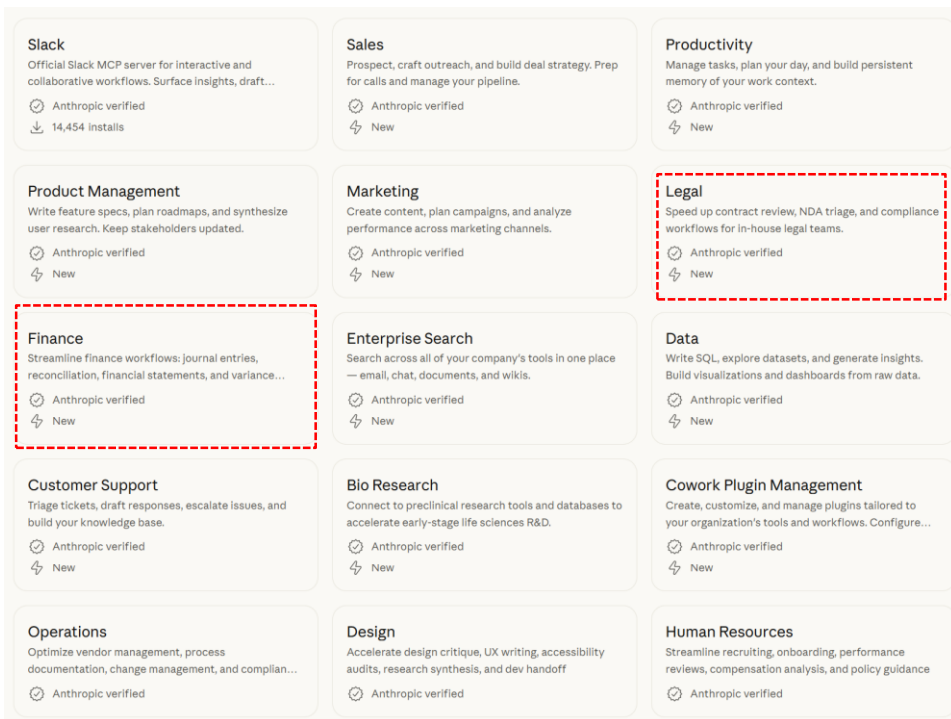


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 美国AI应用快速渗透，展现出明显的潜力

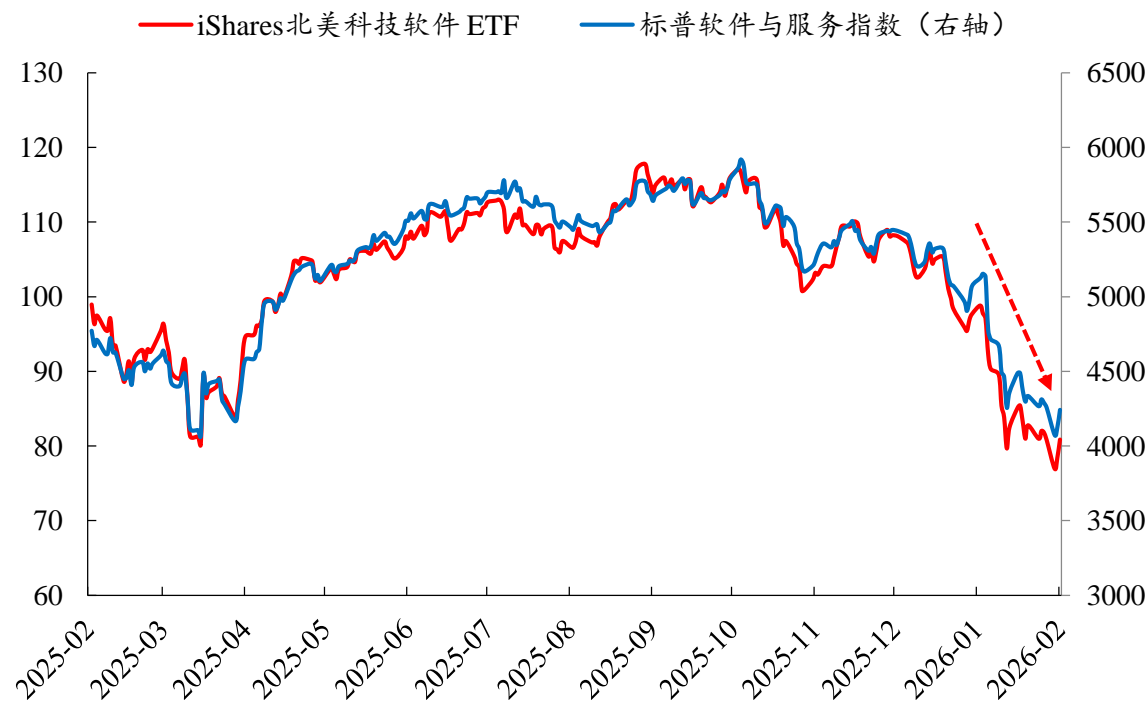
- 2026年以Anthropic为代表的大模型公司发布了一系列AI Agent产品，均具备比较强的自主执行能力，显示出AI相关应用的落地速度较快，并引发了海外市场大幅波动。2026年1月份Anthropic公司推出Claude Cowork等自动化工具，可以帮助企业极大提升编程、合规审查及数据分析方面的效率，引发市场关注，显示AI目前的应用落地速度较快，后续发展潜力值得期待。
- AI应用的快速落地对美国软件等行业的商业模式形成冲击。在Claude Cowork等工具推出后，由于其可以根据不同行业特定需求进行定制，美股SaaS相关股票遭受恐慌式抛售。虽然后续Anthropic宣布发布全新AI插件，并与部分企业达成合作意向，但相关担忧仍然存在。

图：Claude Cowork 插件涵盖金融、法律等行业



资料来源：Claude官网、开源证券研究所

图：美股软件股在1月后大幅下跌

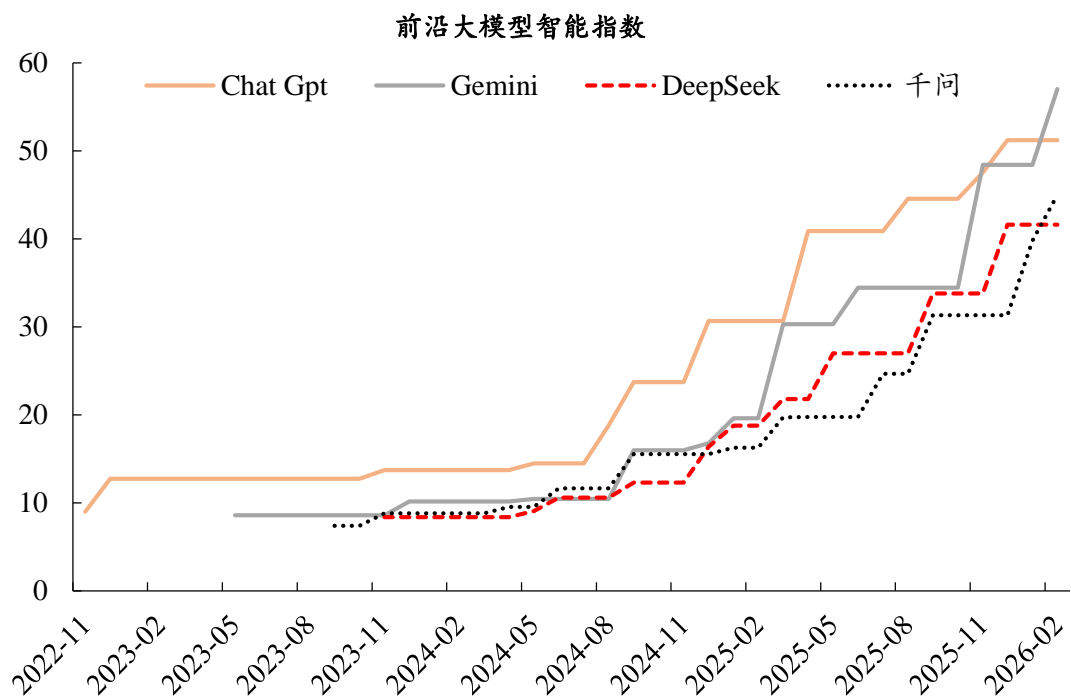


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

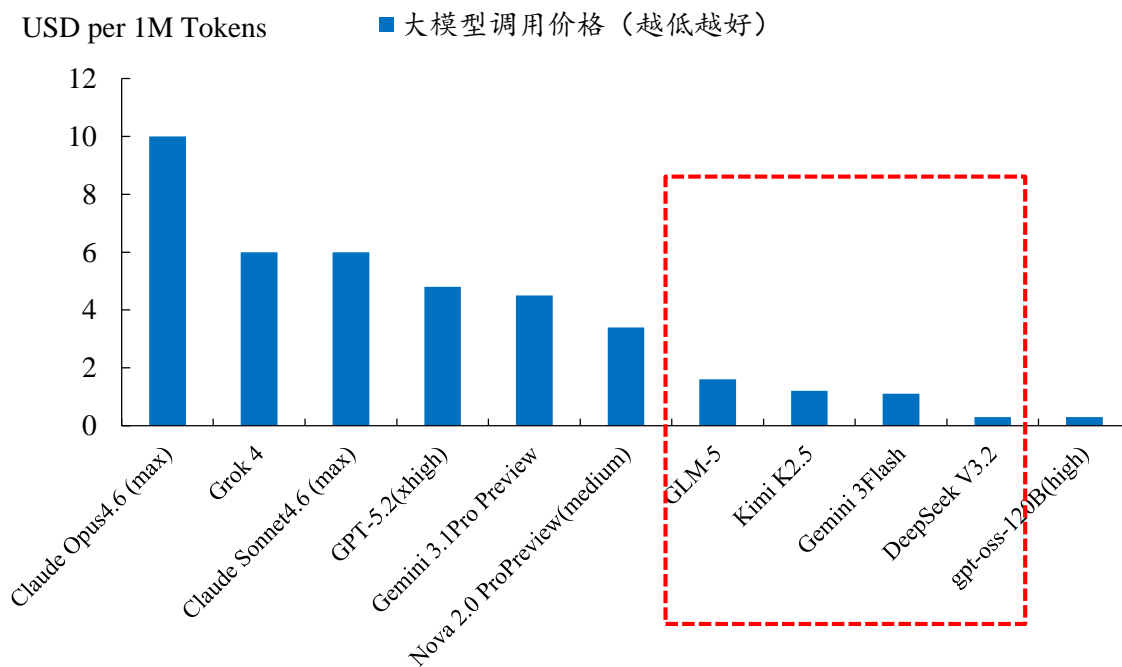
1.2 中国AI发展空间与潜力可观

- 对于中国而言，AI发展的空间与潜力也非常可观。美国在AI大模型、芯片制造等领域仍然处于领先地位，但中国AI大模型并没有落后太多。高端芯片制造领域有所落后，但在国产替代等政策的大力支持下，相关科技已经有所突破。如果参考美国AI相关领域的大规模投资建设及发展，中国的AI发展空间与潜力也非常可观。
- 中美AI发展的侧重点也有所不同。随着AI大模型的能力提升逐渐减速，后续市场更加看重应用端商业模式的转化。而中国科技公司在这一方面具有相对优势。此外，相较于美国主流大模型来看，中国公司的每百万Token调用的成本相对较低。这意味着在后续探索AI的商业化过程中，中国大模型的性价比相对较高。

图：中美在大模型方面的差距并不大



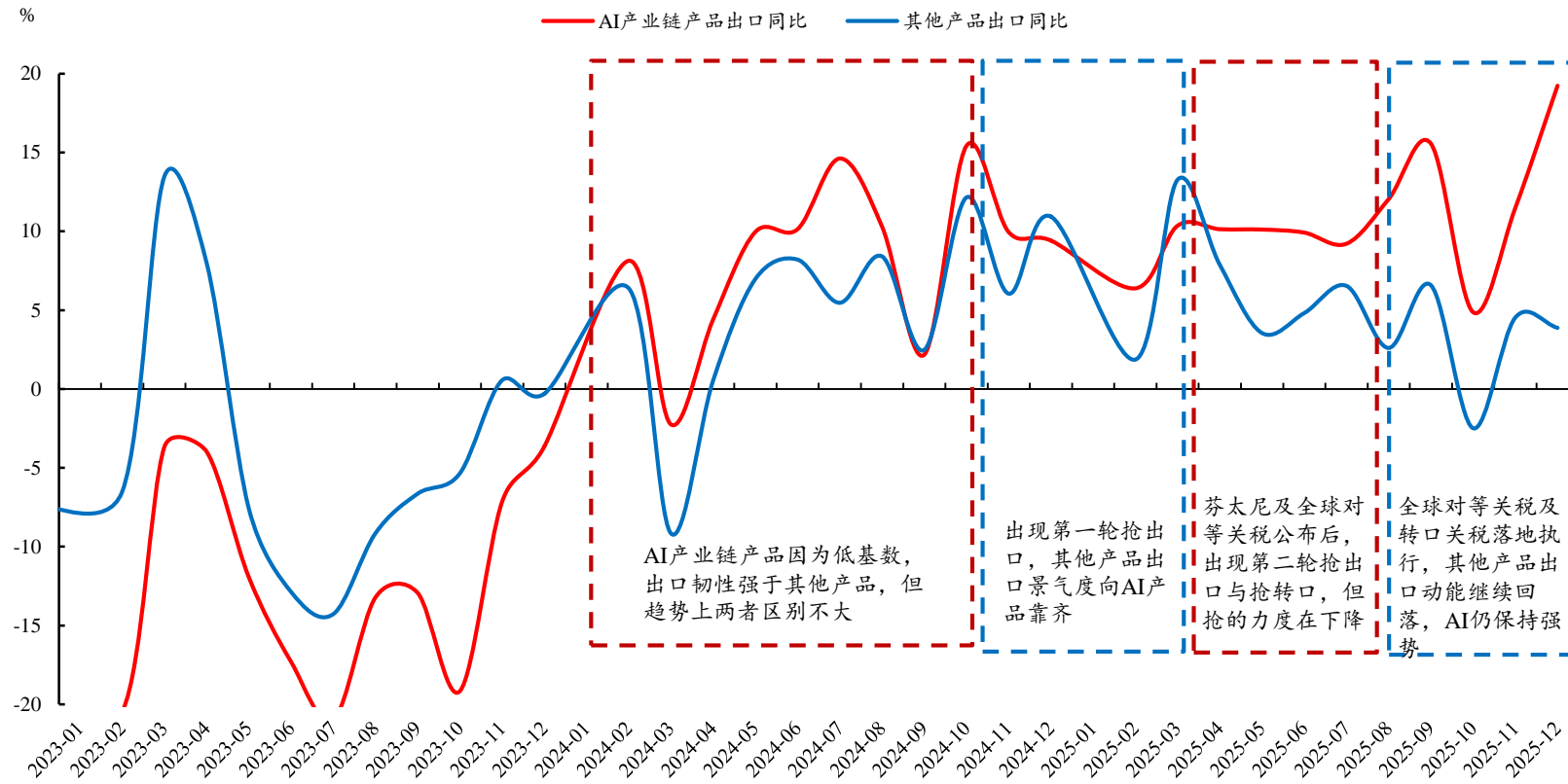
图：中国大模型的调用价格相对较低



1.3 美国关税宣布后，AI产业链产品与其他产品出口趋势发生明显分化

- WTO分类下，AI产品分为上游硅等原材料与化学加工品产业链，中游电力设备产业链以及下游计算机电子零部件产业链。按WTO分类标准将我国出口产品分为AI产业链产品与其他产品两大类，我们发现:在2024年11月前，AI产业链产品与其他产品出口趋势区别较小，均处于一个韧性回落状态，AI产业链产品因为低基数韧性稍强。在2024年11月第一轮抢出口开始，在经过四个月的第一轮抢出口浪潮后，2025年3月后出口趋势发生了明显分化：AI产品出口增速继续向上，其他产品出口增速则开始回落，2025年8月关税落地后其增速中枢进一步回落。

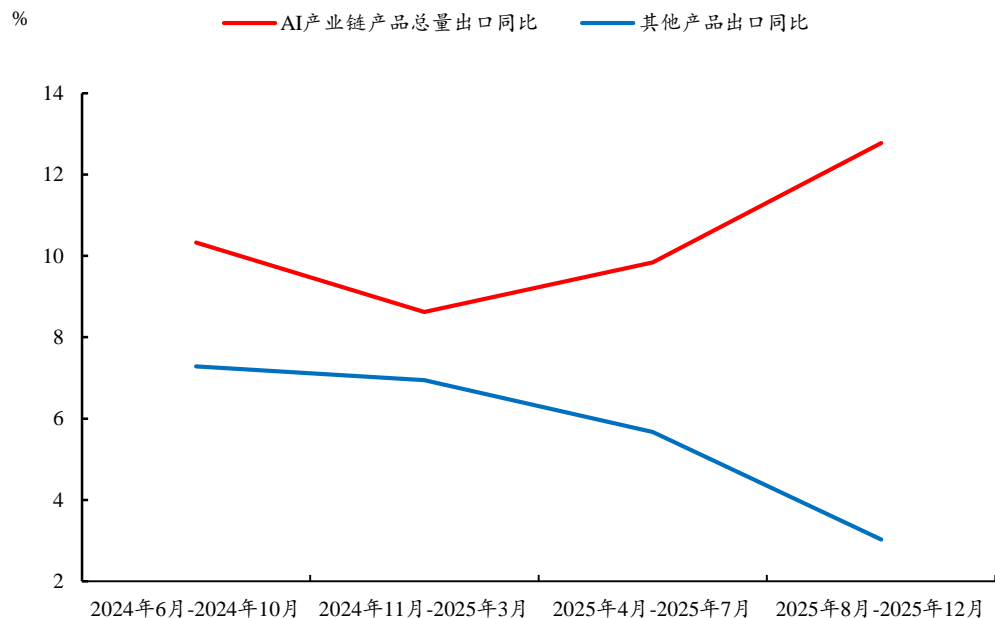
图：2025年3月后AI产业链产品与其他出口趋势发生了明显分化



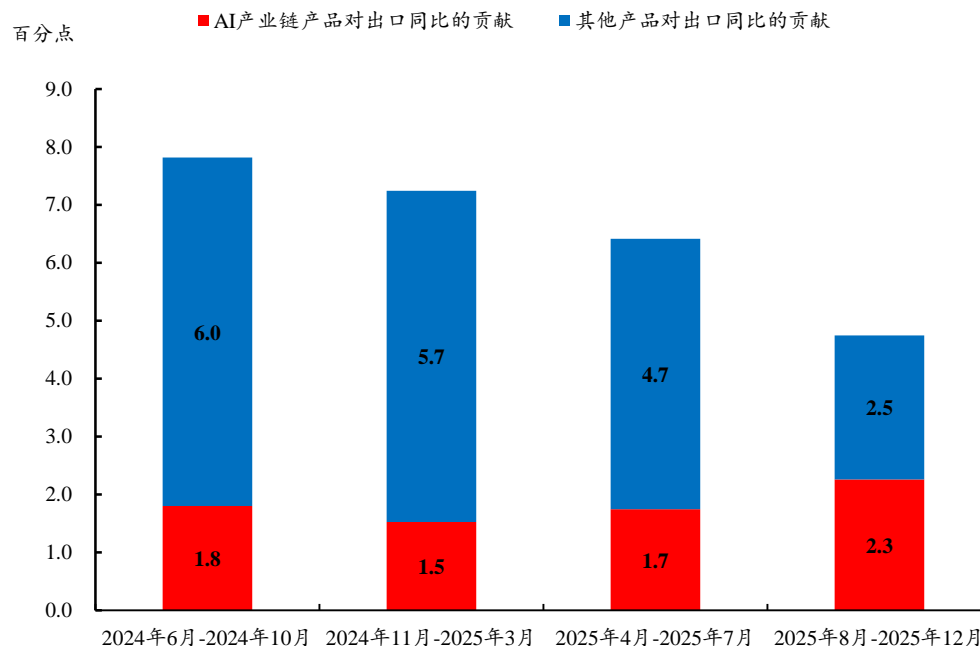
1.3 AI产品或将支撑2026年出口韧性

- AI产业链产品方面，美国科技巨头2026年资本开支指引大幅上调，若实际开支按照此指引执行，2026年资本开支增速或将大于等于2025年资本开支增速，因此2026年AI产品出口同比或将再创新高，为2026年出口韧性带来支撑。
- AI上游产业需求存在一定的前瞻指标，韩国、中国台湾半导体相关产品出口数据公布早于我国出口数据早于相关产业公司财报，或可为趋势判断提供一定参考。

图：AI产业链产品出口同比不受关税影响



图：2025年末，AI产业链产品已成为支撑出口的主要动能



1.3 预计2026年出口同比在4.8%-5.6%区间内

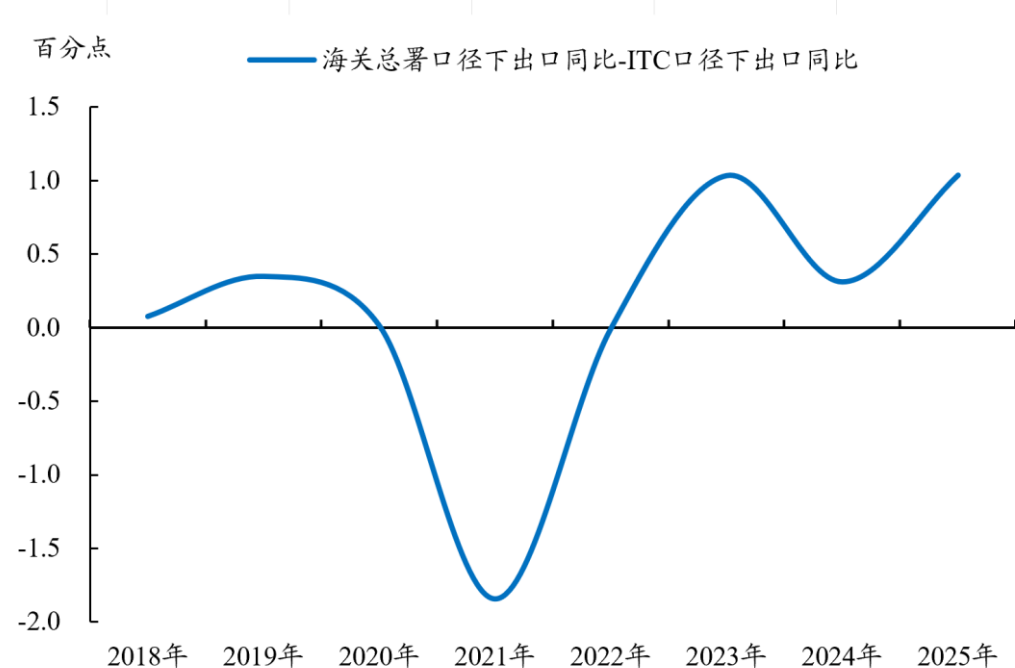
当前支撑美国需求的最大动力来源于AI产业投资带动的相关需求。预计2026年美国科技行业AI资本开支将继续增长，相关投大于等于2025年的同比增速，对总需求的同比带动作用仍有强韧性；而存在抢出口现象的顺周期产品出口动能或将减弱，汽车出口或将有所回升。

按照以上假设进行预测，2026年出口同比或在4.8%左右，其中ITC统计口径下出口金额同比近年来与海关总署统计口径下出口金额同比相差0.8个百分点左右，因此预计海关总署统计口径下出口同比或在4.8%-5.6%区间内。从2023年以来两口径下的差异来看，高于4.8%的可能性更大。

图：预计ITC统计口径下2026年出口同比或在4.8%左右

时间	AI投资及工业化产品出口同比(%)	存在抢出口现象的产品出口同比(%)	汽车及零件出口同比(%)	ITC口径下总出口同比(%)	海关总署口径下总出口同比(%)
2025Q1	5.0	6.9	-8.0	5.0	5.6
2025Q2	6.4	4.5	-5.7	4.8	6.1
2025Q3	9.2	1.1	-4.8	5.1	6.5
2025Q4	6.7	-3.8	16.8	1.4	3.8
2025	6.9	2.0	-0.2	4.4	5.5
2026Q1E	8.4	-4.3	26.9	4.2	4.9
2026Q2E	8.8	-3.6	23.8	4.5	5.3
2026Q3E	7.9	1.1	22.7	6.1	6.9
2026Q4E	8.1	-1.3	4.7	4.3	5.1
2026E	8.3	-2.0	18.4	4.8	5.6

图：ITC统计口径下出口金额同比2023年来与海关总署统计口径下出口金额同比平均相差0.8个百分点左右

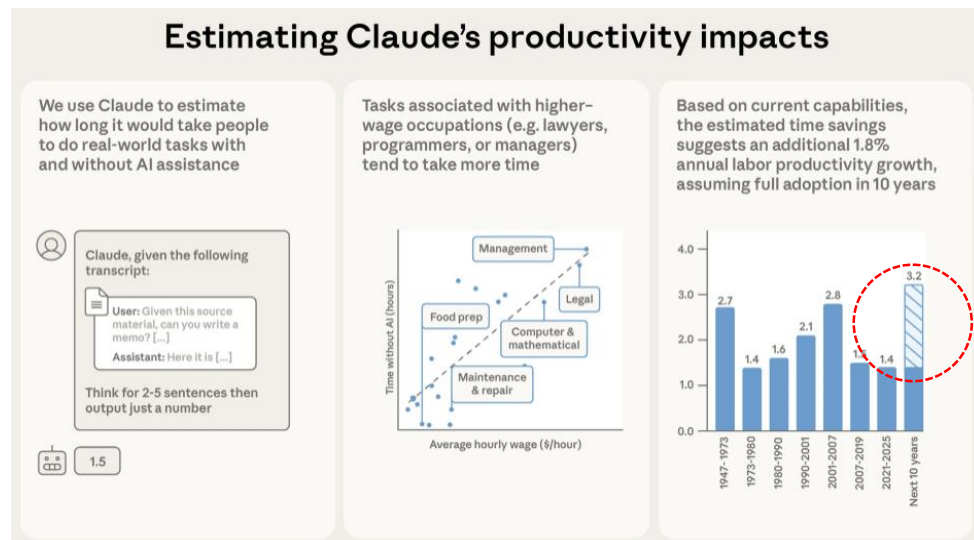


1.4 AI短期或带来通缩，长期或催生新行业与岗位

□ AI的发展在短期内可能会产生一定的通缩效应，但长期影响则值得期待。

- 根据Anthropic的年度报告 *Estimating AI productivity gains from Claude conversations*，当前一代人工智能模型在未来十年内每年可使**美国劳动生产率增长 1.8%**，且未考虑功能更强大的人工智能系统所带来的更大生产力提升。从这个角度上看，AI的发展对经济效率的提升毋庸置疑。但结合近期美国部分公司的裁员情况来看，短期内，**AI的快速发展或会对部分工作岗位造成一定的替代**，导致摩擦性失业的提升，带来一定程度的通缩效应，特别是服务通胀受到的拖累可能会更大。
- 但长期来看，AI带来的劳动生产率的提升大概率会创造新的需求，从而带动就业的回升和经济的**增长**。从历史经验来看，随着技术进步和经济的发展，新岗位将会不断出现。根据Autor et al. (2022)的研究，**2018年纽约市60%的职业在1940年并不存在**，后续AI的发展大概率也将催生新的任务和职业，并带动整体社会经济的发展。
- 参考互联网革命，信息技术发展对美国的劳动生产率起到了较为明显的提升作用，并改善了美国的经济与财政状况。
- 因此从长期的角度来看，AI或将对全球经济产生相对积极的正面影响。

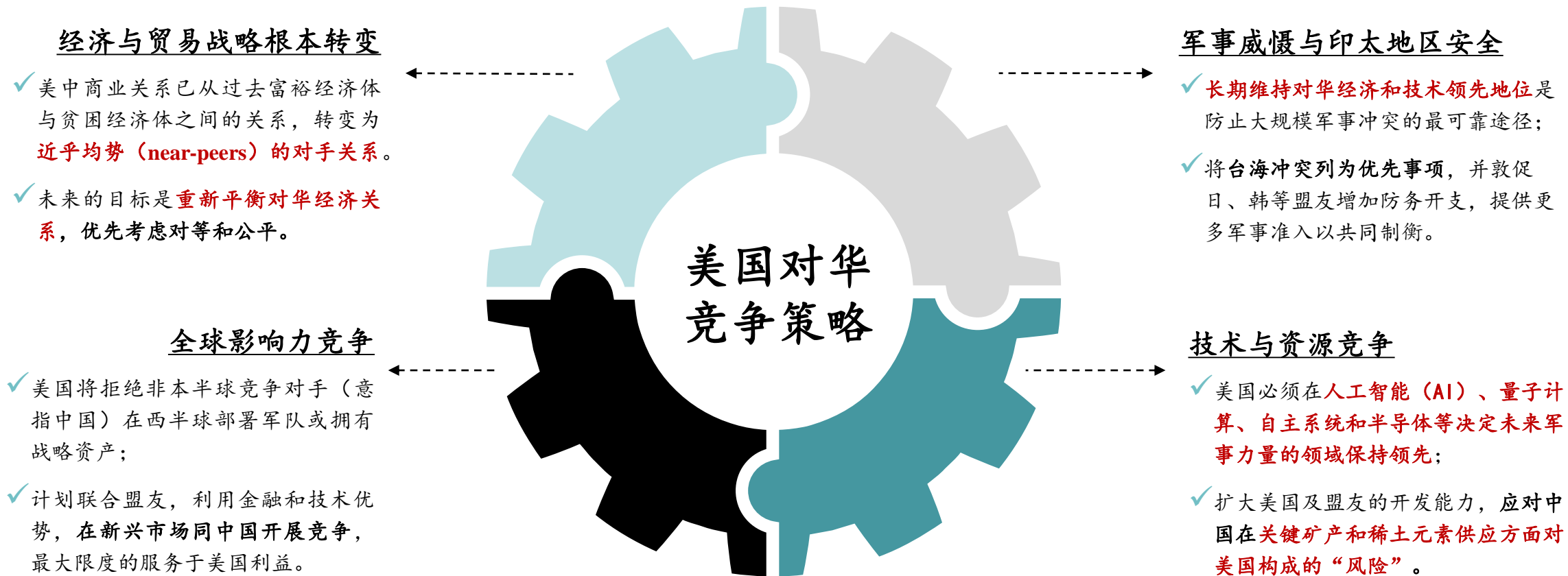
图：Anthropic预计AI将会大幅提升美国劳动生产率



1.5 中美在科技、关键矿产等多方面的竞争或更加激烈

- 关税战之外，中美竞争在科技、关键矿产等方面或更加激烈。根据特朗普政府2025年11月的《国家战略安全报告》，美国希望长期维持对中国的经济和技术领先地位，并减小中国在稀土等关键矿产方面构成的“风险”，预计中美未来在这些领域的竞争或更加激烈。

图：美国《国家安全战略报告》提出对华进行多方面竞争



目录

CONTENTS

- 1 发展科技的国际背景
- 2 中国科技的政策图景
- 3 经济基本面新旧动能转换
- 4 资本市场新旧动能转换
- 5 投资建议
- 6 风险提示

“十五五”指明科技方向：实现科技突破，保障科技安全

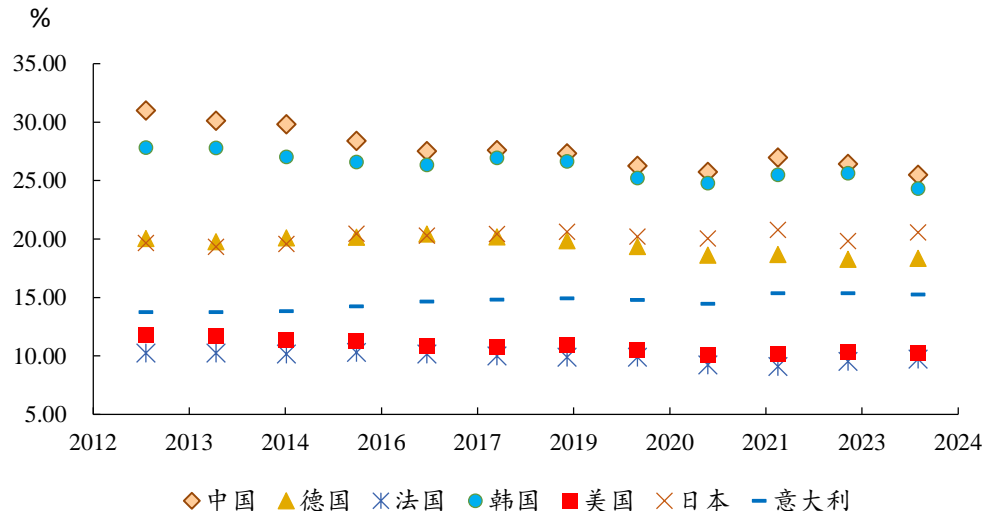
在大国博弈加剧的大背景下，科技安全仍是最重要的主线，《“十五五”规划建议》提到“科技自立自强水平大幅提高”、“国家安全屏障更加巩固”。科技、安全方面，主要有以下部署：

(1) 保持制造业合理比重，发展新质生产力要防止一哄而上。当前我国制造业增加值占GDP比重高于多数发达国家，未来或更注重结构优化。总书记在《说明》中特别强调，“发展新质生产力需要具备一定的禀赋条件，要充分考虑现实可行性”，《建议》稿强调“因地制宜发展新质生产力，就是要引导大家科学理性、实事求是地开展工作，防止一哄而上”。

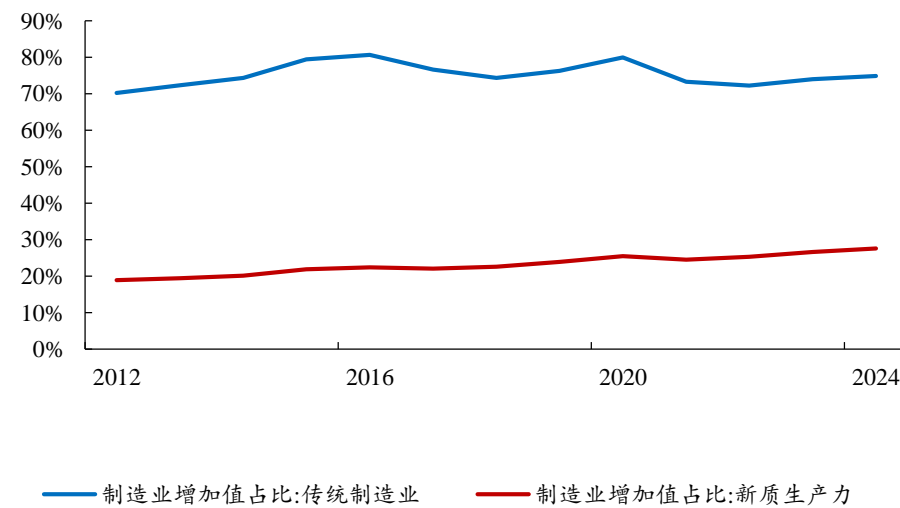
重点产业形成“8466”发展格局：

(2) 固本升级，优化提升传统产业，新增10万亿市场空间。《建议》稿对传统产业优化提升的表述精准务实，要求“巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力”。郑栅洁主任在发布会上表示，初步估计传统产业未来5年会新增10万亿元左右的市场空间。

图：我国制造业占GDP比重高于大多数发达国家



图：传统制造业占比仍高，新质生产力快速扩张



(3) 培育壮大新兴产业与未来产业，新增规模相当于再造一个中国高技术产业。《建议》明确“着力打造新兴支柱产业。加快**新能源、新材料、航空航天、低空经济**等战略性新兴产业集群发展”，“前瞻布局未来产业，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”，预计未来会源源不断催生新技术、新概念和新的细分领域，成为市场每年的重要投资方向。

(4) 采取超常规措施推动关键核心技术攻关取得决定性突破。《建议》明确“采取超常规措施，全链条推动**集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造**等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破”。

(5) 加快应用落地。《建议》突出推动科技创新和产业创新深度融合，加大应用场景建设和开放力度，并指出“抢占人工智能产业应用制高点，全方位赋能千行百业”，指向加大AI应用推进，通过创新链产业链深度融合不断催生新质生产力。

(6) 推进国家安全体系和国防军队现代化。《建议》对比“十四五”新增了“国防实力、国际影响力”，体现安全的战略地位提升。一方面，推进国家安全体系和能力现代化，在关键领域加强储备和产业备份，加强新兴领域安全建设。另一方面，高质量推进国防和军队现代化。提出“边斗争、边备战、边建设”，“加快机械化信息化智能化融合发展”。

(7) 一体推进教育科技人才发展。**建立健全一体推进的协调机制，强化规划衔接、政策协同、资源统筹、评价联动**，促进科技自主创新和人才自主培养良性互动，建设具有全球影响力的教育中心、科学中心、人才中心。围绕科技创新、产业发展和国家战略需求协同育人，强化科研机构、创新平台、企业、科技计划人才集聚培养功能，培育拔尖创新人才。加快建设国家战略人才力量，**培养造就更多战略科学家、科技领军人才、卓越工程师、大国工匠、高技能人才等各类人才**。

- 中央经济工作会议定调2026年，更关注“提质增效”，实现科技突破是最主要任务之一。《求是》杂志发表总书记重要文章《当前经济工作的重点任务》（习近平总书记2025年12月10日在中央经济工作会议上讲话的一部分），对科技工作要求如下：坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能。加大对基础研究的长期稳定支持力度。推动传统产业改造升级，打造集成电路、航空航天、生物医药等新兴支柱产业，培育发展未来能源、具身智能等产业。深化拓展“人工智能+”，完善人工智能治理。
- 工信部明确今年工作重点在产业链、信息化、绿色等。包括提升产业链韧性和安全水平、推动信息化和工业化深度融合、推动工业绿色低碳发展、推动信息通信业高质量发展等。重点产业方面，要打造集成电路、新型显示、新材料、航空航天、低空经济、生物医药等新兴支柱产业。支持人工智能攻关。有序开展卫星物联网等新业务商用试验。完善具身智能、元宇宙等的创新发展政策。加强6G技术研发。

图：政策层面对科技领域的重点工作部署



2.2 树立正确政绩观，追求没有水分的增长

► 树立正确政绩观，要实事求是，追求没有水分的增长。

中央经济工作会议上，总书记严肃批评了当前存在的“数字注水”、虚假开工、“开票经济”等形象工程、政绩工程的“新变种”，以及规划编制中脱离实际、盲目跟风、层层加码等问题。《人民日报》“钟才平”署名文章《因地制宜做好经济工作》提到，总书记强调：“因地制宜，本质是实事求是。”因地制宜，是正确政绩观，是科学方法论，是各地各部门结合实际贯彻落实中央经济工作会议精神的关键之举和重要遵循。

新华社评论员文章《着力提高党领导经济社会发展能力和水平》强调，要自觉为人民出政绩、以实干出政绩，始终坚持以人民为中心的发展思想，把为民造福作为最大政绩。

再考虑到即将换届，预计地方政府的节奏应是以稳为主，重视高质量发展和结构转型。

图：《人民日报》微镜头·习近平总书记在中央经济工作会议上“追求实实在在、没有水分的增长”

“政绩观既体现在抓发展上，也体现在惠民生、保稳定上；既体现在即期见效的显绩上，也体现在打基础、增后劲、利长远的潜绩上；既体现在解决现实矛盾上，也体现在解决历史遗留问题上。”言辞间蕴含辩证。

怎样创造业绩？

“以实干出政绩，”习近平总书记言简意赅，“自觉按规律办事，不在追求政绩上搞急功近利、弄虚作假、盲目蛮干那一套，杜绝新官不理旧账和形象工程、政绩工程。”

会上，他讲到考核和规划，传递的都是唯实惟先、善作善成的价值取向：“要完善差异化考核评价体系，提高考核的针对性和科学性，让考核指挥棒真正管用。”

国家和地方正在进行规划编制工作，“要加强统筹，精简优化交叉重复、缺乏实效的规划编制任务，防止规划过多过滥”。

“所有规划都要实事求是，追求实实在在、没有水分的增长，推动高质量、可持续的发展。对于脱离实际急躁冒进、层层加码、乱铺摊子的，要严肃问责。”习近平总书记语重心长。

图：《人民日报》“钟才平”署名文章《因地制宜做好经济工作》

文章指出，因地制宜在当前具有更加突出的现实意义。这是“十五五”开局起步的必然要求。“十五五”时期我国发展环境面临深刻复杂变化，许多矛盾问题的破解没有先例可循。越是过去没有干过，越不能简单照搬照抄，必须因地制宜、立足实际确定发展思路、破解发展难题。

“十五五”开局之年，不少地区和部门在编制五年规划、谋划推进一批重大项目，都需要从各地实际出发，一把钥匙开一把锁，不能刻舟求剑、拿一个模子去套。

这是践行正确政绩观的必然要求。今年一些地方陆续开始换届，树立和践行正确的政绩观非常重要。要推动干部坚持因地制宜，力戒在政绩上搞急功近利、弄虚作假、盲目蛮干那一套，防止“新官上任三把火”，杜绝新官不理旧账和“形象工程”“政绩工程”。

2.3 财政政策：综合利用各类工具，支持科技

综合“两新”资金、新型政策性金融工具、科创基金等资金来源，投向科技重点产业。

- 2025年5000亿政策性金融工具重点投向数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域。预计政策性金融工具将继续支持科技、新基建、消费等重点领域。
- 科技部表示，将对三大国际科技创新中心给予针对性政策支持，优先布局战略科技力量和重大科技任务，开展科技金融试点，**设立长周期的科创投资基金**，在科学数据出境、外资研发机构保税研发等方面开展政策先行先试。
- 1月20日，“百强公司-百强大学协同共建三大国际科创中心研讨会”举行，会上正式启动组建“世界百强大学-百强公司科创联盟”，并宣布将创设总规模达1500亿元的科创系列基金。该系列基金将构建一个“1+2+3+4+5”的基金矩阵，以覆盖科创企业全生命周期与科创基建全领域。从具体支持领域来看，重点聚焦在**科创园区基建建设、独角兽企业并购、瞪羚科创企业等**，积极推动相关企业上市和重组。

图：1500亿科创基金细分类别拆解

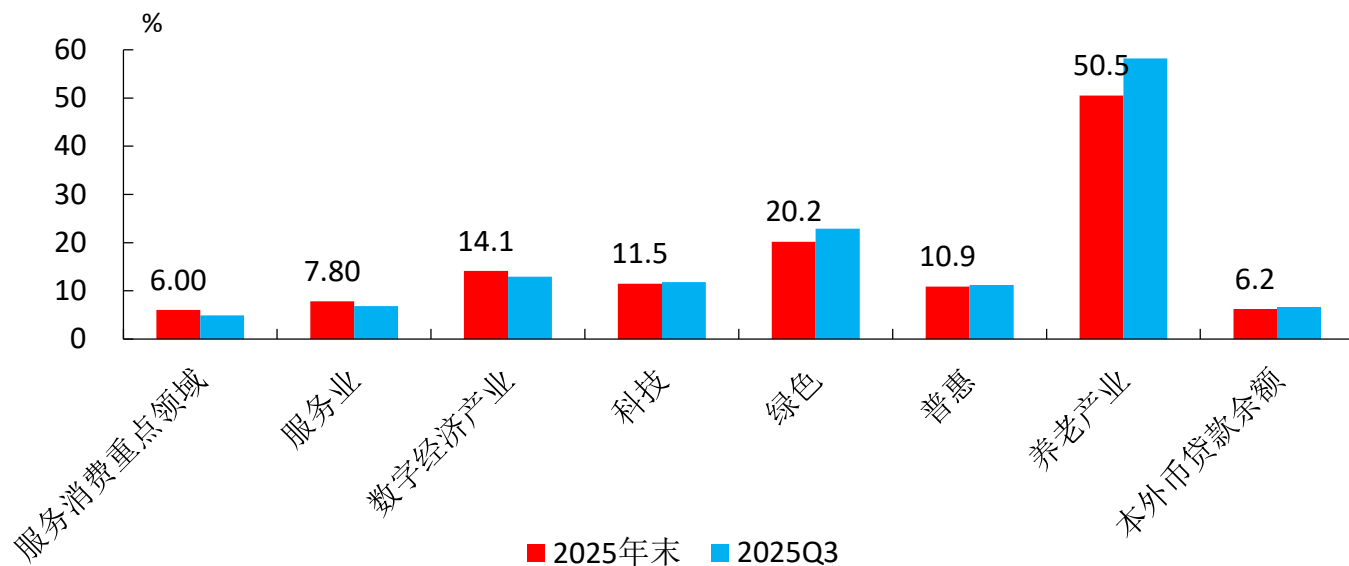
金额	具体基金用途
100亿	科创大赛基金，用于奖励和投资大赛优胜项目
200亿	专精特新基金
300亿	瞪羚科创产业基金
400亿	独角兽并购基金，助力企业做大做强
500亿	科创基建基金，支持科创园区等基础设施建设

2.4 货币政策：强化对重点领域的精准支持

货币政策将充分放大结构性效应，精准支持五篇大文章。央行对五篇大文章的重视度较高，重点关注科技、绿色、养老金融。引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。优化科技创新和技术改造再贷款，积极构建和完善绿色金融产品和服务市场体系。

- 2025年Q4，“五篇大文章”贷款增速高于一般贷款增速。2025年末科技信贷增速达到11.5%，与绿色贷款（+20.2%）、数字经济贷款（+14.1%）等共同构成了高质量发展的信贷底座。
- 央行通过结构性货币政策工具，实现对科技领域的“精准滴灌”。额度大幅提升：2026年初，央行将“科技创新和技术改造再贷款”额度由8000亿元追加4000亿元，总额度提升至1.2万亿元；支持范围扩大：将研发投入水平较高的民营中小企业纳入支持范围，解决硬科技初创企业的“第一公里”融资难题。预计今年将更多通过“再贷款+财政贴息”等方式强化对重点领域的精准支持。

图：2025年末五篇大文章贷款余额增速皆高于贷款平均增速



目录

CONTENTS

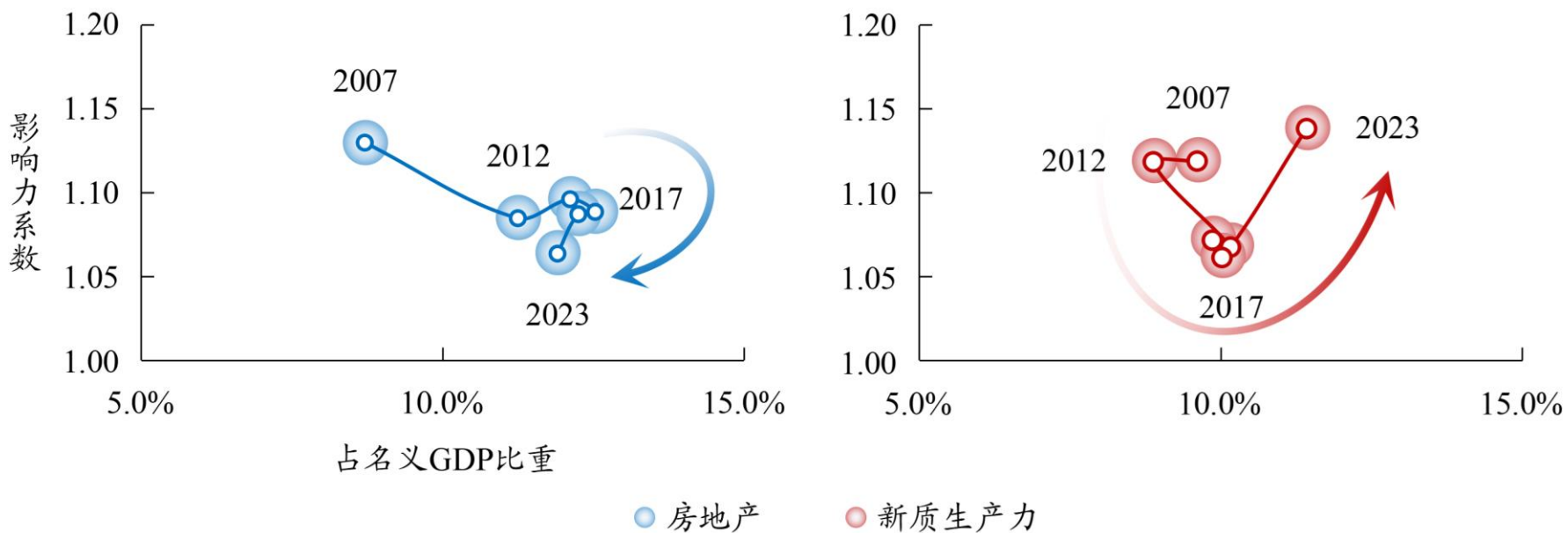
- 1 发展科技的国际背景
- 2 中国科技的政策图景
- 3 经济基本面新旧动能转换
- 4 资本市场新旧动能转换
- 5 投资建议
- 6 风险提示

3.1 新旧动能加快切换

新质生产力有望承接房地产的“支柱产业”地位，支柱产业主要有四大特征：

- (1)对经济贡献度高（占名义GDP比重）：新质生产力规模快速扩张并接近狭义房地产体量，但仍低于广义房地产。棚改货币化驱动房地产于2018年攀至高位的12.5%，近年来呈下降趋势，2020、2023年分别降至12.3%、11.9%；新质生产力占GDP比重与地产链几乎呈镜像关系，2018、2020、2023年分别为9.9%、10.0%、11.4%。
- (2)带动性强（影响力系数）：对经济拉动能力增强且明显超过房地产。2023年新质生产力、新能源链、房屋建筑的影响力系数分别为1.14、1.26、1.06，较2020年变动了+0.08、+0.05、-0.02。

图：新质生产力规模扩张，对经济拉动能力增强；房地产转为收缩，对经济拉动能力下降

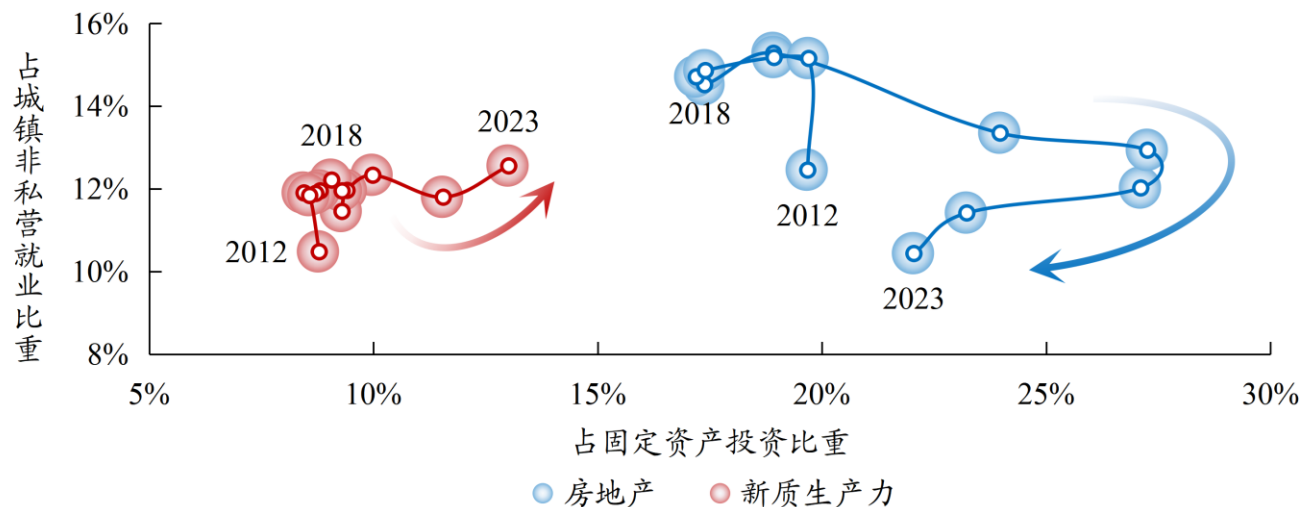


3.1 新旧动能加快切换

新质生产力有望承接房地产的“支柱产业”地位，支柱产业主要有四大特征：

- (3) 资本需求大（占固定资产投资比重）：新质生产力投资规模显著增长，2024年新质生产力占固定资产投资比重约13.4%，过去10年提高了4.9个百分点；房地产投资占比从2020高位的27.3%降至2024年的19.5%。
- (4) 就业吸纳强（占就业比重）：新质生产力增加但未能弥补房地产的减量。2023年城镇非私营就业人员中，新质生产力占比12.6%、较2013年增加0.7个百分点；房地产就业占比10.4%，较2013年减少4.7个百分点。

图：新质生产力投资快速扩张、就业小幅增加，房地产投资和就业均明显收缩

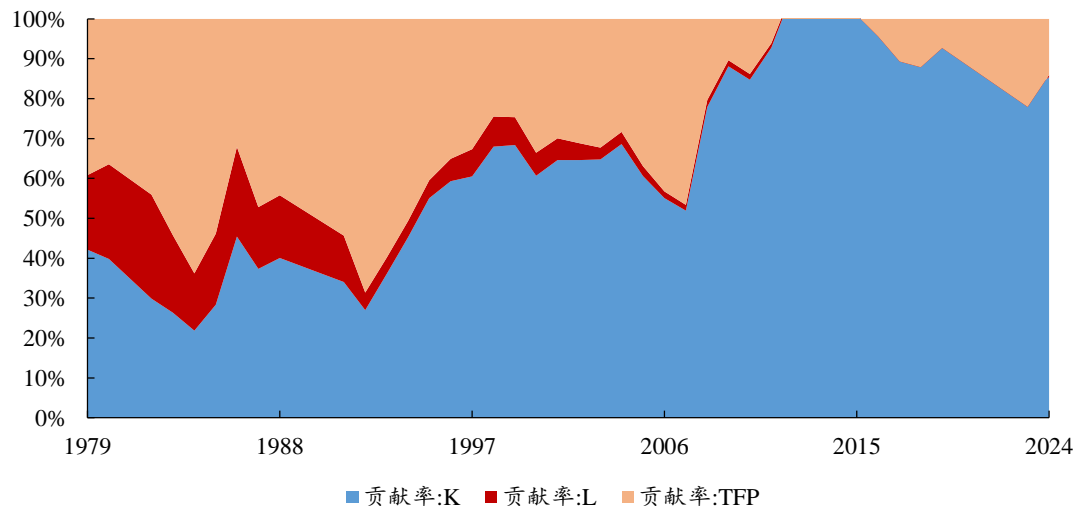


3.2 新旧动能加快切换，我国TFP或迎来新一轮上行

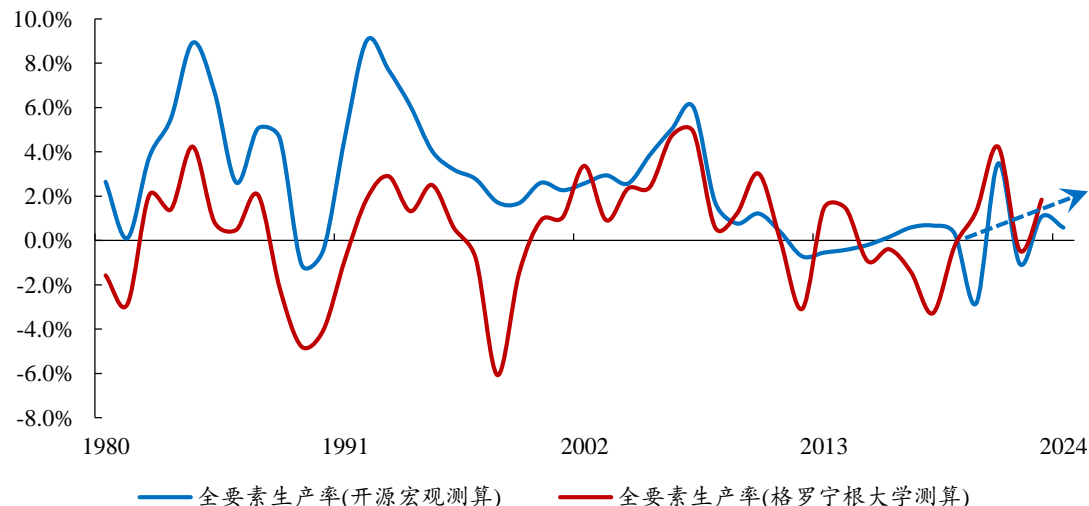
1978年以来我国TFP主要有3个明显的上升阶段。即1981-1985、1991-1994、2002-2007年，分别对应改革开放、南方谈话推动建立社会主义市场经济体制、商品房改革加速城镇化进程+加入WTO。

- 2010-2015年间TFP下滑且部分年份可能处于负区间，可能的原因在于地产基建大规模扩张，吸收资金和人才，挤出了对高端制造和技术进步的投资。
- 近年来，中央有序推进地方隐性债务化解，引导地产向新发展模式的良性中枢回归，经济结构加快从老动能转向新质生产力，**测算2023、2024年TFP增速回升至1.1%、0.6%**，上行斜率略低于前3轮。

图：资本投入对我国经济增长的贡献较大



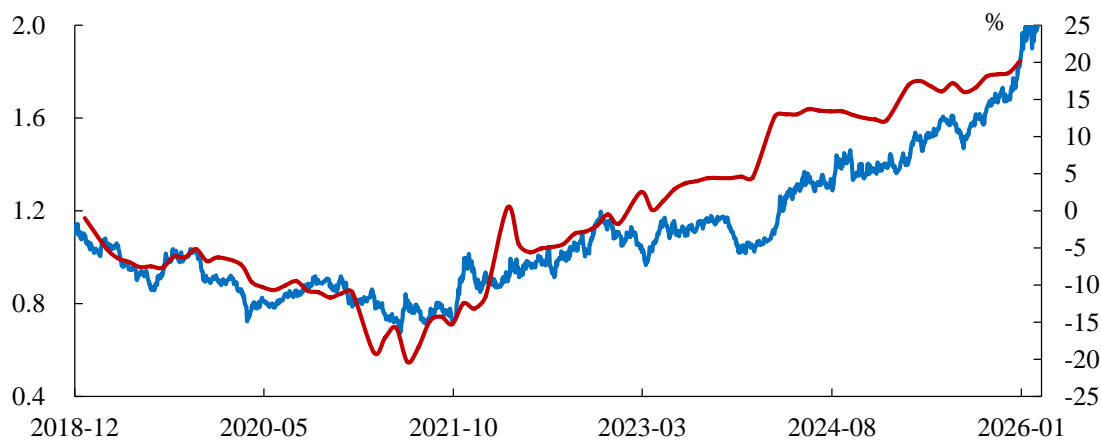
图：我国全要素生产率迎来一轮回升



3.2 新旧动能加快切换，有色相对于黑色比价上行

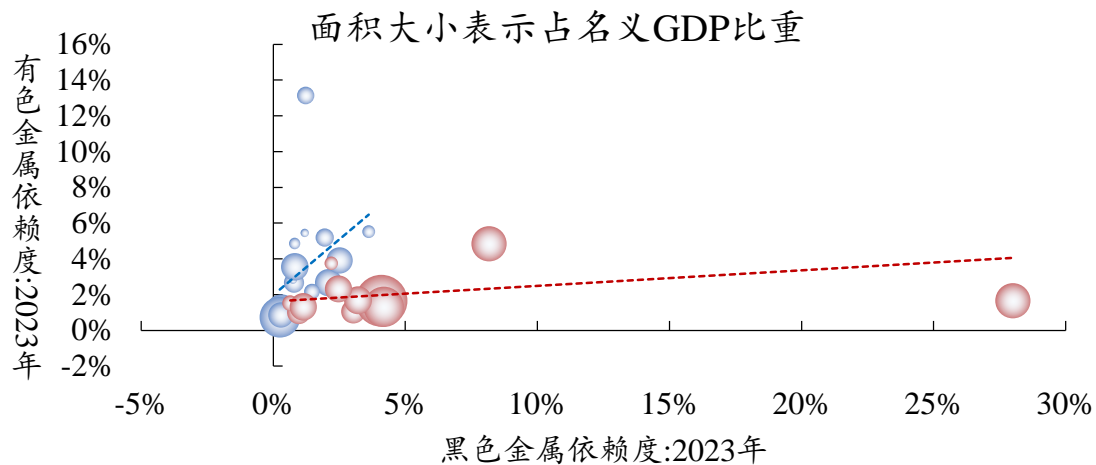
- ▶ 有色金属走势隐含的国内线索：**建安投资增速下滑、设备更新投资增速上行**，对应有色金属开始持续跑赢螺纹钢。
- ▶ 底层逻辑在于，从完全消耗系数来看，**新质生产力板块更依赖有色金属、地产基建链更依赖黑色金属**。

图：有色比价上涨的一条国内线索



— 有色金属指数/螺纹钢指数 — 设备更新投资增速-建筑安装投资增速(右轴)

图：新质生产力依赖有色金属，地产基建链依赖黑色金属

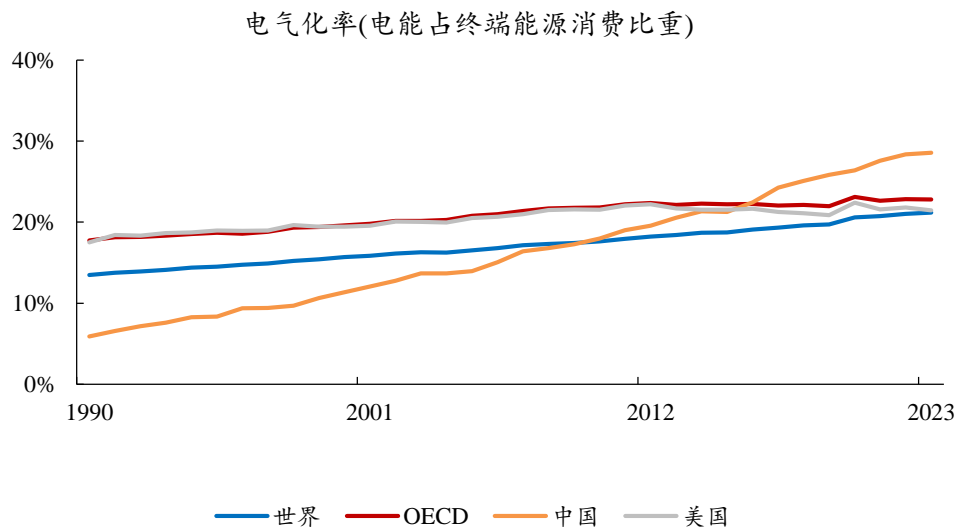


● 新质生产力 ● 地产基建链

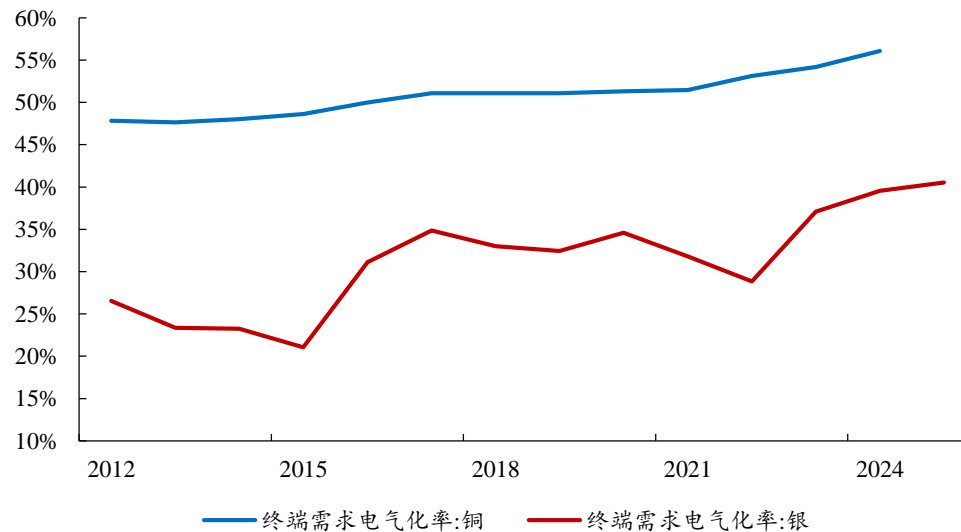
3.3 中国新旧动能加快切换，与全球电气电子化共振

- 全球电气电子化进程不仅在于能源消费结构的“绿色”重构（光伏、储能、风电、电力电网），更在于新一轮技术革命的浪潮驱动（新能源汽车、电子半导体、AI以及算力基建）。
- **指标1-能源电气化**：以IEA电能占终端能源消费比重作为衡量指标，**2013-2023年全球电气化率从18.4%提高了2.8个百分点至21.2%，中国则大幅抬升了8.1个百分点至28.6%，显著超过美欧主要发达经济体**；
- **指标2-需求电气化**：拆解终端需求来看，**2024年铜、银的终端需求电气化率分别约56.1%、39.6%，较2014年提高了8.1、16.3个百分点**。
- 中国新旧动能切换与全球电气电子化共振，推高了对有色和电力基建的依赖程度，我国电力基建有望构成在科技竞争尤其AI等高耗能领域的独特优势。我们对中国科技竞争的未来路径持乐观态度。

图：我国电气化率显著超过OECD平均水平



图：2024年铜、银的终端需求电气化率约56%、40%



3.4 网络关系模型：新能源链从网络边缘向中心移动

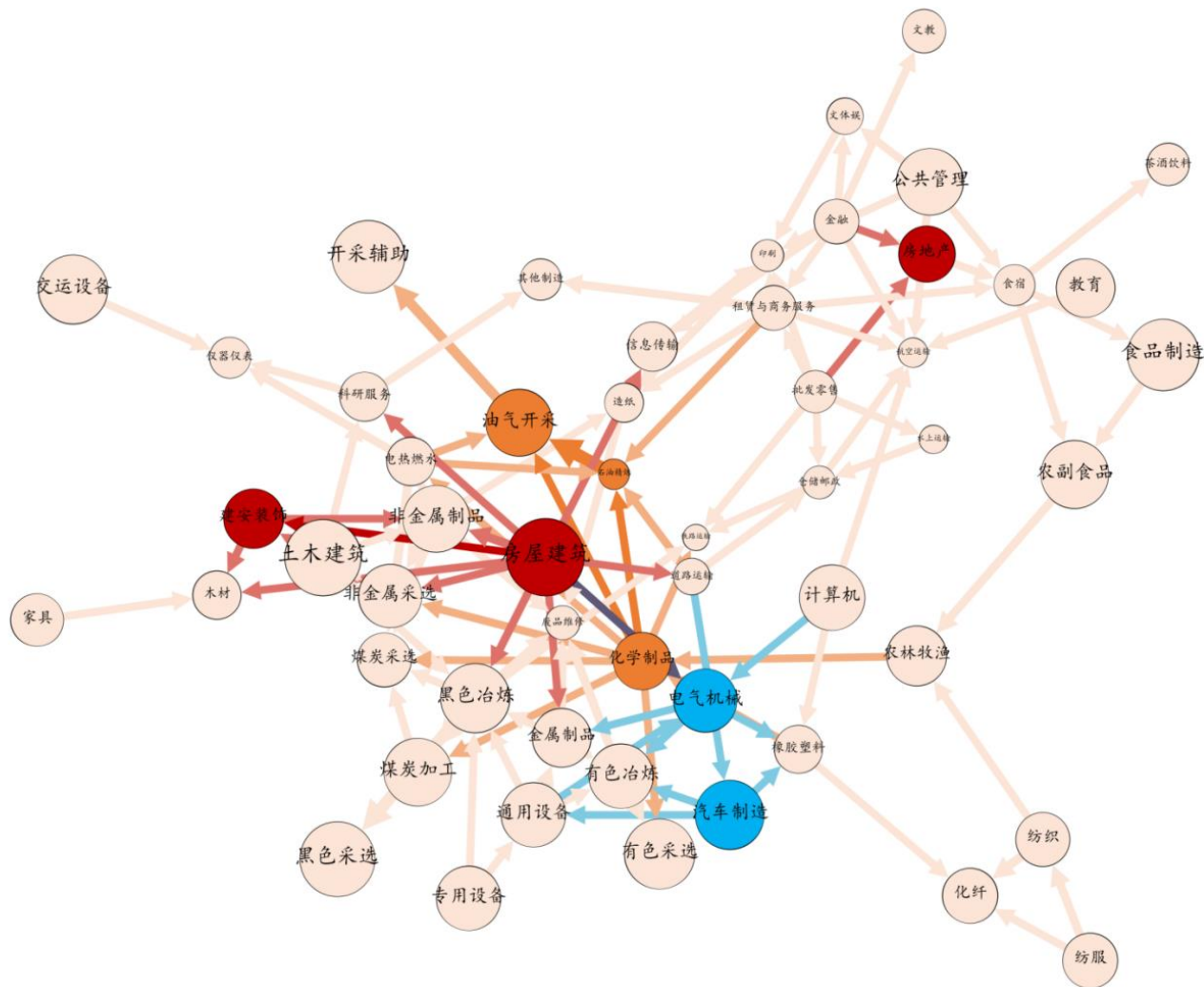
我们选取2012、2018、2023三个年份，基于Yifan Hu算法生成我国投入产出的需求网络关系。

- (1)线条粗细表示直接分配系数，线条越粗则对上游的产出分配越大。红色代表房地产链，蓝色代表新能源链，黄色代表石油化工链，淡黄色代表其他经济部门。
- (2)箭头代表方向，需求网络中箭头表示从下游需求到上游产出分配的关系。
- (3)节点大小表示连出度，在有向网络中连出度代表一个节点向外部节点的连接数量，圆点越大代表连出度越大，该经济部门能够拉动更多上游行业。节点越处于中心位置，表明对全局网络越重要；节点间越紧密，代表经济部门距离越近，一定程度上可以表示集群效应较强。

3.4 网络关系模型：新能源链从网络边缘向中心移动

我们选取2012、2018、2023三个年份，基于Yifan Hu算法生成我国投入产出的需求网络关系。

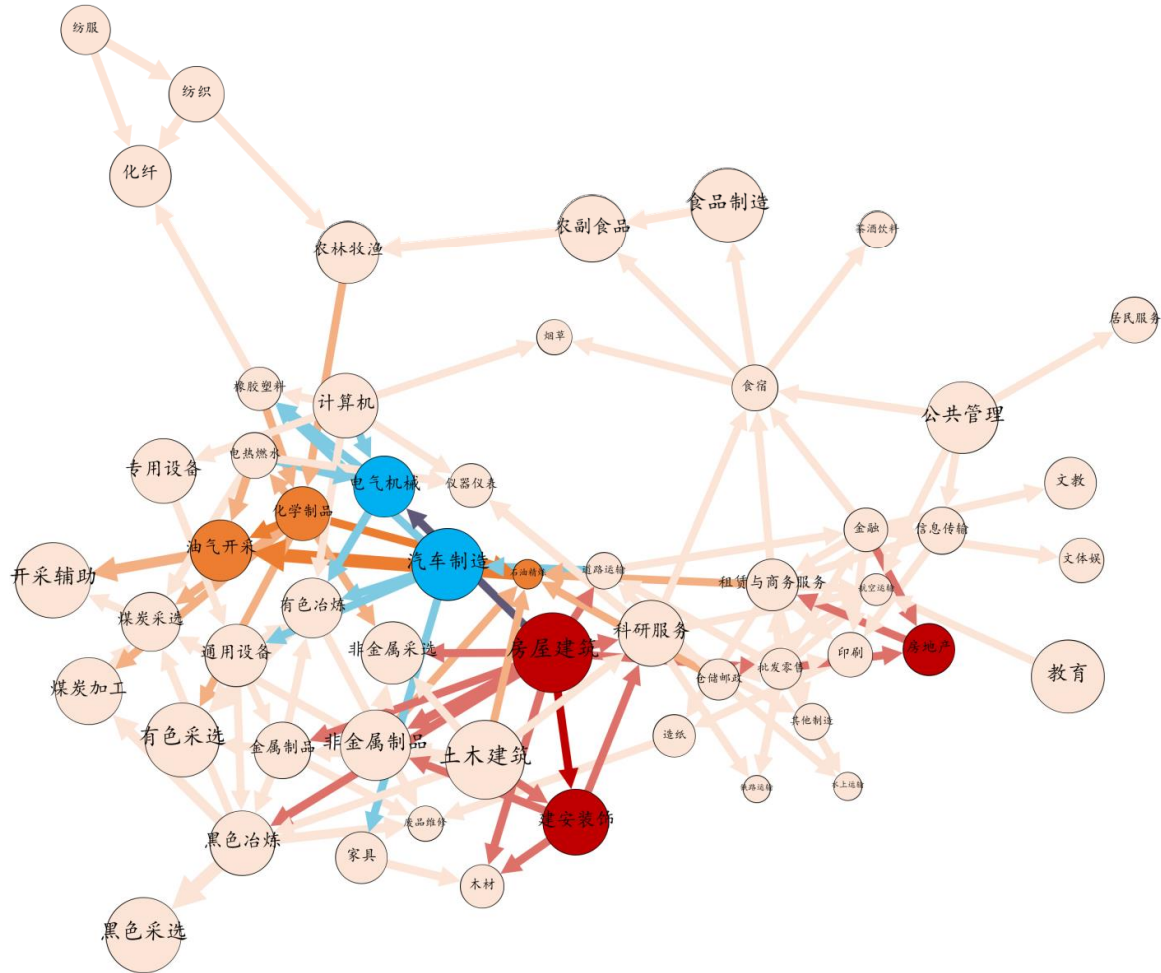
►2012年：地产链处于偏中心位置，石油化工居其次，新能源链处于偏边缘位置；



3.4 网络关系模型：新能源链从网络边缘向中心移动

我们选取2012、2018、2023三个年份，基于Yifan Hu算法生成我国投入产出的需求网络关系。

►2018年：地产链仍偏中心，但房屋建筑和房地产的距离大幅拉近、或指向房地产出现了一定程度的“金融化”，同时新能源链向中心移动，石油化工明显外移；



3.5 新动能的落地进展：从技术突破到应用普及

新动能快速发展，技术突破转向实用性与场景落地能力，正逐步渗透进多样生活场景。

- **技术突破**：2026年央视总台春晚展现多家中国公司具身智能产品，技术自研+高度国产化，对标国际顶尖水平。深度参与的公司包括宇树科技、松延动力、银河通用、魔法原子。展现出的技术突破包括：高动态、高精度的运动控制；复杂环境下的感知与导航；多机集群协同控制等。AI大模型方面，字节跳动Seedance 2.0视频生成模型取得了里程碑式进展、千问3.5-Plus模型、智谱GLM-5、豆包2.0模型等多个模型完成升级。
- **应用普及**：AI助手从“聊天”到“办事”。春节期间，豆包、千问等AI深度融入生活，生成数千万张头像、上亿条祝福，并实现“一句话下单”购物闭环，体现了AI从信息中介向任务执行者的能力进阶。

图：当前具身智能、AI应用的部分落地场景

行业	应用场景类型	具体案例
具身智能	工业制造	汽车生产线：全球首条人形具身智能机器人规模化落地的新能源动力电池PACK生产线已在宁德时代中州基地投入运行。在卡车制造领域，已系统集成应用于福田卡车制造中心的地板焊接等7类工业场景。 工业重载：银河通用机器人发布的工业级具身智能重载机器人Galbot S1，应用于电池模组搬运、重型零部件上下料等场景，单次充电可持续8小时并支持自主换电。
	特种作业	电力行业高空作业：国网浙江省电力有限公司研发的特高压线路具身智能双臂机器人，在浙江湖州成功完成首次高空清障作业。
	服务业（家庭服务、商业服务）	央视春晚机器人编队舞蹈、特技表演；北京春晚邀请北京具身智能品牌机器人，呈现机器人服务于人的全流程实用技能，完成日常家庭服务精细化操作，同时展示机器人在救灾、养老、农业等场景中的应用。
AI应用	智能硬件融合	AI正深度融入操作系统、车辆平台和工业控制系统，成为汽车、机器人、消费电子等产品“智能大脑”的供应商。
	多功能智能体	办公软件与流程自动化、多模态AI交互（如豆包等AI软件进行多模态创作）、医疗健康与社会公共服务、消费与生活服务（典型例子如千问整合购物、支付、本地生活等全流程商业生态）等。
	

目 录

CONTENTS

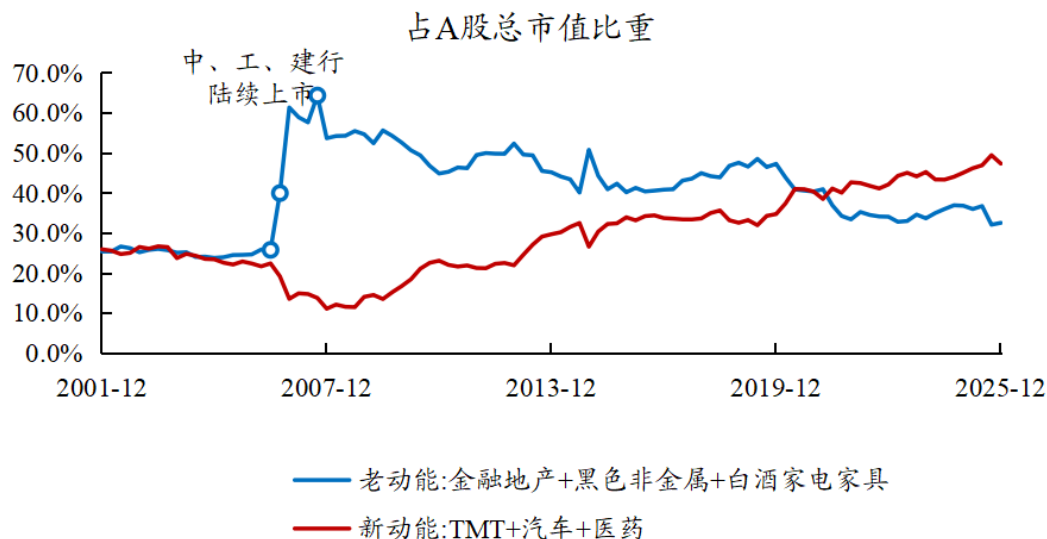
- 1 发展科技的国际背景
- 2 中国科技的政策图景
- 3 经济基本面新旧动能转换
- 4 资本市场新旧动能转换
- 5 投资建议
- 6 风险提示

4.1 资本市场加快新旧动能切换

资本市场加快新旧动能切换：

➤ (1) 占A股总市值比重：截至2025年12月31日，老动能占A股总市值比重约32%，其中金融、地产、白酒、家电、非金属、黑色、家具分别占比22.3%、2.7%、2.7%、1.8%、1.6%、0.9%、0.6%；新动能占A股总市值比重约47.3%，其中计算机通信电子、信息技术、电气机械、医药、汽车、交运设备、仪器仪表分别占比16.6%、8.2%、7.3%、4.3%、4.0%、1.8%、0.6%。2021Q2，新动能占A股总市值比首次超过老动能，2025年以来两者轧差明显扩大。

图：2021Q2，新动能占A股总市值比首次超过老动能

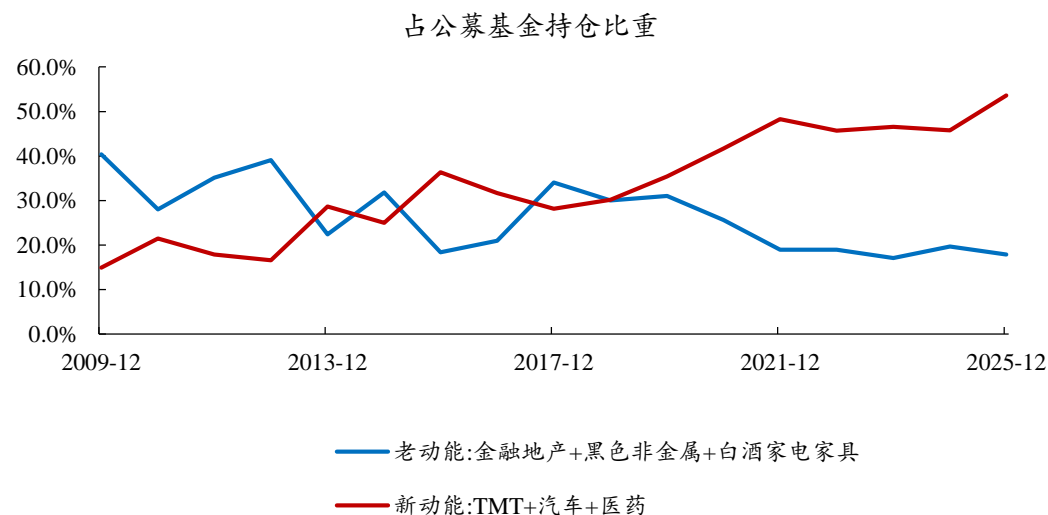


4.1 资本市场加快新旧动能切换

资本市场加快新旧动能切换：

➤ (2)公募基金持仓占比：截至2025年12月31日，公募基金持仓结构老动能占比17.9%、新动能占比53.6%。相较于A股市值结构，机构投资者的持仓审美切换更加前瞻且迅捷，2019年以来新旧动能的持仓剪刀差稳步扩大。

图：2019年以来基金持仓加快新旧切换



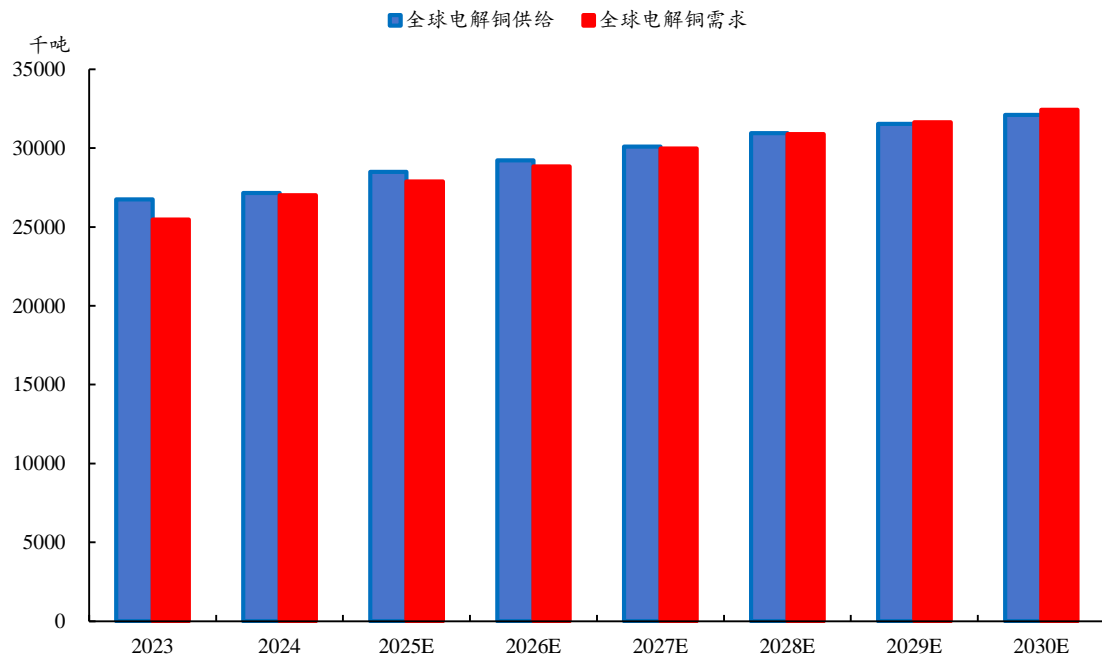
目录

CONTENTS

- 1 发展科技的国际背景
- 2 中国科技的政策图景
- 3 经济基本面新旧动能转换
- 4 资本市场新旧动能转换
- 5 投资建议
- 6 风险提示

- 贵金属方面，在AI大幅提升其全要素生产率增速前，美债困局或难以根本性解决，美国政府将继续在债务规模、国内稳定、维持原有全球秩序中寻求艰难平衡，各国央行储备资产由美债转向黄金的趋势难以发生逆转，黄金价格易涨难跌。
- 工业金属方面，以铜为例，需求端，受益于新一轮全球供应链重构与新兴地区工业化建设以及AI基建浪潮；供给端，矿产端供给增长受限，预计供需将逐步向紧平衡转变，作为上游重要原材料的铜价有望延续强势。

图：预计电解铜供需向紧平衡转变



图：2024年以来，黄金、铜等有色金属价格持续上行



- **AI、电力相关产业链的机会：**开年以来AI模型、AI应用、机器人等催化多点开花，国内AI或加快从模型落地到商业场景变现，叠加中美科技竞争背景，AI、电力相关产业链仍有投资机会。
- **未来产业、国产替代领域等的主题机会：**“十五五”规划要求“科技自立自强水平大幅提高”，以科技创新与现代化产业体系为核心的政策主线有望凝聚市场共识，关注AI、电子半导体、航空航天、具身智能、脑机接口、可控核聚变等产业。
- **双碳、绿电（储能）等机会：**2026年起全国全面实施碳排放总量和强度双控制度，考核机制从“能耗双控”转向“碳排放双控”，“双碳元年”减排任务已从前期准备进入实质攻坚阶段，新能源、储能、碳交易与碳中和等板块有望受益。

目录

CONTENTS

- 1 发展科技的国际背景
- 2 中国科技的政策图景
- 3 经济基本面新旧动能转换
- 4 资本市场新旧动能转换
- 5 投资建议
- 6 风险提示

- 1、国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- 2、美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。
- 3、关税反复超预期：如果美国关税反复超预期，可能会对我国乃至全球经济造成影响。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	
证券评级	买入 (buy)	预计相对强于市场表现20%以上；	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；	
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

