

研究对象再校准，市场功能再强化

——2026年陆家嘴论坛学习心得

报告要点：

● 事件

2026年陆家嘴论坛于6月17日在上海开幕。人民银行行长潘功胜以“中国金融结构的变迁和金融市场现代化”为主题发表演讲，并宣布完善短端利率调控机制、创设境外央行回购工具、在上海自贸区开展离岸人民币外汇交易试点、研究设立特定情景非银流动性支持宏观审慎工具、出台上海国际金融中心发展离岸金融行动方案、银行间市场数据报告库正式挂牌等政策安排。证监会主席吴清围绕进一步健全投融资相协调的资本市场功能发表讲话，提出深化“两创板”改革、支持上市公司并购和再融资、加快培育壮大耐心资本、进一步丰富投资产品和工具、持续提升监管效能和适应性等举措。金融监管总局相关讲话则主要围绕金融监管与全球金融治理改革。

● 体会一：研究对象再校准——旧尺子难以充分刻画新经济

潘功胜行长以“中国金融结构的变迁和金融市场现代化”为题，系统阐释了经济结构调整背景下融资结构的深刻变化。从经济发展阶段看，我国经济已由高速增长转向高质量发展，金融服务实体经济的重点也从宏观总量扩张更多转向结构优化。相比旧经济，科技创新和现代服务业的发展需要丰富多样的金融市场和金融生态，因此，不宜把信贷增速放缓简单理解为金融支持实体力度不足，也不宜继续沿用地产和基建信用周期的旧框架，机械评估新旧动能切换阶段的经济状态。未来判断金融支持力度，不能只看银行资产负债表扩张速度，还要看直接融资能否有效补位、资本市场能否形成合理价格、长期资金能否承担创新风险。

也正是在这一背景下，我们认为，本次论坛未释放短期总量宽松信号，而是进一步强化了货币政策框架由数量调节向价格引导深化的政策取向。随着融资结构由银行信贷主导逐步转向直接融资与间接融资协调发展的格局，货币政策的着力点也逐渐从推动信用总量扩张，更多转向提高政策利率对市场利率的引导效率。此次提出收窄利率走廊、适时增加隔夜逆回购操作品种，前者有助于压缩市场利率围绕政策利率的波动区间，增强政策利率信号的有效性；后者则有助于更精准匹配银行体系短期流动性需求，提升央行流动性管理的精细化水平。

潘功胜行长讲话给我们的启示不止于金融数据本身，也带来宏观研究框架需要随经济形态变化而同步校准的更深层启示。事实上，传统宏观指标的解释力正在受到新经济形态的挑战。经济去地产化之后，信贷增速与经济增长之间的同步性已经有所弱化；随着数字经济、服务消费、人工智能的发展，需求端数据对经济动能的刻画也可能出现偏差。社零更侧重商品消费，对服务消费扩张的反映相对有限；固定资产投资对数据、软件、算力、算法和组织效率等无形资本的反映也不充分，社零和固投偏弱并不必然意味着消费疲软、资本形成不足，更不必然对应经济动能走弱。

相关研究报告

1.《2025年陆家嘴论坛学习体会——以金融制度型改革开放推动高质量发展》

报告作者

分析师	吴光杰
执业证书编号	S0020525100002
邮箱	wuguangjie@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	喻炜易
邮箱	yuweiyi@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

统计部门已顺应经济结构演进对宏观观察体系提出的新要求做出部分尝试。6月，国家统计局首次发布“社会消费商品和服务零售总额”指标，2025年联合国国民账户体系（SNA2025）正式将数据资产纳入核算范畴，赋予数据与传统固定资产同等的地位。向后看，除消费、投资、净出口等常规指标外，宏观研究或还需要更多关注数字经济活跃度、算力使用等新指标，以更完整地观察新动能的形成过程。

● 体会二：市场功能再完善——制度包容性与产品供给双向提升

证监会吴清主席讲话围绕进一步健全投融资相协调的资本市场功能展开。我们认为，本轮资本市场改革的重点并非单纯扩大融资规模，而是在融资端提升制度包容性、在投资端丰富产品供给，更好匹配新质生产力发展和居民财富管理需求。融资端通过优化上市标准、拓宽跨市场发行渠道，增强优质资产供给；投资端通过主动ETF、REITs等产品创新，改善资金承接能力。投融资两端协同发力，有助于推动资本市场从融资通道为主进一步转变为投融资功能相协调的资本形成和财富管理枢纽。

融资端改革重在提高资本市场对优质科技企业、新消费企业和境外中国资产的制度包容性。科创板第五套上市标准适用范围扩大至人工智能领域，支持量子科技、生物制造、具身智能等更多领域“硬科技”企业在科创板上市，同时创业板改革加大对新型消费和现代服务业的支持力度，符合科技强国、扩内需促消费的政策导向。此外，支持符合条件的港股上市公司在境内发行上市、完善沪深港互联互通机制，有助于降低优质中国企业在不同市场之间的定价割裂。长期看，A股深厚的人民币流动性与港股全球融资功能若能更顺畅衔接，将有助于构建以内需基本面为基础、以人民币流动性为核心支撑、同时保留国际化接口的中国资产定价体系。

投资端改革则重在丰富金融产品，进一步满足居民财富管理多元需求。推出主动ETF、商业不动产REITs试点、中小基金公司差异化发展等安排，有助于丰富资本市场产品谱系，提升投资吸引力。主动ETF兼具主动管理和交易便利属性，有望为投资者提供更高效的权益配置工具；REITs则有助于盘活存量资产，并为中长期资金提供现金流相对稳定的配置品种。

● 风险提示

政策落地节奏不及预期；资本市场改革推进不及预期；政策理解有偏差。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100029