

中國：變革世紀中的戰略抉擇



CLAIRE HUANG

東方匯理資產管理投資研究院
高級新興市場宏觀經濟策略師



ALESSIA BERARDI

東方匯理資產管理投資研究院
新興市場宏觀策略主管



姚遠

東方匯理資產管理投資研究院
亞洲高級投資策略師

- **變革世紀：**早在 2017 年，國家主席習近平曾指出：「當今世界正經歷百年未有之大變局」。八年後，新發布的「十五五」規劃（第十五個五年規劃）草案強調，這些變化仍在加劇。自特朗普首次執政以來，中國在國際舞臺上的策略已從謹慎參與轉向積極運用戰略槓桿。這種自信在近期的「習特會」上得到充分展現，北京對關鍵資源的掌控已成為真正的談判籌碼。受地緣政治格局變動以及與美國競爭動態的驅動，中國作出了具有戰略意義的抉擇，將重點放在提升應對外部衝擊的能力上，這對宏觀政策制定產生了深遠影響。
- **從追求增長最大化到建構韌性：**「十五五」規劃的核心在於持續推進國家韌性的戰略重塑。規劃明確將關鍵技術和供應鏈的自立自強，以及創新生態系統的建設列為首要任務，這是對當下保護主義抬頭、地緣政治摩擦加劇的明確回應。與此同時，把消費提升為主要增長引擎，反映了中國長期以來向更均衡、需求驅動型增長的轉變。考慮到自上一份五年規劃實施以來世界所發生的巨大變化，上述舉措其實都在情理之中。真正的問題在於：面對嚴峻的國內外挑戰，中國能否實現這一壯舉，達成一系列宏偉目標。
- **短期政策維持不變：**「十五五」規劃作為一項長期發展規劃，不太可能對未來數月逆週期政策的實施方式產生實質性影響。鑑於當前經濟形勢有望達成今年的增長目標，為明年預留一定的政策操作空間顯得尤為必要。我們認為，北京方面將繼續精準施政，提供「恰到好處」的支援力度，確保經濟引擎平穩運轉，直至 2026 年。
- **對市場的影響：**人工智慧、創新藥物以及先進製造業等領域的重大突破，推動了今年市場的強勁反彈，令中國股票重新吸引了環球投資者的目光。倘若「十五五」規劃能夠助力中國成為全球創新領域的領軍者，那麼這些行業有望憑藉盈利預期上調以及估值重估，實現進一步上漲。然而，規劃明確將產業發展置於家庭需求之上，這意味著消費復甦的滯後動態可能會持續存在，進而削弱面向消費者行業的前景預期。再加上對「舊中國」經濟模式（特別是房地產及其供應鏈）持謹慎態度，綜合多方面因素，我們對整體市場持中性立場。政府債券收益率預計將維持區間波動，因為主要貨幣寬鬆政策將推遲至明年實施。鑑於市場預期美元將走弱，以及人民幣可能進行結構性重估，人民幣對美元匯率有望進一步升值。

中美關係：達成延長貿易休戰協議

中美已同意暫停貿易戰一年，表明雙方有意願管控風險。儘管雙方都致力於增強自身供應鏈和技術的自主性，但此次「停火」不應被視為戰略重置，而應視為邁向共存的務實一步。

除了撤銷 9 月馬德里會談後出臺的一系列針鋒相對的近期措施外，美國還將芬太尼關稅從 20% 減半至 10%，以換取中國恢復購買美國大豆（詳見下頁表 1）。美國將暫停實施「50% 關聯方規則」，該規則原計劃將其實體清單和軍事最終用戶清單擴展至 20,000 多家中國公司¹。作為回應，中國將撤銷對稀土的報復性出口管制，並開始發放關鍵材料出口的一般許可證。

考慮到完全脫鉤對中美雙方都弊大於利，此次緊張局勢的緩和其實也在意料之中。然而，儘管達成了協議，但雙方都不太可能輕易放棄各自的戰略槓桿（美國依賴晶片技術，中國掌控稀土資源），這意味著在兩個超級大國持續競爭的背景下，不確定性依然居高不下。

¹ 《WireScreen 確定受美國 BIS 50% 關聯方規則影響的 20,000 多家中國實體》（2025 年 10 月 20 日）

表 1：中美關鍵協議

關稅減免	- 美國自 2025 年 11 月 10 日起，將依據《國際緊急經濟權力法》（IEEPA）對中國進口商品加徵的「芬太尼」關稅由 20% 降至 10%，並將繼續暫停對進口商品加徵高額對等關稅，直至 2026 年 11 月 10 日。 - 中國將暫停自 2025 年 3 月 4 日起實施的報復性關稅，其中包括對美國大量農產品的關稅：雞肉、小麥、粟米、棉花、高粱、大豆、豬肉、牛肉、水產品、水果、蔬菜和乳製品。 - 中國將在 2025 年最後兩個月購買超過 1,200 萬公噸的美國大豆，並在 2026 年、2027 年和 2028 年每年購買超過 2,500 萬公噸的美國大豆。中國將恢復購買美國高粱和硬木原木。
出口管制	- 美國將自 2025 年 11 月 10 日起，暫停實施適用於實體清單和軍事最終用戶清單的「關聯方規則」（一項 50% 規則），暫停期為一年。 - 中國將暫停於 2025 年 10 月 9 日公佈對稀土元素和其他物品的出口管制所涉及的域外管轄權及 50% 規則。 - 中國將發放適用於稀土、鎂、鎳、銻和石墨出口的一般許可證。
港口費用	- 美國將自 2025 年 11 月 10 日起，暫停實施根據針對中國謀求海事、物流和造船業主導地位而展開的 301 條款調查所採取的應對措施，暫停期為一年。 - 中國將在同一時期暫停實施報復措施。
其他問題	- 雙方就加強芬太尼管控、解決個別公司案件和開展相關調查達成共識。 - 中美將繼續就 TikTok 案及其他問題開展工作。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、中國商務部、白宮、偉凱律師事務所。數據截至 2025 年 11 月 3 日。

「十五五」規劃：為變革世紀打好基礎

中共二十屆四中全會於 10 月 23 日閉幕，隨後發布了「十五五」規劃草案，為未來五年的國家發展設定戰略方向。儘管具體數值目標和政策細節須待明年 3 月「十五五」規劃正式獲批後才會公佈，但從草案中，我們已能夠洞察戰略重點的轉變。具體而言：

- 發展現代產業體系為首要任務**，其優先級從 2020 年的第二位躍升至首位。這充分表明，強化製造業基礎和提升供給側韌性是目前無可爭議的核心關注點。
- 科技創新重點重新定位**：目標從提升一般創新能力轉變為實現關鍵技術的戰略自主和獨立。這深刻反映出中國對國家安全、經濟韌性以及關鍵技術掌控權的高度重視。
- 國內市場仍位居第三位優先級**，但明確強調需提升消費，並承諾提高家庭消費率，這是對當前需求疲軟現狀的直接回應。
- 對外開放的優先級由之前的第九位升至第五位**，這表明中國尋求深化與世界其他地區的融合，是一個令人鼓舞的訊號。

總而言之，新的優先級排序明確確認，儘管當前中國面臨嚴峻的通縮壓力和需求疲軟的挑戰，但出於對外部環境的考量，建構自立自強的供應鏈體系仍然是無可爭議的最重要的中期發展目標。

「中國已將產業現代化和技術自立自強確立為首要發展任務——從廣泛層面的創新邁向關鍵技術的戰略自主。」

對宏觀政策的影響

戰略自主的優先級轉變已改變中國的宏觀政策反應機制，迫使地緣政治考慮因素對國內挑戰的傳統經濟解決方案形成制約。

這一變化在貨幣政策領域體現得尤為明顯。貨幣政策僅在 2024 年 9 月短暫轉向全面寬鬆以支持國內需求，隨後在 2025 年的大部分時間又退回到選擇性寬鬆立場。從本質上看，貨幣政策已然成為美國貿易政策變化的一種衍生表現，只有在面臨更大的外部衝擊時，才會考慮實施更進取的貨幣寬鬆措施。如今，中美之間更長的「停火」期是否會促使中國人民銀行重新調整政策方向，將關注點更多轉向滿足國內需求，仍有待進一步觀察。

「我們預計『恰到好處』的刺激方針不會改變。」

產業政策亦受到脫鉤心態的影響。儘管出現「反內捲」運動，但建立自立自強供應鏈的防禦性動力可能會不時超越為提振價格所作努力。因此，作為維持國家韌性所付出的必要代價，一定程度的產能過剩是可以接受的。

所有這些因素，尤其考慮到中國有望實現今年經濟增長目標的情況，均將降低年底前加推大規模實施寬鬆政策的可能性。話雖如此，近期經濟數據疲軟卻不容忽視。若干部分放寬政策已然實施，足以維持經濟穩步增長，包括在法定債務上限下發行人民幣 5,000 億元地方政府債券的刺激計劃，以及 9 月底新增的人民幣 5,000 億元準財政貸款計劃。

中國		東方匯理資產管理投資研究院經濟概覽
 出口強勁 支持經濟增長	6.1% 9 月份出口 按年增長	中國 2025 年的整體增長超過預期，這主要得益於出口韌性。儘管市場憂慮可能存在關稅阻力，但出口加速增長為工業生產提供重要緩衝，並在一定程度上抵銷國內需求疲軟。中國政府旨在遏制過度競爭和產能過剩的「反內捲」政策，亦導致固定資產投資出現暫時回落。
 通脹	0.0% 東方匯理預測 2025 年 中國按年平均居民消費 價格指數 (CPI)	受基數效應影響，消費者物價指數 (CPI) 將於年底觸底。中國政府的反內捲舉措正抑制企業大幅降價，幫助工業生產者出廠價格指數 (PPI) 在短期內企穩。如果消費者需求沒有出現明顯反彈，任何再通脹均將是暫時性；通脹很可能在 2026 年再次緩和。
 政策	人民幣 1 萬億元 基建項目和家庭援助舉 措的投入使平均 CPI 按 年上升	中國政府採取了「恰到好處」的刺激措施——人民幣 5,000 億元新地方政府債券加上人民幣 5,000 億元準財政政策性銀行貸款，總計約人民幣 1 萬億元（約佔國內生產總值的 1%），旨在加大對基建的投入以及針對性的家庭援助。鑑於近期通脹升溫，加上市場希望避免資產價格過高，預計中國人民銀行將維持政策利率不變。
 展望	4.4% 東方匯理資產管理 2026 年國內生產 總值	我們預計，隨著「恰到好處」措施帶來的財政刺激減弱，且房地產行業持續存在結構性阻力，第四季經濟增長將略為放緩。反內捲政策將繼續重塑投資，抑制產能過剩，但也會影響近期資本開支。通脹將於年底暫時上升，然後於 2026 年再次放緩，同時隨著中國政府在短期穩定與長期改革之間取得平衡，政策仍在調整。 → 我們已將 2025 年和 2026 年的年度國內生產總值預測分別從 4.8%和 4.0%上調至 4.9%和 4.4%。

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院，2025 年 11 月。

「由於缺乏驚喜和細節，市場反應平淡。」

市場期待中國政府言出必行

市場對四中全會和關稅協議的反應平淡，反映：1)「十五五」規劃建議欠缺重大驚喜；2)執行規劃需要時間，且存在重大不確定性；3)全會關於逆週期政策的資訊較少，而逆週期政策對近期經濟和金融市場更為重要；4)在中國國務院副總理何立峰與美國財政部長貝森特會面後，市場已經消化貿易協議中的大部分內容。

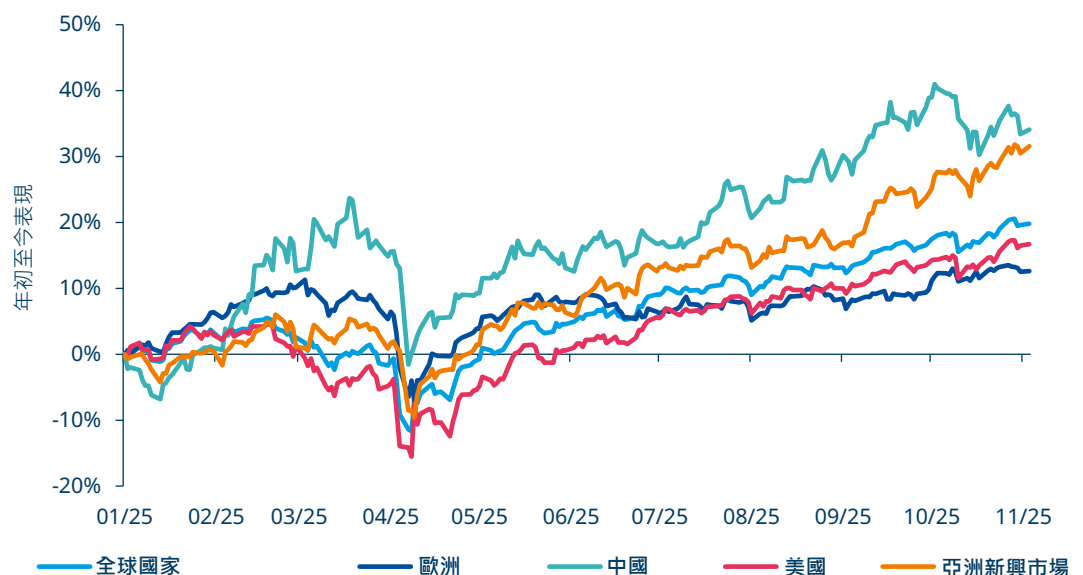
因此，在「十五五」規劃轉化為可推行的政策之前，全會對市場影響不大。明年3月，全國人民代表大會將公佈「十五五」規劃的具體目標和執行細節，屆時我們才能一窺其意義。在此之前，市場將循其方向探尋發展動向。

因此，我們對中國市場的總體立場保持不變。股市方面，人工智慧、創新藥物以及先進製造業等領域的重大突破，推動了今年市場的強勁反彈，令中國股票重新吸引了環球投資者的目光。倘若「十五五」規劃能夠助力中國成為全球創新領域的領軍者，那麼這些行業有望憑藉盈利預期上調以及估值重估，實現進一步上漲。然而，在「新中國」行業機遇與「舊中國」的謹慎態度之間需要取得平衡，特別是考慮到房地產及其供應鏈，使我們對整體市場定位維持中性立場。

中國利率的風險也同樣需要平衡。反內捲運動最近數月引起市場熱議，但並非全會的亮點。然而，由於仍然缺乏政策細節，其對未來通脹的影響仍不確定。即使最終有助於結束通縮，但過程也可能十分漫長且充滿荊棘。我們懷疑這將在短期內改變中國人民銀行適度寬鬆政策的傾向。

相比之下，我們認為人民幣兌美元存在更大的升值空間，我們預期美元進一步走軟，而人民幣進一步走強。就前者而言，貨幣政策寬鬆，美元信譽受損（部分歸咎於不可持續的美國財政狀況），將為仍被高估的美元帶來拋售壓力。另一方面，儘管美國徵收關稅，中國出口展現出超強的競爭力，加上貿易順差突破記錄，表明人民幣存在升值空間。全球重燃對中國資產的興趣，也可能提振人民幣匯率，並幫助北京政府加快人民幣的國際化進程，這是未來五年中國高質量「對外開放」的重要一環。

繼中國股市強勁反彈後，我們傾向於持中性立場



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博。數據截至 2025 年 11 月 3 日。MSCI 指數以當地貨幣計算。過往表現並非未來業績的保證。

東方匯理資產管理投資研究院

世界日益複雜多變，投資者需要更好地了解環境和投資行為的演變，以確定資產配置並幫助建構投資組合。

這種狀況橫跨經濟、金融、地緣政治、社會和環境的各個方面。為了滿足這一需求，東方匯理成立了東方匯理資產管理投資研究院。東方匯理資產管理投資研究院是一個獨立的研究平台，匯聚東方匯理的研究、市場策略、投資主題和資產配置諮詢活動；東方匯理資產管理投資研究院。其旨在製作和傳播研究和思想領導力出版物，為投資團隊和客戶提供預測和創新概念。

在 www.amundi.com 上了解有關東方匯理的更多訊息，或訪問我們的



釋義

- **資產購買計劃 (APP)**：一種貨幣政策，央行從市場購買證券，以增加貨幣供應量，從而鼓勵借貸和投資。
- **基點**：基點是一種計量單位，相等於一個百分點的百分之一(0.01%)。
- **曲線趨平**：相同信貸質素的短期債券與長期債券的收益率 / 利率之差 (息差) 縮小的情況。
- **曲線趨斜**：收益率曲線趨斜可能是由於長期利率的上升幅度大於短期利率，或短期利率下降幅度超過長期利率所致。
- **FOMC**：聯邦公開市場委員會。
- **PEPP**：大流行緊急購債計劃。
- **量化緊縮**：量化緊縮是一種緊縮的貨幣政策，旨在減少經濟中流通的貨幣供應量。實際操作可以指央行減慢到期政府債券收益再投資的速度，也可能是央行上調利率，作為抑制貨幣供應的工具。
- **波動性**：一種對特定證券或市場指數的收益分散程度的統計量。一般而言，波動性越高，證券 / 市場面臨的風險就越大。

重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標、財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk

主編	編輯
MONICA DEFEND 東方匯理資產管理投資研究院主管	CLAUDIA BERTINO 東方匯理資產管理投資研究院投資洞察、出版和客戶開發主管
VINCENT MORTIER 東方匯理集團首席投資官	