

# 研报精选

2025年6月22日 第226期

## 宏观专栏

### 外生因素支撑零售——5月经济数据点评

报告认为，5月经济整体保持平稳增长，但是结构呈现分化态势。虽然关税缓和，但效果尚未完全显现，工业增加值同比增速小幅回落。以旧换新政策叠加6·18促销前移，带动5月社零增长进一步加快。固定资产投资增速回落，房地产投资依旧承压。

### 美联储不会在通胀面前轻举妄动

美联储6月会议按兵不动。报告认为，美联储没有任何急于降息的打算，在经济允许等待的情况下，决策者不会在通胀面前轻举妄动。美联储下一次降息或在今年第四季度。

## 专题聚焦

### 货币秩序重构下的资产变局

报告认为，在经济、地缘和政策三方面因素驱动下，国际货币秩序正在加速重构，反映为美元资产的安全性下降，黄金和人民币资产正迎来关键的历史机遇。

### Hibor如何影响港股？

报告认为，近期Hibor回落是联系汇率制下自动操作的必然结果。Hibor回落，叠加这一段时间的弱美元、南向资金持续流入等因素，都使得流动性较为充裕，进而支撑港股整体市场表现。

## 宏观专栏

### 外生因素支撑零售——5月经济数据点评

5月经济整体保持平稳增长，但是结构呈现分化态势。虽然关税缓和，但效果尚未完全显现，带动工业增加值同比增速小幅回落。以旧换新政策叠加6·18促销前移，带动5月社零增长进一步加快。然而固定资产投资增速回落，尤其是房地产销售数据持续走弱，房地产投资依旧承压。

关税缓和，但效果尚未完全显现，带动工业增加值同比增速小幅回落。日内瓦会谈后，关税缓和，但是由于从订单到生产再到出口的过程有一定时滞，效果或仍未完全体现在5月数据中。和前期公布的5月进出口数据一致，5月工业企业出口交货值同比+0.5%（4月为+0.9%），同比增速有所回落。这也带动了工业增加值同比增速小幅放缓，5月工业增加值同比+5.8%（4月为+6.1%），其中制造业增加值同比+6.2%（4月为+6.6%），高技术制造业增加值同比+8.6%（4月为+10.0%），回落幅度多于整体。细分行业来看，部分受关税影响较大的劳动密集型产品增加值同比增速回落，例如纺织品同比+0.6%（4月为+2.6%），受房地产影响较大的原材料行业同比增速也多数回落，其中非金属矿物制品、黑色金属同比分别为-0.6%、+4.8%（4月为+0.4%、+5.8%）。

以旧换新政策叠加6·18促销前移，带动5月社零增长进一步加快。5月，社零总额同比增长6.4%，增速较4月加快1.3个百分点，这是2024年以来的增速新高。2025年6·18促销活动提前到5月中旬开启，而以旧换新政策进一步激发了消费需求。5月不含汽车的以旧换新分项零售增速高达38.3%，家电（53%）、通讯器材（33%）、文化办公用品（30.5%）零售增速均超过30%。汽车类零售额增速相对平缓（1.4%），销量增速尚可，主要受销售均价下降影响较大。5月非以旧换新分项零售额增速4.9%，增速也有所加快。不过促销活动前移，在带动5月消费的同时，可能透支6月消费需求。而在财政资金约束下，近期部分地方调整以旧换新政策，后续可能也会影响以旧换新的政策力度和效果。

1-5月固定资产投资同比+3.7%（1-4月为+4.0%），制造业、基建、房地产投资增速皆有所下降。虽然设备更新改造政策仍然支撑，但是出口不确定性对制造业投资有所压制。1-5月制造业投资累计同比+8.5%（1-4月为+8.8%），增速有所回落。大规模设备更新改造政策仍然持续支撑，但是增速也有所放缓，1-5月整体固定资产投资中的设备工器具购置累计同比+17.3%（1-4月为+18.2%）。前期出口增速有所回落，或也整体压制了制造业投资增速。细分行业来看，大多数制造业行业1-5月投资增速较1-4月下降，其中交通工具、有色金属、电子、医药、电气机械等行业降幅排名靠前。

基建投资增速小幅回落，需等待项目落地。5月基建同比从前月的9.6%小幅放缓至9.3%，1-5月累计同比为10.4%（1-4月为10.8%）。从分项来看，5月公用事业和交运行业投资增速有小幅提速，水利环境和公共设施管理业则有所放缓。今年前4月固定资产投资新开工项目计划总投资同比为-6.7%，仍为负增长，或部分反映政府投资项目落地仍待提速。今年5月国家发改委提出<sup>1</sup>将力争6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单，我们预计随着项目的逐步下达，3季度基建实物量有望环比改善。

房地产销售数据持续走弱，房地产投资依旧承压。需求端，量价双弱的情况持续。5月商品房销售面积同比下降3.3%（4月同比下降2.1%）跌幅走阔，商品房销售金额同比下降6.0%（4月同比下降6.7%）跌幅与上月基本持平。70城新房价格环比跌幅走阔至-0.2%（4月-0.1%），70城二手房价环比从4月的-0.4%走阔至-0.5%，同时5月中金同质二手房价格指数环比与4月持平于-1.3%。供给端，土地市场呈现量跌价涨的趋势。5月300城土地市场成交面积同比由上月的-5%下滑至-11%，成交价款同比由35%回升至44%。投资端，房地产投资依旧承压，新开工和竣工面积跌幅收窄，但国内贷款和销售回款走弱拖累房企到位资金。5月全国新开工面积同比下降19.3%（4月同比-22.2%），竣工面积同比下

---

1

[https://ysxw.cctv.cn/article.html?toc\\_style\\_id=feeds\\_default&t=1747716483242&item\\_id=609164410429787492&channelId=1119](https://ysxw.cctv.cn/article.html?toc_style_id=feeds_default&t=1747716483242&item_id=609164410429787492&channelId=1119)

降19.5%（4月同比-27.9%），5月末施工面积同比下降9.2%（4月末-9.7%）。5月房企到位资金同比下降10.1%（4月同比-5.3%），定金及预收款同比下降12.7%（4月-8.5%），个人按揭贷款同比下降8.5%（4月-12.7%）。房地产开发投资完成额同比较4月的-11.3%进一步走阔至-12.0%，累计同比从1-4月的-10.3%下滑至-10.7%。



以上观点来自：2025年6月16日中金公司研究部已发布的《外生因素支撑零售——5月经济数据点评》

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  
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442  
邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515  
段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004  
吕毅韬 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124050005

## 宏观专栏

### 美联储不会在通胀面前轻举妄动

美联储6月会议按兵不动，符合市场预期。官员们认为政策不确定性有所下降，但仍下调了增长预测，并抬高通胀路径判断。点阵图保留年内两次降息的判断，但细节上边际变“鹰”，显示出美联储内部的谨慎观点<sup>2</sup>。鲍威尔对通胀风险保持谨慎，并称没人对自己写下的利率路径有很强的信心。我们认为，美联储没有任何急于降息的打算，在经济允许等待的情况下，决策者不会在通胀面前轻举妄动。我们维持此前观点，美联储下一次降息或在第四季度。

本次会议有几方面变化：首先，货币政策声明显示，美联储认为伴随谈判推进，政策不确定性有所下降。声明将5月时的“经济前景不确定性进一步加剧”的表述修正为“经济前景不确定性消退但仍保持高位（diminished but remains elevated）”<sup>3</sup>，同时删除了上月“认为失业率上升与通胀率走高的风险已经加剧（the risks of higher unemployment and higher inflation have risen）”<sup>4</sup>的表述。这种表述修改反映出，美联储认为尽管政策前景仍然迷雾重重，但年内不确定性风暴的峰值可能落在4月2日“解放日”，伴随着关税税率步入更为克制的区间，增长断崖式下跌与通胀恶性增高的极端风险已边际减少。

其次，超预期关税风波的具象演进使得官员们下修了增长预测，并抬高通胀路径判断<sup>5</sup>。2025年第四季实际GDP增速预测值从1.7%下调至1.4%，失业率预测值从4.4%上调至4.5%，第四季度核心PCE通胀预测值从2.8%上调至3.1%，总PCE通胀预测值从2.7%上调至3.0%。这也意味着，官员们认为当前留存关税等特朗普政策依旧会对经济增长产生下行压力，并预计通胀将迎来一波上行。

第三，点阵图保留年内两次降息的预测，但细节上边际变“鹰”，显示出

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20250618.pdf>

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250618a.htm>

<sup>4</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250507a.htm>

<sup>5</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20250618.pdf>

**美联储内部的谨慎观点。**点阵图显示，有10位官员预计2025年会降息至少两次，与3月时的11位官员人数相当，但有7人认为今年不会降息，人数较3月时的4人增多，另有两人预计只会降息一次。这也表明，针对同样的外生政策，美联储官员内部分歧加剧——鸽派官员希望保留降息预期，而鹰派则变得更鹰。

对此，鲍威尔在记者会上坦言<sup>6</sup>，委员们之间一方面存在经济预测的差异，另一方面针对同样的预测数据，也存在风险评估与政策反应方程差异。而鲍威尔自己则强调，美联储不能想当然地假设通胀冲击只是一次性的，而应主动努力避免短期冲击变成持久性通胀问题，这一表态显示鲍威尔可能属于鹰派阵营。他还称，在高度不确定性之下，没有人对自己写下的利率路径有很强信心，所有降息路径都是数据驱动、情景依赖（data-dependent），当前美国经济仍有韧性，所以美联储当前的略微偏紧（modestly restrictive）的利率水平还“等得起”。

鲍威尔还表示，过去三个月的核心通胀走弱是“好消息”，但电脑和视听产品等商品通胀回升，反映出部分关税影响已开始显现。他强调关税对通胀的整体影响可能需要数月才能在数据中全面体现，关税的传导链条漫长复杂，涵盖制造商、出口商、进口商、零售商与消费者，谁来承担成本尚无法预测。面对记者提出的质疑——既然通胀数据走低，从“数据驱动”角度出发理应支持降息——鲍威尔强调，美联储必须前瞻性地评估通胀风险，而不是仅凭已有历史数据做决策。当前失业率维持在低位，工资增长稳健，经济并未“急需援助”，这使美联储有耐心等待更明确的信号。对于今年房地产市场因高利率而疲软，鲍威尔称“恢复物价稳定，是美联储能为住房市场做的最好事情”。

向前看，我们认为美联储没有任何急于降息的打算，在经济允许等待的情况下，决策者不会在通胀前冒险。官员们对通胀的担忧仍是共识，站在当前的时点，面对7月9日到期的对等关税暂缓令、仍在参议院审议的“大美丽”财政法案、中东地缘紧张局势与快速反弹的油价等外生潜在变量，美联储仍无法确

<sup>6</sup> <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20250618.pdf>

定关税的通胀效应会在何时显现。当前最好的选择或许就是继续按兵不动，等待观察关税是否会推高通胀，亦或是就业市场率先走弱，而其双重目标中的哪一个先“亮起红灯”，都会影响未来降息的路径。我们维持此前观点，美联储下一次降息或在第四季度。



---

以上观点来自：2025年6月19日中金公司研究部已发布的《美联储不会在通胀面前轻举妄动》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 货币秩序重构下的资产变局

特朗普“对等关税”以来全球资产出现诸多异象。4月2日特朗普宣布对全球加征对等关税后，全球市场走势与以往贸易摩擦期间的规律明显相悖，有两个“异象”尤为突出。第一个异象是传统的避险资产不再安全。与历次贸易摩擦时期的市场反应截然不同，美元在关税政策宣布后明显贬值，并且作为避险资产的美债也下跌。传统被视作安全资产的美债、美元不再安全，是本次贸易摩擦中的新现象。第二个异象是美债和其它资产的相关性逆转。作为全球资产定价的基础，过去当美国利率上升时，通常会压制黄金、人民币、港股和欧洲股市的表现，但近期这些资产反而表现不错。4月3日至6月13日期间，黄金大幅上涨7.6%，并且过去3年累计涨幅已实现翻倍，人民币汇率先贬后升，港股恒生指数先跌后涨，累计上涨3%。

如何理解这些异象？需要从国际货币秩序重构的视角出发。仅从单一资产视角，很难解释这些资产价格的剧烈调整和定价规律的改变，答案可能藏在更深层的国际货币秩序变革中：当国际货币秩序重构时，格局转换和资金流动的力量要远远大于一时、一市场和一个国家基本面的变化。我们在2024年5月发布的《[黄金定价的国际货币体系视角](#)》中首次引入该逻辑，提出黄金上涨与实际利率“脱锚”的背后，是国际货币体系的分裂——信任美元的国家仍然选择美元，所以美元和美元资产仍在上涨，但不信任美元的国家转而寻求黄金作为替代品。本篇报告进一步聚焦国际货币秩序重构的运行规律与驱动因素，探讨其对于全球资产定价的影响与政策启示。

#### （一）国际货币秩序正在加速重构：美元资产不再“安全”

国际货币秩序重构的本质是什么？现行国际货币体系仍是美元体系，截至2024年，美元在全球储备货币占比接近60%。我们并不认为现行的美元体系要崩塌，国际货币秩序加速重构本质是美元资产的安全性出了问题。从美元当前的国际储备地位的三大支点来看：1)第一是交易媒介和计价单位，截至2024Q2的最新可得数据，美国GDP按照购买力平价占全球15%，但是56%的全球贸易

是以美元结算的。美元在贸易中的广泛使用，赋予了美元强大的网络效应，这一优势地位短期内较难颠覆。**2) 第二是在离岸市场上，美元是重要的融资货币。**当前全球离岸融资中美元融资占比在60%左右，存量规模高达16万亿美元。金融危机之前，离岸欧元曾和离岸美元同步迅速扩张，但金融危机之后，离岸美元在短暂下降后恢复增长，美元的融资主导地位得以进一步强化。**3) 第三是在岸市场上，美元美债一度是最重要的安全资产。**过去全球投资者对美国资产一直保持旺盛需求，但我们认为这一点正在加速发生变化。美元资产安全性下降，体现在以下三个方面：

► **首先是美元资产之间的相关性转正，无法在内部有效地分散风险。**一般来说当风险资产下跌的时候，安全资产不应该跟随下跌，这样才能起到避险作用。历史上美股下跌阶段，美债和美元通常趋于上涨，表现出负相关性。但4月以来，美国已经频繁出现股债汇“三杀”。如4月份对等关税宣布之后，美股一度下跌超过12%，10年期美债利率从4%冲高到4.5%以上，美元也明显下跌。美元资产之间的正相关性上升，意味着美元资产内部难以分散风险，美债、美元避险能力明显下降。随着美国长期偿付能力的担忧上升，俄乌冲突后美元“武器化”，这一点转变尤为明显。

► **美元资产不再安全的另一个体现是美元资产的波动性上升，流动性恶化。**衡量波动性时，股票市场通常用VIX指数<sup>7</sup>，债券市场用MOVE指数<sup>8</sup>。疫情以来美股频繁出现大幅波动，VIX指数的中枢从疫情前的17上升到20附近。美债市场的波动率相比疫情之前也大幅增加，MOVE指数中枢从72上升到100附近，股票市场的波动率中枢上升程度远远不及债券。波动率上升，对应美债流动性变差。我们以彭博美债流动性指数来衡量美国国债市场的流动性状况。该指数衡量美债收益率相对公允价值的偏离程度，当市场流动性偏低时，美债收益率更容易持续偏离模型计算的公允价值，让美债流动性指数上行。该指数在2020年3月疫情爆发时一度冲高至3.1，随后震荡上行，最终在2024年8月创金融

<sup>7</sup> VIX指数基于标普500指数期权的隐含波动率计算得到，计价单位为%。

<sup>8</sup> MOVE指数由美国利率期权（1个月到期的2年期、5年期、10年期、30年期平值利率掉期期权）的隐含波动率加权平均计算得出，计价单位为bp。

危机后的最高值5.3，目前回落至3附近，接近疫情爆发时的极端水平，反映美债市场流动性明显恶化。美债市场流动性下降，既受宏观基本面因素影响，也反映微观交易层面变化。宏观视角看，疫情之后美国宏观波动性明显增大，货币政策大开大合，债券波动性大幅提高，美债市场参与者更难管理仓位风险，部分参与者选择降低仓位或退出市场，导致美债流动性恶化。微观视角看，美债市场交易高度依赖做市商，但2019年巴塞尔协定III全面落地以来，做市商提供流动性的能力和意愿结构性下降。一个典型例子就是巴塞尔协定III的补充杠杆率（Supplemental Leverage Ratio, SLR）目标，要求银行的资本与其杠杆资产保持一定比例。由于美债被全额计入杠杆资产，持有大量美债会增加银行的杠杆资产总额，银行必须增加资本以满足SLR要求，让银行持有和做市美债的资本成本变高，提供流动性的意愿下降。与此同时，疫情后美国财政大幅扩张，公众持有的美债体量相比疫情前极速膨胀70%，从2019年的17万亿美元增至2025年的29万亿美元（截至1Q25），大幅快于交易商资产负债表的扩张速度。面对大体量的美债存量，交易商的做市能力明显不足，放大了美债流动性压力。2020年3月疫情冲击下，全球资产进入避险模式，美债利率却不降反升，出现“只要现金”（“dash for cash”），就是流动性恶化的集中体现。应对美债流动性问题，美国政府也已采取一些措施，例如阶段性放宽SLR要求、设立常备回购工具（Standing Repo Facility）、推出国债回购计划等。这些政策确实起到一定效果，但美债流动性水平仍明显低于疫情前的长期水平。

► **美元资产的安全溢价明显缩水。**美国国债除了提供常规的利息收益，还具有重要的非货币性收益，即“便利收益”（convenience yield）。这种特殊价值既源于美债具有极高的市场流动性，能够随时快速变现；同时，美债被广泛接受为优质抵押品，使美债发行利率比一般债券更低，压低了美国的负债成本，因而美债享有一定的便利溢价<sup>9</sup>。便利收益无法直接观察，文献和实践中常用美债收益率与等期限的AAA级公司债利率、SWAP利率之间的利差来度量（Szoke et al., 2024; Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen, 2012; Schnabel, 2025;

<sup>9</sup> Habib, M. M., Stracca, L., & Venditti, F. (2020). The fundamentals of safe assets. *Journal of International Money and Finance*, 102, 102119.

Du et al., 2023)。Obstfeld和Zhou（2023）将同期限美债收益率与经远期外汇合约套保后的外币国债收益率作差（Treasury basis，国债基差），也是评估便利收益的有效方法。我们观察到，用以上三种方法测算的美债便利收益在疫情后都呈现下降趋势，其中，美国AAA公司债与国债利差自2020年高点超250bp收窄至100bp左右，SWAP与国债利差、国债基差更是下降至历史低位。

**美债安全性下降，最终导致的结果是安全资产的需求发生变化。**美债利率抬升，同时美元还在贬值，通常被视作“新兴市场化”的标志。当美债的安全性下降，资金流动会发生很大的结构性变化。2014-2019年，海外投资者持有美债的市值稳定在6万亿美元，占可交易美债存量的比重从50%大幅下降至32%。疫情之后，虽然海外投资者持有美债的市值上升至9万亿美元，但占可交易美债存量的比重并未抬升，仍稳定在34%。同时，全球投资者开始热烈追逐黄金。2022年起，全球央行大幅增持黄金，年购金量从疫情前十年的不足500吨翻倍至超过1000吨，达到过去50年最高水平。增持黄金的主体是中国、印度、土耳其等新兴国家，也包括德国、法国等欧盟国家。与此同时，美元在全球央行外汇储备占比同步下降，反映安全资产需求改变。

## （二）国际货币秩序加速重构的原因：经济因素、地缘因素和政策因素

历史上美元也曾出现多轮战略性、持续性贬值，但不意味着美元会丢失储备货币地位。例如1970年代布雷顿森林体系解体，2000年后欧元挑战美元地位等，但每次过后美国均能再次巩固甚至强化自身储备货币的地位。然而我们认为本次美元贬值和历史存在明显不同，国际货币体系正在加速重构，有以下几方面原因：

► **美国自身结构性问题显现，国家资产负债表风险上升。**特朗普上任以来的一系列行动令市场始料未及，对全球大幅加征关税又取消，给经济运行和企业行为造成较大的不确定性。这些举措对美国经济的周期性损伤，相对优势下降，市场机构对于未来一两年美国经济增长的下调幅度较大。除上述短期变化外，更重要的是美国面临中长期的结构性变化，尽管美国私人部门资产负债表相对健康，但国家资产负债表风险加速扩大。截至4Q24，美国对外净负债

(NIIP)高达26.2万亿美元，与GDP比值达88.3%，为有数据以来最高水平。美国债台高筑是过去长期财政贸易赤字扩张的结果：过去几年美国经常账户赤字和财政赤字一直在5%以上，疫情前超10%。冰冻三尺非一日之寒，美国国家资产负债表风险正在加大。

► 除了美国自身结构性问题，更重要的是竞争对手变了，过去是日本和欧洲，这次是中国。中国经济运行展现出相当的韧性：**1) AI突破改写科技叙事**：中国AI发展加速追赶，斯坦福大学报告显示，2023年底中美大模型在各个维度的差距仍然较大，而截至2024年底中美两国大模型差距接近追平。在MMLU（多任务语言理解）、MMMU（多模态理解）、MATH（数学推理）和HumanEval（代码生成）准确度测试（满分是100%）的差距分别由2023年年底的17.5、13.5、24.3、31.7个百分点缩小至2024年年底的3.9、7.9、1.6和3.7个百分点。年初DeepSeek以低成本、高性能和开源的三大超预期优势，打破了美国AI技术垄断，结合中国市场大、应用场景丰富的有利条件，未来中国AI在应用领域有较大的后发优势。**2) 制造业韧性**：中国制造业拥有超大规模市场、大长全产业链及人才红利等优势，在全球产业链做到了“比我便宜的没我好，比我好的没有我便宜”。以贸易专业化系数<sup>10</sup>衡量贸易比较优势，2010年以来，我们估算的中国低附加值制造业基本保持优势，高附加值制造业的贸易专业化系数平均从0左右提升至0.3，竞争力逐步增强。2018年中美贸易摩擦以来中国制造企业积极在海外布局产能，并开拓非美经济体需求，对美出口依赖度从2018年19.2%降至2024年14.7%。**3) 中央政府资产负债表质量更高**：从政府部门资产负债表来看，中国政府债务有强大的资产支撑。据IMF估算，2024年中国政府全口径杠杆率达到124%<sup>11</sup>。但中国政府拥有很大规模的资产，最终体现为净资产占GDP比重为91%，而美日两国总负债明显高于总资产，净负债率均高达119%（截至2022年）。这反映中国政府债务扩张具有可持续性，具有较大加杠杆的能力和空间。此外，中国债务以内债为主，长期以来经常账户保持顺差，

<sup>10</sup> 一类产品的贸易专业化系数 = (出口 - 进口) / (出口 + 进口)

<sup>11</sup> <https://www.imf.org/zh/News/Articles/2024/07/31/pr24295-china-imf-exec-board-concludes-2024-art-iv-consult>

中国持续积累对外净资产，截至2024年中国对外净资产占GDP比重约17%。

► **除了基本面因素，全球地缘因素也面临结构性重估。**过去几年全球资金流向深受地缘变局影响，影响程度甚至超越了基本面。俄乌冲突既打击了欧洲，让美元失去竞争对手，又让全球主要经济体阵营化，大量资金流出欧洲。其他经济体面临挑战的同时，美国相对其他经济体吸引力提升，AI革命、大财政吸引资金流入美国。但是，特朗普上任后采取的经济与外交政策组合，市场对于过去的押注重新审视。美国晨间咨询公司（Morning Consult）在全球范围的民调结果显示，2025年初以来全球对美国净好感度<sup>12</sup>从20%断崖式下降至-1.5%，而对美国好感度自2024年9月以来持续上升，在2025年4月关税博弈后反超美国，当前为8.8%，高于美国10个百分点。资金流层面，2025年上半年以来，全球资金重新回流日本，以及德国、法国为代表的欧洲市场。虽然目前没有看到海外资金回流中国大陆和港股市场，但我们认为地缘叙事变化的背景下，若国内基本面出现积极改善，长钱可能正在路上。

► **最后是政策层面，特朗普自拆美元体系。**特朗普上任以来，其政策主张正在从多个维度主动削弱其国际货币体系中的责任，甚至表现出拆解既有的美元体系的倾向。对内方面，特朗普推出“大美丽法案”大幅增加美国赤字，同时特朗普多次干预美联储决策，冲击美联储独立性。对外方面，关税政策带来信心冲击和不确定冲击，外交政策损害传统盟友关系。我们认为美国不会放弃美元的储备货币地位，因为储备货币地位给美国带来了诸多好处，在学术文献中，这些利益被概括为“美元霸权”或“嚣张的特权”（Exorbitant Privilege）。但由于美国资产负债表已出现结构性变化，对外净负债比重大幅上升至历史高位，因此美国政府拥有较强动机通过美元贬值实现其他国家对美国的转移支付。这些结构性变化可能对维系美元体系运转所需要的制度基础和信心造成冲击。

综合来看，我们认为本次美元下行周期可能和历史有相当大的不同。虽然不一定会导致美元体系一夜之间坍塌，但是会加速国际货币体系的重构。这种

<sup>12</sup> 全球净好感度基于晨间咨询公司（Morning Consult）在加拿大、法国等全球41个国家的民调数据，取正面评价受访者的比例与负面评价受访者的比例之差。

重构会对全球资本流动和资产格局带来显著影响，并且变化发生的速度可能比我们以前想象的更快。

### （三）国际货币秩序重构的政策启示

在国际货币秩序重构过程中，人民币或迎来新的历史机遇。当前各国对美元作为储备货币的信心已经发生动摇，如果政策应对得当，将为人民币提供历史机遇。我们认为货币秩序重构背景下，以下两点政策尤为重要：

► **推进人民币国际化：积极有为，顺势而为。**当前国际储备货币的三个职能——计价、结算和储值——有所分割，因此让“先有计价交易、后有储值”的循环变得更有可行性。俄乌冲突和特朗普2.0关税政策后，尽管世界贸易经济不稳定性和不确定性有所增加，但是人民币在计价和支付领域也获得更大的机会。为进一步推进人民币国际化，应把握以下机遇：**1）重点突破跨境交易结算。**跨境贸易结算是弱势货币挑战强势货币的突破口，当前中国贸易本币结算占比26%。依托中国经济体量和贸易规模的优势，未来仍有较大提升空间（vs. 欧元区和日本出口本币结算40%左右）。**2）发展价值储藏和其他计价单位功能。**我国应积极推进人民币在亚洲的区域化，以一带一路为契机拓展人民币国际化新空间。同时应发展完善中国金融市场，推出更多人民币计价产品，构建投融资闭环。**3）把握人民币融资成本降低带来的机会。**以往人民币国际化的两个逆风因素已发生逆转，一是此前欧美国家利率水平较低，人民币融资成本不具备优势，现在人民币反而是低息货币，可以极大地促进人民币的融资功能。二是人民币币值预期稳定。以往对人民币的持有经常受贬值预期的负面影响，尤其在2018-2020贸易摩擦时期。目前特朗普2.0的无差别关税反而让人民币升值。我国应当抓住企业和产能出海机遇实现人民币跨境输出，再依托中国在机电、新能源设备等领域的制造业优势，推动其他国家使用人民币进行交易结算，基于真实的贸易需求形成人民币的回流闭环。

► **财政发力支持再通胀，增发债券补充安全资产。**提高人民币地位和需求，吸引资金流入中国，也需要我国基本面企稳回升，走出低通胀叙事。当前国内处于金融周期下半场，特朗普2.0加剧全球经济不确定性，中国总需求不足

仍然突出。政策应对的组合上，应该是财政为主，货币为辅。因为货币政策面临有效性的约束。在流动性偏好比较强、风险情绪比较低的情况下，释放的货币是融资流动性，如果没有总需求，没有最后的借款人（财政），再多的融资流动性都难以转换成市场流动性。与其他国家相比，当前我国中央财政仍然具备扩张空间，中国地方财政支出/GDP从2020年高点31.5%下降至当前25.4%，而中央财政支出/GDP仅维持在3.5%左右，中央财政发力是走出低通胀的关键。在国际货币秩序重构的大背景下，增发国债不仅有利于刺激经济，还能增加国债安全资产供给，便于国际投资者持有，可谓一举两得。

#### （四）货币秩序重构的资产启示

国际货币秩序重构对投资者来说意味着什么？我们认为本次国际货币体系主要的变化方向是多元化和碎片化，促使全球资金流向再布局，引发资产价格剧烈调整和资产相关性改变。首先，多元化意味着除美元外，投资者会寻找更多的替代品，例如欧元、人民币等。以前投资者集中配置于美国资产，截至2025年4月，全球股票型基金约有54%的资金投资于美国，投资中国和德国股票的仅有2%/3%，资产配置相对各国的经济基础明显不对等。随着全球货币体系加速多元化，可能促使对美元资产有大量货币敞口的资金降低美元敞口。其次，碎片化意味着以前在全球范围内的配置型资金转为“各回各家”，欧洲的资金倾向于回到欧洲，亚洲的资金回到亚洲，中国的资金回到中国大陆或香港，表现出更强的本土偏好。

以史为鉴，自1920年代美元取代英镑成为全球主要储备货币以来的一百年间，国际货币秩序的重构总共出现过两次，分别是1933年罗斯福宣布暂停兑换黄金，以及1970年代布雷顿森林体系解体。这两次国际货币体系变化有一个共同点，第一次30年代美元在外汇储备占比已接近60%，美国退出金本位后下降至20%。70年代旧事重演，美元外汇储备占比由70%回落至50%。这两次货币秩序重构，均伴随着全球资产价格的剧烈、快速调整，体现为美股和美债大幅波动，黄金等大宗商品明显上涨。

我们认为本次货币体系重构也不例外。虽然不一定是美元体系的轰然坍塌，

但其正在加速多元化和碎片化，导致资金从美国流向其他地方。此时，资金流动和格局转换的力量将占上风，远大于一时一国和一市场的基本面力量，导致旧有的资产定价和资产相关性规律不再适用。接下来，我们将针对各类资产展开讨论。

► **美债：安全资产地位下降，利率中枢可能抬升，全球资产走向“脱锚”。**

美元储备货币地位下降，美元资产吸引力下降，投资者持有美债就要求一个更高的风险溢价，可能导致美债利率中枢上升（Eichengreen, 2011）<sup>13</sup>。结合前述分析，全球投资者对美债的中长期需求已经有所下降。同时，美国还面临着二次通胀与债务失控的风险，美债避险能力下降，也成为美债利率中枢系统性走高的重要因素。因此，虽然美国通胀从2022年中以来快速回落，截至2025年5月名义CPI同比已经降至2.4%以下，但十年期美债利率仍然维持在4%以上，明显高于疫情前中枢2.5%。除了利率中枢抬升之外，不确定性增加也会导致波动率上升，抬升美债期限溢价。如果特朗普坚持对全球加征关税，将会明显增加美国通胀波动。美联储为了维持自身声誉，在通胀波动上升时，就需要增加利率波动。当然，短期来看，美债长端利率在4.5%的水平已经具备一定吸引力，或有投资者战术性做多。但在中长期战略维度，当全球货币体系从美元主导转向加速重构，美债作为安全资产不再“安全”，利率中枢可能结构性上行。同时，全球资产定价失去一个统一可靠的“锚”，会让资产定价难度变大，加剧全球资产波动。参考1970年代布雷顿森林体系解体、美元信誉下降后，美元指数大跌。叠加“滞胀”的环境，美债收益率明显上升，全球资产波动大幅上升，美股估值被大幅压缩，黄金出现了10倍以上的涨幅。美债利率“锚地位”下降，其他国家（欧洲、日本、中国等）的国债地位可能提升，争夺替代美债利率的“锚资产”地位。

► **美股：难以成为新的安全资产，全球资金再平衡+散户化，可能放大美股波动。**既然美债的安全资产地位下降，美股是否可能成为新的安全资产？美股理论上属于风险资产，因此投资者持有美股往往相比美债应当要求一个额外

<sup>13</sup> Eichengreen, B., 2011. Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system. Oxford University Press, Oxford UK.

的风险溢价。但在过去两年，全球资金明显流向美股，让标普500的股权风险溢价在2025年初一度“消失”。在近期关税冲击之后，美股也基本收复全部失地。种种迹象表明，美股似乎成为新的“安全资产”。往前看，这一状态是否能够持续？我们认为比较困难，主要有两个理由。一是国际货币体系加速多元化和碎片化，美元资产风险溢价可能上升，促使全球资金再平衡，降低对美股的风险敞口，对美股形成调整压力。当然，由于美股仍是美国境内投资者主导，外资减持不一定会导致美股大幅下跌。根据SIFMA和世界交易所联合会数据，截至2024年第四季度，外资持有美股比例仅占30%。但美股的“散户化”趋势也可能放大美股波动。美国资产新兴市场化的体现，除了美债利率上升、美元贬值以外，还体现为美股散户化。数据显示美股当前交易量中机构投资者占比从2019年底的高点46%下降至36%，接近于2021年一季度“GameStop”事件时的低点33%。非专业的个人投资者受情绪催化成为推升市场的增量资金，可能放大美股的调整风险。如果一旦国际货币体系变局形成流行叙事，散户中容易形成“羊群效应”，放大美股波动。

► **黄金：受益于国际货币体系重构，黄金牛市可能并未结束。**俄乌冲突后，国际货币体系加速分裂，信任美元的国家仍然选择美元，不信任美元的国家转而寻求黄金作为替代品，形成“一个黄金，两种定价”（“One gold, two world”）。在旧的货币秩序中，由于实际利率是持有黄金的机会成本，实际利率上升往往伴随黄金价格下跌。但2022年美联储启动激进加息后，美债实际利率大幅上升，而黄金价格不跌反涨，反映货币体系重构导致美债利率的“锚地位”下降，黄金率先与美债利率“脱锚”。美元美债的安全属性下降，安全资产更加稀缺，亚洲央行加速购买黄金，推升黄金中枢趋势上移。往前看，随着国际货币体系加速多元化和碎片化，我们在中长期仍然看好黄金的配置价值。黄金价格自2022年低点以来涨幅为1倍左右，与历史上黄金牛市行情的幅度与时长相比，我们认为当前黄金行情可能演绎仍不充分，或仍处于黄金牛市的初期阶段。

► **人民币资产：迎来历史机遇，价值重估或在路上。**新货币秩序下，美债利率对非美市场定价的“锚”作用下降，美债利率走高对人民币资产的压制

作用也可能减弱。近期人民币与港股走势已经反映这一新变化。如果政策应对得当，我们认为人民币资产有望受益于全球货币体系加速多元化、碎片化的双重红利：多元化驱动全球资金再平衡。以往超配美股的资金可能减低对美国的风险敞口，转而增配中国股票，实现风险分散。碎片化加速中国在海外的资金回流。根据美国财政部数据，截至2025年一季度，中国大陆持有美股3400亿美元。未来这部分资金可能通过港股通、QFII等渠道回流中国资本市场，港股作为离岸人民币资产有望直接受益。货币秩序重构下的美元周期下行，也为港股提供支持。此外，港股受益于中国基本面韧性、AI产业趋势、估值低和外资明显低配等因素，价值重估可能仍在路上。随着内资对港股的影响力上升，A股和港股相关系数持续上升至历史高位，A-H溢价也处于近5年低位，如果港股价值重估，可能也对A股有外溢效应。

总结而言，在经济、地缘和政策三方面因素驱动下，国际货币秩序正在加速重构，反映为美元资产的安全性下降，黄金和人民币资产正迎来关键的历史机遇，若政策应对得当，人民币国际地位有望明显提升，人民币资产也将迎来价值重估。

---

以上观点来自：2025年6月17日中金公司研究部已发布的《货币秩序重构下的资产变局》

缪延亮 分析员 SAC 执证编号：S0080525060005 SFC CE Ref: BTS724

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

刘欣懿 分析员 SAC 执证编号：S0080525060006

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

项心力 联系人 SAC 执证编号：S0080124060010

## 专题聚焦

### Hibor如何影响港股？

“对等”关税后，港股一举跌破2018年底上一轮贸易摩擦后的情绪低点，但在触及我们判断的恒指20,500点支撑位后企稳反弹并修复至今（《[“对等关税”的冲击会有多大？](#)》），尤其是近期，在新消费和创新药等板块的提振下，加上中美关税谈判一度的乐观预期，共同推动市场近期迎来新一轮上涨，但始终也未能有效突破我们给出的23,000-24,000区间（《[市场走到哪一步了？](#)》、《[港股2025下半年展望：资金盛与资产荒](#)》），近期触及上沿后再度连续回撤。此外，与共识印象不同的是，从4月2日对等关税以来，港股实际上跑输全球市场，且集中度和拥挤度不断抬升，新消费、创新药、必需品零售、银行等领先，可选零售、消费者服务、家庭用品、半导体板块跑输。

换一个视角，从流动性角度看，5月初以来恰逢香港银行同业拆息利率Hibor骤降（1月期Hibor从4.1%降至0.6%的历史低位，隔夜Hibor则从4.5%降至0附近，创2000年有数据以来历史新低），这表明港币短期流动性较为充裕，而充裕的流动性即便不是绝对主导，也会对市场走势尤其是新消费与创新药等抱团集中的成长股走势有重要影响。那么，Hibor为何能在美债利率维持高位下脱离联系汇率制度约束如此大幅回落？这一回落又通过什么机制影响港股？后续Hibor可能走势会怎样，又将如何影响市场？

**Hibor为何骤降？联系汇率下的自动操作，但幅度却大超预期，或是对冲IPO的流动性缺口**

按常理，受限于港币与美元的联系汇率制度安排（美元兑港币汇率维持在7.75的强方和7.85弱方保证之间），香港政策利率（基准利率 Base rate）严格锚定美联储政策利率（联邦基金利率 Federal Funds Rate），而以基准利率为中枢的市场利率虽会有偏离，但都在一定范围以内，也难以长期背离。然而，港币Hibor隔夜、1月和3月利率从5月初以来快速下行，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。为何会出现这种情形？

► **Hibor**回落本身并毫无意外之处，是联系汇率制下自动操作的必然结果，但幅度之大却超出预期。要理解这一问题，就不得不谈到香港金管局在联系汇率制下的操作机制。联系汇率制度属于货币局制度（Currency Board），是一种固定汇率制安排，香港自1983年10月17日实施。在这一安排下，金管局会通过自动利率调节机制及履行兑换保证的坚决承诺来维持港元汇率维持在7.75-7.85区间。例如，当港币触及7.75强方兑换保证时，金管局会投放港币，扩张货币基础，体现为金管局账户总结余的增加，这会导致银行间港币流动性趋向宽松，拉低Hibor利率，也就自然缓解了港币的升值压力；反之，当港币触及7.85弱方保证时，则会反向操作。本轮Hibor的走弱恰是源自5月2日港币触及强方保证后的自然结果，因此金管局的这一操作和由此导致的Hibor走弱本身都没有任何“神秘”之处。

► 但意外之处在于为何金管局投放如此多的流动性，进而才导致Hibor骤降？理论上，金管局仅需要投放少量港币将汇率拉回脱离7.75的强方保证即可，历史经验看也往往如此。如果港币仅是短暂触及强方保证，金管局通常仅小规模投放港币，如2003年9-11月投放110亿港币、2012年底投放750亿港币、2014年中投放753亿港币；如果形势较为严峻，金管局投放港币所引起的总结余变动幅度会比较大，但也更倾向于分批次投放，比如2008年金融危机9月至次年底平均每次投放21亿港币，2015年人民币大幅贬值平均每次投放12亿港币，2020年新冠疫情平均每次投放20亿港币。

但本轮投放的规模和速度都远超历史正常水平，金管局5月2日至5月6日短短4天内四次投放港币，累计注资1294亿港币，使总结余从446亿港币骤升至1735亿港币，是正常规模的十倍有余。如此大量的流动性投放，直接导致1月期Hibor迅速下行至0.5%，港币也因此从7.75快速贬值到7.85弱方保证附近，波动之大也实属少见。

► 一个可能的解释，是为了对冲5月以来宁德时代等新股上市引起的短期流动性需求。虽然在联系汇率安排下，金管局的操作受美联储政策的诸多限制，但在一定范围内也有小幅腾挪空间。换言之，不能决定何时做，但却可以决定

如何做。去年底以来，港股市场IPO和配售持续活跃，流动性需求较大，尤其是5月20日龙头股宁德时代（IPO募资410亿港币，为2021年以来最大的IPO）和5月23日恒瑞医药（IPO募资99亿港币）的上市，或带来短期较大的流动性需求甚至缺口。历史上看，港交所IPO规模较大时，Hibor往往会快速抬升，比如去年9月美的集团在港上市，IPO募资357亿港币，1月期Hibor从9月初的4.0%抬升至9月底的4.3%。因此，一个可能的解释是，金管局本次投放，是为预防港交所新股上市吸引认购资金所引起的流动性需求。

**Hibor骤降的影响？短期流动性充裕，提振市场和抱团交易，港币也快速贬值至弱方**

Hibor的骤降，叠加这一段时间的弱美元、中美谈判预期，南向资金持续流入等，都使得流动性较为充裕，进而支撑港股整体市场表现，尤其是抱团交易的成长股。一方面，Hibor降至历史低位，投资者可以用较低的成本融入资金，投入到新股申购等资产配置策略，低成本融资和目标投资潜在回报间的利差较为可观，套利空间的存在会改善投资者的风险偏好。另一方面，5月上旬以来美元再度走弱，中美谈判释放温和信号，市场情绪持续修复，南向资金也维持流入，5月初至今南向资金累计流入760亿港币，日均流入27.1亿港币，较4月后半月日均流入12.3亿港币加快。

以上因素共同解释了这段时间港股表现提振的原因，不过，过剩流动性的“资金盛”与有限回报的“资产荒”，也导致投资者“抱团”明显，行情集中度和新消费、创新药等板块的交易拥挤度不断上行，市场呈现结构性特征。

此外，Hibor骤降也使得港币快速贬值至弱方。5月初金管局投放港币较多，港币贬值过快，当前已走弱至7.85附近，即将触及弱方保证，我们认为或将自动触发金管局的干预机制，迫使其回收流动性。

**后续可能如何演变？Hibor难以更低，流动性或边际收紧；关注短期波动，尤其是拥挤交易**

港币贬值至弱方，金管局或不会再投放港币，甚至可能需要回收部分流动

性以维护弱方保证。同时，Hibor和美国的巨大利差也无法长期持续，当前港美利差处于历史高位，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，投资者可以低息借入港币兑换成美元，投资收益率更高的美元资产，以获得稳定的息差收益。然而，借入港币的需求增加会使得Hibor逐步回升，原有的套利空间将被压缩，港美利差或逐步弥合。历史上，Hibor和Libor的利差不会持续走阔，套息交易会使得利差在1至3个月内弥合，因此Hibor很难更低。不过，金管局同样可以决定以什么样的节奏来收紧流动性，以控制Hibor抬升的速度。

因此，港股的流动性边际上难以更松，甚至可能收紧，原因是：1) Hibor难以更低，港美息差收窄和金管局在港币贬值至弱方后回收流动性；2) 南向强劲流入后也可能短期透支。前期南向资金大规模流入，尤其是涌入分红和新消费和创新药等成长风格，但当前AH溢价已经回落至近5年低点128%（按照分红思路考虑20%分红税的底部为125%），甚至低于3月中水平。对于南向资金，港股长期配置依然存在，但个人与交易型资金主导的特点也使其容易透支，类似3月底；3) 期待长线外资回流依然不现实。对等关税之后，主动外资甚至降低了配置比例，低配程度也维持在1ppt左右。在关税和增长依然面临不确定性的情况下，期待长线外资回流依然不现实；4) 大量的港股IPO和配售仍将增加供给压力，今年港股IPO和配售持续活跃，截至目前，6月还有6家公司计划上市，市场预计募资超过200亿港币，后续排队公司还有约140家；5) 美股大幅反弹与预期改善也吸引了一部分资金关注度。

对市场而言，流动性难以更强甚至可能边际收紧，或影响其上涨斜率，尤其是抱团集中的成长板块，近期回调也表明了这一点。近期，市场一直处于我们给出的23,000-24,000区间震荡（《[港股2025下半年展望：资金盛与资产荒](#)》），对应的加权ERP已经与去年10月初高点相当。同时，新消费和创新药抱团也非常明显，成交占比分别达到4%和12%，为历史最高，并处于近一年接近100%分位水平。这一背景下，短期流动性的趋紧，关税谈判的变数，数据转弱和政策发力的延后，都有可能造成市场出现波动。当然，金管局如果仅小幅收紧流动性，又或者上述问题都不出现剧烈变化，那就未必造成巨大动荡，市场有可

能窄幅波动，过去一个月和3月底都是如此，只不过这种情形下，市场也难以打开空间。

当前过剩流动性的“资金盛”与有限回报的“资产荒”的组合，会导致整体指数难有趋势机会而震荡，但结构性行情大行其道，投资者要么是配置分红的稳定型回报、要么是涌向互联网、新消费和创新药的成长型回报，抱团明显。应对这种市场环境，一个有效的策略是，低迷时积极介入（有底部）、亢奋时及时获利（不追高），同时专注结构性方向，这在过去一年屡试不爽（《[港股2025下半年展望：资金盛与资产荒](#)》）。



以上观点来自：2025年6月20日中金公司研究部已发布的《Hibor如何影响港股？》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王牧遥 分析员 SAC 执证编号：S0080525050003

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.6.16 联合解读：中金6月数说资产
- 2025.6.16 中国宏观热点速评：外生因素支撑零售——5月经济数据点评
- 2025.6.19 海外央行观察：美联储不会在通胀面前轻举妄动

### 策略及大宗商品

- 2025.6.17 主题策略：货币秩序重构下的资产变局
- 2025.6.18 “科特估”专题（2）：格局重构和产业浪潮下的科创投资
- 2025.6.19 海外策略：美联储还需等待什么？
- 2025.6.20 港股策略专题：Hibor如何影响港股？
- 2025.6.20 科特估系列（3）：陆家嘴论坛点评——以开放促改革，以改革助创新，以创新促发展
- 2025.6.20 大宗商品：数据观察：5月数据点评：内需持续走弱
- 2025.6.21 农产品：聚焦：2H25美豆与国内豆粕或共振上行

### 固定收益

- 2025.6.16 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.6.16 信用债收益率跟踪周报：信用债净供给维持相对高位，收益率整体震荡
- 2025.6.16 简评：消费与地产继续分化，后续仍需政策提振，利率延续下行——2025年5月经济数据分析
- 2025.6.16 简评：恒帅转债上市定价分析
- 2025.6.17 简评：无锡振华转债投资价值分析
- 2025.6.18 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.6.19 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.6.19 简评：华辰转债投资价值分析
- 2025.6.21 中国利率策略周报：补贴放缓对消费的影响及应对

### 行业

- 2025.6.16 交通运输物流：地缘风险抬升，布局油运左侧和集运股息
- 2025.6.16 化工：供需格局边际改善，草甘膦、H酸后市向好
- 2025.6.16 REITs：公募REITs周报（6.9-6.13）：首单保障性租赁住房REIT扩募落地提振市场情绪

- 2025.6.16 房地产：5月新房销售同比略走弱，国常会表态积极
- 2025.6.16 传媒互联网：“搜打撤”定义射击游戏新玩法
- 2025.6.16 科技硬件：光学系列深度#6：手机光学升级重启，龙头厂商动能不减
- 2025.6.16 建筑与工程：5月固投：固投增长放缓，淡季水泥粗钢需求回落
- 2025.6.16 主题研究：光伏周谈 | SNEC展龙头公司组件功率领先，浆料贱金属化产业化加速
- 2025.6.16 不动产与空间服务：周评#443：6月前两周销量同比较5月略走弱
- 2025.6.17 可选消费：数说消费6月刊：以旧换新和618带动社零显著改善
- 2025.6.17 电力电气设备：电新双周报：湖北电力现货市场转正，关注GTC大会上AI电源的power rack技术路线
- 2025.6.17 主题研究：SNEC展会逆变器推动技术+实用性能升级
- 2025.6.17 零售：华南&华东潮玩调研：赛道景气度走高，龙头优势凸显
- 2025.6.17 传媒互联网：线上交易平台1Q25回顾及展望：竞争再起，短期承压
- 2025.6.17 公用事业：电碳4月月报：关税冲击下制造业用电低迷，服务业支撑用电增速；光伏迎投产潮
- 2025.6.17 传媒互联网：OTA回顾与展望：利润超预期；关注竞争变化
- 2025.6.17 煤炭：5月点评：需求旺季渐近，关注供给扰动
- 2025.6.18 钢铁：产量压降有望推进，重申看好钢铁板块行情
- 2025.6.18 零售：潮玩系列#4：全球IP生命周期复盘启示录
- 2025.6.18 软件及服务：多视角初探稳定币相关参与方
- 2025.6.19 传媒互联网：2025年暑期档前瞻：关注票房弹性与IP商业化协同
- 2025.6.19 REITs：租赁住房REITs投资的当下与远方
- 2025.6.19 东南亚研究：东南亚6月报告：宏观、互联网与消费
- 2025.6.20 传媒互联网：618回顾：国补和即时零售带来新增量
- 2025.6.20 传媒互联网：5月电商月报：线上实物零售增长加速
- 2025.6.20 机械：人形机器人：AI应用下一站，板块调整迎来布局机遇
- 2025.6.21 传媒互联网：互联网周思考：线上交易平台竞争加剧
- 2025.6.21 传媒互联网：线上平台1Q25回顾及展望：稳健基本面与AI潜力共振

## **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