

# 研报精选

2025年6月29日 第227期

## 宏观专栏

### 稳定币的经济学分析

报告认为，稳定币代表了一种新型支付技术与模式，美元作为国际储备货币有在位优势，已经形成网络和规模效应。对中国而言，可考虑促进第三方支付工具在跨境支付中的使用，更好发挥央行数字货币以及香港作为国际金融中心和离岸人民币中心的作用。

### 不同寻常的美元周期

报告认为，美元周期的形成基于基本面、政策面和资金面三重机制。今年以来，科技前景的变化加上特朗普政府一系列举措，特别是风险资产定价的变化，显示美元或已进入下行周期。

## 专题聚焦

### 美元与美股的关系

报告认为，从历史回顾看，美股与美元并非单向和线性关系。在底层逻辑上，美元受美国相对其他国家的增长差、货币政策、避险需求共同影响，而美股更多反映美国自身基本面好坏。

### 海外AI应用渗透到哪了？

报告认为，AI嵌入多维场景，解锁全栈生态，与前中后端各细分场景相融合，深挖用户需求并提质增效。未来AI应用渗透率提升突破重点包括算力成本优化、模型精确度提升等方面。

## 宏观专栏

### 稳定币的经济学分析

近期，数字货币领域的动态尤其是美元稳定币的发展引人关注。自重新入主白宫以来，特朗普政府针对数字货币做出了诸多表态，包括发展与美元挂钩的稳定币、反对美联储发行央行数字货币、主张将比特币等加密资产纳入储备资产等。近期，美国财长贝森特在白宫首次数字资产峰会上表示，美国“将保持美元作为世界主导储备货币的地位”，并且“将利用稳定币来实现这一目标”<sup>1</sup>。

全球其他国家和地区也做出了反应。欧央行行长拉加德近日在一场听证会上强调迅速建立一个立法框架，为可能引入的数字欧元（央行数字货币）铺平道路，来应对稳定币和加密资产快速发展带来的挑战，但有意思的是她并未提出以欧元稳定币作为应对<sup>2</sup>。中国香港通过了《稳定币条例草案》，条例允许持牌机构发行挂钩法币的稳定币，并设置了相关监管要求<sup>3</sup>。

稳定币不仅是一个全球关注的热门话题，也是正在切实发生的经济事件，可能对全球经济和金融格局有重要影响。如何理解稳定币的经济学逻辑和公共政策的含义，本文试图做些分析。

#### 一、稳定币是什么？不是什么？

稳定币是一类与特定资产挂钩、旨在保持币值相对稳定的加密数字货币<sup>4</sup>。目前以高流动性资产为抵押的美元稳定币（如USDT、USDC）市值占有所有稳定币总市值的90%以上<sup>5</sup>，本文所讨论的稳定币仅指此类美元稳定币。稳定币的交易可分为一级市场和二级市场，在一级市场上，稳定币发行机构通常承诺以1枚稳定币兑付1美元，但存在较高参与门槛，一般仅有机构用户可以参与，同

<sup>1</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3747132>

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250623~fd501a6cab.en.html>

<sup>3</sup> <https://www.legco.gov.hk/yr2025/chinese/ord/2025ord017-c.pdf>

<https://www1.xinhuanet.com/gangao/20250521/c7637561a8b74b6c90427ac9d49d8f43/c.html>

<sup>4</sup> 除与资产挂钩的稳定币外，还有一种特殊的稳定币通过算法机制来维持其价值稳定在特定目标，但实践中算法稳定币难以真正实现保值，故并未被普及使用。

<sup>5</sup> 2025年6月23日数据 <https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/>

时要满足客户身份审查（KYC）要求，赎回也存在处理时滞。二级市场则由市场参与者自主交易，稳定币价格受供需影响，有时会偏离1美元的锚定价格。稳定币兼具技术与货币双重特征，有几点值得关注。

### （一）数字技术提升支付结算效率，但没有去中心化

理论上讲，稳定币运行在区块链的分布式账本上，具有去中心化属性。同时，稳定币可嵌入智能合约，支持去中心化金融（DeFi）中的借贷、交易等应用，无需传统金融中介即可自动执行，实现快速低成本结算。但现实中，稳定币的去中心化特性存在一定限制，比如USDT、USDC的发行公司掌握稳定币的发行、赎回的控制权和对储备资金的管理权，反而呈现一定的中心化特征。

### （二）从持有人角度看，稳定币是私人货币，不是政府货币

根据美国2025年提出的《稳定币引导与创新法案（GENIUS Act）》（草案），稳定币发行人被禁止向持币人支付任何形式的利息<sup>6</sup>。同时，该法案要求稳定币发行机构持有不少于1:1的高流动性资产作为储备。从货币属性看，稳定币本质上是一种基于美元信用与发行机构信用的私人货币。

### （三）从发行人角度看，稳定币模式类似“狭义银行”，不仅是负债

稳定币的运营类似狭义银行（narrow banking）模式。传统银行采用“短债长投”模式，即用短期存款发放长期贷款，期限错配可能引发流动性危机，如历史上多次发生的银行恐慌和挤兑事件。现代央行体系通过多层次的监管制度设计提升金融稳定性，包括各类流动性工具、存款保险制度、资本流动性要求、宏观审慎政策等。相较之下，稳定币则类似狭义银行的概念，其核心是严格限制业务范围，仅允许持有低风险、高流动性资产，如现金、短期国债。通过维持足量甚至超额的资产，维护其对存款的兑换保证，避免因期限错配、信用风险或过度投机引发危机。在此模式下，货币创造与信贷投放功能分离：在以“芝加哥计划”为代表的部分理论设想中，狭义银行仅作为“货币仓库”，负责安

<sup>6</sup> [https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text?utm_source=chatgpt.com);  
[https://www.hkma.gov.hk/media/eng/regulatory-resources/consultations/20250526\\_Consultation\\_on\\_Draft\\_Guideline\\_on\\_Supervision\\_of\\_Licensed\\_Stablecoin\\_Issuers.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/regulatory-resources/consultations/20250526_Consultation_on_Draft_Guideline_on_Supervision_of_Licensed_Stablecoin_Issuers.pdf)

全保管存款并提供支付服务；而企业贷款等信贷投放则由其他非银行金融机构（如专业贷款机构）完成，两者在法律和财务上严格隔离。

#### （四）人民币已经有稳定币：微信支付、支付宝

从经济机制上看，第三方支付工具类的平台货币与稳定币具备相似功能，而中国在这方面具备一定的比较优势，且已形成相对完善的监管架构。以微信支付、支付宝为代表的中国数字支付产业在全球处于领先地位，“微信零钱”、“支付宝余额”作为用户对支付机构的债权，支持实时的账户充值与提取到卡，并能够便捷用于各类消费、转账及金融场景。在客户备付金集中存管制度下，该笔资金须100%交存给人民银行（构成央行资产负债表的“非金融机构存款”项），以此约束支付机构的资金使用、充分保障用户的资产安全。由此可见，与境外稳定币相似，平台货币也是法定货币的延伸，通过一种机制来维护数字货币符号与法定货币的1:1的比例，差异在于平台货币的稳定机制更严格，客户备付金的安全实际上是由央行基础货币保证兑换，同时规范监管使得其金融拓展属性受到更严格的限制。

#### 二、稳定币作为支付工具，能降低什么成本，不能降低什么成本？

目前来看，稳定币在常规零售支付中的使用群体很小，应用场景受限。微信、支付宝、Apple Pay、PayPal等第三方支付平台，已经形成网络效应和规模经济，具有在位者先发优势。在同一货币区内，从支付的便捷程度和安全性来看，稳定币并不比现有的第三方支付体系更具优势。稳定币降低交易成本的潜力主要在跨境支付上。

哪些因素使稳定币具备跨境支付上的低成本优势？相对充分的市场竞争格局或为重要原因。传统的银行体系提供美元跨境汇兑和支付服务，但清算系统中心化程度高，纽约清算所银行同业支付系统（CHIPS）作为美元跨境支付清算体系的核心基础设施之一，承担了全球约96%的美元跨境支付<sup>7</sup>。银行卡转接清算机构由Visa、MasterCard等少数寡头主导，先发优势和规模效应导致较

<sup>7</sup> <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/an-approach-to-quantifying-operational-resilience-concepts-20220701.html>

高的进入壁垒和行业集中度，进而推高交易成本。

第三方数字支付平台则具有私人之间交易成本较传统跨境支付体系低，费率较透明的特征。这些支付平台通常集合数字钱包功能，用户需求多元倒逼供应商迭代升级支付服务，在不同地区和使用场景中形成差异化竞争。许多第三方支付平台已形成其在细分领域的亮点，如Stripe提供较低跨境费用服务和可定制的业务解决方案，主要服务对象为交易量较大或有国际交易需求的在线企业等，但从商家层面（收款方）看第三方支付交易费用仍较高。

稳定币的开放程度和基础设施架构使其更有可能形成竞争性较强的市场格局，并绕开现有支付系统，实现低成本的跨境支付。首先，稳定币的数字经济特性使得利用新技术降低费用成为可能，比如稳定币的公链竞争与优化有助于推动交易手续费（gas fee）下降。其次，稳定币市场竞争相对充分，全球范围内多个既有或潜在发行方共同竞争，有利于交易费用维持在较低水平。第三，与银行体系和第三方数字支付平台相比，稳定币面临的监管宽松，存在一定的监管套利空间。相比之下，既有支付方式的监管体系已相对完善，银行在资本充足率、存款保险、流动性管理、反洗钱（AML）、KYC等方面均面临严格约束，第三方数字支付平台在支付牌照、资金托管、反洗钱、跨境结算等方面有明确规范。与之相比，稳定币具有较强匿名性，通常可绕过传统银行跨境结算系统，无需接受严格的外汇或资本流动管制。

值得一提的是，稳定币可以降低同一货币跨境支付的成本，但对于涉及不同货币之间汇兑的支付，情况则复杂些，稳定币并不能消除两个货币之间的兑换费用，这涉及到当地的银行体系，反洗钱和资本账户管制等监管要求增加交易成本。当然，作为交易货币的一方，美元有规模经济优势，其他货币之间的兑换一般通过美元进行。这种成本优势来源于美元作为国际交易媒介的地位，就数字技术本身来讲，美元稳定币相对于其他货币的第三方支付工具或者央行数字货币，并不必然具有竞争优势。一个重要含义是，其他货币的稳定币在降低跨境经济活动的成本方面的作用比美元稳定币要受限很多。

### 三、稳定币供给弹性大，其流通量主要由需求决定

从稳定币的供给来看，发行机构的收益来自资产和负债端的利差。稳定币发行机构在负债端支付零利息，而在资产端持有的国债、银行存款等安全资产则生息。净息差（利差减去运营费用）越大，发行机构提供稳定币的动力越强，理论上讲只要净息差是正的，供给即可能是无限的。美元稳定币的市值从2020年的几十亿增加到2025年一季度突破2200亿美元，占法币锚定稳定币总量的99.8%<sup>8</sup>。而恰恰在这几年，美元短期利率从新冠疫情期间接近零的水平增加到现在的4%左右<sup>9</sup>，为稳定币发行机构带来几乎无风险的大幅利差。这可能解释了为什么越来越多的机构有意愿发行稳定币。

基于供给弹性大的特征，稳定币的流通量基本由需求决定。作为不付息的支付工具，没有人愿意持有显著超过交易需求的零息资产。由于交易需求具有不确定性，人们愿意持有一些备付金，而备付金需求部分取决于利息损失的机会成本。当银行存款或者其他安全资产（如国债）的收益率上升时，持有人的机会成本增加，导致备付金需求下降。也就是说，近年来美元利率上升应该降低对稳定币的需求。那怎么解释同期美元稳定币的快速增长？

换个角度看，稳定币持有人放弃的利息是其为获得稳定币给予的便利而付出的代价，较高的利率水平导致较低的稳定币余额，但单位稳定币对持有人带来的便利收益增加。那么什么样的便利收益能够抵消利率大幅上升带来的机会成本？

第一个可能是货币替代效应。美元作为在位国际货币提供了流动性/安全资产，尤其是对于高通胀或者本币持续贬值的经济体，美元有替代本币的作用。有调研发现土耳其、阿根廷、印尼、印度等发展中国家持有稳定币的意愿有所提升，以其中通胀高企的土耳其为例，该国2023年使用法币购买稳定币规模相当于GDP的3.7%<sup>10</sup>。但这种货币替代应该有限，从储值角度看，尤其考虑到美元利率上升的因素，美元替代本币应该更多体现在付息的安全资产上，比如当地银行的美元存款。还有一个可能是美元稳定币替代美元现钞，但尚无证据表

<sup>8</sup> <https://cn.investing.com/analysis/article-200491821>

<sup>9</sup> 数据来源：美联储

<sup>10</sup> <https://www.bvbk.com/report/decade-of-digital-dollars>

明这一选项的重要程度。对比而言，美元现钞和稳定币均不付息，稳定币有携带的便利性，同时没有物理形态损坏的风险，尤其在大额支付上具有优势，但美元现钞的优势是不存在兑付风险。

第二个可能是在传统跨境贸易支付领域。传统跨境支付长期受困于高成本、低效率，主要源于高度中心化基础设施造成垄断、流程复杂冗长、合规成本层层转嫁等因素。在此背景下，稳定币提供了一种绕开或简化传统层级结构的替代方案，利用数字化手段实现更直接的跨境支付，从而打破既有格局、降低交易费用。对于跨境电商卖家、频繁进行小额跨境贸易的企业或个人而言，这种成本降低极具吸引力，因而可能带来对稳定币的需求。然而，降低跨境支付成本并非稳定币的“专利”，诸如PayPal等数字支付平台，同样具有打破传统跨境支付垄断的潜力。

第三个可能是和加密资产交易有关，过去几年比特币等加密资产的价格大幅上升且波动率高，增加了对美元稳定币用于加密资产交易的备付金需求。稳定币既是加密资产交易的主要中介，也是比特币等主要加密资产价格波动时期的理想避风港<sup>11</sup>。无论比特币市场上行或下行，期货合约、永续合约等衍生品的存在使得市场对稳定币作为抵押品的需求持续上升。

第四个可能是地下经济活动、监管套利、规避金融制裁相关的交易需求。稳定币在交易过程中的匿名性使得交易难以追踪和监管，给非法和违规交易提供了便利，尤其是在跨境支付中，可用于绕过资本账户管制，也增加了税收征管和反洗钱的难度。规避监管获取的回报可以说是稳定币为其持有人提供的便利收益，从而带来对稳定币的需求。稳定币还可用于绕过当今美国主导的国际支付体系，从而在地缘经济竞争中规避金融制裁。例如，俄罗斯转向用稳定币来促进与其他国家的石油贸易，使用USDT作为本币贸易结算的桥梁，伊朗、委内瑞拉等国也有使用加密货币来开展贸易结算的案例<sup>12</sup>。

以上四个可能，到目前为止第三和第四是更合理的猜测，而且有一定的关

<sup>11</sup> Lyons, R. K., & Viswanath-Natraj, G. (2023). What keeps stablecoins stable?. *Journal of International Money and Finance*, 131, 102777.

<sup>12</sup> <https://coinedition.com/sanctioned-russia-turns-to-btc-eth-usdt-for-global-oil-trade-with-china-india/>

联。加密资产交易与灰色交易需求因离岸交易所处的弱监管环境而互相强化，多数加密交易所设立在离岸金融中心，使监管执法困难、难以开展国际监管合作<sup>13</sup>。

#### 四、未来发展潜力：稳定币的能与不能

如何看待未来稳定币的增长潜力？与现金、银行活期存款、第三方支付备付金等类似，稳定币的流通量主要由交易需求决定，带来一个重要含义。不涉及跨境的情形下，由于都不付息，相对于现金、活期存款、第三方支付体系，稳定币并无明显优势。虽然匿名性使得稳定币易于开展地下经济活动，但反过来可能促进地下经济活动，这样的正循环可能助长以灰色交易为目的的影子金融体系，很难想象货币当局会持续容忍这样的监管套利行为。稳定币的增长潜力在于跨境经济活动。

##### （一）美元稳定币增长潜力首先得益于美元国际货币地位

在国际层面，在位者的网络优势使得美元最可能受益于稳定币的市场机制。也就是说，美元稳定币的快速增长首先是美元作为国际货币的结果，反过来，稳定币能不能巩固甚至扩大美元的作用？这取决于稳定币在货币三大功能（记账单位、交易媒介、价值储存）上的表现，货币替代现象在这三个功能上都可能发生，哪个功能更重要？

主权货币作为记账单位的信用度来自政府背书，是国家经济主权的核心体现。由公权力确立的记账货币在国际上的延伸或者在本国被侵蚀的程度则体现在其支付和储值功能的市场竞争上。

如上所述，就支付手段的效率而言，美元稳定币得益于美元作为国际货币的在位优势。同时，就监管套利而言，美国的金融自由化程度比其他国家高，监管套利对美国带来的影响比其他经济体较小，也使得美元稳定币处在更有利地位。

<sup>13</sup> <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/10/01/blog-gfsr-ch2-crypto-boom-poses-new-challenges-to-financial-stability>

那么，美元作为国际货币的竞争力源自什么？关键是货币的储值手段。美国的金融市场规模大，具有深度和广度，也是大型经济体中最开放的，吸引了全球投资者的参与，尤其是美国国债为全球市场提供了安全资产。美元稳定币受益于美元作为国际储备货币的在位优势，同时稳定币作为新的技术工具为美元作为储值手段在全球市场的扩张提供了新的载体。

## （二）美元稳定币可以反过来促进美元化，但有两个阻力

全球范围来看，货币之间的竞争是零和博弈，美元在国际货币市场的得意意味其他国家的失。基于上述分析逻辑，受美元稳定币影响的主要是两类国家，一是金融体系薄弱、经济体量较小、通胀和汇率波动大的发展中国家，二是资本账户管制的国家。其他国家的损失主要在两个方面。一是铸币税及相关收益的流失，美元稳定币持有人放弃的货币收益由稳定币发行人和美国政府获得，后者体现为稳定币产生的安全资产需求使得美国政府发债成本下降。二是货币管理的政策有效性下降。作为新的支付工具，稳定币的总体规模还比较小，监管机构仍处于观望状态。但随着发行量的增加，其负面的影响显现出来，其他国家相关政策当局可能有反应，通过加强监管打击对美元稳定币的需求。

其次，稳定币本身也有脆弱性，稳定币虽然和美元挂钩，但本质上是私人机构发行的私人“货币”。相较在中央银行体系下受到监管和保护的支付方式（包括微信支付、支付宝类的第三方支付工具），私人部门主导的稳定币在安全方面的投入能力和意愿可能存在不足。这既涉及技术方面的机制，比如区块链技术的共识机制和智能合约可能存在漏洞，也有经济层面的问题，尤其稳定币的可兑换性。

尽管稳定币发行机构持有100%流动性资产作为兑换保证，但难以完全避免持有人对其锚定价值信心崩溃的情形出现。稳定币发展至今，已出现多次短时间内大量用户集中赎回或抛售<sup>14</sup>，超出其支撑机制的应对能力，最终引发价值脱离锚定（如与美元脱钩），比如2023年硅谷银行（SVB）倒闭后USDC快速

<sup>14</sup> [https://www.research.cicc.com/zh\\_CN/report?id=368869&entrance\\_source=search\\_all\\_reportlist&page=2&yPosition=188.54](https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=368869&entrance_source=search_all_reportlist&page=2&yPosition=188.54)

脱锚。在数字和智能时代，信息包括假消息传播速度快，任何发行方储备不足的传闻可能带来恐慌式挤兑，而恐慌具有羊群效应。

看远一点，稳定币发行方还存在一种潜在动机，出于盈利目的加杠杆，持有流动性较低的风险资产，这一特点使得稳定币发行商有可能成为新时代的“野猫银行”。以Tether为例，其储备资产中并非全部为安全性和流动性高的现金和现金等价物，还包括价格或出现剧烈波动的比特币、贵金属，以及未完全公开透明的有担保贷款和其它投资<sup>15</sup>。有观点认为，相比Circle发行USDC实现了100%的准备金合规，Tether约有不到20%的储备资产不符合《稳定币引导与创新法案》规定，但这部分资产却是Tether的主要盈利来源<sup>16</sup>。

值得一提的是，狭义银行作为一种金融改革的理念，在现实中并没有落实，原因在于金融机构有扩张的功能。稳定币尚处于早期发展阶段，又面临利差较高的有利环境，展望未来，如果美联储降息，美国国债收益率下降，稳定币发行方的利差收入会显著收窄。逐利动机可能导致狭义银行业务的扩张，资产端信用风险和期限错配增加，进而加剧发行机构的信用风险。

## 五、从加密资产到储备资产？

近期，与美元稳定币（加密货币）有关的另外一个话题是美国政府将建立“战略比特币储备”（Strategic Bitcoin Reserve）和包含比特币以外数字资产的“美国数字资产储备库”<sup>17</sup>。看涨比特币的原因可能有很多种，十多年前，不少人认为比特币是数字货币（加密货币），可以替代美元，是未来去中心化金融的货币基础。现在应该很少人持有这样的观点，新的叙事是比特币是储备资产，是数字黄金，可以支持以法定货币（美元）为中心的货币体系。由此，从加密货币到加密资产，后者作为前者的储备资产，形成闭环，从而构建数字时代新的货币体系。

<sup>15</sup> [https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/1LdSmP3HBynDxm6wvkDSsL/c4bcbdlf6fc18a0e8b3a12444ac8ae97/ISAE\\_3000R\\_-\\_Opinion\\_Tether\\_International\\_Financial\\_Figures\\_\\_\\_Reserves\\_Report\\_31.03.2025\\_RC187322025BD0040.pdf](https://assets.ctfassets.net/vyse88cgwfb/1LdSmP3HBynDxm6wvkDSsL/c4bcbdlf6fc18a0e8b3a12444ac8ae97/ISAE_3000R_-_Opinion_Tether_International_Financial_Figures___Reserves_Report_31.03.2025_RC187322025BD0040.pdf)

<sup>16</sup> <https://blockweeks.com/article/131774>

<sup>17</sup> <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/03/fact-sheet-president-donald-j-trump-establishes-the-strategic-bitcoin-reserve-and-u-s-digital-asset-stockpile/>

我们可从三个视角来分析这个问题。首先，从加密货币到加密资产的闭环并不存在。稳定币虽然使用数字技术，但在经济意义上是与美元挂钩的私人货币，是美元的延伸，是债务货币，和比特币等加密资产没有经济机制上的联系。

第二，现代经济的货币形式早已从黄金为代表的实物货币转变为信用/债务货币，这同样适用于当今的“数字黄金”。信用货币的核心特征是其价值依赖发行者（通常是政府或央行）的信用，由此货币与“债务”紧密关联。现代经济依赖“信用支付”（如企业赊销、贷款消费、债券交易），需要货币具备可转让性和延期支付能力，债务货币通过“债权债务关系”天然适配这一需求。比如银行存款本质是“对银行的债权”，稳定币是对其发行人的债权，可随时转账给第三方。

凯恩斯称金本位为“野蛮时代的遗迹”，是批判其僵化的规则与现代经济需求的冲突。金本位制将货币绑定为黄金的附属品，货币供应量与黄金储备直接挂钩，导致货币政策缺乏对经济周期的适应能力，最终反而使经济波动加剧，甚至成为造成社会不平等的导火索。凯恩斯的货币观推动了20世纪货币政策从“金本位约束”转向“国家信用主导”，也为现代央行的“逆周期调节”（如降息、量化宽松）提供了理论依据。

信用货币的终极背书是国家信用。就美元而言，一个关键体现是基础货币作为美联储的负债，在资产端对应的是其持有的美国国债。银行货币（广义货币，或者说银行存款）的信用来自政府的担保和监管，包括央行最后贷款人、存款保险机制，甚至在危机时的全面担保，是政府债务的延伸。美元稳定币对应的资产是美国国债和其他高等级的流动性资产，有政府信用的支持，但没有类似银行货币那样保证兑换的监管和担保机制。延伸到国际层面，美元作为全球主要储备货币，其根基是美国的国家信用，包括第一大经济体、最大规模的金融市场等。

第三，或许还存在一种可能，政府通过持有具有增值潜力的资产来为自己的信用增信。对于一个小型经济体，由于其内生的资产范围有限，长期增值潜力不足，持有外生的资产有一定的合理性，比如挪威和新加坡的主权基金模式，

或者一些新兴市场和发展中国家央行持有美元资产为本币的对外价值增信。但是，很难想象一个大型经济体，尤其为全球提供储备货币的经济体的信用能靠外生的资产价值获得有效支撑。

从更广的意义看，超越货币储备资产，比特币等加密资产是否可作为政府战略性投资？资产的长期收益可分为两类：现金流驱动型收益（股票、债券）和价格波动驱动型收益（黄金），前者可通过“复利效应”实现财富增值，复利的高低取决于经济增长，后者仅来自市场供需变化导致的价格涨跌，增值一定程度上依赖于“低买高卖”的投机行为。

具体到政府战略投资于比特币等加密资产，一个可能的原因是比特币之类的加密资产涉及区块链等加密技术，政府的加持可能促进这一领域的创新，创新的外溢效应或将使整个社会受益，即享受到创新的“复利效应”。尽管这个正外部性不能排除，但需要和比特币的负外部性平衡，比特币的规模不经济属性意味着对其需求的增加只能通过价格上涨来实现供需平衡，对其他投资尤其实体经济有挤压效应。从这个意义上讲，政府战略性投资于比特币等加密资产，并不必然优于投资股权和股票，或投资于基础研究，因而也就不具备天然的必要性。

## 六、政策含义

基于以上分析，有三方面的政策含义值得探讨。

第一，美元稳定币蕴含支付体系的公共品属性与私人逐利动机之间的矛盾，对宏观经济和金融稳定的影响将倒逼监管加强。当前美元稳定币的发展，核心是依赖私人机构发行私人“货币”并允许后者依赖利差盈利。这一模式与支付体系的公共品属性（要求兼具安全、稳定、普惠等）存在根本性矛盾。综观货币金融发展的历史，银行货币的公共品属性是在金融监管与政府担保的机制下逐步完善的。中国的微信支付、支付宝等数字支付模式的成功，关键在于在坚持市场化运作的同时，通过有效监管坚守了支付渠道的公共品属性。金融领域的市场创新在先，监管加强在后的普遍规律应该也适用于稳定币。

第二，从国际货币竞争的角度看，美国最受益于稳定币的机制，作为狭义银行提供的私人货币，美元稳定币受益于美元国际储备货币地位，包括金融市场的在位优势。美元稳定币扩张是美元国际储备货币的延伸，其网络效应和监管套利反过来可能有助于强化美元的国际地位。对于其他非美经济体，面对在位国际货币在市场竞争中的内生优势，以发展本币稳定币来对抗美元稳定币并非最优策略。这不仅是因为其他国家的比较优势不在金融，还可能引入新的复杂性和风险，如冲击货币管理和资本账户管理的效率，这可能解释为什么欧央行强调发展数字欧元（央行数字货币）来应对美元稳定币。

第三，对中国来讲，应对之策的关键在于发挥中国实体经济规模大、人口数量多（应用场景广阔）的优势，应该大力推动微信支付、支付宝等平台数字货币在跨境支付场景中的应用，同时利用央行数字货币的外生力量来支持平台货币在跨境支付业务的发展，建设新型高效、低成本的跨境支付基础设施（包括通过多边央行数字货币的合作）。第三方支付工具类的平台货币本身具有稳定币的特征，与美元稳定币比较，其实体经济属性较强，金融属性较弱，而且在平台的赋能下已经形成了一定的网络效应，这是中国的比较优势。

当然，稳定币代表了一种新型支付技术与模式，可能有现在看不清的正面的外溢作用，完全否定也不是最优选择。如何发挥香港作为国际金融中心和最大的人民币离岸市场的独特优势值得探讨，以香港作为人民币稳定币受控试验田与监管纠偏场的积极角色，有利于平衡技术创新潜力与维护支付的公共品属性、金融稳定和国家货币主权等多维度的关系。

---

以上观点来自：2025年6月26日中金研究院已发布的《稳定币的经济学分析》  
彭文生 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 不同寻常的美元周期

2025以来全球风险事件频发，美元作为传统避险资产不但没有升值，反而已经累计回落近10%，引发市场广泛关注。短期汇率预测存在高度不确定性，其准确度甚至不超过随机游走模型（The Meese-Rogoff Puzzle）<sup>18</sup>。但拉长时间维度看，美元总是在强弱之间循环往复，表现出明显的周期性律动，而且往往是长周期和大周期。当前美元究竟只是短暂回调，还是处于新一轮大周期的拐点上？本轮周期又有什么不同之处？我们从美元周期的历史比较入手，识别本轮周期的异常特征，从基本面、政策面和情绪面的三重框架分析美元周期运行规律，并预测美元未来中长期走势。

#### 美元周期的历史回顾与当前特征

自1973年布雷顿森林体系崩溃以来，美元经历了三轮主要升值周期。第一轮出现在1980至1985年，彼时为遏制通胀，时任美联储主席沃尔克大幅加息，联邦基金利率一度超过20%，推动美元指数（DXY指数）飙升至164，累计升幅达95%。第二轮发生在1990年代中后期，得益于信息技术产业的崛起和全球化的深入发展，美国经济强劲复苏。1995至2001年间，美元指数累计上涨51%。

当前的第三轮美元升值周期，始于2008年金融危机。美元指数在2008年7月曾跌至71的低点，但随着金融危机全面爆发，具有避险属性的美元显著走强。到2017年特朗普上台时，美元指数已接近110。按照历史规律，美元的升值或贬值周期一般持续5至7年。若以2008年为起点，至2017年本轮周期已接近尾声。然而，2020年新冠疫情重创全球经济，推动美元再次升值。2022年俄乌冲突爆发，地缘政治风险对欧洲构成严重冲击，欧元在美元指数中权重接近六成，导致美元指数甚至突破前高，达到114的本轮周期最高点，并持续在高位运行。直到近期，特朗普政策（包括质疑美联储独立性和推动贸易保护主义等）削弱美元体系，美元指数才回落到98左右。2008年至今，本轮美元上行已延续17年，

<sup>18</sup> Meese, R. A., & Rogoff, K. (1983). Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?. *Journal of international economics*, 14(1-2), 3-24.

累计上涨40%，成为布雷顿森林体系解体以来最长的美元上行周期。如果剔除通胀因素，观察实际有效汇率（Real Effective Exchange Rate, REER），可以发现当前美元强势程度甚至超过上一轮周期2000年前后的高点水平。

此外，回顾美元每轮升值周期的峰值，从1985年（DXY=164）、2001年（DXY=121）到2022年（DXY=114），其峰值呈现出逐步下移的趋势。基于这一现象，我曾提出：美国经济在全球的占比逐步下降，因此美元走强时的负反馈或“自我约束机制”越来越强。但是从实际有效汇率来看，美元的“自我约束机制”在这一轮周期当中目前表现并不明显。什么导致实际有效汇率突破前高？其根源可能在于美国经济的结构性非对称，我们将在后文讨论。

除了持续时间异常之长，本轮美元周期呈现出三个不同寻常的背离：

► **第一，与美元储备占比背离。**2015年以来，美元在全球储备货币中的占比持续下降，从66%降至58%，美元指数却表现强劲。储备货币地位与汇率强弱应该是正相关的，在这一轮周期中美元持续走强但美元储备货币地位却持续下降。

► **第二，与财政货币赤字扩张背离。**美国贸易与财政赤字持续恶化，一般会导致美元走弱，但本轮美元周期似乎并未受到“双赤字”影响。新冠疫情期间，美国大规模“放水”，2020年和2021年美国的财政赤字占GDP比重均超10%，但美元依然保持强势。类似情况曾在1980年代出现：在财政与经常账户赤字扩大的背景下，美元依然升值。对此，乔治·索罗斯在《金融炼金术》<sup>19</sup>一书中提供了启发性的观点：财政赤字未必导致美元贬值，其关键取决于两种力量之间的动态博弈。一方面，经常账户赤字增加了外部融资需求；另一方面，财政扩张带来经济繁荣和利率上升，从而吸引资本流入。如果利率上升带来的投机资本流入超过了经常账户融资缺口，那么美元仍可能维持强势。索罗斯称之为“美元帝国循环”（Imperial Circle）。当流入美国的资本不再足以填补不断扩大的贸易逆差时，美元将转而走弱，帝国循环将被颠覆。

<sup>19</sup> Soros, G. (1987). The alchemy of finance. Simon & Schuster.

► **第三，与美国通胀背离。**2021年起美国通胀显著攀升，CPI同比增速在2022年一度突破9%，但美元却并未贬值，反而持续走强。美元指数（DXY指数）的权重集中于欧元、日元、英镑等发达经济体货币，这些国家疫后同样面临通胀上行。如果以DXY篮子中各货币占比为权重构建加权通胀指标，可以发现美国与其他主要发达经济体的通胀水平差距并不大。若将视角拓展至新兴市场，美国近年通胀水平明显高于多数新兴经济体，但美元仍未出现贬值。

### 美元周期的三重分析框架与正反馈机制

对于美元周期，我曾提出“三碗面”的分析框架<sup>20</sup>，分别从基本面（经济增长、进出口）、政策面（财政、货币）和资金面（资产回报、国际资本流动）三个维度，系统剖析美元汇率的波动机制。在近期的报告《[国际货币体系的十个“未解之谜”](#)》中也有过详细论述：

► **从基本面来看，美元汇率根本上取决于美国经济的相对表现。**当美国经济增长好于其他主要经济体时，美元通常会走强。2009欧洲主权债务危机，2015年中国经济放缓，美国相对优势凸显。疫情后，受俄乌冲突冲击和人口老龄化等结构性因素拖累，欧洲增长显著落后于美国，美国经济在全球“一枝独秀”，强化了美元优势。

► **从政策面来看，美元走势受美联储的货币政策影响。**需要特别强调的是，如果不同国家都按照统一的泰勒规则制定货币政策，那么在基本面之外考虑政策面似乎是多余的。但现实中，美联储的货币政策制定可能会犯错，也可能滞后，政策面不一定是基本面的直接映射。货币政策趋紧往往支撑美元走强。1979年沃尔克加息、2022年鲍威尔激进紧缩均显著提振美元。金融危机后，美国与其他经济体的利差持续走阔，为美元升值提供了支撑。

► **从资金面来看，资金流动与美元指数高度相关。**新一代开放宏观经济文献在讨论美元体系时非常强调跨境资金流动对汇率的影响。实证研究发现，与经常账户相比，金融账户的资金流动对汇率的边际影响更为显著(Ouedraogo,

<sup>20</sup> 缪延亮 (2019). 从此岸到彼岸：人民币汇率如何实现清洁浮动. 中国金融出版社.

2017; Jiang et al., 2022)。除此之外，地缘政治因素对资金面的影响也不容忽视。如果没有2022年的俄乌冲突，美元周期可能已经结束。俄乌冲突既打击了欧洲，让美元失去竞争对手，又让全世界一度形成了按“价值观”站队的格局，大量资金流出中国和欧洲，流向美国。

**“三碗面”共同驱动美元的周期性波动，此外美元周期还会出现放大和超调，主要源于两个正反馈机制。一是实体视角的正反馈机制。**美元升值对全球经济的影响具有显著的非对称性：美元是国际信贷的主要计价货币，他国生产往往需要美元融资，美元走强推高融资成本，压缩全球制造业与贸易，对世界其他经济体带来负面影响。而美国是“消费型”国家，出口占GDP的比重远低于欧元区和中国，可贸易品无论在消费还是在生产中的比重都持续下降。美元主导地位持续强化，而美国对全球发展的敞口却在逐渐缩小，美元升值对美国经济的压制小于其他经济体，从而造成结构性不对称。**二是金融视角的正反馈机制。**美元升值，其他经济体债务负担加重、资产负债表恶化，由此导致融资条件恶化、信贷收缩，资金流向美国，美元进一步升值。同时，美元升值吸引更多资金流入美国，推动美国金融资产价格上涨，形成财富效应、提升乐观情绪、吸引被动资金与趋势交易，更多资金流入美国，推高美元价值并推动金融资产价格进一步上涨，形成正反馈。这在学术文献中又被称为预期的“自我实现”，也被索罗斯称为投资的“反身性理论”。当投资者普遍预期美元资产将会升值时，这种预期本身就会引发资本流入，进而推动美元实际升值，最终实现预期的自我应验。在众多的投资者共同预期并一致决策下，美元周期就被放大。

在实体与金融两个正反馈机制的作用下，美元估值可能已经偏离基本面。从价格层面看，IMF美元实际有效汇率较其长期均衡水平高估约14%。从数量层面看，全球主动股票型基金和主动债券型基金对美国的配置比例分别高达54%和45%，均处于历史高位。

需要指出的是，近年来海外投资者持有的美债市值有所上升：从2014-2019年年约6万亿美元的稳定水平，升至疫情后的约9万亿美元。我们认为，美债持有

规模的增长更可能反映海外投资者的“战术性操作”而非“战略性配置”。在美联储有望开启降息周期、收益率曲线保持陡峭的背景下，市场存在获取Roll-Down收益的机会，投资者通过调整久期、增持利率敏感债券以在短期内博取资本利得。在这种情况下，确实可能出现一定规模的“战术性增持”，但这并不代表市场在战略上重新拥抱美债。尽管海外投资者持有的美债市值扩大，但是外国投资者持有的可交易美债占存量比例却从2008年的58%下降至目前的34%左右。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<sup>21</sup>。

更值得关注的是，外国投资者对美股的配置显著上升，流入美国的资金从购买美债转向购买美股。这其中有“推”和“拉”两方面的因素。美国QE不断，美债越来越贵，这是“推”的因素。美股风险溢价在过去两年降至负数，股票预期回报不需要比债券更高，不需要有额外的补偿，而投资者依然愿意持有美股资产，美股仿佛是安全资产，这是“拉”的因素。这一现象在一定程度上源于对美国科技前景的看好，尤其是围绕人工智能革命的乐观叙事。市场倾向将以“七姐妹”为代表的美股科技龙头公司视为新的全球避风港。

### 美元或已进入下行周期

2025年以来，基本面、政策面和资金面的边际变化及市场微观数据显示，美元可能已进入下行周期：

► 从基本面来看，美国相对优势在削弱。美国经济虽然不弱，但相对表现有所走弱。特朗普政策延续大规模财政刺激，而中国经济在这一轮贸易摩擦中展现韧性，重新获得市场认可。欧洲提出巨额财政扩张计划，增长预期有所改善。汇率本质上是相对价格，美国相对优势的边际弱化正逐步体现于汇率走势中。特别是在AI等科技领域，中美差距持续缩小，美国的科技叙事不再一枝独秀。

<sup>21</sup> [https://www.research.cicc.com/zh\\_CN/report?id=368719&entrance\\_source=ReportList](https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=368719&entrance_source=ReportList)

► **从资金面看，对美元资产的风险偏好下降。**美元周期驱动全球资本流动，而美元周期的背后是风险偏好在驱动，所以驱动全球资本流动的核心是风险偏好的变化。特朗普的政策不仅仅是关税冲击，更多的是信心冲击和不确定性冲击，这对美国风险资产产生影响，导致全球投资者对美元资产的偏好下降。

► **从政策面看，美国有很强的动机寻求美元贬值。**这不仅是因为政策制定者相信美元应该贬值，更是美国资产负债结构的变化所致。过去20年间，美国的资产和负债规模都经历了快速扩张，其中负债增速尤为显著。从2006年到2024年四季度，美国对外总负债从16万亿美元膨胀到62万亿美元，对外总资产从14万亿美元扩张到36万亿美元。两者相减得到的美国对外净负债从不到2万亿美元快速累积到26万亿美元，当前占美国GDP比重高达88.3%。美国用本币负债，投资海外风险资产。如果美元贬值，其负债不会上升，但海外资产因美元贬值而扩张，这相当于全世界向美国进行转移支付。给定这样一个外币资产、本币负债的特殊结构，我们简单估算下来，美元每年仅需贬值4.4%即可弥补美国的经常账户赤字（与GDP之比为3.9%）。因此，我们认为美国不会主动放弃美元的国际储备货币地位，但考虑到美国资产负债结构的持续恶化，美国具有强烈的动机让美元贬值。

► **衍生品市场微观数据，亦显示美元看空情绪。**美元非商业期货净多头寸已降至过去3年10%分位数以下，显示市场看空美元的情绪较浓，且尚没有明显反弹趋势。美元指数1月与3月期的期权风险逆转指标也已跌至负值，相比2022年俄乌冲突爆发时的高点明显回落。类似的趋势在欧元/美元风险逆转期权和美元/人民币风险逆转期权中也有体现。2025年2月以来，欧元/美元3月期风险逆转期权从-1最高升至+1左右，虽然近期有所回落但仍处高位，反映衍生品市场预期欧元仍有升值空间。与此同时，人民币升值预期也在增强，美元/人民币1月期风险逆转期权进入负值区间，3月期降至0附近。2015年“8·11汇改”<sup>22</sup>前后，市场曾对人民币贬值的预期强烈，1月期和3月期美元/人民币风险逆转期权分别飙升至+2.7和+2.8的高位。到2023年，二者明显回落，但仍围绕

<sup>22</sup> 2015年8月11日，央行启动了包括调整人民币对美元汇率中间价报价机制、加大参考一篮子货币力度等多项内容的改革，是人民币汇率市场化改革的重要一步。

+0.3和+0.4的中枢运行，市场对人民币仍存一定贬值担忧。最新的数据则显示，市场已经开始转向押注人民币升值。

需要注意的是，即便美元处于下行周期，也不意味着美元会丧失储备货币地位或者拱手让出储备货币地位。对于美元储备货币，存在很多误解，特别是关于特里芬难题。无论是“特里芬难题1.0”还是“特里芬难题2.0”，本质上都是储备货币发行国无法在提供全球流动性的同时确保币值稳定<sup>23</sup>。如果由此认为，国际储备货币发行国必须通过经常账户赤字来提供全球流动性，则是一种误读<sup>24</sup>。成为储备货币发行国，不一定要求经常账户赤字，通过私营部门对外投资实现货币输出即可为全球提供国际货币。历史事实也证明了这一点。美国1944年超越英国成为储备货币发行国，但在1944年到1975年的30年间，美国经常账户大部分时间是盈余的。储备货币地位确实有代价，但好处更多。比如消除汇率错配风险，可以用本币发债、可以收取铸币税、可以通过汇率贬值改善资产负债表等，这些好处远远大于成本。我们认为美国不会轻易放弃美元储备货币地位，但会利用贬值来获取更多收益。（详见《[国际货币体系的十个“未解之谜”](#)》）

### 美元走势的其他关键因素

美元是否已到拐点，在我们讨论的“三碗面”以外，还需考虑美国自身的内部纠错机制。若没有纠错机制，我们几乎可以肯定这是拐点——不仅是美元的大拐点，也是国际货币体系的大拐点。

我们认为当前特朗普政府内部存在三股力量博弈：一是MAGA民粹主义力量，二是建制派投机者，三是华尔街金融和硅谷科技精英。这三者交替主导政策走向，此前似乎由建制派转向由硅谷科技精英掌控，但近期格局又发生变化，未来也可能反复演变。

影响特朗普政府决策的两个关键因素：其一是选民支持率——当前其支持

<sup>23</sup> 周小川.(2009). 关于改革国际货币体系的思考. 中国人民银行.

<http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128719/128772/825742/index.html>

<sup>24</sup> Bordo, M. D., & McCauley, R. N. (2018). Triffin: Dilemma or myth? (NBER Working Paper No. 24195). National Bureau of Economic Research.

率处于历史低位；其二是美债市场的约束机制——政府政策越界将触发债市反应，收益率上升推高融资成本。目前来看，美国仍然会根据市场反馈进行政策纠错，这个纠错机制依然存在。如果形势进一步恶化，也可能倒逼美联储出手进行货币宽松。

**总结来说**，当前美元周期呈现出前所未有的特征，其韧性远超历史经验。这一轮周期中美元有三个不同寻常的表现，即与其储备货币占比背离、与财政贸易赤字扩张背离、与美国高通胀背离。美元周期的形成基于基本面、政策面和资金面三重机制，其中地缘政治因素的影响也很重要。实体与金融层面的正反馈，会让美元周期容易“超调”。未来美元能否稳住，是否已到大拐点，关键要看美国相对其他国家的经济市场表现与美国自身纠错机制。当前时点上，美元相对走弱的趋势，是由特朗普政府引发的，但更重要的结构性原因是中国在科技上的追赶，美国的科技叙事不再一枝独秀。科技前景的变化加上特朗普政府一系列举措，特别是风险资产定价的变化，让我们倾向于认为美元周期已到下行拐点。

---

以上观点来自：2025年6月22日中金公司研究部已发布的《不同寻常的美元周期》  
缪延亮 分析员 SAC 执证编号：S0080525060005 SFC CE Ref: BTS724

## 专题聚焦

### 美元与美股的关系

“对等关税”至今，除了造成全球市场动荡外，更大的“后遗症”是冲击市场对美元资产作为安全资产的信心，使得“去美元化”成为共识。时至今日，全球市场都已经修复了对等关税以来失地，唯独美元还在低位，也算是一种体现。市场的担心不仅是美元本身，而是对美元资产作为安全储备资产地位动摇的担心，进而波及美债和美股，这才有了4月底阶段性的“股债汇三杀”。

但实际上，市场在讨论这一问题时存在两个常见的误区：一是直接将美元走弱与“去美元化”画等号。“去美元化”直接体现为美元走弱不假，但并非美元走弱就是去美元的宏大叙事所致；二是将美元弱和美股跌画等号。美元和美股的关系不是单向和线性的，多数时间弱美元反而有利美股。“对等关税”至今，尽管美元低迷、美股却逼近新高也说明了这一点。实际上，基于信用周期的走向，我们认为四季度美元小幅走强，美股再度跑赢的可能性值得重视（《[2025下半年展望：共识化的“去美元”](#)》）中提示。

此外，当前高度趋同且基于宏大叙事的“去美元”共识也面临两个现实问题：一是预期过于拥挤，二是宏大叙事无法给出具体路径指导短期操作，例如到底是一年兑现还是五到十年后才兑现，年内是跌5%还是跌20%？退一步讲，即便后续成真，也有可能更多反映在与国家信用联系更紧密的美债上，而未必在与私人部门信用与成长性更紧密的美股上。

那么，美元与美股的关系是怎样的？美元走弱是否必然导致美股下跌？什么样的走弱才会导致美股下跌？美股下跌是否又会导致美元走弱？本文将对以上问题进行分析和解答。

**历史回顾：美股与美元并非单向和线性关系；美元弱美股不一定下跌，美股跌美元也未必走弱**

回顾1970年代以来的历史经验，美股走势相对独立于美元，二者之间并非简单的单向和线性关系，即美元走弱时美股不一定下跌，美股下跌时美元也未

必走弱。究其原因，相比美元指数反映的是美国与其它国家的相对增长差，美股更多取决于美国自身的基本面，例如标普500盈利增速与美国实际GDP增速有较强的相关性。或者换一个角度，美元更多是美国国家信用与私人信用加总后的相对强弱，而美股则是美国私人信用自身的强弱。因此，美元与美股在历史上看并不总是简单的同向或反向关系。

一、美元弱但美股未必跌：“增长差”收窄但增长不弱、或能从弱美元获得更大好处、又或资金并非撤出股市

► 美元走弱往往反映的是美国与其它国家“增长差”的收窄，但若美国自身增长并不差，美股仍可上涨。例如，2017年9月底特朗普公布税改框架后，标普500盈利增速从2017年第三季度的5.9%快速跃升至2017年四季度的14.5%及2018年一季度的24.6%，并一直维持在20%以上直至2018年三季度。美国实际GDP增速同样从2017年第三季度的2.4%跃升至2017年四季度的3.0%，且维持在3%以上至2018年三季度。这一期间，美股维持强势直至2018年9月底，累计涨幅16.8%。不过，由于在此期间，中国的基本面在棚改货币化推动下更为强劲，私人信用周期大幅扩张，因此即便美联储同期还在加息，资金也依然流入中国，美元反而从2017年10月底的95跌至2018年1月底89的低点。

► 美国能从弱美元获得更大好处，那即便美元大幅贬值，美股也可继续走强。例如，1985年《广场协议》推动美元贬值50%，但美股仍持续上涨至1987年黑色星期一股灾发生。1985年9月，美国联合日本、德国等其他G5国家联合干预汇率，推动美元贬值以改善美国贸易逆差。美元指数从1985年初高点的165贬至1987年底低点的85，但美股在《广场协议》后至1987年股灾前却上涨了55%。究其原因，此时美国已走出70年代的“大滞胀”，《广场协议》后实际GDP增速稳定在3%~4%，虽然美元大幅贬值，但低油价和需求回落也并没有造成输入性价格走高，因此虽然1985年后美元大幅贬值，但直接投资和流入美股的资金都依然持续至1987年，美股也涨至1987年“黑色星期一”股灾后才转为跌势。

► 美元走弱更多是反映资金流出债市，而非股市。相比国家信用联系更紧密的美债，美股与私人部门信用与成长性更紧密。2017年10月底至2018年1

月底，美元指数下跌，但美国增长在减税法案刺激下仍然强劲，加上同期美联储持续加息，海外资金持续流入美股而流出美债。“对等关税”以来，海外债券型资金同样一度流出美债，虽然近期有所回流，但至今尚未回到关税前水平。美股市场则并没有出现明显资金流出，反而近期还大幅流入。美国长期用政府资产负债表补贴私人，政府杠杆率在疫情时最高达到过120%的高点，但居民部门和非金融企业部门的资产负债表较为健康(截至2024年四季度杠杆率分别为69.2%和73.8%)，私人部门杠杆率在世界主要国家中处于较低水平。

## 二、美股跌但美元未必弱：避险需求、或流动性危机（Dash for Cash）

市场动荡导致风险偏好下降时，美元因避险需求走强。美元“微笑曲线”显示，美元强势并不一定意味着美国经济强劲（对应右侧微笑），当全球同步衰退时，美元同样会因为避险需求而升值（对应左侧微笑），只有当美国经济疲软、不如其它国家时，美元走弱（对应微笑底部）。当市场情绪恐慌，VIX指数大幅抬升时，美元往往也阶段性走强，1997年亚洲金融危机、2008年金融危机与2020年新冠疫情等时刻都是如此。

在更为极端的流动性危机下，投资者大规模抛售所有资产以抢兑现金（Dash for Cash），以满足赎回、追加保证金或其他流动性需求，也会导致美元大幅走强，因此美元独强是流动性危机的最典型标志。例如2020年新冠疫情初期，3月9日美股熔断后不到两周的时间内美元指数抬升8%。流动性危机中投资者大规模抛售其它资产，抢兑流动性最好的现金，最直接的就是涌入美元，导致美元短期内脉冲式上涨。

**底层逻辑：美元受增长差、货币政策、避险需求共同影响；美股更多反映自身基本面好坏**

从上文分析的历史经验不难看出，美元和美股的关系并不是单向且线性的，这是因为多种因素对美股和美元的影响并不一致，且美元小幅走弱还会使美股受益。因此，相比聚焦美元走弱的表象，更应从背后真正的原因出发来做判断。

► 中长期决定美元最重要的因素是美国相对其它国家的**增长差**。相比之

下，美股更多反映美国自身基本面好坏。因此，美国基本面的强劲往往对应美股走强，但美元则可能强也可能弱。1) 当美国基本面向好且好于其它国家，推动美元和美股同步走强，比如1982-1984年“里根大循环”下走出滞胀以及1995-1998年信息技术革命时期，美元和美股同步走强；2) 美国基本面向好但不如其它国家，则可能出现美股走强但美元走弱，比如上文提到的2017年底特朗普减税推出刺激经济，而中国受益于棚改增速更强，出现美元弱而美股涨。

► 短期内，美元也会受到货币政策与利差影响。历史上美德国债利差走阔的多数时候对应美元走强，但货币政策毕竟不是唯一主导，因此也会出现背离。以降息周期为例，由于1) 衰退式降息下，美国经济本身就不好，且降息预期可能提前就已经体现在资产价格上，2) 随着货币宽松的效果逐渐传导到实体经济，基本面的好转也会反过来影响降息预期及利差，因此货币政策周期本身对美元汇率影响的方向并不单一。

我们复盘了1994年以来的6轮加息周期和7轮降息周期发现，加息初期美股多下跌，降息初期美股多上涨，但美元则涨跌互现。在美联储加息开始后1个月和3个月内，标普500平均下跌2.0%和4.0%（历次加息/降息中位数，下同），降息开始后1个月和3个月内，标普500平均上涨0.9%和1.9%。相比之下，美元没有明确规律，在加息开始后1个月和3个月内，美元指数平均上涨0.4%和回落1.4%，降息后的1个月和3个月内美元则平均升值0.4%和0.7%。

不过，当前市场的担忧显然不是货币政策或基本面因素，而更多是对长期美元信用以及安全资产地位的担忧，这也是“对等关税”后美元走弱、一度出现“股债汇三杀”的原因（《[上次“股债汇三杀”发生了什么？](#)》），这种担忧更类似1971年布雷顿森林体系解体对美元信用的冲击。回顾70年代，美元信用的轰然崩塌固然有特里芬难题下的必然，也有石油危机等偶然因素的加强。1971年8月，尼克松政府宣布关闭“黄金窗口”，停止美元与黄金挂钩，美元随之大幅下跌，从1971年8月“尼克松冲击”前的118贬至1978年低点的82。但标普500在最初的3个月下跌6%后，1971年11月再度反弹至1973年初，期间上涨33%。不过，1973年后美联储货币政策转为紧缩、欧洲9国达成协议取消固定汇

率制度，叠加1973年10月中东战争爆发导致第一次石油危机，导致标普500从1973年初转为下跌，从1973年初高点到1974年10月下跌48%。

但需要指出的是，美元信用体系的变化是个长期问题，正如美元储备货币地位的形成并非一朝一夕，其动摇也并非一蹴而就。尽管当前美债的海外投资者持有意愿不如从前，日本和中国这两大美债最大的海外持有者2022年以来分别减持美债1663亿美元和2831亿美元，但36万亿美元的美债也难以在短期内找到完全的替代品，且截至2025年4月美债持有者中海外投资者仅占25.7%，大部分仍为美国国内持有。美元当前仍占世界储备货币的58%，作为全球主要储备资产的地位尚未彻底撼动，更何况目前稳定币的发展还有可能强化美元化的效果。

相反，若只是单纯美元周期性走弱，反而可能通过缓解金融条件以及提振企业海外收入对美股产生正面影响。一方面，美元的走弱有助于美国国内金融条件的放松，这叠加后续美联储降息将会对国内需求和信用周期起到正面提振效果。另一方面，标普500的海外收入占比约40%，美元的走弱也有利于提升出口企业竞争力，并增厚跨国企业的海外收入的汇兑收益。

---

以上观点来自：2025年6月23日中金公司研究部已发布的《美元与美股的关系》

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

项心力 联系人 SAC 执证编号：S0080124060010

## 专题聚焦

### 海外AI应用渗透到哪了？

AI嵌入多维场景，解锁全栈生态。AI与前中后端各细分场景相融合，深挖用户需求并提质增效。分场景看，办公领域多聚焦知识库构建与日常文档撰写；编程方向助力程序员自动补全代码，未来趋势向异步任务+同步实时辅助演进；客户关系管理领域整合历史数据并挖掘潜在用户；广告赛道赋能自动化投放与素材制作。我们观察到，1) AI渗透至各垂类赛道时，用户需要训练或自建契合需求的应用及Agentic AI，因此多Agent构建与定制化Agent将成为趋势；2) 高质量场景数据释放高价值，用户自建小模型或Agent需要有效可用的数据作为底座，企业数据整合、治理、分析等重要性凸显；3) 依托AI能力提升“东西向”工作流份额是大型软件厂商目标之一，AI差异化能力与用户选择的侧重点是致胜关键。

AI应用持续渗透需突破哪些瓶颈？根据IDC大模型收益曲线，当前大部分企业对AI的部署进程处于规模化探索开发阶段，企业收益率较低；根据Gartner发布的新兴技术成熟度曲线（24年8月），生成式AI正处于期望膨胀期与泡沫破裂低谷期临界点，也是市场上多空博弈焦点。我们认为，技术的发展非线性表现，AI的渗透也需长期演进，尤其从技术萌芽到企业大规模部署阶段，会经历资源分配、用户习惯转变、技术与场景打磨、产品迭代等节点，可能存在短期阵痛。目前AI应用渗透率提升突破重点主要为：1) 算力成本优化；2) 模型精确度及场景融合能力提升；3) 挖掘和治理高质量数据；4) AI应用ROI达到客户预期。

---

以上观点来自：2025年6月23日中金公司研究部已发布的《海外AI应用渗透到哪了？》

袁佳妮 分析员 SAC 执证编号：S0080523050003 SFC CE Ref: BTM577

杨子捷 分析员 SAC 执证编号：S0080524080001 SFC CE Ref: BUS854

夏依琳 分析员 SAC 执证编号：S0080525050001 SFC CE Ref: BUL745

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

2025.6.24 中国图说中国宏观周报：地方稳增长进展跟踪

### 策略及大宗商品

2025.6.23 海外策略：美元与美股的关系

### 固定收益

2025.6.23 信用分析周报：中国信用债评级调整周报

2025.6.23 信用债收益率跟踪周报：信用债收益率小幅下行，超长端表现较好

2025.6.25 简评：商业银行大规模增持，境外机构转而减持——2025年5月中债登、上清所债券托管数据点评

2025.6.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

2025.6.26 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

2025.6.26 简评：甬矽转债上市定价分析

2025.6.27 固收+：划线基金：“优美曲线”的正反面

### 行业

2025.6.23 REITs：公募REITs周报（6.16-6.20）：稳定业态受市场青睐，新型资产获监管支持

2025.6.23 传媒互联网：OTA和网约车月报：酒店ADR继续承压；关注酒旅竞争变化

2025.6.23 有色金属：钴：刚果（金）延长钴出口禁令3个月，钴价有望迎来第二轮上涨

2025.6.23 科技：海外AI应用渗透到哪了？

2025.6.24 主题研究：光伏周谈 | 美国参议院公布新版减税草案，部分限制有一定放松

2025.6.24 不动产与空间服务：周评#444：6月前三周销量同比较5月略走弱

2025.6.24 公用事业：新能源运营商观察（1）：成本管控+交易能力打造全新竞争力，进入“负荷为王”时代

2025.6.24 传媒互联网：互联网2025下半年展望：站在新一轮扩张的起点

2025.6.24 电力电气设备：弱beta下的光伏有哪些投资线索？——光伏主产中期观点更新

2025.6.24 机械：人形机器人传感器：高价值量、高壁垒的感知环节

- 2025.6.25 公用事业：电力环保周报：5月光伏新增装机93GW；夏季用电高峰支撑现货煤价企稳
- 2025.6.25 传媒互联网：游戏板块：政策利好+产品周期，行业持续估值修复
- 2025.6.28 银行：上涨的情绪迹象与未来判断
- 2025.6.28 传媒互联网：互联网周思考：社区团购竞争落下帷幕
- 2025.6.28 化工：海外磷肥继续涨价，大合同落地支撑国内钾肥价格
- 2025.6.29 传媒互联网：周报：6月游戏版号提质增量，关注暑期文娱需求



## **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