

讨论：欧债、黄金和人民币

宏观经济

核心观点

欧日主权债务风波，意味着疫情引发的财政和通胀扩张，全球撕裂，并未跟随疫情消退而退却。相反，财政依赖、通胀上抬、供应链重塑乃至地缘裂痕，已是疫后新常态。疫情之前、全球金融危机之后的大缓和时代——宽货币、低利率、加速全球化，已渐行渐远。

黄金之所以疫情之后启动了一轮持续上涨，本质上也在定价大缓和时期已成过往，金价中枢系统性走高。只不过等待美联储降息周期开启，黄金重返定价流动性定价框架，跟踪后续金价，因而需要充分评估全球需求周期走向。

人民币跳升，是否昙花一现？快速跳涨是多重因素共振，短期难再现。兼顾中小企业出口盈利，年内人民币升值幅度较难突破 7。

摘要

一、中国资产主线有无变化？

如果本轮股债，对中国走出通缩进行深刻定价，那么股债的趋势还未结束。一旦论证海外需求周期在明年触底，那么中国股债的位置就比较清晰：股票仍处牛市早期，而中债却落在牛市尾期。

二、主权债务是否有风险？

疫情引发的一轮财政和通胀扩张，全球政治经济撕裂，并未随着疫情的消退而真正退却。相反，财政依赖、通胀上抬、供应链重塑乃至地缘裂痕，已是疫后世界新常态。疫情前、全球金融危机之后大缓和时代——宽货币、低利率、加速全球化，已渐行渐远。

三、黄金可以涨到什么时候？

我们对黄金未来走势判断：如果说 2022 年以来，黄金启动了一波避险定价，本质上是来源于疫后全球经历的种种不确定性——地缘政治、通胀变局以及货币信用，那么等待美联储降息，黄金重返定价流动性宽松，即传统的实际利率框架。只不过走完这一波传统实际利率定价之后，待到未来全球需求筑底、科技持续，贸易战风波消退，我们或许终将看到黄金叙事的逆转。

四、人民币汇率怎么看？

过去两周人民币涨幅非常快，是鲍威尔转鸽派、中国资产猛涨、集中结汇、中间价调升等多重共振结果。这些因素很难在未来继续共振，所以短期来看，人民币汇率跳升节奏收敛。如果年底美联储降息预期再度升温、中国风险资产持续强劲，而四季度通常是结汇高峰，不排除届时人民币汇率有一波比较强的升值。年内来看人民币汇率还是比较难破 7。

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

孙英杰

sunyingjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070002

发布日期： 2025 年 09 月 08 日

相关研究报告

目录

引言	1
一、中国资产主线有无变化?	1
二、主权债务是否有风险?	2
三、黄金可以涨到什么时候?	4
四、人民币汇率怎么看?	5
风险分析	7

引言

上周国内外市场波动非常明显，不论是股还是债，黄金也跟着异动。

剧烈被动之后，市场自然会产生一个问题：全球资产定价的主线逻辑有没有变化。所以本篇周周芝道，除了捋清这次市场震荡的逻辑之外，从而回到市场主线是否变化之外，我们还需要对市场震荡背后的三个因素做具体分析——欧债、黄金。另外我们也会探讨人民币汇率，因为人民币其实本质上面刚好对中国的资产和海外资产的一个集中映射，最近也在异动。

一、中国资产主线有无变化？

首先回顾上周国内外资产表现。

中国股票整体偏弱，尤其是 9 月 3 日前后，A 股连续大跌了三天。其中原因不难理解，市场参与者之前对 9 月 3 日之前中国资产风偏提振抱有较强确定，关键时点前后，部分资金获利了结，这一行为对中国股票的节奏带来影响。

中国债券可以说跟着股市亦步亦趋，上周债券利率整体先下后上。自中国股票强势以来，中债被风偏牵引，已经展现出脱离基本面的边际定价特征，即所谓的股债跷跷板。

上周股债的巨幅震荡，是否意味着主线变化？

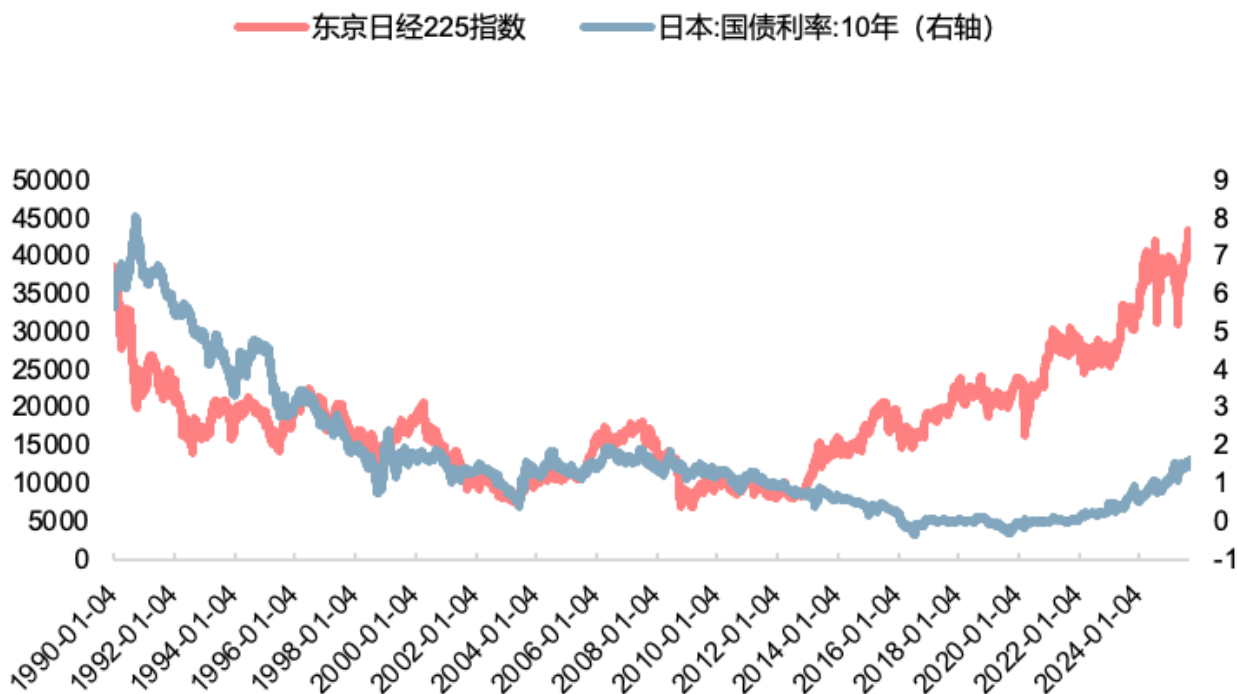
虽然我们可以找到本轮股票牛市启动的三个直观解释因素：

- ①今年贸易战和美国经济决定了全球美元流动性逆势，非美资产定价修复。
- ②中国新经济展现出极强的生命力，中国资产开始寻求新经济重定价。
- ③极致悲观预期扭转，尤其是这次 1930s 以来最大力度的关税未能击垮中国出口，中国资产风偏抬升。

穿透三个直观解释因素，不论是新老经济的绝大分化，还是贸易战之下中国顽强的出口势头，都在暗示中国增长仍有巨大潜能，中国结束通缩的时间相较日本会更短。

如果本轮股债，对中国走出通缩进行深刻定价，那么股债的趋势还未结束。一旦论证海外需求周期在明年触底，那么中国股债的位置就比较清晰：股票仍处牛市早期，而中债却落在牛市尾期。

图 1:日本通缩时期股债表现



数据来源: Wind, 中信建投

二、主权债务是否有风险？

去年底海外定价了一轮特朗普交易，即美国资产走强。

这一定价在今年开始反转，导火索是特朗普启动了一轮波及全球范围的关税战争。美股、美元率先下挫，甚至美债因为美国政府信用问题而迎来波动，6月也迎来了一波美国债务风险的讨论。随后债务风险平息，但美国长债利率刚性，至今美国长债和短债之间保持历史较高水平的期限利差，仍在叙述美国财政信用降级。

随着贸易战推进，市场从定价不确定性转为定价美国滞涨，美国货币保持鹰派。直到近期，通胀平庸但失业压力骤然增加，美联储松口宽松。近期市场也始终围绕美国货币宽松做出反应。

然而有趣的是，美国债务风波暂歇，欧日债务风险却开始浮出水面。法、英、德、日，多国长债利率不约而同快速上行，纷纷攀至历史高点，均已显著超越2008年以来水平。市场再度担忧，全球是否会引发一次欧日主权债务危机，甚至点燃全球资产风暴？

我们对主权债务风险一直持有两个重要判断，这一判断已经在6月美债风波中得到验证。

第一，主权债务风险是否可控，取决于两点，外债持有比例以及央行独立性。真正经历主权债务危机的国家有两类，或缺乏货币主权，所以无法应对债务风波而采用降息（如欧猪四国）；或境外机构持债比重较高，一国央行无法影响抛债的境外机构。

第二，主权债务风险是否可控，最终是看该国货币信用。一国货币信用尚在，那么该国主权债务风险可控。

美元、英镑、欧元和日元，目前仍是国际主流货币。除非全球走向深度撕裂，否则目前而言，这些国际货币信用尚在，美、欧、日等国主权债务风险可控。

但为何理应评级最高的无风险资产，却在今年频频发生信用风波，而且发生在降息周期之中？这才值得我们深刻思考。

我们认为，与其说是一次主权债务风险，还不如将今年以来美、欧、日长债利率上行，定义为一次全球范围内的利率、通胀和货币重定价。

这也在侧面说明，疫情引发的一轮财政和通胀扩张，全球政治经济撕裂，并未随着疫情的消退而真正退却。相反，财政依赖、通胀上抬、供应链重塑乃至地缘裂痕，已是疫后世界新常态。疫情之前、全球金融危机之后的大缓和时代——宽货币、低利率、加速全球化，已渐行渐远。

图 2:日、法、英 30 年国债利率飙至历史高点（美化）



数据来源：Wind，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

三、黄金可以涨到什么时候？

固守传统范式——实际利率和美元指数，将错失 2022 年以来黄金极致上涨行情。但若过于留恋全球二元博弈等宏大叙事，或将同样错判未来黄金走势。

我们曾多次论述，黄金的定价逻辑只能回归一点——需求。黄金定价框架之所以复杂，因为黄金需求构成极为多样，不同的经济周期阶段，不同需求对黄金贡献有别。跳脱需求去谈黄金走势，也正因为黄金需求极为多样，所以解析每一次黄金定价逻辑，我们终将回到需求本身。

2022 年黄金定价之所以超脱传统框架，因为当时俄乌冲突开启了一轮央行购金的特殊行情，我们可以将此归为地缘政治主导金价走势。

2023 和 2024 年央行购金趋势仍在继续，央行购金力度虽与 2022 年差不多甚至可能加码，但不再是最重要的边际驱动力。2024 年黄金需求展现出新的贡献力量，中国及印度等新兴国家投资者购买实物金条。2024 年黄金边际定价中国通缩以及亚洲供应链重塑带来的经济外溢。

2025 年上半年黄金再度走高，明显定价贸易战引发全球经贸条件以及金融格局重塑的担忧，例证是欧美 ETF 流入黄金市场，与美股形成完美的反向走势。最近欧日主权债务风波再度引发黄金避险逻辑。当然，近期黄金需求还受美联储降息影响。

我们对黄金未来走势判断：

如果说 2022 年以来，黄金启动了一波避险定价，本质上是来源于疫后全球经历的种种不确定性——地缘政治、通胀变局以及货币信用，那么等待美联储降息，黄金重返定价流动性宽松，即传统的实际利率框架。

只不过走完这一波传统实际利率定价之后，待到未来全球需求筑底、科技持续，贸易战风波消退，我们或许终将看到黄金叙事的逆转。

图 3: 金价走势（美元/盎司）



数据来源: Wind, 中信建投

四、人民币汇率怎么看？

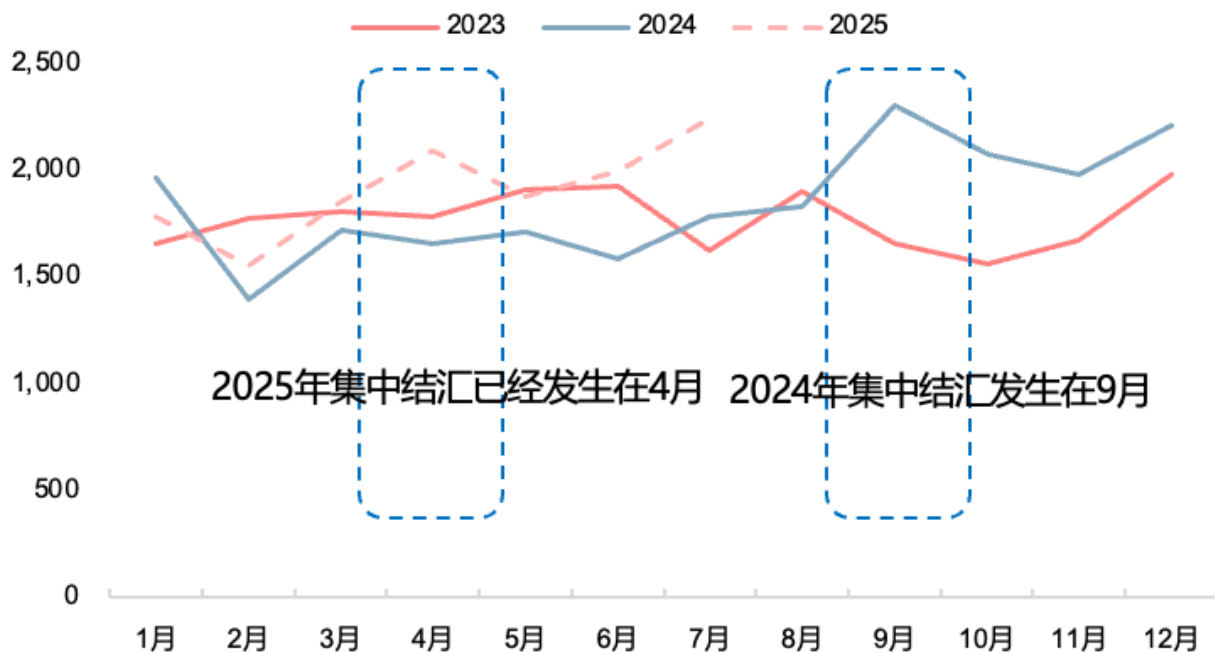
关于人民币汇率，我们重点讨论三个话题。

人民币还将继续快速跳升么？ 过去两周人民币涨幅非常快，是鲍威尔转鸽派、中国资产猛涨、集中结汇、中间价调升等多重共振结果。这些因素很难在未来继续共振，所以短期来看，人民币汇率跳升节奏收敛。

年内是否还会有人民币异动？ 如果年底美联储降息预期再度升温、中国风险资产持续强劲，而四季度通常是结汇高峰，不排除届时人民币汇率有一波比较强的升值。

人民币汇率是否会破 7？ 年内来看还是比较难。人民币汇率一方面是中国资产、中国经济以及中国企业结汇的“结果”变量，但另一方面，人民币汇率深刻影响出口企业（尤其是利润偏薄的中小企业）利润。虽然中国企业以其特殊优势，抗住了一轮关税冲击，但中小企业出口仍然承压，中国出口结构以及中小制造业 PMI 可见一二。全球需求尚未筑底情况下，我们预期央行将平滑人民币汇率波动节奏，年内中小企业出口承压情况下，人民币汇率暂时不会破 7。

图 4:中国结汇规模（单位：亿美元）



数据来源：Wind，中信建投

风险分析

- 1、美国经济可能走弱。高利率限制下，美国经济可能加速放缓，甚至可能出现衰退，从而影响全球经济和资产价格。
- 2、全球地缘政治面临不确定性。全球地缘政治冲突可能带来新的供给冲击，从而影响全球通胀和经济增长。地缘政治不确定性扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。
- 3、中国消费复苏的持续性仍存不确定性。今年以来，居民消费开始回暖，但恢复水平有限，未来延续低位震荡，还是能继续向常态化增速靠拢，仍需密切跟踪。消费如持续乏力，则经济回升动力受限。
- 4、中国地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。
- 5、全球关税政策具有不确定性，关税可能拖累全球经济增长，影响资产价格表现。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choic 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

孙英杰

复旦大学国际商务硕士，主要研究方向为海外资产。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk