

key takeaways

Q1: 中东地缘政治紧张局势对全球油价和中国经济的影响是什么？

中东局势的升级导致油价上涨，这主要归因于**地缘政治风险溢价的重估，而非供需的实际变化**。全球能源团队分析了三种情景：1) **供应不受干扰**：油价可能在数月内**回落到 60-65 美元/桶**。2) **伊朗出口受限**：油价将**维持在 75-80 美元/桶**的高位，假设伊朗出口减少 100-150 万桶/日。3) **霍尔木兹海峡封锁**：油价可能**飙升至 100-120 美元/桶**，尽管发生概率较低，但近期有所上升，因为该海峡承载全球近三分之一的原油海运流量。对于中国经济，**原油价格每上涨 10 美元，中国 CPI 将推升 0.15-0.2 个百分点**。然而，这种油价上涨**并不能扭转中国的通缩格局**，因为通缩更多反映了需求不足和结构性问题。油价上涨会提高生产成本，进而压低企业盈利能力，最终可能通过资产传导加剧通缩压力。**中国对原油和天然气的贸易逆差敞口占经济总量的比例不高（仅 2%）**，因此油价攀升对中国经济的影响远小于泰国、印度、韩国和台湾等其他敞口较大的国家和地区。即使油价持续攀升至 85 美元/桶以上，对新兴市场的压力也更多是普遍性的，而非中国特有的问题。

Q2: 人民币国际化面临哪些挑战和机遇，稳定币在其中扮演什么角色？

人民币国际化面临三大“硬骨头”挑战：1) **打破通缩**：经济物价需回到良性循环，以提供更可持续的人民币资产回报。2) **监管环境**：需提升金融和资本领域的稳健性和透明度。3) **资本账户开放性**：需逐步放开资本账户。**这些支付工具和技术（如稳定币和跨境支付）是“术”而非“道”，它们只是基础设施，不能根本上改变国际货币体系，让人民币获得更大市场份额。稳定币的兴起是一个重要转折点，特别是美国通过的《稳定币法案》（MiCA 法案），要求美元稳定币必须有 100% 的储备支持，使其合法化为“链上美元”。这可能强化美元在 Web3.0 和 DeFi 时代的货币主导地位，甚至增加对美债的需求。中国突然高度关注稳定币的原因是，美国常将美元支付体系视为制裁地缘政治的手段。中国有长期需求实现国际货币储备体系的多元化，减少对美元的依赖。** PBoC 对境内数字货币的态度从谨慎转向逐步接纳试点的过程。陆家嘴论坛上，PBoC 行长明确讨论了当前跨境支付体系效率低、成本高且受地缘政治制裁影响的弊端，**认为区块链和分布式账本技术推动的稳定币或 PBoC 数字货币可以从底层重塑体系，使国际货币体系向多元主权货币并存竞争的多极化格局演进**。这与欧洲 PBoC 行长拉加德呼吁改革国际货币储备体系的观点相呼应。

Q3: 中国如何利用香港作为人民币稳定币的试验田？

中国官方以香港作为人民币稳定币的试验田。香港近期在立法上有所进展，通过了稳定币法案，规定发行和推广的稳定币必须有 100% 的同币种优质储备资产作为支撑，且不限定挂钩币种。这为离岸人民币稳定币的发行奠定了法律基础。**香港目前有约 1.2 万亿人民币的高流动性离岸人民币资产（包括人民币存款、离岸国债、央票等），理论上可在不违反资本管制和不影响国内金融稳定性的情况下，测试人民币稳定币在跨境结算方面的应用**。然而，人民币稳定币的发展面临**现实难题**：1) **境内虚拟货币交易禁令**：境内不允许虚拟货币交易和结算，导致人民币稳定币目前只能在离岸市场进行小规模试点，且考虑到资本管制，其锚定资产规模和使用场景受限。2) **美元稳定币主导**：当前稳定币市场仍由美元主导（占 99% 的市场份额），市场接纳新的非美元稳定币需要时间和过程。香港市场很可能**采取港币**

稳定币先行的策略，因为港币与美元挂钩，短期内可增加市场认可度并测试运行问题。京东方、渣打银行等已获批的稳定币发行人首批计划发行港币稳定币。尽管离岸人民币稳定币在技术层面已无问题，但其落地仍取决于北京方面的快速放行。因此，离岸人民币稳定币的推广时间点仍存在不确定性。

Q4：近期中国与香港之间的支付互联互通机制有何新进展？

近期，中国内地与香港之间的网上银行支付系统已互联互通，使得两地之间的小额转账无需审查即可实时进行。然而，需要注意的是，跨境支付通虽然提升了中港 P2P 跨境支付的效率和便利性，但并未改变现行资本管制的框架。具体而言：1) 南向通（内地到香港）：个人年度购汇便利化额度仍维持在 5 万美元。2) 北向通（香港到内地）：每人每日汇款上限为 1 万港币，每年上限 20 万港币，而每日同名账户汇款上限 8 万人民币的额度仍适用，并未进一步放宽。3) 使用范围：跨境支付通主要覆盖消费性质的经常账户支付，不能用于跨境汇款买卖股票等投资用途。尽管监管局未明令禁止购买保险产品，但主要应用场景包括学费、医疗费、公用事业缴费（可能包含保险缴费）以及机构对个人的汇款（如发工资）。总的来说，这只是人民币跨境支付基础设施建设的一部分，是推动人民币国际化的“术”，但要根本上推动人民币的国际使用，仍需通过结构性改革增强人民币资产的吸引力，打破通缩循环，恢复全球对中国增长的信心。

Q5：中国市场在未来一到两个月面临哪些潜在的波动性因素？

未来一到两个月，中国市场可能面临波动性上升的负面影响，主要源于以下几个关键事件：1) 全球关税贸易谈判：7 月 9 日是除中国外的其他主要贸易伙伴 90 天关税暂缓期的到期日。目前，除英国外，其他主要国家和地区（如日本、欧盟）尚未与美国达成最终贸易协议。这可能导致全球经济增长前景的不确定性攀升，对股票资产相对不利。2) 中美贸易关税谈判：8 月 12 日是中美 90 天贸易关税暂缓期的到期日。目前谈判进展不具体，预计随着该日期临近，美方可能采取更多鹰派言论或举措作为谈判筹码。即使这些措施是暂时性的，市场仍可能做出负面反应。3) 第二季度财报季：7 月中旬至整个 8 月是第二季度财报季。尽管二季度业绩预计符合预期，但市场更关注贸易关税谈判若进一步延长可能带来的宏观经济压力，而非财报本身。年初至今恒生指数已上涨超过 16%（以美元计价），因此二季度财报期也可能成为投资者获利了结的机会。4) 部分消费公司股票解禁：近期一些股价上涨势头较好的消费公司将迎来股票解禁，可能对市场情绪造成一定负面影响。5) zzj 会议：7 月底的 zzj 会议在过去常被寄予厚望，但今年由于中美关税暂缓期至 8 月中旬，以及上半年经济增长势头良好，市场预期 zf 调整经济政策的时间点可能会推迟到 9 月或 10 月，导致 7 月份出现“政策真空”带来的失望情绪。

Q6：在市场波动性增加的情况下，对中国投资的建议是什么？

尽管短期市场波动性增加，但长期来看（6 到 12 个月维度），仍不建议降低对中国市场的敞口，因为中国股市的一些结构性转机和改善并未受到实质性损害，包括：1) 投资回报率触底反弹：中国企业的投资回报率正在触底反弹。2) 盈利预期调整到位：前期大幅度的盈利预期向下调整为中国带来了触底反弹的空间。3) 营商环境改善：整体营商环境正在逐步改善。4) 新兴全球冠军企业：中国涌现出一批具有全球竞争力的企业。此外，最新的美国大美丽法案中包含的 899 条款，可能提升全球投资者在美国的财务投资所面临的税收，这

进一步增加了国际资本重新配置到中国的可能性。因此，建议更多地进行板块和风险敞口上的调整：降低敞口：暂时降低对高波动性（high beta）和成长性过于剧烈的股票的敞口。提升敞口：更多关注那些盈利历史轨迹坚挺、股息回报率和现金分红相对稳健的高质量公司。

Q7：中国汽车产业的创新驱动和未来发展方向是什么？

中国汽车产业正经历一场由技术创新驱动的深刻变革，挑战与机遇并存。挑战：政策支持下，电动化降低了进入门槛，扩大了竞争群体，但也提高了盈利难度。智能化进一步放大了这种效应，算法、数据能力和技术创新成为新的竞争焦点，吸引了越来越多的科技公司和互联网巨头跨界涌入。此外，国内外市场也面临“反内卷”和贸易战关税提升的压力。机遇：汽车产业链正加速寻求下一阶段的技术创新和市场突破，在 AI、具身智能和人形机器人等领域具有一定优势。评估汽车产业链优势主要看四个方面：1）落地：技术开发能力，快速将概念转化为落地技术。2）量产：供应链生产力，包括供应链管理和规模化生产。3）算力：有效算力提升，使智能系统适应更复杂场景，芯片国产替代和车企自研芯片成为趋势。4）变现：找出不同场景的商业化路径，例如人形机器人在生产线、渠道销售和家用市场的应用。未来出行图景和车企关注的重点可概括为“车内自主、智能执行、机群协作、地空越境”。汽车行业的变革主要体现在技术的快速迭代。最终胜出的企业将是那些能将技术创新与商业变现完美结合、并能提升生态体系（包括供应链、渠道和海外市场）协同能力的玩家，这将是一场“生态系与生态系”的竞争。

Q8：半导体行业，特别是汽车芯片领域，有哪些新的投资机遇，以及面临的挑战？

半导体行业，特别是汽车芯片领域，存在多种投资机会，尤其围绕自动驾驶（AD）方面，包括传感器、汽车定制芯片设计。机遇：汽车芯片自主发展：美国目前对车用或消费类自研芯片的限制相对宽松，大部分芯片使用 7/5 纳米制程。例如，理想汽车已获得 EDA 工具许可，可继续设计 N 纳米芯片。这表明对这类芯片的积极管控尚未出现。企业 AI 芯片需求：英伟达推出了较低规格的 RTX Pro6000 芯片，无需 HBM，但比游戏显卡更高效，目标是企业 AI 使用。如果这类芯片能够大量出货到中国，将极大推动中国 AI 发展。全球 AI 半导体积极氛围：除了中国，中东等地的 AI 服务器需求强劲，行业应用逐渐兴起，全球对 AI 半导体持积极态度，无论是 Token 输出还是增长都逐渐显现。挑战：美国 AI 芯片管制：美国对云端 AI 芯片的管制更为严格，带有 HBM 的芯片（如 H20）被禁止出货。如果中国无法采购英伟达的低端芯片，CP（计算能力）将难以完全支撑。供应链风险：虽然目前看汽车芯片供应链相对可控，但仍需警惕潜在的限制措施。技术迭代和市场接受：尽管新的芯片和应用不断涌现，但市场能否大规模接受、技术能否稳定落地仍需时间验证。

宏观部分全文

这朋友大家上午好，欢迎来到 1 周一度的大摩宏观策略。谈过去一周我在休假，但我们的团队包括蔡志鹏博士也是做好了主任的工作。但是这个休假也不平静，本来想在可能在冰山雪川，在草原湖泊之间躲开市场的这种喧嚣。但是过去一个礼拜大家也看到中东局势的巨大变化。以及陆家嘴论坛之后，对于中国通过稳定币以及跨境支付的开放，进一步提升人民币国

际化的诸多讨论。所以世界之变了，可能导致大家的宏观之忧还是无处不在的。

今天我们**聚焦于三大话题，第一就是地缘政治冲突的变化对全球经济的影响。第二就是现在的美元的国际化以及人民币的国际化都开始链上化，就是上链这样到底对全球的货币体系是否会引发一个再思考。好，最后就是回归到我们的市场策略和整个市场板块的选择。**

经历了这么多不平静的事件之后，我们的首席策略师 laura，会带来对于如何做好中国投资的最新的思考，以及我们的**科技团队**，你像从汽车团队的 team 谢里，再到半导体团队的查理，也会带来最近的科技股，**在目前全球地缘不平静的情况下，有没有一些新的主题机会？**话不多说了，我可能还是先抛砖引玉。就像刚才讲到的一样，在这种所谓的冰山湖泊之间，我们看到了**全球地缘政治的巨大的变化**。导致我们过去四个月讲到的**中美之间除了有关税战、科技之争，现在可能这种地缘政治的巨大波动对做好投资影响也是巨大的。**

首先就是中东局势的升级，我们的全球经济和大宗商品的团队基本上判断有**三种情形**。但是在做好了三种情形的假设分析之后，还是强调**现在尾部风险比较大**。因为过去两个礼拜**油价已经从 72 块钱快速上行到 80 以上了**。其实它的驱动因素并不是实际供需发生了巨大的变化，而是大家针对地缘政治风险溢价的重新计价。所以我们的全球能源团队将油气价走势归纳的三种情形。

情形一就是实质上供应不会受到巨大干扰，这样的情况下，油价还是有望在几个月之内逐步的回落到 60 块钱到 65 块钱之间。也就是说这是基于比如说大家高度关注的霍尔木兹海峡是否正常通行，以及市场消化了短期冲突的影响之后，回归到看库存看包括美国的页岩油，它也有一个价格的弹性逻辑，可以增加供给。所以类似于 2019 年曾经出现过的部分地缘政治冲击之后，涨了，但是油价又迅速回落了，这是情形一。

但**情形二则是伊朗的供给和出口受到巨大的限制**，这样会导致油价维持在 75 到 80 块钱偏高的水平。这里面我们假设伊朗的出口减少 100 到 150 万桶每日，那市场就会进入一个紧平衡的状态。特别是大家会关注欧佩克这些国家的，欧佩克这些国家的它的策略会不会减产还是增产。当前的油价刚才也讲到已经涨到了八十偏上，其实已经进入了反应紧平衡的一种状态，这是情形 2。但是**情形三就在恶化当中，那就是霍尔木兹封锁**，油价可能触及到 100 到 120 块钱之间，这种当然在三种情形中概率算是偏小的。但是从这最近两天的表现来讲，概率可能略有提升。因为毕竟霍尔木兹海峡承接全球接近 3 分之 1 的原油的海运流量。如果封锁的话，它的造成的需求破坏，造成的供给破坏是巨大的那只能各个国家减少对石油的需求，才能重新实现整平衡。

尽管我们把这个列为情形 3 以及它是一个小概率事件。但是如果大家看网站上的一些所谓下注的概率的博弈。比如说这种 Polly market，现在市场对这种极端情形的感知概率已经上升到一半一半了，基本上 50%左右了。所以对定价来讲，重要的是市场反应的多少这种风险。尽管小结一下，我们**判断基准情形是油价维持在当前的水平，中期之后回落的可能性更高，但是市场显然会受到过去两天担忧霍尔木兹海峡风封锁的情形。**

这种尾部风险的牵引，对全球经济的影响是不可小觑。但是**对中国经济，我们也做了测算**，后面我们的中国经济学家建立也会具体的提及。比如说布伦特原油每增加十块钱，对中国通胀的影响，经济的影响。总的来讲，油价即使涨了，不足以扭转中国的通缩格局。因为通缩更多的是反映内需不足以及体制性问题的种种的结构性的因素，后面我们会详述。但今天我们主要话题并不是中国的通缩，因为最近两三周，大家也注意到**人民币国际化的新动向是层出不穷的。从支付工具到 PBoC 在陆家嘴处的八个礼包，再到更重要的就是现在美国以及中国对于稳定币这种要在国际货币体系上链上化的诉求进一步的明朗化了。**

我想人民币国际化还是得理清一个问题。**这些支付工具，这些交易系统，这些技术上链，它只是树，只是基础设施，他并不是道。是否能够改革国际货币体系，让人民币获得更大的市场份额，取决于中国能否把接下来的改革的三个硬骨头给吃下来。首当其冲的还是要**

打破通缩，让经济物价回到良性循环，这样人民币资产给全球提供的回报就更可持续。其次则是老生常谈的，比如说监管环境，特别是金融，资本这块的持之以恒的稳健性、透明度。最后就是资本账户本身的开放性问题。我们的振宁也做了很多研究。如果说资本账户的开放性，监管环境的可预见性，以及国内通缩的挑战的持续性，这三者并不打破的话。回到稳定币，回到最近出现的像微信支付宝，可以实现跟香港和大陆之间的跨境的部分的支付转账，这些其实都只是一个数，它并不是道。

但是回过头来讲，大家关注到中国官方也好，各个金融机构甚至互联网公司也罢，最近突然都极其重视稳定币，这个原因是什么呢？一个重要转折点就是美国要通过的这个所谓的机密法案。也就是说美国要让稳定币进一步的合法化，要求美元稳定币必须百分之百的储备支持。这意味着美元的稳定币被合法为一个链上美元。甚至大家在讨论它是否会被纳入全球的支付的基础设施，这样会不会强化了美元在进入了 web 3.0 时代，进入了 difi 时代，在他的货币主导地位，在新兴市场，在其他国家可能进一步的强化。甚至也有人担心会提升对美债的边际需求。所以说一千道一万，就是美国现在这么重视稳定币，重视链上化，是否会强化美元霸权地位，实现一种美国一枝独秀的美元霸权的数字化的延伸。

这是为什么中国目前突然高度关注稳定币的原因。因为过去五六年六七年的观察，美国动辄将美元的支付体系视为他对外进行制裁地缘政治手段之一。所以中国肯定有很强的诉求，在目前数字化延伸的国际货币储蓄和储备体系中实现多元化，减少对美元的依赖。所以 PBoC 最近也是对中国像稳定币在内的这些数字货币有一个从一开始的谨慎到逐步的接纳试点的过程。

你像过去一段时间我们看到，几年之前中国全面禁止了境内的虚拟货币的交易，加密货币的交易。但是在上周的陆家嘴论坛上，PBoC 行长也首次在官方场合提到了稳定币。而且对当前的跨境支付体系的一些弊端做出了很明确的一个讨论。比如说你像最近的跨境支付体系，效率低成本高，而且易受地缘政治制裁的影响。现在如果有了区块链和分布式的账本技术的推动，稳定币也好，包括这种 PBoC 的数字货币也罢，是不是从可以从底层重塑支付体系，使得国际货币体系从这美元一家独强，向着多元主权货币并存竞争制衡的一个更可持续的多极化格局演进。

这个有点像回应了在上上周三周四，大家可能记得欧洲 PBoC 行长拉加德来访华。作为中国人民的老朋友了，他在访华在人民银行做了一个演讲，剑指美元霸权，提出了要改革国际的货币储备体系。这里面当然他重点讲的是欧元的机会。但是中国在陆家嘴论坛做出的演讲，似乎在回应欧洲对于这种所谓的主权货币并存竞争制衡的多极化格局的一种呼声，一种系统性的回应。

回归到人民币本稳定币本身，现在官方是以香港做一个试验田，这里也会提到香港最近在立法上的一些新的进展。所谓的沙盒，哪些公司得到的这种牌照，怎么样做？某种意义上可能将来会先用离岸的人民币做稳定币，作为一种试点。这里面要实现区域中心化支付及结算，来成为一种对跨境贸易结算的有效补充。可以跟现有的 ECNY，就是所谓的人民币电子货币之间形成一种双轨的数字货币体系。甚至为中国孜孜以求的一带一路国家之间的贸易提供一些低门槛的人民币的支付通道，这些都是美好的愿景。

但是现实的约束，第一，人民币还是不可自由兑换的，它会限制了稳定币的赎回和流通。第二，中国肯定还是对境内的加密货币的交易极为谨慎的，毕竟他可能会引发资本外逃以及其他的一系列自身的问题。所以现在的人民币稳定币，可能也只能在离岸市场进行小规模试点。当前美元稳定币占据了全球接近 99% 的市场份额，所以短期内的人民币稳定币还是比较小的，难有突破的。尽管利用香港作为一个战略角色来做可控的试验田。说一千道一万就是本身人民币在国际结算国际储备货币体系中受制的这些因素，现在依然在链上化时代依然会受制。所以我们才提出了尽管现在有小步试水，但是说一千道一万，最终还是要实现硬骨

头的改革。

这里面很多人把 PBoC 在周末又发布的一个机制，就是香港和大陆之间在支付的互联互通方面的。政策的密集落地理解为这方面是不是大幅度放开了。比如说支持了微信支付宝接入香港的 FPS 的这种交易系统等等。其实这可能是有点会错意了，**这个机制并不是资本账户放开的试点，它实质上还是服务于消费场景的一个支付的便利化**。这块我们的银行团队，虽然他们也有具体的研究，大家也可以跟他们的团队进行交流。本质上它不构成资本账户的大幅的流动开放，也不支持投资资金的用途。它只是一种对消费场景的支付便利化的开放，更像是为未来稳定币和数字支付体系来做一点试点的系统。在这种情况下，我想最终还是要改革。

我们说了这么多，中国短期还是陷入通缩之中。在刚刚过去的周末，我发现了大家也在研判下半年的经济的风险。因为紧接着七月份就要开 zzj 会议了。在这个研判当中我们提的还是上半年的经济同比增速是不错的，但这是有量无价。第二季度的 GDP 同比现在在 4.8，甚至略高的同比增速的水平，上半年就超过 5%了。然而这是实际 GDP 的量的增长，价格通缩在进一步的深化。后面我们的汽车团队可能也会提到最近通缩深化的具体的表象。所以接下来的结构性改革打破通缩，通过债务重组，通过社会福利体系的改革，通过给民营企业更明确的政策预期，打破通缩预期，推动整个经济回归到一个正常增长，这才是实现人民币国际化的道的第一步。到了后面两步，当然是监管环境上的国际化，以及我们资本账户的逐步的开放。这些都是硬骨头了，路径依然是缓慢的。所以也不能指望稳定币或者突然出现的一些小额支付的跨境大幅的打开局面，它不只是一个技术之争，更是信心之争，更是改革接下来的一些硬骨头要啃。

首先刚才讲到了全球的地缘政治不平静，**油价上涨对中国的冲击敏感性的分析有多大。其次就是下半年我们说的通缩的这个主题能不能被打破？CPIPII 我们有什么前瞻性的判断。最后一点则是刚才提到的人民币的稳定，币的探索试点在香港的新的进展和他受到的约束有哪些**。我把时间交给郑明，谢谢。好的，感谢罗斌总。我们这边也很快的先谈一下**油价上涨对中国经济的影响**。我们的测算显示，十个百分点国际油价的上涨，会将中国的 CPI 推升 0.15 到 0.2 个百分点。油价对于国内物价的传导，它也可能是有一定的延迟性的。因为在国内油价的这个调节机制下，当布兰特原油的价格是处在每桶 80 到 130 美元的区间的时候，那三桶油它是会部分的承受冲击，使得国内油价的调节幅度是小于国际的油价的。而当国际的原油价格高于每桶 130 美元的时候，那决策层会通过对于油企进行财政补贴，来保证国内汽油柴油的这个价格不再上升。但是，这边我们要提到的就是，如果是这种由地缘冲突，供给侧冲击所带来的油价上升，他其实是并不能够帮中国走出通缩的。哪怕说是在油价高企的几个月里面，看上去好像 CPI 是稍微好了一点点。但是其实我们也要意识到它其实是会油价的上涨，它其实是提高了生产的成本的，进而就削弱了企业的盈利能力。最终压力它其实还是有可能从企业端传导到居民端，主要是通过工资的传导，这个也是会加剧通缩的压力。所以如果是从政策的判断来看，我们是认为不管油价是否大幅上升，PBoC 都会意识到这个更多的是一个来自供给侧的冲击。所以我们这边也还是保持我们对于下半年的货币政策的判断，认为 PBoC 今年下半年会继续的降息 15 到 20 个基点，这个是关于油价方面的讨论。我们如果再把话题就是回到刚刚罗秉总讨论的这个稳定币这边来。我们首先其实还是要讲一下的，就是这个**稳定币其实他说到底还是发展多元化人民币跨境体系的其中一环**。

本次上个星期一行行长在陆家嘴论坛讲话的重点，也是如何促进国际货币体系的一的多极化的发展，来减少对美元的过度依赖。而我们可以看到，其实在过去很多年，中国其实也是在发展人民币的这个跨境体系方面是做出了很多的努力的。比如说 2012 年就着手建立了 CIPS 这个跨境银行间的人民币清算系统。目前的业务其实已经覆盖了 187 个国家和地区。然后在 2022 年的时候，也是在 BIS 的这个牵头下，中国 PBoC 和香港的 jgj，还有其他几家

PBoC 一起建立了一个叫做 m bridge 的平台。这也是一个多边 PBoC 数字货币的跨境网络。除了这个以外，其实我们也看到中国 PBoC 现在也已经是和三十多个国家地区签订了一个双边的本币互换协议。也建立了二十多个离岸人民币的清算中心。这一次提到的这个稳定币，其实可能是未来就是中国在这个呃。在这个虚拟货币方面的定的努力，也是希望说通过比如说像 Brown train 这些，能够帮助中国在这个跨境结算方面，寻求一个更加高效实时低价的一个替代方案。除了稳定币以外，就像之前罗敏总也提到的，在这个周末其实像中国和香港之间的这个银行间的支付系统也有了新的一个的进展。当时我们要提到的就是**中国在发行稳定币方面，它其实也还是有很多的现实的难题的**。那首先就是当前的这个虚拟货币是不允许在境内进行交易和结算的那意味着人民币稳定币暂时也只能够离岸的发行和使用。考虑到中国的资本管制，离岸人民币的稳定币它可以瞄定的资产规模，使用的场景都是会相对的受限的那第二个就是当前稳定币市场其实还是美元一家独大的那按照市值计算，我们看到其实 99% 的稳定币，它其实都是直接和间接的，或者间接的和美元挂钩的那这种情况下如果说是要让市场能够接纳新的非美元的稳定币，比如说像人民币稳定币，那其实还是需要一定时间和过程的。所以当前 PBoC 的做法其实就还是拿香港这个中国最大的离岸人民币中心来作为人民币稳定币的一个试验田。那香港在今年的五月份就已经通过了稳定币的法案，然后 8 月 1 号的时候就会正式实施了。这个法案是规定了在港发行或者推广的稳定币，必须要有百分之百的同币种优质的储备资产作为支撑。但是它其实是没有规定说稳定币它必须要跟哪一个币种挂钩的。港币、美元、人民币其实都可以。换言之，这个法案它其实就等于说已经是给离岸人民币稳定币的发行奠定了一个法律的基础。香港目前高流动性的离岸人民币资产大概是有 1.2 万亿人民币的那里面包含了人民币的存款，离岸的国债、央票等。原则上在这些资产的支撑下，你按人民币稳定币是可以在不违反内地资本管制，也不影响国内金融稳定性的情况下，测试各种在跨境结算方面的应用情况。但是在具体的落地方面，我们觉得他可能还是需要一定的时间的。**香港市场很有可能采取的是港币稳定币先行的策略**。那联系汇率下面，港币它其实也是跟美元挂钩的。所以这个可能也是能够在短期内增加港币稳定币的一个市场的接受度。同时也是测试在稳定币的这个运行的过程中，会不会有什么问题，以及增加市场对它的这个技术方面的一个信赖。目前几家 jgj 批准的这个稳定币的发行人，比如说像京东，像渣打银行，他们的第一步计划也是发行港币的稳定币。同时他们也提到说离岸人民币的稳定币，虽然说在这的技术层面应该是没有什么问题了，但是落地他可能也还是要取决于北京方面是否可以快速的放行。所以我们感觉就是在这个离岸人民币稳定币的推出的这个时间点方面，他可能还是有一定的不确定性的那稳定性之外，刚刚罗斌总也提到就是中国和香港市场的，香港和内地市场的互联互通。周末也有一个新进展，就是香港和内地网上银行的那个支付系统，这是联通了。那现在就是两地之间的一些小额转账是不需要受到审查的，可以基本上做到实时进行。但是我们这边也还是要注意到的，就是**跨境支付通它虽然说是提升了中港 p two p 跨境支付的效率和便利性，但是他是没有改变现行资本管制的框架的**。比如说从国内到香港的南向通方面，现行个人年度的这个购汇便利化额度还是维持在 5 万美元。而北向方面，每人在北京参与机构每日汇款的上限是一万港币，然后每年上限 20 万港币，而每日同名的汇款上限 8 万人民币的这个额度还是继续适用的，并没有进一步的放宽。而且跨境支付中，它主力覆盖的是消费性质的经常账支付，它是不能够跨境汇款买卖股票的那这边我们也就看到稳定币也好，跨境支付通也罢，它其实只是建立人民币跨境支付基础设施的一环，也就是像罗宾主说的，这个是推动人民币国际化的数。但是，你如果**要从根本上推动人民币的国际使用，还是要回到道上面来，就是研究要怎么样增强人民币资产的吸引力**。那我们这边也可以看到过去三年人民币国际化的进展，它实际上是遇到一些挫折的。**在全球储备货币当中，我们看到人民币的份额其实已经是从 2022 年年初 2.8 percent 的这个最高点，跌到了 2024 年年底的 2.2%**。这期间随着人民币跨境支付系统的发展，其实如果我

们要看国际商品贸易中，人民币的份额是在节节上升的。但是资本账户下面，由于中国的债务通缩、人口老化三大挑战的影响，国际资本对人民币的资产的投资其实是大幅减少的。因此说到底我们觉得要提升人民币国际化的关键还是要恢复全球对中国增长的信心。这边其实还是需要这种有利的结构性的改革，来实现消费经济向消费的再平衡，来打破通缩循环。我们一直就是说这些具体的改革，其实还是要包括像社会福利改革、债务重组、税制改革，还有就是要营造一个更加透明，更加有利于营商环境的一个监管体系。但是就像我们过去几周的这个宏观策略谈跟大家一直分析的，这边每一项的改革其实都是殊为不易的。所以我们还是觉得这个人民币国际化的进程应该还是道阻且长的那我就好多好的，接下来我把时间再交还给罗秉忠，谢谢。

建立做了非常好的综述。关于这个人民币稳定币的问题，我想他从道和术的两个角度不断的强调。我们可能要注意到，到底稳定币被视为是强化现有的国际货币体系，优化美元的地位，还是稳定币其实是一个颠覆者，让人民币等其他货币能后来居上？其实现在都鹿死谁手为时尚早。北京肯定是比较担忧的，就是稳定币进一步稳定和巩固了美元的霸主地位，所以在中国才愿意去探索去破局，特别是先以香港来试点，最终还是契机于借用这些代币化、电商化来强化人民币的跨境支付。但我们刚才做了深度的分析，代币化它仅仅是一种数，他真的跟长期的道就是改革还有很大的距离，特别是改革才能发展。

我们注意到最近几个月在美国出台了各种政策，影响了美元霸权，影响了美国一枝独秀论之后，我们一直说这是对过去几十年美国例外论的去魅退坡的开始。在这个过程中欧 PBoC 和欧洲比较重视从提供一个投资渠道的角度，提供欧元的国际化来部分的抵消美元的霸权。所以他们关注的是欧洲通过扩大财政赤字，自立自强，发展制造和军工产业，以及进一步的扩大债券的发行规模，来吸引全球资金类的投资。

这个过程中中国对人民币稳定币、跨境支付结算等一系列科技领域的一些基础设施的追求，似乎更多的是出于安全的角度。希望通过一种能够并立于美元支付体系之外的一些通过新科技带动的人民币的跨境结算机制，来确保在极端情形之下，中国实现内外双循环依然能够结算支付。我想出于安全的角度去思考战略当然是有道理的，但是发展是安全的基石。如果不能打破通缩，不实现刚才提供的监理综述的几项改革，那人民币资产的收益率在长期持续的通缩循环之下起不来。没有这种发展，怎么来谈进一步的扩大它的支付结算，在全球扩张来实现安全。这两点可能要把战略的优先次序搞清楚，才能够使得文明人民币成为颠覆者，发展人民币的国际地位。这是回归到宏观层面了。

股票策略部分全文

这是我们观察到的最近的一些从陆家嘴论坛中国 PBoC 回应欧 PBoC 提出的改革国际货币体系的一些想法，以及最近对稳定币和跨境支付结算的一些试点。结合了最近出现的全球经济面临地缘政治，伊朗局势的不稳定性，对油价对地缘政治的思考。我想话不多说，大家更关心的是在这种情况下，我们的策略怎么投资。在上周我们的首席策略师 Laura 也出炉了一个报告，就是系紧安全带，在这种全球不确定的情况下做好中国的投资。我先把时间交给洛拉，回过头来再具体的聊我们通缩的迹象和人民币稳定币在香港试验田的一些具体进展。我把时间交给罗尔。感谢 Robin 总。过去的一周确实是无论从国际局势，还是从我们中国独有的资本市场和股票市场方面，我们都看到了一些新的发展，也出现了一些比较动荡的局面。那这里给大家分析一下，我们是[如何看待接下来近期的市场的一些走势的可能性，以及我](#)

们应该如何应对，去如何面对接下来有可能提升的市场波动性。第一点先讲一下，刚才罗斌总已经详细的介绍了我们全球宏观团队对目前整个中东局势有可能对油价所产生的影响的做了不同的情境分析。最近也有很多投资人确实过来问我们讲说在这样的一个情况下，我们如何看待中国在整个局势里的一些参与程度。尤其是针对于伊朗，他在过去几年中，整体的一个油气的出口大幅度的是对中国的敞口这样的一个提升。是不是对中国的经济的影响，在接下来的一个短期局势的变化下，会远远大于对其他的一些地区的影响。这里面我们先亮一下观点。第一点，我们是首先认为油价在全球局势的影响上，其实比大家想象的要相对的低一些。我们也是参考了过去很多年的数据，然后我们发现现在在目前的整个全球发达市场的这样的一个通胀的构成里，其实油价的影响相对是比较可控的。至少在目前的一个状况下，我们觉得对通胀的影响并不会特别大。所以目前大家能看到的是我们对油价进行了一个比较小幅的向上的调升。但是对全球整体的宏观经济展望，我们并没有做更多的调整。在这样的一个前提下，下一个问题自然就问到对新兴市场，尤其对中国市场的影响是怎么样的。其实中国本身它对整体的这样的一个 net oil and gas 的 trade balance exposure，相对于我们整个国家的经济体量来讲是不大的。只有 2% 的这样的一个进场口。在所有的亚洲和新兴市场国家和地区里面的相对排名是比较偏于中间的这样的一个位置。所以总体油价的一个极度攀升，对中国经济的影响，应该是远远小于其他的一些敞口比较大的国家和地区。这里我举四个，一个是泰国，一个是印度，然后包括韩国和台湾。这四个地区，我们认为它本身对这样的一个 oil and gas 的 trade balance，和他们的本身经济体量相比，比重更为大一些。这几个经济体所受到的影响会更为巨大。我们的亚洲经济学家陈艾亚在他最近的报告里也讲到了，只有当油价攀升到 85 美金一桶以上，并且在这样的一个价位可以持续很长一段时间的，总体对新兴市场的这样的一个经济压力才会逐渐凸显。更多是因为对这些国家，包括全球的一个降息的周期的一个进一步的进一步的推迟。那所以，在这种情况下，我们之前大摩在年终展望所发布的一个非常重要的观点，也就是弱美元的这样的一个观点，相对可能会受到的更大的冲击。我们一直知道新兴市场它本身在强美元的这样的背景下，它的走势会有有可能受到影响。所以我们先现在总体的考量，一个是油价是不是在目前的基础上还有一个大幅度的攀升，会到 85 美金甚至更多。同时在这样的一个价位基础上，是不是会有一个长期可持续的这样的一个趋势。在这样的一个情境下，对整体新兴市场相对会是一个比较利空的情形。但即使是这样，我们一定要认清一点，这不是一个 china specific event。更多的是对整体新兴市场的一个冲击。在这里中国的相对位置相对还是比较稳健的。我一直各种强调在过去的很多的关于我们的资产配置，还有资金流动的这样的一个分享中，我一直强调我们是除了知道中国自己的基本面和它的一些市场环境，内因外因的变化之外，我们也要了解在全球的这个配置的版图里，中国的相对位置是有一个提升还是有一个恶化。目前所有一切的指向，我们觉得并不指向于一个专门针对中国的情境恶化。所以对我们本身的一个基本面的对中国的基本面的研不造成一个非常大的影响。我们上周其实发布了一个报告，包括本周一今天早上刚刚发布的报告，目前已经收到了很多我们投资人的一些询问。那这里面也跟大家分享一下，一个是在上周三，我们是对我们的中国香港的股票池里面的股票做了一个置换。把我们长期持有的泡泡玛特进行了一个移出。然后我们把 PICCPNC 放进来，把 CICCPMC 放进来。这里面大家能够看到的是一个把相对一个最近上行势头比较猛的一个消费公司的剔除和把一个更为稳健的这样有分红，股息分红的，以及有本身估值回升的这样的一个稳健型的公司的加入。其实这里面主要反映的是我们对目前市场环境，尤其是近期，当我讲近期我讲的是接下来的 1 到 2 个月的这样的一个时长。我们近期的关于中国股市的一些交易环境 and 市场环境的一些变化做出了一个反应。这里面给大家讲几个重要的时间点，是我们认为在接下来的七月份、八月份、九月份都有可能对中国市场产生一定程度影响的几个关键事件。他们总体的这样的一个，应该说的一个排序性的一接下来的一个发生，我们

觉得总体对市场的波动性的影响是负面大于正面，所以也就会导致一个波动性的攀升。这里面第一个事件是什么呢？是和全球的关税贸易谈判相关的这里面两个时间点，一个是7月9号。7月9号这个时间点，是全球美国所有要进行贸易谈判的国家中，除去中国之外的所有主要国家的一个90天的关税暂缓的一个到期日。这里面目前为止我们知道除了英国已经正式和美国达成了贸易协议之外，所有其他的主要国家和地区都没有和美国达成一个最终的贸易协定。这里面包括日本本来打算是在上周的G7会谈中可以达到一个协定，但是没有成功。包括欧盟欧元区也想之前和美国进行一系列的谈判，但是到目前为止没有取得真正意义上的重大进展。所以我们觉得在接近7月9号这个日期前后，市场尤其基于最近的一系列的，比方说油价的变化等等，会对接下来的总体全球增长的走势，可能会有一些不确定性的攀升。整体来讲对股票资产会是一个相对不太有利的局面。第二个日子就是8月12号。8月12号是中美之间的90天的贸易关税暂缓期的一个到期日。这个日期是在5月12号，第一次中美在日内瓦谈判的时候定下来的一个日子。到目前为止，经历了第二轮的伦敦会谈之后，我们仍然看到中美双方针对贸易和关税的谈判并没有提出一些非常具体的进展。或者说双方已经有明确的意向，有一个很具体的协议接下来会达成。所以我们觉得基于从18年到目前为止的中美双边谈判的这样的一个经验，在我们逐渐接近。比方说经过七月份到8月份的这个过程中，很有可能我们又会面临很多相对于中国的一些比较鹰派的一些言论或者是举措。这些举措往往在下一轮的有可能的贸易谈判中，会作为美方的谈判的筹码。但是在这些比较鹰派的，比较限制性的言论和措施出台的时候，即使他们只是暂时性的市场，相对来讲都会对他们进行一个负面的反应。那我们就现在要做的就是对这种出现的可能性要保持一个警惕的状态。另外一个事件，也就是说从七月份逐渐开始，七月中到整个八月份都是我们第二季度的季报期。我们认为二季度仍然对名胜中国指数会是一个符合预期的这样的一个结果。但是基于刚才我们讲的，进入七月份、八月份，甚至是到下半年，大家更多的是预期在贸易关税谈判。如果谈判期进一步延长，所有可能带来的一个对宏观经济的压力。所以二季度的这个业绩期本身结果如何呢？反而现在大家觉得不是那么重要。年初到现在，恒生指数以美元计价的话，已经涨了超过16个百分点。所以我们觉得这个第二季度的季报期也有可能成为投资人去进行一个take profit的一个机会，所以我们也关注。第三点就是接下来我们确实面临着几家这种最近股价上涨，上涨势头比较好的这样的一些消费公司，它的股票解禁期的到来。我们觉得结合刚才说的几点，其实对市场的情绪也会有造成一定的负面影响，我们也要给予予以警惕。最后一个事件更多的就是七月底的zzj会议。过去几年其实投资人往往会对七月底的zzj会议报以厚望，认为这是年终一个比较重要的政策的一个去重新调整。去重新去根据上半年的经济走势，去调整下半年的经济政策的一个节奏和幅度的一个重要的政策性时间点。但是今年因为刚才我们讲到了中美的目前的关税暂缓，其实一直到8月中旬才会到期。再加上上半年到目前为止，我们经济增长的势头都非常良好。所以我们反而认为下一个zf去重新调整经济政策的可能的时间点，会推迟到9月份。这是我们我们的经济学团队罗总带领的经济学团队亮出的观点。所以会出现一个政策的相对真空。也就是说七月份如果大家抱有希望的话，会产生一个失望的状态。而这样的一个政策逐渐的进行一个修复，或者说是一个重新调整，会延迟到今年的九月份、十月份才会去进行。所以这几个事件综合在一起，我们觉得接下来的一两个月，市场的波动性相对会比较起。但这并不意味着我们现在建议大家去降低对整个中国市场的敞口。因为我们觉得讲从6到12个月的维度来讲，我们觉得从去年年底我们到目前一直讲的中国的一些结构性的这样的一些股票市场的转机和改善。他们都是没有受到真正意义上的一个一个伤害的。包括我们说投资回报率的触底反弹，包括我们说前期大幅度的盈利预期的这样的一个向下调整，给中国带来了一个触底反弹的空间。然后包括我们讲整个营商环境的逐渐改善，还有中国最新一批的这种具有全球，冠军项的这样的一个企业的逐渐的诞生，以及走到国际舞台的中间。所有的这些

都没有发生变化。另外最新的美国大人民法案里面所包括的 899 条款，对全球投资人在美的在美国的财务投资，接下来所面临的税收的提升，也是笼罩着一些阴影。所以我们觉得从 6 到 12 个月的维度，我们还可以预期有进一步的国际资本重新配置到中国。所以目前我们不建议大家降低对中国的敞口，更多的是进行一些板块和风格上的调整。对这种非常高 beta 以及非常成长性过于剧烈的这样的股票，短期可能稍微的要降低一些敞口。然后更多的关注一些高质量的这种盈利的这种历史的轨迹比较比较坚挺的同时这种股息回报率相对比较稳健的，这种现金分红比较稳健的公司，我们觉得短期更多的去提升这样的敞口，应该是一个合理的安排。我今天的分享先到这里，把时间交还给林总。

仅供内部交流学习使用，禁止转发