

研报精选

2025年8月31日 第236期

宏观专栏

牛市成因之辩——国际货币体系变迁视角

报告认为，全球货币秩序重构可能是本轮牛市的核心驱动力。本次国际货币体系重构主要的变化方向是碎片化和多元化，促使全球资金流向再布局，新货币秩序下人民币资产相对受益。往前看，中国资产重估仍有空间，但持续性需要宏观政策发力配合。

不宜过度解读鲍威尔的“鸽”

报告认为，鲍威尔的言论并没有给出降息持续性与幅度的强指引，不宜过度解读鲍威尔“鸽”的程度。在就业与通胀风险并存，政策目标矛盾的情况下，更需要充分认识到美联储面临的挑战。

专题聚焦

长护市场失灵带来的宏观挑战与对策——基于信息不对称的视角

报告认为，当前我国长期护理市场存在市场失灵，即供给不足与低工资并存。买方垄断理论难以对此进行解释，而信息不对称理论能够有效解释长期护理市场中的市场失灵现象。

股市“三步曲”

报告认为，展望未来，技术进步或将继续提振有关板块，但从金融周期视角出发，降低有关部门的债务负担，改善其资产负债表可对股市带来更广泛的支撑。

宏观专栏

牛市成因之辩——国际货币体系变迁视角

上证指数突破近10年新高，如何看本轮牛市驱动力？2025年以来A股一改过去三年弱势，近期上证指数突破近10年新高，大部分宽基指数也已突破去年10月8日高点。但与此同时，国内基本面预期并未显著改善，也缺乏超预期的增量刺激政策，“经济稳”与“市场热”似乎出现了一定的背离。市场共识是这是一轮资金驱动的上涨，但问题在于市场表现与资金流动都是内生变量，既可以是资金流入推动市场大涨，也可以是市场大涨吸引资金流入。市场表现与资金流动其实互为因果，资金流入未必是牛市的根本原因。事实上，低利率、资产荒与居民储蓄高增长并非当前新现象，而是过去2年都处于这种状态，但牛市直到去年9月才启动，因此从时间维度看，资金流入也难以完全解释本轮牛市的底层驱动力。本篇报告将基于对市场的复盘，围绕本轮牛市的几个成因进行辨析，并找出牛市的根本驱动力，这对于未来判断行情的持续性，以及可能面临的风险，都有较为重要的意义。

一、年初以来的市场行情复盘：一波三折，全球股票牛市，中国表现偏强

年初以来的市场，美元出现罕见大跌，全球多数大类资产走强，新兴市场股市近5年首次跑赢发达市场，中国权益资产一改过去弱势，港股表现优异。具体到国内与全球资产的表现可以分为三个阶段：

1) 年初至3月底：叙事改变，中国资产重估。该阶段全球资产相比过去两年出现逆转，美元和美股下跌，中国股票逆袭，欧洲股市也大涨创新高，黄金继续领涨。该区间，港股恒生指数最大涨幅超过30%，A股涨幅相对温和，科技板块领涨。我们在3月发布的《[科技叙事、地缘重估与全球资本再布局](#)》中明确对中国资产转向乐观，总结背后是两大超预期的变化，一是DeepSeek的突破让市场重新认知中国的创新能力，二是特朗普上任后的举措令市场始料未及，“美国例外论”出现动摇。

2) 4月初：对等关税冲击，全球资产恐慌下跌。该阶段由于特朗普在解放日宣布的对等关税超预期，全球风险资产遭到冲击，美元反而意外贬值，美元

资产出现股债汇“三杀”。港股单日下跌13%创2000年以来最大跌幅，A股也跌幅较大，各类风格和行业普跌。我们在4月初发布的《[美国“对等关税”对中国资产影响](#)》中强调，叙事已经反转，A股市场估值吸引力较高，而且中国逆周期政策发挥“看跌期权”作用，坚定认为中国资产重估仍在进行时。

3) 4月中旬至今：关税预期好转，美元下行驱动全球股市走牛。该阶段中美关税博弈从升级到降级，特朗普政府在经济、政治和外交的举措继续动摇市场对美元体系的信心，美元持续下跌至96的关口。我们在6月发布的《[货币秩序重构下的资产变局](#)》指出全球货币秩序加速重构，本质是美元资产的安全性下降，人民币资产将继续获得重估。此后全球TACO交易（Trump Always Chickens Out）盛行，美股以及全球股票重新步入牛途，中国股票在全球表现中上。除关税预期修复以外，汇金公司发挥“类平准”作用，越来越多领域的“DeepSeek时刻”形成结构主线，以及弱美元都有影响。6月底以来，市场赚钱效应提升与资金流入形成正循环，A股领跑全球股市，高风险偏好的成长风格与行业占优。

从上述复盘来看，A股的上涨似乎与基本面预期关联不大，如果将年初以来A股表现进行拆解，上涨的贡献几乎都来自风险溢价下行。而资金流入和赚钱效应只是一个结果，更重要的是最初创造赚钱效应以及相信其可持续的底层因素，我们将逐一辨析何种因素是本轮牛市的核心驱动力。

二、本轮牛市的主要成因辨析

目前市场较为流行的牛市成因主要包括以下几类：

1) 国家队看跌期权说：汇金公司在二级市场买入ETF，托底效应提振市场风险偏好。汇金公司在二级市场买入ETF，的确对A股起到资金面支持作用，尤其在今年4月对等关税冲击的系统性风险之下，发挥稳定市场情绪的作用。但去年9月到今年初国家队购买有限，尤其是7月后市场加速上涨基本不依赖于国家队买入，这说明市场企稳本质在于投资者对国内市场环境的信心已发生积极转变。相反，2023年10月-2024年8月，汇金公司也多次买入指数ETF，累计估算规模超过7000亿元，但在悲观情绪笼罩之下仍然无法阻止下跌。因此，国家队看跌期权说推导不出市场必然上涨，并非牛市的主要成因。

2) 国内经济政策调整说：国内逆周期政策尤其是财政发力，叠加反内卷政策类似2015年的供给侧改革，能够化解当前低通胀问题。去年“924”以来的宏观政策转向是市场企稳回升的基础，市场重新相信政策对于经济形势的内生性，改变了悲观的预期。但是去年四季度以来，随着十万亿元化债方案推出，以及国内实际增长企稳，市场对于刺激政策的期待处于下降状态。例如百度指数对于“财政政策”的搜索，以及Google trend对“China stimulus”的搜索指数，都在去年四季度之后一路下降。而且从行业表现上，去年四季度以来与政策刺激相关的房地产板块大幅跑输市场指数，相关的白酒、家电等消费板块也涨幅相对落后，领涨行业基本都与经济周期弱相关，也就是市场并未持续交易政策刺激。7月以来市场对“反内卷”政策方向关注度较高，但是从后续一系列会议表述来看，本轮反内卷更多以市场化方式进行，而非行政性去产能，而且考虑到稳增长和保就业的目标，也不宜简单进行供给侧去产能。而且相比2015年同时开启棚改货币化，当前对于传统行业需求侧支持政策仍有差距。从商品价格来看，存在供需失衡问题的商品在7月初经历价格反弹后，多数商品已再度下跌。总结来看，自去年四季度以来，市场对于国内政策调整的预期和关注度在下降，目前解决低通胀问题的抓手并不明确，国内经济政策调整说存在自相矛盾的问题。

3) 低利率驱动说：随着定期存款利率多次下调，以及国债收益率降至低位，股票市场分母端受益且股债性价比较高。过去3年国内面临资产荒，3年期定期存款利率从2023年中的2.6%一路下调至当前1.25%，10年期国债收益率从2023年底2.7%快速下行至2025年初的1.6%左右。低利率理论上利好股票市场定价，但是从驱动力的角度存在明显缺陷，最直观的证据是今年以来十年期国债收益率相比年初上升了17bp，实际上对股市收益率拆解产生的是负贡献。而且当基本面预期走弱时，风险溢价上升幅度可能超过无风险利率下行，这就造成了去年“924”之前大部分时间是股熊债牛，以及去年11月至今年初国债收益率从2.1%降至1.6%的过程中，股市仍在下跌。只有当基本面预期稳住以后，利率下行才能对股票市场定价形成正的贡献。从股债收益率对比的角度，沪深300的股息率在2023年年中开始稳定地高于国债收益率，去年“924”之前股债收益率差一度扩大至150bp。说明股市回报率高于债市不是资金流入的理由，

只有当市场相信企业盈利和分红有保障时，这种股市相比债市的更高的收益率或性价比才有意义，当前收益率差已收敛至90bp左右。因此低利率驱动说只是本轮牛市的一个有利的理论条件，但忽略了预期的企稳与好转这个重要前提。

4) 居民存款搬家说：2022年以来居民新增存款超过60万亿元，在房价下跌预期和资产荒加剧的背景下，可能转向配置股票。该假说在近期有不少证据，可以作为6月底以来A股加速上涨并领涨全球的直接原因，例如：1) 7月金融数据显示M1同环比均相对较强，以及非银存款新增2.1万亿元，为历史次高，且环比远高于季节性；2) A股融资余额出现新一轮扩张，6月底以来增长超过3000亿元；3) 我们在《[A股资金面的五大变化与市场含义](#)》中编制资金成本曲线，6月以来市场指数开始站上所有短中长期成本曲线，显示投资者平均处于赚钱状态；4) 6月以来市场风格开始转向普涨，而不再是前期的银行+微盘组合，风险偏好明显上升。但是该假说的缺陷在于居民的超额储蓄和资产荒并非当前才发生，股票对房地产的替代作用在过去三年的讨论不绝于耳，本质还是在于牛市前半段的赚钱效应驱动了居民资金风险偏好提升。因此居民存款搬家说只是市场产生赚钱效应后的一个连锁反应，以存款搬家论作为本轮牛市的成因是本末倒置。

5) 美元贬值推动说：2025年初以来美元开启下跌周期，驱动A股和港股走牛。该假说无疑是今年以来A股和港股上涨的因素之一，年初美元见顶的时点与港股见底反弹的时间基本一致。尤其是对于港股而言，从货币计价的角度，港股本身可以视作以美元计价，而且港股上市公司大多来自中国大陆，以美元计算的EPS因人民币升值而有所提升。从资金流的角度，美元下跌也有利于待结汇资金部分回流，同样利好中国股票资产。但是从实际复盘情况来看，美元贬值和升值并不必然等同中国股市的涨跌，例如2023-2024年期间，美元曾经出现过两轮幅度超过6%的贬值，但期间中国股市出现较大的跌幅。反之历史上美元反弹也不代表中国股票下跌，7月以来美元出现一定的反弹，但港股仍然继续走强，A股反而加速上涨。历史上美元与中国股票的整体呈现负相关性，背后与国内基本面有很大的关联，因为近十年大的美元贬值阶段都对应中国经济增长预期明显走强或改善（2017年-2018年初，2020年3月-2021年初，以及2022年11月-2023年1月），人民币汇率也配合出现明显升值。但本轮周期国内

基本面仍面临挑战，人民币汇率升值幅度也非常有限，似乎与以往弱美元对应中国股票走强的背后逻辑不同。因此美元贬值推动说是市场上涨的重要支持因素，但缺乏国内基本面预期走强配合，难以完全解释市场如此大的上涨幅度。

6) 创新叙事反转说：2025年以来DeepSeek的出现改写了AI叙事，军工和创新药领域的进一步突破，进一步升级中国的创新叙事。叙事反转也是今年以来市场上涨的重要因素，我们在《[科技叙事、地缘重估与全球资本再布局](#)》中总结了成功叙事的四要素，关己性、重复性、叙事星座和自我强化。1月底DeepSeek改写AI叙事，并叠加《哪吒》的文化叙事，以及民企座谈会的企业家精神叙事，多重叙事共振引发中国科技资产重估。而5月“印巴空战”中所展示的中国军贸产品的竞争力，以及中国创新药企不断达成BD交易，标志中国创新药在技术和出海层面的重大突破，与此前的AI叙事共振形成叙事星座。而这些行业也是二级市场中的领涨行业，投资收益与创新叙事本身不断强化，形成更大范围的重估。可以说创新叙事反转说对于本轮上涨有较强的解释力，但是对于外资定价影响力更高、更偏重基本面的港股，出现如此巨大的涨幅，解释力也有所欠缺，此外也无法较好解释7月份以来A股快速上涨超过美股。

综合来看，前面四种假说普遍存在自相矛盾或本末倒置等逻辑问题，或者是仅能作为牛市的基础条件但不能作为驱动力，而最后两种假说的解释力相对较强。更深层次看，后两个假说结合，实际上反映全球货币秩序重构，可能对于本轮牛市有更为全面的解释力，也是上涨的核心驱动力。全球货币秩序重构带来的格局转换和资金流动的力量，或远大于一时、一国和一市场的基本面力量。

三、全球货币秩序重构与人民币资产牛市

国际货币秩序正在发生重构。我们在《[货币秩序重构下的资产变局](#)》的报告中指出，要从国际货币秩序加速重构的视角出发，来理解全球资产的异象。它并不意味着现行的美元体系要崩塌，本质是美元资产的安全性出了问题，美债不再是安全资产。这一点主要体现在美元资产之间的相关性转正，以及美元资产的波动性上升和流动性恶化，还包括以“便利收益”衡量的美元资产安全溢价缩水。

而美元资产安全性下降的根源不仅在于美国，也包括中国的韧性，具体来看：**1）美国国家资产负债表自身的结构性风险。**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比值高达88.3%，为有数据以来最高水平。冰冻三尺非一日之寒，这种债台高筑是过去长期财政贸易赤字扩张的结果。年初以来特朗普上任的一系列举措令市场始料未及，给经济运行和企业行为造成较大的不确定性，这种周期性损伤最终将使得资产负债表风险加大。**2）美国竞争对手变化，中国在贸易摩擦中展现较强韧性。**中国之所以在贸易摩擦中不落下风，根源在于基本面的韧性，这种韧性有三方面：一是制造业韧性，超大规模市场、大长全的产业链及人才红利等优势，使得中国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”，叠加中国制造积极在海外布局产能和开拓非美经济体需求，对非美经济体出口高增长稳住了整体出口。二是资产负债表的韧性，据IMF估算，2024年中国政府全口径杠杆率达到124%，但是中国政府债务有强大的资产支撑，最终体现为政府部门净资产/GDP水平较高。反映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。三是年初以来在AI、军工和创新药形成的叙事星座，并打破美国在部分领域的垄断，令全球重新认识中国的创新能力。尤其是结合中国市场大、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。**3）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，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”，美国相对其他经济体吸引力提升。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，2025年以来全球资金已出现重新回流日本和欧洲市场的迹象。**4）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在国际货币体系中的责任，对内方面，特朗普推出“大美丽法案”大幅增加美国赤字，并且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。综合来看，虽然我们认为美国不会放弃美元的储备货币地位，但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。

本次国际货币体系重构主要的变化方向是碎片化和多元化，促使全球资

金流向再布局。其中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（home bias）。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，随着全球货币体系加速多元化，对美元资产有大量敞口的资金也有降低美元敞口的可能。这种情况下，资金流动和格局转换的力量将占上风，导致旧有的资产定价和资产相关性规律不再适用。

新货币秩序下人民币资产相对受益。新货币秩序下，美元步入下行周期，美债作为安全资产不再“安全”，全球投资者对美债需求下降，利率中枢可能结构性上行，意味着美债利率对非美市场定价的“锚”作用下降，高利率对人民币资产的压制作用也可能减弱。如果以美债收益率计算股权风险溢价，目前A股和港股的风险溢价都在历史低位，但如果美债不再是定价锚，那么中国股票在定价方面的压力将大幅缓解，若以国债收益率计算股权风险溢价，当前A股和港股的估值仍然具备较强的吸引力。而且我们认为如果政策应对得当，人民币资产有望受益于全球货币体系加速碎片化、多元化的双重红利：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年二季度，中国大陆持有美股3390亿美元；多元化驱动全球资金再平衡，或有部分资金回流中国资本市场，港股作为离岸人民币资产有望直接受益。由于A股和港股的高相关性，港股价值重估也将对A股有较强的外溢效应。

全球货币秩序重构可能是本轮牛市的核心驱动力。从年初以来的资产脉络来看，全球货币秩序重构的逻辑始于特朗普上任前后的一系列超预期的举措，1月中旬美元开始见顶回落，美股下跌，此时基本对应中国股票反弹的起点，因此货币秩序重构从时间上与本轮牛市行情对应较好。在1月底DeepSeek的出现打破美国技术垄断后，该逻辑得到第一次强化，2-3月港股走出明显的牛市。4月特朗普宣布对等关税后，美元资产安全性问题开始得到更广泛的重视，美国频繁“股债汇三杀”，而中国在贸易摩擦中展现的韧性使得该逻辑得到二次强化，美元加速走弱，而中国股票在基本面预期重挫后迎来新一轮的上涨。不可否认美国政府强大的纠错机制，使得特朗普也进行了政策调整，美国与各国在关税谈判上取得有利的成果，该阶段美元有所反弹，美股再度创出新高。但

中国在贸易谈判的超预期，以及科技创新的超预期，让投资者重新认识中国的韧性，并继续强化全球货币秩序重构的逻辑。一般来讲国际市场环境变化对港股影响更大，但7-8月后港股上涨幅度低于A股，其实并非反映国际货币秩序重构的逻辑失效，而是反映A股由于个人投资者占比较高，反应滞后于港股，因此最近进行补涨。年初至今恒生指数仍然跑赢沪深指数超过20%，正是货币秩序重构对市场影响力的集中体现。

四、市场展望：中国资产重估仍有空间，但持续性需要宏观政策发力配合

全球货币秩序重构仍在演绎初期，中国资产中期重估仍有空间。站在当前上证指数临近10年新高的位置，判断行情是否结束的关键在于底层逻辑是否动摇，底层逻辑若未改变，即使回调也是买入机会。首先针对全球货币秩序的加速重构，结合我们前期的研究，该逻辑或仍在演绎初期。当前标普500的股权风险溢价重新回到0以下的水平，显示市场对于美国国家资产负债表的风险，对于地缘重估和美元体系动摇的趋势，市场对于美元资产安全性问题仍然认知不足甚至视而不见。这也体现在全球资金并未明显流出美股和流入中国股票资产。另一方面，中国创新能力的“叙事星座”仍在强化，中国研发投入占GDP的比重每年提升，已经由2010年的1.71%提升至2024年的2.68%；中国制造的超大规模市场、大长全产业链及人才红利等优势不断加强，成为全球货币秩序重构的重要助推力。而且目前中国股票市场在全球估值仍然较低，截至8月27日，沪深300的市盈率TTM为13.9倍，恒生指数市盈率TTM仅11.5倍，相比美股均存在40%以上的折价，也低于日本、欧洲等市场。从海外投资者的视角，国内股票市场至少远未到泡沫化阶段，资产重估的趋势仍有空间。

短期关注个人投资者的“动物精神”，谨防情绪过热。从资金流向来看，去年9月以来最突出的资金流特征是融资余额增长超过7000亿元，结合新增开户数明显增长，预示个人投资者贡献了市场主要的增量资金。居民存款高增长碰上“资产荒”已经是市场的共识，2022年是居民储蓄存款大幅增长的开始，即使是3年期定期存款利率，也已经由2022年初的2.75%降至当前的1.25%，巨大的落差预示着到期的居民资金对于中高回报资产有强烈的配置需求。一个证据是去年9月24日-26日的三天上涨后，直接扭转投资者的悲观预期，在10月8

日创出3.48万亿元的“天量”成交。针对当前，各大指数普遍突破去年10月高点，最全面的万得全A指数远高于短中长期资金平均成本，多重数据显示居民资金正在流入市场，但由于个人投资者的“动物精神”和“羊群效应”，资金入市过程往往并非线性增长，短期需要谨防资金集中流入，以及情绪过热导致波动性变大的风险。

全球货币秩序重构的驱动力不仅取决于美国，国内宏观政策发力也至关重要。虽然资金流和乐观叙事对股市的影响可能阶段性超过基本面，但股市短期是“投票器”，中期是“称重机”，估值修复和情绪驱动结束后，仍然需要基本面支持。而且即使是全球货币秩序重构的叙事，也不仅仅取决于美国，中国经济的韧性也是美元资产安全性下降，全球货币秩序重构的关键一环。当前市场的良好表现，虽然并非由未来经济和物价改善预期驱动，但也与去年“924”以来的财政扩张和信用扩张，切断负向螺旋的环境有关。7月的经济和信贷数据的走弱，反映当前生产和需求都有不同程度走弱，如果未能及时中断这种负向循环，基本面走弱仍可能再次对市场产生反噬，则本轮牛市的驱动力将被弱化。本轮经济周期的问题集中体现在低通胀，在《[打破负向螺旋：低通胀的破局之道](#)》，我们认为未来政策应在两个方向发力：**一是通过注资、扩表、贷款贴息、破产重组等方式，修复企业资产负债表，缓解应收账款压力，稳定信用扩张能力，改善企业投资预期和就业市场，从而带动居民部门资产与收入的同步修复。二是通过稳就业、提收入、强化社会保障、优化转移支付等手段，改善居民现金流量表，尤其是通过完善中国的社会保障体系，破除居民消费的后顾之忧。在财政、货币的合力支持下，提升企业盈利预期与居民消费意愿，打破“房价-收入预期”的负向螺旋，激发内生需求，推动价格水平企稳回升。**

以上观点来自：2025年8月27日中金公司研究部已发布的《牛市成因之辩——国际货币体系变迁视角》

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

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

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

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

宏观专栏

不宜过度解读鲍威尔的“鸽”

8月22日，美联储主席鲍威尔在Jackson Hole会议的讲话被市场视为货币转松的“鸽派”信号。但我们认为，鲍威尔的言论并没有给出降息持续性与幅度的强指引，而只是向市场阐明美联储政策的“反应函数”——即在就业风险大于通胀时，美联储倾向降低利率。然而，在显著更高的关税税率与收紧的移民政策之下，就业与通胀风险并存，如果通胀风险超越就业，鲍威尔仍可以使用同样的“反应函数”叫停降息。由此，市场不宜将鲍威尔的讲话视为一系列宽松的起点，而是应认识到就业和通胀目标矛盾时，货币政策面临的挑战。若关税和移民政策进一步推升“类滞胀”压力，使美联储进退两难，届时也不会出现真正意义上的货币宽松。市场风险偏好或将下降，波动亦将随之加剧。

鲍威尔在Jackson Hole会议的讲话中表示，“由于政策处于限制性区域，经济前景和风险平衡的转变可能意味着美联储需要调整货币政策”（Nonetheless, with policy in restrictive territory, the baseline outlook and the shifting balance of risks may warrant adjusting our policy stance）¹。这句话被市场解读视为“鸽派”。讲话过后，利率期货市场9月降息概率的定价从75%上升至89%²。

但我们认为，不宜过度解读鲍威尔“鸽”的程度。首先，鲍威尔的言论并非提前宣告降息，也没有给出降息幅度与持续性的强指引，而只是向市场阐明美联储政策的“反应函数”。鲍威尔在演讲开篇即强调，风险平衡似乎正在发生变化（the balance of risks appears to be shifting），暗示就业下行风险正在超越通胀上行风险。他随后表示，在关税与移民政策双重作用下，劳动力供给与需求同步放缓，这使得就业面临的下行风险上升（downside risks to employment are rising）³。与此同时，关税对物价的影响已清晰可见，但一个合理的基准情景是，这些影响将是短暂的，物价上涨将是一次性（a one-time shift in the price

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20250822a.htm>

² <https://www.foxbusiness.com/economy/fed-chair-jerome-powell-signals-job-market-inflation-outlook-could-allow-interest-rate-cut>

³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20250822a.htm>

level)。因此，在权衡了两方面风险后，鲍威尔认为调整政策立场将是合适的。

鲍威尔的意思是，在就业风险大于通胀时，美联储将倾向降息。但如果通胀风险超越就业，那么美联储仍可以使用同样的“反应函数”叫停降息。我们认为后一种情况并非不可能：当前美国面临显著更高的关税和收紧的移民政策，这两类政策均有抑制供给和推高价格的效果，只不过目前的影响还较为温和。如果后续通胀率的上升使其进一步偏离美联储2%的通胀目标，那么暂停降息将是更加合适的选择。

事实上，美联储在此次Jackson Hole会议上也公布了2025年修订后的货币政策框架。新框架抛弃了此前“平均通胀目标制”对于“更高通胀、更多就业”的单向拥抱，而是更强调平衡对称的风险，即关注现实情况与政策目标的偏离程度（deviation），以及该偏离度预计持续的时间。偏离情况越严重、预计潜在持续影响更久，则会引起美联储更强烈的应对措施。基于这个框架，5、6月份非农就业人数被大幅下修，使得就业目标成为一个显著“偏离点”，因此需要考虑降低利率。然而，如果后续通胀目标也出现偏离，那么美联储将不得不重新考虑两者孰轻孰重，对降息的态度也可能发生改变。

其次，与2024年Jackson Hole会议相比，鲍威尔此次“鸽派”指引明显信心不足。鲍威尔在2024年8月的讲话中指出，就业面临的下行风险有所增加，尽管失业率的上升反映的是劳动力供给的显著增加以及招聘速度的放缓。与此同时，通胀风险已有所缓解，他对于通胀回归2%目标的信心有所增强。因此他认为，政策调整的时机已经到来，调整的方向已经明确（The time has come for policy to adjust. The direction of travel is clear）。在我们看来，这些表述反映出鲍威尔对于即将到来的9月降息态度坚决、主动，且充满自信。

反观这一次，鲍威尔在强调就业下行风险的同时，也坦言关税对物价的影响已清晰可见。他进一步指出，通胀风险偏上行，而就业风险偏下行——这是一种充满挑战的局面（risks to inflation are tilted to the upside, and risks to employment to the downside—a challenging situation）。这一表述与我们关于美国面临“类滞胀”风险的判断一致（参考报告《[美国经济面临“类滞胀”](#)》）。

很显然，鲍威尔对于通胀回归2%已经没有了一年前的信心。基本面上来看，美联储缺乏去年9月一样强有力的持续降息理由，因此，这一次鲍威尔对于货币宽松的态度明显更加勉强，措辞更为谨慎，透露出其信心不足。

第三，鲍威尔强调经济面临结构性冲击，货币政策并无良方，暗示降息并非对症下药。鲍威尔明确表示，今年美国经济面临新的挑战，显著更高的关税正在重塑全球贸易体系，更严格的移民政策导致劳动力增长放缓。鲍威尔接着说，虽然货币政策可以稳定周期波动，但对于结构性冲击，大都束手无策。这与我们的观点有一定的相似性，即降息并不能缓解“类滞胀”（参考报告《[美联储为何不能大幅降息？](#)》）。1-2次的降息或难以令经济需求出现实质性改善，反而可能加快企业转嫁成本的速度，推升消费者价格，使居民实际购买力受到侵蚀。届时，经济或陷入降息导致滞胀（cutting into stagflation）的困境，而这也将成为真正的危害。

综上所述，我们认为不宜过度往过于“鸽”的方面解读鲍威尔的言论，其鸽派发言更多是对于近期非农数据下修的“条件式回应”，并不能构成对于年内降息次数和幅度的有效保障。即便美联储于9月降息25个基点，也不代表这将是一系列货币宽松的起点。相反，在就业与通胀风险并存，政策目标矛盾的情况下，更需要充分认识到美联储面临的挑战。如果经济“类滞胀”导致决策者首尾难顾，市场波动也将进一步加剧。

以上观点来自：2025年8月25日中金公司研究部已发布的《不宜过度解读鲍威尔的“鸽”》

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

长护市场失灵带来的宏观挑战与对策——基于信息不对称的视角

中国将面临人口快速老龄化、高龄化的长期挑战。老年人口特别是高龄老人的规模增加，会带来失能、半失能人口数量上升，相应的长期护理需求也将大幅增加，这将改变家庭内部的资金和劳动力分配，进而影响经济增长。

当前，我国的长期护理服务市场发展不充分。一方面养老护理员长期存在供给短缺，部分失能老人未得到照护；另一方面养老护理员的工资待遇低、工作环境差。本文在传统解释之外提供了新的解释。我们的分析表明，信息不对称严重抑制了需方的支付意愿，导致较低的均衡的工资水平和供给水平。长护服务中不仅存在着事前和事后的信息不对称，也存在着严重的委托代理问题。

如何应对长护服务市场面临的发展困难？借鉴发达国家经验，政府首先可以发挥长期护理保险信息搜集和处理的规模优势，建立质量公开机制，减轻信息不对称；其次，可以利用长期护理保险的支付杠杆引导护理机构提高薪酬，并综合其他优惠政策减轻机构经营压力；第三，可以完善长期护理服务的教育培训体系，提高市场化照护的专业水平，拓宽护理人员的职业路径；第四，可以拓展长护险覆盖的广度和深度，加强护理人员队伍、法律法规方面的建设。

► 人口老龄化和高龄化所带来的长期护理需求增加，将对宏观经济带来深远影响。首先，长期护理需求增加可能带来家庭的整体消费水平下降，预防性储蓄增加；其次，长期护理需求增加可能扭曲家庭内部的劳动力决策，导致子代的劳动力市场供给降低和人力资本损失，影响劳动资源配置效率；第三，长期护理需求增加可能降低医疗资源和财政资金的配置和使用效率。

► 历史上的三次生育高峰，使得中国将在2040年前后进入人口高龄化加速阶段。受城市化带来的人口迁移等因素影响，农村地区面临更加快速的老龄化、高龄化趋势以及长期护理需求增加。

► 长期护理服务主要由家庭照护和市场化照护组成。目前，我国的长期护理服务市场（市场化照护）发展不充分：一方面养老护理员长期处于供给短

缺状态，部分失能老人未得到有效照护；另一方面养老护理员的平均工资水平和薪酬待遇较低，即便扣除其学历、地区、工作经验等因素后，这种现象依然存在。同时，长期护理服务人员面临的身体和精神健康风险较高。

► 从市场失灵的角度，买方垄断理论难以解释长期护理服务市场发展不充分。买方垄断主要来源于雇主数量较少或求职者存在信息摩擦等因素。但实践中，长期护理服务机构数量较多，其面临的供给曲线接近完全弹性，且护理员的离职率、流转率较高，这些均与买方垄断理论不一致。

► 信息不对称理论能够从市场失灵角度有效解释长期护理服务市场发展不充分。长期护理服务市场存在着严重的信息不对称，包括：（1）在事前，雇佣者难以分辨护理员质量；（2）在事后，服务消费者难以识别真实质量；（3）由于支付和消费的角色分离而产生的委托代理结构带来信息不完全等。同时，长期护理服务市场缺乏公开机制传递质量信息。由信息不对称产生的柠檬市场导致需方的支付意愿被严重削弱，从而导致均衡的市场工资水平和雇佣数量较低。此外，由于家政服务员能够部分替代养老护理员的作用，导致护理服务的工资上限较低。工资水平较低不仅在短期内造成供给短缺，同时也在长期阻碍了行业的健康发展。有效需求不足是解释长护服务市场发展不充分的另一个视角，但OECD国家的实践经验发现其很难解释“低工资”现象。

► OECD国家发展长期护理服务市场的经验能给我们很多启示。首先，政府可以利用长期护理保险信息搜集和处理的规模效应，建立服务质量信息公开机制；其次，政府可利用长期护理保险的支付杠杆提升护理员的薪酬待遇；第三，政府可完善并丰富长期护理的教育和培训体系，积极开展公众活动增加社会认知；第四，政府可拓展长护险的覆盖广度和深度，加强护理人员、法律法规等非硬件基础设施建设。

以上观点来自：2025年7月21日中金研究院已发布的《长护市场失灵带来的宏观挑战与对策——基于信息不对称的视角》

刘泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080524020003

赵扬 分析员 SAC 执证编号：S0080521080006 SFC CE Ref: AZX409

徐恩多 分析员 SAC 执证编号：S0080523030010

专题聚焦

股市“三步曲”

近期股市继续改善，我们曾在《[宏观眼中的“水牛”](#)》报告中指出，过去几年中国金融周期见顶转向，经济下行压力加大，但经济结构改善。突破传统经济周期的视角，从金融周期视角能更好地理解经济下行压力尚存的情况下股市向好的逻辑。本报告基于海外经验，进一步分析经济周期和金融周期调整后期，股市逆转的驱动力和节奏有何差异。

从美国经验来看，金融周期调整与经济周期调整后股市反弹的不同之处可能体现在三个方面。一方面，金融周期调整后，ROE改善之前有一个再配置过程带来的股市修复，即政府帮助私人资产负债表修复带来的再配置效应。经济周期调整后这个过程不显著，因为经济周期调整对资产负债表的影响相对较小，经济周期调整后股市改善与经济改善大致同步。另一方面，金融周期调整后的再配置中，投资人配股不配楼，而经济周期调整后投资人既配楼也配股，甚至配楼多于配股。再者，从宏观政策来看，金融周期调整更需要财政发力，而经济周期调整中货币政策效果较金融周期调整阶段显著，对财政的依赖相对较小。股市持续复苏不是一直依靠再配置效应，还需经济复苏，也就是ROE的改善，这方面财政的作用尤为明显。

以美国为例，我们可以将其金融周期调整后股市从下行到复苏分为三步，不妨称之为“三步曲”。第一步是楼市调整，私人资产负债表恶化，安全资产占比上升。第二步是政策发力，政府稳增长并帮助私人改善资产负债表，风险资产预期收益相对于安全资产的吸引力上升，投资人增配风险资产动机上升，但配股不配楼，股市上升。第三步是政策带动内生动能改善，经济复苏，股市由再配置效应驱动到盈利驱动。财政发力的一个挑战是在提振短期增长、改善市场与长期可持续性和避免道德风险之间取得平衡。

多个因素支撑本轮中国股市的反弹。科技进步提速，市场对中国经济中长期前景的过度谨慎预期得到较好修正。政府对经济、楼市、股市关注度明显提升，市场倾向于认为下行风险有限。支持股市反弹的另一个非常重要的因素是

安全资产配置的性价比下降，而且金融周期下行时期，投资人不急于配债而选择配股也支撑了股市。展望未来，我们认为技术进步或将继续提振有关板块，但从金融周期视角出发，降低有关部门的债务负担，改善其资产负债表可对股市带来更广泛的支撑。具体而言，降低广义政府和居民的债务负担意义重大，货币和财政加大协同在这方面可以发挥更大作用，也有利于促进市场从再配置效应往盈利驱动过渡。



以上观点来自：2025年8月25日中金公司研究部已发布的《牛市“三步曲”》

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

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.8.25 中国宏观专题报告：牛市“三步曲”
- 2025.8.25 海外宏观简评：不宜过度解读鲍威尔的“鸽”
- 2025.8.27 中国宏观热点速评：成本下降，利润改善——2025年7月工业企业利润点评
- 2025.8.28 宏观探市：若特朗普政府掌控美联储，潜在顺序及影响？

策略及大宗商品

- 2025.8.25 黑色金属：聚焦：“反内卷”行情遇堵，黑色系上下求索
- 2025.8.26 大类资产配置月报（2025-08）：中美流动性共振的窗口期
- 2025.8.26 港股策略专题：指数的“上限”在哪？
- 2025.8.28 主题策略：牛市成因之辩——国际货币体系变迁视角
- 2025.8.30 中报业绩总结：业绩稳健，结构亮点突出

固定收益

- 2025.8.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.8.25 信用债收益率跟踪周报：债市波动加大，信用利差走扩
- 2025.8.25 简评：利率债供给放缓，配置盘积极加仓，境外机构大幅减持——2025年7月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.8.26 资产证券化分析周报：房贷不良ABS动态：兑付、估值与回收
- 2025.8.27 简评：胜蓝转02转债投资价值分析
- 2025.8.27 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.8.28 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.8.29 固收+：关注风格轮动的纪律性

行业

- 2025.8.25 电力电气设备：电新双周报：新能源车需求环比回升；关注AI电源出海
- 2025.8.25 电力电气设备：AI“探电”（九）：SOFC—AIDC供电新解法
- 2025.8.25 REITs：REITs新股系列研究（7）：华夏凯德商业资产REIT
- 2025.8.25 REITs：本轮REITs下跌的几个观察
- 2025.8.25 房地产：京沪楼市新政下再看地产股投资机会

- 2025.8.26 主题研究：光伏周谈 | 多部门再次召开光伏产业座谈会，上游涨价有望传导(25年第34周)
- 2025.8.26 不动产与空间服务：周评#453：8月前三周住房销售同比跌幅略收窄
- 2025.8.26 半导体：低空科技系列农业篇：田野上的无人机
- 2025.8.27 科技硬件：AI进化论（15）：服务器电源，下一个千亿级市场
- 2025.8.27 传媒互联网：OTA和网约车月报：暑期旅游行业表现平平
- 2025.8.28 金融：从财富管理角度看资金风险偏好
- 2025.8.28 科技硬件：AI进化论（16）：OCS，AI新型网络架构下的创新光学底座
- 2025.8.29 日常消费：走进非洲“热土”消费市场，赴约勇敢者游戏



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