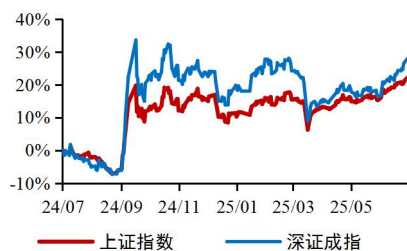


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 22 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【宏观策略】海外市场周观察（20250714~20250720）

【宏观策略】美元信用锚的百年变迁：从金本位到债务帝国的黄昏-外汇市场研究系列专题（一）

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,559.79	0.72
深证成指	11,007.49	0.86
沪深 300	4,085.61	0.67
中小板指	6,841.72	0.79
创业板指	2,296.88	0.87
科创 50	1,007.89	0.04

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】海外市场周观察（20250714~20250720）

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

➤ 美国：6月CPI数据开始反应出关税影响

➤ （1）央行动态

- 6月CPI数据开始显现关税影响，但整体表现相对温和，市场对于美联储的政策路径预期基本保持不变，截至7月21日，根据CME FedWatch工具，市场预计美联储7月、10月将维持利率水平不变，9月、12月各降息25bp，与7月15日基本保持一致。

➤ （2）重点数据

➤ 1) 宏观数据

- 7月12日当周初请失业金人数延续回落至22.1万人，连续5周下行。6月CPI数据开始反应出关税的影响，CPI同比环比、核心CPI同比环比均较前值明显反弹。其中，CPI同比增2.67%（前值2.38%），环比增0.29%（前值0.08%），核心同比增2.91%（前值2.77%），环比增0.23%（前值0.13%）。核心商品与服务同比环比均反弹，从主要分项表现看，房租价格同比延续下行，反弹力量主要来自二手车以及进口依赖度较高的产品（如家具和床上用品、家电、日用纺织品等）。

➤ 2) 市场表现

- 7月18日当周，美股三大股指涨跌不一，道指微跌0.07%，纳斯达克指数周涨1.51%，标普500周涨0.59%，大型科技股表现依旧强势，万得美国科技七巨头指数周涨1.69%。美元指数延续上行，周涨0.60%，黄金现货、布油均收跌，伦敦金现周跌0.15%，布油周跌1.98%，10Y美债收益率进一步上行至4.44%。

➤ 周观点：关税进一步加码的空间有限，对美国通胀的影响有限

- 自4月3日特朗普公布新的关税政策以来，市场对于“新的关税税率将再度推升美国通胀”已有预期，6月CPI数据虽呈现出同比环比均反弹的状态，但对于市场资产价格与货币政策预期的影响有限，主要是“推升价格”预期验证，并未释放出更多的信息。我们认为，往后看进一步加码关税的概率十分有限，美国经济基本面不足以消化关税加码带来的负面冲击，而特朗普政府对于短期内出现经济衰退的接受度也不高。与此同时，我们从CPI分项数据中也看到，主要受国内因素驱动房租等关键分项表现相对弱势，由此，关税对美国通胀的影响大概率将在三季度呈现出“利空出尽”的表现。

- 风险提示
- 海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

【宏观策略】美元信用锚的百年变迁：从金本位到债务帝国的黄昏-外汇市场研究系列专题（一）

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

- 美元信用锚的阶段演变
- 金本位的黄昏（1913-1944）：美元依托黄金崛起。美国在一战、二战期间大量吸纳黄金，利用其垄断性的黄金储备（1945 年占比达 62%）建立刚性信任，并基于经济实力的扩张使国家信用逐步替代纯粹的黄金信用。
- 布雷顿森林体系的悖论（1944-1973）：黄金-美元双锚崩溃。1944 年建立的布雷顿森林体系中，特里芬难题导致黄金储备无法匹配美元扩张需求。最终，美国通胀飙升与黄金挤兑危机推动信任崩塌，尼克松于 1971 年关闭黄金窗口，彻底终结了可兑换承诺，美元信用锚的核心根基瓦解。
- 石油美元体系的缺陷（1973-2008）：信用重构与早期裂痕。1974 年开始建立起的石油美元体系形成了“石油-美元-美债”的信用闭环，美元信用锚从实物黄金转向了由石油贸易担保、美国国家信用背书的纯信用生态。但该体系下的美元潮汐效应先后引发了拉美债务危机与亚洲金融风暴，次贷危机更是彻底冲击了美元信用的核心支柱：美债。
- 债务货币化的陷阱（2008 年至今）：去美元化加速。多轮 QE 催生了自我强化的债务黑洞，引发了对美国财政与货币纪律的担忧，进而侵蚀了美元的长期价值与美国的偿债能力。美元信用锚松动使去美元化进程加速，全球对美元的态度更多转向“防御性依赖”，美元霸权进入渐进式解构阶段。
- 美元的未来
- 美元短期（1 年内）将以弱势震荡为主，美元信用变化是中长期过程，短期下行压力主要来自美联储的降息预期（市场或许低估了降息节奏），地缘冲突与政策不确定性可能会带来阶段性反弹。中期（1-3 年）结构性贬值趋势明确，主要源于货币政策分化、财政不可持续性质疑以及多元化配置趋势带来的抛压。长期（3 年以上）美元占比将回归与经济实力相匹配的水平，技术驱动的美元稳定币可能会提高流通效率，但无法逆转多极化趋势。
- 资产配置建议
- 新兴市场股市与债券吸引力显著上升。外资增配有望带动新兴市场股票上涨，尤以内需导向性股票为配置核心。而债券将更加直接受益于美元资产再平衡，但需动态评估各国财政可持续性。
- 黄金的配置价值依旧突出，中长期看涨黄金，逢回调增持。黄金价格主要受三重逻辑支撑：弱美元计

价效应、储备多元化趋势中的央行购金需求刚性、货币格局重塑过程中的地缘风险溢价。

➤ 风险提示：海外流动性超预期恶化，全球 AI 技术超预期发展。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明:

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A 股以沪深 300 指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级:因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)。

评级体系:

——公司评级

- 买入: 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上;
- 增持: 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间;
- 中性: 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间;
- 减持: 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间;
- 卖出: 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市: 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上;
- 同步大市: 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间;
- 落后大市: 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A: 预计波动率小于等于相对基准指数;
- B: 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

