

研报精选

2025年7月20日 第230期

宏观专栏

内需回落，政策仍需加力——6月经济数据点评

报告认为，我国二季度GDP增速小幅回落，平减指数降幅扩大。6月单月来看，工业增加值主要受出口改善带动，网络促销前移叠加监管政策扰动，社零增长放缓。总体来看，6月数据显示内需回落较多，政策仍需进一步加力，关注7月政治局会议定调。

“反内卷”的宏观含义

报告认为，“内卷式”竞争反映的是一种同质化和无序化竞争，其根源主要是宏观上的供过于求和微观上的“市场失灵”。“反内卷”有助于改善供求关系，推动物价回升，并促进可持续创新。

专题聚焦

美元霸权的“双锚”

报告认为，美元的国际货币地位依托于独特的“双锚”体系，即国家信用的“法理之锚”和金融市场的“功能之锚”。当今美元霸权的内生矛盾日益显现，为人民币国际化创造了战略窗口。

如果美联储关键官员提前离职，如何交易？

报告认为，如果美联储主席提前离职，给定其他条件不变，利空美元，利好黄金，美债短端牛陡、中长端熊陡直至美联储重启扩表压制长端利率；流动性周期有望提前重启，中短期可能利好股市估值。

宏观专栏

内需回落，政策仍需加力——6月经济数据点评

二季度GDP增速小幅回落，平减指数降幅扩大。6月单月来看，出口带动工业，但内需回落较多。网络促销前移叠加监管政策扰动，社零增长放缓。建筑安装工程投资增速回落带动固定资产投资增速回落，三大项投资增速皆回落。总体来看，6月数据显示内需回落较多，政策仍需进一步加力，关注7月政治局会议定调。

二季度GDP增速小幅回落，平减指数降幅扩大。2025年二季度GDP同比5.2%，较一季度回落0.2个百分点，季调环比1.1%，较一季度的1.2%有所放缓。从生产法来看，第一、二、三产业同比增速分别为3.8%、4.8%、5.7%（一季度分别为3.5%、5.9%、5.3%）。其中第二产业回落幅度（1.1个百分点）高于规模以上工业增加值（0.3个百分点），或显示了建筑业拖累较大。从支出法来看，二季度最终消费支出、资本形成和净出口对经济的贡献率分别为52.3%、24.7%、23%（一季度分别为51.7%、8.7%、39.5%）。价格方面，二季度平减指数同比-1.3%，降幅较一季度的-0.8%进一步扩大，已经连续九个季度为负，显示有效需求仍显不足。

6月单月来看，出口带动工业，但内需回落较多。6月工业增加值同比6.8%（5月为5.8%），设备制造业、纺织、化工等行业增速较5月改善较多。我们认为，虽然6月工业增加值改善有季末上冲因素，但主要或仍是受出口改善带动。与前期公布的海关出口数据一致，关税缓和效果在6月显现，工业企业出口交货值同比4.0%（5月为0.6%）。虽然6月出口改善，但是内需层面的消费和投资数据较5月回落较多。

网络促销前移叠加监管政策扰动，社零增长放缓。6月，社零总额同比增长4.8%，增速较5月放缓1.6个百分点。今年6·18网络促销活动前移至5月中旬开启，在拉动5月社零的同时，对6月社零形成一定程度的透支。监管政策的加强，影响了饮食相关消费，例如餐饮消费同比增速回落5个百分点到0.9%，拖

累社零增速约0.5个百分点；饮料、烟酒类零售额同比增速分别为-4.4%和-0.7%，也放缓明显。在财政资金约束下，6月以来部分地方以旧换新政策边际退坡，以旧换新品类增速有所回落。

建筑安装工程投资增速回落带动固定资产投资增速回落。1-6月固定资产投资同比+2.8%（1-5月为+3.7%）。固定资产投资增速回落有一定价格因素贡献，统计局¹表示：“今年以来，生产资料价格，尤其是建筑材料价格下降幅度较大，扣除相关物价影响，固定资产投资实际增速5.3%，这个增速跟去年同期比，回落0.3个百分点，但比去年全年实际增速提升了0.5个百分点。”结构来看，设备更新改造政策仍然支撑，1-6月设备工器具投资同比17.3%，持平1-5月，但是建筑安装工程投资同比0.1%，较1-5月回落1.1个百分点。分行业来看，制造业、基建、房地产投资增速皆有所下降。

制造业投资增速回落更多受基本面因素压制，政策层面因素或非主因。1-6月制造业投资累计同比+7.5%（1-5月为+8.5%），增速有所回落。我们认为政策层面因素或非制造业投资回落的主因，一方面，整体固定资产投资中设备工器具投资增速持平于1-5月，显示大规模设备更新改造政策仍在持续发力；另一方面，政策层面“反内卷”更多从7月起开始执行，对于6月制造业投资影响或有限。因此，我们认为制造业投资增速回落更多受基本面因素压制。一是虽然关税有所缓和，但是仍然存在一定不确定性，对制造业投资或有所压制；二是工业企业利润、产能利用状况仍然偏低，也部分压制了制造业企业的投资需求。分行业来看，1-6月有色金属、医药、电子投资增速较1-5月回落5.2、3.9、2.4个百分点，回落幅度排名靠前；而交运设备、电气机械、农副食品投资增速较1-5月上升1.2、0.8、0.7个百分点，上升幅度排名靠前。

1-6月广义基建投资同比回落至8.9%（1-5月为10.4%），回落幅度略超我们预期。分项上，1-6月公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比增长22.8%、5.6%和3.5%，6月单月仅交运行业投资提速。受光伏分布式装机和新能源电价市场化改革政策影响，分布式光伏在今年前5月迎来抢装行情，6月装机

¹ <http://www.scio.gov.cn/live/2025/36729/index.html>

动能自然回落，我们预计下半年公用事业投资增速或继续放缓。传统基建方面，交运投资提速与沥青表观需求量改善相互印证，不过整体政府投资项目尤其是偏公益类项目储备进度或仍偏慢，新增专项债部分被化债、偿还企业欠款、土地收储等分流，拖累水利环保市政等行业投资。不过6月底新增专项债发行有所提速，同时若新型政策性金融工具能在三季度落地以支持基建资本金筹资，传统基建投资增速或有所回升。

房地产销售增速放缓，投资依旧承压。销售在前期脉冲后进一步回落，6月新建商品房销售面积和金额同比降幅进一步走扩至5.5%和10.8%（5月为-3.3%和-6.0%），80城二手房成交量指数同比增幅收窄至3%（5月为26%）。70城新房价格环比跌幅走阔至-0.3%（5月为-0.2%），中金同质二手房价格指数环比和同比走扩至-1.5%和-9.8%（5月为-1.4%和-9.5%）。拿地延续总量稳、均价升、溢价弱，体现谨慎情绪。6月300城土地市场成交面积同比由上月的0%稍增至2%，拿地继续向头部城市集中，成交楼面均价同比由35%回升至40%，而溢价率有所回落。销售回款走弱拖累到位资金，6月房企到位资金同比下降9.7%（5月为-10.1%），定金及预收款同比下降16.7%（5月为-12.8%），个人按揭贷款同比下降22.9%（5月为-8.5%），是主要拖累因素。开发投资依然承压。受一季度集中拿地和半年末集中交付影响，6月全国新开工、竣工面积同比降幅从5月的-19.3%和-19.5%大幅收窄至-9.4%和-1.7%，带动施工面积降幅从-9.2%略微收窄至-9.1%，但受价格影响，房地产开发投资完成额当月同比较5月的-12.0%进一步走阔至-12.9%，累计同比从1-5月的-10.7%下滑至-11.2%。

以上观点来自：2025年7月15日中金公司研究部已发布的《内需回落，政策仍需加力——6月经济数据点评》

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

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

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

宏观专栏

“反内卷”的宏观含义

7月1日，中央财经委员会第六次会议把“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”²作为推进全国统一大市场建设六大工作方向之一。《人民日报》和《求是》杂志密集发文指出“内卷式”竞争已成为当前经济发展中面临的一个突出问题。光伏玻璃、水泥、建筑、汽车、钢铁等多行业出台减产限产措施和承诺缩短账期，综合整治“内卷式”竞争正在进行时，引发市场关注。

如何理解“内卷式”竞争？“内卷式”竞争反映的是一种同质化和无序化竞争，其经济结果是在资源有限的情况下，企业竞相进行过度的投入却可能未提升产出效率，而造成整体上资源配置的扭曲。横向来看，“内卷式”竞争多体现为同行业企业在进入阶段的潮涌、扩张阶段的过度投入、销售环节的价格战；纵向来看，在供应链生态上，部分企业利用市场的优势地位，把竞争压力转嫁给上游供应商或下游商户，破坏了市场竞争秩序和行业生态。

为何会出现“内卷式”竞争？其根源主要是宏观上的供过于求和微观上的“市场失灵”。从宏观层面看，供需失衡是导致“内卷式”竞争的主要原因，并会产生负向循环。从微观机制看，“市场失灵”包括“协调失灵”（比如热门行业盲目投资和重复建设等）和市场结构性权力失衡（如链主或平台企业挤压上下游企业，导致市场竞争运行不畅），也可能表现为地方政府产业政策同质化、地方保护和市场分割等，影响市场正常竞争和出清机制。

反“内卷式”想要达到什么目的？一是助力物价合理回升。当前经济量价分化的特征明显，“反内卷”有助于改善供求关系，推动物价回升。二是促进可持续创新。竞争程度与创新绩效呈现“倒U型”关系，适度竞争激励企业通过创新以享受增量利润，实现“逃离竞争”效应；但过度竞争导致企业利润微薄甚至亏损，抑制其创新能力，即“熊彼特竞争”效应，也正是“内卷式”竞

² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202507/content_7030285.htm

争刻画阶段。“反内卷”能够引导企业良性竞争，从价格竞争转为价值竞争，促进创新、提升品质。从产业转型升级视角看，“反内卷”有助于帮助跨越“中等技术陷阱”，推动实现高质量发展。

如何有效整治“内卷式”竞争？本轮“反内卷”与2016年去产能相比，本轮目的还有促创新，根源上需求不足更为突出，需求侧不搞老经济、而是提消费，对象上涉及行业更广，企业性质上大企业较多，市场化程度高、还有部分高技术企业，本次针对企业层面的治理或将更加市场化、法治化，目前多采取执法约谈、行业监管、督促自律等方式。

“反内卷”可能会使哪些行业受益？利用上市公司的行业数据，我们从供给能力（资本开支和存货增速）、竞争策略（销售费用和研发投入）、账期管理（资产负债率和应付账款情况）和收入利润（营收增速和净利率）四个方面对行业存在“内卷式”竞争的可能性进行评估。我们发现，煤炭、钢铁、建筑建材、化工、“新三样”、小家电、家居、造纸等行业或存在着“内卷式”竞争，可持续关注其“反内卷”政策执行的力度及效果。

以上观点来自：2025年7月16日中金公司研究部已发布的《“反内卷”的宏观含义》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

潘治东 联系人 SAC 执证编号：S0080124080025

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

专题聚焦

美元霸权的“双锚”——从国家信用的“法理之锚”到全球市场的“功能之锚”

货币锚是货币价值稳定的基础。在贵金属时代，货币如金、银本身具有内在价值，能够自我锚定，其购买力由稀缺性和实际用途支撑。然而，进入信用货币时代后，需要依赖外部锚定机制维持信任。本文认为，美元的国际货币地位依托于独特的“双锚”体系。首先是任何主权信用货币都赖以存在的“法理之锚”，即以美国主权信用和制度体系为保障的法定货币属性。更为关键的是美元独有的“功能之锚”——一个能提供全球公共品的广阔、深厚且高效的金融市场。从一战后美元初登国际舞台，到布雷顿森林体系崩溃后美元与黄金脱钩，再到2008年全球金融危机和2020年新冠疫情后美元地位不降反升，历史一再昭示，美元凭借其独特的“功能之锚”，屡次转危为机，不断巩固甚至强化其世界中心货币地位。

但历史的钟摆正在转向，当今世界正经历百年未有之大变局，美元霸权的内生矛盾日益显现，为人民币国际化创造了战略窗口。历史经验揭示两条核心规律：首先，货币国际化的本质是构建一个体系健全、兼具广度和深度的金融市场。其次，成功的货币国际化既需要战略设计，也要把握时势。站在新一轮全球货币秩序重构的起点，人民币正处于重要的战略机遇期。通过继续深化金融改革开放，不断拓展金融市场的广度和深度，我们认为人民币有望在构建多元、平衡的国际货币新秩序中发挥建设性作用。

一、主权货币之锚：从黄金本位到“法理之锚”

货币的形态演变伴随着价值锚的变迁。在人类早期，货币是贝壳、布匹等具有使用价值的实物。后来，因其稀有、稳定且易于分割的特性，金、银等贵金属成为公认的货币。随着商品经济的发展，纸币应运而生。然而，纸币本身并无内在价值，正如亚当·斯密在《国富论》中所言：“一种纸币……在任何方面都与金银货币等值，因为金银货币随时都可以用它换取得到。”这揭示了纸币的本质在于信用，其价值并非来自纸张本身，而是源于其背后可随时兑换的贵金属。

19世纪后期，“古典金本位”制度将贵金属锚定制度化，当时的主要资本主义国家将本国货币与固定重量的黄金挂钩。但两次世界大战的炮火摧毁了这一秩序，各国为筹措军费纷纷放弃金本位，国际货币秩序一度陷入混乱。二战后，布雷顿森林体系通过“双挂钩”（美元与黄金挂钩、其他货币与美元挂钩）重建秩序，形成“金汇兑本位”。然而，随着1973年布雷顿森林体系的瓦解，全球货币与贵金属最终彻底脱钩。人类从金本位进入纯粹信用货币的新纪元。

在后布雷顿森林体系时代，全球货币体系不再与黄金挂钩，而是以国家主权信用为“法理之锚”。现代法定货币的本质是由国家主权信用背书的特殊债务。它有别于传统债务，无需到期兑付实物资产，而是体现为中央银行的永续负债。其“偿付”的真正内涵，是货币持有者坚信：该货币可以随时用来实现其经济功能。这种信任建立在两个维度之上，并有相应的制度保障：**首先，是对其作为日常交易媒介的信任。**人们普遍相信，手中的货币“能随时花得出去”。正如Borio（2019）³所指出的，中央银行提供弹性的支付手段，是现代货币体系日常运作的制度基石与信任之源。具体来说，在双层货币体系中，公众与企业间的交易依赖于商业银行存款，商业银行之间的最终结算则通过中央银行账户上的准备金来完成。中央银行通过设定政策利率，并承诺在该利率水平上无限供给或吸收流动性，为银行间市场提供了可靠的“弹性供给”，确保货币支付的顺畅进行。**其次，是对其长期价值储藏功能的信任。**通俗地讲，就是人们相信“今天未用的钱，未来依然保值”。这依赖于两大支柱：一是价格稳定，货币购买力不会因恶性通胀而丧失；二是金融稳定，以银行存款等形式存在的广义货币不会因金融机构倒闭而灰飞烟灭。

现代中央银行的使命，正是通过货币政策、宏观审慎管理和金融安全网等一系列制度安排，捍卫这两大信任支柱。这种制度性信任最终源自国家主权信用。国家机器具有的征税权、完备的法律体系以及维护政治社会稳定的综合能力，共同构筑了现代货币体系框架的信用保障。因此，现代法定货币的“锚”，不再是有形的黄金，也非虚无的共识，而是一个以国家主权信用为基石、以强大制度体系为框架、由中央银行专业运作的完整信用系统。

³ Borio, C. (2019). "On money, debt, trust and central banking". BIS Working Papers, No 763, January.

二、国际货币之锚：依托强大金融市场体系的“功能之锚”

现代国际货币体系的核心特征在于其双重锚定机制。任何主权信用货币的根基都深植于“法理之锚”，这依靠国家主权信用背书、法律体系保障和制度框架共同维系，确保货币能够在国内流通使用。然而，当货币进入更广阔的国际领域，其流通则取决于全球市场主体的自愿选择。如果要赢得国际社会的持续信任与广泛接受，就要求国际货币必须构建超越主权的价值支撑体系，不仅需要保持币值稳定，还须具备完善的金融基础设施和市场流动性。

美元的国际地位演进印证了这一逻辑。美元的全球主导地位，早已超越了“法理之锚”，背后一个更为强大的“功能之锚”，一个同时具有广度、深度与效率的金融市场。背后既有高效的金融基础设施支持，也有科技与金融市场之间的相互促进作用。金融市场作为“功能之锚”的第一个维度，体现在其作为全球交易清算工具的高效性上。这依赖精密高效的金融市场“基础设施”，它能够支持每日数万亿美元的跨境交易，并提供：

- ▶ **高流动性的外汇市场**，确保美元与全球主要货币之间可以即时、低成本地兑换。

- ▶ **高效稳健的跨境清算系统**（如CHIPS），能够安全、迅速地处理大规模支付指令。

- ▶ **发达的贸易融资与风险对冲工具**，为跨国交易提供全面的金融支持。

国际清算银行2022年三年期央行调查⁴（2022 BIS Triennial Central Bank Survey）显示，服务于实体商品贸易的全球外汇交易日均量仅约876亿美元，而同期全球外汇市场日均交易量高达7.5万亿美元，是前者的近86倍。这组悬殊的数据揭示了一个现实：当今驱动国际货币体系运转的动力，已从贸易支付需求，转向了全球财富配置的金融需求。

这就引出了金融市场作为“功能之锚”的另一重要维度，即**价值储藏的载体**。全球经济体（特别是各国央行）积累的巨额财富与外汇储备需要配置于安全、高效的市場。美国的金融市场具有独特的广度、深度和流动性，能够满足

⁴ 最新的2025年三年期央行调查尚在进行中，将于2025年9月公布。

全球范围内的价值储藏需求。

► **广度：**体现在丰富的资产选择上。从股票、公司债到各类衍生品，它几乎涵盖所有资产类别，为全球投资者提供了多样化的配置方案。其中，美国国债市场被视为全球“无风险资产”的基准，是各国央行配置储备的首选资产之一。

► **深度：**市场深度指的是在不引发价格剧烈波动的情况下吸收大额交易的能力。美国金融市场的深度在全球领先。以美国国债市场为例，任何价格点位附近都存在大量买卖盘，使得巨额交易也能被平稳吸收。BrokerTec⁵数据显示，美债买卖深度呈现高度正相关，例如五年期美债在不同价格上的日均买卖订单量相关系数接近1，意味着无论是美债的买家和卖家，都能在短时间内找到匹配的交易对手方。从以日均交易额占有未偿还债券金额计算的换手率数据来看，2024年美债市场换手率约为3.2%，虽然较金融危机的高点12.1%有明显下降，但仍然高于日欧等主要发达经济体市场1%-2%的换手率水平。

► **流动性：**流动性指的是资产能够迅速、低成本变现的能力，是市场广度和深度的综合体现。我们以彭博美债流动性指数来衡量美国国债市场的流动性状况，该指数衡量美债收益率相对公允价值的偏离程度，当市场流动性偏低时，美债收益率更容易持续偏离模型计算的公允价值，让美债流动性指数上行。该指数在2024年8月创金融危机后的最高值5.3，目前回落至3附近，接近疫情爆发时的极端水平，反映美债市场流动性明显下降。背后既有疫情后美国宏观波动加大，也有微观层面做市商做市能力和意愿结构性下降的因素。金融危机后，《巴塞尔协议III》的补充杠杆率（Supplemental Leverage Ratio, SLR）目标要求银行的资本与其杠杆资产保持一定比例，让银行持有和做市美债的资本成本变高，提供流动性的意愿下降。与此同时，疫情后美国财政大幅扩张，公众持有的美债体量从2019年的17万亿美元增至2025年的29万亿美元（截至1Q25），大幅快于交易商资产负债表的扩张速度。为了应对美债流动性问题，美国政府已经采取了一系列措施，如阶段性放宽SLR要求、设立常备回购工具（Standing Repo Facility）、推出国债回购计划等。

⁵ <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2024/02/measuring-treasury-market-depth/>

金融市场美元资产之所以能吸引全球资本投资，除了金融市场的价值储藏作用，还得益于科技与金融市场的相互促进。美国引领的历次科技革命极大地推动了美股市场的长期繁荣，形成了独特的“长牛”现象。这种科技与金融市场的深度融合，使得美国金融市场，特别是股市，成为全球资本追捧的热点。在这一过程中，美国以直接融资为主的市场结构发挥了关键作用。这种结构鼓励了科技创新和创业活动，为新兴企业提供了充足的资金支持，进一步推动了美国经济的创新和增长。科技创新不仅催生了众多高速增长的新兴企业，也为金融市场注入了源源不断的活力与信心。科技与金融市场的相互促进，提高了美元资产对国际资本的吸引力，让美元作为国际货币的“功能之锚”变得更加坚固。

综上，美元的国际地位来源于双重锚定体系：“法理之锚”是其存在的基石，确保了美元在全球金融体系中的合法性，确立了美元在全球贸易、储备和投资中的核心地位。而金融市场和科技进步深度融合，打造的“功能之锚”兼具价值储藏、价值创造和风险对冲作用，是美元在美国在全球经济份额下降的背景下，仍能牢牢占据甚至加强国际货币地位的关键。

三、历史的验证：“功能之锚”如何锚定美元霸权

美元的国际货币地位并非与生俱来，而是依赖发达的金融市场铸成的“功能之锚”逐步构建而成。回溯历史，美元正是依托其金融市场的深度与广度，在布雷顿森林体系解体后依然保持全球主导地位。不仅如此，美元在经历大幅波动后多次全身而退，甚至再次走强，从而巩固甚至加强自身的优势地位。

（一）初次登场：制度破冰与一战机遇（19世纪末-1920年代）

19世纪末，美国已是全球第一大经济体，但美元在国际金融舞台上却几乎没有话语权。这种经济实力与金融地位的巨大错配，根源在于其落后的金融制度壁垒。

► **功能残缺的银行体系：**1913年之前，美国《国民银行法》严格禁止其银行从事商业承兑汇票（Banker's Acceptance, BA）业务。BA是当时全球贸易融资的重要工具，由银行对远期汇票承诺付款，从而赋予其信用并使其流通。

伦敦金融城正是通过主导英镑商票市场，把握了全球贸易的金融命脉。

► **缺乏稳定器的金融系统：**由于对中央权力的历史性猜忌，美国缺乏中央银行，导致其金融体系周期性地陷入流动性危机。1907年的“银行家大恐慌”便是顶峰——一场投机失败迅速演变为全国性的银行挤兑，整个国家的金融体系几近瘫痪，最终只能依靠金融巨头J.P.摩根的个人声望强行救市，凸显了国家层面“最终贷款人”制度的严重缺位。

1907年的危机成为了决定性的转折点，催生了1913年《联邦储备法》的通过和美联储的诞生，并授权国民银行设立海外分行并从事商票业务。这不仅为美国提供了维护金融稳定的制度基石，也拆除了美元国际化的制度壁垒。法律框架的确立并未自然孕育出成熟的美元票据市场。新生的纽约美元票据市场初期因投资者信心匮乏陷入流动性困境。面对这一困局，美联储主动介入，通过充当第一买家，稳定并降低了再贴现率，降低了商业银行的融资成本并激励其扩大业务。这又进一步吸引了包括外国央行在内的其他投资者进入，市场的流动性与深度随之增长。一个功能完善、充满活力的美元承兑汇票市场最终建立。可以说，美联储这次的成功干预，是美国金融市场得以诞生并迅速崛起的先决条件。

随后的第一次世界大战为美元崛起提供了历史性的机遇。战争严重扰乱了欧洲，特别是伦敦的金融功能，全球贸易融资出现巨大的供给缺口。纽约的银行家们抓住机会，迅速填补了这一空白。到1920年代中期，纽约的金融市场在规模、流动性和信誉上已能与伦敦分庭抗礼，甚至开始为第三国之间的贸易提供融资。至此，美元第一次真正凭借其贸易融资的金融服务能力，而非仅仅是经济体量，登上了国际舞台。

（二）地位确立：布雷顿森林体系（1944-1971）

大萧条的冲击下，各国为采取灵活的货币政策以刺激经济，不得不挣脱金本位的枷锁。这也开启了“以邻为壑”的混乱时代：各国竞相进行货币贬值并高筑贸易壁垒，国际金融秩序陷入瘫痪。二战后，重建国际经济金融秩序成为共识，布雷顿森林体系应运而生。其核心设计是“双挂钩”：美元锚定黄金，他国货币锚定美元。

表面上，美元的地位似乎建立在黄金这一“贵金属之锚”上，但该体系得以稳固运行的真正基础，仍然是美国金融市场的“功能之锚”。首先，美国金融市场为战后全球经济的运转提供了高效的交易结算平台。随着马歇尔计划的实施和全球贸易的复苏，对金融基础设施的需求剧增。美国发达的银行网络、可靠的支付清算系统及健全的监管框架，共同为大规模的国际资本流动和跨国交易提供了安全、高效的基础设施。其次，美国金融市场为全球官方储备提供了理想的投资渠道。布雷顿森林体系下，各成员国央行需要持有美元以维持汇率稳定。美国国债市场提供了一个规模巨大、流动性强且被视为高度安全的资产池，使得持有美元储备从一项准制度性要求转变为一种具有吸引力的资产配置选择，增强了各国持有美元的意愿。

因此，布雷顿森林体系的制度设计固然以黄金为名义支柱，但真正赋予其生命力的，是美国金融市场扮演的双重角色：它既是驱动全球经济活动的重要枢纽，也是各国官方储备的价值载体。没有这一“功能之锚”，顶层设计终将是空中楼阁。

（三）转危为安：后布雷顿森林时代（1970年代）

布雷顿森林体系的瓦解，是美元在现代史上的首次生存危机。其化险为夷的历程，不仅凸显了“功能之锚”在维系美元地位中的关键作用，更揭示了任何货币的最终基石仍是“法理之锚”。越南战争的巨额开支与国内“伟大社会”计划的扩张，导致美国财政赤字激增与货币超发，流通中的美元规模远超其黄金储备的承诺兑付能力。1971年8月，尼克松总统宣布停止美元与黄金的固定兑换，即“关闭黄金窗口”，切断了美元与黄金的官方联系。至1973年，主要货币普遍转向浮动汇率制，布雷顿森林体系正式解体。

当时的普遍预测是，美元将重蹈英镑的覆辙，其地位会被经济崛起的德国马克或日元所取代。然而，历史的走向出乎所有人的意料。美元的国际储备货币地位虽有短暂摇摆，但根基并未动摇。这一次力挽狂澜的，正是其强大的金融市场——美元的“功能之锚”。在与黄金脱钩之后，一个根植于现实需求、难以替代的全球金融网络依然存在。对于全球资本而言，无论在交易、融资还是储值方面，美元依然是最高效、最便捷的选项。特别是这一时期“石油美元

回流”的建立，进一步强化了美国的金融优势。1973年石油危机导致油价大幅上涨，巨额资本从石油消费国大规模转移至中东等石油输出国组织（OPEC）成员。但这些石油出口国的经济体量和金融市场容量难以吸纳如此庞大的资本流入，因此迫切需要为这笔资金寻找安全且容量充足的投资渠道。美国抓住了这一历史机遇，通过主动的外交与战略布局，于1974年与沙特阿拉伯等关键产油国达成协议：美国为其提供安全保障，换取石油贸易以美元计价结算，并引导石油出口所得的收入（即“石油美元”）回流至美国，主要用于购买美国国债等美元资产。

“石油美元回流”机制一举多得。它不仅将全球最重要的商品贸易与美元深度绑定，巩固了其交易媒介功能。更重要的是，它将全球的美元盈余回流至美国金融体系，极大地扩张了美国国债的需求，强化了其价值储藏功能。两者之间互相强化，成为美元体系的核心稳定器。

反观当时的潜在挑战者——德国与日本则从反面印证了金融市场的重要性。出于对通胀的恐惧，德国央行主动抵制马克的国际化，限制资本流入。其审慎的财政政策也意味着国债发行规模有限，其金融市场体量根本无法承接全球安全资产需求。而日本尽管经济实力强劲，但其金融市场在严格管制下高度封闭。等到1980年代后期开始金融自由化时，又不幸遭遇资产泡沫破裂和“失去的几十年”，错失历史窗口。

然而，“功能之锚”只是减缓而非逆转美元的颓势。到70年代末，在美国自身政策失误与外部石油冲击的双重打击下，通胀预期已然失控，名义CPI同比在1974年末达到12.3%。美元信用岌岌可危，各国纷纷抛售美元，转向更稳定的德国马克、瑞士法郎，或是黄金等硬资产。

转折点出现在1979年。新任美联储主席保罗·沃尔克以铁腕手段，不惜以引发美国经济深度衰退（1980-1982年）为代价，将联邦基金利率史无前例地提高到20%左右，不仅成功遏制了通胀，更深远的意义在于重建了市场对美联储捍卫美元币值稳定的绝对信任。这一历史转折表明，“功能之锚”固然重要，但国际货币归根到底首先是“货币”。其真正的根基，在于“法理之锚”——

一个以国家主权信用为基石，并需要制度体系持续落实和中央银行精心维护的信用系统。

（四）长久加固：亚洲金融危机与“预防性储蓄”（1997-1998）

1997-1998年的亚洲金融危机，是一次关于美元体系威力的、代价高昂的全球公开课。危机深刻地揭示了新兴市场在固定汇率制下资本账户开放背景下的脆弱性。当国际热钱从新兴经济体快速撤出，这些此前经济高速增长的经济体货币遭遇大幅贬值。IMF的救助方案虽然提供了紧急流动性，但其附加的财政约束、金融自由化等结构性改革条件，实际上削弱了受援国的政策自主权。

这催生了新兴市场强烈的“自我保险”动机，此后他们将赚取的大量贸易顺差投资于高流动性、高安全性的美元资产，尤其是美国国债，旨在构建一个充足的缓冲，以便未来能独立应对资本外流的冲击。根据IMF的统计数据，新兴国家的外汇储备从90年代末0.7万亿美元增长至08年金融危机前夕的5.2万亿美元。

这一事件再次巩固了对美元的“金融市场之锚”。新兴国家对美国安全资产的需求与美国金融市场的流动性和稳定性之间相互强化，让美元牢牢占据全球“安全资产”的地位。

（五）关键考验：2008年全球金融危机中的“美元悖论”

2008年全球金融危机为理解“金融市场之锚”提供了一个最深刻、也最具悖论性的案例。危机的暴风眼源自美国，但全球资本反而在危机中以前所未有的规模涌入美国市场。

这一现象的根本原因在于，美国为全球金融体系提供了“终极安全资产”。在市场恐慌中，资本从全球各类资产中撤出，寻求最终的避风港。此时，股票、公司债和新兴市场资产等均被视为高风险。而美国国债市场，凭借其突出的市场深度和流动性，被公认为“终极安全资产”。在雷曼兄弟破产后的恐慌高峰期，3个月期美国国库券收益率一度跌至负值——这意味着投资者宁愿付费给美国政府，只为求得资金的绝对安全。因此，尽管美国是危机的源头，其主权债券却因金融市场的结构性优势，吸引了全球资本的流入。

同时，美联储还通过两项实践突破，进一步加强了美元的金融地位。首先，美国开始承担“全球最后贷款人”。此次危机暴露了全球金融系统对离岸美元市场的高度依赖。当这个庞大信贷网络因信任危机而流动性枯竭时，出现了普遍的“美元荒”。在这一时刻，美联储通过设立并扩大与全球主要央行的货币互换协议，向欧洲、日本等地的中央银行提供了巨额美元流动性，防止了全球金融体系的崩溃。不仅如此，美国在此次危机中还开始扮演“最终做市商”，开启了主动维护金融市场运转的先河。当危机深化，做市商的资产负债表受限时，哪怕是再充裕的融资流动性也不能转换成市场流动性。面对市场的全面失灵，美联储五次升级救助措施，史无前例地创设了一系列旨在直接支持特定信贷市场的工具，向非银金融机构、非金融企业如三大车企、投资银行如贝尔斯登等直接提供充足的市场流动性。美联储在危机救助中的工具创新赢得了金融市场的高度赞誉，展示了美元体系不仅能提供避险工具，更能主动维护其庞大金融市场的基本功能，为美元信用又增添了一重保障。

颇具讽刺意味的是，在金融危机前，欧元看似最具实力挑战美元地位，而这场源自美国的危机反而导致欧洲一蹶不振，并再次加强了美元的地位。金融危机之前，离岸欧元曾和离岸美元同步迅速扩张，一度对离岸美元造成挑战。2008年的次贷危机在美国爆发，最先倒下的却是英国北岩银行(Northern Rock)，然后是法国的银行，而受伤最深的是用养老金购买美国次级债的德国中小银行，最终演变为欧洲边缘国家债务危机。金融危机之后，离岸美元在短暂下降后恢复增长，而对离岸欧元的需求则持续疲软，美元的融资主导地位进一步强化，让欧元望尘莫及，真正成为无可替代的国际货币(There is no alternative, TINA)。

(六) 再度确认：新冠疫情全球流动性供给的常态化

2020年3月，美联储应对新冠疫情中全球市场动荡的措施，再次彰显了其维护金融市场稳定的决心和能力。疫情在美国本土爆发并引致市场熔断后，美联储迅速于3月23日宣布了一系列全面的流动性支持与经济刺激措施。此轮干预不仅承诺无限量购买国债和MBS，更是历史性地“跨越了卢比孔河”，首次在一二级市场直接购入投资级企业债，开创了主要央行在信用市场进行无抵押干预的先例。

相比2008年危机救助，这次政策出台更加迅速和激进，体现出以下特点：

► **响应更快：**3月中旬短期融资市场刚出现承压迹象，美联储便立即启动了多个定向流动性工具（如PDCF，MMLF），反应速度远快于2008年。

► **力度更大：**在随后的两年里，美联储的资产负债表扩张了约4.8万亿美元，这一规模超过了2008年危机后三轮量化宽松（QE）的总和。

► **范围更广：**政策工具实现了前所未有的广覆盖。通过设立多种特殊目的实体（SPV），信贷支持从大型企业（PMCCF，SMCCF, CPFF）延伸至中型企业（MSLP）乃至小微企业（PPPLF），覆盖了从银行间接融资到资本市场直接融资，兼顾了长期债券与短期商业票据，构建了一个全方位的金融安全网。

► **财政与货币协同发力：**所有SPV均由美国财政部提供初始资本金，并以此为基础进行杠杆操作（通常为10倍），撬动更大规模的信贷投放，标志着财政与货币政策进入了前所未有的协同作战模式⁶。

这场危机再次强化了全球金融市场的集体认知：美元体系仍然是提供最终流动性、最终安全资产的可靠保障。全球资本与美元体系的捆绑愈发紧密，进一步巩固了美元的中心地位。然而，这种“大水漫灌、精准性差”式的救助也并非没有代价。天量的财政与货币扩张，让美国在疫情以后遭遇严重的通货膨胀，CPI同比在2022年6月触及9.1%，达到近40年的最高水平。通胀预期上行也推升了美国十年期国债的利率中枢。此外，美国的债务规模在疫情后加速扩张。截至2025年6月，美国债务余额超过36万亿美元。高利率背景下，沉重的付息负担加剧了市场对美国财政可持续性与美元主导地位的担忧。

（七）小结

纵观现代国际货币体系的演变，美元主导地位的支撑始终是其金融市场的“功能之锚”。不同历史阶段的特定安排，如布雷顿森林体系下的美元锚定黄金的汇兑本位、后来的石油美元体系，更多是这种能力的具体表现形式，而非其根本来源。看清了这一点，也就能解开一个关于美元的当代迷思。许多人认为，既然美债是全球最重要的安全资产，那么美元的价值便建立在美债之上。

⁶ 缪延亮. 信心的博弈：现代中央银行与宏观经济[M]. 北京：中信出版集团, 2023.

事实恰恰相反：是美元的全球霸权，为美债加冕了“全球最安全资产”的桂冠。归根结底，美元与美债共享着同一根基——美国的国家主权信用与强大的金融市场功能，而美债本质上只是这个庞大体系中的一项重要金融产品。顺着美元与美债的逻辑链条往下看，现时大火的稳定币的位置也一目了然。美元无需外部资产锚定；但USDT、USDC这类机构发行的私人代币，没有“法理之锚”，即背后没有维护信用的国家主权和完善的制度，只能找到一个“硬锚”来背书。它们选择的正是美元以及由其衍生出的美债，这其实也印证了美元在国际货币体系的中心地位。

四、结语：美元的启示与人民币的未来

虽然长期以来，美元凭借其深厚的金融市场一次次化解危机，但国际货币体系正加速重构，美元霸权的根基已然动摇。当前，美国通过金融市场提供全球公共品的意愿与能力均显著滑坡。例如，将关税武器化，破坏了基于规则的全球贸易体系；将金融制裁武器化，严重侵蚀了美元作为中立、安全资产的声誉；特朗普频繁向美联储施压，引发了市场对美联储货币政策独立性的担忧；持续高企的贸易与财政“双赤字”，也正不断削弱其主权信用。更有甚者，诸如汇率干预与债务展期等潜在政策选项一旦实施，将从根本上动摇美元的信用基石。

危中有机，美元信用的松动为人民币国际化提供了历史性机遇。回顾美元的崛起之路，其经验可为我们提供两大重要启示：

第一，成为国际货币的关键在于构建强大的金融市场“功能之锚”。

在构建强大的金融市场方面，中国具有两大优势。首先，庞大的经济体量是关键基石。它不仅为本币在跨境贸易中的计价结算创造了天然需求，更能支持一个广阔深厚的资产池，为全球资本提供丰富的投资标的，其经济韧性也为货币价值提供了稳定保障。其次，完整的财政主权是另一项核心优势。中国有能力建设一个统一、深厚的国家主权债券市场，为全球提供充足的优质安全资产——这正是人民币国际化的巨大潜力所在，也恰是欧盟因财政主权分散而难以逾越的结构性障碍。

人民币金融市场的建设历程中挑战与成就并存。从2009年跨境贸易结算试点开启离岸市场建设，到CIPS系统上线完善在岸支付体系，人民币的“交易结算”功能基础设施已基本建成，但其全球市场份额与网络效应，较之成熟的美元体系（CHIPS）仍有不小差别。同样，以“沪深港通”和“债券通”为代表的互联互通机制，虽为全球投资者打开了配置在岸资产的窗口，强化了人民币的“价值贮藏”功能，但这种“管道式”开放也存在一定局限性。在岸市场的制度性不足——例如与国际接轨的法律会计体系，尤其是能让投资者有效管理风险的金融衍生品市场，其深度与广度仍有提升空间。

第二，国际货币地位的提升往往是主动战略规划与关键机遇把握的结合。

纵观历史，美元主导地位的形成并非自然演进，而是美国主动战略规划与精准把握关键机遇的结果。从20世纪初设立美联储、抓住一战窗口主导全球贸易融资，到布雷顿森林体系瓦解后构建“石油美元”循环，再到2008年金融危机后通过扮演“全球最后贷款人”、“最终做市商”角色，巩固其在全球金融体系的中心地位，美国多次抓住甚至主动创造了强化美元地位的契机。

当前人民币国际化进程正面临双重战略机遇期：一方面，全球货币体系重构背景下美元主导地位松动，为人民币国际化创造了有利的外部环境；另一方面，以AI为代表的新一轮科技革命正为中国金融体系注入强劲动能。

从外部环境看，当前美元的“法理之锚”和“功能之锚”均出现裂痕，这给了人民币弥补美元体系的不足，实现国际地位的跃迁创造了重要战略机遇。通过继续深化金融改革开放，不断拓展金融市场的广度和深度，人民币有望在构建多元、平衡的国际货币新秩序中发挥建设性作用。

首先，将人民币国际化融入贸易和金融规则的改革和制定中，增强“法理之锚”：在美元武器化的背景下，积极探索将人民币的使用嵌入高标准经贸规则和国际金融规则的制定进程中，为人民币的国际使用提供更具确定性的法理框架。例如深化与“一带一路”倡议及RCEP成员国的经贸合作，在与周边国家的自贸和投资协定中推动人民币在双边和多边贸易和投资的计价、清算，并就争端处理、司法衔接、财政平衡、价值稳定等问题与协议签订各方共同商议

条款，从制度设计中保障人民币在国际使用中的客观独立性，推动构建一个以中国为枢纽、深度融入区域并辐射全球的经贸体系。

其次，提升人民币资产吸引力与供给，完善离岸金融体系，强化“功能之锚”：人民币的“功能之锚”需要一个回报稳定、流动性充裕、保值避险工具完善的人民币全球资产池。这要求国内经济实现以内需驱动的、更具韧性的稳定增长，为人民币资产提供可预期的回报，部分对冲美元资产的不确定性。同时，需扩大高质量开放，增加人民币资产的供给，充实人民币在海外的流动性。这既包括扩大现有的互联互通机制，也可利用中国作为主要能源和大宗商品的消费国地位，以及人民币作为低息货币的融资优势，推动更多海外资产以人民币定价。积极发展人民币计价基准（如“上海金”、“上海油”），尤其是提升人民币在原油、铁矿石、有色金属，以及锂、钴等新能源战略性矿产资源领域的定价权。此外，探索将跨境人民币信用、直投等资产证券化，丰富人民币资产的供给渠道。

最后，在我国资本项目尚未完全开放的背景下，统筹在岸和离岸金融市场的发展对于推动人民币国际化而言至关重要。完善离岸人民币金融市场的基础设施，增强人民币在海外的计价、结算和投融资功能。可借鉴离岸美元市场的经验，依托香港成熟的金融市场、法治环境和国际化的参与者结构，将其打造为全球领先的人民币离岸投融资、结算定价和风险管理中心。探索在香港试点数字化的人民币离岸结算系统，降低人民币的交易成本。丰富贸易融资、汇率套期保值、商业保险等金融工具，试点人民币稳定币对接包括数字资产和实体资产在内的在岸金融资产等。让人民币更“可得”，更可“交易和投资”。随着离岸人民币规模的扩大，对人民币汇率弹性的要求也将提高，因此考虑进一步深化人民币汇率形成机制改革，适当增强人民币双向波动弹性，以适应人民币国际化的深层次需求。

除了美元主导地位松动带来的外部机遇，AI科技革命正为中国金融体系注入新的内生动力，为人民币国际地位的提升提供了战略支点。2025年DeepSeek的问世，标志着我国在AI大模型领域实现关键突破。这不仅改写了科技叙事，提升了中国科技股的投资价值，还有望增强国际投资者对中国资产的

信心，有利于推动资本市场的双向开放。结合政策的支持，中国在AI领域的科技创新有望与金融市场相互赋能，为人民币打造一个更加坚固的“功能之锚”。

为把握这一历史性机遇，促进科技创新与资本市场良性互动，建议从三方面协同发力：**一是培育“耐心资本”生态**，通过拉长考核周期、放宽投资限制等制度创新吸引养老金、保险等长期资金入市，以政府担保撬动社会资本；**二是构建多元化退出通道**，在支持硬科技企业上市同时拓宽各类创新企业IPO路径，优化审核效率并发展S基金等二级市场退出机制；**三是强化投资者保护与市场活力建设**，通过严打欺诈行为和完善监管体系，促进一、二级市场有机联动，形成“募投管退”的良性循环。这三方面措施将系统性解决创新企业“融资难”与资本“退出难”问题，最终实现科技、金融与货币的良性循环⁷。

综上所述，世界货币格局正处于百年未有之变局。美元信用的松动为人民币的国际化提供了宝贵的战略窗口，美元国际化的历程也为我们提供了有价值的历史镜鉴。人民币国际化的核心在于构筑两大支柱：通过稳固主权信用、完善制度建设加固“法理之锚”；通过深化金融改革、扩大对外开放铸就“功能之锚”。当这两大支柱足够强大时，人民币的国际化不仅将重塑中国的国际地位，也可能为世界提供一种新的选择，推动全球金融治理走向更加公平与可持续的未来。

以上观点来自：2025年7月13日中金公司研究部已发布的《美元霸权的“双锚”——从国家信用的“法理之锚”到全球市场的“功能之锚”》

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

⁷ 缪延亮.创新与金融.清华五道口首席经济学家论坛主题演讲,北京,2024.

专题聚焦

如果美联储关键官员提前离职，如何交易？

特朗普威胁解雇美联储主席

7月16日，特朗普表示将解雇美联储主席鲍威尔，但随后予以否认^{8 9}。特朗普上任以来，多次向美联储施压，要求尽快降息。本质上，特朗普对美联储的不满在于后者未能通过货币宽松配合前者的“大财政”计划。“大美丽法案”于7月4日最终通过，CRFB预计未来10年将增加联邦债务4.1万亿美元，如果临时性减税条款被永久化，则增加债务5.5万亿美元，预计特朗普2.0任期内的赤字率可能维持在6.5%-7% 附近（参见《[特朗普2.0 “大财政” 更进一步](#)》）。短期，我们预计美国财政部于三季度净发行美债约1.2万亿美元，恐带来流动性紧张（参见《[特朗普2.0 “大财政” 更进一步](#)》）。高利率下美债利息支出预计持续高速增长，化债与赤字压力使得特朗普希望货币政策持续宽松来配合财政主导，以减轻债务负担并刺激经济名义增长。在此背景下，特朗普与美联储在降息问题上矛盾日益突出。

美国总统解雇美联储主席的规则机制

美国总统解雇美联储主席的规则机制较为模糊。美联储主席与副主席由总统提名，需经参议院确认，任期4年，但仅是主席职位的任期，其作为理事的任期仍为14年。美联储理事会成员有相对清晰的“解雇标准”，1913 年《联邦储备法》第10条规定，美联储理事可以“由总统提前因故免职”，但法律并未明确什么情况构成“因故”，同时也未指出总统是否有权解雇美联储主席。历任美联储主席中，有四位美联储主席因政治压力或政治妥协而主动辞职，但并未有被美国总统直接解雇的案例。2025年5月美国最高法院明确，美联储是“结构独特的准私人实体”，其独立性受特别保护，总统无权因政策分歧解雇主席¹⁰。

⁸ <https://www.reuters.com/business/finance/trump-open-idea-firing-fed-chair-powell-source-says-2025-07-16/>

⁹ <https://apnews.com/article/trump-powell-federal-reserve-firing-interest-rates-b235d01f01f9762bc66a577d16ddef2>

¹⁰ <https://www.cnbc.com/2025/05/22/supreme-court-federal-reserve-trump.html>

无论美联储主席是否提前离任，美联储的独立性正在受到挑战。研究发现¹¹，美联储往往会受到美国总统政治压力的影响。历史上，美国总统与美联储的接触频率及政治压力冲击均会对美联储政策产生影响，特别是在财政主导及双赤字愈发严重的60、70年代，美联储独立性显著削弱。基于该研究，严格意义上的独立性基本存在于沃尔克和格林斯潘时期，彼时财政赤字趋势改善。当政治压力较大时，美联储往往倾向于容忍更高的通胀中枢。

历史上的美联储独立性冲击

第一次是在1933年，为应对“大萧条”，时任美国总统罗斯福宣布禁止黄金出口，并禁止财政部和金融机构将货币和存款兑换成金币和金锭，正式暂停金本位制，并将黄金价格从20.67美元/盎司升至35美元/盎司，美元贬值超40%。美联储丧失货币政策主导权，被迫配合财政扩张政策，独立性首次遭遇系统性削弱^{12 13}。第二次是在1971年，尼克松为在1972年的总统竞选中成功连任，向时任美联储主席伯恩斯施压，希望其在1971年降息，而同为共和党人的伯恩斯最终屈服。此外，1971年8月，尼克松宣布美元与黄金脱钩，宣告战后全球货币的“布雷顿森林体系”终结¹⁴。1980年代以来，在沃克尔和格林斯潘的带领下，美联储重塑了美国货币政策的可信度，从而使得美国的通胀预期得到较好的锚定，是美国经济进入“大缓和”时代背后的一个重要因素。巧合的是，两次美国政府对美联储的直接干预，均在美国财政纪律松动的“大财政”期间，财政主导下，货币政策往往不得不配合财政政策。当前，出于化债压力（参见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》），特朗普不断加码施压美联储，可能再度损害美联储独立性。无论美联储主席是否提前离任，我们预计特朗普2.0将大概率采取财政主导和金融抑制，货币政策量价配合大财政，进而美元流动性将趋势性充裕。

美联储主席提前离职的资产含义

¹¹ Thomas Drechsel, 2024, Estimating the Effects of Political Pressure on the Fed: A Narrative Approach with New Data

¹² <https://www.federalreservehistory.org/essays/roosevelts-gold-program>

¹³ <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-reserve-act>

¹⁴ <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends>

如果美联储主席提前离职，给定其他条件不变，利空美元，利好黄金，美债短端牛陡、中长端熊陡直至美联储重启扩表压制长端利率；受益于流动性周期有望提前重启，中短期可能利好股市估值。历史上，在1933年3月和1971年8月事件后，美元走弱，黄金走强，标普500中短期趋势上涨，美债收益率曲线陡峭化。权益方面，虽然具体节奏有所不同，但标普500整体呈现前高后低，在1年和2年内，累计收益分别为72%和14%，35%和7%。美元方面，黄金价格上行，特别是1971年“布雷顿森林体系”瓦解后，黄金价格在1年内上涨57%，2年内上涨150%，相应的，美元指数2年累计下跌18%。事件发生后，美债曲线均呈现陡峭化。

而如果美联储主席正常完成当前任期，我们预计美国财政部在三季度净发行约1.2万亿美元的美债，恐带来流动性紧张，最终仍有望倒逼美联储重启扩表与流动性周期，仍对美股和黄金形成利好，利空美元。我们预计，特朗普第二任期内，货币配合财政将常态化，美国流动性有望长期充裕。

以上观点来自：2025年7月18日中金公司研究部已发布的《如果美联储关键官员提前离职，如何交易？》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.7.14 中国宏观热点速评：关税缓和效果进一步显现——2025年6月进出口点评
- 2025.7.15 中国宏观热点速评：金融数据中的反内卷线索|6月金融数据点评
- 2025.7.15 联合解读：中金7月数说资产
- 2025.7.15 中国宏观热点速评：内需回落，政策仍需加力——6月经济数据点评
- 2025.7.16 海外宏观简评：通胀稳中抬头，美联储不具备降息条件
- 2025.7.16 海外宏观专题报告：美国为何要推行稳定币？
- 2025.7.16 中国宏观专题报告：“反内卷”的宏观含义
- 2025.7.18 宏观探市：如果美联储关键官员提前离职，如何交易？

策略及大宗商品

- 2025.7.14 海外策略：关税又升级了吗？
- 2025.7.14 大宗商品：图说大宗：“反内卷”提振商品看涨情绪
- 2025.7.15 大宗商品：数据观察：6月数据点评：内需仍待提振

固定收益

- 2025.7.14 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.7.14 中国房地产债券月报：6月房地产债券月报：国常会再提“止跌回稳”
- 2025.7.14 信用债收益率跟踪周报：“股债跷跷板”下债市调整，信用利差被动收窄
- 2025.7.14 简评：抢出口驱动顺差维持高位，关注后续关税落地的影响——6月贸易数据分析
- 2025.7.14 简评：企业结汇需求推动M1回升，利好银行流动性和对债券需求——6月金融数据点评
- 2025.7.15 简评：经济需求边际回落，下半年货币政策放松空间或加大——2025年6月经济数据分析
- 2025.7.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.7.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.7.18 专题研究：科创债ETF上市，如何看待后续信用债ETF市场发展
- 2025.7.18 固收+：基于网络系统的固收+轮动：网络构建与Python实践
- 2025.7.18 简评：美国三项加密货币法案通过：美国数字货币应用和需求扩张正式启动

行业

- 2025.7.14 电力电气设备：电新双周报：国网变电设备招标景气延续，看好AIDC液冷及机器人商业化
- 2025.7.14 REITs：市场缩量回调，关注业绩披露——公募REITs周报（7.7-7.11）
- 2025.7.15 银行：关税暂缓，流动性环境改善——6月社融数据点评
- 2025.7.15 不动产与空间服务：周评#447：上周新房销售同比降三成
- 2025.7.15 化工：油气化工2025下半年展望：寒尽春生，拐点将至
- 2025.7.15 主题研究：光伏周谈Ⅰ“反内卷”持续发酵，期待后续政策落地（25年第28周）
- 2025.7.15 公用事业：电力环保周报：部分区域火电业绩亮眼；甘肃提前实现煤电全成本容量电价
- 2025.7.15 主题研究：多晶硅追踪（2）：硅料报价大幅上涨，供给侧改革拐点渐行渐近
- 2025.7.15 房地产：6月新房销售和房地产投资同比跌幅略走阔
- 2025.7.15 建筑与工程：6月固投：固投同比转负，产业链需求偏弱
- 2025.7.16 煤炭：6月点评：迎峰度夏，需求改善
- 2025.7.16 可选消费：6月社零同增4.8%，关注消费支持政策成效
- 2025.7.16 可选消费：数说消费7月刊：618错位，社零同比放缓
- 2025.7.16 电力电气设备：甘肃发布容量电价政策，独立储能受益明显
- 2025.7.16 交通运输物流：航运“贤”谈第1期：航向2030年
- 2025.7.16 汽车及零部件：汽车及出行设备2025下半年展望：格局演绎接近尾声；关注泛AI时代革新
- 2025.7.16 有色金属：稀土新时代之三：战略价值凸显，供应格局重塑
- 2025.7.16 传媒互联网：6月电商月报：线上实物零售稳健增长
- 2025.7.17 传媒互联网：IP系列#5 授权展产业链调研：IP行业欣欣向荣，衍生价值有望放大
- 2025.7.17 软件及服务：人工智能十年展望（二十四）：AI Agent元年已至，应用拐点或将到来
- 2025.7.17 银行：系统梳理银行股投资
- 2025.7.18 东南亚研究：东南亚7月报告：宏观、互联网与消费
- 2025.7.18 科技：1Q25美股SaaS公司业绩回顾：AI产品持续更新，当下或为商业化的重要拐点

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