

研报精选

2025年7月27日 第231期

宏观专栏

从重“显绩”到重“潜绩”——中央城市工作会议精神学习

报告认为，中央城市工作会议时隔十年再度召开，强调城市发展从外延式增量扩张转向内涵式存量提质增效，以推进城市更新为重要抓手。这既关系城市发展动能的转换，也符合民生福祉改善的期望，为扩大内需、结构转型、区域发展提供重要支撑。

宏观视角看汇率

报告认为，特朗普贸易政策与经济政策的不确定性削弱了美元资产的吸引力，导致美元贬值较多。中长期来看，美国的债务货币化趋势逐渐明显，美元面临的不确定性比较高。

专题聚焦

谁又是南向的主力？——公募2Q持仓的线索

报告认为，今年以来港股市场持续活跃，南向资金在其中扮演了重要角色，可投资港股公募基金总规模整体抬升。持仓上，主动基金在南向中占比继续下降，被动基金在南向中占比提升。

不一样的“股债跷跷板”

报告认为，与过去的典型“股牛债熊跷跷板”相比，国内本轮“股债跷跷板”有所不同，更接近“股牛债平”，背后可能反映本轮股债轮动并非增长预期驱动，而是流动性主导。

宏观专栏

从重“显绩”到重“潜绩”——中央城市工作会议精神学习

中央城市工作会议¹时隔十年再度召开，强调城市发展从外延式增量扩张转向内涵式存量提质增效，这一判断构成了理解城市发展新的逻辑起点。城市更新是城镇化下半场的主战场，需求潜力大，从“拆改留”到“留改拆”、并非棚改再来，回报周期长、需要多元资金和灵活政策的支持。两类城镇化“组团式网络化的城市群与都市圈”、“县城城镇化”共同发力，前者从限定容量转向提升综合承载能力，后者民生是工作重点。同时，转移人口市民化能够发挥增加劳动供给、提振消费投资、提升劳动生产率“一石三鸟”的作用，“两率”缩小虽难，“两证”并轨更易，央地激励不相容之下帕累托改进难，提升中央事权可以实现卡尔多改进。会议还强调“大力发展生活性服务业”，城镇化推动服务业发展，服务业又驱动人口流动，高度关注“一老一小”，健全养老服务体系，发展托幼一体服务。

对比2015年²，此次中央城市工作会议更强调城市发展从外延式增量规模扩张转向内涵式存量提质增效，工作抓手也从棚改等转向了城市更新，城市规划从“框定总量、限定容量”的思路转向要提升“综合承载能力”。会议指出城市工作的总体要求是：“以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，以推动城市高质量发展为主题，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效”。这既关系城市发展动能的转换，也符合民生福祉改善的期望，为扩大内需、结构转型、区域发展提供重要支撑。

1. 从增量扩张到存量提质增效

本次会议明确指出，“我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”，要转变城市发展理念、方式、动力、工作重心和方法，更加注重以人为本、集约高效、特色

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202507/content_7032083.htm

² https://www.gov.cn/xinwen/2015-12/22/content_5026592.htm

发展、治理投入、统筹协调。

城镇化上半场土地城镇化快于人口城镇化，随着城镇化进入下半场，人口增速放缓与老龄化，金融周期下行调整，房地产市场供求关系发生重大变化³。我国常住人口城镇化率从1978年的17.9%提高到2024年的67%，城镇住房存量从1978年的不足14亿平方米上升到2024年的接近350亿平方米，将近7亿人口实现了从乡到城的转移⁴。国际经验显示，城镇化率30%-70%通常被认为是城镇化快速发展区间⁵。2024年7月出台的《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》（下称《新型城镇化五年行动计划》）目标是五年后常住人口城镇化率提升至接近70%⁶。过去五年城镇化率增速已经由此前5年的1.39ppt放缓至0.86ppt，我们预计未来或将进一步放缓，城镇化进入下半场。同时，城镇化上半场还存在“土地城镇化”速度快于“人口城镇化”速度的问题，2010年至2022年间，中国城市建设用地面积增幅高达49.5%，而同期城镇常住人口增幅为37.5%，土地扩张与人口增长的不匹配反映了城镇化上半场土地资源的粗放式发展。

另一方面，随着房地产供求关系发生重大调整，城市发展模式需要转换。房地产“高负债、高杠杆、高周转”、重开发轻保障、重增量轻存量、重数量轻质量的旧发展模式，逐步向“人、钱、房、地”匹配（以人定房→以房定地→以房定钱）、租购并举、存量增量统筹（消化存量、优化增量）、“高品质、低风险、可持续”的新发展模式转变。城市开发“房地产扩张-土地财政-基建投资-房价上涨”的旧模式已经难以为继，城市发展从外延式转向内涵式、从“物理城市”转向“功能城市”、从“铺摊子”转向“提质量”、从重“显绩”转向重“潜绩”、从重面子转向重里子。2025年5月中办、国办印发的《关于持续推进城市更新行动的意见》⁷（下称《城市更新行动的意见》）提出，到2030年“城市开发建设方式转型初见成效”。

³ https://www.gov.cn/zhengce/202410/content_6982001.htm

⁴ https://www.mohurd.gov.cn/xinwen/gzdt/art/2025/art_f28c7d94f6134ef290411fb427f5e3e5.html

⁵ https://www.gov.cn/zhengce/202507/content_7032413.htm

⁶ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202407/content_6965543.htm

⁷ https://www.gov.cn/zhengce/202505/content_7023882.htm

2. 从棚改到城市更新

会议提出“以推进城市更新为重要抓手”。中国城镇化的上半场催生了大量新城新区的建设，城市更新行动将成为新型城镇化进程下半场的主战场。

城市更新，需求潜力巨大。住建部部长倪红曾表示“从我国城镇300多亿平方米存量住房需要更新改造来看，房地产还是有很大的潜力和空间的”⁸。4月发改委亦表示地下管廊“初步统计未来5年需更新改造燃气、排水等各类管道约60万公里、能够创造约4万亿元的投资需求”⁹。

城市更新，目的是打造宜居、美丽、韧性、智慧城市。城市更新不仅体现在物理空间的改造，还涉及公共服务完善和社区治理创新等方面。会议强调“稳步推进城中村和危旧房改造”，“解决城市空气治理、饮用水源地保护、新污染物治理等方面的问题……提升城市生物多样性”，“建设安全可靠的韧性城市…推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级”，“强化统筹城市防洪体系和内涝治理”，“严格限制超高层建筑，全面提升房屋安全保障水平”，“着力建设便捷高效的智慧城市”等。城市更新主要聚焦在于：一是通过“留白增绿”，建立人与自然和谐共生的关系；二是增强城市基础设施支撑能力，以提升抗冲击和自然灾害应对能力；三是增补公共服务设施，以适应基础型和发展型消费需求；四是城市功能的推陈出新和升级迭代¹⁰。

从“拆改留”到“留改拆”，城市更新并非棚改再来。2021年，“十四五”规划《纲要》提出“加快转变城市发展方式，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动”，同年，住房和城乡建设部发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》。城市更新从过去的“拆改留”进入“留改拆”新模式，强调在城市更新中尽可能多的“留”“改”、尽可能少的“拆”，立足于保护、保留与改造提升，强调精细化、小规模、渐进式、可持续的原则¹¹。《城市更新行动的意见》强调以“四好”建设为标准（好房子、好小区、好社区、好

⁸ https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_26620054

⁹ <https://news.cctv.cn/2025/04/28/ARTIQQ5mO9w6pYWKxLJxPqh7250428.shtml>

¹⁰ https://tucsu.tsinghua.edu.cn/info/research_zjsj/4003

¹¹ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-08/31/content_5634560.htm

城区),“拆”字当头的模式将成为历史,取而代之的是对现有建筑的智慧升级、对历史遗存的精准保护。同时“无体检不更新”的提出表明城市更新是坚持问题导向和需求导向的。

城市更新回报周期长,需要多元资金和灵活政策的支持。与棚改拆除重建、土地财政快速回款的模式不同,城市更新主要通过空间提质、增效、降本,来聚人、创收(地租或税收)、增值,项目回报周期更长。《城市更新行动的意见》提出要健全多元化投融资方式,加大财政支持力度,如超长期特别国债、地方政府专项债券、相关税费减免。同时2025年中央预算内投资设立城市更新专项¹²;鼓励金融机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下,强化信贷支持;吸引社会资本参与,推动符合条件的项目发行REITs、资产证券化产品、信用债等。此外,《城市更新行动的意见》还强调完善用地政策,强调允许混合开发与用途合理转换,优化零星用地集中改造、容积率转移或奖励政策。而纽约的高线公园和百老汇正是通过容积率银行实现了发展权转移才得以实现了改造与保护¹³。

3. 大国大城与县域城镇化

本次会议提出,一是发展组团式、网络化的城市群与都市圈,二是分类推进县城的城镇化。这延续了《新型城镇化五年行动计划》聚焦两类重点地区城镇化的思路,一类是“大国大城”,对城镇化率较高且人口持续集聚的地区,实施现代化都市圈培育行动;另一类是“就近城镇化”,对城镇化率低且人口规模大的县域地区,实施潜力地区城镇化水平提升行动。

对于发展组团式、网络化的城市群与都市圈,会议强调“着力优化现代化城市体系,提高城市对人口和经济社会发展的综合承载能力,发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈”(城市群是8-10万平方公里,都市圈是2-3万平方公里)。

► 从吸引力看,当前城市群成为我国区域经济发展的重要引擎,19个城

¹² <https://www.news.cn/politics/20250521/95a7fe2de7964689b8a53b784ceb4ded/c.html>

¹³ <https://www.cih-index.com/news/2025-07-07/53094099.html>

市群承载了全国70%以上的人口、贡献了80%以上的国内生产总值¹⁴。联合国经济和社会事务部人口司也预计¹⁵，未来二十年内我国将会形成更多的大城市。

► **从政策导向看**，与2015年“框定总量、限定容量”的方针不同，本次会议更强调提升大城市的资源、交通、环境等“综合承载能力”，“坚持人口、产业、城镇、交通一体规划，优化城市空间结构”。2024年2月深改委会议审议通过了《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》，要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度¹⁶。

► **从建圈组群看**，习总书记强调“靠归大堆、摊大饼，是养不出现代化城市群的”，“要坚持城市内涵式发展”¹⁷。组团式强调群圈内的产业链分工协同，网络化强调互联互通、相互配合而非单向依附。

► **从均衡发展看**，根据国际经验发现，当经济集聚与人口集聚同步时，人均GDP差距会缩小，中国因经济集聚度高于人口集聚度，区域差距大于发达国家，但中国人口的持续集中正在缩小这一差距¹⁸。近年跨省流动人口比重下降，一个重要原因是省界效应在增强，体制方面跨省一体化慢于省内一体化（如社保省内统筹为主，全国统筹有待提高）、落户门槛仍高。

会议还强调要分类推进县城的城镇化。

► **县域亦是农业转移人口就近城镇化的重要载体**。县城占全国城镇常住人口的近30%，近十年中西部地区就业的农民工增长了27%，县城和县级市城区常住人口增长超过30%¹⁹。县城被视为阶段性的人生驿站，是低成本的城市生活适应地和技能学习地，也会吸引在城市打拼过的人回去养老。根据甘犁的相关研究²⁰，夜间灯光的卫星数据显示，农村人口从村里迁出后，向千人规模的聚居点（乡镇）集中，2010-2020年间4000人左右的聚落人口增长最快；使用

¹⁴ <http://theory.people.com.cn/n1/2025/0720/c40531-40525616.html>

¹⁵ <https://population.un.org/wup/countryprofiles?country=China>

¹⁶ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6932052.htm

¹⁷ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202507/content_7032431.htm

¹⁸ <https://www.chinathinktanks.org.cn/content/detail/id/e3o2hg77>

¹⁹ <https://m.mp.oeeee.com/a/BAAFRD000020240802982390.html>

²⁰ 甘犁，弋代春，彭常燕，何清等著，《中国家庭金融调查（第六轮）研究报告》，2025年5月

从CHFS的社区问卷数据，2023年较2013年村一级人口占比减少了14.5%，其中大约一半留在镇上，一半进城。

► **县域城镇化空间仍大。**在386个县级市中，有208个城镇化率低于60%，占比超过一半，在1496个市辖县中，更有1356个县城镇化率低于60%，占比超过九成²¹。

► **分类推进，精准施策。**县城按照资源禀赋、区位条件及功能定位被划分为五大类，要依据县城禀赋制定差异化路径，“大城市周边县城”融入都市圈，“专业功能县城”培育专业化支柱产业，“农产品主产区县城”推动农村一二三产融合，“重点生态功能区县城”侧重绿色发展，“人口流失县城”实施“精明收缩”策略。

► **民生是县域城镇化的工作重点。**目前来看，县级一般公共预算支出中主要依靠转移支付，表明县域经济发展带来的财政收益有限。县域城镇化的工作重点应放在教育、医疗、养老、住房等民生方面，提升公共服务质量，这样可推动县域内的包括农村留守人口向县域集聚，以此带来县域人口增长和市场规模增加，促进县域的家庭消费。

4. 转移人口市民化

会议强调“持续推进农业转移人口市民化”。以人为本的新型城镇化，对于转移人口，不仅要实现“进得来”（就业转移），也要“留得下”（落户或近似基本公共服务的居住证），更要“过得好”（公共服务均等化），实现“劳有所得、住有所居、学有所教、老有所依”。

转移人口市民化能够发挥“一石三鸟”的作用，一是通过增加劳动力供给，稳定制造业的比较优势。二是可以提高居民消费和建设投资需求。从消费看，蔡昉（2023）²²的估算显示，常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率长期存在18个百分点的差异，如果户籍制度改革使1.76亿外出农民工全部成为城镇户籍

²¹ <https://36kr.com/p/3382429871651078>

²² 蔡昉，2023，《户籍制度改革的效应、方向和路径》，《经济研究》第10期

居民，由此产生的居民消费增量可达1.2万亿元。同时，蔡昉的研究显示，城乡差距曾是收入差距的主要部分，如今城镇内部差距已占主导，借鉴OECD国家经验，通过再分配可使基尼系数大幅降低²³，缩小收入差距的重心转向城镇内部，围绕户籍制度改革和基本公共服务均等化上做文章，可事半功倍。从投资看，农民进城定居，既带动住房、市政道路、停车位、充电桩等基础设施投资需求，又产生大量教育、卫生等公共服务设施投资需求。国家发展改革委副主任郑备也曾表示，我国城镇化率提高1个百分点，可以拉动万亿元规模的新增投资需求²⁴。三是促进劳动力按照生产率提高的方向流动，通过资源重新配置提高整体社会的劳动生产率。

“两率”缩小虽难，“两证”并轨更易。缩小常住和户籍人口“两类城镇化率”难度较大，或是因为一次性大规模落户对于流入地公共资源和财政的压力较大。而居住证与户籍证“两类证”享有的基本公共服务并轨可以更为渐进，由常住地提供公共服务符合“共建共享”原则，与居住年限挂钩的提供机制更具可操作性，社保完整性和连续性仍有提升空间，维护好“三块地”权益可以减少农业转移人口进城的后顾之忧（参考宏观专题报告《[从“进得来”到“过得好”——新型城镇化五年行动计划解读](#)》）。同时，农民工非正规就业比例持续上升，有学者以“非单位就业”口径测算，规模约3.1亿人，其中主体为农民工，这些劳动者因缺乏城镇户籍，难以享受正规就业的合同保障、工资增长机制及社会保障，成为劳动力市场的脆弱群体，需要增加社保覆盖面、提升保障标准²⁵、推动就业服务、增强市场监管。

从帕累托改进到卡尔多改进。蔡昉（2023）提出，户籍制度改革和基本公共服务均等化难点在于央地激励不相容²⁶。地方政府承担公共服务支出成本，却无法独享改革红利（如消费增长、经济效率提升），导致部分地区以“买房入学”等隐性条件限制落户，本质是土地财政对改革的制约，传统“帕累托改

²³ <http://www.chinareform.net/plus/view.php?aid=43426>

²⁴ https://www.gov.cn/yaowen/shipin/202408/content_6966149.htm

²⁵ 蔡昉，2023，《户籍制度改革的效应、方向和路径》，《经济研究》第10期

²⁶ 蔡昉，2023，《户籍制度改革的效应、方向和路径》，《经济研究》第10期

进”逻辑恐怕难以实现。为此需转向“卡尔多改进”模式，即先用政策改革实现整体收益改进，而后通过分配手段进行调节。具体来讲，可将户籍改革和公共服务均等上升为中央事权，通过中央财政转移支付预先支付改革红利，解决地方政府支出压力，建立改革成本分担、收益共享机制。

近日，国家发展改革委表示，要以“两重、两新”资金为抓手，加大新型城镇化重点领域投入²⁷。一是加大“两重”建设力度，支持符合条件的新一轮农业转移人口市民化、潜力地区城镇化水平提升、现代化都市圈培育、城市更新和安全韧性提升等标志性重大项目建设，因势扩围下沉至人居环境、市政设施、产业配套等城镇化补短板强弱项重点领域。二是针对老一代、新生代、新世代等不同类型的农业转移人口群体的消费特征和需求，制定差异化的消费品以旧换新接续政策，纳入“两新”专项支持范围。三是允许人口流入城市利用超长期特别国债、地方政府专项债等资金，加大闲置存量土地回收和存量商品房收购力度，持续扩大农业转移人口保障性住房供给。

5. 发展生活性服务业

会议提出“大力发展生活性服务业，提高公共服务水平，牢牢兜住民生底线”。以人为本的新型城镇化，不同于以物为本的城镇化（以土地扩张、物质积累和投资建设为核心），要满足居民基础型消费的升级和发展型消费的提升，满足好居民的教育、医疗、养老、文化等需求。

城镇化推动服务业发展，服务业又驱动人口流动。一方面，由于规模效应和收入效应，大城市更具发展服务业的优势。钟粤俊，奚锡灿&陆铭（2024）测算显示，降低人口流向大城市的障碍若下降25%，能够更好地实现产业结构转向，服务业占就业和GDP比重将上升约2个百分点，城市间收入差距减少7.3%，GDP和社会福利提高约7%²⁸。另一方面，服务业又成为人口流动的核心驱动。服务业占GDP主导地位且贡献近半就业，其发展高度依赖人口规模与密度，推动劳动力持续向城市集聚，近几年农民工群体呈现职业从制造业向服务业转型

²⁷ <https://www.yicai.com/news/102715502.html>

²⁸ 钟粤俊,奚锡灿 & 陆铭.(2024).城市间要素配置: 空间一般均衡下的结构与增长.经济研究,59(02),59-77.

的特征。2025年3月中办、国办印发了《提振消费专项行动方案》，促进生活服务消费是其重点工作之一²⁹。

习总书记强调“高度关注‘一老一小’，健全养老服务体系，发展托幼一体服务”³⁰。对于“一老”，要建立居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系。当前我们的养老方式是“9073”，即90%居家、7%社区、3%机构³¹，亟需发展社区嵌入式养老，医保和财政钱随人走，发展分类诊疗体系（住院、门诊、康复、长护、安宁疗护），发展纵向学科建设型医联体和横向紧密型医共体（大医院研究解决问题、社区驿站和社区医生进行急性治疗，家庭诊所和家庭医生做家庭照护与救援），发展老年照护经济、规范家庭就业。鼓励和推动农村老人进城养老与补齐就地养老服务的有机结合。对于“一小”，七普数据显示2020年17岁以下儿童中46.4%处于流动或留守状态³²。2021年学前教育阶段，进城农民工随迁儿童中，61.6%在普惠性幼儿园就读，比全国平均水平低26个百分点；义务教育阶段，“在一起”和“入公办”指数虽然逐年提高，但是仍有近一半的流动人口子女不能与父母在一起居住和生活。

以上观点来自：2025年7月24日中金公司研究部已发布的《从重“显绩”到重“潜绩”——中央城市工作会议精神学习》

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

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

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

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

²⁹ https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7013808.htm

³⁰ <https://news.qq.com/rain/a/20250718A02QK000>

³¹ https://health.cnr.cn/yg/20210408/t20210408_525456918.shtml

³² https://www.stats.gov.cn/zs/tjwh/tjkw/tjzl/202304/t20230419_1938814.html

宏观专栏

宏观视角看汇率

近期市场对主要货币汇率走势高度关注，前一段时间美元贬值较多，欧元升值较多。最近美元指数小幅反弹，人民币兑美元在“补涨”。如何看待近期的这些变化？

过往经验表明，汇率走势很难预测，其决定因素很多，不仅有单边因素，还有双边甚至多边因素。举个例子，我们对比了过去20多年国际货币基金组织（IMF）对美元实际有效汇率（REER）的评估与次年美元REER的实际变化，我们发现二者有一定程度的偏离。再以人民币汇率为例，比如2013年四季度，市场共识是人民币兑美元汇率即将进入“5时代”，但就在人民币兑美元离“5时代”一步之遥之际出现趋势逆转。那么如何分析汇率走势呢？

为了更好地评估汇率，我们认为，有必要突破当今分析汇率的主流框架，换个视角看汇率，从新古典回归凯恩斯（参见报告[《换个视角看汇率》](#)）。新古典框架认为经常账户是汇率的主要决定因素，而（后）凯恩斯主义认为资本流动才是影响汇率的根本力量。在资本流动和外汇交易体量大、波动大的背景下，变化偏慢的经常账户对汇率的解释力明显下降，从新古典主义回归（后）凯恩斯主义能帮助我们更好地理解汇率的变化。（后）凯恩斯主义更强调经济的不确定性、市场的非理性、动物精神（情绪）、货币非中性等因素，认为经常项目未必有均衡值，更重视金融本身对汇率的影响。新古典主要围绕经常项目的变化来分析汇率的变化，更重视实体因素，强调汇率自身的调整以使得经常项目达到均衡。我们不必要将这两个框架完全对立起来，但在全球资本流动体量大、波动大的情况下，（后）凯恩斯主义思维与事实更加吻合。

还有一个值得关注的现象是，白宫经济顾问委员会主席米兰认为美元被高估，导致美国制造业空心化，而美国财政部长贝森特多次表示要确保美元在长期内保持强势，认为美国是全球资本的最佳目的地。两者分歧在于贝森特更关注资本项下美元特权带来的好处，思维更接近（后）凯恩斯主义，而米兰更强调经常项目逆差，其思维更接近新古典主义。

虽然美国经常项目逆差一直比较稳定，但是特朗普贸易政策与经济政策的不确定性削弱了美元资产的吸引力，导致美元贬值较多。开年以来，美元指数累计下跌幅度超过10%。特朗普政策的不可预测性（尤其是不断调整的关税措施）、批评美联储主席决策并试图削弱联储独立性、以及财政赤字担忧推动的美债利率快速上升等，一定程度上让投资者对美元“安全港”地位产生了怀疑，进而趋于减少美元持有或更多选择套保对冲。同时，欧洲开启大财政、日本基本面逐步企稳、中国在科技创新上取得突破，非美市场相较美股的成长性开始凸显，带来资金在美股和其它市场间的再平衡，进而推动美元趋势性走弱（参见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》）。

7月以来，特朗普再度频繁宣布新一轮关税政策，尽管近期一些国家与美国达成贸易协议，但它们都接受了高于10%基础关税的税率：越南（20%）、印尼（19%）、菲律宾（19%）以及日本（15%）。与4月不同，此轮关税不仅涉及国家层面，也将延伸至铜等关键行业，如果将特朗普自7月以来宣布的关税措施全部计算在内，美国的整体有效关税税率或将超过20%，对其经济与通胀产生额外压力。

往前看，中长期来看我们认为美国的债务货币化趋势逐渐明显，美元面临的不确定性比较高。7月4日“大美丽法案”通过，我们预计未来几年美国赤字率依然可能保持6.5%-7%之间的高位（参见《[特朗普2.0“大财政”再进一步](#)》）。而近期特朗普、贝森特、约翰逊等一众官员对美联储主席鲍威尔的攻击则表明³³，美国财政干预货币政策的迹象在逐渐明显（参见《[如果美联储关键官员提前离职，如何交易？](#)》）。鲍威尔的任期即将在2026年结束，特朗普政府也已释出了筛选一位更偏鸽派联储主席的意图³⁴，我们认为货币政策配合财政扩张（即债务货币化）的可能性正在增加。中长期内美元流动性可能较为充裕，进而压制美元汇率。

³³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-07-23/speaker-johnson-says-he-s-become-disenchanted-with-powell>; <https://www.cbsnews.com/news/trump-asked-gop-lawmakers-if-he-should-fire-jerome-powell-sources/>

³⁴ <https://www.reuters.com/world/us/trump-says-feds-powell-will-be-out-8-months-calls-him-numbskull-2025-07-22/>

美元走弱，人民币兑美元升值，但人民币一篮子汇率小幅贬值。今年年初以来，人民币兑美元累计升值1.7%，然而，人民币兑其他货币走势与美元不同，比如人民币年初以来兑欧元累计贬值8.9%。把人民币兑各个货币的汇率综合成一个指数，我们可以发现人民币兑一篮子货币自年初以来累计贬值了5.3%，4月以来累计贬值了2.9%。这说明两个结论，第一是年初以来人民币兑美元的升值更多由美元自身的因素驱动，美元自身问题促使资金从美国回到资金来源地，人民币兑美元汇率也受益于这一趋势，净结汇率有所上升。我们从包含经常账户和金融账户的全口径、以及仅包含出口商的窄口径两个口径测算，2020年以来，综合待结汇资金累计约6500亿美元，出口商待结汇资金预计约20000亿美元，均处于历史较高水平。2025年6月结汇率从年初的61.2%回升至62.3%，带动净结汇率-10%回升至-0.9%，结汇回升推升人民币升值。第二是汇率对出口仍起到支撑作用，对于出口来说，人民币一篮子汇率要比人民币兑美元汇率更加重要，兑一篮子汇率的变化在可以部分对冲关税变化的影响。

年初到目前为止，人民币兑美元汇率走势或以“被动”为主，但接下来我们要关注中美关系以及国内经济与资产价格变化等因素的影响。在中国经济增速有底，资本市场信心改善的情况下，如果中美关系也有所缓和，短期内人民币兑美元汇率上行可能还将继续。

以上观点来自：2025年7月24日中金公司研究部已发布的《宏观视角看汇率》

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

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

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

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

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

专题聚焦

谁又是南向的主力？——公募2Q持仓的线索

今年以来，港股市场持续活跃但又高度结构化的行业轮动行情，与异常充裕的流动性息息相关。我们在《[谁在主导港股行情？港股流动性图景](#)》详细分析了港股资金面的构成与未来演变。在影响港股资金面的几股主要力量中：除了5-7月金管局意外投放大量资金导致港股微观流动性极度充裕外，南向资金扮演了关键甚至决定性的角色，海外资金并没有大幅回流甚至相比3月底的配置比例还有下降。往前看，考虑到金管局为了守住港币弱方仍需不断回笼资金（《[Hibor如何影响港股？](#)》），美国财政三季度有1万亿美元发债供给压力（《[“大美丽”法案后的美债、美股与流动性](#)》），南向资金将扮演更为重要的作用，证据是：1）南向资金成交占比进一步走高至35%的高点；2）外资从数据和调查结果上，不仅没有大举增配，低配人数占比反而增加。

今年以来，南向净流入规模已达到7974.5亿港元，已经接近去年全年8,078.7亿港元的流入总规模。南向资金中，根据资金属性所体现的交易特点反推，

1）主动公募基金港股持仓占比从去年底的25.8%提升至32.5%，当前此类基金总规模约1.55万亿港元，年初至今港股配置提升规模约1,000-1,200亿港元。不过考虑到其中存在指数价格因素后（平均涨幅15%左右），年内此类基金港股净增量约850-1,050亿港元，贡献年初以来南向约8,000亿港元流入的10-15%左右；

2）公募整体港股持仓占比从去年底的30.5%提升至目前39.8%左右，此类基金总规模约2.62万亿港元，年初至今港股配置提升规模约2,500-3,000亿港元，同样考虑价格因素，年初至今港股净增量约2,200-2,800亿港元。排除主动公募约900亿港元，此类（ETF为主）基金港股净增量约1,500-2,000亿港元，贡献南向的25-30%；

3）余下约50%的部分相对难以拆解，其中保险部分更多是稳步买入分红

尤其是银行,我们也看到年初以来港股银行板块AH溢价已经低于理论上125%的“隐形底”(贡献约25-35%);而另外15-20%的部分则属于直接开通港股通交易的个人投资者与私募基金等。结合公募基金最新披露的半年报,我们更新公募基金的港股持仓和配置变化,以此提供更多南向资金动向的细节。

整体趋势:主动权益港股仓位升至32.5%,但在南向中占比继续下降,说明主动公募并非主力

首先看总规模,可投资港股公募基金总规模整体抬升,新发基金数目同样加速。截至二季度末,内地可投港股公募基金(剔除QDII)共4,048只,总资产2.62万亿人民币,较一季度增加152只,规模也环比增加1,532亿人民币,占全部13,561只非货基和20.1万亿人民币规模的29.9%和13.1%,均较一季度有所提升。这其中,1)主动偏股基金2,200只(总规模1.56万亿人民币,不含ETF),规模增加326亿人民币。2)可投港股ETF规模增长更快,截至二季度规模达3809.3亿人民币,较一季度末的3264.1亿人民币增长16.7%。发行方面,二季度可投港股公募基金新发数较一季度明显加速,新增155只,本季度新发行基金的规模也较上季度有所上升,约861亿人民币(对比一季度112只与716亿人民币)。主动偏股型基金同样如此,发行速度较一季度提速,共65只,且新发行基金的规模增加335亿人民币(一季度发行43只与124亿人民币)。

其次看持仓情况,主动基金港股仓位再创新高,但在南向中占比继续下降,说明主动公募并非南向主力。上述4,048只公募基金持有港股市值7,343亿人民币,较一季度6,509亿人民币增长12.8%。截至二季度末,公募港股持仓占其股票投资市值比例从上季度的36.9%进一步升至39.8%,再创沪港通开通以来新高。对比之下,二季度恒指与MSCI中国涨幅仅为0.8%与4.1%,恒生科技甚至下跌1.7%。

进一步看主动偏股型基金,二季度港股持仓4,379亿人民币,较一季度小幅增加6.5%(一季度4,112亿人民币),但升幅明显小于整体和被动基金的增加幅度,港股仓位从上一季度的30.8%升至32.5%。不过,在这一过程中,主动基金持股在南向中占比从9.7%下降至9.2%,说明主动权益基金并非南向主力。

对比之下，被动ETF持有港股市值则从3264.1亿元提升近17%至3809.3亿元，被动基金在南向中占比从5.6%升至6.2%，说明个人和其他通过ETF配置的机构投资者如企业年金等贡献较大。

行业配置：医疗保健与金融最受青睐，零售与媒体娱乐下滑最多，个股集中度下降

生物医药、银行与保险等提升最多，零售以及媒体娱乐明显下滑。对比一季度，内地公募持有港股老经济市值占比从20.7%升至22.9%，新经济占比则自去年一季度以来首次下滑。细分看，生物科技，银行与保险等板块市值占比提升最多。相反，可选消费零售、媒体与娱乐、汽车与零部件、半导体降幅最大。从绝对持仓水平看，媒体娱乐、制药与生物科技以及可选消费零售等持仓最高；商业和专业服务、医疗保健设备，必需消费等持仓比例较低。相比自身历史水平，银行与保险等板块已处于历史配置高位；相反，消费者服务、能源与房地产等则处于历史低位。

个股层面，头部集中度明显下降；信达生物、三生制药与泡泡玛特增持最多，阿里巴巴与腾讯下滑明显。二季度内地公募基金增持医药与新消费，其中信达生物、三生制药与泡泡玛特无论是在持有基金数还是市值均增加最多；相反，阿里巴巴、腾讯与小鹏汽车等则减少最多。重仓持股层面，三生制药与快手替换理想汽车与中海油进入前十大重仓股行列。相比一季度，持有信达生物、三生制药、泡泡玛特与石药集团的基金数量上升最多。相反，持有阿里巴巴、腾讯控股、小鹏汽车以及比亚迪股份等的基金数量明显减少。此外，**重仓股集中度在二季度明显下滑**，前3大重仓股占前100只重仓股市值30.9%，较一季度下滑8.9个百分点，前10大重仓股占前100只重仓股市值也从一季度的64.2%下降至58.7%。

以上观点来自：2025年7月24日中金公司研究部已发布的《谁又是南向的主力？——公募2Q持仓的线索》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 分析员 SAC 执证编号：S0080524010002 SFC CE Ref: BSV497

专题聚焦

不一样的“股债跷跷板”

中国：不一样的股债跷跷板，不一样的资产启示：4月美国关税冲击降温之后，沪深300已从底部反弹14%，债市相对承压，“股债跷跷板”效应受到市场关注。我们发现本次股债跷跷板与历史上典型的股债轮动明显不同，因此市场启示相异：

1) 股票风格不一样。典型的股强债弱跷跷板由增长预期改善驱动，周期、制造、消费等与经济增长关联紧密的股票板块领涨，大盘跑赢小盘。在7月初“反内卷”之前，本轮股票上涨很大程度上由银行股与小微盘驱动，小盘跑赢大盘。去掉银行贡献后，股票指数涨幅有限。

2) 股债表现不一样。在过去六轮股债跷跷板中，沪深300每上涨10%，平均对应十年期国债利率上行22bp。本轮股票上涨超过10%，债券利率虽然阶段性冲高，但最终同期仅上行3bp，与其说“股牛债熊”，更准确的表述是“股牛债平”。

本轮不一样的股债跷跷板，可能反映股债轮动并非增长预期驱动，而是流动性主导。事实上，从通胀与地产周期来看，当前更容易出现“股熊债牛”，与实际股债交易方向相反，说明增长预期并非市场主要矛盾，而应从流动性视角理解股债轮动：自去年9月以来，宏观流动性明显改善，信贷脉冲、财政脉冲与社融增速都指向宽松。

此前流动性传导不畅（《[流动性变局重塑资产规律](#)》），宏观流动性难以有效转化成经济与股市上行动能，因此对金融市场指示意义下降。但近期M1明显上行，说明流动性传导已经改善，宏观流动性对市场的指引效应可能上升。存款活化伴随非银存款明显上升，对金融资产形成支持。

从换手率、两融余额等指标看，股票流动性确实与宏观流动性同步改善，散户与保险资金分别托举小盘与银行板块，同时主题热点频出，支持股市表现。再看债市，为了维持金融稳定，央行阶段性推升DR007-OMO利差，引导长端

利率，叠加国债供给与信贷投放加速，让债市流动性与宏观流动性背离，债市阶段性承压。

因此股债流动性差异可能是股债跷跷板的关键。与增长预期驱动的典型股债跷跷板相比，流动性驱动的股债跷跷板**风险偏好更低**，部分投资者只是由于**资金充裕增加股票配置，并未减少债券配置**，因此对债市利空有限。

我们认为这种“非典型”股债跷跷板并非市场稳态，**如果8月份宏观风险排除**，风险偏好有进一步提振空间，市场可以向典型股债跷跷板过渡：在此情景下股票进一步上涨，且可能从银行、小微盘向科技、制造等大盘扩散。目前恒生科技与高股息的估值差处于相对低位，风格切换的赔率正在上升。

但是现在就排除宏观风险，可能为时尚早：8月1日与8月12日是美国关税暂缓期对海外诸国与中国的截止日期，目前市场对关税前景预期乐观，但事实上特朗普政策变数非常高，4月初的“对等关税”就是典型例子。我们建议在8月关税不确定性排除之前**暂时维持稳健的资产配置，继续超配高股息与债券**，待关税不确定性落地后再做决断。

海外：美债供给风险可控，真正风险来自通胀，海外资产对潜在风险定价过于乐观：今年市场比较担忧Q3美国债务上限解除后美债发行过快，美债供给压力形成金融风险。我们持质疑观点，认为下半年美债供给风险相对可控([《大类资产2025H2展望：秉韧谋新》](#))：

虽然“大美丽法案”扩大财政赤字，但是美国关税收入大幅增加，同步减少财政赤字。我们预测两项政策的净效果是今年美国财政赤字率从6.4%降至5.5%左右，发债压力推迟到2026年。实际上美国月度数据已经从财政赤字转为**财政盈余**，降低今年的融资发债需求，正在验证我们的判断。

由于债务上限早在7月初就已解决，美国TGA资金账户消耗幅度小于此前几次债务上限危机，因此减少了美国财政部发债补充资金的规模。根据财政部自己公布的计划看，Q3发债节奏比较缓和，并没有计划在短期大幅增加美债供给。

退一步讲，即使美债供给增加，由于美国银行体系储备金当时仍然较为充裕，美联储可运用SLR调整、SRF等工具改善流动性，因此我们认为Q3美债发行大概率不会对市场流动性与资产走势产生明显影响，真正的风险来源来自关税带来的通胀上行压力。

过去一个季度内我们并未立即看到美国通胀反弹，是由于被加征关税的很多是中间品和资本品，这些品类的价格上涨传导到CPI的速度较慢，同时受到CPI采样和统计方法影响，从加征关税传导至CPI反弹平均存在1-2个季度的时滞。目前通胀预期大幅回落，或是把过去几个月的低通胀线性外推，低估了通胀风险。

我们的通胀分项模型已经开始捕捉到关税驱动的通胀反弹迹象：

除汽车以外的核心商品(占通胀比重13%)环比增速从0.14%跳涨至0.55%，上行幅度明显高于模型预测。我们预测未来几个月关税会在美国通胀数据中有更多体现。

在通胀以外，高利率压制、财政支持退坡、政策不确定性上升，美国增长快速走弱的风险也值得关注。我们仍然预测美国经济或者走向滞胀，或者走向衰退。无论是哪种情形兑现，均会导致美股商品等风险资产承压。近期美股屡创新高，可能严重低估了上述宏观风险。

以上观点来自：2025年7月22日中金公司研究部已发布的《大类资产配置月报（2025-07）：不一样的“股债跷跷板”》

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

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.7.24 中国图说中国宏观周报：从重“显绩”到重“潜绩”——中央城市工作会议精神学习
- 2025.7.24 中国宏观热点速评：宏观视角看汇率
- 2025.7.24 中国宏观专题报告：图说中国：2025年三季度
- 2025.7.26 中国宏观热点速评：完善定价正当时——《价格法》修订草案解读

策略及大宗商品

- 2025.7.22 大类资产配置月报（2025-07）：不一样的“股债跷跷板”
- 2025.7.22 公募二季报回顾：加仓成长及金融
- 2025.7.24 港股策略：谁又是南向的主力？——公募2Q持仓的线索

固定收益

- 2025.7.21 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.7.21 信用债收益率跟踪周报：科创债ETF上市后规模增长明显，信用利差继续小幅收窄
- 2025.7.22 简评：存款利率调降的外溢与“工具化”——2025Q2公募纯债基及固收+季报点评
- 2025.7.23 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.7.24 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.7.25 中国可转债策略周报：转债量化模型十问
- 2025.7.26 简评：同业存单净增转负，广义基金加大利率债增持力度——2025年6月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.7.26 中国利率策略周报：反内卷行情无碍债牛逻辑，调整或是更好介入机会

行业

- 2025.7.21 化工：出口配额兑现利好企业3Q25盈利改善
- 2025.7.21 REITs：二季报披露有望促进市场交投活跃度——公募REITs周报（7.14-7.18）
- 2025.7.21 主题研究：光伏周谈 | 价格引导和产能退出并行，持续关注后续反“内卷”政策落地（25年第29周）
- 2025.7.21 博彩及奢侈品：2025年6月瑞士表全球出口额同比下滑5.6%

- 2025.7.21 传媒互联网：基金2Q25传媒持仓分析：游戏配置带动偏好明显提升
- 2025.7.21 银行：银行仓位和估值到哪了？（2Q25）
- 2025.7.22 保险：盈利增速分化较1Q收敛-2025中报前瞻
- 2025.7.22 建材：水泥：受益于雅下水电工程开工和“反内卷”政策催化
- 2025.7.22 日常消费：软饮料系列报告四——椰子水新兴成长赛道
- 2025.7.22 不动产与空间服务：周评#448：上周新房、二手房销量基本走平
- 2025.7.22 公用事业：节能降碳系列举措（3）：非水消纳权重再加码，绿电直连、零碳园区帮助应用场景落地
- 2025.7.22 主题研究：6月逆变器出口金额环增，工商储带动单台金额提升
- 2025.7.22 公用事业：电力环保周报：雅鲁藏布江水电开工；服务业及居民需求推升6月用电
- 2025.7.23 煤炭：供需矛盾有望缓解，煤价反弹上行可期
- 2025.7.23 日常消费：基金2Q25食品饮料持仓分析：白酒重仓占比环比下降，软饮料/食品综合等环比略提
- 2025.7.23 半导体：半导体及元器件2025下半年展望：AI飞轮加速
- 2025.7.23 石油天然气：城市燃气1H25业绩前瞻：“内卷式”追求气量增长已不再是企业的战略重心
- 2025.7.23 电力电气设备：再论风电整机：行业性盈利反转或将到来
- 2025.7.23 科技：2Q25基金持仓/沪港通：电子、通信持仓提升，海外算力链景气度高
- 2025.7.23 轻工日化：国际烟草HNB启示录：强技术、大单品与全球扩张之道
- 2025.7.24 物业管理：1H25业绩预览：核心业务平稳，成长性分化
- 2025.7.24 有色金属：稀土：需求改善叠加供应收缩，国内氧化镨钕看涨
- 2025.7.24 不动产与空间服务：近期西南、东南地区商业调研反馈
- 2025.7.24 钢铁：美国钢铁行业：关税政策下的供需重构
- 2025.7.25 农业：生猪产业高质量发展，新范式龙头稀缺性凸显
- 2025.7.25 REITs：REITs二季报点评：基本面有哪些超预期变化？
- 2025.7.25 金融：券商板块缘何表现强劲？
- 2025.7.25 主题研究：2Q25公募基金持仓/陆港通：电新板块公募持仓环比下降，陆港通表现平稳
- 2025.7.26 保险：五问五答：人身险定价利率再度调整
- 2025.7.26 化工：基金2Q25重仓分析：2Q25延续减持，不可抗力叠加反内卷或推动行业触底反弹
- 2025.7.26 传媒互联网：OTA和网约车月报：暑期前段酒店ADR跌幅收窄

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