仅供内部参考，请勿外传



报告日期 2026 年 08 月 28 日

# 棋至中盘的大国竞争

**分析师：王涵**
S0190512020001
wanghan@xyzq.com.cn

**相关研究**

日元日债稳住了吗？——多极化进程中的日本资产逻辑嬗变-2026.01.27

【兴证宏观】2026 年潜在的六只地缘“黑天鹅”-2025.12.30

叙事映射——多极秩序下的全球资产再定价-2025.12.18

## 投资要点：

- **7 月以来资本市场的波动，并未动摇 2024 年以来市场上涨的底层逻辑。**理解本轮波动的关键，在于区分短期情绪扰动与中长期趋势方向。2024 年以来 A 股走强的根基在于三重结构性变化——中国经济从“量变”走向“质变”的增长模式转型、大国博弈格局向有利于中国的方向发展、以及政策层面对资本市场的持续呵护。历史经验表明，长期趋势的兑现过程中往往伴随着剧烈颠簸：1987 年美股暴跌逾 30%，却并未阻止此后十年美国在日美竞争中胜出，全球创新中心向美国转移的大趋势。当前的核心问题是全球产业与地缘的长期趋势是否逆转，而非短期波动本身。

- **世界经济体系原有的“中心-外围”结构已发生变化，中国已向中心移动。**沃勒斯坦的世界体系论指出，经济体在全球贸易中的地位取决于其输出商品的复杂度——复杂度越高、定价权越强，越居于体系中心。此前，全球的中心圈层经济体为包括美国在内的 G7 国家，中国处于外围。但 2023 年的数据显示，中国已明显向中心移动，而原先在中心位置的法国、意大利等在向外移动。

- **AI 竞争格局的变化不会逆转中国长期赶超美国的发展方向，反而将使中国在全球经济体系中处于更有利的位置。**此前，大模型和高端芯片攫取了 AI 产业链的绝大部分利润，美国企业也依靠闭源模型和先进芯片维持领先优势。随着 AI 开源模型能力的提升，使得闭源模型面临日益上涨的“斩杀线”，而 Tokens 价格回落，将利好上下游产业——tokens 需求的上升将带动上游硬件制造产业，而人工智能技术的应用也使得下游应用场景受益。无论从上游制造业的规模基础，还是下游应用生态的广度来看，中国及东亚经济体均具备显著的比较优势。换言之，未来 AI 价值链的结构变化将使得中国处于更有利的位置。

- **美国多线地缘受制，而中国主动塑造周边秩序的能力上升，地缘格局正朝有利方向演化。**美国在经贸和科技领域对华限制未能奏效，调停俄乌未果、对伊僵局难解，暴露出其实力边界。在此背景下，美国集中资源对华施压的空间持续收窄。反观中国，2026 年对台工作会议重提“推动两岸关系和平发展”与“维护台海和平稳定”，同时新增“推进祖国统一大业”，中韩、中俄、中朝领导人互动频繁，中国正以更积极的姿态推动周边安全环境良性发展。地缘此消彼长之下，市场的风险定价基准已悄然改变。

- **金融市场：美国相对实力的下降已逐步传导至金融体系，全球资产定价逻辑正面临重构。**一是美元在全球外汇储备的下降可能仍未结束，目前已回落至 90 年代中期水平，但远高于苏联解体初期的水平；二是美元霸权的衰落使得美联储陷入维护美元、美债与美股三者利益的“不可能三角”——当前联储的预期引导已明确优先保美元，代价是对美债与美股的维护力度减弱；三是美国的传统盟友资产也在面临压力，当前突出体现在日本的资产上，日元资产的压力根源在于日本地缘角色的长期弱化；四是黄金作为非主权储值工具，在单极向多极体系过渡的进程中，其战略配置价值仍值得关注；五是中国股票资产由跟随美股转向独立定价的条件正在形成。

- 风险提示：全球地缘政治变局加速演进；全球经济、政策不确定性上升。

仅供内部参考，请勿外传



# 目录

一、 如何理解 7 月以来的市场波动？ ..... 3
二、世界经济旧有的“中心-外围”结构正在被打破 ..... 3
三、AI 竞争不会改变中美力量切换的长期发展趋势 ..... 4
四、美国多线受制，地缘格局正朝有利于中国的方向变化 ..... 5
五、金融市场：美元霸权收缩与全球资产定价逻辑的重构 ..... 6

# 图目录

图 1、 1987 年股灾没有中断美国在日美竞争中的上升过程 ..... 3
图 2、 中国在全球经济复杂性体系中的位置明显上升 ..... 4
图 3、 中美模型之间的能力差异在收窄 ..... 5
图 4、 开/闭源模型之间的能力差异在收窄 ..... 5
图 5、 美国对华施压工具可能由直接经贸摩擦转向间接地缘压力 ..... 5
图 6、 美元的储备地位已出现明显下降，但仍高于苏联解体后初期的水平 ... 6
图 7、 美政府债务高企，其可持续性担忧加剧 ..... 7
图 8、 “保美元”优先的代价是美债利率压力上升 ..... 7

仅供内部参考，请勿外传

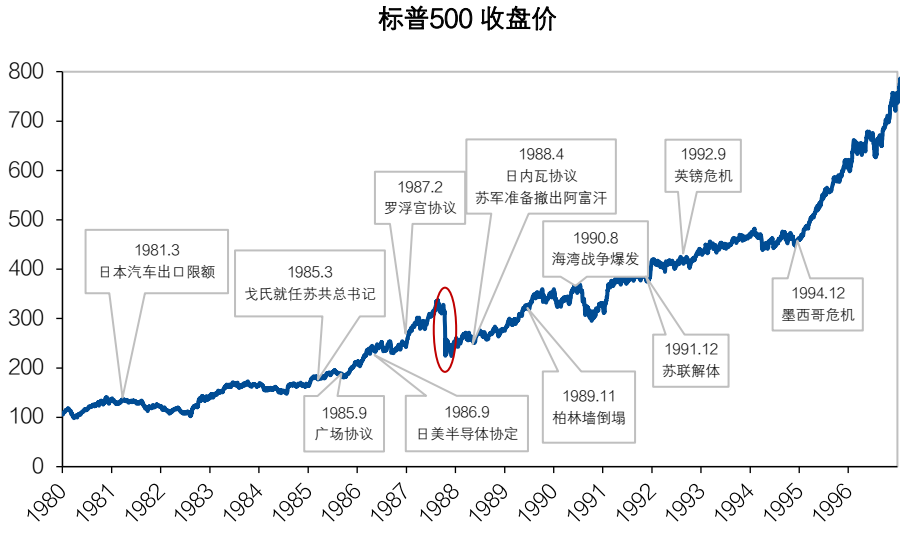


## 一、如何理解 7 月以来的市场波动？

**理解本轮市场波动的关键，在于厘清当前驱动 A 股长期趋势的底层逻辑是否发生根本性转变。**7 月以来，市场出现了一定程度的波动，如何理解本轮市场的波动，我们认为首先需要回顾 2024 年以来 A 股上涨的底层逻辑。正如我们在 2025 年 9 月的电话会议《对本轮市场行情的思考——怎么理解、如何演进、到哪儿了？》中曾指出的，本轮 A 股上涨的底层逻辑包括三个方面：一是中国经济结构的转型正在从量变走向质变，使市场逐渐认识到中国从“经济大国”向“经济强国”的角色转变；二是大国博弈格局的变化，正在向对于中国有利的方向发展；三是政策对资本市场的呵护。换言之，除国内资本市场的政策支持以外，当前的市场是在全球秩序变化的大背景下发生的。

**历史经验亦表明，长期趋势的兑现过程中不乏剧烈的短期波动。**20 世纪 80 年代，日本在半导体、消费电子和制造业管理等领域全面占优，美国则通过贸易限制与汇率协议倒逼日本产业链外迁，最终在 90 年代完成了创新中心的转移。但在此过程中，美股 1987 年一度暴跌逾 30%，当时日本跨国企业的基本面仍看似坚挺，市场对“美国长期竞争力回升”这一预期能否落地充满疑虑。然而事后看，长期方向并未因短期恐慌而改变。当前我们面临类似情境——核心问题不是市场跌了多少，而是全球产业与地缘的长期趋势是否出现了逆转。

**图1、1987 年股灾没有中断美国在日美竞争中的上升过程**




数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、世界经济旧有的“中心-外围”结构正在被打破

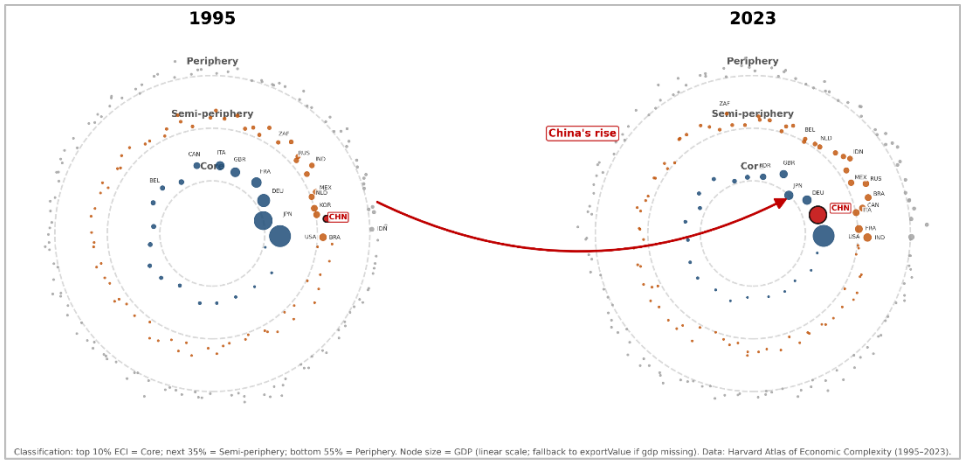
仅供内部参考，请勿外传



**从“中心-外围”的世界经济体系理解各经济体的变化。**70 年代，西方学者沃勒斯坦曾提出世界体系论指出，经济体在全球贸易中的地位取决于其输出商品的复杂度——复杂度越高、越难替代，则定价权越强，民众以更少劳动换取更多回报，这类经济体处于世界体系结构的中心；反之则陷于外围。

**在这一框架下，过去以 G7 为核心的中心格局正被打破，中国已向中心移动。**此前，全球的中心圈层经济体为包括美国在内的 G7 国家，中国处于外围。但 2023 年的数据显示，中国已明显向中心移动，而原先在中心位置的法国、意大利等在向外移动。这一变迁有助于理解为何 G7 国家近年政治震荡频发，其背后可能是“经济基础”影响了“上层建筑”，即全球的中心-外围结构已经发生了变化，

**图2、中国在全球经济复杂性体系中的位置明显上升**




数据来源：Harvard Atlas of Economic Complexity，兴业证券经济与金融研究院整理

## 三、AI 竞争不会改变中美力量切换的长期发展趋势

**AI 竞争正在由模型和芯片的单点领先转向全产业链的成本与效率竞争，美国依靠闭源模型和高端芯片维持长期优势的难度随之上升。**此前，大模型和高端芯片攫取了 AI 产业链的绝大部分利润，但 AI 开源模型能力的提升，使得闭源模型面临日益上涨的“斩杀线”——如美国高价闭源模型无法在能力与价格上保持绝对优势，则大模型行业将进入“红海”阶段——价格战的压力下，出售大模型词元(tokens)的回报将日益难覆盖模型开发的高额成本。美国依靠少数模型公司和高端芯片维持长期领先的基础将随之减弱。

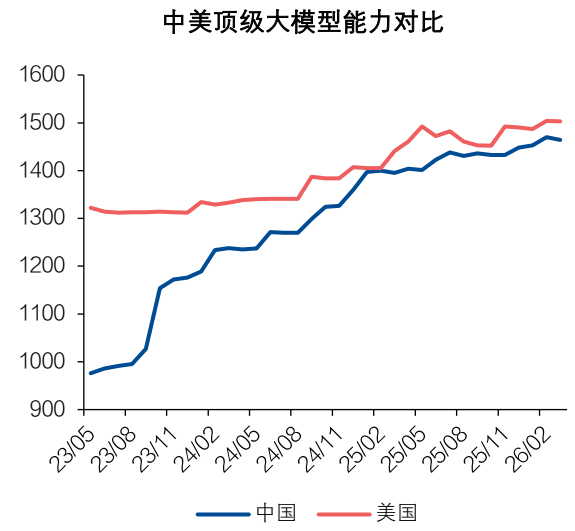
**AI 价值向上下游扩散，中国的综合产业优势将比单一模型或芯片优势更加重要。**Tokens 价格回落，将利好上下游产业——tokens 需求的上升将带动上游硬件制造产业，而人工智能技术的应用也使得下游应用场景受益。换言之，AI 产业的价值分配也会从少数模型公司和高端芯片环节向更多上下游环节的领域扩散。从这个

仅供内部参考，请勿外传



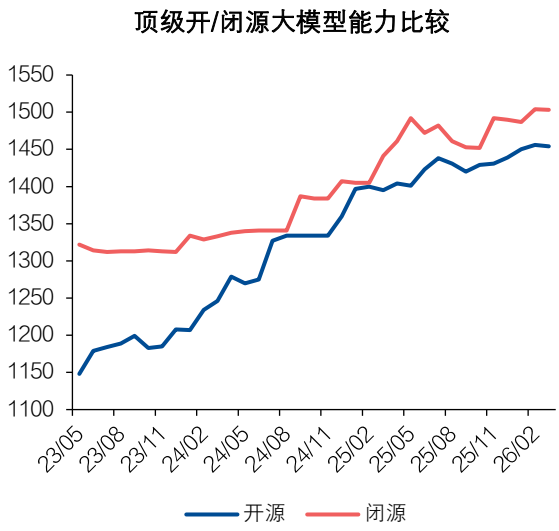
视角来看，无论是考虑下游更为广泛的应用场景，还是考虑上游更为坚实的硬件产业基础，中国等东亚经济体都将更明显的具备比较优势。换言之，AI 竞争不会阻断中国长期超过美国的发展趋势，产业价值分配方式的变化反而会使中国处于更加有利的位置。

**图3、中美模型之间的能力差异在收窄**




数据来源：arena.ai，兴业证券经济与金融研究院整理

**图4、开/闭源模型之间的能力差异在收窄**

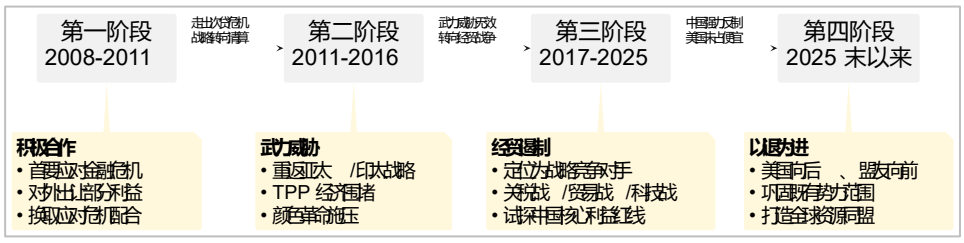



数据来源：arena.ai，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、美国多线受制，地缘格局正朝有利于中国的方向变化

**美国受到多线地缘事务牵制，直接集中资源对华施压的空间正在收窄。**美国此前在经贸和科技领域对华限制未能奏效，2025 年 10 月中美元首釜山会晤后，美国在大国博弈层面将日本等盟友推至台前，同时试图用暴力胁迫将其在拉美、中东、格陵兰岛等区域的战略影响力“变现”。但随着调停俄乌冲突无果、对伊冲突陷入泥潭，美国实力的局限性开始显现，也让市场开始重新辨认美国霸权的边界。未来一段时间，美国可能将更多注意力投向俄乌、中东和加勒比等方向，直接集中资源对华施压的空间在收窄。

**图5、美国对华施压工具可能由直接经贸摩擦转向间接地缘压力**




数据来源：作者绘制，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

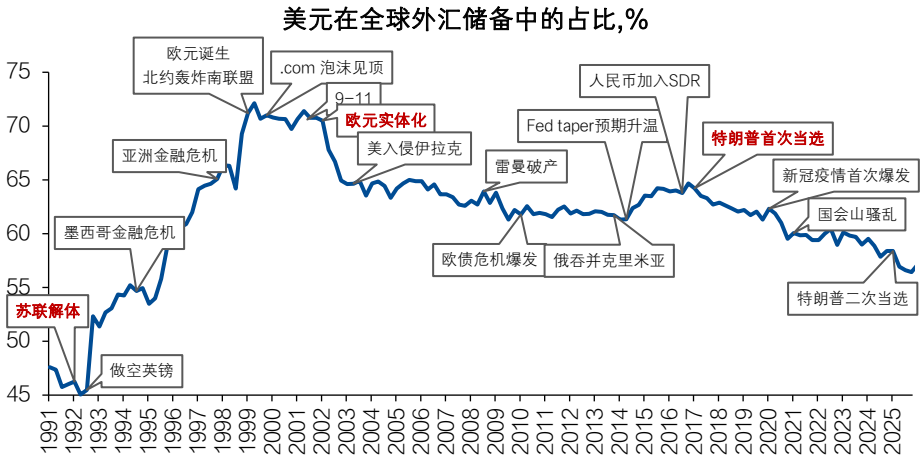


**中国正稳步提升对周边秩序的影响力、塑造力。**与 2025 年相比，2026 年对台工作会议新闻稿重新出现“推动两岸关系和平发展”和“维护台海和平稳定”，同时提出“推进祖国统一大业”，并删去“塑造祖国必然统一大势”等表述。与此同时，中国与韩国、俄罗斯和朝鲜的互动增多，年内中韩、中俄和中朝领导人会谈分别涉及东北亚和平、维护二战胜利成果和顺应历史发展大势等。中国正以更加积极的政策努力推动中国周边安全环境良性发展。

## 五、金融市场：美元霸权收缩与全球资产定价逻辑的重构

**美国相对实力的下降已逐步传导至其金融体系，美元霸权的收缩正成为全球资产定价不可忽视的长期变量。**大国兴衰历来遵循“工业→商业→金融”的演进次序——美国工业在 2000 年代被中国超越，货物与服务贸易在 2010 年代被超越，如今金融霸权面临考验。美元在全球外汇储备中的占比自特朗普 2017 年上任后持续走低，目前已回落至 90 年代中期水平，但仍远高于苏联解体初期（约 45%）的水平。若考虑本轮从工业、贸易体系方面中国对于美国的挑战力度是大于当年的苏联的，美元单极霸权的收缩进程还未结束。

**图6、美元的储备地位已出现明显下降，但仍高于苏联解体后初期的水平**




数据来源：IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

**美元地位的下降使得美联储使美联储陷入维护美元、美债与美股三者利益的“不可能三角”。**美联储在当前环境下最关切的资产是美元本身——作为全球主导货币，美元是华尔街跨境业务的基础。近期联储的预期引导，本质上是美联储在美元、美债、美股三者之间的优先选择美元，但代价是对美债和美股的维护力度减弱。

**美国战略收缩亦在削弱日元资产的长期价值，日元与日债需计入更高的风险补偿。**苏联解体后，日本在美国单极秩序中扮演“杠杆工具”角色，为美国全球资本扩张提供融资与套息载体。但随着美国全球资源投入意愿下降，日本的地缘价值下

仅供内部参考，请勿外传

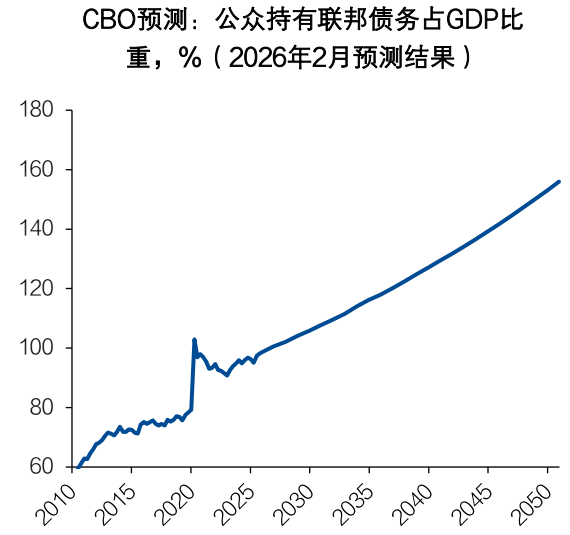


降。当然，鉴于日本长期作为美国全球资本扩张的杠杆工具，美国当前尚难放任日元急剧崩溃，这也解释了为何贝森特近期着力于干预日元贬值节奏。但从根本趋势来看，日元资产的问题本质上是其地缘角色变化带来的长期压力。

**黄金作为非主权保险资产，在美国单极秩序退潮的预期下，其长期战略配置价值值得关注。**回溯二战后货币体系演变，英镑向美元切换的过渡期，布雷顿森林体系曾阶段性强化黄金的地位。当前全球正从单极向多极体系过渡，替代性国际货币安排的探索或将提速，在此过程中黄金的非主权储值功能将持续受益。

**中国股票资产由跟随美股转向独立定价的条件正在形成。**若美联储在不可能三角中持续选择美元优先，美股将承受高利率压制与 AI 开源模式削弱美国科技巨头超额盈利预期的双重压力。过去数年，A 股在很大程度上随美国科技周期和全球风险偏好波动。但若按照我们所判断的，未来，随着中国在全球生产体系中的位置继续上升，AI 利润向存储、工业应用等中国具备优势的环节扩散，周边外交主动性进一步增强，中国企业的盈利来源与市场风险溢价将更多由自身因素决定，A 股与美股的相关性也将随之下降。

**图7、美政府债务高企，其可持续性担忧加剧**




数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

**图8、“保美元”优先的代价是美债利率压力上升**




数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：全球地缘政治变局加速演进；全球经济、政策不确定性上升。

仅供内部参考，请勿外传



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究


| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---|---|---|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 | 地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |