下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·宏观深度

迷雾与罗盘：全球宏观的不确定与确定

——“东升西降”系列之十

宏观经济

核心观点

- 当前全球宏观形势有“五个不确定与五个确定”，主要受 AI 科技革命、国际货币变革和地缘冲突影响，内核是生产力变革与生产关系调整在全球层面的集中映射。

- “五个不确定”分别是：一是美联储的货币政策路径不确定，二是发达经济体的高债务能否持续不确定，三是日元的汇率及全球套利机制不确定，四是原油的地缘冲击与供给安全不确定，五是 AI 时代的长期全球宏观影响不确定。

- “五个确定”分别是：一是发达经济体的通胀刚性是确定的，二是发达经济体债务压力与通胀催生的收益率上行是确定的，三是我国进出口高增与制造业升级是确定的，四是我国保持政策定力、高质量发展与科技进步是确定的，五是人民币升值、人民币资产重估与投资中国是确定的。

内容要点

引言：AI、货币和目标任务，大变局中的不确定与确定

一）AI、货币和商品价格波动的两种倾向；二）主导未来宏观预期的三个核心议题

不确定篇：全球宏观的五个不确定

一）美联储的货币政策路径和当前加息不确定；二）发达经济体的高债务能否持续不确定；三）日元的汇率及全球套利机制不确定；四）原油的地缘冲击与供给安全不确定；五）AI 时代的长期全球宏观影响不确定。

确定篇：全球宏观的五个确定

一）发达经济体的通胀刚性是确定的；二）发达经济体债务压力与通胀共同催生的收益率上行是确定的；三）我国的进出口高增与制造业升级是确定的；四）我国的保持政策定力、高质量发展与科技进步是确定的；五）人民币升值、人民币资产重估与投资中国是确定的。

结语：在不确定的世界中投资确定的中国

风险提示：全球产业、经济、金融和地缘的不确定性风险。

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 编号：S1440510120015

SFC 编号：BEO134

朱林宁

zhulinning@csc.com.cn

010-86451728

SAC 编号：S1440521020002

发布日期： 2026 年 09 月 23 日

相关研究报告

26.07.26	A 股长期致胜的八个宏观视角——“东升西降”系列之九
26.06.15	美国崛起史（下）：美元货币体系的兴替——“东升西降”系列之八
26.06.15	美国崛起史（上）：美国经济架构的兴替——“东升西降”系列之七
26.06.09	英国崛起（下）：英镑货币体系的兴替——“东升西降”系列之六
26.06.09	英国崛起（上）：英国工业革命的兴替——“东升西降”系列之五
26.05.25	“东升西降”中的国际贸易重构——“十五五”时期的中国经济与资本市场系列报告之一
26.05.10	世界多极化，投资“十五五”
25.09.29	人民币国际化的历史机遇：资产的视角——”东升西降“系列之四
25.05.26	美国五次贸易战与资产价格：向好、震荡与恐慌——”东升西降“系列之三
25.04.27	贸易战难以持续：美国的软肋——“东升西降”系列之二
25.04.15	美国例外论的破产与全球资金再平衡——“东升西降”系列之一

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

引言：AI、货币和目标任务，大变局中的不确定与确定 1
一、AI、货币和商品价格波动的两种倾向 1
二、主导未来宏观预期的三个核心议题 1
不确定篇：全球宏观的五个不确定 3
一、美联储的货币政策路径和当前加息不确定 3
二、发达经济体的高债务能否持续不确定 4
三、日元的汇率及全球套利机制不确定 5
四、原油的地缘冲击与供给安全不确定 6
五、AI 时代的长期全球宏观影响不确定 7
确定篇：全球宏观的五个确定 8
一、发达经济体的通胀刚性是确定的 8
二、发达经济体债务压力与通胀共同催生的收益率上行是确定的 9
三、我国的进出口高增与制造业升级是确定的 10
四、我国的保持政策定力、高质量发展与科技进步是确定的 11
五、人民币升值、人民币资产重估与投资中国是确定的 12
结语：在不确定的世界中投资确定的中国 13
风险提示 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：马斯洛：人与社会发展的需求与动机 2
图表 2：美国标普 500 指数：主要战略新兴、金融和地产板块 4
图表 3：美国联邦政府：债务余额与净利息支出 5
图表 4：日本的利率上行、汇率贬值与美日联合干预汇市 6
图表 5：原油价格高位波动，美国战略石油储备降至历史低位 7
图表 6：AI 装备链和新一代信息技术，已经成为中美股市的最大板块 8
图表 7：美国 CPI 和其主要分项：同比和环比 9
图表 8：全球主要发达经济体利率上行，美国财政部宣布扩大长期国债回购 10
图表 9：中国的扩大开放和贸易强国：进出口双高增 11
图表 10：科技和高端制造板块的成长性：A 股显著快于美股 12
图表 11：A 股中证 A500 指数：主要战略新兴、金融和地产板块 13
图表 12：A 股的科技和战略新兴板块：整体成长更高，整体估值更低 14

下载日志已记录，仅供内部参考

引言：AI、货币和目标任务，大变局中的不确定与确定

一、AI、货币和商品价格波动的两种倾向

当前，新一轮 AI 科技产业革命、国际金融货币变革和世界百年未有之大变局蓬勃、加速、螺旋演进。**在这一时代进程中，如何把握生产力格局变化？如何把握货币金融格局变化？如何把握生产关系格局变化？这些问题都是当下宏观经济研究需要认真思考和回答的重要命题。**

2026 年至今的短短 9 个月之中，全球资本市场就已经历了 AI 科技、国际货币和地缘能源这三个重要板块的大幅波动，部分重要 AI 股指、利率汇率和商品价格的短线波幅皆达数十年一遇。**这样的年内波动节奏，大致的反映了市场上至少存在两种倾向。**

第一种倾向，是对当下大变局的较乐观倾向，其更加注意到了 AI 科技、国际货币和地缘格局变化的积极影响因素，对宏观经济的未来预期，更倾向于直接给出更加积极的市场定价。

第二种倾向，是对当下大变局的较谨慎倾向，其更加注意到了 AI 科技、国际货币和地缘格局变化的风险影响因素，对宏观经济的未来预期，更倾向于暂时先给更加审慎的市场定价。

这两种不同的预期倾向，在今年以来的相应资产价格的大幅上涨与显著调整之中，既同时得到实际走势的部分确定验证，也同时受到实际走势的部分不确定挑战。

事实上，两种倾向的差异，主要是由于对三个核心议题的预期态度不同——如要真正把握宏观经济和资本市场的未来走向，或是要努力促成第一种乐观倾向情形的发生、减小第二种风险倾向情形的概率，就都要对这三个可以主导未来态势的核心议题有更加明确的认知。

二、主导未来宏观预期的三个核心议题

我们认为，当前有三个核心议题，既是引致年内出现两种倾向的重要成因，也将继续主导未来宏观经济和市场预期的走向——一是 AI 科技革命和其宏观经济影响的议题，二是国际货币变革和其未来发展走向的议题，三是全球宏观发展的目标任务和治理选择的议题。

这三个核心议题的发展变化，既有相互独立的因素，也有相互影响的因素，既有已经相对确定的态势部分，也有仍高度不确定的态势部分。

第一个核心议题，是 AI 科技革命和其宏观经济影响？

当前已经确定的：AI 是当前最重要的通用底层技术进步，是将显著提升生产力和重构生产关系的重要长期力量，是未来全球宏观经济和大国竞赛格局的决定性科技力量，也就是说，**在宏观经济的资源分配层面上，AI 科技创新将是得到长期战略支持的重点领域。**

但仍然不确定的：AI 对人类“智力”和“注意力”的部分替代，将如何实际传导和长期影响宏观经济？这其中涉及一系列的复杂议题，例如，大量的 AI 投资如何更高效的转化为实际产出的数量和质量提升，“AI 智力”

下载日志已记录，仅供内部参考

对“人类智力”的替代释放将如何重构产业链和利润链，这个正在快速到来的广泛重构时期的就业、贫富分化和宏观均衡将如何实现保障，未来 AI 机器人对人类社会经济的影响，等等。

第二个核心议题，是国际货币变革和其未来发展走向？

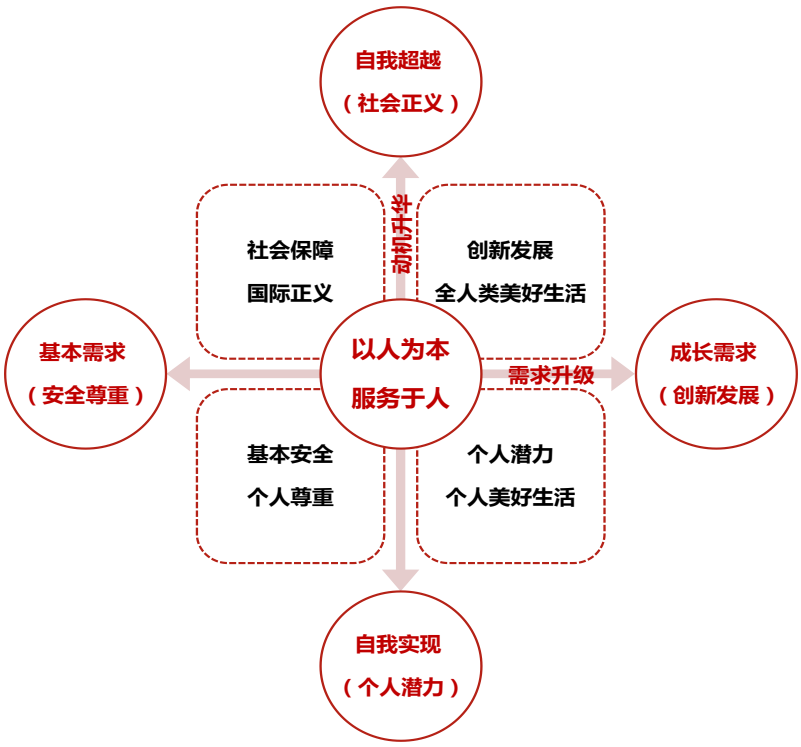
当前已经确定的：全球发达经济体的**高债务、高通胀和高利率的“三高问题”**正在加速发酵，国际货币体系的**“美元单极模式”**正在越来越难以稳定，规模庞大的国际经贸循环和快速发展的新一轮科技革命皆需要开启**“更加公正的国际货币体系改革”**，这一改革需要能更多纳入最广泛新兴市场和南方国家的普遍发展诉求。

但仍然不确定的：美元的实际货币政策、财政政策、宏观政策走向，及其对全球货币条件和资产价格的影响，仍然是有较高的不确定性的。这其中包括一系列正在发生的迫在眉睫议题，例如，发达经济体的高债务能否持续，美元的本轮加息将持续多久，日元汇率及其套利交易机制，国际原油价格能否稳定，等等。

第三个核心议题，是全球宏观发展的目标任务和治理选择的问题，面对 AI 科技革命和国际货币革命等重大变革，如何真正实现全球合作发展和全人类社会共赢？

对此，我们简要引用关于“人与社会发展”的两个经典论述，作为分析判断的整体架构：

图表 1：马斯洛：人与社会发展的需求与动机



资料来源：亚伯拉罕·马斯洛，中信建投证券

卡尔·马克思（Karl Marx）在《关于费尔巴哈的提纲》中认为，人的本质，不是单个人所固有的抽象物，在其现实性上，它是一切社会关系的总和。

美国人本心理学大师亚伯拉罕·马斯洛（Abraham Maslow）在《动机与人格》中认为，一个完善发展的人，

下载日志已记录，仅供内部参考

主要有“基本（例如，安全与尊重）”和“成长（例如，创造与审美）”两类需求，主要有“自我实现（例如，个人潜力）”和“自我超越（例如，社会正义）”两类动机，而“以人为本”的意义在于“这些需求与动机，都应是以人的美好追求为中心的，也都应是由人的主观意志来设定的，而不应是其它”。

这两组经典论述，为研判第三个核心议题提供了整体判断框架：

对于未来宏观的整体判断，需要持续关注 AI 科技革命的目标与任务，如果其是坚持“服务于人的需求、由人的动机设定”，那么就可以大致认为“AI 更多的是先进生产力工具”，其对于“人类宏观经济和市场的发展是真正发挥积极作用的”；但如果其在未来异化为“服务于 AI 的需求、由 AI 的动机设定”，那么就存在“AI 脱离人类经济社会发展范畴的风险”，可能在宏观经济的实际展望上就需要更加谨慎。

也需要持续关注国际货币改革的目标与任务，其要能更好的保障和均衡“基本安全、创新发展、本国利益、国际正义”四个维度的广泛需求，探索构建新一代的更加均衡的国际宏观经济体系；新的国际体系也应是“以全人类的共同美好追求为中心的”，也就是马斯洛的从“自我实现”向“自我超越”进步的宏观层面映射；如能真正向着这些方向演进，那么全球宏观经济的长期展望将是光明而共赢的。

综上，在上述对宏观整体态势的理解基础上，展望下一阶段，我们提出当前全球宏观的十个不确定与确定：

其中，“五个不确定”分别是，一是美联储的货币政策路径和当前加息不确定，**二是**发达经济体的高债务能否持续不确定，**三是**日元的汇率及全球套利机制不确定，**四是**原油的地缘冲击与供给安全不确定，**五是** AI 时代的长期宏观影响不确定。

从目前看，“五个确定”分别是，一是发达经济体的通胀刚性是确定的，**二是**发达经济体债务压力与通胀共同催生的收益率上行是确定的，**三是**我国的进出口高增与制造业升级是确定的，**四是**我国的保持政策定力、高质量发展与科技进步是确定的，**五是**人民币升值、人民币资产重估与投资中国是确定的。

不确定篇：全球宏观的五个不确定

一、美联储的货币政策路径和当前加息不确定

在 8 月 28 日的杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席凯文·沃什（Kevin Warsh）明确阐述了清晰的货币前瞻指引不再适用，其正在采取由数据观察决定的、亦即更加模糊相机的货币政策。

对此改变，沃什使用“镜厅效应（hall-of-mirrors problem）”进行解释，其认为“如果市场过度依赖美联储的前瞻指引，而美联储又反过来依赖市场价格，那么大家都很容易对新出现的情况视而不见，容易在局势突变时措手不及”。**——这一解释的潜台词，也就是“不再有稳定的前瞻指引”，美联储也将“基于其数据观察，更加相机而变”。**

那么，美联储将基于哪些“数据”和“反应函数”呢？沃什明确表示“至少泰勒公式是实际上未必有效的”，但又没有给出新的“观察数据集和反应函数”，仅举例了几个“对其个人而言的、印象深刻的、显示美国经济正在走强的、美国金融市场正在展现惊人韧性的数据”。这些数据包括，沃什认为，“美股企业 Capex 开支及其预期强劲、企业利润及其预期强劲、公司债券和贷款的信用利差处于低位、美国居民实际消费支出增速仍在 2%以

下载日志已记录，仅供内部参考

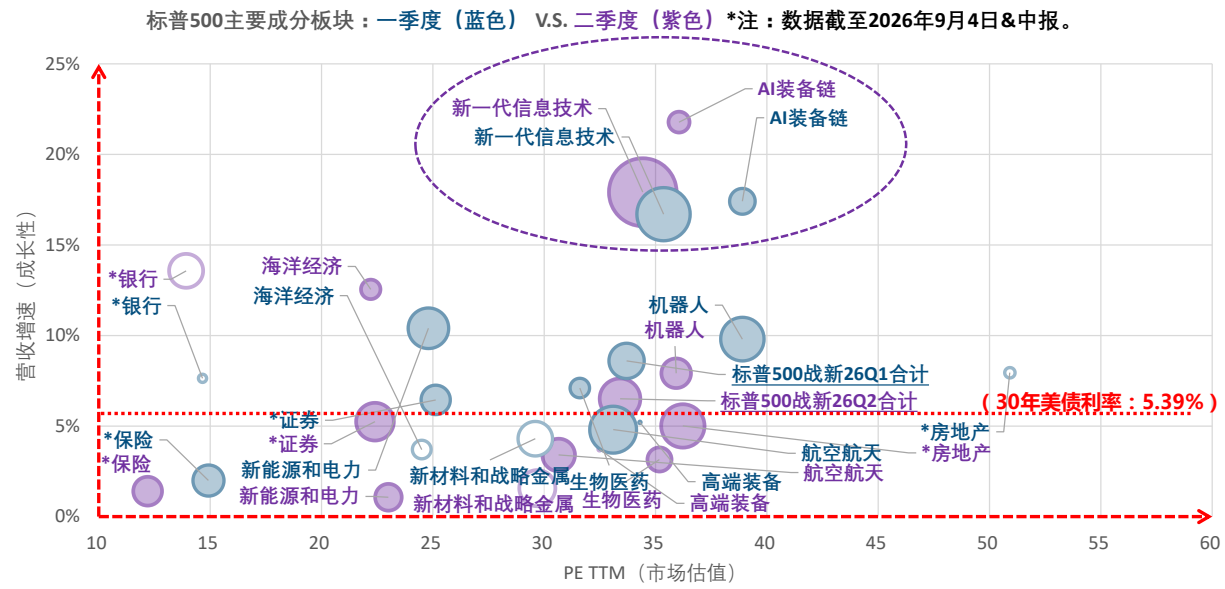
上、美国劳动力失业率 4.1%仍相当稳定、美国 PCE 同比通胀 3.7%”。

如果考察沃什给出的这组数据的“利率属性”，这些“强劲数据”大多都是“高度利率敏感的”，也就是指向“加息可能将引致数据回撤”。例如，从美股标普 500 指数成分企业的二季度最新数据看，Capex 仍有约 20.4%增长，但自由现金流已经转负，后续融资开支将更加仰赖利率水平；企业利润虽然强劲，但营收增速较一季度有较明显下移，即使在 AI 领域也已经慢于中证 A500 对应板块；劳动力失业率虽仍稳定，但劳动参与率已从年初 62.1%下降至 8 月的 61.6%；居民实际消费支出仍有扩张，但居民储蓄率从年初的 4.4%下降至 7 月的 3.0%，等等。

但同时，在沃什的“数据集”中，其声称对“加息决策”构成最直接动因的“通胀数据”却未必“能完全的由加息而回撤”，至少其当前传导路径并不能保证流畅。目前，美国通胀至少有三个主要扰动项，都不完全由利率因素决定：一是油价通胀，原油价格变化主要受中东地缘形势发展影响；二是电价通胀，电力价格变化主要受 AI 数据中心用电态势影响；三是医疗服务通胀，医疗服务价格变化主要受美国医保体系改革及其两党政策博弈局势影响。——上述三个因素，都加大了美国利率路径的外生不确定性。

另外，考虑当前美股估值和其杠杆水平、美债规模和其利率水平，皆已经处于近几十年来的高位，进一步加息对美国金融稳定的潜在影响，也需要更多时间观察。

图表 2：美国标普 500 指数：主要战略新兴、金融和地产板块



资料来源：Wind，中信建投证券 注：气泡大小为 Capex 同比，实心气泡为同比正增长，空心气泡为同比负增长。

二、发达经济体的高债务能否持续不确定

发达经济体的债务问题，其本质已经不是“能不能还上本金”，而是在高利率之下“利息的雪球能否继续滚续”。美国联邦债务已于 2026 年 8 月突破 40 万亿美元，总政府债务与 GDP 之比约达 123%；日本的政府债务规模更高，总政府债务约达 1344 万亿日元，总政府债务与 GDP 的比率达到 205%；意大利、法国、及 G7 国家平均的总政府债务与 GDP 之比，分别约达 139%、118%和 126%左右。

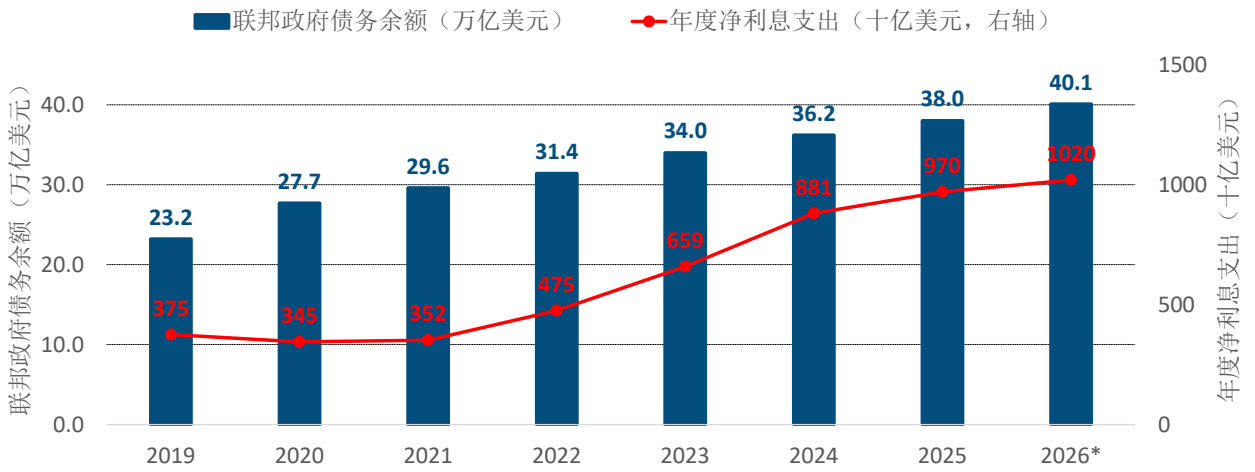
下载日志已记录，仅供内部参考

债务货币化时代的退潮，使发达经济体越来越需要直面“谁来买其国债”的结构性问题。过去十余年，央行购债是国债需求的重要支撑。如今全球发达经济体央行多数转为加息紧缩，美联储甚至表示将转为缩表，私人部门、海外央行和国内机构投资者能否继续承接发达经济体的大量国债供给，存在较高的不确定性。

一个需要持续关注的约束指标是利息开支。债务可持续的临界点，在于市场利率是否持续高于名义经济增速，如果“利率持续高于 GDP 增速”，借新还旧的利息就会越滚越大，被动形成“赤字→发债→抬升利率→利息膨胀→赤字扩大”的螺旋。根据美国国会预算办公室（CBO）测算，2026 财年美国联邦净利息支出将超过 1 万亿美元，将在历史上首次超过国防开支，全年赤字将达到约 1.9 万亿美元规模、约占 GDP 的近 6%。

那么这些债务最终将如何消化？从历史经验看，大致有四条主要路径，通货膨胀、汇率贬值、财政重整、债务重组。从发达经济体过往历史上的主权债务实际化债情况看，通货膨胀、汇率贬值是大多数情况下最常见的方式，事实上，当前的高通胀已经发生，汇率波动正在边际加大；财政重整、债务重组更多是尝试努力的方向，但往往实际效果有限、不到危机时刻难以真正执行，以美国前期由其政府效率部主导的“财政精简”为例，其设定的削减美国财政开支的目标高达“2 万亿美元”，但实际效果已无下文，部门自身也已解散。

图表 3：美国联邦政府：债务余额与净利息支出



资料来源：Wind，中信建投证券

三、日元的汇率及全球套利机制不确定

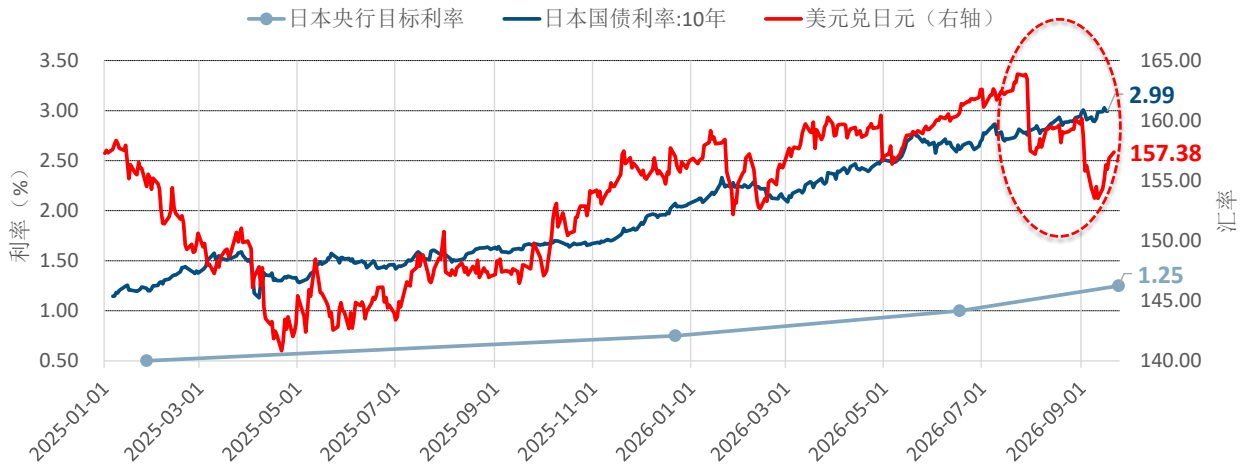
日元套息交易是全球金融市场在过去十余年内的重要杠杆策略之一，其“杠杆平仓风险”具有非线性和传染性。在日本长期超低利率环境下，全球对冲基金和零售投资者借入低息日元，投资高息货币和风险资产，但具体规模难以精确估计。这一杠杆交易在利差稳定时是市场的“流动性提供方”，但如日元利率加息上行、日美利差边际收窄或日元汇率快速升值，就会迅速转变为“流动性抽离方”。从此类大规模杠杆策略的历史经验来看，如宏观条件变化引致杠杆仓位的集中同向头寸调整，交易平仓的速度和幅度往往超出事前模型的估计。

以 2024 年 8 月的日元汇率波动和全球市场震动为例。当时，日本央行加息预期叠加美国就业走弱，美元兑日元数日之内由约 161 急跌至 142 附近，日经 225 指数在 8 月 5 日的单日跌幅达到 12.4%、创 1987 年以来最大单日跌幅，并经由套息盘止损引发全球股市汇市同步大幅波动。当前空头规模较彼时更为庞大，利差收敛的方向确定、但究竟以渐进或是闪崩的方式完成、全球资产能否平稳消化这一庞大杠杆的解除，大多难以预判。

下载日志已记录，仅供内部参考

进入 2026 年以来，日元汇率及其全球套利机制的不确定性和潜在风险进一步上行。一方面，日本经济面临的产业、通胀、地缘和贸易等形势压力正在进一步加大，另一方面，在由日元套息交易支撑的资产中，有多大规模涉及仍有较高估值和较高拥挤度的美股科技板块资产亦难以确定。从 7 月以来，日元汇率和其全球套利交易正在面临日本央行加息、美联储加息、美日央行联合干预汇率等多重不确定性。根据财联社等财经媒体报道，美国财政部长贝森特甚至在 9 月公开发言中明确表示，“我现在就是庄家，所以当我们干预日元时，……，如果你想和我对赌，大可放马过来”。**——综上，基本面的进一步走弱、利率预期的反复摇摆、汇率在 160 整数关口的超预期干预风险等一道，正在放大日元汇率的双向波动风险。**

图表 4：日本的利率上行、汇率贬值与美日联合干预汇市



资料来源：Wind，中信建投证券

四、原油的地缘冲击与供给安全不确定

原油不再仅仅是主要由需求定价的大宗商品，而是更多的由地缘风险直接定价的战略筹码。美以伊朗冲突自 6 月以来的再次升级，承载全球约 20%石油和约 25%液化天然气贸易的霍尔木兹海峡在 7 月以来的通航再次受到显著阻碍。进一步看，进入 9 月之后，沙特东西输油管道也受到袭击和被迫停运。根据国际能源署（IEA）在 9 月的最新估算，本轮冲突或使全球日均石油供应减少约 570 万桶，中东产油国已经有超 1000 万桶/日的产能处于受阻状态，预计供应全面恢复的时间将推迟至 2027 年，而美国战略石油储备已降至 1983 年以来最低。

与此同时，来自“战事预期”和“金融期货交易”端的油价拉锯，又在反复上演“预期缓和、油价涨幅回吐”的情形。从 8 月底以来，布伦特原油主力合约由 8 月 31 日的 90.67 美元/桶起步；在 9 月 11 日，由于中东战事紧张，单日暴涨 7.98%至 109.29 美元/桶；在 9 月 12 日，由于美国总统释放“缓和信号”和表示“愿意接触”，单日下跌 3.08%至 104.32 美元/桶；截至 9 月 21 日，由于美国总统称“将对伊朗做出重大决定”和“非常担心柴油价格上涨”，而进一步回落至约 97 美元/桶一线。**——由此可见，对于市场上的多数普通交易者来说，原油成为多空双向皆存高度不确定性风险的品种。**

进一步看，原油价格又恰恰是影响全球通胀和通胀预期的最重要商品，这进而导致了更广泛的全球经济的供给侧不稳定。如果原油供应的供给侧冲击继续延宕，随着时间推移，这些冲击将从供给侧沿着燃料、化工、交通运输等多重途径广泛传导至中下游需求侧，带来全球经济的更多复杂扰动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：原油价格高位波动，美国战略石油储备降至历史低位



资料来源：Wind，中信建投证券

五、AI 时代的长期全球宏观影响不确定

对宏观层面，AI 对宏观经济的影响存在“J 曲线”效应，短期效用相对难以精确衡量，长期效用取决于 AI 对生产率的实际拉动兑现。AI 作为通用目的技术，其对生产率的拉动需要经过技术扩散、组织变革和资本重配的等长期的过程。历史上，电力、互联网等通用技术从大规模投资到生产率数据显著改善，都经历了十年以上的耐心培育阶段。当前，本轮 AI 发展浪潮对 GDP 的实际贡献，在短期内相对更显著的体现在资本开支形成，而暂时不是对全要素生产率的显著提升，这一传导及其效用兑现的时滞，构成了长期不确定性的重要来源之一。

对就业层面，AI 对就业结构的“替代”与“创造”并不对称，对贫富分化和宏观需求不足的“平衡风险”需要更加重视。AI 对认知型、重复性白领工作的替代进程，存在快于创造新增就业速度的可能。如果劳动收入份额下降而资本收益集中于少数科技巨头，全球总需求结构将面临“有效需求不足”的长期压力。这正是引言中“以人为本”判断框架的现实意义，AI 若异化为“服务于 AI 的需求、由 AI 的动机设定”，其社会成本将有可能超过生产率收益。由此，既需要注重加强 AI 对新型就业的创造，也需要注重加强对劳动者就业技能更新的支持。

对企业和资本市场层面，AI 资本开支的可持续性高度依赖企业盈利的兑现，以及整体流动性条件的支持，仍然存在资本开支条件出现波动的风险。当前，全球科技巨头的 AI 资本开支规模创历史纪录，但自由现金流、企业盈利等数据，仍在存在一定程度的增长不及预期风险。如未来数年 AI 应用场景的商业化应用进展不及预期，资本市场对 AI 投资的“高成长溢价”可能边际调整，引发科技板块成份企业估值和相应产业链的周期性调整。对宏观经济而言，随着 AI 产业链的经济份额逐步升高，其既可以是推动经济新增长的有力新动能，也可以是新的引致经济波动的周期性因素。

上述情形，在美国国家经济研究局（NBER）的最新调查报告中，得到了初步的阶段性数据支持。根据 NBER 于 2026 年 3 月发布的《企业 AI 应用数据（Firm Data on AI）》调查，基于对来自美国、英国、德国和澳大利亚企业的近 6000 名高管的问卷反馈——截至当前，已经有 69%的企业在积极应用 AI，但约 90%的受访高管表示 AI 尚未对其企业的就业或生产率产生显著影响；展望未来三年，受访高管预计 AI 将可以提升企业生产率的平均幅度为 1.4%、提升企业产出的平均幅度为 0.8%，但也同时预计 AI 将导致企业就业岗位减少，预期的平均岗

下载日志已记录，仅供内部参考

位数降幅为 0.7%。

图表 6：AI 装备链和新一代信息技术，已经成为中美股市的最大板块

	合计	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	战略新兴产业	AI 装备链	新一代信息技术	新能源和电力	新材料和战略金属	智能网联新能源车	机器人	生物医药	高端装备	航空航天	海洋装备
系统性：板块成份企业数											
标普 500	265	52	73	40	27	4	29	59	25	12	19
中证 A500	**400**	**109**	**99**	**59**	**88**	**26**	**66**	**58**	**84**	**14**	**17**
结构分布：企业数占比											
标普 500	53.0%	10.4%	14.6%	8.0%	5.4%	0.8%	5.8%	11.8%	5.0%	2.4%	3.8%
中证 A500	**80.0%**	**21.8%**	**19.8%**	**11.8%**	**17.6%**	**5.2%**	**13.2%**	**11.6%**	**16.8%**	**2.8%**	**3.4%**
结构分布：市值占比											
标普 500	56.0%	26.3%	34.6%	2.9%	1.8%	2.1%	2.1%	8.6%	2.2%	1.4%	2.0%
中证 A500	**58.4%**	**24.4%**	**20.9%**	**9.1%**	**10.6%**	**3.1%**	**11.7%**	**5.2%**	**9.3%**	**1.3%**	**4.8%**
结构分布：利润占比											
标普 500	33.9%	11.9%	18.4%	2.1%	2.0%	0.1%	1.2%	4.7%	1.6%	0.9%	2.5%
中证 A500	**29.0%**	**12.6%**	**9.2%**	**5.4%**	**11.3%**	**2.1%**	**7.0%**	**2.8%**	**4.1%**	**0.2%**	**8.6%**

资料来源：Wind，中信建投证券

确定篇：全球宏观的五个确定

一、发达经济体的通胀刚性是确定的

近年来，发达经济体的通胀中枢出现了系统性抬升，其背后动因是供给侧与需求侧的双重结构性变化，2%的通胀目标在目前来看仍较难稳定实现。本轮通胀不是简单的货币现象，而是供给侧结构性约束与需求侧货币超发共同作用的结果，涉及劳动力短缺、供应链重构、地缘碎片化、能源转型成本、赤字财政和债务经济等一

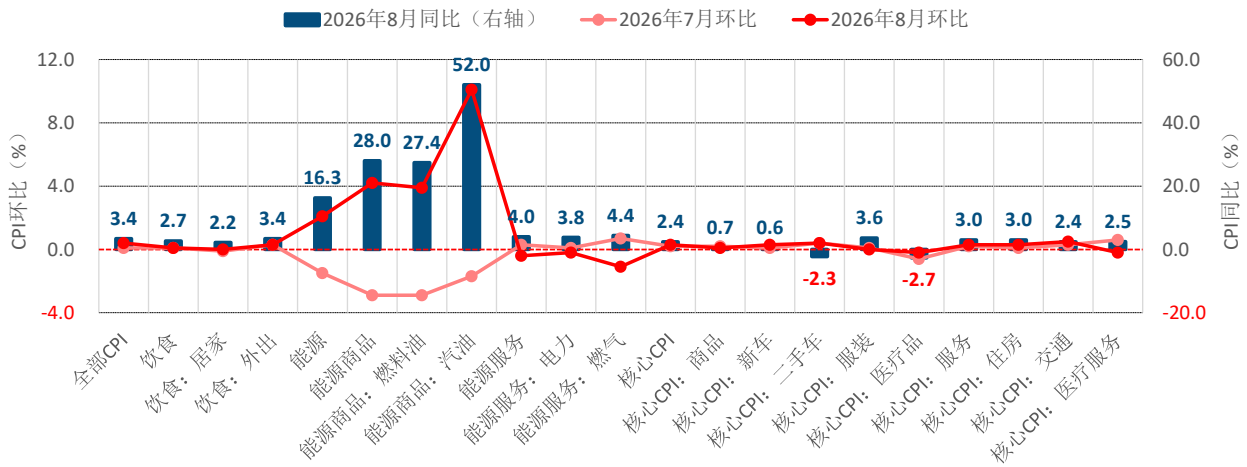
下载日志已记录，仅供内部参考

系列复合因素。供给侧约束具有长期性和刚性，意味着除非出现超预期的大幅经济衰退，否则通胀难以像疫情前那样轻易回到零附近的低位。

在劳动力市场方面，参与就业劳动力的结构性紧张等因素，使“工资物价螺旋”虽然趋于温和，但仍在持续，其中的部分服务价格通胀的粘性仍然相对顽固。发达经济体劳动参与率的结构性下降，主要由于老龄化、提前退休、移民政策收紧等因素，使得工资增速整体上高于劳动生产率的潜在增速。另外，发达经济体的服务业占 GDP 比重普遍较高，而服务业工资成本的占比一般较制造业相对更高、调整节奏相对更慢，这也部分导致了核心服务通胀的粘滞效应和较难快速回落。从一般发达国家的普遍经验来看，如果其劳动力市场不出现较显著的条件恶化，则服务通胀将持续构成对整体通胀的粘滞因素。

从美国的通胀数据来看，美国 CPI 同比从 2021 年 3 月以来，已经连续 65 个月站在美联储宣布的 2%目标水平以上。最新的美联储 9 月议息会议的预期中值甚至认为，美国的通胀可能需要到 2029 年才能回归到 2.0%的目标水平——从具体结构看，油气、电力、医疗、部分服务、部分算力电子等领域的价格扰动和易涨难跌，构成了本轮美国通胀的主要刚性和粘滞部分。

图表 7：美国 CPI 和其主要分项：同比和环比



资料来源：Wind，中信建投证券

二、发达经济体债务压力与通胀共同催生的收益率上行是确定的

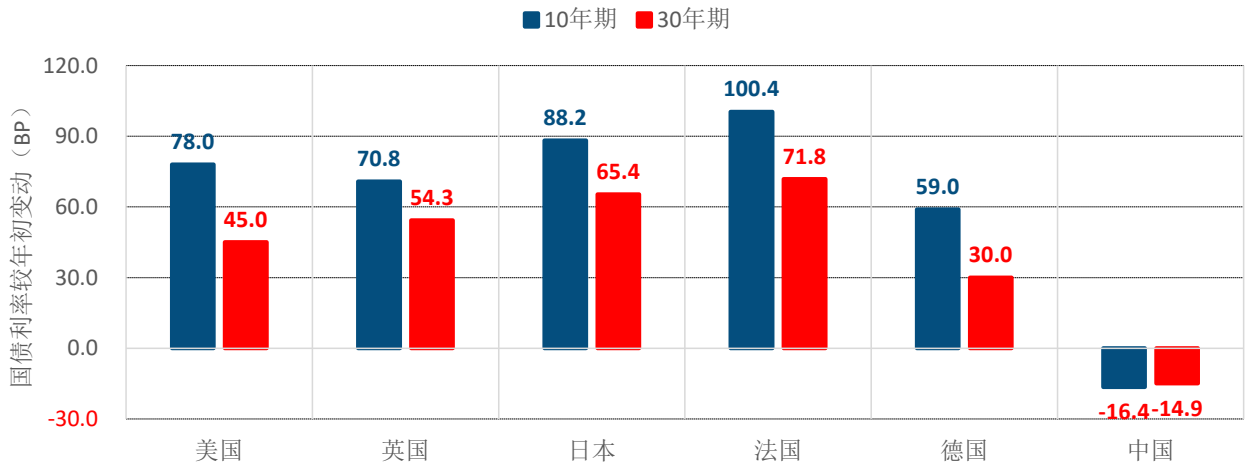
通胀与债务共同催生的长端收益率上行是确定的，长期美国国债利率这一全球资产定价之锚正在被整体推高。截至 2026 年 9 月，美国 10 年期国债收益率在月内一度突破 5.00%，30 年期国债收益率一度升破 5.31%，皆创 2007 年次贷危机以来的新高。不仅仅是美国方面，德国 10 年期国债收益率升至 3.50%一线，为 2009 年以来高位，年初仅 1.86%；日本 10 年期国债收益率也升破 3%，创近三十年以来新高。

发达经济体长端利率的上行，已经不是单一因素或单一国家的个例，而是正在成为普遍的同向重定价。其背后是三股力量推动的同向共振：一是通胀和通胀预期的上移，市场要求更高利率补偿；二是前期财政主导的国债大量发行，随着赤字率的持续抬升，例如美国已经接近 6%，推动期限溢价整体走阔；三是国际美元流动性的边际紧缩、大型科技企业长期债务发行的增加、叠加国际地缘形势的扰动等复合因素，进一步提升了市场对发达经济体长期债务的风险溢价要求。

下载日志已记录，仅供内部参考

进一步看，发达经济体的主权信用国债可能正在经历全球投资者的“祛魅”，即不再被视为“几乎无需风险溢价的无风险利率品”。2026 年以来，一个标志性事件是黄金已超越美债，重新成为全球第一大官方储备资产。根据新华社等通讯社报道，根据欧洲央行的最新报告，截至 2025 年年底，黄金在全球官方储备资产总额中的占比已升至 27%，超越美国国债，成为全球官方储备第一大资产；而美国国债在全球官方储备资产中占比降至 22%，其他以美元计价的储备资产占比为 20%，欧元储备资产占比为 15%。**——黄金在美国 10 年期国债收益率达到 5.0%的条件下，重新回归为全球第一大官方储备资产，意味着发达经济体债务的实际吸引力下降。**

图表 8：全球主要发达经济体利率上行，美国财政部宣布扩大长期国债回购



资料来源：Wind，中信建投证券 注：各国皆为 2026 年 9 月 20 日较 2026 年初的国债利率变动（BP）。

三、我国的进出口高增与制造业升级是确定的

在全球经贸环境复杂多变的条件下，2026 年我国出口逆势高增，成为全球贸易和我国经济增长的有力动能。2026 年 8 月当月，我国货物进出口总额 46455 亿元，同比增长 19.8%，比 7 月进一步提速 0.6 个百分点；其中，出口 27274 亿元，增长 18.6%，进口 19181 亿元，增长 21.7%。2026 年前 8 个月累计，我国货物进出口总额 347753 亿元，同比增长 17.6%；其中，出口 201658 亿元，增长 14.6%；进口 146095 亿元，增长 22.0%。同时，前 8 个月的一般贸易进出口同比增长 10.5%，对共建“一带一路”国家进出口增长 15.9%，民营企业进出口增长 17.6%，机电产品出口增长 21.9%。

这轮高增不是短期抢出口，而是中国制造业的全球竞争力正在从“规模优势”升级为“全产业链稳健强韧优势”的集中体现。在全球制造业和供应链受到能源成本、地缘安全、航路运输、贸易压力等一系列不稳定因素扰动的同期，中国制造业凭借完整稳定的产业链、高效的现代物流体系、持续的技术进步和工程师红利等全域系统性优势，成为全球供应链在复杂扰动中最可靠的“系统基座”与“稳定锚”。这种优势建立在长期积累的工业基础和人力资本建设之上，不会因短期关税扰动或地缘摩擦等因素而轻易逆转。

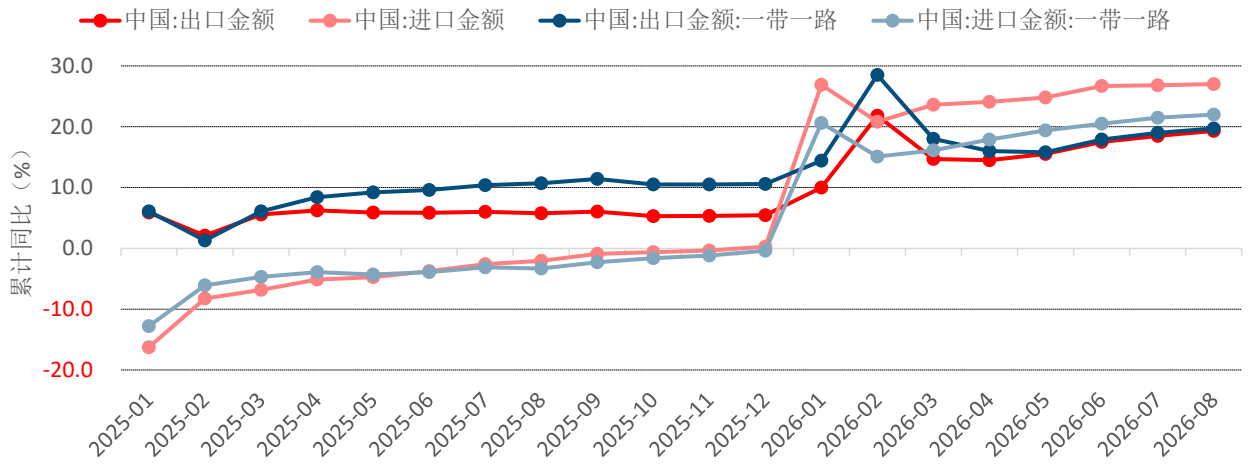
我国正在从“贸易大国”迈向“贸易强国”，出口产品的质量与技术含量持续升级，国际贸易的模式与结构也在持续优化与多元化。2025 年全年，我国贡献了全球出口增长的约一半，其中，中间品和资本品出口的全球份额已突破 40%。从结构上看，“新三样”与“新新三样”贸易梯队接力，在新能源汽车、光伏、锂电池、高端装备、船舶等领域，我国已经形成从材料、零部件到整机的全产业链贸易竞争力。2026 年一季度，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 57.3%、84.9%和 69.8%，在全球 18 种主要船型中，我

下载日志已记录，仅供内部参考

国有 15 种船型新接订单量位居全球首位。从贸易多元化上看，我国持续做大新兴市场贸易基本盘。今年前 8 个月，我国对共建“一带一路”国家进出口 17.7 万亿元，增长 15.9%；对 APEC 其他经济体进出口 20.9 万亿元，增长 22.2%；对其他上合成员国进出口 2.8 万亿元，增长 15.6%；对东盟、拉美、非洲分别进出口 6.0 万亿、2.9 万亿、1.9 万亿元，分别增长 20.6%、14.5%、18.5%。

更值得注意的是，今年以来我国的“进口增速较出口增速更快”，持续强化“出口中国、购在中国、投资中国”联动的成效显著，持续释放超大规模市场红利惠及全球，持续有序扩大自主开放和单边开放，加快全球好物进入中国市场和惠及我国消费者。今年前八个月，我国进口增长 22%，为 2021 年以来最快，全年进口额有望再创新高。我国商务部近期表示，未来将进一步推动“政策+活动”双轮驱动，积极扩大优质产品进口，促进进出口平衡发展，推进全球优质商品进入中国消费市场、融入中国的产供链体系，给各国企业带来更多订单，促进其相关产业发展，并增加当地就业。**按照世贸组织最新公布的一季度全球贸易数据，中国进出口合计拉动全球贸易增长 2.1 个百分点，对全球贸易的贡献率达到 20.3%，继续稳居全球货物贸易第一大国地位，为全球贸易增长提供持续动力。**

图表 9：中国的扩大开放和贸易强国：进出口双高增



资料来源：Wind，中信建投证券

四、我国的保持政策定力、高质量发展与科技进步是确定的

中国宏观政策始终坚持“以我为主”，不搞“大水漫灌”，以结构性改革为主线推动高质量发展。面对全球经济波动和外部环境变化，我国始终坚持稳中求进工作总基调，保持货币政策的稳健性和连续性，财政政策注重提质增效、向科技创新和民生保障倾斜。这种政策定力使中国经济在复杂多变的全球环境中，真正实现了“长期主义”和“稳中求进”，为自身的高质量发展奠定了坚实基础，也为全球经济提供了难得的稳定源。

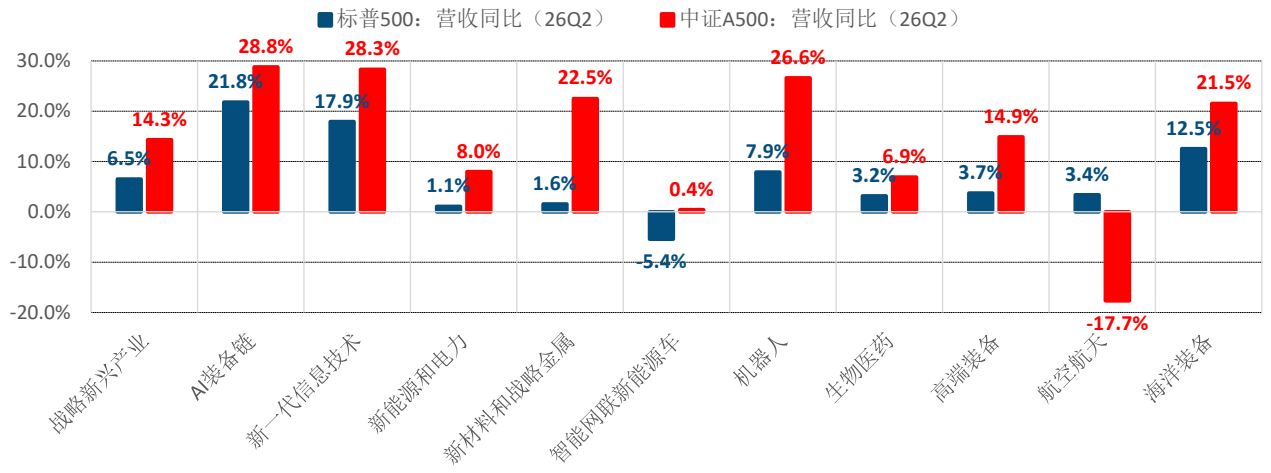
科技自立自强在关键领域加速突破，新质生产力正在真正成为经济增长的核心引擎。中国在人工智能、量子计算、半导体、高端制造、生物科技等前沿领域持续加大投入，新型举国体制与市场机制相结合，推动关键核心技术攻关。新质生产力的发展不仅提升了中国经济的全要素生产率，也为全球科技进步提供了重要供给；在全球科技竞争加剧的背景下，这一方向的确定性尤为珍贵。

2026 年前 8 个月，以装备制造业、高技术制造业、数字产品制造业等为代表的新动能领域高速成长，其对

下载日志已记录，仅供内部参考

全部规模以上工业增加值增长的贡献率超五成，反映我国产业在装备升级、研发创新、数字产业化等领域的全面能力提升。从 8 月数据看，规模以上装备制造业增加值同比增长 12.1%，占全部规模以上工业比重为 38.3%，同比提高 2.2 个百分点；规模以上高技术制造业增加值同比增长 16.7%，集成电路制造、航天器及运载火箭制造、光电子器件制造、电子工业专用设备制造等行业增加值分别增长 101.5%、36.7%、36.1%、31.2%；规模以上数字产品制造业增加值同比增长 15.7%，电子元器件及设备制造、智能设备制造、计算机制造等行业增加值分别增长 22.9%、14.2%、11.9%。

图表 10：科技和高端制造板块的成长性：A 股显著快于美股



资料来源：Wind，中信建投证券

五、人民币升值、人民币资产重估与投资中国是确定的

人民币汇率正在开启长期稳健升值通道，中国贸易和金融强国的稳步建设、制造业竞争力的持续提升、跨境资本流动的扩大开放吸引力，都为人民币汇率提供了坚实的长期基本面。在全球货币体系多极化的大背景下，人民币作为重要国际货币的计价、支付、结算、储备等能力和地位将持续提升，这将是人民币资产长期价值重估的制度性保障，也是国际货币体系向着更加开放、公正、多极方向改革发展的必然趋势。

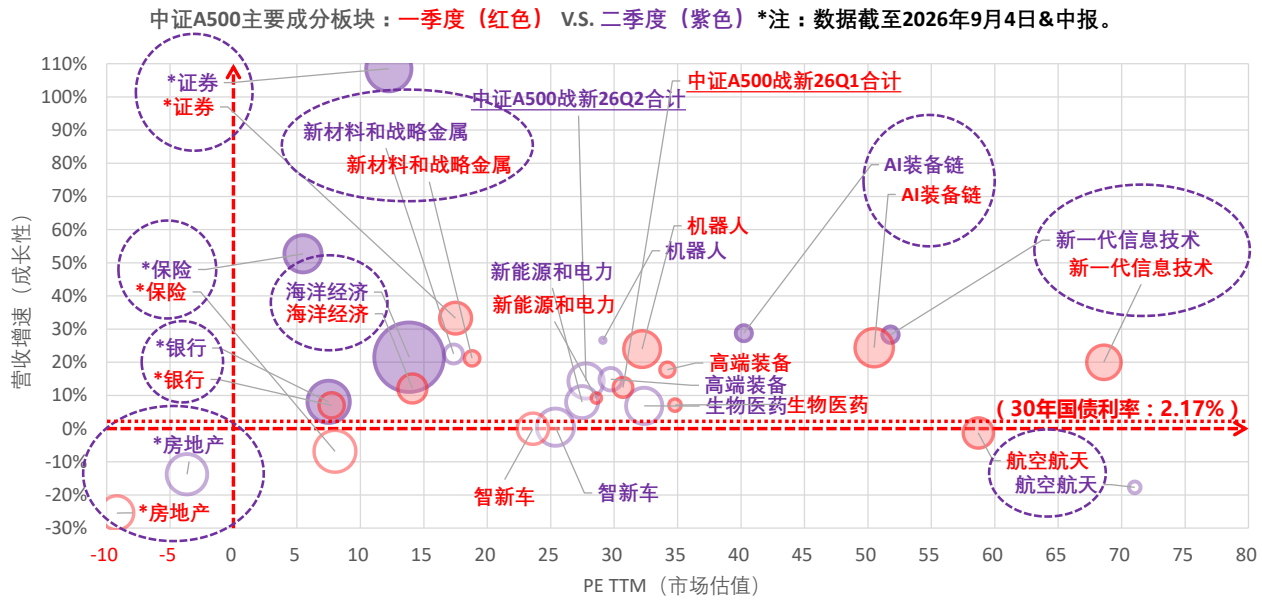
从人民币汇率和利率的走势看，2025 年和 2026 年以来，在全球美元潮汐波动显著条件下，人民币汇率和利率是国际主要货币中少数能走出独立、稳健、自主走势的品种。近两年来，人民币兑美元已经累计稳步升值约 10%，2026 年以来，人民币兑美元自主稳健升值约 3%。需要注意，这是在美元指数反复摇摆、美国国债利率在 5%左右的近二十年高位波动上行的复杂外部环境中实现的，既反映出人民币货币和资产的强大内生韧性，也反映出市场对人民币货币和资产长期安全与成长的高度信心。——**在当前发达经济体长端利率普遍上行的图景中，中国是少数仍能保有自主稳定长期利率的主要经济体，中国长期国债利率的期限和风险溢价要求低于美债等发达经济体的同期限国债近 300 个基点，显示全球资金正在以真金白银选择新的“国际安全资产”和“长期升值资产”。**

从资产配置角度看，人民币资产重估意味着全球资金将重新校准其中国资产的基准权重。在这一过程中，中国权益资产的“新四牛”、中国债券资产的外资增配、人民币在国际结算和储备中份额的提升，将形成相互强化的正反馈，——**如图表 11 所示，我国 A 股市场中的主要战略新兴、金融和地产等核心板块，正在以其全球领先的安全性、成长性与价值重估潜力，为全球投资者提供了在不确定的世界中分享中国安全、稳健、可持续发**

下载日志已记录，仅供内部参考

展的长期投资机遇。

图表 11：A 股中证 A500 指数：主要战略新兴、金融和地产板块



资料来源：Wind，中信建投证券 注：气泡大小为 Capex 同比，实心气泡为同比正增长，空心气泡为同比负增长。

结语：在不确定的世界中投资确定的中国

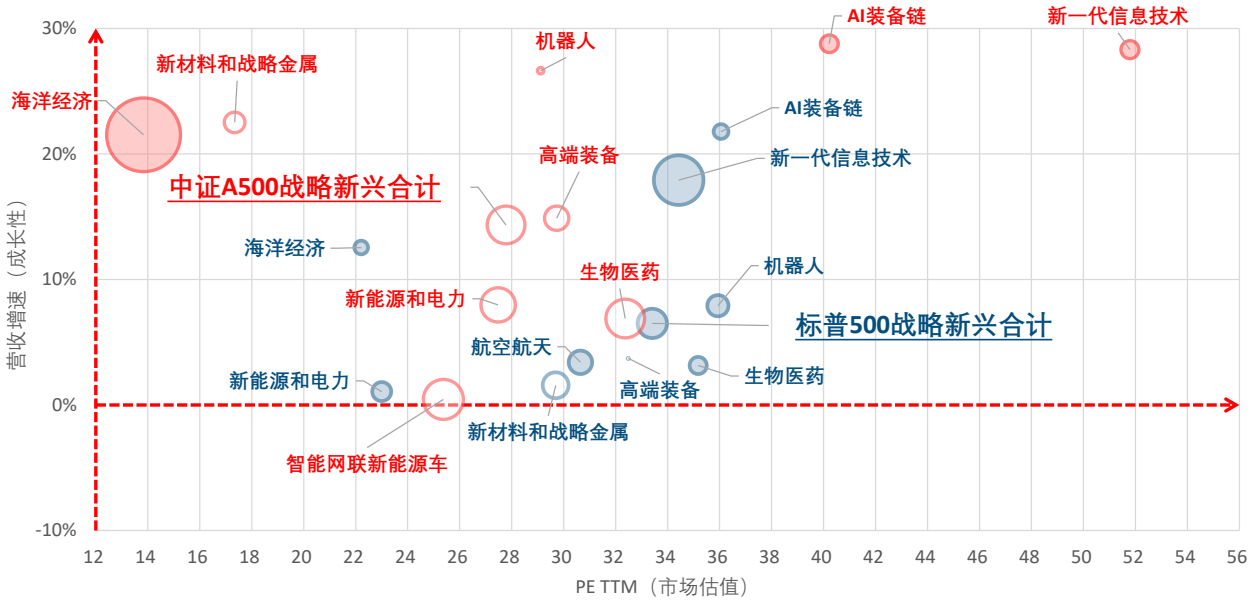
全球宏观的“不确定与确定”，归根结底是生产力变革与生产关系调整在全球层面的集中映射，五个不确定的出发点是对外部环境的清醒认知，五个确定的落脚点是对中国经济的坚定信心。美联储路径、高债务、日元套利、原油冲击、AI 影响——这些不确定性是全球大变局的“迷雾”；而通胀刚性、利率上行、制造业升级、政策定力、人民币资产重估——这些确定性是穿越迷雾的“罗盘”。两者结合，才能在复杂环境中做出理性的投资判断，既不因短期波动而过度悲观，也不因单一叙事而盲目乐观。

AI 科技革命重塑生产力，国际货币变革重塑生产关系，而二者的方向选择最终都要回到“以人为本、服务于人”的根本问题。马克思讲人的本质是一切社会关系的总和，马斯洛讲需求与动机应以人的美好追求为中心，这两个经典论述为我们判断大变局提供了哲学坐标，也为我们避免“异化的繁荣”，实现“真正的进步”，提供了衡量的标尺。

投资确定的中国，最终是投资于高质量、可持续、以人为本、开放包容的中国式现代化发展道路，是投资于新一轮科技革命与全球变局中的中国式人类命运共同体理念，是投资于这一伟大历史进程中的长期持续升值轨迹上的优质中国资产。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：A 股的科技和战略新兴板块：整体成长更高，整体估值更低（2026 年二季度同比）



资料来源：Wind，中信建投证券 注：气泡大小为 Capex 同比，实心为同比正增长，空心为同比负增长；红色为 A 股，蓝色为美股。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

当前全球产业发展和经济形势复杂多变，需关注潜在的海外经济波动、金融稳定、地缘局势等不确定性因素的潜在风险和可能影响。2021 年以来，部分主要发达经济体通胀压力高位，经济增长持续放缓，货币等经济政策面临两难。2022 年以来，部分发达经济体央行持续加息对抗通胀，进一步增加了全球经济和债务压力，多数新兴和发展中经济体面临增长减速、资金流出和输入性通胀等压力。2023 年和 2024 年以来，全球经贸和产业链波动、地缘形势和债务风险等不确定性因素仍然存在，全球经济持续面临粮食、能源和供应链等供给侧扰动，部分发达经济体前期货币投放和补贴政策之后的通胀扰动仍未平抑。2025 年至今，美国特朗普新一届任期的政策调整正在较快进行，并对全球开启新一轮贸易战措施，下一阶段全球经济在总量增长、结构调整和发展前景等领域的不确定性风险正在进一步升高。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究所所长、机构委委员、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与国务院部委等机构形势分析研讨及课题研究。多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016 年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2024 年荣获服务高质量发展最佳首席经济学家。

朱林宁：中信建投证券首席经济学家团队分析师，研究发展部副总裁，经济学博士，南开大学博士后，伦敦大学访问学者，英国不动产研究学会会员，英国雷丁大学亨利商学院博士，主要研究领域为国内外宏观经济及政策等，多次承担相关部委课题研究和形势研讨工作。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）5613-5088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk