

研报精选

2025年11月30日 第248期

宏观专栏

国际货币秩序的“变”与“不变”

报告认为，国际货币秩序的演化，是经济规模、金融市场深度、制度可信度与技术多维力量的综合作用。当下，美元体系的支撑基础正在动摇，全球贸易与资本流动正加速多元化和碎片化。实现人民币地位的跃升，需要“功能建设”与“制度改革”双轮驱动。

金融周期底部的结构性行情：向外而生

报告回顾了日本1990年代资产泡沫破灭后股市结构性上涨的历史，认为其背后反映的是日本经济的结构性转变，是企业出海、高技术主导和公司治理改善共同作用的结果。

专题聚焦

AI“泡沫”走到哪一步了？

报告认为，对权益市场而言，持续上涨、高估值或龙头集中都不等同于泡沫，只有当定价脱离基本面支撑才是。目前AI内生降本已经兑现，外延需求仍待突破，对经济贡献大于互联网泡沫时期。

黄金需求的变化

报告认为，从供需来看，黄金产量增长稳定，价格主要取决于需求，其中央行购金是近几年主要的需求来源。尽管出现短期减持的现象，全球央行配置黄金的比例可能还有上升空间。

宏观专栏

国际货币秩序的“变”与“不变”——从“中心-外围”结构看国际货币体系的推动力

纵观国际货币体系的演进史，从西班牙银元到荷兰盾，从英镑再到美元，无论主导货币如何更替，货币体系在大多数时间内都呈现稳定的“中心-外围”格局：极少数货币位于中心，绝大多数货币处于外围。

货币之所以天然有秩序，根源在于货币的本质是“高阶信仰”。个体愿意接受货币，不仅因为相信其自身有价值，更因为相信他人也会接受它。与商品货币或比特币不同，在国内，主权货币在法偿性和国家信用支撑下强制流通。货币的高流动性溢价让其自身利率为所有资产中的最大者，即“利率之王”。因此，法币能够更好地履行货币职能，创造网络效应，形成自然垄断。在国内，这种经济意义上的自然垄断性与国家的强制性相结合，确保货币的集中与统一。而在国际领域，货币秩序既非完全的国家垄断，也非纯粹的市场竞争，而是在两者交织下自发向少数货币集中。

国际货币秩序的演化，是经济规模、金融市场深度、制度可信度与技术多维力量的综合作用。只有在这些维度上占优的国家，其货币才能在全球脱颖而出。这意味着国际货币的中心位置天然具有极高的进入壁垒，注定只能在极少数国家产生。更重要的是，这些推动中心货币形成的因素并非静态，而是会在体系内部产生自我强化与相互强化的机制，使中心货币在正循环中不断积累优势，形成“强者恒强”的动态格局。中心货币取得主导地位后，还能够通过制度设计进一步巩固自身地位。因此，货币秩序的中心一旦确立便难以撼动，往往可以延续数十年乃至一到两个世纪。历史上主导货币的更替也极其罕见。

然而，稳定并不意味着一成不变。货币秩序的推动力量既维系着旧中心的稳定，也孕育着新中心的崛起。秩序更替的起点往往源于中心与外围的经济实力再平衡。当全球经济力量重新分布、贸易与投资的重心向新兴经济体转移时，外围国家为维持对旧中心货币的依附，需付出的汇率错配、金融脆弱性与政策

受限成本不断上升。此时，体系内部的“分散力量”逐渐超过“集聚力量”，国际货币秩序便从单一中心的集中格局转向多元化阶段。但是，货币格局的重构不是自发的。旧中心具有网络效应，而且可以凭借制度安排重新定义结算体系或绑定关键资源，延长其货币主导权的生命周期。因此，从经济格局的变化到货币格局的重构，并非一帆风顺，而是“时机+改革”共同作用的结果。中心货币虽然拥有多重机制维持其长期稳定，但这种稳定本身也埋下了盛极而衰的伏笔。中心货币面临全球储备资产的需求与信用约束的结构性矛盾。中心货币越成功，其债务扩张的动力越强；当这种扩张超出财政纪律与制度约束时，反而会侵蚀信用。此时，新兴外围经济体可以抓住旧中心衰落的“时机”，突破中心的进入壁垒，推动体系向新的“中心-外围”结构演变。外围要想突破进入壁垒，仅凭经济实力还不够，关键是抓住旧中心衰落的关键窗口期，通过制度改革形成围绕新中心的自我强化循环。

当下，美元体系的支撑基础正在动摇，全球贸易与资本流动正加速多元化和碎片化。在此背景下，如果人民币能够以“改革”承接有利“时机”，稳步提升储备货币地位，全球货币体系或许能够迈向一个更加均衡的多元格局。实现人民币地位的跃升，需要“功能建设”与“制度改革”双轮驱动：加快在岸金融市场建设，提升人民币资产的深度，打造人民币的“功能之锚”；另外，应适时增强人民币汇率的灵活性，稳步提升资本账户开放水平，构建更加透明、可预期、具备国际信任的制度框架。

以上观点来自：2025年11月28日中金公司研究部已发布的《国际货币秩序的“变”与“不变”——从“中心-外围”结构看国际货币体系的推动力》

缪延亮 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525060005 SFC CE Ref: BTS724

杨晓卿 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

宏观专栏

金融周期底部的结构性行情：向外而生

在全球股市经验的首篇《[股市长牛之美国经验：呵护成长性](#)》，我们复盘了1980年代以来美国股市长牛的历史经验。本篇作为系列报告的第二篇，我们回顾1990年代资产泡沫破灭后的十多年来，日本股市结构性上涨的历史启示。

1990年后，日本经历“失落的二十年”。但我们认为，仅从整体角度看日本宏观经济基本面和股市，忽视了其中的结构性转变和投资机会，这二十年中，日本股市出现明显的结构性行情。

日本结构性上涨背后反映的是日本经济的结构性转变，是企业出海、高技术主导和公司治理改善共同作用的结果。如果把日本对国内地产和通缩暴露较多的“老经济”行业去除，“新经济”行业指数在90年代后趋势走强。其中，工业、科技、通信，甚至大消费板块表现较好。除资产端外，稳定的资金，尤其是长线资金和海外资金入市，对日本结构性上涨形成资金端支撑。

海外暴露：90年代日本出口保持高增，对外直接投资增加。制造业，特别是高端制造业，是日本对外投资的主要方向，带动日本海外生产和销售占比提升。日本海外投资具有更高的利润率，改善企业整体盈利能力。

高技术主导：日本国内宏观层面长期低迷并未影响日本在高技术领域地位，日本通过扩大研发，提升信息通信、科学服务和制造业生产率，而金融保险、房地产和建筑业生产率增速持续较低。技术优势使日本高技术产品的出口占比长期保持高位，维持了较高利润率。

完善公司治理：90年代资产泡沫破灭后，日本企业传统的股权结构发生根本性变化，海外投资者占比增加，叠加日本通过一系列公司治理改革，鼓励企业注重企业盈利和投资者回报。

在日本长期去杠杆、通缩的宏观大背景下，扩大海外暴露、保持技术领先、完善公司治理成为日本股市结构性行情的重要基石。事实上，高技术产业和出

海产业存在高度重合,企业通过增加全球暴露对冲内需不足,获取更高的利润,反过来进一步巩固技术壁垒获取高额回报。同时,出海企业积极和国际接轨,主动进行公司治理改革,注重股东回报。三者相互反馈共同推动股市结构性上涨。同时,以保险养老为代表的国内长线资金和海外资产入市对日本股市形成资金端支撑。



以上观点来自: 2025年11月25日中金公司研究部已发布的《金融周期底部的结构性行情: 向外而生》

于文博 分析员 SAC 执业证书编号: S0080523120009

张峻栋 分析员 SAC 执业证书编号: S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

AI “泡沫” 走到哪一步了？

近期，AI泡沫卷土重来、且似有愈演愈烈之势，这也成为引发美股、A股和港股三地市场AI相关成长风格、甚至整体风险资产大跌的罪魁祸首之一。过去一周，AI泡沫的担忧导致全球科技股下挫，美元计价下，恒生科技（-7%）、创业板（-6%）和“美股七姐妹”（-6%）领跌。

虽然与此同时，美国政府关门、回购市场流动性紧张、美联储降息预期降温，国内数据转弱也都来“凑热闹”，压制了风险偏好，但AI泡沫担忧才是最核心的问题，毕竟这是当下中美三地市场最主要的景气方向之一。例如，从2022年底ChatGPT发布以来，美股“七姐妹”最高上涨283%，大幅跑赢同期标普500指数扣除M7后的69%；中国市场也是如此，2025年初DeepSeek发布以来，中国科技“十巨头”最高上涨81%，大幅跑赢恒指扣除“十巨头”后的19%，年化表现甚至一度超过M7。可见，不论是市场表现、还是信用周期，AI趋势都牵一发而动全身，一荣俱荣、一损俱损（《[2026年展望：跟随信用扩张的方向](#)》）。

如何正确地讨论泡沫？不在于否认泡沫、而在于确认阶段；区分二级市场和产业本身

在具体讨论AI是否是泡沫之前，我们认为需要首先厘清几个问题，有助于接下来的讨论更加有的放矢。

► 第一，泡沫是一个中性词。泡沫并非坏事，一定意义上，恰是投资冲动推动了产业发展。因此，没必要先入为主地对泡沫有负面印象。

► 第二，如果任何一个产业趋势最终以泡沫收场，也不应该在泡沫形成阶段过早离场。以1998年10月到2000年3月泡沫形成期为例，盈利大幅下滑但估值快速扩张，带动纳斯达克指数在15个月内累计上涨256%，年化收益达到144%，相当于1995~1998年快速上涨期的4.5倍（年化收益率32%）。因此，讨论的关键不在于否认泡沫，而在于确认现在处于哪个阶段。

► 第三，泡沫的讨论是一个涉及到对未来预期的动态过程，但这也恰恰

是市场的分歧点。例如，当前市场预计OpenAI的IPO估值是1万亿美元¹，相比其当前年化200亿美元的收入²，P/S高达50倍。但如果明年其收入翻番的话，P/S估值会迅速降至25倍，就“合理”得多。

► 第四，要区分资本市场泡沫和产业本身的泡沫。二级市场的泡沫和产业自身的泡沫既有关联但也需适度区分，如果更多是集中在二级市场上，那股价的调整和消化会带来更好的配置机会，例如年初因为DeepSeek异军突起导致“美股七姐妹”大幅回调近20%，但随着估值回调和担忧的证伪，也迎来再配置机会。相反，如果产业趋势已经被证伪，即便估值泡沫被消化，也不值得增加仓位。

如何有效地判断泡沫？加速投资不是泡沫，远超需求和能力才是；持续上涨、高估值和龙头集中也不等同于泡沫，超过价值才是

所谓泡沫，从一、二级市场角度，主要看价格偏离价值的程度；从产业本身角度，则要看投资是否已经超过了需求和能力，这也是我们在本文中讨论AI是否是泡沫的主要框架和依据。具体来看，

► 对产业自身来说，核心在于投资与需求和能力是否匹配。1) AI需求怎么看？AI创造的需求可以分为外延颠覆式创新和内生对现有系统降本增效两个层面，虽然AI技术应用落地所带来的外延需求，可能存在时滞，但内生部分的降本增效已经开始显现成果；2) 投资与需求是否匹配？可以通过观察当前的投资强度（以capex vs. sales），并对比2000年互联网泡沫的力度作对照；3) 投资与能力是否匹配？可以通过投资资金的来源（经营性现金流还是举债融资）、以及杠杆的水平高低来衡量。因此，加速投资不等于泡沫，投入远超需求和远超过自身承担能力才是泡沫。

► 对权益市场来说，持续上涨、高估值或龙头集中都不等同于泡沫，只有当定价脱离基本面支撑的才是。对比互联网泡沫时期，本轮一、二级市场更

¹ <https://www.reuters.com/business/openai-lays-groundwork-juggernaut-ipo-up-1-trillion-valuation-2025-10-29/>

² <https://www.cnbc.com/2025/11/06/sam-altman-says-openai-will-top-20-billion-annual-revenue-this-year.html>

加理性，一级市场资金更聚焦优质龙头企业，二级市场中“美股七姐妹”估值也远低于互联网时期的“泡沫”水平，更何况盈利韧性也更强。此外，龙头集中度上升也并非等同于泡沫，而是在技术加速演进背景下出现的正常产业结构现象。

Q1、AI需求有多大？内生降本已经兑现，外延需求仍待突破；对经济贡献远大于互联网泡沫时期，接近1996~1997年

AI需求的大小和未来空间是讨论泡沫问题的第一性问题，可以从两个角度讨论：1) 降本增效和提升生产率的内生需求，这一点更快，且已经兑现；2) 来自新应用场景的外延需求，这一点尚未有突破性进展，也是M7自2022年底始终面临35倍的估值顶无法有效突破、且泡沫声音时不时就卷土重来的根本原因。

► **内生降本增效：AI应用已经开始带来明显的成本节省。**麦肯锡调查显示，受访者表示当前使用AI可减少9~11%的成本。如果仅粗略地从标普500的维度来看，SG&A总规模约3万亿美元，约等于一年可以节省3000亿美元的成本，相当于Open AI 200亿美元年化收入³的15倍。劳动生产率提升速度更快。自2023年以来，非农商业部门的劳动生产率已经抬升5.6%，提升速度快于1995~2000年互联网革命时期，抬升幅度接近1997年底水平。

当然，效率提升的一个“连带伤害”会造成部分就业的减少。1995~2000年个人计算机和互联网的普及，对传统出版、人工数据录入等流程化岗位形成明显替代，Windows 98的面世也进一步加剧了替代效应，包括行政支持、报纸出版等受影响明显的行业就业人数占比在1998年3月达到1.27%后持续回落至1.21%。**AI技术对就业的替代作用更快、范围更广。**AI技术不仅影响传统的重复性工作岗位，还延伸到软件开发、广播、电影与录音以及广告等内容生成式的初级岗位，受影响的就业人数占比从2023年开始的3.3%持续回落至2025年8月的3.1%。根据麦肯锡的最新调查显示⁴，未来一年预期AI会继续加剧企业职

³ <https://www.cnbc.com/2025/11/06/sam-altman-says-openai-will-top-20-billion-annual-revenue-this-year.html>

⁴ <https://www.mckinsey.com/capabilities/quantumblack/our-insights/the-state-of-ai>

能人员净减少的受访者占比在增加，人力资源、运营服务、供应链等行业的比例升至20%以上。

► **外延创新需求：**这是AI应用能否突破到更广范围的关键，也是市场最大的分歧所在。新技术能否转化为需求的前提之一取决于其普及率提升的速度和深度，生成式AI技术普及率自ChatGPT发布以来已经升至79%，速度远超此前个人电脑和互联网技术达到这一水平需要的22年和12年，至少说明当前AI有较大的熟悉程度和“群众基础”，才能有突破的可能。除了信息技术行业外（29%），专业技术服务（24%）、企业管理（21%）等行业使用AI技术的企业比例领先，住宿餐饮和运输仓储使用率不足1%。但在未来6个月的预期调查中，基本所有行业的使用比例均有增加，其中金融保险（8.2ppt）、专业技术服务（7ppt）、房地产（5.8ppt）、医疗社服（4.2ppt）等行业的抬升幅度领先，后续的关键可能更要看在非科技和专业技术领域如服务业的渗透程度。

从结果上看，AI龙头至少已经开始有了可观规模的营收，且仍在加速。“美股七姐妹”营收同比增速自2023年三季度持续抬升至当前的14.5%，2026年一季度预期上行至17%后小幅回落至15~16%，从增速和走势角度表面上更类似于1997年。但在资本开支不断上行的背景下，营收的强劲增长能否进一步打开空间是市场焦点和分歧所在，也是估值一直存在天花板的原因。

对比2000年互联网泡沫，AI对经济的拉动作用也要更强。1) 从GDP支出法来看，在2025上半年实际GDP年化环比平均1.6%的增长中，科技投资贡献了0.9ppt，接近私人消费贡献的1.1ppt。然而由于计算机设备投资中包含大量进口，仅从投资维度衡量增长贡献会存在“高估”，为此我们引入生产法下的行业增加值（GVA）口径，以观察科技产业在美国境内创造的实际价值。2) 从GDP生产法来看，2025年上半年科技产业在1.6%的整体增长中贡献约0.95ppt，贡献占比接近59%，高于互联网革命时期的20~30%。同时本轮的增长贡献主要来自信息技术和系统设计行业，有别于互联网革命时期以科技制造业为主的发展格局。

综合而言，AI需求在内生降本增效层面已经显现效果，外延需求仍待突破

且更为关键。目前，企业营收仍在加速，且对经济的拉动也远强于互联网泡沫。仅从增速和对生产率提升的幅度来看，目前需求类似于1996~1997年，但外延式需求可能仍需要进一步突破。

Q2、AI投资是否过剩？投资强度不到互联网泡沫时一半，类似1997~1998年，融资能力也好于当时

根据上文讨论的框架，投资是否过剩，一要看与需求是否匹配，二要看与能力是否匹配，即融资结构和杠杆是否健康合理。具体看，

► 对比需求，宏观层面投资规模仍处于初期，占GDP比重提升幅度不到互联网革命时期的一半。科技投资（计算机设备和软件投资）同比增速由2023年初的6%加速至2025年二季度的16%，但占名义GDP的比重自2023年以来仅抬升0.4ppt（由2.9%升至3.3%），不到1995~2000年互联网革命时期科技投资占比提升幅度（1ppt）的一半。即便考虑到2026年科技投资占GDP的比重有望升至3.5%，本轮的抬升幅度0.6ppt也低于互联网革命时期的水平。结构上看，计算机设备占名义GDP的比重均抬升0.25ppt，差异不大；软件投资本轮的占比抬升0.13ppt，远低于互联网革命时期的0.7ppt。

企业层面，龙头企业的AI投资强度仍比较合理，未到泡沫高峰期，更类似1997-1998年水平。若以capex vs. sales衡量相对于需求的投资强度，本轮AI行情中，“美股七姐妹”自4Q23约9%抬升至3Q25约15.9%，低于1998年约20%的高点。往前看，参考FactSet一致预期，2026年该指标将进一步上行至19%，投资强度将进一步增强。不过需要注意的是，1) 目前市场对需求侧的一致预期中或不包括“外延式”需求爆发（如爆款AI应用带来的大规模新增需求等）所带来的远期潜在增量，而1998年时已然形成新增外延式需求；2) 除了表现水位外，参考互联网革命的经验，高投资强度的持续时间也是另一个重要的衡量标准；3) 即便是聚焦于内生需求，头部企业的营收仍有超预期的可能性。

► 对比能力，当前融资结构也有别于互联网革命时期Dotcom 5⁵更依赖外

⁵ Dotcom 5包括思科、IBM、英特尔、微软、甲骨文

部债权融资，本轮Mag7更多依赖内生现金流，对债权融资的依赖度不高。

从存量视角看，观察杠杆率水平，“债务高企”时依赖债务融资与杠杆率相对健康时启动债权融资的含义相去甚远。目前Mag 7的负债权益比（3Q25约81%）大幅低于Dotcom 5投资高峰期（约1997-1998年）水平（均值约124%）。尽管当前有迹象显示部分企业或开始启动债务融资以投资AI，一个较低的初始杠杆水平或仍说明其债务依存情况相对互联网泡沫时期仍较低。

从流量视角看，通过拆解现金流量表发现：互联网革命时期，Dotcom 5的资本开支对债权融资形成较强依赖。1) 彼时Dotcom 5的资本开支（capex vs. OCF）节奏和债权融资（债权融资现金流 vs. OCF）高度相关，且资本开支节奏滞后于债权融资节奏，说明了两者的联系；2) 分红与回购强度（vs. OCF）在彼时相对平稳，头部公司整体上仍保持一定股东回报水平。

本轮AI行情中，Mag 7的资本开支来源相对多元。1) 目前Mag 7的资本开支和债权融资节奏相关性较差，债权融资对资本开支尚不存在明显边际影响；2) 债权融资现金流占OCF的比重在零附近，互联网革命行情中Dotcom 5的债权融资现金流占比高点约14.1%；3) Mag 7其他现金流量（如回购等）都出现收缩迹象。

综合而言，投资规模或仍处于初期，与需求的匹配度相当于互联网泡沫1997~1998年的水平，但投资能力和债权依赖度要远低于当时。因此，一个判断是否走向泡沫的“间接信号”是更多公司，尤其是局外公司，拿着更多的钱、甚至以举债的方式进入到这个行业。

以上观点来自：2025年11月25日中金公司研究部已发布的《AI“泡沫”走到哪一步了？》

刘刚 分析员 SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

杨萱庭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524070028

张典 分析员 SAC 执业证书编号：S0080525090003

专题聚焦

黄金需求的变化

2022年以来，在地缘政治、“去美元化”、持续增长的美债等影响下，黄金价格持续攀高。从供需来看，黄金产量增长稳定，价格主要取决于需求，其中央行购金是近几年主要的需求来源。不过，随着金价不断走高，有的央行的资产配置中，黄金与储备资产之比已超过其目标，出现短期减持黄金的现象。总体而言，我们认为全球央行配置黄金的比例可能还有上升空间。

黄金产量增长稳定，价格主要取决于需求。根据世界黄金协会的数据，2024年地上黄金总量为21.6万吨。根据美国地质调查局以及Our World in Data的黄金产量数据，可以推断1960-2024年黄金总量的年复合增长率为1.5%，近几年黄金每年的产量约为3000吨，基本保持稳定。

从需求端看，央行购金、投资、珠宝制造是主要的需求方，其中央行购金是近几年黄金主要的需求来源。2024年，央行购金、投资、珠宝制造分别占黄金总需求的24%、26%、44%，其余为科技需求，主要用于工业生产。从2021年到2024年，央行购金总量从450吨增长到1089吨，在黄金的总需求中占比从11%提升到24%。同期，投资需求从1107吨小幅上升到1181吨，在黄金的总需求中占比从25%小幅提升到26%；珠宝制造需求从2252吨下降到2027吨，在黄金的总需求中占比从56%下降到44%。

但是，随着金价不断走高，央行购金量开始减少，同比出现下降。2025年前三季度，全球央行购金量为634吨，相比于2024年前三季度同比减少13%。2025年，黄金的主要需求方从央行购金转为投资需求，支撑了金价走高。2025年前三季度，黄金的投资需求为1566吨，相比于2024年前三季度增长了729吨，同比增长87%。

分国家/地区来看，2025年前三季度共有5家央行减持黄金超过1吨，14家央行增持黄金超过1吨。减持黄金的包括德国、印度尼西亚、俄罗斯、新加坡、乌兹别克斯坦，增持黄金的主要包括中国、哈萨克斯坦、波兰、土耳其等。其

中，俄罗斯央行是2006年以来首次减持黄金。

在金价上涨的过程中，需要注意部分央行对黄金的配置超过其目标，而减持黄金。例如，2024年，波兰央行表示其目标是将黄金在储备中的占比提高到20%⁶。而随着金价快速上涨，截至2025年三季度，波兰央行持有的黄金在储备中占比已达到24%，超过了其目标。根据世界黄金协会的数据，2025年7月，波兰央行自2023年以来首次减持黄金。

总体而言，全球央行配置黄金的比例可能还有上升空间。根据我们测算，从2022年一季度到2025年三季度，全球央行的配置中，黄金占其储备资产的比例从13.3%上涨到23.7%，上升了10.4个百分点。在全球主要的黄金持有央行中，从2022年一季度到2025年三季度，美国、意大利、法国、瑞士、日本、荷兰等黄金持有量并未发生变动，因此对黄金价格有影响的是那些黄金持有量边际增加的央行，包括中国、印度、俄罗斯、波兰等。根据世界黄金协会数据，截至2025年三季度，中国央行持有的黄金占总储备资产占比为7.7%，印度央行持有的黄金占总储备资产之比为15.2%，或仍有增长的空间，而俄罗斯、波兰央行已经开始减持黄金。根据我们测算，如果黄金配置占比低于20%的央行将黄金配置占比提升到20%（波兰央行配置黄金的目标水平），黄金在全球央行的资产配置中占比将从2025年三季度的23.7%提升至28.4%，仍有4.7个百分点的提升空间。每个央行黄金配置占比不一样，有的比较高，比如俄罗斯央行在2024年四季度其减持黄金前，其黄金配置占比为32%。

以上观点来自：2025年11月24日中金公司研究部已发布的《黄金需求的变化》

黄亚东 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BY091

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061

周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

⁶ <https://www.polskieradio.pl/395/7786/artykul/3431781,polish-central-bank-increases-gold-reserves>

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.11.24 中国图说中国宏观周报：黄金需求的变化
- 2025.11.25 宏观探市：金融周期底部的结构性行情：向外而生
- 2025.11.27 宏观探市：股市长牛之中国道路：向新而生
- 2025.11.27 中国宏观热点速评：利润回落的三个原因——2025年10月工业企业利润点评

策略及大宗商品

- 2025.11.25 海外策略：AI“泡沫”走到哪一步了？
- 2025.11.28 主题策略：国际货币秩序的“变”与“不变”——从“中心-外围”结构看国际货币体系的推动力

固定收益

- 2025.11.24 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.11.24 信用债收益率跟踪周报：债市延续小幅震荡
- 2025.11.26 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.11.27 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.11.27 专题研究：多资产配置新解：持有型不动产ABS的另类投资价值
- 2025.11.27 简评：万科债券商讨展期对债市影响可控
- 2025.11.28 专题研究：如何平视固收+相关性？
- 2025.11.28 专题研究：同业存单供给回升，广义基金大幅增持——2025年10月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.11.29 中国利率策略周报：债市扰动因素逐步缓解，利率下行等待触发信号

行业

- 2025.11.24 航空航天科技：2025迪拜航展开幕，继续推荐商业航天产业机会
- 2025.11.24 REITs：缩量回调，解禁或有机会——公募REITs周报（11.17-11.21）
- 2025.11.24 电力电气设备：电新双周报：持续看好AIDC产业机遇，5项背靠背联网工程核准
- 2025.11.25 有色金属：“锡望”之二：供需紧平衡且供给扰动频发，激励价格攀升
- 2025.11.25 不动产与空间服务：周评#466：月初以来住房销售同环比偏弱
- 2025.11.25 化工：电解液溶剂价格上涨，碳酸二甲酯效益改善
- 2025.11.25 机械：消费级3D打印：千亿市场乘风起，关注产业链各环节机会
- 2025.11.25 公用事业：电力环保周报：10月用电增速超预期，同比+10.4%，充换电、软件信息服务增长较快

- 2025.11.25 主题研究：光伏周谈 | 短期市场现分歧，长期景气未改变（25年第45周）
- 2025.11.25 保险：中国商保支付系列（1）：现状、困境与破局
- 2025.11.26 传媒互联网：叙事反转合理性分析：Google和Meta
- 2025.11.26 银行：从重到轻，由大变强，探讨如何建设强大的金融机构——银行“十五五”系列（3）
- 2025.11.27 家电及相关：六部门合力促消费，家电行业信号积极
- 2025.11.27 日常消费：《增强消费品供需适配性方案》出台，看好大健康、新兴渠道的优质供给
- 2025.11.27 传媒互联网：AI文娱观察#6：AI玩具生态升级，厂商跨界、技术+IP赋能与政策护航
- 2025.11.28 博彩及奢侈品：2025年10月全球瑞士表出口额同比下滑4.4%
- 2025.11.28 工业：AI寻机系列03：AI PCB电镀铜粉耗材迎景气周期
- 2025.11.28 传媒互联网：海外互联网3Q25业绩回顾及展望：叙事反转背后的机遇和风险
- 2025.11.29 机械：机械2026年展望：聚焦科技，关注出口与周期机会



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