

2025年9月3日

未来趋势内部研判

*本内部资料仅提供于会员参考之用

出席93胜利庆典的外国领导人名单确认，中亚方向有望成为中国外交最大亮点。伴随着因国内骚乱印尼总统紧急取消访华（今天早上到了，故意安排的），伊朗总统最后一刻姗姗来迟（故意安排的），出席的领导人最终锁定为26位。研究员S博士分析：1, 哈萨克斯坦等中亚5国领导人在北京聚齐，凸显中国突破了俄罗斯严防死守的传统地缘桎梏，打开了西进通道，成为中国对外最具想象力的区域，今年前7个月，中亚班列开行8525列，发送标准箱65.87万（同比分别增长

23%、31%)，势头直追中欧班列，中国在中亚投资亦显著上升；2，阿塞拜疆、亚美尼亚等国领导人现身，进一步坐实了中国重建陆权的叙事（刚刚亮相的雅鲁藏布江水电工程、新藏铁路亦是陆权建构的一部分）；3，东南亚该来的基本都来了（除了二战时身份尴尬的泰国，菲律宾），这是中国最重要的朋友圈；4，欧洲只来了两位传统友好国家领导人（塞尔维亚和斯洛伐克），二战重磅国家缺席，在当前复杂大国博弈条件下，即使是相对简单地恢复、重建以我为主的历史叙事都并不容易；5，朝鲜领导人亮相，韩国领导人缺席，伊朗领导人故意迟到错过欢迎晚宴，也预示了未来国际关系的动荡前景，哪怕手里有一点点筹码，也要尽可能地用到极致争取最大的利益，轻松外交一去不返了。

2

人民币汇率近段升值较快，是否会升破

7.0, 成为关注焦点。研究员老 肥认为, 这轮升值很大程度是央行有意引导的结果, 汇率中间价近两个月持续强于市场预期。升值主要原因是出口驱动和战略需要, 一是抓住美元走弱的窗口期, 二是出口的韧性减轻了对人民币升值的担忧, 三是为中美贸易谈判提供筹码。至于少

后续人民币是否进入6时代, 则要观察三个关键点: 1, 央行是否引导中间价进一步走强(比如突破7.10); 2, 美联储年内首次降息后, 人民币是否继续升值; 3, PPI同比增速何时回正。需要注意的是, 今年人民币对美元升值的同时, 对其他一篮子货币, 其实在贬值。这一态势预计未来仍将保持。对于中高净值家庭来说, 勿去赌短期的汇率升贬, 有节奏的换汇、构建全球资产配置体系, 是长远策略。

3

A股的构成在发生重大变化, 彰显国家政策指向。截至上周五(据wind), A 股已

有14家万亿市值公司，历史性出现3家科技公司（宁德、工业富联、比亚迪）；同时A股电子行业总市值（11.38万亿元）也迎来历史性突破，一举超越此前占据榜首的银行业（据申万行业，截至8月22日）。研究员申公豹认为，纵向对比此前两轮牛市（银行和石油公司霸榜），A股的“科技”成色正逐步提升，这是资本市场对经济结构调整的积极回应，中国经济正试图从传统要素驱动向创新驱动转型，此前寒武纪的股价超越茅台也是信号之一。但横向对比，美股中市值破1万亿美元的9家公司，仅有1家为非科技公司（伯克希尔），A股的万亿科技企业目前更侧重应用创新、硬件制造和集成领域，在原创等底层技术领域、盈利能力以及全球性的生态号召力方面，与美股巨头仍有不小的差距。

4

“北上广深”格局已基本确定，未来可能

再难诞生新的一线城市。日前印发的《关于推动城市高质量发展的意见》中，对中国都市圈的层级进行了定位。其中京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大顶级都市圈将对标“世界级城市群”，增强综合竞争力；此前被认为“中国第四极”的成渝都市圈，明确与长江中游城市群位列第二梯队，定位为“高质量发展增长极”；而其它国家中心城市如郑州、西安等则未获提及。研究员布语分析，该《意见》是对7月中央城市工作会议精神的具体落实，整体上反映了高层对于城市发展正从“增量扩张”转向“存量提质”的判断。未来中国的城市格局将进一步固化，除了三大都市圈和少数区域核心城市外，大多数城市将失去扩张的机会。

中国调整“一带一路”投资，中亚战略地位上升。美国研究机构“中国-全球南方项目”最新发布的报告，发现中国对“一带一路”国家投资出现了几个“异常”变化，研究员马唐总结如下：1，总投资激增，2025年上半年金额达1240 亿美元，超过2024年全年的1220亿；2，非洲和中亚得到的投资比以往任何时期都多，涉及中亚国家的投资金额异常集中，同比增长69%，仅哈萨克斯坦一国就高达230亿，而对欧洲、东亚和中东地区的投资出现了显著减少；3，投资项目从早期的机场、港口、道路等基础设施建设，明显转向矿产及其加工，尤其是关键矿产资源。这表明大国博弈之下，中国开始更多考虑政治稳定及睦邻合作，以及更务实的关键矿产资源的卡位。

补贴时代正在加速结束。多地准备取消或调整老年人免费公交优惠(吉林、甘肃、湖南、河北、四川等部分城市)。与此同时，数十所大学涨学费，贵州大学本科学费从5000元变6500元，云南大学4200元变6000元，太原理工大学部分工科专业6000元变8970元，增幅分别为30%、42%、50%左右，标志着大学学费“五千元时代”宣告结束。研究员黄汉城认为，公共服务涨价马蹄声急，背后是土地财政的熄火，地方政府不得不求诸“一鲸落，万物升”。今年全国国有土地出让收入或不到3万亿，相比2021年巅峰期减少了5.7万亿，扣除征地拆迁、七通一平的成本算净收入(以40%计)，缺口也达2.2万亿，相当于十个杭州全年税收。房地产调控最严格的北京上海，近来双双加码解绑限购，部分区域不限套数，凸显全国土地游戏的严峻形势。

自费拆迁的时代来了，拆迁暴富的时代结束。上周出台的《中共中央国务院关于推动城市高质量发展的意见》中明确，“稳步推进城中村和危旧房改造，支持老旧小区自主更新、原拆原建。”研究员瓜片分析，区别于过去政府出力、开发商出钱的模式，今后业主不光拿不到补偿，还要自掏腰包，再想靠“一拆改命”，难度陡增：第一难是协商，很多老旧小区连业委会都没，装个几十万的电梯都扯皮好几年，更遑论几百万上千万的原拆原建；第二难在成本，杭州浙工新村原拆原建案例，更新费用5.3亿元，居民自筹占比近9成，财政补贴只是锦上添花。一套75平左右的旧房改造费用约为10多万元，加拆迁期间租房费用，恐不少于20万。该项目的居民多为浙工大教师及其家属，经济条件超过大多数普通老旧小区居民。目前楼市仍处于二次探底中，没有涨价预期的情况下，原拆原建的动力也会大大削弱。长期来看，高龄二手房尤其是老

破小，彻底失去翻身的可能，价值还会进一步下探。

8

曾言“自以为再也回不到华语圈”的币安创始人赵长鹏，8月27日以贵宾身份回到香港，在加密金融论坛发表演讲，被视为金融业发生重要变化的一个信号。其演讲的主要观点：1，稳定币已成为美元全球化的重要工具，USDT在全球广泛使用，实质上强化了美元地位；2，RWA（现实资产代币化）前景巨大，但目前面临流动性不足、监管复杂、产品机制缺陷三大难题；3，香港不应过度关注本地化交易所，而应接入全球流动性网络，以增强国际竞争力，去中心化交易所（DEX）将在未来5-10年超越中心化交易所；4，加密资产财库（DAT）模式，能帮助传统投资者进入加密市场，大幅扩展投资群体；5，AI与Web3.0的融合是必然趋势，代币经济将成为AI发展所依赖的资金与治理工

具，推动其走向开源与去中心化。智谷趋势研究员张是之分析，赵长鹏从国内起家、一度风光无限，因为监管远走他乡，如今重新回归，传递出重要信号：既显示出香港对加密产业的开放态度，香港正在努力确立其在全球加密金融中的地位，也显示加密行业与监管的博弈正在进入良性互动阶段。

9

在所有的卡脖子领域，中国创新药走出了一条破解难题的新路径。多家国内创新药企公布半年报，超半数净利润为正，企业进入收获期。研究员知远分析，国内药企主要得益于与海外医药巨头的商务拓展，今年上半年创新药对外授权交易 72 笔，远超去年同期，交易金额接近 660 亿美元，已赶超 24 年全年（据“医药魔方”）。当前中国创新药在新靶点、新技术、新疾病领域的布局已呈现领先趋势，叠加政策红利（今年首设商保创新药目录，创新药支付有松动迹象），创新药在

资本市场有望走出2-3年行情（中邮证券）。在所有亟需突破的卡脖子领域，国内创新药产业属于比较罕见的在融资、技术、研发、生产、营销等全链条保持高度市场化、全球化运营的细分赛道，中外分工明确，各自强化自己的比较优势，实现共同成长。在大国强调斗争的时代，它提供了一种和平竞争的新思路。

10

暑假消费初步摆脱“拼多多效应”，出游人次超去年同期，人们从单纯追求“性价比”转向了“情价比”（即情绪价值/价格），为心情和体验感买单。研究员暴雨注意到了几个特点：第一，整体

出现了品质升级趋势，比如热门目的地中高端酒店预订同比增长超40%，超过了经济型酒店，美团跟团游精品团占比40%，同比增长90%；第二，“玩得好一点”成为新共识，赛事游、演唱会游、影视剧游等成为新趋势，苏超带动7月江苏景区预订增长近200%，大学生“特种兵”旅游热度也在下降（飞猪）；第三，当然仍摆脱不了“省钱”和内卷的影子，携程报告发现暑期游呈现三“低”：低价格（国内机票、酒店均价同比分别降10%、8%）、低线爆火（大众太贵，小众性价比高）、低门槛（出境游“3小时飞行”回归，范围内机票均价降12%、酒店均价降8%）。整体而言，消费改善的叙事多少冲淡了延续多年的消费降级叙事。

11

新技术开始干扰核心机构的决策。美国经济出现“怪象”：过去，经济合作与发展组织OECD 的领先指标跟失业率大体上呈负相关，即经济向好，失业率下行，就业

与经济同步。然而近两年，这一规则开始失效，失业率从3.4%升至4.2%，但领先指标从97升至100，意味着就业不好，但经济表现并不差，出现了背离。这一变动亦导致美联储政策评估更为审慎，不是简单的看就业情况，而是要看到更明确的走弱信号，才愿意松口降息。研究员牛叫兽认为，这一背离很重要的原因，是新产业新技术（AI/机器人等）的应用，取代了劳动力，造成就业压力，但同时也提高了生产效率，抬高经济增长。美国普查局近期调查显示，美国企业使用AI比例从6%提升至9%，渗透率超预期，新技术对经济的影响，还会进一步增强。

12

韩国对华政策公开转向，在中美博弈中更鲜明地站队美国。韩总统李在明访美期间说，他要结束“安全靠美国、经济靠中国”的政策。研究员马唐认为，这使得中韩两国关系的定位基础基本丧

失。之前，韩国一直在中美之间采取“均衡”策略，避免“选边站”。不过，从韩美未发表联合声明来看，韩国做出的对美投资、采购承诺没有完全让美国满意；另外，中韩经济虽然从过去的强互补转变为直接竞争，但依赖程度仍然很深，所以即便李在明公开对华转向，但又加了一大堆限制条件。这一转向将在地缘关系方面产生深度影响，朝鲜领导人93出现在北京就是其一，未来中韩联系弱化也难以避免，不过将会呈现为一个温和的过程。

13

截至2025年8月，世界最繁忙的32条洲际航线（超5000公里）没有中国内地城市上榜。据“全球机场局”统计，最繁忙的航线是伦敦至纽约，单日进出港44架次；其次是巴黎至纽约的26架次。伦敦希斯罗机场有14条洲际航线入围，稳居全球洲际航线数量的首位，洛杉矶国际机场以5条洲际航线排在第二。研

究员黄狮虎观察到，洲际航线反映了跨大洲商务、旅行、交流的繁忙程度，内地城市没有上榜，可以视为当下中国内地与世界关系的映射。不过，伦敦香港、香港悉尼分别有12架次单日进出港，并列第23位，表明香港仍是中国洲际交流的核心枢纽。此外，全球最繁忙的国际和地区航线中，内地城市排前列的有上海大阪（60架次）、上海香港（42架次）、上海东京（35架次）、上海首尔（32架次），表明上海是内地最重要的国际交流“桥头堡”，似乎我们更多的是通过东京、香港、首尔三大“跳板”接入世界，令人略感遗憾。

14

特朗普的关税战再一次遭遇司法“拦停”。8月30号，联邦巡回上诉法院做出裁决，大部分加征关税的政策不合法。智谷趋势研究员钟灏认为，这已经是第二次了，几个月前联邦的国际贸易法院已先做

出判决，两次判决结果基本一致，足以凸显美国法律层面对关税战的基本态度和共识。接下来特朗普团队大概率会上诉，赢面并不大。但判决对短期国际关系改善有限，特朗普团队会通过诉讼拖延以及行政规避战术，继续其关税戏码，不过，这已很难造成超出市场预期风险。判决表明美国的制衡机制仍在起作用，即便对面是肆无忌惮的特朗普。这对资产价格稳定会有长远影响。

15

AI似乎正从高研发期转入盈利期。AI推动谷歌二季度营收达964亿美元，超出预期；2025年财年，微软Azure及其他云服务营收超过750亿美元，同比增长34%；在AI加持下，Meta二季度利润率飙升至43%。中国同行业绩虽然远逊于美国，但也有明显改善。阿里AI相关产品收入连续8个季度实现三位数的同比增长；百度AI新业务收入首次破百亿，同比增34%。智

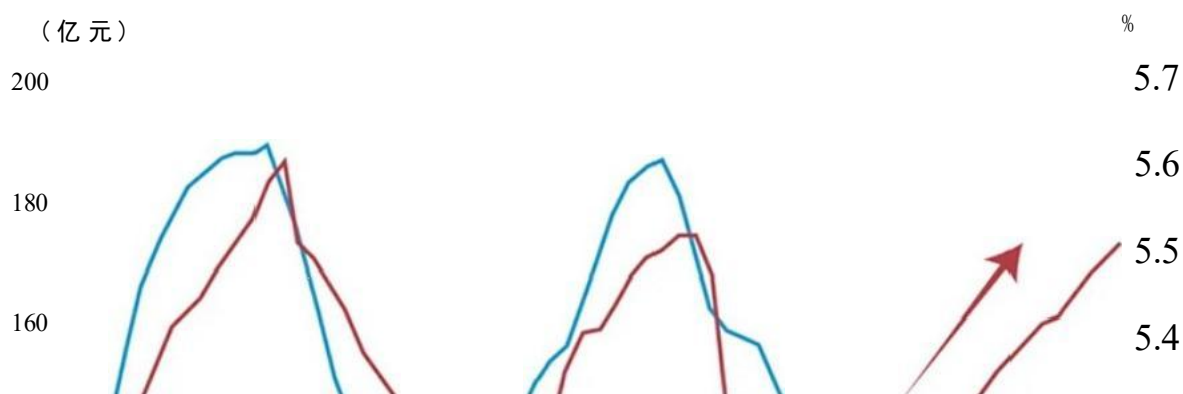
谷趋势研究员王战新注意到， AI+的马太效应比互联网时代更为显著，领先者凭借数据、算力及用户习惯的积累形成“滚雪球效应”，让后来者逆袭成本呈指数级攀升，竞争异常残酷。眼下行业上演的超高薪资挖人（Meta 开出2亿美元薪资包）和大手笔基建投资就是明证。字节跳动2024年资本开支已达800亿元，2025年资本开支预计翻倍至1600亿元。谷歌、微软、Meta 和亚马逊四家公司，预计今年将在数据中心等AI基建上投入超3500亿美元，2026年将超过4000亿美元。

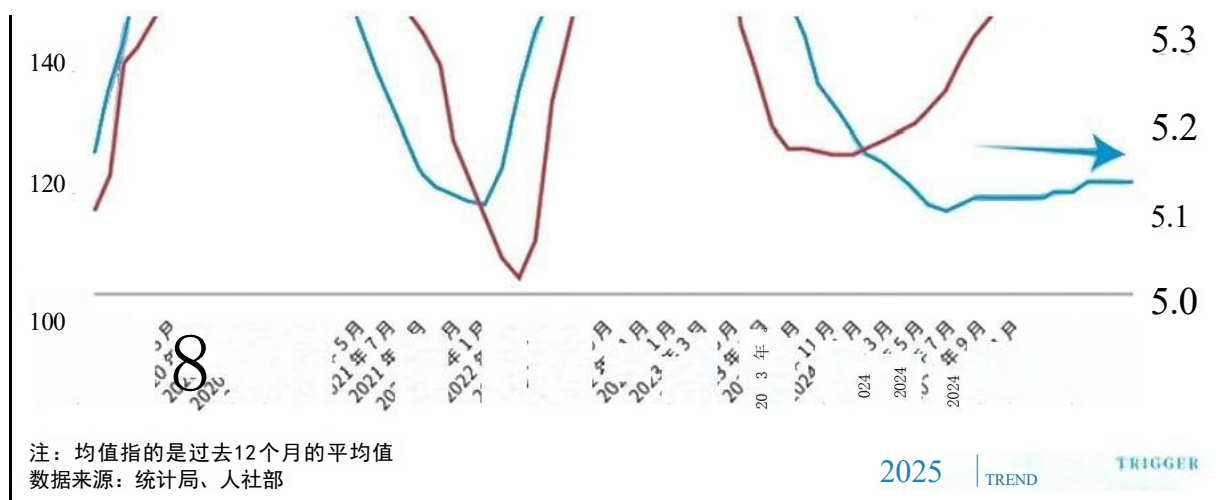
16

本周最重要的图

就业的体感温差在加大？

— 失业保险基金支出均值(亿元)(左轴) — 城镇调查失业率均值(%) (右轴)





根据人社部规划财务司的数据，失业保险基金支出（过去12个月均值）从2024年初持续上升，马上就要达到上一次峰值。但与此同时，统计局公布的城镇调查失业率（均值）则从2023年初开始明显下降，近两年在5.1%上下保持着极其稳定的走势，与失业保险基金支出的走势，形成了背离。根据人社部官网，失业保险基金的支出主要用于支付失业保险金、为失业人员缴纳基本医疗保险费、支付丧葬补助金和抚恤金，以及提供职业培训和职业介绍补贴等促进就业的支出。此外，还包括为农民合同制工人发放的一次性生活补助、技能提升补贴和稳岗返还等费用。失业支出的明显增加，与报告的极其稳定的

失业率分化特征还在持续。

-内部资料，严禁外传-