

## 中金公司首席经济学家缪延亮：锚定货币新秩序与AI新动能

2026年7月,缪延亮接替到龄退休的彭文生,出任中金公司首席经济学家。履新近一个月,这位曾供职于国际货币基金组织(IMF)和国家外汇管理局的经济学家,兼具深厚的政策底蕴与市场策略视野,其核心研究框架与宏观判断引发市场广泛关注。

近日,中金公司首席经济学家缪延亮接受了中国证券报记者专访,围绕国际货币秩序重构、AI技术革命及首席经济学家研究规划等议题系统阐述了自己的思考与判断。

● 本报记者 刘英杰



视觉中国图片

### 货币秩序重构 从“慢积累”走向“快触发”

过去几十年,“去美元化”的讨论从未真正消失。1971年美元与黄金脱钩、2008年全球金融危机,都曾引发对美元国际地位的担忧,但事后看,美元均展现出较强韧性。然而,在缪延亮看来,这一次的情形与以往有着本质区别。“这一次与过去‘去美元化’叙事最重要的区别在于,美元的‘法理之锚’和‘功能之锚’开始动摇。”缪延亮表示。

他分析,美元体系之所以能够一次次化险为夷,根源在于三层支撑:一是主权信用与制度保障构成“法理之锚”,二是深厚、开放的金融市场构成“功能之锚”,三是全球长期缺乏真正的替代货币。然而,正是这些曾经稳固的根基,如

今正同时面临侵蚀。

这种动摇最突出的表现,是美国国债作为全球安全资产的地位开始松动。缪延亮认为,安全资产不仅意味着长期保值和充分流动性,还意味着在风险发生时能提供对冲保护,具备在市场下行时升值的属性。2025年,在美国贸易政策剧烈调整的冲击下,美元、美债和美股一度同时下跌,“股债汇三杀”具有较强的标志性。过去外部风险上升时,全球资金通常会回到美元体系避险;这一次,美国自身反而成为风险的来源。

这一变化背后,多重因素共同作用。美国公共债务持续膨胀、国内政策不确定性上升,以及金融制裁工具的频繁使

用,都在不同程度上侵蚀美元的“法理之锚”和“功能之锚”。与此同时,美元体系的外部需求条件也在改变,越来越多新兴市场经济体降低了对出口和弱汇率的依赖,通过积累美元储备实现自我保险的需求也在下降。缪延亮总结道:“国际货币秩序重构正由一个长期议题转变为当下正在发生的重要变化。”

面对这一变局,人民币如何抓住窗口期?

缪延亮认为,中国在经济和技术两方面已有较好基础,真正需要补上的是金融市场和制度型开放,现实的突破口在于进一步提升人民币的跨境贸易结算占比:2026年上半年,人民币在中国货物贸易

跨境收付中的占比不到30%,远低于欧元区的约56%和美国的95%以上。更根本的工作是增加高质量人民币资产供给,统筹在岸与离岸市场,让人民币从“可使用”进一步走向“可配置、可信赖”。

对于人民币汇率弹性与国际化是否矛盾,缪延亮表示:“方向上没有矛盾,恰恰相反,人民币国际化程度越高,汇率越需要有弹性。”从“不可能三角”出发,中国是大型开放经济体,必须有独立的货币政策,汇率必须走向浮动。从人民币国际化看,如果人民币仍然锚定美元,贸易伙伴就没有动力从美元转向人民币计价结算;只有人民币相对美元浮动,贸易伙伴才需要在美元和人民币之间作出选择。

### AI远未到泡沫破裂阶段 应用端有望率先突破

如果国际货币秩序重构是影响全球经济金融运行制度环境的一条主线,那么在缪延亮看来,另一条同样重要的主线,则是以AI为代表的新一轮通用技术革命。针对市场对AI泡沫的担忧,缪延亮给出了三个判别标准,即是否提高生产力并带来回报、企业是否使用大量杠杆以及股票估值是否严重偏离理性水平。

从使用量看,缪延亮表示,主流转接平台OpenRouter的周频Token用量最新水平已达去年同期近20倍。从财务杠杆看,美国五大云厂商的负债

权益比约43%,明显低于互联网泡沫时期相关企业约124%的平均水平。从估值看,当前标普500信息技术板块远期市盈率约21倍,而2000年互联网泡沫顶部一度接近55倍。“当前更像是技术革命由基础设施建设向大规模应用扩散过渡的阶段。”

缪延亮表示,中国AI推理成本仅相当于美国的15%—20%,这意味着中美AI产业链的投资重点将有所不同。中国本身有更丰富的应用场景,可能在AI应用层面率先实现突破,产业价值更多地

向应用、数据、具体场景和供应链迁移,而美国的投资机会更多集中在算力、云平台、闭源模型等领域。

回到A股市场本身,缪延亮认为三项内生变化正在支撑市场呈现新特征。第一,新动能产业占比明显提升,AI产业链、新能源和高端制造相关行业占A股自由流通市值的比重接近60%。第二,资本市场正从“重融资”向投融资再平衡转变。2024年起,A股上市公司分红力度提升,自由流通盘对应的分红总额已超过IPO和再融资规模。第三,投资者结

构正在改变,截至2026年二季度,保险资金投向股票和证券投资基金的规模达6.4万亿元,较2024年底增加2.3万亿元,权益配置比例处于近十年较高水平。

缪延亮判断,上市公司基本面改善程度或强于宏观大盘。2026年一季度A股非金融企业利润增长约12%,二季度非金融企业盈利增速有望进一步上升,或成为2022年以来盈利增长最快的一个季度,驱动力来自AI产业链高景气、高端制造出海、上游资源涨价及周期行业盈利改善。

### 从首席策略师到首席经济学家 以方法之稳应视野之变

从首席策略师到首席经济学家,身份转换背后是研究视角的拓展。缪延亮认为:“并不只是研究对象简单扩大了,而是所回答问题的层次发生了变化。”首席策略师更多回答宏观变化如何影响资产价格;首席经济学家还需要追问经济为什么这样运行,政策面临什么约束,制度和金融结构如何影响长期增长。“研究的边界会更广,时间尺度也会更长,面对的受众也会从投资者延伸到政策、企业和更广泛的经济讨论。”

但缪延亮表示,身份的变化并不意味着离开市场。他认为,资产价格是经济主体预期和行为的集中反映,也是检验宏观判断最为及时的“实验室”之一。“策略研究的经历能够让宏观研究始终回到微观行为和市场反馈,而不是停留

在总量数据上。”

履新后,缪延亮希望重点推进两个方向。一是研究中国的低通胀问题。在他看来,低通胀表面上是价格问题,背后却连接着债务和资产负债表调整、房地产、新旧动能转换、消费和内需等一系列更深层次的结构性问题。二是研究AI作为通用技术革命将如何改变经济,他尤其关注AI对就业和工资形成机制的影响,以及这些变化最终会如何反馈到通胀和政策应对层面。

对于“宏观策略”和“国际货币体系”两个研究系列的联系,缪延亮认为至少有两条主线贯穿其中:一是国际货币秩序重构,直接影响跨境资本流动、融资条件、风险溢价和全球资产配置;二是以AI为代表的新一轮通用技术革

命,改变生产率、产业结构、就业和资本形成。两者正在共同重塑市场定价与货币体系。

其新著《货币的秩序:国际货币体系重构与人民币国际化》正是“国际货币体系”系列研究的一次系统性总结。“这本书为后续研究提供的不是一个预设结论,而是一套可以持续检验的分析方法。”缪延亮说。

关于卖方研究在AI时代的变化,缪延亮认为,“AI会深刻改变研究的生产方式,但不会改变研究的本质”。研究的核心从来都是提出重要的问题,从复杂事实中识别机制,形成可以解释现实、能够接受现实检验的判断框架。AI大幅降低信息处理成本后,研究员可以把更多时间放在真正稀缺的能力上。他认为,

“真正有效的快速响应,恰恰建立在长期积累的深度研究之上。深度研究建立框架,快速响应检验框架;而一次次现实检验,又推动框架不断迭代。”

缪延亮认为,当前中国宏观经济叙事应当让国际社会更准确地理解中国竞争力的来源。中国产业竞争力是市场化改革、对外开放和持续技术创新长期积累的结果——超大规模市场为新技术提供快速应用场景,完整产业体系降低协调成本,激烈的国内竞争推动企业不断降低成本、提高效率。

“中国故事要真正提升国际传播力,不能只是把我们熟悉的表述翻译成英文,而要以数据和逻辑为基础,用国际通行的经济学语言讨论规模经济、竞争、创新和资本流动。”他说。

## 业绩增长添底气 券商中期分红预案纷至沓来

● 本报记者 胡雨

随着A股上市公司2026年中报密集披露,2026年中期分红预案也陆续呈现在投资者面前。Wind数据显示,截至8月25日中国证券报记者发稿时,已有15家上市公司披露2026年半年报,其中10家上市公司公布中期分红预案,拟派现金额合计近170亿元(含税,下同),这背后既有来自监管层的积极引导,更离不开上半年A股行情向好带来的业绩高增,为券商一年多次分红提供坚实底气。

尽管行业景气度仍维持在高位,但无论从板块估值还是机构持仓情况来看,当前券商板块仍处于相对低位水平,业内人士认为,券商板块配置价值有望进一步提升,头部券商的超额收益机会值得重视。此外,考虑到证券行业发展政策较为积极,一批优质特色券商也有望脱颖而出。

### 10家券商拟派现近170亿元

日前西南证券公布2026年半年度利润分配方案,公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.2元,以公司截至6月30日的总股本66.45亿股计算,此次拟派发现金红利达1.33亿元,占2026年上半年归母净利润的21.98%。从西南证券发布的2026年半年报看,上半年公司营业收入和归母净利润分别达到20.69亿元和6.05亿元,同比增幅分别为37.67%、42.86%。

A股上市公司2026年半年报进入密集披露期,随着监管层持续引导业内增强投资者获得感,包括上市公司券商在内的各类机构持续加大分红力度,一年多次分红蔚然成风。Wind数据显示,截至8月25日中国证券报记者发稿时,已有10家上市公司公布2026年中期分红预案,拟派现规模合计167.89亿元。

从单家公司派现规模看,中信证券、国泰海通两家头部券商保持领先,前者拟每10股派现4.27元,合计派现66.72亿元,占公司2026年上半年归母净利润的29.39%;后者拟每10股派现3元,合计派现52.54亿元,占公司2026年上半年归母净利润的25.93%。中信建投拟派现规模同样居前,公司拟每10股派现2.90元,合计派现22.49亿元,占公司2026年上半年归母净利润的比例超过31%。

中泰证券虽未披露中期利润分配方案,但公司在披露2026年半年报的当天公布了股份回购方案,同样释放了提振投资者信心的积极信号。根据方案,公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司股份,回购金额为1亿元至2亿元,回购的股份将用于减少公司注册资本。中泰证券2026年半年报显示,上半年公司实现营业收入75.37亿元,同比增长46.30%;实现归母净利润17.52亿元,同比增长146.38%。

### 业绩高增折射行业高景气度

从前述券商上半年“成绩单”看,其均实现了业绩的稳健增长,这也是部分券商能够再度推出中期分红预案的底气所在。

Wind数据显示,截至8月25日中国证券报记者发稿时,已有15家A股上市公司披露2026年半年报,部分头部券商营业收入和归母净利润均保持两位数同比增幅,体现出较强的盈利持续性;部分中小型券商归母净利润大幅增长且增速跑赢营业收入,展现出较强的盈利弹性和差异化竞争力。

中信证券上半年经营业绩在前述15家券商中拔得头筹,报告期内公司实现营收496.92亿元,同比增长50%;实现归母净利润233.43亿元,同比增长近70%。从收入构成看,证券投资业务、经纪业务两大业务营收均超过130亿元,营收规模均较上年同期增长36%以上,构成中信证券业绩增长的主要支撑。

中信证券半年报显示,报告期内,公司证券金融业务致力于深耕客户需求、产品创新迭代、风险管控增效和全球业务布局,各业务板块核心竞争力持续提升;公司境内财富管理持续优化多市场、多资产、多策略、多场景的金融产品体系,买方投顾业务规模等各项指标持续取得新突破,公司同时有序推进境外财富管理全球化布局,稳步拓展国际业务。

国泰海通上半年营业收入和归母净利润规模紧随中信证券之后,分别为471.63亿元和202.60亿元,同比分别增长97.56%和28.74%。国泰海通半年报显示,报告期内,公司统筹推进经营管理和整合融合工作,不断提升全球客户综合金融服务能力,加速释放整合融合效能,经营业绩创同期历史新高。从主营业务来看,公司经纪、信用业务领先优势进一步扩大,买方资配和产品保有规模显著增长;投资银行业务积极服务新质生产力发展,核心业务指标领跑行业;投资管理业务推进产品创新和多元化发展,提升服务科技创新能级,管理规模创历史新高。

在中小型券商中,除中泰证券外,财达证券、华安证券上半年归母净利润同比增幅也都在100%以上,表现突出。财达证券半年报显示,报告期内,公司深度融入京津冀协同发展大局,以“五个聚焦”驱动高质量发展,坚守合规风控底线,各项改革任务落地见效,经营业绩实现跨越式增长;华安证券半年报显示,报告期内,公司紧抓市场机遇,统筹经营发展与风险防控,统筹功能性与盈利性,实现了“量”的合理增长与“质”的有效提升,资本实力和抗风险能力进一步增强。

### 板块配置价值有望进一步提升

对于2026年上半年上市公司券商经营情况,中邮证券非银行业分析师王泽军认为,其业绩核心支撑来自上半年A股成交量直接驱动券商经纪、自营业务全面放量。考虑到当前市场交投热度韧性充足,两融余额回升带动杠杆资金情绪有所修复,叠加货币政策维持稳定低利率环境,在流动性充裕背景下,券商板块业绩增长仍具备一定确定性。

东吴证券非银金融行业首席分析师孙婷预计,上半年头部券商业绩有望明显好于市场预期,中小券商业绩分化或较为明显,券商板块配置价值有望进一步提升,可关注全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头,一批优质特色券商也有望脱颖而出。

从二级市场表现看,7月A股遭遇明显波动,券商指数7月以来也再度震荡下行,板块估值与基本面的高景气状态持续背离。结合对7月末私募证券投资基金规模增至9.1万亿元等相关数据的分析,开源证券非银金融首席分析师高超认为,7月私募基金规模逆势增长体现市场资金净申购意愿积极,居民财富持续迁移、中长期资产配置需求升温成为券商财富管理业务增长的核心支撑。

在具体配置上,高超认为,当前头部券商业务结构不断优化,市占率持续提升,ROE中枢稳步抬升,但市场尚未对相关变化完成估值定价,同时目前券商行业估值、机构配置水平仍位于历史底部,因此头部券商的超额收益机会值得重视。

## 各显其能 券商买方投顾转型提速

● 本报记者 林倩

2026年上半年,A股市场交投活跃,投资者对专业陪伴的需求进一步提升。2026年半年报显示,多家上市公司以科技赋能为核心抓手,持续强化内部条线协同,买方投顾保有规模呈增长态势,为财富管理转型注入新动能。

在业内人士看来,坚定推行买方投顾转型已成为证券行业共识,未来买方投顾的竞争将不再停留于规模扩张,而是转向服务深度与客户体验的比拼,券商需加快构建财富管理的特色优势。

### 坚定推行买方投顾转型

2026年半年报显示,多家大型券商凭借在财富管理领域的长期沉淀,在买方投顾业务规模上保持行业领先优势。截至上半年末,国泰海通买方资产配置规模较2025年末增长63.7%,上半年产品月均保有规模为7859亿元,较上年增长31.8%,其中非货公募月均保有规模较上年增

长44.5%。国泰海通还通过AI赋能优化客户投资行为,提升客户投资胜率,智能投顾客户月留存率超90%。

上半年,光大证券全面推进买方投顾战略转型,旗下“金阳光投顾”品牌持续提升专业服务能力,全新推出“金棱镜”诊断工具类服务品牌,并以科技赋能为核心抓手,搭建覆盖全量客户的全周期阶梯化诊断服务体系,服务客户资产突破1200亿元。

兴业证券也在上半年坚定推行买方投顾转型。公司围绕“知己理财”品牌进一步强化内部跨条线协同,构建起“从低门槛公募投顾到高净值专户定制”的全层级服务体系。截至上半年末,兴业证券“知己享投”整体服务规模峰值突破440亿元;“知己优投”累计签约超6万户,业务规模超480亿元;“知己智投”累计签约超6万户,业务规模接近800亿元。

除了规模数据,收入端的变化同样值得关注。半年报显示,中信建投继续巩固证券投顾服务优势,基金投顾业务进展稳步推进,上半年投顾收入同比增长143.52%。

头部券商加快布局之际,中小券商也

在买方投顾的赛道上积极发力。截至上半年末,中泰证券交易投顾业务累计服务客户26万余户,较2025年末增长14.13%,呈现出较好的发展态势;东兴证券基金投顾保有规模同比增长约205%,较2025年末增长近七成。

### 加速构建差异化服务能力

展望未来,多家上市公司券商在半年报中表示,将加速推进以客户需求为导向的买方投顾模式转型,提升专业服务能力,满足投资者多元化的财富管理需求。

以光大证券为例,其转型思路更侧重于通过品牌化和工具化来夯实客户信任。光大证券称,公司将坚持“客户为本”,持续丰富产品矩阵与工具类证券投顾产品,深化向买方投顾转型,重点打造以投资者收益为核心的“安心投”配置品牌,推动公司财富管理业务转型走深走实。

中信建投则更强调内部协同效应的释放,中信建投表示,将充分发挥投研、投资、投行、投顾“四投联动”的协同优势,打造

财富管理差异化竞争力;公司将持续完善金融产品和投资顾问的全生命周期服务体系,提高资产配置及买方业务服务水平。

兴业证券的策略则更侧重于客户分层与资产配置的精耕细作。兴业证券在2026年半年报中表示,公司将坚定把买方投顾作为财富管理的核心发展方向,持续深化“知己理财”品牌内涵,通过层次化的服务设计实现客户全覆盖;公司将持续完善多元资产配置序列,兼顾客户跨周期底仓配置与单一客户、单一资产的精细化配置需求。

各家券商虽然打法各异,但转型的内在逻辑殊途同归,即从“卖方销售”走向“买方服务”。东海证券非银首席分析师陶圣禹表示,在公募基金改革推动行业高质量发展、政策端鼓励券商投顾业务发展的背景下,我国证券公司买方投顾业务迎来快速增长。券商将逐渐告别依赖交易佣金的传统卖方销售模式,转向以客户资产保值增值为核心的买方投顾生态,通过收取投顾费或基于资产规模的浮动管理费,实现与客户利益的深度绑定。