

► **最大疑问：市场交易中美元受损，发达“中间国”受益能否持续？**过去三周美元与人民币持续走弱，美元指数期货期权的净空头投机持仓头寸已上升至历史高位。同时，全球衰退预期出现，4月3日以来主要能源与工业金属商品的价格均有下行。“美元是安全资产”这一标签正在被质疑：非美发达国家货币兑美元升值、同时长期国债收益率相对美国下降指向海外投资者逃离美元资产、资金回流本国安全资产的诉求。**美元的走弱使得中间货币进一步受到青睐：**黄金在度过关税政策后短期的流动性冲击后出现明显的上涨；主要国家货币中，瑞郎受益于瑞士政府长期的中立立场具有较强的中间货币属性，**4月3日至今，瑞郎兑美元升值幅度最大，瑞郎计价的黄金并未创下新高。**黄金相较于实物资产属性，更多呈现一种中间货币特征。**我们对美元信用长期谨慎，但短期看，贸易摩擦中最具话语权的两大经济体的货币最为受损的现象逻辑上存在反复的可能。**

► **上述格局与全球衰退预期或将回摆。**过去三周投资者形成的衰退预期可能会出现回摆，驱动因素在于以下三点。**第一，当前中国的内生性修复韧性较强：**用电量、工业增加值以及社零同比增速的回升指向当前国内的生产状态正在由“价稳量跌”向“价稳量升”转变。**第二，美国的消费及就业情况均有好转，且财政支出并未收缩：**3月美国零售销售情况好转，同比增速为2024年以来的最高值，而且自3月中旬以来美国国内失业金首申人数趋于下降；同时美国财政开支仍在扩张，自特朗普就职至今美国联邦政府财政支出相比过去两年同期反而增加了1500亿美元；当前对于美国经济的担忧更多体现在预期数据之中。**第三，中国和美国已分别在自己的核心贸易圈内展开磋商，贸易摩擦阶段性缓和的预期可能会出现：**本周习近平总书记对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问期间，签署双边合作文本超百份；特朗普本周也先后同日本贸易谈判代表和意大利总理就关税问题进行了沟通，同时在本周五表示未来1个月内同中国达成贸易协议。

► **保留国内制造业优势要扩大内需、重构外需。**中国已成为全球最大的制造业增加值贡献国，占全球全部制造业增加值的比重接近三成。中国制造业产能优势的重要性愈发凸显，并成为支持全球大宗工业品价格的重要购买力量，以亚洲盘口交易的铜成为了铜长期上涨的重要驱动。站在当前时点，中国如果要想维持制造业的产能优势，那么需要为制造业的优势产能寻找合适的需求承接。**在这一视角下有以下两个方向值得关注：其一是促消费扩内需：**今年以来大量促消费政策出台，既有加力实施消费品以旧换新等短期内可能会见到明显效果的政策，同时也有鼓励生育等关注长效机制改革的方案，政策持续落地后的效果值得期待。**其二是重构外需的需求链，**通过增加转口贸易以及对出口价值链的结构性调整，重构外需作为中国制造业产能的需求承接。长期看，中国制造业的产能优势与需求结构的重构成功本身就是对于大宗商品需求最有力的支撑。

► **中美受损与全球衰退的预期回摆在即。**美国作为贸易争端的始作俑者，中国作为最有力和最坚决的抗争者，其货币价值都出现了下降，这一趋势本身存疑。美元和人民币同时走弱和全球的衰退预期都将回摆，中国权重股或将修复。推荐：**第一，受益中国内需构建的消费行业（旅游休闲、乳制品、食品、啤酒、定制家居、彩妆、服饰、商贸零售）；第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品（铜、铝、小金属及黄金）、资本品（工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等）；第三，权重股考虑（银行、保险）、实物消耗+红利的煤炭。**

► **风险提示：**国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 纪博文

执业证书：S0100524080003

邮箱：jibowen@mszq.com

### 相关研究

- 1.策略专题研究：两个太阳（续）：齿轮开始转动-2025/04/15
- 2.资金跟踪系列之一百六十四：ETF与北上共振买入，个人投资者内部分化扩大-2025/04/14
- 3.A股策略周报20250413：旧秩序的瓦解与新秩序的构建-2025/04/13
- 4.市场温度计系列之二十七：机构情绪引领市场企稳回升-2025/04/12
- 5.资金跟踪系列之一百六十三：个人投资者继续退潮，ETF阶段成为主要买入力量-2025/04/07

# 目录

1 本轮贸易摩擦，投资者定价中美受损的衰退情境 .....	3
2 两大国博弈却让中间国家持续受益的场景短期或难以持续，全球衰退预期或将回摆 .....	5
3 保留国内制造业优势要扩大内需、重构外需 .....	8
4 布局预期转变后的投资新秩序 .....	10
5 风险提示 .....	11
插图目录 .....	12

## 1 本轮贸易摩擦，投资者定价中美受损的衰退情境

自 2025 年 4 月 2 日特朗普宣布要在全球范围内实施对等关税措施以来，投资者对本轮贸易摩擦的定价情境是：始作俑者美国和被关税政策针对并采取最坚决反制措施的中国将是受损最严重的国家，全球出现了衰退风险。

**这一定价特征直接体现为过去三周美元和人民币同时走弱：**根据美国商品期货交易委员会公布的数据，当前美元指数期货及期权的空头持仓数已经超过了多头持仓数，净空头数量处于 2020 年以来的高位，美元指数在过去三周内也从 104.2 下降至当前的 99.2；全球投资者对人民币的定价同样较为悲观，在美元指数大幅走弱的情况下，人民币兑美元在过去三周反而有所贬值。**与此同时，全球投资者基于本轮贸易摩擦下中美双方受损最严重的假设，也在交易全球衰退的预期。**从大宗商品视角来看，4 月 3 日至今主要的能源类商品、工业金属商品的价格都出现了较为明显的调整。

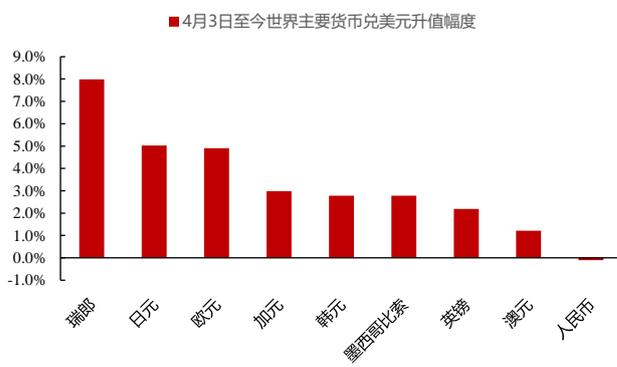
**受特朗普关税措施的影响，“美元是安全资产”这一标签正在被投资者质疑，非美发达经济体资金回流国内的特征明显。**4 月 3 日至今，主要发达经济体中只有美国的长期国债收益率上行约 15BP，其他发达经济体的长期国债收益率均有 10-20BP 的下降，且主要发达经济体货币兑美元均有不同程度的升值。从过往经验来看，当美国与非美国家长期利差扩大时，非美货币更倾向于贬值；而当前美国与非美利差扩大、非美货币升值的情境则**指向海外投资者逃离美元资产、资金回流本国安全资产的诉求。美元安全性的下降也使得中间货币进一步受到投资者的青睐。**黄金作为传统的中间货币，在度过关税政策后短期的流动性冲击后出现明显的上涨。外汇领域中，受瑞士政府在国际问题上长期抱持中立态度的影响，瑞郎具有较强的中间货币属性；4 月 3 日至今，瑞郎是主要发达国家货币中兑美元升值幅度最大的品种。**甚至在美元计价的黄金已大幅突破本轮贸易摩擦前高点的情况下，瑞郎计价的黄金却并没有创下新高。**

图1：过去三周美元指数投机头寸净空头数量明显增长，空头持仓量处 2020 年以来高位



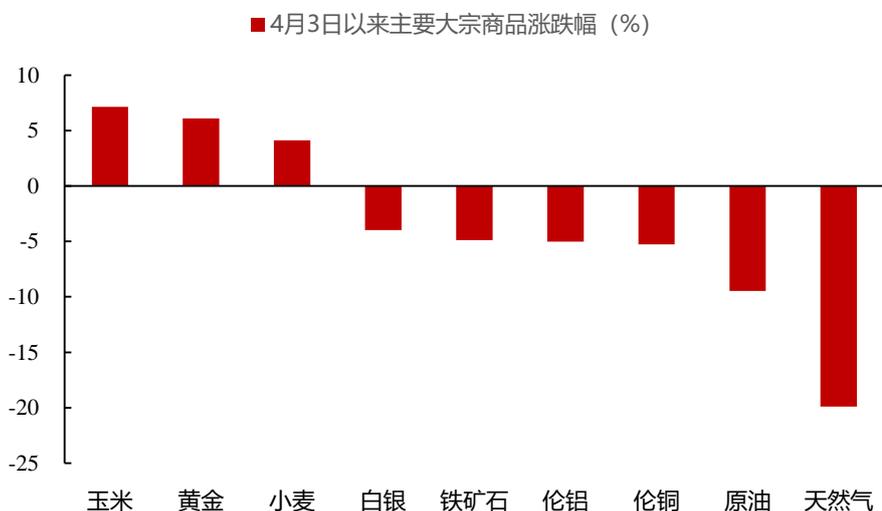
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：4 月 3 日至今，除人民币兑美元贬值外，其他全球主要货币兑美元均有升值



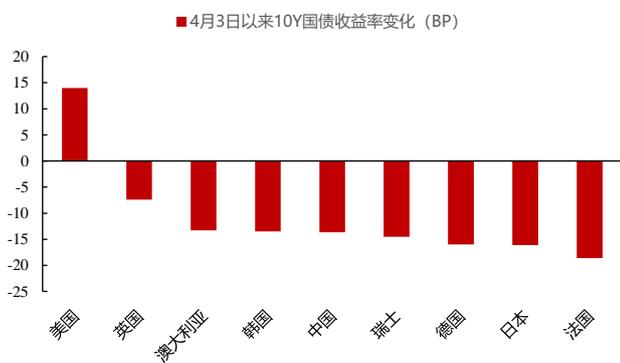
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：特朗普关税政策后，市场交易衰退预期，能源与工业金属类大宗商品价格均有回撤



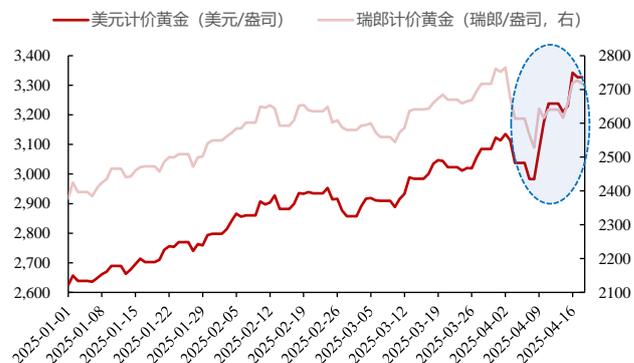
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：4月3日至今，除美国10Y国债收益率上行外，其他国家长期国债收益率均有下降



资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

图5：特朗普关税政策后，美元计价的黄金创新高，但以瑞郎计价的黄金并未创新高



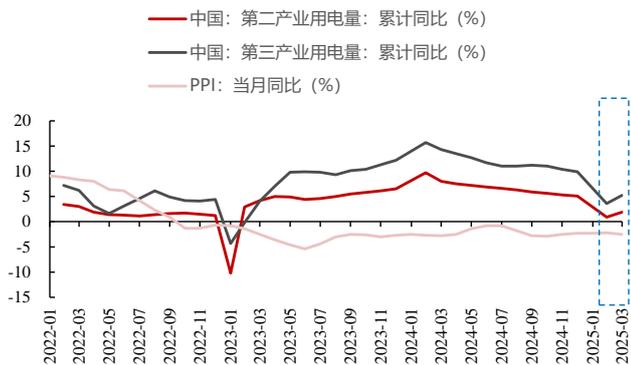
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 两大国博弈却让中间国家持续受益的场景短期或难以持续，全球衰退预期或将回摆

此前投资者定价的中美受损继而造成全球衰退的预期，在近期可能会面临一定程度的回摆，触发因素可能有两个：一是国内基本面展现出的内生性修复动能，二是美国经济硬数据的支撑以及财政扩张；三是考虑到中美相争资金却回流其它市场的格局或难以为继，贸易争端本身具有减速的希望。

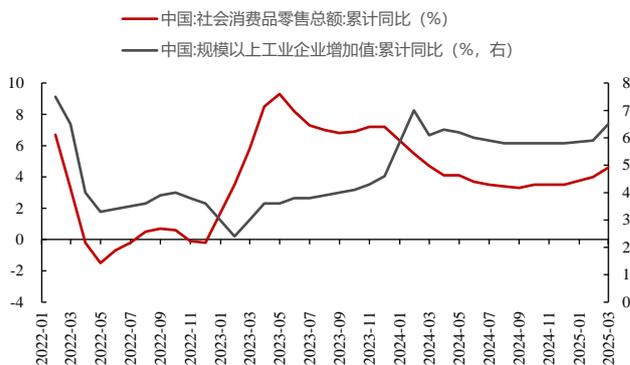
就国内基本面来看，本周公布的 3 月经济数据表明当前国内经济的内生性修复韧性较强。工业及服务业用电量同比增速均有回升，结合近期公布的物价数据来看，指向生产端从正在从之前价稳量跌的状态向价稳量升转变；同时，3 月国内工业增加值同比增速和社会消费品零售总额同比增速均有明显的回升，表明近期国内供需两侧的修复正在进行中，本周公布的经济数据一定程度上打破了市场此前对于国内持续去库的担忧，这也与我们此前周报中判断去库周期即将结束一致。

图6：3 月国内用电量企稳回升，生产端由价稳量跌向价稳量升的方向转变



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：3 月国内工业增加值和社会消费品零售总额同比增速均有上行



资料来源：wind，民生证券研究院

**美国方面，当前美国消费与就业情况并未出现急剧恶化，近期反而仍有改善。**

本周公布的美国 3 月消费数据较为亮眼，季调后零售和食品服务销售额的同比增速达 4.6%，是 2024 年初至今最大的单月增幅；且从居民收入情况来看，美国居民人均可支配收入同比增速也在 2 月份企稳回升。从失业情况来看，美国国内首次申请失业金人数自 3 月中旬以来便趋于下降，年初以来上升的失业压力正在得到缓解。此外，美国财政开支并没有出现明显的收缩。虽然特朗普曾多次强调要削减政府开支，但实际上自特朗普正式就任美国总统至今，美国联邦财政支出相比 2023、2024 年同期反而增长约 1500 亿美元。埃隆·马斯克的赤字削减目标在特朗普竞选时期为 2 万亿美元，在就任美国政府效率部负责人后将这一目标下调至 1 万亿美元，而在上周的内阁会议上又进一步将赤字削减目标大幅下调至 1500 亿美元。当前，市场对美国经济的担忧更多的体现在预期侧，而反映经济实际运行状况的就业、消费等硬数据则并未出现恶化的迹象。

图8：美国人均可支配收入同比增速企稳回升，3月零售销售额同比增速为2024年以来新高



资料来源：wind，民生证券研究院

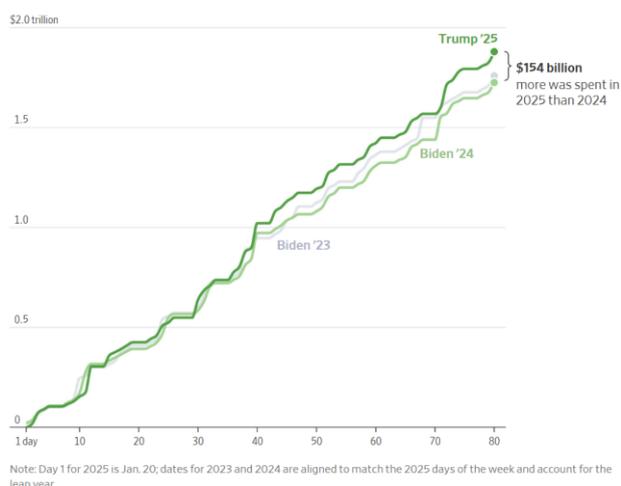
图9：3月中旬以来，美国滚动4周失业金首申人数逐步下降



资料来源：wind，民生证券研究院

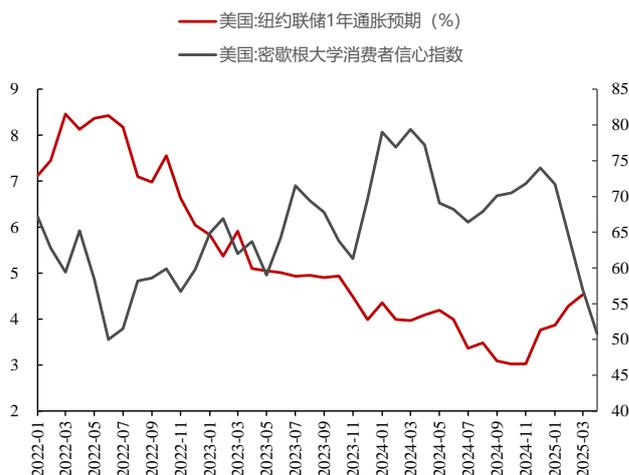
图10：特朗普上台至今，美国政府开支相比过去两年同期上升了1500亿美元

Cumulative total spending since Trump's inauguration compared with the same periods in 2023 and 2024



资料来源：wsj，民生证券研究院

图11：目前市场对美国经济的担忧主要体现在预期数据中



资料来源：wind，民生证券研究院

此外，本轮贸易摩擦事态进一步加剧的可能性已经不大，且中国和美国已分别开始和各自的重要贸易伙伴进行磋商，中美共同受损的格局或得到改善。本周，习近平总书记先后对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问，期间签署并交换的双边合作文本超百份，且同越南签署了产业链合作谅解备忘录，在马来西亚发表《关于构建高水平战略性中马命运共同体的联合声明》。美国方面，特朗普本周也先后和日本经济再生担当大臣赤泽亮、意大利总理梅洛尼就关税问题进行了沟通；同时特朗普在本周五的时候也表示未来1个月内将会和中国就贸易问题达成协议。

**图12：近期，中国和美国已分别就贸易问题开启外交解决进程**

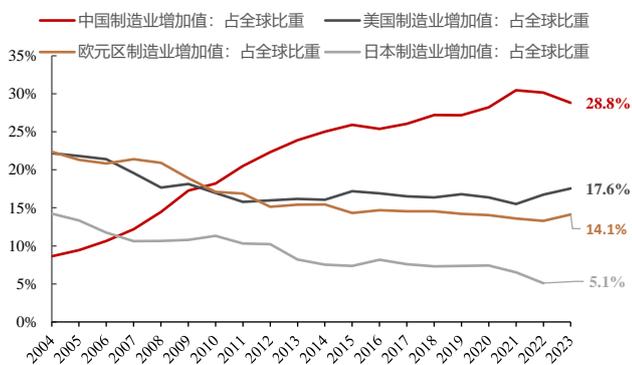
行动方	日期	对象国	重要事件
中方行动	2025/4/11	西班牙	习近平会见西班牙首相桑切斯
	2025/4/14	越南	习近平总书记对越南进行国事访问，签署产业链合作谅解备忘录
	2025/4/15	马来西亚	习近平总书记访问马来西亚，发表《关于构建高水平战略性中马命运共同体的联合声明》
	2025/4/17	柬埔寨	习近平总书记对柬埔寨访问，发表《推动新时代中柬命运共同体建设行稳致远》署名文章
	2025/4/17	美国	英伟达CEO黄仁勋受中国贸促会之邀访华
美方行动	2025/4/17	日本	日本经济再生担当大臣赤泽亮赴美，就关税问题进行第一轮谈判
	2025/4/17	欧盟	意大利总理梅洛尼访问美国，与特朗普在白宫椭圆形会议室谈话
	2025/4/18	中国	特朗普称1个月内会和中国达成协议

资料来源：中国政府网，商务部官网等，民生证券研究院

### 3 保留国内制造业优势要扩大内需、重构外需

经过过去 20 余年的努力，中国制造业生产水平取得了长足进步，在全球范围内取得了产能优势。当前，中国是全球最大的制造业增加值贡献国，占全球全部制造业增加值的比重接近三成。在此过程中，中国制造业投资者正在成为支持全球大宗工业品价格的重要购买力量。以伦交所铜价格为例，伦铜在亚盘交易时段内的上涨幅度要明显高于欧盘时段和美盘时段。

图13：经过 20 余年的努力，中国制造业取得了在全球范围内的产能优势



资料来源：世界银行，BEA，民生证券研究院

图14：近年来，伦铜在亚盘时段内走势明显强于欧盘时段与美盘时段



资料来源：wind，民生证券研究院

站在当前时点，虽然中美之间的贸易摩擦可能存在阶段性缓和的机会，但是达成全面和解协议的可能性则微乎其微。因此，如果中国想要在地缘政治矛盾愈发复杂的国际环境下保持住经过过去 20 年努力所取得的制造业产能优势，那么势必要在当前贸易摩擦形势严峻的背景下为中国的制造业产能找到合适的需求承接。

从寻找制造业需求承接这一视角出发，有以下两个方向值得关注。其一是促消费扩内需：今年以来中央部委层面出台了一系列促消费政策，既有加力扩围推进消费品以旧换新、支持出口品转内销等短期内可能会见到明显效果的政策，同时也有鼓励生育、支持带薪休假、提升工作待遇等关注长效机制改革的方案，政策持续落地后的效果值得期待。其二是重构外需的需求链，通过增加转口贸易以及对出口价值链的结构性调整，重构外需作为中国制造业产能的需求承接，这也构成了近日中国对外贸易谈判的重要工作。

**图15：今年以来中央部委集中推出一系列促消费政策**

日期	部委	文件
2025-04-16	商务部等9部门	《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》
2025-04-10	商务部等12部门	《促进健康消费专项行动方案》
2025-03-16	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》
2025-02-11	商务部等9部门	《关于增开银发旅游列车促进服务消费发展的行动计划》
2025-01-25	商务部等8部门	《关于开展汽车流通消费改革试点工作的通知》
2025-01-23	发改委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》
2025-01-15	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

## 4 布局预期转变后的投资新秩序

本轮贸易摩擦以来投资者持续定价的全球衰退预期可能会在近期有所回摆。目前美国和中国已分别着手开始重建供应链和需求链，未来美元持续下行的路径可能并不顺畅。在全球地缘政治矛盾形势严峻的背景下，中国制造业产能优势的重要性愈发凸显，为国内制造业提供需求承接的方向在于扩大内需以及重构外需。站在当前时点上我们给出的配置推荐如下：

第一，受益中国需求构建的**消费行业（旅游休闲、乳制品、食品、啤酒、定制家居、彩妆、服饰、商贸零售）**；

第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：**资源品（铜、铝、小金属及黄金）、资本品（工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等）**；

第三，权重股考虑**（银行、保险）、内部实物消耗+红利的煤炭**。

## 5 风险提示

1) **国内经济修复不及预期。**如果后续国内经济数据修复不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。

2) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，那么衰退预期之下海外需求预期将会大幅下行。

## 插图目录

图 1: 过去三周美元指数投机头寸净空头数量明显增长, 空头持仓量处 2020 年以来高位.....	3
图 2: 4 月 3 日至今, 除人民币兑美元贬值外, 其他全球主要货币兑美元均有升值.....	3
图 3: 特朗普关税政策后, 市场交易衰退预期, 能源与工业金属类大宗商品价格均有回撤.....	4
图 4: 4 月 3 日至今, 除美国 10Y 国债收益率上行外, 其他国家长期国债收益率均有下降.....	4
图 5: 特朗普关税政策后, 美元计价的黄金创新高, 但以瑞郎计价的黄金并未创新高.....	4
图 6: 3 月国内用电量企稳回升, 生产端由价稳量跌向价稳量升的方向转变.....	5
图 7: 3 月国内工业增加值和社会消费品零售总额同比增速均有上行.....	5
图 8: 美国人均可支配收入同比增速企稳回升, 3 月零售销售额同比增速为 2024 年以来新高.....	6
图 9: 3 月中旬以来, 美国滚动 4 周失业金首申人数逐步下降.....	6
图 10: 特朗普上台至今, 美国政府开支相比过去两年同期上升了 1500 亿美元.....	6
图 11: 目前市场对美国经济的担忧主要体现在预期数据中.....	6
图 12: 近期, 中国和美国已分别就贸易问题开启外交解决进程.....	7
图 13: 经过 20 余年的努力, 中国制造业取得了在全球范围内的产能优势.....	8
图 14: 近年来, 伦铜在亚盘时段内走势明显强于欧盘时段与美盘时段.....	8
图 15: 今年以来中央部委集中推出一系列促消费政策.....	9

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048