



应时而变

——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略

西南证券研究院

宏观研究团队

2025年6月

概 述

- **经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制。**面对关税扰动，我国经济仍具韧性，2025年下半年或通过内需型投资形成熨平机制，结构性亮点集中于：高端制造、城市更新、服务消费等。制造业投资在国内“两新”等扩内需政策支持下全年增速或保持在8%以上；“两重”项目和城市更新专项投资计划加快下达，年内基建投资增速有望实现9%以上；消费在“以旧换新”政策推动下温和复苏，社消总额全年增速有望回升至5%，新场景类的实物消费+情绪消费或将贡献增量。2025年下半年出口增速波动或加剧，但窗口期内“抢出口”仍显韧性；房地产市场“缩量提质”，有助于价格维稳。
- **政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间。**2025年1-4月，全国一般公共预算收入完成进度36.7%，略高于去年同期，土地出让收入同比由负转正。财政支出完成预算的31.5%，为2020年以来同期最快，政府负债率显著低于美日，宽财政加码仍有空间。1-4月专项债发行量约占全年额度的27.05%，快于去年同期进度。超长期特别国债发行时点靠前，项目包括“硬投资”和“软建设”。货币方面，下半年宽货币“灵活把握”，政策对稳增长和物价合理回升的敏感性继续提升，年内或还有一次降准（50BP），降息或还有20个基点左右，重点关注期在9月末至10月初。
- **三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑。**短期，结合2025年以来出台的不同类型政策频次及2012年八项规定之后的资本市场表现，建议重点关注具备智能、饮料乳品、化学制药等；中期，1979年以来中美历次贸易交锋对我国产业发展路径影响有限，2017-2019年，科技、服务和教育环保增速较快，体现出强链补链特征，而美日之间长达三十多年的贸易摩擦期，电气机械设备、化学品、医疗卫生、商业活动等发展较快；长期，美国和日本的低利率时期，科学技术、医疗服务等领域发展较快，而住宿餐饮、建筑等行业衰退较快，体现出资金成本较低时，整个社会资源倾向于更多的进行创新型投入，结合当前产业比较优势，我们认为随着我国利率进一步走低，高端制造、医药生物及新型可选消费可长期关注。
- **历史镜像：美国贸易战对全球贸易、经济和货币影响。**通过复盘1890年以来美国曾发起过的六轮大规模贸易战发现，美元升值在大部分时期是贸易摩擦的“因”，贸易战难以改变美国的贸易逆差，通常导致贸易博弈双方乃至全球经济增速下滑，但是不曾直接导致全球性的经济衰退。此次特朗普2.0贸易战或将拖累美国今年实际GDP增长率相对基线下降0.7%，并拖累中国GDP增长约0.4个百分点左右，同时关税政策变化也和全球“去美元化”交易有关。历史上大部分贸易战时期，黄金价格走高、美元呈贬值态势，后续风险资产价格走势或仍面临一定压力。
- **风险提示：**中美贸易博弈超预期，政策落地节奏和效果不及预期，地缘政治风险。

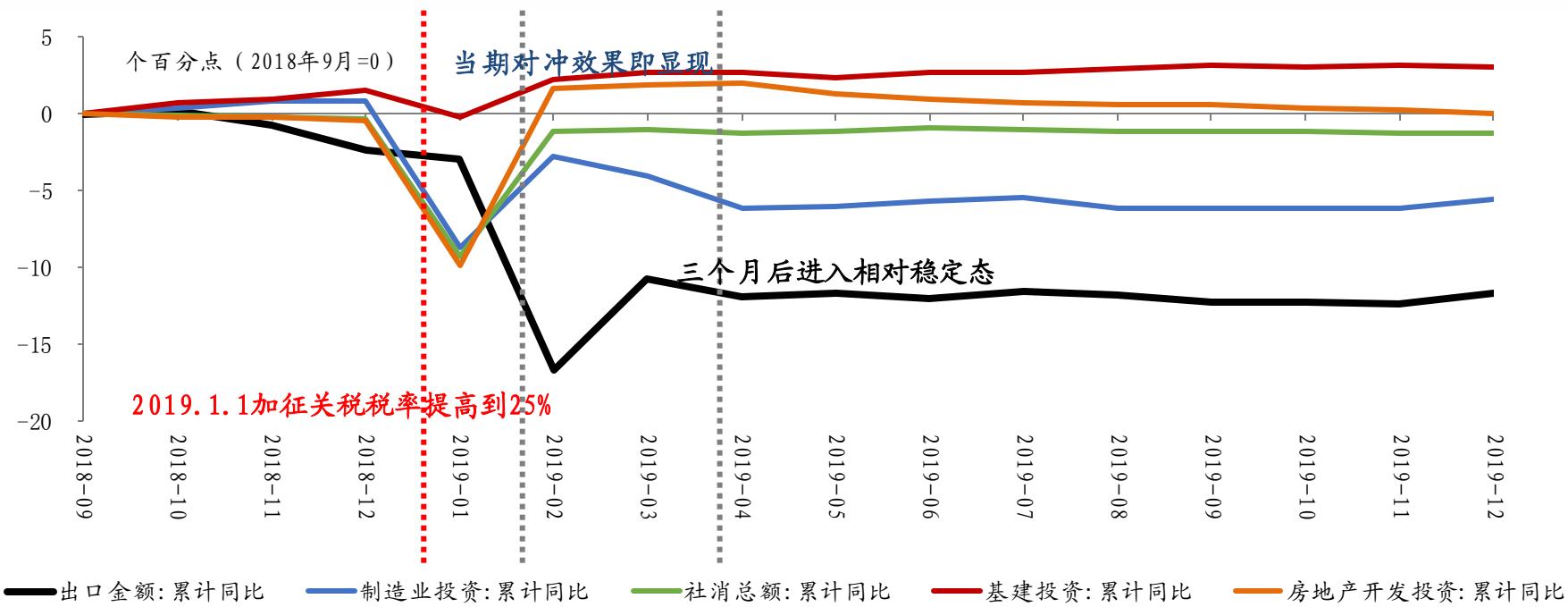
目 录

- ◆ **经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制**
- ◆ **政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间**
- ◆ **三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑**
- ◆ **以史为鉴：贸易战之下の大类资产配置策略**

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- 美国关税对中国经济的中观传导链条是：出口与营收回落→制造业生产放缓→企业利润空间收窄→企业投资意愿下降→居民就业减少收入降低→消费放缓，为打破经济下行的循环，宏观政策加大逆周期调节力度。从2018年来看，内需型投资是对冲贸易战影响的有效选项。2018年7月6日，美国对340亿美元中国产品加征25%的关税，中美贸易战打响，2018年9月18日，美国政府宣布实施对从中国进口的约2000亿美元商品加征关税的措施，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，2019年1月1日起加征关税税率提高到25%。关税实质性冲击在2019年2月凸显，出口增速相对最大降幅达-16.72%，制造业投资在相对降幅小幅收敛后，又迅速下降，社消总额增速在关税税率提高后相对增速出现小幅回升，之后稳定在偏弱状态，房地产投资和基建投资成为稳定经济的主要动能，相对增速在2019.2-2019.12保持正增长。

2018年中美贸易战时期内需型投资是“稳定器”

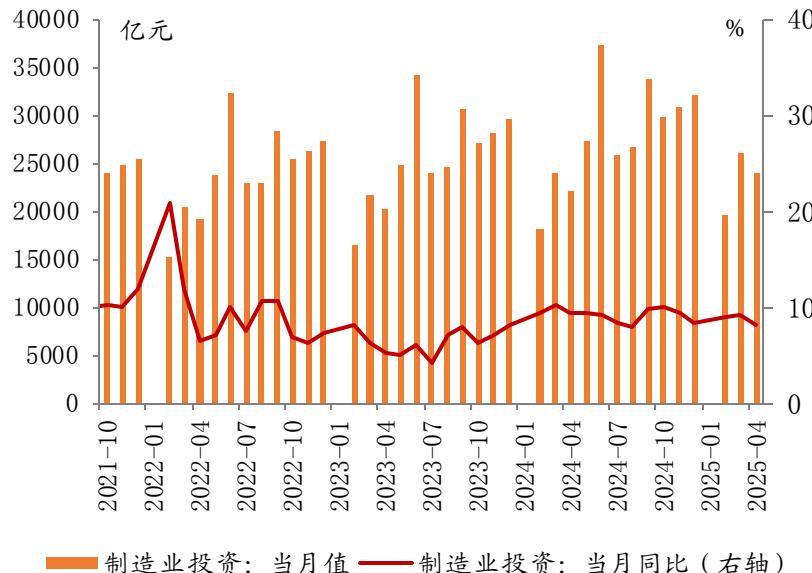


数据来源：wind，西南证券整理

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- **关税影响下制造业投资增速边际走低，但仍保持高增长态势。** 2025年1-4月，制造业投资累计同比增长8.8%，增速较1-3月下降0.3个百分点，较全国固定资产投资同比增速高4.8个百分点，保持较快增长态势。4月单月，制造业投资同比增长8.2%，较3月边际下滑0.9个百分点。尽管4月份美国关税对制造业投资有所拖累，但制造业投资仍保持高增速，在“设备更新”等政策支持下依然具备韧性。
- **细分行业上，2025年1-4月铁路、船舶、航空航天制造业、汽车制造业累计投资增速均在20%以上，延续高速增长态势。** 从边际变化来看，除了纺织业、通用设备、专用设备制造业投资增速边际回升之外，其余10个主要行业投资增速均回落，铁路、船舶、航空航天制造业同比增速下降较多，较1-3月下滑8.3个百分点至29.6%，其次是医药、计算机通信等制造业行业。

4月制造业投资增速边际走低

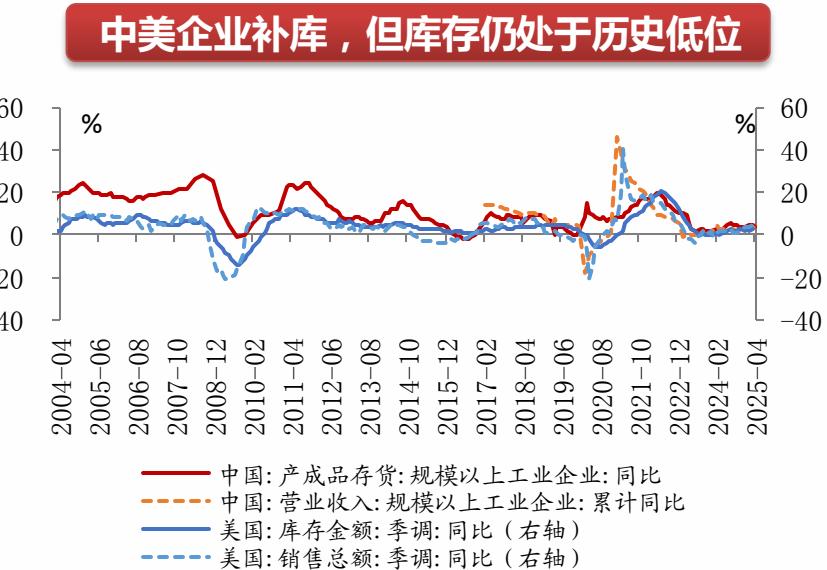
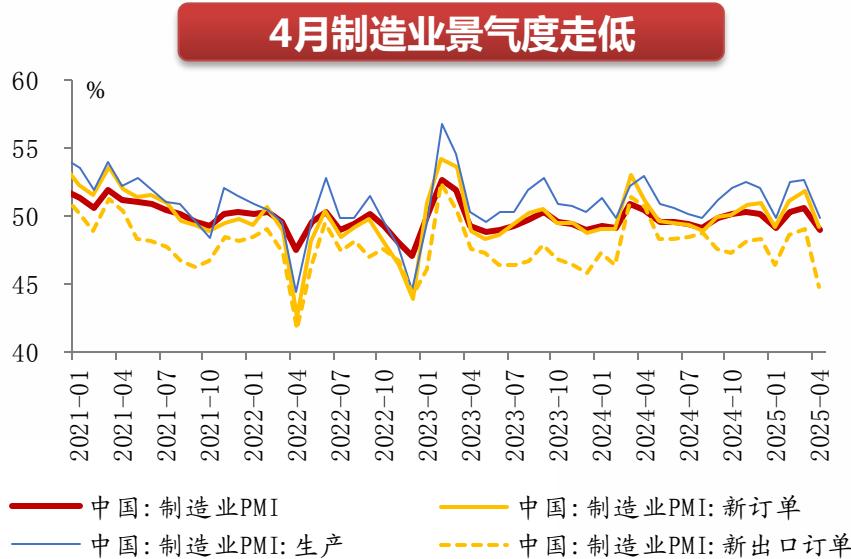


制造业细分行业累计增速变化

固定资产投资完成额	累计增速	1-2月 (%)	1-3月 (%)	1-4月 (%)	1-4月 vs 1-3月 (个百分点)
铁路、船舶、航空航天	37.3	37.9	29.6	29.6	-8.3
汽车	27.0	24.5	23.6	23.6	-0.9
通用设备	21.6	17.2	17.9	17.9	0.7
食品制造	21.0	18.0	16.6	16.6	-1.4
农副食品加工	17.4	18.6	18.4	18.4	-0.2
有色金属冶炼及压延加工	16.1	17.9	16.4	16.4	-1.5
纺织业	13.6	13.5	14.7	14.7	1.2
金属制品	10.8	12.2	11.5	11.5	-0.7
计算机通信	9.6	10.5	9.0	9.0	-1.5
专用设备	9.0	8.1	8.4	8.4	0.3
化学原料及制品	6.0	2.1	1.3	1.3	-0.8
医药	3.5	4.4	2.6	2.6	-1.8
电气机械及器材	-8.6	-7.4	-7.5	-7.5	-0.1

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

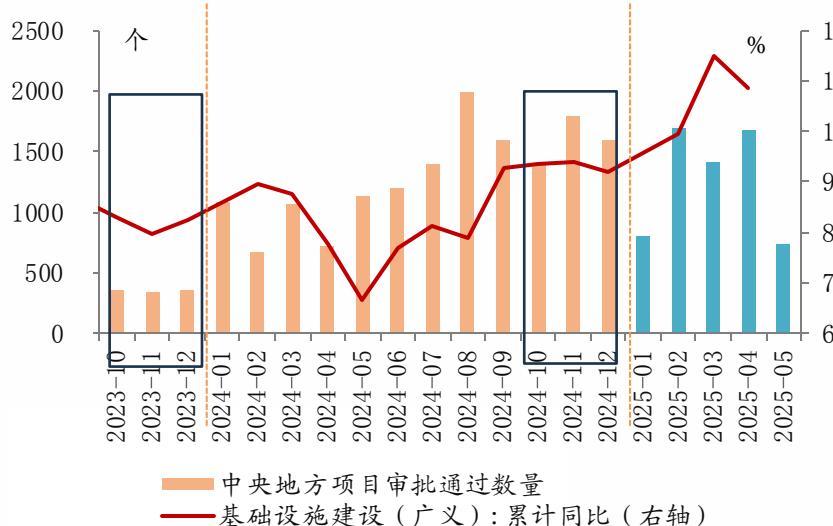
- **景气指数小幅回升，生产端重新扩张。** 2025年5月制造业PMI较4月回升0.5个百分点至49.5%，但仍连续两个月位于收缩区间，低于季节性表现。从需求端看，5月新订单指数较上月回升0.6个百分点至49.8%，但连续两个月收缩，内外需仍偏弱运行；从生产端看，由于外需压力减弱，企业生产止跌回升，5月生产指数回升0.9个百分点至50.7%，回到荣枯线之上。从企业预期来看，5月生产经营活动预期指数较上月回升0.4个百分点至52.5%，企业对后市预期改善。当前中美关税博弈暂时缓和，对制造业景气度有所支撑。
- **中美企业均处于补库周期，下半年制造业投资增速或缓慢走低。** 年初以来国内工业企业营收和库存同比增速均走高，一季度规上工业企业产成品存货同比增速为4.2%，较2024年增速升高了0.9个百分点；受美联储降息影响，今年以来美国企业也开始主动补库，销售和库存金额同比增速均走高，3月美国库存总额同比上涨2.54%，较2024年加快0.65个百分点，较2月份升高0.3个百分点，企业提前备货以应对贸易政策的不确定。但目前中美库存周期仍处于历史低位。由于美国关税政策的不确定性对企业投资预期形成扰动，且去年同期基数走低，**预计后续制造业投资增速或呈温和下行态势，但在国内“两新”等扩内需政策及“做强国内大循环”的推动下，年内仍有望保持在8%以上。**



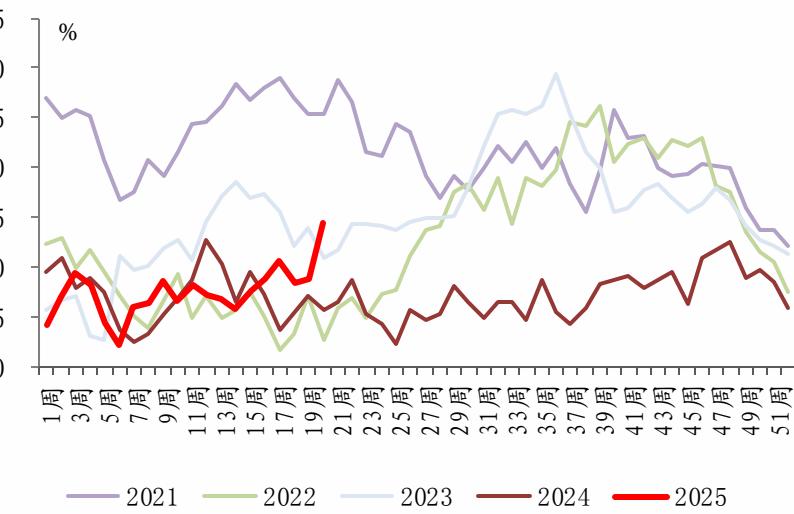
1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- **广义基建投资增速边际下滑，三季度增速或继续回落。** 2025年1-4月，广义基建投资同比增长10.85%，狭义基建投资同比增长5.8%，分别较前值下滑0.65个百分点和持平；4月单月广义基建投资增速9.57%，狭义基建投资增速5.8%，分别较3月下滑3.01个百分点和持平。1-4月，电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资同比增长25.5%，较前值下降0.5个百分点，对广义基建投资有所拖累。2025年1-4月央地项目审批共计5600个，同比增长58.06%，2-4月审批数量平稳，月均1596个，环比略少于去年四季度的月均1599个，**但今年2-4月项目审批数同比涨幅较去年四季度大幅放缓，下半年广义基建同比增速或将边际下滑。**
- 从高频数据来看，截至5月21日，5月石油沥青装置开工率平均为31.3%，高于4月份的28.2%，回升速率明显加快，且高于过去3年同期值，稳增长政策加快形成实物工作量。5月20日，国家发改委表示力争6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单，以及2025年城市更新专项中央预算内投资计划。“两重”项目和城市更新专项投资计划加快下达，将对下半年基建投资形成支撑，但由于基数走高，三季度广义基建投资增速或回落至9.5%左右，全年基建投资增速或将保持在9%以上。

央地项目审批情况与广义基建投资增速

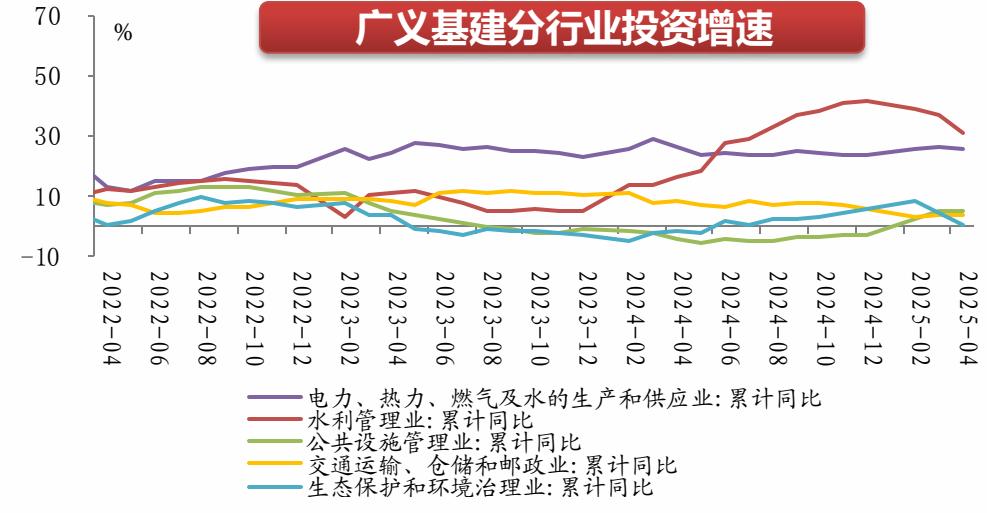


5月石油沥青装置开工率快速走高

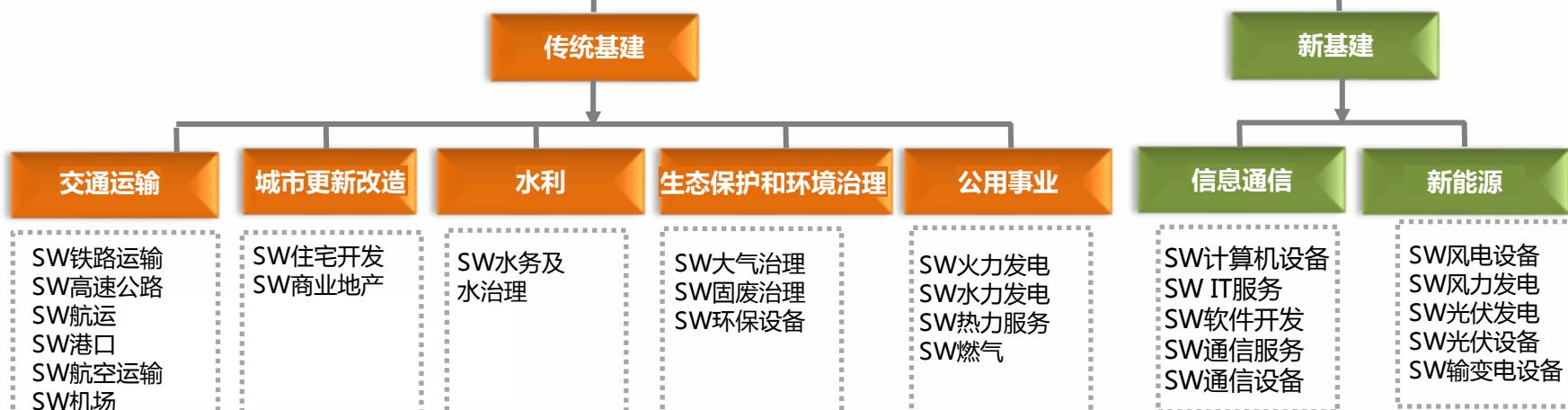


1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

□ 传统基建投资中，2025年1-4月水利管理业投资增速最高（30.7%），其次是电力、热力、燃气及水的生产和供应业（25.5%），以上两类投资增速较3月均有明显回落；公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业投资分别同比增长4.9%、3.9%，分别较1-3月持平和上升0.1个百分点。从边际变化上看，与中央投资相关的水利投资自去年以来保持较快增长态势，但今年以来增速有所下滑；代表地方基建的公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业投资增速今年以来均回升，或与地方化债加快、地方专项债加大发行使用有关。4月财政部启动超长期特别国债发行，资金重点投向“两重”领域，后续水利、新能源、新基建相关投资有望得到助力。



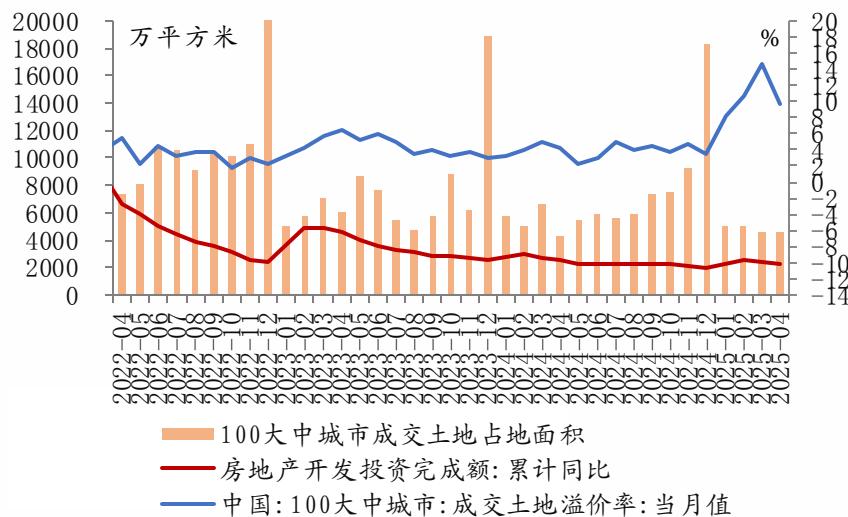
基础设施投资项目类型及相关领域的申万行业



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- 口 **房地产投资边际走低，土地成交保持平稳。** 2025年1-4月，全国房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较1-3月扩大0.4个百分点。4月单月，房地产投资同比下降11.3%，降幅较3月边际扩大1.3个百分点。土地成交今年以来走势较为平稳，2025年4月100大中城市土地成交面积为4658.39万平方米，与3月基本持平，同比增长7.8%。4月100大中城市成交土地溢价率为9.69%，较3月边际下滑5个百分点，但仍处于2021年以来的较高水位。2025年全国多地明确缩减土地供应规模，尤其是一二线城市通过降低容积率、聚焦优质地块实现“缩量提质”，未来预计将减少新增供地，加速消化存量库存。
- 口 截止5月13日，据CRIC不完全统计，全国拟收储总规模达到3918亿元，涉及城市达到171个，4月份公告拟收储土地7198公顷，涉及金额1730亿元，面积、金额均已超出一季度总量。从城市能级看，一二线城市民企土地收储占比略高于其他能级城市。4月25日，中央政治局会议提出“优化存量商品房收购”，收储相关的配套举措有望进一步完善，尤其在扩大用途范围、降低资金成本等方面。后续随着存量商品房库存去化持续加快，房价有望逐步企稳。

土地成交面积与房地产投资增速



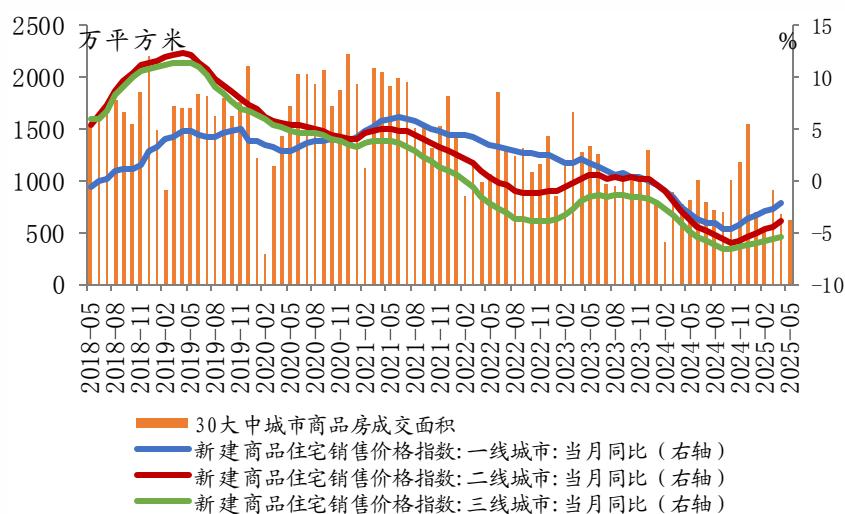
部分省市商品房收储的当前情况及计划

省份/城市	数据截至时间	收储套数	用途
合肥、蚌埠等地	2025.04	10279套	人才租赁住房、保障性住房
辽宁省	2025全年	45000套(计划)	公租房、保障性租赁住房
河北省	2025.03	3859套	保障性租赁住房
武汉	2025全年	3000套(计划)	租赁住房、安置房
长春	2025.02	6837套	保障性住房
贵阳	2025.02	5162套	保障性租赁住房
重庆	2025.02	8000套	租赁住房
青岛	2025全年	1200套(计划)	保障性租赁住房、长租房

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- **4、5月商品房成交边际走弱，价格端继续企稳。**4月，商品房销售面积和销售额同比分别下降2.1%和6.7%，降幅较3月份扩大1.2和5.1个百分点。5月以来成交热度继续回落，截至5月26日，5月份，30大中城市商品房成交面积约616.5万平方米，同比去年同期小幅下滑1.22%，其中一线和三线城市成交同比表现较好，分别同比上升22.6%、5.2%，二线城市则同比下降15.5%。从房价表现来看，4月70个大中城市中，各线城市新建商品住宅销售价格环比略降，二手住宅销售价格环比均下降，各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比降幅均持续收窄。
- **中央稳基调和地方差异化调控双向发力。**2025年以来，在“止跌回稳”的主基调下，央地房地产政策持续释放。中央层面，4月政治局会议强调，加大实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造，优化存量商品房收购政策；5月7日，央行下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。地方层面，4月地方出台房地产调控政策38条，其中，宽松性政策31条、中性政策6条、紧缩性政策1条（郑州市房屋租赁市场管理）。房地产调控频次较上月减少，但热点城市楼市支持性政策持续加码。

商品房成交边际走弱，新房价格持续回升



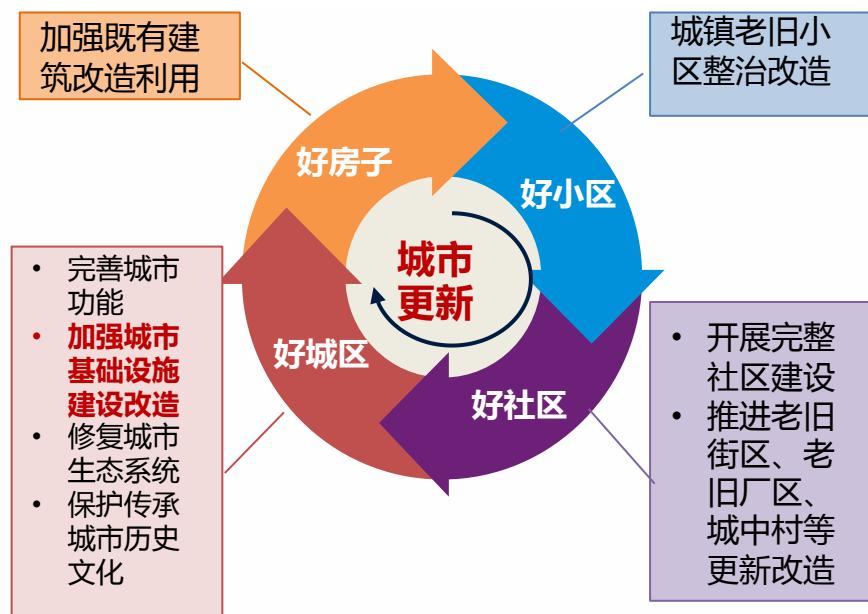
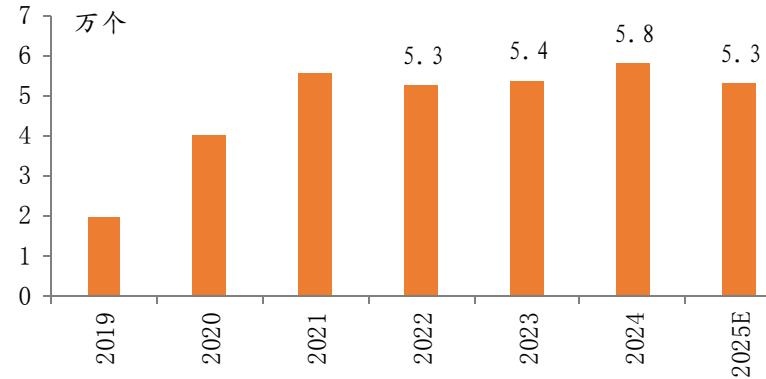
近期中央、地方房地产相关政策

地产政策	推出时间	主要内容	部门/政策类型
中央	5月9日	央行一季度货币政策执行报告表示拓宽保障性住房再贷款使用范围，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度	央行
	5月7日	降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%	央行
地方	无锡 4月15日	全面取消限售并暂停限价政策	取消限售
	杭州 4月18日	首套房契税优惠规则调整，四个中心城区住房套数不互认	契税优惠
	南京 4月28日	《南京市住宅房屋征收房票安置办法（试行）》正式印发	房票优化
	厦门 4月17日	进一步优化住宅房屋征收房票补偿安置政策	房票优化
	青岛 4月17日	关于发放青岛市多子女家庭购房补贴的通知	生育补贴

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- 2025年5月，中共中央办公厅国务院办公厅发布《关于持续推进城市更新行动的意见》，明确到2030年城市更新提质升级的系列目标。今年2月，住建部提出：“2025年要大力实施城市更新，全面完成2000年底前建成的城镇老旧小区改造任务”。全国2000年底以前建成的老旧小区约22万个，截至2024年底，全国已累计完成21.9万个老旧小区改造，2025年全国计划新开工改造城镇老旧小区5.3万个，低于2024年水平。**后续将优先实施涉及公共安全和民生保障的城市地下管网安全提升、老旧居住区宜居改造、城中村综合改造、市政设施安全改造等基础类工程。**
- 2023-2024年，发改委安排中央预算内投资、增发国债资金和超长期特别国债资金共超过4700亿，重点支持城市燃气、排水等地下管网改造和城镇老旧小区改造等城市更新项目。**2024年，国家发改委预计在未来五年需要改造的城市燃气、供水、排水、供热等各类管网总量将近60万公里**（我国供水110.3、供气99、排水91.4、供热49.3管道总长约350万公里），**投资总需求约4万亿**。目前，国家发展改革委正在抓紧组织计划申报和项目评审等工作，将于**今年6月底前下达2025年城市更新专项中央预算内投资计划**。同时，在“两重”建设超长期特别国债资金安排中，将继续对城市地下管网及设施建设改造项目给予支持。此外，用好地方政府专项债券，继续支持符合条件的城市更新项目建设。

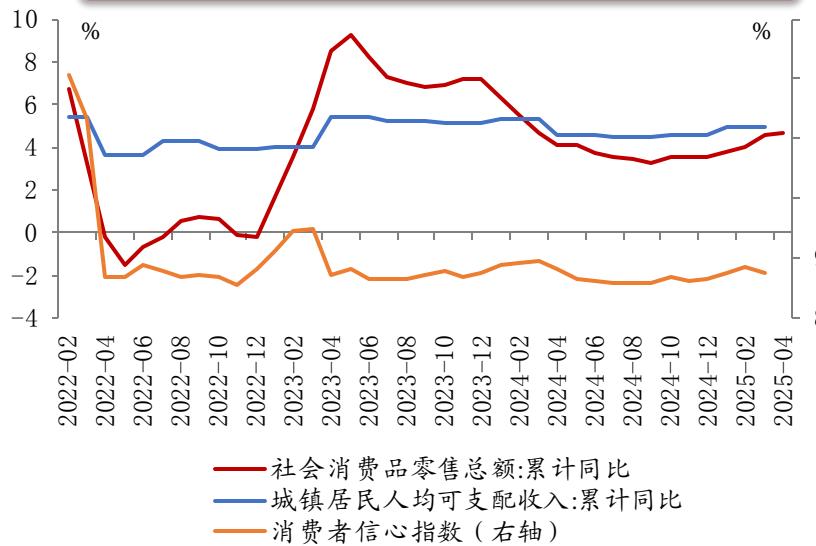
全国新开工改造城镇老旧小区数量



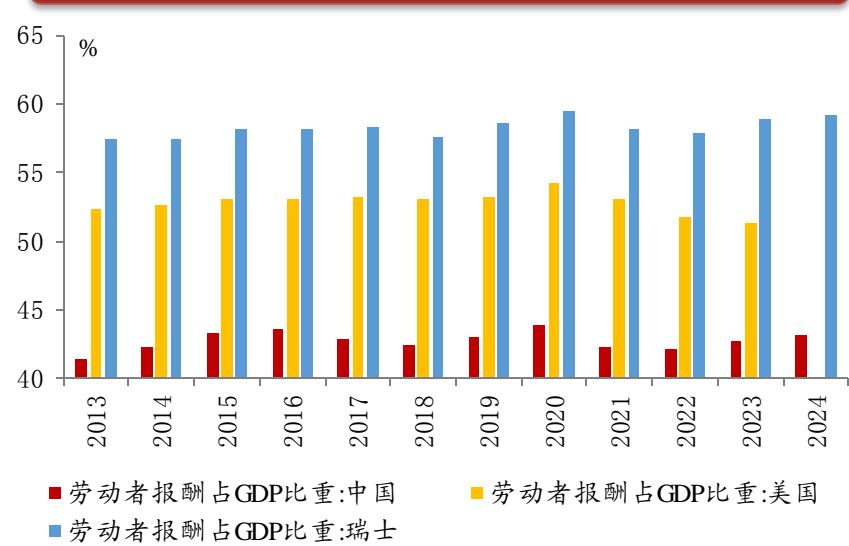
1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- **消费仍主要受“以旧换新”支撑，消费者信心仍偏弱。** 2025年1-4月，社会消费品零售总额同比增长4.7%，较今年一季度增速提升0.1个百分点，4月单月社会消费品零售总额同比增5.1%，较3月下滑0.8个百分点，低于市场预期。2025年一季度消费者信心指数较2024年四季度有所回升，但分月来看，3月消费者信心指数87.5较2月下滑0.9个百分点，而2019年12月这一数值为126.6，居民内生消费意愿仍需提振。同期，城镇居民人均可支配收入同比增速延续去年四季度以来的稳步增势，后续“以旧换新”商品零售，服务消费在政策加持下也有望持续回升，但去年同期基数上升，预计社消全年增速或小幅回升至5%左右。
- **收入是消费的基础，我国居民可支配收入占GDP的比重由2013年的41.47%上升至2024年的43.13%，2024年37个发达经济体平均为46%，美国和瑞士分别为52.4%和57.46%，中国居民收入占GDP的比重与发达国家差距仍大。** 2024年我国居民四类收入中，工资性收入占比和增速均最高，分别为56.5%和5.8%；财产净收入占比和增速均最低，分别为8.3%和2.2%，而同期美国居民收入中财产性收入占比约为20%，日本约为15%。以财产性收入为重要支点撬动消费，是《提振消费专项行动方案》重要落脚点之一。

消费者信心走弱，可支配收入增速平稳



中国居民收入占GDP比重与发达国家差距仍大



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- “以旧换新”持续发力，国家发展改革委分别在1月和4月下达两批810亿元超长期特别国债资金以支持消费品“以旧换新”，截至5月5日，汽车、家电、数码产品、家装厨卫、电动自行车等五大类产品带动销售额约8300亿元。政策带动江苏省、浙江省、四川省、北京市等多地消费品实现较快速度增长。
- “以旧换新”品类：家电、通讯器材消费保持较快增长，家电4月消费增速边际升高3.7个百分点至38.8%；汽车零售同比涨幅收敛4.8个百分点至0.7%，据中汽协数据显示，4月我国乘用车销量同比增长11%，汽车零售增速边际下滑或与汽车降价促销有关。
- 其他品类：金银珠宝类销售连续三个月同比正增长，4月涨幅进一步扩大14.7个百分点至25.3%；化妆品零售增速上升6.1个百分点至7.2%；体育、娱乐用品类零售增速连续3个月保持在20%以上。

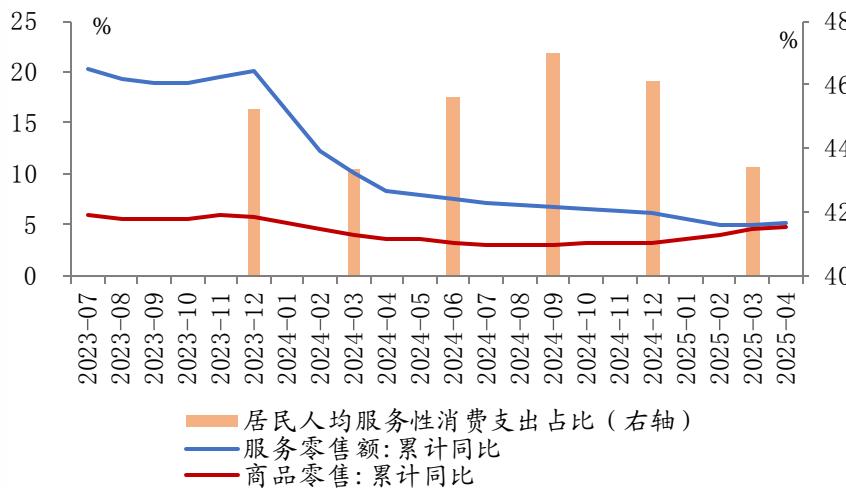
中央及部分省市“以旧换新”相关政策及最新进展

地区	政策名称	以旧换新最新进展
中央	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》(2024.7)	截至5月5日，汽车、家电、数码产品、家装厨卫、电动自行车等五大类产品带动销售额约8300亿元；截至5月5日，全国汽车以旧换新补贴申请量突破300万份，消费者购买12类家电以旧换新产品超过5500万台，手机等数码产品购新超过4100万件，超过1.2亿人次参与购买
	《商务部等4部门办公厅关于做好2025年家电以旧换新工作的通知》(2025.1)	
江苏省	《江苏省发展改革委 江苏省财政厅关于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》(2025.2)	一季度，江苏省汽车、家电、家装家居等大宗消费超584亿元，销售额位列全国第一；截至4月底，江苏省消费品以旧换新补贴资金累计使用已经突破百亿大关， 累计带动销售额近800亿元
辽宁省	《辽宁省2025年家电以旧换新工作实施细则》(2025.2)	一季度，辽宁省参与商务领域消费品以旧换新的消费者超过190万人次，惠享消费补贴近20亿元， 直接拉动相关领域消费超过150亿元 ；一季度，辽宁省能效等级为1级和2级的家电商品和智能手机零售额均增长超过40%
安徽省	《安徽省提振消费专项行动实施方案》(2025.4)	截至4月23日，2025年安徽省消费品以旧换新累计使用政府补贴33.4亿元， 带动销售额约270亿元
四川省	《2025年成都市提振消费专项行动实施方案》(2025.5)	截至5月13日，今年四川家电以旧换新和数码产品购新补贴覆盖 702万件 ， 有力拉动消费221亿元

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- **服务消费增速持续高于商品零售，促服务消费政策力度不断加码。**我国服务零售同比增速持续高于商品零售增速，2025年1-4月服务零售额同比增长5.1%，较一季度小幅回升0.1个百分点，高于同期商品零售同比增速（4.7%）。我国服务性消费支出占比由2013年的39.7%提升至2024年的46.1%，但目前仍远低于发达国家60%-80%水平。4月16日，商务部等9部门联合印发《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》；5月9日，中国人民银行设立服务消费与养老再贷款，额度5000亿元，近期促服务消费政策力度不断加码，有望增强服务消费对经济增长的拉动作用。
- 年轻消费者日益追求“情绪价值”，首发经济的个性化和定制化能更好的满足这一需求，融合银发经济、谷子经济、低空经济等的首发经济有望成为拉动新消费的重要引擎。谷子经济是以二次元文化IP（动画、漫画、游戏、虚拟偶像等）为核心，通过实体化衍生品（如徽章、卡牌、手办等）实现情感价值变现的消费形态。艾媒咨询数据显示，2024年中国谷子经济市场规模达1689亿元，同比增长40.63%，预计2029年将突破3000亿元。**情感投射下的多元消费生态或将成为扩大内需战略与消费新场景培育政策落地的关键载体。**

服务零售额增速和服务性消费支出占比



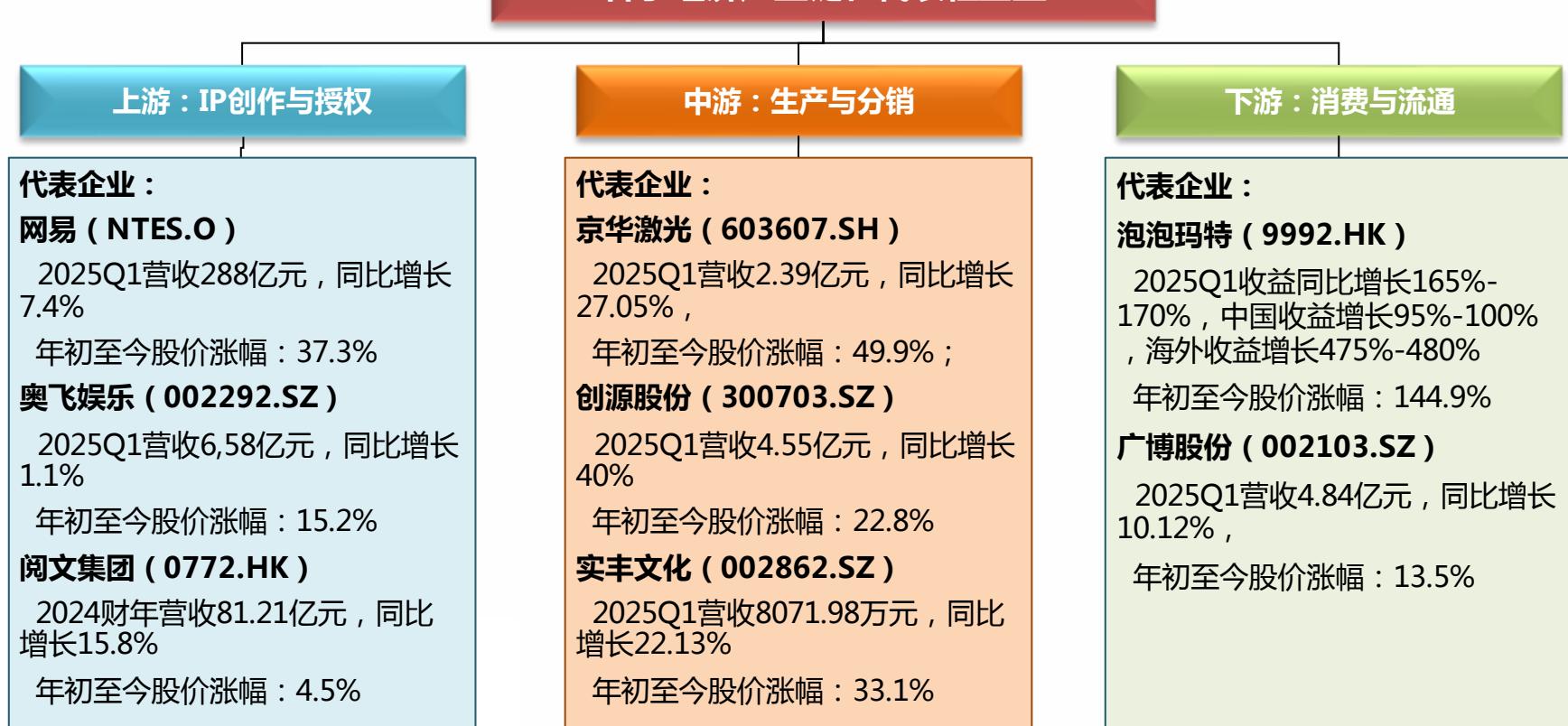
中国谷子经济市场规模及预测



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

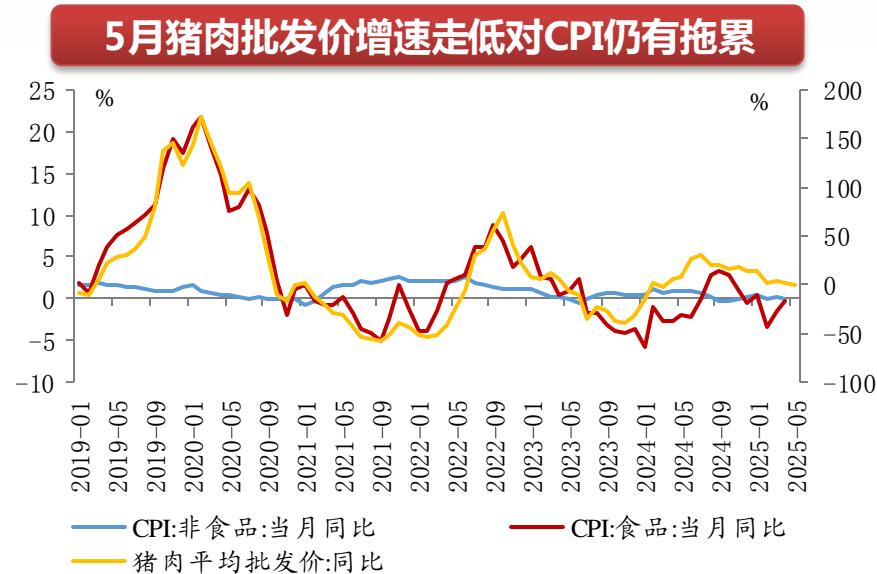
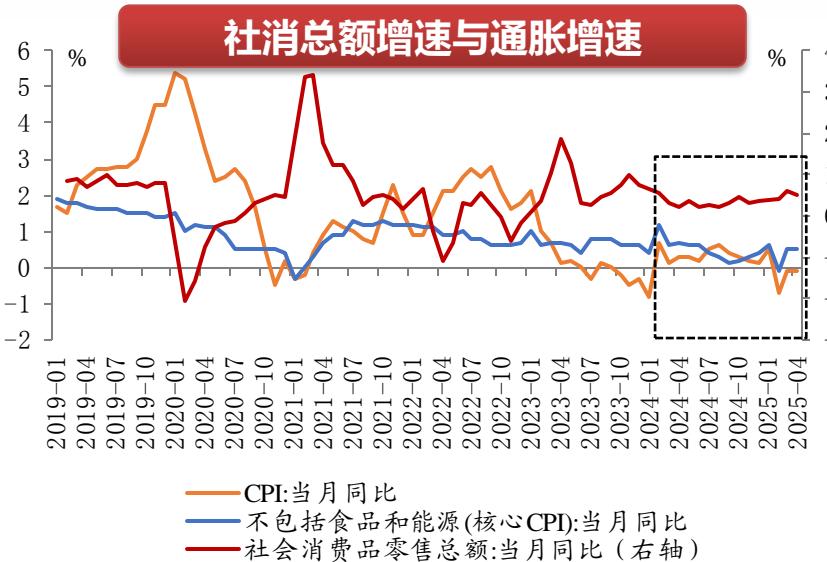
- 谷子经济的产业链由上游至下游形成完整闭环，涵盖IP生产、产品开发、销售流通三大核心环节。**上游IP端**：以动画、游戏、漫画等内容为核心，通过版权授权形成衍生品开发基础，上市公司包括米哈游、网易、奥飞娱乐、阅文集团等。**中游开发端**：将IP转化为实体商品，如徽章（吧唧）、卡牌、亚克力立牌等。京华激光为卡游提供卡牌深加工，奥飞娱乐、实丰文化等企业通过代工或自主生产降低成本。**下游销售端**：线上通过电商平台和二手交易扩大覆盖，线下以连锁谷子店和商超专柜触达消费者，依托渠道网络实现高效变现。

谷子经济产业链和代表性企业



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

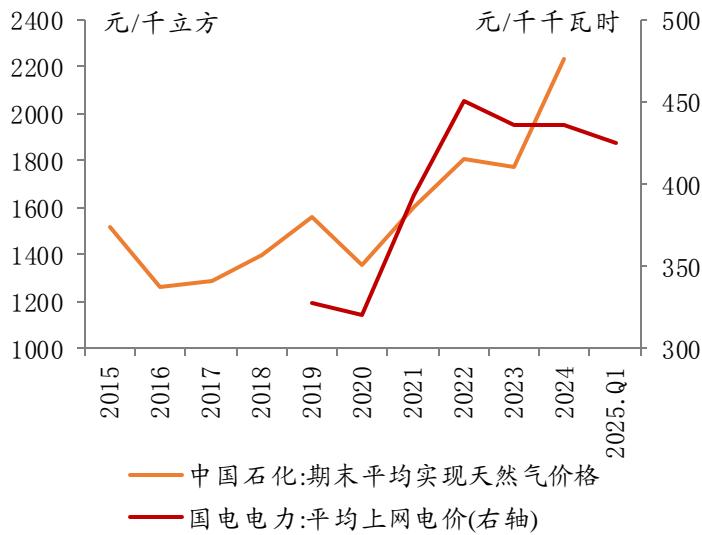
- **CPI同比短期受油价影响，年内或与社消增速保持较强关联性。** 2025年1-4月CPI累计同比-0.1%，自2月以来累计同比增速平稳。2025年4月受国际油价下行，CPI同比增速持平于3月为-0.1%，符合市场预期。CPI环比由下降0.4%转为上涨0.1%，略强于季节性水平。食品价格环比由下降1.4%转为上涨0.2%，优于过去十年同期平均表现，非食品价格环比由下降0.2%转为上涨0.1%，略弱于季节性，或主要受国际油价拖累。核心CPI同比持平于3月为0.5%，环比小幅升高0.2%，核心通胀表现平稳。剔除疫情扰动导致的基数因素，2024年以来社会消费品零售总额增速与CPI具有较好的一致性。预计后续CPI将温和回升，通胀中枢逐步修复，全年增速有望回升至1%左右。
- **能繁母猪存栏量仍处绿色调控区，三季度或有改善。** 截至2025年3月，能繁母猪存栏量为4039万头，虽环比下降1.0%，但同比仍增长1.2%，相当于正常保有量的103.6%。高频数据显示，截至5月22日，5月猪肉批发价同比-0.49%，延续了3月以来的下降趋势。冻品库容率自2月以来持续攀升，截至5月8日达18.93%，较年内低点增加1.1个百分点。综合来看，目前猪价仍处于筑底阶段，短期内对食品CPI仍有拖累，若5-6月存栏量能延续3月的环比下降趋势，三季度猪肉供应压力有望缓解，从而带动食品价格CPI有所回升。



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

近期，多个城市上调水电气等公共事业价格，多地启动成本监审和水价改革，上海、广州等城市时隔10年以上首次大幅调整，强调“以价促节”。**中国城镇居民水电燃料及其他消费支出占消费支出的比重约为5.4%，水电燃气价格的上涨，对居民总体消费影响有限，但个体差异性较大。**且电力和燃气的季节性影响较大，因此部分城市在冬季供暖需求高峰期会临时调整燃气价格，对当期CPI和PPI或有短期扰动。

近年电价与燃气价格走势



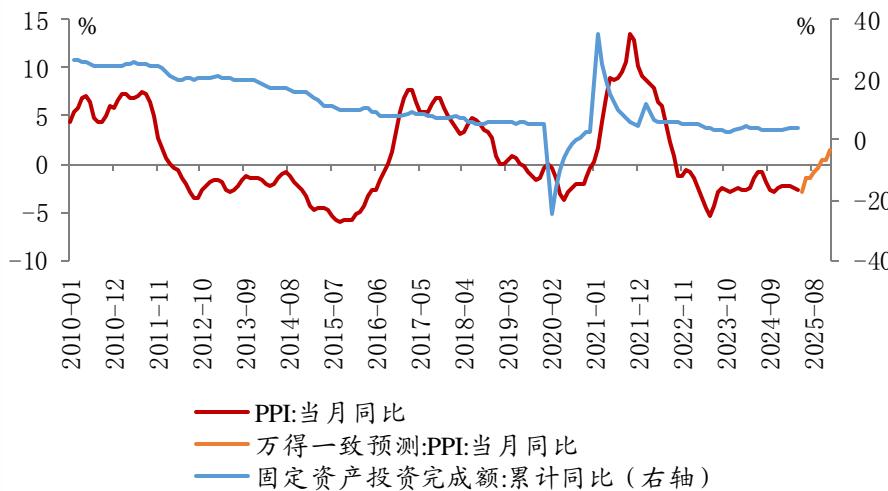
2024-2025年部分省市水电气价格调整情况

类型	调价城市	调整幅度	调整时间	调价方案
水价	上海	20.2%~52.9%	2024年	阶梯价差扩大，三档涨幅递增。第一档：从3.37涨到4.05，涨价20.2%；第二档：从4.75涨到5.8，涨价31.4%；第三档：从5.75涨到8.79涨价52.9%。
	广州	28.78%	2025年	从6月1日起，中心城区自来水价格调整，第一阶梯价格从1.98元/立方米上涨至2.55元/立方米涨幅为28.78%。
	深圳	13.05%	2025年	自来水综合价格拟由3.449元/立方米调整为3.8991元/立方米，涨幅13.05%。
	咸阳、曲靖等	10%~50%	2024年	中小城市跟涨，缓解供水企业压力.非居民用水涨幅更高。
电价	安徽	高峰季上浮84%	2024年	对用电容量100千伏安及以上的工商业用户，执行新的峰谷分时电价政策，季节性高峰电价上浮84.3%，其他月份的高峰电价，上浮74%。
	湖南	20%	2025年	尖峰电价在高峰电价基础上，再上浮20%。
	江苏	尖峰上浮20%	2025年	优化了315千伏安及以上工业用电的夏、冬两季的尖峰电价政策，尖峰电价以峰段电价为基础上浮20%。
燃气	深圳	6.4%-10%	2024年	分档差异化调整，一档涨幅最大。管道天然气居民销售价格第一档升至3.41元/方，第二、三档价格分别升至3.91元/方、5.16元/方。
	成都	5%-7%	2024年	统一上调0.16元/方，各阶梯气价涨幅在5%-7%不等
	镇江、莆田等125市县	平均约10%	2024年	顺价机制全面落地，无降价案例

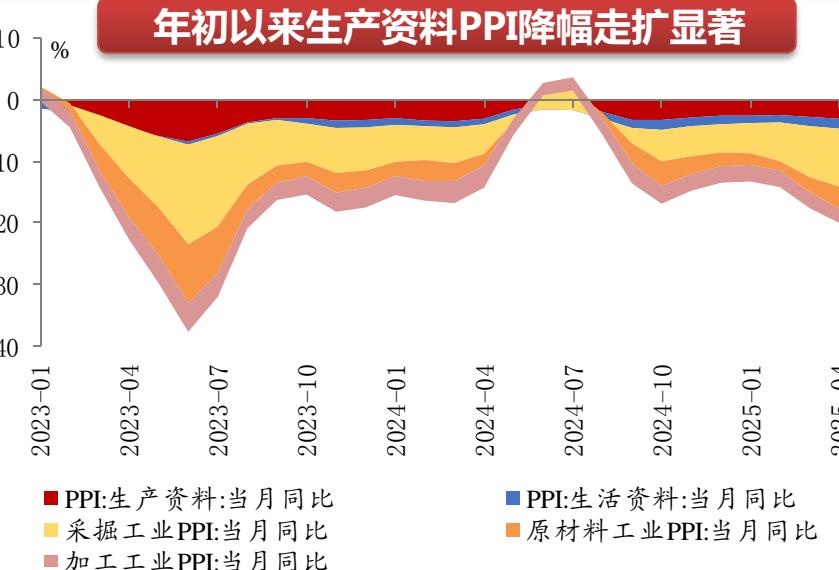
1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- 内外需共振下，PPI同比降幅走扩。2025年1-4月PPI累计同比增速-2.4%，较前值继续下行0.1个百分点。2025年4月PPI同比下降2.7%，较3月降幅扩大0.2个百分点，略高于市场预期，延续年初以来的偏弱走势。输入性价格压力依然偏大，原油相关行业价格环比走低，国内地产、基建实物工作量偏弱，黑色金属相关行业价格环比下降，非金属行业价格持稳。出口受限后部分下游行业价格环比走低，如汽车、计算机通信、纺织业等。
- 生产资料是PPI的主要拖累项，年内PPI同比增速仍将持续承压。1-4月是生产资料PPI同比-2.7%，生活资料PPI同比-1.4%，降幅持续扩大。从权重来看，对PPI的影响分别为生产资料73.55%，生活资料25%。生产资料中，1月以来降幅最大的是采掘业PPI（-4.5个百分点），其次是原材料工业（-1.7个百分点），加工业降幅收敛（0.4个百分点）。上游原材料价格走低是PPI增速下滑的主要原因，后续国内扩内需、促制造等政策持续发力，有望对部分工业品价格形成支撑。预计后续部分工业品价格可能在政策支持下有所支撑，四季度随着基数走低，PPI同比增速或有一定回升，但受外部贸易战及内需影响，PPI增速仍将承压，下调PPI全年增速预测至-1%左右。

PPI同比增速2025年中有望缓慢回升



年初以来生产资料PPI降幅走扩显著



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

□ **关税扰动下出口仍具韧性，后续或在窗口期内延续“抢出口”。** 2025年1-4月我国出口总额达1.17万亿美元，同比增长6.4%，4月出口3156.9亿美元，增速达8.1%，较3月回落4.3个百分点，但仍高于市场预期，显示企业“抢转口”对出口增速的支撑效应。结构上，与2025年一季度相比，4月份集成电路、纺织纱线、织物及其制品、汽车等商品品类出口占比提升，而手机、自动数据处理设备及其零部件、服装及衣着附件、汽车零配件等出口占比下滑较多。当地时间5月12日，中美双方在瑞士日内瓦经贸高层会谈后发布联合声明，双方同意在14日之前各取消91%关税，在90天内暂停实施24%关税，后续企业或将在窗口期内加快“抢出口”，但由于去年下半年基数走高，后续出口增速或延续温和下降态势。

数据来源：海关总署，西南证券整理；注：黄底色是与2024.Q3相比增加的，绿底色是与2024Q3相比下降的。其中2025.4集成电路与汽车零配件相对2024.Q3降幅相同，2025.Q1纺织纱线、织物及其制品，塑料制品相对2024.Q3降幅相同。

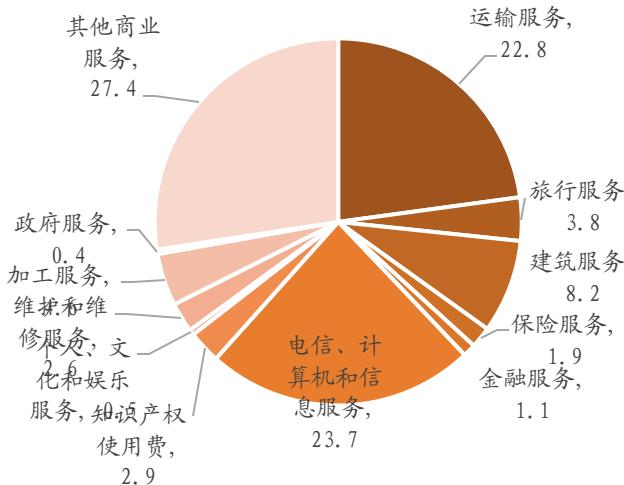
2024年Q3以来前十大出口品类增速和占比

商品类别	同比增速（%）			占比（%）		
	2024.Q3	2025.Q1	2025.4	2024.Q3	2025.Q1	2025.4
自动数据处理设备及其零部件	11.6	6.8	-1.7	6	5.6	5.1
服装及衣着附件	-4	-1.9	-1.2	4.9	3.9	3.7
集成电路	16.8	10.8	20.2	4.5	4.8	4.9
纺织纱线、织物及其制品	2.1	4	3.2	3.8	3.9	4
手机	2	0.4	-21.4	3.6	3.3	2.4
汽车（包括底盘）	23.9	2.2	4.4	3.6	3	3.5
家用电器	11.3	8.7	-2.9	2.9	2.8	2.7
塑料制品	-0.5	-2.6	-1.2	2.7	2.9	2.9
汽车零配件	3.5	4.5	6.3	2.6	2.7	2.6
钢材	5.2	-4.8	1.3	2.3	2.3	2.3

1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- 以人民币计，2024年我国服务出口额为31755.6亿元，同比增长18.2%，其中旅行服务增长最快为156.8%；2025年一季度，我国服务出口额8351.5亿元，同比增长12.2%，其中，知识密集型服务出口4363.4亿元，增长2.1%；**旅行服务继续保持高速增长，进出口达5849亿元，增长21.8%，为服务贸易第一大领域**，其中，出口增长97.5%，进口增长14.9%。

2023年中国服务贸易出口结构（%）



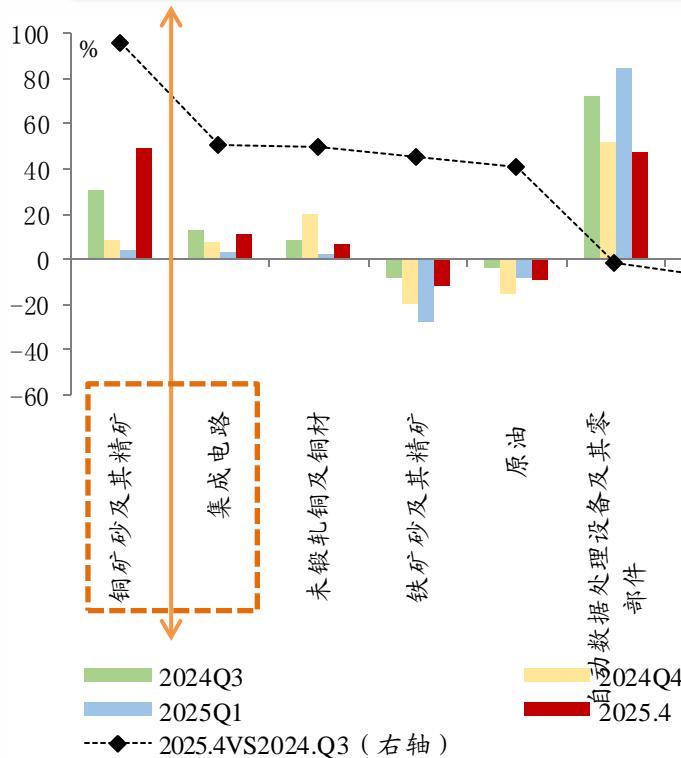
2023年以来我国支持服务贸易的重要政策文件

发布日期	政策名称	发布部门	重点内容
2023-12	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	国务院办公厅	促进内外贸规则制度衔接融合；支持跨境电商开拓国际市场，建设内外贸融合交易市场
2024-03	《跨境服务贸易特别管理措施（负面清单）（2024年版）》	商务部	统一列出金融、文化等71项跨境服务准入限制
2024-03	《自由贸易试验区跨境服务贸易特别管理措施（负面清单）（2024年版）》	商务部	缩减至68条，放宽外籍人才在金融、文化等领域从业限制
2024-04	《数字商务三年行动计划（2024-2026年）》	商务部	重点发展跨境电商、数字内容出口、云计算服务等业态
2024-06	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	商务部等9部门	培育“中欧班列+跨境电商”模式，优化跨境结算，加强海外仓基础设施
2024-07	《关于加强商务和金融协同更大力度支持跨境贸易和投资高质量发展的意见》	商务部等4部门	基于交易数据提供融资服务，扩大人民币跨境使用
2024-08	《跨境电商出口海外仓出口退税（免）税操作指引》	国家税务总局	简化海外仓出口货物退税流程
2024-09	《关于以高水平开放推动服务贸易高质量发展的意见》	国务院办公厅	全国实施跨境服务贸易负面清单；便利人才流动、资金管理、数据跨境流动；支持数字制造外包等新业态
2024-12	《关于支持国家服务业扩大开放综合试点示范省市标准化建设的意见》	商务部、市场监管总局	制定ESG评价、碳足迹核算等标准，保障外资企业平等参与标准制定
2025-04	《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	国务院	155项试点任务覆盖20个城市，取消电信领域外资股比限制，支持外籍医生执业，深化QFLP试点

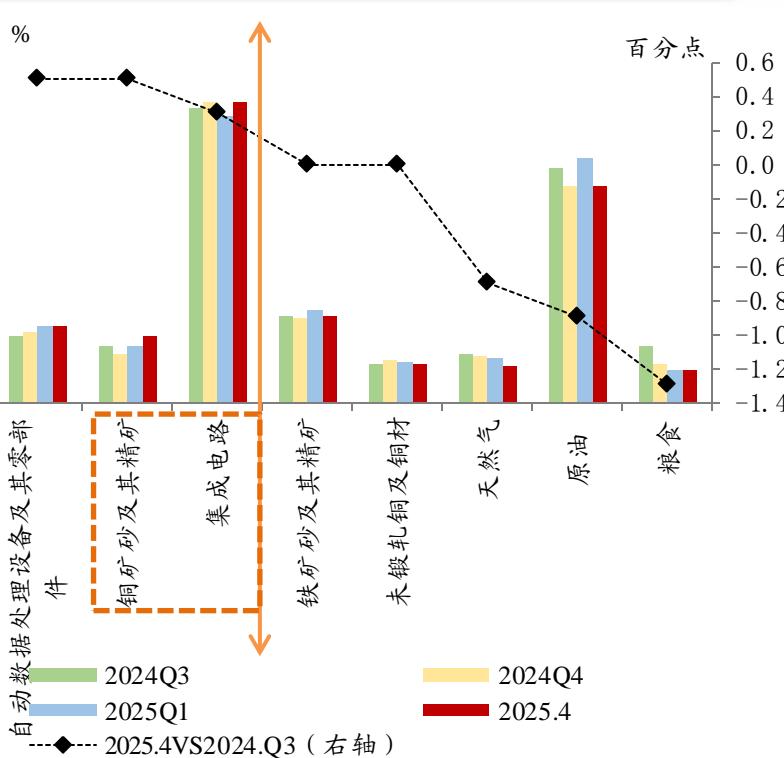
1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

□ **进口降幅超预期收窄，后续增速或温和回升。**2025年1-4月，我国进口总额为8003亿美元，同比下降5.2%，4月单月进口额达2195.1亿美元，同比下降0.2%，降幅收敛2.2个百分点，超过市场预期，或主要因为国内企业生产保持较快增速，另外可能也和“抢芯片”有关。结构上，与2025年一季度相比，4月份我国进口集成电路、铜矿砂及其精矿的比重有所上升，当月同比增速分别扩大7.6和36.8个百分点至11.1%和48.9%；而原油、天然气等原材料进口占比下滑较多。后续由于中美关税博弈暂时降温，且随着我国政策“组合拳”陆续落地，内需有望得以扩大，加之基数走低，进口增速后续或温和回升。

2024年Q3以来前八大进口品类增速变化



2024年Q3以来前八大进口品类占比变化



1 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制

- 口 2024年中国对美出口总额5246.56亿美元，占中国出口比重的14.67%，中国自美进口1636.24亿美元，占中国进口比重的6.33%，对美顺差占GDP比重为1.9%。中国出口对美国依赖度较高的包括武器弹药、动植物油、杂项制品等，自美国进口依赖度较高的包括运输设备（航空器）、光学医疗仪器、植物产品（大豆）等。关税转嫁率在10%-30%左右，美国对进口的需求弹性在-2至-7之间，若均取中间值计算（20%的关税转嫁率、-4.5的需求弹性），当美国额外对中国加征1%的关税，将导致中国商品出口额下降0.7%左右。

中国向美国出口占比TOP10商品类别	占比 (%)	中国向全球出口占比TOP10商品类别	占比 (%)	对美国出口依赖度（向美出口/向全球出口，%）
机电、音像设备及其零件、附件	41.6	机电、音像设备及其零件、附件	41.8	14.6
杂项制品	12.3	纺织原料及纺织制品	8.4	16.5
纺织原料及纺织制品	9.4	车辆、航空器、船舶及运输设备	8.2	8.6
贱金属及其制品	5.8	贱金属及其制品	8.0	10.6
塑料及其制品;橡胶及其制品	5.1	杂项制品	6.7	27.1
车辆、航空器、船舶及运输设备	4.8	化学工业及其相关工业的产品	5.4	1.0
特殊交易品及未分类商品	4.4	塑料及其制品;橡胶及其制品	5.0	15.0
鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品	3.1	特殊交易品及未分类商品	2.7	24.0
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	2.6	光学、医疗等仪器;钟表;乐器	2.2	17.2
矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	1.6	鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品	2.0	23.3
中国自美国进口占比TOP10商品类别	占比 (%)	中国自全球进口占比TOP10商品类别	占比 (%)	自美国进口依赖度（向美进口/向全球出口，%）
机电、音像设备及其零件、附件	23.2	机电、音像设备及其零件、附件	31.5	4.7
矿产品	15.8	矿产品	29.6	3.4
化学工业及其相关工业的产品	12.6	化学工业及其相关工业的产品	6.8	11.8
植物产品	10.1	贱金属及其制品	5.9	4.7
车辆、航空器、船舶及运输设备	9.3	珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	4.6	0.6
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	7.9	植物产品	4.0	16.0
塑料及其制品;橡胶及其制品	5.3	光学、医疗等仪器;钟表;乐器	3.0	16.3
贱金属及其制品	4.4	塑料及其制品;橡胶及其制品	3.0	11.1
活动物;动物产品	2.7	车辆、航空器、船舶及运输设备	2.9	20.1
食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	2.3	活动物;动物产品	1.9	8.8

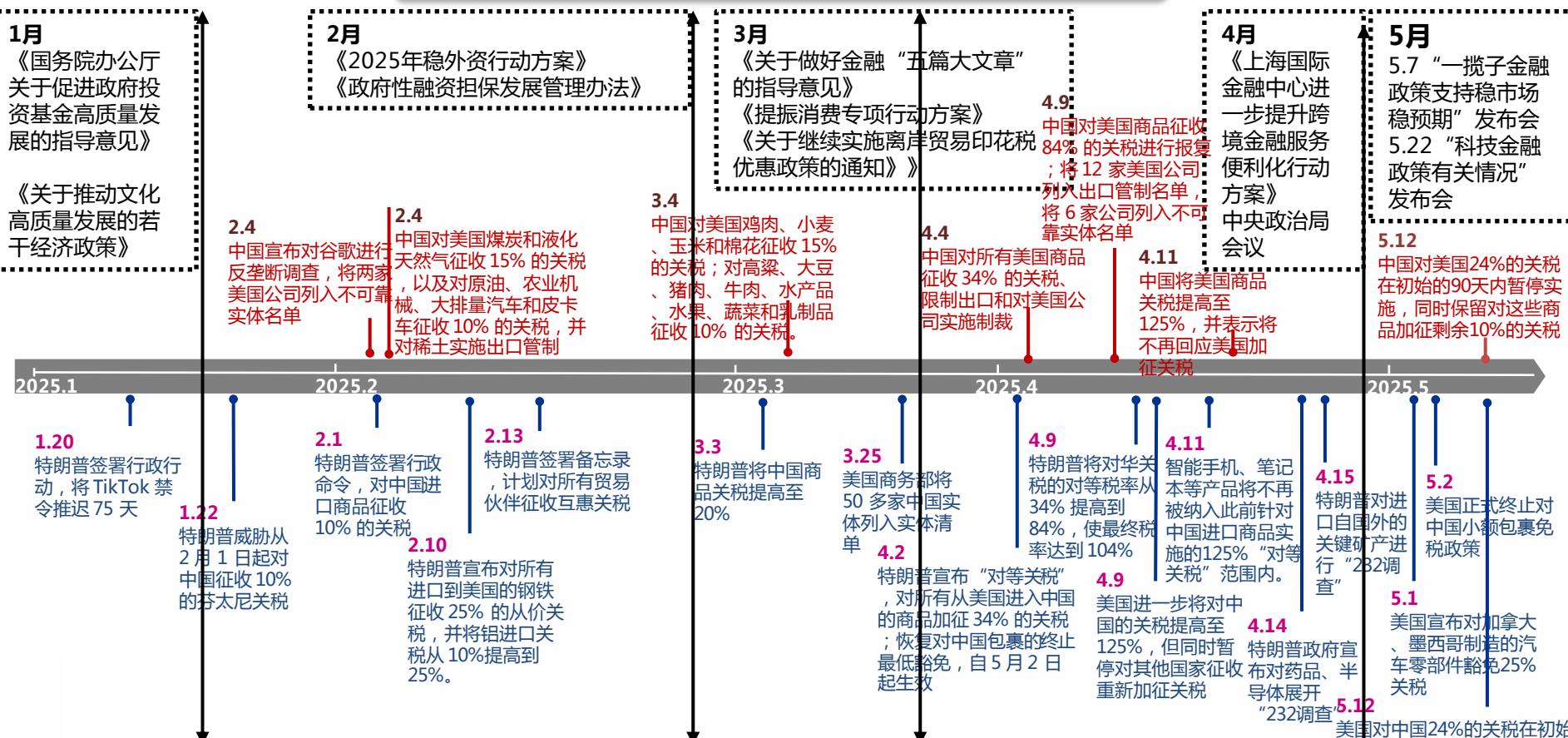
目 录

- ◆ 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制
- ◆ 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间
- ◆ 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑
- ◆ 以史为鉴：贸易战之下の大类资产配置策略

2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

口 **货币政策先行，增量财政可期。**年初以来中美关税博弈经历了启动——加码——缓和的变化，同期政策进行了前置性部署，5月7日央行推出一揽子货币政策，5月12日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，中美关税博弈阶段性暂缓。后续观测时点为7月下旬-8月初，三季度不排除财政发力，货币协同对冲外部风险的可能性。

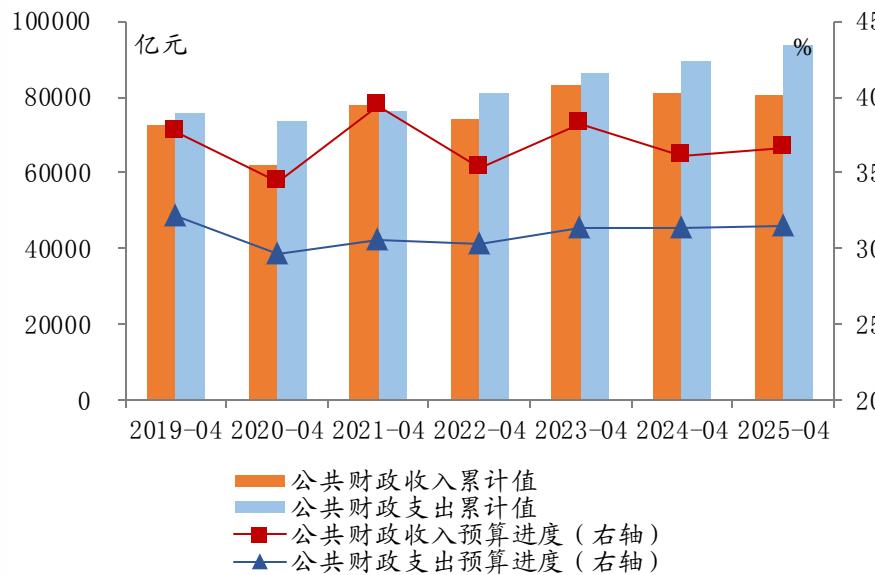
2025年中国与美国关税博弈时间线与中国的政策举措



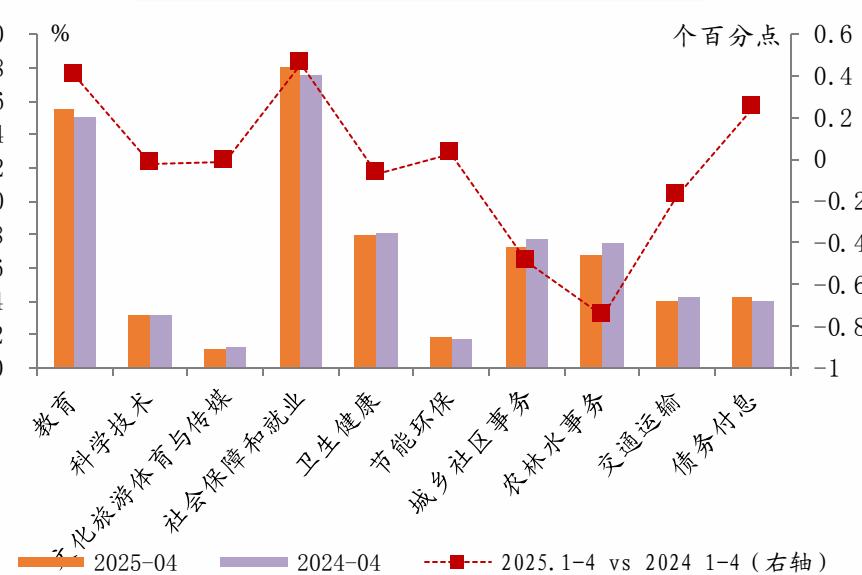
2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- **财政收入降幅收敛，土地出让收入同比由负转正。** 2025年1-4月，全国一般公共预算收入80616亿元，同比下降0.4%，降幅比一季度收窄0.7个百分点，财政收入降幅继续收窄，完成预算的36.7%，略高于去年同期水平。其中，税收收入同比降幅收窄1.4个百分点至-2.1%，非税收入同比增速下滑1.1个百分点至7.7%，税收收入改善与一季度经济表现较好相吻合。此外，4月单月，地方政府土地出让金收入同比增速由下降转为同比上涨4.3%，或与今年以来土地成交有所好转、溢价率不断走高有关。
- **财政支出进度较快，民生类事务和付息支出占比提升。** 1-4月，全国一般公共预算支出93581亿元，同比增长4.6%，完成预算的31.5%，支出进度为2020年以来同期最快水平，财政支出较为积极。分结构看，与2024年1-4月相比，2025年1-4月财政支出中教育、社会保障和就业等“民生类”支出以及债务付息支出占比上升较多，而农林水事务、城乡社区事务、交通运输等“基建类”支出占比下滑。

1-4月财政收支进度完成情况



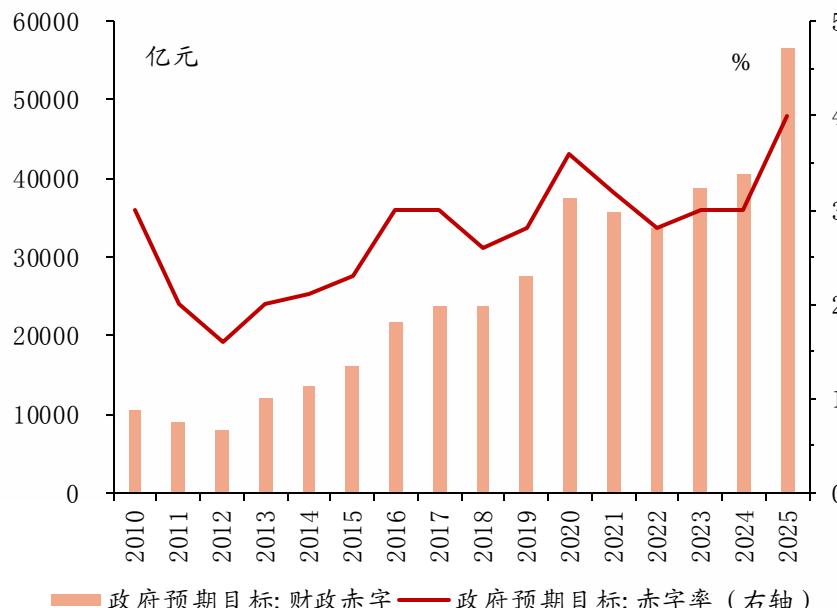
1-4月财政支出结构占比及变化



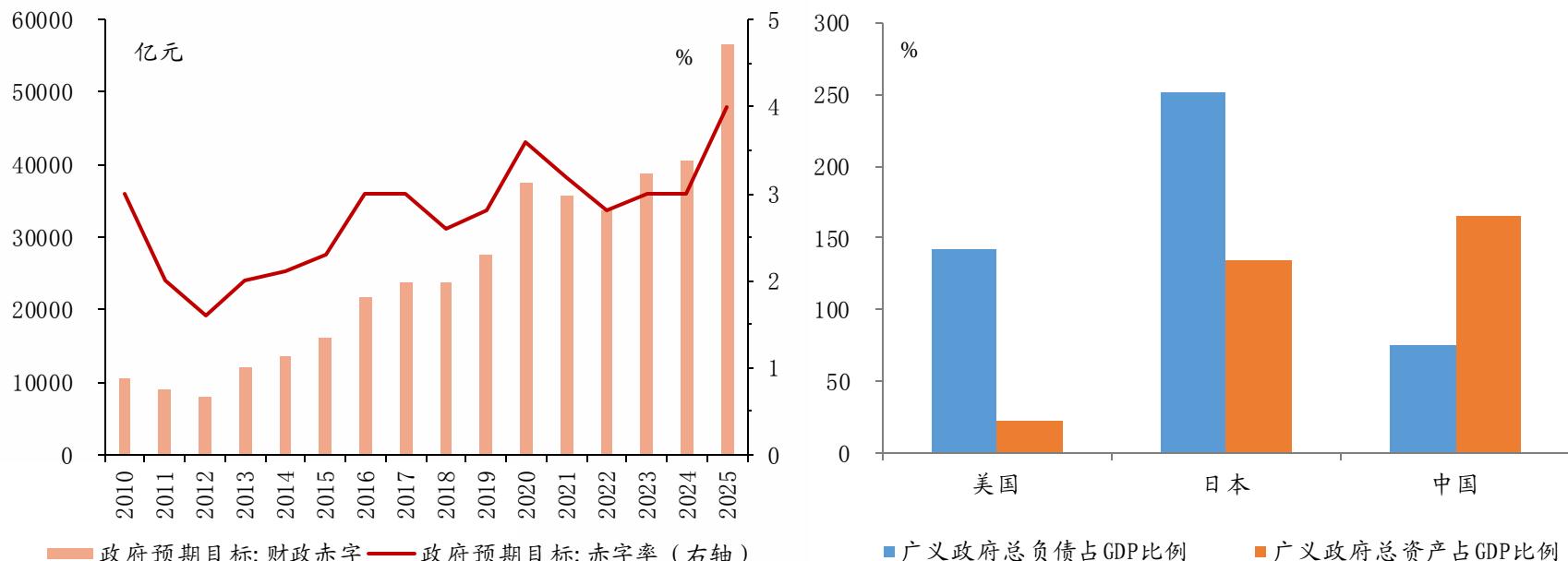
2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- 2025年全年赤字规模按5.66万亿元、赤字率4%左右安排，赤字规模比上年增加1.6万亿元，赤字率比上年提高1个百分点，突破了3%的警戒线。其中，中央赤字4.86万亿元，地方赤字0.8万亿元。1-4月公共财政预算收支差额约为12965亿元，约占全年赤字安排的22.9%。
- 目前我国仍有较大举债空间和赤字提升空间，不排除财政年中加码可能。**一是政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家，二是政府债务对应着大量优质资产，三是中国国债目前的实际利率水平，明显低于中国经济的实际增长率。据央行测算，2022年末中国的广义政府总负债相当于GDP的75%，远低于日本、美国的广义政府总负债占GDP的252%、142%，对比下来中国政府仍有较大举债空间。若后续内外部压力加大，不排除年中宽财政进一步加码的可能性。

2010年以来政府赤字规模和赤字率震荡上升



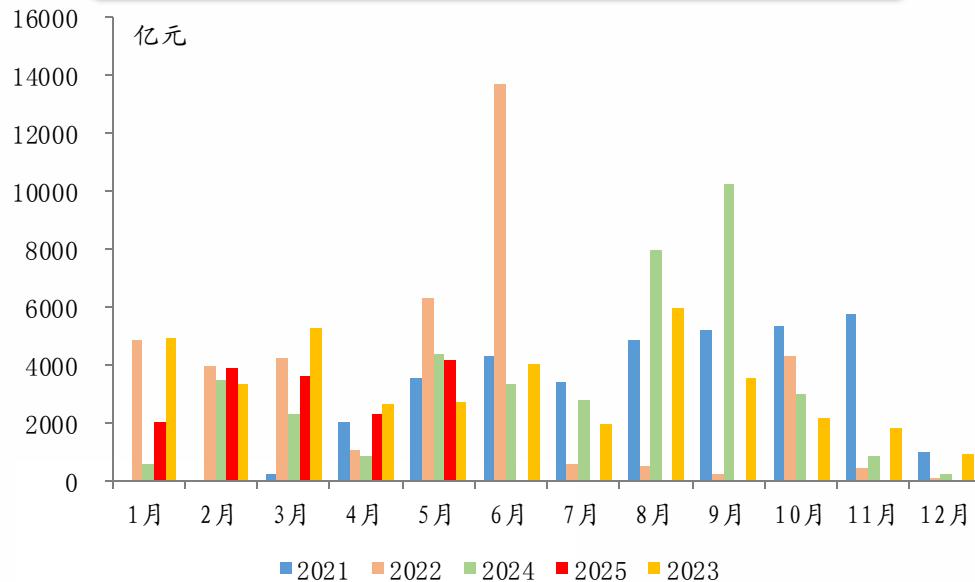
与美日相比，中国政府债务持续性较好



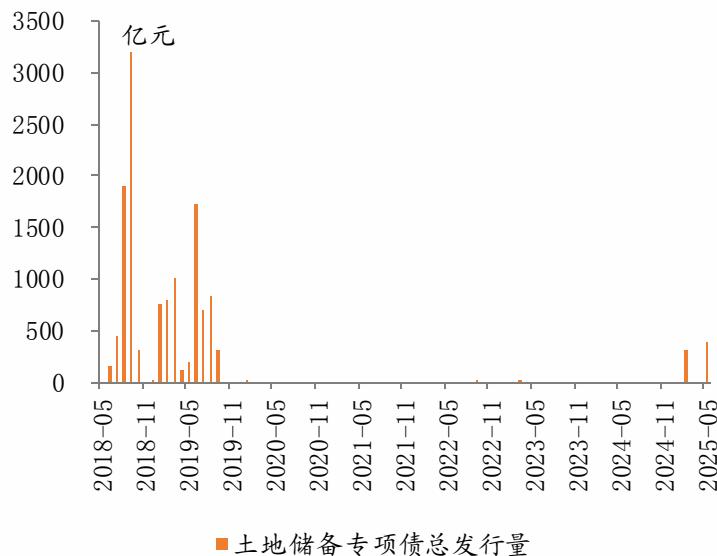
2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- **今年专项债发行靠前，化债专项债额度使用较快。** Wind数据显示，截止5月23日，今年以来全国政府新增专项债发行约16051亿元，占全年4.4万亿额度的36.5%，剩余约2.8万亿元待发行。今年1-4月新增专项债发行量约占全年额度的27.05%，近五年以来仅慢于2022年和2023年同期进度。另外，用于置换地方隐性债务的特殊再融资专项债今年以来也已经发行了约16291亿元，占全年额度的81.45%。
- **土储专项债发行边际加快。** 当前全国各地公示拟使用专项债收储土地工作明显提速，截至5月20日，全国各地公示拟使用专项债收回收购存量闲置土地总金额超3500亿元。31个省市中有23个省市公示拟使用专项债收购存量土地情况，主要集中于广东、河南、福建等地。但当前实际发行土储专项债的规模仍较小，wind数据显示，截至5月23日，已发行的土储专项债仅为692亿元左右（占公示总金额的20%），但5月单月就发行了384.9亿元。

2021-2025年新增专项债各月发行量



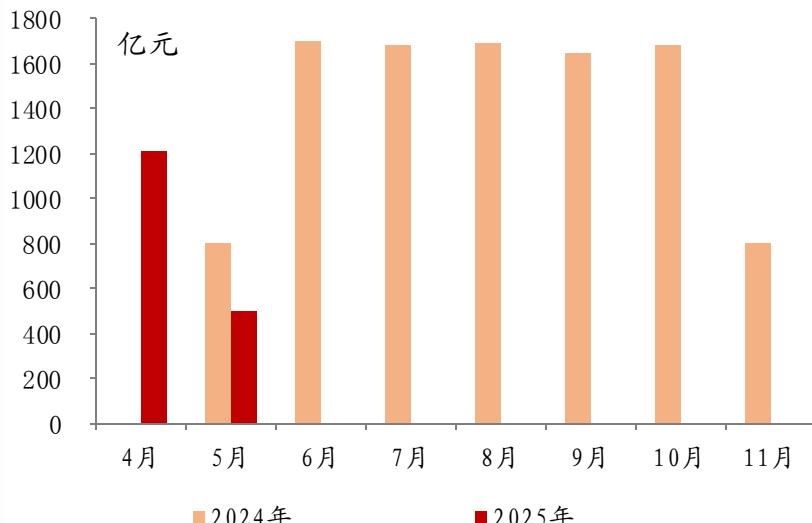
土地储备专项债重启发行



2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- **超长期特别国债发行时点靠前，首次发行规模较去年更大。** 我国今年拟发行超长期特别国债1.3万亿元，较2024年增加3000亿元。其中，8000亿元用于“两重”项目建设，5000亿元用于“两新”。4月24日，超长期特别国债首次发行，包括20年期500亿元，30年期710亿元，5月23日，50年期500亿元开始招标。目前，2025第三批超长期特别国债申报已正式启动。与去年相比，今年超长期特别国债发行时点靠前，首次发行的规模也超过去年，同样也体现出财政靠前发力的特点，按目前发行计划发行高峰在5-9月，最后一批于10月发行完毕。
- **超长期特别国债项目包括“硬投资”和“软建设”。** “硬投资”方面，国家发改委表示2025年已安排近5000亿元支持沿长江交通基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田建设、城市地下管网、“三北”工程等一批重大项目建设；“软建设”方面，主要是为保障项目实施而推进的制度建设，比如，健全高标准农田、管网、医院等基础设施的投入、使用、运营、管护机制。下一步发改委将力争6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单，统筹“硬投资”和“软建设”。

超长期特别国债发行进度



部分省份争取超长期特别国债的情况

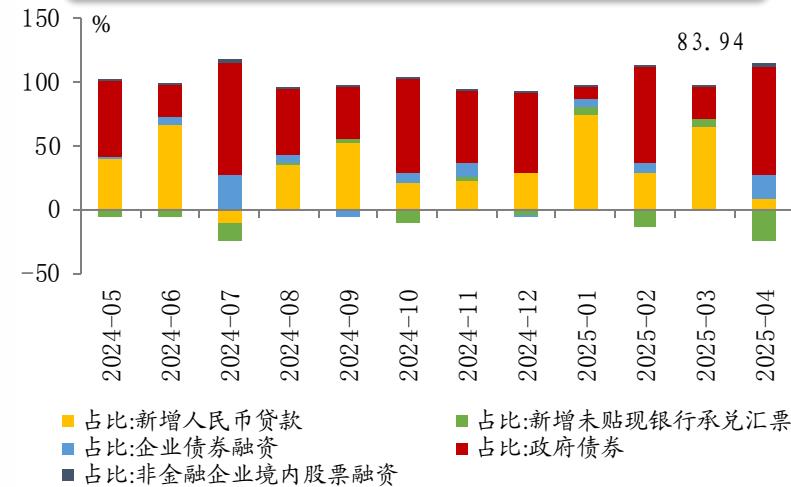
省份	时间	具体表述
四川省	2025-01-20	争取“两重”“两新”国家资金450亿元，新发行地方政府专项债券2157亿元，1542亿元用于项目建设
黑龙江省	2025-01-29	争取超长期特别国债433亿元，增发国债项目完成投资626.3亿元
江苏省	2025-01-19	下达超长期特别国债414.50亿元，支持247个项目建设。
安徽省	2025-01-20	争取超长期特别国债396.5亿元，推动“两重”“两新”政策落地。
山东省	2025-01-20	争取超长期特别国债资金383亿元，支持项目512个，实施设备更新项目7910个，完成投资4763.4亿元。
湖南省	2025-02-07	争取超长期特别国债132.6亿元，省级配套9.1亿元；另争取194亿元，189个“两重”项目落地。
重庆市	2025-01-26	争取超长期特别国债资金302亿元，发行新增债券1313亿元，争取增发国债资金169亿元。
云南省	2025-01-27	统筹超长期特别国债260亿元等资金，支持重大项目、产业、园区建设。

2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

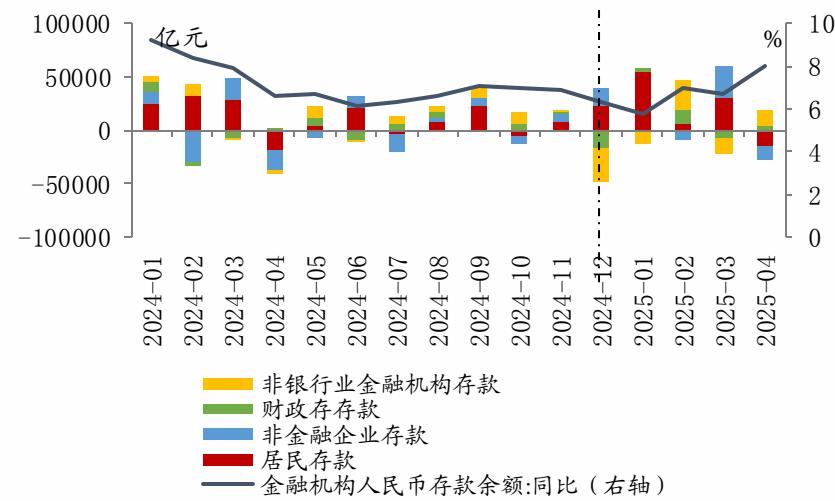
□ **社融稳中有升，政府债融资为主要增长项。**从社融存量看，2025年1-4月，社融存量同比增长8.7%，增速较1-3月份升高0.3个百分点。从社融增量看，4月社会融资规模增量为11591亿元，较3月的58894亿元显著走低，符合“小月”走势，但低于市场预期。从社融结构看，2025年4月，新增人民币贷款占同期社融增量的比重约7.63%，占比较3月大幅回落57.3个百分点，其中企（事）业单位中长期贷款同比少增1600亿元，企业中长期信贷需求偏弱，或受全球经济摩擦以及地方隐债置换影响；政府债仍为支撑社融增长的主要力量，2025年4月政府债新增9729亿元，同比多增10666亿元，占同期社会融资规模增量的比重约为83.9%，明显高于2020-2024年同期均值50.5%。

□ **人民币存款同比少减较多，M2增速走高。**2025年1-4月新增人民币存款12.55万亿元，同比多增5.23万亿元，其中，4月，人民币存款呈现季节性减少态势，4月单月人民币存款减少4400亿元，同比少减3.48万亿元，一方面因去年同期基数较低，另一方面在外部环境波动、国内经济增长不确定性上升背景下，居民和企业的避险意愿有所增加。4月末，M2同比增长8%，较上月抬升1个百分点，或与去年同期基数走低、国家队托底资本市场有关。4月末，M1与M2剪刀差为6.5个百分点，较上月末扩大1.1个百分点，剪刀差再次走扩或反应出实体经济部门仍谨慎的态度。后续随着5月7日一揽子货币政策落地，以及去年同期基数持续走低，M2有望延续温和上行态势。

4月政府债券占社融比例大幅提升



避险需求提升，人民币存款增速上行



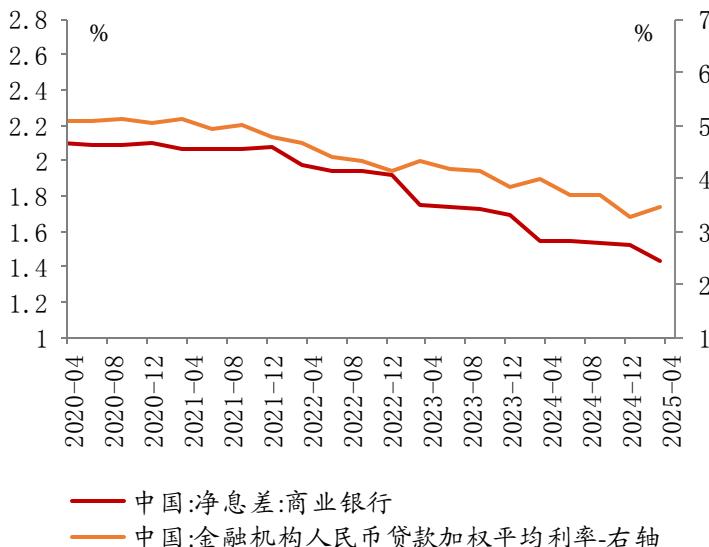
2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- 货币政策适度宽松基调不变，强调“灵活把握”。央行《2025年第一季度中国货币政策执行报告》强调“实施好适度宽松的货币政策”，基本延续去年四季度基调，同时增加了“灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕”，进一步凸显出当前货币政策“相机抉择”的特点。报告强调“全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”以及“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”**下半年政策对稳增长和物价合理回升的敏感性提升，货币宽松空间有望得到进一步释放。**
- 本次报告还首提平衡好“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，还明确指出“降低银行负债成本”，表明央行对银行净息差、持续经营问题更加重视，新一轮存款利率调已于5月下旬落地，1年期和5年期以上LPR双双下降10个基点，小于存款利率下调幅度，银行净息差压力后续仍需持续释放。降息或还有20个基点左右，重点关注期在9月末至10月初。

近期货币政策的定调与表述

日期	重要会议	货币政策定调
2025/3/18	央行货币政策委员会2025年第一季度例会	加大货币政策调控强度，保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配
2025/4/25	中共中央政治局会议	适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具
2025/5/9	2025年第一季度中国货币政策执行报告	实施适度宽松的货币政策，强化逆周期调节。实施好适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， 灵活把握政策实施的力度和节奏 。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量。支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，降低银行负债成本。

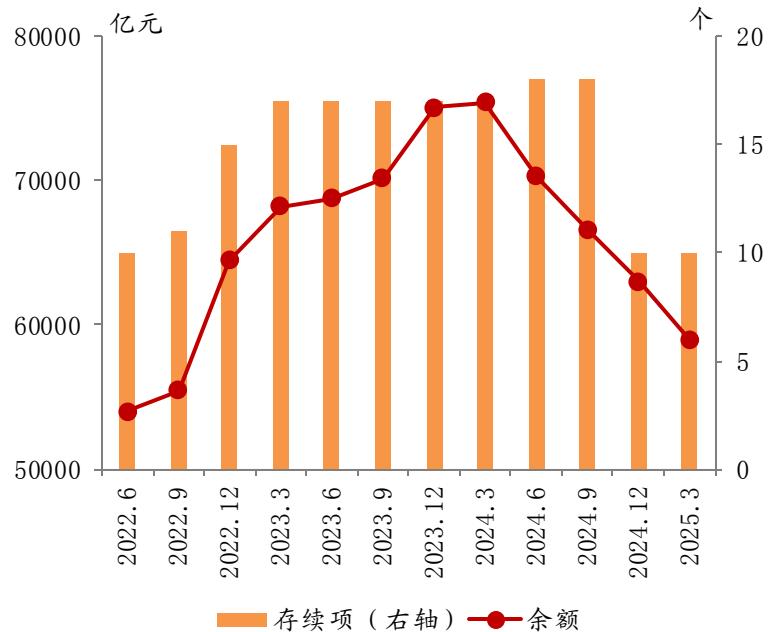
Q1贷款加权平均利率环比提升，商业银行净息差仍然承压



2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- 5月7日央行推出的一揽子货币政策中，降低存款准备金率0.5个百分点，下调政策利率0.1个百分点。5-9月为超长债和地方专项债的发行高峰，下半年或还有一次降准（50BP）。结构型工具从量、价两方面发力：**下调结构货性货币政策工具利率0.25个百分点，整体结构性工具扩容1.1万亿元。截至2025年一季度末，结构性货币政策工具共存续10项（与2024.Q4一致），余额合计5.9万亿元，较2024.Q4减少0.4万亿元**。目前中国经济运行中，很多矛盾和挑战是结构性的，结构调不好，总量调控也很难发挥有效作用，预计后续结构型货币政策将提升额度及增加创新性品类进行精准滴灌。

结构性货币政策工具存续项与余额



结构性货币政策工具余额及新增额度

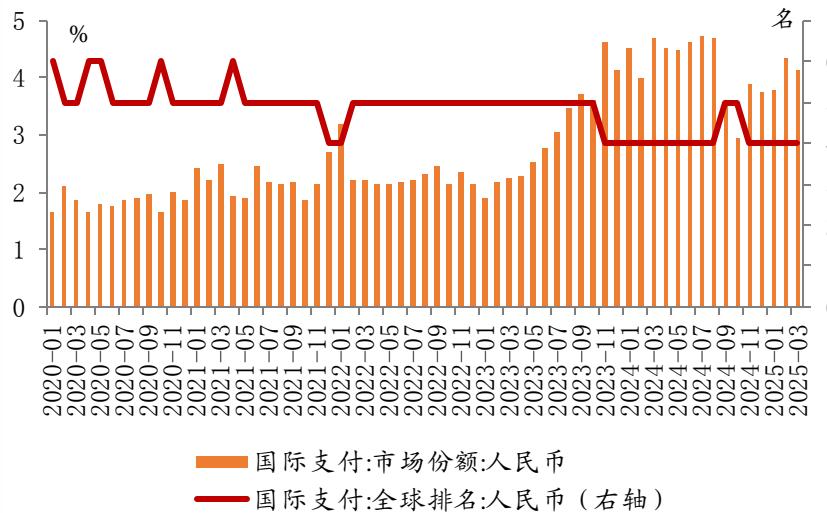
工具名称	2024Q3 额度 (亿元)	2024Q3 余额 (亿元)	新增额度 (5.7) (亿元)	新增原因
支农支小再贷款	27100	23488	3000	与调降再贷款利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放
再贴现	7400	5835		
普惠小微贷款激励	800	650		
碳减排	8000	5351		
普惠养老专项再贷款	400	21		
民企债券融资	500	0		
科技创新和技术改造再贷款	5000	7	3000	支持“两新”政策加力扩围
保障性住房再贷款	3000	162		
抵押补充贷款	/	25841		
服务消费与养老再贷款			5000	引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持
互换便利和股票回购增持再贷款			8000	合并额度，增加工具灵活性

数据来源：中国人民银行，Wind，西南证券整理（注：因数据可获取性，存续的结构型货币政策工具额度截至2024Q3）

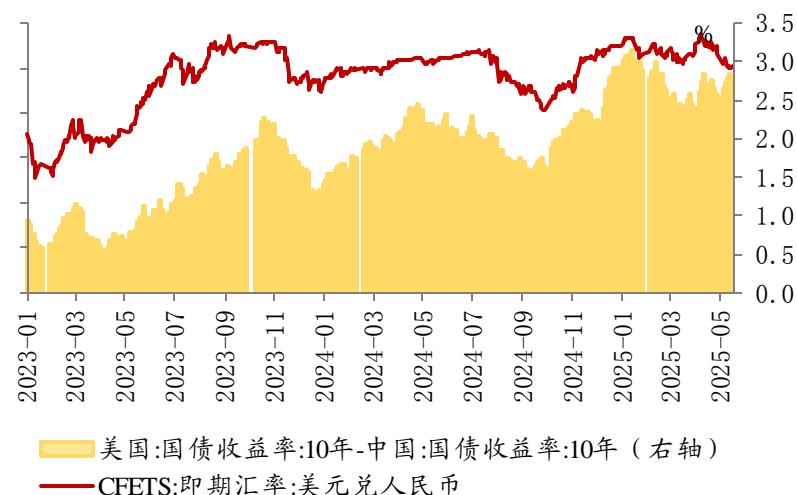
2 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间

- 人民币国际化进程持续推进，在全球交易中提升空间较大。截至5月19日，中国人民银行与32个国家和地区的中央银行或货币当局签署有双边本币互换协议，基本覆盖了全球六大洲重点地区的主要经济体，互换协议总规模合计约4.5万亿元人民币。根据SWIFT，截至2025年3月，人民币在国际支付中的市场份额约4.1%，而美元市场份额约为49.1%，仍为全球支付主流。虽然人民币全球货币排名为第四名，但处于快速上升期。2024年，CIPS 累计处理跨境人民币支付业务金额175万亿元，同比增速达 43%。2025.5.27跨境银行间支付清算公司（CIPS）与阿联酋央行签署跨境支付合作备忘录，为中东和北非地区的商业机构提供本币支付清算服务。
- 5月10日，央行《2025年第一季度中国货币政策执行报告》指出“坚决对顺周期行为予以纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险”，2025年以来，人民币汇率经历了先贬后升的走势，在岸美元兑人民币从2024年末的7.30左右峰值最高为7.33，之后震荡向下，截至5月29日，美元兑人民币中间价升至7.19左右，本轮人民币升值一是“去美元化”导致的美元贬值，二是5月推出的一揽子金融政策措施，增强了国内宏观经济抵御外部波动的韧性。后续中美磋商的过程仍将曲折前行，人民币持续单边升值的可能性不大。

人民币国际支付全球排名及市场份额



美元兑人民币即期汇率&中美国债利差



目 录

- ◆ 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制
- ◆ 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间
- ◆ 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑
- ◆ 以史为鉴：贸易战之下の大类资产配置策略

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

- 2025年以来，政策出台总体频次抬升，2025年1-5月出台频次最高的依次为制造业、活跃资本市场、稳外贸，体现出国内政策对于中美贸易博弈的对冲。民生和就业、能源、资源和粮食以及生态环保出台的频次也较多，而房地产、基础设施建设等出台频次相对较低。

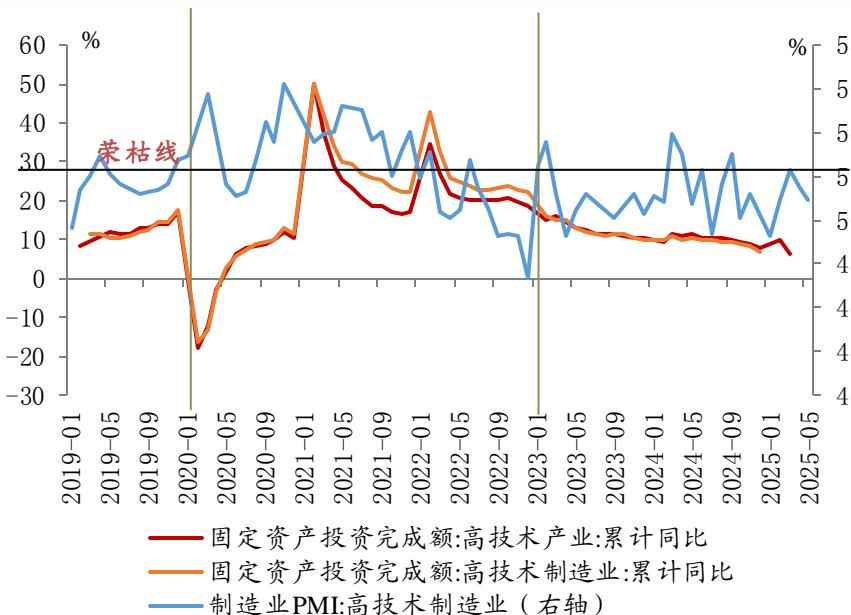
2024年四季度以来近期国务院及各部委各项政策出台频次

政策支持领域	2024.10	2024.11	2024.12	2025.1	2025.2	2025.3	2025.4	2025.5	2025年总计
消费	0	1	0	3	1	2	4	1	11
民生和就业	3	0	0	6	1	2	1	2	12
制造业	3	0	0	7	11	6	4	2	30
房地产	0	1	0	0	0	1	0	2	3
基础设施建设	1	0	2	2	1	0	0	0	3
中小微企业	0	0	1	1	1	2	3	1	8
民营经济	0	0	0	0	0	0	3	2	5
活跃资本市场	2	1	4	5	2	2	3	4	16
乡村振兴	0	0	1	1	1	0	2	0	4
稳外贸稳外资	1	2	2	3	3	2	2	4	14
科技创新	1	0	0	0	0	1	1	2	4
能源、资源和粮食	2	0	0	2	3	2	5	0	12
生态环保	2	0	1	6	0	2	0	1	9
数字经济	2	1	2	0	0	0	2	0	2
合计	17	6	13	36	24	22	30	21	133

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

- 2025年1-4月，高技术制造业利润同比增长9.0%，较前值加快5.5个百分点，高于全部规模以上工业平均水平7.6个百分点，半导体器件专用设备制造、电子电路制造、集成电路制造等行业利润分别增长105.1%、43.1%、42.2%。4月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长10%，快于全部规模以上工业增加值3.9个百分点。前瞻指标看，5月高技术制造业PMI为50.9%，连续4个月保持在扩张区间，高于制造业PMI水平1.5个百分点，企业投资前景向好。
- 2024年12月，中央经济工作会议提出：“开展‘人工智能+’行动，具身智能机器人是人工智能的集大成者，据36氪研究院测算，具身智能市场规模已从2018年的2923亿元增长至2023年的7487亿元，年复合增长率20.7%，预计具身智能市场规模目前保持持续增长势头，有望在2026年突破万亿规模，2027年或将达到12528亿元。所涉领域正在向工业、医疗、物流、交通等渗透。

高技术产业疫情后增速有所回落但预期仍较好



具身智能产业链产业链和代表性企业

上游：基础设施与原材料	中游：软件开发与系统集成	下游：主要产品与应用产品
寒武纪 (688256.SH) 年初至今股价涨幅： -8.26%	索辰科技 (688507.SH) 年初至今股价涨幅： 33.47%	特斯拉 (TSLA.O) 年初至今股价涨幅： -14.21%
海康威视 (002415.SZ) 年初至今股价涨幅： -6.09%	地平线机器人 (9660.HK) 年初至今股价涨幅： 97.78%	优必选 (9880.HK) 年初至今股价涨幅： 52.32%
鼎智科技 (873593.BJ) 年初至今股价涨幅： 34.01%		

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

- 2025年3月12日，党中央决定，自2025年全国两会后至7月在全党开展深入贯彻中央八项规定精神学习教育。5月2日，中共中央、国务院印发了修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》，与2013年的旧版相比，新修订《条例》在“总则”中增加了“应当深入贯彻中央八项规定精神”“带头过紧日子”“腾出更多资金用于发展所需、民生所盼”等表述，并在经费管理、国内差旅、因公临时出国（境）、公务接待、公务用车、会议活动、办公用房、资源节约等方面进行完善，在强调厉行勤俭节约、反对铺张浪费的同时，更要注重资金使用效率，防止低效无效投资。

2025.3月后申万二级行业涨跌情况

证券简称	一周内涨跌幅（%）	一个月内涨跌幅（%）	截至5月末涨跌幅（%）
动物保健Ⅱ	3.27	12.60	22.79
饰品	3.23	-4.49	20.11
个护用品	1.16	-0.08	18.82
饮料乳品	4.56	9.58	17.64
休闲食品	1.02	7.50	16.79
化学制药	2.00	1.84	14.98
贵金属	8.02	14.83	14.89
农商行Ⅱ	2.93	1.81	13.54
城商行Ⅱ	3.05	1.15	11.98
饲料	-0.83	2.36	11.64
计算机设备	-2.41	-15.03	-12.63
影视院线	-2.56	-13.44	-12.86
电视广播Ⅱ	-6.14	-16.39	-12.88
其他电源设备Ⅱ	-4.31	-16.84	-14.10
软件开发	-2.96	-16.78	-14.38
电机Ⅱ	-0.07	-18.88	-14.74
IT服务Ⅱ	-2.44	-19.08	-14.81
自动化设备	-2.45	-18.23	-14.93
光伏设备	0.77	-15.23	-15.51
消费电子	-1.02	-20.93	-17.57

截至5月涨幅前十

截至5月跌幅前十

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

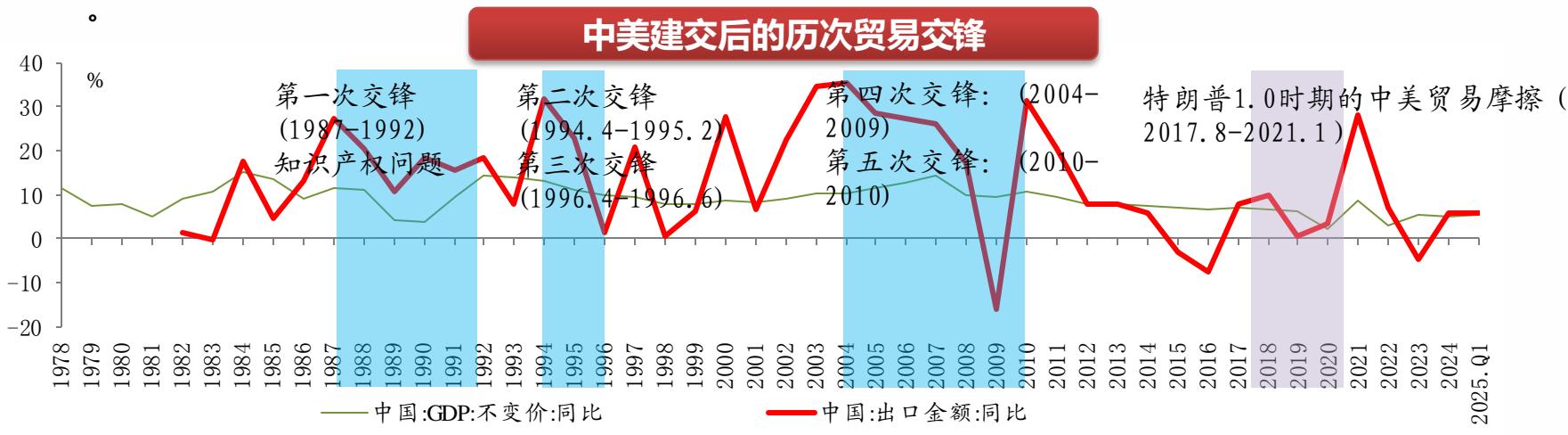
- 中共中央政治局于2012年12月4日审议通过的《十八届中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定》，包括改进调查研究、精简会议活动、精简文件简报、规范出访活动、改进警卫工作、改进新闻报道、严格文稿发表、厉行勤俭节约八方面。

2012.12月后申万二级行业涨跌情况

证券简称	一周内涨跌幅(%)	一个季度涨跌幅(%)	半年涨跌幅(%)	一年涨跌幅(%)
影视院线	5.59	34.47	90.26	177.97
数字媒体	6.88	63.91	90.69	117.41
航天装备Ⅱ	5.32	70.07	84.85	108.28
医疗器械	5.24	41.54	66.15	105.16
饮料乳品	6.35	44.75	51.79	103.09
医疗服务	3.71	27.47	50.38	100.66
专业服务	5.59	38.85	49.02	99.10
游戏Ⅱ	6.47	27.98	42.32	98.82
软件开发	5.97	32.03	54.25	97.64
电视广播Ⅱ	6.63	25.52	45.41	97.49
国有大型银行Ⅱ	3.90	9.51	9.84	2.26
小金属	8.03	18.42	5.41	-2.54
焦炭Ⅱ	12.64	20.90	7.50	-5.49
普钢	5.52	3.57	-1.16	-8.78
冶钢原料	12.33	19.82	15.79	-9.41
工程机械	10.05	19.75	4.27	-10.89
工业金属	6.64	11.65	3.58	-11.18
煤炭开采	8.68	13.37	-0.65	-21.65
白酒Ⅱ	3.57	-1.69	-6.72	-32.19
贵金属	4.47	3.05	-10.96	-34.21

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

- 1979 年中美建交后，贸易摩擦屡有发生，美国多次将中国列入“重点国家”清单，并针对纺织品、电子产品等实施报复措施，在历次交锋中我国出口增速都出现了下降，其中第二~五次下滑幅度较大。前四轮主要围绕知识产权问题，第五轮是针对中国的新能源产业政策。在前五轮交锋中，内需型消费、房地产和金融增速较快，特朗普1.0时期科技、服务和教育环保增速较快，国内产业的发展路径受贸易摩擦的影响较小



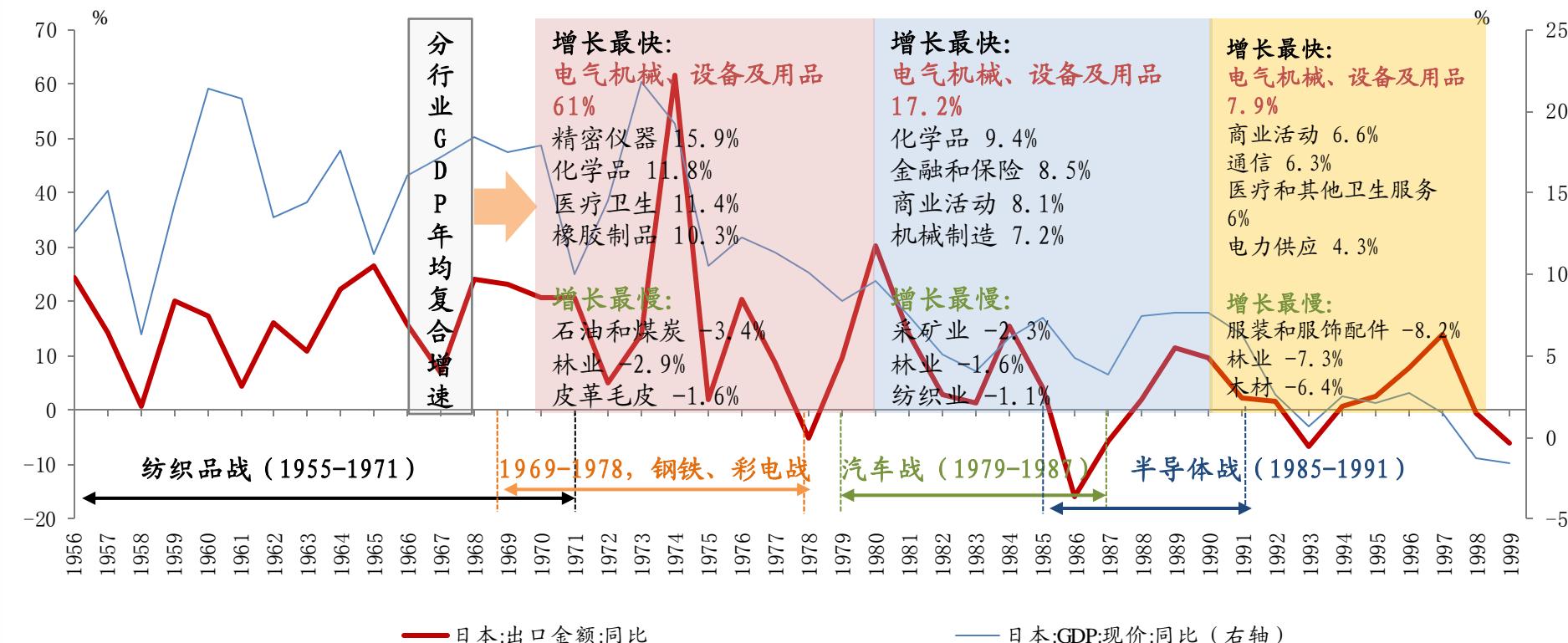
中美贸易摩擦期间分行业GDP年均复合增速

	1987-1992	1994-1996	2004-2010	2017-2019
增长最快	住宿和餐饮25.6% 房地产24.5% 交通运输、仓储和邮政24.3% 金融24.0% 批发和零售17.8%	批发和零售18.8% 金融17.8% 房地产16.9% 建筑16.0% 住宿和餐饮15.7%	金融25.5% 科学研究、技术服务和地质勘查21.6% 房地产21.4% 建筑20.9% 批发和零售19.3%	信息传输、计算机服务和软件18.9% 租赁和商务服务15.1% 科学研究、技术服务和地质勘查13.9% 水利、环境和公共设施管理12.8% 教育12.1%
增长最慢	农林牧渔12.7% 建筑16.3%	交通运输、仓储和邮政14.2% 农林牧渔14.7%	农林牧渔10.8% 电力、燃气及水的生产和供应11.5% 交通运输、仓储和邮政12.4%	制造6.1% 农林牧渔6.7% 交通运输、仓储和邮政6.8%

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

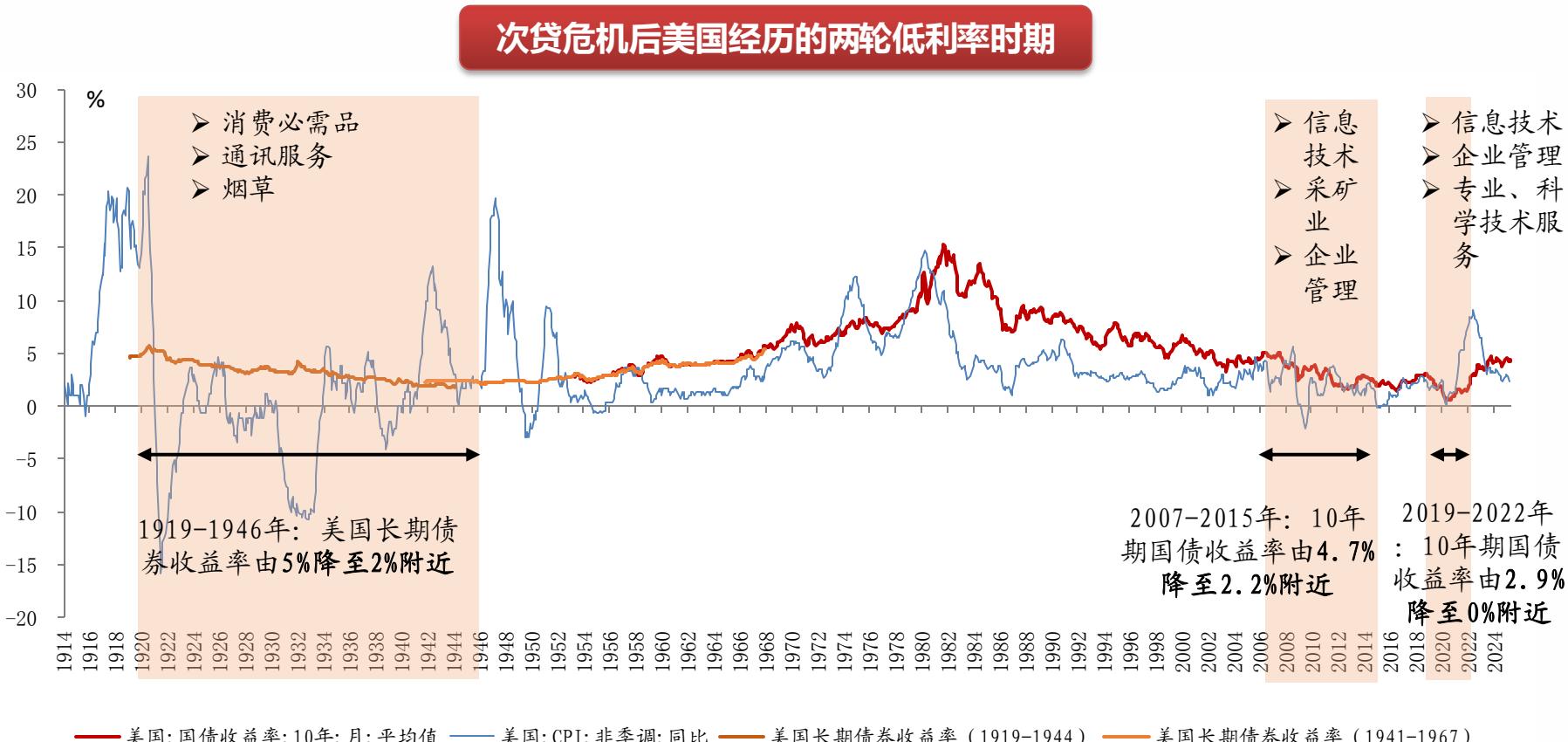
- 美国对日贸易摩擦可追溯到上世纪50-60年代，并持续至1995年，涉及日本的纺织业、钢铁业、彩电、汽车及半导体等行业，美国针对不同品类的贸易保护梯次推进，并与日本签署多项双边贸易协议，自1972年签署《美日纺织品贸易协定》后，日本出口和GDP增速波动回落，在此期间日本发展较快的行业包括：电气机械设备、化学品、医疗卫生、商业活动等；衰退的有：林业、纺织服装业以及采矿业等。

美日贸易战期间日本产业发展情况



3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

- 口 一战后美国经历过三次低利率时期，分别是1919-1946年、2007-2015年和2019-2022年。
(1) 1919-1946年：一战后为了阻止黄金流入美联储下调贴现率，1929年大萧条进一步加快利率下跌，期间消费必需品、通讯服务等行业股价表现较好；
(2) 2007-2015年：次贷危机引发金融危机，信息技术、采矿业和企业管理增加值较快；
(3) 2019-2022年：新冠疫情造成全球经济下行，美联储大规模放水，信息技术、企业管理、专业科技服务业实际增加值增长较快。



3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

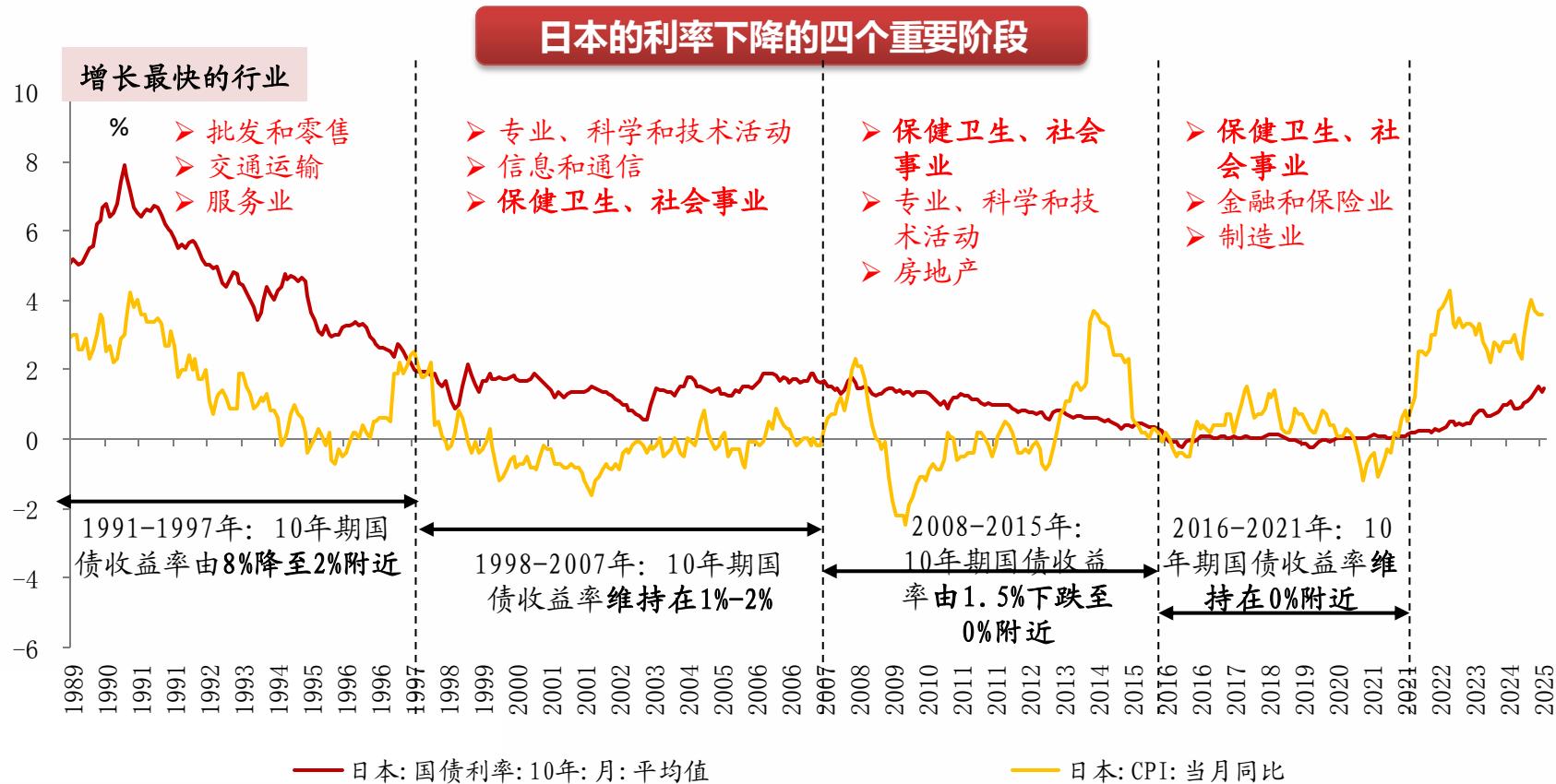
- 次贷危机后两段低利率时期（2007-2015年和2019-2022年），美国信息技术行业发展最快，其次是企业管理、专业科技服务，而建筑、住宿餐饮、批发零售等行业增长落后。

美国次贷危机后两轮低利率时期分行业实际增加值增长情况

2007-2015年		2019-2022年	
行业	实际增加值年均复合增速（%）	行业	实际增加值年均复合增速（%）
信息技术	4.73	信息技术	7.88
采矿	4.47	公司和企业管理	7.79
公司和企业管理	3.21	专业、科学和技术服务	7.35
医疗保健和社会援助	2.93	行政和废物管理服务	4.95
专业、科学和技术服务	2.92	房地产和租赁	4.48
教育服务	2.31	农、林、渔、猎	2.47
农、林、渔、猎	2.17	医疗保健和社会援助	2.27
艺术、娱乐和休闲	2.08	运输和仓储	1.88
金融和保险	2.06	公用事业	1.52
公用事业	1.65	金融和保险	1.43
行政和废物管理服务	1.55	制造业	1.27
房地产和租赁	1.53	艺术、娱乐和休闲	1.14
运输和仓储	1.53	教育服务	0.09
零售贸易	1.30	住宿和餐饮服务	-0.39
住宿和餐饮服务	1.27	批发贸易	-0.64
批发贸易	1.16	除政府以外的其他服务	-0.97
制造业	0.00	建筑	-1.62
除政府以外的其他服务	-0.42	零售贸易	-1.78
建筑	-1.86	采矿	-6.96

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

- 1990年资产价格泡沫破灭之后，日本进入长达30年的低利率时代：(1) 1991-1997年：批发零售、服务业及房地产业等第三产业是经济的主要支撑，采矿、建筑、农业等行业产值则加速走弱；(2) 1998-2007年：制造业对经济的贡献增强，互联网出现带动信息通信行业快速发展；(3) 2008-2015年：超低利率以及地产证券化的推广，房地产业进入复苏期，老龄化程度加深，医疗保健等行业发展加快；(4) 2016-2021年：为推升通胀，日本央行实施“负利率”，QQE使得日本股价大涨，金融行业发展迅速，同时企业利润改善，制造业发展加快。2022年俄乌冲突推升日本通胀，推高国债利率。



3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

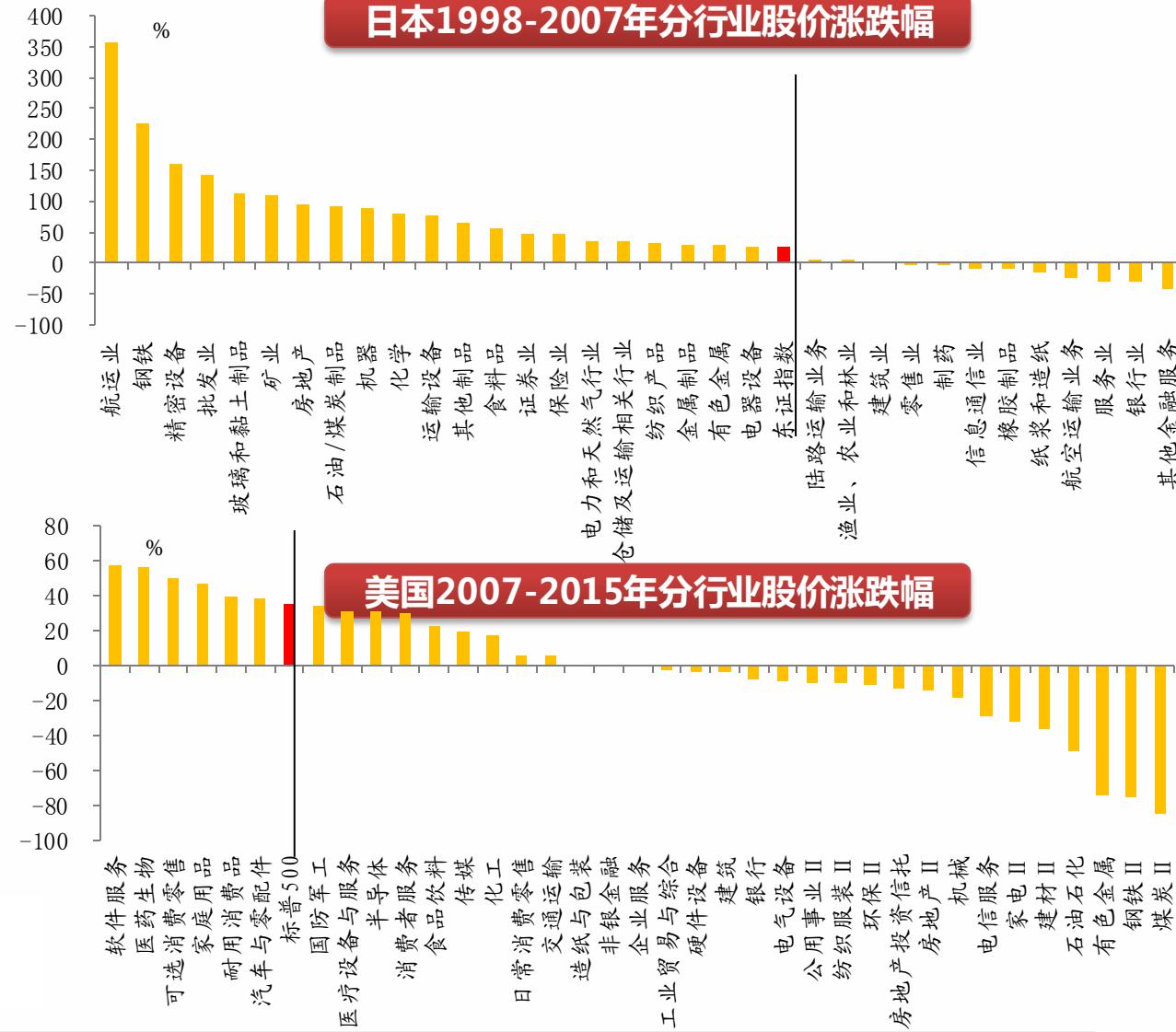
日本低利率不同阶段分行业GDP增长情况

1990-1997年		1998-2007年		2008-2015年		2016-2021年	
行业	GDP增速 (%)	行业	GDP增速 (%)	行业	GDP增速 (%)	行业	GDP增速 (%)
批发和零售业	4.34	专业、科学和技术活动	5.41	保健卫生、社会事业	2.83	保健卫生、社会事业	2.07
交通运输和通信业	3.36	信息和通信	4.70	专业、科学和技术活动	1.24	金融和保险	1.97
服务业	2.71	保健卫生、社会事业	3.27	房地产	1.03	制造业	1.42
电力、燃气及水供应业	1.95	制造业	1.66	信息和通信	0.67	信息和通信	1.23
房地产业	1.73	电力、燃气和水供应及废物管理服务	1.30	教育	0.32	专业、科学和技术活动	1.02
制造业	1.28	房地产	1.22	公共管理	0.04	电力、燃气和水供应及废物管理服务	0.93
金融和保险业	0.65	交通运输和邮政服务	1.20	制造业	-0.16	建筑业	0.69
农业、林业和渔业	-1.97	公共管理	0.96	批发和零售贸易	-0.16	公共管理	0.62
建筑业	-2.44	教育	0.63	建筑业	-0.17	房地产	0.02
采矿业	-6.33	其他服务活动	-0.19	金融和保险	-0.44	教育	-0.03
		批发和零售贸易	-0.20	交通运输和邮政服务	-1.17	批发和零售贸易	-0.64
		金融和保险	-0.25	其他服务活动	-1.97	农业、林业和渔业	-1.40
		农业、林业和渔业	-1.08	农业、林业和渔业	-2.14	其他服务活动	-2.16
		住宿和餐饮服务活动	-1.99	住宿和餐饮服务活动	-2.35	采矿业	-3.25
		采矿业	-2.91	电力、燃气和水供应及废物管理服务	-2.69	交通运输和邮政服务	-4.55
		建筑业	-3.51	采矿业	-7.48	住宿和餐饮服务活动	-10.21

3 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑

从美国与日本的低利率时期来看，**科学技术、医疗服务等领域的产业发展较快**，而住宿餐饮、建筑等行业衰退较快。体现出在资金成本较低时，整个社会资源倾向于更多的进行创新型投入。而日常消费和重资产型投入有所萎缩。

我们按照政府债务情况并排除疫情等外部突发性冲击，选取日本1998-2007年（1998年后日本不良债权问题逐步浮出水面，政府开始清理僵尸企业，企业并购重组进度加快），美国2007-2015年两个低利率的时间段，从资本市场表现来看，日本的**工业制造和运输业**表现优异，而美国的**软件服务和可选及耐用消费品**表现较好。结合目前国内全球产业比较优势，我们认为随着利率进一步走低，长期看，高端制造、医药生物及新型可选消费可重点关注。



目 录

- ◆ 经济进入高弹性期：贸易战冲击的熨平机制
- ◆ 政策蓄力渐进：宽财政进度与松货币空间
- ◆ 三维叠加下的行业筛选：短、中、长期逻辑
- ◆ 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

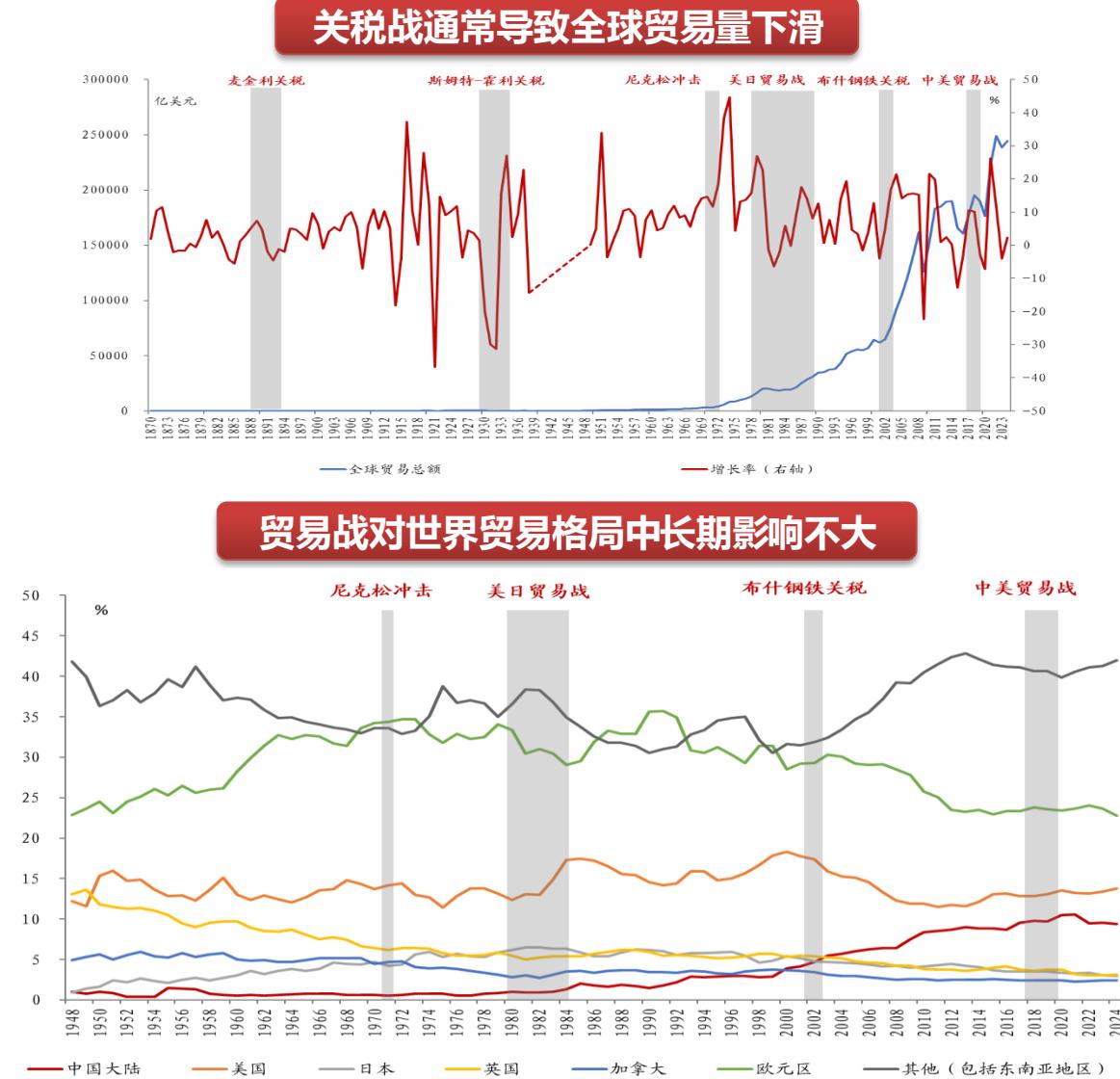
- 1890年以来美国曾经历过六次较大规模的贸易战，其中既有全球性的贸易战，也有在特定国家间或者产业领域中的贸易争端。这六轮贸易战分别是：1890年《麦金利关税法》、1930年《斯姆特-霍利关税法》、1971年“尼克松冲击”、1980年代美日贸易战、2002年布什钢铁关税、2018年中美贸易战。其中，持续时间最长的是美日贸易战，持续了数十年之久，而最短的是“尼克松冲击”，仅4个月左右。

美国1890年以来发起的主要关税贸易战

贸易战	麦金利关税法案	《斯姆特-霍利关税法》	“尼克松冲击”	美日贸易战	美欧“钢铁贸易战”	中美贸易战
涉及国家	美国vs加拿大、欧洲	美国vs全球	美国vs全球	美国vs日本	美国vs欧洲	美国vs中国
持续时间	1890-1894	1930-1934	1971	1977-1989	2002-2003	2018-2019
背景和原因	美国保护本土产业	经济危机下美国保护本国产业	越南战争后美国陷入经济危机	美日贸易逆差扩大	美国保护钢铁产业	美中贸易逆差扩大
达成协议	1894年《威尔逊-戈尔曼关税法案》	1934年《互惠贸易协定法》	1971年《史密斯协定》	1981年汽车自愿出口限制；1985年《广场协议》；1986年日美半导体协议；1989年《日美结构性障碍协议》	2003年美国总统布什宣布取消保护性钢材进口关税	2020年《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》
反制措施	报复性关税	报复性关税	-	-	关税、配额、向WTO申诉	报复性关税
博弈方GDP年均复合增速	美国1.4% 加拿大1.5% 英国0.9%	美国-3.9% 德国-0.2%	美国3.1% 日本4.7% 德国3.0%	美国3.4% 日本4.1%	美国2.3% 法国1.3%	美国0.2% 中国4.1%
全球贸易量年均复合增速	-2.4%	-8.3%	12%	-0.8%	10.7%	-3%

4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

对贸易的影响：贸易战导致全球贸易量走低，但对中长期贸易格局影响不大。全球性的关税战通常导致全球贸易量走低，例如《麦金利关税法》实施期间，世界贸易总额连续4年负增长，1929年至1933年期间，全球贸易额下降了26%。但关税战难以改变美国的贸易逆差，对全球贸易格局的中长期影响不大，例如，1980年代美日贸易战期间，美国出口在全球的比重短期抬升，自1983年的14.9%上行至1984年的17.3%，但随后又回落至1990年的14.6%。

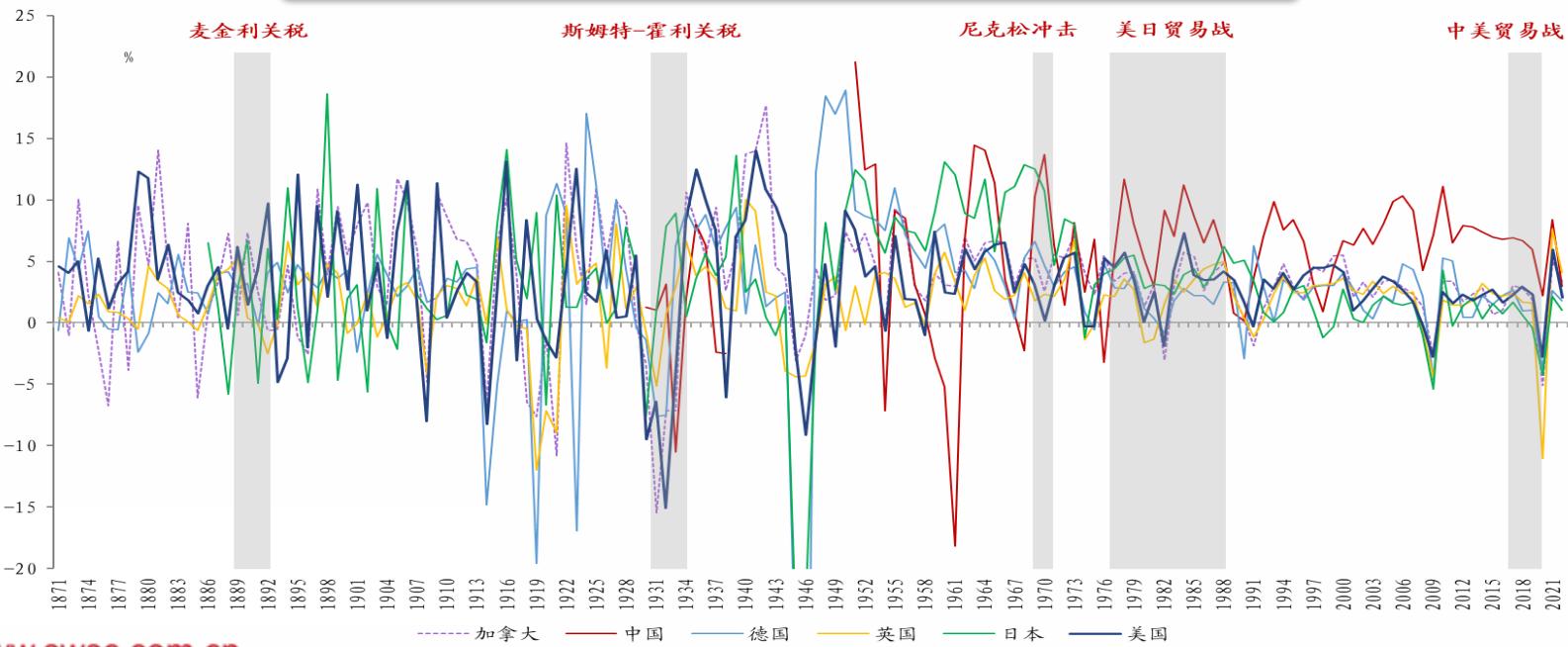


数据来源：Federico-Tena World Trade Historical Database、Unstats、WTO、wind、西南证券整理；
注：上图虚线处为二战时期数据缺失

4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

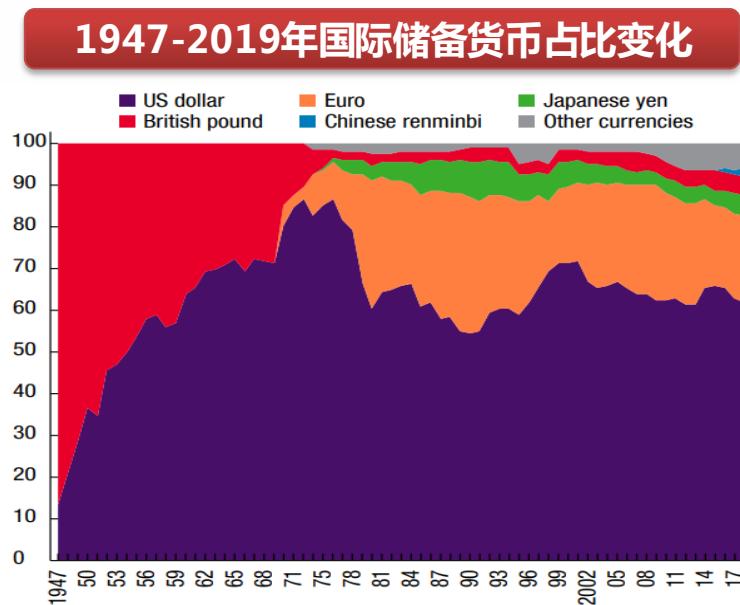
- **对经济的影响：贸易战通常导致经济增速下滑，但不曾短期直接引发衰退。**《麦金利关税法》实施期间美国GDP增速从1889的6.2%降至1894年的-2.9%，并在1893年陷入经济衰退中；《斯姆特-霍利关税法》实施期间加剧了全球经济衰退；美日贸易摩擦时期日本GDP增速仍在3%-6%区间波动，但较1970年代上半期的增速中枢6%有所下滑；2002-2003年美国布什总统对进口钢材征收关税，欧盟GDP同比增速从2001年的2.2%降至2003年的1.6%；2018-19年中美贸易战期间，中美双方GDP增速均有下滑。
- **贸易限制通常增加下游行业生产成本，并减少下游行业就业和投资。**例如，根据CITAC测算，2002年布什的钢铁关税推高了钢铁价格，钢铁制造商直接销售给客户的钢材价格也出现了强劲上涨。据测算，由于钢铁价格上涨而失业的美国工人数量超过了美国钢铁行业本身的就业总人数，其中四分之一的失业岗位发生在金属制造、机械设备以及运输设备及零部件行业，均为钢铁的下游消费行业。

1890年以来的贸易战时期，相关国家的GDP增速走势



4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

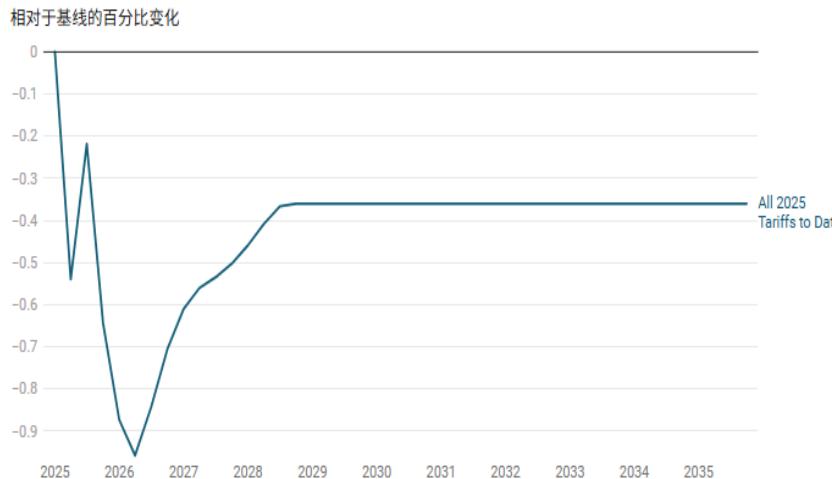
- 对货币的影响：美元升值通常导致贸易摩擦升温。例如，进入1970年代，美元被持续高估，出口商品变得昂贵，美国开始出现贸易逆差。为了消除贸易逆差，1971年8月尼克松政府宣布美元与黄金脱钩，并对所有进口商品征收10%进口附加税，试图让美元贬值；1980年代初期，由于美国利率高企，资金不断流入美国，美元指数持续走高，美国对日本实施贸易制裁，最终在1985年9月达成《广场协议》；从1995年到2002年，美国进入“新经济”繁荣期，吸引了大量资本流入，美元大幅升值，2002年布什总统推出针对钢铁行业的关税，试图保护国内钢铁产业。
- 贸易战对国际储备货币格局直接影响不大，通常通过激化地缘政治矛盾以及货币竞争对国际储备货币格局产生影响。1930年英镑、美元等货币在国际储备中的占比逐步下降；1971年尼克松冲击下，美元在国际储备中的份额下滑，1975-1980年间美元在国际货币储备占比自85%下滑至60%左右；自2016年以来全球逐步转向多极化货币秩序，2018年中美贸易战爆发后，全球“去美元化”进程加快。



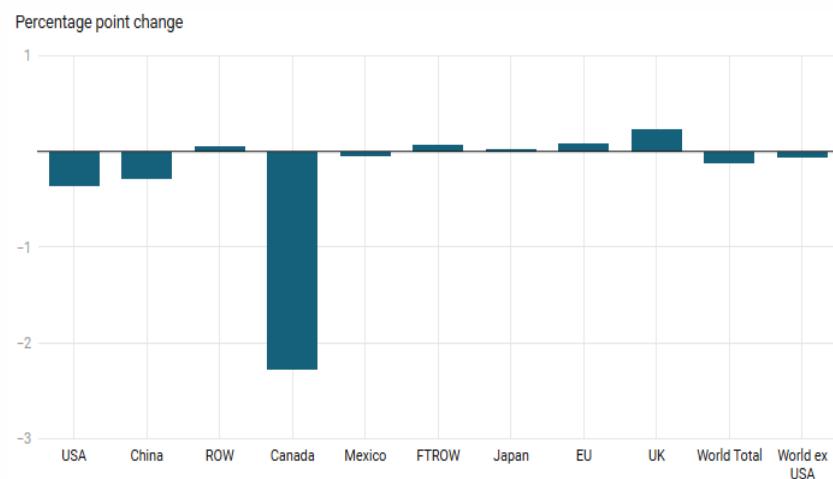
4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

- **特朗普2.0贸易战的潜在影响——对全球经济**：今年以来美国对中国加征30%关税，相比之前的关税边际大幅降低。但美国依然向全球征收10%基准关税，对全球经济也将带来负面影响。截至5月12日，2025年迄今的关税相当于美国平均有效关税税率提高了15.4个百分点至17.8%（替代前）。耶鲁大学预算实验室测算了截至5月12日实施关税的影响，2025年美国所有关税加上外国报复措施将导致2025年实际GDP增长率相对基线下降0.7%，失业率或升高0.35个百分点。
- **对中国经济**：假设20%的关税转嫁率、-4.5的需求弹性，今年以来美国对中国累计征收的30%关税，或导致2025年中国商品对美国出口总额相对基线水平下降约16%，相应收缩822亿美元，使得整体出口金额下降2.3%，从而拖累GDP增长约0.4个百分点左右；**对欧盟经济**：布鲁盖尔智库（Bruegel）4月报告显示，在“无协议”情景下，欧盟整体GDP预计下滑0.3%，低于美国的0.7%降幅，德国经济可能受创最深，平均GDP降幅为0.4%。

2025年关税对美国实际GDP水平的
短期、长期影响



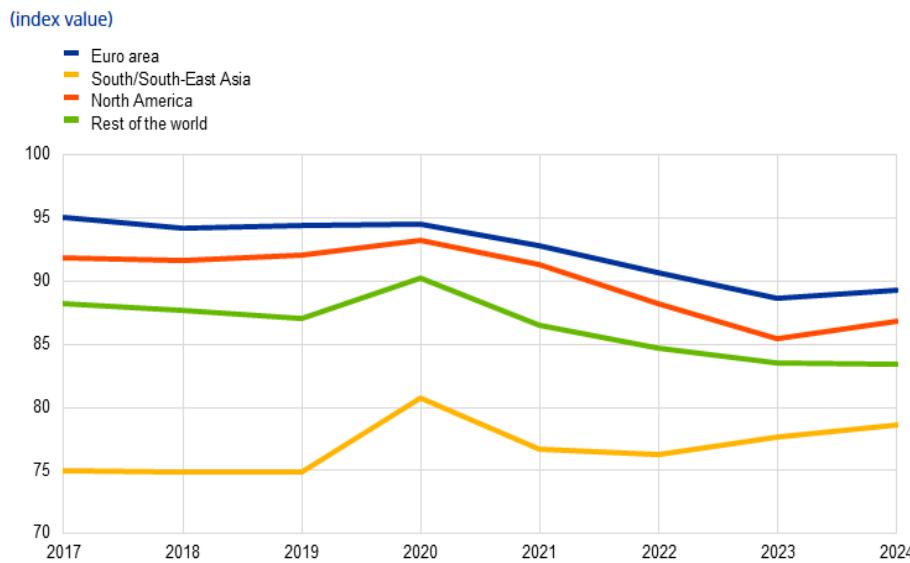
2025年关税对不同国家实际GDP水平的
长期影响



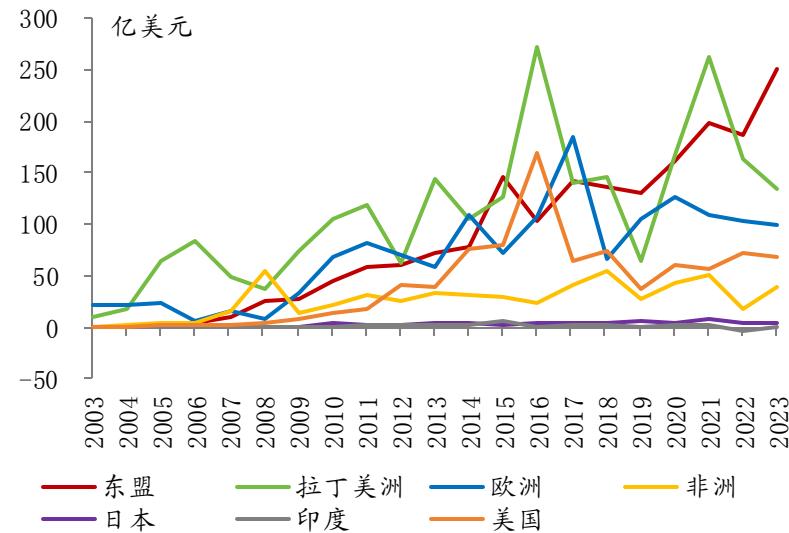
4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

- **特朗普2.0贸易战的潜在影响——对全球供应链**：为应对贸易保护主义的威胁，部分电子、医药、家电领域的跨国公司计划未来在美国本土、印度等地设厂、扩产。如，2025年2月，苹果公司宣布，未来四年内在美投资超5000亿美元，用于生产人工智能服务器，4月，苹果计划在2026年底前将面向美国市场销售的iPhone组装全部转移至印度。
- **中国或将寻求加大对欧洲市场的出口以减轻关税对经济的影响**，欧洲自中国的进口金额占比从2018年的8.5%逐步升高至2024年的10.9%，近年来欧洲对中国进口依赖度提升，或主要因为中国对美国的出口与对欧洲的出口相似性较高，中国出口商向欧洲寻求替代市场；**供应链向东南亚等地转移的趋势短期或延续**。由于特朗普政府暂缓了除中国之外的“对等关税”，并且豁免了对加拿大、墨西哥制造的汽车零部件25%关税，短期中国与东南亚地区以及墨西哥的“转口贸易”有望加快，全球供应链延续上一轮中美贸易战后的重定向。

中国向美国的出口与向欧洲的出口之间的相似性较高



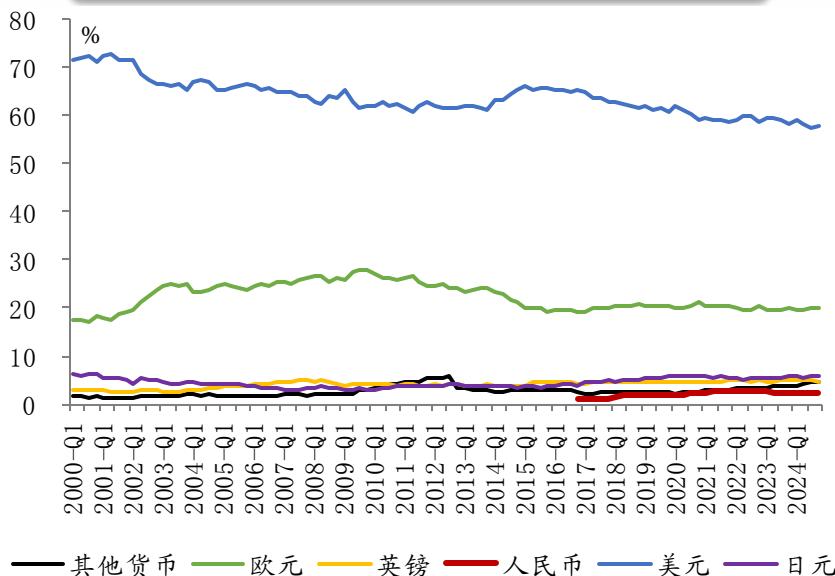
中国近年来向东盟投资增长较快



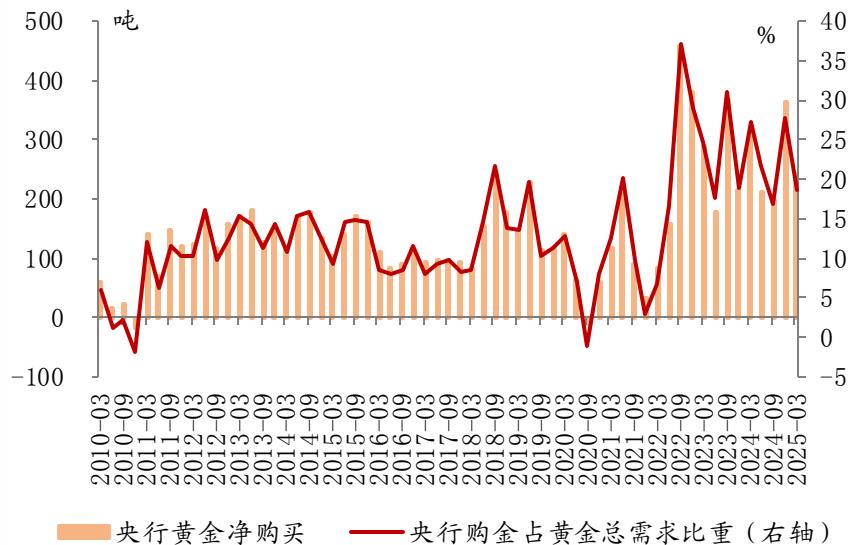
4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

- **特朗普2.0贸易战的潜在影响——对资本流动**：美国宣布“对等关税”后，全球投资者对美元资产的信任危机集中爆发。然而由于美国关税政策边际放松，接连与英国、中国达成协议，美国经济衰退警钟暂时解除，“去美元化”交易有所逆转。
- **中长期来看，“去美元化”仍在缓慢进行中，但目前美元的主导地位依然难以动摇。**其一，大宗商品领域去美元化迹象明显，例如2023年伊拉克宣布将允许与中国的贸易直接以人民币结算；其二，新的支付系统正迅速发展，比如人民币跨境支付系统（CIPS）、多边央行数字货币桥（mBridge）等快速发展；其三，美元在国际外汇储备中的占比缓慢下降。根据IMF数据，美元在国际货币储备中的占比自2001年的71.5%左右震荡下行至2024年的57.8%

美元在国际储备货币中的占比持续走低



全球央行近三年以来大幅增购黄金



4 以史为鉴：美国贸易战的全球影响与资产配置

- **新一轮贸易战下，大类资产走势展望。**历史上不同时期的贸易摩擦中，各类资产由于处于不同历史背景，其走势不尽相同。但在大部分时期，美股先跌后升、黄金价格走高、美元呈贬值态势。
- **近期全球风险资产价格逐步修复，但后续走势或仍面临一定压力。**5月12日，中美瑞士会谈联合声明发布后，关税博弈紧张局势大幅缓和，市场对美国经济因进口成本抬升所导致的经济衰退预期得以减弱，各类大类资产走势逆转，风险资产持续修复，避险资产价格走弱，“去美元化”交易逆转。目前美国仍在陆续与贸易伙伴进行谈判，5月16日，美欧关税谈判正式开启，后续若关税博弈持续缓和，全球风险资产有望继续修复，然而从已有的英美、中美谈判来看，美国可能将对所有国家维持10%基准关税，对全球贸易乃至经济基本面仍将施加一定下行压力，可能仍将引发市场的担忧。

1900年以来美国发起的贸易战期间，全球大类资产走势情况

1900年以来美国发起的贸易战	持续时间	美股	美债收益率	原油	黄金	美元
斯姆特-霍利关税	1930年6月-1934年3月	↓57%	↑101bp ↓106bp	↓16%	↑114%	↑23% ↓44%
尼克松冲击	1971年8月-1971年12月	↓6% ↑8.3%	↓39pb	平稳 0.1%	↑3%	↓6%
日美贸易摩擦	1977年4月-1989年7月	↑247%	↑839bp ↓802bp	↑108% ↓70%	↑348% ↓45%	↑53% ↓39%
布什钢铁关税	2002年3月-2003年12月	↓26% ↑32%	↓61bp	↑20%	↑38.4%	↓27%
中美贸易战1.0	2018年3月-2020年1月	↓11% ↑29%	↓136bp	↓19%	↑20%	↑7%

数据来源：wind、NBER、西南证券整理；美股以标普500指数代表，美债收益率1930年代采用长债收益率，其他时期以十年期美国国债收益率为代表，原油1930年代采用年度美国原油首次购买价格，其余日期采用WTI 原油价格，黄金以伦敦黄金现货价，美元1930年代用美元兑英镑汇率，其他时期以美元指数为代表



分析师 : 叶凡
执业证号 : S1250520060001
电话 : 010-58251911
邮箱 : yefan@swsc.com.cn

分析师 : 刘彦宏
执业证号 : S1250523030002
电话 : 010-55758502
邮箱 : liuyanhong@swsc.com.cn

联系人 : 潘妍洁
邮箱 : panyj@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权归西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广深销售主管	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn
					林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn