

关税战后的全球新秩序

宏观研究

日期： 2025.07.17

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告要点

4月2日，美国总统特朗普发动新一轮面向全球几乎所有国家的关税战。虽然目前关税战力度已经大大减轻，但我们认为关税战造成的影响仍将非常深远。特朗普在全球范围内发动大规模关税战，其目的有以下几点：一是缩减美国的贸易逆差；二是促进美国制造业回流；三是保障国家安全，遏制中国发展。但是特朗普政府也面临着现实约束，美国债券市场的稳定性至关重要；美国通胀压力和特朗普的支持率也制约着特朗普关税政策。目前关税谈判的结果还存在较大不确定性，但是在面临多重现实约束和宪政困境下，美国对外关税很难达到4月2日公布的最高水平，我们预计最终实际落地的关税幅度会大幅削减，更可能是略高于10%的基础关税水平，是市场可以接受的范围。

在特朗普发动新一轮关税战之后，各大机构和经济学者均下调了对于海外经济的预期。但从全球经济的实际表现来看，到目前为止各国受到的冲击有限。我们认为未来关税对全球经济的负面影响还会陆续显现，但是影响可控，有望避免大衰退。对于中国而言，短期内经济会面临一定压力，乐观情形下关税战对中国经济的影响略小于0.5个百分点。对中国经济和贸易的长期影响有限，中国出口正在多元化，以及产品可替代性逐步降低，都有助于长期缓解贸易政策的冲击。甚至从美日贸易战的经验来看，贸易政策的打压反而能推动产业升级。

关税战对企业全球化布局影响很大。转口贸易短期迎来机遇，但是靠简单的转口贸易来规避关税并非长久之计。近年来美国对于进口商品的原产地审查升级，并且有追溯和罚款机制，对美国的简单转口贸易未来将面临巨大的审查风险。转口地政策也趋于收紧。未来各国对转口贸易的政策会愈加严格。企业出海则具有越来越重要的意义。企业出海是规避贸易壁垒的重要方式。而且中国企业全球化布局的程度较低，还有较大提升空间和必要性。我们认为中国对外投资正在从“野蛮生长”过渡到“理性发展”的阶段，与日本八九十年代海外投资演进路径有相似之处。在美国关税战、全球贸易格局重塑以及中国产业链升级的大背景下，中国企业出海前景广阔。

美元预计进入长期下行周期。2025年上半年在国际地缘政治和贸易政策风险频发的背景下，美元并未表现出一贯的避险属性，反而大幅下跌。我们认为短期内美元有望企稳甚至出现一定反弹。但是美元长期下行的趋势已经形成。美元高估的问题、美国缩小贸易逆差的诉求、美国政府债务问题、美元安全性问题均是推动美元继续贬值的因素。我们预计美元正处于长期下行周期之中。

大宗商品存在长期上涨动力。一是美元周期与商品周期反向，我们预计美元处于下行周期中，则利好商品价格。二是全球供应链重塑加剧供需矛盾，产业链转移会减少供给，产业链重塑会增加投资需求。三是主要国家政策脱虚向实。中美欧等主要经济体都在向“大财政”转变，将主要资源投向于高技术制造业、国防军工等领域，会推升大宗商品的总需求。

风险提示： 1. 美国关税战大幅升级。2. 关税战导致全球经济放缓。3. 国际格局动荡导致新的地缘政治风险。

内容目录

特朗普关税战的行动逻辑	4
去全球化是从经济基础到上层建筑的体现	4
特朗普发动关税战的目的何在	7
特朗普政府面临的现实约束	8
关税战的未来推演	10
美国关税战对全球经贸的影响	10
对海外经济的影响	11
对中国经济和贸易的影响	11
短期经济面临一定压力	11
关税战对经济和贸易的长期影响有限	12
美国关税战对企业全球化布局的影响	14
转口贸易短期迎来机遇，长期存在压力	14
企业出海具有越来越重要的意义	15
美元预计进入长期下行周期	17
上半年美元为何大幅下跌	17
美元进入长期下行趋势	18
大宗商品存在长期上涨动力	19
美元周期与商品周期反向	19
全球供应链重塑加剧供需矛盾	20
主要国家政策脱虚向实	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：2018 年以来美国关税战主要事件	4
图表 2：美国贫富差距达到百年来高点	6
图表 3：去全球化趋势已经出现	7
图表 4：特朗普通用逆差比重来衡量关税不对称性	7
图表 5：美国产业空心化严重	8
图表 6：美国债市出现大幅波动	9
图表 7：美国通胀预期对通胀有略微领先性	9
图表 8：特朗普支持率偏低	10
图表 9：关税对经济冲击可控	11
图表 10：中国对美出口大幅下滑	12
图表 11：2018-2019 关税战后中国在全球供应链中的地位继续提升	12
图表 12：中国出口更加多元化	13
图表 13：中国出口附加值逐渐增加	13
图表 14：日本出口在贸易战中“越打越强”	14

图表 15：中国对外直接投资存量较低.....	15
图表 16：日本对外直接投资增长较快.....	16
图表 17：日本制造业企业海外利润持续增长.....	16
图表 18：中国对外直接投资存量较低.....	16
图表 19：今年以来美元空头持仓大幅增加.....	17
图表 20：美元与美债收益率背离.....	17
图表 21：2010 年 CBO 对未来美国政府债务率的预测.....	19
图表 22：2025 年 CBO 对未来美国政府债务率的预测.....	19
图表 23：全球央行在 2022 年开始购买黄金的规模大增.....	19
图表 24：美元与大宗商品价格大多反向.....	20
图表 25：全球供应链秩序.....	21

特朗普关税战的行动逻辑

去全球化是从经济基础到上层建筑的体现

4 月 2 日，美国总统特朗普宣布对全球加征 10% 的基础关税，并对多个贸易伙伴加征额外的“对等关税”，于 4 月 5 日开始陆续落地，掀起了新一轮关税战。中国随后反击，中美两国的“对等关税”一度增加至 125%。美国对除中国外的其他国家的“对等关税”豁免 90 天。5 月 12 日，中美发布日内瓦经贸谈判联合声明，宣布互相保留 10% 的基础关税，对 24% 的对等关税采取 90 天的豁免期，取消其他 4 月 2 日之后互相加征的关税。至此，美国对所有国家的“对等关税”均进入谈判豁免期，但仍保留 10% 的基础关税。

虽然美国的关税战力度较最初已经大大减轻，但我们认为关税战造成的影响仍将非常深远。回顾从 2018 年特朗普第一任任期就开始的关税战至今，特朗普始终把加征关税作为重要的执政方针。在 2018-2019 年的中美经贸摩擦中，美国对大部分进口自中国的商品都加征了关税。值得注意的是，虽然民主党反对共和党的关税政策，2020 年大选中拜登激烈抨击特朗普的对华关税加重了美国居民的负担，但是在拜登政府上台后，并未取消特朗普对华加征的关税。这反映出对外加征关税的政策在美国内部有较强的民意基础，政客即使反对，也不敢轻易取消。

图表 1：2018 年以来美国关税战主要事件

年份	时间	关税内容
2018	2 月 7 日	美国对太阳能电池板和洗衣机加征“201 条款”关税。
	3 月 23 日	美国对钢铁和铝加征“232 条款”关税，暂时豁免阿根廷、澳大利亚、巴西、欧盟、加拿大、墨西哥和韩国。
	4 月 2 日	中国对美国“232 条款”关税实施反制。
	5 月 1 日	中国降低医药产品最惠国（MFN）关税。
	6 月 1 日	美国取消对欧盟、加拿大和墨西哥的钢铁铝关税豁免（阿根廷、巴西和韩国此前已同意配额）。
	7 月 1 日	中国降低消费品、汽车和信息技术协定（ITA）产品的最惠国关税。
	7 月 6 日	美国对 340 亿美元中国商品加征 25% “301 条款”关税（清单 1），中国对等反制（340 亿美元）。
	8 月 13 日	美国将土耳其钢铁进口关税从 25% 提高至 50%。
	8 月 23 日	美国对 160 亿美元中国商品加征 25% “301 条款”关税（清单 2），中国对等反制（160 亿美元）。
	9 月 24 日	美国对 2000 亿美元中国商品加征 10% “301 条款”关税（清单 3），中国反制 600 亿美元商品。
	11 月 1 日	中国降低工业品最惠国关税。
2019	1 月 1 日	中国暂停对美国汽车及零部件（“301 条款”相关）的反制，并降低 2019 年最惠国税率。
	2 月 7 日	美国在“201 条款”实施第二年降低太阳能电池板和洗衣机关税。
	5 月 20 日	美国以加拿大和墨西哥同意“自愿出口限制”（VERs）为条件，豁免其钢铁铝关税。
	5 月 21 日	美国将土耳其钢铁进口关税从 50% 降至 25%。
	6 月	美国将清单 3 商品的“301 条款”关税从 10% 提高至 25%（6 月 15 日生效），中国对部分美国商品（600 亿美元清单的子集）反制（6 月 1 日生效）。
	7 月 1 日	中国降低 ITA 产品最惠国关税。
	9 月 1 日	美国对 3000 亿美元中国商品（清单 4A 子集）加征 15% 关税，中国对 750 亿美元美国

商品反制。

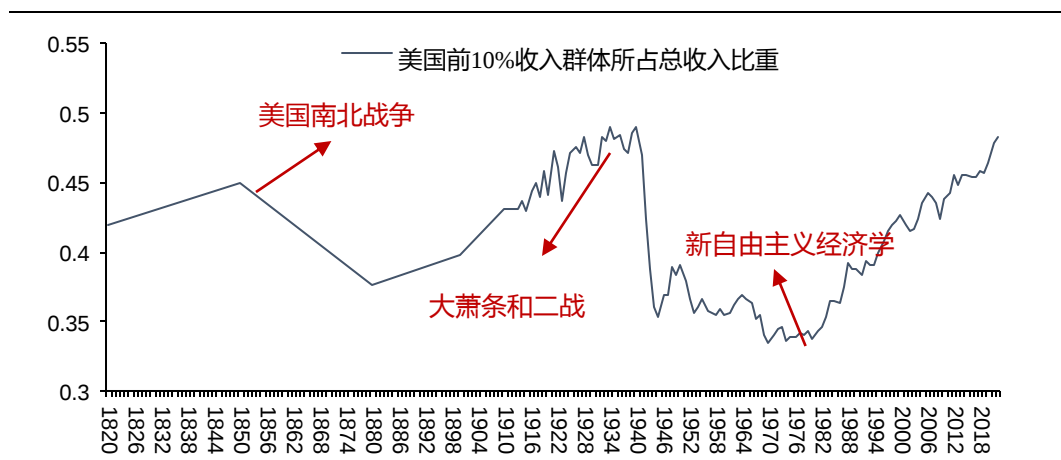
	10 月 18 日	美国在 WTO 裁决空客争端后对欧盟部分商品加征“301 条款”关税。
	1 月 1 日	中国调整 2020 年最惠国税率，美国根据《美日贸易协定》降低日本商品关税。
	2 月 7 日	美国在“201 条款”实施第三年降低太阳能电池板和洗衣机关税。
	2 月 8 日	美国将“232 条款”关税扩展至钢铁铝制品。
2020	2 月 14 日	美国将 2019 年 9 月 1 日加征的 15% 关税（清单 4A）降至 7.5%，中国同步削减反制关税。
	3 月 5 日	美国调整对欧盟空客争端相关商品的“301 条款”关税。
	7 月 1 日	中国降低 ITA 产品最惠国关税。
	8 月 16 日	美国对加拿大部分铝产品恢复 10% “232 条款”关税。
	9 月 1 日	美国取消对加拿大铝产品的 10% 关税。
	1 月 1 日	中国调整 2021 年最惠国税率，美国降低日本商品关税。
	1 月 14 日	美国调整对欧盟空客争端相关商品的“301 条款”关税。
	1 月 20 日*	拜登政府上任，特朗普政府结束。
2021	2 月 7 日	美国在“201 条款”实施第四年降低太阳能电池板和洗衣机关税（洗衣机关税延长）。
	3 月	美国暂停对欧盟（3 月 11 日）和英国（3 月 4 日）空客争端相关商品的“301 条款”关税。
	5 月 1 日	中国降低部分钢铁产品最惠国关税。
	7 月 1 日	中国降低 ITA 产品最惠国关税。
	1 月 1 日	中国调整 2022 年最惠国税率；美国对欧盟钢铁铝关税转为关税配额制。
	2 月 7 日	美国在“201 条款”实施第五年降低太阳能电池板和洗衣机关税（太阳能关税延长）。
2022	4 月 11 日	美国对日本钢铁关税转为关税配额制。
	5 月 1 日	中国将煤炭最惠国关税降至零。
	6 月 1 日	美国对英国钢铁铝关税转为关税配额制。
	7 月 1 日	中国降低 ITA 产品最惠国关税。
	1 月 1 日	中国调整部分产品最惠国税率，冷冻鸡肉从从量税改为从价税导致实际税率上升。
2023	2 月 7 日	美国在“201 条款”实施第六年降低太阳能电池板关税；洗衣机关税到期终止。
	7 月 1 日	中国降低 ITA 产品最惠国关税。
	12 月 31 日	中国煤炭最惠国关税恢复至较高约束税率。
	1 月 1 日	中国调整 2024 年最惠国税率。
2024	6 月 26 日	美国在“201 条款”实施第七年降低太阳能电池板关税。
	9 月 27 日	美国调整对华“301 条款”关税，涵盖电动汽车等商品。
	1 月 1 日	中国调整 2025 年最惠国税率；美国调整对华“301 条款”关税，涵盖钨、晶圆和多晶硅等商品。
	1 月 20 日*	特朗普政府上任，拜登政府结束。
	2 月 4 日	美国根据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对所有中国商品加征 10% 关税。
	2 月 7 日	美国在“201 条款”实施第八年降低太阳能电池板关税。
2025	2 月 10 日	中国反制美国 2 月 4 日 IEEPA 关税。
	3 月 4 日	美国对中国商品维持 10% IEEPA 关税；对不符合《美墨加协定》（USMCA）的加墨商品加税。
	3 月 10 日	中国反制美国 3 月 4 日 IEEPA 关税。
	3 月 12 日	美国对钢铁、铝及其制品加征“232 条款”关税。
	4 月 3 日	美国对汽车加征 25% “232 条款”关税。

4 月 5 日	美国根据 IEEPA 对几乎所有国家（含中国）加征 10%关税，部分行业豁免。
4 月 9 日	美国对贸易顺差国（含中国）加征 1%-74% IEEPA 关税，中国因反制被额外加征 50%。
4 月 10 日	中国反制美国 4 月 5 日和 9 日关税，加征 84%；美国取消多数国家 IEEPA 关税，但对 中国维持 125%（含 41%追加）。
4 月 11 日	美国豁免部分半导体相关产品的 IEEPA 关税。
4 月 12 日	中国将反制关税提高至 125%，匹配美国税率。
5 月 3 日	美国对汽车零部件加征 25% “232 条款” 关税。
5 月 14 日	美国将中国部分商品的 IEEPA 关税从 125%降至 10%，中国同步调整反制税率。

资料来源：PIIE，五矿证券研究所

关税战的宏观背景在于去全球化的思潮，去全球化的思潮源于美国内部的分配失衡。我们以美国前 10% 收入群体所占总收入比重这一指标来衡量美国的贫富差距。这一比重越高，反映国内贫富差距越大。美国贫富差距大约每百年一个大周期，上一轮贫富差距的高点出现在 1920-1940 年区间中，伴随着大萧条、关税战和二战等极端的经济和地缘政治风险。此后贫富差距持续下滑，到 70 年代降至低点，随后在里根经济学的影响下重新开始回升。目前美国贫富差距又上升至历史高点附近，这是目前美国经济巨大的内部矛盾源头。贫富差距扩大必然导致底层民众对现状非常不满，寻求改变。而将矛盾向外转移是精英阶层的惯用方法。所以美国会将产业空心化和底层民众状况变差归咎于经济全球化的结果，认为是中国等新兴市场的廉价商品的冲击导致了美国制造业外流。在这一思潮下，去全球化也就成为了必然的选择。

图表 2：美国贫富差距达到百年来高点



资料来源：WID，五矿证券研究所

由此可见，“特朗普主义”的诞生并非偶然，而是从经济基础的量变到政治倾向的质变的必然结果。而贫富差距的变化周期是百年维度，也就意味着这一基础不可能在短期内发生大的变化。我们认为特朗普发动的这一轮贸易战就标志着二战后美国建立起的全球秩序格局将会被打破，新的秩序正在酝酿之中。事实上，最近十多年以来已经出现了去全球化的趋势，关税战之后这一进程可能会加速。虽然随着美国与其他各国陆续开始谈判，最终关税大概率低于“对等关税”的水平，但是全球贸易的裂痕已经产生，并且将会越来越大，这是未来全球宏观环境的主基调。

图表 3：去全球化趋势已经出现



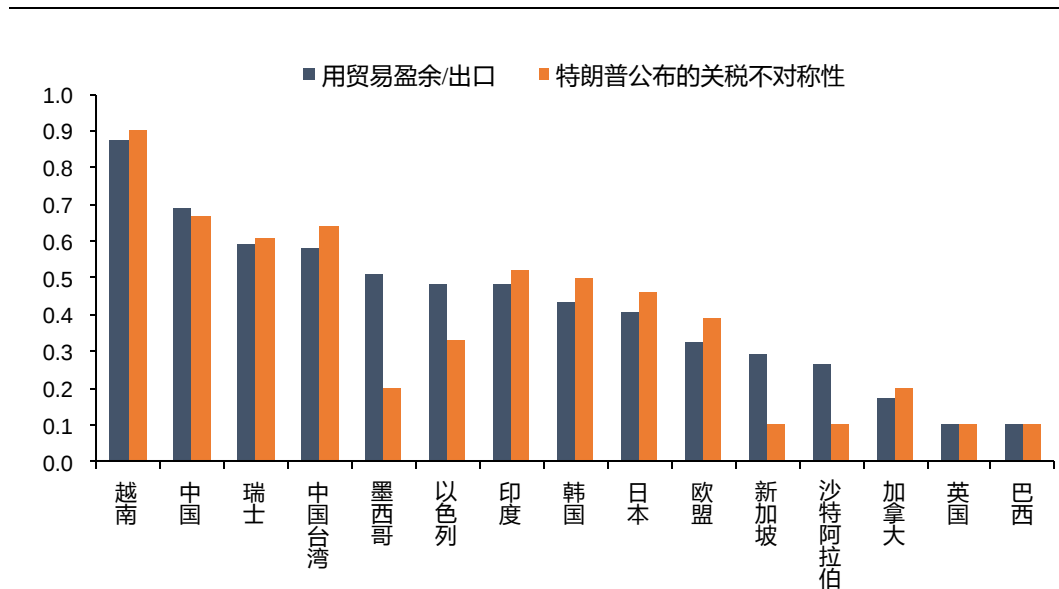
资料来源：Klasing and Milionis (2014), Penn World Table (2021), Wind, 五矿证券研究所

特朗普发动关税战的目的何在

我们认为，特朗普在全球范围内发动大规模关税战，其目的有以下几点：

第一，缩减美国的贸易逆差。特朗普始终将贸易逆差视为经济政策的核心问题，认为这是美国“被占便宜”标志。比如特朗普在 2019 年接受采访时说，“我们支付给中国 5000 亿美元（指逆差数额）很多很多年了，这是一个耻辱。”类似的言论在特朗普的讲话中反复出现。而特朗普也一直讲关税作为解决贸易逆差的武器。比如在本次关税战中，美国“对等关税”计算逻辑就是按照贸易盈余/出口来衡量“关税不对称性”，并据此加征额外关税。这一计算方法毫无经济学逻辑，但特朗普依然坚持使用。用逆差大小作为加征关税的逻辑，表明削减贸易逆差是美国加征关税的主要目的之一。

图表 4：特朗普用逆差比重来衡量关税不对称性

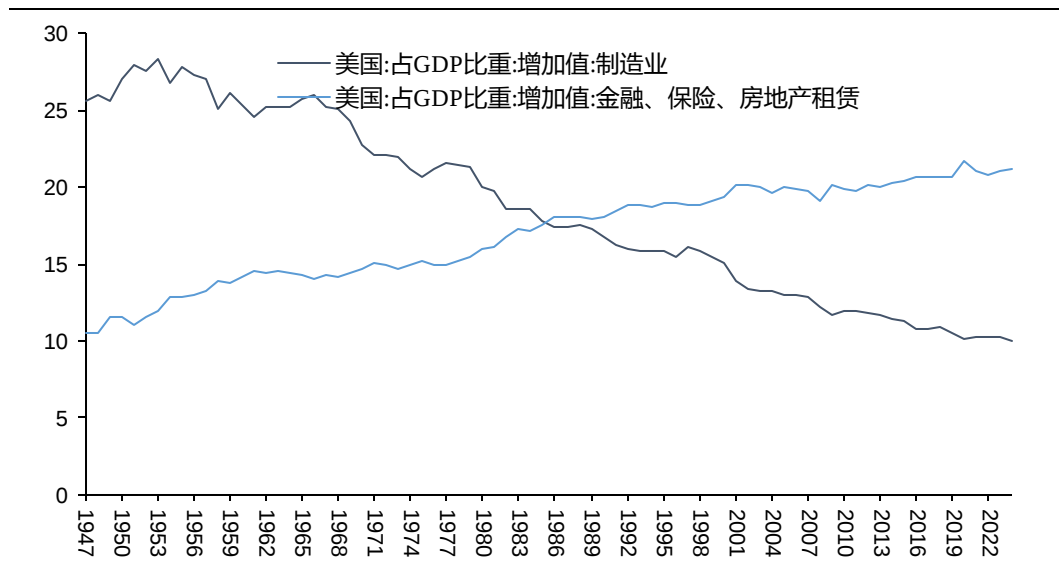


资料来源：CEIC, 五矿证券研究所

第二，促进美国制造业回流。特朗普始终将“制造业回流”作为“让美国再次伟大”的核心方式之一。20 世纪 50 年代美国制造业增加值占 GDP 比重接近 30%，此后持续下降，同时金融相关行业占比持续提升。我们认为这是美国金融霸权的必然结果。随着美元取代英镑成为世界储备货币，美元霸权在全球范围内建立并巩固，美国金融业发展迅速。美国贸易逆差不断扩大的另一面就是美元持续流向全球，对应的是制造业不断萎缩而金融业越来越强，产业空心化明显。特朗普的选举基本盘是产业空心化过程中受损的传统制造业工人，促进传统

制造业回流毫无疑问是特朗普需要推行的方针。而加征关税就是特朗普促进制造业回流的主要手段之一，比如特朗普威胁苹果公司要在美国生产 iPhone，否则会缴纳至少 25% 的关税。特朗普希望通过提高向美国输出商品的成本，来促使本国企业回归及跨国企业在美国进行本土化生产。

图表 5：美国产业空心化严重



资料来源：Wind，五矿证券研究所

第三，保障国家安全，遏制中国发展。由于中国经济快速发展，对美国经济霸权带来了挑战。尤其是中国的“世界工厂”的地位越来越强，在多数重要产业都占据主导地位，而美国产业空心化越来越明显。这导致美国对于国家安全保障的担忧越来越强。对比特朗普两届任期，可以看出其“保障安全”的战略目标越来越重要。第一任期内，特朗普政府主要围绕对中国的不公平贸易指控发起关税攻势，通过“301 条款”对价值约 3700 亿美元的中国进口商品征收 10% 至 25% 的关税，意在遏制技术转让、知识产权侵犯等行为。同时，以“国家安全”为由，依据“232 条款”对全球钢铁与铝产品加征 25% 与 10% 的关税，涉及多个传统盟国，引发广泛国际争议。此外，美国重新谈判多个自由贸易协定，如北美自由贸易协定（NAFTA）被《美墨加协定》（USMCA）所取代，标志着特朗普政府追求更“对美有利”贸易框架。相比之下，其第二任期则在理念与工具层面更为激进。特朗普提出对所有进口商品普遍征收 10% 基础性关税，并通过“对等关税”机制，依据双边贸易逆差程度对特定国家施加更高关税，以迫使对方做出调整。同时，对进口汽车与零部件一律征收 25% 关税，以重振美国汽车工业。在更广泛的政策语境中，第二任期的关税措施不仅是贸易保护手段，更被赋予了重塑全球供应链、保障战略产业安全、强化本国经济独立的多重政策含义。而且，纵观特朗普两届任期中的关税战，和中国对抗的激烈程度远远高于其他国家，且伴有对华科技战等手段。所以我们认为，保障美国自身安全、遏制中国发展也是特朗普执政的重要方向。在这一思路下，美国政府可以选择牺牲一定的经济利益，来换取地缘政治上的收益。所以，过去以经济利益为核心的分析框架已经不再适用，地缘政治收益在各国决策中的权重越来越重要，这也是近年来国际间大国冲突对抗程度屡屡超出市场预期的原因。我们认为对于未来大国之间对抗的严峻性也要有更加充分的认识和准备。

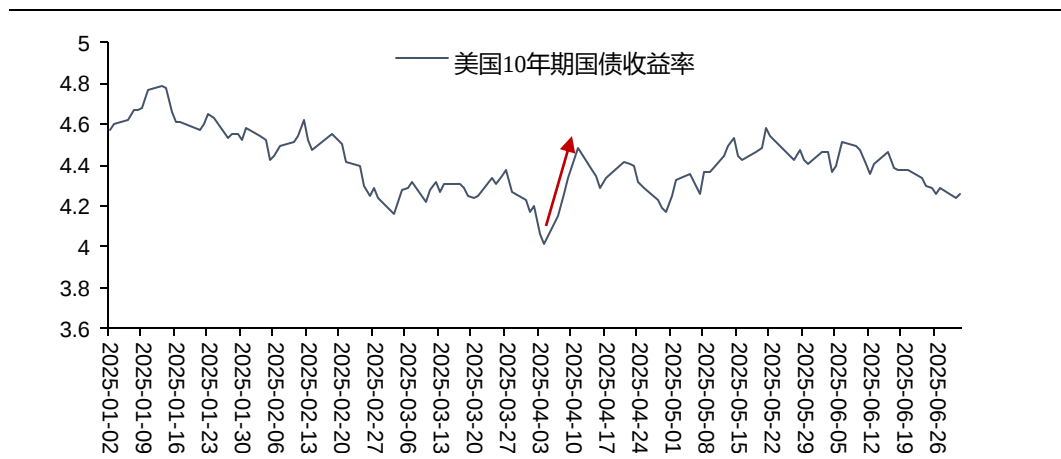
特朗普政府面临的现实约束

如前文所述，在去全球化的大背景下，特朗普有诸多理由对其他国家尤其是中国展开关税战。但同时特朗普也面临很多约束，这决定了特朗普关税战的底气是否充足。

首先是美国债券市场的稳定性。特朗普发动本次关税战时表态非常强硬，表示不会暂停其推行的“对等关税”政策，甚至一反常态表示自己“根本不看股市”。但是在 4 月 10 日特朗普

态度忽然转向，撤销了除对中国之外的“对等关税”，只保留 10%的基础关税。我们认为这一转向重要触发因素是美国国债市场。在特朗普宣布“对等关税”之初，美国国债收益率大幅下行，符合市场的避险逻辑。但是在中国宣布反制措施之后，美国国债收益率不仅没有因为避险需求而进一步下降，反而出现大幅上升，随后特朗普快速宣布豁免除中国外的“对等关税”，美国国债市场才恢复正常。

图表 6：美国债市出现大幅波动

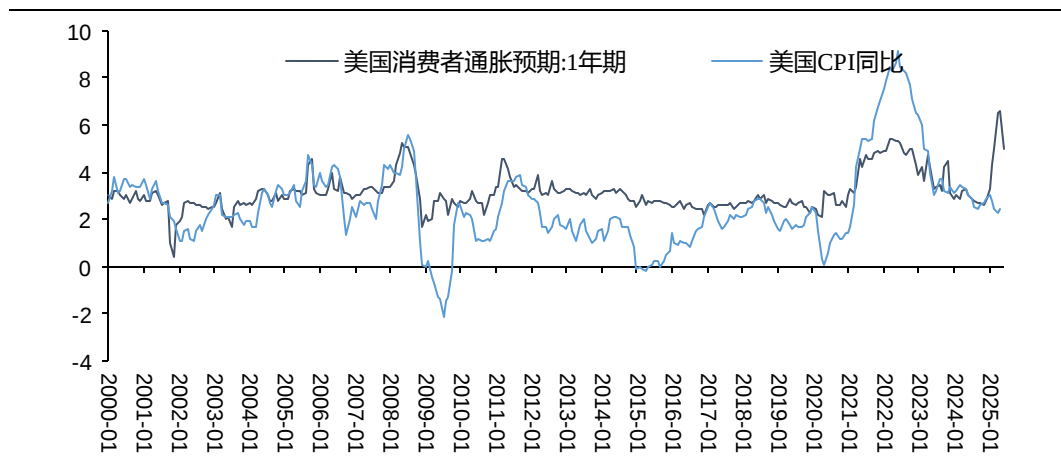


资料来源：Wind，五矿证券研究所

与此前的关税战不同的是，本次关税战范围广、影响大，进而引发了全球资本对于美元信用的质疑，从而大规模抛售美元资产，资金回流本国，造成了美国股债汇三杀。股市和汇率的风险对于特朗普政府而言尚可接受，但是债券市场大跌将会直接导致美国政府再融资成本大幅上升，影响到后续财政政策的规模和可持续性。在当前美国政府债务规模不断攀升的背景下，融资成本上升是不可承受之重。所以，一旦特朗普的关税政策可能引发市场对美国国债的抛售，特朗普就大概率会退缩。

其次是美国通胀的压力。如果美国对进口商品全面加税，必然会导致物价上涨。比如沃尔玛高管在 5 月表示将上调商品价格，6 月将上调更多。数据上，在特朗普宣布全面加征关税之后，美国消费者的通胀预期立刻飙升，达到 40 多年来的高点。经验上消费者通胀预期对实际通胀有略微的领先性，虽然目前美国实际通胀水平尚未抬升，但我们认为物价上涨是难以避免的。在美国“抢进口”积累的库存逐渐消耗之后，预计美国通胀就会出现上行压力。美国社会对于通胀的反感度较高。曾经在任期内出现过高通胀的总统，卡特、老布什、拜登均未能连任。在 2024 年特朗普竞选总统之时，也将高通胀作为攻击拜登政府的主要理由。所以特朗普政府对于通胀问题也较为重视，在美国通胀预期飙升之后，特朗普也很快转变态度寻求与中国谈判。

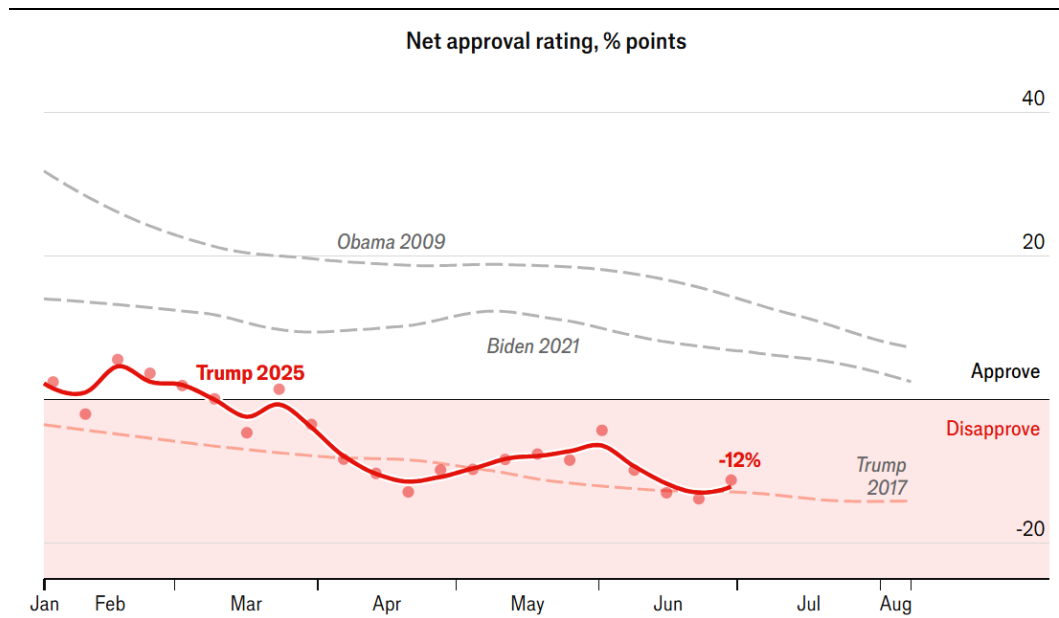
图表 7：美国通胀预期对通胀有略微领先性



资料来源：Wind，五矿证券研究所

最后是特朗普的支持率。根据《经济学人》报道，特朗普本届任期开始后支持率呈现下滑趋势，尤其是大规模关税战开始后，其支持率迅速下滑。目前特朗普的支持率低于同时期的拜登和奥巴马，与特朗普第一任任期的同期支持率相近。如果这一状况持续，那么共和党在明年的中期选举中将会处于非常不利的地位。共和党在中期选举中守住国会两院对于特朗普推行执政方针非常重要，而目前形势表明美国民众并不支持过于强硬的关税政策，尤其是特朗普基本盘所在的底层民众对于通胀更加敏感。所以特朗普在推行关税政策时也会受到一定的掣肘。

图表 8：特朗普支持率偏低



资料来源：The Economist, 五矿证券研究所

关税战的未来推演

对于美国发起的关税战的前景，目前存在两个较大的不确定性因素：

一是美国和其他国家的谈判进展情况。目前特朗普政府正在和各国展开贸易谈判，但进展不快。多数国家不愿做过多让步，特朗普也威胁将取消“对等关税”的豁免。从美国与英国已达成的贸易协议来看，特朗普仍然希望保留 10% 的基础关税。美国与越南也已经达成贸易协定，保留了 20% 的关税。越南是特朗普最初加征关税最重的国家，所以我们预计，美国最终对各国加征的关税幅度，大概率在 10%-20% 的区间之中。实际对外加征的平均税率预计略高于 10%。不过对于中国的关税还需要考虑在 4 月 2 日之前加征的 10% 普遍关税和 20% 芬太尼关税。

二是美国法院对于贸易政策的裁定结果。5 月 28 日美国国际贸易法院裁定特朗普依据《国际紧急经济权力法》实施的全球“对等关税”违宪。特朗普随即提出上诉，白宫发言人称将“动用一切行政权力”捍卫政策。美国最高法院目前由保守派主导，但是否会维护总统的行政权威仍有较大的不确定性。如果特朗普败诉，那么对外全面关税将会取消，包括 10% 的基准关税。但如果不是全面对外关税，则并不违宪。所以如果特朗普败诉，特朗普政府大概率会针对特定国家、特定产品再度征税，以替代全面关税。

总之，目前关税谈判的结果还存在较大不确定性，但是在面临多重现实约束和宪政困境下，美国对外关税很难达到 4 月 2 日公布的最高水平，我们预计最终实际落地的关税幅度会大幅削减，更可能是略高于 10% 的基础关税水平，是市场可以接受的范围。

美国关税战对全球经贸的影响

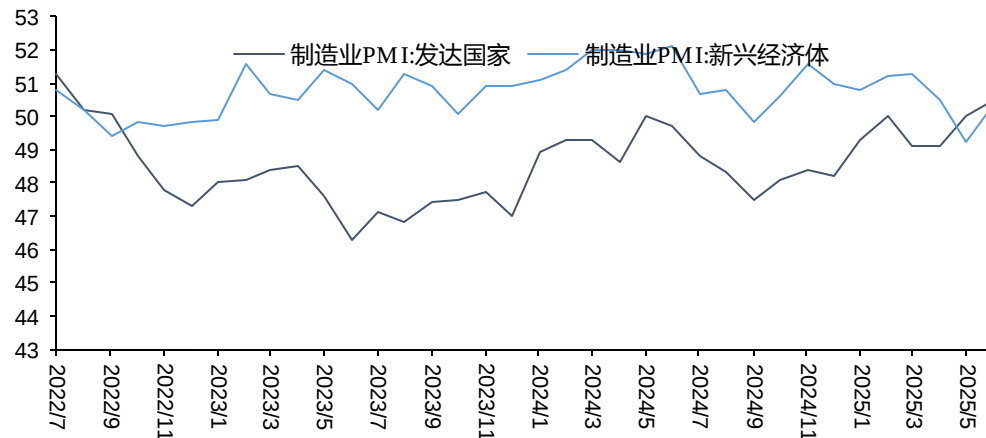
对海外经济的影响

在特朗普发动新一轮关税战之后，各大机构和经济学者均下调了对于海外经济的预期。世界银行在 6 月发布的《全球经济展望》中，将 2025 年全球经济增长预期从 1 月份的 2.7% 下调至 2.3%，将全球贸易量增速预期从 3.1% 下调至 1.8%。这一调整主要反映了美国关税对世界经济的冲击。

世界银行下调美国 2025 年经济增长预期至 1.4%。同样的，美联储在 6 月议息会议中也将美国经济预期下调至 1.4%，较 3 月的预测下调了 0.3 个百分点。美国彼得森国际经济研究所测算显示，考虑美国对外关税和其他国家反击的力度，从乐观情形到悲观情形，至 2026 年对美国经济的累计影响为 0.3-2.1 个百分点。加州大学伯克利分校的 Andrés Rodríguez-Clare 等人在 5 月份发布的工作论文表示，在美国关税政策下，到 2028 年美国实际收入将累计下降约 1%。总体来看，如果特朗普最终将平均关税加征幅度压降到接近 10%，那么短期内对美国经济的负面影响大概为 0.3 个百分点左右。这样的情形下，美国经济是能够避免衰退的。不过加州大学洛杉矶分校的 David Baqaee 等人的研究也表明，虽然传统模型下关税对美国对经济影响可控，但是关税会提高进口资本品相对于劳动力等要素的价格，进而导致长期资本存量减少，这会导致美国长期消费水平将较基准情形下降 2.6 个百分点。

从全球经济的实际表现来看，到目前为止各国受到的冲击有限。新兴经济体的制造业 PMI 先降后回升，发达国家制造业 PMI 不降反升。总体上超出关税战初期市场对经济的预期。我们认为这其中有关税豁免期间各国抢生产、抢出口的原因存在，也有特朗普不断退缩带来的预期回暖。我们认为未来关税对全球经济的负面影响还会陆续显现，但是影响可控，有望避免大衰退。

图表 9：关税对经济冲击可控



资料来源：CEIC，五矿证券研究所

对中国经济和贸易的影响

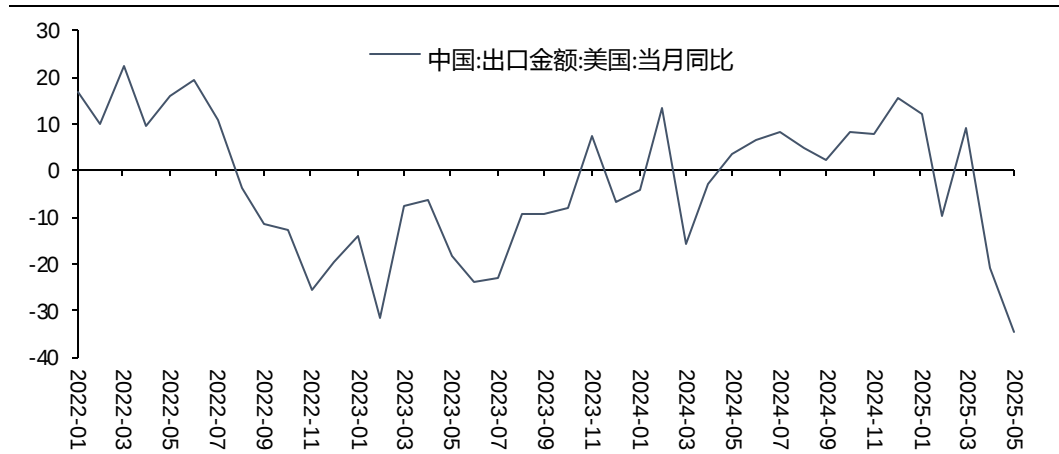
短期经济面临一定压力

美国与中国之间的经贸政策最受世界关注。虽然双方一度互加关税至 125% 的畸高水平，但美国谈判意愿较为强烈，目前关税已经调降至相对低的水平上进行进一步磋商。世界银行 6 月对中国 2025 年的经济预期为 4.5%，低于中国政府设定的 5% 的增长目标。彼得森国际经济研究所测算显示，从乐观情形到悲观情形，至 2026 年对中美关税战对中国经济的累计影响为 0.4-1.2 个百分点，即在乐观情形下对中国经济的影响略小于 0.5 个百分点。

我们认为，美国关税战对中国经济会有一定的短期冲击，但长期影响预计不大，甚至还会倒逼中国产业升级。

从 4 月和 5 月中国经济的表现来看，美国关税对于中国对美出口的影响较为显著。中国 4 月和 5 月对美国出口同比分别下降 21%和 35%。5 月尤其值得关注，中国不仅对美出口下降，对东盟国家出口也有所下降。东盟国家是中国对美出口的重要转口地，通常在中美贸易摩擦较大是，贸易商会通过转口东盟国家来维持对美出口。但 5 月对美出口和转口均有明显下滑，可能很多中美贸易商间的合作已经实质性停止。虽然目前中美开始谈判，大幅削减了关税，但是出于对未来不确定性的考量，很多企业还会更倾向于寻找其他可替代的贸易伙伴。加之在关税战开始之前，中国已经有较为明显的“抢出口”和“抢转口”，**可能会透支一部分未来需求。所以中国短期内出口压力预计仍会存在。**

图表 10：中国对美出口大幅下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

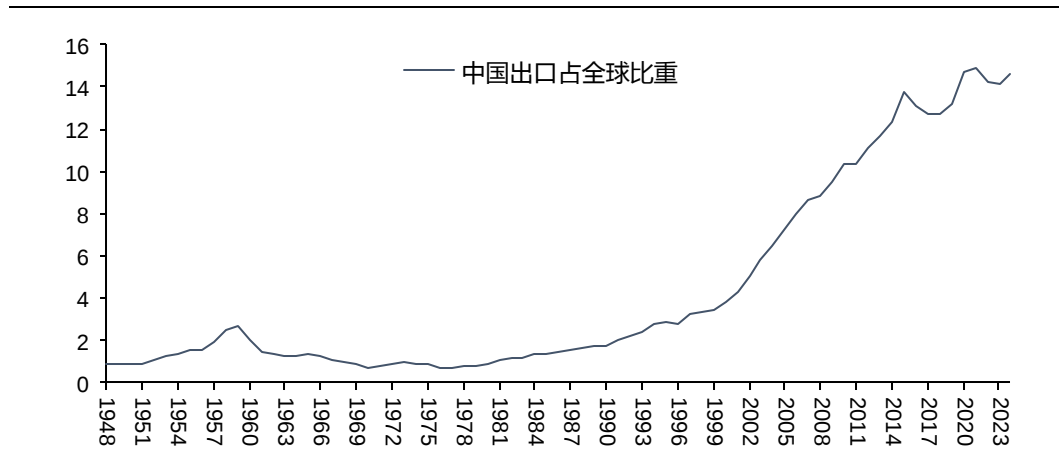
贸易政策的不确定性对短期内制造业企业的预期也有一定影响。6 月 PMI 企业生产经营活动预期指数降至 2023 年以来低点，4 月和 5 月制造业投资增速持续下降。我们认为这些信号反映出制造业企业对于未来前景的担忧不小。

关税战对经济和贸易的长期影响有限

从历史经验来看，虽然关税战对于出口会产生短期冲击，但是被加征关税的国家总是能通过区域重新布局和产业升级等方式重新获得出口优势。

中国在 2018-2019 年被美国加征了大规模关税，2019 年出口数据也出现了较为明显的下滑。但是中国出口占全球的份额并未下降，反而在这次关税战之后继续上升。这期间虽然有新冠疫情导致的中国供应链地位上升，但是即使在疫情过后的常态化阶段，中国出口占全球比重也保持在了 14%以上，高于疫情前的水平。这反映出 2018-2019 年关税战对于中国出口的长期冲击不明显。我们认为这主要有两方面原因：

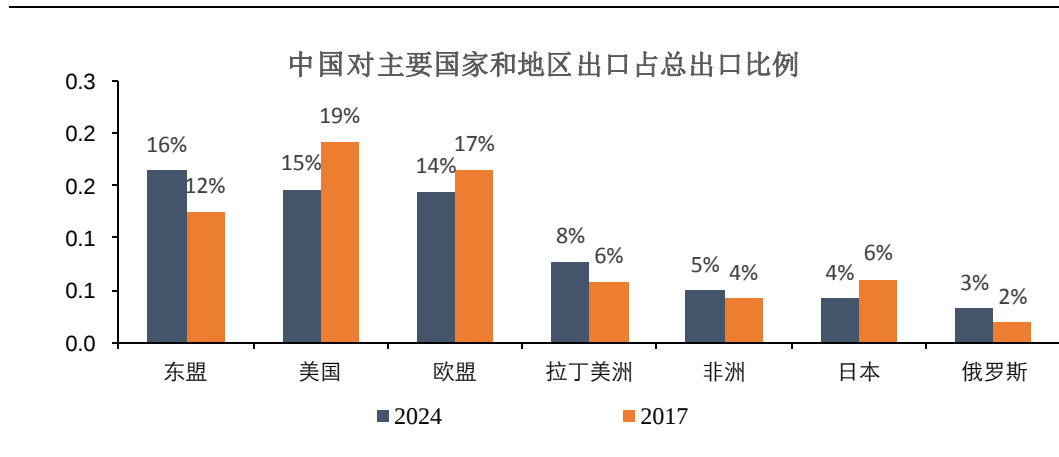
图表 11：2018-2019 关税战后中国在全球供应链中的地位持续提升



资料来源：WTO，五矿证券研究所

一是中国出口布局更加多元化。中国对美出口占比持续下降，而对一带一路国家出口不断上升。中美第一轮关税战之前的 2017 年，中国对美出口占总出口比重接近 20%，而 2024 年已经低于 15%。相比之下，中国对东盟的出口占比由 12% 提升至 16%，对拉丁美洲、非洲等新兴市场出口也在稳步提升。对东盟出口的大幅增长有一部分原因是对其出口经东盟国家转口避税，但我们认为更重要的原因是中国 and 一带一路国家经贸合作更加密切，且当地需求增长较快带来的增量。中国通过出口的多元化布局抵消了对美出口的大幅下降，故而第一轮关税战的长期影响较小。

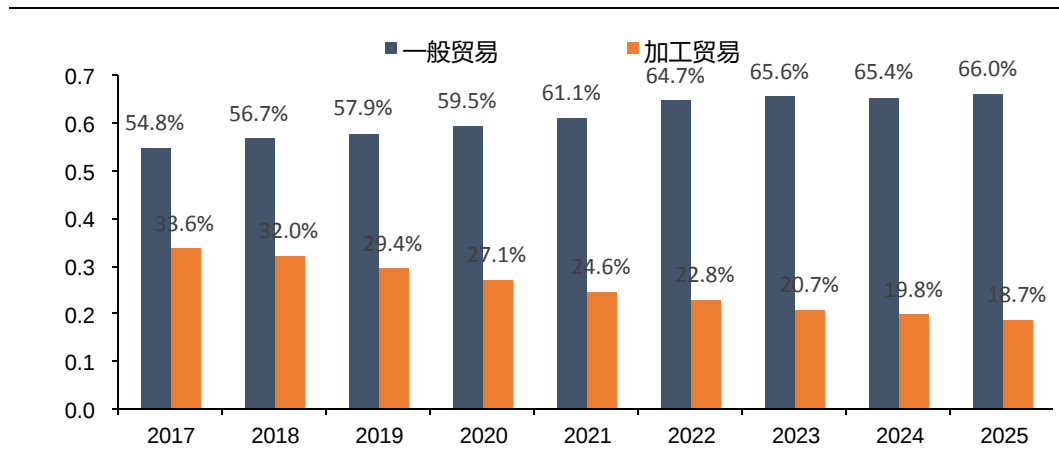
图表 12：中国出口更加多元化



资料来源：Wind，五矿证券研究所

二是中国产业升级进展较快，可替代性越来越低。从贸易方式来看，2017 年中国出口一般贸易占比为 54.8%，加工贸易占比为 33.6%，加工贸易占比依然相当高。到 2025 年前 5 个月，一般贸易占比已经上升至 66%，加工贸易占比下降至 18.6%。这反映出中国低端代工越来越少，产业链附加值逐渐增加。从商品类别来看，中国劳动密集型产品的出口占比不断下降，以新能源汽车、锂电池和光伏为代表的出口“新三样”爆发式增长，反映出中国出口产品持续从劳动密集型向技术密集型转变，可替代性越来越低，抵挡贸易政策冲击的能力也在增强。

图表 13：中国出口附加值逐渐增加

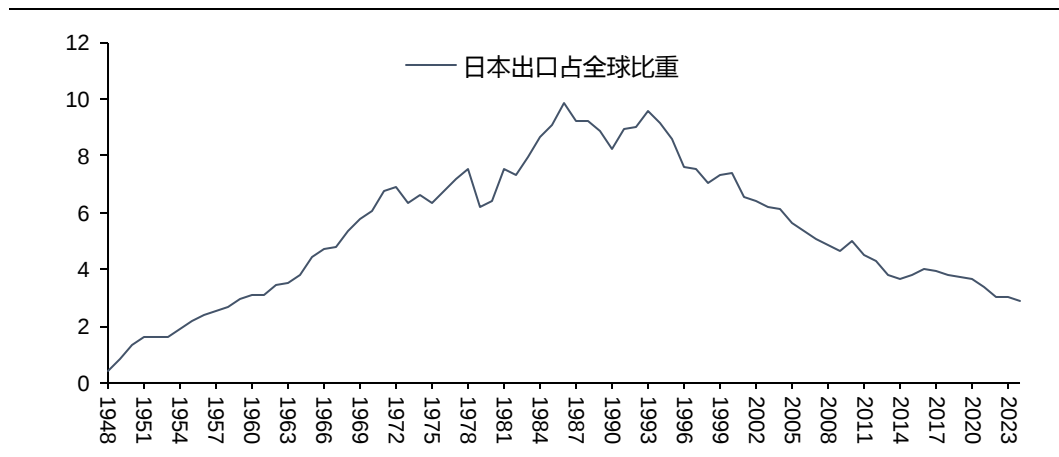


资料来源：Wind，五矿证券研究所

回顾上世纪美国和日本之间的贸易战，也可以看出直接的贸易政策对于出口的长期影响并不明显。从 1957 年开始，美国就对日本纺织业开始了限制，迫使日本签署《日美棉纺织品协议》，限制日本纺织品对美出口。1962 年美国再次对日本纺织品加征关税。但日本加速产业升级至重工业，日本钢铁出口迅速增长。1960s-1970s 期间美国又不得不利用“自愿出口限制”和关税等政策打压日本钢铁行业。但随后日本家电行业迅速崛起，索尼、松下等日本彩电占领美国市场。美国再次对日本使用“自愿出口限制”和反倾销关税进行打压。但日本汽车业顺势崛起，美国不得不对日本汽车业实行“自愿出口限制”，但收效依旧不明显。WTO

数据显示，从上世纪 50 年代到 80 年代美国对日本进行贸易政策上的制裁的过程中，日本出口占全球的比重持续上升，即日本出口“越打越强”，1986 年达到峰值 9.86%。真正导致日本出口开始衰退的并非美国贸易政策，而是 1985 年逼迫日本签订了《广场协议》，日元开始大幅升值，出口竞争力快速走弱。所以，纵观日美贸易战的历史，贸易政策对日本的影响并不明显，反而持续促进日本产业升级，与当前中国产业升级的势头如出一辙。而金融战才是击垮日本的核心因素。

图表 14：日本出口在贸易战中“越打越强”



资料来源：WTO，五矿证券研究所

本轮美国对中国的关税战，虽然最终力度尚不确定，但是方法与 2018-2019 年对中国以及上世纪 50-80 年代对日本的贸易政策并无根本差异。而且中国出口多元化和产业升级也颇见成效。所以我们认为从长期来看，中国在世界贸易中的地位不会因为美国的关税战而受到实质性影响。对美出口将会继续下降，但贸易伙伴将会更加多元化，且资源将会更加向可替代性较低的科技密集型产业集中，产业链升级的速度有望加快。

美国关税战对企业全球化布局的影响

转口贸易短期迎来机遇，长期存在压力

美国对很多重要贸易伙伴加征了幅度不等的额外的“对等关税”，其结果是各国对美国出口的关税税率存在较大差异。比如 4 月份时中美互相加征关税税率达到 125%，而美国对其他国家的对等关税则有 90 天的豁免期，所以大量中国的对美出口商品可以通过其他国家转口来规避畸高关税。实际上，在 2018 年中美第一轮经贸摩擦以来，转口贸易一直是规避关税的重要方式。我们预计在本轮关税战的谈判结束之后，美国对各国的关税税率也会存在明显差异，给低税率地区带来贸易优势。而供应链的转移和重建不会很快完成，所以短期内转口贸易仍然具有很大的套利空间。

但是靠简单的转口贸易来规避关税并非长久之计：

第一，原产地审查升级。美国政府已经关注到转口贸易的问题，美国海关针对“洗产地”的行为不断加强稽查。即要求出口至美国的商品在其转口地生产过程中的增加值不低于一定比例。这要求转口地提供完整的供应链文件，比如原材料采购发票、加工工时记录等，使得简单转口较难“蒙混过关”。而且，美国还会对简单转口贸易的行为进行“追溯”，并施加惩罚措施，这将大大增加转口贸易的风险度。4 月 15 日，美国海关与边境保护局（CBP）对进口商品的原产地认定标准和审查流程进行了全面升级，启用了全新的“原产地核查系统”。重点监管对象为通过越南、马来西亚、墨西哥等第三国转口以规避关税的商品。新的“原产地核查系统”要求进口商提供三级供应链溯源资料：产品生产工序流程图；原材料采购发票；能源使用与工厂运转明细。对于重点国家（越南、马来西亚、泰国、印度尼西亚和墨西哥等），

美国海关与边境保护局还将执行严格的监管措施，即每票必查机制，逃税金额 300% 罚金和 10 年利润追缴及账户冻结。对美国的简单转口贸易未来将面临巨大的审查风险。

第二，转口地政策趋于收紧。本轮关税战中，美国依照各国对美国的贸易顺差占对美出口比例征收“对等关税”，这就导致简单转口贸易的第三国受到较大损失。简单转口带来的经济效益很低，第三国从转口贸易中获利并不大，现在却会因此背负对美国出口的高关税。所以，第三国对于转口贸易的政策也会趋于收紧。比如越南在 2024 年开始要求出口美国的商品必须有 40% 的本地附加值，并建立“中国商品转口监测系统”，试点阶段自 2025 年第三季度开始；泰国政府表示将严查对美出口商品原产地信息；韩国海关总署表示，韩国发现越来越多的企业试图将外国产品伪装成韩国出口产品，其中大部分来自中国，以逃避美国总统特朗普的全面关税，现韩国关税厅已成立特别工作组，阻止非法出口行为；新加坡政府表示“不容忍企业故意利用与新加坡的关联来规避或违反其他国家的出口管制，这适用于我们所有的贸易伙伴”；印度对中国经其转口的钢铁产品加征反倾销税。我们预计未来各国对转口贸易的政策会愈加严格，简单转口贸易模式将越来越难以生存。

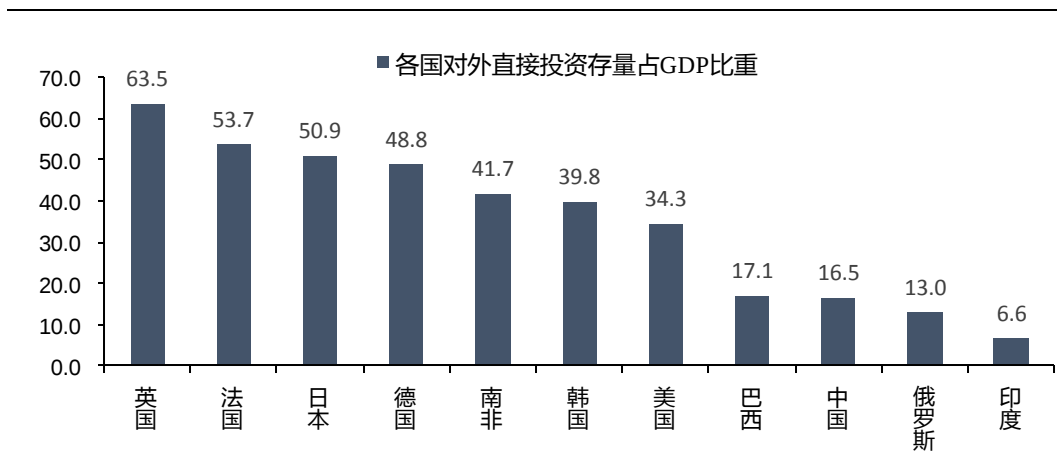
企业出海具有越来越重要的意义

如前文所述，我们认为简单转口贸易模式已经进入衰退期。**产业链的全球化布局才是未来的发展方向，企业出海具有越来越重要的意义。**

企业出海是规避贸易壁垒的重要方式。虽然美国目前对对美贸易顺差较大的国家都加征了关税，削弱了产业链在当地布局的规避贸易壁垒的效果，但是可以看到美国设置贸易壁垒的最大矛头还是指向中国，比如对转口贸易的各种限制政策也主要针对中国。相比于对中国，美国对其他国家的贸易政策的谈判空间较大，所以企业出海来规避贸易壁垒的效果仍在。只不过在新的形势下，不宜“将鸡蛋放在同一个篮子里”，对美出口敞口较大的企业，出海布局应当向对美贸易顺差小的国家和地区倾斜，以降低受到美国政策不确定性干扰的风险。

中国企业全球化布局的程度较低，还有较大提升空间和必要性。我们用对外直接投资存量占 GDP 的比重，来衡量一国产业链布局的全球化程度。可以看出发达国家对外直接投资的比重普遍较高，新兴市场对外投资则较低。这也符合经济发展的逻辑，在国家发展程度较低时，国内资本存量较低，投资回报率高，资本更倾向于在国内投资。而当国内资本存量较高时，继续投资的边际收益则会大幅减少，从而促使企业出海寻找更好的投资机会。而且，企业出海进行全球化布局，是增强国家影响力和全球产业链控制力的必要路径，是大国崛起过程中必然会经历的环节。目前中国产业链布局的全球化程度，不仅远低于美欧日等发达国家，还低于南非、巴西等“金砖国家”。未来企业出海投资的空间还很大。

图表 15：中国对外直接投资存量较低

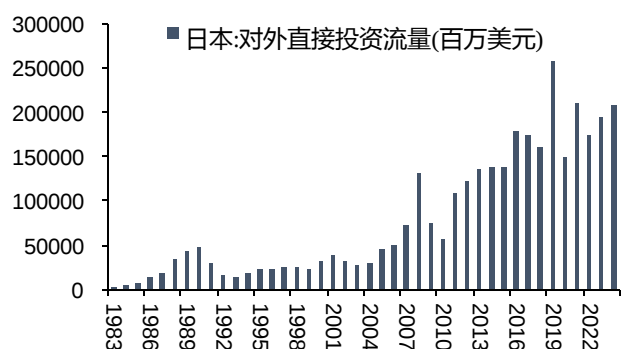


资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为中国企业出海仍有较好的前景。以日本的经验为例，上世纪美国对日本展开贸易战

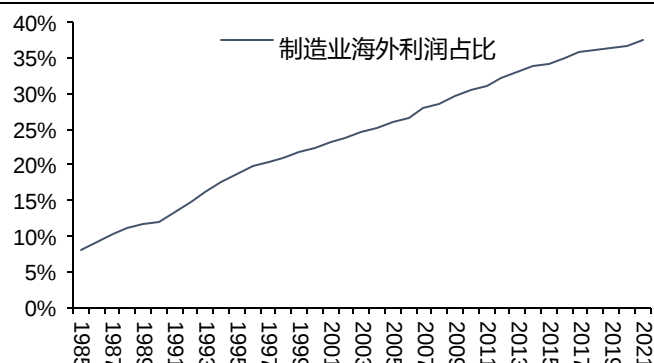
之后，日企出海布局就一直是应对贸易壁垒的较好方式。比如丰田、本田、日产等在美国设立工厂，索尼、松下在欧美建立生产基地，规避贸易壁垒。在 1985 年《广场协议》签订之后，日元迅速升值，这大大加速了日本企业出海投资的进程。1990 年日本年度对外直接投资额已经较 1985 年翻了 7 倍以上。不过这一阶段日本企业出海投资带有一定的盲目性，主要由于日元快速升值导致海外资产价格以日元计价相对下降，以及日元升值后商品出口竞争力大幅下降，倒逼产业链转移。这一阶段日企出海也因此留下了不少的失败案例，比如 1989 年日本三菱地产收购美国洛克菲勒中心，几年后不得不折价卖回给洛克菲勒家族。索尼公司斥巨资收购美国哥伦比亚电影公司，5 年后，这笔交易造成了 27 亿美元的亏损，导致索尼公司成为日本历史上亏损额度最高的企业之一。1990 年日本泡沫经济崩溃，陷入长期衰退，对外投资一度大幅减少。但随着日本外汇法改革，放宽企业的海外投资限制，日本对外投资重新开始增长，并且更加理性。截至 2021 年，日本制造业企业海外利润占比已经达到 37.5%，海外业务贡献了日本三分之一的企业利润。大量的海外投资收益是日本经历长期衰退期间仍能保持较高的生活水平和社会稳定性的重要原因。

图表 16：日本对外直接投资增长较快



资料来源：Wind，五矿证券研究所

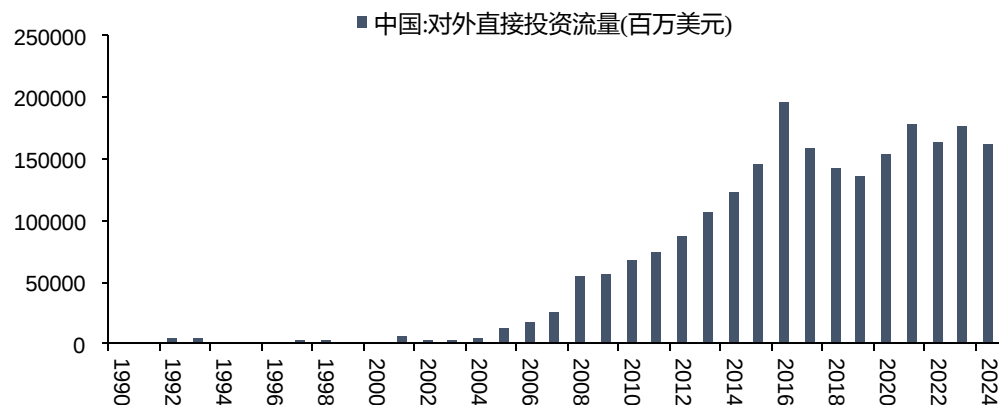
图表 17：日本制造业企业海外利润持续增长



资料来源：日本财务省，五矿证券研究所

中国对外直接投资从 2004 年左右开始高速增长，最初也经历了较为盲目的增长期。2016 年底外汇储备跌破 3 万亿美元警戒线，触发监管层行动，加强了资本管制。发改委等四部门联合加强境外投资真实性审核，房地产、酒店、娱乐等非主业投资受限。2017 年国内也开始了金融去杠杆，银行收紧海外并购贷款。这些措施导致 2016 年成为中国对外年度直接投资额的历史高点。对外投资在此后几年持续下滑，到 2020 年重新开始增长。我们认为这一调整过程本质上是“野蛮生长”到“理性发展”的必经阶段，与日本八九十年代海外投资演进路径有相似之处。在美国关税战、全球贸易格局重塑以及中国产业链升级的大背景下，中国企业出海前景广阔。

图表 18：中国对外直接投资存量较低



资料来源：Wind，五矿证券研究所

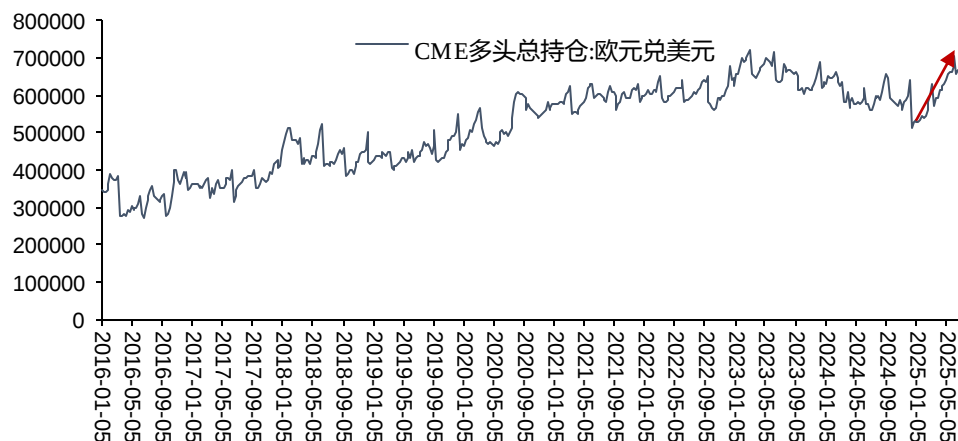
美元预计进入长期下行周期

上半年美元为何大幅下跌

自特朗普就任美国总统以来，美元指数出现大幅下跌，创下 1973 年以来最差的上半年表现。这一表现并不符合金融市场对美元的传统理解。通常当全球地缘政治和经济上出现较大的风险时，金融市场会倾向于抛售风险资产而持有现金，尤其是作为全球储备货币的美元现金，从而推动美元升值。但是 **2025 年上半年在国际地缘政治和贸易政策风险频发的背景下，美元并未表现出一贯的避险属性，反而大幅下跌。**对于美元的大幅贬值，主要有两种理论解释：

一是美元对冲交易的技术性原因。很多全球投资者持有未经汇率风险对冲的美元资产敞口。由于过去几年中美元表现强势，所以很多投资者选择不对冲汇率，直接持有美元资产，这样可以获得美元升值和美元资产价格上涨的双重收益。但是今年以来，美元汇率波动加大，且出现了贬值预期，汇率风险成为投资者不得不考虑的因素。所以很多投资者选择做空美元来对冲持有美元资产的汇率风险。表现为美元空头持仓大幅增加。

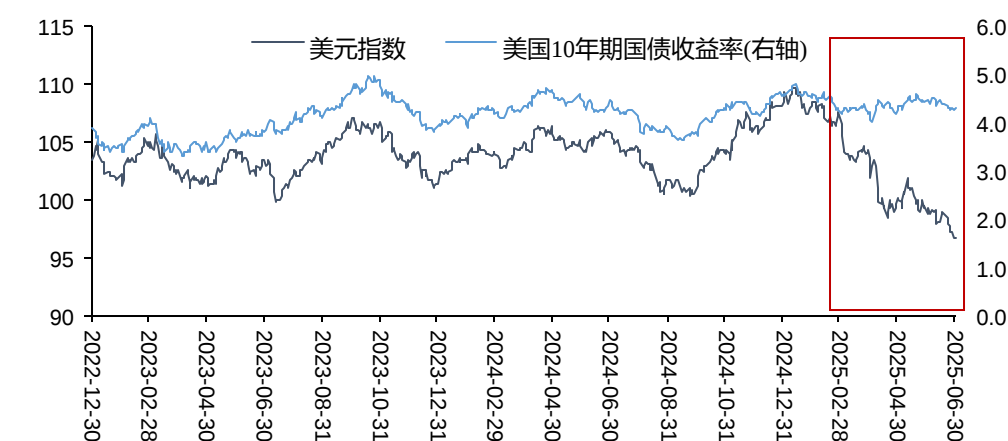
图表 19：今年以来美元空头持仓大幅增加



资料来源：Wind，五矿证券研究所

二是特朗普的政策不确定性影响了美元信用，导致全球投资者逃离美元资产。一个表现是当特朗普政府挑起关税战且中国进行反击之后，美元和美国国债双双下跌。通常美国国债下跌，即美国国债收益率走高，会增强美元的吸引力，从而推动美元升值。因为货币的利率（国债收益率）与汇率有较强的同步性。但是这一规律在本轮关税战之后也失效了。一个较为可能的解释是特朗普政府的政策不确定性影响了市场对于美国政府信用的信心，进而担忧美国政府债务的可持续性和美元的安全性，所以同时抛售美债和美元。即市场在交易美元信用损伤。

图表 20：美元与美债收益率背离



资料来源：Wind，五矿证券研究所

如果第一种解释是主导原因，那么短期内交易性因素导致的美元下跌可能已经被释放完毕，未来美元将会趋于稳定。如果第二种解释是主导原因，那么美元下跌背后是更长期的因素，下跌也不会结束。我们认为这两种因素都存在，即**短期内存在交易性因素导致的美元加速下跌，在未来一段时间内美元有望企稳甚至出现一定反弹。但是美元长期下行的趋势已经形成，我们预计未来多年内美元将持续下行趋势。**

美元进入长期下行趋势

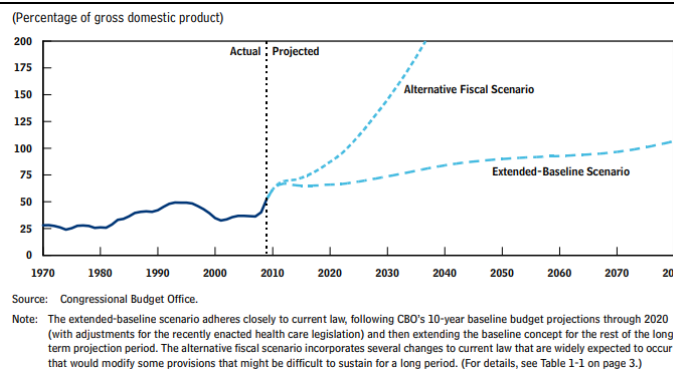
我们认为多个长期因素驱动美元长期下行：

第一，美元本身是被高估的。货币的价值短期主要受利率等金融因素主导，但是长期会回归实际购买力水平，即“购买力平价”在长期维度会发挥作用，否则无法平衡国际贸易。在过去几年当中，相对于欧元区、日本、中国等主要经济体，美国爆发了更高的通胀，这严重侵蚀了美元的购买力。但是由于美联储大幅加息，促使美元在短期达到了二十年来的周期高点。我们认为在利率对美元的推升作用逐渐消退之后，美元将会向实际价值回归。高盛测算认为基于 GSDEER 模型（增强版的购买力平价模型），目前美元被高估了 16%。从长期来看美元将向公允价值靠拢。

第二，美国政府追求缩小贸易逆差，客观上要求美元贬值。如前文所述，特朗普政府将缩小美国贸易逆差作为经济政策的核心目标之一。缩小贸易逆差就需要本国货币贬值，使进口商品更贵，出口商品更便宜，从而刺激出口抑制进口。所以缩小贸易逆差必然需要推行弱美元。从特朗普政府的实际态度来看，即使面对美元大幅下跌，特朗普不仅没有表现出担忧，反而进一步催促美联储降息，不惜干扰美联储的独立性。我们认为特朗普政府也是有意推动弱美元战略的。

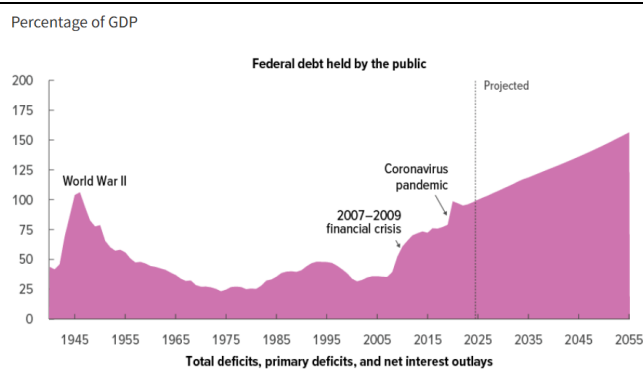
第三，美国政府债务不断攀升，损伤美元信用。目前美国政府债务已经上升至 36.2 万亿，美国政府债务利息支出占 GDP 比重已经达到 3.06%，且这一数据将随着在高利率环境下的再融资而继续快速增加。政府债务的解决方式有三种：一是通过生产力跃升，财政收入大幅增加来获得财政盈余，降低债务，即“开源”。美国二战之后即是通过这种方式化解了战争积累的债务。二是通过紧缩财政支出的方式来获得财政盈余，从而化债，即“节流”。三是通过降低实际利率的方式，压低债务的实际利息支出，维持债务的可持续性，即容忍更高的通胀或将利率压至较低的水平。第一种方法是良性的化债方式，但难度很大，目前尚看不到美国经济增速大幅持续跃升的契机。第二种方法会有短期的阵痛，但仍算得上健康的方法。不过由于美国财政政策的博弈较货币政策更加激烈，需要众议院提出、参议院通过然后总统签字，是国会两院和白宫的三方博弈。而且历任总统都不愿在自己的任期内紧缩财政，牺牲支持率来为后人做嫁衣。比如我们对比美国国会预算办公室在 2010 年和 2025 年所做的政府债务率展望，可以看到，2010 年-2025 年之间美国政府债务的实际走势，就是 2010 年所预计的增长最快的“极端情况”。这一事实也表明，对于美国政府而言，实施财政紧缩政策的难度极大，即使十五年前就意识到了财政的不可持续性，但也几乎没有做任何控制，只能反复通过低利率政策维持债务的持续性。在当前美国国内政治极端化的情况下，两党对于争夺执政权的诉求更强，所以更不愿牺牲自己任期内的短期利益。特朗普上任之处，声称会通过政府效率部门等多种手段压缩财政支出，减少赤字。但从结果来看，政府效率部门压缩的支出十分有限，“大而美法案”仍保留了较高的赤字水平，控制政府债务的目标并未实现。特朗普依旧寄希望于美联储降息来降低利息支出。所以控制政府债务大概率还会回到第三种方法，即降低实际利率。但这个方法“治标不治本”，且会对美元信用产生很大冲击。因为维持低实际利率水平则不易控制通胀，随着债务规模越来越高，实际利率就需要更低，这意味着更高的通胀以及更低的利率水平，这两个因素都会持续削弱美元的价值。所以我们认为，相对于货币政策而言，财政政策对于货币信用是更长期的逻辑。美国政府债务看不到良性解决的可能性，则货币政策必然屈服于财政现状。

图表 21：2010 年 CBO 对未来美国政府债务率的预测



资料来源：CBO，五矿证券研究所

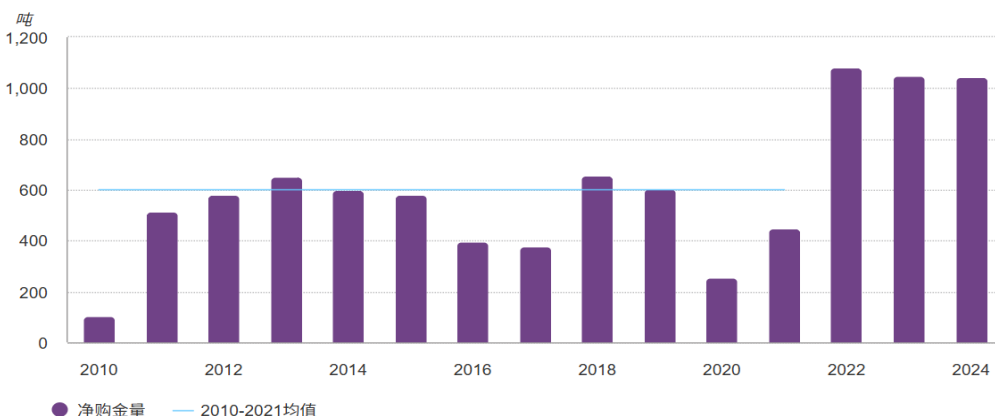
图表 22：2025 年 CBO 对未来美国政府债务率的预测



资料来源：CBO，五矿证券研究所

第四，美元安全性大幅下降，推动各国去美元化。2022 年俄乌冲突爆发后，美国为了制裁俄罗斯，切断了俄罗斯银行的 SWIFT 系统，“没收”了俄罗斯超过 3000 亿美元的外汇储备。如此大规模的金融制裁直接引发了全球对于美元安全的担忧。尤其是非美国盟友的国家，更需考虑美国直接没收外汇储备这样的极端风险。这不仅是美元购买力削弱的“贬值”风险，更是直接兑付的风险。所以从 2022 年开始，很多国家的央行开启去美元化，表现为央行购买黄金的规模大幅增加。2025 年特朗普新一轮关税战开启后，全球央行再次开启购金潮，这是美国开始寻求构建全球经贸新秩序后，各国对于美元风险进行重估。美元霸权的基础是全球化的经贸和金融合作。去全球化也就必然伴随着去美元化。如前文所述，去全球化的国际新秩序刚刚开始，所以去美元化也将是长期的过程。这将长期削弱市场对于美元的偏好。

图表 23：全球央行在 2022 年开始购买黄金的规模大增



资料来源：世界黄金协会，五矿证券研究所

综合以上论述，我们认为，由于全球美元对冲交易降温，美元在短期内可能企稳甚至出现阶段性反弹。但是从长期来看，美元高估的问题、美国缩小贸易逆差的诉求、美国政府债务问题、美元安全性问题均是推动美元继续贬值的因素。美元正处于长期下行周期之中。

大宗商品存在长期上涨动力

美国关税战对全球大宗商品价格的影响是多方面的。短期商品价格存在较大的不确定性，主要取决于美国关税战的结果对于全球经济的影响。目前来看影响可控，但如果后续关税战大幅升级，增加全球经济衰退预期，则会导致工业品再度下跌、贵金属上涨。

从长期来看，我们认为大宗商品价格上涨的动力较强，主要由美元周期、全球供应链重塑和各国政策脱虚向实几个因素驱动。

美元周期与商品周期反向

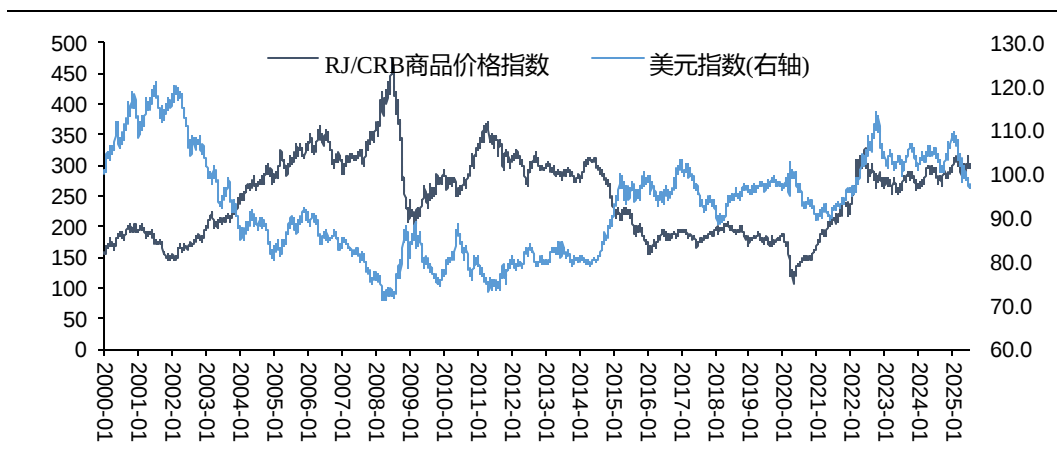
在大多数情况下，美元的弱周期对应大宗商品的强周期，反之亦然。比如 2000-2020 年的二十年间，美元指数与大宗商品价格负相关性极高，2021 年之后由于地缘政治冲突和美联储激进加息的特殊原因才表现为阶段性的同向。这主要是以下几个传导路径决定的：

一是美元的计价效应影响需求。国际上大宗商品是用美元标价的，所以在美元贬值时，对于非美货币而言，大宗商品变得“便宜”了，这会推升非美国国家对于大宗商品的需求，进而推高全球总需求，导致大宗商品价格上涨，反之亦然。

二是美元流动性效应。假如美元贬值，则通常对应着大量美元流出美国，全球流动性宽松，大宗商品的投机性需求也会增加，推动商品价格上涨。

三是通胀效应。美元贬值、全球流动性宽松之时，通胀预期都将增加。实体企业会倾向于买入商品来应对未来的涨价压力，金融投资者也会买入大宗商品来对冲通胀风险，最终表现为通胀预期的自我实现。

图表 24：美元与大宗商品价格大多反向



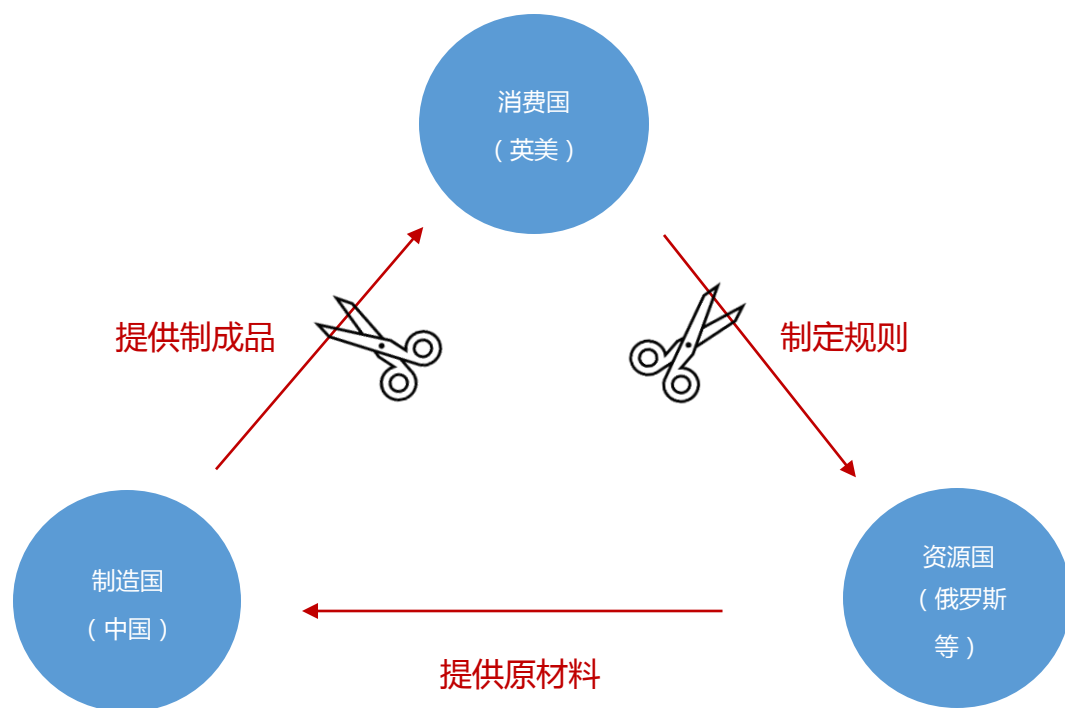
资料来源：Wind，五矿证券研究所

由于以上几个原因，在绝大多数情况下，美元都与大宗商品呈现明显的反向关系。根据前文论述，我们认为美元在长周期处于下行趋势之中，则相对应的，大宗商品正处于长期上行周期之中。

全球供应链重塑加剧供需矛盾

美国关税战背后对应的是全球制造业产业链的断裂与重塑。我们将全球产业链分成三类，一类是资源国，以俄罗斯、巴西等国家为代表，提供工业品原材料；一类是制造国，以中国为代表，购买原材料并加工成制成品；一类是消费国，以美国、英国为代表，提供终端需求，并制定国际秩序规则。过去多年来这一秩序运行良好。但是目前全球的供应链秩序正在被打破和重塑。2018 年中美经贸摩擦代表着全球第一制造国和全球最大的消费国开始脱钩，2022 年俄乌冲突代表着全球最大的资源国和全球最大的区域经济体（欧盟）出现硬脱钩。2021 年以来海外高通胀就是全球供应链脱钩的结果。美国新一轮关税战加剧了全球贸易脱钩的趋势，会有少部分制造业回流至发达国家，并且有较多产业链会从被加征高关税的地区转移至相对低关税的地区。我们认为对于全球大宗商品将产生两方面的影响：

图表 25：全球供应链秩序



资料来源：五矿证券研究所

一是供给会趋于紧张。产业链的重塑不是短期内可以完成的，需要漫长的过程。在供应链受到冲击之后，旧供给的减产和收缩通常很快，但新供给的重建则很慢。比如 2022 年俄乌冲突之后，欧盟和俄罗斯迅速脱钩并转向其它的能源供应渠道，但至今能源短缺问题仍未完全解决。这会导致全球在较长时间内都存在供给紧张的压力。

二是需求会趋势扩张。全球产业链重塑会催生大量的投资需求，既包括机械设备等制造业投资需求，也包括厂房等房地产投资需求，还包括配套的基建设施等投资需求。这会增加对于工业品原材料的总需求，进而增加大宗商品价格的上涨动力。

所以我认为，在全球供应链重塑的背景下，未来大宗商品供给缺口有望增加，推动大宗商品价格上涨。

主要国家政策脱虚向实

在大国博弈加剧的背景下，各国更加注重产业链的控制和国家安全。国家安全的根本在于制造业的实力，尤其是爆发严重冲突时的军民物资生产能力。所以，在经济上，各国必然更加注重实体产业，阻止产业空心化。比如美国议员称“中国每年能造 359 艘大型集装箱船，反观美国，一年到头才造了一艘，这差距实在太大了。”这表现出新国际格局下各国对于制造业的安全需求大大提升。

中国中纪委于 2023 年提出“破除‘金融精英论’”，强调金融服务实体经济的作用，坚决遏制经济结构“脱实向虚”。中国财政预算赤字率也在 2025 年突破了 3% 的“心理红线”。同样的，美国总统特朗普在 2025 年 5 月演讲时也提出“不要仅仅将你们的才能用于金融投机，而是要运用你们所学且掌握的出色技能，投身于美国新建工厂、车间、造船厂，甚至是正在全国各地崛起的城市建设中，就比如锻造钢铁、浇筑混凝土那样实实在在地付出努力，不要仅仅打造一个强大的投资组合。”这表明美国政府也有非常强的意愿推动经济回归实体。欧盟经济的“火车头”德国于 2025 年 3 月 21 日正式通过了总额高达 2.2 万亿欧元的财政计划修正案，其中对于国防支出不再受到债务上限约束，标志着德国财政政策从长期紧缩转向大规模扩张。各主要国家的政策都在向“大财政”转变，将主要资源投向于高技术制造业、国防

军工等领域。“脱虚向实”将是未来长时间内的主基调。

我们认为经济“脱虚向实”的结果是**未来实物资产将优于金融资产**，各国对于工业原材料的需求都有望增加，从而增加对大宗商品的总需求。

综合以上几个因素，我们认为虽然短期内大宗商品价格会受到全球经济不确定性的扰动，但长期来看大宗商品价格正处于上行周期之中。农产品安全的重要性会增加，工业品的供给缺口有望扩大，贵金属的避险意义也在提升。

风险提示

1. 美国关税战大幅升级。
2. 关税战导致全球经济放缓。
3. 国际格局动荡导致新的地缘政治风险。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及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。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室 邮编：100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037