

假期外部喧嚣是信号还是噪声？

2025 年 05 月 04 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ **“中国市场一放假休息，海外市场就蠢蠢欲动”。**这几乎成了这两年的经验规律：时间近点的，比如今年春节，DeepSeek “横空出世” 以及特朗普对中、墨、加的“关税闪击战”。而五一假期海外交易的叙事聚焦三个方面：标普 500 已经连续上涨了 9 个交易日；离岸人民币汇率大涨；以及伯克希尔哈撒韦的股东大会。

➤ **五一假期的市场表现可以看作是乐观预期几乎全部兑现的预演。**首先，市场预期中美贸易谈判取得明显进展；其次，美国经济方面，第一季度的负增长似乎在交易者心中已经翻篇，而第二季度的衰退风险相比前期又好像并不大；第三，流动性方面，美国财政部很识趣地保持克制，而日本央行也很默契地没有按下紧缩的“核按钮”（5 月日央行议息会议一边倒支持不加息，且植田会后的发布会态度偏鸽）。如果把一切绑在一起看，**美国和非美市场反转的信号似乎已经开始充分起来。**当然，从以往经验来看，把假期的资产波动作为市场拐点的信号往往是十分冒险的。

➤ 我们试着从这三个层面去分析：

➤ **首先是贸易谈判层面，从外部因素看确实可能出现中美之间的松动。**一是“百日新政”之后，出于内外压力特朗普的对外政策很可能出现调整。一个信号是“百日”之后，特朗普对安全顾问委员会进行“大洗牌”，白宫阵营中的外交最鹰派沃尔茨及其副手“出局”，改由国务卿卢比奥暂代其职位。二是，**美国贸易谈判的进展并不顺利。**假期期间美日第二阶段谈判举步维艰，在行业关税上存在很大分歧——我们在之前的报告《关税豁免的“减震”信号有多强？》中提到，**行业关税才是谈判的“硬骨头”**，因为它的妥协也意味着特朗普制造业回流政策的“打折”。而和欧盟的谈判更是“不欢而散”，节前我们在报告《以退为进？美国贸易谈判追踪分析框架》中提到，**美日、美欧谈判越不顺利，白宫的压力越大，妥协的可能也越大。**但一直奉行“日耳曼赢学”的特朗普政府在宣传上一直在试图“找回场子”，在外交态度上反复的概率不低。

➤ **从中美双方喊话看，口风确有变化，但问题在于谁先“迈出第一步”。**市场情绪最大的刺激因素是中国口风的变化：之前矢口否认双方进行贸易磋商，到愿意在美国先让步的情况下接触和谈判：

➤ 5 月 1 日央视旗下自媒体“玉渊潭天”，称美方“希望与中方就关税问题进行谈判”，并称现阶段接触和谈判“对中国来说也没有坏处”。

➤ 5 月 2 日，商务部进一步表示中方正在评估中美谈判……美国想谈需要在“取消单边加征关税等问题上做好准备，拿出行动”。华尔街日报报道，中国可能考虑从芬太尼问题切入、推动贸易谈判。

➤ **美国自然也希望中国主动提出谈判的诉求。**5 月 1 日，美国国务卿卢比奥在接受采访时表示是中国提出经济问题谈判的诉求，“北京希望会晤和谈判”。

➤ 综合而言，我们认为背后最值得注意的信号是**双方预计会逐步放弃自上而下的路径，也就是必须通过元首直接通话的立场，转而同意启动工作层级的谈判。**

相关研究

1. 2025 年 4 月 PMI 点评：4 月 PMI：盘点冲击信号-2025/04/30
2. 美国政策分析：以退为进？美国贸易谈判追踪分析框架-2025/04/28
3. 历史比较法之于美国困局——请回答 2025 系列报告（一）：美国的困局的历史案例-2025/04/28
4. 2025 年 3 月工业企业利润点评：一季度“收官”后的工业走向-2025/04/27
5. 2025 年 4 月政治局会议点评：政治局会议：从“底线”看“预案”-2025/04/25

而这一共识一旦达成，芬太尼以及相关的 20%的关税确实是中美谈判阻力最小的突破口。

➤ 然而，**对于中美整体的贸易谈判进度和成果，我们依旧持谨慎态度**。在当前双方经济都保持韧性、市场反弹的情况下，都没有充分的理由选择主动战略性让步。

➤ 最后，**对于人民币汇率的大幅升值，我们认为是在官方机构呵护、流动性不足的情况下，一次预期调整带来的补涨**。这其中也掺杂着升值方向上的市场超调——隐含波动率大幅上涨。毕竟值得注意的是，一方面即使芬太尼谈判顺利、20%关税取消，美国对华关税依旧在 100%以上，远高于其他经济体；另一方面，在 4 月 PMI 迅速降温的情况下，央行确实要担心汇率超调对于出口和相关产业链景气度的影响。

➤ **立足当下，经济才是中美博弈最重要的“基础筹码”。**

➤ **中国第一季度经济展现超预期韧性。**

➤ 政治局会议首提“国际经贸斗争”。相对而言，美国经济的表现相形见绌，但是离衰退确实也还有距离，这可能也是白宫迟迟下不了“妥协”决心的重要原因之一。

➤ **美国经济的表现如何？**

➤ **一句话，回头看不好，向前看也难言乐观，但当下总有韧性和“惊喜”，经济依旧处于抢进口、抢消费的高需求状态。**

➤ **美国第一季度 GDP 环比收缩的幅度比预期要大，但是经济含义没有数字显示的那么大。**受关税担忧影响，第一季度进口季调环比大涨 41%（其中商品进口增长 51%），单这一项就拖累经济增速约 5 个百分点，忽略这部分的超额拖累，经济环比走弱的并不多。

➤ **经济预期继续低迷，无论是消费端还是投资端软数据都在进一步走弱。**上周公布的 4 月美国咨商会消费者信心指数超预期下滑至 86，与合成的美国企业资本投资意向指数一同，刷新 2020 年疫情以来的新低。

➤ **而近期公布的数据总是有一些“意外之喜”，是不是暂时的还有待观察。**例如今年以来一直比较坚挺的非农就业，似乎没怎么受到联邦裁员和关税冲击的影响。4 月新增 17.7 万非农就业，制造业依旧低迷，主要的超预期来自于贸易和运输，尤其是**运输和仓储行业**——颇受抢进口的影响。

➤ **美国经济当前处于一个非常微妙的状态。**

➤ 偏紧财政+居高不下的利率水平+关税的负面冲击，并没有体现在当前的数据，无论是增长还是通胀：

➤ 首先，受益于抢出口、抢消费，而这在贸易谈判期间可能还会持续，当然如果协议真的落地，那将会完全反转，这个时候“关税妥协”反而可能是需求的“坏消息”；

➤ 其次，受益于之前的库存，通胀暂时没有出现明显反弹，但是我们预计未来一至两个月之内，随着库存的更新，通胀压力会率先显现。

➤ 最后，可宽可紧的“薛定谔”财政预期也给美国经济带来不小的风险弹性（向上向下都有）。究竟是后期财政减税方案通过快于预期，还是坚持 DOGE 部门主导的财政减支继续？这会直接影响到美国经济最重要的外生环境。

➤ **回到货币和流动性层面。美联储谨慎，好在有自家财政部和日本央行的“助攻”。**

➤ **上述微妙的经济状态，让美联储很难做出果断的决定。**我们在《无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔》中提到，在美元有企稳的基础前，联储宽松的条件和基础都非常有限。根据我们的推断，6月降息的经济依据是不足的，除非美联储改变决策框架，或者有其他因素介入。

➤ **好在财政部保持克制。**在最新的再融资会议上，美国财政部继续保持“计划在未来几个季度保持长期债券发行规模不变”的论述不变，同时寻求通过调整回购计划（这是正常的公开市场操作，但会不会带来资产负债表扩张的结果还需要观察）来提高债券市场的流动性和韧性，这对美债市场是好事。

➤ 此外，**在美日贸易谈判，日本议会即将选举的关口，日本央行默契地保持鸽派。**5月议息会议日本央行保持利率不变，并且为了保持灵活性，暗示至少在可预见的未来，它没有任何特定的默认加息时间。

➤ 需要注意的是，5月2日，日本财务大臣加藤胜信暗示，可能利用日本持有的巨额美债作为谈判筹码，而我们在之前报告《如期而至的流动性危机——写在美债股债汇三杀之时》里也说明，日本央行的紧缩会加剧资金回流，导致以美国为首的市场受到冲击。此外7月日本上议院即将继续选举，避免在政治敏感期进行不必要的政策操作，可能也是缺乏政治资本的植田行长在当前的明智之举——这意味着日本央行下一次加息至少要到下半年。

➤ 总结一下假期的海外交易逻辑：关税带来的抢进口虚高了短期美国经济需求数据的成色，“剑拔弩张”的关税谈判态度有所缓和，主要国家的货币当局没有趁火打劫。综上，市场前期对于美元和美元资产加速恶化的悲观预期有所修正，但要宣告“卖出美国”的交易已经告一段落视乎也为时尚早。

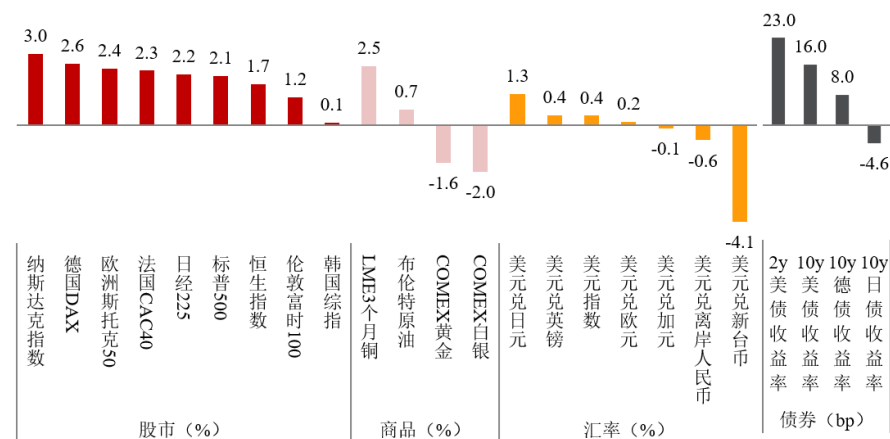
➤ **也就是说，这一周的交易不构成反转的“信号”。我们依旧维持“美国滞胀交易——美元资产周期性走弱，黄金依旧是‘版本答案’”的中期判断，只是这个过程遇到些波折，对于久期短的交易员来讲，获利了结是阻力最小的方向，对于长久期配置型选手来说则或许是加仓的机会。**

➤ 现在看起来这更像是一段“中场休息”式的交易冷却期。前期市场交易的一致性导致资金面杠杆膨胀较快，市场的表现也相对极端：美元“无阻力”破百，黄金冲上3300-3500的“无人区”也是一蹴而就，这让后面单边交易的风险迅速加大。

➤ 回到之前市场多空双方交手频繁的价格区间等待下一步的交易信号，调降杠杆，降低波动是市场自我保护的应有机制。

➤ **风险提示：**“百日新政”后，若特朗普继续保持激进政策，可能导致美国经济陷入衰退；若美国贸易谈判超预期不顺利、特朗普继续施行高关税，可能导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：假期期间海外主要资产涨跌幅（4月30日-5月2日）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图2：假期期间海外主要经济数据表现

时间	数据	实际值	预期值	描述
4月30日	美国一季度实际GDP环比折年率年初值	-0.3%	-0.2%	关税不确定性影响下，美国国内企业提前“抢进口”，囤积海外商品，导致进口飙升，严重拖累GDP增速。
4月30日	美国3月核心PCE同比增速	2.6%	2.6%	3月美国核心PCE同比如预期降温，从核心PCE增速来看，关税的影响尚未完全向物价端进行传导。
4月30日	美国4月ADP就业人数变动	6.2万	11.5万	
5月1日	美国4月ISM制造业PMI	48.7	47.9	美国4月ISM制造业PMI为近五个月以来最大幅度的萎缩，其中，新订单下滑，成本上升仍是制造业面临的主要问题。此外，ISM进口指数的大幅下降可能意味着企业提前进口的行为进入尾声。
5月2日	美国4月新增非农就业	17.7万	13.8万	超预期的非农数据说明当前贸易政策尚未对劳动力市场产生实质性拖累。分项上，医疗保健就业领涨，而运输仓储就业人数也产生明显拉动，可能由于企业提前囤货带动了部分劳动力需求；此外，联邦政府受裁员影响新增就业持续减少。
5月2日	美国4月失业率	4.2%	4.2%	
5月2日	美国4月劳动力参与率	62.6%	62.5%	
5月2日	美国3月耐用品订单（扣除飞机和国防资本）环比终值	0.1%	0.1%	

资料来源：彭博，民生证券研究院

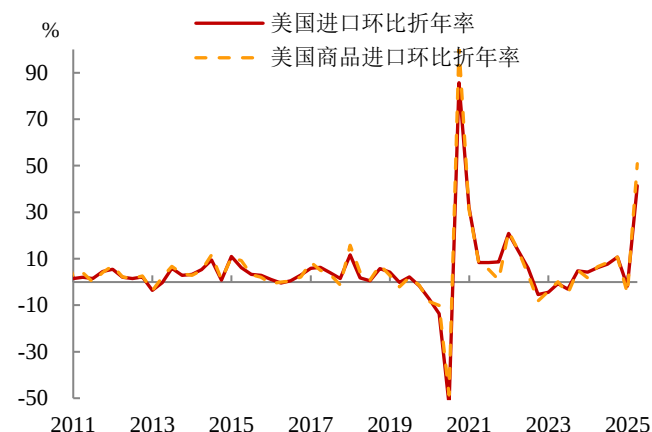
图3：美国贸易谈判追踪

经济体	主要谈判人	特朗普参加?	流程					核心问题	进展 (标红部分为近期新增)
			接触	第一轮谈判	第二轮谈判	第三轮谈判	第四轮谈判		
日本	贝森特	是						- 驻日美军和军费 - 汽车关税和农产品进口 - 汇率和美债购买问题 - 日本首相“不急于达成协议”	5月2日, 美日第二轮关税谈判未取得明显突破。美国不愿降低汽车、钢铁和铝的关税, 日本谈判代表坚决反对美国的提议, 并提出审查非关税壁垒和扩大农产品进口等替代方案。此外, 两国尚未就国家安全问题展开任何讨论。 5月2日, 日本财务大臣加藤胜信暗示, 可能利用日本持有的巨额美债作为谈判筹码。 5月2日, 石破茂表示在谈判中, 日本绝对不会接受对汽车加征关税。
韩国	贝森特	否						- 驻韩美军和防务支出 - 汽车、铝关税, 对美能源购买和投资 - 帮助美国重建造船业 - 韩国将于6月3日进行总统大选	4月28日, 韩国产业部副部长表示, 该部本周将派出一个代表团前往华盛顿, 进行工作级会谈, 以跟进上周的贸易谈判。双方将成立几个工作组, 讨论关税、非关税壁垒、经济安全、投资、汇率等领域的细节。韩国预计在6月3日举行总统选举之前, 不存在与美国达成全面贸易协定的可能性。
印度	贝森特 万斯	否						- 农业进口关税和壁垒 - 电子商务、数据存储和关键矿产 - 可能有非经贸诉求, 比如地缘、军贸等 - 贝森特: 印度可能最先和美达成双边协议	4月28日, 贝森特表示, 印度很可能成为首批与美国签署贸易协议的国家之一。印度政府同样表示, 印度和美国的双边贸易协定谈判取得积极进展。
越南	格里尔	否						- 贸易欺诈 - 转口贸易问题	4月29日, 越南技术交流代表团预计将于5月1日赴美, 与美国相关机构就双边贸易谈判开展工作。
欧盟		是						- 欧盟的反击 (减分项) - 欧盟的增值税 - 农产品进口, 数字市场法案 - 欧盟官员: 不知道华盛顿的诉求是什么	4月30日, 美国贸易代表办公室称与欧洲在关税谈判中相处得不好。
泰国		否						因为泰国国内人权问题, 谈判被推迟	
马来西亚	卢特尼克	否						明确问题和谈判框架	
印尼	格里尔 卢特尼克	否						- 购买美国农产品和能源 - 关键矿产和技术共享 - 向美国开放国内支付体系 - 两周时间确定技术细节	
瑞士	贝森特	否						将起草“意向函”列举对于双方最重要的问题	
柬埔寨	格里尔	否						保持沟通, 将进行更多的会晤	5月2日, 柬埔寨政府发言人宣布, 柬埔寨与美国将于2025年5月14日至15日在华盛顿举行双边贸易协定谈判。
英国		否						- 汽车和金属 (未来) 关税 - 农产品和食品标准 - 英国财相“不急于与华盛顿达成协议”	
挪威		是						- 提及挪威的主权财富基金 - 特朗普: 对达成协议有信心	

注: 按照华尔街日报的版本, 贸易谈焦 18 个经济体, 6 个分为一组, 按周滚动进行谈判磋商、3 周为一个完整周期, 直至达成协议或者达到 7 月 8 日的暂停期限, 如果按照这个流程, 90 天内每个经济体最多和白宫进行 4 轮磋商。

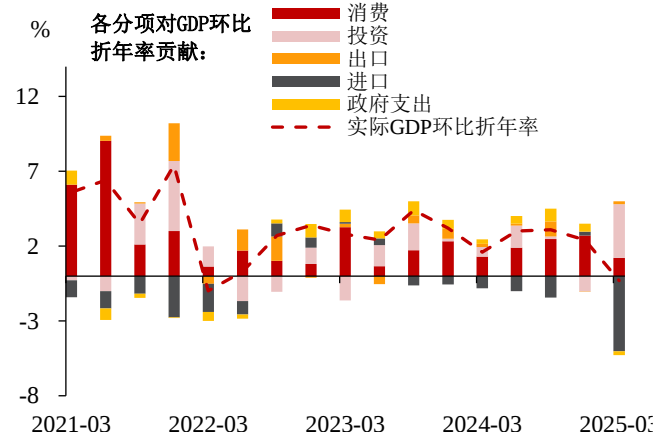
资料来源: 界面新闻, 搜狐, 新浪, 腾讯等, 民生证券研究院整理总结

图4：一季度美国进口环比大涨 41%



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图5：企业抢进口行为严重拖累一季度 GDP 增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图6：4月消费者信心为2020年疫情以来的新低



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图7：4月美国制造业资本支出意向明显下滑



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图8：美国企业库存情况一览

	美国实际库存同比增速 (%)						美国实际库销比					
	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025年2月分位	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025年2月分位
木制品、建筑材料等	0.7	2.3	2.7	2.7	3.2	59.1	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	92.58
金属及其产品	-0.5	-0.5	0.1	0.8	1.1	43.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	97.03
机械	3.9	3.3	2.0	2.0	0.7	33.2	2.9	2.9	2.9	3.0	2.9	97.33
计算机和电子产品	-0.2	-0.7	-1.9	-0.5	0.1	20.9	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6	71.51
电气设备、电器等	-2.8	-2.6	-4.3	-2.5	-2.5	16.9	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	3.86
运输设备	9.3	8.4	6.7	5.7	5.2	54.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	93.47
家具及家居用品	-2.5	-1.4	-0.8	-0.8	-0.7	23.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	16.32
食品、饮料、药材等	1.8	2.3	0.8	1.5	1.7	42.8	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	84.27
纺织、皮革等	-2.1	-1.7	-2.4	-0.1	-0.5	36.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	32.94
造纸、印刷等	-0.1	0.1	0.1	0.7	1.2	71.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	96.44
塑料、橡胶、化工等	0.7	0.7	0.1	-0.2	-0.7	17.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	79.82
石油	0.0	-0.8	2.7	3.0	4.4	70.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	75.96

资料来源：BEA，民生证券研究院整理总结

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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
	行业评级	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