

旧秩序的瓦解与新秩序的构建

2025 年 04 月 13 日

➤ **黄金新高背后：旧秩序瓦解的引子。**在过去由私人部门信用风险引发的危机中，由于美国秩序背书的美元信用并未受损，是真正意义上信用和流动性层面的安全资产，**曾经美元对一切资产进行计价**，以 2020 年 3 月和 2008 年 9 月为例，都会出现美元上涨而包含黄金在内的一切资产下跌的过程。当特朗普政府决意通过加征关税等手段逆转美国贸易逆差，那么过去美国凭借其稳定的美元信用持续对外输出贸易逆差，而海外顺差国也因贸易、资产配置等需求不断增持美股与美债等美元资产的贸易与金融体系的循环开始出现裂口，伴随当下美国本身历史高位的赤字率与政府债务水平，美元信用开始动摇，美债大幅走弱，金融系统不稳定性抬升，**黄金开始为一切进行计价**，即成为危机中唯一表现稳定且强势的资产，与其它资产的关系开始呈现类似于此前美元的特征。那么，**黄金的上涨则是本轮美国制造的危机在深入的最好指示**，黄金的回落可能标志着危机的阶段性缓和，美元本身出现流动性危机的概率较低。

➤ **在秩序瓦解的混沌期，各类资产的压力与机会。**当美元系统性走弱，以美元计价的大类资产表现并不必然占优。**对于美股而言**，其分子端基本面广泛依赖于美元信用的扩张后美国经济的强韧性，与此同时，从历史上看标普 500 的市盈率与美元指数走势整体一致，这或许也表明着美股的估值扩张也同样依赖于美国经济相较于非美经济体的优势增加，进而吸引资金不断流入。这意味着即使未来美联储释放流动性呵护市场，然而在美元信用收缩下，美元资产本身的价值已经下降。**对于大宗商品而言**，阶段性的压力来自于美元信用结构瓦解对于需求的影响：当下铁矿石需求端主要由人民币构建，本轮呈现出韧性；铜、铝属于两个货币体系同时需求的品种，跌幅居中；而原油本身就是“石油美元”，供需两端美国均有较强的影响力，叠加部分欧佩克增产影响，原油的表现本轮最弱。但是“两个太阳”新的秩序也在构建，即美国重建供给，中国重建需求，自 1880 年来，**当秩序进入重建期，铜金比这一指标会重新回升**。中国资产韧性的来源之一在于去全球化与去金融化更为彻底，从过去全球化形成的两大金融资产（中房与美股）来看，**中国去金融化进行较快**：黄金计价的中国房价已经回到 2010 年附近，而黄金计价的纳斯达克依然在历史高位。**在极端的脱离金融市场与货币体系的假设下，美国并不能成为全球终端需求的主导方，但是中国仍然拥有最高效的生产力，这是中国资产韧性的来源**。金融市场中美股的隐含波动率仍在 2020 年以来的高位，而中国已然下降至中枢水平附近。

➤ **回到 A 股，关税冲突的影响将分为三个阶段，而不同阶段市场的关注点也可能存在不同。**第一阶段便是当下所处的两国政策博弈期，此时对实体尚未形成明显传导，预期驱动导致金融市场呈现出高波动的特征，也是政策干预的重心，**在此阶段，自主可控领域受益于各参与方共识，容易形成合力**。而第二阶段则是关税影响逐渐在实体中体现，出口下滑导致经济承压，此时政策重心转移至实体经济本身，扩内需政策出台的必要性进一步增加。而中美贸易端的冲突二阶段会逐步放缓：参考 2018 年经验，**在中美贸易冲突的缓和期，市场更愿意定价内需相关板块，但是本轮仍然需要关注政策是以跨周期政策为主（长效机制以应对变化），而非逆周期简单对冲**。需要指出的是，在当下全球贸易体系中，除美国外依然有大量国家和地区对华依赖度处于高位，这也意味着即使中美之间直接贸易出现脱钩迹象，全球层面的对华的系统性脱钩情况也较难发生。**第三阶段，随着美国对外贸易政策的系统性改变，各国也同样存在对贸易体系多元化的诉求，中国与非美经济体重新构建新的外循环体系，出口企业经过本轮考验后：新市场得到发掘，竞争力经过验证，估值的久期将会被放大。**

➤ **得道者多助，投资新秩序。**旧秩序的瓦解和新秩序的构建是未来资本市场全新的命题，这应该是全市场脱离思维定式并仰望星空的开始，我们建议配置上可以跳过第一阶段的博弈，直接考虑二阶段以后的方向。**第一，中国需求的构建将成为焦点，但注重长效机制而非短期对冲，推荐（食品、乳制品、啤酒、彩妆、服饰、定制家居、旅游餐饮）；第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“美国是最重要的终端需求”这一全球共识会被打破，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品（黄金、铜、铝、以及部分小金属钴，镍，锆等）、资本品（工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等）；第三，纯粹的低估值资产（银行、保险）、内部实物消耗+红利的煤炭。**

➤ **风险提示：**国内库存周期超预期波动；部分行业格局调整时间超预期。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 吴晓明

执业证书：S0100523080002

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 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
3. 2025 年 3 月行业信息跟踪月报：四问消费：当前消费的基本面走向及配置方向-2025/04/07
4. A 股策略周报 20250406：失道者寡助-2025/04/06
5. 市场温度计系列之二十六：个人和机构情绪再度同时走弱-2025/04/05

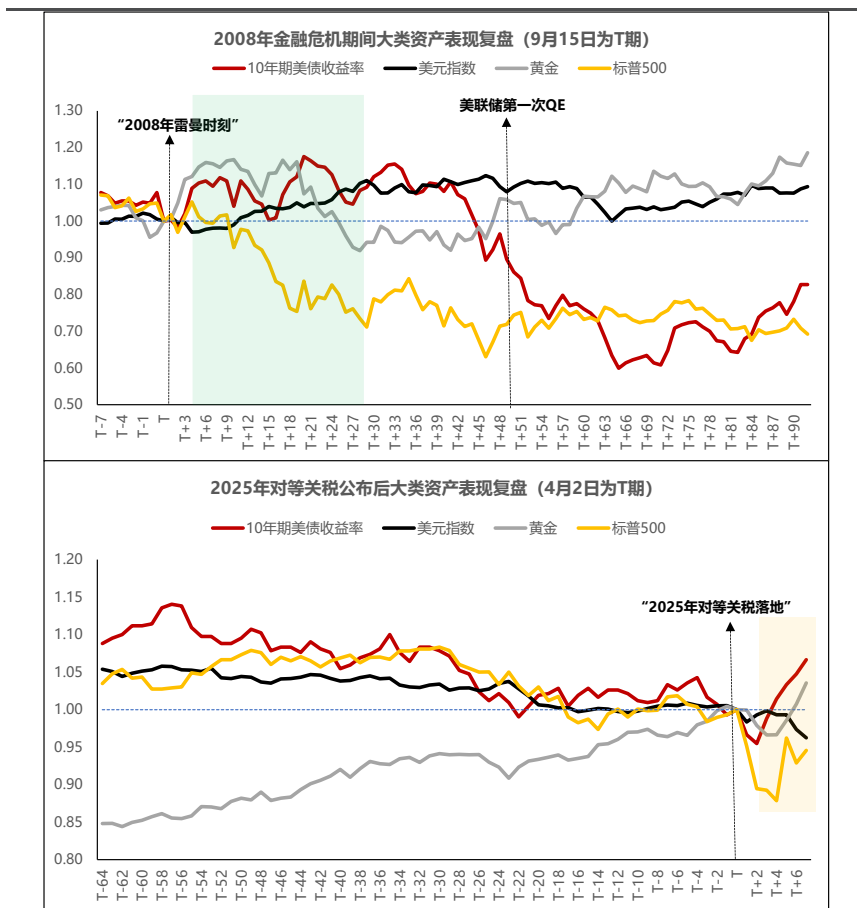
目录

1 黄金新高背后：旧秩序瓦解的引子	3
2 秩序瓦解的混沌期，各类资产的压力与机会	4
3 对中国而言，关税冲击的三个阶段	7
3.1 第一阶段：政策博弈加剧，关税尚未对实体形成明显冲击	7
3.2 第二阶段：关税影响逐渐在实体中体现，政策反而可能出现边际缓和	8
3.3 第三阶段：新的贸易体系重建，市场目光重新聚焦外循环	9
4 得道者多助，投资新秩序	11
5 风险提示	12
插图目录	13

1 黄金新高背后：旧秩序瓦解的引子

本周（2025年4月7日至2025年4月11日，下同）特朗普反复无常的关税政策使得美元信用遭受冲击，美债与美元同时大幅下跌，而作为另一避险资产黄金则持续上涨。在过去由私人部门信用风险引发的危机中，由于美国秩序背书的美元信用并未受损，是真正意义上信用和流动性层面的安全资产，曾经美元对一切资产进行计价，以2020年3月和2008年9月为例，都会出现美元上涨而包含黄金在内的一切资产下跌的过程。当特朗普政府决意通过加征关税等手段逆转美国贸易逆差，那么过去美国凭借其稳定的美元信用持续对外输出贸易逆差，而海外顺差国也因贸易、资产配置等需求不断增持美股与美债等美元资产的贸易与金融体系的循环开始出现裂口，伴随当下美国本身历史高位的赤字率与政府债务水平，美元信用开始动摇，美债大幅走弱，金融系统不稳定性抬升，黄金开始为一切进行计价，即成为危机中唯一表现稳定且强势的资产，与其它资产的关系开始呈现类似于此前美元的特征。那么，黄金的上涨则是本轮美国制造的危机在深入的最好指示，黄金的回落可能标志着危机的阶段性缓和，美元本身出现流动性危机的概率较低。

图1：本轮因关税引发的流动性冲击中，恰恰是美元所对应的需求走弱，而黄金则逐渐展现出类似于2008年金融危机期间美元表现的特征

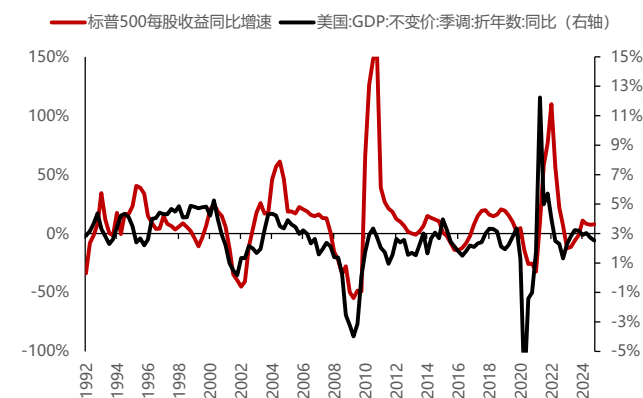


资料来源：wind，民生证券研究院

2 秩序瓦解的混沌期，各类资产的压力与机会

需要指出的是，美元的走弱并不意味着所有美元计价的大类资产都会变好，也同样取决于其终端需求是否依然是美国主导。对于美股而言，其分子端的基本面表现广泛依赖于美元信用的扩张后美国经济的强韧性，与此同时，其估值扩张也同样与美元的相对强势地位密切相关（美国经济相较于非美经济体存在优势）。这意味着在美元信用坍塌导致的美元走弱之际，美股也依然会受到冲击。

图2：对于美股而言，其分子端的基本面表现广泛依赖于美元信用的扩张后美国经济的强韧性



资料来源：wind，民生证券研究院

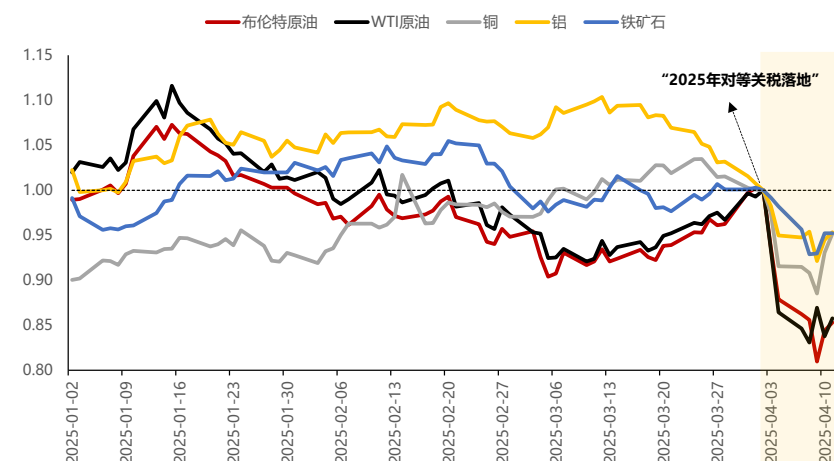
图3：标普 500 估值扩张也同样与美元的相对强势地位密切相关



资料来源：wind，民生证券研究院

对于大宗商品而言，阶段性的压力来自于美元信用结构瓦解对于需求的影响：当下铁矿石需求端主要由人民币构建，本轮呈现出韧性；铜、铝属于两个货币体系同时需求的品种，跌幅居中；而原油本身就是“石油美元”，供需两端美国均有较强的影响力，叠加部分欧佩克增产影响，原油的表现本轮最弱。但是“两个太阳”新的秩序也在构建（美国重建供给，中国重建需求），而从历史上看自1880年来，当秩序进入重建期，铜金比这一指标会重新回升。

图4：对于大宗商品而言，在美元信用体系瓦解的过程中，短期内同样或多或少也都会有一定影响，而其中铁矿石需求端主要在中国，因此表现相对有韧性；铜、铝等相对中性；而由于供需两端美国均有较强的影响力，原油的表现可能相对较弱



资料来源：wind，民生证券研究院

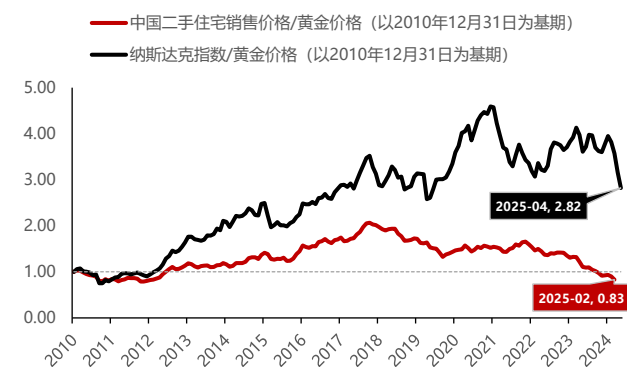
图5：在 1945 年至 1970 年信用与贸易秩序重建过程中，以铜为代表的工业金属价格相较于黄金显著抬升



资料来源：longtermtrends，民生证券研究院

对于中国而言，中国资产韧性的来源之一在于去全球化与去金融化更为彻底，在过去全球化形成的两大金融资产（中方与美股），中国去金融化进行较快：黄金计价的中国房价已经回到 2010 年附近，而黄金计价的纳斯达克依然在历史高位。在极端的脱离金融市场与货币体系的假设下，美国并不能成为全球终端需求的主导方，但是中国仍然拥有最高效的生产力，这是中国资产韧性的来源。金融市场中美股的隐含波动率仍在 2020 年以来的高位，而中国已然下降至中枢水平附近。

图6：对于中国而言，从本轮去金融化的进程来看，更早开启的中国在当下已然接近去金融化的尾声，因此经济金融系统相较于美国也有望呈现更强的韧性与更低的波动



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：截至当前，美股的隐含波动率仍在 2020 年以来的高位，而中国已然下降至中枢水平附近



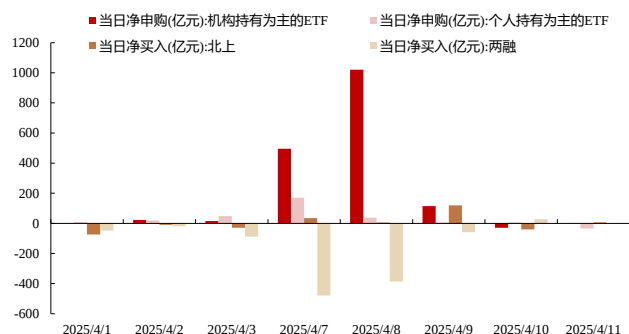
资料来源：wind，民生证券研究院

3 对中国而言，关税冲击的三个阶段

3.1 第一阶段：政策博弈加剧，关税尚未对实体形成明显冲击

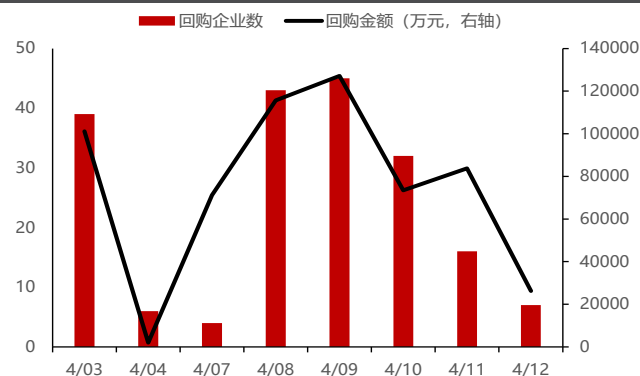
在该阶段中，市场主要处于预期驱动阶段，呈现出高波动的特征，也是政策干预的重心：在本周一市场经历明显回调，决策层为稳定资本市场多管齐下：一方面，平准力量大幅买入对市场形成托底，另一方面通过公开渠道高调表达维稳决心，安抚投资者情绪；与此同时，大量央国企、大型民营企业密集回购稳定股价。最终在多方力量共振下，市场企稳连续反弹，投资者信心逐渐恢复。值得一提的是在此阶段，自主可控领域受益于肌肉记忆，相较之下更容易获得共识并形成合力。

图8：4月7日至9日期间，平准力量大幅买入对市场进行兜底，而在4月10日，两融也恢复买入



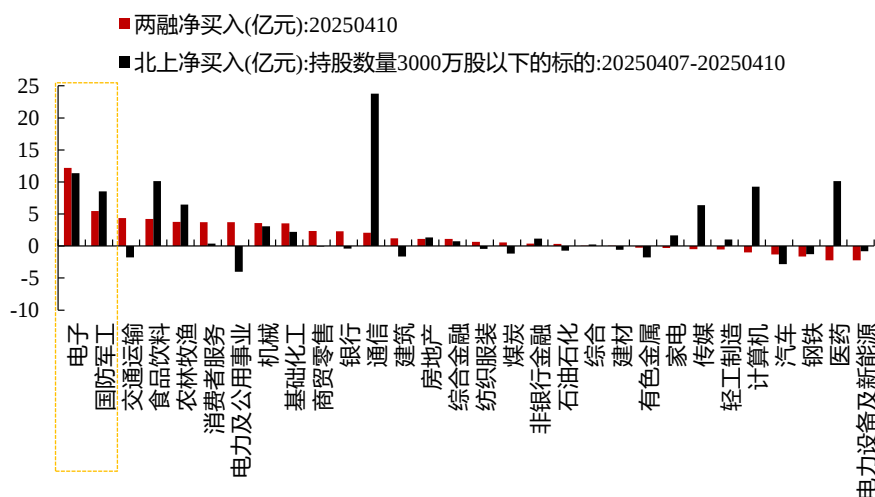
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：大量央国企、大型民营企业密集回购稳定股价



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：在个人投资者信心恢复之际，自主可控领域受益于肌肉记忆，更容易形成共识，我们看到在 4 月 10 日两融投资者开始净买入电子、军工等自主可控板块，北上资金对此认可度同样较高



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 第二阶段：关税影响逐渐在实体中体现，政策反而可能出现边际缓和

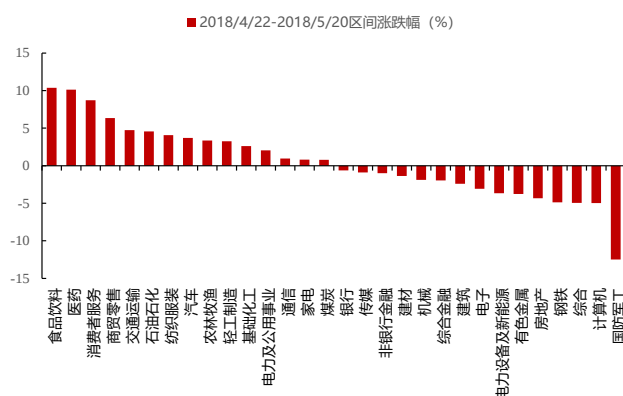
在该阶段中，出口下行导致经济承压，以促内需为代表的经济刺激政策出台的必要性逐渐加强，而中美贸易政策博弈阶段性告一段落，甚至可能迎来边际缓和。然而参考 2018 年经验，在中美贸易冲突的缓和期，市场也对出口链的修复逐渐脱敏，而是更愿意定价内需相关板块。当然本轮仍然需要意识到的是政策可能以跨周期政策为主（长效机制以应对变化），而非逆周期简单对冲。

图11：2018 年，中美就贸易冲突进行磋商期间 A 股企稳反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：然而从行业表现上看，内需消费相关行业领涨，而出口链表现相对平淡

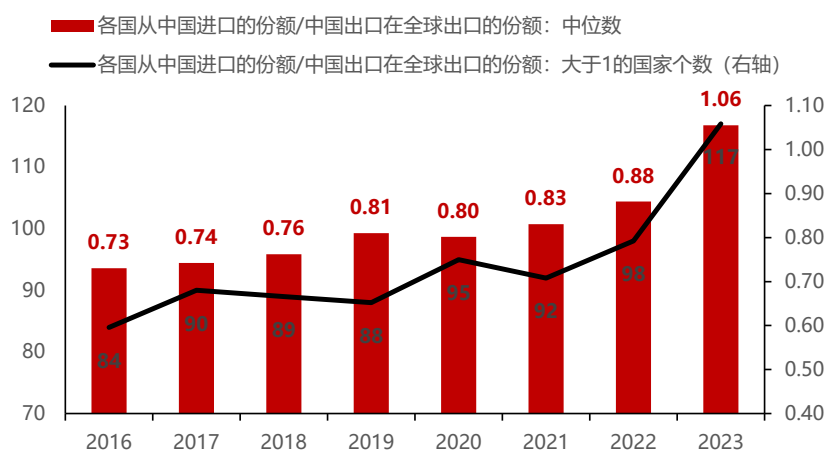


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 第三阶段：新的贸易体系重建，市场目光重新聚焦外循环

需要指出的是，在当下全球贸易体系中，除美国外依然有大量国家和地区对华依赖度处于高位，这也意味着即使中美之间直接贸易出现脱钩迹象，全球层面的对华的系统性脱钩情况也较难发生。随着美国对外贸易政策的系统性改变，各国也同样存在对贸易体系多元化的诉求。随着中国与非美经济体重新构建新的外循环体系，出口企业经过本轮考验后：新市场得到发掘，竞争力经过验证，估值的久期将会被放大。

图13：近些年来全球对中国的进口依赖度持续抬升



资料来源：ITC，民生证券研究院

备注：我们用各国从中国进口的份额，比上中国出口在全球出口的份额，来衡量中国在该国的进口商中的地位，比值越高，说明该国在进口时中对中国的依赖程度越高，大于1时表示该国对中国的进口对中国在全球的份额起到的是拉动作用。

图14：大量亚洲、欧洲重点国家对中国的贸易依赖度处于高位，这也为我们构建新的贸易循环提供了选择与机遇

国家	部分重点国家的对外贸易依赖度																			
	澳大利亚	印度尼西亚	印度	马来西亚	菲律宾	泰国	越南	柬埔寨	俄罗斯	韩国	日本	新加坡	巴西	加拿大	德国	法国	英国	意大利	墨西哥	美国
中国	16.5%	20.3%	11.0%	19.1%	24.8%	18.9%	27.7%	38.2%	19.9%	17.7%	12.8%	12.6%	13.2%	7.5%	6.1%	4.7%	5.3%	5.7%	13.7%	8.7%
美国	12.6%	6.8%	7.6%	8.8%	8.1%	6.4%	5.5%	4.0%	5.1%	10.7%	16.7%	14.9%	16.4%	44.3%	8.3%	8.3%	13.1%	6.2%	38.2%	0.0%
韩国	6.2%	3.7%	2.4%	3.5%	5.6%	2.4%	10.1%	2.2%	3.7%	0.0%	3.3%	2.9%	1.8%	1.6%	1.4%	0.9%	1.0%	1.0%	2.9%	3.5%
日本	5.5%	12.5%	5.6%	11.5%	13.5%	18.3%	11.6%	6.1%	3.5%	14.5%	0.0%	11.2%	4.5%	4.7%	3.7%	2.7%	3.5%	2.5%	6.4%	8.6%
英国	4.9%	1.5%	2.3%	2.4%	1.4%	1.7%	1.1%	1.1%	3.3%	2.0%	3.0%	4.1%	2.2%	3.8%	4.9%	6.1%	0.0%	3.9%	1.3%	6.0%
印度	4.8%	5.3%	0.0%	3.5%	2.7%	2.2%	2.8%	1.8%	1.9%	2.2%	2.1%	3.9%	4.2%	2.5%	1.9%	1.9%	4.7%	2.9%	2.0%	4.9%
德国	4.2%	2.2%	2.4%	2.8%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	4.8%	4.1%	3.2%	2.3%	4.4%	3.8%	0.0%	13.3%	8.9%	11.5%	4.7%	6.1%
新加坡	3.4%	3.7%	1.0%	5.3%	2.6%	2.8%	1.4%	1.9%	0.5%	1.2%	2.3%	0.0%	0.5%	0.6%	0.4%	0.6%	0.9%	0.4%	0.6%	1.1%
法国	3.1%	1.8%	2.3%	1.3%	1.1%	1.5%	1.1%	1.5%	4.3%	1.9%	1.3%	2.9%	3.3%	1.9%	6.3%	0.0%	6.1%	8.3%	1.7%	2.8%
印度尼西亚	1.9%	0.0%	3.6%	7.1%	7.3%	2.6%	3.4%	3.1%	0.9%	2.0%	3.5%	3.4%	1.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	1.0%
荷兰	1.9%	1.2%	1.2%	1.0%	0.9%	1.2%	0.6%	0.6%	3.8%	1.5%	1.4%	2.9%	2.5%	1.2%	5.5%	4.9%	4.6%	3.5%	1.0%	1.9%
马来西亚	1.8%	2.4%	1.2%	0.0%	2.5%	2.2%	2.7%	1.8%	0.4%	1.2%	1.6%	4.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	1.1%	0.7%
意大利	1.6%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	0.8%	0.5%	2.2%	1.4%	0.8%	1.0%	1.9%	1.3%	4.5%	7.5%	2.8%	0.0%	1.3%	1.7%
泰国	1.5%	2.5%	0.9%	2.6%	1.8%	0.0%	1.9%	6.5%	0.4%	1.0%	1.2%	1.1%	0.7%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	0.8%
瑞士	1.4%	0.8%	1.3%	0.9%	0.7%	1.1%	0.6%	0.5%	2.4%	1.0%	0.8%	3.3%	1.3%	1.2%	3.3%	2.8%	2.0%	4.3%	0.9%	1.4%
爱尔兰	1.3%	0.7%	1.1%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.4%	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.8%	2.4%	6.6%	2.7%	1.0%	2.9%
加拿大	1.2%	1.1%	1.0%	0.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	1.1%	2.0%	0.8%	1.4%	0.0%	1.0%	0.9%	1.6%	0.6%	2.8%	12.0%
西班牙	1.1%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%	1.2%	0.8%	0.6%	1.4%	1.8%	0.8%	2.9%	6.4%	3.1%	4.0%	1.5%	1.2%
俄罗斯	0.9%	1.2%	4.2%	1.3%	1.0%	0.9%	1.3%	0.7%	0.0%	2.0%	2.4%	0.9%	3.5%	0.7%	1.8%	1.7%	1.9%	1.7%	1.1%	1.1%
瑞典	0.8%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.3%	0.2%	1.1%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	2.1%	1.6%	2.0%	1.5%	0.5%	1.0%
巴西	0.8%	2.6%	1.5%	1.9%	1.4%	1.7%	1.7%	1.1%	0.9%	1.4%	1.3%	1.2%	0.0%	1.6%	0.8%	1.0%	0.9%	1.2%	1.4%	2.2%
丹麦	0.7%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%	1.7%	1.0%	1.3%	0.8%	0.4%	0.6%
比利时	0.7%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	1.1%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	2.5%	5.1%	2.1%	2.2%	0.5%	1.0%
土耳其	0.6%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	4.5%	0.5%	0.4%	0.8%	0.8%	0.7%	2.0%	1.5%	1.5%	2.4%	0.6%	1.0%
文莱	0.6%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
菲律宾	0.5%	0.6%	0.3%	0.7%	0.0%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
挪威	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.4%	0.7%	0.7%	0.5%	2.9%	2.1%	6.1%	1.0%	0.3%	0.6%
奥地利	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.9%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	4.0%	1.2%	0.9%	2.4%	0.5%	0.6%
波兰	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	1.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	4.8%	2.2%	1.6%	2.2%	0.6%	0.6%
越南	0.5%	0.5%	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%	0.0%	3.0%	0.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%
希腊	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%	0.1%	0.1%
墨西哥	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.3%	0.8%	1.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	5.3%
澳大利亚	0.0%	4.5%	3.4%	4.1%	3.2%	2.4%	3.3%	1.6%	0.7%	3.8%	7.6%	2.4%	1.3%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	0.5%	0.6%	1.2%

资料来源：ITC，民生证券研究院

备注：对外贸易依赖度测算方法：其他国家体现在本国最终使用中的来自增加值占比，包含直接与间接。

图15：2025 年 3 月下旬以来，中国与东南亚、欧盟相关高层往来频繁

时间	东南亚	东亚及俄罗斯	欧洲
3月22日		第六次中日经济高层对话达成二十项重要共识。双方同意共同落实两国领导人达成的重要共识，丰富中日战略互惠关系在经济领域内涵，共同致力于构建契合新时代要求的建设性、稳定的中日经贸关系。	
3月22日		第11次中日韩外长会在东京举行，深化经贸合作，做强“压舱石”，早日重启中日韩自贸协定谈判并争取尽早达成，扩大相互贸易投资，设立中日韩出口管制对话机制，维护产业链供应链稳定畅通。	
3月27日		中共中央政治局常委、国务院副总理丁薛祥在海南博鳌出席博鳌亚洲论坛2025年年会开幕式，发表题为《共迎全球挑战，共建亚洲家园》的主旨演讲	李强会见法国外长巴罗。李强指出，中法都是自由贸易、多边主义的坚定维护者，两国的经济利益紧密交融，双方要共同抵制保护主义、单边主义，继续本着开放态度加强合作，充分发挥互补优势，为两国经济发展不断增添动力。
4月1日		俄罗斯总统普京会见王毅访俄期间，王毅还同俄罗斯外长拉夫罗夫举行多轮会谈。	
4月8日			李强同欧盟委员会主席冯德莱恩通电话。李强表示，中方愿同欧方携手努力，保持良好顺畅的高层交往，增进政治互信，拓展务实合作，坚持通过对话磋商解决各自关切，推动中欧关系不断向好、向前发展，双方要推动新一轮中欧战略经贸、绿色、数字经济高层对话尽早举行。
4月11日	应马来西亚最高元首慕尤丁拉欧、柬埔寨国王西哈莫尼邀请，国家主席习近平将于4月15日至18日对马来西亚、柬埔寨进行国事访问。		习近平会见西班牙首相桑切斯，李强同桑切斯会谈。会谈后，两国总理共同见证签署经贸、教育、科技等多项合作文件。
4月12日			欧洲理事会发言人星期五（4月11日）证实，中欧领导人峰会将于7月在中国举行。 欧盟委员会宣布与中国达成重要共识，双方将启动以“最低进口价格”机制替代现行对华电动汽车关税的谈判

资料来源：财联社，南华早报，民生证券研究院

4 得道者多助，投资新秩序

旧秩序的瓦解和新秩序的构建是未来资本市场全新的命题，这应该是全市场脱离思维定式并仰望星空的开始，我们建议配置上可以跳过第一阶段的博弈，直接考虑二阶段以后的方向：

第一，中国需求的构建将成为焦点，但注重长效机制而非短期对冲，推荐**（食品、乳制品、啤酒、彩妆、服饰、定制家居、旅游餐饮）**；

第二，在全球经济秩序重塑的过程中，“美国是最重要的终端需求”这一全球共识会被打破，“两个太阳”下的需求和供给将会重建，推荐：资源品**（黄金、铜、铝、以及部分小金属钴，锑，锆等）**、资本品**（工程机械、钢铁、自动化设备、化学制品等）**；

第三，纯粹的低估值资产**（银行、保险）**、内部实物消耗+红利的**煤炭**

5 风险提示

- 1) **国内库存周期超预期波动。**库存周期往往基于历史数据对外进行判断，如果未来波动超出预期，尤其是出口下滑压力传导至企业生产意愿走弱，补库行为未发生，这将对实物资产与顺周期制造业景气度形成打击。
- 2) **部分行业格局调整时间超预期。**如果部分行业的产业格局加速下行或出清时间超出预期，那么中期问题将在短期内提前暴露，进而一定程度上压制市场情绪。

插图目录

图 1：本轮因关税引发的流动性冲击中，恰恰是美元所对应的需求走弱，而黄金则逐渐展现出类似于 2008 年金融危机期间美元表现的特征	3
图 2：对于美股而言，其分子端的基本面表现广泛依赖于美元信用的扩张后美国经济的强韧性	4
图 3：标普 500 估值扩张也同样与美元的相对强势地位密切相关	4
图 4：对于大宗商品而言，在美元信用体系瓦解的过程中，短期内同样或多或少也都会有一定影响，而其中铁矿石需求端主要在中国，因此表现相对有韧性；铜、铝等相对中性；而由于供需两端美国均有较强的影响力，原油的表现可能相对较弱	5
图 5：在 1945 年至 1970 年信用与贸易秩序重建过程中，以铜为代表的工业金属价格相较于黄金显著抬升	5
图 6：对于中国而言，从本轮去金融化的进程来看，更早开启的中国在当下已然接近去金融化的尾声，因此经济金融系统相较于美国也有望呈现更强的韧性与更低的波动	6
图 7：截至当前，美股的隐含波动率仍在 2020 年以来的高位，而中国已然下降至中枢水平附近	6
图 8：4 月 7 日至 9 日期间，平准力量大幅买入对市场进行兜底，而在 4 月 10 日，两融也恢复买入	7
图 9：大量央国企、大型民营企业密集回购稳定股价	7
图 10：在个人投资者信心恢复之际，自主可控领域受益于肌肉记忆，更容易形成共识，我们看到在 4 月 10 日两融投资者开始净买入电子、军工等自主可控板块，北上资金对此认可度同样较高	8
图 11：2018 年，中美就贸易冲突进行磋商期间 A 股企稳反弹	8
图 12：然而从行业表现上看，内需消费相关行业领涨，而出口链表现相对平淡	8
图 13：近些年来全球对中国的进口依赖度持续抬升	9
图 14：大量亚洲、欧洲重点国家对中国的贸易依赖度处于高位，这也为我们构建新的贸易循环提供了选择与机遇	10
图 15：2025 年 3 月下旬以来，中国与东南亚、欧盟相关高层往来频繁	10

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。	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