



失道者寡助

2025 年 04 月 06 日

➤ **一致预期走向“衰退”，但流动性危机可能性不大。**本周的最大波动来源是特朗普的“对等关税”：一方面，这与美国财政部长贝森特曾经对关税计划的提议相悖，另一方面，这种“对等关税”其实并不“对等”，代表美国已经完全抛弃 WTO 规则。大类资产价格对这次超乎预期的“对等关税”给予了激烈的回应，除美债和农产品外的资产均普遍下跌，**资产价格指向了一个包括中美在内的全球需求都受损的情形。但从三个方面来看，认为出现流动性危机的概率较小：第一，本次“对等关税”的影响的上限已经确定，投资者可以据此估计最差的情形，不会造成所有投资者“恐慌性逃离”风险资产；第二，资产价格虽然普跌，但未出现流动性危机时的特征，本次 VIX 指数虽然飙升，但幅度不及 2008 年和 2020 年，周度来看甚至低于 2024 年 8 月日元套息交易逆转带来的升幅，且从大类资产来看当前是美债出现涨幅而美元下跌，中美股市来看同样有涨有跌。第三，相较过去，美联储预防流动性危机出现的手段已经更加丰富且余地更大。**

➤ **外需的未来走向：二季度或是预期最差时点。**虽然中美在 2018 年开启的四轮施加关税和反制之后，于 2020 年初达成《中美第一阶段经贸协议》，但当前来看再次达成协议的可能性下降。如果本次双方无法达成一个各自退让的协定，那么未来的情形有两种：**第一种是参考 2018 年的经验，美国的关税行动将欧盟、日韩、东南亚等贸易伙伴推向中国，那么最终外需的影响将被抵消至-0.2 个百分点。第二种是较差的情形：美国要求第三方对中国增加关税以换取美国对其的关税减免，我们估算可能出现此类情形的国家，其自中国进口额占到中国出口的 10.2%，占中国贸易顺差的 14.3%，影响仍然在可控范围之内。日本、韩国、中国台湾以及英国、德国等欧洲国家是中美贸易圈需要争夺的贸易对象。此外，二季度可能是外需本身不差，但预期较差的时候：近期美国经济呈现出“硬数据”平稳，而“软数据”走弱的特征，从特朗普政府需要为中期选举留下的时间窗口来推导，三季度之前需要开始提振经济，届时将改善对经济的悲观预期。**

➤ **国内的应对之策：内需的弥补与外需的突围。**假设外需拖累的 0.2 个百分点都由居民消费来对冲，居民消费支出对 GDP 的拉动需要达到 2.04 个百分点，对应增速 5.1%，这对应着大概 4.0% 的社零增速，而当前针对 2025 年社会零售总额增速的万得分析师一致预期是 5.1%。在内需增量上，**4 月下旬的政治局会议是一个关键节点。结构性上，中方反制美方进口产品将对国产替代提升有利：农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料；此外，中国在全球具备竞争力的品种不惧关税，参考 2018 年的经验，若市占率较高甚至可以量价齐升，当前我们筛选出竞争力增强且市占率高的是：非金属制品、基础金属和金属制品、机械设备、纸制品；而市占率较高或在近年来创新高的包括皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、零售贸易、运输设备。**

➤ **积极防御。**美国罔顾全球自由贸易的基本规则，打破国际共识的行为给风险资产带来波动，全球化的需求与供给结构正在经历破坏，而新的需求与供给结构或也因此重塑，当下的风险很难说已经计价，未来的机会也因此而诞生。在破坏阶段，投资者可以进行积极“防御”：**第一，受益于内需对冲的消费板块（食品、乳制品、啤酒、彩妆、服饰、定制家居等），包括上文中我们提到会受益于反制的农林牧渔、酒店餐饮；第二，纯粹的低估值资产（银行、保险）、红利中的煤炭因反制受益。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、自动化设备等）。**

➤ **风险提示：**1) 国内经济增速不及预期。2) 海外经济衰退。3) 测算误差。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 资金跟踪系列之一百六十二：市场交易热度持续回落，北上与两融均有所撤离-2025/03/31
3. 策略专题研究：当灯塔渐灭：来自科网行情的指示-2025/03/31
4. 策略专题研究：民生研究：2025 年 4 月金股推荐-2025/03/30
5. A 股策略周报 20250330：拥抱全球议题的转换-2025/03/30

目录

1 一致预期及流动性危机可能性	3
1.1 “对等关税”的超预期在于 WTO 规则已被美国抛弃	3
1.2 资产价格普跌会导致流动性危机吗？可能性不高	4
2 外需秩序正被打破，新的格局有待建立	7
2.1 关税与“选边站”	7
2.2 外需不止美国	10
3 国内的应对之策	11
3.1 内需消费可以弥补一定程度上的外需拖累	11
3.2 国产替代与无惧关税的细分领域	11
4 积极防御	12
5 风险提示	13
插图目录	14

1 一致预期及流动性危机可能性

1.1 “对等关税”的超预期在于 WTO 规则已被美国抛弃

本周的最大波动来源是特朗普的“对等关税”，方案超乎市场预期，事前几乎很难被预料到：一方面，这与美国财政部长贝森特曾经对关税计划的提议相悖，根据英国《金融时报》的报道，贝森特的计划中普遍性的关税实施将是“渐进式的”，例如以 2.5% 为起点，逐月提高 2.5%，给各国和企业留出调整和谈判的时间，而美国时间 4 月 3 日特朗普公布的关税却显然大幅偏离这一计划：基准的普遍关税为 10%；另一方面，这种“对等关税”其实并不“对等”，美国已经抛弃 WTO 规则，根据美国贸易代表办公室公布的计算公式，对某国的对等关税实际上是 10% 和另一数值（美国与该国的贸易逆差占美国自该国进口额的比例再除以 2）之中的最大值，如此计算唯一的解释就是，美国贸易代表办公室认为美国当前的贸易逆差中不少于一半的部分是来源于他国的“贸易壁垒”，但实际上，这种指责是站不住脚的，根据 WTO 在 2024 年发布的《全球关税概况》：以中美贸易为例，在农产品和非农产品上，美国对中出口农产品、非农产品所面临的最惠国平均关税分别在 12.2%~16.1%、4.1%~6.0% 左右（这还未考虑特朗普第一任期时 4 个清单额外关税的影响以及今年 2 月份加征 20% 关税的影响），但特朗普在 4 月 3 日宣布又将对对中国加征 34% 的关税，这远远超出了“对等”的范畴，对其他国家也是如此。

图1：美国出口的最大贸易伙伴对美关税，远低于此次美国额外加征的“对等关税”

国家/经济体	美国宣布的额外对等关税	2024年出口到美国的最惠国关税				美国面临的最惠国关税			
		农产品		非农产品		农产品		非农产品	
		简单平均值	贸易额加权	简单平均值	贸易额加权	简单平均值	贸易额加权	简单平均值	贸易额加权
中国	34%	4.8%	3.3%	4.0%	2.6%	12.2%	16.1%	6.0%	4.1%
加拿大	25%/10%/0%	6.6%	4.2%	3.4%	1.1%	21.3%	11.6%	2.5%	1.9%
墨西哥	25%/0%	7.6%	4.2%	4.0%	3.3%	14.8%	17.3%	5.6%	3.0%
日本	24%	5.1%	3.7%	3.9%	1.6%	20.1%	22.6%	——	——
英国	10%	5.1%	1.5%	3.9%	1.0%	——	——	6.0%	4.1%
欧盟	20%	7.5%	2.7%	3.5%	3.1%	14.7%	4.2%	——	——

资料来源：WTO，白宫，民生证券研究院

注：最惠国待遇原则是 WTO 的基本原则之一，要求除签订了区域贸易协定的情况外，WTO 成员方给予任何第三方的优惠和豁免都必须自动地给予各成员方，最惠国关税平均税率是指在这一原则下，一个国家对于 WTO 成员国应给予的关税待遇的平均值，美国对中国施加“301 关税”已经违反了最惠国待遇原则。

大类资产价格对这次超乎预期的“对等关税”给予了激烈的回应，美国时间 4 月 3 日在关税公布之后，美股大跌、美债收益率下行、美元指数下行，4 月 4 日亚太市场开盘后，A 股及 H 股收跌、其余亚太市场均出现大跌，人民币汇率跳贬，美元资产继续下行，除农产品外的商品包括黄金在内均普遍下跌，**资产价格指向了一个包括中美在内的全球需求都受损的情形。**

图2：美国此次“对等关税”公布后的大类资产表现

大类资产	本周涨跌幅 (%)	单日涨跌幅 (%)	单日涨跌幅 (%)	大类资产	本周涨跌幅 (%)	单日涨跌幅 (%)	单日涨跌幅 (%)
		4月3日	4月4日			4月3日	4月4日
股票市场				利率及汇率			
上证指数	-0.28	-0.24		中国10Y国债	-9.91BP	-7BP	
道琼斯工业指数	-7.86	-3.98	-5.50	美国10Y国债	-22BP	-14BP	-5BP
法国CAC40	-8.10	-3.31	-4.26	美元指数	-1.07	-1.66	0.96
英国富时100	-6.97	-1.55	-4.95	美元兑人民币	0.56	0.44	
德国DAX	-8.10	-3.01	-4.95	商品			
恒生指数	-2.46	-1.52		COMEX黄金	-1.87	-0.89	-2.10
纳斯达克指数	-10.02	-5.97	-5.82	LME铜	-10.36	-3.44	-6.26
韩国综合指数	-3.62	-0.76	-0.86	LME铝	-6.63	-1.71	-2.84
日经225	-9.00	-2.77	-2.75	WTI原油	-10.15	-7.08	-6.92
标普500	-9.08	-4.84	-5.97	NYMEX天然气	-6.05	1.55	-7.71
台湾加权指数	-1.41			DCE豆粕	1.38	1.60	
FTSE台湾期货	-3.36	-2.00	-2.42	CZCE白糖	2.11	0.41	
				DCE生猪	-0.34	0.42	

资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 资产价格普跌会导致流动性危机吗？可能性不高

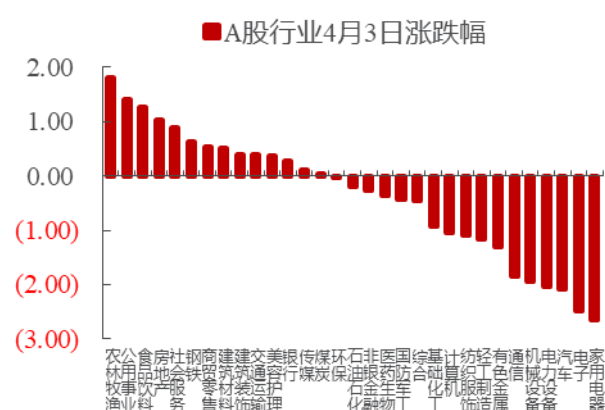
本周全球资产价格的普遍下跌使部分投资者担忧将造成一次类似于 2008 年或 2020 年初时的流动性危机，但从三个方面来看，认为出现流动性危机的概率较小：

第一，本次“对等关税”的影响的上限已经确定，投资者可以据此估计最差的情形，一方面，贝森特和特朗普均表示 34%是关税上限，可以根据各国提出的条件进一步协商，另一方面，投资者也可以根据当前各国与美国的贸易额、贸易结构参考过去的贸易摩擦经验估算影响，例如 2018 年时美国对中国施加关税后的经济效应。这与 2008 年时传染式的金融危机以及 2020 年初时的新冠全球公共卫生事件突发是不同的，这两者都没有可以类比的历史经验作为参考，影响难以估量，从而将造成几乎所有投资者“逃离”风险资产；

第二，资产价格虽然普跌，但未出现流动性危机时的特征：参考 2008 年和 2020 年初的经验，VIX 指数飙升与美元指数上涨，其余资产价格大跌是“流动性危机”的特征，而本次 VIX 指数虽然飙升，但幅度不及 2008 年和 2020 年，周度来看甚至低于 2024 年 8 月日元套息交易逆转带来的升幅，且从大类资产来看流动性危机时除现金以外被无差别抛售，而当前是美债出现涨幅而美元跌，从中美股票市场来看，同样是有涨有跌，股票上关税担忧相关的跨国消费类公司和科技股跌幅更大，但和内需相关的领域甚至出现涨幅；

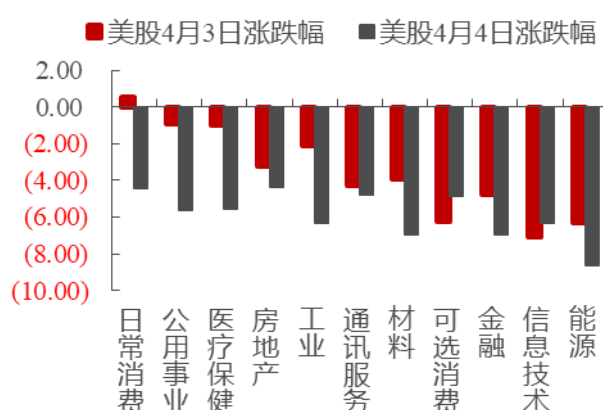
第三，相较 2008 年和 2020 年时，美联储预防流动性危机出现的“救市”手段已经更加丰富且余地更大，一方面，在常规的货币政策上，美联储在降息、扩表上还有空间，当前联邦基金目标利率上限 4.5%，远高于 2020 年初和 2008 年时的水平，且相较 2022 年年中的高点，美联储已缩表 2200 亿美元，整体资产规模回到了 2020 年紧急救助工具创设之后的水平。另一方面，在 2020 年全球公共卫生事件的冲击之后，美联储开发了许多非常规货币工具，覆盖一级交易商、金融机构、企业和居民、外国央行，能够应对不同层次的流动性缺乏。

图3：4 月 3 日关税公布之后，A 股内需相关板块录得涨幅，与外需相关的领域跌幅较大（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：4 月 3 日关税公布之后，美股内需相关板块跌幅小于与外需相关的领域（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：本轮 VIX 指数相较 2008、2020 年更低，且美元指数并未出现大涨，不符合“流动性危机”的特征



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美联储常规货币政策空间留有余地，降息上还有空间，资产负债表还有“扩表”空间



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美联储应对“流动性危机”的手段充裕

美联储应对金融系统紧急状况的手段		
货币政策工具	联邦基金利率	常规的货币政策操作手段
	贴现窗口贷款	
	公开市场操作	
	前瞻性指导	
	资产购买 (QE)	
一级交易商	一级交易商信贷便利 (PDCF)	一级交易商 (通常是一些符合资格的商业银行或者投资银行) 是美联储货币政策交易对手, 可以参与国债拍卖, 也会充当做市商。PDCF允许一级交易商申请不超过90天的贷款, 符合条件的抵押品包括广泛的投资级债务证券, 包括商业票据和市政债券, 以及广泛的股本证券。
其他金融机构	银行定期融资计划 (BTFP)	向银行、储蓄协会、信用合作社和其他符合条件的存款机构提供长达一年的贷款, 将美国国债、机构债务和抵押贷款支持证券以及其他合格资产作为抵押品。
	货币市场共同基金流动性工具 (MMLF)	波士顿联邦储备银行 (Federal Reserve Bank of Boston) 向符合条件的金融机构提供贷款, 这些贷款由金融机构 从货币市场共同基金购买的优质资产作为担保。
	商业票据融资便利 (CPFF)	CPFF 将通过特殊目的公司 (SPV) 为美国商业票据发行人提供流动性支持。SPV 将使用纽约联邦储备银行 (New York Fed) 提供的融资, 从符合条件的发行人那里购买符合条件的 三个月无担保商业票据和资产支持商业票据 (ABCP)。
企业和居民	一级市场企业信贷安排 (PMCCF)	美联储建立了一个特殊目的公司 (SPV), PMCCF 通过它能够 发放贷款和购买债券。
	二级市场企业信贷安排 (SMCCF)	SMCCF 通过在二级市场 购买投资级美国公司发行的公司债券 , 以及投资目标是美国公司债券提供广泛市场敞口的美国上市交易所交易基金来支持市场流动性。
	紧急贷款	根据《联邦储备法》第 13 (3) 条, 美联储还有权在“不寻常和紧急情况下”向符合条件的企业 (包括非金融公司) 提供贷款。
	定期资产支持证券贷款 (TALF)	美联储于 2020 年 3 月 23 日设立了定期资产支持证券贷款工具 (TALF), 以支持信贷流向消费者和企业。TALF 允许发行 由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局 (SBA) 担保的贷款和某些其他资产支持的资产支持证券 (ABS)。
离岸市场	临时外国和国际货币管理局 (FIMA) 回购工具	美联储为外国和国际货币当局建立了临时回购协议工具 (FIMA 回购工具), FIMA 回购工具将允许 FIMA 账户持有人 (由在纽约联邦储备银行拥有账户的中央银行和其他国际货币当局组成) 与美联储签订回购协议。在这些交易中, FIMA 账户持有人暂时将他们在美联储持有的美国国债兑换成美元, 然后可以将其提供给其管辖范围内的机构。
	中央银行流动性掉期	加拿大银行、英格兰银行、日本银行、欧洲中央银行、美联储和瑞士国家银行已采取协调行动, 通过常设美元流动性互换额度安排加强流动性供应。 此外, 美联储还与另外九家外国央行建立了临时美元流动性互换额度。

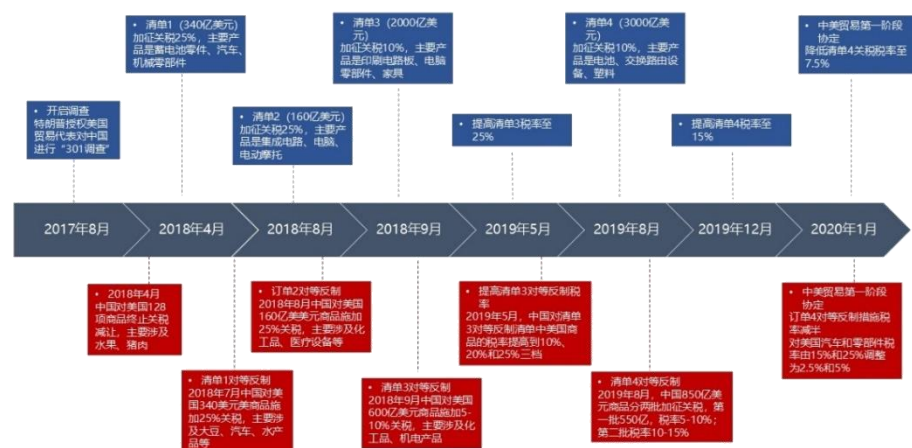
资料来源：美联储，民生证券研究院

2 外需秩序正被打破，新的格局有待建立

2.1 关税与“选边站”

从中美两国贸易关系来看，此次可能很难达成类似于 2020 年初时的《中美第一阶段经贸协议》。2018 年开始，美国对中国施加“301 关税”，中国也对美国进行了 4 次对等反制措施，双方于 2019 年末开始进行贸易谈判，并于 2020 年 1 月达成协议，当时能够达成协议的一大因素也与全球公共卫生事件的出现有关，双方政府都把更多的精力放在应对全球公共卫生事件的影响上，贸易摩擦也因此缓和。而此次，特朗普的诉求更加明确：他要求制造业回流和缩小贸易逆差，其中，制造业回流要求他国到美国可掌控的供应链中去进行投资，这威胁了中国的制造业安全，参考 2020 年的《中美第一阶段经贸协议》，中方在金融领域对美国进行开放，而美国此次可能将包括 TikTok、关键港口的掌控权作为另一个要价的筹码。其次，中国对缩小贸易逆差所做出的努力例如购买美国农产品和能源产品，对于两国之间较大的贸易逆差来看效果并不好，自 2018 年后中国自美国进口农产品和能源的金额不断抬升，但中国对美国的贸易顺差甚至在 2022 年创历史新高，最终协议的结果是双方都并不满意，中美当前的贸易格局在特朗普的“美国优先”导向下没有“中间状态”。

图8：2018-2020 年中美贸易摩擦升级、最终达成经贸协议的历程



资料来源：美国贸易代表办公室，中国商务部，民生证券研究院绘制

图9：中国自美国进口农产品和能源产品对缩小两国的贸易差额效果不显著

贸易额 (亿美元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国自美国进口农产品	206.50	124.80	113.29	198.11	342.34	359.29	280.24	220.30
中国自美国进口能源	72.64	105.17	41.18	100.12	213.98	190.79	223.63	231.27
贸易差额 (中国-美国)	2768.25	3236.97	2955.31	3161.53	3961.54	4037.99	3359.32	3596.79
能源+农产品对贸易差额的拉动		1.8%	2.3%	-4.9%	-8.2%	0.2%	1.1%	1.6%

资料来源：ITC，民生证券研究院

图10：中美第一阶段经贸协议中，中方同意扩大自美采购贸易额且开放金融领域

知识产权保护

- 加强知识产权保护和法；商业秘密保护；药品相关知识产权；专利保护；共同打击电子商务市场的侵权假冒行为；地理标志保护；打击盗版和假冒产品的生产和出口；加强商标保护。

技术转让

- 自愿和基于市场的条件；不强迫技术转让

食品和农产品贸易

- 扩大自美采购和进口：从2020年1月1日至2021年12月31日两年内，中国应确保在2017年基数之上，扩大自美采购和进口制成品、农产品、能源产品和服务不少于2000亿美元；

金融领域开放

- 取消外资股比限制；取消经营范围限制

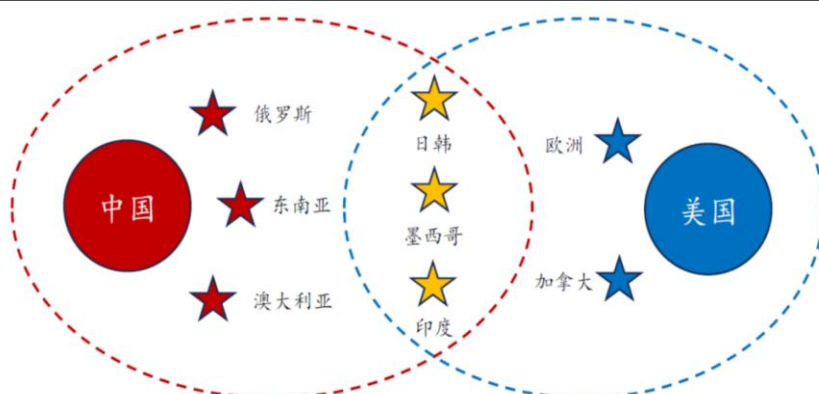
宏观经济政策透明度

- 实现并维持市场决定的汇率制度，避免竞争性贬值；按规定时间公开披露外汇储备和远期头寸数据、国际收支金融账户的子项数据以及货物与服务进出口情况。

资料来源：美国贸易代表办公室，中国商务部，民生证券研究院绘制

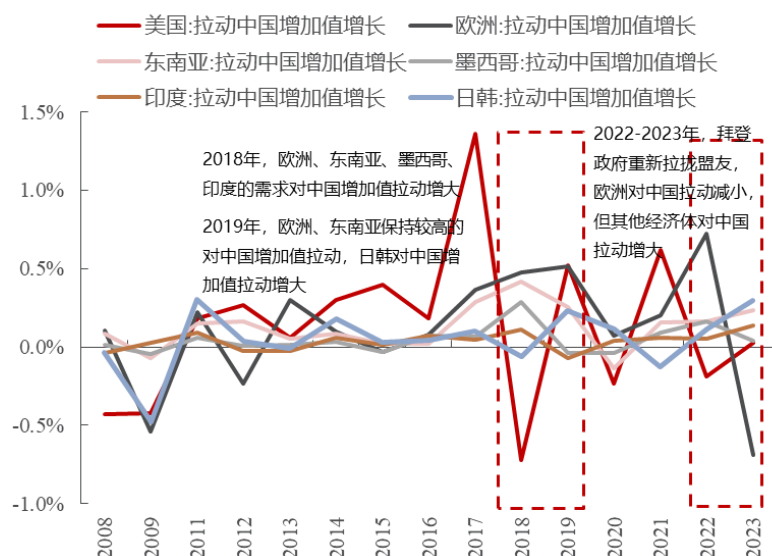
如果本次双方无法达成一个各自退让的协议，那么未来的情形有两种：**第一种是参考 2018 年的经验，美国的关税行动将欧盟、日韩、东南亚等贸易伙伴推向中国**，这些国家的需求在 2018 年时以及之后都增加了对中国 GDP 的拉动，除 2022-2023 年拜登政府重新拉拢欧洲盟友，导致欧洲对中国增加值拉动大幅下降以外。我们在专题报告《两个太阳：被重塑的全球化》中阐述了当前世界的两个贸易圈：以中国为中心和与美国为中心，与中国更近的是俄罗斯、东南亚，与美国更近的是欧洲、加拿大，重合的部分是日韩、墨西哥及印度，本次日韩、印度、欧盟同样遭受高额关税（24%、27%），加拿大、墨西哥因《美加墨贸易协定》而部分可豁免，假设除加拿大和墨西哥以外的国家都因此更加靠近中国，那么参考 2018 年时的经验，美国需求当年对中国增加值的拖累是 0.72 个百分点，但欧洲、东南亚、印度的进口对中国增加值的拉动相较 2017 年上升了总计 0.52 个百分点，将美国的影响抵消至-0.2 个百分点。

图11：分别以中美为主的全球两大贸易核心圈



资料来源：ITC，ADB，民生证券研究院

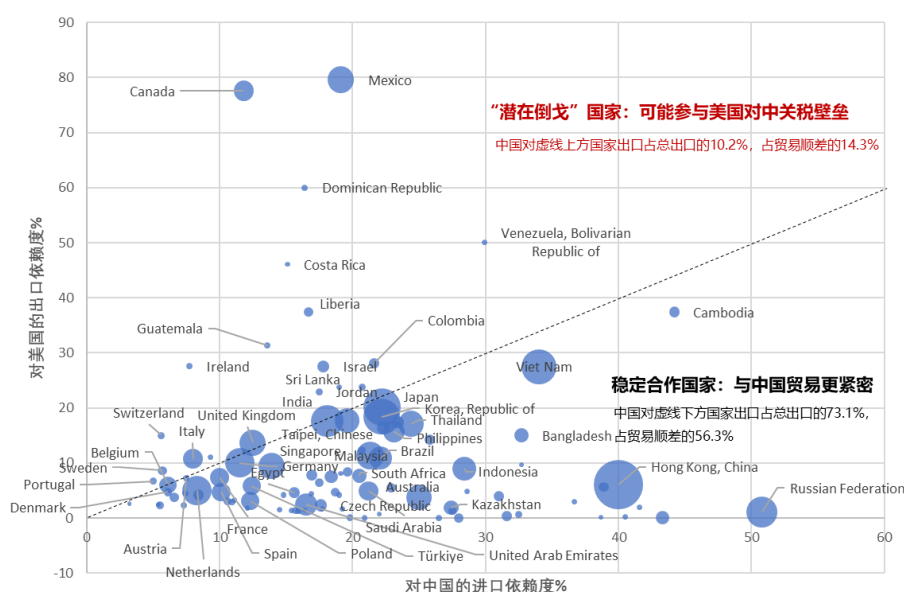
图12：2018年之后，除美国外的其他经济体进口对中国增加值拉动增大



资料来源：ITC，ADB，民生证券研究院

第二种是较差的情形：美国以对要求第三方对中国增加关税来达成对第三方国家减税的协议，这类第三方国家的特征是外需高度依赖美国需求而对中国进口依赖度相对低，最典型的是墨西哥，其次政治和军事上受到美国掣肘的日韩也有可能，但中日韩目前正加速商谈自贸协定。**我们估算这些潜在的可能接受美国要求对中国增加关税的国家，占到中国出口的 10.2%，占中国贸易顺差的 14.3%，影响仍然在可控范围之内。**从下图中能够看出，日本、韩国、中国台湾以及英国、德国等欧洲国家在 45 度线附近，是中美贸易圈需要争夺的贸易对象。

图13：以对美国的出口依赖度和对中国的进口依赖度识别可能“倒戈”的国家和稳定合作的国家，日本、韩国、中国台湾及欧洲国家的倾向性不明确



资料来源：ITC，民生证券研究院

2.2 外需不止美国

近期美国经济呈现强现实和弱预期，4月4日公布的非农数据显示劳动力市场仍然强劲：3月非农就业人数增加22.8万人，预估为增加14万人，即使考虑下修风险，从另一指标——失业率来看也依旧平稳（4.1%→4.2%），美联储主席鲍威尔表示，特朗普关税会推高通胀并降低经济增速，但目前调整货币政策“为时过早”，降息维持在全年2次，这导致了全球投资者对未来高利率抑制需求、关税推升通胀的担忧。但从特朗普的时间窗口来看：其多重政治目标需要推进（减税、削减开支、移民、生产性投资、住房保障、军事），这些政策效果都要为2026年11月份的中期选举提供竞选筹码，以减税措施来看，从减税落地到出现需求扩张的效果，至少中间有1年的滞后，这意味着从明年特朗普中期选举提前一个季度“造势”的时间点倒推，今年三季度之前特朗普政府需要开始采取推动经济增长的动作，由此来看，**二季度可能是外需本身不差，但预期较差的时候。**

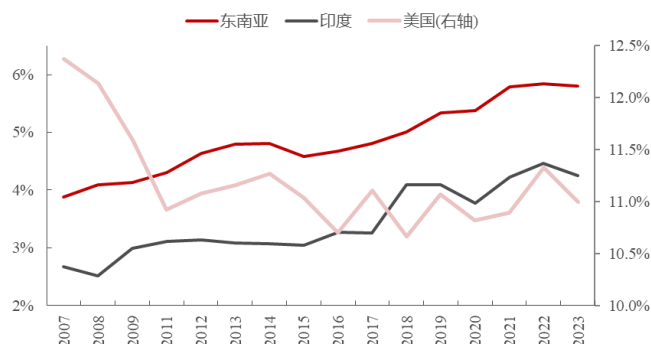
此外，美国不是终端需求的唯一来源，过去10余年中，其他发展中国家（东南亚、印度）的本土需求在全球进口中的占比也在提升，尤其是2018年美国贸易保护主义之后，背后是，中国和其他国家的FDI为当地提供了产业扩张和就业岗位，收入有保障，培育了本土需求。当前，资产价格显示全球投资者对美国经济的预期陷于“衰退”和“滞胀”之间，资金有望在这样的预期下流出美国（至少在金融资产层面），寻找新的土壤，这将带来全球需求格局的重塑。

图14：特朗普的主要内政是多重目标的

领域	特朗普主要内政
税收	延续对企业和个人减税
财政	成立“政府效率部”，削减政府“浪费开支”
移民	封锁边境，组织移民入侵，进行美国历史上最大规模的驱逐行动
能源	减少对于传统能源的使用限制，加大对传统能源的支持
地产	允许新房建设，对首次住房者提供支持，削减不必要的住房法规
教育	回归根本，赋予社区和家长更多的发言权
军事	成为世界最强大的军队

资料来源：白宫，民生证券研究院

图15：发展中国家的本土需求在全球进口的占比在提升



资料来源：wind，民生证券研究院

3 国内的应对之策

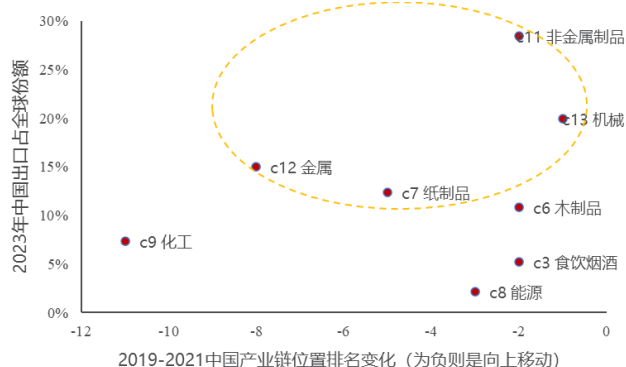
3.1 内需消费可以弥补一定程度上的外需拖累

经过我们测算,假设在 2018 年的情形下,美国关税造成的外需下降将对 GDP 造成 0.2 个百分点的拖累,如果这一部分都由居民消费来对冲,居民消费支出对 GDP 的拉动需要达到 2.04 个百分点,对应增速 5.1%,这对应着大概 4.0% 的社零增速,而当前针对 2025 年社会零售总额增速的万得分析师一致预期是 5.1%。我们在报告《从投资到民生,从过剩到新生》中阐述了对今年财政政策基调的理解是:决策层将扩大内需,尤其是消费内需提到了较高的位置,一方面是出台了专项的《提振消费行动方案》,另一方面是新增的超长期特别国债金额 3000 亿元中的 1500 亿元加码消费品“以旧换新”,且一般公共预算支出中对“民生保障”等能够帮助提升消费意愿的领域占比提升;此外,财政政策还留有充分余地,根据财政部长蓝佛安在“两会”后答记者问的讲话:“财政政策需相机抉择、因势而动”,“中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间”。4 月下旬的政治局会议是一个关键节点,预计若政策加码仍然集中在消费品“以旧换新”和设备更新领域。

3.2 国产替代与不惧关税的细分领域

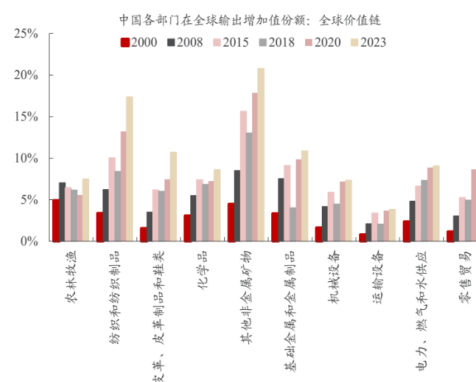
结构性上,中方反制美方进口产品将对国产替代提升有利,我们在报告《两个太阳:被重塑的全球化》中筛选出来了这些对美国出口冲击大的类别:农林牧渔、水上运输、化学品、酒店和餐饮、采矿业、橡胶和塑料;此外,中国在全球具备竞争力的品种不惧关税,参考 2018 年的经验,若市占率较高甚至可以量价齐升,例如 2018 年时的皮革制品和鞋类、塑料橡胶及制品、造纸和杂项制品,当前我们筛选出竞争力增强且市占率高的是:非金属制品、基础金属和金属制品、机械设备、纸制品;而市占率较高或创新高的包括皮革制品和鞋类、纺织和纺织制品、零售贸易、运输设备。

图16: 中国向全球产业链上游移动,且原本占据较高市场份额的行业主要是非金属制品、机械、金属、纸制品



资料来源: ITC, 民生证券研究院

图17: 中国在全球价值链中输出的纺织制品、皮革制品、贸易和运输设备的份额在 2023 年创新高



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 积极防御

4月4日，新加坡总理黄循财通过社交媒体发表视频讲话，他的讲话指出了当前美国的关税政策对全球自由贸易体系的破坏，这种破坏的后果是深远且严重的，对新加坡这样的“小国”而言更意味着严峻的风险，他提到“上一次世界经历类似的情况，是在1930年代，当时的贸易摩擦不断升级，最终引发武装冲突，并导致第二次世界大战”。也许这位从“小国”视角出发的总理对未来贸易格局乃至引发的后果过于悲观，但至少提醒投资者需要清醒地认识到全球原有的需求和供给的秩序在被打破，这一定会给风险资产带来波动，且难以在过去的一两个交易日、甚至在关税真正实施前（4月9日）被反映充分。

在现有秩序被破坏的阶段，投资者可以进行积极防御，包括：**第一，内需对冲外需下行**，此前我们在报告中多次提到的，受益于量增的消费板块（**食品、乳制品、啤酒、彩妆、服饰、定制家居等**），包括上文中我们提到会受益于反制的**农林牧渔、酒店餐饮**；**第二，纯粹的低估值资产（银行、保险）、红利中的煤炭**因反制受益。

当然，未来也总会诞生出新的秩序，正如加拿大总理在美国加征关税后的表态：“如果美国不想再发挥领导全球经济的作用，加拿大会这么做”。新的秩序建立者总会站出来，而从当前的情况来看，另一个发光的“太阳”是中国。美国想要重建他的制造和供给能力，而其他国家需要重建需求的来源，在未来的全球经济秩序重建过程中，**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、自动化设备等）**是不可或缺的。

5 风险提示

- 1) **国内经济增速不及预期。**如果后续内需增长幅度不足以抵消外需下行，则 GDP 增速将受到拖累。
- 2) **海外经济衰退。**如果海外经济超预期下行，外需将对我国增加值造成更大拖累。
- 3) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1: 美国出口的最大贸易伙伴对美关税, 远低于此次美国额外加征的“对等关税”	3
图 2: 美国此次“对等关税”公布后的大类资产表现	4
图 3: 4 月 3 日关税公布之后, A 股内需相关板块录得涨幅, 与外需相关的领域跌幅较大 (单位: %)	5
图 4: 4 月 3 日关税公布之后, 美股内需相关板块跌幅小于与外需相关的领域 (单位: %)	5
图 5: 本轮 VIX 指数相较 2008、2020 年更低, 且美元指数并未出现大涨, 不符合“流动性危机”的特征	5
图 6: 美联储常规货币政策空间留有余地, 降息上还有空间, 资产负债表还有“扩表”空间	5
图 7: 美联储应对“流动性危机”的手段充裕	6
图 8: 2018-2020 年中美贸易摩擦升级、最终达成经贸协议的历程	7
图 9: 中国自美国进口农产品和能源产品对缩小两国的贸易差额效果不显著	7
图 10: 中美第一阶段经贸协议中, 中方同意扩大自美采购贸易额且开放金融领域	8
图 11: 分别以中美为主的全球两大贸易核心圈	8
图 12: 2018 年之后, 除美国外的其他经济体进口对中国增加值拉动增大	9
图 13: 以对美国的出口依赖度和对中国的进口依赖度识别可能“倒戈”的国家和稳定合作的国家, 日本、韩国、中国台湾及欧洲国家的倾向性不明确	9
图 14: 特朗普的主要内政是多重目标的	10
图 15: 发展中国家的本土需求在全球进口的占比在提升	10
图 16: 中国向全球产业链上游移动, 且原本占据较高市场份额的行业主要是非金属制品、机械、金属、纸制品	11
图 17: 中国在全球价值链中输出的纺织制品、皮革制品、贸易和运输设备的份额在 2023 年创新高	11

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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

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