

拥抱全球议题的转换

2025 年 03 月 30 日

➤ **全球资本市场核心议题转变的再确认。**本周(20250324-20250328)A 股、港股、美股均在科技板块的带动下呈现不同程度的下跌，AI 数据中心的重复建设担忧、以及 4 月 2 日美国对等关税政策等临近是重要催化，但无论 A 股、港股、还是美股中表现依然相对较好的资产均集中在与基本面更为相关的资产。我们认为，这种变化再度确认了 2025 年 1 月下旬以来科技股引领的“东升西落”叙事的阶段退潮，以及当前全球议题已然从科技叙事走向经济。参考 2000 年科网泡沫的经验，美国对信息技术投资的主导驱动科技行情的持续向上，而一旦美国信息技术投资增速转负且占比回落，即使部分非美国国家增加了相关领域的投资，但全球科技股仍跑输了各自国家的宽基指数。此外，对于 A 股而言，市场交易热度高的时候，往往小盘、成长更为占优，这种现象在 2023 年 9 月以来尤为明显，结合我们此前的讨论：这种关系大概率来源于个人投资者的崛起，而本周市场热度的快速回落实际上也来自于个人投资者交易热度的下降，考虑到个人往往以赚钱效应/催化作为主要驱动因素，未来如果市场缺乏更具吸引力的催化剂，大盘/价值风格可能依然保持占优。

➤ **海外：重新对焦。**本届特朗普政府的经济思路正在逐步明晰：推动经济驱动力从政府主导向私营部门主导切换，过程可以忍受经济与股市的阵痛，并认为包括消费者信心指数在内的软数据走弱与经济本身的关联不大且均认为当前美国经济依然保持韧性。这意味着包括 GDP、就业等在内的硬数据的走弱可能才是本届特朗普政府的“底线”，这或许也是当前任期的特朗普 put 所在。这种理解的另一面是，如果美国经济并未呈现大幅走弱的情况，关税等政策可能依然将持续推进。基于此，我们认为，未来的场景大概率存在两种组合，一是**美国经济未大幅走弱+特朗普各项政策继续推进特别是关税政策**：风险资产承压，美国企业有提高资源品与资本品合意库存水平的诉求，而当前补库空间可能依然较为充足；二是**美国经济明显走弱+政策阶段缓和和矛盾**：风险资产面临的冲击阶段缓和，但可能也面临需求实际走弱的考验。从市场来看，本周市场对于关税政策经历了从定价不足到重新对焦的过程，这意味着 4 月 2 日对等关税落地前后市场波动率反而可能升至阶段高位。考虑到当前美国经济可能依然处于上述第一种情形，这意味着风险资产可能阶段面临冲击，但商品可能好于股票。

➤ **国内：关注政策的扩散与贸易格局重构的机遇。**最新披露的工业企业数据显示企业盈利仍处于弱改善的趋势中，政策支持的领域表现突出，这意味着政策托底依然是当前企业盈利改善的主要来源，未来政策的扩散效应值得期待。另一方面，随着对等关税临近，市场在计价关税冲击的同时也增加了对于更多逆周期政策的期待。然而，结合特朗普政府主要官员/顾问的观点来看，渐进式关税可能是这届特朗普政策的基准方案，特别是考虑到关税政策的推进可能需要以美国经济不出现明显问题作为前提。这意味着这一任期关税政策的实施可能会给予我们较多的反应空间，实际上，自 2024 年 11 月以来，我国持续发布了稳外贸政策以应对不确定性。综合来看，我们认为，我国出口端的受到影响可能并没有市场想象的大。结合当前市场状态，以沪深 300 为代表的大盘风格可能相对占优。从更长远的视角看，未来两方面变化值得关注，一是**关税政策对于美国自身的影响**，如果强美元(贝森特观点)、或替代效应(米兰观点)效果不及预期，可能反过来通过影响支持率而掣肘政策本身；二是**贸易格局的重构同样会带来中国新的机遇**：对新兴市场投资创造新的需求、重获欧洲份额等。

➤ **拥抱制造国向上的中长期趋势。**当前市场的关注点已然从 2025 年 1 月下旬以来的科技叙事走向经济本身。随着新一届特朗普政府的特朗普 put 逐步明晰，海外的潜在场景也逐步浮现：一方面，在美国制造业回流的预期下，企业提高合意库存水平可能将带来资源品与资本品的新需求；另一方面，我国的出口端可能依然保持韧性，贸易格局的重构也将带来新的机遇，而国内政策的盈利托底效果也在慢慢显现。**全球正在重回金融与科技国向下、制造国向上的中长期趋势中，商品表现可能好于股票。**我们推荐：第一，率先受益于国内投资活动恢复、全球制造业活动恢复、以及提高合意库存诉求下的**上游资源品**(铜、铝、黄金以及部分小金属钴、镍、锆等)、以及**资本品**(工程机械、钢铁、自动化设备等)等。第二，过去抑制因素逐步缓解、政策支持力度加强且更为关注长效机制改革的**消费板块**(食品、乳制品、啤酒、彩妆、成衣制造、旅游等)；第三，**金融板块**低估值资产(银行、保险)。

➤ **风险提示：**国内经济恢复不及预期；特朗普关税政策超预期；测算误差。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 梅锴

执业证书：S0100522070001

邮箱：meikai@mszq.com

研究助理 季宏坤

执业证书：S0100124070013

邮箱：jihongkun@mszq.com

相关研究

- 1.市场温度计系列之二十五：市场整体情绪低迷带来交易热度明显回落-2025/03/29
- 2.策略专题研究：两个太阳：被重塑的全球化-2025/03/27
- 3.资金跟踪系列之一百六十一：个人活跃度有所回落，ETF与北上均不同程度撤离-2025/03/24
- 4.A 股策略周报 20250323：转换仍在继续-2025/03/23
- 5.市场温度计系列之二十四：机构情绪明显下行驱动市场回调-2025/03/22

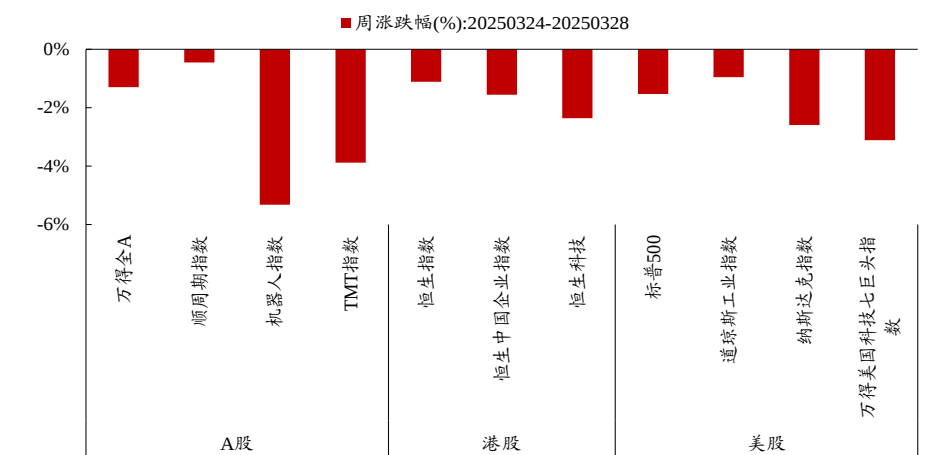
目录

1 全球资本市场核心议题转变的再确认	3
2 海外：重新对焦	6
3 国内：关注政策的扩散与贸易格局重构的机遇	11
4 拥抱制造国向上的中长期趋势	15
5 风险提示	16
插图目录	17

1 全球资本市场核心议题转变的再确认

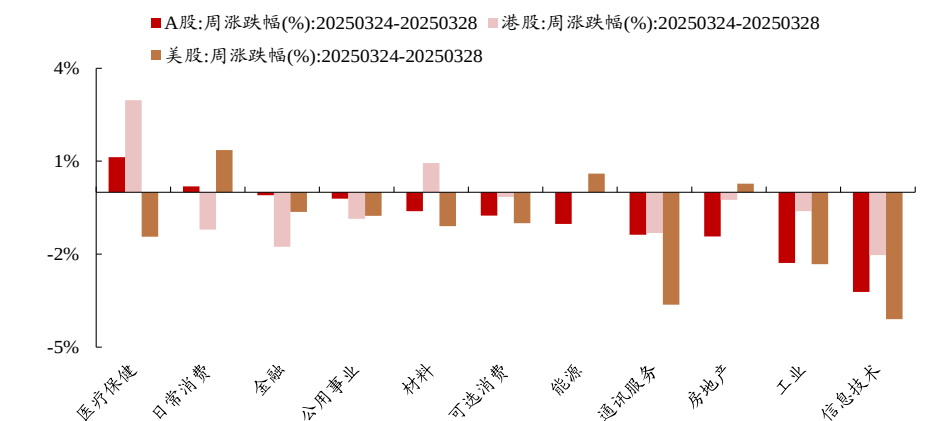
本周(20250324-20250328)A股、港股、美股均在科技板块的带动下呈现不同程度的下跌，其背后的重要催化在于阿里巴巴董事长蔡崇信认为美国数据中心存在重复建设、微软放弃新数据中心以及4月2日美国对等关税政策临近等。其中，A股、港股整体延续了上周(20250317-20250321)的表现，而美股则在经历悲观预期的短期修正之后重回下跌趋势，但无论A股、港股、还是美股中表现依然相对较好的资产均集中在与基本面更为相关的资产。我们在点评《独立行情中的不确定性》中提到的A股与美股之间处于相对极端位置的负相关性在本周开始明显均值回归，我们认为，**这种变化再度确认了2025年1月下旬以来科技股引领的“东升西落”叙事的阶段退潮，而与经济更为相关的领域开始“共振”。**

图1：本周(20250324-20250328)A股、港股、美股均不同程度下跌，其中，科技相关领域均跌幅较大



资料来源：wind，民生证券研究院

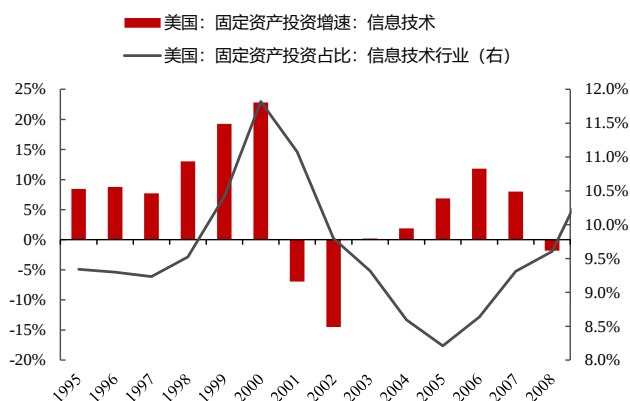
图2：行业上，本周(20250324-20250328)A股的医药与日常消费，港股的医药、材料(主要是有色)，以及美股的日常消费、能源、房地产等行业均录得正收益，三个市场的信息技术行业均跌幅明显



资料来源：wind，民生证券研究院

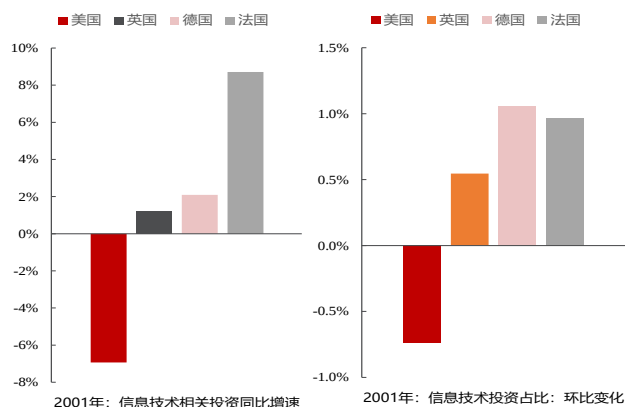
实际上，正如我们在上周周报《转换仍在继续》中所讨论的，**当前全球议题已然从科技叙事走向经济**，而无论是 AI 数据中心重复建设担忧、亦或者是投资的退潮，正是这种转变的再度确认，这在历史上均有迹可循：**参考 2000 年科网泡沫的经验，美国对信息技术投资的主导驱动科技行情的持续向上，而一旦美国信息技术投资增速转负且占比回落，即使部分非美国家增加了相关领域的投资，但全球科技股仍跑输了各自国家的宽基指数。**

图3：2001 年美国信息技术投资增速转负，信息技术投资在总投资占比中下降



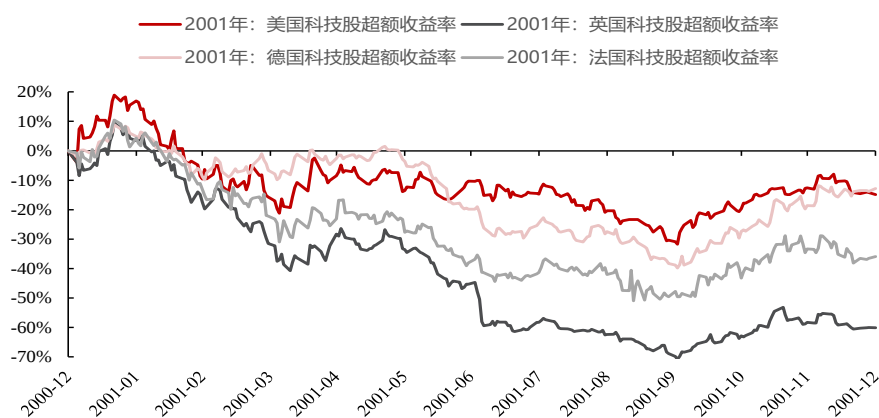
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：英、德、法等非美国家信息技术领域的投资增速、占比在 2001 年仍有提升



资料来源：wind，BEA，英国统计局，欧盟统计局，民生证券研究院

图5：2001 年以来，美国、德国、英国、法国等国家的科技股明显跑输各自国家的宽基指数

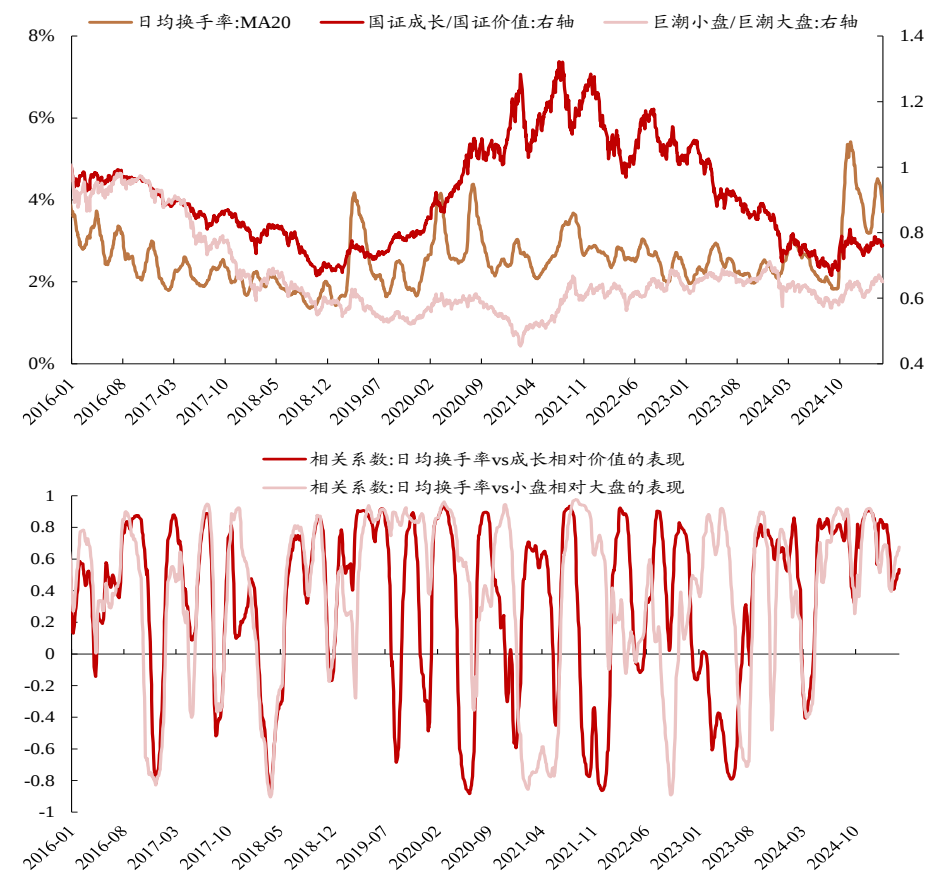


资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

值得关注的是，本周 A 股在下跌的同时交易热度明显的回落，市场风格也摆向大盘与价值风格，实际上，市场整体交易热度在大多数时间与大盘相对于大盘的表现、成长相较于价值的表现呈现明显的正相关关系，即**市场交易热度高的时候，往往小盘、成长更为占优，这种现象在 2023 年 9 月以来尤为明显**，结合我们在专题《英雄亦造时势：当下市场定价特征的思考》中的讨论：**这种关系大概率来源于个人投资者的崛起**，而本周市场热度的快速回落实际上也来自于个人投资者交易热度的下降，**考虑到个人投资者往往以赚钱效应/催化作为主要驱动因**

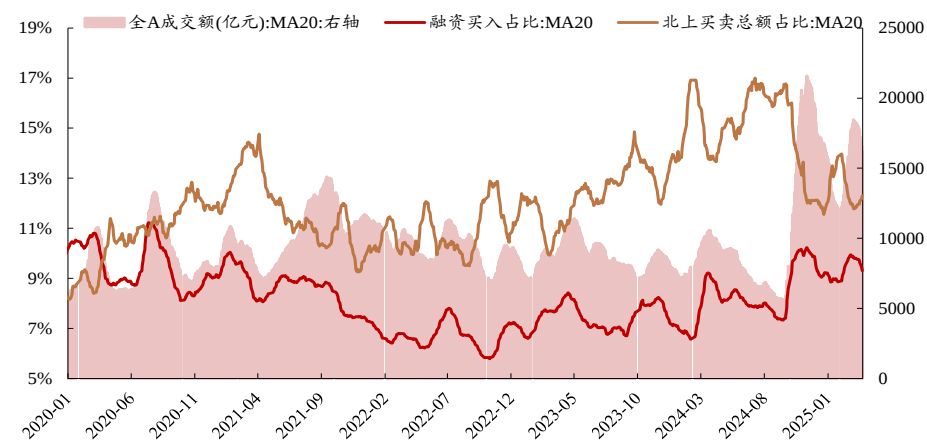
素，未来如果市场缺乏更具吸引力的催化剂，大盘/价值风格可能依然保持占优。

图6：从历史上看，小盘相对于大盘的表现、以及成长相较于价值的表现与市场交易热度(日均换手率等)在大多数时间呈现正相关关系



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：近期以两融为代表的个人投资者的买入占比回落，北上买卖总额被动回升(北上买卖总额依然在回落)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 海外：重新对焦

本届特朗普政府与上一届的最大差异之一在于特朗普 put 的转变，这也是 2025 年 2 月下旬至 3 月上旬美股大幅下跌的重要触发因素之一（详见点评《独立行情中的不确定性》）。在特朗普的第一任期内，每当美股呈现明显下跌之后，特朗普往往会发表提振市场的言论，而当前任期内随着特朗普政府内阁成员逐步发表经济观点，**本届特朗普政府的经济思路逐步明晰：推动经济驱动力从政府主导向私营部门主导切换，过程可以忍受经济与股市的阵痛。**值得关注的是，针对包括消费者信心指数在内的走弱，特朗普主要内阁官员与美联储主席鲍威尔均认为当前美国经济依然保持韧性、并认为上述软数据走弱与经济本身的关联不大。换句话说理解，**包括 GDP、就业等在内的硬数据的走弱可能才是本届特朗普政府的“底线”，这或许也是当前任期的特朗普 put 所在：从美股转向美国经济的硬数据。**这种理解的另一面是，**如果美国经济并未呈现大幅走弱的情况，包括关税、削减开支等相对尖锐的政策可能依然将持续推进。**

图8：特朗普第一任期内，美股存在明显的特朗普 put，即股市明显下跌后，特朗普大概率会发表关于提振股市的言论



资料来源：bloomberg，民生证券研究院。注：特朗普发言提振股市强度计算方法为：首先计算特朗普当天发表关于提振股市言论的次数，通过给予近日更高权重的方法进行了 7 个自然日的移动平均

图9：特朗普政府主要内阁成员、以及鲍威尔均认为当前美国经济具有韧性，且可能并不关心软数据的走弱

日期	发言内容
2025-02-19	美联储：特朗普政策的潜在影响引发通胀担忧，考虑放缓或暂停缩表
2025-02-21	美联储：特朗普关税或重创供应链
2025-02-25	贝森特：重振私营经济，减少支出，同时放宽货币政策
2025-03-02	贝森特：1、现在看到的美国经济是上届政府过去4年过度支出退潮后的后遗症；2、在6-12个月后，美国才能展现特朗普的经济
2025-03-07	贝森特：“关税通胀”只是一次性价格调整
2025-03-11	商务部长卢特尼克：即使关税政策引发衰退，也物有所值
2025-03-19	特朗普：我们将拥有全世界、全球有史以来最强大的经济
2025-03-20	鲍威尔：1、经济强劲，放缓缩表是“技术性”决定；2、关税将推迟抑制通胀的进展，但仍预测影响将是暂时的；3、不想过度担忧那些调查的软数据，只想关注硬数据
2025-03-25	斯蒂芬·米兰：1、关税的负担主要由被加关税的国家承担，这意味着对美国经济的负面影响或价格上涨的传递会非常有限；2、经济从政府主导向私营部门主导的转型，这是个艰难的过程
2025-03-26	斯蒂芬·米兰：1、人们经常让政治观点影响他们对经济的看法，这往往体现在信心数据上。最近几年，消费者信心和经济实际结果之间的联系并不强；2、我认为被我们加关税的国家才是掏钱的那方，对美国经济不会有啥大负面影响；3、美国消费者很灵活，可以买国货，转向国内生产，或者根据关税从不同国家进货

资料来源：bloomberg, cnbc, 民生证券研究院

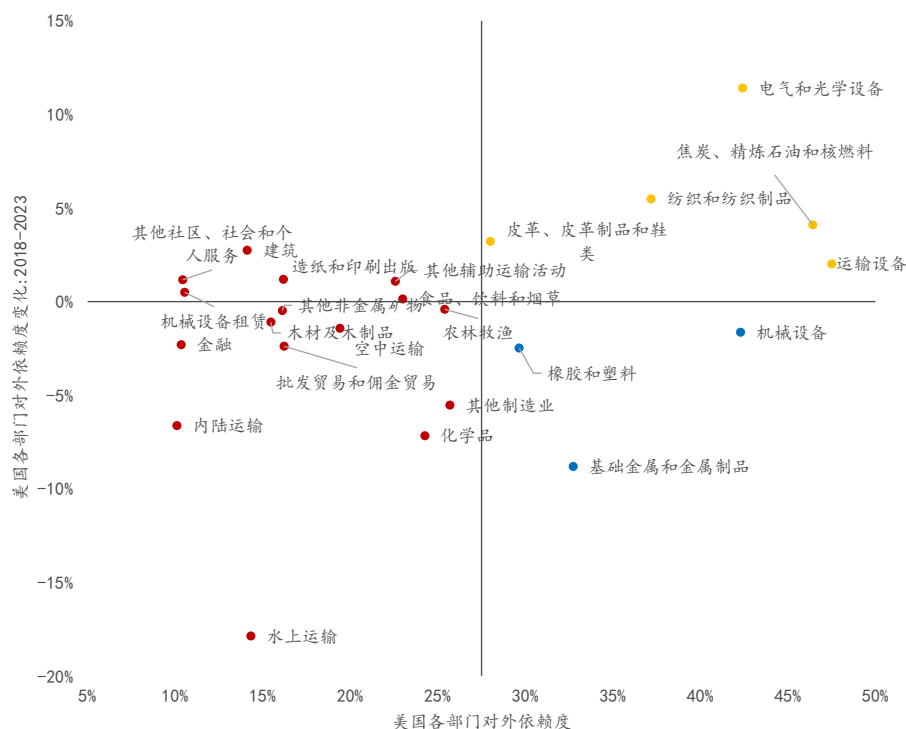
基于上面的理解，我们认为，未来的场景大概率存在两种组合：

情形一：美国经济未大幅走弱+特朗普各项政策继续推进特别是关税政策：

这一方面可能会带来风险资产的承压，另一方面，**考虑到美国部分行业的对外依赖度依然较高，如：美国的运输设备、焦炭精炼石油和核燃料、电气和光学设备、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类等**部门对外依赖度较高且仍在上升，而**机械设备、基础金属及金属制品、橡胶和塑料**等行业虽然对外依赖度有所回落但对外的觉得依赖度水平依然较高，**这种不确定可能会促使相关企业提高合意库存水平：**既包括重要资源品，也可能包括关键资本品。从当前美国企业库存情况来看，截至 2025 年 1 月，美国制造商、零售商和批发商的库存增速均处于较低水平，其中，制造商与零售商的增速仍在上升，两者的库销比均处于历史中枢以上水平但不极端，而零售商库销比则处于历史低位。此外，近期呈现了铜库存从 LME 搬向 COMEX 的情况，但 COMEX 铜库存相较于历史高点仍有较大的空间，相应地，无论 COMEX 还是 LME 的铝库存仍处于低位。这意味着在**“关税大棒”不断挥舞**的背景下，**美国企业提高合意库存水平的空间可能依然较为充足。**

情形二：美国经济明显走弱+政策阶段缓和矛盾：在这种组合下，风险资产面临的冲击阶段缓和，但可能也面临需求实际走弱的考验。

图10：美国的运输设备、焦炭精炼石油和核燃料、电气和光学设备、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类等部门对外依赖度较高且仍在上升



资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该依赖度的计算方法为体现在美国最终使用中其他所有国家的总增加值/体现在美国最终使用中美国+其他所有国家的增加值。

图11：美国制造商、零售商和批发商的库存增速均处于较低水平，其中，制造商、批发商库存增速仍在上升



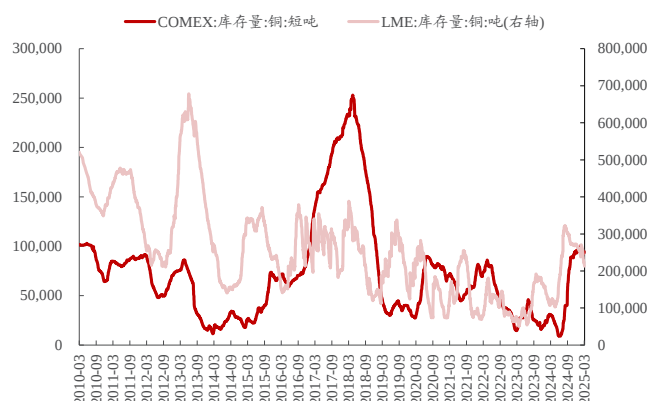
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至2025年1月。

图12：从库销比来看，美国制造商、批发商的库销比处于历史中枢以上水平，零售商库销比则处于历史低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：近期 LME 铜库存明显减少，COMEX 铜库存有所增加



资料来源：wind，民生证券研究院

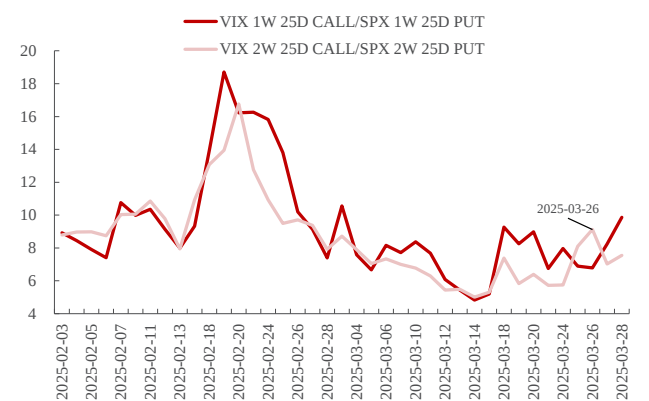
图14：无论 COMEX、还是 LME 的铝库存均处于低位



资料来源：wind，民生证券研究院

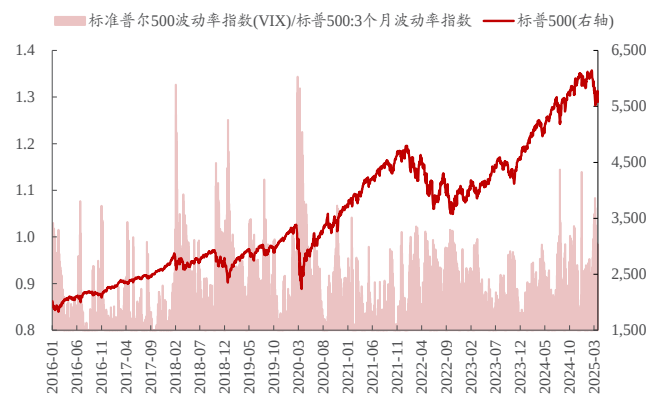
从 VIX 的市场定价来看，在本周前半周，市场可能更关心 PCE 与非农，而对关税政策表现冷淡，但随着特朗普对汽车关税政策落地，市场开始重新对焦，这意味着 4 月 2 日对等关税落地前后市场波动率反而可能升至阶段高位。值得一提的是，美国 2 月 PCE 超预期上行且个人支出增速不及预期，但收入增速则明显超过了 PCE 增速，这意味着当前美国经济可能依然是现实的韧性与偏弱的预期相交织，结合特朗普政府目前传达的思路来看，当前可能依然处于上述提到的第一种情形，这意味着风险资产可能阶段面临冲击，但商品可能好于股票。

图15：2025 年 3 月 24 日至 3 月 26 日，2 周到期的 VIX 看涨期权的隐含波动率相较于 2 周到期的标普 500 同 Delta 看跌期权持续上升，但 1 周到期的期权反而持续回落

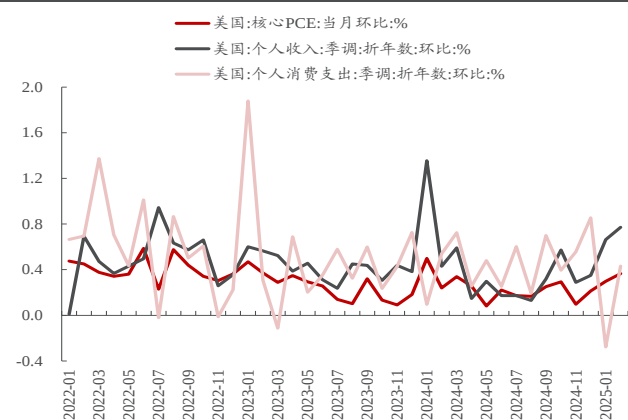


资料来源：bloomberg，民生证券研究院。注：1、上述期权均为 25Delta 的期权；2、2025 年 3 月 26 日当天，1 周到期的期权的到期日为 4 月 2 日。

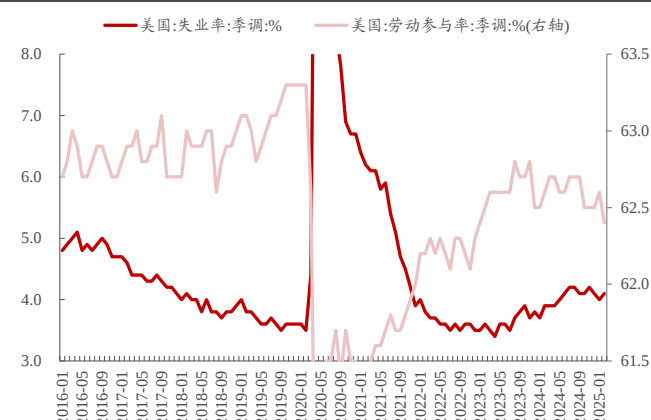
图16：2025 年 3 月 10 日至 3 月 25 日，短端 VIX 相较于长端 VIX 指数快速回落，3 月 26 日以来逐步回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：3 月 PCE 超预期上行且支出增速不及预期，但收入增速超预期超过了 PCE 增速


资料来源：wind，民生证券研究院

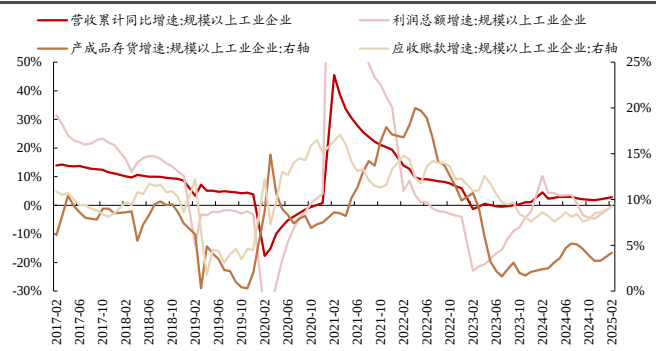
图18：当前美国失业率依然处于历史相对低位


资料来源：wind，民生证券研究院

3 国内：关注政策的扩散与贸易格局重构的机遇

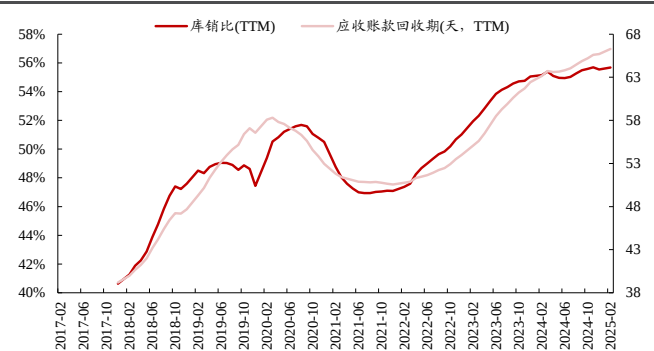
回到国内视角看，最新披露的工业企业数据显示**企业盈利仍处于弱改善的趋势中，结构上存在亮点**。具体来看，2025 年 1~2 月，规模以上工业企业的营收与利润总额均继续改善，但两者的增速弱于应收账款增速与产成品库存增速，相应地，规模以上工业企业库销比(TTM)、应收账款回收期(TTM)均上升。结构上，**政策支持的领域表现突出**，如部分装备制造、消费品制造等行业处于被动去库、主动补库阶段，这意味着**政策托底依然是当前企业盈利改善的主要来源，未来政策的扩散效应值得期待**。

图19：2025 年 1~2 月，规模以上工业企业应收账款增速>产成品库存增速>营收增速>利润增速



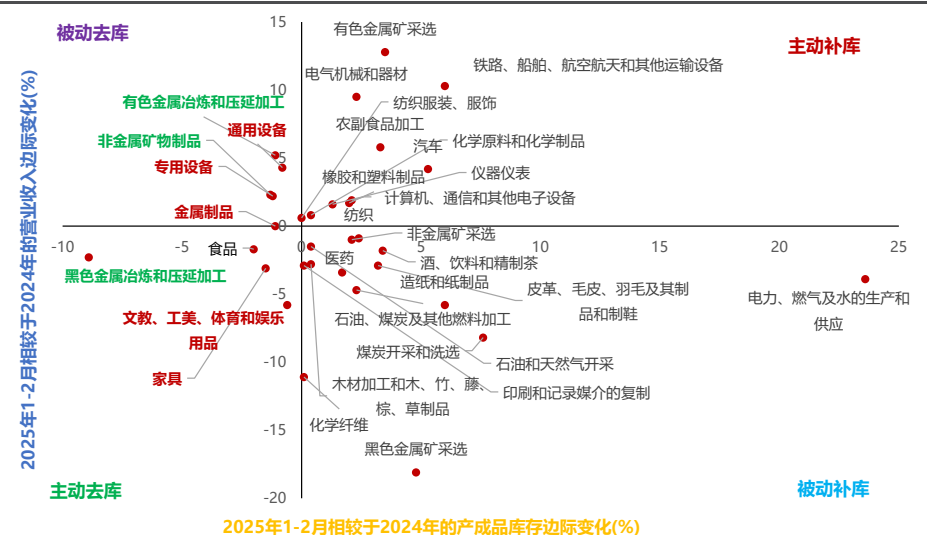
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2025 年 1~2 月，规模以上工业企业库销比(TTM)、应收账款回收期(TTM)均上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：从细分行业看，2025 年 1~2 月，有政策支持的部分装备制造和消费品制造行业处于被动去库，或者主动补库阶段



资料来源：wind，民生证券研究院

另一方面，随着 4 月 2 日美国对等关税临近，市场已经阶段计价关税冲击的影响，同时对于更多的逆周期政策抱有期待。然而，结合特朗普政府部分主要官员/顾问的观点来看，**渐进式关税可能是这届特朗普政策的基准方案，特别是考虑**

到关税政策的推进可能需要以美国经济不出现明显问题作为前提。这意味着这一任期关税政策的实施可能会给予我们较多的反应空间，实际上，自 2024 年 11 月以来，我国持续发布了稳外贸政策以应对这种不确定性。综合来看，我们认为，我国出口端的受到影响可能并没有市场想象的大，在这种背景下，结合前面讨论的市场状态(个人投资者退潮)，以沪深 300 为代表的大盘风格可能相对占优。

图22：特朗普政府部分主要官员/顾问均表达过想采取渐进式关税的诉求

时间	事件内容
2024-11-10	马斯克采访中提到：关税政策应当是可预测的，这样企业才能调整他们的供应链；所以关税的变化需要一个缓冲期，否则关税变化会对企业的生产系统造成巨大冲击，我反对突然的关税上涨
2025-01-28	《金融时报》报道：贝森特计划“普遍关税”从2.5%的起步税率开始，每月将增加2.5%，让企业有时间调整，税率最高可达20%。
2025-03-25	特朗普可能采取“两步走”的方式征收新关税，在调查完成前或先利用旧法律条款对贸易伙伴施加高达50%的关税

资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2024 年 11 月以来，我国持续发布稳外贸政策

时间	稳外贸政策
2024-11-19	国常会审议通过《商务部关于印发促进外贸稳定增长若干政策措施的通知》
2025-01-13	全国商务工作会议：千方百计稳外贸稳外资，深化产供应链国际合作，防范化解风险和外部冲击，加快商务高质量发展，推动经济持续回升向好
2025-02-07	《外贸工作会议》：外贸发展韧性很强，要坚定信心，坚持目标导向、问题导向，清醒认识外贸形势的复杂性严峻性，全力以赴稳定外贸增长。要狠抓政策落实，为企业排忧解难。要拓展跨境电商等贸易新业态，推动贸易数字化绿色化发展，帮助企业开拓国际市场
2025-02-19	国常会审议通过《2025年稳外资行动方案》
2025-03-10	《政府工作报告》：稳定对外贸易发展，大力鼓励外商投资，深化多双边和区域经济合作
2025-03-11	商务部部长王文涛：2025年，将从“政策加力、拓展增量、帮扶企业”三方面下功夫，全力以赴稳外贸
2025-03-23	中国发展高层论坛2025年年会：坚定不移推进开放合作，倡导国际通行规则下的公平竞争，维护自由贸易和全球产业链供应链畅通稳定，继续敞开怀抱欢迎各国企业，进一步扩大市场准入，积极解决企业关切，帮助外资企业深度融入中国市场
2025-03-28	国常会：做好新一轮跨境电商综合试验区扩围工作，进一步拓宽覆盖面。要推动跨境电商综合试验区建设提档升级，推进通关、税务、外汇、数据流动等监管创新，用好相关稳外贸支持政策，帮助企业拓市场、树品牌、更好发展

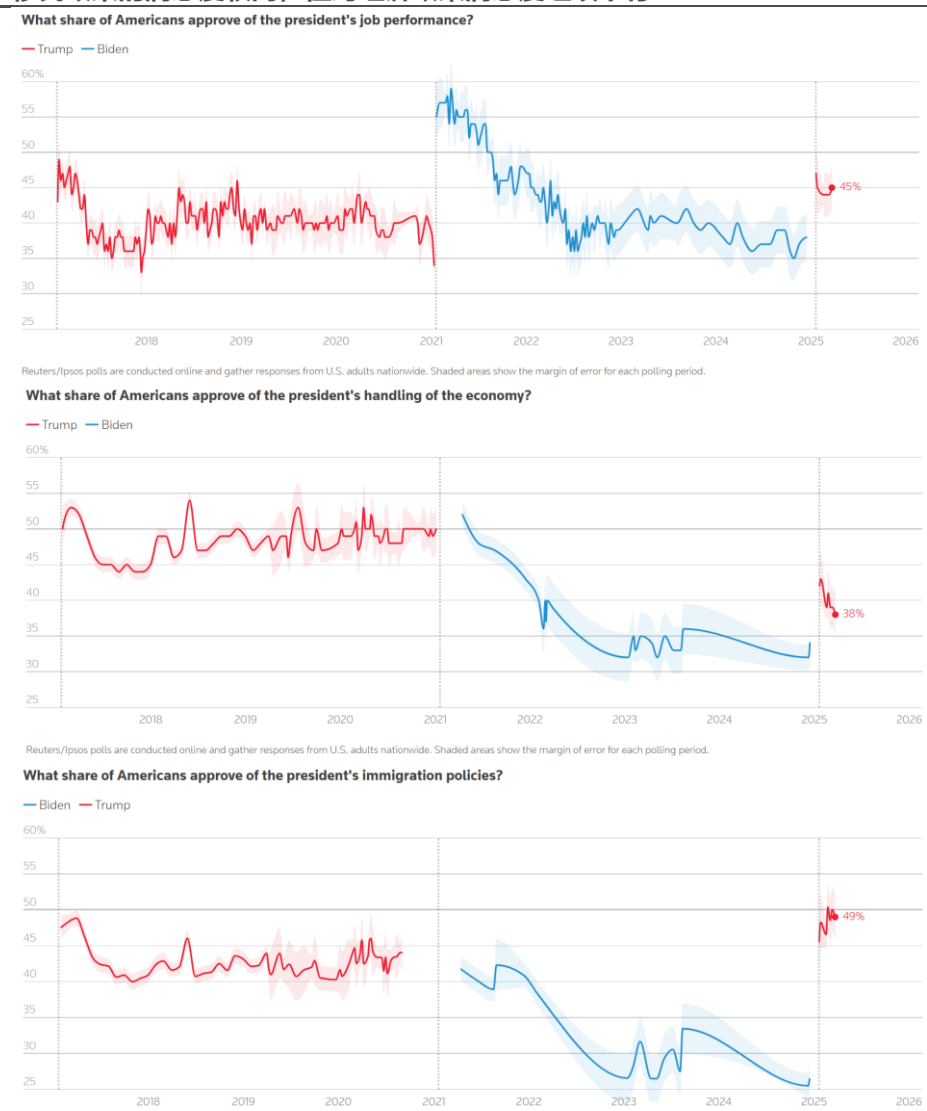
资料来源：中国政府网，民生证券研究院

从更长远的视角来看，未来有两方面变化值得关注：

一是特朗普政府的关税政策对于美国自身的影响。从当前美国国内民调来看，选民对于特朗普整体认可度小幅回升但经济分项(通胀等)是明显拖累项目认可度低于其上一个任期，而无论是财长贝森特、还是白宫经济顾问委员会主席米兰均认为关税政策的通胀效应是可以抵消的，前者主张通过强美元、后者则强调替代

效应。如果上述两个效应未能如愿兑现，可能反过来通过影响支持率而掣肘政策本身。

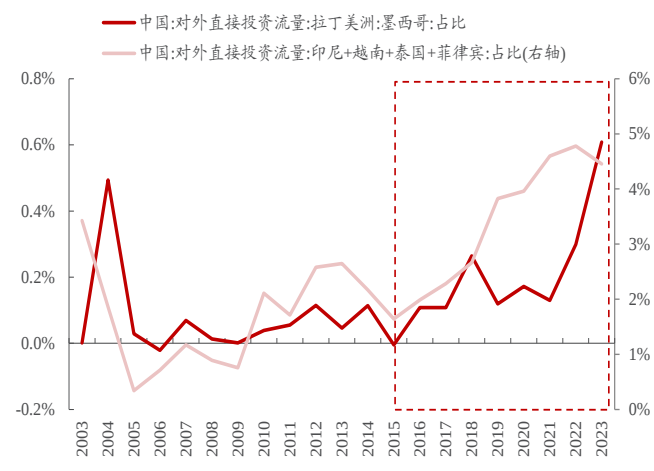
图24：最新民意调查数据显示，特朗普整体认可度小幅回升，其中，民众对于移民政策的满意度较高，但对经济政策满意度继续下行



资料来源：reuters，民生证券研究院。注：数据截至 2025/3/23。

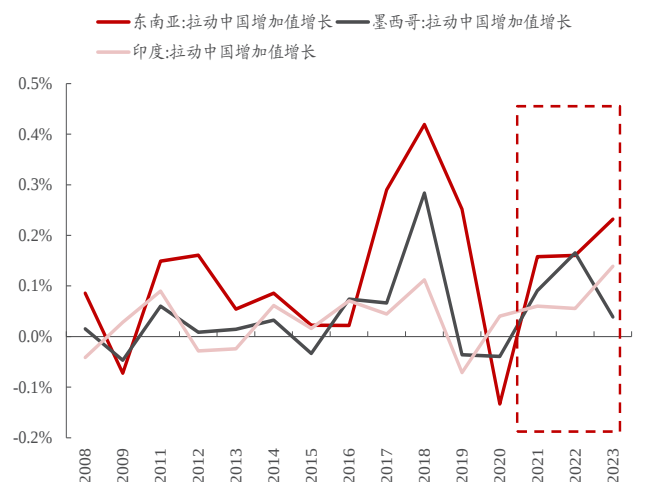
二是贸易格局的重构同样会带来新的机遇：正如我们在专题《两个太阳：被重塑的全球化》中讨论的，一方面，2016 年以来，中国向墨西哥以及主要东南亚国家的投资占比明显提升，刺激了这些国家本土的最终需求。墨西哥、印度和东南亚等国家不再只是中国实现向美国间接出口的中间国，而是同时为中国创造了新的外需。另一方面，拜登上台后，欧美关系有所缓和，美国拿走了中国在欧洲的部分份额。往后看，若欧美摩擦进一步升级，中国或是欧洲的第一选择，从而重新抬升中国在欧洲市场的份额。从细分部门来看，中国的机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备等部门有望在欧洲拿回自己的份额。

图25：2016 年以来，中国向墨西哥和主要东南亚国家的投资占比明显提升，这或刺激了这些国家的最终需求



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2016 年以来墨西哥、印度和东南亚拉动中国增加值的增长明显抬升，2021 年以来再度抬升



资料来源：ADB，民生证券研究院。

图27：拜登上任后，中国的机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备等部门在欧洲的份额明显被美国取代走，随着特朗普第二任期上台，若欧美贸易摩擦加剧，中国有望在这些部门拿回自己的份额



资料来源：ADB，民生证券研究院。注：该依赖度的计算方法为体现在欧洲最终使用中中国的增加值/体现在欧洲最终使用中所有国家的增加值。

4 拥抱制造国向上的中长期趋势

在美国 AI 数据中心过度建设的担忧、以及 4 月 2 日对等关税政策临近等因素的推动下，市场的关注点已然从 2025 年 1 月下旬以来的科技叙事走向经济本身。随着新一届特朗普政府的特朗普 put 逐步明晰，海外的潜在场景也逐步浮现：美国**经济不出现明显问题+渐进式关税可能是基准情形**。在这种背景下，一方面，美国制造业回流的预期下，**企业提高合意库存水平可能将带来资源品与资本品的新需求**；另一方面，我国的出口端可能依然保持韧性，**贸易格局的重构也将带来新的机遇，而国内政策的盈利托底效果也在慢慢显现**。全球正在重回金融与科技**国向下、制造国向上的中长期趋势中，商品表现可能好于股票**。我们推荐：

第一，率先受益于国内投资活动恢复、全球制造业活动恢复、以及提高合意库存诉求下的**上游资源品（铜、铝、黄金以及部分小金属钴，锑，锆等）、以及资本品（工程机械、钢铁、自动化设备等）**等。

第二，过去抑制因素逐步缓解、政策支持力度加强且更为关注长效机制改革的**消费板块（食品、乳制品、啤酒、彩妆、成衣制造、旅游等）**；

第三，**金融板块低估值资产（银行、保险）**。

5 风险提示

- 1) **国内经济恢复不及预期。**如果后续国内经济恢复不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。
- 2) **特朗普关税政策超预期。**如果特朗普采取一次性高关税政策而并非渐进式关税，那么短期对于全球需求的抑制将会带来冲击，与文中假设不符。
- 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: 本周(20250324-20250328)A 股、港股、美股均不同程度下跌, 其中, 科技相关领域均跌幅较大	3
图 2: 行业上, 本周(20250324-20250328)A 股的医药与日常消费, 港股的医药、材料(主要是有色), 以及美股的日常消费、能源、房地产等行业均录得正收益, 三个市场的信息技术行业均跌幅明显	3
图 3: 2001 年美国信息技术投资增速转负, 信息技术投资在总投资占比中下降	4
图 4: 英、德、法等非美达国家信息技术领域的投资增速、占比在 2001 年仍有提升	4
图 5: 2001 年以来, 美国、德国、英国、德国等国家的科技股明显跑输各自国家的宽基指数	4
图 6: 从历史上看, 小盘相对于大盘的表现、以及成长相较于价值的表现与市场交易热度(日均换手率等)在大多数时间呈现正相关关系	5
图 7: 近期以两融为代表的个人投资者的买入占比回落, 北上买卖总额被动回升(北上买卖总额依然在回落)	5
图 8: 特朗普第一任期内, 美股存在明显的特朗普 put, 即股市明显下跌后, 特朗普大概率会发表关于提振股市的言论	6
图 9: 特朗普政府主要内阁成员、以及鲍威尔均认为当前美国经济具有韧性, 且可能并不关心软数据的走弱	7
图 10: 美国的运输设备、焦炭精炼石油和核燃料、电气和光学设备、纺织和纺织制品、皮革制品和鞋类等部门对外依赖度较高且仍在上升	8
图 11: 美国制造商、零售商和批发商的库存增速均处于较低水平, 其中, 制造商、批发商库存增速仍在上升	8
图 12: 从库销比来看, 美国制造商、批发商的库销比处于历史中枢以上水平, 零售商库销比则处于历史低位	8
图 13: 近期 LME 铜库存明显减少, COMEX 铜库存有所增加	9
图 14: 无论 COMEX、还是 LME 的铝库存均处于低位	9
图 15: 2025 年 3 月 24 日至 3 月 26 日, 2 周到期的 VIX 看涨期权的隐含波动率相较于 2 周到期的标普 500 同 Delta 看跌期权持续上升, 但 1 周到期的期权反而持续回落	9
图 16: 2025 年 3 月 10 日至 3 月 25 日, 短端 VIX 相较于长端 VIX 指数快速回落, 3 月 26 日以来逐步回升	9
图 17: 3 月 PCE 超预期上行且支出增速不及预期, 但收入增速超预期超过了 PCE 增速	10
图 18: 当前美国失业率依然处于历史相对低位	10
图 19: 2025 年 1~2 月, 规模以上工业企业应收账款增速>产成品库存增速>营收增速>利润增速	11
图 20: 2025 年 1~2 月, 规模以上工业企业库销比(TTM)、应收账款回收期(TTM)均上升	11
图 22: 特朗普政府部分主要官员/顾问均表达过想采取渐进式关税的诉求	12
图 23: 2024 年 11 月以来, 我国持续发布稳外贸政策	12
图 24: 最新民意调查数据显示, 特朗普整体认可度小幅回升, 其中, 民众对于移民政策的满意度较高, 但对经济政策满意度继续下行	13
图 25: 2016 年以来, 中国向墨西哥和主要东南亚国家的投资占比明显提升, 这或刺激了这些国家的最终需求	14
图 26: 2016 年以来墨西哥、印度和东南亚拉动中国增加值的增长明显抬升, 2021 年以来再度抬升	14
图 27: 拜登上任后, 中国的机械设备、基础金属和金属制品、橡胶和塑料、皮革制品和鞋类、木材及木制品、造纸和印刷出版、电气和光学设备等部门在欧洲的份额明显被美国取代走, 随着特朗普第二任期上台, 若欧美贸易摩擦加剧, 中国有望在这些部门拿回自己的份额	14

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：广东省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