

智谷趋势内部研判

*本内部资料仅提供予会员作投资与决策参考之用，所有观点与分析均直接用作投资之依据，请诸位对市场风险保持足够之敬畏。

1
中美瑞士磋商大超预期，是双喜，抑或只是延缓90天？美股、美元大涨，黄金下跌，表明了资金的乐观情绪，但港股第二天的回落，显示了未来的不确定性。智谷趋势严九元、S博士分析：1.协议发出的最大信号，并非关税降幅超预期，而是表明两个大国能谈、能互相退让，美国财政部长贝森特事后说了一句很关键的话，“任何一方都不想脱钩”。两头大象没有走到完全硬刚的一步，全世界松了一口气；2.没有硬刚，是两个大国还没有准备好，美国并没有越开制造业回流的路，中国也没有完成内循环大业，没有完成消费和内需对出口的替代；3.达成协议后，中国短期内更不太可能出台刺激政策，而且按特朗普的多变属性，我们会留后招（A股并没怎么上涨，就是对此的反应）；4.参考2018年贸易战，两国初期亦达成了协议，但2个月后特朗普就升级关税制裁，多次反复；5.争夺产业制高点、赢得大国博弈，是双方坚定不移的目标，结构性矛盾将长期存在。中美瑞士磋商更像是美国一次轻率进攻未果后的回撤，未来的出招会更技巧，压力也会更大。事实上，中国也没有放松，联合声明落地前，中国首提国际经贸斗争，落地后，随即展开打击战略金属走私的系列专项行动。我们在观察当下变化时，需注意区分短期变化与长期趋势。斗争仍是主线，我们维持2025年风高浪急的判断（在此基础上的黄金长期趋势亦没有改变——仅供信息参考，不做投资推荐）。

2
央行最新表态，没有进一步货币宽松和放水的迹象，甚至认为放水不利于摆脱通缩，喊话财政部门上场发力。央行发布一季度货币政策执行报告（5月9日），要点有三：1.在偏重投资的经济发展模式下，放水会增加更多产能，加剧供需失衡，不利于摆脱通缩；2.通过对政府资产负债表的分析，认为财政仍有较大负债空间，呼吁财政加大刺激力度，刺激物价上涨；3.参考日本的经验，认为长期低利率政策会推升资产价格，加剧贫富差距。智谷趋势研究员老肥认为，报告显示央行非常克制，基本没有货币宽松迹象，预计未来央行将更多动用结构性工具，定向放水，精准滴灌，而非全面降准降息似的大招。

3
印度和巴基斯坦冲突中，中国制战机、导弹击落西方最强战机代表引发全球震荡。这场同代机二战后最大规模的空中对抗，让中国制战登上诸多媒体的头版，智谷趋势研究员布语整合分析，其深远影响有三：第一，新一轮军备竞赛的热情被点燃，西方表面的克制之下，暗流涌动，各国武官踩破印度军事部门的门槛，想要获得作战细节；美国重新评估F-35、AIM260的升级计划；日本启动东亚空战体系重构计划；乌克兰检讨接受欧洲单一先进武器的军援方式；第二，重构所有军事强国的安全认知，理念冲击不亚于海湾战争，当体系对抗取代单一平台性能，游戏规则被改写；第三，旧有的军工霸权叙事开始瓦解，全球军工话语权可能迎来深刻变局（《经济学者》）。这场印巴冲突，会坚定中国坚持硬科技、中高端制造，推进国家统一的决心。世界可能会迎来一波军备升级，冲突和不确定性增加。

4
20层以上的住宅抓紧出手，超高层住宅正在加速被淘汰。5月1日起执行的国家住宅新规明确，新建住宅高度不超过80米（26层以内）。一线城市早已开始行动。遍地超高层的深圳，今年4月集中调整宅地规划，把容积率降到了4.5以内。广州接连挂牌7宗容积率低于2.5的中心区宅地。超高层住宅往往居住体验差、得房率低、维护成本高、救援难度高，本就是房地产牛市的特殊产物。智谷趋势研究员瓜片注意到，住建部从2016年起曾多次推出“限高令”，但在房地产黄金年代几乎无人理会。随着楼市进入存量时代，“好房子”把高度打下来已是必然。未来的新房供应，品质与居住体验的竞争越来越激烈，居住体验差的存量高层住宅，流动性和需求会越来越差。

不想错过每周研判，请扫码

5
贸易战之下，中国海外投资激增，一季度增加了约480亿美元（国家外汇管理局），较去年同期增长28%，是近年来的第二高，仅次于2017年一季度（彼时万达、海航、安邦、复星大举海外投资）。目前柬埔寨一半以上的工厂都是中资企业。智谷趋势研究员黄汉城分析，中国产能替代地与美国贸易逆差大概率会增加。例如美国和越南之间，2023年逆差1046亿美元，2024年升至1240亿美元。中企大规模出海，无论是洗产地还是产能真正迁移，未来或加剧出海地与美国贸易摩擦。世界经济的动荡不会因此减少。

6
中国经济在宏观数据与体感温差的挣扎中透出一些弱复苏迹象。一方面统计局公布的4月PMI降至49%的收缩区间，另一方面中小企业权重更重的财新PMI录得51.1%，处于扩张区间。从A股的一季度财报来看，今年一季度利润增速由负转正，累计营收增速从去年四季度的-0.8%转为增长0.3%。变化的一个原因，是自去年9月以来，财政政策和货币政策较为宽松；另一个原因是去年大部分企业都做了大规模的折旧与摊销计提，使得今年的数据能轻装上阵。智谷趋势研究员钟源认为，接下来可能经济基本面会持续弱复苏态势，若中美关税协议进展顺利，有利于遏止消极情绪并修复信心。

7
重庆出人意料力压上海，消费登顶。一季度社会零售总额，重庆4204.32亿元（增速4.1%），超过上海的4057.45亿元（增速-1.1%），全国第一。这是改革开放以来中西部城市首次在核心消费指标上登顶。虽然人均可支配收入重庆（11860元）不到上海（25766元）的一半，但重庆人却显示出比上海人更敢消费。消费占收入的比例，重庆为61.85%，上海为54.51%，“以旧换新”的撬动作用在重庆更为明显。智谷趋势研究员暴雨认为，仅此难言重庆是消费第一城。重庆的确代表了拥有更低房价、相对高收入的一类城市的消费崛起，但上海的消费属于更高阶层，实物消费在下降，服务消费遥遥领先，人均服务消费支出重庆仅为上海的一半。需要警惕的是，在资产价格稳定（上海楼市）和人均高可支配收入的前提下，上海仍消费低迷，很可能是加速“日本化”的征兆（老龄化+低欲望）。

8
准确评估经济的运行状况，越来越有门槛。2020年以来，超400项经济数据停更，或不再公开发布，包括土地出让数据、新入职员工平均薪资、收费公路运营商年终债务余额、疫苗接种数据，以及部分国际资金流动数据等等。这使得观察家转向另类数据以评估经济运行情况，如水泥厂开工率、夜间灯光亮度、APP地图服务的位置活跃度。比如为什么就业成为政府核心KPI，从公布的失业率数据很难感知到，但一季度失业保险基金支出显著上升22.4%，凸显就业压力。智谷趋势研究员申公豹认为，这是治理逻辑正从“增长优先”转向“稳定优先”的必然，投资者和公众需建立“双轨认知”：一方面关注替代性经济指标（票房、发电量、失业保险等），另一方面要警惕政策脉冲效应（新能源汽车、人形机器人等），才能在数据迷雾中把握真实经济和社会脉动。

9
第三方正小心翼翼地在中美之间维持平衡。越南、泰国、柬埔寨、马来西亚等国出台具体措施，打击中国企业的“洗产地”行为。4月15日，越南工贸部发布第三国借越南“洗产地”的严打指令；28日，泰国要求厂商提供原产地证明书来评估货品生产成本，以及是否符合标准；马来西亚则宣布，自5月6日起，原产地证书的签发权，全部收归工贸部，地方商会、协会无权签发。智谷趋势研究员王战新注意到，从之前的“放任不管”，到如今的高监管控，大国博弈的激化也要求东南亚国家的平衡术要更高超。一方面，这些国家的确想接住这波产业转移，但必须是提升本国经济和就业的真转移，另一方面，则极力规避要么被中企卷死、要么被美国大棒打晕的强制二选一。这使得中企出海东南亚如何实现利益最大化越来越成为一个技术活。进群微信：xuetao7799 信pdp654

10
尽管美股已完全修复失地，但别轻易追涨。特朗普与鲍威尔，这两大影响市场的核心要素，均有很大的不确定性。智谷趋势研究员牛叫兽分析：1.中美关税谈判结果超预期，但特朗普行为难以预测，2018年贸易战，从首轮磋商到敲定第一阶段协议，历时18个月，期间多次反复，导致市场剧烈震荡；2.美联储最新会议显示，鲍威尔态度不仅偏鹰，且可能放弃预防式行动，意味着只在经济出现更大的问题，才会出手事后救火，而不会提前打预防针；3.美股七巨头最新财报，对未来的业绩指引都较为保守，要提防利润增长压力。稳定的市场预期是企业扩张的根基，特朗普行为反复无常，全球政经秩序重构，美联储的事后矫正策略，使得市场难免有大幅波动。

11
比特币重新站上10万美元，但其避险属性愈发令人怀疑。回顾贸易战一个月，主要资产走势：初期，美国主要股指大跌，比特币更是深跌至75000美元；而随着关税战缓和，标普500指数、纳斯达克综合指数收复失地，比特币也再次站上10万美元，甚至有望冲击历史新高；反而是黄金继续扮演避险担当。智谷趋势研究员张是之认为，黄金、比特币、美债美股之间的走势异动，本质是流动性争夺。人们曾期待比特币能摆脱传统资产的波动，但在贸易战这样的关键节点，其避险属性仍不明显，近期走势反而与纳斯达克指数趋同，显示出风险资产的特点。

12
中国汽车出口遭受多方挑战。4月，出口51.7万辆，同比增长仅2.6%，较2023年57.9%、2024年19.3%的增速，差别甚大。智谷趋势研究员知远认为，贸易壁垒和市场饱和，大大压缩了中国汽车出海的黄金期。比如日本和欧盟近期举行部长级对话，核心议题之一就是中国纯电汽车等过剩产能的流入。而被寄予厚望的东南亚市场也开始加速分化（1-2月，比亚迪、吉利、奇瑞等双位数增长，而长安、上汽、长城等两位数下滑）；东南亚最大市场泰国，连续20个月产量下滑（泰国工业联合会），让一些陆续在泰国投资建厂的中国车企陷入困境。对外拓展的结果，甚至将直接决定车企的生死。

13
本周最重要的图

中美谈判后，各行业出口美国的关税

■ 2024年税率 ■ 12个行业自关税的支持税率(预测值)

日内瓦会议后，不同行业面临的最新关税税率到底是多少？相比谈判前，有超预期的大幅下降。但根据开源证券的测算，19个出口链一级行业的最新税率，相比2024年底出现了增长，有12个行业的最新税率都超过了40%。具体来看，建筑装饰行业的税率最高（57.8%），超过50%的还有汽车（54.3%）和建筑材料（51%）。凯投宏观估计，在40%的实际关税税率下，中国对美出口仍然可能会减少多达三分之一，特朗普政策具有多变性，相关出口链行业的未来不确定性仍然巨大。

智谷趋势研究团队

执笔 | S博士

中国经济 | 黄汉城、陈口大书、黄谷子

全球政经 | S博士、杨朝山、钟源、张是之、胡一

商业 | 朝朝、暴雨、申公豹、知远、斯杜、王战新

区域/国内楼市 | 黄赞院、瓜片、布语

资本市场 | 牛叫兽、老肥、李庭、卢卡斯

出品 | 严九元

不想错过每周研判，扫码查看

内部资料，严禁外传