

20250602—地缘事件扰动下的大类资产变与不变，美元持续下跌与政策性金融工具展望
消息不决定行情的方向，消息验证行情的强度。

假期期间最热的新闻，即乌克兰无人机重创俄罗斯内陆战略轰炸机机场。从宏观研究角度如何对地缘事件的定价扰动进行分析？

先说结论，就海外部分而言，目前我不建议对贵金属、原油和权益资产的波动扣个俄乌冲突利好XX的帽子；只有美元涨、美债涨、黄金涨、原油涨(可能还有A股跌?)这四个资产价格共振时，我们才需要分析地缘冲突导致的避险行情意义；目前的资产价格变化说明印巴冲突不冲突、巴以打不打、伊朗谈判怎么样都只是网友热议的新闻，对金融市场只是个小波动。而目前最清晰的趋势，仍然是美元的持续超预期下跌和对应的黄金跷跷板上涨。不必每天对着新闻看这地方打仗了利好黄金云云，黄金和其他替代资产的最明确中期驱动力就是美元信用走弱，不必非跟着短期新闻做交易

对国内而言，出口前景低于预期得到了进一步的数据确认，4月底ZZJ会议布置的内需提振政策逐步推进，5000亿政策性金融工具落地在即。然而参考2022年此类工具的使用经验，该类工具主要投向为新质生产力，而非地产与传统基建。本次5000亿工具大概率重点支持人工智能+领域。

(一) 短期避险行情不是核心，中期的美元下跌才是

不是所有黄金上涨都是打仗导致的避险效应。我们举个最典型的例子:2022年2月24日俄罗斯正式发起特别军事行动至3月初努力占领基辅期间，是典型的避险行情:美元上涨、美债上涨、黄金上涨、原油上涨。其中美元美债和黄金是同类资产，因为枪炮声一响欧洲经济就玩完，大量非美市场资金都会涌向美国避险



然而从周末俄国战略轰炸机被放烟花之后，我们看到的却是和22年完全不同的行情走法:黄金原油上涨，美元美债下跌，欧元兑美元突破了5月底的前高，日内升值近1%。

2025/05/30-2025/06/02 (2日)					
名称	涨跌幅	涨跌	振幅	年化收益率	最大回撤
GC(COMEX黄金)	1.15%	38.6	2.72%	319.82%	-0.82%
USDX(美元指数)	-0.59%	-0.5904	1.01%	-52.52%	-1.00%
US(CBOT长期美债)	-0.36%	-0.40625	0.91%	-36.30%	-0.91%
B(ICE布油)	2.89%	1.83	4.96%	3415.34%	-1.70%

如果你认为俄乌冲突有进一步升级的地缘风险，那么就无法解释为何美元被抛售而欧元持续走强。因为无论俄乌冲突激化还是伊朗&以色列矛盾激化，都利空欧洲经济；不然22-23年欧元兑美元不会跌破1。

然而从节前开始，美国经济强、欧洲经济弱的信号其实是不断出现的：美国 PMI 强，欧洲 PMI 弱；美国首申失业金数据强，法国 CPI 数据弱，离通缩一步之遥。而俄乌停火进度也远逊于预期，按理说是利空欧洲经济的。可是这仍然没有阻挡住美元指数跌破 99、欧元持续走强。

这说明上述信息都只是短期的小波动，并不影响长钱持续定价中期的基本面基线：不畏浮云遮望眼，减少美元的持仓。美元和黄金的跷跷板仍是目前最为清晰的资产观察锚，所以关注今天的市场变化，核心不是看俄乌—原油—黄金这个反射链，资产价格变动的源头仍然是持续下跌的美元。

那么怎么理解这种“无论发生任何事情→都利空美元”的行情？

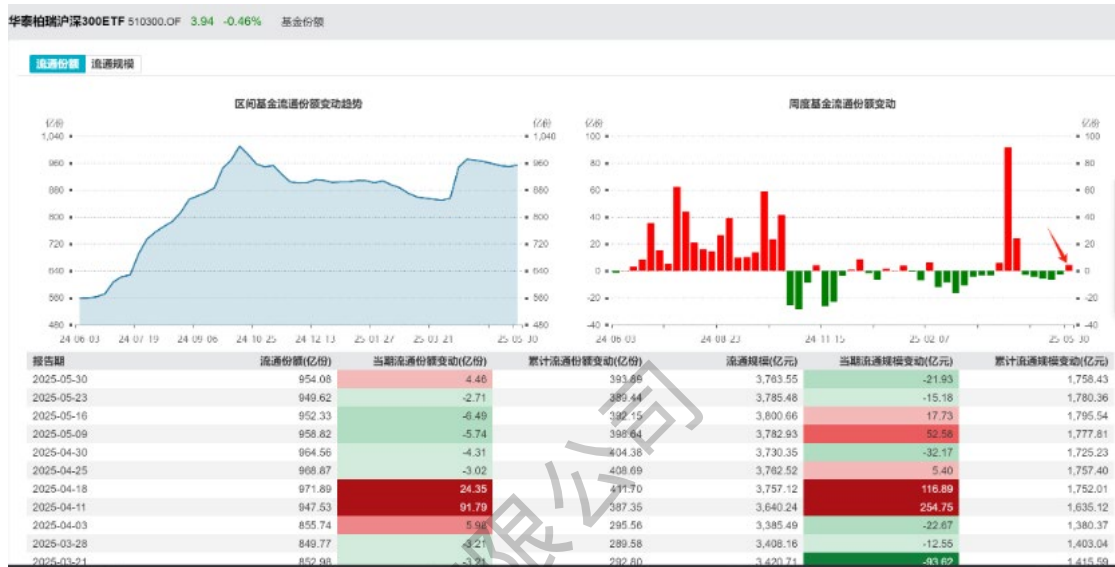
川普上任之前信誓旦旦地说要减赤，要立刻让俄乌停火，然后这两件事一个都没实现，对内对外的饼遇到了双重失败。画什么饼都不足以继续让海外资金继续相信持有美元=相信川普牛逼了，黄金是特朗普政府 stupidity 的 calloption，美元是川普政府 stupidity 的现货联结 ETF。

美股和美元可以继续劈叉一段，因为不是美股强而是 M7 强；就是条狗当美国总统，也不耽误 Claude 4 迭代，所以 M7 没问题，比如我们看 24 年川普交易时期大家抱以厚望的美国制造业回流资本开支类企业如工程机械、电力设备等，表现就显著弱于 M7。



M7 可以免疫川普但美元不行，因为现在还不如找条狗当美国总统。因此如果我们分析加密货币能否成为和黄金相同属性的美元替代品，也不能忘记一个前提：川普家在这地方的利益相关太深了，镰刀多的地方是不容易成为避险资产的

此外，即“东升西落”的条件仍不充分。DS R1 更新后距 Claude 3.7 水平仍有差距，地产和通缩未见起色，关税实际税率仍偏高，仅有二季度 GDP 超预期不足以带动权益股票指数目前超过 3 月高点。沪深 300 从当前的点位继续向下靠拢 3800 点，即将促进 GJD 返场护盘。截止 5 月 30 日的当周，300ETF 结束了此前连续五周的资金流出，转向了流入。



但是对于外资而言，目前也未见回流 A-H 市场的吸引力。5.12 中美谈判超预期后美元指数下跌 1.5%，然而人民币兑美元升值仅 0.34%，港币还是对美元贬值的；欧洲、韩国市场对汇兑套利盘的吸引力都更强。

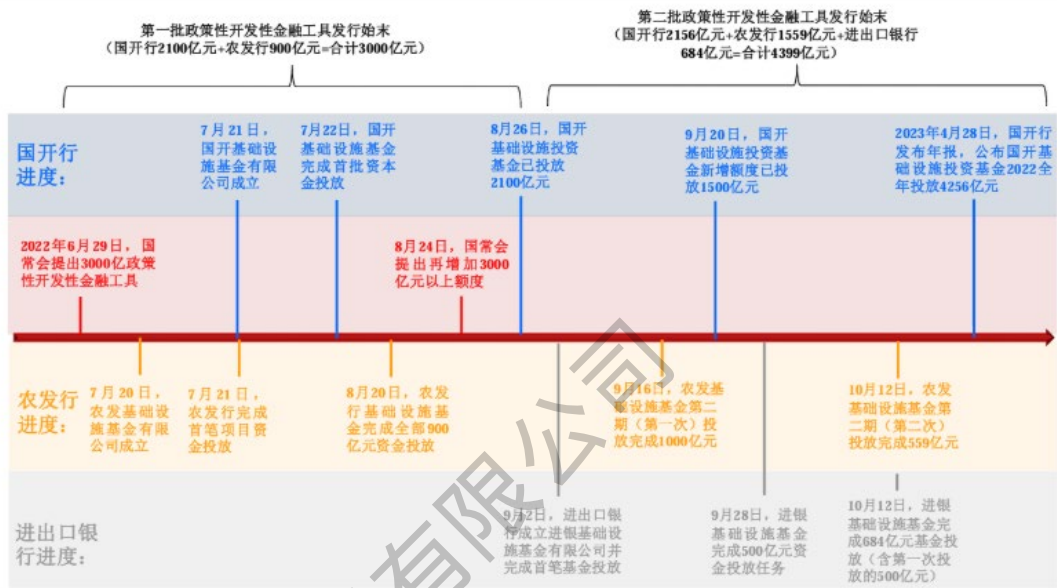
2025/05/12-2025/06/02 (16日)

名称	涨跌幅	涨跌	振幅	年化收益率	最大回撤
USD _X (美元指数)	-1.56%	-1.5669	3.30%	-21.79%	-3.25%
USD _{CNH} (美元兑离岸)	-0.34%	-0.02457	0.94%	-5.17%	-0.94%
USD _{KRW} (美元兑韩国)	-1.28%	-17.79500	5.16%	-18.17%	-5.04%
USD _{EUR} (美元兑欧元)	-1.45%	-0.0129	3.28%	-20.42%	-3.23%
USD _{TWD} (美元兑新台币)	-0.80%	-0.24250	2.97%	-11.81%	-2.94%
USD _{HKD} (美元兑港币)	0.85%	0.06594	0.88%	14.10%	-0.18%

(二) 内需政策前瞻:5000 亿政策性金融工具花在哪儿?

什么是政策性金融工具?这首创于 2022 年 6 月，在 e 情期间起到了拉动基建的作用。该工具由国开、农发、口航三家政策性银行发起设立，主要用于补充包括新型基础设施在内的重点领域重大项目资本金。这些工具通过发行金融债券等方式筹集资金，用于满足重大项目建设的资本金需求。

图2：首批政策性开发性金融工具，从国常会首次提出到落地用时不到一个月



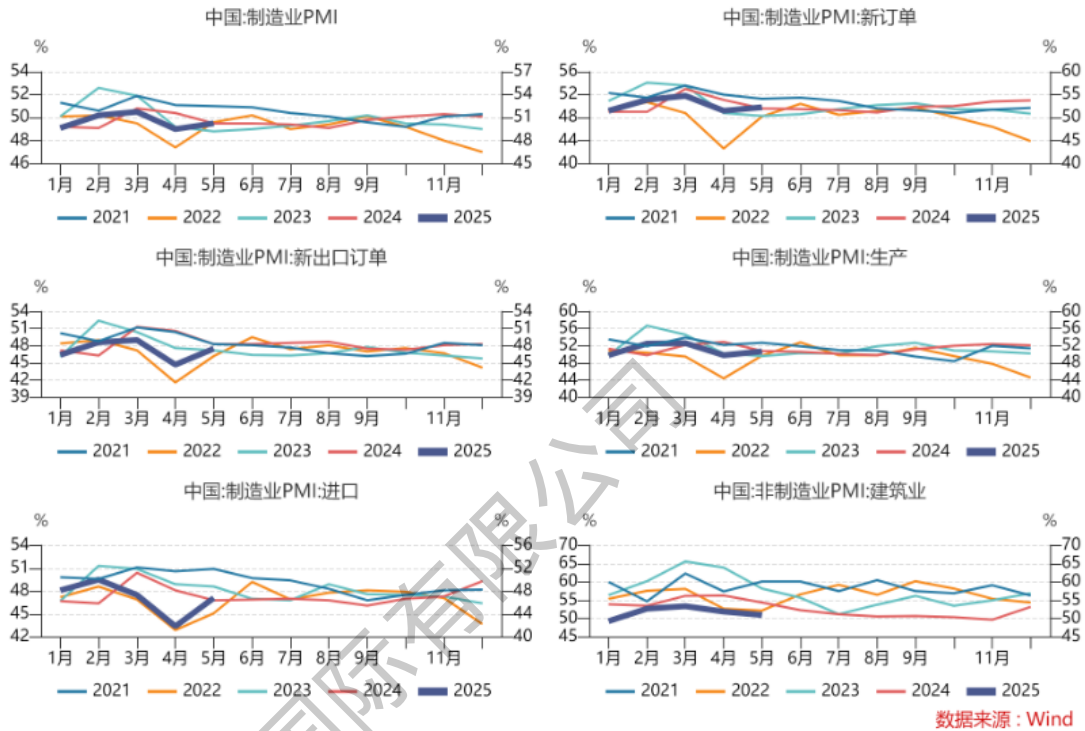
资料来源：中国政府网，发改委，新华社，国家开发银行官网，中国农业发展银行官网，中国进出口银行官网，民生证券研究院

上一轮启用政策性金融工具的背景，是22年奥绒期间各地f控强化、叠加烂尾楼风波，急需抓手稳经济。而4月底ZZJ会议提出重启这个工具的背景，则是出口在下半年回落的确定性强，持续了一年的消费品以旧换新补贴在透支需求之后，后劲不足的压力大。这部分内容我们已经在此前的集装箱数据、白色家电排产数据图表里分析过了，在此不再赘述。

图1：5月中下旬，地方部门开始筹划、部署“新型政策性金融工具”有关工作

时间	中央会议/地方部门	相关内容
2025年4月26日	中共中央政治局会议	创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。
2025年4月28日	国新办新闻发布会：介绍稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况	在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立新型政策性金融工具等几项具体举措。力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题。
2025年5月17日	焦作市水利局举办新型政策性金融工具政策宣讲会	要做好与发改部门、政策性银行的沟通对接，深入掌握新型政策性金融工具申报条件、流程环节等有关政策
2025年5月19日	广东梅州市政府召新型政策性金融工具政策培训会	农发行广东省分行围绕重点投向领域对2025年新型政策性金融工具相关政策情况及要求进行推介，结合历史数据和典型案例，重点解读政策性金融工具初步方向、申报要点、筹备建议及农发行优势
2025年5月19日	佳木斯市发改委召开政策性金融工具政策解读会议	在吃透政策基础上，指导各行业主管部门围绕国家初步确定的重点支持领域和要点，超前做好项目谋划。
2025年5月22日	宜宾市国资大讲堂第二期“新型政策性金融工具与开发性金融政策”	立足国家于今年4月底设立5000亿元新型政策性金融工具的大背景，本期大讲堂聚焦核心政策解读。
2025年5月26日	佛山市发改局举办2025年新型政策性金融工具政策宣讲会	邀请三大政策性银行对该政策进行详细解读，有关市直部门、五区发改局、九江市属国有企业集团负责人及经办人参加会议。宣讲会对新政策性金融工具的投向领域和准入条件进行了详细介绍。

资料来源：中国政府网，国新网，河南县域经济网，佳木斯发改委，佛山市发改局，搜狐网，民生证券研究院



而5月的PMI数据也显示,新出口订单的恢复情况是低于市场此前预期的,因此在7月的下一次ZZJ会议之前,我们大概能看到上述5000亿政策性金融工具具体落地。

那么问题就来了,钱花去哪里?

图11: 以农发行为例,上一轮工具主要投向基建领域

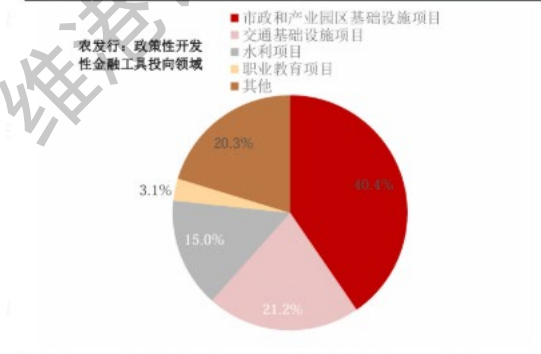


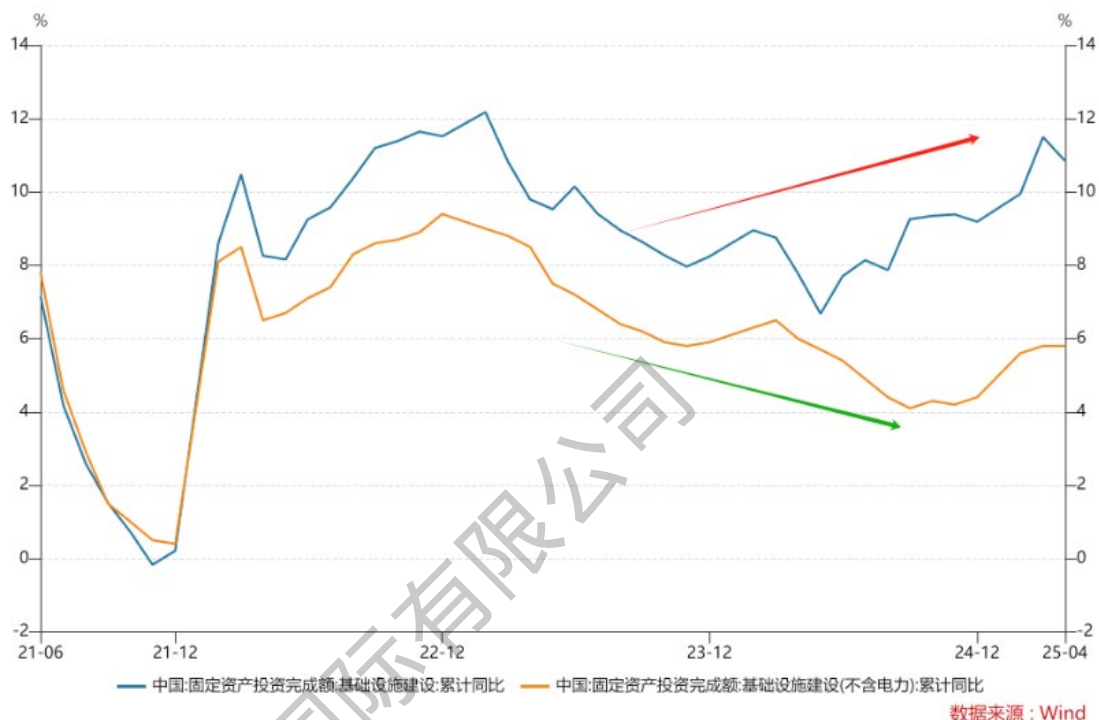
图12: 本轮新型政策性金融工具重点支持哪些领域?

投向	8大领域	31个专项
科技创新	数字经济	网络基础设施, 网络基础设施, 传统产业数字化专项等
	人工智能	算力基础设施, 创新基础设施, 智慧农场、港口、智能工厂等人工智能应用场景
	低空经济	低空起降设施, 低空智能网联平台, 天地一体基础设施, 低空通信感知导航调度, 气象信息, 安全防护设施等
扩大消费	消费领域基础设施	教育, 体育, 文化旅游, 保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设、城中村改造, 各类消费基础设施
	农业农村	现代农业设施农业、农村土地整治, 国家储备林、木本粮油等经济基地, 水利项目
基础设施	交通与物流	铁路, 收费公路, 机场, 水运, 综合交通枢纽, 物流, 石油
	市政和产业园区	市政, 城市更新, 产业园区
	绿色低碳转型	清洁能源, 环境基础设施, 节能降碳改造

资料来源: 国新网, 高临咨询, 民生证券研究院

2022年的上一轮工具,主要投向基建领域。而本轮,则更显著地投向数字经济、人工智能、低空经济和消费领域等传统基础设施投资占比是较低的。

并且如果我们回看2022年数据,也会发现虽然名义上是投基建,但实际上主要是投电力设备新能源。2022年7月后包括电力设备投资额的广义基建增速,显著快于不统计电力设备的传统基建。



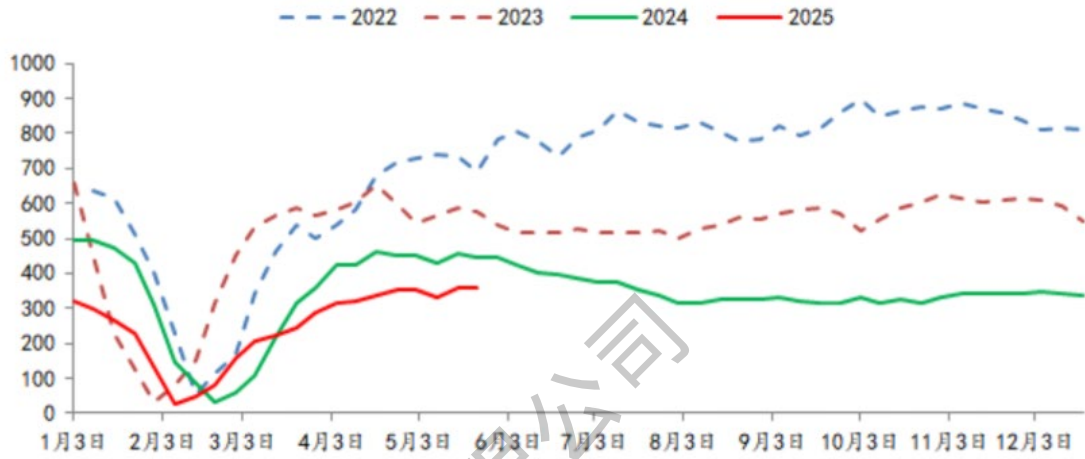
如果各位参与过 2022 年 7-9 月的行情应该也会记得，彼时除了炒光储出口、油运等外需方向之外，内需屈指可数的方向，即是火电灵活性改造、虚拟电厂&大储等新基建，水泥、建材钢铁等老基建板块一潭死水；这还是非常符合基本面的。



而 2023 年 11 月，时隔十几年重启了万亿级特别国债也一度引得建材、金属行业分析师们摇旗呐喊 mini 版四万亿；结果最后体现在投资额数据上，仍然是投向电力设备新能源为主，传统基建炒了个寂寞。

因此这次最好也别上当，**和老基建、地产没关系的**。虽然我现在不知道具体什么能炒，但我知道什么不能炒。

水泥周出库量 (万吨)



维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司