

宏观点评 20250512

关税超预期下调，股债市场怎么走？

2025年05月12日

事件

- 5月10日至11日，中美双方在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈。会谈氛围是坦诚的、深入的、具有建设性的，取得了实质性进展，达成了重要共识。双方一致同意建立中美经贸磋商机制，就各自关切的经贸问题开展进一步的磋商。
- 5月12日发布会谈达成的联合声明宣布，美国对中国24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税；采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起双方的非关税反制措施。

观点

- 根据联合声明发表的最新关税政策，中美之间最高145%的关税在5月14日之前降至30%（由10%的对等关税和20%的芬太尼关税组成），7月9日视情况恢复至54%或再协商，91%的报复性关税完全取消，出口的不确定性影响进一步降低。中美发布联合声明是一个较为重要的举措，关税商谈的进展顺利程度和发布效率远超市场预期。美国在此次对我方做出了较大让步后，后续的贸易框架协议有望在年内谈成。最终达成的完整版协议可能仍然将通过以打促谈的模式，也有可能再迎来具体行业的关税反复，需要观察未来针对部分产品名录的惩罚性关税和232调查最终的结果。
- 本次谈判超预期的主要原因在于美国国内日渐增长的政治压力和经济压力。考虑到明年11月的中期选举投票，今年对其他主要贸易国家的框架协议将作为特朗普的“政绩”，7月的缓和期到期后将进入框架协议的谈判高峰，时间较为紧迫。另外，关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，3月美国商品和服务贸易逆差环比增长14%，消费品进口创历史新高，美国消费品库存压力大，“抢进口”效应愈发明显，美国对于关税下降的诉求相对中国来说更为紧迫。

■ 关税调降后，权益市场如何演绎？

4月底以来，政治局会议召开定调全年经济政策措施，A股上市公司2024年年报和2025年一季报业绩基本披露完毕，5月初“一行一局一会”召开金融政策发布会后，主要指数在关税冲击下产生的缺口基本已经回补完毕。5月7日发布谈判消息至今日发布联合声明后，市场情绪将在短期内快速演绎拉升，风险偏好上行利好前期跌幅较多的出口链继续回补，情绪层面上科技板块会受到风险偏好的提升加速演绎。

由于市场对关税缓和已有预期，超预期下降幅度的消化时间可能在1-2天内结束，后续的市场关注重点不再集中于海外变化，更倾向于国内的经济基本面状况。当前，随着关税政策的缓和，后续的出口数据有望延续高增，在其他托底政策的支持下，二季度有可能经济数据仍然能维持不错的增长，因此，市场对国内政策的预期可能有所下降，导致估值已有修复的市场再次进入到重新选择方向的轮动环境中，**五月市场在利好落地后，可能仍然呈现震荡趋势。**

从当前的市场流动性来看，在主要的利空、利好都基本尘埃落定后，战略资金托底的预期可能也将进一步走弱，市场自发维持的流动性仍然能保持在1.2万亿左右的成交额，流动性相对较为充裕。公募基金行业的新规有望引导机构资金向大盘主流的沪深300和中证800基准的风格靠拢，而非机构资金交易的关注点可能仍然集中在自主可控和AI+等有发展空间的TMT行业中，**5月市场风格可能将呈现大盘向指数基准靠拢、中小盘往TMT产业趋势靠拢的双边交易风格。**

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书：S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

相关研究

《新动能驱动“科特估”为资本市场“排头兵”》

2025-05-12

《地方国企债券融资都去哪了？——项目投资由基建地产转向科创》

2025-05-12

■ 中美贸易谈判取得实质性进展能否打破利率僵局？

4月初关税政策风险结束一季度后半期中债利率的上行调整，分别从经济增长预期、货币宽松预期和风险偏好情绪三个方面推动利率快速下行，关键期限10年期利率应声下行至1.70%以下并直至5月7日“降准降息”落地，也未能重新回到4月初的水平。5月中旬中美贸易谈判取得“实质性进展”，在风险偏好上形成“利多人民币股票、利多新兴市场汇率、压制债券”的组合，或短期推动利率上行，然而5月初货币政策落地“降准降息”后，债券市场面临的环境与4月份已然不同，风险偏好推升利率或迎来短期高点：

(1)“降准降息”推动资金面走向宽松，在新“利率走廊”形式下，DR001的波动区间下移至“上限为1.90%、下限为1.20%”的范围内，隔夜回购利率一度下行至1.50%以下，同时央行在第一季度货币政策执行报告中对“择机”重启国债买卖的讨论，也令市场对短端走低、曲线走陡的预期显著升温，在“降准降息”后，资金面仍然是中长端利率走势的重要锚定，并且“降准”资金的投放和后续可能出现新一轮存款利率下调，均继续从“降负债成本”方面限制利率上行空间。

(2)资金利率“年线”或继续构成10年期利率上行的“强阻力”，以7天期质押回购利率的250日均线为10年期利率做定位，一季度利率上行调整未能收复“年线”构成的阻力，5月8日“降息”10bps之后，7天期回购利率下行从边际上牵引“年线”保持下探的态势，从空间上压制10年期利率的调整空间。

从“预期”角度看，中美贸易谈判的积极成果超出债券市场的预期，短期风险偏好情绪改善或推动利率上行，但是“降准降息”的政策效应尚未完全显现，或出现“宽资金引领短端利率下行、风险偏好短暂抬升长端利率”，收益率曲线或继续走向“陡峭”。

■ 风险提示：美国关税政策反复；欧洲及其他国家对中国施压；政策落地执行效率不及预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>