

# 关税超预期调降，资金为何转向防御？

## 策略周报

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

### 相关研究报告

1、《关税窗口期应如何博弈？—策略周报》2025-05-11

2、《政治局会议临近，应如何布局？—策略周报》2025-04-20

3、《关税对A股哪些行业影响较大？—策略周报》2025-04-13

4、《关税迷雾叠加美股震荡，资产应如何配置？—策略周报》2025-03-30

5、《科技主线重燃，二次上行可期—策略周报》2025-03-09

### 投资要点

【债市方面】短期长端债券面临波动。中美经贸高层会谈达成重要共识，并取得实质性进展，在一定程度上提振了市场情绪。出口预期修复和风险偏好提振下，债市长端或面临波动调整压力。不过长期来看，4月制造业PMI回落至荣枯线下方，出口增速下滑压力尚未完全显现，但关税调整对基本面的影响或逐步释放，支撑债市避险需求。

⊕【股市方面】短期维持震荡，行业轮动加剧。当前市场对关税政策的关注重心从贸易条件改善，转向对国内政策对冲力度与内需复苏弹性。当前指数自4月回调后已经修复到合理水平，市场赚钱效应偏弱，板块轮动加快且持续性不足，预计市场短期或延续震荡格局，板块轮动成为常态。建议继续关注科技成长（机器人、AI+）与红利低波（银行、公用事业、石油石化）的杠铃结构配置机会。

⊕风险提示：经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，关税博弈持续升级的风险，地缘政治风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

## 内容目录

1. 重要事件回顾.....	
2. 周度行情回顾.....	
3. 市场展望.....	
4. A股债市市场重要指标跟踪监测.....	
5. 下周重点关注.....	
6. 风险提示.....	

## 图表目录

图 1: 大类资产周度涨跌幅回顾 (%) .....	
图 2: 大类资产配置观点展望.....	
图 3: A股及债市重要指标变化 (%) .....	

## 1. 重要事件回顾

1、2025年5月12日中国和美国日内瓦经贸会谈发布联合声明，双方承诺将于2025年5月14日前采取以下举措：

美国将（一）修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，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；（二）取消根据2025年4月8日第14259号行政令和2025年4月9日第14266号行政令对这些商品的加征关税。

中国将（一）相应修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税；（二）采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起针对美国的非关税反制措施。

2、5月14日，美方下调对中国小额包裹（包括香港特别行政区小额包裹）加征的关税，将国际邮件从价税率由120%下调至54%，撤销原定于2025年6月1日起将从量税由每件100美元调增为200美元的措施。

3、5月13日晚，美国4月份通胀数据出炉。数据显示，4月份美国消费者物价指数（CPI）同比上涨2.3%，较3月份的2.4%略有下降，是2021年2月份以来最低水平。4月份CPI环比上涨0.2%，低于预期的0.3%水平。

4、2025年5月14日，央行公布的数据显示，2025年4月新增人民币贷款2800亿，同比少增4500亿；4月新增社会融资规模为11585亿，同比多增12243亿；4月末，广义货币（M2）同比增长8.0%，增速比上月末高1.0个百分点；狭义货币（M1）同比增长1.5%，增速较上月末低0.1个百分点。

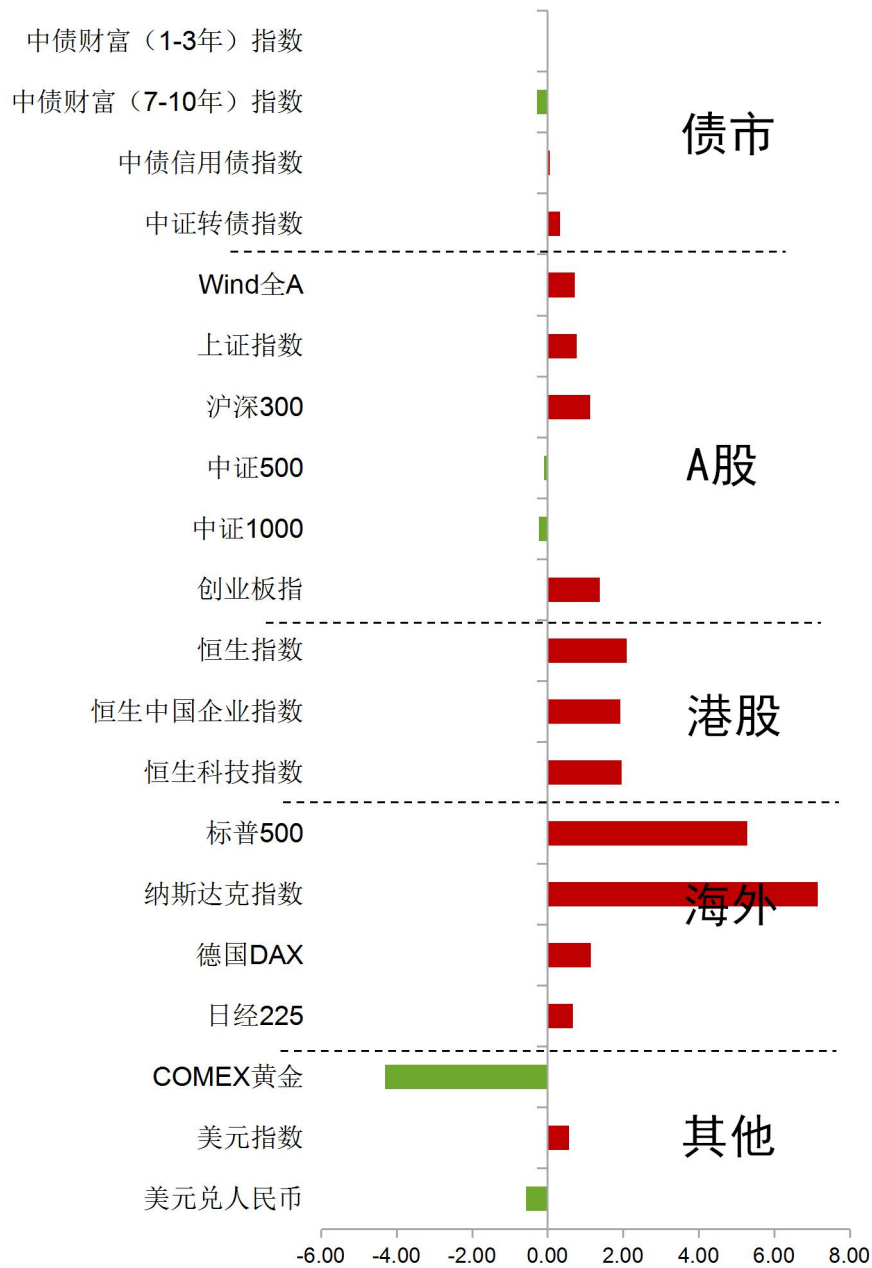
## 2. 周度行情回顾

**【债市承压下行】**周一“双降”落地利好债市短端走强，长端则受止盈情绪影响，表现相对偏弱。中美经贸高层会谈5月12日发布会谈达成的联合声明后，债市整体承压，期限利差小幅走阔。14日国债发行量较大，15日政府债净缴款规模较大叠加MLF到期，市场资金面整体趋紧，10年期国债收益率上行至1.674%，1年期国债收益率上行至1.433%。

**【A股温和修复】**周一公布的中美日内瓦经贸会谈联合声明有效缓和双方经贸风险，不过A股大盘指数已修复至4月初水平，叠加关税缓和降低国内对冲政策的紧迫性，导致部分资金选择止盈或观望。行业层面，上周发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》将基金是否跑赢基准指数纳入基金经理薪酬考核，这可能驱动部分机构本周调整持仓结构：增配低权重的银行、保险板块，减配高权重的高端制造业个股，以贴近基准表现。

**【美股持续上涨】**本周中美双方经贸会谈联合声明公布的关税税率下调幅度超出市场预期，受益于供应链成本削减以及海外收入盈利预期上修，美股修复动能强化。同时美元在美国经济增长相对优势修复和政策不确定性下降的推动下走强。而随着市场对美元信用体系信心的阶段性回升，黄金作为避险资产本周面临着短期调整压力。

图 1：大类资产周度涨跌幅回顾（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3. 市场展望

【债市方面】短期长端债券面临波动。中美经贸高层会谈达成重要共识，并取得实质性进展，在一定程度上提振了市场情绪。出口预期修复和风险偏好提振下，债市长端或面临波动调整压力。不过长期来看，4月制造业PMI回落至荣枯线下方，出口增速下滑压力尚未完全显现，但关税调整对基本面的影响或逐步释放，支撑债市避险需求。

【股市方面】短期维持震荡，行业轮动加剧。当前市场对关税政策的关注重心从贸易条件改善，转向对国内政策对冲力度与内需复苏弹性。当前指数自4月回调后已经修复到合理水平，市场赚钱效应偏弱，板块轮动加快且持续性不足，预计市场短期或延续震荡格局，板块轮动成为常态。建议继续关注科技成长（机器人、AI+）与红利低波（银行、公用事业、石油石化）的杠铃结构配置机会。

【海外市场】美股有望延续修复趋势。尽管中美关税谈判中仍有 24% 的潜在关税可能重启等细节待明确，但两国经贸关系最严峻的“硬脱钩”风险已显著缓解，市场风险偏好将持续回暖，受益于供应链成本削减以及海外收入盈利预期上修，叠加 4 月通胀数据好于市场预期，美股修复动能持续。

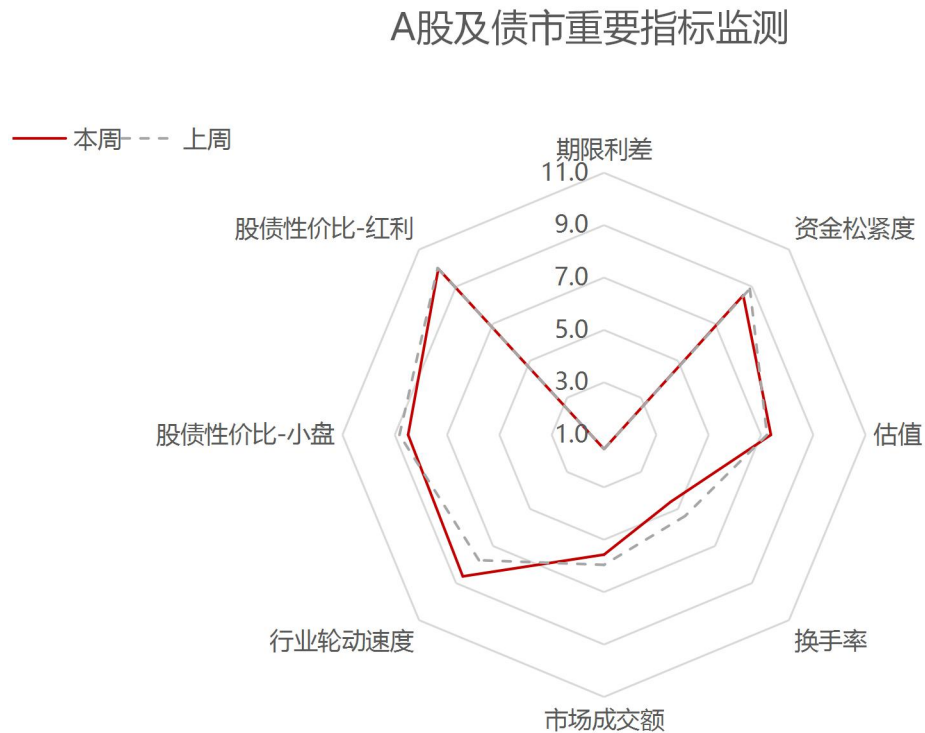
图 2：大类资产配置观点展望

资产	时间维度	市场观点（谨慎，相对谨慎，中性，相对乐观，乐观）				
		谨慎	相对谨慎	中性	相对乐观	乐观
债市	周度			●		
	月度				●	
A股	周度			●		
	月度			●		
海外	周度				●	
	月度				●	
黄金	周度		●			
	月度			●		

资料来源：华宝证券研究创新部

#### 4. A 股债市市场重要指标跟踪监测

图 3：A 股及债市重要指标变化（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：

期限利差数值越高代表国债收益率曲线越陡峭，越低代表国债收益率曲线越平坦。

资金松紧度数值越高代表短期市场资金量越紧张，越低代表资金量越充足。

估值数值越高代表 A 股市场估值水平越高。换手率数值越高代表 A 股市场换手率水平越高。

行业轮动速度越高代表市场轮动越快，越低代表市场轮动越慢。

股债性价比（小盘）数值越高代表中小盘股性价比越高。股债性价比（红利）数据越高代表 A 股红利性价比

越高。

**期限利差：**期限利差近期仍处于历史低位水平。

**资金松紧度：**降准降息落地，资金面有所宽松，但相对政策利率仍处于偏高水平。

**股债性价比：**股债性价比处于高位，本周成长板块性价比有所上升。

**A股估值：**A股估值小幅提升。

**A股换手率：**本周A股市场交易情绪回落，换手率较前一周下降。

**市场成交额：**两市日均成交额回落至 12662.67 亿元，较上周下降 871.58 亿元。

**行业轮动速度：**行业轮动速度继续提升，本周资金对银行、非银金融的关注度提升。

## 5. 下周重点关注

5月19日，中国4月固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值、城镇调查失业率

5月20日，中国贷款市场报价利率(LPR):1年、贷款市场报价利率(LPR):5年

## 6. 风险提示

经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，关税博弈持续升级的风险，地缘政治风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。