

宏观

中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期

2025 年 05 月 19 日

宏观周报（5 月第 3 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量上涨。**①关税动态方面，中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期，但由于 24%部分暂停的关税后续贸易谈判难度较大，谈判窗口期后仍然有重新启动的风险，针对芬太尼部分 20%的关税是否能取消仍然具有不确定性，乐观预期进一步发酵可能性偏低，系统波动率继续受到抑制，市场弹性有限。②政策方面，中共中央办公厅、国务院办公厅发布关于持续推进城市更新行动的意见，或推进城市更新加速，对基建端持续形成支撑。③基本面方面，4 月数据从 PMI、通胀、到金融数据都较弱，4 月经济数据弱化的可能性较大，基建层面或支撑性偏强，5 月高频生产端、地产端核心数据仍然偏弱，基建端表现也一定程度受到降雨等影响，基本面层面短期缺乏利好支撑，但是由于关税冲击的修正，出口和 PPI 冲击幅度预期修正，市场对基本面短期偏弱数据有所钝化。
- 2) **固收：上周债市收益率整体上行。**①上周催化方面，周一受中美关税谈判结果超预期的影响，债市急跌；周二至周五则围绕资金面变化震荡运行。金融数据低于预期，但是基本面显著转弱的中长期逻辑动摇下，债市对短期利多数据钝化，降息降准已落地，债市后期利多催化因素有限，利率低位下限制长端利率下行空间，资金面未进一步宽松，短端下行空间也受到制约。②二季度内，预计基本面难看到失速下滑，但也难看到上行动力；资金面回到 1.5-1.6%的合理区间运行，货币政策难看到再次降准降息，但也不会再大幅收紧资金面。债市多空交织，观点中性，债市缺少方向，预计维持震荡。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率上行、美元指数上行、人民币升值、黄金下跌。**①中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期带动下，美国通胀、衰退幅度预期均有所减弱，亚特兰大联储主席博斯蒂克预计美国经济今年将放缓但不会陷入衰退，经济增长可能在 0.5%至 1%之间，并重申 2025 年可能进行一次降息。市场风险偏好有所回升，避险情绪下行，带动美股、美元指数反弹，黄金下跌，但风险偏好和衰退预期修复下，美债利率再度上行。②周二美国 4 月 CPI 数据略低于预期。高利率环境对通胀仍存抑制，关税基本暂缓实施下，进口输入性通胀传导相对较弱。
- 4) **上周事件：**中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期；4 月金融数据低于预期。
- 5) **风险提示：**基本面超预期弱化、中美谈判进度不及预期。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期..... 4

 2.2 4 月金融数据低于预期 6

三、 当周关注 7

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 社融分项..... 6

Figure 3 信贷分项..... 6

Figure 4 社融存量增速及规模..... 7

Figure 5 企业中长期贷款同比增速..... 7

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量上涨，周均成交额 12663 亿元，环比缩量 872 亿元。上证指数 0.76%，深证成指 0.52%，创业板指 1.38%，万得全 A 0.72%；沪深 300 1.12%，小市值指数 1.52%；恒生指数 2.09%，恒生科技指数 1.95%。板块上，美容护理、非银金融、汽车表现靠前，计算机、国防军工、传媒表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 关税动态方面，中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期，但由于 24%部分暂停的关税后续贸易谈判难度较大，谈判窗口期后仍然有重新启动的风险，针对芬太尼部分 20%的关税是否能取消仍然具有不确定性，乐观预期进一步发酵可能性偏低，系统波动率继续受到抑制，市场弹性有限。2) 政策方面，中共中央办公厅、国务院办公厅发布关于持续推进城市更新行动的意见，或推进城市更新加速，对基建端持续形成支撑。3) 基本面方面，4 月数据从 PMI、通胀、到金融数据都较弱，4 月经济数据弱化的可能性较大，基建层面或支撑性偏强，5 月高频生产端、地产端核心数据仍然偏弱，基建端表现也一定程度受到降雨等影响，基本面层面短期缺乏利好支撑，但是由于关税冲击的修正，出口和 PPI 冲击幅度预期修正，市场对基本面短期偏弱数据有所钝化。
固收	上周债市收益率整体上行。全周 T2506 下跌 0.51%，TL2506 下跌 1.17%，TF2506 下跌 0.36%。现券来看，10 年国债活跃券上行 5bp，30 年国债活跃券上行 4bp，10 年国开上行 4.45bp，5 年国开上行 6.5bp，3 年国开上行 6.25bp，1 年国开上行 0.35bp。上周央行公开市场共开展了 4860 亿元逆回购操作，共有 8361 亿元逆回购和 1250 亿元 MLF 到期，净回笼 4751 亿元，同时降准生效释放预计一万亿左右长期流动性。本周央行公开市场将有 4860 亿元逆回购到期。	1) 上周催化方面，周一受中美关税谈判结果超预期的影响，债市急跌；周二至周五则围绕资金面变化震荡运行。金融数据低于预期，但是基本面显著转弱的中长期逻辑动摇下，债市对短期利多数据钝化，降息降准已落地，债市后期利多催化因素有限，利率低位下限制长端利率下行空间，资金面未进一步宽松，短端下行空间也受到制约。2) 二季度内，预计基本面难看到失速下滑，但也难看到上行动力；资金面回到 1.5-1.6%的合理区间运行，货币政策难看到再次降准降息，但也不会再大幅收紧资金面。债市多空交织，观点中性，债市缺少方向，预计维持震荡。
海外及其他	上周道指涨 3.41%，标普 500 指数涨 5.27%，纳指涨 7.15%。美债方面，10 年美债收益率上行 9.5bp 至 4.48%，2 年期美债收益率上行 10.6bp 至 4.00%。汇率方面，美元指数周涨 0.56%报 100.9828，离岸人民币兑美元涨 304 个基点报 7.2098。大宗方面，美油期货涨 1.49%，COMEX 黄金期货下跌 3.72%，LME 期铜跌 0.06%。	1) 中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期带动下，美国通胀、衰退幅度预期均有所减弱，亚特兰大联储主席博斯蒂克预计美国经济今年将放缓但不会陷入衰退，经济增长可能在 0.5%至 1%之间，并重申 2025 年可能进行一次降息。市场风险偏好有所回升，避险情绪下行，带动美股、美元指数反弹，黄金下跌，但风险偏好和衰退预期修复下，美债利率再度上行。2) 周二美国 4 月 CPI 数据略低于预期。高利率环境对通胀仍存抑制，关税基本暂缓实施下，进口输入性通胀传导相对较弱。

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文末重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 中美日内瓦经贸会谈联合声明超预期

事件：

5 月 12 日下午三点，商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明，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。

采取上述举措后，双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。协商可在中国、美国，或双方商定的第三国进行。根据需要，双方可就相关经贸议题开展工作层面磋商。

点评：

中美日内瓦经贸会谈联合声明后，当前美对中保留 20% 针对芬太尼的关税，保留 10% 基准对等关税，24% 的额外对等关税暂停实施；相对应地，中国保留 10% 针对对等关税的反制关税，24% 针对额外对等关税暂停实施，取消包括稀土管制在内的 4 月 2 日起针对美国的非关税反制措施。美对中 25 年新增关税从 145% 回落至 30%，显著超市场预期。

1) 下一步的谈判路径如何？

结合贝森特周一晚间的新闻发布会采访，后续中美谈判可能的路径如下：

- 20% 针对芬太尼的关税可能通过谈判下降，有在 90 天谈判窗口期内达成的可能性。

- 10%的基准“对等关税”是关税底，对于美国有补充减税、削减赤字缺口的作用，是“关税底”，不会通过后续谈判取消。
- 24%暂停实施的额外对等关税的部分，将用于达成关于市场准入、非税壁垒、增加农产品等美国商品购买等经贸相关谈判，谈判难度较大，仍然存在 90 天后重新部分实施的可能性。中国或聚焦部分行业关税的下调、以及转口限制问题。
- 重点行业关税（钢铝、汽车、半导体、医药等），有可谈空间，英美协定中针对行业部分有出口配额制度（配额内零关税/低关税，配额外行业关税）以及优先进口权，但由于中国的特殊性，重点行业的出口、进口谈判难度很大，贝森特在新闻发布会中表达出与中国在重点行业方面脱钩的意愿（但不愿脱钩泛化），保护本土核心行业以及促进重点行业产业链回流。

2) 对基本面影响如何？

对中国而言，4 月对美出口同比-20.9%，较前值 8.9%显著下滑，同比对出口拉动也从前值 1.2%下滑至-3.0%，减少 4.2 个百分点，基本上对当前 25 年美国 30%的新增关税调整到位，预计二季度对美出口同比逐月边际修复，对其他国家转口力度小幅弱化，但整体二季度出口预计会保持正增长，全年出口有望保持韧性，基本面显著转弱的中长期逻辑动摇。

对美国而言，短期的通胀压力或大幅回落，尽管 10%的全球基准关税和部分行业关税仍然会对美国物价造成冲击，但核心 PCE 超过 4%的可能性较低，削减赤字的确定性带来的温和衰退对通胀压力也会形成对冲，美联储降息的难度降低。

3) 对市场的影响如何？

对国内权益市场而言，由于指数在主力护航下基本上已经修复到 4 月 2 日的水平，24%部分暂停的关税由于谈判难度较大，谈判窗口期后仍然有重新启动的风险，针对芬太尼部分 20%的关税是否能取消仍然具有不确定性，乐观预期进一步发酵可能性偏低，市场后续的弹性可能有限，短期或出现一定利多出尽的风险。

对国内债市而言，基本面显著转弱的中长期逻辑动摇下，债市后期利多催化因素有限，长端债券短期调整的风险加大，短端在降息降准落地的后，资金相对偏松下仍有保护。

海外方面，美国通胀、衰退幅度预期均有所减弱，风险偏好有所回升，避险情绪下行，带动美股、美元指数反弹，黄金下跌，但风险偏好和衰退预期修复下，美债利率再度上行。

2.2 4 月金融数据低于预期

事件：

4 月新增社融 1.16 万亿元，去年同期-658 万亿元，wind 一致预期 1.26 万亿元。

4 月新增人民币贷款 2800 亿元，去年同期 7300 亿元，wind 一致预期 7644 亿元。

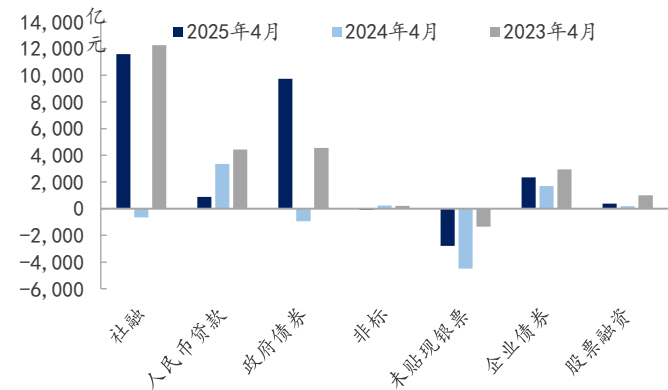
4 月 M2 同比增长 8.0%，前值 7.0%，wind 一致预期 7.54%。

4 月 M1 同比增长 1.5%，前值 1.6%，wind 一致预期 3%。

点评：

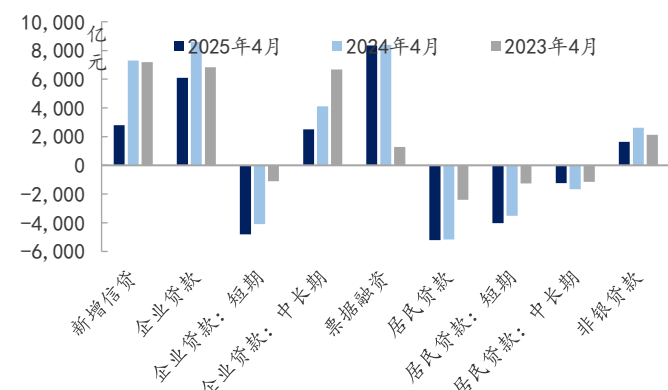
在 4 月外需冲击下，信贷自发融资需求较弱，社会融资主要是财政主导。政府债融资二季度显著加速，政府主导项目如“两新”、“两重”、科技创新等对需求端形成承接。企业贷款显著缩量，居民贷款在 4 月销售热度边际走弱的环境下也同比多减，票据融资对冲增加。但随着利率重回低位，企业债券融资同比多增，存款搬家减弱叠加基数偏低情况下，M2 增速回升超预期。

Figure 2 社融分项



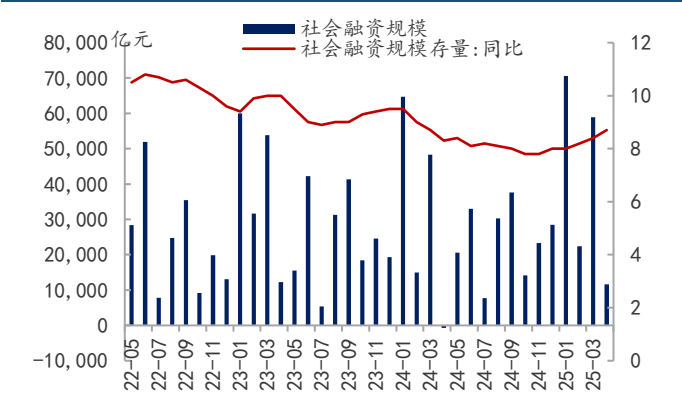
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 信贷分项



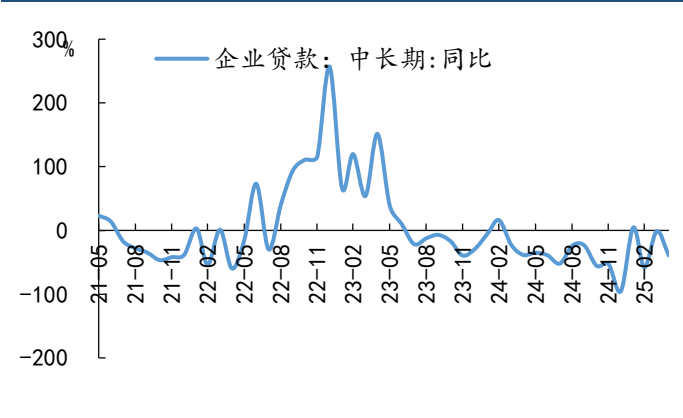
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 社融存量增速及规模



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 企业中长期贷款同比增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
5 月 19 日（周一）	10:00 中国 4 月固定资产投资:累计同比(%): 前值 4.20, 预期 4.26
	10:00 中国 4 月社会消费品零售总额:当月同比(%): 前值 5.90, 预期 5.48
	10:00 中国 4 月工业增加值:当月同比(%): 前值 7.70, 预期 5.21
5 月 15 日（周四）	09:00 中国 贷款市场报价利率(LPR):1 年: 前值 3.10
	09:00 中国 贷款市场报价利率(LPR):5 年: 前值 3.60

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。