

2025年第19期（总第834期）

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

吴进辉

wujh@cspengyuan.com

陈祉祺

chenzhqi@cspengyuan.com

主要内容

■ 本周看点

5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明正式发布，会谈进展远超市场预期。

根据联合声明，美方承诺取消自4月8日以来对中国商品加征的累计共91%对等关税，同时暂停4月2日加征的34%的对等关税中的24%，仅保留对所有国家普遍加征的10%对等关税，该部分暂停时长为90天。中方同时同步做对等取消与暂停。此外，双方还将建立机制，继续就中美经贸关系进行协商。此轮中美关税降级幅度全面超出市场预期，以下三点值得关注：

一是关税谈判进展超预期，有利于缓解经济的过度悲观预期利好。从短期看，超预期降幅意味着我国出口下行压力将得到减轻，二季度“抢出口和转口”效应或继续，缓解因关税攀升而带来的就业与经济增长压力；但内需仍然不足，是当前我国经济发展的主要问题。要扎实落实好近期出台的一揽子金融经济政策，坚定做好自己的事，巩固我国经济回升向好态势。

二是债市或迎来过度悲观预期修正。当前关税水平回落至4月初水平，前期债市定价关税解除，债市将进入前期过多透支和对经济过度悲观预期的纠偏，利率中枢或将上移。同时我国当前经济内需不足的问题仍待解决，利率抬升或存在上限，10年期国债到期收益率修复至1.7%-1.75%后可能存在较大阻力。后续仍需持续关注中美关税谈判的进一步进展以及资金面情况。

三是后续关税进展仍有不确定性，存在美国单方面撕碎协议的可能性。此轮联合声明暂未提及加征对等关税前已对华以“芬太尼”为由加征的20%关税，仍需关注双方沟通机制建立后在90天的对等关税暂停其对此部分加征关税的谈判进展；同时，特朗普自身行事风格复杂易变、关税政策反复不定，仍需持续关注外部环境的变化。

■ 宏观经济

○ 4月CPI同比下降0.1%，PPI同比下降2.7%；

■ 重要资讯、政策监管回顾

- 央行等五部门联合印发《关于金融支持广州南沙深化面向世界的粤港澳全面合作的意见》；
- 发改委：扎实推动民营经济促进法实施；
- 商务部召开外贸企业圆桌会；
- 2024 年全国共有 27 座城市 GDP 超 1 万亿元；
- 央行有关负责人出席央行年度经济会议并讲话；
- 福建省：支持大数据、人工智能等新型基础设施领域项目发行 REITs 产品；

■ 货币市场

- 上周流动性相对平稳，回购利率涨跌互现；
- 利率震荡；

一、本周看点

【中美经贸会谈的影响和关注点】

5月10日至11日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔在瑞士日内瓦举行中美经贸高层会谈。会谈后中美双方牵头人均对外表示会谈积极深入，取得实质性进展。

5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明正式发布，会谈进展远超市场预期。根据联合声明，美方承诺取消自4月8日以来对中国商品加征的累计共91%对等关税，同时暂停4月2日加征的34%的对等关税中的24%，仅保留对所有国家普遍加征的10%对等关税，该部分暂停时长为90天。中方同步做对等取消与暂停。此外，双方还将建立机制，继续就中美经贸关系进行协商。

特朗普上台以来关税政策反复多变，给全球贸易及经济增长带来了极大的不确定性，中美关税博弈事态不断升级。截至此次中美经贸高层会谈开启前，美方单独对华加征关税幅度已达145%：包括以“芬太尼”为由于2月1日、3月4日两次对华加征10%关税、4月2日对华加征34%对等关税、4月7日对华对等关税再加征50%以及4月9日对华对等关税提高至125%；我方此轮反制迅速有力，均在一天内予以对等反制，4月11日，我国宣布同步将对美商品加征关税幅度提高至125%，且明确表示畸高关税已沦为数字游戏，如美方进一步加征关税中方将不予理会。

根据联合声明，中美双方承诺将于5月14日前采取以下措施：

美国方面：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；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。

中国方面：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；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。

同时双方明确将会建立机制，继续对经贸关系进行协商。此轮中美关税降级幅度全面超出市场预期，以下三点值得关注：

一是关税谈判进展超预期，有利于缓解经济的过度悲观预期。此次中美经贸高层会谈与达成的联合声明关税降级幅度高于会谈前市场普遍预期，且好于去年底特朗普上台前市场普遍对华加征关税预期；同时，在90天对等关税暂停期内，对华加征对等关税税率与其他国家保持一致水平。从短期看，超预期降幅意味着

我国出口下行压力将得到大幅减缓，短期内“抢出口和转口”效应或将有力推动我国出口增速的提高，从而缓解因关税攀升而带来的就业与经济增长压力；从长期看，外需压力有所缓解，扩大内需是当前我国经济发展的重点。去年四季度以来系列促消费、扩内需增量政策逐步显效，但仍要正视当前我国经济新动能增长填补传统动能调整的需求缺口以及居民消费信心与意愿仍待进一步提振，扎实做好近期出台的一揽子金融政策，要坚定做好自己的事，巩固我国经济回升向好态势。

二是债市或迎来过度悲观预期修正。自 4 月 2 日美国公布对华加征 34%对等关税起，中债十年期国债到期收益率下行后进入持续震荡阶段。当前关税水平回落至 4 月初水平，前期债市定价关税解除，债市将进入前期过多透支和对经济过度悲观预期的纠偏，利率中枢或将上移。同时我国当前经济内需不足的问题仍待解决，利率抬升或存在上限，10 年期国债到期收益率修复至 1.7%-1.75%后可能存在较大阻力。后续仍需持续关注中美关税谈判的进一步进展以及资金面情况。

三是后续关税进展仍有不确定性，存在美国单方面撕碎协议的可能性，“芬太尼”20%关税后续值得关注。当前关税博弈阶段性告一段落，但此轮联合声明暂未提及加征对等关税前已对华以“芬太尼”为由加征的 20%关税，5 月 13 日外交部发言人再次强调“芬太尼是美国的问题，责任在其自身”，坚定我国有关问题立场，仍需关注双方沟通机制建立后在 90 天的对等关税暂停其对此部分加征关税的谈判进展；同时，特朗普自身行事风格复杂易变、关税政策反复不定，仍需持续关注外部环境的变化。

图表 1 今年特朗普上台以来中美关税攀升过程回顾

美方单独针对中国关税政策	美方发声时间	中方回应或反制政策	中方回应时间
以“芬太尼”等问题为由宣布对中国进口商品 加征 10%关税	2 月 1 日	对美进口煤炭、液化天然气 加征 15%关税 ； 对美进口原油、农业机械、大排量汽车、皮卡 加征 10%关税	2 月 4 日
以“芬太尼”为借口进一步对华 加征 10%关税	3 月 4 日	商务部、国务院关税税则委员会、海关总署接连发布多项反制措施：将 15 家美国实体列入出口管制管控名单； 将 10 家美国企业列入不可靠实体清单； 对原产于美部分商品 加征 10%-15%关税 ； 暂停进口美国原木、暂停美 3 家企业大豆输华资质等	3 月 4 日
对包括中国在内的所有国家和地区 加征 10%的最低基准关税 对中国加征 34%（10%基础上额外多加征 24%）的对等关税 取消对中国价值在 800 美元以下小包裹关税豁免政策，对其征收 30%关税或者 25 美元/件的关税，6 月 1 日后将上升至 50 美元/件	4 月 2 日	对等反制：对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上 加征 34%关税 ； 16 家美实体列入出口管制管控名单、11 家美实体列入不可靠实体清单； 暂停 6 家美企产品输华资格、对 7 类稀土相关物项实施出口管制	4 月 4 日

在其社媒发文威胁称如果中国不在 4 月 8 日前撤回 34%的对等关税反制，美国将从 4 月 9 日起对中国商品再额外加征 50%关税	4 月 7 日	中方对美对等反制再加征 50%关税	4 月 9 日
对华关税再次大幅提高至 125%	4 月 10 日	宣布对美关税同步加征至 125%，并表示当前畸高关税已成为数字游戏，如美方继续加征将不予理会	4 月 10 日

资料来源：中证鹏元整理

图表 2 联合声明发布后美方对华关税现状

加征关税借口	时间	加征幅度	联合声明协商结果
“芬太尼”问题	2月4日	10%	待进一步谈判
	3月4日	10%	
“对等关税”相关	4月2日	10%全球普征	保留
		24%额外对华加征	暂停 90 天
	4月9日	50%	取消
		41%	取消
累计对华加征对等关税		125%	
上台以来累计对华加征关税		145%	
联合声明累计暂停或取消加征关税		115%（91%取消+24%暂停）	
当前美对华综合税率水平		42%左右（测算不完全准确）	

注：当前美对华综合税率水平考虑拜登时期对华综合税率、“芬太尼”关税、对等关税保留部分及对部分商品单独加征关税

资料来源：中证鹏元整理

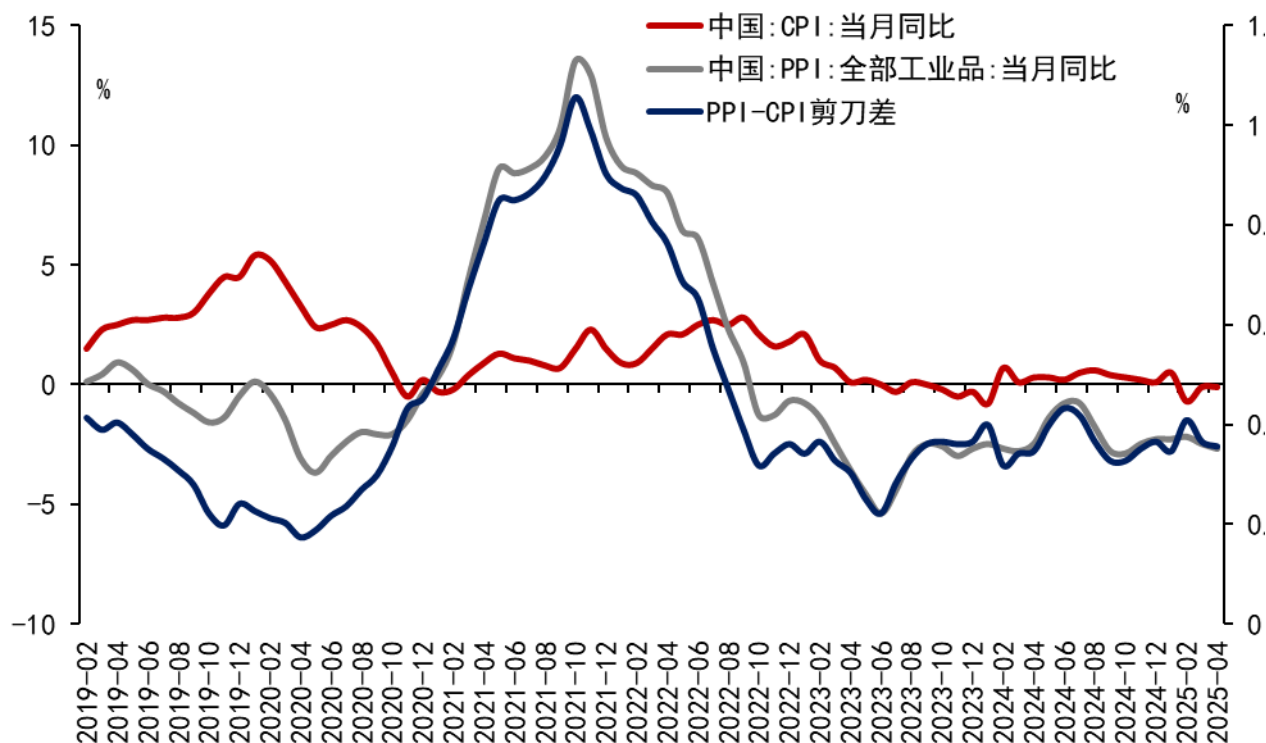
二、宏观经济

【4 月 CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下降 2.7%】

4 月 CPI 同比下降 0.1%，与前值持平。CPI 环比 0.1%，由跌转涨，较上月上升 0.5pct，强于季节性（-0.2%）。分项来看，4 月 CPI 内部分化大幅收窄，其中食品项同比-0.2%，较上月上升 1.2pct，非食品项同比 0.0%，较上月下降 0.2pct。核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月持平；环比 0.2%，强于季节性（0.14%），高于前一月环比（0.0%）。CPI 环比转涨，主要受到食品分项降幅低于季节性、假期出行服务需求回升等因素的影响，原油价格影响 CPI 同比下降约 0.38pct，是 CPI 同比未转正的主要原因。

4 月 PPI 同比下降 2.7%，较前值（-2.5%）降低 0.2 个百分点。PPI 环比-0.4%，和上月持平，弱于季节性（-0.1%）。从同比价格组成因素看，4 月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-1.6pct 和-1.1pct，较上月分别上行 0.2pct、下行 0.4pct，因此新涨价因素是 PPI 同比继续下降的主要原因。国际定价原油价格中枢明显回落，有色金属价格继续走强，内部定价的煤炭、黑色金属、化工等多数工业品价格延续偏弱走势。

图表3 4月CPI同比下降0.1%，PPI同比下降2.7%



资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、重要资讯、政策监管回顾

1. 央行等五部门联合印发《关于金融支持广州南沙深化面向世界的粤港澳全面合作的意见》

5月12日中国人民银行官网公布，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、广东省人民政府联合印发《关于金融支持广州南沙深化面向世界的粤港澳全面合作的意见》。明确提出，加大金融支持南沙建设力度，进一步强化南沙对粤港澳大湾区高质量发展动力源的支撑作用，将南沙建设成为我国金融业对外开放试验示范窗口、金融创新功能的承载区、粤港澳大湾区国际金融枢纽重要节点。

《意见》从完善创新创业金融服务、加强社会民生领域金融服务、发展特色金融服务、推进粤港澳金融市场互联互通、开展跨境金融创新与交流、完善金融监管机制等方面提出30条重点举措，包括推动符合条件的重点制造企业在境内外上市挂牌融资；支持符合条件的港澳投资者依法申请设立证券公司与基金公司等。

2. 发改委：扎实推动民营经济促进法实施

5月8日，国新办就《民营经济促进法》相关问题举行新闻发布会，发改委负责人表示将积极履行统筹协调职能，会同各部门、各地方扎实推动民营经济促进法实施，重点抓好配套建设、落地见效和学习宣传三

个方面的工作。同时表示将会同有关部门全力推动法律实施，强化刚性约束，重点在五个方面下更大功夫：下功夫破除障碍，解决市场准入、要素获取等方面存在的问题；下功夫治理拖欠，解决民营企业账款支付问题；下功夫依法保护合法权益，解决企业发展的后顾之忧；下功夫落实纾困政策，解决企业获得感不强的问题；下功夫加强政企沟通，解决企业合理诉求。同时，在法律实施过程中，将注重听取各方面意见建议，不断完善制度机制，努力营造促进民营经济健康发展的良好法治环境。

3. 商务部召开外贸企业圆桌会

5月12日，商务部部长王文涛主持召开外贸企业圆桌会。12家外贸企业、6家进出口商会代表及中国宏观经济研究院有关专家参会，就当前外贸形势、支持外贸企业发展等议题进行交流。商务部负责人表示，近日，中美经贸高层会谈达成重要共识，并取得实质性进展，为进一步弥合分歧和深化合作打下了基础、创造了条件。下一步，商务部将认真贯彻落实党中央决策部署，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，立足商务工作“三个重要”定位，会同相关部门，全力为外贸企业纾困解难，提供更多支持，帮助外贸企业开拓市场，促进外贸稳定发展。

4. 2024年全国共有27座城市GDP超1万亿元

近日，全国多地公布2024年“经济成绩单”，共27座城市去年地区生产总值（GDP）超过1万亿元，分别为上海、北京、深圳、重庆、广州、苏州、成都、杭州、武汉、南京、宁波、天津、青岛、无锡、长沙、郑州、福州、济南、合肥、佛山、西安、泉州、南通、东莞、常州、烟台和唐山，唐山市成为今年新增“万亿之城”，也是河北省首座“万亿之城”。

5. 央行有关负责人出席央行年度经济会议并讲话

5月9-12日，央行副行长宣昌能在冰岛央行年度经济会议上就中国货币政策框架演进发表主旨演讲。

他指出，近年来中国经济金融结构深刻变革，中国人民银行持续推进货币政策框架转型。一是淡化数量目标，更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用。二是进一步健全市场化的利率调控机制，明确公开市场7天期逆回购操作利率为主要政策利率。三是丰富货币政策工具箱，将二级市场国债买卖等纳入货币政策工具箱。四是健全包括维护资本市场稳定安排在内的结构性货币政策工具体系。此外，中国人民银行持续提升货币政策透明度，健全可置信、常态化、制度化的政策沟通机制，做好政策沟通和预期引导。宣昌能还回答了现场观众的提问。

6. 福建省：支持大数据、人工智能等新型基础设施领域项目发行REITs产品

5月12日，福建省人民政府办公厅印发《关于进一步推动资本市场服务科技型企业高质量发展的若干措施》。其中强调，深挖债券市场服务科技创新潜力。加强与银行间市场交易商协会、境内外证券交易所和

债券承销机构合作，常态化摸排企业发债融资需求，鼓励符合条件的优质科技型企业发行科创票据、科创公司债，探索发行知识产权 ABS、技术产权 ABS 等资产证券化产品。进一步发挥 AAA 级担保增信机构作用，为省内企业特别是民营科技型企业发债提供增信支持。与证券交易所强化公募 REITs 产品政策、信息互通，支持大数据、人工智能、物联网等新型基础设施领域项目发行 REITs 产品，鼓励回收资金用于科技创新领域投资。

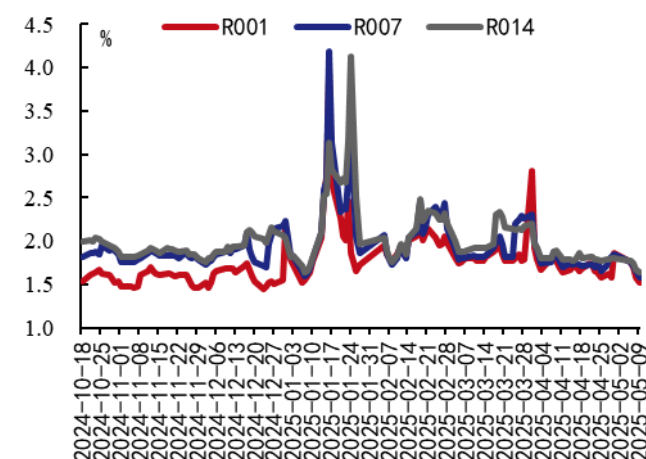
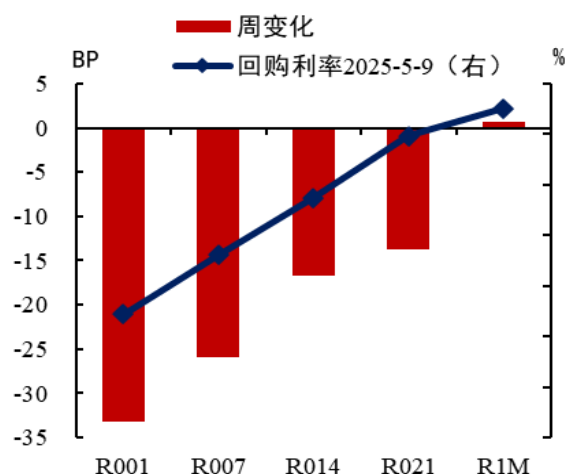
四、货币市场

1. 上周流动性相对平稳，回购利率涨跌互现

上周流动性相对平稳，回购利率涨跌互现。具体来看，隔夜利率较前一周下行 33.21BP 至 1.52%，7 天回购利率下行 25.91BP 至 1.58%。中等期限方面，14 天回购利率下行 16.67BP 至 1.64%，21 天回购利率下行 13.69BP 至 1.7%，1 个月回购利率上行 0.73BP 至 1.73%。

图表 4 银行间质押式回购利率变动情况

图表 5 银行间质押式回购利率走势图



数据来源: Wind 中证鹏元

数据来源: Wind 中证鹏元

2. 利率震荡

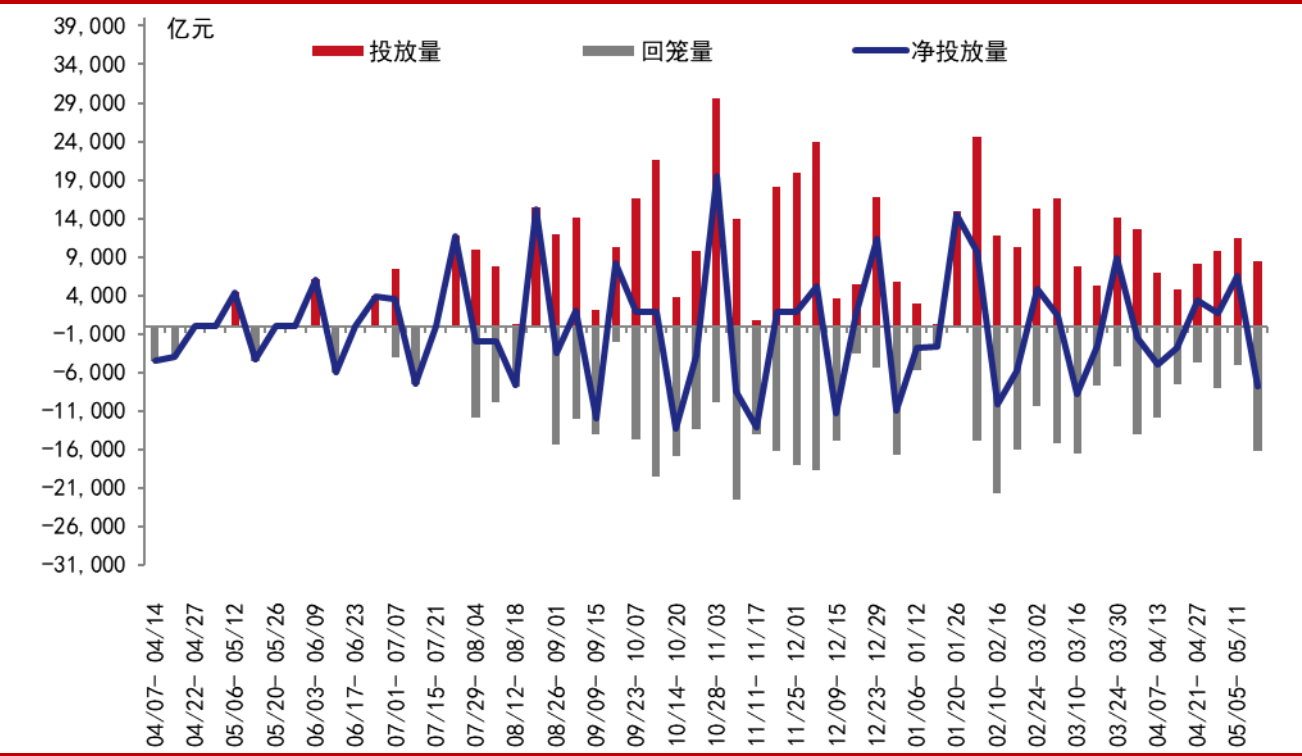
上周(2025/05/05-2025/05/11)央行 7 天逆回购投放 8,361 亿元，7 天逆回购到期 16,178 亿元，上周合计净回笼 7,817 亿元。五一假后第一个交易周，中债国债 1 年期、3 年期、5 年期、7 年期到期收益率分别累计小幅下行 4bp、1bp、2bp、1bp 至 1.42%、1.46%、1.49%、1.57%，其余 10 年期、30 年期到期收益率分别累计小幅上行 1bp 和 2bp，达 1.63%和 1.84%。周内经历降准降息同步落地，债市曲线走陡，长端利率小幅抬升、短端利率有所抬升，周五资金面边际转松。本周经济基本面尚需修复，同时增量支持政策出台稳定预期，债市利率难以冲击上下限，继续呈现震荡格局。

图表 6 央行公开市场操作统计表（周度）

	上周(2025/05/05-2025/05/11)			上上周(2025/04/28-2025/05/04)		
	期限	规模(亿)	参考利率(%)	期限	规模(亿)	参考利率(%)
逆回购数量	7 天	8,361	1.5	7 天	11,503	1.5
	14 天			14 天		
	28 天			28 天		
	63 天			63 天		
正回购到期量	-	8,361	1.5	-	11,503	1.5
央票到期量	3 个月			3 个月		
投放量	-			-		
央票发行量	3 个月			3 个月		
正回购量	-	6,005/2,356	1.5/1.4	-	5,045	1.5
逆回购到期量	7 天			7 天		
	14 天			14 天		
	28 天			28 天		
	63 天			63 天		
回笼量	-	16,178	1.5	-	5,045	1.5
净投放	-	-7,817		-	6,458	

数据来源：iFinD 中证鹏元整理，净投放未包括中期借贷便利 MLF、国库现金

图表 7 央行公开市场操作投放规模情况（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元，净投放未包括中期借贷便利 MLF、国库现金等

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。

本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140