

宏观

中美谈判启动带动市场乐观预期

2025 年 05 月 12 日

宏观周报（5 月第 2 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：上周市场放量上涨。**①关税动态方面，五一假期期间，中美谈判现乐观预期，带动市场放量上涨。5 月 10 日，中美经贸高层会谈开始在瑞士日内瓦开始举行，预计后续陆续取得进展，但谈判进程预计较为缓慢，二季度关税对外需影响仍然持续发酵。②政策方面，5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”，会议落地降息降准及结构性货币政策，整体相对超预期。③基本面方面，4 月出口数据显示出口韧性显著超市场预期，通胀数据小幅超预期，但名义增长压力仍存，PPI 降幅有继续扩大的压力。④海外方面，印巴冲突升级带动军工板块走强，但 5 月 10 日印巴同意停火，后续热度或有所回落。
- 2) **固收：上周债市收益率短下长上。**①上周催化方面，中美关税谈判出现乐观预期，叠加 4 月出口韧性显著超预期，长端利率在低位下，有所调整。而降息降准落地，短端受资金宽松带动下行。②中美开始谈判，出口韧性超预期，利率基本面转弱的中长期逻辑有一定松动，但是否修正仍取决于谈判进展和转口贸易对外需的对冲程度。当前通胀数据仍然较弱，反映当前经济供给侧结构性矛盾和有效需求不足的核心问题，金融数据预计仍然以政府债支撑为主，基本面仍然处在弱化路径，中期逻辑扭转难度较大。短期长端或有调整压力，短端受益于短期资金的宽松。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率上行、美元指数上行、人民币贬值、黄金上涨。**①美联储依然受到通胀预期和美元弱勢的掣肘，鲍威尔在上周的议息会议新闻发布会上，继续延续对降息预期偏鹰的基调，降息预期受掣肘带动美债利率上行。②英国和美国就关税贸易协议条款达成一致，英国政府同意在进口美国食品和农业产品方面作出让步，以换取美方降低对英国汽车出口的关税。美国将对英国制造的汽车关税降至 10%，对钢材和铝材的关税降至零。首份关税谈判贸易协议的达成对风险偏好有一定修复，但欧、日谈判推进难度较大，市场对后续滞胀预期担忧仍存。
- 4) **上周事件：降准降息以及结构性货币政策落地；4 月出口数据显著超预期；4 月通胀数据仍然显示名义增长压力。**
- 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 降准降息以及结构性货币政策落地..... 4

 2.2 4月出口数据显著超预期..... 6

 2.3 4月通胀数据仍然显示名义增长压力 7

三、 当周关注 8

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 新闻发布会政策内容整理..... 5

Figure 3 出口同比增速对比..... 6

Figure 4 出口环比增速对比..... 6

Figure 5 CPI 环比边际变化 7

Figure 6 PPI 环比边际变化 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	上周市场放量上涨，周均成交额 13534 亿元，环比放量 2496 亿元。上证指数 1.92%，深证成指 2.29%，创业板指 3.27%，万得全 A 2.32%；沪深 300 2.00%，小市值指数 4.40%；恒生指数 1.61%，恒生科技指数 -1.22%。板块上，国防军工、通信、电力设备表现靠前，房地产、电子、商贸零售表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 关税动态方面，五一假期期间，中美谈判现乐观预期，带动市场放量上涨。5 月 10 日，中美经贸高层会谈开始在瑞士日内瓦开始举行，预计后续陆续取得进展，但谈判进程预计较为缓慢，二季度关税对外需影响仍然持续发酵。2) 政策方面，5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”，会议落地降息降准及结构性货币政策，整体相对超预期。3) 基本面方面，4 月出口数据显示出口韧性显著超市场预期，通胀数据小幅超预期，但名义增长压力仍存，PPI 降幅有继续扩大的压力。4) 海外方面，印巴冲突升级带动军工板块走强，但 5 月 10 日印巴同意停火，后续热度或有所回落。
固收	上周债市收益率短下长上。全周 T2506 上涨 0.01%，TL2506 下跌 0.39%，TF2506 持平。现券来看，10 年国债活跃券上行 0.9BP，30 年国债活跃券上行 1.35BP，10 年国开下行 0.05BP，5 年国开下行 2.4BP，3 年国开下行 4.75BP，1 年国开下行 9.5BP。上周整体上实现了净回笼 7817 亿元。本周央行公开市场将有 8361 亿元的逆回购到期，其中周一至周五分别到期 0、4050、1955、1586、770 亿元。周四还将有 1250 亿元的 MLF 到期。	1) 上周催化方面，中美关税谈判出现乐观预期，叠加 4 月出口韧性显著超预期，长端利率在低位下，有所调整。而降息降准落地，短端受资金宽松带动下行。2) 中美开始谈判，出口韧性超预期，利率基本面转弱的中长期逻辑有一定松动，但是否修正仍取决于谈判进展和转口贸易对外需的对冲程度。当前通胀数据仍然较弱，反映当前经济供给侧结构性矛盾和有效需求不足的核心问题，金融数据预计仍然以政府债支撑为主，基本面仍然处在弱化路径，中期逻辑扭转难度较大。短期长端或有调整压力，短端受益于短期资金的宽松。
海外及其他	上周道指下跌 0.16%，标普 500 指数下跌 0.47%，纳指下跌 0.27%。美债方面，10 年美债收益率上行 7bp 至 4.38%，2 年期美债收益率上行 8bp 至 3.89%。汇率方面，美元指数周涨 0.38%报 100.4218，离岸人民币兑美元跌 289 个基点报 7.2402。大宗方面，美油期货涨 4.75%，COMEX 黄金期货涨 2.52%，LME 期铜涨 0.78%。	1) 美联储依然受到通胀预期和美元弱勢的掣肘，鲍威尔在上周的议息会议新闻发布会上，继续延续对降息预期偏鹰的基调，降息预期受掣肘带动美债利率上行。2) 英国和美国就关税贸易协议条款达成一致，英国政府同意在进口美国食品和农业产品方面作出让步，以换取美方降低对英国汽车出口的关税。美国将对英国制造的汽车关税降至 10%，对钢材和铝材的关税降至零。首份关税谈判贸易协议的达成对风险偏好有一定修复，但欧、日谈判推进难度较大，市场对后续滞胀预期担忧仍存。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 降准降息以及结构性货币政策落地

事件：

国务院新闻办公室于 5 月 7 日上午 9 时举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

点评：

“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”新闻发布会上，央行公布了降息、降准等一系列重磅政策，为政治局会议后一系列稳增长、稳预期政策拉开序幕。

降息 10bp 是主要超预期的部分，此前市场普遍预期先降准后降息，但 10bp 的幅度并未超预期，且从时点来看，也具有较强政策必要性和合理性。首先 4 月 PMI 已经反映进出口下滑、供需两端收缩、就业与预期收缩、主动去库与价格冲击等一系列外贸需求收缩下的对基本面的冲击，通缩风险加大下，实际利率预期抬升，降息对冲必要性增强。其次，长期弱美元逻辑持续发酵，叠加短期中美谈判乐观预期抬升下，人民币汇率贬值压力缓解，降息掣肘弱化。

降息的主要还是剑指 LPR，本月 LPR 预计大概率同步降低，调降的公积金贷款利率也同步降低购房资金压力，改善居民资产负债表，并拉动购房需求。降准 0.5 个百分点符合预期，5-6 月财政处在供给高峰，降准配合已经被高度预期。

结构性货币政策量价齐发力，有助于调节当前经济结构性问题。当前经济供给端需要培育创新新型产能，需求端面临有效需求不足，结构性货币政策向科技、消费等倾斜，再贷款利率从 1.75% 降低 25BP 至 1.5% 的结构性降息，有助于调整当前经济的结构性问题。5000 亿的科技创新和设备更新再贷款扩容到 8000 亿、设立 5000 亿服务消费和养老再贷款是核心亮点。

货币层面仍有政策性金融创新工具储备政策落地空间。PSL 从 2.25% 降低 25BP 至 2%，为后续政策性金融创新工具落地奠定基础，预计相关工具会向消费、科技、外贸纾困、地产收储倾斜。

后续财政或接力加快存量储备政策落地，但财政资金增量空间观测窗口或在三季度。财政相关部门或会接力召开新闻发布会，但主要以落地储备政策为

主，如生育补贴等民生补贴加快落地，专项债用于地产收储、城中村保障房改造等具体安排，外贸企业纾困财政支持政策落地，加快设立国家创业投资引导基金落地等。在三季度财政资金靠前发力下，资金使用接近尾声的情况下，新增财政资金下放观测窗口或可进一步打开，如超长期特别国债增发等。

Figure 2 新闻发布会政策内容整理

分类	内容
央行	> 通过降准等措施，提供中长期流动性 1. 降准 0.5%，提供 1 万亿元流动性 2. 完善存款准备金制度，将汽车金融 5%调降至 0% > 下调政策利率，降低再贷款利率，调降公积金贷款利率 3. 7 天 OMO 降 10BP 至 1.4%，预计带动 LPR 下降 10BP 4. 再贷款利率从 1.75%降低 25BP 至 1.5%，PSL 从 2.25%降低 25BP 至 2% 5. 降低个人住房公积金利率从 2.85 降 25BP 至 2.6% > 完善现有再贷款工具，创造新的再贷款工具 6. 5000 亿元的科技创新和设备更新再贷款扩容到 8000 亿元 7. 设立 5000 亿元服务消费和养老再贷款 8. 增加支农支小再贷款额度 3000 亿元 9. 支持资本市场的货币政策工具，互换便利和回购贷款额度合并，扩容至 8000 亿元 10. 央行和地方增信机构，创造科技债券风险分担工具，分担违约风险
监管总局	1.调降保险公司股票投资风险因子 2.加大对房地产企业的融资支持 3.加强对小微企业融资支持 4.银行保险护航外贸发展系列措施，对受关税影响大的提供精准服务 5.修改并购贷款管理办法，加快产业转型升级 6.鼓励商业银行加大对科创企业投资力度
证监会	1.强化市场监测，全力支持中央汇金发挥类平准基金作用，中央银行作为后盾，是全世界最有力的平准机构。 2.突出发展新质生产力这个着力点，近期深化科创板创业板改革，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面，加强制度包容性 3.更好的发挥资本市场并购重组主渠道作用 4.大力发展科技创新债 5.引导中长期资金入市，引导上市公司提升投资者汇报，抓紧引发推动公募基金高质量发展的行动方案 6.股市稳定关乎经济发展大局，也关乎亿万投资者的切身利益，将为充满不确定性的世界环境注入确定性。 7.我们的市场特征就是比较靠谱，靠谱的经济发展，靠谱的宏观政策，靠谱的保障

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 4 月出口数据显著超预期

事件：

中国 4 月出口（以美元计价）同比增长 8.1%，前值增 12.4%；进口降 0.2%，前值降 4.3%；贸易顺差 961.8 亿美元；前值顺差 1026.4 亿美元。

点评：

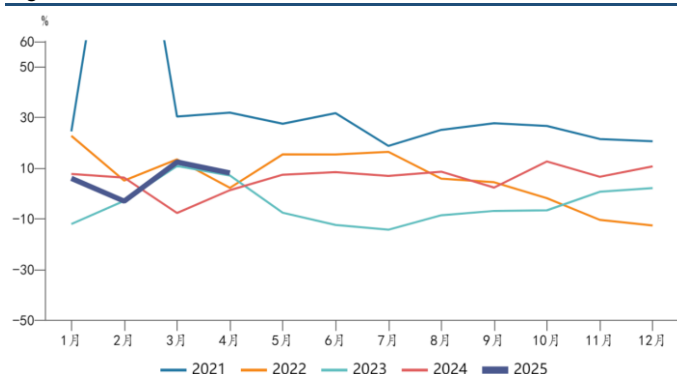
4 月出口韧性显著超出市场预期，同比增速较前值仅小幅下降，环比增速基本保持了季节性水平。

从国别端来看，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，但仍然好于预期，对美出口弱化速度相对较慢。而对东盟出口同比增速从前值 11.9%大幅提升至 21.0%，同比拉动从前值 2.3%抬升至 3.6%，抬升 1.3 个百分点，形成较强对冲力度。另外，非洲、印度、拉丁美洲、中亚国家均保持较高的同比增速，对出口拉动形成支撑。

从产品端来看，劳动密集型产品冲击最大，回落幅度超过 10 个百分点，机电产品、耐用品方面，家具家电出口增速均有回落，但汽车出口小幅抬升，前期欧盟和中国已同意研究为中国制造的电动汽车设定最低价格，以取消欧盟于 2024 年征收的关税。而表现相对较好的板块是通用机械设备、船舶、集成电路等。

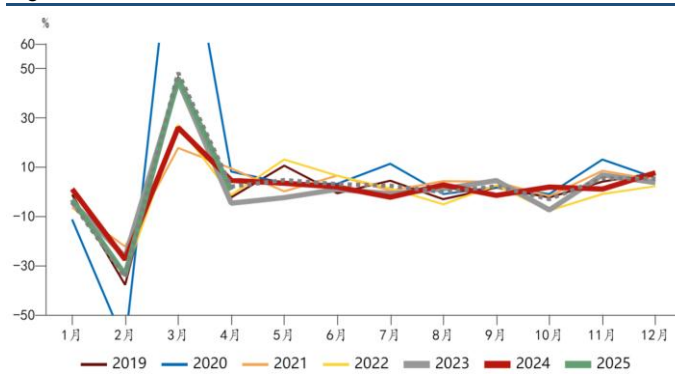
4 月出口韧性超预期，显现出我国供应链在全球供应链的重要性和韧性，全年出口或超预期。但 4 月仍然有抢转口效应，而且 4 月 PMI 新出口订单指数下滑明显，订单到交货的传递迟滞也会影响后续出口数据，二季度后续压力仍然会进一步抬升。

Figure 3 出口同比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 出口环比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.3 4 月通胀数据仍然显示名义增长压力

事件：

5 月 10 日，统计局公布数据显示 4 月 CPI 同比下降 0.1%，预期降 0.15%，前值降 0.1%；4 月 PPI 同比下降 2.7%，预期降 2.8%，前值降 2.5%。

点评：

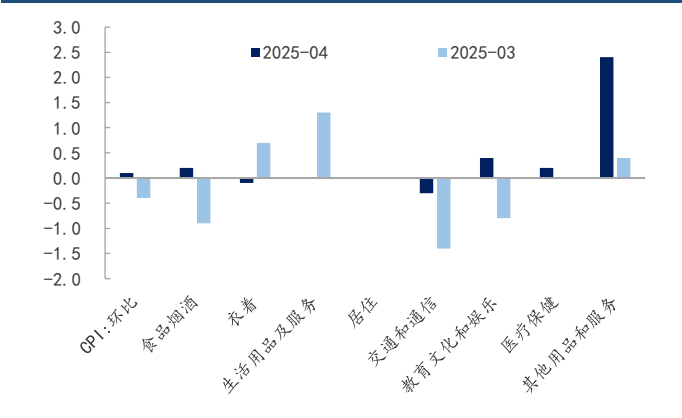
4 月通胀数据整体小幅好于预期，但名义增长压力仍然较大，尤其是在外需收缩影响下，PPI 价格压力或持续扩大。

CPI 环比 0.1% 转正，主要受到五一假期出行活跃超出季节性水平带动，交通运输、娱乐等价格环比显著好转，另外黄金价格上涨，对 CPI 环比也有拉动。但猪肉价格环比下行、汽车降价仍在持续，CPI 持续性上涨线索依然较弱。

PPI 方面压力更大，环比-0.4% 持平前值，同比降幅较前值继续扩大，石油、黑色、汽车等环比降幅扩大，基建对非金属矿有所支撑，环比降幅收窄。4 月 PMI 价格分项降幅较大，随着外需收缩进一步冲击部分行业产能利用率，叠加 PPI 5-7 月基数抬升，后续降幅有继续扩大的压力。

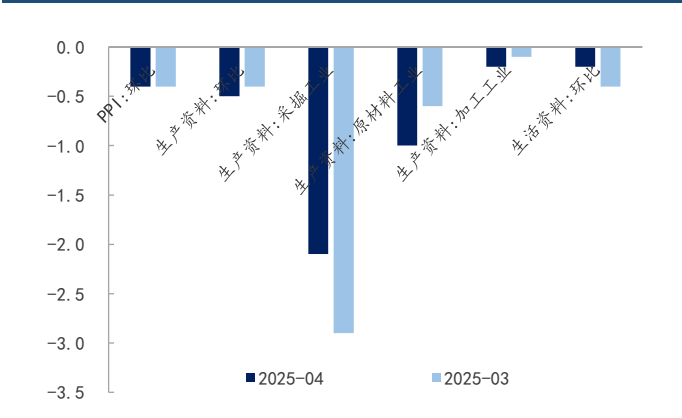
从价格的情况来看，扩大有效需求仍然是稳增长政策的核心诉求，继上周出台的金融条线的一揽子政策后，财政、消费、产业等相关储备政策，也将会继续出台落地。

Figure 5 CPI 环比边际变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 PPI 环比边际变化



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 13 日（周二）	20:30 美国 4 月 CPI:季调:同比(%): 前值 2.40 20:30 美国 4 月核心 CPI:季调:同比(%): 前值 2.80
5 月 15 日（周四）	待定中国 4 月 M2:同比(%): 前值 7.00, 预期 7.54 待定中国 4 月新增人民币贷款(亿元) : 前值 36,400.00, 预期 7,644.44 待定中国 4 月 M1:同比(%): 前值 1.60, 预期 3.00 待定中国 4 月社会融资规模:当月值(亿元) : 前值 58,894.00, 预期 12,637.50 待定中国 4 月社会融资规模存量:同比(%): 前值 8.40, 预期 8.80
5 月 16 日（周五）	22:00 美国 5 月密歇根大学 1 年期通胀率预期(终值)(%): 前值 6.5 22:00 美国 5 月密歇根大学 5 年期通胀率预期(终值)(%): 前值 4.4

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。