

宏观**“对等关税”超预期放大市场波动**

2025 年 04 月 07 日

宏观周报（4 月第 1 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：上周市场缩量下跌。**①市场方面，市场波动率持续处于下行通道，沪深两市成交量连续回落，上涨弹性受到抑制的同时，市场在面对超预期关税等利空冲击时跌幅也有限。②基本面方面，3 月 PMI 保持扩张，但较季节性偏弱，价格、就业、预期指标回踩，整体弱复苏特征仍然比较明显，与高频数据显示 3 月旺季特征下环比较好但较季节性并不强的信号相对一致。本周通胀和金融数据即将落地，从高频数据和市场预期来看，通胀数据好转或较为有限，金融数据弹性或并不明显。③海外方面，美国加征“对等关税”幅度显著超预期，对美国乃至全球经济预期产生冲击，海外风险偏好下行短期弱化市场情绪。贸易摩擦升级预期下，国内内需板块重要性增强，市场或持续有所分化。
- 2) **固收：上周债市收益率大幅下行。**当周利率下行催化因素主要是，跨季后资金面转松，美国“对等关税”大超预期。一季度导致债市大跌的因素主要有两个，一是央行宽松预期未兑现，资金面持续偏紧，二是在稳增长政策的持续加力下，基本面偏弱的中长期预期短期内无法证实。目前两个因素均有转变，跨季之后，伴随银行资产负债表压力的改善，资金面自发宽松，资金利率下行；而关税大超预期拖累出口和 GDP 增长，内需当前弹性有限，对冲关税影响难度太大，基本面承压又或加快央行宽松进度。短期需关注关税谈判的扰动，但双方利益诉求较难达成共识的情况下，双边关税大幅抬升或是基准情形。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率下行、美元指数下行、人民币贬值。**①美国“对等关税”政策强度显著超出市场预期，美国经济衰退预期抬升，滞胀担忧上行，贸易摩擦冲击预期下，风险偏好下行，美股、美债利率、美元指数均显著回落。②美国就业变化不显著，3 月非农就业数据高于预期但失业率仍高、时薪增速低于预期。从鲍威尔上周五的发言来看，当前劳动力市场大致平衡，通胀进展放缓。关税影响尚难确切评估，但现在可以预见的是，关税的提高幅度超出预期，其经济影响也会比预期要大，包括更高的通胀和更慢的增长。滞胀的预期使得美联储降息政策两难，政策立场变动有限。
- 4) **上周事件：3 月 PMI 弱复苏特征仍然较为明显；“对等关税”超预期放大市场波动。**
- 5) **风险提示：基本面恢复不及预期、贸易摩擦超预期升级。**

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 3 月 PMI 弱复苏特征仍然较为明显 4

 2.2 “对等关税”超预期放大市场波动..... 5

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 PMI 分项雷达图 4

Figure 3 PMI 大中小企业分化图 4

Figure 4 PMI 指数热力图 5

Figure 5 重点国家”对等关税”征收情况..... 5

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	上周市场缩量下跌，周均成交额 11368 亿元，环比缩量 1240 亿元。上证指数 -0.28%，深证成指 -2.28%，创业板指 -2.95%，万得全 A -1.17%；沪深 300 -1.37%，小市值指数 -0.15%；恒生指数 -2.46%，恒生科技指数 -3.51%。 板块上，公用事业、农林牧渔、医药生物表现靠前，汽车、电力设备、家用电器表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 市场方面，市场波动率持续处于下行通道，沪深两市成交量连续回落，上涨弹性受到抑制的同时，市场在面对超预期关税等利空冲击时跌幅也有限。2) 基本面方面，3 月 PMI 保持扩张，但较季节性偏弱，价格、就业、预期指标回踩，整体弱复苏特征仍然比较明显，与高频数据显示 3 月旺季特征下环比较好但较季节性并不强的信号相对一致。本周通胀和金融数据即将落地，从高频数据和市场预期来看，通胀数据好转或较为有限，金融数据弹性或并不明显。3) 海外方面，美国加征“对等关税”幅度显著超预期，对美国乃至全球经济预期产生冲击，海外风险偏好下行短期弱化市场情绪。贸易摩擦升级预期下，国内内需板块重要性增强，市场或持续有所分化。
固收	上周债市收益率大幅下行。全周 T2506 上涨 0.64%，TL2506 上涨 2.3%，TF2506 上涨 0.44%。现券来看，10 年国债活跃券下行 6.25bp，30 年国债活跃券下行 10.25bp，10 年国开下行 12bp，5 年国开下行 8bp，3 年国开下行 8.5bp，1 年国开下行 4.5bp。 上周央行通过公开市场操作实现净回笼 5019 亿元，跨季后，资金价格有所回落，但央行的净回笼力度较大。本周公开市场将有 7634 亿元逆回购到期。	当周利率下行催化因素主要是，跨季后资金面转松，美国“对等关税”大超预期。一季度导致债市大跌的因素主要有两个，一是央行宽松预期未兑现，资金面持续偏紧，二是在稳增长政策的持续加力下，基本面偏弱的中长期预期短期内无法证实。目前两个因素均有转变，跨季之后，伴随银行资产负债表压力的改善，资金面自发宽松，资金利率下行；而关税大超预期拖累出口和 GDP 增长，内需当前弹性有限，对冲关税影响难度太大，基本面承压又或加快央行宽松进度。短期需关注关税谈判的扰动，但双方利益诉求较难达成共识的情况下，双边关税大幅抬升或是基准情形。
海外及其他	上周道指跌 7.82%，标普 500 指数跌 9.08%，纳指跌 10.02%。美债方面，2 年期美债收益率下行 25bp 至 3.65%，10 年美债收益率下行 24bp 至 4.01%。汇率方面，美元指数周跌 1.07%报 102.9189，离岸人民币兑美元跌 269 个基点报 7.2966。大宗方面，美油期货跌 10.15%，COMEX 黄金期货跌 1.87%，LME 期铜跌 11.28%。	1) 美国“对等关税”政策强度显著超出市场预期，美国经济衰退预期抬升，滞胀担忧上行，贸易摩擦冲击预期下，风险偏好下行，美股、美债利率、美元指数均显著回落。2) 美国就业变化不显著，3 月非农就业数据高于预期但失业率仍高、时薪增速低于预期。从鲍威尔上周五的发言来看，当前劳动力市场大致平衡，通胀进展放缓。关税影响尚难确切评估，但现在可以预见的是，关税的提高幅度超出预期，其经济影响也会比预期要大，包括更高的通胀和更慢的增长。滞胀的预期使得美联储降息政策两难，政策立场变动有限。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 3 月 PMI 弱复苏特征仍然较为明显

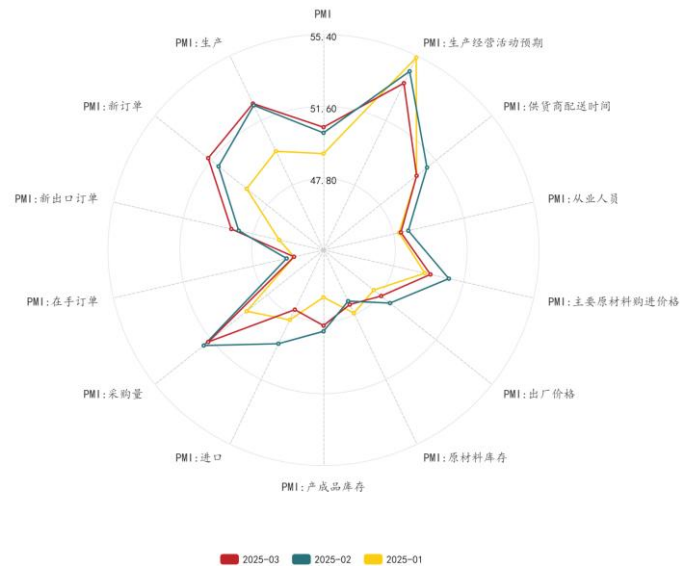
事件：

1 中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.5, 前值 50.2; 官方非制造业 PMI 为 50.8, 环比上升 0.4 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 51.4, 前值 51.1。

点评：

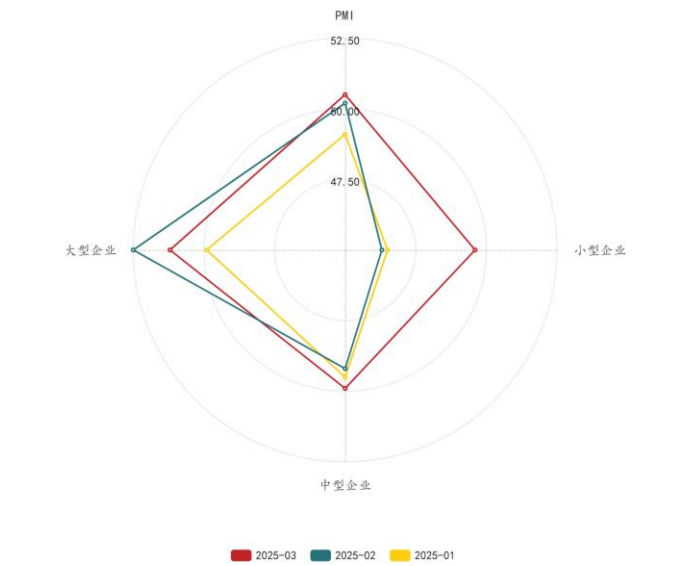
整体而言，3 月制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 保持扩张，但均较季节性偏弱，整体弱复苏特征仍然比较明显。价格、就业、预期指标回踩，基建和地产需求仍然偏弱拖累基础原材料行业和建筑业。积极因素主要体现在出口分项保持韧性，小企业受益于复工复产跟上和金融条件改善明显好转，新兴产业与“两新”政策红利相关行业景气度表现较好，支撑需求端的景气度。

Figure 2 PMI 分项雷达图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 大中小企业分化图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 PMI 指数热力图

指标名称	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-03	2024-02	2024-01
制造业PMI	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.80	49.10	49.20
PMI:生产	52.60	52.50	49.80	52.10	52.40	52.00	51.20	49.80	50.10	50.60	50.80	52.20	49.80	51.30
PMI:新订单	51.80	51.10	49.20	51.00	50.80	50.00	49.90	48.90	49.30	49.50	49.60	53.00	49.00	49.00
PMI:新出口订单	49.00	48.60	46.40	48.30	48.10	47.30	47.50	48.70	48.50	48.30	48.30	51.30	46.30	47.20
PMI:采购量	51.80	52.10	49.20	51.50	51.00	49.30	47.60	47.80	48.80	48.10	49.30	52.70	48.00	49.20
PMI:产成品库存	48.00	48.30	46.50	47.90	47.40	46.90	48.40	48.50	47.80	48.30	46.50	48.90	47.90	49.40
PMI:原材料库存	47.20	47.00	47.70	48.30	48.20	48.20	47.70	47.60	47.80	47.60	47.80	48.10	47.40	47.60
PMI:主要原材料购进价格	49.80	50.80	49.50	48.20	49.80	53.40	45.10	43.20	49.90	51.70	56.90	50.50	50.10	50.40
PMI:出厂价格	47.90	48.50	47.40	46.70	47.70	49.90	44.00	42.00	46.30	47.90	50.40	47.40	48.10	47.00
PMI:从业人员	48.20	48.60	48.10	48.10	48.20	48.40	48.20	48.10	48.30	48.10	48.10	48.10	47.50	47.60
PMI:生产经营活动预期	53.80	54.50	55.30	53.30	54.70	54.00	52.00	52.00	53.10	54.40	54.30	55.60	54.20	54.00

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 “对等关税”超预期放大市场波动

事件：

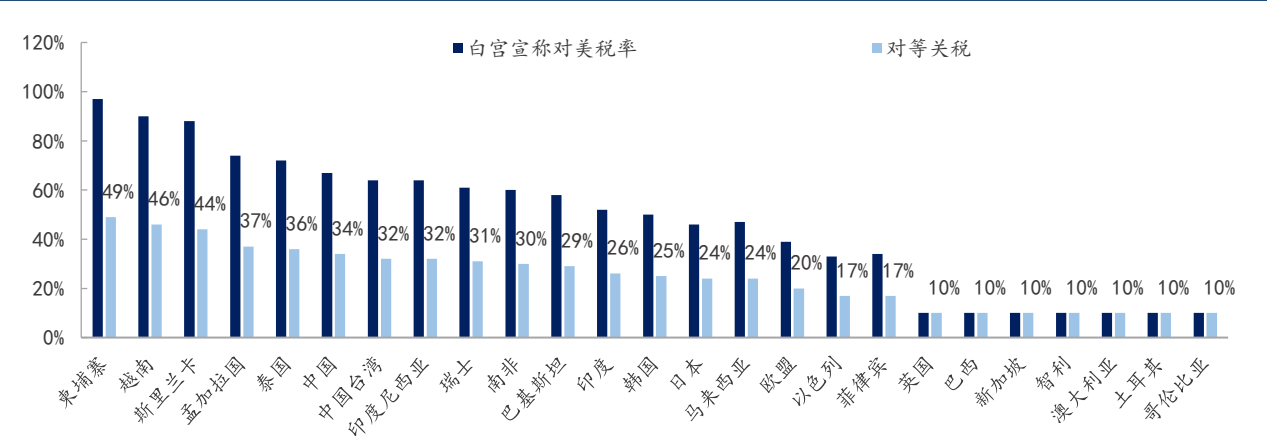
美国总统特朗普当地时间 4 月 2 日在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。白宫称，10% 的基准关税将于 4 月 5 日开始，而对不同贸易伙伴的更高关税将于 4 月 9 日开始。

点评：

1) “对等关税”市场预期、落地情况与后续判断

“对等关税”落地情况超出此前的市场预期。此前市场对于“对等关税”的预期也分为基准关税和针对重点国家的情形。基准关税的市场预期范围在 10%-20%，中值在 15% 左右，落地的 10% 基准关税在预期下沿，刚开始具有一定迷惑性，美股期货和美国国债利率初始上涨，但后续继续公布的针对重点国家征收更高关税的情形，显著高于市场此前的预期，美股期货和美国国债利率急速下跌。

Figure 5 重点国家“对等关税”征收情况



资料来源：美国白宫、世纪证券研究所

“对等关税”的落地使得当前美国的关税框架趋于完整。当前美国的关税框架主要包括：一是全球关税（4 月 3 日“对等关税”10%基准落地），二是针对中国、欧盟等逆差国、转移国的国别关税（4 月 3 日“对等关税”对某些贸易伙伴征收更高关税），三是行业关税（此前落地的钢铝、汽车关税均属此列），四是此前针对加、墨、中单独加征的关税。

此次“对等关税”落地的具体措施包括：1) 所有贸易伙伴 10%的基线关税，4 月 5 日生效；2) 对于逆差更大伙伴实施“折扣后的对等关税”(Discounted Reciprocal Tariffs)，4 月 9 日生效。3) 5 月 2 日起停止 800 美元以下小包裹关税豁免政策，对其征收 30%的关税或者 25 美元每件的关税（6 月 1 日后将上升至 50 美元每件）。

而此次“对等关税”豁免的部分主要是在上述关税框架中属于行业关税以及此前对加墨单独加征关税纳入美加墨协定的部分。具体而言：1) 此前钢铝、汽车等已落地 25%关税税率的行业不受此政令的影响。另外铜、药品、半导体、木材、部分关键金属与能源产品也被排除在“对等关税”框架外，这些行业是特朗普此前提到计划加征更高行业关税的品类，但具体落地时间与税率仍未公布。2) 所有符合 USMCA 协议的条件下的加拿大或墨西哥商品继续享有进入美国市场的优惠待遇，然而不符合 USMCA 要求的加拿大或墨西哥商品目前须承担 25%的额外从价关税（加拿大能源 10%）。

后续关税仍然有较大的不确定性。一是尽管财政部长贝森特表示如果各国不采取报复措施，当前“对等关税”额度就是上限，但是后续各国的行动不确定性较强，中国已经第一时间采取反制措施，对美进口商品加征 34%的关税，如果各国陆续采取报复关税，可能导致关税战进一步升级，另外谈判是否可能降低“对等关税”，“对等关税”持续时间等都存在不确定性。二是对于“对等关税”豁免的行业关税部分，后续还有进一步加征关税空间，落地的时间和加征的幅度均具有不确定性。

2) “对等关税”的经济政策影响与市场反应

关税提升对于美国而言相当于财政紧缩，政府增加税收，而企业和消费者承担成本，弱化需求和就业需求，导致经济放缓。虽然需求疲软最终可能压制通胀，但短期成本的上行使得经济滞胀压力上行。滞胀压力下，降息处于两难境地，美联储货币政策受到掣肘。关税收入未来可能以减税的方式返回给美国企业和消费者，但短期对总需求将产生负面影响。

美国和其他国家和地区之间，承担关税成本的比例，则取决于其他国家和地

区的生产者与美国消费者之间的议价能力和这些国家地区汇率相对于美元汇率的变动。对中国而言，美国今年对中国总共加征 54% 的关税，美对中加权关税将升至 60% 以上，全年出口增速预期下降，投资、消费端内需增长压力增加。

市场反应方面，在“对等关税”落地前，上周市场反应如下：10 年美债利率回落反馈经济预期转弱，2 年期美债利率在滞胀情形下降息预期波动有限表现相对平稳，美股及海外风险资产周一风险偏好显著回落后周二有所修复，美元指数在经济弱预期以及关税预期带来的避险需求和比较优势的对冲下相对平稳，黄金基本持续受到避险需求催化上涨，人民币汇率小幅贬值。“对等关税”落地后，由于幅度超出市场预期，美债利率方面进一步反馈经济预期转弱，10 年和 2 年美债利率均进一步下行，美股期货大幅下挫，美元指数更多反馈经济衰退预期显著下行至 103 以下，黄金在风险落地后有小幅下行，人民币汇率快速贬值，市场波动进一步放大。

三、当周关注

日期	事件
4 月 10 日（周四）	09:30 中国 3 月 PPI:同比(%): 前值-2.20, 预期-2.20
	09:30 中国 3 月 CPI:同比(%): 前值-0.70, 预期-0.06
	20:30 美国 3 月 CPI:未季调:同比(%): 前值 2.80
	20:30 美国 3 月核心 CPI:未季调:同比(%): 前值 3.10
	20:30 美国 3 月 CPI:季调:环比(%): 前值 0.20, 预期 0.20
	20:30 美国 3 月核心 CPI:季调:环比(%): 前值 0.20, 预期 0.30
4 月 11 日（周五）	待定中国 3 月 M2:同比(%): 前值 7.00, 预期 7.06
	待定中国 3 月 M1:同比(%): 前值 0.10, 预期 0.30
	待定中国 3 月新增人民币贷款(亿元): 前值 10,100.00, 预期 29,500.00
	待定中国 3 月社会融资规模:当月值(亿元): 前值 22,375.00, 预期 48,250.00
	待定中国 3 月社会融资规模存量:同比(%): 前值 8.20, 预期 8.18

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。