

2025 年 02 月 16 日

中美关税预期差，2025 年防范债市波动

固定收益研究团队

——事件点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

刘伟（分析师）

liuweil@kysec.cn

证书编号：S0790524070008

2025 年 2 月 13 日，美国总统特朗普签署备忘录，要求相关部门确定与每个外国贸易伙伴的“对等关税”。

● 2025 年中美关税，对中国资本市场或影响有限

2018 年中美关税问题首次出现，对中国资本市场影响明显。

2018 年 3 月 8 日，美国总统特朗普签署公告，决定对自中国进口的钢铁和铝产品分别加征 25% 和 10% 的关税。之后，中美关税问题逐步被资本市场关注。汇率上，美元兑人民币从 2018 年 3 月低点 6.24 最高上升至 10 月 6.98，人民币汇率贬值幅度明显；股市上，上证指数持续下跌，直到 2019 年 1 月才见底回升，期间最低点跌至 2441 点，股市表现不佳。

但 2019 年中美关税再次升级之后，对中国资本市场影响不再明显。

2019 年 5 月，美国对 2000 亿美元中国商品的关税从 10% 提高到 25%，中国随即宣布对 600 亿美元的美国商品加征关税，中美关税问题升级。

但中国资本市场，2019 年全年上证指数上涨 22.3%，美元兑人民币 2019 年 1 月 2 日为 6.85、2019 年 12 月 31 日为 6.97，汇率基本稳定，不难看出，2019 年中美关税对中国资本市场影响不明显。同时，2019 年 PMI 从 1 月 49.5% 上升至 12 月 50.2%，经济并未明显受到关税影响，反而呈现趋势回升。

我们认为，2025 年中美关税问题，对中国经济和资本市场或影响有限。

经济上，当前中国经济更注重内需，出口问题对经济影响或有限；资本市场上，我们认为，影响资本市场的主要是“预期差”，或者说，超出市场预期的事件，比如，2018 年关税首次出现则影响显著、2019 年关税升级则影响并不明显，考虑到 2024 年 11 月特朗普胜选已经被定价，预计 2025 年中美关税影响或有限。

● 特朗普 2.0，重在美国自身利益、而不是围绕中国

特朗普第一任期时期（2017 年 1 月 20 日-2021 年 1 月 20 日），特朗普的关税政策主要是围绕中国实施，比如，2018 年对中国加征关税、2019 年继续提高关税，整体上“关税围绕中国”实施。

反观当前特朗普第二任期时期（2025 年 1 月 20 日-至今），特朗普的关税政策主要是维护美国自身利益，而非继续围绕中国进行，比如，2025 年 2 月 13 日的对等关税，预计对欧洲、巴西、印度等国影响更为明显，对中国的影响反而不大，整体上，特朗普 2.0 并非围绕中国，而是重视美国自身利益、重振美国制造业，对中国实际影响或低于市场预期。

我们认为，特朗普 2.0 时期的政策核心已经由特朗普 1.0 的“围绕中国”转变为“美国为主”，对中国的关税影响要小于特朗普 1.0 时期。同时，如果特朗普 2.0 政策影响了美国与其他国家的贸易，中国反而有可能受益。

● 债市观点：防范债市的潜在波动

我们认为，当前市场对中美关税问题相对悲观，如果未来特朗普 2.0 实际上中美关税反而相对平稳，市场预期存在一定的修正。

另外，考虑到 2025 年国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年地产周期或企稳，2025 年经济有望回升。

债券市场上，当前 7 天 OMO 利率 1.5%，历史上 10 年国债收益率与政策利率的利差为 40BP 到 70BP，对应 10 年国债收益率合意区间 1.9%-2.2%，而 2025 年 2 月 14 日 10 年国债收益率 1.65%，意味着当前债市降息预期至少为 25BP。

另一方面，当前资金利率低点基本在 1.7% 左右，意味着央行合意的资金利率或为 1.7%，已经高出 7 天 OMO 利率 20BP，当前债市或面临一定的调整压力。

债市观点上，我们认为，当前需要重点防范债市的潜在波动。(1) 长端债券收益率明显上行不需要经济明显复苏，只要降息预期回落即可；(2) 股市持续上涨或降低降息预期；(3) 当前市场已经提前定价了至少 25BP 降息预期，且央行合意资金利率反而高出 7 天 OMO 利率 20BP，市场定价已经明显偏离央行合意水平。

● 转债观点：看好小盘转债

我们认为，由于国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年大概率是财政和信用政策宽松，转债市场存在良好的投资机会，重点关注小盘转债。

一方面，“核心资产”具备超额收益往往发生在经济确定性复苏阶段，另一方面，“红利资产”为类长久期债券资产，具备超额收益往往发生在长端国债收益率明显下行阶段。考虑到当前市场投资者对中长期预期仍然存在一定的不确定性，以及长端国债收益率或难进一步明显下行，核心资产和红利资产或难以具备超额收益，我们建议关注小盘转债的超额收益机会。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《宽信用下信贷和社融超预期改善——事件点评》-2025.2.16

《2025 年的三个关键变化》-2025.2.12

《关注长端国债的潜在波动——事件点评》-2025.2.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn