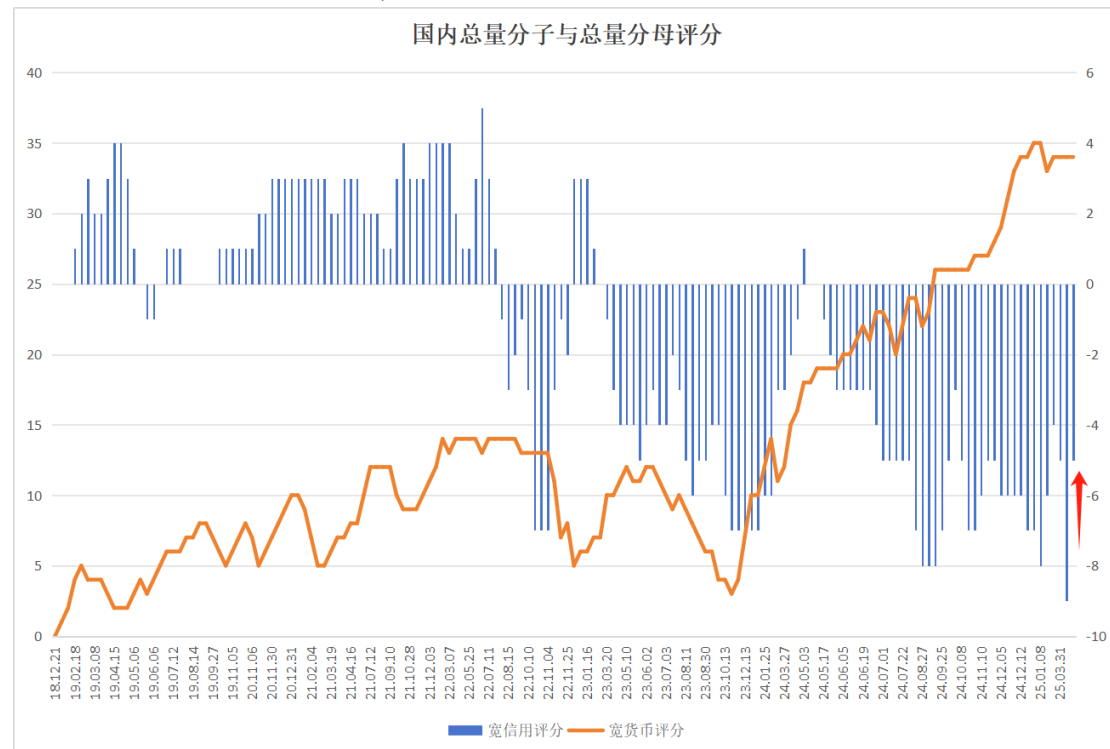


20250512—中美日内瓦经贸会谈联合声明公布，从抢转口到抢开工；大幅上修二季度中国GDP实际增速预期

总结:当前的宏观总量定性应为4月对等关税长期对立导致的全球贸易与制造业生产降温的通缩预期risk of 彻底结束,但不足以回到risk on 区间,因为中美各自均是回到了各自3月的叙事基线上来。中国分子环比修复弹性更大,但是中期维度地产与AI 硬件固投弱于2-3月预期,不支持当时的分子核心品种如恒科大幅上修。中国分母维度固本培元,财政无刺激无抽水,也无大幅降息预期,中债10Y在1.7震荡消灭资本利得,关注1.7-1.8 区间开启10Y定投。

美国分子预期略好于3月,分母预期持平中性,因此美长债没资本利得,策略是短债票息。美债10-2Y由于总量分子预期改善的陡峭化能够支持纳指表现强于恒科。中期维度,中美双方均处于各自的经济软着陆进程中,回到了各自2-3月的叙事一个比当时分子略弱一点一个略强一点。各自的基线品种仍分别是中债长端、美债短端和黄金,其中美元黄昏叙事结束后随着美元指数反弹至103左右,对应黄金跌至3100-3200 建议考虑作为更有效的海外分母持仓考虑配置,CN 与 US 均偏分母品种考虑。



1. 今日中美双方宣布于5月14日前下调双方关税税率。在本轮谈判后,美国对华145%关税中,还剩10%的基础对等关税(4月2号说加34%,本次减掉24%,剩下10%)和20%的芬太尼关税(分别于今年2月、3月加征),但是考虑到4月中旬进行过一次关税豁免,实际剩余的关税税率应该比30%要低,可能在27%左右。加2018-19年的第一阶段301关税(平均12%关税),目前美国剩余的对华加权关税税率是40%左右

4月2号之后中美双方互相报复性征收的部分,即34%以上部分的对等关税是“取消”,剩余的34%中的24%是推迟90天,也就是说理论上讲,即便90天后对等关税回归,也就是54%的关税,这个显著好于预期,乐观预期的上限变成了最坏的下限。

2. 川普为何大转弯,这个问题已经不重要了,这是美式reopen;不需要理解为什么,先接受现实。现在根据昨日会议出口调研反馈,我们可基本认为按3月的情况即当时有20%芬太尼关税的存在,尚不影响出口;而如果多10%关税,在供应商、贸易商和消费者三方分摊后受影响程度可控,中国出口排产可恢复。因此目前90天的豁免谈判期还剩50多

天，中国出口企业与美国进口商都有充分的理由规避未来的不确定性，先默许当前的关税，释放进出口需求。

对中国而言，我们已知 4 月 PMI 下降较大的分项不是出口，而是生产：即企业仅考虑去库存不考虑补库存，而目前则有更充足的理由进行一次重新开工补库存，在一个多月的战略窗口期内把之前少生产的、和本该在更远期生产的库存全部补齐并尽快抢出口。因此，这个从国际贸易封冻一到解冻的过程，支持此前因为出口 lock down 导致的中国总量分子评分下修回到 3 月水平；至于这次抢出口 50 天之后的事情，需要后面的数据再验证了。因此我们应该明确，下一期 PMI 改善最明显的不一定是出口新订单，而是制造业生产开工，这对 PPI 回升能提供一定助力。

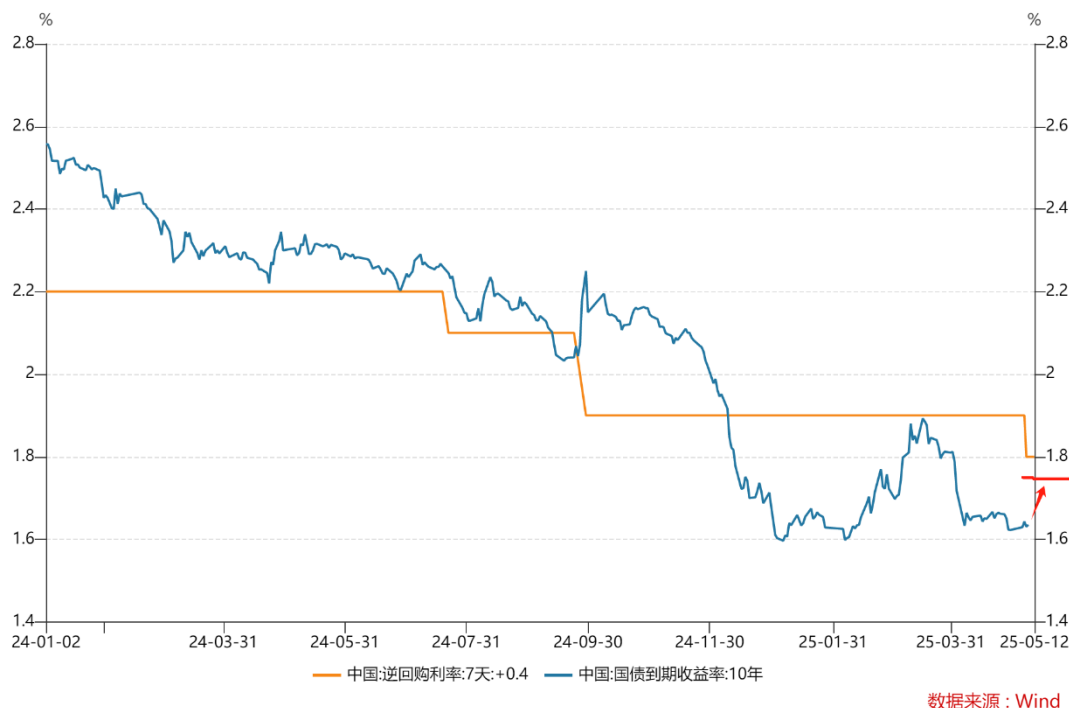


3. 此前政策预期强，支持权益资产补缺口。但是一直没补缺口的是内需+出口依赖度高的非稀缺性大宗商品，如铁矿铝。沪铝 4 月与沪深 300 拉出了较大的劈叉，原因即没有分母托底、纯考验当期分子的大宗商品是当期环境下最受损的，商品和 PPI 定价的分子突然符合宏观分子评分，是低于 3 月很大一块的。而随着关税超预期暂缓、中国出口企业排产预期恢复需要重新补库存，最低位的 PPI 属性商品也应看齐 3 月中枢区间，完成补缺口。

4. 从分子分母突然来看，目前的关税风偏改善不支持权益宽基大幅突破 3 月底区间。和 3 月当时相比，地产小阳春走弱幅度超预期。DS 为代表的中国互联网企业 CAPEX 也进展不畅，不支持彼时的东升西落论。因此在此前最弱的铁矿、铝等被出口预期打下来的大宗商品回补缺口并回归 3 月下旬区间，我们应认为本轮分子下修—上修的 cycle 已经完成。此前分子下修交易的矛盾点在商品不在权益，而目前的上修交易矛盾点也在商品不在权益，

5. 继 4 月出口超预期、部分机构将二季度中国 GDP 预期从 4.8 上修到 5% 一线后，目前应继续上修至 5.1-5.2% 一线。对中债来说，这首先意味着降息预期进一步打消，10y 中债 1.6% 完全定价年内 30BP 降息预期，目前底部区间牢不可破。但同时也意味着全年实现 5% 增长的难度大幅下降，财政发力会进一步后置，即三巨头只给权益市场真金白银、给其他行业只吹喇叭没有钱的情况不会发生改变。中债无牛也无熊，国内分母评分不变，适合准备开启票息定投。

从经济增速强劲、降息预期后置角度，目前不支持中债走牛，10Y 中债合理区间上移至 1.7%。但如果定价年内只有上周的 10BP 降息，那么 10Y 中债的调整极限也不不过在 OMO+40BP 即 1.8 一线。年初债灾的 1.9 位置需要同时满足 DS 带动固投预期、楼市小阳春+出口好才行，仅靠出口好一项不足以带动中债回到那个位置。



6. 美国恶性通胀风险下降，鲍威尔对关税的担忧可以逐渐减轻，评估框架回到就业-通胀的常规框架上来。降低关税的补库同样带动美国 PMI 回升，这为二季度美国经济数据表现强势能够提供坚实支撑。因此通胀下≠美国分母预期宽，降息预期前置，反而意味着软着陆概率更大，经济强势支持 9 月降息而非 7-8 月降息，由于 2 月的 DS 证伪 M7 论、4 月的美国新兴市场论在目前的情况下均消失，标普 500 中枢似乎可以上修至 5800 区间，即高于 3 月下旬。证据即目前 10Y 美债利率已在实际利率影响下高于 3 月下旬区间，达到了 4.4 一线；这说明美国总量分子目前的位置，高于彼时对 M7 增速大幅下行拖累美国固投时的位置。



7. 避险情绪退潮支持此前过度定价美元黄昏的美元指数、黄金完成各自的 unwind。假如认可上述的大宗商品补 4 月缺口观点，那么随后 4 月初开始的美元超跌、黄金超涨也均黑回归，如果各自幅度对齐即回到 4 月初对等关税刚落地、但尚未定价美元黄昏时的位置，美元指数 103 区间、COMEX 黄金 3100-3200 区间。推荐关注黄金避险情绪退潮后的买点。

