

中美贸易关系缓和，债市关注风险偏好及资金面变化

- **一级市场回顾**上周一级市场国债、地方债和政策性金融债发行规模分别为 5905 亿、1973 亿和 1518 亿，净融资额为 5012 亿、1711 亿和 357 亿。非金信用债共计发行规模 1222 亿，净融资额-112 亿。暂无可转债新券发行。
- **二级市场回顾**上周利率有所上行。主要影响因素包括：中美日内瓦联合声明、资金利率先下后上、降准资金落地、4 月信贷等。
- **流动性跟踪**上周资金先松后紧。由于逆回购、MLF 到期、政府债缴款等资金需求部分对冲了降准资金落地带来的供给增加，后半周资金边际收敛。本周将进入税期，需继续关注资金利率中枢变化。
- **政策与基本面**。中美日内瓦联合声明将 91%的反制关税取消，24%对等关税豁免 90 日。4 月新增人民币贷款 2800 亿，社融 1.2 万亿。
- **海外市场**穆迪下调美国信用评级。不过中美谈判提振风险偏好，全周标普上涨 5.3%，10 年美债上行 6BP。
- **权益市场**上周 A 股受中美谈判结果超预期影响，周内各宽基指数冲高回落，后半周涌现部分兑现资金。具体而言，万得全 A 上涨 0.72%，沪深 300 上涨 1.12%，创业板指上涨 1.38%，科创下跌 1.10%。A 股成交缩量，日均成交额 1.27 万亿，周度日均成交量减少 871.58 亿。截至 2025 年 5 月 15 日，全 A 融资余额 17967.28 亿，较 5 月 8 日略减 4.10 亿。
- **债市策略展望**中美 90 天关税豁免期预计将再激发抢出口，短期内经济失速下行的风险降低，这是近期资金面边际收敛的宏观背景。但在信贷需求不足、地产销售疲弱、物价持续偏低的状态下，资金不存在大幅收紧的基础。未来存贷款利率等广谱利率还将跟随政策利率下调，抢出口降低了短期内逆周期政策出台的紧迫性，中美贸易谈判尚存不确定性，若债市继续对资金因税期、缴款等因素出现的暂时性收敛进行过多定价，或反而将提供不错的介入机会。转债方面，未来基本面定价的权重或将不断提高。近两周转债估值均小幅压缩，考虑到年内供需矛盾仍在，且目前多个平价区间平均转股溢价率仍低于春季行情水平，转债估值相对有支撑。鉴于短期预期博弈点均已有所定价，转债估值并非极致性价比区间，短期行情或仍以结构性为主，挖掘

年内经营边际变化较大的公司。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。