

事件驱动特征明显，关税博弈是核心焦点 ——4 月大类资产

2025 年 5 月 9 日
宏观策略分析

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

lixif@cspengyuan.com



一、表现回顾：债强股弱，黄金价格再创新高

4 月国内大类资产收益上呈现“债券>股票>商品”的格局。债券里 10 年期国债利率下行 19BP 至 1.62%，中债国债指数收益和中债信用债指数收益分别录得 1.5% 和 0.4%，3 年期中短期票据信用利差和等级利差均扩大，中债城投收益率下降，偏短端城投收益率下降幅度更大；A 股主要指数下跌，价值风格相对抗跌；商品里南华综合指数继续下跌，单月跌幅 5.0%。国际市场，美股主要指数涨跌互现，COMEX 黄金价格单月上涨 5.0%，月中来到 3500 美元/盎司的历史峰值，布伦特原油大幅下跌 15.5%。

二、市场分析：稳市组合拳下 A 股探底回升，国债利率呈“台阶型”走势

（1）宏观基本面：宏观政策积极发力下，一季度经济实现良好开局。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底；政府债推动社融同比多增，信贷投放增多；春节错位因素消退，3 月 CPI 同比连续两月为负，通胀水平低迷；4 月制造业景气度回落，供需两端显著走弱，企业盈利端继续承压。财政政策延续“更加积极”的定调，启动发行注资特别国债和超长期特别国债，深入推进专项债“自审自发”试点。货币政策上保持政策利率稳定，坚决维护资本市场平稳运行。（2）债券：4 月银行间流动性保持平衡，资金面边际继续转松，10 年期国债利率主要在关税博弈升级、特别国债发行、资金面转松等影响下呈“台阶型”走势。（3）股票：4 月，关税冲击带动 A 股暴跌，政策组合拳下指数触底回升。（4）商品：4 月，COMEX 黄金价格主要在贸易摩擦加剧、地缘局势紧张等多重因素下震荡上涨；原油价格主要在贸易摩擦升级、需求下降、OPEC+增产等影响下显著下跌。

三、展望和策略：债券和黄金偏强震荡，股市区间震荡

（1）经济基本面：关税冲击的影响逐步显现，二季度国内经济动能预计边际放缓，关税博弈可能会有多重反复。财政政策重点在于加快实施、用好用足存

量政策，增发国债可能在下半年。货币政策延续宽松基调，设立新型政策性金融工具。（2）债券：债市短中长多，利率年内继续下行空间有限，具体取决于中美关税博弈情况。（3）股票：关税对情绪负面冲击最大的阶段已经过去，对市场保持谨慎乐观，把握结构性机会。（4）商品：关税博弈持续，市场避险需求较高，黄金价格逢低做多。布伦特原油价格暴跌后短期有修复机会，预计中枢价格将走低。

一、大类资产表现回顾：债强股弱，黄金价格再创新高

（一）大类资产收益对比

4月国内大类资产收益上呈现“债券>股票>商品”的格局。债券里中债国债指数收益高于中债信用债指数收益，单月分别录得1.5%和0.4%；A股主要指数下跌，其中上证综指下跌1.7%，沪深300下跌3.0%，港股恒生指数单月下跌4.3%；商品里南华综合指数继续下跌，单月跌幅5.0%；国际市场，美股主要指数涨跌互现，其中标普500下跌0.8%，纳斯达克指数大幅下跌后小幅反弹0.9%；国际主要的大宗商品中COMEX黄金价格单月上涨5.0%，价格再创历史新高，布伦特原油大幅下跌15.5%。

表1 4月国内大类资产中“债券>股票>商品”

资产类别	本年收益	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04
COMEX黄金	25.1	1.4	-0.0	5.2	2.1	5.4	4.3	-3.6	-0.8	6.9	1.4	9.9	5.0
恒生指数	10.3	1.8	-2.0	-2.1	3.7	17.5	-3.9	-4.4	3.3	0.8	13.4	0.8	-4.3
MSCI欧洲	4.4	2.3	-1.5	0.9	1.1	-0.7	-2.9	0.3	-0.6	6.8	2.9	-3.9	-1.2
MSCI新兴市场	3.5	0.3	3.6	-0.1	1.4	6.4	-4.4	-3.7	-0.3	1.7	0.4	0.4	1.0
中债国债指数	0.6	0.4	1.1	0.9	0.1	0.2	0.3	1.1	2.3	0.4	-0.8	-0.5	1.5
中债信用债总指数	0.6	0.5	0.4	0.5	-0.1	-0.1	0.2	0.6	0.7	0.1	-0.2	0.3	0.4
上证综指	-2.2	-0.6	-3.9	-1.0	-3.3	17.4	-1.7	1.4	0.8	-3.0	2.2	0.4	-1.7
南华综合指数	-3.6	1.7	-2.9	-5.2	-1.5	4.6	-1.4	-1.1	-1.0	2.5	-0.3	-0.7	-5.0
沪深300	-4.2	-0.7	-3.3	-0.6	-3.5	21.0	-3.2	0.7	0.5	-3.0	1.9	-0.1	-3.0
标普500	-5.3	4.8	3.5	1.1	2.3	2.0	-1.0	5.7	-2.5	2.7	-1.4	-5.8	-0.8
创业板指数	-9.0	-2.9	-6.7	0.3	-6.4	37.6	-0.5	2.8	-3.7	-3.6	5.2	-3.1	-7.4
纳斯达克指数	-9.7	6.9	6.0	-0.8	0.6	2.7	-0.5	6.2	0.5	1.6	-4.0	-8.2	0.9
布伦特原油	-15.4	-7.1	5.9	-6.6	-2.4	-8.9	1.9	-0.3	2.3	2.8	-4.7	2.1	-15.5

注：数据截止2025年4月末，下同，单位：%；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）债券市场表现回顾

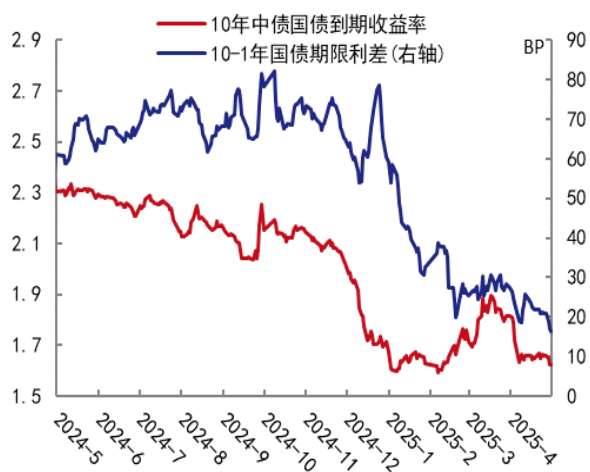
10年期国债利率下行19BP至1.62%，中债10年期国债指数表现相对较好。4月，10年期国债到期收益率明显回落，较上月末下降19BP，在[1.62, 1.81]区间波动，月度均值1.67%，较前一个月下降15BP；10

年期国债和 1 年期国债的期限利差单月收窄 11BP, 在[16,27]区间波动, 月度均值 22BP, 较前一月下降 6BP, 国债利率短端下行幅度小于长端下行幅度, 带动期限利差收窄。收益回报上, 4 月份中债 10 年期国债指数在 5 大债券指数中表现最好, 收益率为 1.42%, 其次是中债企业债 AAA 指数, 收益率为 0.35%, 中债短融总指数表现最差, 单月收益率为 0.21%。

3 年期中短期票据信用利差和等级利差均扩大。4 月, 3 年期中短期票据 AAA、AA+、AA 信用利差分别为 43BP、57BP 和 72BP, 分别较前一月扩大 3BP、9BP 和 10BP, 信用利差历史分位数分别为 9.1%、7.9%、7.4%, 分位数均上行。从 3 年期中短期票据等级利差走势看, 各等级利差均有所扩大, AA+/AAA 等级利差为 14BP, 较上个月扩大 5BP, AA/AAA 等级利差为 29BP, 较上个月扩大 6BP。

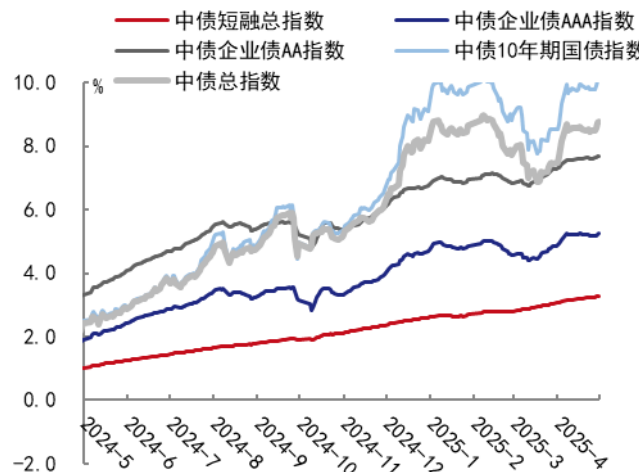
中债城投收益率下降, 偏短端城投收益率下降幅度更大。4 月, 城投债收益率表现上, AAA、AA+、AA 和 AA-级 1 年期中债城投债收益率分别收于 1.83%、1.88%、1.93%和 2.1%, 较前一月变化-12BP、-12BP、-13BP 和-15BP; AAA、AA+、AA 和 AA-级 3 年期城投债收益率分别收于 1.93%、2.01%、2.14%和 2.45%, 较前一月变化-8BP、-7BP、-3BP 和-5BP; AAA、AA+、AA 和 AA-级 5 年期城投债收益率分别收于 2.03%、2.12%、2.3%和 3.06%, 较前一月变化-10BP、-11BP、-6BP 和-11BP。从收益率历史分位来看, 上述期限中 AAA、AA+、AA 等级城投到期收益率所处的历史分位较上月下降, 分位数在 0.7%至 2.4%区间; AA-等级城投收益率历史分位数在 0.4%至 1.9%区间, 其中 3 年期 AA-级历史分位数最高, 为 1.9%。

图 1 4 月 10 年期国债到期收益率大幅回落



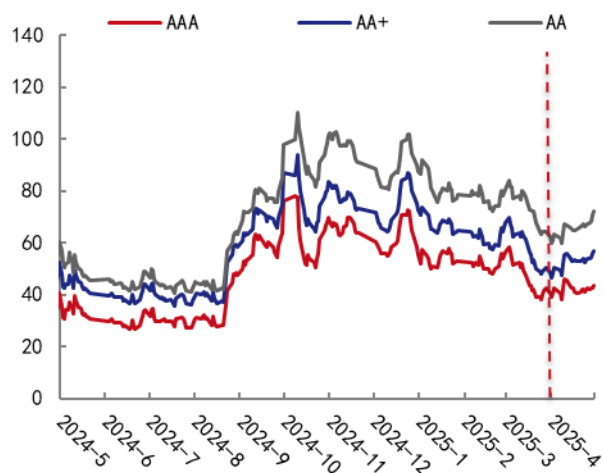
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 2 4 月中债 10 年期国债指数表现相对较好



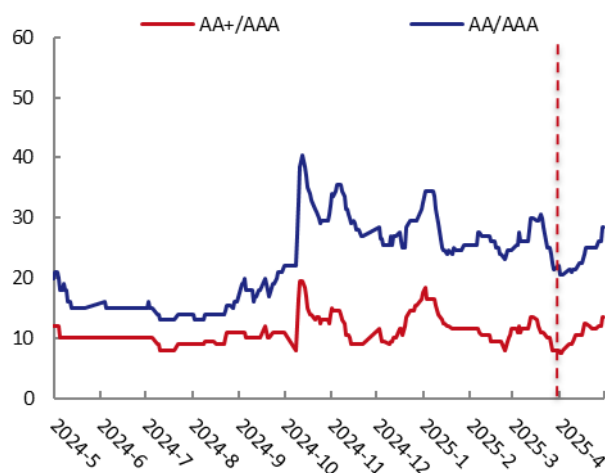
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 3年期中短期票据信用利差上行



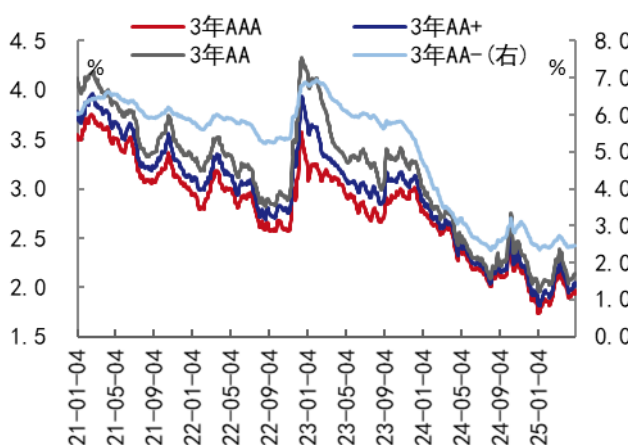
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 3年期中短期票据等级利差扩大



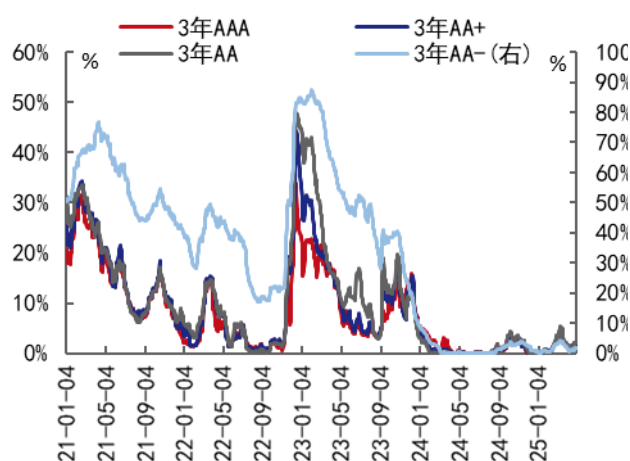
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 3年期中债城投到期收益率下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 3年期中债城投到期收益率分位数下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

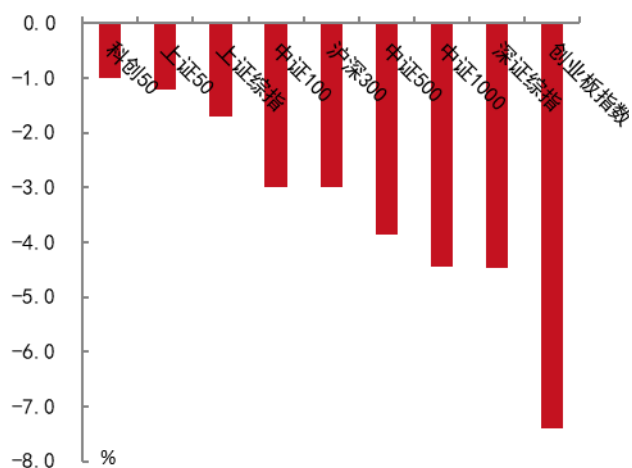
(三) 股票市场表现回顾

4月，A股主要指数下跌。上证综指、深证综指、创业板指三大指数分别下跌1.7%、4.46%、7.40%。9个指数均下跌，其中上月领跌的科创50本月跌幅最小，为1.01%，创业板指数本月领跌。

市场风格上，价值风格再次表现更好。4月，各个风格均录得负收益，价值风格更抗跌，其中大盘价值本月跌幅最小，为1.45%，中盘成长跌幅再次最大，为5.83%。

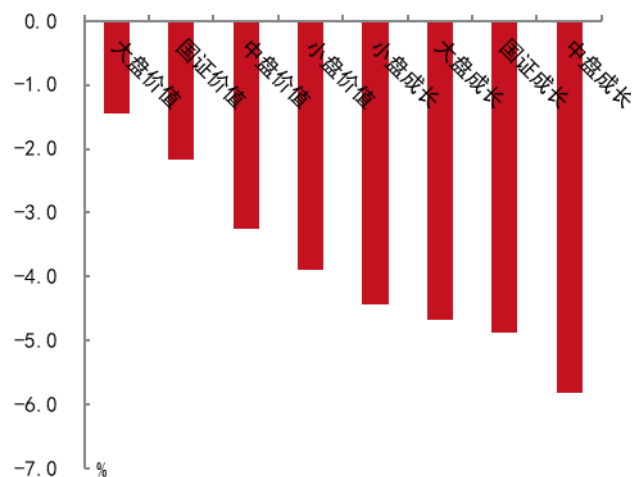
申万一级行业涨少跌多，一季度涨幅高的TMT板块和机械板块跌幅靠前。4月，31个申万一级行业有27个上涨、4个下跌，其中美容护理、农林牧渔、商贸零售行业涨幅前三，分别上涨6.15%、3.39%、1.74%；电力设备、通信、家用电器行业跌幅靠前，跌幅分别为8.23%、6.69%、5.65%。

图7 4月主要股票指数下跌



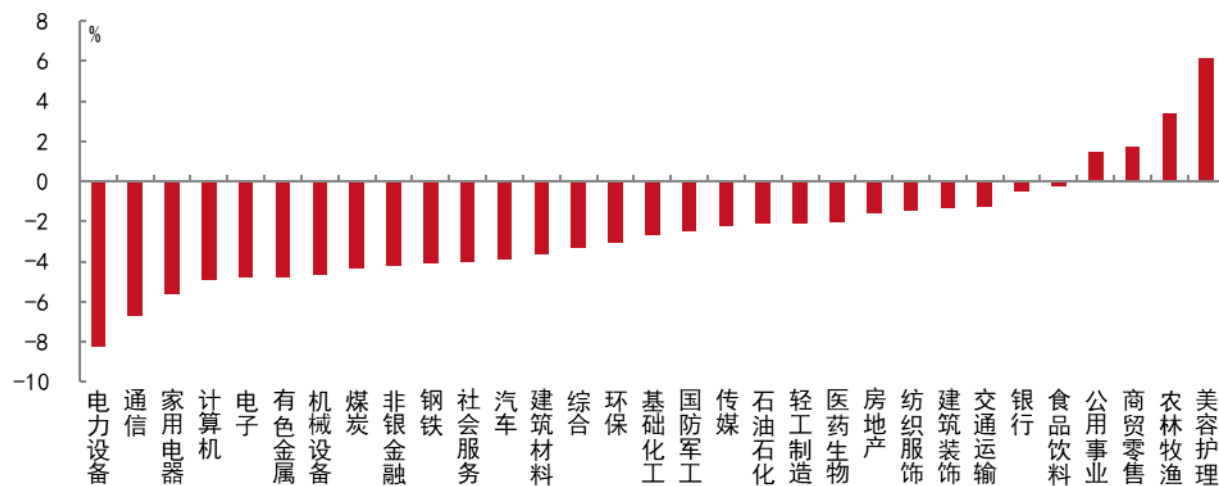
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 价值风格相对抗跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图9 4月申万一级行业涨多跌少



资料来源：Wind，中证鹏元整理

(四) 商品市场表现回顾

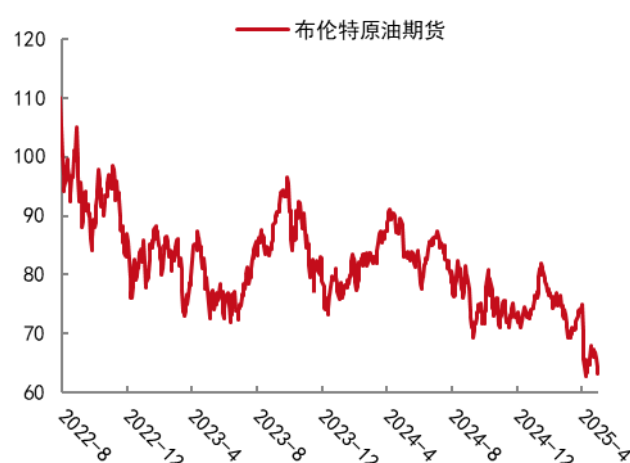
国内南华综合指数继续下跌，国际黄金和原油价格呈相反走势。4月，南华综合指数继续下跌，本月跌幅5.01%，收于2407.42点。国际商品中，COMEX黄金继续上涨，布伦特原油由涨转跌。4月，COMEX黄金期货价格环比上涨156美元/盎司，环比涨幅为4.97%，涨幅较上月收窄5.0pct；布伦特原油价格下降11.62美元/每桶，环比跌幅15.55%，前一月环比上涨2.13%。

图 10 南华综合指数下跌，COMEX 黄金上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 布伦特原油价格大幅下跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

二、市场分析：稳市组合拳下 A 股探底回升，国债利率呈“台阶型”走势

（一）宏观经济和政策分析

1、经济基本面

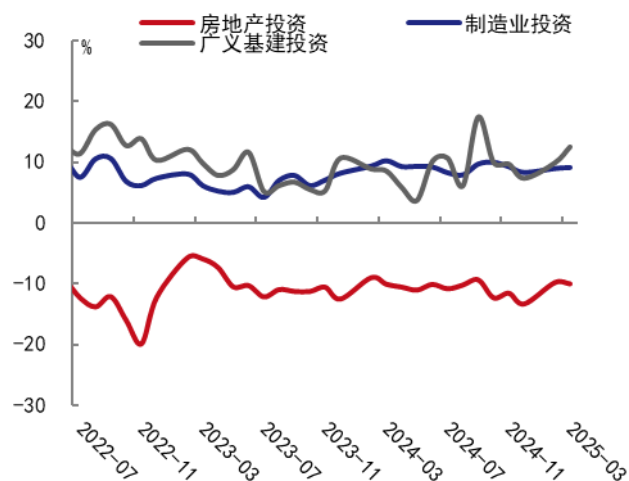
宏观政策积极发力下，一季度经济实现良好开局。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底；3 月政府债推动社融同比多增，信贷投放增多；春节错位因素消退，3 月 CPI 同比连续两月为负，核心 CPI 同比由负转正；4 月制造业景气度回落，供需两端显著走弱，企业盈利端继续承压。具体分项如下：

（1）经济增长：固定资产投资增速平稳，其中房地产投资是主要拖累项，出口和消费超预期增长。投资端，3 月广义基建投资当月同比 12.6%，狭义基建增速同比 5.9%，分别 1-2 月增速上升 2.6pct 和 0.3pct；制造业投资当月同比为 9.2%，较 1-2 月增速上升 0.2pct，延续强势；房地产投资当月同比为-10.0%，较 1-2 月跌幅扩大 0.2pct，增速仍在磨底状态；总体上 1-3 月固定资产累计同比增速上升 0.1 个百分点至 4.2%，同期民间固定资产投资增速只有 0.4%。消费端，“以旧换新”政策效果持续显现，3 月社零同比增速为 5.9%，较 1-2 月增长 1.9pct，但环比弱于季节性。出口方面，按美元计算，3 月出口同比增速为 12.4%，1 月和 2 月的同比增速分别为-3%、12.4%，3 月贸易顺差为 1,026.42 亿美元，同比上升 75.8%，“抢出口”效应明显。

（2）通胀水平：春节错位因素消退，CPI 同比连续两月为负，核心 CPI 同比由负转正。3 月 CPI 同比增速继续为负，跌幅较上月收窄 0.6pct，环比-0.4%，较上月下降 0.2pct，但强于季节性（-0.6%）。CPI 环比继续下跌，主要受到季节性因素和油价下行的影响，但食品项环比强于季节性。“两新”政策的发力，带动

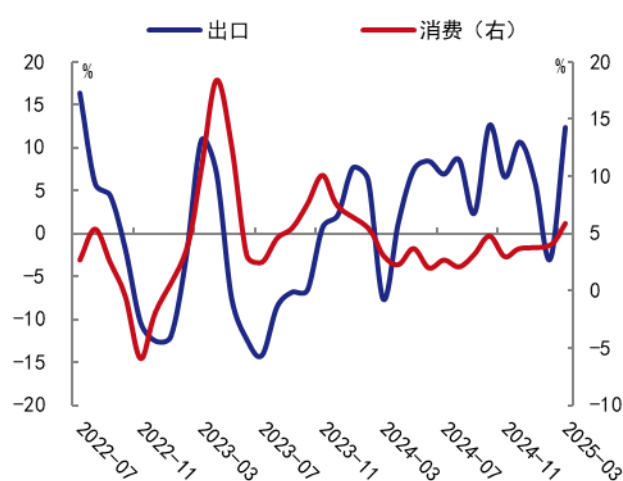
消费需求释放，家用器具和交通工具分项环比均强于季节性。3月，PPI同比-2.5%，低于前值（-2.2%）；PPI环比-0.4%，较上月下降0.3pct，显著弱于季节性（0.32%）。国际定价的原油价格中枢回落，有色金属价格继续走强，内部定价的煤炭、钢铁、非金属矿物等多数工业品价格偏弱。3月PPI同环比跌幅扩大，弱于预期，主要受到工业需求偏弱、部分国际大宗商品价格下跌等因素的影响。

图 12 房地产投资低位徘徊，跌幅扩大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 13 消费超预期增长，“抢出口”效应持续



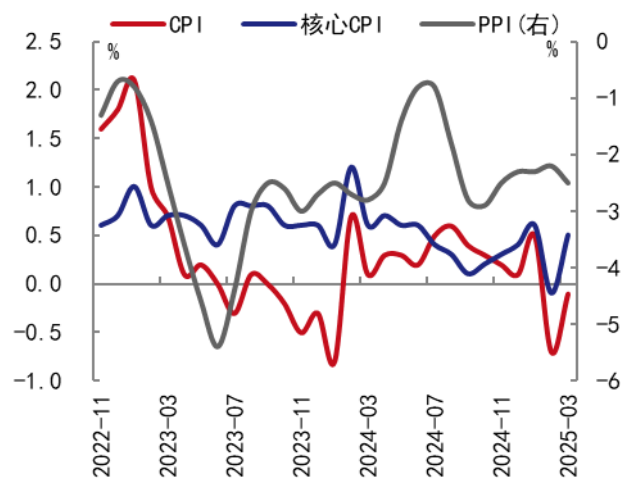
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（3）金融信贷：政府债推动社融同比多增，信贷投放增多。3月社会融资规模增量为58,894亿元，同比多增10,559亿元，社融存量同比增速为8.4%，较上月增加0.2pct，主要受到政府债和企业短贷的支撑。具体来看，社融口径人民币信贷新增38,234亿元，同比多增5,314亿元；企业债券减少905亿元，同比多减5,142亿元；政府债券新增14,866亿元，同比多增10,240亿元，政府仍是加杠杆主体。3月人民币贷款新增36,400亿元，同比多增5,500亿元；居民端贷款新增9,853亿元，同比多增447亿元，维持相对韧性，其中居民中长贷新增5,047亿元，同比多增531亿元；企业端贷款新增28,400亿元，同比多增5,000亿元，其中企业短贷新增14,400亿元，同比多增4,600亿元，企业票据减少1,986亿元，同比少减514亿元，票据冲量需求较低。3月M2同比增长7.0%，和上月持平；M1同比增速为1.6%，比上月末上升1.5pct，主要是季末财政支出增加，财政存款转化为企业和居民存款，同时微观主体活力边际改善。总的来看，3月社融信贷均超预期，主要受到政府债发行增多、信贷投放增多等因素的影响，但存在信贷季末冲量的特征。

（4）景气度：4月制造业PMI重回收缩区间，供需两端明显走弱。4月制造业PMI为49.0%，较上个月下降1.5pct，重回收缩区间。分项来看，供给端方面，4月PMI生产指数为49.8%，较上月下降2.8pct；需求端方面，PMI新订单指数和新出口订单指数分别为49.2%和44.7%，较上月分别下降2.6pct和5.3pct，供给端和需求端景气度均明显回落，均处在收缩区间。价格端，PMI主要原材料购进价格和PMI出厂价格指数分别为47.0%、44.8%，较上月分别下降2.8pct和3.1pct。从数据上看，关税冲击对经济的影响逐步显现，制造业景气度下降，供需两端显著走弱；价格端出厂价格弱于原材料价格，企业盈利端继续承压，而且

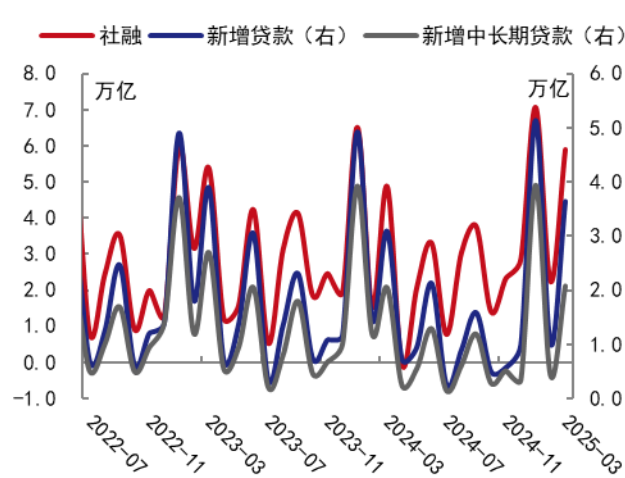
出厂价格指数在荣枯线以下，通常 PPI 环比为负值，同比增速偏弱。

图 14 CPI 同比两连负，价格水平延续低迷



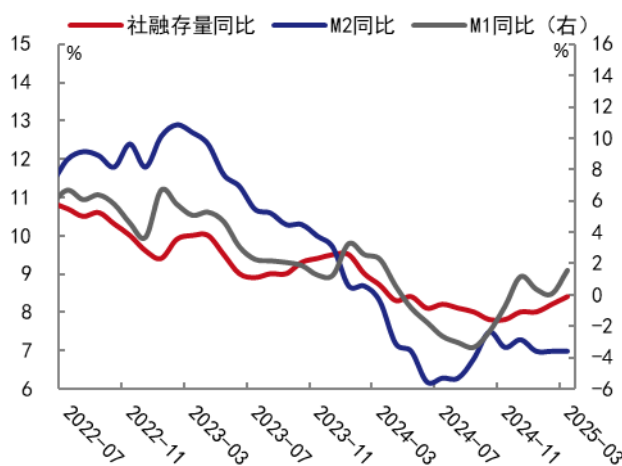
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 15 政府债推动社融同比继续多增



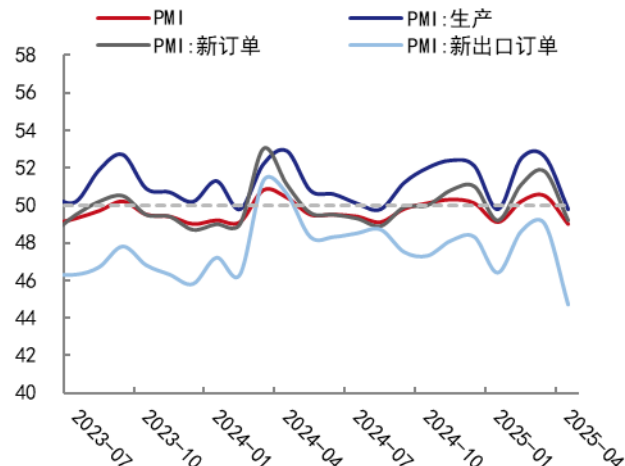
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 16 社融存量增速和 M1 增速均回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 17 制造业 PMI 重回收缩区间



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、宏观政策

财政政策延续“更加积极”的定调，启动发行注资特别国债和超长期特别国债，深入推进专项债“自审自发”试点。专项债方面，4 月专项债发行 2,301 亿元，1-4 月累计发行进度为 27.1%，较去年同期快 8.5 个百分点。特别国债方面，4 月 24 日今年首期超长期特别国债和中央金融机构注资特别国债正式招标发行，其中注资特别国债用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本，有利于提升银行的稳健经营能力，超长期特别国债有利于稳增长稳投资，优化央地债务结构。此外，3 月底湖南在试点地区中首份详细披露的“自审自发”试点实施方案后，4 月深圳专项债“自审自发”试点落地，并计划发行使用更大规模地方政府债券。财政收支上，1-3 月全国一般公共预算收入 60189 亿元，同比下降 1.1%，其中税收收入同比下降 3.5%，非

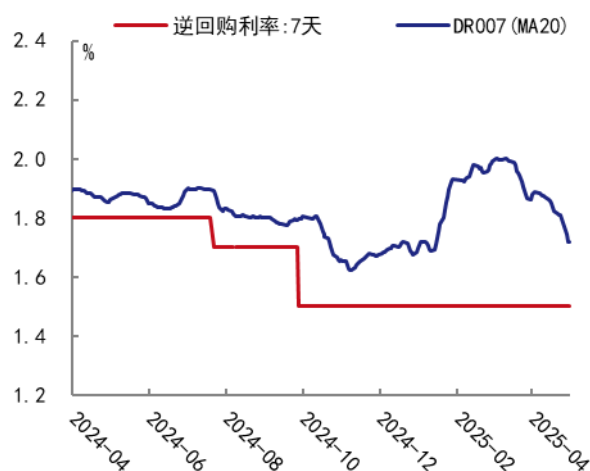
税收收入同比增长 8.8%；全国一般公共预算支出 72815 亿元，同比增长 4.2%，支出保持较高强度。1-3 月全国政府性基金预算收入和国有土地使用权出让收入同比分别下跌 11%和 15.9%，在去年低基数上跌幅均超 10%。财政收入同比下滑，尤其是土地出让收入跌幅较大，制约财政支出力度，但是财政支出保持增长，显示更加积极的财政政策正在发力。

货币政策上保持政策利率稳定，坚决维护资本市场平稳运行。4 月，央行延续宽松的基调，多次释放“择机降准降息”的信号，而政策利率继续平稳。此外，央行继续暂停国债买入操作，以缓解债市供需矛盾，更好满足投资者的配置需求，同时开展了 1.2 万亿元公开市场买断式逆回购操作，当月买断式逆回购净回笼 5000 亿元，不过央行加大 MLF 投放规模，MLF 净投放 5000 亿元，对冲买断式逆回购的到期，继续释放中期流动性。另外，央行加大对资本市场的维护力度，表示“坚定支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持”。

3、市场流动性

银行间流动性保持平衡，资金面边际继续转松。上旬，虽然央行净回笼资金，但跨月后资金面整体转松，DR007 从上月底 2.2%回落到 1.7%附近；中旬，缴税走款、政府债前置发行、MLF 操作时间延后等因素产生扰动，不过资金保持平衡，7 天资金利率保持相对稳定。下旬，央行继续呵护流动性，大幅增加逆回购投放，MLF 超额续作，DR007 保持在 1.8%下方，DR001 下探至 1.6 以下，资金面整体平衡偏松。4 月央行公开市场投放 39227 亿逆回购、6000 亿 MLF 和 1000 亿国库现金定存，当月有 36019 亿元逆回购、1000 亿 MLF 到期和 1500 亿国库现金定存到期，因此本月公开市场净投放 7708 亿元。本月资金利率中枢继续下行，其中 DR001 在[1.54,1.83]区间运行，月度均值 1.67%，较上月下降 10BP；DR007 在[1.64, 1.84]区间波动，月度均值 1.73%，较上月下降 15BP，比公开市场 7 天逆回购利率高 23BP。银行间质押式回购日均成交量环比上升 4.2%，为 6.15 万亿，机构杠杆在资金价格走低下继续回升。

图 18 4 月货币市场资金利率中枢继续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 19 4 月银行间质押式回购成交额继续回升

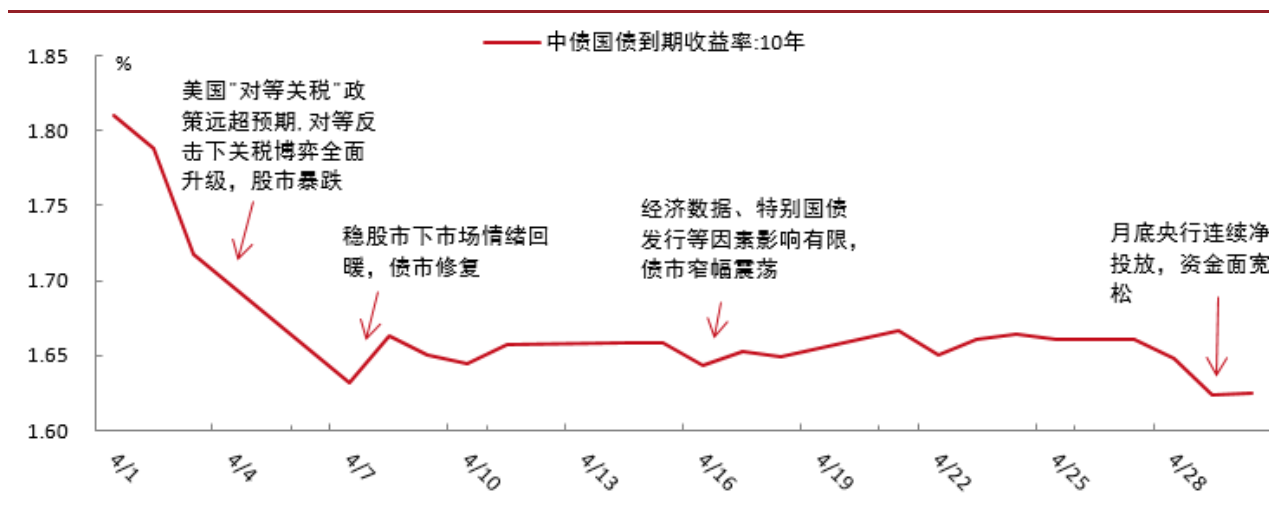


资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）债券市场分析

4月，10年期国债利率主要在关税博弈升级、特别国债发行、资金面转松等影响下呈“台阶型”走势。月初，美国“对等关税”政策远超预期，对等反击下关税博弈全面升级，市场恐慌情绪蔓延，带动股市暴跌，债券利率快速回落，10年期国债利率在3个交易日内从1.81%下行18BP至1.63%。随后在稳股市组合拳下，股市逐步企稳回升，市场情绪好转，债市迎来修复。中旬到月底，虽然期间一季度经济数据超预期、特别国债发行计划等对债市形成扰动，但是国债利率保持窄幅震荡。月底，央行连续多日净投放资金，资金面边际转松，叠加市场博弈4月PMI不及预期，带动债券收益率整体震荡下行。

图20 10年期国债收益率呈“台阶型”走势

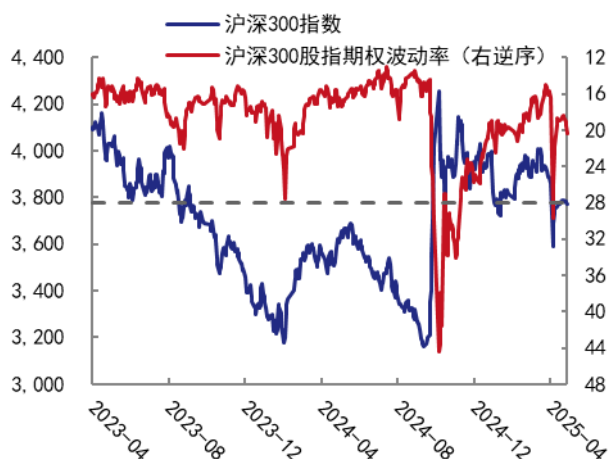


资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）股票市场分析

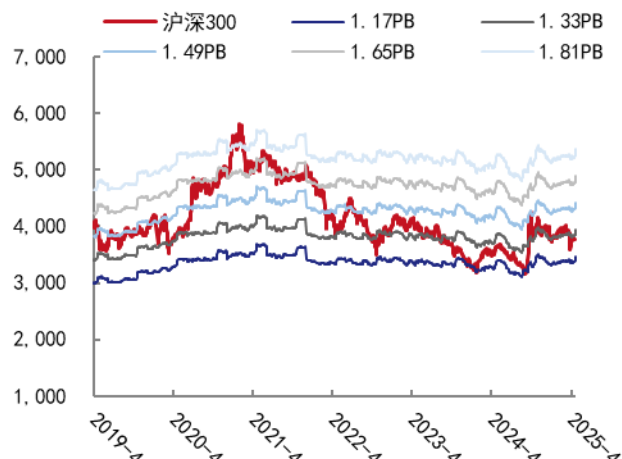
4月，关税冲击带动A股暴跌，政策组合拳下指数触底回升。月初，关税博弈全面升级，清明节后第一交易日A股迎来暴跌，上证指数跌破3100，跌幅达7.24%，收盘时超半数股票跌停。随着国家队进场增持ETF和蓝筹股、央行表态提供无限流动性、央企加大回购和增持计划等一系列组合拳措施出台，市场情绪逐步回暖，指数企稳后探底回升，沪指迎来“八连阳”，指数反弹力度超出市场大部分预期，各主题快速轮动但是持续性较差。板块方面，偏内需的方向表现相对较好，比如美容护理、农林牧渔、商贸零售等板块，受益于黄金涨价的黄金股也有亮眼表现，而电力设备、通信、家电等成长和依赖出口的板块调整幅度较大。4月，A股交易活跃度环比下降，两市单日平均成交额为12,061亿元，环比下降19.1%。

图 21 沪深 300 指数期权波动率月中触及高点



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 22 指数估值接近中枢位置



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）商品市场分析

4 月，COMEX 黄金价格主要在贸易摩擦加剧、地缘局势紧张等多重因素下震荡上涨。上旬，特朗普超预期关税政策引发美股、原油等资产暴跌，流动性危机下市场抛售作为抵押品的黄金，引发黄金价格连续三日下跌，黄金避险属性弱化。后续随着全球尤其是美国经济衰退预期的加深，黄金的避险价值回升，叠加美元指数持续回落、中东局势紧张等因素，黄金价格转为上涨。21 日，特朗普加大对美联储主席鲍威尔的攻击力度，称其未能及时降息是“重大失败者”后，市场对美联储保持独立性的担忧加剧，美元指数一度跌破 98，黄金避险需求再次增加，COMEX 黄金价格升至 3500 美元/盎司的历史峰值。次日特朗普改变说法，表示无意解除鲍威尔，市场担忧情绪缓解，黄金价格单日回落超 100 美元/盎司。下旬，特朗普政府多次释放贸易战缓和信号，黄金避险属性降低，价格有所回落。4 月底，COMEX 黄金非商业净多头持仓 16.33 万张，环比减少 8.65 万张，跌幅 34.6%；SPDR 黄金 ETF 持有量为 944.26 吨，环比增加 10.88 吨，环比增加 1.2%，显示市场 4 月对黄金价格多空分化。

4 月，原油价格主要在贸易摩擦升级、需求下降、OPEC+增产等影响下显著下跌。上旬，美国实施“对等关税”政策，增加能源运输成本和经济衰退预期，抑制原油需求，同时 OPEC+宣布自 5 月起将原油日产量提高 41.1 万桶，增产幅度高于市场预期的 13.8 万桶/日，布伦特原油价格在多重利空下跌幅近 20%，一度跌破 60 美元/桶。后续市场情绪有所缓和，OPEC+部分产油国表示将进一步削减石油产量以弥补超产，叠加美国强化对伊朗的制裁，原油价格短期得到提振。临近月底，OPEC+成员国因生产配额问题而关系紧张，部分成员国提议在 6 月增加原油产量，对原油形成利空，原油价格小幅下跌。

图 23 4 月黄金价格震荡走高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 24 市场对黄金价格多空分化



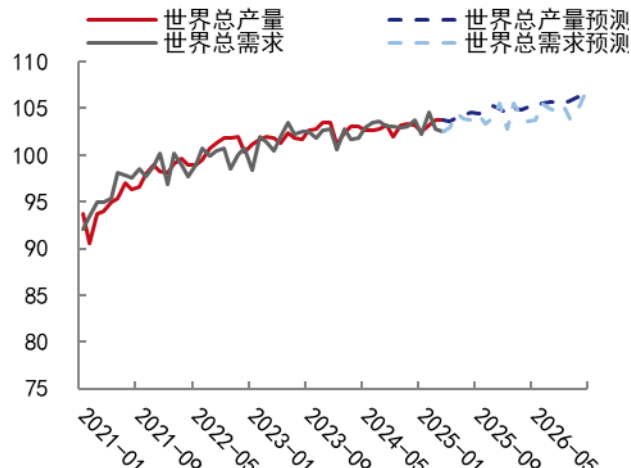
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 25 布伦特原油价格和 EIA 价格预测



数据来源：EIA 中证鹏元整理

图 26 世界原油产量需求和 EIA 预测



数据来源：EIA 中证鹏元整理

三、市场展望和投资策略：债券和黄金偏强震荡，股市区间震荡

（一）宏观形势

基本上，关税冲击的影响逐步显现，二季度国内经济动能预计边际放缓，关税博弈可能会有反复。投资端，政策上将继续松地产，但是居民购房意愿不高，房屋销售降幅扩大，房地产投资同比增速在前期开工、施工、竣工放缓等因素影响下预计仍在低位徘徊；对于制造业投资，设备更新政策持续推进，但关税冲击“出口-制造”链条，4 月制造业 PMI 跌回收缩区间，制造业投资可能边际放缓，但仍有望保持较高增速；基建投资方面，建筑业 PMI 新订单指数降至 39.6%，螺纹表观消费量、水泥发运率等高频数据走弱，但政府债发行前置，财政支出或加快，低基数下基建投资同比增速可能保持相对平稳。消费端，随着促消费政策

地位提升，各地以旧换新政策逐步发布，推动家电、家居、手机、汽车等社零重点消费品的消费，叠加餐饮消费券等因素的积极影响，预计社零将继续温和增长。出口端，“抢出口”效应下4月出口同比保持较高增速，但是随着美国关税政策影响逐步显现，出口端仍将面临压力。外部因素中，中美关税博弈持续，中间可能会有反复，总体保持谨慎乐观态度。另外，特朗普2.0时期美国对中国的打压和遏制可能不会减少，反而可能会升级，“对等关税”政策预计只是开始，其他领域的摩擦较大概率会继续升级，中长期对全球增长和国内经济形成压制。综合来看，在内需整体疲弱、外需迎来负面冲击、以旧换新政策拉动效果边际递减等因素下，二季度经济动能可能边际放缓，重点关注关税博弈的发展情况。

财政政策重点在于加快实施、用好用足存量政策，增发国债可能在下半年。今年全国GDP目标在5%左右，同时面对历史罕见的关税冲击，要保持经济增速稳定，需要财政政策更加积极发力。财政赤字率通常在不确定性较大的特殊年份会设置成区间，比如全球金融危机和欧债危机后的三年、疫情三年等等。今年财政赤字率目标设置为“4%左右”，定为区间而不是确定数值，为未来政策的调整保留了空间，以积极应对外部冲击等不确定性。虽然财政政策已经预设调整空间，但是增量政策并不急于出台。今年3月已经批复1.3万亿超长期特别国债和5000亿注资特别国债，而且今年专项债额度较去年同期增加5000亿，前四月累计发行比例未超过三成，因此当前的政策重点是加快实施存量政策，用好用足专项债券、超长期特别国债等工具，短期内增加债务额度的概率不大。后续关税对经济的影响逐步显现，叠加国债和专项债发行进入后半段，可能会根据情况考虑增发国债，预计时间点在下半年。

货币政策延续宽松基调，设立新型政策性金融工具。政策基调上，4月政治局会议基本和去年12月底政治局会议、中央经济工作会议和今年3月两会保持一致，表示“适时降准降息，保持流动性充裕”。此外，本次政治局会议提出“设立新型政策性金融工具”，放在结构性货币政策工具部分，结构性货币政策工具重点支持的领域发生变化，不仅继续强调对科技创新和消费的重视，而且根据形势的变化，增加对稳定外贸的支持力度，符合当前的政策定位。此外，根据本次会议“强化政策取向一致性”的定调，预计中央财政可能会对新型政策性金融工具进行贴息，降低贷款主体融资成本，发挥更大的杠杆撬动作用。

（二）债券市场

策略上，债市短中长多，利率年内继续下行空间有限，具体取决于中美关税博弈情况。关税的负面影响逐步显现，经济基本面整体预计下行；5月初降准降息如期落地，显示货币还在宽松周期，但是宽松幅度未超预期，市场计价相对充分。整体来看，决定债市中长期的趋势没有显著改变，债市延续偏强震荡。流动性方面，资金价格中枢边际走低，流动性可能会走向实质性宽松。不过当前10年期国债利率逐步接近前低，继续大幅下行的空间有限。对于增发国债，其会影响债券供给，对债市短期走势有影响，但是债券供给规模和节奏不影响债市长期走势，因此预计其对于债市的扰动比较有限。配置上，利率年内继续下行空间有限，

关税政策明显好转时注意防守，10 年期国债利率调整 5-10BP 后仍是较好的配置机会，长期仍看多债市。

（三）股票市场

策略上，关税对情绪负面冲击最大的阶段已经过去，对市场保持谨慎乐观，把握结构性机会。4 月股市暴跌后全球风险资产反弹强度超出预期，侧面反映投资者认为中美超过 100% 的关税是不可持续的，特朗普极限施压后会有更好的关税方案出台。当前市场波动较大，核心焦点是中美关税博弈，事件驱动特征明显。具体来看：（1）空间维度，上证指数已经回补 4 月 7 日下跳缺口，继续上涨需要更多利好催化。关税政策明显好转将带动市场风险偏好恢复，上证指数有望突破今年春季行情高点；如果关税政策来回反复，实际执行低于预期，市场可能继续保持区间震荡走势，上证指数预计将回补 4 月 10 日的上跳缺口；（2）在基本面未实质性改善前积极跟踪 A 股市场情绪和成交量的变化，在两市成交额明显缩量时减仓防守，放量时增加配置；（3）配置上，保持谨慎乐观，把握结构性机会，比如进口受限下的国产替代板块、政策对冲的内循环方向等等，以及关税形势出现好转时情绪修复的普涨机会和出口链超跌反弹机会。

（四）商品市场

关税博弈持续，市场避险需求较高，黄金价格逢低做多。在美联储降息方面，特朗普“对等关税”政策带来再通胀预期，美国经济边际放缓，陷入滞涨的概率提升，市场对降息路径存在激烈博弈。美联储需要在“抗通胀”和“防衰退”之间权衡，降息路径仍有较大不确定性。在地缘政治方面，一方面俄乌冲突谈判反复，近期有所缓和，中东局势依旧复杂，另一方面特朗普政策难以预测、经常反复，降低全球经济政治秩序的稳定性与可预测性，而且关税博弈持续，黄金资产避险属性有内在支撑。此外，美国债务规模和赤字保持历史高位水平，不断削减美元信用，部分国家为减少对美元的依赖并追求储备资产多元化，持续购买黄金，黄金的货币属性也是推动其价格上涨的重要原因。世界黄金协会最新数据显示，2024 年实物黄金总需求升至 4974 吨，创历史新高，而各国央行已经连续三年购买了超过 1000 吨黄金，约占去年总需求的 20%，继续主导黄金市场。其中，我国央行在黄金价格震荡回调 2 月后连续 6 个月增持黄金，显示对黄金资产的青睐。黄金价格在贸易摩擦风险高企和央行购金等因素下预计将继续保持偏强震荡，短期在快速上涨后可能会高位震荡，但长期仍看好，可逢低增加配置，并耐心持有。

布伦特原油价格暴跌后短期有修复机会，预计中枢价格将走低。原油供给方面，OPEC+ 内部争端加剧，减产效果或有限；美国原油产能保持高位，而且特朗普大力推行的“能源独立”政策支持传统能源的开采，减少对外能源依赖，倾向于低油价来控制通胀，因此美国或将增加本国原油开采或者施压产油国增产，对油价整体偏利空；俄罗斯原油出口维持平稳，伊朗在美国制裁下预计将减少供应量。需求端，此前国际能源署 (IEA) 预计全球石油市场 2025 年将面临百万桶/日的供应过剩；目前美国经济衰退概率提升，中国面临外部冲击，欧洲经济疲软，世界几大主要经济体需求可能下滑，IEA、EIA、OPEC 三大机构下调需求增长预测。

库存端，根据 EIA 数据，截至 4 月 25 日的一周，美国商业原油库存为 4.40 亿桶，较上月增加 100 万桶。另外，地缘因素是影响原油价格的重要因素，其中特朗普一方面正促使俄乌和谈，但进程反复，另一方面加大对以色列支持，中东冲突难以缓和。最后，美中关系、能源政策调整和清洁能源转型等因素也会对油价产生波动。整体来看，原油价格在暴跌后短期有修复机会，但是在供给相对过剩和特朗普执政下价格中枢有所降低，可能主要在 60 美元/桶-80 美元/桶的区间波动。原油价格不确定性高，需要根据主要产油国减产力度、地缘冲突等因素调整预期。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 通讯地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 通讯地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 通讯地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 通讯地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 通讯地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 通讯地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 通讯地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 通讯地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140