

2025 年 05 月 11 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

4 月通胀平稳，进出口保持韧性

2025 年 5 月 5 日-2025 年 5 月 11 日周报

◆ 2025 年 4 月 CPI 走势平稳，关税冲击压制 PPI 回升

2025 年 4 月 CPI 环比+0.1%，其中食品 CPI 环比+0.2%，非食品 CPI 环比+0.1%，三者均为时隔两个月转正。食品和非食品项同步改善推动 4 月 CPI 环比转正，具体来说推动力主要为：畜肉价格同比降幅缩窄（本月-0.1%，上月-2.2%），猪肉跌幅缩窄（本月-1.6%，上月-4.4%）的同时，牛肉价格因进口减少而同比涨幅扩大（本月+3.9%，上月+0.5%）；受今年 4 月全国普遍气温偏高（1961 年以来历史第二高）和降水较少（较常年同期少 13.3%）影响，鲜菜和鲜果价格环比较上月降幅缩窄或涨幅提升，同时也明显高于季节性（鲜菜-1.8%，高于近 10 年均值 4.3PCTS；鲜果环比 2.2%，高于近 10 年均值 2.7PCTS）；假期催化下居民出游热情高涨，非食品项中的交通、旅游类消费价格环比降幅缩窄或涨幅提升，其中旅游消费价格环比涨幅（本月+3.1%，高于近 10 年均值 1.8PCTS）强于季节性；因国际金价变动，国内金饰品价格上涨 10.1%，影响 CPI 环比上涨约 0.06 个百分点。

2025 年 4 月 CPI 同比-0.1%，与上月持平，连续第三个月为负。4 月 CPI 环比虽然改善，但翘尾因素作用下，CPI 同比与上月持平，仍然为负，具体来说：4 月 CPI 食品项环比改善的同时去年同期基数较低，4 月同比录得-0.2%，较 3 月+1.2PCTS；4 月 CPI 非食品项环比虽然改善，但去年基数较高导致 4 月非食品 CPI 同比录得 0，较上月-0.2PCTS，主要拖累项为生活用品及服务 and 交通工具用燃料项，后者主要系国际油价下跌拖累。

总体来看，扣除食品和能源项，4 月 CPI 走势相对平稳。核心 CPI 环比因旅游、出行服务价格上涨得到的上行支撑超过了衣着、家用器具消费价格走弱的拖累，录得+0.2%，较上月上行。核心 CPI 环比的上行叠加 CPI 翘尾因素的走高，使得 4 月核心 CPI 同比与 3 月持平，均为+0.5%。加入食品和能源后，二者分别对 4 月 CPI 同比起到正向和负向带动作用，最终互相对冲，使得 4 月 CPI 同比录得与 3 月持平的-0.1%。

往后看，根据气象部门预测，5 月全国范围干旱情况或有改善，但气温仍然较历史同期偏高，食品中蔬菜、瓜果等价格或继续受到气候影响呈现环比超季节性，带动 CPI 食品项继续支撑 CPI 同比。同时，贸易战下全球经济的衰退预期叠加产油国近期的增产计划，预计输入性因素对 CPI 同比的拖累仍将持续。二者互相对冲情况下，CPI 同比的走势大概率主要取决于去除食品和能源后，居民的核心服务和商品消费。考虑到以旧换新的政策持续和央行最新一揽子促销费政策的加力显效，同时考虑到 5 月 CPI 翘尾因素较 4 月上行 0.1PCTS，预计 5 月 CPI 有望较 4 月 CPI 略微上行。

2025 年 4 月 PPI 环比-0.4%，与上月持平，PIRM 环比-0.6%，较上月-0.4PCTS。

主要数据

上证指数	3341.9989
沪深 300	3846.1566
深证成指	10126.8254

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

在 PPI 环比与上月下行幅度相同的情况下，叠加去年同期基数的走高，本月 PPI 同比录得-2.7%，较上月下行 0.2PCTS。

本月 PPI 环比下降主要有两个方面的因素推动。一是贸易环境变化的影响。国际原油价格和铝、锌、铜等有色金属价格下行，拖累国内石油产业链、有色金属冶炼业价格环比下行。除输入性的原料价格走低外，部门出口行业因贸易环境收紧出现产品价格环比走低，如汽车制造业、计算机通信业、家具制造业等。根据统计局测算，受贸易环境影响的 10 个行业合计影响 4 月 PPI 环比下行 0.24PCTS，占下行幅度的 60%。二是国内能源价格的季节性下行。供暖季结束下的煤炭需求淡季影响煤炭开采和加工价格下行，同时，新能源发电的进一步替代作用下，电力热力生产和供应业价格亦出现下行。统计局测算国内能源价格下行影响 4 月 PPI 下行 0.1PCTS，占下行幅度的 25%。

往后看，未来 3 个月 PPI 大概率同比持续为负，主要因为：5 月到 7 月 PPI 翘尾因素在-1.39%到-1.79%之间，较 4 月无明显回升；国际贸易局势受关税战的影响将持续动荡，输入性的大宗商品价格下行和国内相关性大的行业商品价格的走低将持续压制 PPI；超常规强力稳增长政策下，逆周期性明显的基建行业有望带动建筑产业链价格回升，对 PPI 形成一定的支撑，但短期内房地产需求的持续低迷仍将制约这种支撑力度。

◆ 2025 年 4 月进出口凸显韧性，但后续不确定性仍然较大

2025 年 4 月，我国出口（以美元计，下同）和进口同比分别录得+8.1%和-0.2%，分别较上月-4.3PCTS 和+4.1PCTS，无论是出口还是进口，在 4 月美国单方面开启新一轮贸易战的背景下均显示出了较强的韧性。

4 月出口的韧性主要来自两个方面：一是在美国对除中国外的其他国家提供 90 天关税豁免期的局面下，中国出口商和美国进口商共同推动转口贸易在窗口期大幅扩张，尤其是经由东南亚国家的转口贸易，对冲了直接对美国出口的下滑。4 月中国对美国出口增速由上月的+9.1%下滑至-21.0%的同时，中国对东盟出口增速由上月的+11.6%提升至+20.8%。从对中国整体出口增速的拉动力角度，4 月中国对东盟出口拉动整体出口增速 3.6PCTS，拉动力较上月提升 1.37PCTS，贡献了中国 4 月出口增速的 44%，而上月贡献率为 18%；二是美国政府自开启“对等关税”后，分批次对中国包含智能手机、电脑和其他关键电子设备在内的约 1000 亿美元商品提供豁免（占去年对美出口金额的约五分之一），相关商品的对美出口短期内并未受到关税影响的同时，也出现一定的抢出口效应，对中国整体的出口起到了一定的拉动作用。如 4 月数据处理设备出口增速录得-1.7%，较上月的+0.8%下滑不多，集成电路出口增速+20.2%，较上月的+7.9%提升 12.3PCTS。

除出口外，4 月我国进口也表现出较强的韧性，我们认为主要是进口来源地替代和逆向转口贸易的双重影响。2025 年 4 月，我国自美国的进口增速录得-13.8%，较 3 月进一步下滑 4.38PCTS 的同时，自澳大利亚、英国、拉丁美洲和非洲的进口增速均实现较大幅度提升，此外，今年 4 月中国大陆自中国香港进口金额增速录得+41.3%，较 3 月大幅上升近 40 个百分点，体现了未对美国实施对等关税的中国香港作为进口中转地的作用。

总体看，美国单方面掀起的新一轮贸易战对我国进出口的影响虽然在直接对美出口和进口上已有相对明显的体现，但在美国单方面豁免中国近 1000 亿美元商品以及中美贸易商利用美国对除中国外的其他国家提供的 90 天豁免期大力提升转口贸易的对冲

下，我国4月的出口体现出较强的韧性。往后看，出口面临的不确定性仍然较大，当前时点难言中国外贸已摆脱贸易战的影响，原因在于90天豁免期结束之后，中国进行转口贸易的空间将大幅压缩，同时，美国单方面对中国1000亿美元商品的豁免后续亦存在不确定性。鉴于当前美国对中国的关税税率之下，除豁免的近1000亿美元商品外，其余商品对美出口的可能性几乎不存在，因此后续美国对中国关税的变化将对我国今年总体出口形势有巨大影响。极端情况下，如美国对中国关税税率在年内持续维持当前水平，则我国今年出口增速将受到不小的拖累。后续我国出口的走势还要受到中美持续的贸易谈判的影响。

◆ 二季度经济运行不确定性加大，政策对冲恰逢其时

2025年5月7日国新办发布会点评，央行、金融监管总局、证监会相关领导介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。会上，央行宣布降准降息，稳定市场预期。

本次降准政策主要为两大方面：一是自去年9月份降准0.5个百分点后，时隔半年多再次全面降准0.5个百分点，释放约一万亿元流动性，有助于进一步降低银行负债端资金成本，稳定宏观经济预期；二是从刺激内需、稳定受贸易战冲击较大的实体经济的角度出发，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的5%调降为0%，有助于精准刺激汽车消费和降低制造业设备租赁成本，为制造业企业进一步减负。

本次的降息政策主要为三大方面：一是降低总体的贷款成本。代表政策利率的公开市场7天期逆回购操作利率将从目前的1.5%调降至1.4%，后续有望带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点，带动实体经济贷款成本总体下行；二是在“精准滴灌”方面专门发力，有效降低事关国计民生、对经济基本面影响较大以及受贸易战影响较大的领域的融资成本。央行下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包含各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率等央行向商业银行提供再贷款资金的利率从目前的1.75%降至1.5%，抵押补充贷款（PSL）这一央行向政策性银行提供资金的工具利率从目前的2.25%降至2%；三是进一步降低购房的金融成本，托举当前仍处低迷状态的商品房市场。央行降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限利率同步调整。

本次降准幅度为0.5个百分点，与去年2月和9月降准幅度相同。本次降息幅度为10个BP，与2020年至今历次的降息幅度相比不算大。自2020年开始，包含本次降息在内，央行共进行了9次降息，其中2020年3月和2024年9月为降息20个BP，包含本次降息在内的其余7次降息为降息10个BP。

虽然总体的降息降准幅度并未明显加大，但本次宽货币政策具有两个鲜明特征：一是在贸易战对我国的经济影响并未完全显现时即果断进行政策对冲，向市场传递及时和明确的政策信号，对稳定市场信心意义重大；二是政策精准性明显提升，无论是降准方面的阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的5%调降为0%，还是在降息方面的下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点以及降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，均显示出在二季度我国经济下行压力因外部冲击而加大的情况下，央行提前释放政策空间，在稳住经济基本盘的基础上，向承受冲击较大的经济部门精准投放金融资源的政策决心。

中国人民银行行长潘功胜在会上表示，下一步，人民银行将继续认真贯彻党中央、国务院各项部署，实施好适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运

行情况,持续做好货币政策调控,并加强与财政政策的协同配合,推动经济高质量发展。结合央行的相关表态以及此次货币政策投放力度仍然相对有所保留的基本情况,或意味着后续若我国经济动能受到贸易战的冲击较大、或中美阶段性贸易谈判结果低于预期的情况下,年内央行仍有较大的货币政策宽松空间,后续反映宽货币向宽信用传导效果的 M1 同比、M2 同比、社融存量同比等是重要观察指标。此外,本次发布会内容并未涉及财政政策的进一步扩张,但后续亦值得期待。

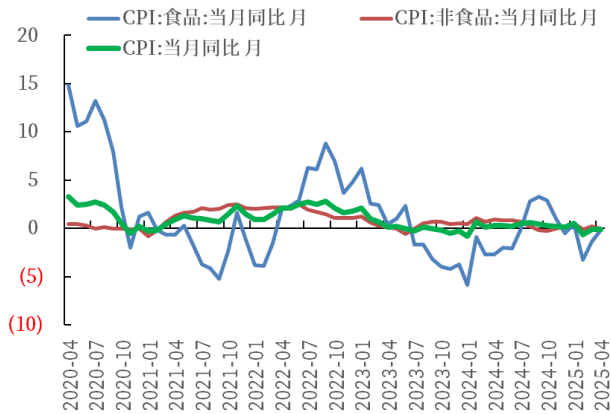
◆ REITs 市场行情和流动性跟踪

市场表现方面,相较于上周的下跌,本周 REITs 市场反弹。截止 5 月 9 日,中证 REITs 指数+0.28%,中证 REITs 全收益+0.39%,表现差于上证指数的+1.92%,强于南华商品指数的-0.84%,中证全债的+0.14%。

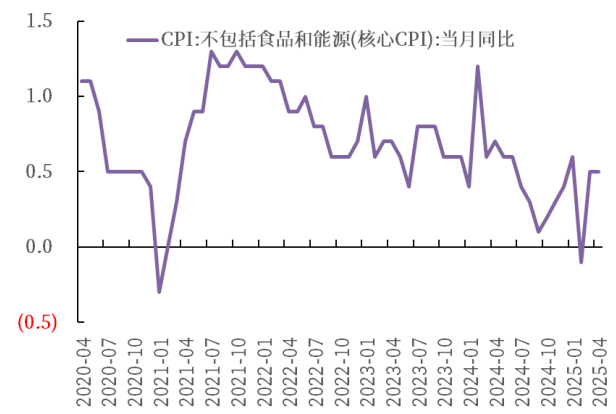
以各类底层资产划分板块,近一周 9 个板块平均涨跌幅有 5 个为正,4 个为负。市政设施板块周度涨幅 2.21%,涨幅最大;水利设施板块周度平均跌幅 0.50%,跌幅最大。单只产品来看,参与统计的 64 只产品中,有 43 支上涨,21 支下跌,其中涨幅最大的是华安百联消费 REIT (+4.59%),跌幅最大的是中金联东科创 REIT (-4.41%)。

流动性方面,近一周市场流动性边际下行,周内市场日均成交额 5.20 亿元,较上周下行 7.18%;日均换手率录得 0.62%,较上周均值的 0.73%边际下行。以板块内各产品成交额、成交量的环比变化幅度均值作为各板块的流动性指标,本周 9 大板块中的 2 个流动性下降,7 个流动性上升。

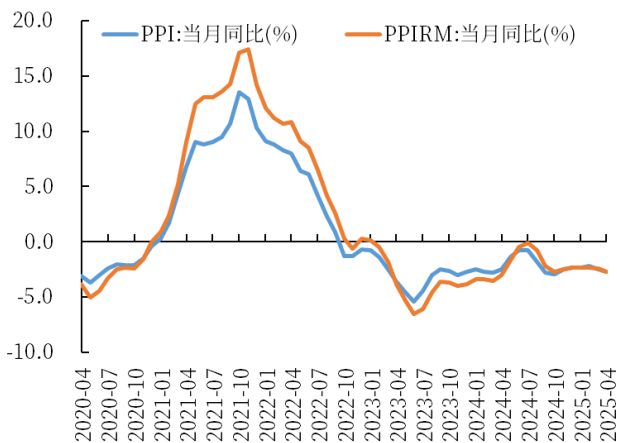
风险提示:中美贸易谈判进展低于预期;全球经济衰退超预期;内需恢复速度不及预期;国际地缘格局超预期变动。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)


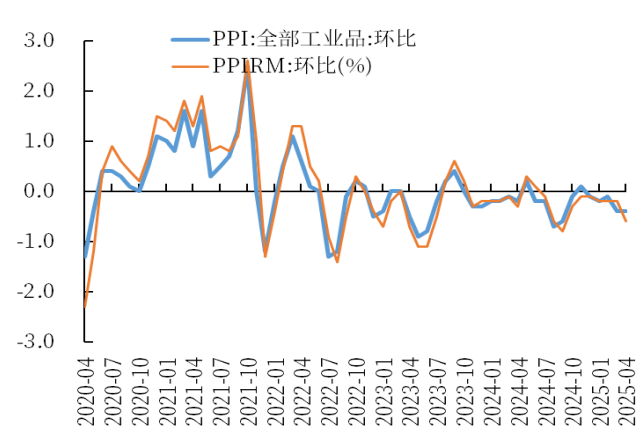
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PPI 和 PPIRM 环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
CPI: 当月同比	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	0.30	0.30
CPI: 食品烟酒: 当月同比	0.30	-0.60	-1.90	0.60	0.00	0.90	2.00	2.30	2.10	0.20	-1.10	-1.00	-1.40
CPI: 衣着: 当月同比	1.30	1.30	1.20	1.10	1.20	1.10	1.10	1.30	1.40	1.50	1.50	1.60	1.60
CPI: 居住: 当月同比	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.20	0.20	0.20
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.20	0.60	-0.70	-1.10	-0.70	-0.30	0.10	0.10	0.20	0.70	0.90	0.80	1.40
CPI: 交通和通信: 当月同比	-3.90	-2.60	-2.50	-0.60	-2.20	-3.60	-4.80	-5.10	-2.70	-0.60	-0.30	-0.20	0.10
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	0.70	0.80	-0.50	1.70	0.90	1.00	0.80	0.60	1.30	1.70	1.70	1.70	1.80
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.20	0.10	0.20	0.70	0.90	1.10	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.50	1.60
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	6.60	6.20	6.50	5.40	4.90	5.20	4.70	3.50	3.40	4.00	4.00	3.60	3.80
CPI: 环比	0.10	-0.40	-0.20	0.70	0.00	-0.60	-0.30	0.00	0.40	0.50	-0.20	-0.10	0.10
CPI: 食品烟酒: 环比	0.20	0.00	-0.20	0.50	0.20	-0.10	0.00	-0.10	-0.20	0.30	-0.10	-0.20	0.20
CPI: 衣着: 环比	-0.10	0.70	-0.10	-0.40	0.20	0.60	0.00	0.80	-0.20	-0.40	-0.20	0.40	-0.10
CPI: 居住: 环比	0.00	0.10	0.10	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.10	-0.10	-0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.00	2.80	0.20	0.40	0.40	-0.90	-0.20	-0.20	-0.70	0.40	-1.20	-1.10	-0.10
CPI: 交通和通信: 环比	-0.30	-0.40	-0.20	0.00	0.00	0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.60	-1.00	-0.90	-0.60
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	-0.10	0.10	-0.10	0.20	0.10	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 对不同国家和地区出口增速 (%)

出口目的地	4月增速较3月变化 (PCTS)	当月出口增速												
		2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
欧盟	-2.03	8.3%	10.3%	-11.5%	10.8%	8.8%	7.2%	12.7%	1.3%	13.4%	8.0%	4.1%	-1.0%	-3.6%
美国	-30.12	-21.0%	9.1%	-9.8%	12.1%	15.6%	8.0%	8.1%	2.2%	4.9%	8.1%	6.6%	3.6%	-2.8%
东南亚国家联盟	9.25	20.8%	11.6%	8.8%	3.2%	18.9%	14.9%	15.8%	5.5%	9.0%	12.2%	15.0%	22.5%	8.1%
日本	1.04	7.8%	6.7%	0.5%	0.8%	-4.2%	6.3%	6.8%	-7.1%	0.5%	-6.0%	0.9%	-1.6%	-10.9%
中国香港	0.97	8.8%	7.8%	42.8%	-14.5%	-7.6%	-2.7%	2.1%	5.7%	7.9%	12.7%	9.0%	10.2%	8.9%
韩国	0.62	-0.3%	-0.9%	-2.8%	-2.7%	4.0%	-2.6%	5.0%	-9.2%	3.4%	0.8%	4.1%	3.6%	-6.1%
中国台湾	7.64	15.5%	7.9%	33.2%	-6.3%	14.1%	6.4%	2.9%	-1.6%	6.8%	23.1%	27.6%	25.5%	4.0%
澳大利亚	9.94	5.8%	-4.2%	-19.9%	6.4%	-12.3%	0.5%	2.2%	-7.5%	-3.2%	-2.4%	1.2%	-0.4%	-6.2%
俄罗斯	-4.60	-2.7%	1.9%	-23.5%	-0.7%	5.5%	-2.5%	26.7%	16.6%	10.4%	-2.8%	3.5%	-2.0%	-13.6%
印度	-5.61	21.7%	27.3%	7.8%	7.5%	0.0%	2.1%	3.8%	-9.3%	14.0%	8.6%	4.7%	4.2%	-6.2%
英国	-13.77	2.5%	16.3%	-13.9%	15.5%	3.1%	-0.3%	8.1%	-7.6%	2.1%	-1.9%	8.4%	-7.1%	5.3%
加拿大	2.07	15.0%	12.9%	-14.2%	7.3%	-0.7%	-2.9%	19.1%	-5.5%	0.0%	9.3%	10.0%	-1.6%	-4.4%
新西兰	2.51	13.1%	10.6%	-26.2%	-0.6%	1.1%	-7.9%	18.3%	-23.8%	-5.9%	-7.8%	5.0%	17.9%	-15.9%
拉丁美洲	-6.19	17.3%	23.5%	-14.7%	18.9%	16.9%	11.0%	22.9%	3.4%	19.7%	13.8%	15.7%	18.9%	2.2%
非洲	-11.75	25.3%	37.0%	-11.8%	6.6%	24.8%	10.8%	20.9%	-0.7%	4.5%	-7.9%	-3.6%	-7.9%	-16.0%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 对不同国家的出口对整体出口增速的拉动 (%)

出口目的地	4月拉动较3月变化 (PCTS)	对整体出口增速的拉动												
		2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
欧盟	-0.22	1.2%	1.4%	-1.8%	1.6%	1.2%	0.9%	1.8%	0.2%	1.9%	1.2%	0.6%	-0.2%	-0.6%
美国	-4.21	-3.0%	1.2%	-1.4%	1.7%	2.2%	1.2%	1.3%	0.3%	0.8%	1.2%	1.0%	0.5%	-0.4%
东南亚国家联盟	1.37	3.6%	2.2%	1.3%	0.5%	3.1%	2.4%	2.4%	0.8%	1.4%	1.8%	2.3%	3.3%	1.3%
日本	0.01	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.3%	0.3%	-0.3%	0.0%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.5%
中国香港	0.01	0.7%	0.7%	2.9%	-1.2%	-0.7%	-0.2%	0.2%	0.5%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
韩国	0.03	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.2%	-0.1%	0.2%	-0.4%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	-0.3%
中国台湾	0.15	0.3%	0.2%	0.6%	-0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%
澳大利亚	0.20	0.1%	-0.1%	-0.4%	0.1%	-0.3%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
俄罗斯	-0.13	-0.1%	0.1%	-0.8%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.8%	0.5%	0.3%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.5%
印度	-0.15	0.7%	0.8%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.4%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	-0.2%
英国	-0.27	0.1%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.1%
加拿大	0.02	0.2%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
新西兰	0.00	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
拉丁美洲	-0.34	1.3%	1.6%	-1.3%	1.4%	1.1%	0.8%	1.6%	0.3%	1.6%	1.1%	1.2%	1.4%	0.2%
非洲	-0.43	1.2%	1.7%	-0.6%	0.4%	1.3%	0.5%	1.0%	0.0%	0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.9%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 对不同国家和地区进口增速 (%)

进口来源地	4月进口增速较3月变化 (PCTS)	当月进口增速												
		2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
欧盟	-8.92	-16.5%	-7.5%	8.0%	-16.4%	-4.9%	-6.6%	-6.1%	-3.5%	-5.3%	7.1%	-6.8%	-6.8%	2.5%
美国	-4.38	-13.8%	-9.5%	9.7%	-5.4%	2.6%	-11.2%	6.6%	6.7%	12.2%	24.1%	-1.7%	-7.8%	9.3%
东南亚国家联盟	-7.27	2.5%	9.8%	8.9%	-8.8%	5.4%	-3.0%	-7.3%	4.2%	5.0%	11.1%	-4.8%	6.1%	5.3%
日本	5.53	2.5%	-3.1%	6.9%	-15.6%	6.3%	-2.5%	0.8%	-7.1%	-1.3%	-4.9%	-10.6%	1.6%	3.9%
中国香港	38.97	41.3%	2.3%	45.0%	-25.7%	73.4%	151.7%	169.8%	-13.6%	-10.9%	40.7%	58.1%	24.3%	4.1%
韩国	9.09	7.3%	-1.8%	5.7%	-5.7%	19.7%	7.1%	14.5%	2.6%	12.2%	21.0%	6.3%	18.8%	18.4%
中国台湾	21.77	12.7%	34.5%	17.4%	2.1%	14.4%	4.5%	15.5%	11.0%	10.7%	14.4%	-1.9%	17.5%	14.3%
澳大利亚	29.47	-3.3%	-32.8%	-28.4%	-28.2%	-14.2%	-14.1%	-9.6%	-11.4%	-19.3%	-6.6%	-10.1%	-8.9%	-7.5%
俄罗斯	-4.48	-15.1%	-10.6%	3.5%	-7.8%	-4.7%	-6.5%	-2.8%	-8.4%	-0.8%	5.4%	-8.1%	-5.1%	19.2%
印度	21.74	1.3%	-20.4%	-23.4%	-34.2%	-6.9%	-15.4%	-20.1%	-15.1%	-18.3%	-3.4%	-7.7%	-4.6%	-6.0%
英国	44.56	27.1%	-17.4%	4.7%	-15.2%	-10.2%	11.9%	-1.8%	-12.5%	-13.2%	19.4%	15.0%	22.4%	-2.8%
加拿大	-3.28	-1.1%	2.2%	39.0%	-43.2%	87.4%	-28.4%	18.3%	53.6%	-40.5%	-29.9%	-26.2%	-9.5%	26.4%
新西兰	10.58	7.6%	18.1%	22.9%	0.0%	18.7%	3.6%	-13.4%	-0.3%	1.9%	5.2%	-28.1%	-8.8%	-7.4%
拉丁美洲	11.38	0.2%	-11.2%	-10.0%	-18.2%	-14.7%	-13.5%	-10.3%	-4.4%	6.4%	2.2%	-3.8%	-9.6%	10.2%
非洲	29.75	22.8%	-6.9%	-1.5%	-17.7%	9.9%	8.3%	-8.4%	-8.3%	-1.2%	3.1%	23.0%	14.0%	21.6%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 对不同国家和地区的进口对整体进口增速的拉动（%）

进口来源地	4月拉动力较	对整体进口增速的拉动													
	3月变化 (PCTS)	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	
欧盟	-1.00	-1.79%	-0.80%	0.78%	-1.57%	-0.52%	-0.68%	-0.64%	-0.38%	-0.60%	0.82%	-0.79%	-0.78%	0.28%	
美国	-0.33	-0.92%	-0.59%	0.64%	-0.35%	0.17%	-0.70%	0.37%	0.39%	0.68%	1.44%	-0.11%	-0.52%	0.61%	
东南亚国家联盟	-1.05	0.37%	1.41%	1.27%	-1.24%	0.85%	-0.47%	-1.23%	0.68%	0.75%	1.66%	-0.77%	0.88%	0.80%	
日本	0.35	0.15%	-0.19%	0.39%	-0.83%	0.41%	-0.16%	0.05%	-0.46%	-0.07%	-0.33%	-0.68%	0.09%	0.25%	
中国香港	0.37	0.38%	0.02%	0.17%	-0.15%	0.30%	0.70%	0.59%	-0.07%	-0.07%	0.22%	0.25%	0.16%	0.04%	
韩国	0.60	0.48%	-0.12%	0.37%	-0.37%	1.25%	0.48%	0.95%	0.18%	0.75%	1.35%	0.41%	1.12%	1.11%	
中国台湾	-1.39	1.01%	2.40%	1.22%	0.16%	1.10%	0.37%	1.34%	0.93%	0.90%	1.21%	-0.15%	1.22%	1.08%	
澳大利亚	1.74	-0.19%	-1.92%	-1.79%	-1.88%	-0.86%	-0.81%	-0.52%	-0.63%	-1.10%	-0.41%	-0.63%	-0.56%	-0.49%	
俄罗斯	-0.21	-0.78%	-0.57%	0.19%	-0.37%	-0.23%	-0.33%	-0.14%	-0.44%	-0.04%	0.25%	-0.43%	-0.27%	0.91%	
印度	0.20	0.01%	-0.19%	-0.22%	-0.31%	-0.05%	-0.11%	-0.14%	-0.10%	-0.13%	-0.02%	-0.05%	-0.03%	-0.05%	
英国	0.31	0.17%	-0.14%	0.03%	-0.11%	-0.09%	0.08%	-0.01%	-0.09%	-0.12%	0.15%	0.11%	0.16%	-0.02%	
加拿大	-0.07	-0.02%	0.04%	0.65%	-0.88%	1.25%	-0.68%	0.30%	0.91%	-0.69%	-0.49%	-0.37%	-0.18%	0.44%	
新西兰	-0.05	0.04%	0.09%	0.11%	0.00%	0.08%	0.01%	-0.06%	0.00%	0.01%	0.03%	-0.19%	-0.05%	-0.05%	
拉丁美洲	0.98	0.02%	-0.96%	-1.06%	-1.85%	-1.45%	-1.31%	-0.97%	-0.41%	0.67%	0.22%	-0.36%	-1.03%	0.87%	
非洲	1.38	1.05%	-0.33%	-0.07%	-0.85%	0.38%	0.34%	-0.39%	-0.36%	-0.06%	0.13%	0.87%	0.61%	0.88%	

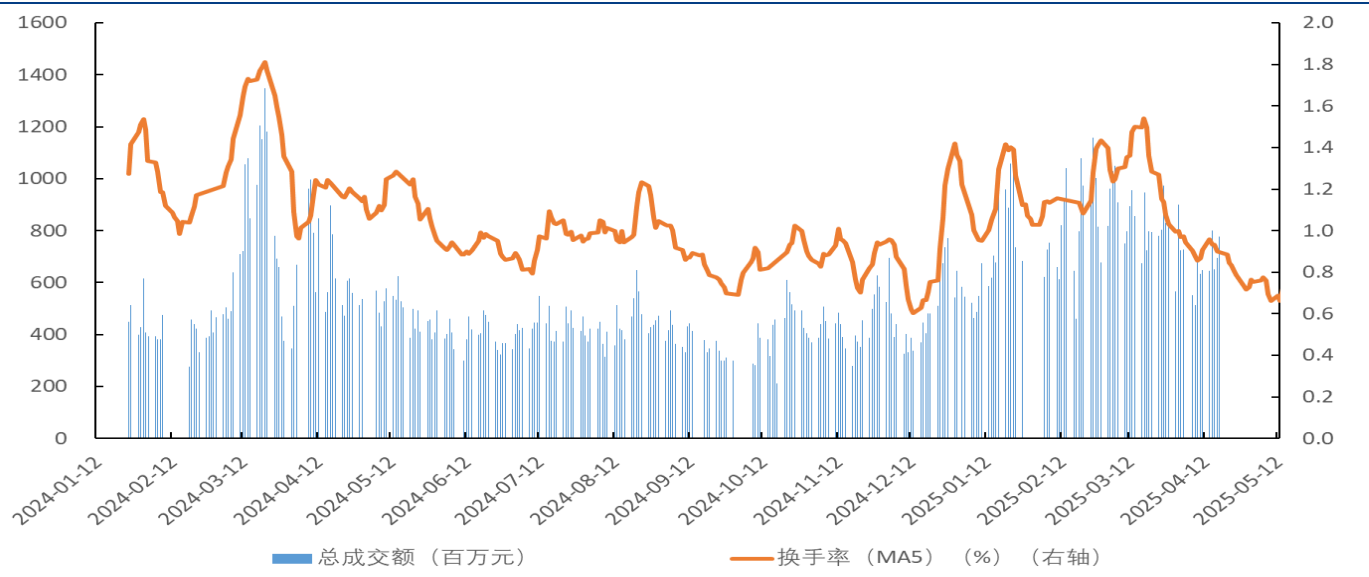
资料来源：wind，中航证券研究所

图 10 大类资产行情统计

资产种类	指数	近一周涨跌幅	60 日涨跌幅	250 日涨跌幅
REITs	中证 REITs(收盘)	0.28%	-0.31%	5.73%
	中证 REITs 全收益	0.39%	1.47%	13.81%
股票	上证指数	1.92%	0.60%	9.76%
	深证成指	2.29%	-4.74%	9.47%
	科创 50	-0.60%	-2.94%	36.24%
	创业板指	3.27%	-7.88%	13.95%
	中证全债	0.14%	0.07%	6.28%
债券	中证国债	0.04%	0.02%	7.12%
	中证公司债	0.07%	0.65%	4.34%
	中证转债	1.32%	-0.09%	9.51%
	南华商品指数	-0.84%	-8.37%	-10.97%
商品	COMEX 黄金	2.65%	13.67%	40.17%
	ICE 布油	4.23%	-14.85%	-22.92%

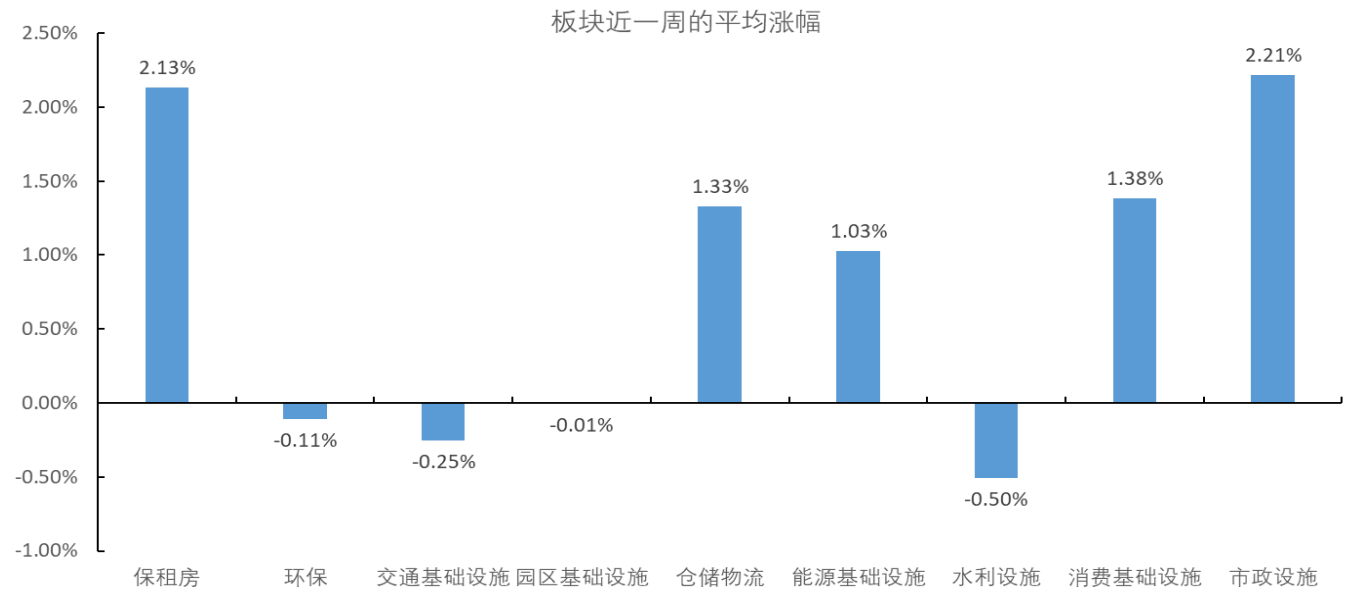
资料来源：wind，中航证券研究所

图 11 REITs 市场整体流动性趋势



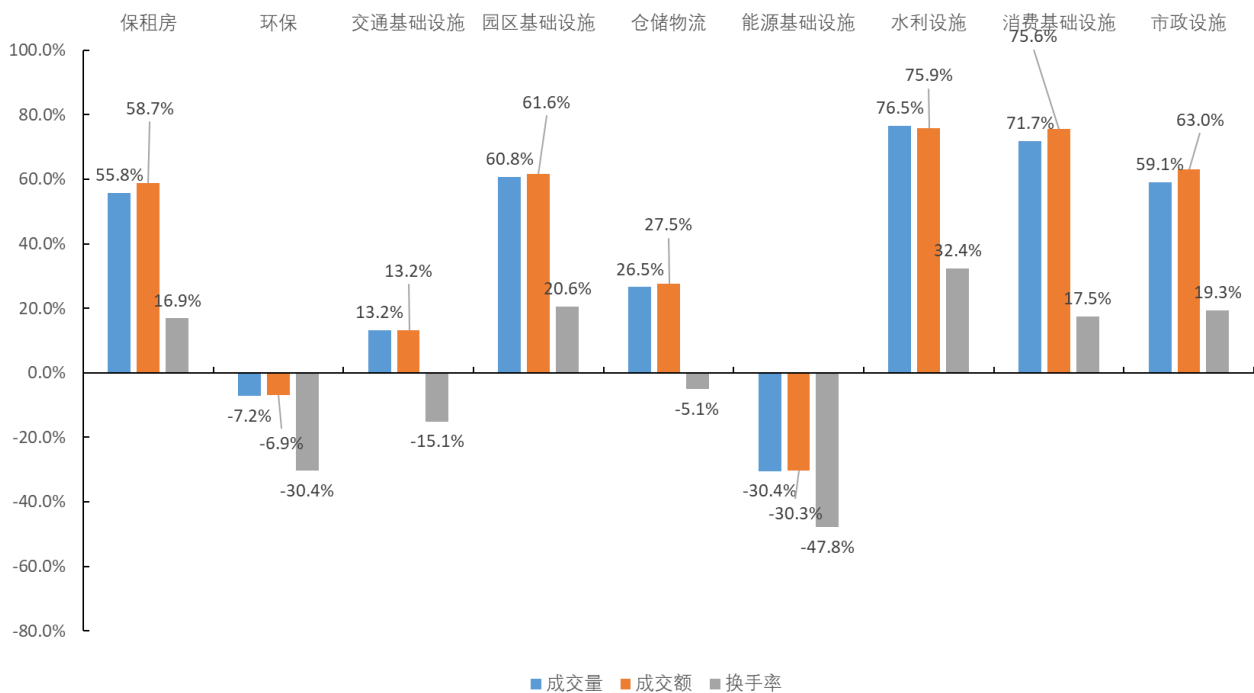
资料来源：wind，中航证券研究

图 12 各板块近一周的平均涨跌幅



资料来源：wind，中航证券研究所

图 13 各板块近一周周均流动性指标环比变化幅度(%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637