

宏观和大类资产配置周报

年内适时降准降息

我们维持后续大类资产配置顺序为：股票>债券>大宗>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**中国 4 月 LPR 出炉，1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%，连续 6 个月维持不变。（万得）
- **要闻：**中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，今年以来，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势。会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。适时降准降息，保持流动性充裕。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数上涨 0.38%，沪深 300 股指期货上涨 0.62%；焦煤期货本周上涨 1.96%，铁矿石主力合约本周上涨 1.06%；余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 1.33%；十年国债收益率上行 1BP 至 1.66%，活跃十年国债期货本周下跌 0.18%。

资产配置建议

- **我们维持后续大类资产配置顺序为：股票>债券>大宗>货币。**
中共中央政治局 4 月 25 日召开会议（以下简称“会议”），分析研究当前经济形势和经济工作。相比于去年 12 月中共中央政治局会议（以下简称“12 月会议”），会议更加强调“备足预案”。
在财政政策方面，会议提出要“用好用足更加积极的财政政策”，年内广义财政支出增速有望继续加快。货币政策方面，会议进一步细化“适度宽松的货币政策”；在传统货币工具方面，会议着重提出，将“适时降准降息”，保持流动性合理充裕；在增量政策工具方面，会议提出，将设立“新的结构性货币政策工具”和“新型政策性金融工具”，增强货币政策对实体企业的直达性。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《2025 年 4 月中共中央政治局会议学习体会》
20250425
《3 月外汇市场分析报告》20250424
《主动权益基金 2025 年一季度配置分析》
20250424

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.4.27）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 4 月政治局会议配套政策的出台情况	不变
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	=	“股债跷跷板”或将短期影响债市	标配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	-	关注财政增量政策落实进度	低配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览.....	4
本周 A 股指数小幅上涨	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	8
大类资产表现	10
A 股：本周市场指数小幅上涨	10
债券：十年国债收益率小幅下行	11
大宗商品：本周商品期货指数上涨 1.62%	12
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方	13
外汇：人民币兑美元中间价本周上行	13
港股：医疗保健业涨幅领先	14
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点（2025.4.27）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	8
图表 5. 建材社会库存周度表现	8
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	8
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	8
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	8
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	9
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	9
图表 11. 汽车周消费规模表现	9
图表 12. 本周权益类资产涨跌幅	10
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	11
图表 14. 信用利差和期限利差	11
图表 15. 央行公开市场操作净投放	11
图表 16. 7 天资金拆借利率	11
图表 17. 大宗商品本周表现	12
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	12
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 20. 理财产品收益率曲线	13
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	13
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	13
图表 23. 恒指走势	14
图表 24. 陆港通资金流动情况	14
图表 25. 港股行业涨跌幅	14
图表 26. 港股估值变化	14
图表 27. 本期观点（2025.4.27）	16

一周概览

本周 A 股指数小幅上涨

本周沪深 300 指数上涨 0.38%，沪深 300 股指期货上涨 0.62%；焦煤期货本周上涨 1.96%，铁矿石主力合约本周上涨 1.06%；余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 1.33%；十年国债收益率上行 1BP 至 1.66%，活跃十年国债期货本周下跌 0.18%。

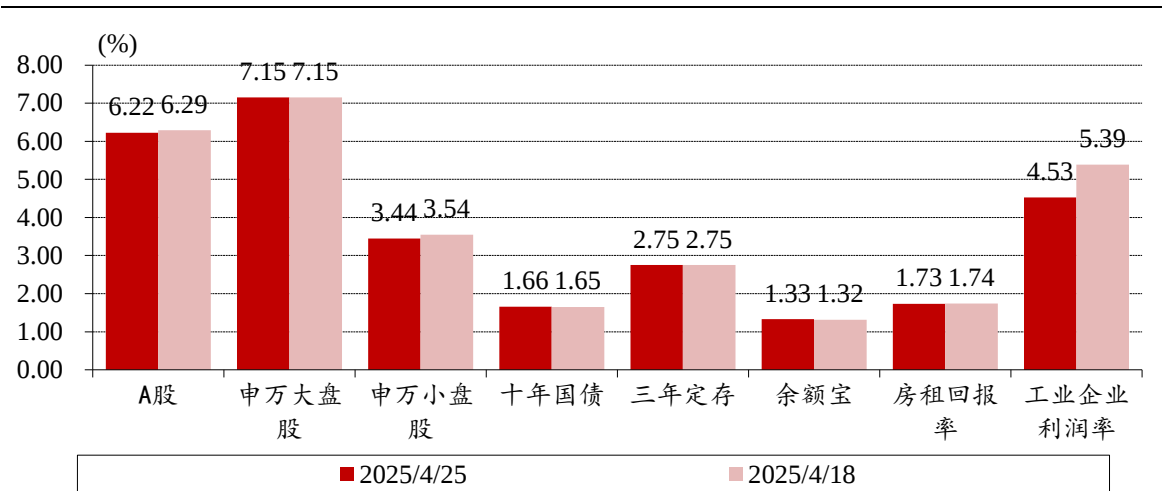
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
股票	沪深 300 +0.38%	债券	10 年国债到期收益率 1.66%/本周变动 +1BP
	沪深 300 期货 +0.62%		活跃 10 年国债期货 -0.18%
	本期评论：关注“增量”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市
	配置建议：超配		配置建议：标配
大宗		保守	
大宗	铁矿石期货 +1.06%	保守	余额宝 1.33%/本周变动 +1BP
	焦煤期货 +1.96%		股份制理财 3M 1.85%/与上周持平
	本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2% 上下波动
	配置建议：低配		配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。在财政政策方面，会议提出要“用好用足更加积极的财政政策”，年内广义财政支出增速有望继续加快。货币政策方面，会议进一步细化“适度宽松的货币政策”；在传统货币工具方面，会议着重提出，将“适时降准降息”，保持流动性合理充裕；在增量政策工具方面，会议提出，将设立“新的结构性货币政策工具”和“新型政策性金融工具”，增强货币政策对实体企业的直达性。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券；注：房租回报率、工业企业利润率为月频数据，图表中所列为近二月数据

股市方面, 本周市场指数小幅回升, 领涨的指数为中小板指(2.13%), 领跌的指数则为上证 50(-0.33%); 港股方面恒生指数上涨 2.74%, 恒生国企指数上涨 2.32%, AH 溢价指数下行 2.14%, 收于 135.8; 美股方面, 标普 500 指数本周上涨 4.59%, 纳斯达克上涨 6.73%。债市方面, 本周国内债市表现平稳, 中债总财富指数本周下跌 0.02%, 中债国债指数下跌 0.03%, 金融债指数下跌 0.05%, 信用债指数下跌 0.04%; 十年美债利率下行 5 BP, 周五收于 4.29%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%, 余额宝 7 天年化收益率上行 1 BP, 周五收于 1.33%。期货市场方面, NYMEX 原油期货下跌 1.31%, 收于 63.17 美元/桶; COMEX 黄金上涨 0.05%, 收于 3330.2 美元/盎司; SHFE 螺纹钢上涨 0.42%, LME 铜上涨 1.87%, LME 铝上涨 3.04%; CBOT 大豆上涨 1.10%。美元指数上涨 0.36%收于 99.58。VIX 指数下行至 24.84。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/4/21 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/4/25 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,295.06	0.56	1.19	(1.22)	(1.69)
	399001.SZ	深证成指	9,917.06	1.38	(0.54)	(5.59)	(4.78)
	399005.SZ	中小板指	6,232.97	2.13	(1.15)	(5.14)	(2.34)
	399006.SZ	创业板指	1,947.19	1.74	(0.64)	(7.44)	(9.08)
	881001.WI	万得全 A	4,956.16	1.15	0.39	(3.15)	(1.31)
	000300.SH	沪深 300	3,786.99	0.38	0.59	(2.58)	(3.76)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.03	(0.02)	0.00	0.88	0.26
	CBA00603.C	中债国债	246.58	(0.03)	(0.07)	1.19	0.27
	CBA01203.C	中债金融债	246.00	(0.05)	0.01	0.66	0.03
	CBA02703.C	中债信用债	222.08	(0.04)	0.02	0.29	0.49
	885009.WI	货币基金指数	1,719.03	0.02	0.03	0.09	0.45
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	63.17	(1.31)	3.66	(11.63)	(11.92)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,330.20	0.05	2.98	5.71	26.10
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,101.00	0.42	(1.60)	(2.27)	(6.37)
	CA.LME	LME 铜	9,360.00	1.87	0.37	(3.60)	6.75
	AH.LME	LME 铝	2,437.50	3.04	(1.29)	(3.77)	(4.47)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,059.25	1.10	0.38	4.39	4.82
货币	-	余额宝	1.33	1 BP	-1 BP	-8 BP	7 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	99.58	0.36	(0.54)	(4.42)	(8.20)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.28	0.28	0.28	(0.44)	0.21
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.29	0.21	0.05	(5.84)	(8.95)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.08	0.90	0.04	(4.55)	(8.82)
港股	HSL.HI	恒生指数	21,980.74	2.74	2.30	(4.93)	9.58
	HSCEL.HI	恒生国企	8,080.54	2.32	1.23	(5.12)	10.85
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	135.80	(2.14)	1.27	2.02	(7.20)
美国	SPX.GI	标普 500	5,525.21	4.59	(1.50)	(1.54)	(6.06)
	IXIC.GI	NASDAQ	17,382.94	6.73	(2.62)	0.48	(9.98)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.29	-5 BP	-14 BP	6 BP	-29 BP
	VIX.GI	VIX 指数	24.84	(16.22)	(21.06)	11.49	43.17
	CRB.RB	CRB 商品指数	298.46	0.70	2.05	(3.50)	0.59

资料来源: 万得, 中银证券

注: 货币类产品单位: %; 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，今年以来，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势。会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。适时降准降息，保持流动性充裕。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。

中共中央政治局会议指出，大力发展服务消费，设立服务消费与养老再贷款，扩围提质实施“两新”政策。优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。

中共中央、国务院印发《关于实施自由贸易试验区提升战略的意见》，其中提出，探索建立生物医药企业进口研发用物品“白名单”制度，允许免于办理进口药品通关单；支持有条件的自由贸易试验区深化智能网联汽车道路测试、示范应用；支持符合条件的自由贸易试验区开展合格境外有限合伙人试点。

国务院发文称，同意在海南全岛和秦皇岛市、保定市、二连浩特市、丹东市、滁州市、三明市、开封市、新乡市、鄂州市、邵阳市、梧州市、北海市、防城港市、广安市、博尔塔拉蒙古自治州等 15 个城市（地区）设立跨境电子商务综合试验区。同时，撤销在海口市、三亚市、阿拉山口市设立的跨境电子商务综合试验区。

国新办举行新闻发布会，介绍《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》有关情况。发布会要点包括：①试点任务一次性向所有试点的 11 个省市全面铺开②做好跨境贸易和投融资便利化相关工作③优化绿色金融政策工具箱④推动电信领域有序扩大开放⑤支持更多外资企业参与试点⑥积极推进商业健康保险支持外资医疗机构发展。

外交部回应“特朗普称或将大幅降低对华关税”和“白宫称中美贸易协议谈判取得进展”：对于美国发动的关税战，我们不愿打也不怕打；如果美方真的想通过对话谈判解决问题，就应该停止威胁讹诈，在平等、尊重、互惠的基础上同中方进行对话。

商务部就欧盟就中欧有关世贸争端案件提起上诉仲裁事答记者问指出，中方高兴地看到，世贸组织专家组支持中方主张。中方已收到欧方上诉请求，将按照 MPIA 相关规则处理，维护自身合法权益。

中国和阿塞拜疆关于建立全面战略伙伴关系的联合声明发布。其中提到，双方决定成立投资合作工作组，加强两国贸易、投资、绿色能源、数字经济等领域合作。与此同时，两国签署互免签证协定。

财政部披露，1-3 月，国有企业营业总收入 198451.6 亿元，与上年持平；国有企业利润总额 10907.4 亿元，同比增长 1.7%；3 月末，国有企业资产负债率 65.0%，同比上升 0.1 个百分点。

财政部部长蓝佛安、央行行长潘功胜出席二十国集团财长和央行行长会议并发言。蓝佛安表示，当前世界经济增长动能不足，关税战、贸易战进一步影响经济金融稳定。中方坚定维护以世界贸易组织为核心的多边贸易体制，主张通过平等对话协商解决贸易和关税争议，也将坚定维护自身正当权益。潘功胜表示，经济碎片化与贸易紧张局势持续扰乱产业链供应链、削弱全球经济增长动能，贸易战、关税战没有赢家，主要经济体应加强参与国际宏观经济金融政策协调，采取实质行动推动国际合作，维护全球经济和金融稳定。

央行举行新闻发布会，介绍《上海国际金融中心进一步提升跨境金融服务便利化行动方案》有关情况。央行表示，《行动方案》有两个核心要点，一是突出上海国际金融中心建设，二是聚焦提升跨境金融服务便利化。相较于以往跨境金融政策，《行动方案》呈现四大亮点：多项政策先行先试、优化业务流程、创新产品和服务以及数字化赋能。

2025 年全国贸易摩擦应对工作会议召开。会议指出，当前我国贸易摩擦进入高强度阶段，要提高政治站位，坚持系统观念，增强底线思维和极限思维，着力防范化解贸易风险，为贸易高质量发展做出新贡献。

国务院副总理何立峰出席跨境贸易便利化专项行动部署会并讲话。他指出，要抓好专项行动的组织实施，在取得阶段工作成效基础上，将成熟的举措和经验做法尽快在全国复制推广。加力培育壮大外贸发展新动能，以更优口岸营商环境激发活力、应对外部冲击、稳定增长。

商务部召开外资企业圆桌会表示，中国将继续扩大高水平对外开放，切实维护外资企业合法权益，更加主动积极为外资企业在华生产经营排忧解难，努力保障产业链稳定畅通，推动解决外资企业问题诉求。

《市场准入负面清单（2025 年版）》发布，清单事项数量由 2022 年版的 117 项缩减至 106 项，市场准入限制进一步放宽，市场准入管理更加优化。在推进“宽准入”的同时，《清单（2025 年版）》坚决守住“管得住”的底线，将无人驾驶航空器运营、电子烟等新型烟草制品生产批发零售等新业态新领域纳入负面清单，对部分社会民生等领域管理措施进行了完善调整。

人社部等三部门联合发文，全力促进高校毕业生等青年就业创业。其中提到，对社会组织招用符合条件的高校毕业生等青年的，可按规定参照企业享受一次性扩岗补助政策，执行至 2025 年 12 月 31 日；延续实施国有企业增人增资政策，执行至 2026 年 12 月 31 日。

人社部等三部门联合印发《关于延续实施失业保险稳岗惠民政策措施的通知》，支持企业稳定岗位，助力提升职业技能，兜牢失业保障底线；对不裁员少裁员的参保企业继续实施稳岗返还政策至 2025 年底，中小微企业按不超过企业及其职工上年度实际缴纳失业保险费的 60% 返还、大型企业返还比例不超过 30%。

中国 4 月 LPR 出炉，1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%，连续 6 个月维持不变。

广东出台 26 条举措深化投融资体制改革，支持民间资本参与重大项目建设，支持民间资本与国有资本联合，支持更多符合条件的民间资本项目发行基础设施 REITs

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周钢材开工率环比上周反弹，螺纹钢、线材开工率分别变动 0.35 和 1.77 个百分点。4 月 23 日当周，各地区石油沥青装置开工率环比涨跌不一，仅华北地区开工率较前一周有所上行。

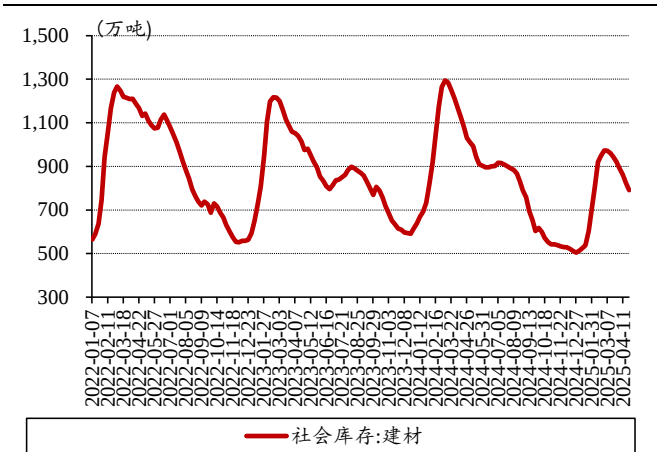
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较 2025 年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	41.98	0.35	(0.01)
	线材：主要钢厂开工率（%）	46.52	1.77	(1.73)
石油沥青装置	开工率：华北地区	14.00	1.80	(24.20)
	开工率：华南地区	47.10	0.00	22.90
	开工率：东北地区	13.80	0.00	(5.10)
	开工率：西北地区	33.20	(4.10)	12.30

资料来源：万得，中银证券

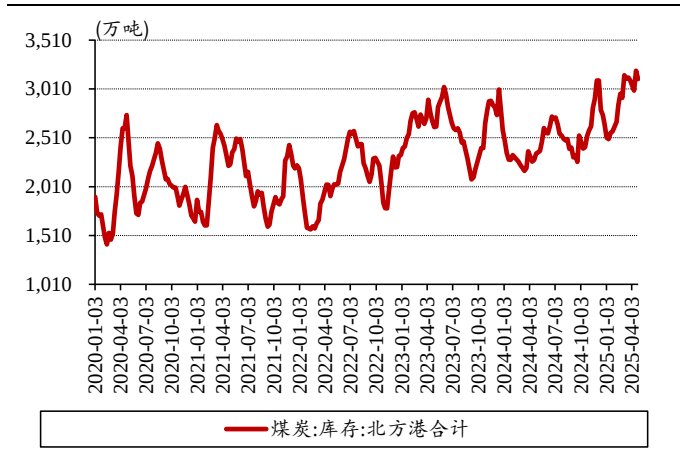
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动-1.49%。原油库存方面，4 月 18 日当周，美国 API 原油库存有所回落，本周环比变动-456.50 万桶。

图表 5.建材社会库存周度表现



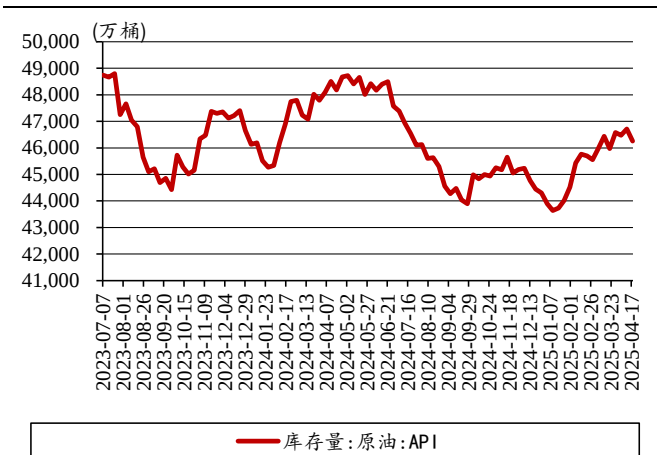
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现



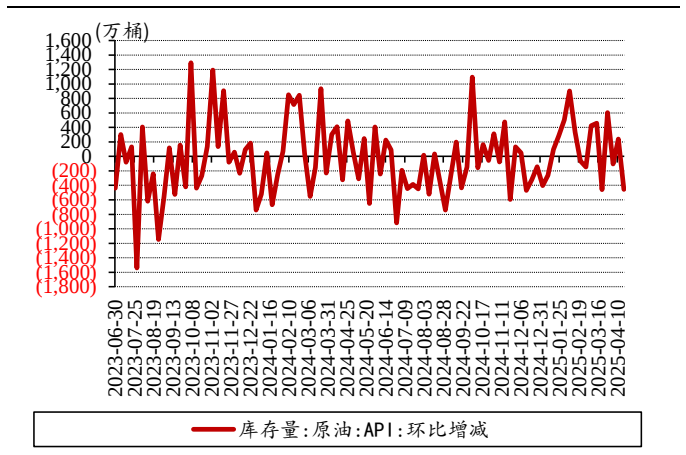
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

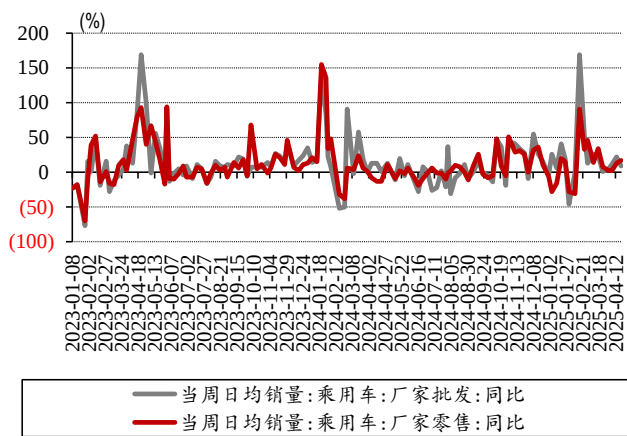


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比微幅回落。4月20日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周微幅下滑，单周成交面积实现148.98万平方米。今年以来，“稳地产”政策组合效应持续发挥，我们预计年内商品房销售有望温和回升。

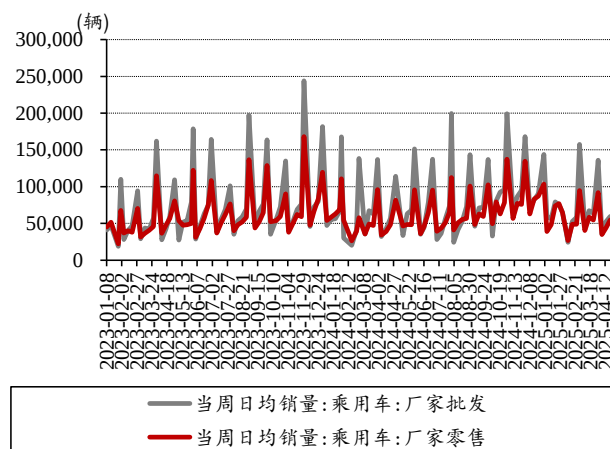
汽车方面，4月20日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为9%和17%。今年以来，消费在“扩内需”中的重要作用被持续强调，汽车作为“促消费”政策的重要抓手，有望对年内消费数据形成支撑。我们继续看好2025年存量汽车市场的更新需求。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：本周市场指数小幅上涨

本周市场指数小幅上涨,领涨的指数包括中小板指(2.13%)、中证 1000(1.85%)、创业板指(1.74%),下跌的指数只有上证 50 (-0.33%)和上证红利 (-0.18%)。行业方面,领涨的行业有汽车(4.98%)、电力设备(3.09%)、综合(2.67%),领跌的行业有食品饮料(-1.42%)、餐饮旅游(-1.34%)、房地产(-1.20%)。

图表 12. 本周权益类资产涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
中小板指	2.13	汽车	4.98	共享单车指数	4.35
中证 1000	1.85	电力设备	3.09	特斯拉指数	4.22
创业板指	1.74	综合	2.67	新能源汽车指数	3.80
上证 180	0.07	房地产	(1.20)	丝绸之路指数	(0.88)
上证红利	(0.18)	餐饮旅游	(1.34)	油气改革指数	(1.66)
上证 50	(0.33)	食品饮料	(1.42)	次新股指数	(1.93)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

证监会发布《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》，自 2025 年 7 月 1 日起实施。《规定》明确两种豁免信息类型、三种豁免方式，上市公司可采用代称、汇总概括或者隐去关键信息等方式实施豁免，若仍存泄密风险的再完全豁免。

财政部、证监会修订印发《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法》，通过改进备案管理、规范行业秩序，督促会计师事务所加强内部管理和质量管理。财政部、证监会有关部门负责人表示，《办法》推动引导会计师事务所加大对执业能力和执业质量的关注和投入，以更好服务资本市场发展和维护审计市场秩序。

央行上海总部表示，截至 4 月 21 日，上海辖内金融机构已审批通过股票回购增持贷款项目 117 个。下一步，将引导辖内金融机构与上市公司充分对接，大力推动股票回购增持贷款业务在沪增量扩面。

上交所举办了针对央企集团的市值管理专场培训。此次培训围绕加强市值管理制度工具的理解和运用展开，旨在助力央企集团更好统筹规划市值管理路径，灵活运用市值管理工具，提升集团市值管理水平。

上交所召开私募机构座谈会。与会机构认为，当前中国资产估值处于相对较低水平，随着国内经济结构优化、政策利好和关税冲击下全球资金再平衡，中国资产具备显著的估值修复和提升潜力，将坚定持有中国优质资产，树牢“长期、理性、价值”投资理念，共同维护资本市场平稳运行。

北交所发布通知，存量上市公司代码切换试点工作总体准备就绪，拟于 5 月 6 日正式上线。

科创板 2024 年度业绩说明会专设“科创热点行业周”，将于 4 月 28 日至 5 月 9 日举行。“科创热点行业周”将发挥科创板产业集聚优势，在半导体设备、人工智能及软件、低空经济、机器人、智能消费、创新药、新能源等市场关注度较高的细分行业依次举办集体业绩说明会。

湖北出台方案推动省属企业国有资产证券化，围绕股权、实物、债权、特许经营权和未来收益权五类可证化国有资产提出 12 项重点工作任务。

债券：十年国债收益率小幅下行

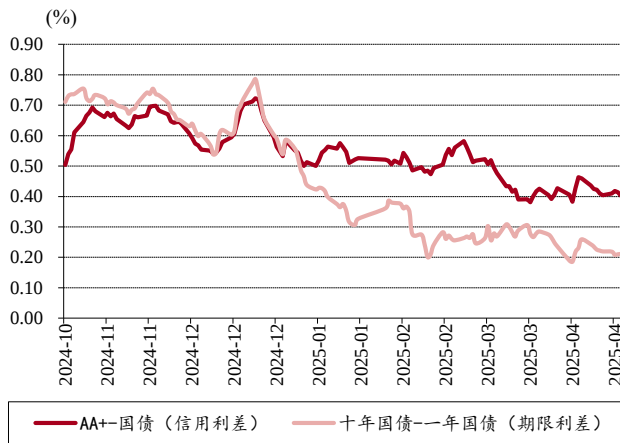
十年期国债收益率周五收于 1.66%，本周下行 1BP，十年国开债收益率周五收于 1.70%，与上周五持平。本周期限利差下行 1BP 至 0.21%，信用利差上行 1BP 至 0.41%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

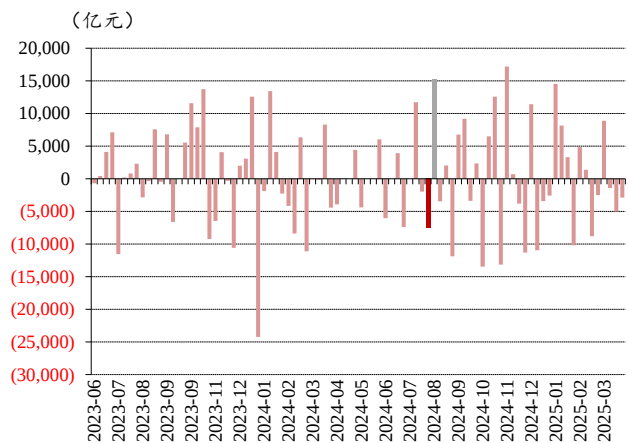
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

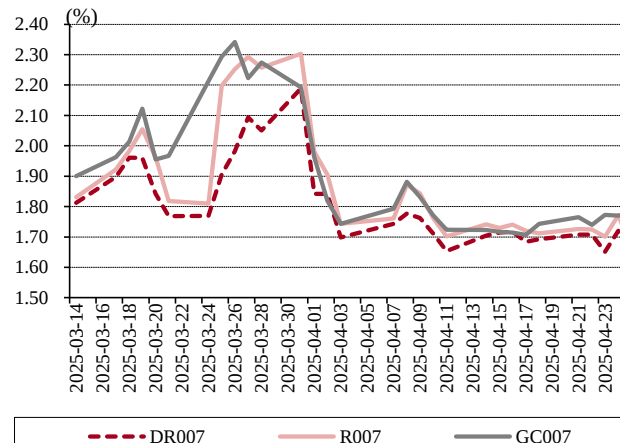
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.6358%、1.6587% 和 1.7780%，较上周分别变动 -7BP、-7BP 和 1BP。本周央行在公开市场净投放 740 亿元，货币市场流动性维持稳定。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

日本央行将自 4 月 28 日起直接购买总额为 2750 亿日元 3 年至 5 年期的日本国债；购买价值 3000 亿日元 5 年至 10 年期的日本国债；购买价值 1350 亿日元的 10 年至 25 年期日本国债；购买价值 500 亿日元的通胀指数债券。

2025 年超长期特别国债和中央金融机构注资特别国债首发结果出炉。其中：2025 年超长期特别国债，20 年期 500 亿元，中标利率为 1.98%；30 年期 710 亿元，中标利率为 1.88%；2025 年中央金融机构注资特别国债，5 年期 1650 亿元，加权中标利率 1.45%。根据安排，这两类特别国债均将在 4 月 29 日上市交易。

央行上海总部：截至 3 月末，境外机构持有银行间市场债券 4.35 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。

大宗商品：本周商品期货指数上涨 1.62%

本周商品期货指数上涨 1.62%。从各类商品期货指数来看，上涨的有油脂油料(2.96%)、谷物(1.97%)、有色金属(1.29%)、煤焦钢矿(1.12%)、化工(0.91%)、能源(0.64%)；下跌的指数有贵金属(-0.12%)、非金属建材(-1.39%)。

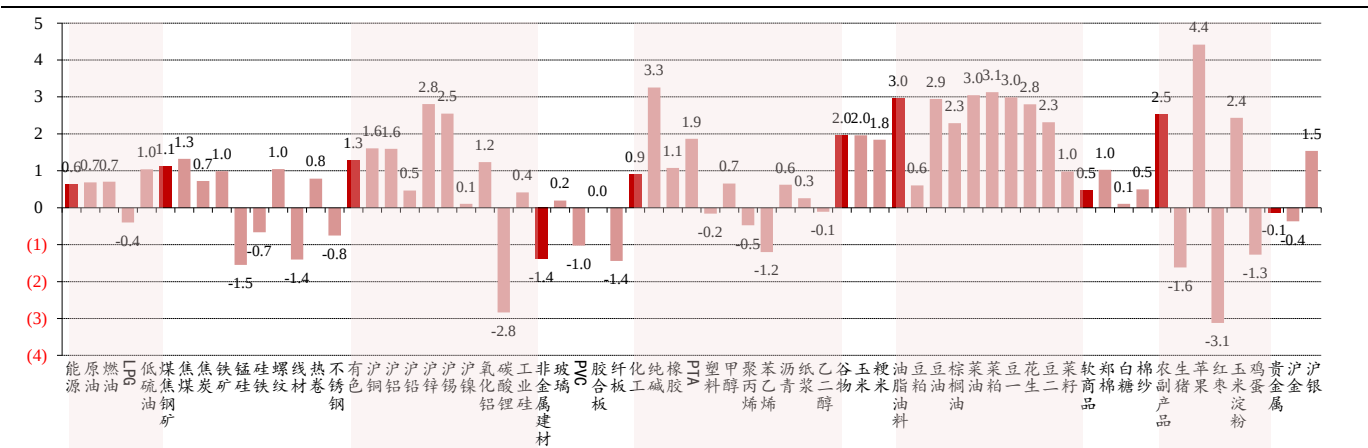
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有苹果(4.42%)、纯碱(3.26%)、菜粕(3.13%)，跌幅靠前的则有红枣(-3.12%)、碳酸锂(-2.84%)、生猪(-1.62%)。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.62%	能源 +0.64%	煤焦钢矿 +1.12%
有色金属 +1.29%	非金属建材 -1.39%	化工 +0.91%
谷物 +1.97%	油脂油料 +2.96%	贵金属 -0.12%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

美国农业部数据显示，中国采购美国大豆的数量锐减，并缩减了在 2025 年进口美国猪肉的计划。

全球最大铜矿之一秘鲁安塔米纳铜矿发生事故，运营经理遇难。在对事故进行调查期间，安塔米纳启动全面停产以确保安全。

俄罗斯经济部将其对 2025 年布伦特原油平均价格的预测较去年 9 月时的预测下调近 17%，至每桶 68 美元。

大商所通知，自 4 月 29 日结算时起，铁矿石品种期货合约涨跌停板幅度调整为 10%，交易保证金水平调整为 12%；焦炭品种期货合约涨跌停板幅度调整为 9%，交易保证金水平维持不变；焦煤品种期货合约涨跌停板幅度调整为 9%，交易保证金水平调整为 13%。

广期所公告，自 4 月 29 日结算时起，工业硅期货合约涨跌停板幅度调整为 8%，投机交易保证金标准调整为 10%，套期保值交易保证金标准调整为 9%；多晶硅期货合约涨跌停板幅度调整为 9%，投机交易保证金标准调整为 11%，套期保值交易保证金标准调整为 10%。

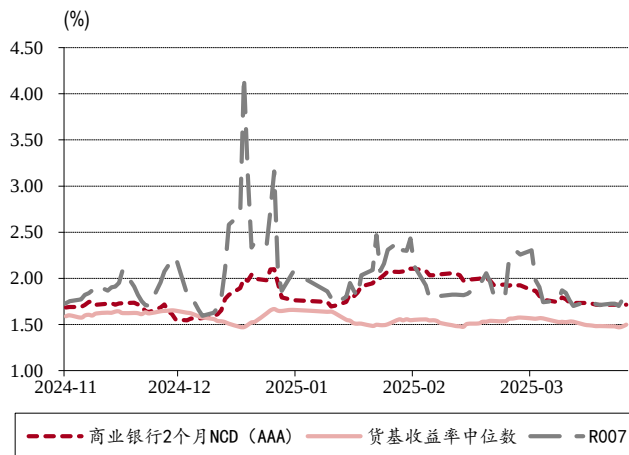
大商所就线型低密度聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯月均价期货合约及相关规则公开征求意见。据悉，三个化工品月均价期货合约采用现金交割方式，即交易所以交割结算价为基础，划付持仓双方的盈亏，了结到期未平仓合约。这将是 大商所首次推出现金交割期货合约。

中国银行宣布，自 4 月 23 日起，积存金最小购买金额由 750 元调整为 850 元。值得注意的是，这是中国银行 月内第二次、年内第三次对积存金产品起购金额进行调整。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

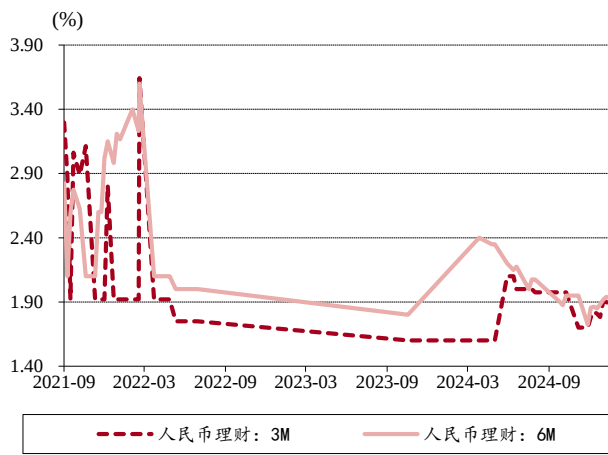
本周余额宝 7 天年化收益率上行 1BP，周五收于 1.33%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.50%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

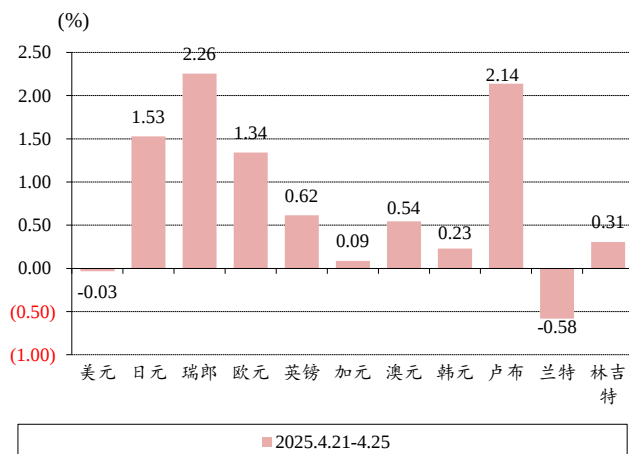


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周上行

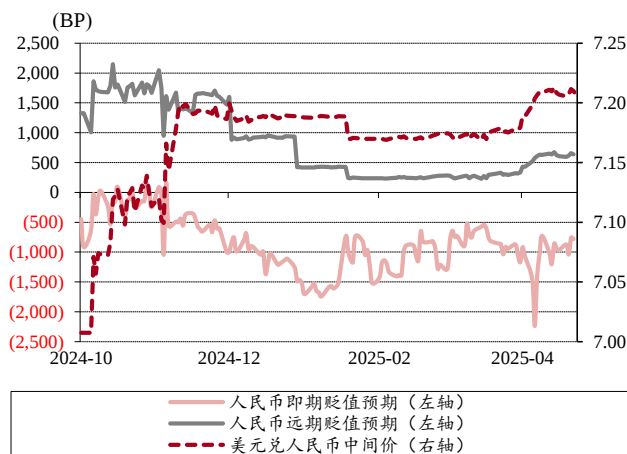
人民币兑美元中间价本周上行 29BP，至 7.2066。本周人民币对以下货币升值：瑞郎(2.26%)、卢布(2.14%)、日元(1.53%)、欧元(1.34%)、英镑(0.62%)、澳元(0.54%)、林吉特(0.31%)、韩元(0.23%)及加元(0.09%)；对以下货币贬值：美元(-0.03%)和兰特(-0.58%)。短期人民币汇率主要受美国加征关税影响，但我国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

外汇局数据显示，3 月，中国外汇市场总计成交 26.99 万亿元。其中，银行对客户市场成交 3.77 万亿元，银行间市场成交 23.21 万亿元；即期市场累计成交 9.50 万亿元，衍生品市场累计成交 17.49 万亿元。

外汇局发布数据，3 月，我国国际收支货物和服务贸易进出口规模 42704 亿元，同比增长 6%。其中，货物贸易顺差 6034 亿元，服务贸易逆差 1398 亿元。

港股：医疗保健业涨幅领先

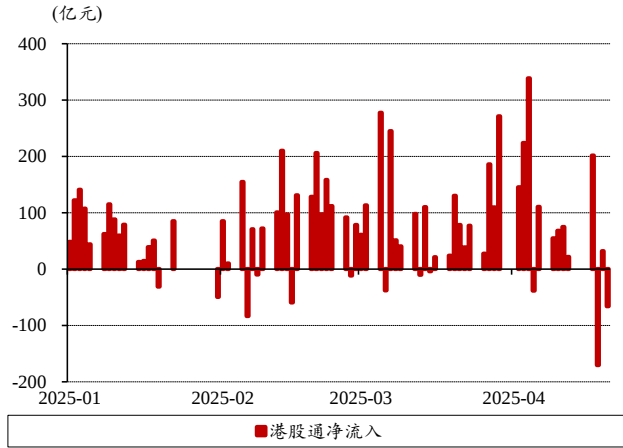
行业方面，本周领涨的有医疗保健业（8.37%）、资讯科技业（5.98%）、工业（3.14%），仅两行业出现下跌：电讯业（-2.73%）、必需性消费（-0.29%）。本周南下资金总量 19.06 亿元。

图表 23. 恒指走势



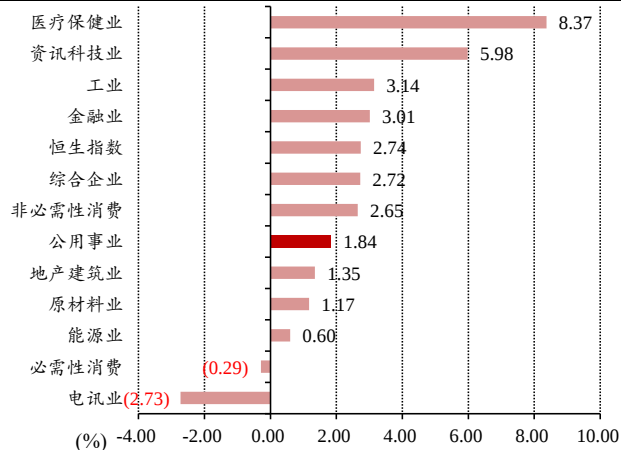
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



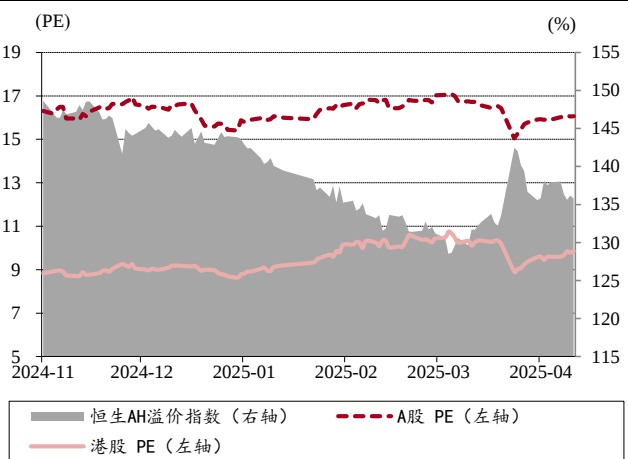
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

国际货币基金组织（IMF）发布的 4 月《世界经济展望报告》显著调降全球经济增速，并警告贸易紧张局势的迅速升级和极高的政策不确定性预计将对全球经济活动产生重大影响。IMF 基于截至 4 月 4 日公布的关税措施的参考预测，全球经济增长率将在 2025 年降至 2.8%，在 2026 年降至 3%，显著低于今年 1 月预测的两年均为 3.3%。上述参考预测中，IMF 将今年美国经济增长预测下调 0.9 个百分点至 1.8%，调降幅度之大，位居主要发达经济体之首；预测明年美国经济增长将放缓至 1.7%。

美联储发布经济状况“褐皮书”。褐皮书显示，自上次报告以来，经济活动几乎没有变化，但国际贸易政策的不确定性在各份报告中普遍存在。仅有五个地区经济活动略有增长，三个地区报告经济活动基本保持不变，其余四个地区报告经济活动略有下降。这些言论可能会支持降息将需要一段时间的观点。

欧洲央行行长拉加德称，关税对经济增长的影响具有负面作用，欧洲应降低内部贸易壁垒；通胀下行的轨迹明显；欧洲央行应保持灵活，随时准备采取行动；欧洲央行在决策方面将极度依赖数据表现；与特朗普进行谈判的空间是存在的。

特朗普将对汽车制造商豁免部分美国关税。此外，美国商务部借口国家安全于 4 月 22 日启动卡车进口调查。特朗普还将豁免钢铁和铝的关税。

美国国务卿鲁比奥宣布美国国务院将实施全面重组计划。该计划将整合区域职能提升效率，裁撤冗余机构，终止“与美国核心国家利益不一致”的项目。全面重组计划第一阶段将在美国境内削减约 15% 的员工，撤销 132 个办事机构。

日本首相石破茂透露，特朗普表示希望将对日贸易逆差缩减至零，还强硬要求日本扩大进口美国车，并列出了牛肉、大米、水产品、马铃薯等希望扩大对日出口的品类，要求日本取消关税以外的限制。

欧洲央行调查显示，预计 2025 年欧元区经济增长 0.9%，此前预测为 1.0%；欧央行表示，2025 年通胀率预计为 2.2%，3 个月前预测为 2.1%；2026 年通胀预期为 2.0%，三个月前预测为 1.9%。

据美国财政部数据，4 月份美国关税收入激增逾 60%，至少达到 150 亿美元，这将创下单月历史最高纪录。

欧盟统计局数据显示，2 月份欧盟对美国出口较上年同期增长 22.4%，创下 13 个月来的最高出口增长率，总额达到 518 亿欧元。与此同时，从美国的进口同比增长 2.4%，至 282 亿欧元。

俄罗斯央行维持基准利率在 21.00% 不变。

国际货币基金组织（IMF）将今年亚洲 GDP 增速预测下调至 3.9%，并警告进一步下修风险。

美国 4 月密歇根大学消费者信心指数终值 52.2，创 2022 年 7 月以来新低，初值 50.8，3 月终值 57.0；一年期通胀率预期终值 6.5%，创 1980 年 1 月以来新高，初值 6.7%，3 月终值 5.0%。

加拿大 2 月零售销售环比降 0.4%，前值降 0.6%；核心零售销售环比升 0.5%，前值从升 0.2% 修正为升 0.1%。

英国 3 月季调后零售销售环比升 0.4%，前值从升 1.0% 修正为升 0.7%；同比升 2.6%，前值升 2.2%。

英国 4 月 Gfk 消费者信心指数 -23，前值 -19。

美国 3 月耐用品订单环比升 9.2%，前值从升 1.0% 修正为升 0.9%。

英国 4 月 CBI 工业订单差值 -26，前值 -29。

下周大类资产配置建议

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。相比于去年 12 月中共中央政治局会议，会议更加强调“备足预案”。

在后续经济工作思路方面，会议增加了“统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”的重要表述，将扩大内需和防范外部风险有效的结合了起来。此外，会议特别提出，“对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例”；此外，会议还将“稳定外贸”确定为后续货币政策支持的重要方向，财政、货币政策正在合力化解关税对外贸实体企业的冲击。

需要注意的是，会议提出“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”，“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策”，“加紧实施”、“及时推出”等重要表述突出了未来国内宏观政策将兼顾有效性和及时性。

增强消费对经济增长的拉动作用。在扩内需方面，会议继续将消费放在更为优先的位置，强调“增强消费对经济增长的拉动作用”；2025 年一季度，国内社会消费品零售总额同比增速实现 4.6%，增速环比前 2 月有所加快，但同比增速仍处于近三年最低水平。

收入回升是消费复苏的必要前提，2025 年一季度居民人均可支配收入同比增速实现 5.5%，较 2024 年四季度环比加快 0.2 个百分点，居民收入增速仍待进一步修复。会议此次特别提出“要提高中低收入群体收入”，后续居民转移性收入同比增速值得关注。此外，相比于 12 月会议，会议增加了“大力发展服务消费”的表述，2025 年一季度，我国服务零售额累计同比增速实现 5.0%，明显低于去年同期水平，我们预计服务消费将为年内消费修复贡献重要增量点。

货币政策“存量”、“增量”均值得期待。在财政政策方面，会议提出要“用好用足更加积极的财政政策”，年内广义财政支出增速有望继续加快。货币政策方面，会议进一步细化“适度宽松的货币政策”；在传统货币工具方面，会议着重提出，将“适时降准降息”，保持流动性合理充裕；在增量政策工具方面，会议提出，将设立“新的结构性货币政策工具”和“新型政策性金融工具”，增强货币政策对实体企业的直达性。

我们维持后续大类资产配置顺序为：股票>债券>大宗>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点 (2025.4.27)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 4 月政治局会议配套政策的出台情况	不变
三个月内	=	关注稳增长政策出台情况和实际效果	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	=	“股债跷跷板”或将短期影响债市	标配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	-	关注财政增量政策落实进度	低配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371