

金融市场分析周报

(2025.04.14-2025.04.18)

报告摘要

- **宏观经济：**受以旧换新等增量政策及“抢出口”拉动，消费、出口等主要经济指标同比增速均加快。3 月多数主要经济指标普出现改善，工业增加值同比增速加快 2.2 个百分点至 7.7%，结构看，采矿业增速大幅提高，制造业保持较高增速仍为主要支撑；社会消费品零售总额和一季度固定资产投资同比分别增长 5.9%、4.2%，分别高于 1-2 月 1.9 个、0.1 个百分点，主要是消费品以旧换新政策持续发挥效力，商品零售增速加快；以美元计的出口同比增速大幅上行 10.1 个百分点至 12.4%，主要是厂商在美国大幅加关税前“抢出口”。经济在增量政策下继续恢复，由于 GDP 平减仍为负，未来经济回暖仍有不小压力。
- **进出口：**受“抢出口”影响，出口增速再次由负转正，进口则继续疲软。以美元计，3 月出口同比增长 12.4%，较 2 月大幅回升 15.4 个百分点；进口同比增速由上月的 1.5% 降至 -4.3%，下行 5.8 个百分点；贸易顺差为 1026.4 亿美元，较 2 月增加 709.2 亿美元。中国对主要经济体出口同比增速均加快，劳动密集型产品出口明显改善，机电产品及高新技术产品出口也出现好转。
- **金融数据：**企业和居民融资结构改善，推动信贷新增超预期，政府发债继续成为社融的主要支撑。3 月，人民币贷款新增 3.64 万亿元，同比多增约 5500 亿元；社会融资规模新增 5.89 万亿元，同比多增约 1.06 万亿元。结构看，在金融系统继续加大货币信贷投放力度的背景下，居民、企业等资金需求出现了积极变化，信贷周期或见底；社融同比多增主要受到政府债券融资和人民币贷款的拉动，企业债券融资同比少增对社融产生一定拖累。

主要数据

上证指数	3291.4341
沪深 300	3784.8806
深证成指	9905.5279

主要指数走势图



作者

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

相关研究报告

一季度经济数据良好，展望后续政策前置必要性增强 —2025-04-20
一季度经济动能较强，二季度不确定性加大，政策前置必要性提升 —2025-04-20
金融市场分析周报 —2025-04-17

- **资金面分析：**政府债融资额上行叠加税期临近，央行转为净投放，资金价格小幅波动；下周税期及跨月临近，关注央行 MLF 续作情况。

本周央行公开市场累计进行了 8080 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 4742 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 2338 亿元。政府债融资额上行叠加税期临近，央行公开市场操作转为净投放，本周资金价格小幅波动。下周税期持续，本周五为缴税申报截止日，下周一、二缴税走款，4 月份为传统缴税大月，税期对于资金面的冲击仍需关注。同时下周四起 7d 资金开始跨月，结合五一假期，资金价格存在季节性上行动力。本周政府债净融资大幅上行后，下周政府债融资转负，对于资金面的扰动有所减弱。本周税期央行转为净投放，下周逆回购到期额环比上行，结合下周央行将通过国库现金定存进行投放，以及 MLF 续作临近，央行对于资金面的呵护意愿仍需关注。

- **利率债：**一季度经济开局良好，GDP 实际增速 5.4% 与市场预期持平。强劲的经济数据主要由对内“以旧换新”和对外“抢出口”导致，一季度社零同比温和回升至 4.6%，一季度出口增长从去年 4 季度 9.2% 回落至 6.9%，仍位于较高水平，季节性和“抢出口”效应共同推升 3 月出口超预期上行。但需要注意的是，美国关税大棒已经拿起，对我国的对等关税已生效，必然会对我国二季度进出口产生较大影响。为了对冲外部不利因素，降息降准或将于二季度落地，将对债券市场形成支撑。
- **权益市场：**本周市场整体表现分化，金融风格表现较强。上证指数 (+1.19%)、沪深 300 (+0.59%) 表现较强；深证成指 (-0.54%)、科创 50 (-0.31%)、创业板指 (-0.64%)、中证 500 (-0.37%)、中证 1000 (-0.52%) 表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 2.76%；成长风格表现较弱，下跌 0.54%。分行业来看，申万一级行业中银行、房地产、综合表现较强，分别上涨 4.04%、3.40%、3.01%；国防军工、农林牧渔、计算机表现较弱，分别下跌 2.55%、2.15%、0.84%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11086.57 亿元，较上周减少 5037.24 亿元。展望未来，美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注

大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需消费板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

- **美元指数分析：美国关税政策及贸易前景不确定性持续，美国国内分歧加大，美元指数本周持续走弱。**本周美国贸易冲突持续，美国政府启动了 232 国家安全调查，后续有可能进一步推进对半导体和药品进口加征关税。同时美国内部政策分歧加剧，美国总统特朗普表示，美联储负有降低美国人民利率的责任，并指责美联储在降息方面行动缓慢。相对的美联储主席鲍威尔则称目前美国的关税政策为美国通胀带来的极大的不确定性，并表示美联储不会对美股波动进行干预。全球市场方面，本周欧洲央行降息 25bp，符合市场预期。整体来看，美国关税政策及贸易前景不确定性持续，美国国内分歧加大，美元指数本周持续走弱。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

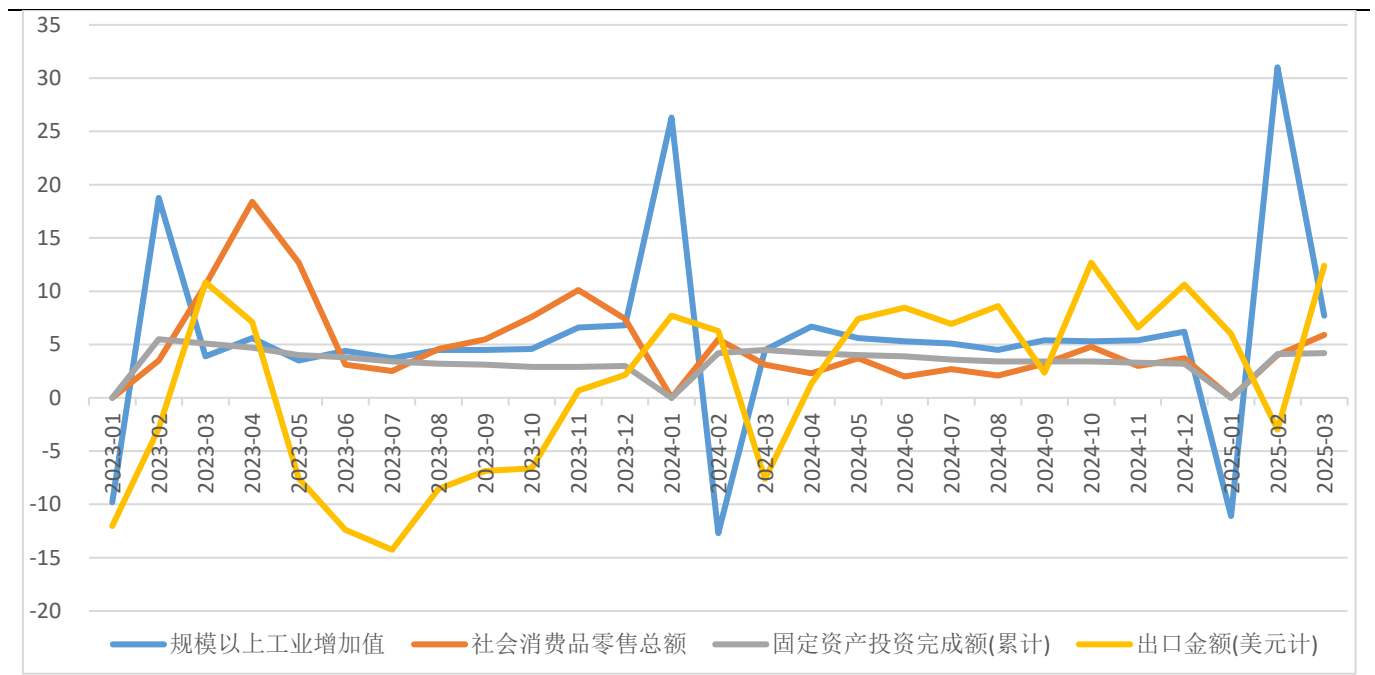
一、 本周重点经济	5
1.1 受以旧换新等增量政策及“抢出口”拉动，消费、出口等主要经济 指标同比增速均加快	5
1.2 受“抢出口”影响，出口增速再次由负转正，进口则继续疲软	8
1.3 企业和居民融资结构改善，推动信贷新增超预期，政府发债继续成 为社融的主要支撑	8
1.4 一周要闻	11
二、 固定收益市场分析	11
2.1 资金面分析：政府债融资额上行叠加税期临近，央行转为净投放， 资金价格小幅波动；下周税期及跨月临近，关注央行 MLF 续作情况	11
2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场净投放，资金面均衡偏宽松， 债市窄幅震荡	13
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升； 信用债收益率整体上行	14
三、 主要资产价格分析	16
3.1 权益市场分析：4 月政治局会议的内容或将成为市场博弈重点	16
3.2 美元指数分析：美国关税政策及贸易前景不确定性持续，美国国内 分歧加大，美元指数本周持续走弱	17

一、 本周重点经济

1.1 受以旧换新等增量政策及“抢出口”拉动，消费、出口等主要经济指标同比增速均加快

消费品以旧换新等政策前置发力，叠加部分出口前置效应支撑，消费、出口等主要经济指标超预期上行。相比较 1-2 月，3 月主要经济指标普遍改善，工业增加值同比增速加快 2.2 个百分点至 7.7%；社会消费品零售总额和一季度固定资产投资同比分别增长 5.9%、4.2%，分别高于 1-2 月 1.9 个、0.1 个百分点，出口增速上行 10.1 个百分点至 12.4%，大多数宏观同比指标高于市场预期。

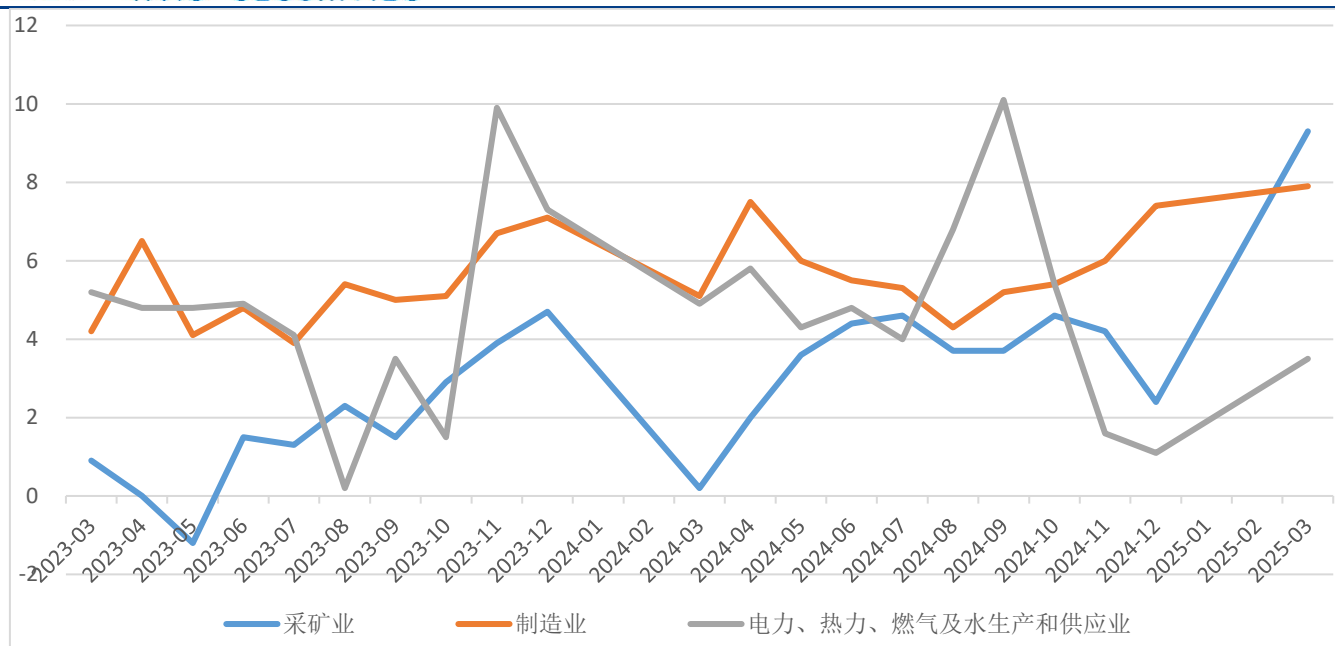
图 1：3 月大多数宏观经济指标同比高于市场预期（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

受“两重”、“两新”等政策效果持续以及“抢出口”效应等拉动，工业生产增速超预期加快。3 月，规模以上工业增加值同比增长 7.7%，较 1-2 月加快 1.8 个百分点；环比看，工业增加值增长 0.44%，较 2 月低 0.07 个百分点，说明工业生产增速边际放缓。从三大工业门类看，此前工业增长主要依靠制造业拉动，但 3 月切换成采矿业成为主要拉动力，其增加值同比增长 9.3%，较 1-2 月增速加快 5 个百分点；制造业增加值同比增速加快 1 个百分点至 7.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增速最慢，同比增长 3.5%。41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长，从主要行业看，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油和天然气开采业同比分别增长 10.6%、7.7%、6.8%，增速较 1-2 月分别提升 2 个至 5.9 个百分点，有色金属冶炼和压延加工业增速则微降 0.1 个至 6.5%；计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速加快 2.2 个百分点至 13.1%；汽车制造业增速小幅放缓 0.5 个百分点至 11.5%。

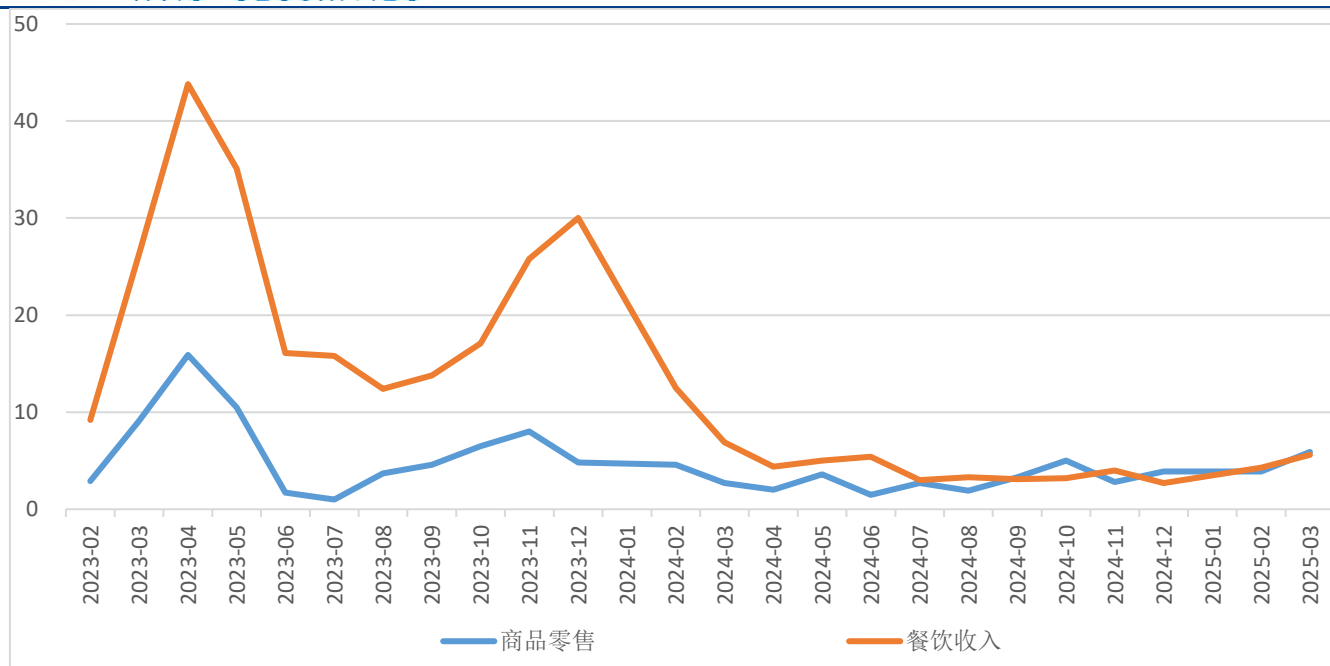
图 2：3 月采矿业同比增速大幅加快，制造业仍是主要支撑，电力等行业增速最慢（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

消费品以旧换新政策效应持续显现，推动消费增速快速走强，大幅高于市场预期。3月，社会消费品零售总额同比增长 5.9%，增速较 1-2 月提高 1.9 个百分点；环比看，3 月消费增长 0.58%，较 2 月下降 0.04 个百分点。从消费类型分，3 月商品零售同比增速上行 2 个百分点至 5.9%；餐饮收入同比增速上行 1.3 个百分点至 5.6%。从主要消费商品看，3 月，属于必需消费品的粮油食品类同比增速加快 2.3 个百分点至 13.8%，中西医药品类消费同比增幅收窄 1.1 个百分点至 1.4%；可选消费品看，化妆品类消费同比增幅收窄 3.3 个百分点至 1.1%，由于金价连续上涨并不断创下历史新高，金银珠宝类消费同比增速进一步加快 5.2 个百分点至 10.6%；出行消费看，服装鞋帽消费同比提高 0.3 个百分点至 3.6%，受国际油价下行影响，国内成品油价格连续下调，石油及制品类消费增速转负，同比下降 1.9%；电子消费看，通讯器材类消费同比增速加快 2.4 个百分点至 28.6%；家用电器和音像器材类消费同比增幅扩大 24.2 个百分点至 35.1%；受政策推动，汽车类消费同比增速转正，大幅提升 9.9 个百分点至 5.5%；房地产相关消费分化，建筑及装潢材料类消费同比增速转负，下降 0.2 个百分点至 -0.1%，家具类消费同比增速提高 17.8 个百分点至 29.5%。

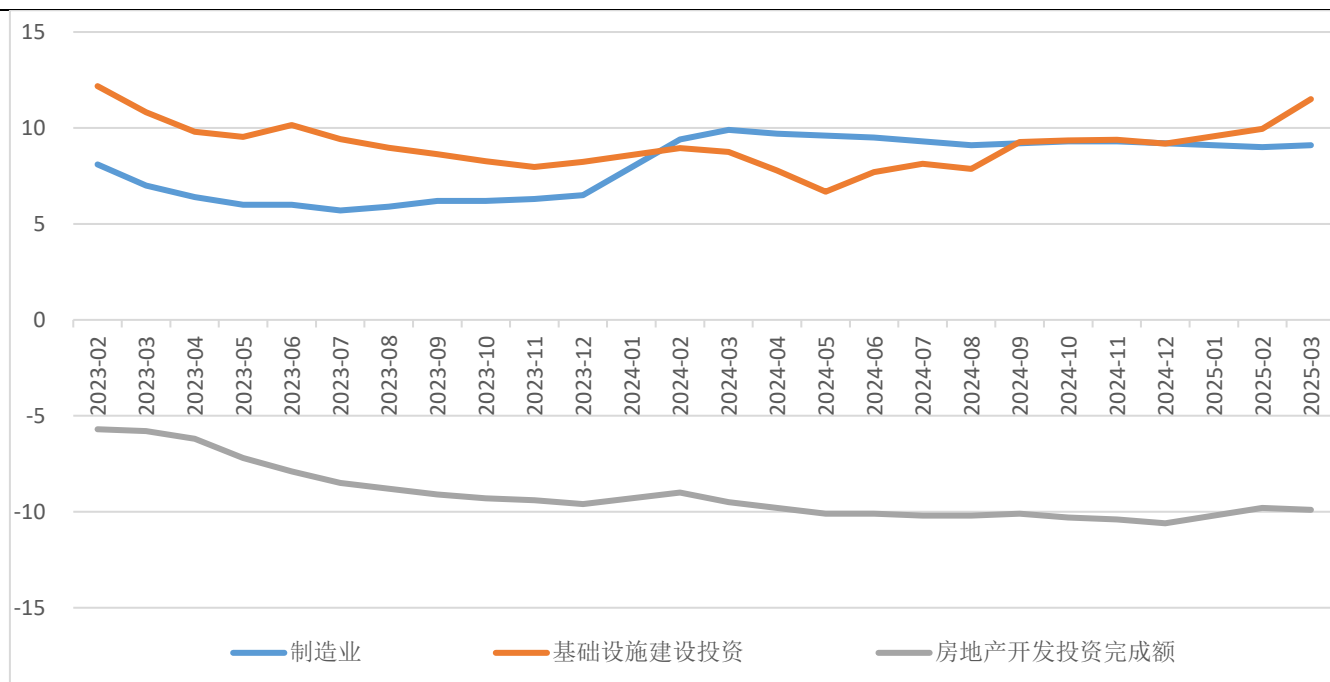
图 3：3 月商品零售、餐饮收入同比增速均上升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

房地产投资同比降幅扩大，但基建投资和制造业投资同比增速加快，投资整体继续改善。1-3月，全国固定资产投资累计同比增长4.2%，增速较1-2月上升0.1个百分点；环比看，3月增速放缓0.40个百分点至0.15%，说明投资增速边际放缓。从三大投资领域看，基础设施投资、制造业投资增速均加速，房地产开发投资降幅再度走阔，1-3月，基础设施投资累计同比增速加快0.2个百分点至5.8%，制造业投资同比增长9.1%，较1-2月提高0.1个百分点；房地产开发投资同比下降9.9%，降幅较前值扩大0.1个百分点。

图4：1-3月累计，基建投资和制造业投资同比增速加快，房地产投资同比降幅扩大（%）

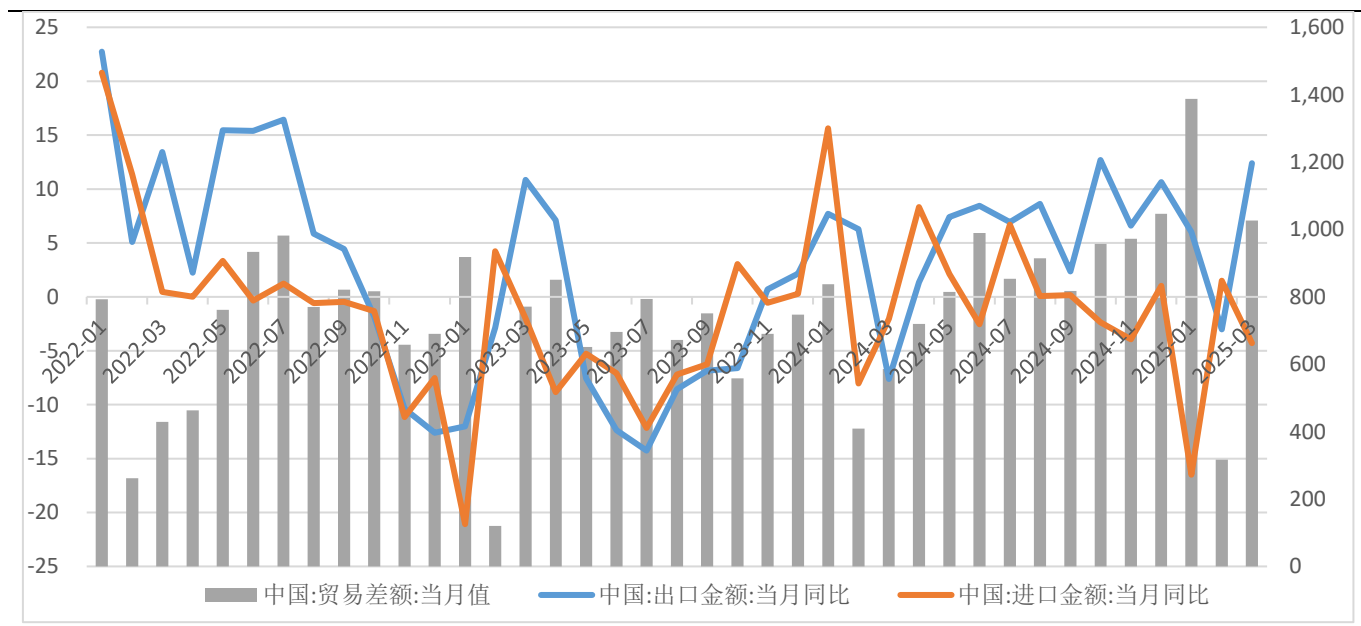


资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 受“抢出口”影响，出口增速再次由负转正，进口则继续疲软

受美国加关税前“抢出口”的滞后影响，中国出口增速再次由负转正，大幅高于市场预期。以美元计，3月出口同比增加12.4%，较2月大幅回升15.4个百分点，大幅超过市场预期；进口同比增速则由上月的1.5%降至-4.3%，下行5.8个百分点，低于市场预期；贸易顺差为1026.4亿美元，较2月增加709.2亿美元，顺差继续处于历史较高水平。

图5：3月出口同比增速大超预期，进口不及预期（左：% ，右：亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

中国对主要经济体出口同比增速均加快。3月，中国对美国、欧盟、日本等发达国家出口分别同比增长8.9%、9.9%、6.7%，增速较1-2月明显加快；对东盟、拉丁美洲出口同比增速分别加快6.2个、20.3个百分点至11.9%、23.5%，对非洲、俄罗斯出口增速分别上行37.5个、14.9个百分点至37.3%、4%。

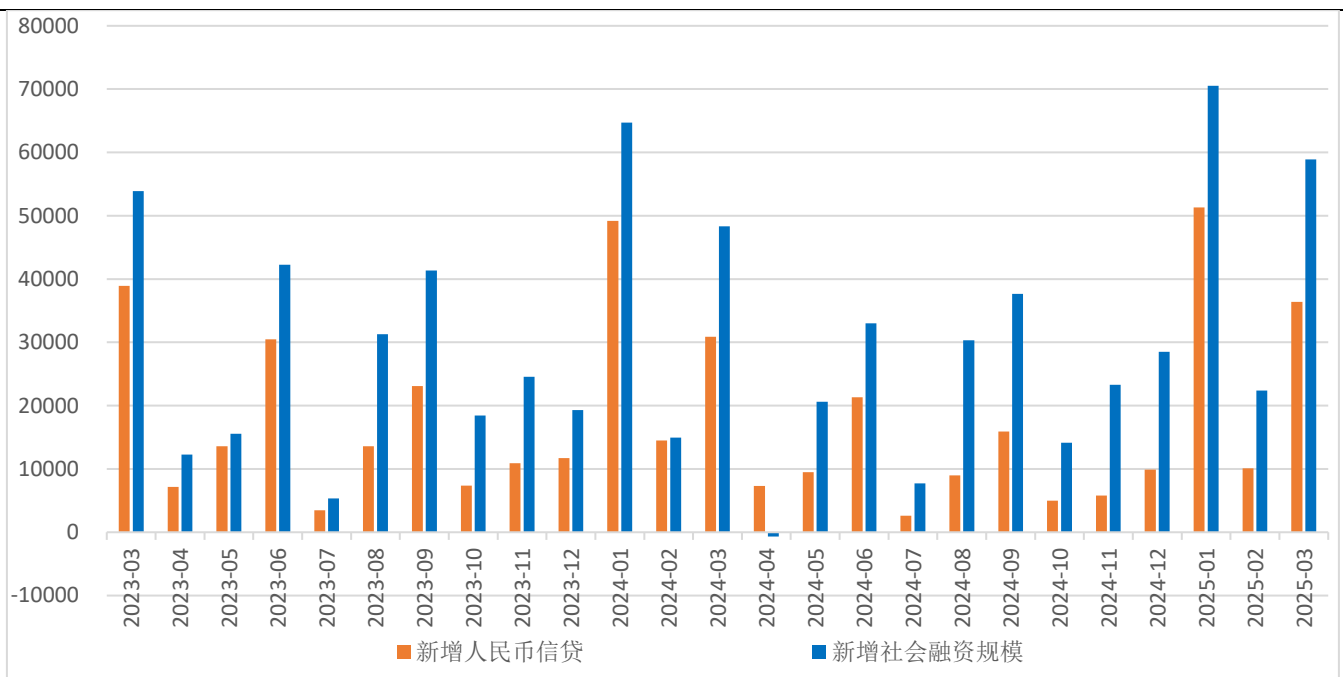
从主要出口商品看，3月劳动密集型产品出口明显改善，纺织品、服装、鞋靴出口同比均转为正增长，增速分别加快18.5个、16.2个、28.3个百分点至16.5%、9.3%、10%；机电产品及高新技术产品出口也出现好转，分别增长14.1%、8%，较1-2月提高9.9个、2.6个百分点，其中，通用机械设备、手机出口增速均由负转正，大幅上行至25.3%、9.4%。

从主要进口商品看，受部分国际大宗商品价格下跌以及国内需求疲软影响，进口整体放缓。3月，由于国际原油价格走弱，原油进口量同比增速加快至4.8%，但进口额同比下降4.6%；铁矿石进口继续量价齐跌，但降幅分别收窄至6.5%、21.5%。

1.3 企业和居民融资结构改善，推动信贷新增超预期，政府发债继续成为社融的主要支撑

企业、居民等融资需求出现改善，新增信贷高于市场预期，同时政府债券增长较快，推动社会融资规模继续提高。3月，人民币贷款新增3.64万亿元，同比多增约5500亿元；社会融资规模新增5.89万亿元，同比多增约1.06万亿元，两个主要金融指标均高于市场预期。

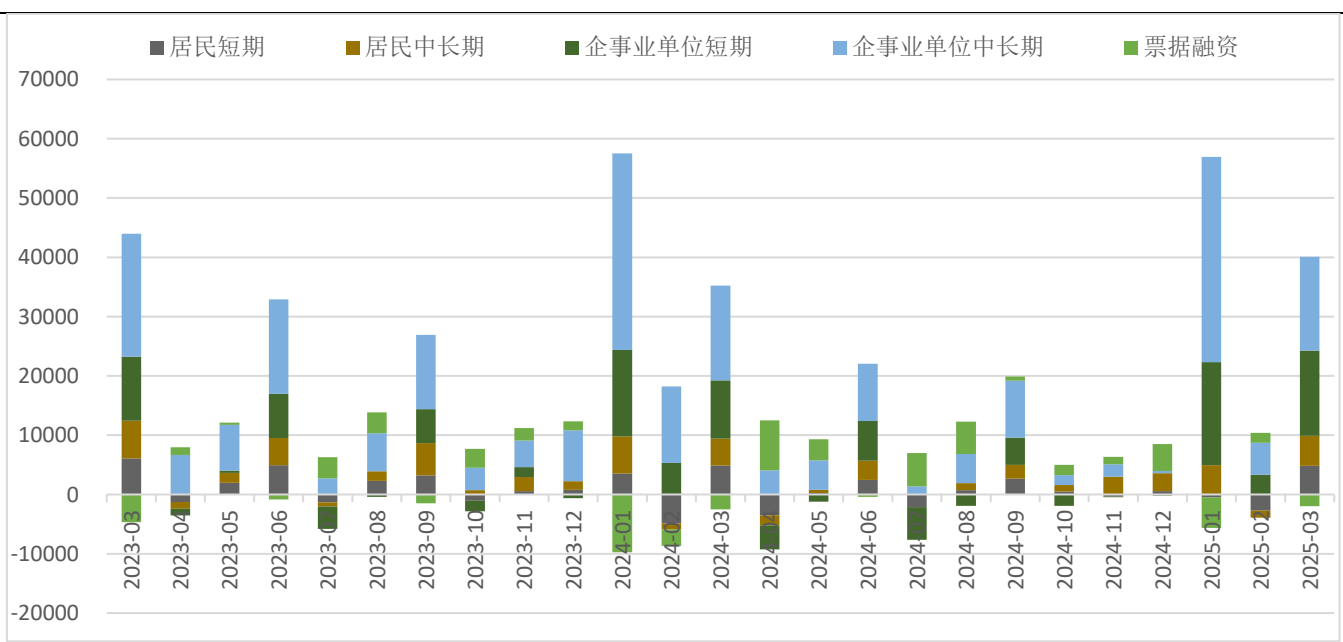
图 6：3 月新增人民币信贷和社融规模均高于市场预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

从信贷结构看，在金融系统继续加大货币信贷投放力度的背景下，居民、企业等资金需求出现了积极变化，信贷周期或见底。3 月，企（事）业单位贷款新增 2.84 万亿元，同比多增 5000 亿元，是信贷改善的主要支撑，其中短期贷款增加 1.44 万亿元，同比多增 4600 亿元；中长期贷款增加 1.58 万亿元，同比少增 200 亿元；票据融资减少 2086 亿元，同比少减 414 亿元。住户贷款新增 9853 亿元，同比多增 447 亿元，其中短期贷款增加 4841 亿元，同比少增 67 亿元，消费贷款增势较好具有一定支撑作用；中长期贷款增加 5047 亿元，同比多增 531 亿元，主要与个人住房贷款较快增长、重点城市房地产市场迎来“小阳春”有关。

图 7：3 月，居民、企业等中长期贷款需求出现一定改善（亿元）

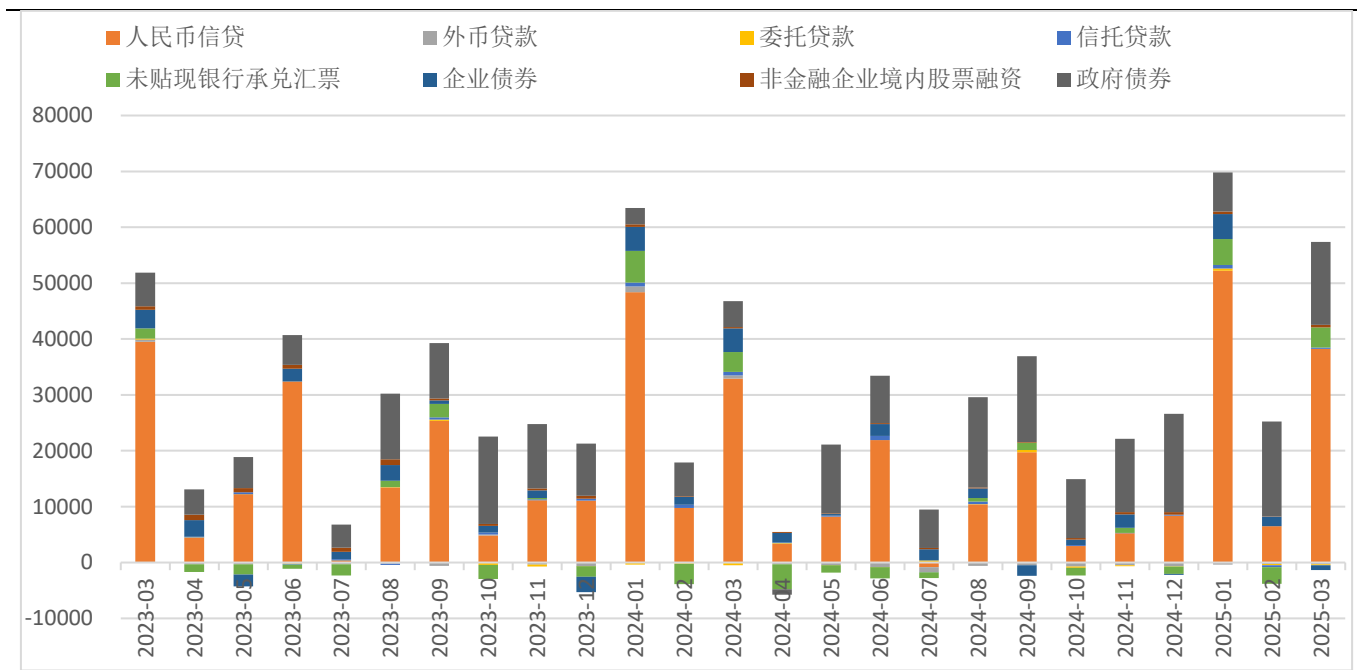


资料来源：Wind、中航证券研究所

从社融结构看，社融同比多增主要受到政府债券融资和人民币贷款的拉动，而企业债券融资同比少增产生拖

累。3月，政府债券净融资1.48万亿元，同比多增1.02万亿元，继续成为社融新增的主要支撑项；企业债券净融资-905亿元，同比多减5142亿元，是主要拖累项，这一方面与3月债券市场调整、信用债发行成本上升有关，另一方面3月信用债到期量较大，加之城投债等审核趋严，也影响到净融资表现。

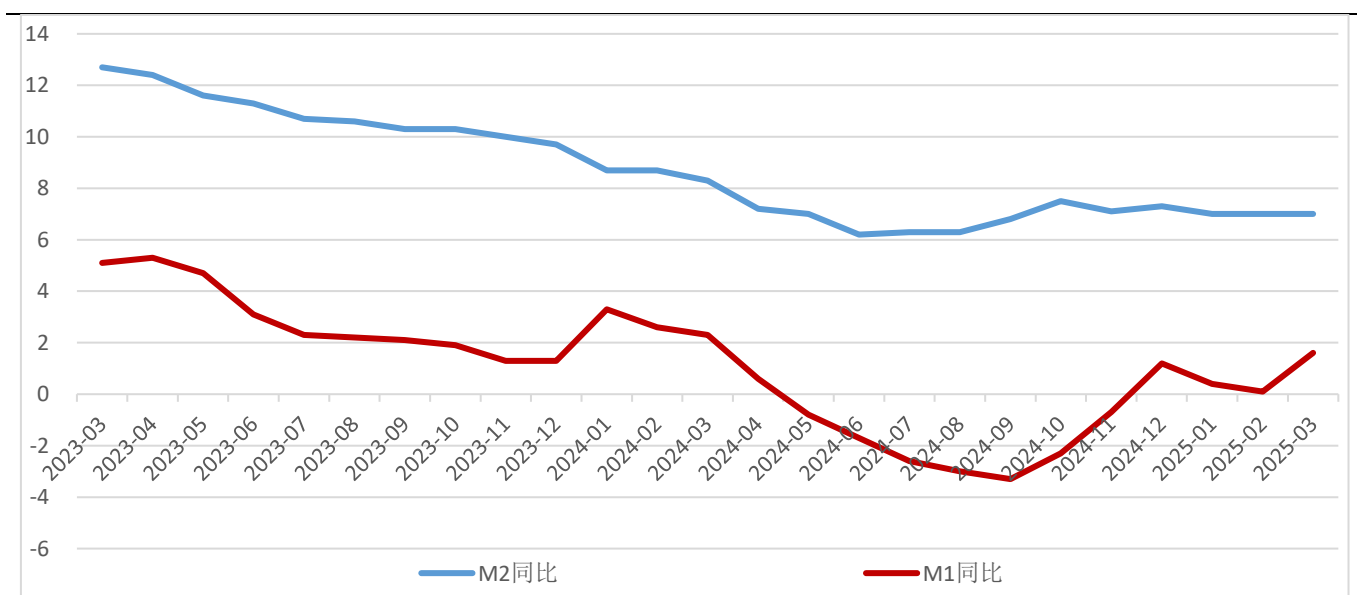
图8：3月政府债券融资和人民币贷款成为主要支撑，企业债券融资成为主要拖累（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

货币供应方面，M2同比增速持平，M1同比增速继续抬升。3月，广义货币（M2）同比增长7%，增速与2月持平；狭义货币（M1）同比增长1.6%，增速较2月加快1.5个百分点。后续看，由于4月是传统信贷“小月”，叠加当前外部冲击加剧，预计部分企业信贷需求可能回落。

图9：3月M2同比增速持平，M1同比增速继续抬升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.4 一周要闻

1) 本周统计局公布一季度宏观经济数据, 整体来看, 中国一季度国民经济开局良好。具体数据方面, 一季度国内生产总值 (GDP) 318758 亿元, 按不变价格计算, 同比增长 5.4%, 环比增长 1.2%; 全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%; 服务业增加值增长 5.3%, 现代服务业增势良好; 社会消费品零售总额 124671 亿元, 增长 4.6%; 全国固定资产投资 (不含农户) 103174 亿元, 增长 4.2%; 就业形势总体稳定, 全国城镇调查失业率平均值为 5.3%; 全国居民人均可支配收入 12179 元, 同比名义增长 5.5%, 扣除价格因素实际增长 5.6%。

2) 海关总署本周公布一季度进出口数据, 中国外贸首季平稳开局。2025 年一季度我国货物贸易进出口总值 10.3 万亿元, 创历史同期新高, 连续 8 个季度超过了 10 万亿元, 同比增长 1.3%。其中, 出口 6.13 万亿元, 增长 6.9%; 进口 4.17 万亿元, 同比下降 6%。按月来看, 从 1 月份下降 2.2% 到 2 月份基本持平再到 3 月份增长 6%, 我国进出口同比增速逐月回升。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析: 政府债融资额上行叠加税期临近, 央行转为净投放, 资金价格小幅波动; 下周税期及跨月临近, 关注央行 MLF 续作情况

1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场净投放 2338 亿元

本周央行公开市场累计进行了 8080 亿元逆回购操作, 本周央行公开市场共有 4742 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期, 因此本周央行公开市场全口径净投放 2338 亿元。下周央行公开市场将有 8080 亿元逆回购到期, 其中周一至周五分别到期 430 亿元、1645 亿元、1045 亿元、2455 亿元、2505 亿元。

表 1: 本周公开市场操作 (亿元)

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	935	1674	1189	659	285
7 天	430	1645	1045	2455	2505
14 天	0	0	0	0	0
MLF (投放)	0	0	0	0	0
MLF (回笼)	0	1000	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-505	-1029	-144	1796	2220

资料来源: Wind、中航证券研究所

资金面的复盘: 政府债融资额上行叠加税期临近, 央行转为净投放, 资金价格小幅波动。本周政府债融资额上行, 主要集中在上半周, 叠加 MLF 到期, 央行维持资金市场净回笼, 资金价格小幅上行, 本周四开始央行转为

净投放，虽然本周五税期已经来临，但央行维护下资金面整体维持平稳。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.6788%，R007 加权平均升至 1.7116%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.6930%，GC007 加权平均升至 1.7430%。

表 2：本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.6718	1.7146	1.7094	1.6581	1.6788
	R007	1.7416	1.7293	1.7407	1.7206	1.7116
	R014	1.7887	1.7666	1.7909	1.8627	1.8054
	R021	1.8212	1.8814	1.8959	1.8854	1.8330
	R1M	1.8694	1.8751	1.8758	1.8381	1.8594
上交所协议回购	206001	2.0710	2.0400	2.0520	2.0300	
	206007	2.0320	2.0940	2.0420	2.0270	2.0490
	206014	2.3790	2.4100	2.4860	2.8080	2.8150
	206021	3.4400	5.1690	3.8490	2.8560	2.7370
	206030	4.7620	3.4190	3.2580	2.8250	3.5930
利率互换定盘：1Y	FR007	1.4896	1.5248	1.5206	1.5229	1.5262

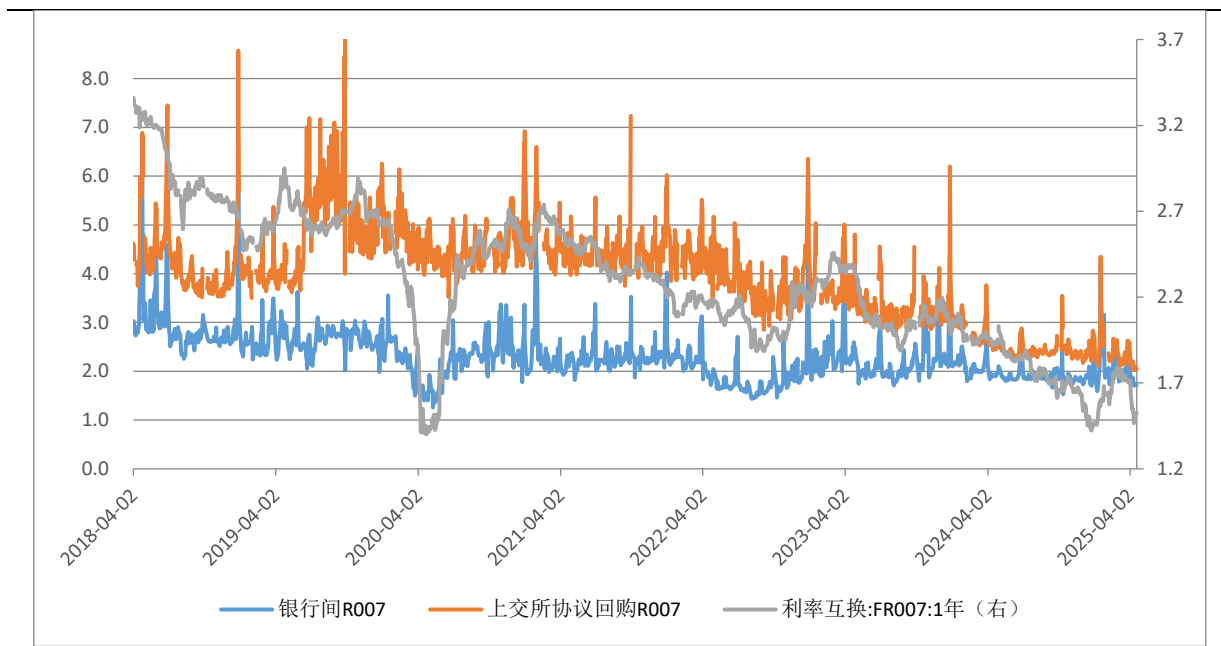
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：税期叠加跨月临近，关注央行 MLF 续作情况

人民日报发表评论员文章指出，面对美国关税，未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，同时美国关税加码，未来经济不确定性增大，人们日报发文提及降准降息，预计后续货币政策仍将维持宽松态势。上月央行 MLF 操作规则有所调整，采用多标位中标的形式，不再有统一的中标利率，其资金价格指导意义进一步淡化，更多偏向于流动性管理工具，此举有利于降低银行负债成本。

下周税期持续，本周五为缴税申报截止日，下周一、二缴税走款，4 月份为传统缴税大月，税期对于资金面的冲击仍需关注。同时周四起 7d 资金开始跨月，结合五一假期，资金价格存在季节性上行动力。本周政府债净融资大幅上行后，下周政府债融资转负，对于资金面的扰动有所减弱。本周税期央行转为净投放，下周逆回购到期额环比上行，结合下周央行将通过国库现金定存进行投放，以及 MLF 续作临近，央行对于资金面的呵护意愿仍需关注。

图 10: 各期限资金价格走势 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场净投放，资金面均衡偏宽松，债市窄幅震荡

1) 利率债走势复盘：央行本周公开市场净投放，资金面均衡偏宽松，债市窄幅震荡

周一，央行开展了 430 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 935 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净回笼 505 亿元。3 月金融数据好于预期，“抢出口”效应下，3 月出口偏强、进口偏弱；股市小幅上涨，资金宽松。10 年国债活跃券上行 0.1bp。

周二，央行开展了 1645 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1674 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期，据此计算，单日全口径净回笼 1029 亿元。税期临近，资金宽松但不便宜，股市由跌转涨。10 年国债活跃券收益率与昨天持平。

周三，央行开展了 1045 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1189 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 144 亿元。3 月经济数据偏强，属预期内。午间超长期特别国债发行计划公布，压制超长债表现。10 年国债活跃券下行 1.5bp。

周四，央行开展了 2455 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 659 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1796 亿元，持续回笼。10 年国债活跃券上行 0.9bp。

周五，央行开展了 2505 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 285 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 2220 亿元。资金面方面，税期临近，央行公开市场周四逆回购操作明显放量，且单日转为净投放，银行间市场资金面偏暖，债市情绪平稳，资金均衡偏松。10 年国债活跃券下行 0.3bp。

本周央行累计净投放 2338 亿元，10 年国债活跃券 250004 累计下行 0.8bp。

图 11: 本周 10 年期国债收益率 (%)



2) 利率债展望：一季度经济开局良好，GDP 实际增速 5.4% 与市场预期持平。强劲的经济数据主要由对内“以旧换新”和对外“抢出口”导致，一季度社零同比温和回升至 4.6%，一季度出口增长从去年 4 季度 9.2% 回落至 6.9%，仍位于较高水平，季节性和“抢出口”效应共同推升 3 月出口超预期上行。但需要注意的是，美国关税大棒已经拿起，对我国的对等关税已生效，必然会对我国二季度进出口产生较大影响。为了对冲外部不利因素，降息降准或将于二季度落地，将对债券市场形成支撑。

经济数据：一季度 GDP 实际增速 5.4%，名义 GDP 增速 4.6%。一季度 GDP 实现良好开局，一方面“抢出口”效应支撑出口保持较快增长，且进口增速回落；另一方面，考虑到去年同期高基数，“以旧换新”政策拉动之外，消费在一季度呈现回升态势。从分项上看，一季度社零同比温和回升至 4.6%，除“以旧换新”政策拉动之外，服务消费呈现回暖迹象；固定资产投资增速 4.2%，其中基建投资增速回升，受专项债发行前置的影响，而地产投资降幅有所走阔。一季度出口增长从去年 4 季度 9.2% 回落至 6.9%，仍位于较高水平，体现 1 季度“抢出口”效应对出口仍有一定支撑。进出口数据方面，3 月美元计价出口同比增速从 1-2 月的 2.3% 上行至 12.4%，进口同比增速则从 1-2 月的 -8.4% 升至 -4.3%；贸易顺差大幅高于往年同期，3 月贸易顺差录得 1,026 亿美元。季节性和“抢出口”效应共同推升 3 月出口超预期上行，而关税的影响尚未完全体现。

整体看，美国“对等”关税落地对出口的影响或将在今年二季度集中显现，全球增长亦可能在二季度放缓。为了对冲关税带来的负面影响，降息降准或在二季度落地。债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准，5 月是重要的观察窗口，但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息，以及观察关税谈判和美联储降息节奏等。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为-31.80 亿元，发行总额达 7,099.50 亿元，平均发行利率为 1.7732%，到期量为 7,131.30 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 3.80bp 报 1.7588%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 4.75bp 报 1.7664%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.94bp 报 1.7820%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.47bp 报 1.8047%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 4,259.68 亿元，环比增加 1,227.01 亿元，偿还量约 3,329.68 亿元，净融资额约 930 亿元，环比回升 31.52 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 1.19bp~上行 1.69bp，3 年期各评级信用债收益率上行 0.07bp~上行 3.57bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.50bp~上行 8.00bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

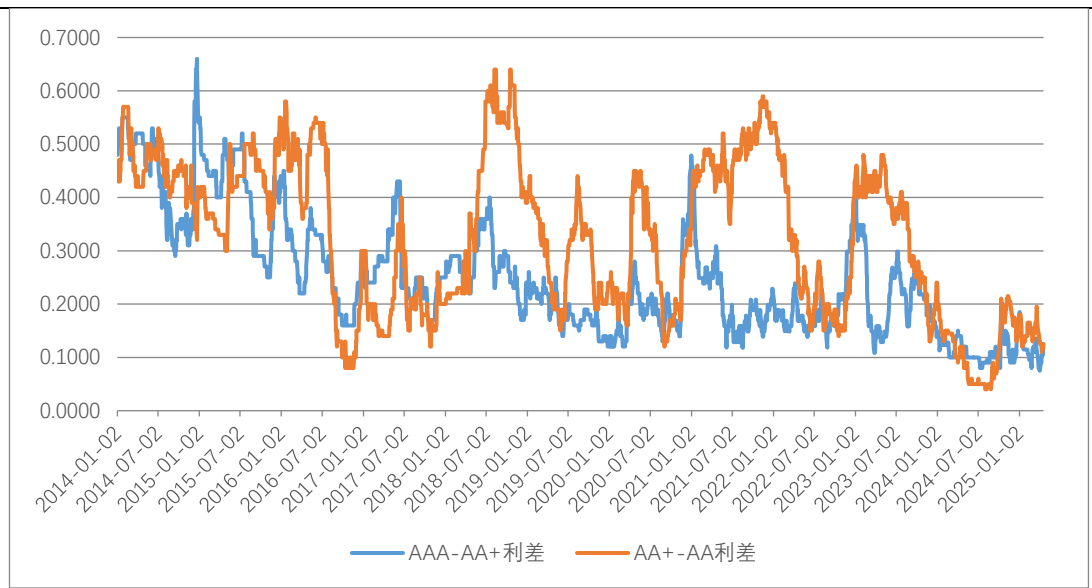
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.8070	1.60%	1.69
信用债(AAA):3 年	1.8870	1.50%	0.07
信用债(AAA):5 年	2.0127	1.80%	1.00
信用债(AA+):1 年	1.8870	1.30%	1.69
信用债(AA+):3 年	2.0120	1.80%	2.07
信用债(AA+):5 年	2.1227	1.80%	0.50
信用债(AA):1 年	1.9420	1.30%	1.19
信用债(AA):3 年	2.1370	1.70%	3.57
信用债(AA):5 年	2.3927	2.90%	8.00

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 1.62bp、扩大 0.38bp、扩大 2.38bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.93bp、缩小 1.57bp、扩大 4.43bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 13bp，较上周扩大 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 13bp，较上周扩大 2bp。

图 12: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: 4 月政治局会议的内容或将成为市场博弈重点

1) 权益市场走势复盘: 本周市场表现分化, 消费风格表现较强

本周市场表现分化, 上证指数 (+1.19%)、沪深 300 (+0.59%) 表现较强; 深证成指 (-0.54%)、科创 50 (-0.31%)、创业板指 (-0.64%)、中证 500 (-0.37%)、中证 1000 (-0.52%) 表现较弱。行业风格上, 金融风格表现较强, 上涨 2.76%; 成长风格表现较弱, 下跌 0.54%。分行业来看, 申万一级行业中银行、房地产、综合表现较强, 分别上涨 4.04%、3.40%、3.01%; 国防军工、农林牧渔、计算机表现较弱, 分别下跌 2.55%、2.15%、0.84%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为 11086.57 亿元, 较上周减少 5037.24 亿元。

2) 权益市场展望:

一季度经济开局良好, 但通胀水平仍有待提升。3 月出口数据超预期, 或因“抢出口”效应的带动, 并一定程度上带动工业增加值增长。但与此同时, 消费、投资、房地产等多个核心经济指标超预期改善更值得关注, 我们认为或主要因稳增长政策效果超预期。4 月初爆发的新一轮贸易冲突并未体现在一季度经济中, 相反, “抢出口”效应反而对一季度经济形成一定支撑。往后看, 二季度经济走势因外需不确定性的影响存在着压力。因此, 进一步贯彻去年 9 月以来形成的稳增长加力的宏观政策思路, 相关政策进一步前置的概率持续提升, 预计即将到来的 4 月政治局会议的内容或将成为市场博弈重点。

扩内需作为 2025 年政府首要工作任务, 有望成为对冲政策的重点方向。美国“对等关税”落地以来, 近期国内政策层吹风不断。近期多地陆续发布育儿补贴政策, 加大生育养育保障力度; 总理在北京调研强调, 我国房地产市场仍有很大的发展空间, 要进一步释放市场潜力; 此外, 旅游在近期消费政策中被重点提出。因此, 我们认为扩内需政策可重点关注育儿补贴、房地产、旅游等方向。

市场预期来看，2月下旬开始，市场对万得全A的2025年业绩预测逐步走弱。我们认为这或是市场在修正此前特朗普政府上台初期的就职演讲中对华态度较为缓和的评估，并逐步定价特朗普政府将对中国持续提升关税。

申万二级行业中，年初至今一致预测净利润变化幅度靠前的行业为农业综合Ⅱ、地面兵装Ⅱ、其他电子Ⅱ、贵金属、家电零部件Ⅱ等，或反映在外部环境不确定性下，年初以来市场对安全与自主可控概念相对更为看好，这也意味着二季度内需方面的政策博弈存在一定空间。

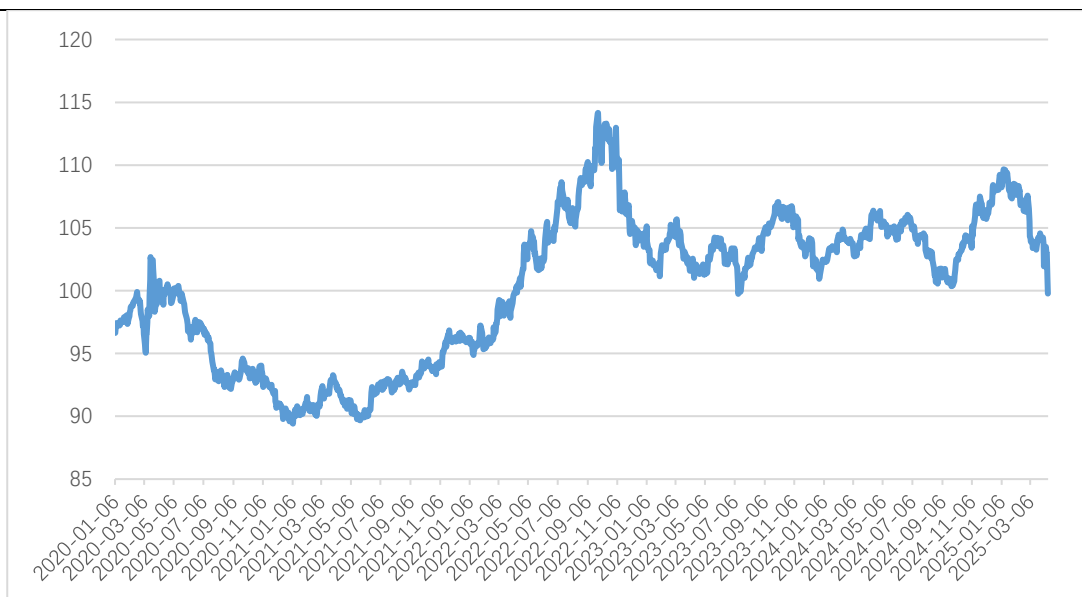
展望未来，美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考4月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为2025年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需消费板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

3.2 美元指数分析：美国关税政策及贸易前景不确定性持续，美国国内分歧加大，美元指数本周持续走弱

本周美元指数报99.4240，较上周回落0.3450。本周美国贸易冲突持续，美国政府启动了232国家安全调查，后续有可能进一步推进对半导体和药品进口加征关税。同时美国内部政策分歧加剧，美国总统特朗普表示，美联储负有降低美国人民利率的责任，并指责美联储在降息方面行动缓慢。相对的美联储主席鲍威尔则称目前美国的关税政策为美国通胀带来的极大的不确定性，并表示美联储不会对美股波动进行干预。全球市场方面，本周欧洲央行降息25bp，符合市场预期。整体来看，美国关税政策及贸易前景不确定性持续，美国国内分歧加大，美元指数本周持续走弱。

本次FOMC会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后点阵图显示今年预计仍将有两次降息，但同时预计不降息的人数明显增加。会后美联储主席在发布会上称已经看到货币市场紧缩加剧的一些迹象，同时通货膨胀仍然相对较高，通胀取得进一步进展可能会有所延迟。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。综合来看，目前美国2025年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 13: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中航证券研究所

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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