

宏观

宏观市场整体波动性减弱

2025 年 04 月 21 日

宏观周报（4 月第 3 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量上涨。**①市场方面，主力资金吸筹增强对市场控盘，宽基 ETF 占沪深 300 自由流通市值比率快速抬升，降低市场波动率，市场对基本面或在趋于钝化。②关税动态方面，中美层面，关税战有缓和预期，军工板块走弱。上周四商务部回应是否在工作层面与美方展开沟通表示，中国商务部与美方对口部门一直保持工作层沟通，中方的立场一直很明确，对于美方进行经贸领域磋商持开放态度。特朗普则表示对中美达成协议有信心。③基本面方面，一季度经济数据超预期，但二季度内需对冲外需下滑能力的不确定性下，市场对当前基本面反馈钝化，更多交易 4 月底政治局会议的政策对冲强度。
- 2) **固收：上周债市收益率整体震荡。**①上周催化方面，特别国债发行计划公布，财政继续靠前发力，4 月底政治局会议预期升温，关税避险情绪缓和，债市多头力量减弱，基本面中长期弱预期以及货币政策宽松预期支撑下，整体窄幅震荡。②基本面方面中长期偏弱具有较大确定性，利率向上调整空间依然有保护。政策方面，财政端、产业端政策出台受到双方谈判过程影响，大概率也是渐进式的，4 月政治局会议大幅超预期可能性偏低，基本上以存量储备政策落地为主，对债市冲击或相对缓和。而由于当前国内经济主要是结构性问题，货币政策端后续可能会推出科技、消费、地产、外贸的结构性工具，总量工具在落地时间点和幅度上可能会弱于预期，目前来看，5-6 月政府债发力高峰可能是首轮降准窗口。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率下行、美元指数下行、人民币贬值。**①上周一美国财长贝森特表示，不认为债券市场出现美国资产的抛售，仍实行强势美元政策等，美债抛压缓解，全周美债利率下行。②鲍威尔上周三隔夜的发言基本上与特朗普政府意愿相违背，一方面是强烈警告关税政策会带来的通胀效应，并且表示美联储通胀和就业之间会选通胀；另一方面表示美联储还没有到下场救市的阶段，尚未达到停止缩减资产负债表规模的程度。鲍威尔鹰派发言下，美股明显回落，而关税动态边际趋于稳定叠加美联储定力下，美债利率、美元指数则边际上趋于稳定。
- 4) **上周事件：**3 月金融数据仍依靠政府债靠前发力带动；3 月出口数据受“抢出口”强于季节性；一季度经济数据超预期。
- 5) **风险提示：**基本面恢复不及预期、贸易摩擦超预期升级。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 3 月金融数据仍依靠政府债靠前发力带动 4

 2.2 3 月出口数据受“抢出口”强于季节性 5

 2.3 一季度经济数据超预期..... 6

三、 当周关注 9

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 社融分项..... 4

Figure 3 信贷分项..... 4

Figure 4 社融存量增速及规模..... 5

Figure 5 企业中长期贷款同比回升仍未转正..... 5

Figure 6 出口同比增速对比..... 6

Figure 7 出口环比增速对比..... 6

Figure 8 GDP 分项同比变动..... 7

Figure 9 工业增加值季调环比多年对比..... 7

Figure 10 固定资产投资增速变动 (%)..... 8

Figure 11 房地产相关增速变动 (%)..... 8

Figure 12 社零季调环比多年对比..... 8

Figure 13 社零总量及分项增速变动 (%)..... 8

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量上涨，结构分化，周均成交额 11087 亿元，环比缩量 5037 亿元。上证指数 1.19%，深证成指 -0.54%，创业板指 -0.64%，万得全 A 0.39%；沪深 300 0.59%，小市值指数 1.53%；恒生指数 2.30%，恒生科技指数 -0.27%。板块上，银行、房地产、煤炭表现靠前，国防军工、农林牧渔、计算机表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 市场方面，主力资金吸筹增强对市场控盘，宽基 ETF 占沪深 300 自由流通市值比率快速抬升，降低市场波动率，市场对基本面或在趋于钝化。2) 关税动态方面，中美层面，关税战有缓和预期，军工板块走弱。上周四商务部回应是否在工作层面与美方展开沟通表示，中国商务部与美方对口部门一直保持工作层沟通，中方的立场一直很明确，对于美方进行经贸领域磋商持开放态度。特朗普则表示对中美达成协议有信心。3) 基本面方面，一季度经济数据超预期，但二季度内需对冲外需下滑能力的不确定性下，市场对当前基本面反馈钝化，更多交易 4 月底政治局会议的政策对冲强度。
固收	上周债市收益率表现震荡。全周 T2506 上涨 0.04%，TL2506 上涨 0.03%，TF2506 下跌 0.02%。现券来看，10 年国债活跃券下行 0.8bp，30 年国债活跃券上行 1.55bp，10 年国开上行 0.35bp，5 年国开上行 2bp，3 年国开上行 3bp，1 年国开持平。 上周央行公开市场全口径净投放 2338 亿元。本央行公开市场将有 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。	1) 上周催化方面，特别国债发行计划公布，财政继续靠前发力，4 月底政治局会议预期升温，关税避险情绪缓和，债市多头力量减弱，基本面中长期弱预期以及货币政策宽松预期支撑下，整体窄幅震荡。2) 基本面方面中长期偏弱具有较大确定性，利率向上调整空间依然有保护。政策方面，财政端、产业端政策出台受到双方谈判过程影响，大概率也是渐进式的，4 月政治局会议大幅超预期可能性偏低，基本上以存量储备政策落地为主，对债市冲击或相对缓和。而由于当前国内经济主要是结构性问题，货币政策端后续可能会推出科技、消费、地产、外贸的结构性工具，总量工具在落地时间点和幅度上可能会弱于预期，目前来看，5-6 月政府债发力高峰可能是首轮降准窗口。
海外及其他	上周道指跌 2.66%，标普 500 指数跌 1.50%，纳指跌 2.62%。美债方面，10 年美债收益率下行 15bp 至 4.33%，2 年期美债收益率下行 17bp 至 3.78%。汇率方面，美元指数周跌 0.54%报 99.2286，离岸人民币兑美元跌 224 个基点报 7.3037。大宗方面，原油期货涨 3.66%，COMEX 黄金期货涨 2.98%，LME 期铜涨 1.09%。	1) 上周一美国财长贝森特表示，不认为债券市场出现美国资产的抛售，仍实行强势美元政策等，美债抛压缓解，全周美债利率下行。2) 鲍威尔上周三隔夜的发言基本上与特朗普政府意愿相违背，一方面是强烈警告关税政策会带来的通胀效应，并且表示美联储通胀和就业之间会选通胀；另一方面表示美联储还没有到下场救市的阶段，尚未达到停止缩减资产负债表规模的程度。鲍威尔鹰派发言下，美股明显回落，而关税动态边际趋于稳定叠加美联储定力下，美债利率、美元指数则边际上趋于稳定。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 3 月金融数据仍依靠政府债靠前发力带动

事件：

3 月新增社融 5.9 万亿元，去年同期 4.8 万亿元，wind 一致预期 4.7 万亿元。

3 月新增人民币贷款 3.6 万亿元，去年同期 3.1 万亿元，wind 一致预期 2.9 万亿元。

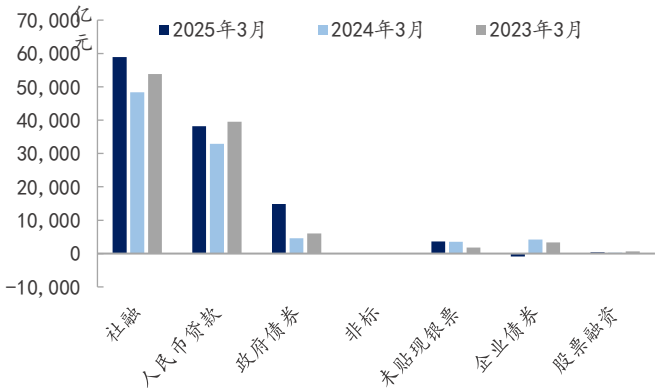
3 月 M2 同比增长 7.0%，前值 7.0%，wind 一致预期 7.01%。

3 月 M1 同比增长 1.6%，前值 0.1%。

点评：

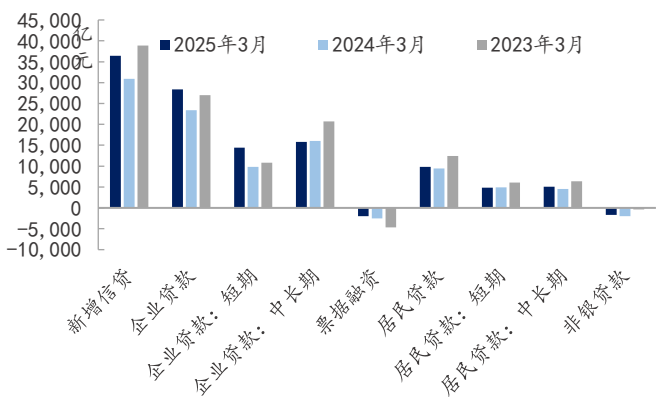
3 月社融同比多增 1.05 万亿元，其中政府债同比多增 1.02 万亿元，金融数据发力基本上靠政府债靠前发力带动，在实体层面短期或向基建端转化。贷款同比多增主要是企业短期贷款发力，而企业债券同比多减，信用融资在一季度资金边际偏紧，利率上行的情况下难度或有增加，部分需求向短贷转化。企业中长期贷款同比降幅收窄，但仍未转正。居民中长期贷款同比多增，前期房地产销售热度之后向贷款转化。M1 较前值明显回升，主要是前期政府存款高增形成支出速度较快，3 月财政存款多减 49 亿元，带动居民、企业存款同比多增。

Figure 2 社融分项



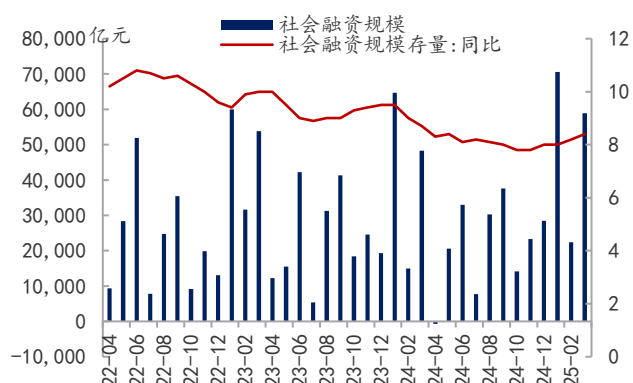
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 信贷分项



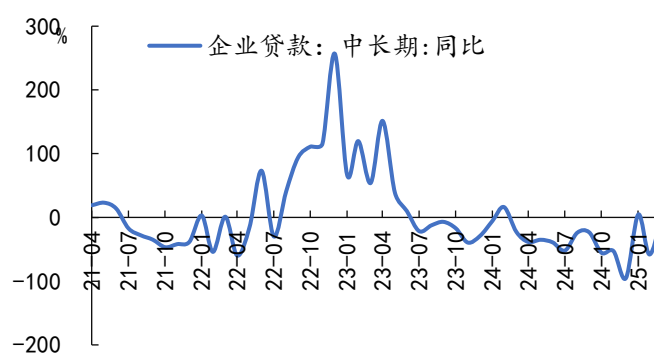
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 社融存量增速及规模



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 企业中长期贷款同比回升仍未转正



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 3 月出口数据受“抢出口”强于季节性

事件：

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%。中国 3 月出口（以美元计价）同比增长 12.4%，进口降 4.3%，贸易顺差 1026.4 亿美元。

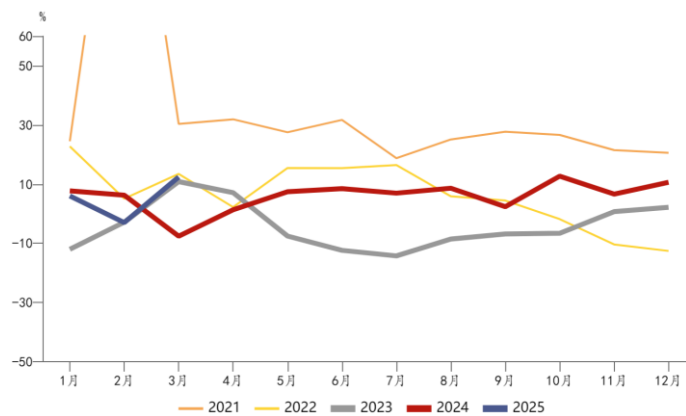
点评：

3 月同比高增有春节错位季节性因素影响，但从环比超过历史均值的幅度来看，剔除季节性因素仍然偏强，在 3 月对关税的不确定性下，整体“抢出口”效应变强，出口国别结构也开始向多元化发力更多。

从国别端来看，3 月单月增速显著加快的主要是非洲(37.5%)、印度(27.3%)、拉美(23.5%)，对出口同比拉动达到 1.7%、0.8%、1.6%，同期对美国出口同比拉动为 1.2%，对美出口增量贡献比例下滑，背后反映除了东盟、欧、美常规出口市场外，新市场开拓加速，对关税冲击应对能力增强。从产品端来看，劳动密集型产品、机电产品均有加速，耐用品方面，家具出口边际加速，汽车出口继续回落，但欧盟和中国已同意研究为中国制造的电动汽车设定最低价格，以取消欧盟于 2024 年征收的关税。

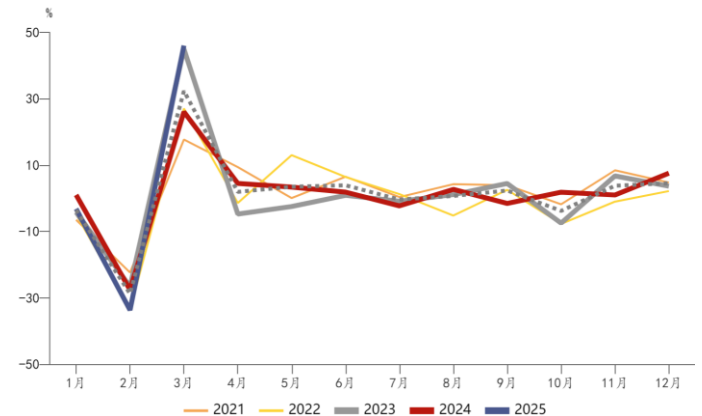
3 月出口未受对等关税影响，其积极的结构性线索对二季度应对对等关税冲击有一定积极意义。4 月出口方面，关注对美出口绝对量下行是否有对其他部分市场一定比例的上行作为对冲，对估算全年出口的冲击情况会有一个更加明确的基准。

Figure 6 出口同比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 出口环比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.3 一季度经济数据超预期

事件：

2025 年一季度 GDP 同比 5.4%、预期 5.2%、前值 5.4%。

3 月，社零当月同比 5.9%、预期 4.4%、前值 4%；

固定资产投资累计同比 4.2%、预期 4%、前值 4.1%；

房地产开发投资累计同比-9.9%、预期-10.2%、前值-9.8%；新建商品房销售面积累计同比-3%、前值-5.1%；

工业增加值当月同比 7.7%、预期 5.9%、前值 5.9%。

点评：

一季度经济数据超预期。

从需求端的角度来看，一是一季度出口整体保持韧性，3 月在关税不确定性下抢出口效应更为明显，工业出口交货值增速同比高增，对一季度经济形成支撑。4 月“对等关税”落地后，外需面临急速收缩，更需要关注投资端和消费端内需板块的对冲能力，4 月底政治局会议的经济政策部署将是后续关注重点。

二是从投资端的角度，中央主导的基建投资持续加码发力，对广义基建增速形成支撑，是一季度固定资产投资超预期的重要支撑要素。二季度随着地方政府化债工作节奏靠前，影响逐渐减小，新增专项债发行加速，地方基建有进一步放量空间。制造业投资方面则维持高增，科技相关板块投资结构性支撑较为明显，随着财政、信贷向科技倾斜部分资金逐步落地，制造业投资预计继续保持高增。

房地产方面，一季度房地产投资降幅有所收窄，3 月份销售进一步转暖，从

房价上，一线环比保持增长，二线环比维持零增长，三线以下环比继续下跌。后续地产有较多储备政策待落地，财政、准财政、货币资金支持下的收储、城中村保障房改造等对房地产投资端放量空间将有带动，放松限购等需求侧政策预计继续加码，但房地产销售端和价格端更多是平稳预期。

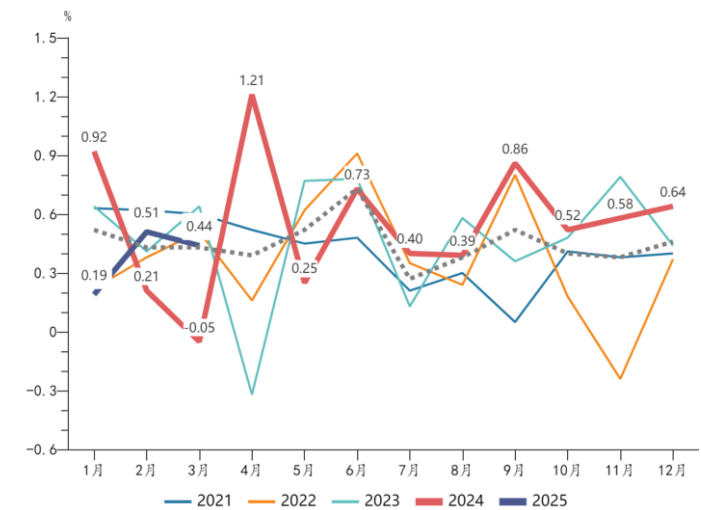
三是从消费的角度，一季度居民人均可支配收入、人均消费支出季度同比分别为 5.5%、5.2%，居民支出倾向有明显提升，支出增速延续四季度的触底反弹，背后是存量房贷利率下调以及以旧换新等消费政策支持的线索。从社零数据来看，消费的弹性依然是结构性的，以旧换新、消费趋势切换相关板块拉动明显，但 3 月上涨的板块明显增加，地产销售热度回暖拉动地产链消费，体育娱乐、文化、通讯等消费趋势板块弹性增大，黄金价格上行带动金银珠宝消费加速，汽车增速也低位反弹。消费是后续财政、货币、产业政策倾斜的重点，政策补贴覆盖板块确定性较高，但整体消费弹性对政策的反应度仍然具有较大不确定性。

Figure 8 GDP 分项同比变动

指标名称	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09
GDP:当季同比	5.40	5.40	4.60	4.70	5.30	5.30	5.00
GDP:累计同比	5.40	5.00	4.80	5.00	5.30	5.40	5.40
GDP:季调:环比	1.20	1.60	1.30	0.90	1.50	0.90	1.50
GDP平减指数:当季同比	2.07	1.92	-0.53	-0.61	-1.27	-1.43	-0.84
第一产业:当季同比	3.50	3.70	3.20	3.60	3.30	4.20	4.20
第二产业:当季同比	5.90	5.20	4.60	5.60	6.00	5.10	4.30
第三产业:当季同比	5.30	5.80	4.80	4.20	5.00	5.70	5.60

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 固定资产投资增速变动 (%)

指标名称	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-03	2024-02
固定资产投资:当月同比	4.30	4.10	2.11	2.29	3.40	3.40	2.01	1.90	3.55	3.29	4.80	4.20
固定资产投资:季调:环比	0.15	0.55	0.41	0.46	0.24	0.52	0.42	0.10	0.52	0.05	0.03	0.43
基础设施建设:当月同比	12.58	9.95	7.42	9.74	10.03	17.50	6.19	10.73	10.18	3.78	8.61	8.96
基础设施建设(不含电力):当月同比	5.94	5.60	6.26	3.35	5.79	2.22	1.24	2.04	4.61	4.89	6.64	6.30
制造业投资:当月同比	9.18	9.00	8.35	9.30	10.03	9.74	7.95	8.32	9.26	9.37	10.28	9.40

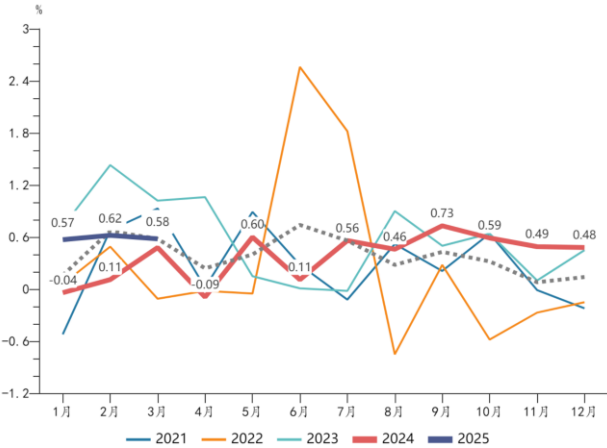
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 房地产相关增速变动 (%)

指标名称	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-03	2024-02
房地产开发投资:当月同比	-10.02	-9.80	-13.63	-11.58	-12.32	-9.36	-10.20	-10.84	-10.10	-11.15	-10.06	-9.00
房屋新开工面积:当月同比	-18.16	-29.60	-23.00	-26.83	-26.69	-19.87	-16.74	-19.68	-21.74	-22.73	-25.36	-29.70
房屋竣工面积:当月同比	-11.52	-15.60	-30.53	-38.78	-20.12	-31.43	-36.59	-21.80	-29.58	-18.39	-21.76	-20.20
房屋施工面积:累计同比	-9.50	-9.10	-12.70	-12.70	-12.40	-12.20	-12.00	-12.10	-12.00	-11.60	-11.10	-11.00
商品房销售面积:当月同比	-0.89	-5.10	-0.37	3.21	-1.62	-10.97	-12.59	-15.22	-14.38	-20.73	-18.28	-20.50
商品房销售额:当月同比	-1.61	-2.60	2.46	1.05	-1.08	-16.25	-17.20	-18.30	-14.15	-26.32	-25.86	-29.30
30大中城市:商品房成交面积:当月同比(高频转化)	3.52	-7.25	16.61	19.28	-32.59	-13.46	-16.34	-45.73	8.68	-37.93	-29.66	-63.99

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 社零季调环比多年对比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 社零总量及分项增速变动 (%)

消费	指标名称	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-03	2024-02
总量	社零总额:当月同比	5.90	4.00	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	3.10	5.50
	社零总额:季调:环比	0.58	0.62	0.48	0.49	0.59	0.73	0.46	0.56	0.11	0.60	0.48	0.11
必选	粮油、食品类	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	11.00	9.00
	饮料类	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	5.80	6.90
	烟酒类	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	9.40	13.70
	日用品类	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	3.50	-0.70
	中西药品类	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	5.90	2.00
可选	化妆品类	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	2.20	4.00
	服装鞋帽针纺织品类	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	3.80	1.90
	金银珠宝类	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	3.20	5.00
	体育、娱乐用品类	26.20	25.00	16.70	3.50	26.70	6.20	3.20	10.70	-1.50	20.20	19.30	11.30
	文化办公用品类	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-6.60	-8.80
地产相关	通讯器材类	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	7.20	16.20
	家具类	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	0.20	4.60
	家用电器和音像器材类	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	5.80	5.70
	建筑及装潢材料类	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	2.80	2.10
	汽车	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-3.70	8.70
石油	石油及制品类	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	3.50	5.00
餐饮	餐饮	5.60	4.30	2.70	4.00	3.20	3.10	3.30	3.00	5.40	5.00	6.90	12.50

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
4 月 21 日（周一）	10:00 中国贷款市场报价利率（LPR):1 年(%): 前值 3.10
	09:00 中国贷款市场报价利率(LPR):5: 前值 3.60
4 月 25 日（周五）	22:00 美国 4 月密歇根大学 1 年期通胀率预期(终值)(%): 前值 5.00
	22:00 美国 4 月密歇根大学 5 年期通胀率预期(终值)(%): 前值 4.10

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。