

金融市场分析周报

(2025.04.07-2025.04.11)

报告摘要

- **CPI/PPI:** 食品价格降幅收窄，非食品价格转涨，CPI 同比降幅大幅减小，PPI 在国际大宗商品价格下降之下降幅扩大。3 月，CPI 同比下降 0.1，较 2 月收窄 0.6 个百分点，高于市场预期；PPI 同比下降 2.5%，降幅扩大 0.3 个百分点，低于市场预期。食品价格收窄主要是因为牛肉、鲜菜、鸡蛋等价格降幅收窄以及猪肉价格涨幅扩大。PPI 降幅扩大主要是因为生产资料、生活资料价格降幅均走弱。由于国内需求仍显不足，叠加中美贸易冲突加剧使得出口走弱，CPI 或继续处于较低水平。
- **资金面分析:** 季初政府债融资转负，资金面维持平稳；下周税期叠加政府债融资额走高，关注央行流动性投放。本周央行公开市场累计进行了 4720 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 7634 亿元逆回购到期，以及 1500 亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场净回笼 4392 亿元。季初政府债融资转负，资金面维持平稳。下周税期临近，下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，关注缴税对于资金面带来的影响。下周政府债融资额快速反弹，总金额超 7000 亿元，位于近期高位，关注政府债融资对于资金面的冲击。本周央行净回笼下，下周逆回购到期额不足 5000 亿元，环比有所减少，同时下周存在 1000 亿元 MLF 到期，税期叠加政府债融资额走高的背景下，关注央行流动性投放。
- **利率债:** 通胀数据显示 3 月 CPI 和 PPI 仍处于低位，信贷和社融超预期，与央行表态“引导金融机构加大货币信贷投放力度”相契合。但也要看到，在关税带来的不确定性下，货币政策易松难紧，“择机降准降息”或日趋临近。就 10 年国债收益率当前点位而言，在关税大棒和降

主要数据

上证指数	3267.6623
沪深 300	3761.2348
深证成指	9858.0969

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: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2025-04-10
金融市场分析周报 —2025-04-03
金融市场分析周报 —2025-03-26

准预期下，近两周下行幅度显著，已再次逼近前低点，短端和长端均对“降准降息”已部分定价。至于收益率是否能突破前低点，需关注政策落地节奏、关税反复性以及经济修复的持续性。

- **权益市场：本周市场整体下跌，成长风格表现较弱。**上证指数（-3.11%）、深证成指（-5.13%）、沪深 300（-2.87%）、科创 50（-0.63%）、创业板指（-6.73%）、中证 500（-4.52%）、中证 1000（-5.50%）均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 5.40%。分行业来看，申万一级行业中农林牧渔、商贸零售、国防军工表现较强，分别上涨 3.28%、2.88%、0.28%；电力设备、通信、机械设备表现较弱，分别下跌 8.09%、7.67%、6.78%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 16123.82 亿元，较上周增加 4756.31 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：本周美国关税政策往复，对美国未来经济稳定预期造成影响，美国 3 月份 CPI 意外回落，美元指数大幅下行。**本周美国贸易政策持续反复，美国政府将对数十个国家暂停征收对等关税 90 天，维持最低关税税率为 10%，但对于中国贸易冲突持续。美国贸易政策加强了市场对于美国未来不确定性增大的担忧，也提升了市场对于美国加速转向衰退的预期。本周美国 3 月份通胀数据公布其中美国 CPI 同比增 2.4%，低于上月及市场预期，但此数据仅仅反应美国上个月的物价情况，关税带来的影响在后续月份才能逐步显现，后续美国通胀仍面临压力。随美国股债市场波动增大，美联储主席鲍威尔称，准备在必要时帮助稳定市场，其余美联储官员也表示，贸易摩擦为美国经济金融等领域带来巨大不确定性，美联储有应对紧急情况的工具。整体来看，

本周美国关税政策往复,对美国未来经济稳定预期造成影响,美国3月份CPI意外回落,美元指数大幅下行。

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

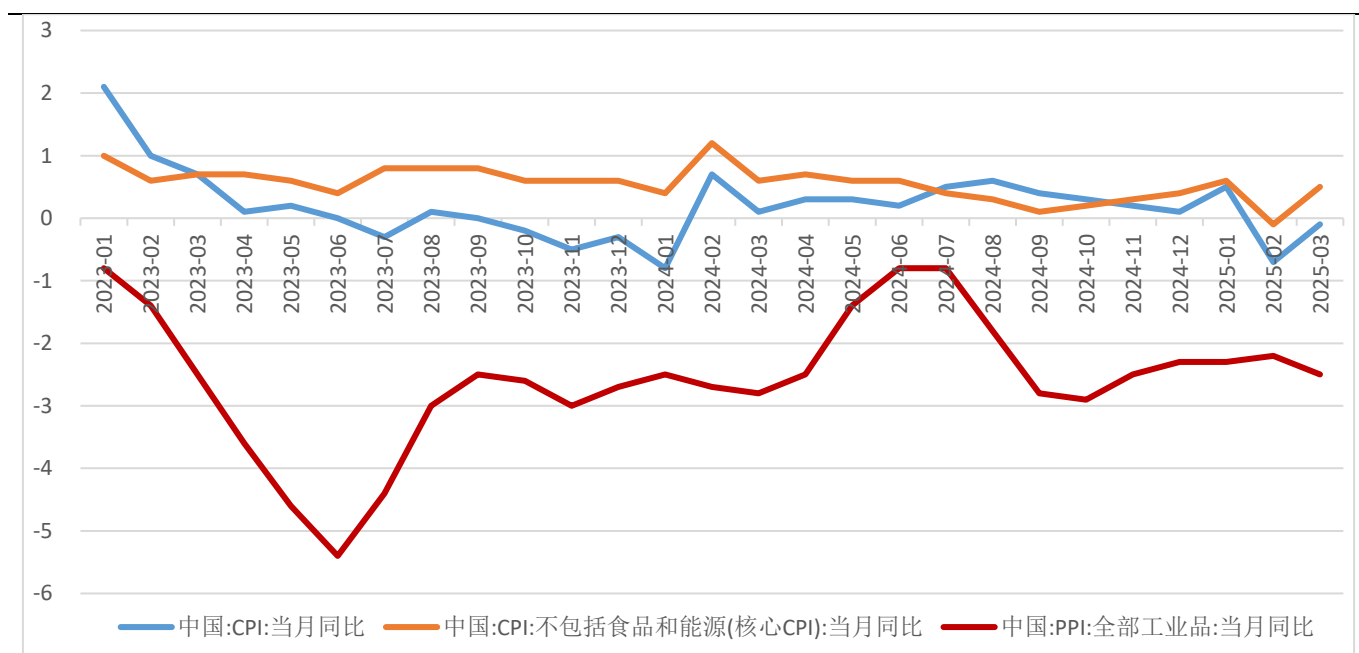
一、 本周重点经济	5
1.1 食品价格降幅收窄，非食品价格转涨，CPI 同比降幅大幅减小， PPI 在国际大宗商品价格下降下降幅扩大	5
1.2 一周要闻	6
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：季初政府债融资转负，资金面维持平稳；下周税期叠 加政府债融资额走高，关注央行流动性投放	7
2.2 利率债走势分析：央行本周公开市场净回笼，债市走势很强，在关 税影响下，利率债收益率本周下行明显	9
2.3 存单信用债分析：存单融资额均环比回落、信用债融资额环比回 升；信用债收益率整体下行	11
三、 主要资产价格分析	12
3.1 权益市场分析：复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势	12
3.2 美元指数分析：本周美国关税政策往复，对美国未来经济稳定预期 造成影响，美国 3 月份 CPI 意外回落，美元指数大幅下行	13

一、 本周重点经济

1.1 食品价格降幅收窄，非食品价格转涨，CPI 同比降幅大幅减小，PPI 在国际大宗商品价格下降下降幅扩大

猪肉价格同比涨幅扩大导致食品价格降幅收窄，叠加春节假期影响消退、扩内需政策拉动等，CPI 同比降幅超预期大幅收窄，但由于油价及原材料价格下行，PPI 降幅扩大。3 月，居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.1%，降幅较 2 月收窄 0.6 个百分点，高于市场预期；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比由下降 0.1% 转为上涨 0.5%，增速较 2 月提高 0.6 个百分点，表明经济内生动能出现部分修复；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.5%，降幅扩大 0.3 个百分点，低于市场预期。

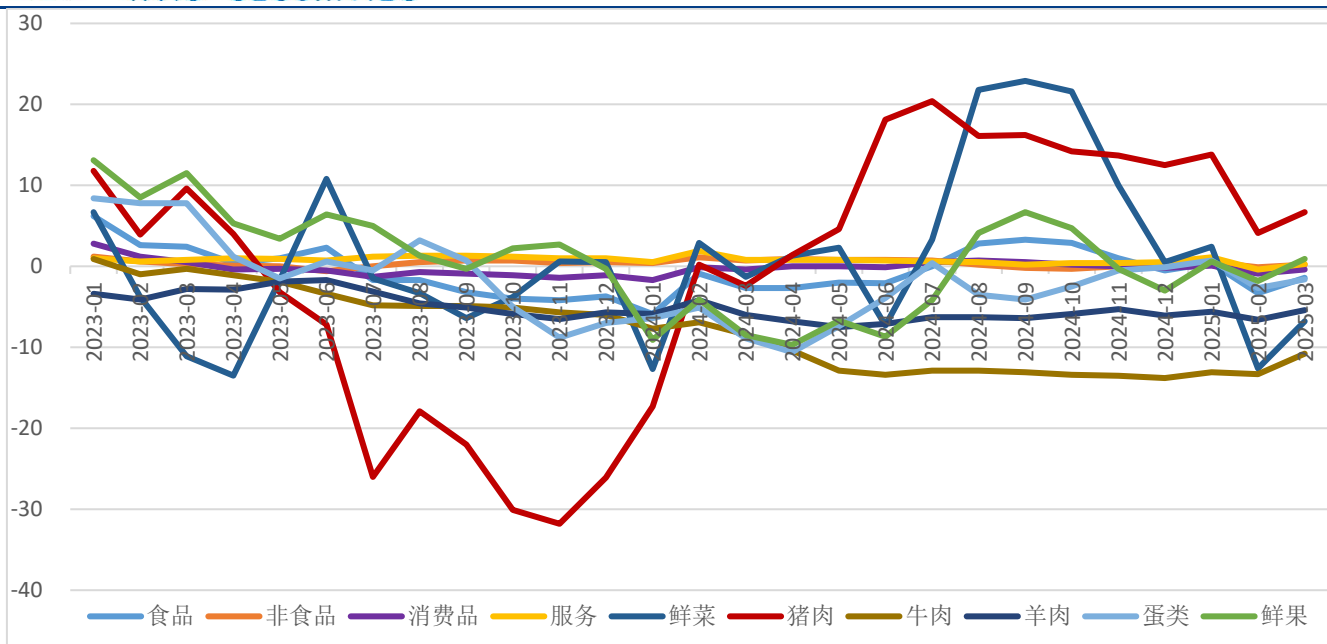
图 1：3 月 CPI 同比降幅收窄，PPI 同比降幅扩大（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

CPI 结构看，猪肉价格同比涨幅扩大推动食品价格降幅收窄，非食品价格由跌转涨。3 月，食品价格同比降幅收窄 1.9 个百分点至 1.4%，其中牛肉、鲜菜、鸡蛋和水产品价格降幅收窄至 0.2%-10.8% 不等，鲜果价格由下降转为上涨 0.9%，猪肉价格涨幅扩大至 6.7%；非食品价格由下降 0.1% 转为上涨 0.2%，增速较 2 月提高 0.3 个百分点，其中服务价格增速由跌转正至 0.3%，较 2 月提高 0.7 个百分点。环比看，受季节性影响，3 月 CPI 环比降幅扩大 0.2 个百分点至 0.4%，其中食品价格环比下降 1.4%，较 2 月下降 0.9 个百分点，主要是鲜菜、猪肉环比降幅扩大；旅游淡季出行价格下降，国际油价下行带动国内汽油价格下降，非食品价格环比下降 0.4%；。

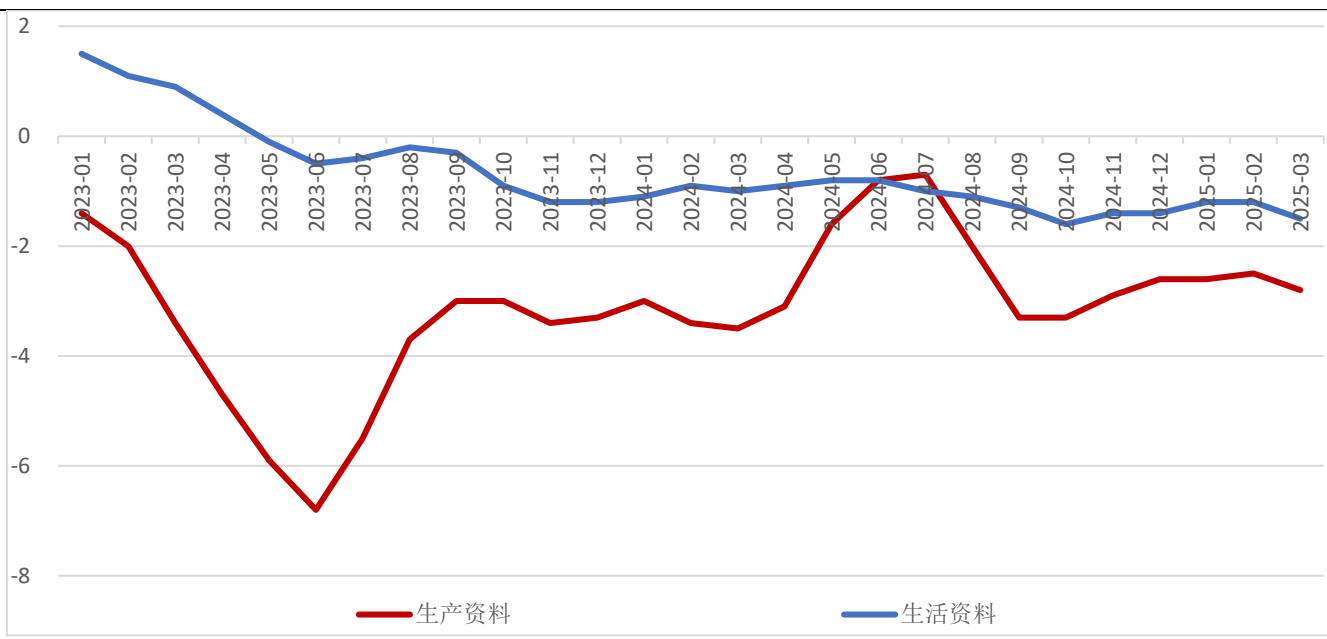
图 2：猪肉价格涨幅扩大推动食品价格同比降幅收窄，非食品价格同比由跌转涨（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所

PPI 结构看, 生产资料、生活资料价格同比增速均走弱。3 月, 生产资料、生活资料价格同比增速分别走低 0.3 个百分点至-2.8%、-1.5%, 其中煤炭开采和洗选业价格降幅扩大至 14.9%, 计算机、通信和其他电子设备制造业价格降幅扩大至 2.4%, 黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 10%。环比看, 3 月 PPI 环比下降 0.4%, 降幅较 2 月扩大 0.3 个百分点, 其中生产资料价格降幅扩大 0.2 个百分点至 0.4%, 生活资料价格由持平转为下降 0.4%, 主要是因为输入性因素导致国内石油和部分出口行业价格下行, 石油和天然气开采业价格下降 4.4%, 计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.7%, 汽车制造业价格下降 0.4%。

图 3: 3 月生产资料、生活资料价格同比增速均走弱 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 本周中国 3 月份通胀数据公布。国家统计局数据显示，3 月份 CPI 环比下降 0.4%，同比下降 0.1%，降幅明显收窄；PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%。这主要受季节性、国际输入性因素等影响。从边际变化看，提振消费需求等政策效应进一步显现，核心 CPI 明显回升，同比上涨 0.5%，供需结构有所改善，价格呈现一些积极变化。

2) 本周中国一季度金融数据公布。中国央行称，初步统计，2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。3 月末，广义货币（M2）余额 326.06 万亿元，同比增长 7%。狭义货币（M1）余额 113.49 万亿元，同比增长 1.6%。流通中货币（M0）余额 13.07 万亿元，同比增长 11.5%。一季度人民币贷款增加 9.78 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.04 万亿元，其中，短期贷款增加 1603 亿元，中长期贷款增加 8832 亿元。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：季初政府债融资转负，资金面维持平稳；下周税期叠加政府债融资额走高，关注央行流动性投放

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 4392 亿元

本周央行公开市场累计进行了 4720 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 7634 亿元逆回购到期，以及 1500 亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场净回笼 4392 亿元。下周央行公开市场将有 4742 亿元逆回购到期，其中下周一至下周五分别到期 935 亿元、1674 亿元、1189 亿元、659 亿元、285 亿元。此外，下周二还有 1000 亿元 MLF 到期。

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	2452	649	2299	2234	0
7 天	935	1674	1189	659	285
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	-1500	0	0	0	0
净投放	-3017	1025	-1110	-1575	285

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：季初政府债融资转负，资金面维持平稳。本周仍处于季初，季节性因素对于资金面压力较小，有助于资金面持续维持稳定。本周政府债融资额为负，位于近几周低位，一定程度也对资金面形成补充。季初央

行持续净回笼，但对于资金面影响有限，资金价格在前半周小幅上行后，周三转向回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.6408%，R007 加权平均降至 1.7014%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.5730%，GC007 加权平均降至 1.7240%。

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	1.7983	1.8286	1.7657	1.6842	1.6408
	R007	1.7605	1.8716	1.8435	1.7618	1.7014
	R014	1.8015	1.8775	1.8932	1.8325	1.7880
	R021	1.8587	1.8869	1.9127	1.8734	1.8834
	R1M	1.8826	1.9273	1.9226	1.9144	1.8873
上交所协议回购	206001	2.0270	2.1440	2.1280	2.1870	
	206007	2.0560	2.1530	2.2040	2.0960	2.0570
	206014	2.4330	2.5200	2.5110	2.5600	2.5160
	206021	5.9190	5.6820	4.8200	6.0100	2.5910
	206030	4.4040	3.6140	3.4920	3.5190	4.9300
利率互换定盘：1Y	FR007	1.5456	1.5531	1.5349	1.5119	1.4660

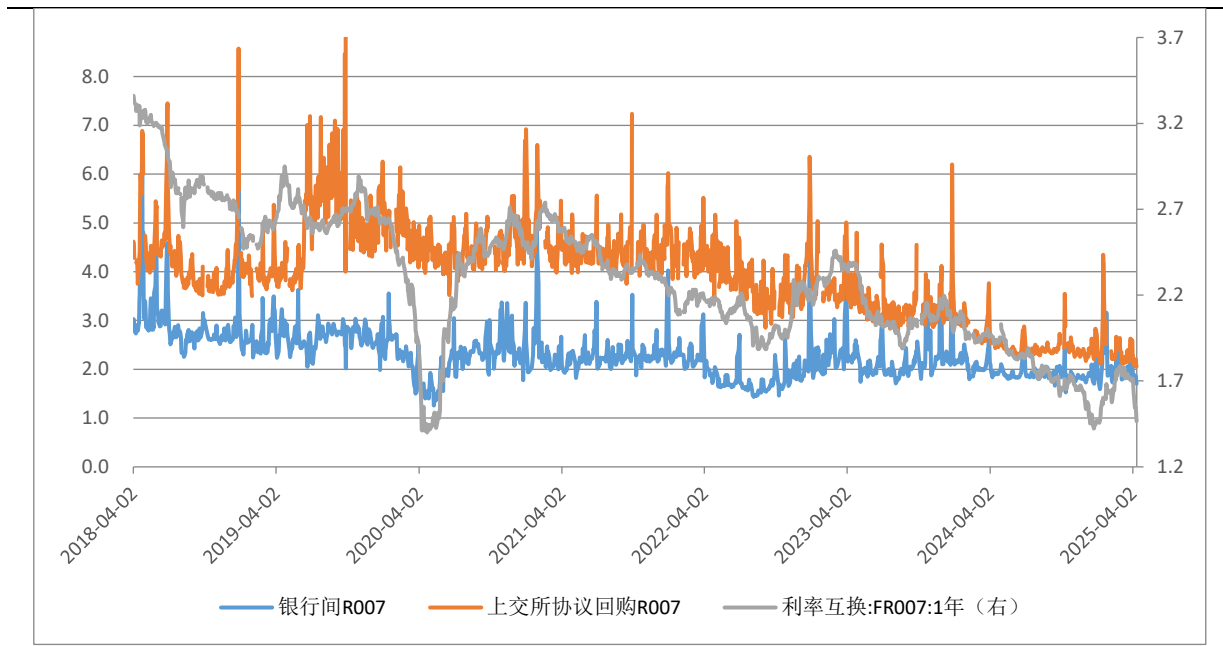
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：下周税期叠加政府债融资额走高，关注央行流动性投放

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。

下周税期临近，下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，关注缴税对于资金面带来的影响。下周政府债融资额快速反弹，总金额超 7000 亿元，位于近期高位，关注政府债融资对于资金面的冲进。本周央行净回笼下，下周逆回购到期额不足 5000 亿元，环比有所减少，同时下周存在 1000 亿元 MLF 到期，税期叠加政府债融资额走高的背景下，关注央行流动性投放。

图 4：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回笼，债市走势很强，在关税影响下，利率债收益率本周下行明显

1) 利率债走势复盘：央行本周公开市场净回笼，债市走势维持强势，在关税影响下，利率债收益率本周下行明显

周一，央行开展了 935 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2452 亿元逆回购及 1500 亿元国库现金定存到期，据此计算，单日全口径净回笼 3017 亿元。但市场对关税升级的预期升温，人民日报称“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”。日终 10 年国债下行 8.5bp。

周二，央行开展了 1674 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 649 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 1025 亿元。隔夜海外风险资产出现小幅企稳迹象，多项维稳措施带动股市上涨，叠加资金价格偏贵，日终 10 年国债上行 3.3bp。

周三，央行开展了 1189 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2299 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 1110 亿元。资金面均衡，资金利率小幅回落。日终 10 年国债下行 1.2bp。

周四，央行开展了 659 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2234 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1575 亿元，持续回笼。3 月通胀数据偏弱，股市表现偏强，资金面宽松，日终 10 年国债下行 0.7bp。

周五，央行开展了 285 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日无逆回购到期，据此计算，单日净投放 285 亿元。下午风险偏好抬升，股债跷跷板影响下，日终 10 年国债上行 1.1bp。

本周央行累计净回笼 4392 亿元，10 年国债活跃券 250004 累计下行 6.1bp。

图 5：本周 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：通胀数据显示 3 月 CPI 和 PPI 仍处于低位，信贷和社融超预期，与央行表态“引导金融机构加大货币信贷投放力度”相契合。但也要看到，在关税带来的不确定性下，货币政策易松难紧，“择机降准降息”或日趋临近。就 10 年国债收益率当前点位而言，在关税大棒和降准预期下，近两周下行幅度显著，已再次逼近前低点，短端和长端均对“降准降息”已部分定价。至于收益率是否能突破前低点，需关注政策落地节奏、关税反复性以及经济修复的持续性。

通胀数据：2025 年 3 月中国 CPI 同比-0.1%（前值-0.7%），环比较 2 月的-0.2%回落至-0.4%；PPI 同比-2.5%（前值-2.2%），环比较 2 月的-0.1%回落至-0.4%。3 月 CPI 同比降幅季节性收窄，食品价格仍对 CPI 形成约 0.25 个百分点的拖累，而核心 CPI 同比从 1-2 月均值 0.3%回升至 0.5%，或体现内需延续企稳态势。3 月 PPI 同比降幅走阔至 2.5%，环比降幅亦回落，主要受到原油、煤炭等能源价格走弱的拖累，而部分供需结构改善的中下游行业价格呈现积极信号，比如娱乐用品、制鞋业、制药行业价格同比回升，新能源汽车价格同比降幅收窄。在关税政策不确定性背景下，全球贸易后续仍面临萎缩的风险，亦可能对中国贸易及相关生产活动带来影响，关注后续关税扰动对 PPI 及能源价格的影响。

金融数据：4 月 13 日公布的数据显示 3 月新增人民币贷款 3.64 万亿元，同比多增 5,500 亿元；3 月新增社融 5.89 万亿元，同比多增 1.05 万亿元。由此，3 月社融同比增速从 2 月的 8.2%回升至 8.4%，季调后月环比折年增速持平于 2 月的 10.1%。从社融分项看，3 月政府债净融资和新增企业短期贷款为新增社融的 1.4 倍，而企业债净融资同比少增 5,142 亿元，为 3 月新增社融的最大拖累项。此外，3 月新发放企业贷款加权平均利率环比持平于 2 月的 3.3%，低于去年同期 45 个基点；个人住房贷款利率环比持平于 3.1%，低于去年同期 60 个基点。3 月新增人民币贷款与新增社融均超市场预期，主要由于政府债与企业短期贷款同比明显多增，以及居民中长期贷款同比转增，而企业债净融资同比少增，显示财政前置发力、居民地产需求有所企稳。鉴于 4 月以来美国对华大幅加征关税，后续需关注财政政策能否继续前置发力，以及货币政策是否有进一步的宽松。

整体看，通胀数据显示 3 月 CPI 和 PPI 仍处于低位，信贷和社融超预期，与央行表态“引导金融机构加大货币信贷投放力度”相契合。但也要看到，在关税带来的不确定性下，货币政策易松难紧，“择机降准降息”或日趋临近。就 10 年国债收益率当前点位而言，在关税大棒和降准预期下，近两周下行幅度显著，已再次逼近前低点，短端和长端均对“降准降息”已部分定价。至于收益率是否能突破前低点，需关注政策落地节奏、关税反复性以及经济修复的持续性。

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

1) 一级市场发行：存单融资额均环比回落、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为 1,256.60 亿元，发行总额达 6,827.30 亿元，平均发行利率为 1.7966%，到期量为 5,570.70 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 7.69bp 报 1.7968%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 7.63bp 报 1.8139%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 17.67bp 报 1.8014%，9M 存单平均发行利率较上周下行 9.58bp 报 1.8194%。

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 3,032.67 亿元，环比增加 1,673.49 亿元，偿还量约 2,134.19 亿元，净融资额约 898.48 亿元，环比回升 909.86 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1 年期各评级信用债收益率下行 5.87bp~下行 4.40bp，3 年期各评级信用债收益率下行 8.31bp~下行 6.31bp，5 年期各评级信用债收益率下行 13.79bp~下行 8.43bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

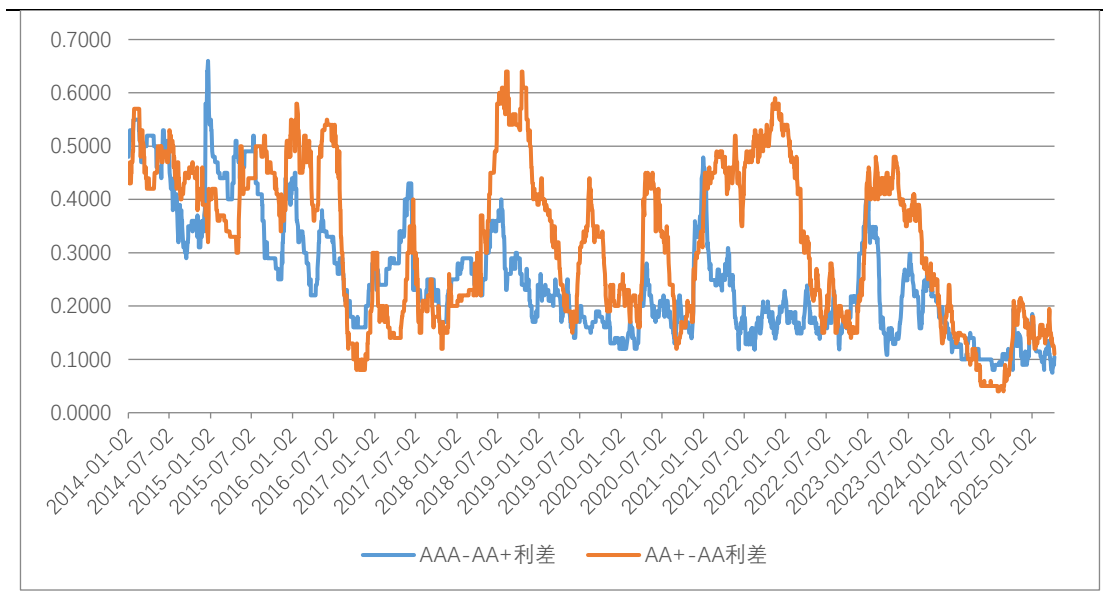
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.7901	1.10%	-9.01
信用债(AAA):3 年	1.8863	1.40%	-6.63
信用债(AAA):5 年	2.0027	1.60%	-3.81
信用债(AA+):1 年	1.8701	0.90%	-8.51
信用债(AA+):3 年	1.9913	1.50%	-4.13
信用债(AA+):5 年	2.1177	1.60%	-3.81
信用债(AA):1 年	1.9301	0.90%	-6.51
信用债(AA):3 年	2.1013	0.80%	-5.63
信用债(AA):5 年	2.3477	2.20%	-7.85

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 利差整体扩大 2.3800bp、扩大 4.3800 bp、扩大 0.8800 bp，5Y-3Y 利差分别扩大 2.8200 bp、扩大 0.3200 bp、缩小-2.2200 bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 11bp，较上周扩大 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 11bp，较上周缩小 1bp。

图 6：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：复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，成长风格表现较弱

本周市场整体下跌，上证指数（-3.11%）、深证成指（-5.13%）、沪深 300（-2.87%）、科创 50（-0.63%）、创业板指（-6.73%）、中证 500（-4.52%）、中证 1000（-5.50%）均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 5.40%。分行业来看，申万一级行业中农林牧渔、商贸零售、国防军工表现较强，分别上涨 3.28%、2.88%、0.28%；电力设备、通信、机械设备表现较弱，分别下跌 8.09%、7.67%、6.78%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 16123.82 亿元，较上周增加 4756.31 亿元。

2) 权益市场展望：

复盘上一轮 2018 至 2019 年中美贸易摩擦，期间经历了反复的摩擦升级和关系缓和，或反映出两个大国之前的利益需要反复、多轮、长时间的博弈。

大盘指数层面，A 股和港股呈现从 2018 年反应剧烈到 2019 年反应较为钝化。具体表现为 2018 年摩擦期调整较大，缓和期反弹较大；2019 年摩擦期调整较小，甚至短期内呈现 V 形反弹，缓和期反弹较小，甚至表现出利好出尽的反应。我们认为这或由两方面导致，一是 2019 年国内经济较 2018 年实现了触底企稳，同时全球流

动性放松，市场信心和风险偏好改善；二是经历了一年的贸易摩擦后，市场对贸易摩擦影响逐渐清晰，定价较充分并逐渐抢跑。

具体行业表现来看，中美贸易摩擦升级期贡献超额收益的行业可分为两大概念。一类为自主可控概念，贸易摩擦升级后相关政策快速落地，计算机、军工平均涨幅居前。另一类为内需消费，外部扰动下内需相对存在韧性，且 2019 年经济企稳后，国内消费升级趋势显著，内需消费成为市场主线之一，食品饮料、社会服务存在较确定的超额收益。

摩擦缓和期，平均表现较好的依旧是内需消费，或因为内需需求相对韧性且消费升级趋势持续，以食品饮料、美容护理和社会服务为代表；其次为出口限制同时赶上行业景气或升级周期的，如电子、家用电器。相对应的，部分自主可控和出口受限行业涨幅落后，显示基本面是行业表现的基础。

本轮 2025 年贸易冲突与 2018-2019 年贸易摩擦的不同点主要在于，虽然本轮关税冲突级别提升，但当前中美经济周期相对位置较上一轮已经发生较大改善。美国上一轮背景为通胀水平可控，从加息转向降息周期。本轮为美债违约风险高企，经济或将走向“滞胀”或“衰退”。相比之下，中国上一轮刚刚结束一轮广义财政扩张，2018 年出台资管新规去杠杆。而本轮在广义财政连续多年相对较低水平，地产行业平稳去泡沫后，处于经济弱复苏阶段，财政、货币、金融等政策储备充足，具备较强的战略优势。综合对比来看，预计中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势，本轮冲突结束后中国有望在全球地位再上台阶，中国资产估值有望系统性提升。

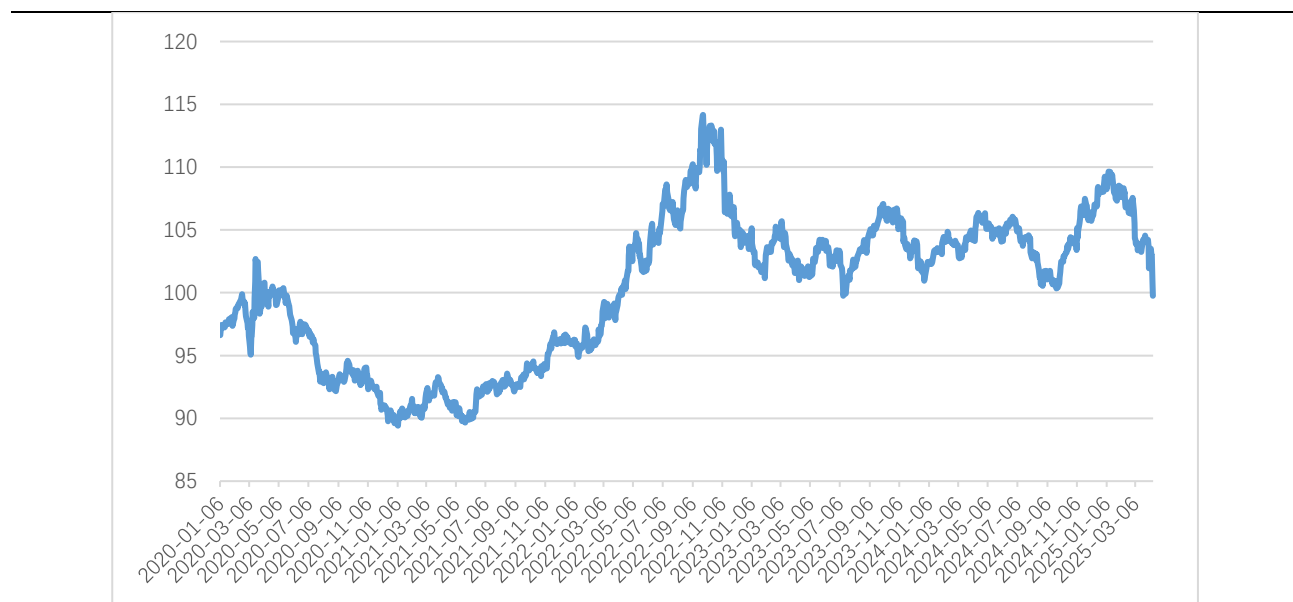
展望未来，美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需消费板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

3.2 美元指数分析：本周美国关税政策往复，对美国未来经济稳定预期造成影响，美国 3 月份 CPI 意外回落，美元指数大幅下行

本周美元指数报 99.7690，较上周回落 3.1499。本周美国贸易政策持续反复，美国政府将对数十个国家暂停征收对等关税 90 天，维持最低关税税率为 10%，但对于中国贸易冲突持续。美国贸易政策加强了市场对于美国未来不确定性增大的担忧，也提升了市场对于美国加速转向衰退的预期。本周美国 3 月份通胀数据公布其中美国 CPI 同比增 2.4%，低于上月及市场预期，但此数据仅仅反应美国上个月的物价情况，关税带来的影响在后续月份才能逐步显现，后续美国通胀仍面临压力。随美国股债市场波动增大，美联储主席鲍威尔称，准备在必要时帮助稳定市场，其余美联储官员也表示，贸易摩擦为美国经济金融等领域带来巨大不确定性，美联储有应对紧急情况的工具。整体来看，本周美国关税政策往复，对美国未来经济稳定预期造成影响，美国 3 月份 CPI 意外回落，美元指数大幅下行。

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 7：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

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