

宏观

关税战短期利空出尽

2025 年 04 月 14 日

宏观周报（4 月第 2 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场放量下跌。**全周市场围绕关税线索博弈。周一至周二，在贸易摩擦升级预期下，流动性紧张拖累市场，国内应对聚焦在维稳市场上，宽基成交放量，市场企稳。周三隔夜美对中“对等关税”加征到 125%，中方对等反制，关税加征数字上基本利空出尽，美国对其他国家和地区降级关税税率并暂停实施 90 天，关税短期不确定性的集中冲击基本暂告一段落。下半周国内应对集中在外交联系和内部对冲政策出台。外交方面，与欧盟、日韩、越南、马来西亚、柬埔寨、西班牙等均有磋商。内部对冲政策方面，布局出口转内销、以旧换新覆盖外贸企业、体育新型消费供需布局等。市场短期仍然会交易关税方面部分商品豁免等，后续或转向基本面冲击下短期和中长期的政策应对。
- 2) **固收：上周债市收益率整体下行。**①当周催化方面，资金面趋于宽松，银行融出能力提升，关税升级后，货币宽松预期、中长期基本面冲击影响更具有确定性，带动利率整体下行。②政策预期方面，关税战升级下，市场对国内出台增量政策的预期攀升，低位运行下短期或将受到储备政策出台、关税谈判及相关博弈影响，加大短期波动。但考虑到双方谈判的过程预计较为反复，国内政策的出台大概率是渐进式的，而且关税落地已开始对 4 月国内基本面产生影响，宽松政策和基本面中长期偏弱逻辑支撑债市，10Y 国债在 1.65-1.75 区间可逐步加仓。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率上行、美元指数下行、人民币升值。**①在中国对美国“对等关税”的强硬反制下，周三美国出于股债汇市场的压力降级了对其他国家地区的关税税率并且暂停征收“对等关税”90 天，美方通过关税谈判获得不对等收益的空间被压缩，关税降级的预期下美股反弹。②但美债、美元持续承受压力，首先贸易逆差扭转依赖制造业回流及再工业化，而这是长期的过程，无法短期实现，实现可能性也很低，在这种情况下，关税加在企业、消费者带来的通胀和衰退预期，叠加美国政策的不稳定性、地缘环境恶化，带来资本外流，造成美元贬值，美债抛售，加剧衰退预期。周五美联储表态如有必要美联储将做好干预准备。
- 4) **上周事件：3 月通胀数据仍旧承压，亟需供需两端政策出台打通内循环阻力。**
- 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 月通胀数据仍旧承压，亟需供需两端政策出台打通内循环阻力 4

三、 当周关注 5

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 CPI 环比边际变化 4

Figure 3 PPI 环比边际变化 4

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	上周市场放量下跌，先下后上，周均成交额 16124 亿元，环比放量 4756 亿元。上证指数 -3.11%，深证成指 -5.13%，创业板指 -6.73%，万得全 A -4.31%；沪深 300 -2.87%，小市值指数 -5.89%；恒生指数 -8.47%，恒生科技指数 -7.77%。板块上，农林牧渔、商贸零售、国防军工、食品饮料表现靠前，电力设备、通信、机械设备表现靠后。风格上，成长好于价值、大盘好于小盘。	全周市场围绕关税线索博弈。周一至周二，在贸易摩擦升级预期下，流动性紧张拖累市场，国内应对聚焦在维稳市场上，宽基成交放量，市场企稳。周三隔夜美对中“对等关税”加征到 125%，中方对等反制，关税加征数字上基本利空出尽，美国对其他国家和地区降级关税税率并暂停实施 90 天，关税短期不确定性的集中冲击基本暂告一段落。下半周国内应对集中在外交联系和内部对冲政策出台。外交方面，与欧盟、日韩、越南、马来西亚、柬埔寨、西班牙等均有磋商。内部对冲政策方面，布局出口转内销、以旧换新覆盖外贸企业、体育新型消费产需布局等。市场短期仍然会交易关税方面部分商品豁免等，后续或转向基本面冲击下短期和中长期的政策应对。
固收	上周债市收益率整体下行。全周 T2506 上涨 0.35%，TL2506 上涨 0.72%，TF2506 上涨 0.26%。现券来看，10 年国债活跃券下行 5.9BP，30 年国债活跃券下行 5.75BP，10 年国开下行 3.95BP，5 年国开下行 4.4BP，3 年国开下行 2.25BP，1 年国开下行 0.5BP。上周央行净回笼 2892 亿元。本周央行公开市场将有 4742 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 935 亿元、1674 亿元、1189 亿元、659 亿元、285 亿元。此外，周二还有 1000 亿元 MLF 到期。	1) 当周催化方面，资金面趋于宽松，银行融出能力提升，关税升级后，货币宽松预期、中长期基本面冲击影响更具有确定性，带动利率整体下行。2) 政策预期方面，关税战升级下，市场对国内出台增量政策的预期攀升，低位运行下短期或将受到储备政策出台、关税谈判及相关博弈影响，加大短期波动。但考虑到双方谈判的过程预计较为反复，国内政策的出台大概率是渐进式的，而且关税落地已开始对 4 月国内基本面产生影响，宽松政策和基本面中长期偏弱逻辑支撑债市，10Y 国债在 1.65-1.75 区间可逐步加仓。
海外及其他	上周道指涨 4.95%，标普 500 指数涨 5.7%，纳指涨 7.29%。美债方面，10 年美债收益率上行 48bp 至 4.49%，2 年期美债收益率上行 30bp 至 3.96%。汇率方面，美元指数周周跌 3.04%报 99.7906，离岸人民币兑美元涨 153 个基点报 7.2813。大宗方面，美油期货跌 0.82%，COMEX 黄金期货涨 7.23%，LME 期铜涨 4.6%。	1) 在中国对美国“对等关税”的强硬反制下，周三美国出于股债汇市场的压力降级了对其他国家地区的关税税率并且暂停征收“对等关税”90 天，美方通过关税谈判获得不对等收益的空间被压缩，关税降级的预期下美股反弹。2) 但美债、美元持续承受压力，首先贸易逆差扭转依赖制造业回流及再工业化，而这是长期的过程，无法短期实现，实现可能性也很低，在这种情况下，关税加在企业、消费者带来的通胀和衰退预期，叠加美国政策的不稳定性、地缘环境恶化，带来资本外流，造成美元贬值，美债抛售，加剧衰退预期。周五美联储表态如有必要美联储将做好干预准备。

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文末重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 3 月通胀数据仍旧承压，亟需供需两端政策出台打通内循环阻力

事件：

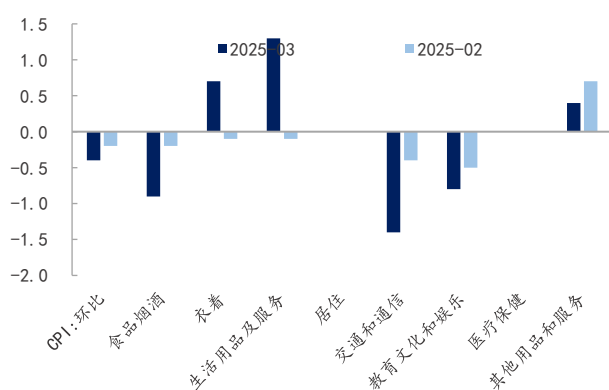
4 月 10 日，国家统计局公布 3 月通胀数据，CPI 同比-0.1%、前值-0.7%、预期-0.1%、环比-0.4%；PPI 同比-2.5%、前值-2.2%、预期-2.2%、环比-0.4%。

点评：

3 月通胀数据整体低于预期。

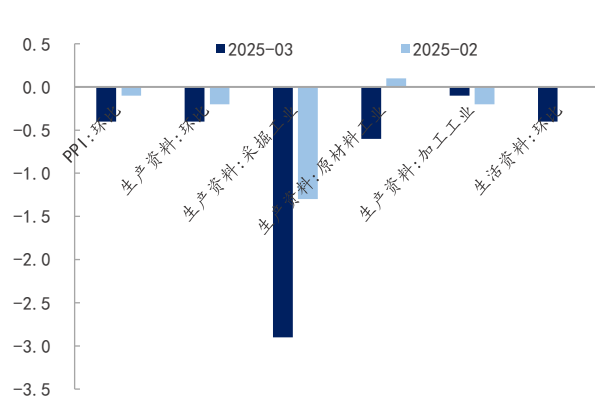
CPI 受天气逐渐转暖、食品供给充足，旅游步入淡季，出行价格下降等因素影响，CPI 环比跌幅有所走扩，食品烟酒、交通运输环比价格弱于季节性，对 CPI 有所拖累，但一季度核心 CPI 环比强于历史同期 0.1 个百分点，其中服务价格同比回正，反映在以旧换新等带动下，居民消费需求有温和改善。PPI 则继续反映当前经济的核心结构性矛盾和外需冲击的叠加，同环比回落。新动能（有色、船舶等）、政策拉动需求相关板块（部分消费品制造业和装备制造业）价格表现相对较好，而传统产能相关的板块（黑色、石油煤炭）价格表现持续偏弱，外需相关行业（汽车、电子）价格偏弱。部分产能供给过剩以及有效需求不足的组合矛盾导致当前通胀水平持续低迷，在外需冲击的压力下，亟需供需两端政策出台稳定工业价格，打通内循环的阻力。

Figure 2 CPI 环比边际变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PPI 环比边际变化



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 14 日（周一）	待定中国3月出口金额:当月同比(%): 前值-3.00, 预期 3.48
	待定中国3月进口金额:当月同比(%): 前值 1.50, 预期-4.25
	待定中国3月社会融资规模存量:同比(%): 前值 8.20, 预期 8.15
	待定中国3月新增人民币贷款(亿元) : 前值 10,100.00, 预期 29,250.00
	待定中国3月 M1:同比(%): 前值 0.10, 预期 0.33
	待定中国3月社会融资规模:当月值(亿元) : 前值 22,375.00, 预期 47,300.00
	待定中国3月 M2:同比(%): 前值 7.00, 预期 7.01
4 月 16 日（周三）	10:00 中国3月固定资产投资:累计同比(%): 前值 4.10, 预期 4.03
	10:00 中国3月社会消费品零售总额:当月同比(%): 前值 4.00, 预期 4.36
	10:00 中国3月工业增加值:当月同比(%): 前值 31.02
	10:00 中国第一季度 GDP:当季同比(%): 前值 5.40, 预期 5.16

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。