

宏观和大类资产配置周报

本周 A 股指数震荡回落

我们将后续大类资产配置顺序调整为：股票>债券>大宗>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**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。（万得）
- **要闻：**中国和西班牙发布关于加强全面战略伙伴关系的行动计划（2025-2028 年）。双方重点加强以下领域合作：经济、贸易和投资，农业和渔业，科技、创新和绿色发展以及民间交往。（万得）

资产表现回顾

- 本周沪深 300 指数下跌 2.87%，沪深 300 股指期货下跌 3.73%；焦煤期货本周下跌 9.97%，铁矿石主力合约本周下跌 10.77%；余额宝 7 天年化收益率下跌 9BP 至 1.33%；十年国债收益率下行 6BP 至 1.66%，活跃十年国债期货本周上涨 0.38%。

资产配置建议

- 黄金的上行逻辑仍在延续。本轮黄金上涨的重要推动者是全球央行，其增持黄金的背后大致有两个逻辑：中长期而言，是对以美元为代表的信用货币体系的担忧；短期而言，是对日益紧张的地缘政治局势的担忧。截至 2024 年三季度末，全球黄金储备占储备资产的比例仅为 18.2%。其中近年来购买黄金较多的新兴市场和发展中经济体央行占比总体偏低。在全球贸易局势未见缓和前，避险需求仍对黄金构成支撑。在当前市场形势下，美国衰退预期的发酵以及美国金融市场的动荡已经令市场调高了美联储降息的预期，如美联储被迫再度开始降息，则实际利率的回落也将支撑金价。综合判断，我们认为黄金价格上行的逻辑并未发生根本变化，以伦敦现货黄金度量的黄金价格上行的逻辑仍在。

但需注意的是，除黄金外，其余主要大宗商品价格仍受以下两方面压力影响：其一，年初以来，我国地产投资延续弱势，对大宗商品下游需求贡献有限。其二，海外大宗商品价格波动较为频繁，短期或对我国大宗商品价格造成输入性压力。因此，我们将后续大类资产配置顺序调整为：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。

相关研究报告

《非能源通胀企稳》20250411
《3 月通胀点评》20250410
《家庭户二十年变迁》20250410

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（2025.4.13）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注 4 月政治局会议重要表述	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 股指数震荡回落	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：本周市场指数震荡走弱	10
债券：十年国债收益率小幅上行	11
大宗商品：本周商品期货指数上涨 1.79%	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：各行业市场表现均较弱势	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（2025.4.13）	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（2025.4.13）	16

一周概览

本周 A 股指数震荡回落

本周沪深 300 指数下跌 2.87%，沪深 300 股指期货下跌 3.73%；焦煤期货本周下跌 9.97%，铁矿石主力合约本周下跌 10.77%；余额宝 7 天年化收益率下跌 9BP 至 1.33%；十年国债收益率下行 6BP 至 1.66%，活跃十年国债期货本周上涨 0.38%。

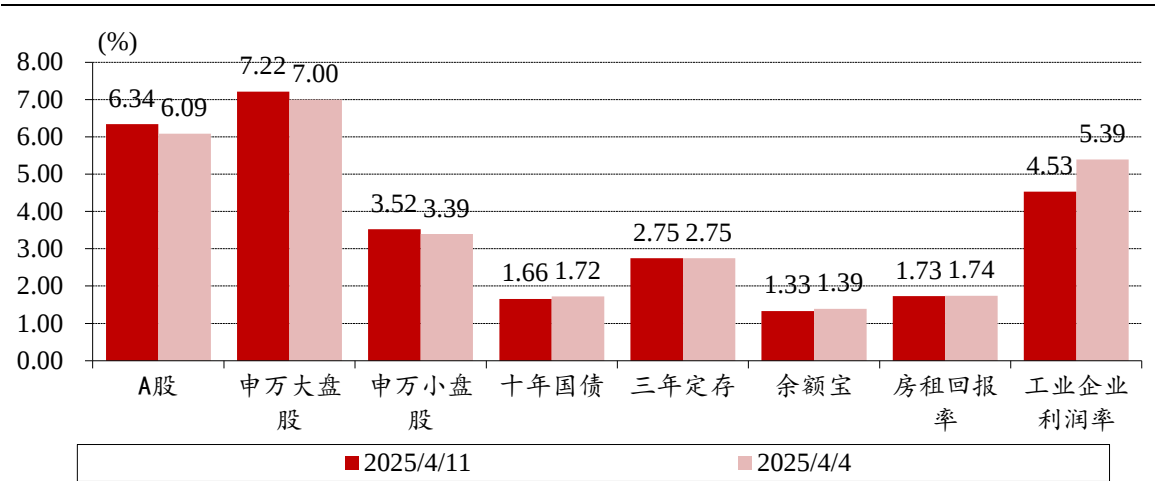
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
沪深 300 -2.87% 沪深 300 期货 -3.73%		10 年国债到期收益率 1.66%/本周变动 -6BP 活跃 10 年国债期货+0.38%	
本期评论：关注“增量”政策落实情况 配置建议：超配		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市 配置建议：标配	
大宗		保守	
铁矿石期货 -10.77% 焦煤期货 -9.97%		余额宝 1.33%/本周变动 -9BP 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 配置建议：低配		本期评论：收益率将在 2%上下波动 配置建议：低配	

资料来源：万得，中银证券

3 月 CPI 同比增速符合万得一致预期，PPI 同比增速低于万得一致预期，国际油价下降对 CPI 和 PPI 都构成拖累；CPI 方面，食品价格偏弱仍是一个重要影响因素，但季节性的出行服务价格回落是另一个重要影响；整体来看，内需疲弱仍在拖累物价表现，但展望全年，内需、国内稳增长政策以及特朗普的关税政策，都将是年内物价走势的重要影响因素。

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 A 股多数指数震荡走弱，跌幅较小的指数为上证 50，下跌 1.60%，领跌的指数为创业板指，下跌 6.73%。港股方面，本周恒生指数下跌 8.47%，恒生国企指数下跌 7.35%，AH 溢价指数上行 3.13%收于 136.67；美股方面，标普 500 指数本周上涨 5.70%，纳斯达克上涨 7.29%。债市方面，本周国内债市维持稳定，中债总财富指数本周上涨 0.29%，中债国债指数上涨 0.50%，金融债指数上涨 0.21%，信用债指数上涨 0.16%；十年美债利率上行 47 BP，周五收于 4.48%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率下行 9 BP，周五收于 1.33%。期货市场方面，本周 NYMEX 原油期货下跌 0.82%，收于 61.48 美元/桶；COMEX 黄金上涨 7.23%，收于 3254.90 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 1.07%，LME 铜上涨 4.60%，LME 铝上涨 0.76%；CBOT 大豆上涨 6.83%。本周美元指数下跌 3.06%收于 99.77。本周 VIX 指数下行至 37.56。

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	2025/4/7 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/4/11 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,238.23	(3.11)	(0.28)	(2.92)	(3.39)
	399001.SZ	深证成指	9,834.44	(5.13)	(2.28)	(6.38)	(5.57)
	399005.SZ	中小板指	6,174.23	(4.32)	(2.93)	(6.03)	(3.26)
	399006.SZ	创业板指	1,926.37	(6.73)	(2.95)	(8.43)	(10.05)
	881001.WI	万得全 A	4,880.68	(4.31)	(1.17)	(4.62)	(2.81)
	000300.SH	沪深 300	3,750.52	(2.87)	(1.37)	(3.52)	(4.69)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	248.06	0.29	0.64	0.89	0.27
	CBA00603.C	中债国债	246.84	0.50	0.80	1.29	0.38
	CBA01203.C	中债金融债	246.09	0.21	0.53	0.70	0.07
	CBA02703.C	中债信用债	222.13	0.16	0.18	0.31	0.51
	885009.WI	货币基金指数	1,718.11	0.03	0.02	0.04	0.40
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	61.48	(0.82)	(10.15)	(13.99)	(14.28)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,254.90	7.23	(1.87)	3.32	23.24
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,131.00	(1.07)	(0.88)	(1.32)	(5.46)
	CA.LME	LME 铜	9,184.00	4.60	(10.36)	(5.42)	4.74
	AH.LME	LME 铝	2,396.50	0.76	(6.63)	(5.39)	(6.07)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,043.75	6.83	(4.47)	2.86	3.29
货币	-	余额宝	1.33	-9 BP	5 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	99.77	(3.06)	(1.07)	(4.25)	(8.03)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.32	(0.28)	(0.56)	(1.01)	(0.35)
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.31	(3.04)	(2.57)	(6.10)	(9.22)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.13	(2.89)	(3.42)	(5.55)	(9.85)
港股	HSL.HI	恒生指数	20,914.69	(8.47)	(2.46)	(9.54)	4.26
	HSCEL.HI	恒生国企	7,801.51	(7.35)	(2.17)	(8.40)	7.02
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	136.67	3.13	0.83	2.89	(6.33)
美国	SPX.GI	标普 500	5,363.36	5.70	(9.08)	(4.43)	(8.81)
	IXIC.GI	NASDAQ	16,724.46	7.29	(10.02)	(3.32)	(13.39)
	UST10Y.GBM	十年美债	4.48	47 BP	-26 BP	25 BP	-10 BP
	VIX.GI	VIX 指数	37.56	(17.10)	109.28	68.58	116.48
	CRB.RB	CRB 商品指数	290.42	0.68	(6.00)	(6.10)	(2.12)

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）

4月11日，国家主席习近平在北京钓鱼台国宾馆会见来华访问的西班牙首相桑切斯。习近平指出，当前，世界百年变局加速演进，多重风险挑战叠加，各国唯有团结协作，才能维护世界和平稳定，促进全球发展繁荣。国际形势越是变乱交织，中西关系良好稳定发展的重要性就越凸显。今年是中国和西班牙建立全面战略伙伴关系20周年，中方愿同西班牙打造更有战略定力、更富发展活力的全面战略伙伴关系，为两国人民增进福祉，为中欧关系增添动力，也为促进世界和平、稳定、发展作出更大贡献。

中国和西班牙发布关于加强全面战略伙伴关系的行动计划（2025-2028年）。双方重点加强以下领域合作：经济、贸易和投资，农业和渔业，科技、创新和绿色发展以及民间交往。

中央周边工作会议4月8日至9日举行。会议强调，构建周边命运共同体，要与周边国家巩固战略互信，支持地区国家走稳自身发展道路，妥善管控矛盾分歧；深化发展融合，构建高水平互联互通网络，加强产业链供应链合作。

国务院关税税则委员会公告称，自4月12日起，调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告2025年第5号）规定的加征关税税率，由84%提高至125%。鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。

商务部新闻发言人就中方针对美方再次提高对华关税实施反制答记者问称，美方对华轮番加征畸高关税已经沦为数字游戏，在经济上已无实际意义，只会更加暴露出美方将关税工具化、武器化，搞霸凌胁迫的伎俩，并沦为笑话。如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会。但是，倘若美方执意继续实质性侵害中方权益，中方将坚决反制，奉陪到底。

外交部回应美方称对华关税达145%：中方已多次阐述在关税问题上的严正立场，关税战、贸易战没有赢家，中方不愿打，但也不怕打；任何对话都必须建立在平等、尊重、互惠的基础上，如果美方执意打关税战、贸易战，中方必将奉陪到底。

国务院新闻办公室发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书，澄清中美经贸关系事实，阐明中方对相关问题的政策立场。白皮书除前言、结束语外共分为六个部分，分别是中美经贸关系的本质是互利共赢；中方认真履行中美第一阶段经贸协议；美方违反中美第一阶段经贸协议有关义务；中国践行自由贸易理念，认真遵守世界贸易组织规则；单边主义、保护主义损害双边经贸关系发展；中美可以通过平等对话、互利合作解决经贸分歧。

国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业座谈会。李强强调，要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策。要把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收。要充分激发各类经营主体活力，努力为企业提供更好的发展环境和政策服务。

中共中央、国务院印发《加快建设农业强国规划（2024-2035年）》提出，到2027年，农业强国建设取得明显进展，乡村全面振兴取得实质性进展，农业农村现代化迈上新台阶；到2035年，农业强国建设取得显著成效，乡村全面振兴取得决定性进展，农业现代化基本实现，农村基本具备现代生活条件；到本世纪中叶，农业强国全面建成，乡村全面振兴，农业农村现代化全面实现。

国务院总理李强同欧盟委员会主席冯德莱恩通电话。李强表示，双方要推动新一次中欧战略、经贸、绿色、数字领域高层对话尽早举行。李强指出，中国今年的宏观政策充分考虑了各种不确定因素，也有充足的储备政策工具，完全能够对冲外部不利影响，对保持自身经济持续健康发展充满信心。中国将继续坚定不移扩大开放，同包括欧盟在内的世界各国加强合作，分享发展机遇。

2025年全国出口管制工作会议在京召开。会议要求，从完善法律法规、加强物项列管、强化许可执法、加强多双边出口管制对话交流、推进合规建设等方面，进一步完善现代化国家出口管制体系，更好维护国家主权、安全、发展利益。

人民日报发表评论员文章指出，面对美滥施关税的乱拳，我们心中有数、手上有招。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；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间；将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策；以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，稳定市场信心，相关预案政策将陆续出台。

国务院批复同意《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，在已有试点地区基础上，将大连市、宁波市、厦门市、青岛市、深圳市、合肥市、福州市、西安市、苏州市等 9 个城市纳入试点范围。

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。

财政部办公厅发布关于加强产权交易机构开展金融机构国有产权交易业务管理有关事项的通知。其中提出，非首次挂牌且转让底价低于评估结果的，应进一步审核历次挂牌情况；挂牌价格低于资产评估结果的 90% 的，应进一步审核相关审批文件。

国务院批复同意《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，在已有试点地区基础上，将大连市、宁波市、厦门市、青岛市、深圳市、合肥市、福州市、西安市、苏州市等 9 个城市纳入试点范围。

《上海市促进专精特新中小企业发展壮大的若干措施》发布。其中提出，完善改制上市培育库，加大潜力企业发掘力度，力争入库企业数量突破 1000 家；加强专精特新专板建设，提升多层次资本服务专精特新中小企业的能力。

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整体有所下滑，其中，线材开工率变动-0.59 个百分点。4 月 9 日当周，部分地区石油沥青装置开工率环比上周有所回升，华南、东北及西北地区开工率较前一周均有上行。

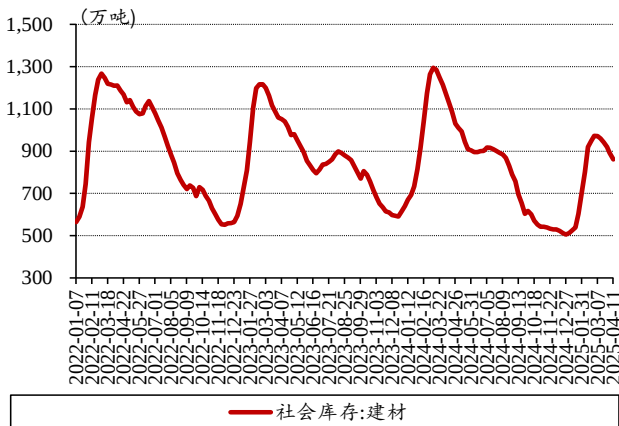
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

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 (%)	41.63	0.00	(0.36)
	线材：主要钢厂开工率 (%)	44.75	(0.59)	(3.50)
石油沥青装置	开工率:华北地区	10.90	0.00	(27.30)
	开工率:华南地区	46.90	6.60	22.70
	开工率:东北地区	14.30	0.80	(4.60)
	开工率:西北地区	33.50	6.20	12.60

资料来源：万得，中银证券

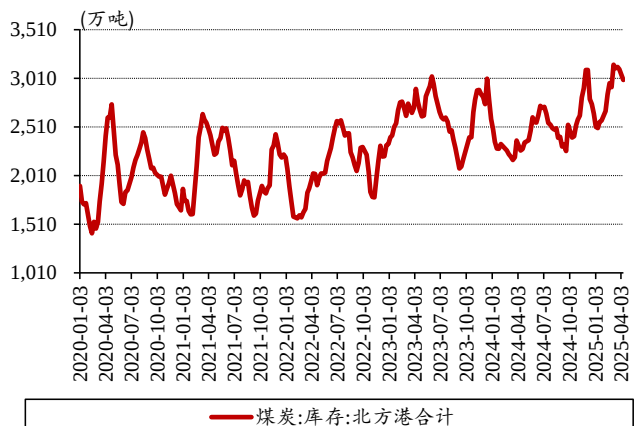
海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 8.10%。原油库存方面，4 月 4 日当周，美国 API 原油库存有所回落，本周环比变动-105.70 万桶。

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



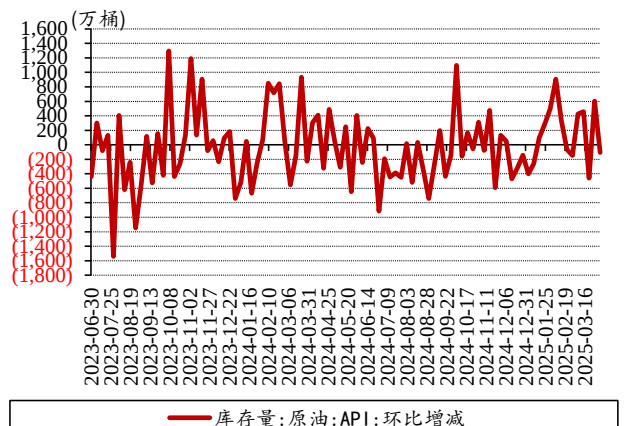
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现



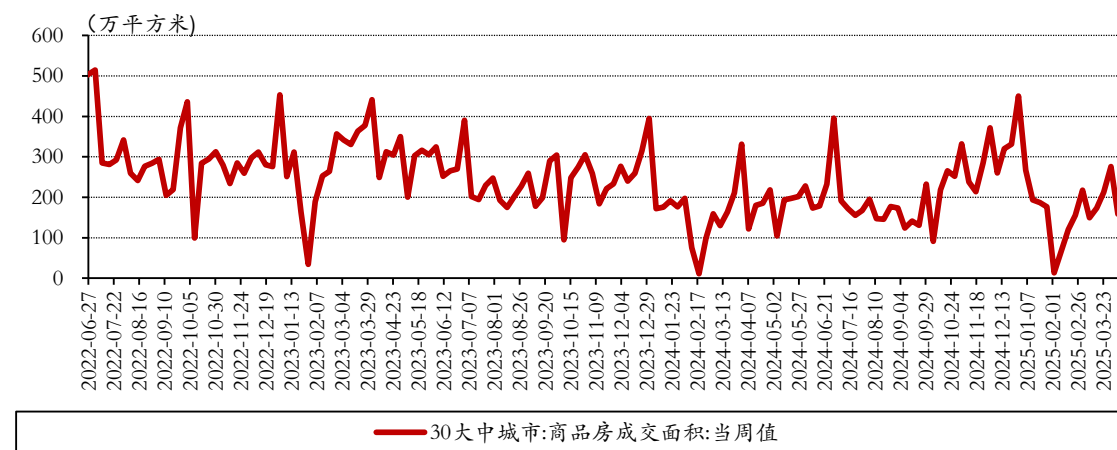
资料来源：万得，中银证券

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

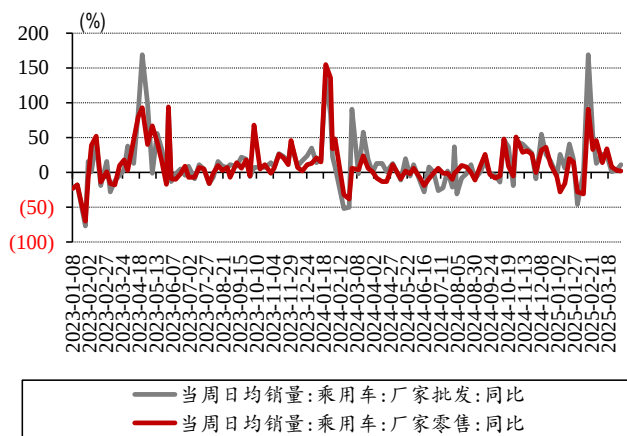


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比有所回落。4月6日当周，30大中城市商品房成交面积较前一周有所回落，单周成交面积实现 158.70 万平方米，但较去年同期仍有回升。2024 年四季度以来，政策组合效应持续发挥，商品房销售有望延续“止跌回稳”。

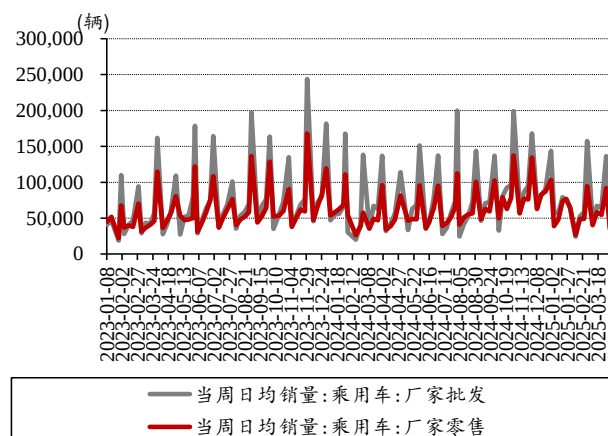
汽车方面，4月6日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为 11%和 2%。当前“消费品以旧换新”政策仍在发力，汽车作为“促消费”政策的重要抓手，有望对年内消费数据形成支撑。我们继续看好 2025 年存量汽车市场的更新需求。

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：本周市场指数震荡走弱

本周市场指数震荡走弱，跌幅较小的指数包括上证 50（-1.60%）、上证 180（-1.86%）、中证 100（-2.51%），领跌的指数包括创业板指（-6.73%）、中证 1000（-5.50%）、深证成指（-5.13%）。行业方面，领涨的行业有农林牧渔（3.18%）、商贸零售（1.19%）、国防军工（0.88%），领跌的行业有电力设备（-7.76%）、通信（-7.48%）、传媒（-6.88%）。

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 (%)	
上证 50	(1.60)	农林牧渔	3.18	新零售指数	1.09
上证 180	(1.86)	商贸零售	1.19	苹果指数	(9.41)
中证 100	(2.51)	国防军工	0.88	特斯拉指数	(9.54)
深证成指	(5.13)	传媒	(6.88)	次新股指数	(11.55)
中证 1000	(5.50)	通信	(7.48)		
创业板指	(6.73)	电力设备	(7.76)		

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

上交所召开座谈会，与长江证券、东方证券、东吴证券、广发证券、国联民生、国泰海通、申万宏源、天风证券、兴业证券、中信证券等 10 家证券经营机构代表深入交流，充分听取意见建议。与会机构一致表示，坚定看好中国资本市场发展前景，面对当前不确定性因素有所增加的市场环境，一定要坚定信心、勠力同心，保持定力、凝聚合力，集中精力办好自己的事，齐心协力促进资本市场健康稳定发展。

国资合力稳定 A 股市场。4 月 7 日，中央汇金发布公告称，坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前 A 股配置价值，并表示已再次增持 ETF，未来将继续增持。中央汇金发布公告称，坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前 A 股配置价值，并表示已再次增持 ETF，未来将继续增持。4 月 8 日，国务院国资委指出，将全力支持推动中央企业及其控股上市公司主动作为，不断加大增持回购力度，切实维护全体股东权益，持续巩固市场对上市公司的信心，努力提升公司价值，充分彰显央企责任担当。

北京市国资委召开市管企业控股上市公司座谈会。会议要求，国有股东按市场化原则依法合规适时增持股票，具备条件的上市公司有计划实施股票回购，有效维护上市公司市值。

山东省国资委与山东证监局签署推动辖区国有控股上市公司高质量发展合作备忘录，强调省属企业要以市值管理为抓手，综合运用增持、回购，加大分红频次与力度，规范信息披露，加强投资者关系管理等方式，持续维护好资本市场形象。

《广州市支持上市公司并购重组实现高质量发展的若干措施（2025-2027 年）》正式印发出台，提出力争到 2027 年，推进不少于 60 单具有代表性的并购重组案例，围绕广州“12218”现代化产业体系打造 10 家左右具有较强竞争力的上市公司，培育 3-5 家有行业影响力的专业并购基金管理人。

上海市国资委发布加强国有控股上市公司市值管理工作的若干意见，支持监管企业和上市公司用好各类市值管理政策和工具，包括健全常态化市值维护机制，推动股票回购增持作为基础性制度安排，建立股价异常波动快速响应机制等。

浙江省国资委透露已于 4 月 7 日召开省属国有上市公司股票回购增持工作座谈会，全力支持省属企业加大股票回购增持力度，要求破净、低市值、低股价的上市公司，尽快制定市值提升计划。

京东宣布将推出 2000 亿出口转内销扶持计划。未来一年内，京东将大规模采购不低于 2000 亿出口转内销商品，帮助外贸企业快速开拓国内市场。

债券：十年国债收益率小幅上行

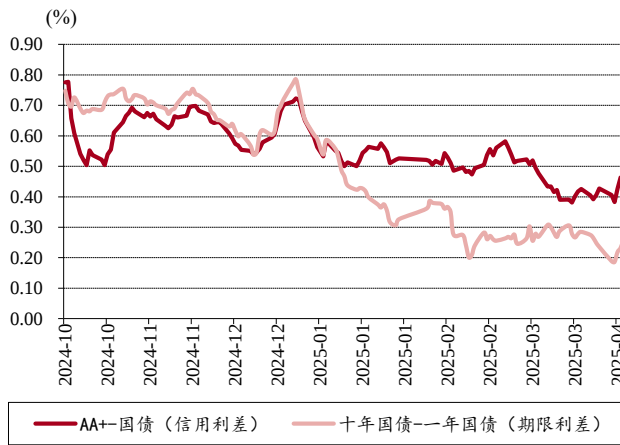
十年期国债收益率周五收于 1.66%，本周上行 3BP，十年国开债收益率周五收于 1.70%，较上周五上行 3BP。本周期限利差上行 7BP 至 0.26%，信用利差上行 3BP 至 0.46%。

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

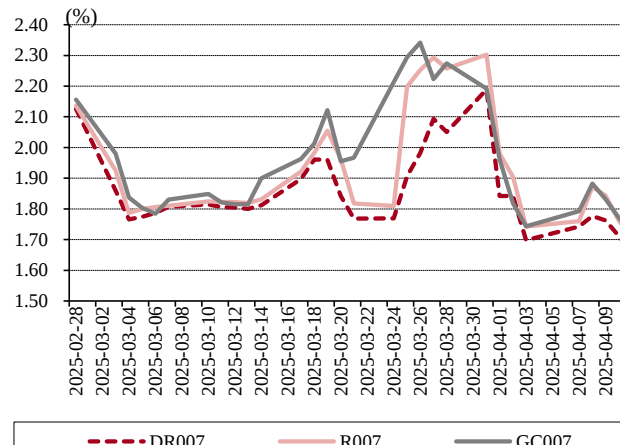
本周五 DR007、R007 及 GC007 分别收于 1.6534%、1.7014% 和 1.7240%，较上周分别变动-9BP、-6 BP 和-7 BP。本周央行在公开市场净回笼 2892 亿元，货币市场流动性维持稳定。

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)

今年一季度，全国各地发行地方债券规模合计达 28420.99 亿元，同比增长 80.58%。截至 4 月 7 日，今年以来地方债券发行规模已达到 28486.19 亿元。

江苏省财政厅等部门发布通知明确，鼓励企业发行银行间市场科技创新债券产品、科技创新公司债券，省财政给予贴息支持。

据中指研究院，截至 4 月 10 日，广东、四川、福建、湖南等地公示拟使用专项债回收收购存量闲置土地的总金额已超 1200 亿元，其中广东、四川、湖南均已完成部分专项债发行，合计发债金额约 402 亿元。

大宗商品：本周商品期货指数上涨 1.79%

本周商品期货指数上涨 1.79%。从各类商品期货指数来看，上涨的指数仅有贵金属（1.71%）；以下品种均现下跌：谷物（-0.22%）、非金属建材（-3.25%）、油脂油料（-3.67%）、有色金属（-4.21%）、煤焦钢矿（-4.90%）、化工（-6.57%）、能源（-12.12%）。

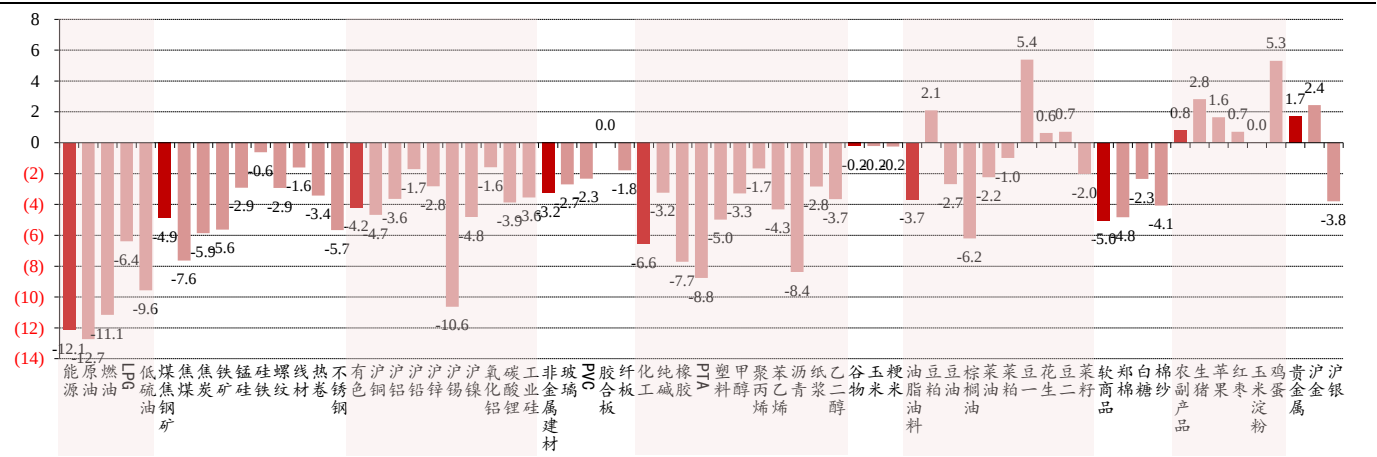
各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有豆一（5.38%）、鸡蛋（5.31%）、生猪（2.82%），跌幅靠前的则有原油（-12.72%）、燃油（-11.15%）、沪锡（-10.63%）。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.79%	能源 -12.12%	煤焦钢矿 -4.90%
有色金属 -4.21%	非金属建材 -3.25%	化工 -6.57%
谷物 -0.22%	油脂油料 -3.67%	贵金属 +1.71%

资料来源：万得，中银证券

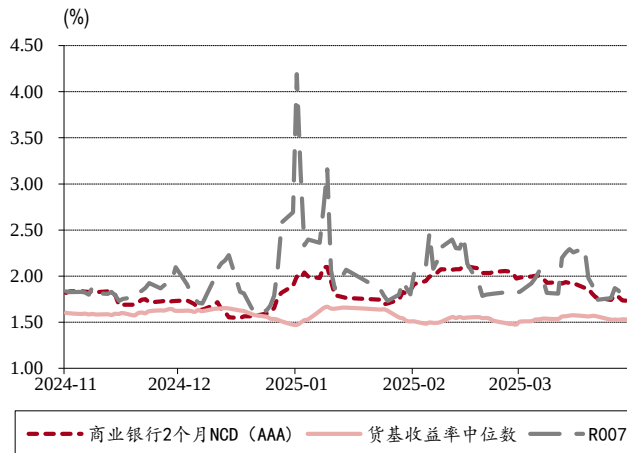
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方

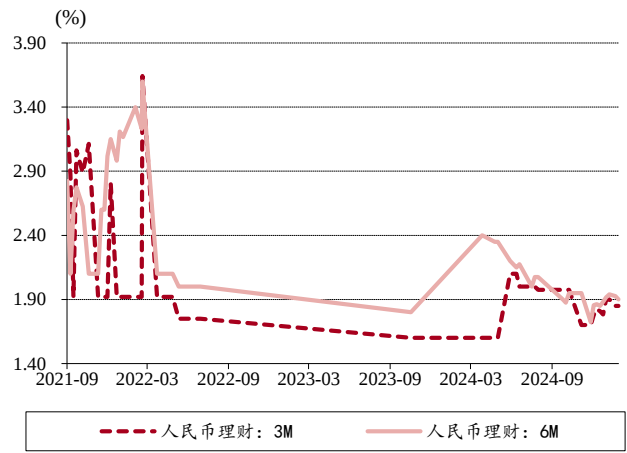
本周余额宝 7 天年化收益率下行 9BP，周五收于 1.33%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.53%。

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

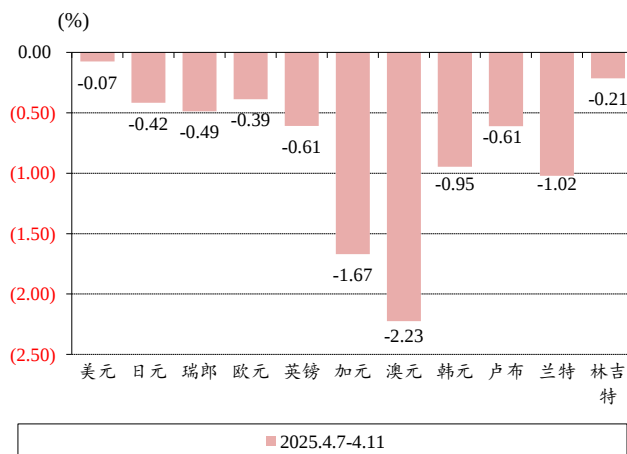


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币兑美元中间价本周上行

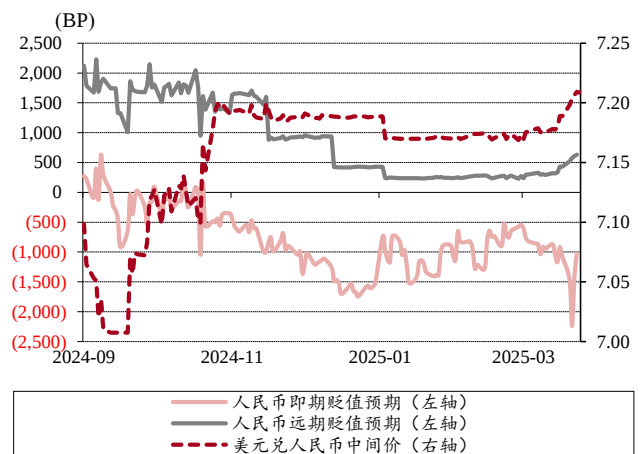
人民币兑美元中间价本周上行 203BP，至 7.2087。本周人民币对以下货币出现贬值：美元(-0.07%)、林吉特(-0.21%)、欧元(-0.39%)、日元(-0.42%)、瑞郎(-0.49%)、英镑(-0.61%)、卢布(-0.61%)、韩元(-0.95%)、兰特(-1.02%)、加元(-1.67%) 和澳元(-2.23%)。短期人民币汇率主要受美国加征关税影响，但我国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动

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)

央行副行长宣昌能出席并主持东盟与中日韩财政和央行副手会。会议一致通过了在清迈倡议多边化机制下以人民币出资的法律安排。

阿根廷放弃联系汇率制度，允许比索在区间内浮动。

外汇局数据显示，截至 3 月末，我国外汇储备规模为 32407 亿美元，较 2 月末上升 134 亿美元，这是外汇储备连续三个月增长。

港股：各行业市场表现均较弱势

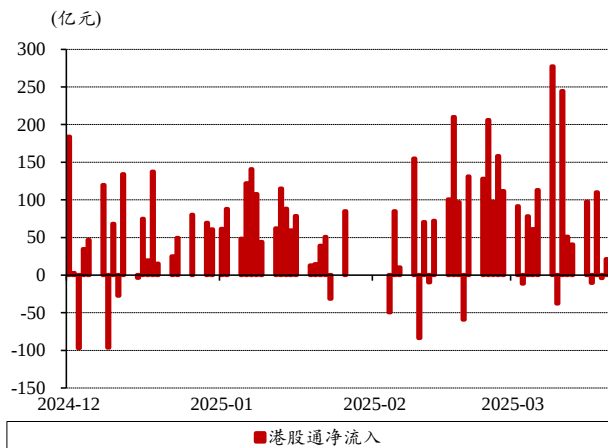
行业方面，本周跌幅较小的行业板块有必需性消费(-1.12%)、电讯业(-3.19%)、公用事业(-4.37%)，跌幅靠前的有非必需性消费(-10.67%)、能源业(-10.40%)、医疗保健业(-9.61%)。本周南下资金总量 779.73 亿元。

图表 23. 恒指走势



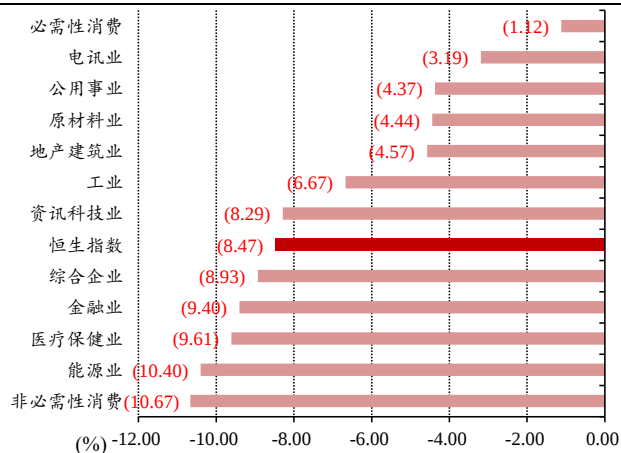
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



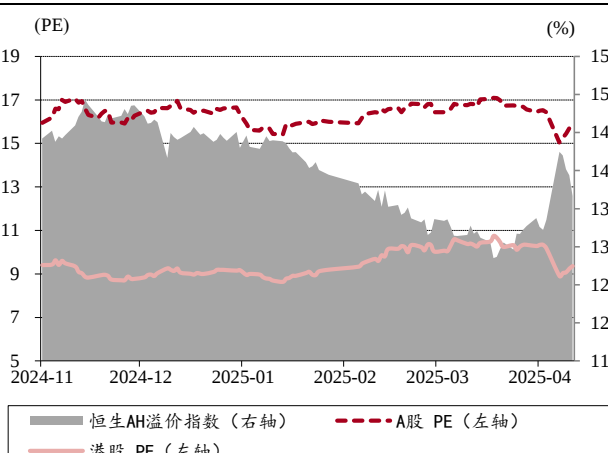
资料来源：万得，中银证券

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)

美联储威廉姆斯表示，美联储政策已为未来发展做好准备；经济受到高度不确定性的困扰；关税与贸易是巨大不确定性的关键驱动因素；预计今年经济增长将大幅放缓至 1%；预计今年失业率将升至 4.5%-5% 之间；关税将使今年的通胀率升至 3.5% 至 4% 之间；仍然全力致力于将通胀率恢复到 2%。

美联储会议纪要显示，多数与会者表示通胀可能更加持久；如果通胀上升而增长疲软，“委员会可能面临艰难的权衡”；所有与会者认为考虑到经济前景的不确定性明显，维持利率不变是适当的。官员预计今年关税将导致通货膨胀率上升，几乎所有与会者认为通胀风险偏向上行，而就业风险则偏向下行。

美联储柯林斯表示，利率政策处于良好状态，目前保持稳定似乎是最佳选择；美联储今年可能仍有降息的空间；关税将推动通胀上升，并减缓经济增长水平；重新出现的价格压力可能会使美联储推迟降息；关税可能使核心通胀在今年“远超”3%；看到通胀风险向上，经济增长风险向下。

美国财政部表示，美国政府 3 月预算赤字为 1610 亿美元，较去年同期下降 32%，或 760 亿美元。赤字下降的主要原因是福利支出日历调整，政府收入继续增加。3 月净关税总额达 82 亿美元，较上年同期增加 21 亿美元，创下 2022 年 9 月以来的最高水平。

欧盟委员会主席冯德莱恩表示，如果与特朗普的贸易谈判失败，欧盟可能会对美国大型科技公司征税。欧盟将在特朗普暂停额外关税的 90 天内，寻求与美国达成一项“完全平衡”的协议。正在制定报复措施。在谈判不满意的情况下，将会有一系列广泛的反制措施。

新西兰联储将基准利率下调 25 个基点至 3.5%，为连续第五次会议降息。新西兰联储称，随着关税的范围愈加明确，委员会有可能进一步降息。

印度央行将基准利率下调 25 个基点至 6%，为年内第二次降息。印度央行将货币政策立场从“中性”调整为“宽松”，以提振面临美国关税进一步压力的疲软经济。

美国 3 月 PPI 同比升 2.7%，前值升 3.2%；环比降 0.4%，为 2023 年 10 月以来最大降幅，前值从持平修正为升 0.1%。核心 PPI 同比升 3.3%，前值升 3.4%；环比降 0.1%，前值从降 0.1%修正为升 0.1%。

美国 4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，3 月终值 57。一年期通胀率预期初值 6.7%，为 1981 年以来最高水平，3 月终值 5.0%。

英国 2 月 GDP 同比升 1.4%，前值从升 1.0%修正为升 1.2%；环比升 0.5%，前值从降 0.1%修正为持平；三个月 GDP 环比升 0.6%，前值升 0.2%。

英国 2 月工业产出环比升 1.5%，前值从降 0.9%修正为降 0.5%；同比升 0.1%，前值从降 1.5%修正为降 0.5%。

英国 2 月制造业产出环比升 2.2%，前值从降 1.1%修正为降 1.0%；同比升 0.3%，前值从降 1.5%修正为降 0.9%。

英国 2 月季调后商品贸易帐逆差 208.09 亿英镑，前值从逆差 178.49 亿英镑修正为逆差 182.19 亿英镑。

德国 3 月 CPI 终值环比升 0.3%，2 月终值升 0.4%；同比升 2.2%，2 月终值升 2.3%。

瑞士 3 月消费者信心指数-34.8，前值-33.6。

标普指出，2025 年一季度美国大型公司申请破产的数量达到 188 家，创下 15 年来最高纪录。

亚洲开发银行发布报告预计，受美国关税政策不确定性等因素影响，亚太发展中经济体 2025 年经济增速为 4.9%，略低于 2024 年的 5.0%，2026 年增速预测为 4.7%。亚行首席经济学家表示，亚太地区发展中经济体拥有强劲的基本面，这支撑了它们在全球充满挑战的环境中的韧性。

下周大类资产配置建议

3月PPI环比下降0.4%，同比下降2.5%，PPIRM同比下降2.4%。PPI环比下降主要有三个原因：一是国际原油价格下行带动国内石油相关行业价格环比下降，包括石油和天然气开采业、精炼石油产品制造业、有机化学原料制造业等，二是煤炭等能源需求季节性下行，北方冬季供暖陆续结束，采暖用煤需求下降，电煤库存处于高位，加之新能源发电具有一定替代作用，煤炭开采和洗选业价格、电力热力生产和供应业合计影响PPI环比下降约0.10个百分点，三是部分原材料行业价格下行，节后房地产、基建项目开工较为平稳，钢材、水泥等生产恢复快于需求，叠加生产成本下降，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业合计影响PPI环比下降约0.05个百分点。

预计PPI同比增速明显上行的时点或在三季度。3月PPI同比增速下行，其中既有内需偏弱的影响，也有国际大宗商品价格波动对国内造成的影响，我们认为上述因素在年内仍将影响PPI同比增速的表现，但除此之外，需要关注的重要影响因素还有两个，一是国内政策出台和政策落地效果的影响，较明显的一个方面就是基建和房地产投资对相关原材料价格的影响，以及4月政治局会议是否会加码稳增长的宏观政策组合拳，二是特朗普关税政策对包括我国在内的全球经济造成的不确定性影响。我们认为从历史规律上看，年内PPI同比增速仍有上行趋势，但上行的时点可能在三季度。

黄金的上行逻辑仍在延续。本轮黄金上涨的重要推动者是全球央行，其增持黄金的背后大致有两个逻辑：中长期而言，是对以美元为代表的信用货币体系的担忧；短期而言，是对日益紧张的地缘政治局势的担忧。截至2024年三季度末，全球黄金储备占储备资产的比例仅为18.2%。其中近年来购买黄金较多的新兴市场和发展中经济体央行占比总体偏低。在全球贸易局势未见缓和前，避险需求仍对黄金构成支撑。在当前市场形势下，美国衰退预期的发酵以及美国金融市场的动荡已经令市场调高了美联储降息的预期，如美联储被迫再度开始降息，则实际利率的回落也将支撑金价。综合判断，我们认为黄金价格上行的逻辑并未发生根本变化，以伦敦现货黄金度量的黄金价格上行的逻辑仍在。

但需注意的是，除黄金外，其余主要大宗商品价格仍受以下两方面压力影响：其一，年初以来，我国地产投资延续弱势，对大宗商品下游需求贡献有限。其二，海外大宗商品价格波动较为频繁，短期或对我国大宗商品价格造成输入性压力。因此，我们将后续大类资产配置顺序调整为：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（2025.4.13）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注4月政治局会议重要表述	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