

金融市场分析周报

(2025.03.31-2025.04.04)

报告摘要

- **PMI:** 假期效应减退, 稳增长政策持续发力, 制造业和非制造业景气度提升, 新质生产力行业成为主要边际贡献。3 月, 制造业 PMI 为 50.5, 较 2 月上升 0.3 个百分点; 非制造业商务活动指数为 50.8, 较 2 月上升 0.4 个百分点。制造业方面, 需求回升幅度大于供给, 拉内需为主要驱动力, 但出口需求仍弱, 后续应关注美国开打关税战的重要影响, 另外主要价格指数下降表明通缩压力仍存, 企业仍以去库存方式应对市场需求, 但企业信心和预期有待巩固。非制造业方面, 服务业主要指标均回暖, 建筑业生产活动也出现改善, 是经济的主要稳定器。
- **资金面分析:** 跨季结束央行净回笼, 资金面维持平稳; 下周逆回购到期额仍处于高位, 关注央行操作情况。本周央行公开市场累计进行了 6849 亿元逆回购操作, 本周央行公开市场共有 11868 亿元逆回购到期, 因此本周央行公开市场净回笼 5019 亿元。跨季结束央行净回笼, 资金面维持平稳。下周仍为季初, 受春节假期等因素影响, 本月税期后延至 4 月 18 日, 税期对于资金面的影响仍未至, 季节性因素预计对于资金面的冲击较少。本周政府债融资额走高后, 下周政府债融资额大幅转负, 位于近期相对低位, 预计对于资金面的影响有限。虽然本周央行转为净回笼, 但下周到期逆回购仍超 7000 亿元, 叠加下周存在 1500 亿元国库现金定存到期, 央行资金回笼可能对资金面形成一定冲击。
- **利率债:** 资金面由紧转松, 虽净回笼但大机构融出较多, 经济数据继续弱修复, 且美国关税冲击下, 外贸不确定性增加, 市场逐步定价, 且本周节假日期间我国宣布对等关税, 短期内过快的下行充分定价关税带

主要数据

上证指数	3145.5491
沪深 300	3650.759
深证成指	9424.6795

主要指数走势图



作者

符旻 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

金融市场分析周报 —2025-04-03
金融市场分析周报 —2025-03-26
美联储按兵不动符合预期, 国内经济年内开局平稳 —2025-03-26

来的冲击以及未来可能的货币政策，继续关注点位，在前低附近注意交易盘止盈。

- **权益市场：**本周市场整体下跌，稳定风格表现较强。上证指数（-0.28%）、深证成指（-2.28%）、沪深 300（-1.37%）、科创 50（-1.11%）、创业板指（-2.95%）、中证 500（-1.19%）、中证 1000（-1.04%）均表现较弱。行业风格上，稳定风格表现较强，上涨 1.92%；成长风格表现较弱，下跌 2.10%。分行业来看，申万一级行业中公用事业、农林牧渔、医药生物表现较强，分别上涨 2.55%、1.51%、1.20%；汽车、电力设备、家用电器表现较弱，分别下跌 3.54%、3.51%、3.46%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11367.50 亿元，较上周减少 1240.27 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，内需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：**美国关税增加幅度远超市场预期，制造业及服务业 PMI 超预期下滑，非农就业数据表现较好，不改美元指数本周下跌趋势。本周美国关税政策落地，其中设立 10% 的对等关税，同时将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。特朗普公布关税后，中国对美国进口商品加征关税进行反击、欧洲等国家地区也称可能推出反制措施。由于担忧贸易战升级可能进一步引发美国衰退，美国关税政策公布后两天美元指数大幅回落。本周部分美国经济数据公布，其中 ISM 制造业 PMI 下滑至 49，服务业 PMI 也下滑至 50.8，均不及市场预期，3 月份非农就业人数新增 22.8 万人，大幅高于预期，周五非农就业数据公布后，美元指数一度小幅反弹。本周美联储主席鲍威尔称，对关税的范围感到震惊，远超预期，但面对不确定性，美联储有条件等一等，再考虑是否调整政策。整体来看，特朗普关税增加幅度远

超市场预期，美国制造业及服务业 PMI 超预期下滑，虽然非农就业数据表现较好，但不改美元指数本周下跌趋势。

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

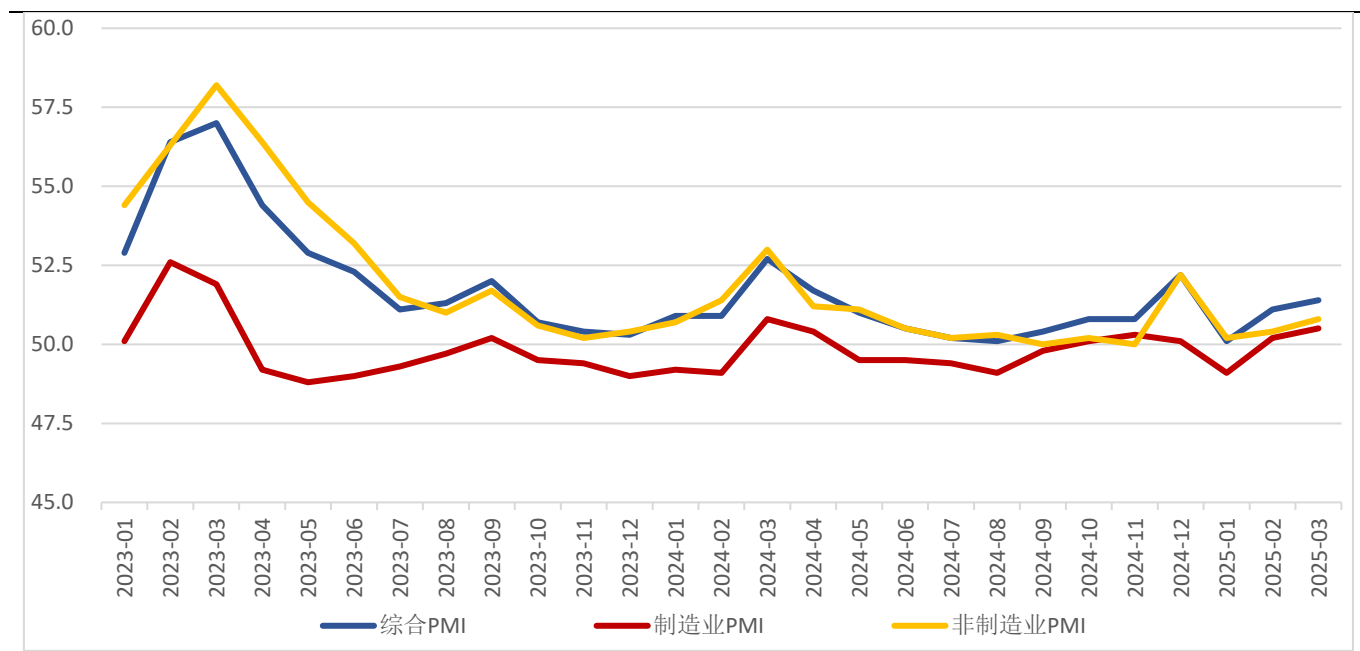
一、 本周重点经济	5
1.1 假期效应减退，稳增长政策持续发力，制造业和非制造业景气度提升，新质生产力行业成为主要边际贡献	5
1.2 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：跨季结束央行净回笼，资金面维持平稳；下周逆回购到期额仍处于高位，关注央行操作情况	7
2.2 利率债走势分析：央行本周跨季后净回笼资金，关税影响情绪，利率债本周大幅下行	9
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体下行	10
三、 主要资产价格分析	12
3.1 权益市场分析：关税“风浪”起？清风拂山岗	12
3.2 美元指数分析：美国关税增加幅度远超市场预期，制造业及服务业PMI超预期下滑，非农就业数据表现较好，不改美元指数本周下跌趋势	13

一、 本周重点经济

1.1 假期效应减退，稳增长政策持续发力，制造业和非制造业景气度提升，新质生产力行业成为主要边际贡献

春节假期效应逐步消退，叠加稳增长政策效果继续发力，制造业、服务业和建筑业生产均加速扩张，内需进一步回暖。3月，制造业采购经理指数（PMI）为50.5，较2月上升0.3个百分点，为2024年4月以来最高；非制造业商务活动指数为50.8，较2月上升0.4个百分点；综合PMI产出指数上行0.3个百分点至51.4，表明企业生产经营活动总体扩张加快。

图1：3月制造业和非制造业 PMI 继续上升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

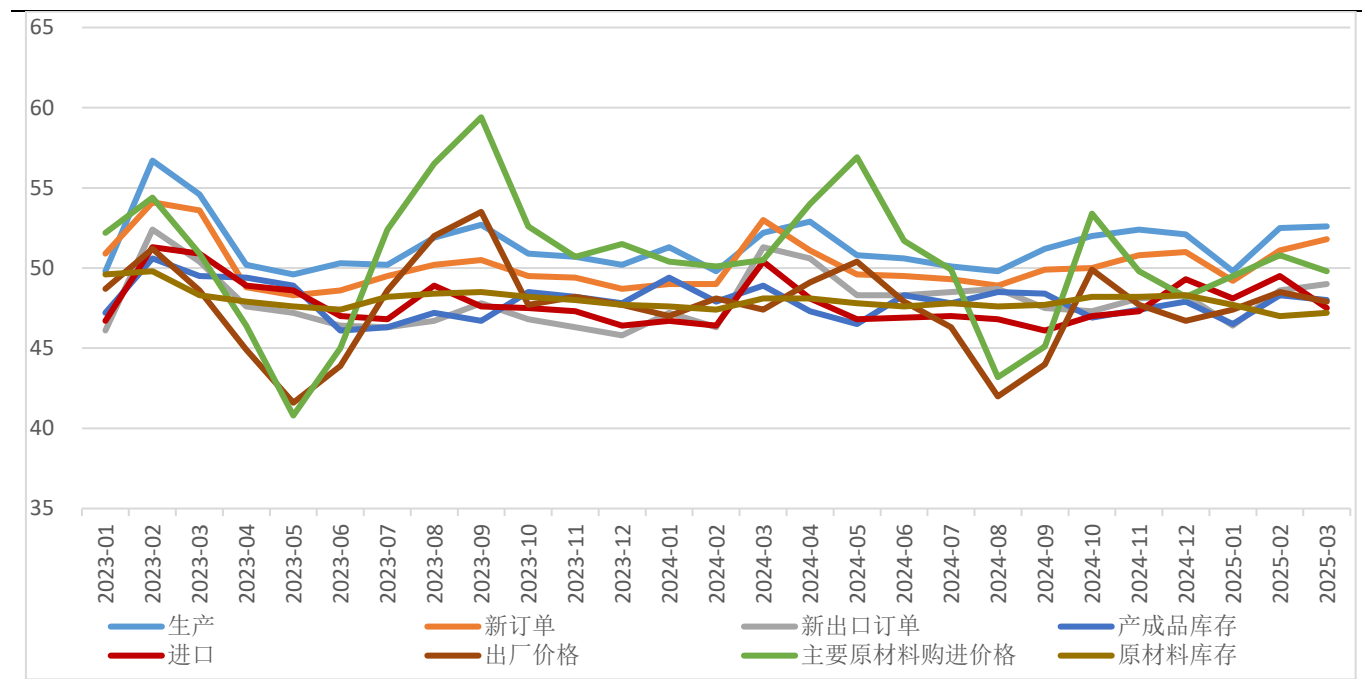
制造业需求回升幅度大于供给，内需成为主要驱动力。3月生产指数、新订单指数分别为52.6、51.8，分别较2月提高0.1个、0.7个百分点；尽管出口继续边际改善，但出口订单恢复弱于整体，新出口订单指数上行0.4个百分点至49，仍位于收缩区间；制造业就业仍加快收缩（就业指数本身就是滞后变量），从业人员指数回落0.4个百分点至48.2，继续低于临界点。结构看，代表新质生产力的新技术和装备制造业表现较好，其PMI分别提升1.2和1.4个百分点，主要受铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业的带动；消费品制造业PMI提升0.1个百分点至50%；原材料行业PMI回落0.5个百分点至49.3%。

制造业价格指数下降，通缩压力仍存。受原油、铁矿石等部分大宗商品价格波动影响，3月主要原材料购进价格指数下降1个百分点至49.8，再度回落至收缩区间；产成品的出厂价格指数为47.9，较2月下降0.6个百分点。结构看，基础原材料和消费制造行业价格下行压力较明显，但新动能的装备制造业、高技术制造业购进及出厂价格均有提升。

企业供需回升带动采购量继续增加，但企业信心和预期有待巩固。3月采购量指数下行0.3个百分点至51.8；原材料库存指数在收缩区间上行0.2个百分点至47.2；企业消耗成品库存以满足市场需求，产成品库存指数回

落 0.3 个百分点至 48；生产经营活动预期指数回落，面临近期美国关税战影响，企业预期变化对其经营行为存在较大扰动。

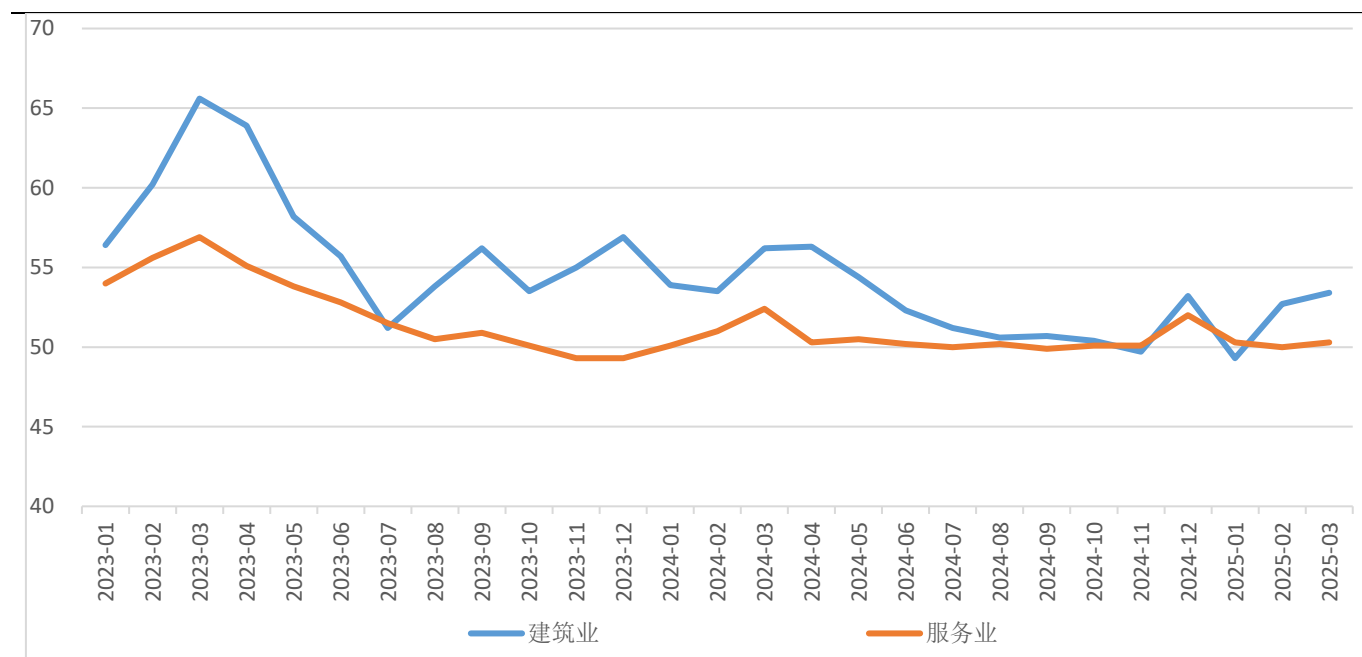
图 2：制造业供需两端均边际改善，但就业、出口、价格等指数仍弱（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

服务业主要指标回暖，建筑业生产活动改善。3月，服务业商务活动指数上升 0.3 个百分点至 50.3，随着春节效应逐步消退，与居民消费相关的餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数有所回落，另外服务业市场信心升温，业务活动预期指数上升 0.6 个百分点至 57.5，位于较高景气区间；受气候转暖、各地建设项目加快推进等因素影响，建筑业商务活动指数继续上行至 53.4，高于上月 0.7 个百分点，其中业务活动预期指数提高 0.6 个百分点至 55.3，表明建筑业企业对近期市场发展信心增强。

图 3：服务业主要指标回暖，建筑业生产活动改善（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，该关税将于美国东部时间 4 月 5 日凌晨 0 时 01 分生效。此外，将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，该关税将于美国东部时间 4 月 9 日凌晨 0 时 01 分生效，所有其他国家将继续遵守原有的 10% 关税基准。特朗普还宣布对进口汽车加征 25% 的关税，将于 4 月 3 日生效。

2) 国务院关税税则委员会公告称，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的进口商品加征关税。有关事项如下：对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税；现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。

商务部会同海关总署发布关于对钐、钇、铽、镱、镱、铕等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，并于发布之日起正式实施。此次中国政府依法对相关物项实施出口管制，目的是更好维护国家安全和利益，履行防扩散等国际义务。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨季结束央行净回笼，资金面维持平稳；下周逆回购到期额仍处于高位，关注央行操作情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 5019 亿元

本周央行公开市场累计进行了 6849 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 11868 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净回笼 5019 亿元。下周央行公开市场将有 7634 亿元逆回购到期，其中下周一至下周五分别到期 2452 亿元、649 亿元、2299 亿元、2234 亿元。此外下周一还有 1500 亿元国库现金定存到期。

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	1350	3779	4554	2185	0
7 天	1667	649	2299	2234	0
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	0	0	0	0	0
净投放	317	-3130	-2255	49	0

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：跨季结束央行净回笼，资金面维持平稳。本周跨季结束，对于资金面的季节性因素影响逐步消退，叠加季初往往为财政支出走款集中时期，对于资金面形成进一步补充。本周央行维持公开市场操作净回笼，导致本周二资金面压力一度增大，月初第一天资金价格仍维持较高位置，随周五央行支持投放维持平衡，资金价格逐步回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.6633%，R007 加权平均降至 1.7428%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.6400%，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	2.8070	1.9246	1.7929	1.6633	
	R007	2.3030	1.9802	1.9051	1.7428	
	R014	2.1973	1.9625	1.9268	1.7958	
	R021	2.2240	1.9545	1.9257	1.8678	
	R1M	2.1312	1.9373	1.9509	1.9402	
上交所协议回购	206001	3.6690	2.2780	2.1780		
	206007	2.5960	2.3130	2.2730	2.1330	
	206014	2.7270	2.7320	2.7500	2.7690	
	206021	5.9650	5.0490	4.9930	5.0250	
	206030	4.0470	2.8920	3.2460	2.7810	
利率互换定盘：1Y	FR007	1.7053	1.7136	1.7066	1.6379	

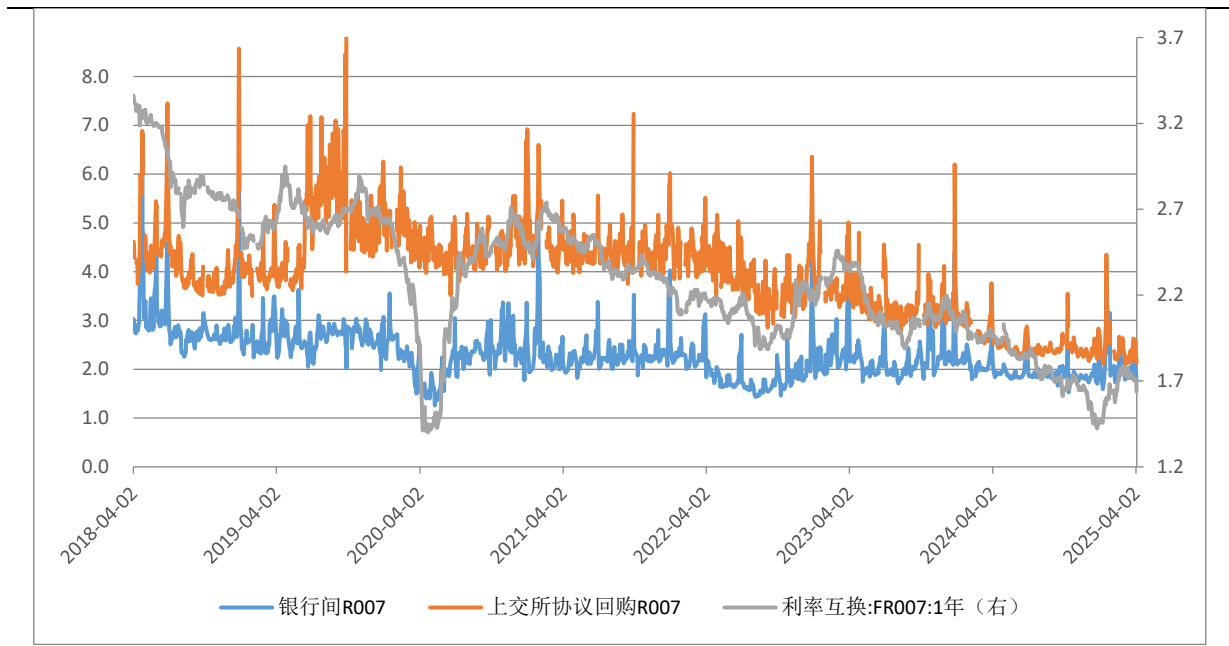
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：下周逆回购到期额仍处于高位，关注央行操作情况

近期央行党委召开扩大会议指出，实施好适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕。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，货币政策多年来重提适度宽松，但同时随近期美国大选落地，美国经济通胀韧性超预期，美元指数维持强势，短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率，对货币政策宽松路径存在一定影响。本周央行 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。

下周仍为季初，受春节假期等因素影响，本月税期后延至 4 月 18 日，税期对于资金面的影响仍未至，季节性因素预计对于资金面的冲击较少。本周政府债融资额走高后，下周政府债融资额大幅转负，位于近期相对低位，预计对于资金面的影响有限。虽然本周央行转为净回笼，但下周到期逆回购仍超 7000 亿元，叠加下周存在 1500 亿元国库现金定存到期，央行资金回笼可能对资金面形成一定冲击。

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：央行本周跨季后净回笼资金，关税影响情绪，利率债本周大幅下行

1) 利率债走势复盘：央行本周通过超额 MLF 续作实现投放资金，但资金面仍波动较大，债市继续宽幅震荡，利率债本周震荡小幅下行

周一，央行开展了 1667 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 1667 亿元，中标量 1667 亿元。Wind 数据显示，当日 1350 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 317 亿元。PMI 数据环比低于预期，跨季资金紧张，债市长端表现好于短端，长端下行短端上行，日终 10 年国债平收；

周二，央行开展了 649 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 649 亿元，中标量 649 亿元。Wind 数据显示，当日 3779 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 3130 亿元。资金仍偏贵，关税即将落地，市场较为谨慎，债市小幅上行，长端表现好于短端，日终 10 年国债小幅下行 0.45bp；

周三，央行开展了 2299 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 2299 亿元，中标量 2299 亿元。Wind 数据显示，当日 4554 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 2255 亿元。资金面转松，市场关注关税风险，利率下行，日终 10 年国债下行 2.3bp。

周四，央行开展了 2234 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 2234 亿元，中标量 2234 亿元。Wind 数据显示，当日 2185 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 49 亿元。关税超预期，对基本面影响较大，利率整体大幅下行，日终 10 年国债下行 7bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.8325% 下行 3.50bp 至 1.7975%，10 年国开活跃券 250205 由 1.8725% 下行 1.25bp 至 1.8600%。

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：资金面由紧转松，虽净回笼但大机构融出较多，经济数据继续弱修复，且美国关税冲击下，外贸不确定性增加，市场逐步定价，且本周节假日期间我国宣布对等关税，短期内过快的下行充分定价关税带来的冲击以及未来可能的货币政策，继续关注点位，在前低附近注意交易盘止盈。

PMI：3 月官方制造业 PMI 50.5，预期 50.5，前值 50.2。3 月非制造业 PMI 50.8，前值 50.4。经济温和复苏，但动能偏弱。制造业：内需驱动，新旧动能分化。需求强于生产：新订单指数回升 0.7pct 至 51.8%，新出口订单仅回升 0.4pct 至 49.0%，内需为主要驱动力。铁路船舶、计算机通信电子设备等高技术制造业产需均超 55%，而原材料、消费品行业 PMI 回落至收缩区间，反映新旧动能转换趋势。建筑业：商务活动指数升至 53.4%（环比+0.7pct），但新订单指数大幅回落 3.3pct 至 43.5%，显示基建开工提速但后续需求不足。服务业：商务活动指数回升 0.3pct 至 50.3%，线上消费（邮政、电信等）维持高景气，但餐饮、文体娱乐等线下消费回落，春节效应消退后复苏持续性存疑。

整体看，资金面由紧转松，虽净回笼但大机构融出较多，经济数据继续弱修复，且美国关税冲击下，外贸不确定性增加，市场逐步定价，且本周节假日期间我国宣布对等关税，短期内过快的下行充分定价关税带来的冲击以及未来可能的货币政策，继续关注点位，在前低附近注意交易盘止盈。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回升；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额均环比回升

本周同业存单净融资规模为 1,660.10 亿元，发行总额达 2,723.60 亿元，平均发行利率为 1.8910%，到期量为 1,063.50 亿元。同业存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 10.00bp 报 1.8737%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 2.75bp 报 1.8902%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 2.56bp 报 1.9781%，9M 存单平均发行利率较上周下行 2.25bp

报 1.9152%。

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 1,359.18 亿元，环比减少 1,560.75 亿元，偿还量约 1,370.56 亿元，净融资额约-11.38 亿元，环比回升回升 365.53 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

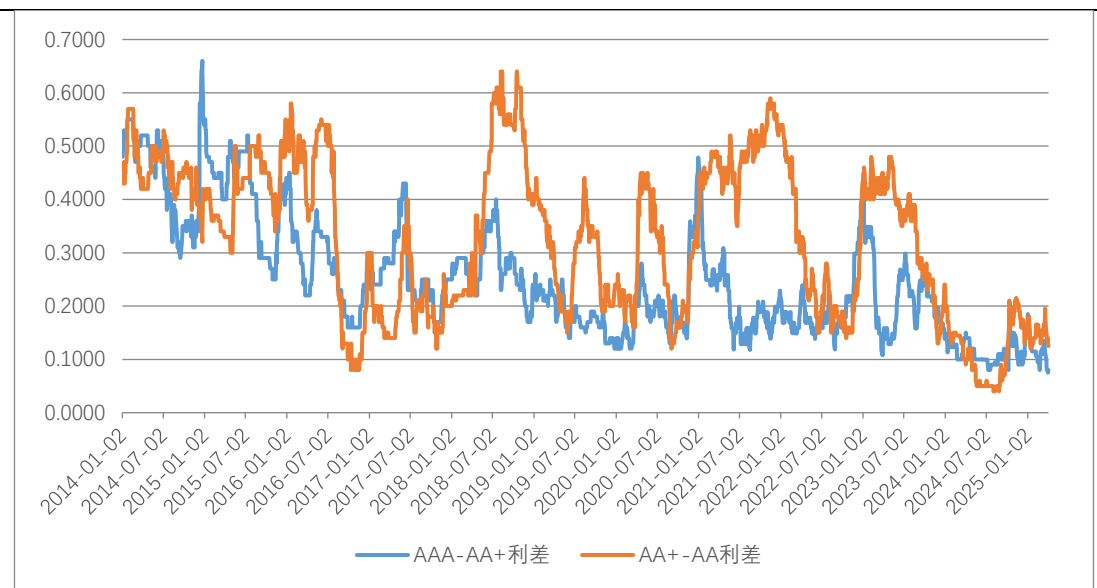
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.8802	2.30%	-5.86
信用债(AAA):3 年	1.9526	1.60%	-6.31
信用债(AAA):5 年	2.0408	1.50%	-8.43
信用债(AA+):1 年	1.9552	1.60%	-4.40
信用债(AA+):3 年	2.0326	1.50%	-6.31
信用债(AA+):5 年	2.1558	1.60%	-8.43
信用债(AA):1 年	1.9952	1.50%	-5.87
信用债(AA):3 年	2.1576	1.70%	-8.31
信用债(AA):5 年	2.3608	2.20%	-13.79

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 0.45bp、缩小 1.91bp、缩小 2.44bp，5Y-3Y 利差分别缩小 2.12bp、缩小 2.12bp、缩小 5.48bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 8bp，较上周持平，AA 与 AA+之间的利差为 13bp，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：关税“风浪”起？清风拂山岗

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，稳定风格表现较强

本周市场整体下跌，上证指数（-0.28%）、深证成指（-2.28%）、沪深 300（-1.37%）、科创 50（-1.11%）、创业板指（-2.95%）、中证 500（-1.19%）、中证 1000（-1.04%）均表现较弱。行业风格上，稳定风格表现较强，上涨 1.92%；成长风格表现较弱，下跌 2.10%。分行业来看，申万一级行业中公用事业、农林牧渔、医药生物表现较强，分别上涨 2.55%、1.51%、1.20%；汽车、电力设备、家用电器表现较弱，分别下跌 3.54%、3.51%、3.46%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11367.50 亿元，较上周减少 1240.27 亿元。

2) 权益市场展望：

当地时间 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令。其中，美国对中国征收的“对等关税”税率为 34%，叠加今年以来，美国已对中国商品普遍征收的 20% 关税，今年美国对华关税税率合计或将达到 54%。预计本次公布的关税数字或为一次“极限施压”，在 4 月 9 日之前或仍有缓和的空间，亦或推迟。

本次美国推出的所谓“对等关税”超出市场预期，资本市场总体反映类似衰退交易。近期各国或将集中出台反制措施。4 月 4 日，经国务院批准，中国对美国所有进口商品加征 34% 关税。

后续美国经济或将二次通胀，增速或进一步放缓，美联储或将面临是否降息的两难困境，美国经济走向“滞涨”或“衰退”的概率提升。我们认为本次美国超预期的关税政策落地并非此前不确定性的利空出尽，而是或将引发全球秩序不确定性提升的开始，因此短期黄金或因部分资金兑现而回调，但中期维度看多黄金类资产。

对于中国来说，鉴于本次外部不确定性超预期，国内政策有望加速推出，提振消费、稳住楼市股市和适度宽

松流动性等方面的政策均值得期待。政策落地时间需跟踪后续中美贸易谈判成果，以及对出口部门实际影响，4月政治局会议或将成为市场集中博弈的重要时点。

中期看，本轮上涨的核心驱动没有变，一是中国证明了在本轮人工智能科技革命中处于领先水平；二是提振消费、化债、地产托底等稳增长政策多管齐下，中国经济跳出转型阵痛期已经越来越清晰，科技和消费或将成为新的经济动能，未来中国经济持续改善确定性大。

复盘历史平均表现，A股整体4月表现为震荡，大盘价值风格领涨。其中4月上旬表现强势，呈现普涨态势。或出于财报季尾声的不确定性和五一小长假前的资金避险，中下旬表现为调整，大盘价值和中信消费风格表现较好。

进入四月决断的窗口期，近期不同资金呈现转势。股票型ETF累计净申赎显示此前回落趋势已结束，逐渐转变为买入趋势，而累计融资净买入有所回落，二者仍然呈现较为明确的背离走势。拥挤度和估值相对水平显示近期市场风格正在从成长切换至稳定风格和消费风格。

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，内需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。

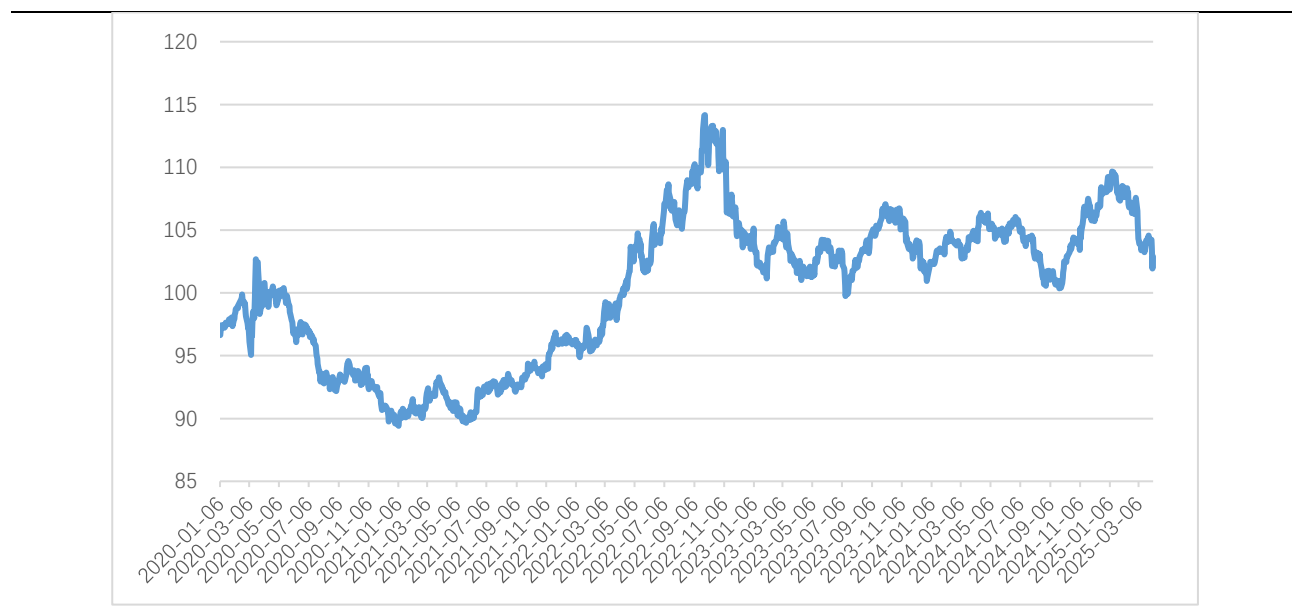
3.2 美元指数分析：美国关税增加幅度远超市场预期，制造业及服务业 PMI 超预期下滑，非农就业数据表现较好，不改美元指数本周下跌趋势

本周美元指数报102.9189，较上周回落1.1147。本周美国关税政策落地，其中设立10%的对等关税，同时将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。特朗普公布关税后，中国对美国进口商品加征关税进行反击、欧洲等国家地区也称可能推出反制措施。由于担忧贸易战升级可能进一步引发美国衰退，美国关税政策公布后两天美元指数大幅回落。本周部分美国经济数据公布，其中ISM制造业PMI下滑至49，服务业PMI也下滑至50.8，均不及市场预期，3月份非农就业人数新增22.8万人，大幅高于预期，周五非农就业数据公布后，美元指数一度小幅反弹。本周美联储主席鲍威尔称，对关税的范围感到震惊，远超预期，但面对不确定性，美联储有条件等一等，再考虑是否调整政策。整体来看，特朗普关税增加幅度远超市场预期，美国制造业及服务业PMI超预期下滑，虽然非农就业数据表现较好，但不改美元指数本周下跌趋势。

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。

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@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