

美国3月ISM制造业PMI今年首次跌入收缩区间

3月Markit制造业PMI终值升至荣枯线以上

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **美国：**4月1日，根据ISM公布的数据显示，美国3月ISM制造业PMI为49，不及预期的49.5，较上月大幅下降1.3个百分点，为今年以来首次跌入收缩区间。从分项指数来看，3月的价格指数大幅上涨7个百分点至69.4，创下2022年6月以来最高水平；新订单指数进一步下降3.4个百分点至45.2，1至3月累计下跌9.9个百分点；生产指数从上月的50.7降至3月的48.3，为今年首次跌破荣枯线；就业指数从上月的47.6进一步下跌2.9个百分点至44.7，库存指数上升至53.4。本次制造业PMI显示美国制造业短暂回暖态势中断，特朗普政府关税政策成为主要扰动因素。另外，4月1日，根据标普全球公布的数据显示，美国3月Markit制造业PMI终值为50.2，高于初值的49.8及预期的49.9，但低于上月的52.7，连续三个月位于扩张区间。就分项指标来看，在2月份强劲增长后，3月的产出疲软；由于市场担忧关税影响，拖累了新订单增长，3月新订单指数创下今年以来最低水平；就业指数和上月保持不变；受关税影响，钢铁等金属价格上涨，投入价格指数飙升至2022年8月以来最高水平，产出价格也连续4个月回升，达到25个月以来的最高水平。标普全球经济学家表示，美国制造业在3月出现放缓，生产首次下滑，订单减少。虽然初期对新政府政策的乐观情绪支撑了制造业，但关税等政策带来的不确定性令企业信心下降。

美国3月ISM服务业PMI创九个月新低

3月Markit服务业PMI终值上调

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **美国：**4月3日，根据ISM公布的数据显示，美国3月ISM服务业PMI指数录得50.8，大幅低于预期的52.9，较上月下降2.7个百分点，并创九个月新低。从分项数据来看，商业活动指数录得55.9，较上月增长了1.5个百分点，并连续第58个月扩张；新订单指数较上月下降1.8个百分点至50.4；就业指数较上月下降7.7个百分点至46.2，首次跌入收缩区间；供应商交货指数录得50.6，较上月下降2.8个百分点，是连续第四个月处于扩张区间；价格指数较上月下降1.7个百分点至60.9；库存指数较上月下降0.3个百分点至50.3，为连续第二个月位于扩张区间。整体来看，四个直接影响服务业PMI的子指数（新订单、就业和供应商配送）中有三个出现下降，只有商业活动指数较上月有所上升，就业是唯一在连续三个月所有四个指数都处于扩张后本月进入收缩区间的子指数。同日，标普全球公布美国3月服务业PMI从初值54.3上调至54.4，也超出市场预期的54.2，创下今年最高值。报告显示，由于客户需求增强和温暖天气，商业活动有所增长，主要来自国内的新业务显著增加，但由于对增加关税和政府削减开支政策的担忧，信心指数降至自2022年以来的第二低水平；3月就业略有增加，而受劳动力成本和供应商价格上涨的推动，运营成本以18个月来最快的速度上升，但企业将上涨的成本转嫁给客户的能力受限。

美国“对等关税”落地

美国3月就业数据显示劳动力市场依然强劲

全球
宏观

上周海外宏观数据：

- **美国：**4月2日，特朗普在白宫签署两项关于“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”，并对某些贸易伙伴征收更高关税，包括：欧盟20%、日本24%、韩国25%、印度26%、南非30%、瑞士31%、印尼32%、越南46%、柬埔寨49%等。该关税政策将直接推高中间品和终端商品价格，在上周公布的美国3月消费者信心指数持续大幅下降后进一步增加消费者负担，短期内将加剧通胀、抑制经济增长。消息公布后，市场对全球经济放缓的担忧进一步升温，资金转向避险资产，美国国债收益率显著下跌。
- **美国：**4月4日，根据美国劳工统计局公布的数据显示，3月非农就业人数增加22.8万人，大幅高于2月份修正后的11.7万人，也高于预计的14万人，但由于劳动参与率也有所增加，3月失业率上升至4.2%，高于预期的4.1%。尽管3月的就业数据显示劳动力市场依然强劲，但1月和2月的数据却分别大幅向下修正至11.7万人和11.1万人，合计下修4.8万人。每小时平均工资环比增长0.3%，符合预期，而同比增幅为3.8%，较预期低0.1个百分点，也是自去年7月以来的最低水平。平均每周工作时长仍保持34.2小时不变。尽管总体数据好于预期，但由于最新公布的关税政策引起市场对全球经济前景的担忧上升，美国国债收益率大幅下降。

3月份中国整体经济保持扩张

全球
宏观

上周国内宏观数据：

- **官方PMI：**3月31日，国家统计局公布3月份中国采购经理指数。3月份，制造业PMI由上月的50.2%升至50.5%，显示制造业景气水平继续回升。就分项指数来看，生产指数和新订单指数分别为52.6%和51.8%，较上月分别上升0.1和0.7个百分点，产需两端扩张均有所加快，但近期受大宗商品价格波动影响，主要原材料购进价格分别较上月下降1.0和0.6个百分点，生产经营活动预期指数为53.8%，较上月下降0.7个百分点，但仍位于扩张区间。3月份，非制造业PMI由上月的50.4%升至50.8%，非制造业扩张进一步加速，其中服务业商务活动指数为50.3%，较上月上升0.3个百分点，建筑业商务活动指数上升0.7个百分点至53.4%。3月份，综合PMI为51.4%，较上月上升0.3个百分点，显示整体生产经营活跃度有所增强。
- **财新PMI：**4月1日，财新中国公布3月份制造业PMI升至51.2，较上月上升0.4个百分点，为近4个月最高水平，且连续6个月位于扩张区间。就分项指数来看，3月生产指数继续上升至近四个月来最高，新订单指数小幅下行但仍高于临界点，新出口订单指数升至去年5月以来最高。4月3日，财新中国公布的3月服务业PMI为51.9，较上月上升0.5个百分点，为近3个月以来最高；3月综合PMI上升0.3个百分点至51.8，也为近4个月新高。

特朗普超预期关税政策 全球市场迎来黑色星期

股票

市场	指数/价格	一星期 (%)	年初至今 (%)	市盈率
主要股票指数				
标普 500指数	5074.08	-9.08	-13.73	21.70
纳斯达克100指数	17397.70	-9.77	-17.20	27.77
道琼斯指数	38314.86	-7.86	-9.94	20.16
欧洲Stoxx 50指数	4878.31	-8.50	-0.36	14.35
富时100指数	8054.98	-6.97	-1.44	11.97
德国DAX指数	20641.72	-8.10	3.68	16.95
恒生指数	22849.81	-2.46	13.91	11.48
恒生科技指数	5313.26	-3.51	18.92	25.33
上证指数	3342.01	-0.28	-0.29	14.29
沪深300指数	3861.50	-1.37	-1.87	15.11
富时中国A50指数	13262.98	-1.10	-1.85	11.83
日经225指数	33780.58	-9.00	-15.33	16.75
MSCI 东盟指数	641.07	-4.01	-5.93	14.57
MSCI 印度指数	2678.90	-2.59	-5.80	23.57

- 上周美美股经历了自2020年3月新冠疫情暴发以来最剧烈的震荡，主要受特朗普政府突然升级的关税政策冲击，叠加经济衰退担忧和科技股抛售潮影响，市场信心遭受重创。
- 4月2日特朗普宣布对所有进口商品加征10%基准关税，4月9日进一步对特定国家实施更高“对等关税”（如中国+34%、欧盟+20%），远超市场预期，被批为“1930年代《斯姆特-霍利关税法案》再现”。美股短期面临重大不确定性，市场或延续高波动性，难以短时间反转，投资者需要关注特朗普口风变化，等待不确定性落地。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年04月04日

股票

- 受清明节假期影响，港股于4月4日（星期五）关闭，暂时没有受到美股在周四周五暴跌的影响，整体表现比较平稳，但本周补跌在所难免。港股短期面临美股暴跌的溢出效应风险，还有科技板块年初估值上涨之后面临获利了结压力。**中长期来看，港股仍取决于中国经济基本面，关税影响有限，关注下次政治局会议以及生育补贴计划。**
- 受美国宣布对进口商品加征“对等关税”影响，全球股市巨震。A股虽因清明节休市部分规避冲击，但复市后仍受避险情绪拖累。A股对美出口占比较高的汽车、机械、家电等板块承压。展望后市，二季度逆周期政策（消费补贴、基建投资）有望加码，**4月政治局会议或释放更积极信号。关税谈判预期进度将反复**，市场不确定性急剧升高。
- 欧洲股票市场上周在全球市场剧烈动荡的背景下表现疲软，主要受美国“对等关税”政策冲击及经济衰退担忧加剧的影响。美国对欧盟加征20%关税，直接打击依赖出口的欧洲企业（如汽车、奢侈品行业），引发供应链中断担忧。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年04月04日

全球不确定性激增

美债受到资金青睐

市场热点

- 在全球股权市场一片哀嚎的大背景下，美国的国债市场反而迎来大涨。上周10年期美债收益率下跌至3.92%，彭博美国国债指数单周上涨1.41%。**避险情绪是上涨主因**，受特朗普政府“对等关税”政策冲击，全球股市剧烈震荡，资金加速流向美债等安全资产，推动价格上升、收益率下行。
- 全球不确定性激增，叠加特朗普关税大棒下美国衰退预期增强，美债，黄金等避险资产受到投资者热捧。投资者可适当布局该类资产，等待美国政策局势更加明朗。

基金亮点

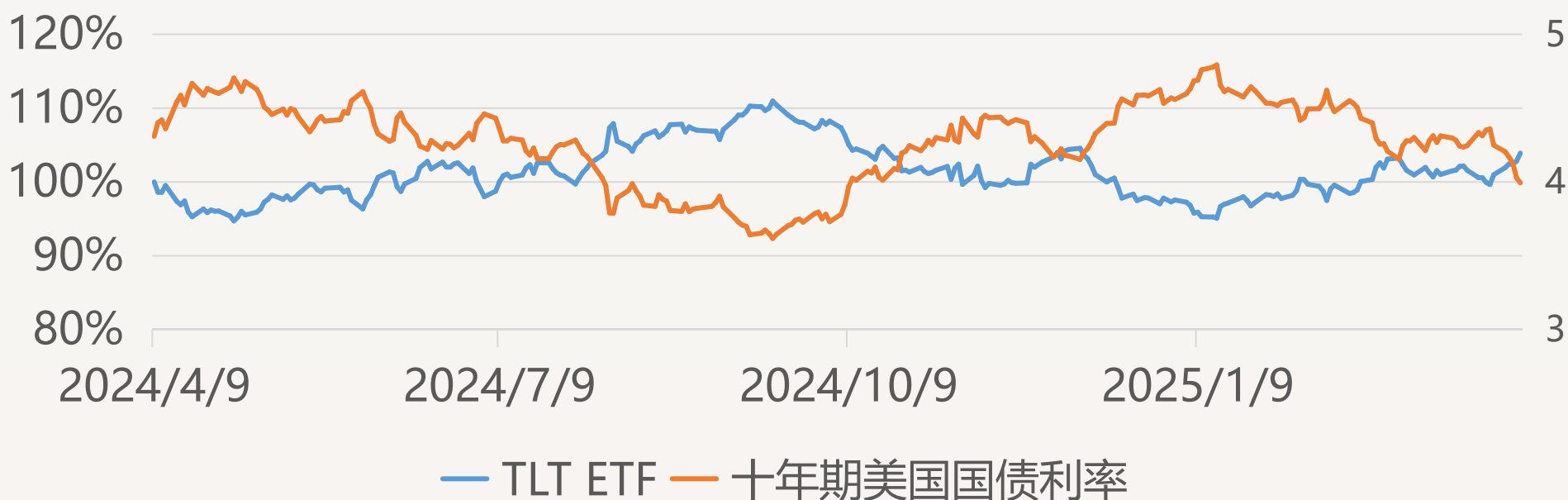
- **安硕20+年以上美国国债ETF (TLT.US)**
- 基金投资目标为提供紧贴ICE美国国债20年+指数表现的投资回报。
- **基金仅持有超长久期的美国国债**：除少量现金以外，基金只持有美国国债，信用风险极低。其中绝大部分久期在20年以上，美国国债利率下行周期表现良好，且波动率不低。
- **基金表现与十年期美国国债呈负相关关系**：从历史数据看出，基金在十年期美国国债下跌周期中表现较为强劲。目前关税大战下，美国国债收益率相对疲软，基金表现良好。

基金

基金详情

- 从下图可以明显看出，基金回报率与十年期美国国债呈现明显的负相关关系，近期美国国债利率一路下行，基金则取得相对良好表现。基金最近一个月收益率为1.49%，三个月收益率为6.50%，一年期收益率为3.90%。目前特朗普反复无常的关税政策给全球资本市场带来巨大的不确定性，十年期美国国债利率应声下跌，基金收益率相应大幅走高。

基金回报率vs十年期美国国债



资料来源：彭博，东方证券（香港） 数据截止至2025年04月04日

- 基金除现金外只持有美国国债，因此信用评级极高，信用风险极低。基金的特色在于基金持有的债券久期极长，其中久期在20年以上的占比98.53%，导致加权久期高达25.80年，有效久期为16.04年。这种结构使的基金在美国国债利率下行的周期里有良好表现，且波动率不低，基金过去三年的标准差高达17.07%。

久期	%	信用评级	%
现金及等价物	0.49	现金及等价物	49.01
15-20年	0.98	AA	99.51
20+年	98.53		

资料来源：基金2024年12月月报，东方证券（香港）

上周最新关税政策引起美债收益大跌

上周国内债券市场也大幅走强

债市

- **美国：**上周4月2日特朗普宣布对所有国家征收10%“基准关税”，并对贸易逆差较大国家加征更高“对等关税”，该政策引发全球避险情绪升温，美债收益率当日盘中大跌约10个基点，10年期国债收益率一度跌至去年10月以来最低。尽管4月5日公布的3月新增非农就业数据大幅高于预期，但市场关注的重点仍在关税对全球经济的影响上，且每小时平均工资增速放缓也进一步强化了宽松预期。另外，鲍威尔在4月5日讲话中强调，关税政策可能对通胀产生“持久影响”，并重申“不急于降息”，部分削弱了市场对宽松的预期，导致美债涨势有所回落。截至上周五，美国10年期国债收益率下跌至3.99%，2年期国债收益率下跌至3.65%。
- **中国：**上周中国债市同样受到美国加征关税影响，4月2日特朗普宣布对华加征34%关税（综合税率达54%），次日，中国10年期国债收益率单日内下行约7个基点，创下年内最大单日跌幅。资金面方面，上周一至周四，央行逆回购累计净回笼5019亿元，周一跨季后资金面整体均衡偏松。伴随避险情绪升温及宽松预期增强，上周国内债券市场大幅走强，截至上周五，中国10年期国债收益率下跌至1.71%，2年期国债收益率下跌至1.40%。

债市

➤ 上周表现回顾

债券指数	指数	上周表现 (%)	年初至今 (%)	YTM (%)
彭博美国国债指数	2383.69	1.41	4.08	3.91
彭博美国公司债总回报指数	3376.58	0.55	2.65	5.11
彭博美国企业高收益债指数	2663.68	-1.78	-0.73	8.38
彭博欧洲综合总回报指数	243.17	0.60	-0.24	2.86
彭博亚洲美元投资级债券指数	197.71	0.71	3.07	4.79
彭博亚洲美元高收益债券指数	186.53	-1.06	2.00	9.59
彭博中国综合总回报指数	274.34	-0.09	-0.29	1.83
彭博中资美元债总回报指数	137.01	0.56	3.27	5.02
Markit iBoxx中资美元投资级债券指数	235.11	0.53	2.73	N/A
Markit iBoxx中资美元高收益债券指数	234.70	-0.32	3.71	N/A
彭博新兴市场美元综合债券指数	1271.81	-0.36	1.90	6.61

市场短评

➤ 上周4月2日特朗普宣布的最新关税政策引发全球避险情绪显著升温，10年期国债收益率快速下跌至去年10月以来最低，上周彭博美国国债指数大幅上涨1.41%，彭博美国公司债总回报指数上涨0.55%，但上周全球高收益债承压，彭博美国企业高收益债指数大幅下跌1.78%，彭博亚洲美元高收益债券指数和Markit iBoxx中资美元高收益债券指数也分别下跌1.06%和0.32%。上周美国关税政策与欧洲财政扩张的双向压力引起欧洲债券市场在避险需求和政策预期中进行博弈，欧洲各主要经济体国债收益率先小幅上升后快速大幅下行，上周彭博欧洲综合总回报指数上涨0.6%。上周国内债市也显著受到美国加征关税影响，伴随避险情绪升温及宽松预期增强，国内债券市场走强，上周彭博中国综合总回报指数上涨0.56%。

数据来源：彭博，东方证券（香港），数据截至：2025年4月6日

中资境外债市场

上周公司重要新闻

- 3月31日，越秀地产发布公告，宣布与一家银行签订了一项循环贷款融资协议，涉及金额2亿港元，贷款期限为364天，自融资协议日期起计。该融资协议规定，若出现违约事件，包括控股股东越秀企业持有权益少于30%，或越秀企业不再是单一最大实益股东，或不再对越秀地产行使有效之管理控制权，贷款人有权宣布融资协议项下所有债务立即到期应付。
- 3月31日，绿城中国召开2024年度业绩发布会。管理层在会上表示绿城目前境内境外2个融资渠道非常畅通，境内安排了详细的铺排计划，按到期金额借新还旧的方式来进行发行；境外部分，目前绿城在手的额度充裕，届时将结合市场情况以及成本情况择机发行。

相关债券

公司	债券	当前交易价格	上周价格变动
越秀地产	YUEXIU 3.8 01/20/31	86.722	-0.753
绿城中国	GRNCH 8.45 02/24/28	101.397	-1.12

资料来源：彭博，数据截至2025年4月6日

中资境外债市场

近两周一级市场发行

发行主体	信用评级	到期日	规模	货币	初始定价 (收益率)	定价日期
郑州建中建设开发(集团)有限责任公司	无	8/4/2028	3900万	美元	7.20%	31/3/2025
郑州郑上新城建设发展集团有限公司	无	7/4/2028	10亿	人民币	6.95%	31/3/2025
香港国际(青岛)有限公司	BBB+ (惠誉)	9/4/2028	7.5亿	美元	5.40%	1/4/2025
China Securities International Investment Co Ltd (中信建投国际)	BBB+/BBB+ (标普/惠誉)	17/3/2026	280万	美元	4.43%	1/4/2025
湖州吴兴国有资本投资发展有限公司	无	7/4/2028	1.05亿	美元	5.80%	1/4/2025
中华人民共和国财政部	A+/A1/A+ (标普/穆迪/惠誉)	10/4/2028	30亿	人民币	1.88%	2/4/2025
中华人民共和国财政部	A+/A1/A+ (标普/穆迪/惠誉)	10/4/2030	30亿	人民币	1.93%	2/4/2025
凉山州发展(控股)集团有限责任公司	无	8/4/2028	1.51亿	美元	6.50%	2/4/2025
保定国家高新技术产业开发区发展有限公司	无	8/4/2028	1.39亿	美元	6.90%	2/4/2025
CNCBINV 1 (BVI) LIMITED (信银(香港)投资有限公司)	BBB+/BBB+ (标普/惠誉)	10/4/2026	11.6亿	人民币	2.70%	2/4/2025
漳州市交通发展集团有限公司	BBB- (惠誉)	9/4/2028	5亿	美元	5.10%	3/4/2025
CSI MTN LTD (中信证券国际)	BBB+ (惠誉)	11/10/2025	1010万	美元	4.40%	3/4/2025

资料来源：彭博，数据截至2025年4月6日

一周大行观点

上周大行观点精选

摩根大通

摩根大通经济学家迈克尔·费罗利在一份报告中写道，这项关税计划相当于自1968年以来最大规模的增税举措。分析指出，美国的新关税政策将使美国人一年多交6600亿美元的税，摩根大通的米斯拉夫·马泰伊卡也预计，美国和美债收益率都将面临进一步的压力。

负向
美国

摩根大通表示，预期于4月2日签订的交易只涉巴拿马两个港口，余下其他港口独家协议仍有效至7月27日，相信长和在限期前将尽力解决与各利益持份者的冲突，如若有延期，亦不会感到意外。

正向
长和

摩根士丹利

摩根士丹利近日发布研报称，今年美联储降息的次数可能只有一次，时间点可能在6月。

负向
降息

花旗近日发布研报称，结合此前外媒相关报道，将对美国对进口铜征收25%的232条款关税的基准预期时间，从2025年第四季度提前至2025年第二季度。

正向
美国

花旗

大幅上调老铺黄金目标价至979港元 上调今明两年净利润预测花旗发表研究报告指，老铺黄金去年业绩强劲，基于今年首季的表现，料今年的销售增长将至少翻倍，表现明显超出预期

正向
老铺黄金

高盛上调美国经济衰退概率和关税税率预期高盛在今日凌晨的研报中大幅上调了其对美国2025年关税的预期，并警告称贸易紧张局势升级或将严重影响经济增长、通胀和就业。并在今日的一份报告中将美国经济衰退的可能性由20%上调至35%，并将美国2025年GDP增长预期从2.0%下调至1.5%

负向
美国

高盛

高盛最新发布的研报显示，该机构预计随着全球资金对美国经济和全球贸易战进一步升级的担忧情绪推升对最安全资产的避险投资需求，具备避险属性的主权货币——日元，有望成为美国经济衰退预期升温与特朗普政府主导的面向全球关税风暴下的最佳避险资产之一。

正向
日元

高盛交易台最新观测数据显示，美股科技股遭持续抛售，对冲基金在宏观产品上激进做空。

负向
美国科技

富国银行

美元或成贸易战赢家 潜在升幅介乎1.5%至11%富国银行表示，美元可能成为美国总统特朗普贸易战中的赢家之一，认为近期美元的跌势可能只属暂时性，相信美元潜在升幅介乎1.5%至11%，整体要视乎美国提高关税的幅度及其他国家的反制措施，若其他国家不进行报复措施，美元升幅将最为显著。

正向
美元

数据来源：格隆汇 数据截止日期：2025年04月07日

东证国际财富管理

风险揭露/免责声明

本文件所载数据只供参考之用。东方证券(香港)有限公司或其关联成员(统称「东方证券(香港)」)并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，所以投资者不应以文章中提及的内容作为投资决定的单一考虑因素。投资者于投资相关产品前应审慎评估，或连系东方证券(香港)专人咨询，确保该等产品特性与风险适合及符合其个人情况。

本文件所载资料并不拟提供予置身或居住于该等法律上限制东方证券(香港)发放此等资料之地区的人士或实体使用;及在任何地区向任何人士或实体进行申购或投资证券或投资产品的要约或游说乃属违法时,则上述资料不应视为向该等地区进行该等要约或游说。上述资料亦不拟提供作为专业意见,因此不应赖以作为专业意见。

本文件所述内容未经证券及期货事务监察委员会审阅。任何投资均带有风险，过往表现未必可作为日后表现的指引，基金单位价格可升可跌，投资者可能损失全部或部分投资金额。投资者需详细阅读并了解产品详细说明书及/或产品备忘录及/或条款说明书及其他相关文档(包括但不限于产品资料概要)(统称「产品说明书」)的内容，以获取进一步资料，包括但不限于各项风险因素、收费、税务、资产净值计算、申购及赎回条款等，请点击基金以了解更多相关风险披露声明。本文仅供专业人士使用，你应就上述资料内容谨慎行事，如对有关资料的任何内容有任何疑问，应寻求独立专业意见。

本文件内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关资料或其他因素而变动。本档内容可随时更改，东方证券(香港)并不承诺提供任何有关变更之通知。证券/投资产品过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，投资者可能蒙受所有最初存入资金的损失。

虽然本文件所载资料来自或编写自东方证券(香港)相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)并不明示或暗示地声明或保证任何该等数据之准确性、完整性或可靠性, 惟东方证券(香港)不会就有关数据的遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况或由于信赖有关数据而蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。东方证券(香港)不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。未经东方证券(香港)事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表本文件所载资料。

相关关系及相关财务权益的披露

撰写本文之东方证券(香港)持牌人士及其有联系者均未拥有与此文章所提及的产品发行人或新上市申请人有关的任何财务权益；亦无担任有关发行人或新上市申请人或与其有联系的高级人员。

东方证券(香港)与本文所提及的有关产品发行人或新上市申请人无任何投资银行业务的关系，亦没拥有相等于或高于有关发行人市场资本值的1%或新上市申请人的已发行股本或已发行单位的1%。此外，受雇于东方证券(香港)或与其有联系的个人亦无担任有关发行人或新上市申请人的高级人员。

东方证券(香港)有收取由本文所提及的产品的发行人就分销本文所提及的投资产品而提供的费用、佣金或其他金钱收益。详情请参阅我们按规定在订立任何投资产品交易前或在订立任何投资产品交易时须向阁下提供的金钱收益披露，或东方证券(香港)有收取由其他人士提供的非金钱收益，或与本文所提及的产品的发行人有紧密联系或其他法律或经济关系。