

## 金融市场分析周报

(2025.03.24-2025.03.28)

### 报告摘要

- **工业企业利润：稳增长政策持续发力，工业利润降幅明显收窄，制造业是主要推动力。**1-2 月，规模以上工业企业利润同比下降 0.3%，尽管较 2024 年 12 月的增长 11% 下降，但较 2024 年累计降幅大幅收窄 3 个百分点，工业企业营业收入持续增长，同比增长 2.8%。三大工业行业看，占比较重的制造业利润同比由降转增是工业利润收窄的主因。
- **资金面分析：跨季期间央行增大投放，资金面维持平稳；季初资金面有望转松，持续性仍需观察。**本周央行公开市场累计进行了 12653 亿元逆回购操作和 4500 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场共有 14117 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 3036 亿元。跨季期间央行增大投放，资金面维持平稳。下周跨季结束，影响资金面的季节性因素减少，资金面压力有望边际降低，同时 3 月份往往为财政支出大月，下周财政支出陆续走款，有望对资金面形成进一步补充。本周政府债融资增量后，下周季初政府债融资额环比回落，预计对于资金面冲击进一步减少。本周跨季，央行相应增大投放，下周逆回购到期额超万亿元，预计季初央行相应回笼资金。整体来看，季初资金面有望转向宽松，其持续性仍需观察。
- **利率债：企业利润数据未超预期，降幅收窄，经济继续弱修复，需求疲软，基本面仍未成为债市主导因素。**央行频繁提及“择机降准降息”，且原央行副行长表示：“如果当前需求真正得以复苏，则有必要对市场投入更多流动性，即推动利率下降。如果需求仍然比较薄弱，此时注入更多流动性、降低利率则会导致资金使用效率不高，出现金融体系资金空转情况。”资金长期宽松，但中短期市场关注“择机”二字。央行对

### 主要数据

|        |            |
|--------|------------|
| 上证指数   | 3350.1266  |
| 沪深 300 | 3884.3858  |
| 深证成指   | 10513.1169 |

### 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 —2025-03-26  
美联储按兵不动符合预期，国内经济年内开局平稳 —2025-03-26  
2025 年经济开局良好，后续关键在供需再平衡 —2025-03-20

长端品种的审慎态度可能通过窗口指导来抑制过度投机，当市场下行速度过快时需谨慎。震荡下行不改，继续关注短端机会，长端在关键点位可关注交易性机会。

- **权益市场：本周市场表现分化，消费风格表现较强。**本周市场整体下跌，上证指数（-0.40%）、深证成指（-0.75%）、创业板指（-1.12%）、科创 50（-1.29%）、中证 500（-0.94%）、中证 1000（-2.14%）表现较弱；沪深 300（0.01%）表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 0.28%；成长风格表现较弱，下跌 2.72%。分行业来看，申万一级行业中医药生物、农林牧渔、食品饮料表现较强，分别上涨 0.98%、0.56%、0.40%；计算机、国防军工、通信表现较弱，分别下跌 4.89%、3.98%、3.87%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 12607.77 亿元，较上周减少 2889.07 亿元。展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至，同时上市公司年报、一季报将陆续公布，4 月市场或将回归基本面。本次为新“国九条”发布一周年的年报时间窗口，短期建议关注上市公司公布的分红数据，红利板块有望阶段性贡献超额收益。中期看，DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，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。
- **美元指数分析：美国 PCE 物价数据超预期，但消费者信心不足逐步显现，本周美元指数先涨后跌。**本周部分美国经济数据公布，其中美国 2 月份核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过市场预期的 2.7%，其环比表现也超市场预期。通胀保持韧性的同时，美国 3 月份密歇根大学消费者信心指数终值 57，低于市场预期，同时通胀预期不断上行。本周部分美联储官员发言，称关税政策带来新的不确定性，美联储的下次降息可能需要比预期更长的时间。国际贸易方面，本周美国总统特朗普表示将对汽车、药品、木材等征收关税，但其稍后称对通过谈判降低准备在下周实施的关税持开放态度。整体来看，虽然美国 PCE 物价

---

数据超预期，但消费者信心不足逐步显现，特朗普持续以关税促谈判，  
本周美元指数先涨后跌，一周录得小幅上行。

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

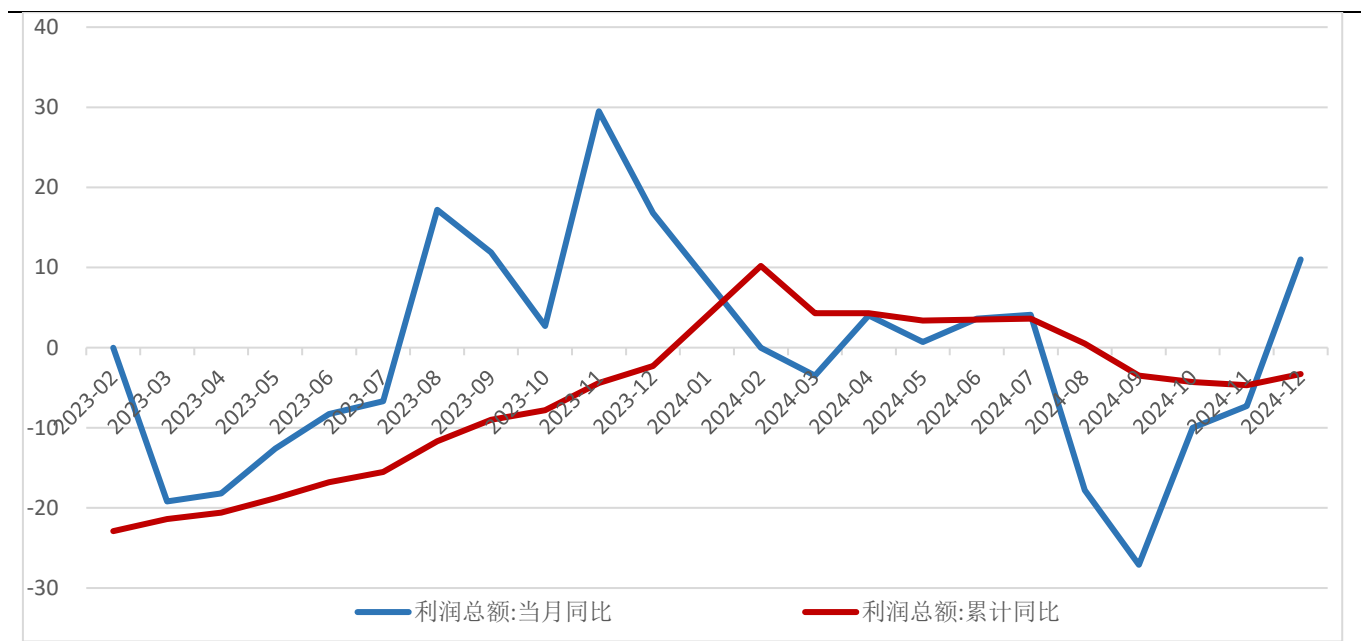
|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 一、 本周重点经济 .....                                                        | 5  |
| 1.1 稳增长政策持续发力，工业利润降幅明显收窄，制造业是主要推动力 .....                               | 5  |
| 1.2 一周要闻 .....                                                         | 6  |
| 二、 固定收益市场分析 .....                                                      | 6  |
| 2.1 资金面分析：跨季期间央行增大投放，资金面维持平稳；季初资金面有望转松，持续性仍需观察 .....                   | 6  |
| 2.2 利率债走势分析：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 ..... | 8  |
| 2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率整体下行 .....                            | 10 |
| 三、 主要资产价格分析 .....                                                      | 11 |
| 3.1 权益市场分析：四月将集中迎来年报和经济数据等基本面信息，市场焦点将更聚焦于基本面 .....                     | 11 |
| 3.2 美元指数分析：美国 PCE 物价数据超预期，但消费者信心不足逐步显现，本周美元指数先涨后跌 .....                | 12 |

## 一、 本周重点经济

### 1.1 稳增长政策持续发力，工业利润降幅明显收窄，制造业是主要推动力

稳增长政策持续发力，工业企业营业收入继续增长，利润累计跌幅明显收窄。1-2月，规模以上工业企业利润同比下降0.3%，尽管较2024年12月的增长11%下降，但较2024年累计降幅大幅收窄3个百分点，收窄主因是1-2月工业企业营业收入持续增长，同比增长2.8%，较2024年全年加快0.7个百分点，为企业盈利恢复创造有利条件。

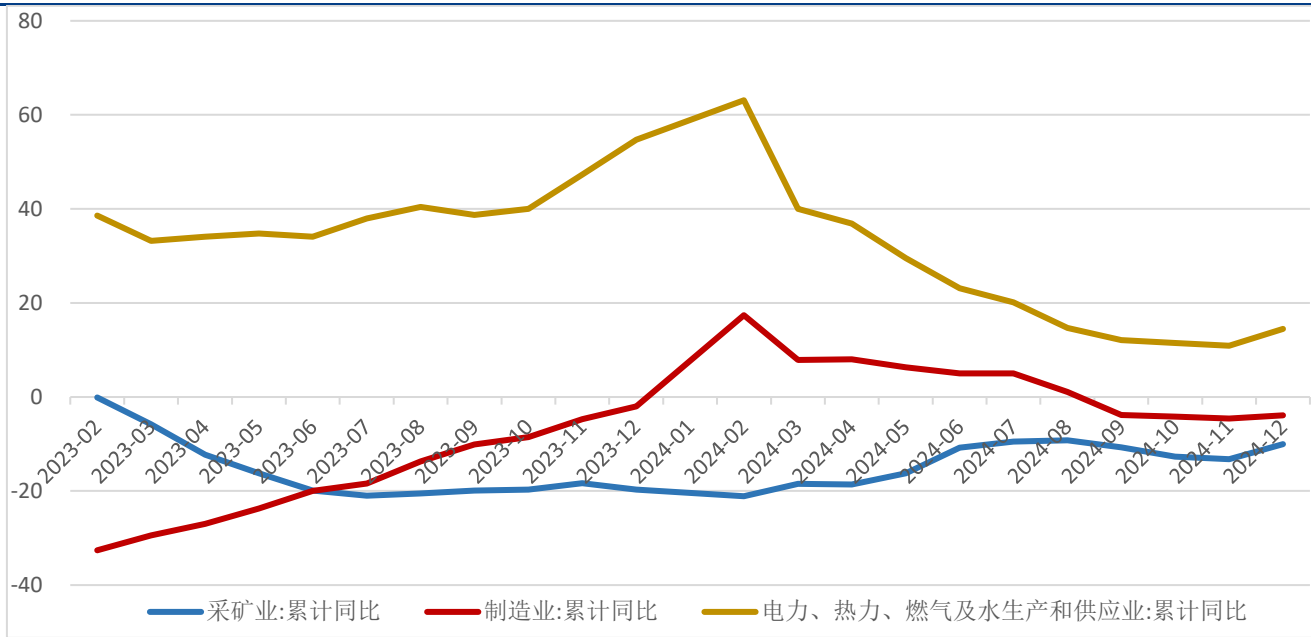
图1：1-2月工业企业累计利润同比降幅明显收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

从三大工业行业看，占比重较大的制造业是利润收窄的主要边际贡献项，采矿业是主要拖累。1-2月，制造业同比增长4.8%，由2024年全年的下降3.9%转为正增长；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增速较2024年回落1个百分点至13.5%；采矿业利润同比降幅扩大15.2个百分点至25.2%。其中制造业中，装备制造业和原材料制造业利润由降转增，受生产较好带动，1-2月装备制造业利润由2024年全年同比下降0.2%转为增长5.4%，原材料制造业利润由2024年全年下降22.9%转为增长15.3%，另外新能源市场需求增加带动相关产品价格上涨，有色行业利润同比增长20.5%，大规模设备更新和消费品以旧换新政策带动下，通用设备、专用设备行业利润同比分别增长6%、5.9%，汽车制造业利润同比增长11.7%。

图2：制造业是工业利润的主要贡献，采矿业是主要拖累（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

## 1.2 一周要闻

1) 本周央行于 3 月 25 日开展 4500 亿元 MLF 操作，并从本月起将 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标）。本月 MLF 到期 3870 亿元，实现净投放 630 亿元，是 2024 年 7 月以来 MLF 首次净投放。MLF 不再有统一的中标利率，标志着 MLF 利率的政策属性完全退出。此举有利于降低银行负债成本，缓解净息差压力。

2) 交通银行、中国银行、建设银行和邮储银行齐齐发布公告称，董事会通过了向特定对象发行 A 股股票的议案，并对外发布关于财政部战略投资该行的公告。财政部将以现金方式认购中国银行、建设银行全部新发行股份，并包揽交通银行、邮储银行超过九成的新发行股份，合计出资规模达 5000 亿元。四家银行此番集中公告意味着财政部发行特别国债补充大行资本落地在即。交行特别指出，本次发行完成后，财政部持股比例超过 30%，将成为该行控股股东。而在本次发行完成前，交行无控股股东、实际控制人。

## 二、 固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：跨季期间央行增大投放，资金面维持平稳；季初资金面有望转松，持续性仍需观察

#### 1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 3036 亿元

本周央行公开市场累计进行了 12653 亿元逆回购操作和 4500 亿元 MLF 操作，本周央行公开市场共有 14117 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 3036 亿元。下周央行公开市场将有 11868 亿元逆回购到期，其中周一至周四分别到期 1350 亿元、3779 亿元、4554 亿元、2185 亿元。

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 | 4810  | 2733 | 2959 | 2685 | 930  |
| 7 天      | 1350  | 3779 | 4554 | 2185 | 785  |
| 14 天     | 0     | 0    | 0    | 0    | 0    |
| MLF (投放) | 0     | 4500 | 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      | -3460 | 5546 | 1595 | -500 | -145 |

资料来源: Wind、中航证券研究所

资金面的复盘: 跨季期间央行增大投放, 资金面维持平稳。本周季末临近, 本周二起 7d 资金开始跨季, 资金价格相应上行。跨季期间央行体现出对于资金面的呵护态度, 全周公开市场操作净投放, 同时 MLF 久违增量续作。跨季影响下, 本周隔夜资金前半周资金价格小幅走高, 周三转为下行; 7d 资金持续小幅上行, 周五有所回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.7835%, R007 加权平均升至 2.2570%; 本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 3.2060%, GC007 加权平均升至 2.2740%。

表 2: 本周货币市场利率

| 市场         | 代码     | 周一<br>(%) | 周二<br>(%) | 周三<br>(%) | 周四<br>(%) | 周五<br>(%) |
|------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 银行间回购      | R001   | 1.7733    | 1.8079    | 1.8399    | 1.7787    | 1.7835    |
|            | R007   | 1.8098    | 2.1985    | 2.2525    | 2.2932    | 2.2570    |
|            | R014   | 2.1453    | 2.1231    | 2.1427    | 2.1323    | 2.1673    |
|            | R021   | 2.1529    | 2.2554    | 2.1035    | 2.1264    | 2.1598    |
|            | R1M    | 2.0820    | 2.0574    | 2.0791    | 2.0621    | 2.1278    |
| 上交所协议回购    | 206001 | 2.1420    | 2.1190    | 2.2140    | 2.2380    |           |
|            | 206007 | 2.1730    | 2.5070    | 2.6280    | 2.6230    | 2.5290    |
|            | 206014 | 2.5380    | 2.6060    | 2.5360    | 2.6580    | 2.4990    |
|            | 206021 | 5.0200    | 4.7720    | 5.2190    | 4.9750    | 5.6630    |
|            | 206030 | 3.6130    | 3.2280    | 3.3650    | 3.5540    | 3.5850    |
| 利率互换定盘: 1Y | FR007  | 1.7220    | 1.7191    | 1.7129    | 1.7036    | 1.7028    |

资料来源: Wind、中航证券研究所

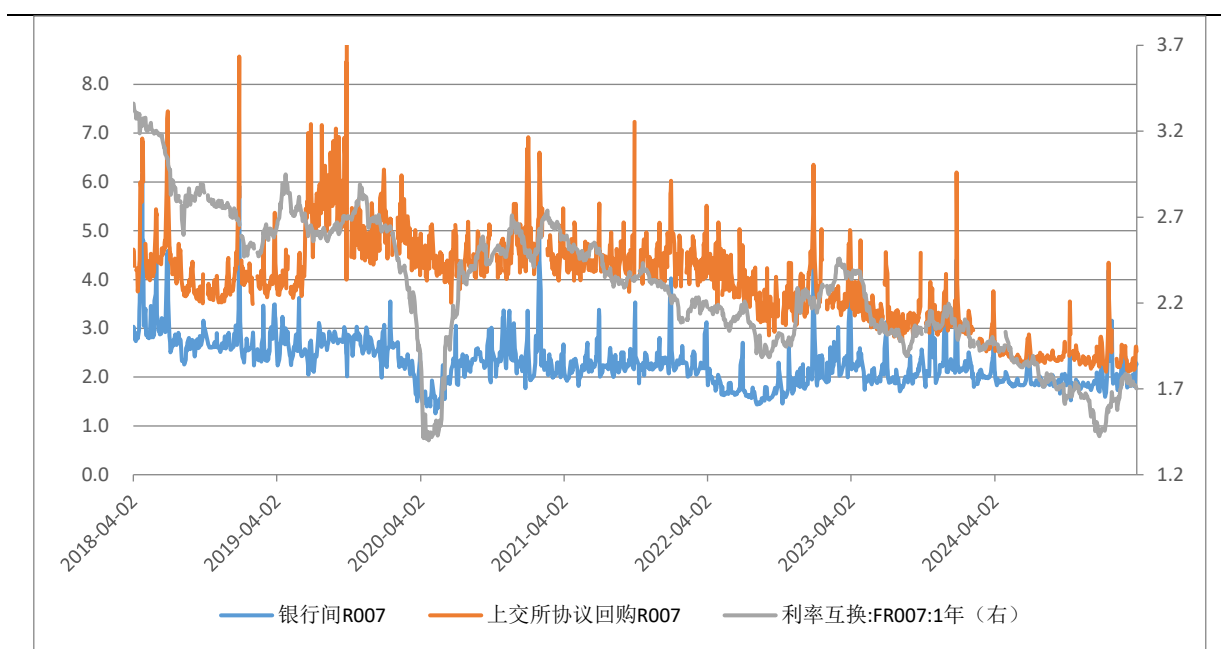
## 2) 资金面的展望: 季初资金面有望转松, 持续性仍需观察

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。

下周跨季结束，影响资金面的季节性因素减少，资金面压力有望边际降低，同时 3 月份往往为财政支出大月，下周财政支出陆续走款，有望对资金面形成进一步补充。本周政府债融资增量后，下周季初政府债融资额环比回落，预计对于资金面冲击进一步减少。本周跨季，央行相应增大投放，下周逆回购到期额超万亿元，预计季初央行相应回笼资金。整体来看，季初资金面有望转向宽松，其持续性仍需观察。

**图 3：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

1) 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 1350 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 4810 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 3460 亿元。尾盘 MLF 提前公布续作，多重价位中标，市场解读偏利好，日终十年国债下行 3.25bp；

周二，央行开展了 3779 亿元 7 天期逆回购操作，其中，操作利率 1.50%，投标量 3779 亿元，中标量 3779 亿元。Wind 数据显示，当日 2733 亿元逆回购到期，据此计算，当日净投放 1046 亿元。隔夜资金收紧，上行幅

度较小，日终十年国债上行 0.6bp；

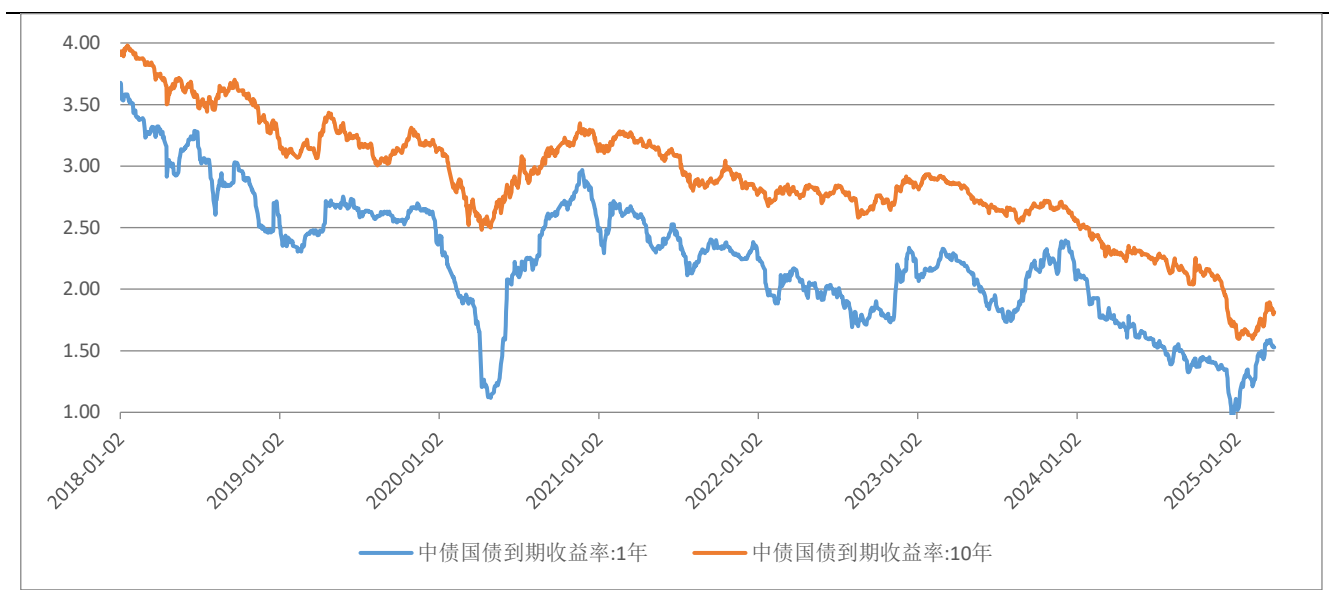
周三，央行开展了 4554 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 4554 亿元，中标量 4554 亿元。Wind 数据显示，当日 2959 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 1595 亿元。净投放下，长债继续表现较好，央行态度是关键，日终十年国债下行 2.85bp。

周四，央行开展了 2185 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 2185 亿元，中标量 2185 亿元。Wind 数据显示，当日 2685 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 500 亿元。央行再提择机降准，尾盘利率先下行，但央行存在指导卖债的可能，转为快速上行，长端上行较快，日终十年国债上行 1.25bp；

周五，央行开展了 785 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%，投标量 785 亿元，中标量 785 亿元。Wind 数据显示，当日 930 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 145 亿元。原央行副行长表示流动性注入需关注经济复苏情况，过急会导致空转，震荡上行，日终十年国债上行 0.75bp；

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 4：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：企业利润数据未超预期，降幅收窄，经济继续弱修复，需求疲软，基本面仍未成为债市主导因素。央行频繁提及“择机降准降息”，且原央行副行长表示：“如果当前需求真正得以复苏，则有必要对市场投入更多流动性，即推动利率下降。如果需求仍然比较薄弱，此时注入更多流动性、降低利率则会导致资金使用效率不高，出现金融体系资金空转情况。”资金长期宽松，但中短期市场关注“择机”二字。央行对长端品种的审慎态度可能通过窗口指导来抑制过度投机，当市场下行速度过快时需谨慎。震荡下行不改，继续关注短端机会，长端在关键点位可关注交易性机会。

**企业利润数据：**1-2 月规模以上工业企业利润同比下降 0.3%，降幅较 2024 年全年收窄 3.0 个百分点。利润改善原因：工业增加值同比增长 5.9%，制造业表现突出（利润+4.8%），新一轮设备更新和消费品以旧换新政策

显效，带动装备制造业（利润+5.4%）和原材料制造业（利润+15.3%）利润由降转增。但利润数据边际改善但未超预期，经济弱修复支撑债市震荡格局。装备制造业高增（如汽车利润+11.7%）反映政策刺激效果，但消费制造业（如纺织服装、家具利润负增长）疲软显示内需不足。

整体看，企业利润数据未超预期，降幅收窄，经济继续弱修复，需求疲软，基本面仍未成为债市主导因素。央行频繁提及“择机降准降息”，且原央行副行长表示：“前如果当前需求真正得以复苏，则有必要对市场投入更多流动性，即推动利率下降。如果需求仍然比较薄弱，此时注入更多流动性、降低利率则会导致资金使用效率不高，出现金融体系资金空转情况。”资金长期宽松，但中短期市场关注“择机”二字。央行对长端品种的审慎态度可能通过窗口指导来抑制过度投机，当市场下行速度过快时需谨慎。震荡下行不改，继续关注短端机会，长端在关键点位可关注交易性机会。

## 2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率整体下行

### 1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比均回落

本周同业存单净融资规模为 10.20 亿元，发行总额达 8,302.00 亿元，平均发行利率为 1.9358%，到期量为 8,291.80 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 8.64bp 报 1.9737%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 5.64bp 报 1.9177%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.67bp 报 1.9525%，9M 存单平均发行利率较上周下行 5.55bp 报 1.9377%。

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 2,919.93 亿元，环比减少 530.18 亿元，偿还量约 3,296.84 亿元，净融资额约-376.91 亿元，环比回升减少 794.54 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 5.71bp~下行 3.21bp，3 年期各评级信用债收益率下行 8.31bp~下行 1.31bp，5 年期各评级信用债收益率下行 16.83bp~下行 5.79bp。

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 | 1.9389   | 3.10%           | -3.21      |
| 信用债(AAA):3 年 | 2.0131   | 2.00%           | -1.31      |
| 信用债(AAA):5 年 | 2.1111   | 2.10%           | -5.79      |
| 信用债(AA+):1 年 | 1.9990   | 1.90%           | -5.20      |
| 信用债(AA+):3 年 | 2.0931   | 1.90%           | -4.31      |
| 信用债(AA+):5 年 | 2.2261   | 2.20%           | -8.29      |

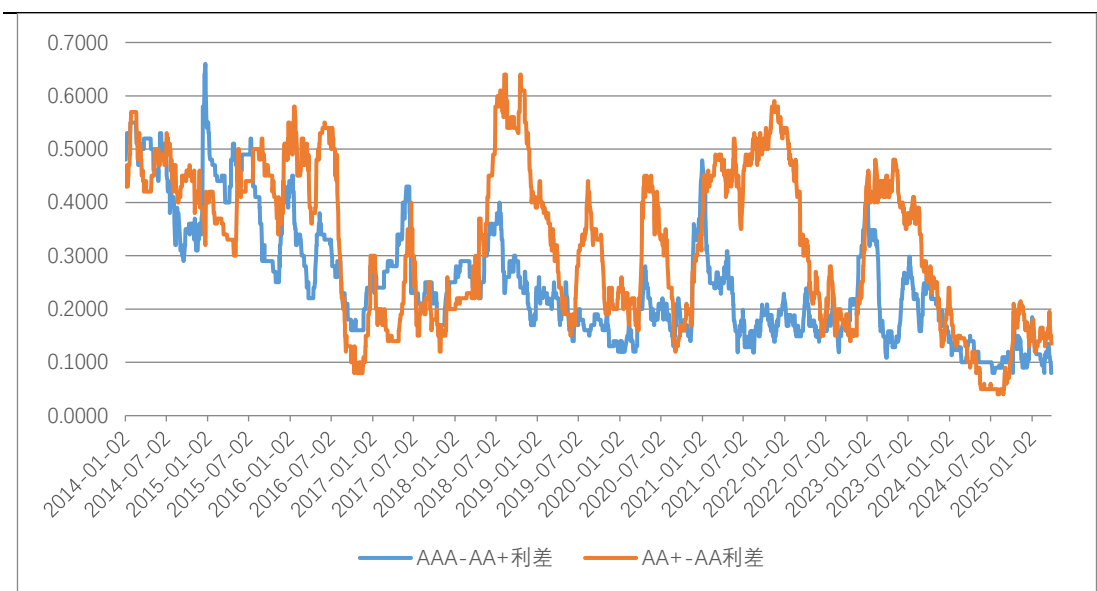
|             |        |       |        |
|-------------|--------|-------|--------|
| 信用债(AA):1 年 | 2.0489 | 1.90% | -5.71  |
| 信用债(AA):3 年 | 2.2281 | 2.40% | -8.31  |
| 信用债(AA):5 年 | 2.4461 | 3.80% | -16.83 |

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 利差整体看到 1.90bp、扩大 0.89bp、缩小 2.60bp，5Y-3Y 利差分别缩小 4.48bp、缩小 3.98bp、缩小 8.52bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 8bp，较上周缩小 3bp，AA 与 AA+之间的利差为 14bp，较上周缩小 4bp。

图 5：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：四月将集中迎来自来年报和经济数据等基本面信息，市场焦点将更聚焦于基本面

##### 1) 权益市场走势复盘：本周市场表现分化，消费风格表现较强

本周市场表现分化，上证指数（-0.40%）、深证成指（-0.75%）、创业板指（-1.12%）、科创 50（-1.29%）、中证 500（-0.94%）、中证 1000（-2.14%）表现较弱；沪深 300（0.01%）表现较强。行业风格上，消费风格表现较强，上涨 0.28%；成长风格表现较弱，下跌 2.72%。分行业来看，申万一级行业中医药生物、农林牧渔、食品饮料表现较强，分别上涨 0.98%、0.56%、0.40%；计算机、国防军工、通信表现较弱，分别下跌 4.89%、3.98%、3.87%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 12607.77 亿元，较上周减少 2889.07 亿元。

## 2) 权益市场展望:

A 股市场常有“四月决断”的说法。4 月 A 股将集中迎来自来年报、一季报和经济数据等基本面信息，既是对政策执行效果的初步观测，又是对于新一年各行业情况的展示。在众多基本面数据集中公布的时间内，四月市场焦点往往聚焦于基本面，四月的市场行情将对全年投资有重要指引意义。

将全部 A 股上市公司分别按上一年四季度和本年度一季度的单季净利润增速排序分组，对比各组本年 4 月份涨跌幅情况。结果显示本年度一季度业绩情况较上一年四季度业绩更能解释股票一季度涨跌幅。

计算全市场个股月涨跌幅与单季度净利润同比的相关系数发现，受业绩披露期影响，全年股市与业绩相关性最高的月份为 4 月，其次是 10 月、1 月、7 月。由此来看，4 月份是市场最关注基本面的月份。财政扩张年份，9 月、10 月、12 月相关系数明显提升，或反映财政扩张年份的年底，市场会更关注上市公司业绩兑现情况。

复盘看，历史 4 月 A 股平均表现相对较弱，四月决断的日历效应影响了市场风格。无论从涨跌幅的均值还是涨跌幅排名第一的次数，大盘价值均占优，其次是大盘成长，对应的小盘风格相对较弱。回顾 A 股历史上几轮比较有代表性的主线行情，2013 年 TMT 行情，2020 年核心资产行情和 2020 年至 2021 年新能源行情，三轮行情当年的“四月决断”期均给出了相关指引。

1-2 月工业企业数据验证了 2025 年开年经济平稳向好，收入延续改善，库存恢复补库，但趋势仍待确认。结构上供给改善情况好于需求。

今年四月决断正值国内外政策角力关键期，2025 年经济开门红或将支撑上市公司一季报数据，但改善趋势仍需验证和跟踪。本次为新“国九条”发布一周年的年报时间窗口，上市公司分红数据有望提升，红利板块或将阶段性贡献超额收益。

展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至，同时上市公司年报、一季报将陆续公布，4 月市场或将回归基本面。本次为新“国九条”发布一周年的年报时间窗口，短期建议关注上市公司公布的分红数据，红利板块有望阶段性贡献超额收益。中期看，DeepSeek 引发全球资金对中国科技股重估，阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，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。

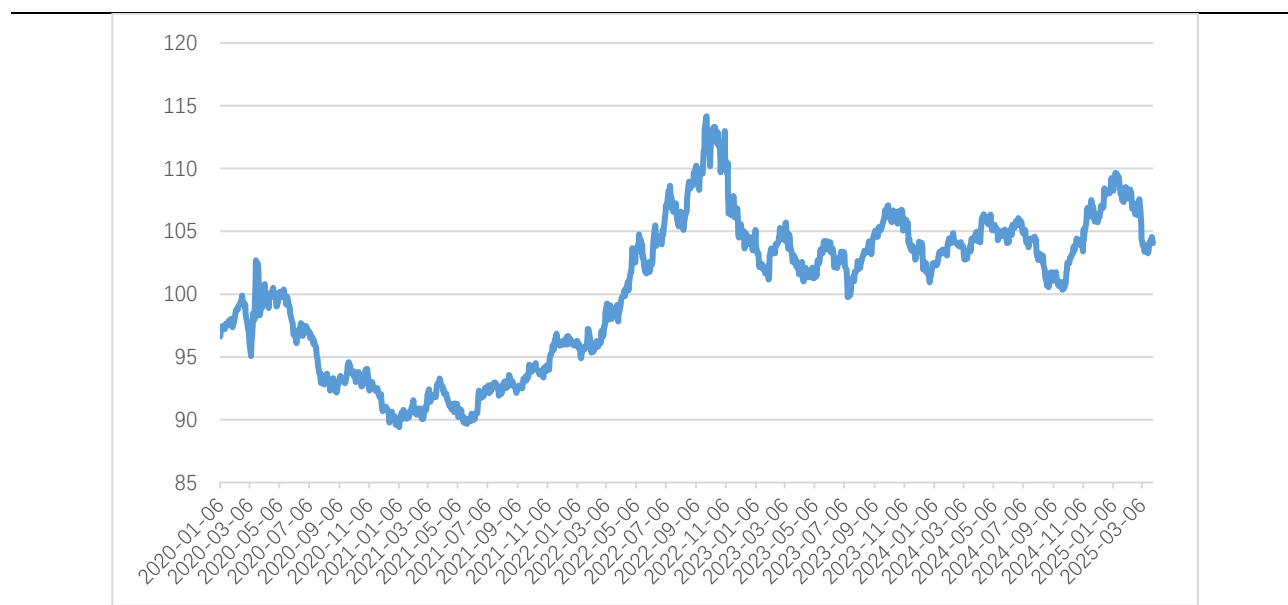
## 3.2 美元指数分析：美国 PCE 物价数据超预期，但消费者信心不足逐步显现，本周美元指数先涨后跌

本周美元指数报 104.0336，较上周回落 0.1204。本周部分美国经济数据公布，其中美国 2 月份核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过市场预期的 2.7%，其环比表现也超市场预期。通胀保持韧性的同时，美国 3 月份密歇根大学消费者信心指数终值 57，低于市场预期，同时通胀预期不断上行。本周部分美联储官员发言，称关税政策带来新的不确定性，美联储的下一轮降息可能需要比预期更长的时间。国际贸易方面，本周美国总统特朗普表示将对汽车、药品、木材等征收关税，但其稍后称对通过谈判降低准备在下周实施的关税持开放态度。整体来看，虽然美国 PCE 物价数据超预期，但消费者信心不足逐步显现，特朗普持续以关税促谈判，本周美元指数

先涨后跌，一周录得小幅上行。

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会有两次降息，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 6：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