

美国关税升级，全球市场巨震

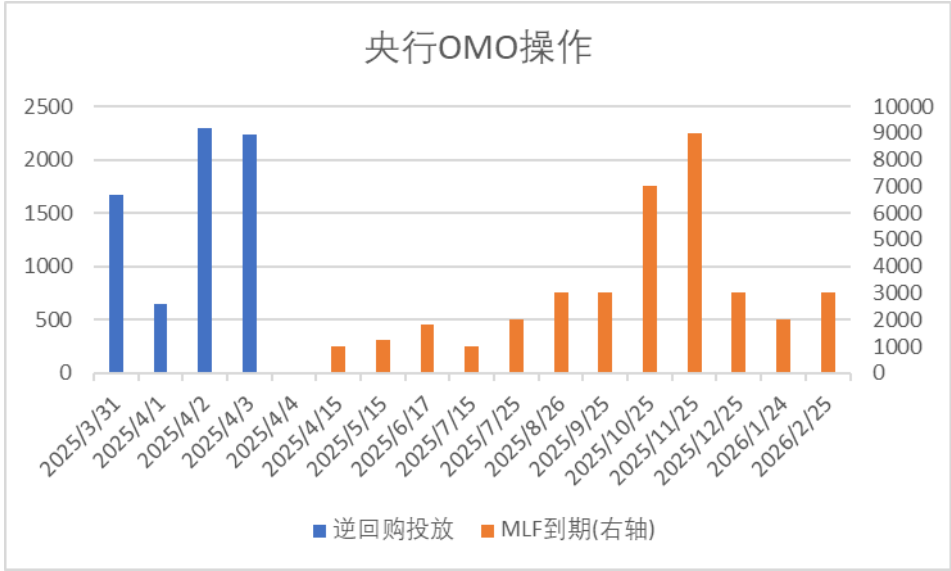
一、重要信息点评

- 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。
- 3、商务部会同海关总署发布关于对钐、钆、铽、镝、镱、铕、铈等 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。
- 4、美联储主席鲍威尔表示，美联储对美国总统特朗普征收的关税范围感到震惊，这意味着关税对经济的影响将比之前认为的要大。鲍威尔称，关税上调幅度很明显将远超预期，经济影响也可能如此，包括通胀上升和经济增长放缓。这些影响的规模和持续时间仍不确定。美联储有条件等一等，再考虑是否调整政策；经济增长疲软、通胀上升相互抵消，将使美联储维持对 2025 年降息两次的预期。
- 5、韩国宪法法院对总统尹锡悦弹劾案作出宣判。弹劾案获得通过，尹锡悦被罢免总统职务，成为继朴槿惠之后第二位被罢免的总统。之后韩国必须在 60 日内举行新一届大选。
- 6、国家统计局公布数据显示，3 月份，我国制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.5%、50.8%和 51.4%，比上月上升 0.3、0.4 和 0.3 个百分点，均连续两个月上升。其中，建筑业 PMI 连续 2 个月环比上升，创 2024 年 6 月以来的新高。

7、美国3月季调后非农就业人口增22.8万人，预期增13.5万人，前值从增15.1万人修正为增11.7万人。美国3月失业率4.2%，预期4.1%，前值4.1%；就业参与率62.5%，预期62.4%，前值62.4%；平均每周工时为34.2，预期34.2，前值从34.1修正为34.2。

8、美国3月ISM服务业PMI从前一个月的53.5下降至50.8，虽然仍处于扩张区间，但已创下自去年6月以来的最低水平。经济学家警告称，贸易战如果持续，可能会推高物价、抑制企业招聘，并对整体经济造成下行压力。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

上周央行 OMO 投放 6849 亿，同时到期 11868 亿，共计净回笼 5019 亿。此外，4 月 MLF 到期量为 1000 亿。

	2025/3/28	2025/3/21	2025/2/28	2024/12/31	2024/3/28	环比变化
高炉开工率	82.13	81.98	78.31	78.69	76.92	↑
水泥沥青开工率	26.7	27.2	28.5	25.9	32.7	↓

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

生产数据方面，上周高炉开工率继续上行，同时水泥沥青开工率回落。

	2025/3/23	2025/3/16	2025/2/28	2024/12/31	2024/3/23	环比变化
土地成交面积	1319.0123	864.0131	1217.6878	4426.9087	1294.196	↗
土地成交溢价率	10.95	15.36	17.83	1.97	1.99	↘
商品房成交面积	29.860133	24.33229671	31.55415086	69.92237714	29.57934729	↗
一线商品房成交面积	9.334918857	8.119810429	8.305993571	15.52388129	7.255421143	↗
二线商品房成交面积	14.61405529	10.76261786	15.70861986	42.359401	16.18765514	↗
三线商品房成交面积	5.911158857	5.449868429	7.539537429	12.03909486	6.136271	↗
二手房价格	156.22	156.23	156.61	157.25	171.96	↘
一线二手房价格	197.63	197.89	197.78	195.15	215.58	↘
二线二手房价格	146.35	146.4	147.01	148.04	162.58	↘
三线二手房价格	135.07	135.16	135.45	136.45	150.25	↘
四线二手房价格	115.03	115.01	115.13	114.93	122.6	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

地产数据方面, 土拍面积有所回升背景下溢价率小幅回落, 同时商品房成交面积上行, 但二手房价格走弱, 地产数据表现一般。

	2025/2/28	2024/2/29	2023/2/28	2022/2/28	2021/2/28	同比
厂家批发: 当月累计值	1780575	1263977	1597876	1501818	973195	40.87%
厂家零售: 当月累计值	1396918	1101631	1364348	1311832	1130276	26.80%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

汽车销量方面, 25 年 2 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 40.87%及 26.80%, 春节错位背景下汽车销量数据大幅回升。

	2025/3/23	2025/3/16	2025/2/28	2024/12/31	2024/3/23	环比变化
集装箱吞吐量	625.3	594	591.9	560.6	545.1	↗
	2025/3/29	2025/3/22	2025/2/28	2024/12/31	2024/3/29	
CCFI指数	1111.71	1147.76	1250.65	1515.07	1208.42	↘
CICFI指数	692.52	682.64	699.19	734.62	875.26	↗
	2025/3/31	2025/2/28	2025/1/31	2024/12/31	2024/11/30	
韩国前十日出口	2.9	0.5	3.2	12.2	-17.9	↗
韩国前二十日出口	4.5	15.9	-5.1	6.8	5.7	↘
韩国出口	#N/A	0.7	-10.1	6.6	1.3	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

进出口数据方面, 上周出口运价继续向下, 同时韩国 3 月前二十日出口数据有所回落。

	2025/3/28	2025/3/21	2025/2/28	2024/12/31	2024/3/28	环比变化
农产品价格	119.27	119.06	119	121.95	123.48	↗
猪肉价格	20.94	20.89	20.86	22.36	20.41	↗
粮油价格	112.85	112.7	112.72	114.04	116.06	↗
蔬菜价格	4.84	4.83	4.91	5.15	5.08	↗
水果价格	7.58	7.5	7.47	7.25	7.49	↗
PTA价格	4925	4825	4961	4770	5805	↗
涤纶长丝价格	6900	7030	7250	6945	7650	↘
聚酯切片价格	6030	5990	6200	6060	6840	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

价格数据方面，农产品价格上周回升。其中，蔬菜水果价格上行，同时猪肉价格升至 20.94 元。纤维方面价格有所回升。猪肉价格下行暂缓有望带动 CPI 企稳。

	2025/4/4	2025/3/28	2025/2/28	2024/12/31	2024/4/4	环比变化
煤炭价格	665	665	690	765	816	----
石油价格	65.58	73.63	73.18	74.64	90.65	↘
铜杆价格	79830	81300	77560	74400	74090	↘
铝价	20520	20610	20620	19790	19780	↘
钢材价格	94.53	94.86	95.79	97.47	104.57	↘
沥青价格	3625	3605	3750	3570	3615	↗
水泥价格	127.38	126.81	119.76	130.08	104.91	↗
MDI价格	15900	16000	18200	18100	15700	↘
浮法玻璃价格	1308.3	1310.8	1383.4	1396.8	1808.9	↘
工业品指数	3727.58	3761.81	3799.86	3777.47	3967.66	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所下行，其中沥青价格及水泥价格有所回升，油价、铜价、铝价、钢材价格、MDI 价格及玻璃价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-9.21	-9.21	-11.50
COMEX黄金	-1.87	-1.87	15.72
LME铝	-6.63	-6.63	-6.78
LME铜	-10.36	-10.36	0.14
CBOT玉米	1.60	1.60	0.44
CBOT大豆	-4.47	-4.47	-3.29
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-111.47	-127.32	-557.03
美元兑离岸人民币	269.00	314.00	-385.00
美元兑日元	-283.95	-297.95	-1027.45

	2025/4/4	2025/3/30	2025/3/31	2025/1/1
ICE布油	66.06	72.54	74.71	74.83
COMEX黄金	3056.1	3118	3157.4	2639.3
	2025/4/4	2025/3/30	2025/3/31	2025/1/1
美元指数	102.9189	104.0336	104.1921	108.4892
美元兑离岸人民币	7.2966	7.2697	7.2652	7.3351
美元兑日元	147	149.8395	149.9795	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格有所下行，其中伦铜跌幅最大，玉米涨幅最大。ICE 布油收于 66.06 美元，跌 9.21%，COMEX 黄金收于 3056.1 美元，跌 1.87%。

上周美元指数下行 111.47BP，贸易战导致的美股大跌使得资金大幅流出，美元大幅走弱。在此背景下人民币上周贬值 269 个基点，日元升值 283.95 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	0	0	0	13	0	2	1	0	1	17
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	33.44	0.00	8.70	2.35	0.00	0.27	44.76
上上周	数量	11	10	0	22	0	5	0	0	2	40
	发行规模(亿元)	152.57	149.92	0.00	125.32	0.00	10.51	0.00	0.00	3.07	291.48
本月以来	数量	0	0	0	12	0	2	0	0	1	15
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	33.33	0.00	8.70	0.00	0.00	0.27	42.31
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	10	0	7	2	2	0	0	3	4	0	28
上上周	7	1	7	3	7	0	0	3	3	0	31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

基金申报与发行方面,上周共计申报基金 28 支,其中普通混合型基金 10 支,债券类基金(7 支)少于股票类基金(11 支),FOF 基金申报 0 支。发行一边,上周基金共计发行 44.76 亿,其中股票型基金发行规模有所回落。

b) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-2.95	-1.82	-3.56
中小板指	-2.93	-1.78	1.11
偏股混合型基金指数	-1.44	-0.81	3.80
沪深300	-1.37	-0.66	-1.87
中证500	-1.19	-0.21	2.99
万得全A	-1.17	-0.33	1.56
科创50	-1.11	-0.45	2.95
上证50	-0.65	-0.13	-0.84

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

A 股表现来看,上周主要板块大体下行,其中上证 50 跌 0.65%,跌幅最小;创业板跌 2.95%,跌幅最大。美国大幅上调进口关税使得市场风险偏好下行,在此背景下 A 股有所下行。偏股基金指数跌 1.44%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-2.78	-1.79	1.53
绩优股指数	-1.91	-1.35	-0.98
大盘指数	-1.44	-0.76	-2.02
小盘指数	-1.10	-0.31	4.76
高市盈率指数	-1.06	-0.40	1.99
高市净率指数	-0.64	-0.02	1.22
低市盈率指数	-0.10	0.24	0.31
低市净率指数	0.40	0.83	0.13

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

A 股各风格指数中, 低 PB 指数涨 0.40%, 表现最好; 茅指数跌 2.78%, 表现最差。市场风格价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
汽车	-3.54	家用电器	-3.81	煤炭	-9.47
电力设备	-3.51	汽车	-2.76	商贸零售	-7.94
家用电器	-3.46	电子	-2.43	石油石化	-5.54
有色金属	-2.86	有色金属	-2.00	非银金融	-5.51
电子	-2.71	计算机	-1.62	房地产	-4.97
银行	0.94	社会服务	1.78	社会服务	6.38
美容护理	1.18	美容护理	1.97	钢铁	7.07
医药生物	1.20	公用事业	2.39	汽车	8.33
农林牧渔	1.51	医药生物	2.42	机械设备	9.26
公用事业	2.55	农林牧渔	3.05	有色金属	9.72

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 10 个上涨, 21 个下跌。其中, 美国大幅上调关税背景下出口占比较高的行业受损更为严重, 其中汽车、电力设备、家用电器、有色金属及电子分别跌 3.54%至 2.71%不等, 跌幅最大。另一方面, 内需板块及价值板块则相对占优, 其中公用事业、农林牧渔、医药生物、美容护理及银行分别涨 2.55%至 0.94%不等, 涨幅最大。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-2.46	-1.17	13.91
恒生科技指数	-3.51	-1.51	18.92

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

港股方面, 恒生指数跌 2.46%, 恒生科技指数跌 3.51%。美国贸易战升级背景下港股表现较差。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-10.02	-9.89	-19.28
标普中盘400	-9.14	-9.27	-15.14
标普小盘600	-9.10	-9.48	-17.91
标普500	-9.08	-9.58	-13.73
道琼斯工业指数	-7.86	-8.78	-9.94

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

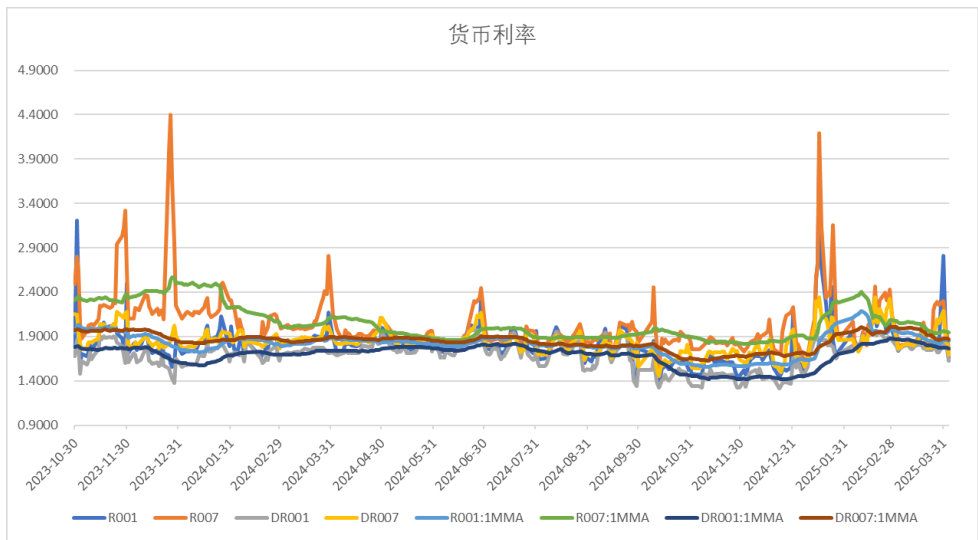
美股方面上周大幅回落，其中，纳斯达克指数跌 10.02%，表现最差；道琼斯工业指数跌 7.86%，表现最好。美国贸易战升级打击风险偏好，同时美国经济指标下行通胀指标上行显示经济存在一定的滞胀，在此背景下美股有所回落。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
日经225	-9.00	-5.16	-13.33
胡志明指数	-8.11	-7.36	-4.43
德国DAX	-8.10	-6.87	3.58
法国CAC40	-8.10	-6.62	-1.43
英国富时100	-6.97	-6.15	-1.44
韩国综合指数	-3.62	-0.63	2.75
印度SENSEX30	-2.65	-2.65	-3.55
台湾加权指数	-1.41	2.91	-7.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

其他海外市场方面，日本市场跌 9.00%，表现最差；台湾市场跌 1.41%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

a) 债券市场



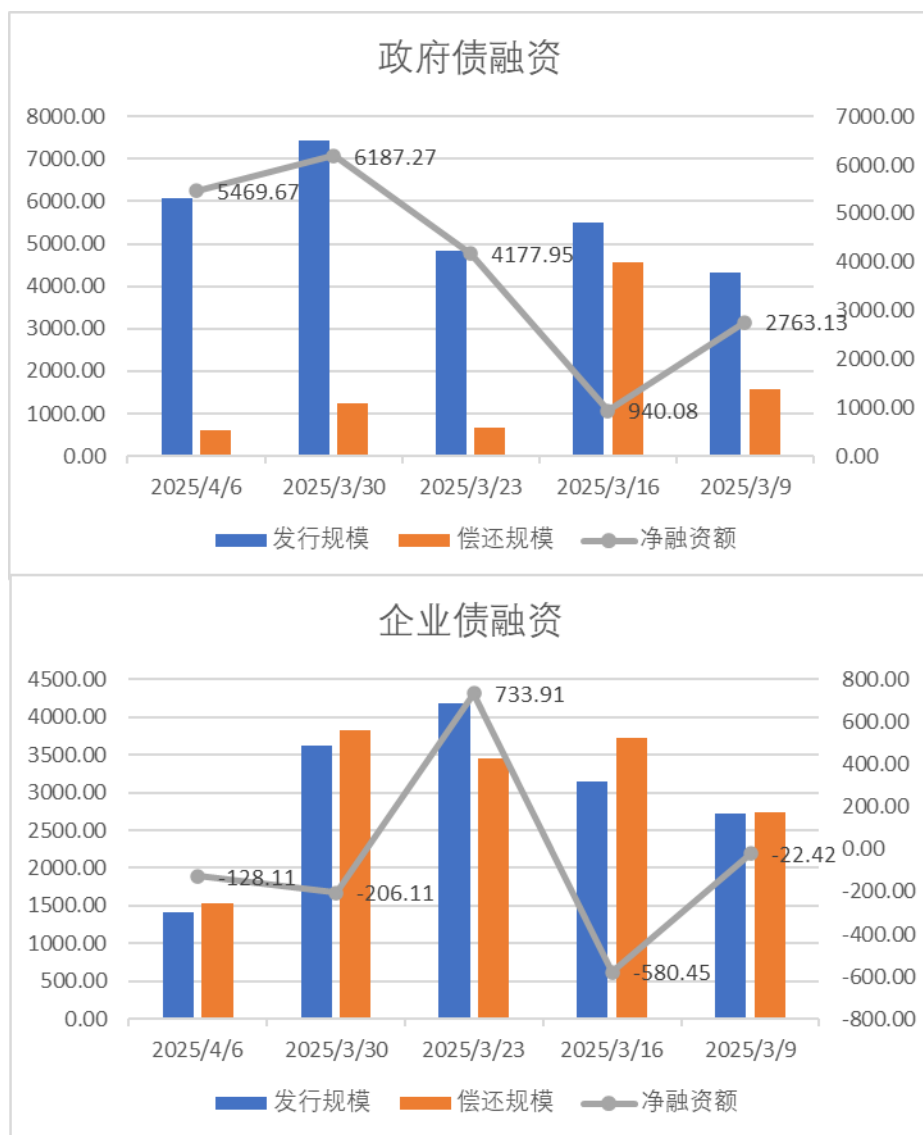
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

上周货币市场利率有所上行，R001 一月均值升至 1.85，资金面较此前更为紧张。

	2025/2/28	2025/3/24	2025/3/31
6M	1.05	1.23	1.26
3M	0.9	1.6	1.72
	2024/2/29	2024/3/24	2024/3/30
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/2/28	2023/3/25	2023/3/31
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/2/28	2022/3/25	2022/3/31
6M	1.038	2.1513	2.2809
3M	0.3496	2.1457	2.4357

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

国股银票方面, 3 月底 3M、6M 转贴现利率分别为 1.26%及 1.72%, 较 2 月末有所提升, 社融中贷款分项可能有所回暖。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

债券融资方面, 上周政府债净融资额 5469.67 亿, 维持大额净发行; 企业债净融资额-128.11 亿, 较此前有所回升。上周债券净发行量有所下降。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	1.48	1.53	1.56	1.72	国债	4.34	3.53	15.64	国债	-	-	-
国开债	1.59	1.67	1.62	1.74	国开债	7.4	-5.17	12.14	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.88	1.95	2.04	-	AAA信用债	7.81	8.57	-	AAA信用债	28.03	28.44	42.18
AA+信用债	1.97	2.03	2.14	-	AA+信用债	6.32	10.73	-	AA+信用债	37.14	36.06	51.96
AA信用债	2.01	2.18	2.35	-	AA信用债	17.04	17.11	-	AA信用债	41.46	51.1	73.38
AA-信用债	2.73	3.15	3.54	-	AA-信用债	42.32	38.69	-	AA-信用债	113.61	148.53	192.39

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-4	-6	-9	-9	国债	-4	-7	-10	-9	国债	40	34	15	4
国开债	-5	-7	-10	-12	国开债	-6	-8	-10	-11	国开债	39	24	15	1
AAA信用债	-5	-6	-7	-	AAA信用债	-6	-6	-7	-	AAA信用债	19	20	17	-
AA+信用债	-5	-6	-7	-	AA+信用债	-5	-7	-8	-	AA+信用债	18	13	10	-
AA信用债	-5	-7	-8	-	AA信用债	-5	-8	-9	-	AA信用债	14	12	6	-
AA-信用债	-8	-7	-7	-	AA-信用债	-8	-7	-8	-	AA-信用债	3	5	13	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.15	0.10	0.05	0.05	国债	0.04	0.03	0.29	国债	-	-	-
国开债	0.08	0.06	0.05	0.05	国开债	0.07	0.02	0.12	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.07	0.05	0.05	-	AAA信用债	0.07	0.06	-	AAA信用债	0.18	0.19	0.31
AA+信用债	0.06	0.05	0.05	-	AA+信用债	0.04	0.07	-	AA+信用债	0.09	0.08	0.11
AA信用债	0.05	0.07	0.09	-	AA信用债	0.12	0.13	-	AA信用债	0.03	0.10	0.14
AA-信用债	0.08	0.09	0.10	-	AA-信用债	0.18	0.41	-	AA-信用债	0.05	0.06	0.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面, 上周主要债券中, 信用债有所下行, 其中 5YAA 及 1YAA-下行 8BP, 下行幅度最大。同时利率债长端下行大于短端, 其中 10Y 国开债下行 11BP, 下行幅度最大。美国关税升级带动经济预期下行, 在此背景下债券利率有所下行。往后看, 虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制, 但国内财政政策发力也有望带动经济企稳回升, 后续债市走势仍取决于国内经济基本面。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	-2	-3	0	国债	-3	-2	1	国债	-6	-19	-10
国开债	-2	-3	-2	国开债	-2	-3	0	国开债	-15	-9	-14
AAA信用债	-1	-1	-	AAA信用债	0	-1	-	AAA信用债	1	-4	-
AA+信用债	-2	0	-	AA+信用债	-2	-1	-	AA+信用债	-5	-3	-
AA信用债	-2	-1	-	AA信用债	-3	-1	-	AA信用债	-2	-5	-
AA-信用债	1	0	-	AA-信用债	1	-1	-	AA-信用债	3	8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周利差大体收窄, 30 年国债利率降至 1.91, 大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	0	1	4	AAA信用债	0	1	3	AAA信用债	-20	-4	1
AA+信用债	0	1	4	AA+信用债	1	1	2	AA+信用债	-21	-11	-6
AA信用债	1	0	2	AA信用债	1	-1	1	AA信用债	-26	-12	-9
AA-信用债	-3	0	4	AA-信用债	-3	0	2	AA-信用债	-37	-19	-2

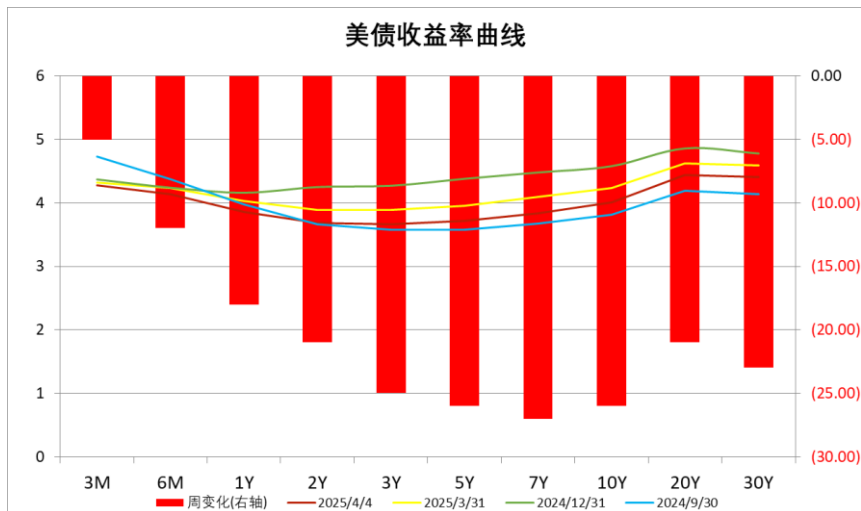
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周利率债下行幅度更大使得利差走阔。历史来看，部分信用债利差分位数进入中性偏低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.89	1.94	1.97	--	--
国有银行	1.80	1.85	1.92	1.85	1.86
股份银行	1.96	1.86	1.85	1.88	1.88
城商行	1.88	1.92	1.97	1.93	1.97
农商行	1.89	1.94	1.96	1.98	1.96
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-15	-8	-17	--	--
国有银行	-8	-6	0	-8	-4
股份银行	1	-2	-3	-5	0
城商行	-12	-10	-10	-6	-10
农商行	-17	-19	-11	-20	-11
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	180.1	741.4	29	197.2	1475
国有银行	20	91	0	4	433
股份银行	0	364	4	51	658
城商行	143	195	21	104	356
农商行	17	92	4	39	28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日。

同业存单方面，上周发行利率有所下行，其中发行规模最多的 1Y 股份银行下行 0BP，为 1.88%；1Y 国有银行下行 4BP，为 1.86%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

美债方面，上周利率大幅下行，其中 7Y 下行 27BP，下行幅度最大；3M 下行 5BP，下行幅度最小。美国关税政策大幅度升级使得市场衰退预期大幅上行，在此背景下美债利率整体走低。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 国内 PMI 维持扩张，美国经济面临滞胀

上周，国内公布 3 月 PMI 数据，其中制造业 PMI 50.5，高于上个月的 50.2，但低于市场预期的 51.7。分项上来看，出厂价格及购进价格均出现了一定下行，后续 CPI 可能仍面临一定压力。此外进口分项由 49.5 大幅下滑至 47.5 可能反映了企业部门对后续国际贸易形势的担忧。整体看，虽然 PMI 数据较市场预期有所不足但仍位于温和回升区间，表明经济仍处于震荡筑底阶段。往后看，虽然近期中美贸易摩擦使得市场担心出口下行导致经济压力过大，但中长期维度来看货币及财政政策进一步发力确定性较强，并有望带动居民信心回升及经济企稳。不过这一过程需要一定时间，期间宏观数据仍会面临一定波动。海外方面，美国 3 月非农就业数据有所回升，由 2 月的 11.7 万人升至 22.8 万人，但失业率也由 4.1% 升至 4.2%。此外，服务业 PMI 由 50.3 下滑至 49，其中价格指数升至 69.4，美国经济呈现出一定的滞胀格局。后续随着本轮关税大幅上调，通胀可能会受到进一步冲击，后续关注美国经济能否平稳落地。降息预期方面，衰退预期上行使得市场降息预期有所增加，5 月的降息预期由 23% 升至 33%。

指标(2025/03/31)	预测值	实际值		2025/2/28
PMI	51.7	50.5	↘	50.20
工业增加值:当月同比	5.77	----	----	31.02
GDP:当季同比	5.14	----	----	----
固定资产投资:累计同比	4.07	----	----	4.10
制造业投资:累计同比	8.7	----	----	9.00
基建投资:累计同比	8.9	----	----	9.95
地产投资:累计同比	-10.33	----	----	-9.80
社会消费品零售总额:当月同比	4.38	----	----	4.00
出口金额:当月同比	3.29	----	----	-3.00
进口金额:当月同比	-5.04	----	----	1.50
社会融资规模:当月值	48250	----	----	22,375.00
社融规模:同比	8.18	----	----	8.20
人民币贷款:当月值	29500	----	----	10,100.00
人民币贷款:同比	7.2	----	----	7.10
M1:同比	0.3	----	----	0.10
M2:同比	7.09	----	----	7.00
CPI:当月同比	-0.06	----	----	-0.70
PPI:当月同比	-2.2	----	----	-2.20
1年存款利率(央行)	----	1.5	----	1.50
1年贷款利率(央行)	----	4.35	----	4.35
美元兑人民币汇率	7.27	7.2507905	↘	7.28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

美国经济指标	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	2.40	----	----	3.10	----	----	3.00	----	震荡
PMI	49.00	50.30	50.90	49.30	48.40	46.50	47.20	47.20	46.80	48.50	48.70	↘
消费者信心	57.00	64.70	71.70	74.00	71.80	70.50	70.10	67.90	66.40	68.20	69.10	震荡上行
零售	----	-0.88	4.43	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	3.12	震荡下行
房地产	39.00	42.00	47.00	46.00	46.00	43.00	41.00	39.00	41.00	43.00	45.00	↘
耐用品订单	----	0.97	3.36	-1.76	-1.99	0.75	-0.36	-0.85	9.82	-6.87	0.09	震荡下行
CPI	----	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	拐头向下
核心CPI	----	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.30	3.40	震荡
PCE	----	2.54	2.52	2.60	2.46	2.34	2.10	2.28	2.47	2.44	2.57	震荡上行
核心PCE	----	2.79	2.66	2.86	2.83	2.82	2.66	2.73	2.67	2.63	2.67	震荡下行
非农就业	228.00	117.00	111.00	323.00	261.00	44.00	240.00	71.00	88.00	87.00	193.00	震荡下行
失业率	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.20	4.10	4.00	↗
职位空缺率	----	4.50	4.70	4.50	4.80	4.60	4.30	4.60	4.50	4.50	4.80	震荡
时薪增速	0.25	0.22	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	0.46	0.20	0.32	0.40	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

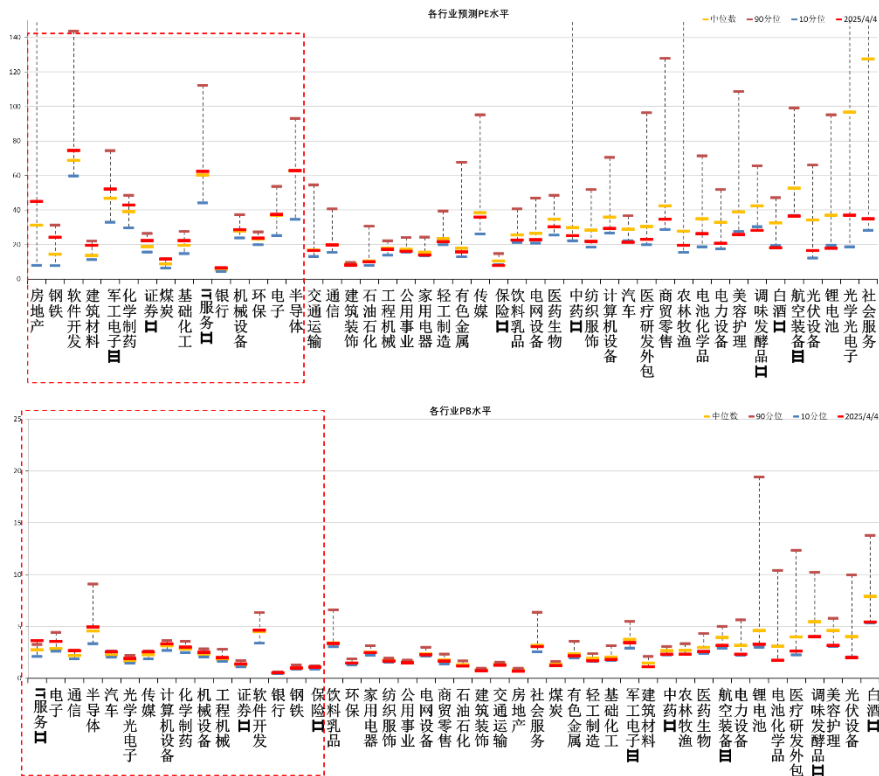
近期万得全 A 预测 PE15.51 倍，处于 70%分位水平，股权溢价率 3.67%，处于 89%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.69	10.24	1.20	7.61	0.60	0.78	0.31	0.81
沪深300	12.42	11.30	1.33	6.31	0.54	0.69	0.28	0.89
中小板指	23.64	17.60	2.58	2.49	0.33	0.48	0.22	0.88
创业板指	31.34	22.50	3.91	1.45	0.24	0.26	0.20	0.93
中证500	28.50	21.19	1.85	1.77	0.84	0.85	0.60	0.62
万得全A	18.49	15.51	1.57	3.67	0.58	0.70	0.26	0.89

指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.19	1.08	5.75	0.60	0.70	0.13
标普500	24.87	4.59	-0.04	0.40	0.70	0.30
纳斯达克指	36.20	5.57	-1.30	0.26	0.45	0.36
德国DAX	17.03	1.82	----	0.63	0.80	----
法国CAC40	16.61	1.84	----	0.60	0.52	----
英国富时100	16.85	1.81	----	0.57	0.95	----
韩国综合指数	13.03	0.87	----	0.29	0.08	----
台湾加权指数	17.88	1.84	----	0.53	0.11	----
日经225	17.06	1.69	----	0.26	0.21	----
胡志明指数	11.90	1.49	----	0.17	0.01	----
印度SENSEX	21.50	3.66	----	0.07	0.73	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日.

分行业看，预测 PE 约三分之一行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约三分之一行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高

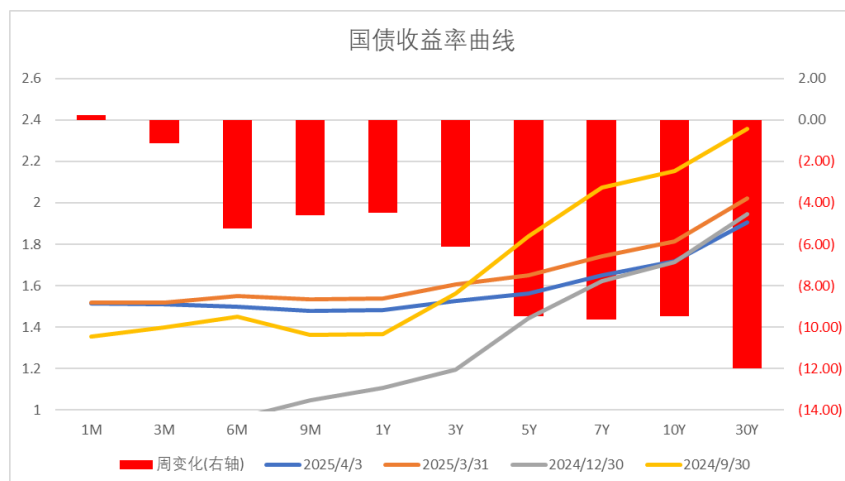


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日. 分位数为过去 5 年.

4.2.3 往后看，随着市场开始观测政策落地的实际效果，配置方向上关注：

- 1、以旧换新、设备更新等政策发力的家电、汽车等方向。
- 2、国内大模型取得较大突破利好的计算机、通信、电子及传媒板块。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 4 日

中短期看，关税对国内经济形成一定压制，短期内债券利率预计会出现一定幅度的下行，但由于此前市场降息预期较为充分，叠加潜在的财政发力刺激消费等政策，预计债市会出现一定的先下后上。拉长周期来看，虽然对于利率上行的终点判断难度较大，但不论是居民端风险偏好下行带来的配置压力还是政府加杠杆需要的货币政策支持都会带动利率趋势性下行，在此背景下一方面可以逢低进行加仓，尤其关注长端利率、信用债、转债等波动率更高的品种。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。