

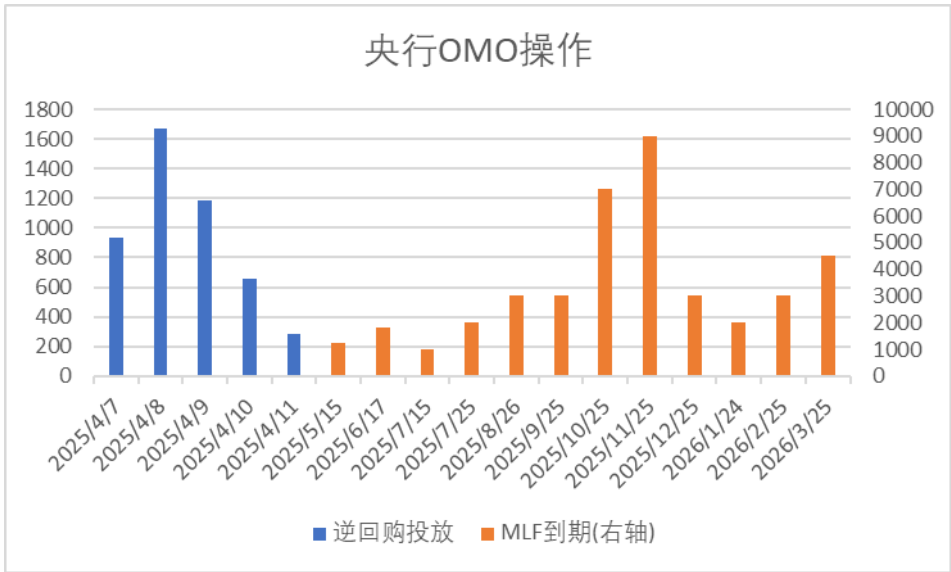
## 中央汇金定位平准基金，美国暂停对等关税

### 一、重要信息点评

- 1、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%；PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%。
- 2、2025 年一季度社会融资规模增量累计为 15.18 万亿元，比上年同期多 2.37 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.7 万亿元，同比多增 5862 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 967 亿元，同比多减 2490 亿元；委托贷款增加 55 亿元，同比多增 1050 亿元；信托贷款增加 531 亿元，同比少增 1452 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 5300 亿元，同比少增 202 亿元；企业债券净融资 5251 亿元，同比少 4729 亿元；政府债券净融资 3.87 万亿元，同比多 2.52 万亿元；非金融企业境内股票融资 962 亿元，同比多 199 亿元。
- 3、美国 3 月 CPI 同比增长 2.4%，较上月 2.8% 水平显著回落，创半年低位，低于市场预估的 2.6%；3 月 CPI 环比意外下降 0.1%，大幅低于市场预估（增长 0.1%），前值为增长 0.2%。CPI 数据发布后，交易员加大了对美联储在年底前降息整整一个百分点的押注，市场几乎完全定价美联储 6 月降息。但有华尔街人士警告称，如果关税政策全面实施，美国通胀可能将面临巨大的上行压力。
- 4、美国政府将对数十个国家暂停征收对等关税 90 天，维持最低关税税率为 10%。交易员大幅削减了此前对美联储 5 月开始降息的押注，认为美国从 6 月开始降息的可能性比 5 月大得多，预计到今年年底，美联储将总共降息四次。
- 5、美国海关与边境保护局发布公告称，智能手机、路由器以及部分电脑和笔记本等产品将不再被纳入此前针对中国进口商品实施的 125% 所谓“对等关税”范围内。根据最新政策，若符合美国《协调关税税则》中所列明的分类号码的产品，将可获得“对等关税”豁免，其中包括智能手机、路由器、部分计算机设备及电子零部件等关键技术产品。
- 6、欧盟委员会发言人表示，欧盟和中国已同意研究为中国制造的电动汽车设定最低价格，以取消欧盟于 2024 年征收的关税。欧盟发言人表示，欧盟贸易专员塞夫科维奇在过去 24 小时内与中国商务部长王文涛进行了交谈，双方同意研究设定最低价格。

- 7、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。
- 8、欧盟执委会主席冯德莱恩表示，欧盟同意将原定于 4 月 15 日针对美国关税的反制措施暂停 90 天。她表示，进一步反制措施的准备工作仍在继续，如果谈判不能令人满意，将采取反制措施。
- 9、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。
- 10、中央汇金称将持续加大增持 ETF 规模和力度，并首次提出类“平准基金”定位。央行同步宣布，将通过再贷款向汇金提供充足资金支持。同时，金融监管总局上调保险公司权益投资比例，加大对资本市场和实体经济的支持力度。国务院国资委亦表态称，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。另据全国社会保障基金理事会消息，全国社会保障基金理事会近日已主动增持国内股票，近期将继续增持。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

上周央行 OMO 投放 4742 亿, 同时到期 7634 亿, 共计净回笼 2892 亿。此外, 4 月 MLF 到期量为 1000 亿。

|         | 2025/4/11 | 2025/4/4 | 2025/3/31 | 2025/3/31 | 2024/4/11 | 环比变化 |
|---------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 高炉开工率   | 83.3      | 83.15    | 82.13     | 82.13     | 77.83     | ↗    |
|         | 2025/4/9  | 2025/4/2 | 2025/3/31 | 2025/3/31 | 2024/4/9  | 环比变化 |
| 水泥沥青开工率 | 27.6      | 25.7     | 26.7      | 26.7      | 26.5      | ↗    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 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升。

|           | 2025/4/6    | 2025/3/30   | 2025/2/28   | 2024/12/31  | 2024/4/6    | 环比变化 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 土地成交面积    | 1384.978    | 1411.6188   | 1219.6674   | 4426.9087   | 2233.1425   | ↘    |
| 土地成交溢价率   | 12.58       | 18.18       | 17.79       | 1.97        | 7.15        | ↘    |
| 商品房成交面积   | 22.672017   | 39.45677957 | 31.55415086 | 69.92237714 | 19.27070957 | ↘    |
| 一线商品房成交面积 | 6.703447286 | 10.54733457 | 8.305993571 | 15.52388129 | 5.906163714 | ↘    |
| 二线商品房成交面积 | 12.47660129 | 21.27039829 | 15.70861986 | 42.359401   | 9.750868    | ↘    |
| 三线商品房成交面积 | 3.491968429 | 7.639046714 | 7.539537429 | 12.03909486 | 3.613677857 | ↘    |
| 二手房价格     | 155.82      | 156.34      | 156.61      | 157.25      | 170.55      | ↘    |
| 一线二手房价格   | 197.31      | 197.49      | 197.78      | 195.15      | 213.56      | ↘    |
| 二线二手房价格   | 145.93      | 146.66      | 147.01      | 148.04      | 161.1       | ↘    |
| 三线二手房价格   | 134.59      | 135.06      | 135.45      | 136.45      | 148.99      | ↘    |
| 四线二手房价格   | 114.86      | 114.96      | 115.13      | 114.93      | 122.04      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

地产数据方面, 土拍面积有所下滑背景下溢价率小幅回落, 同时商品房成交面积下行, 二手房价格走弱, 地产数据表现一般。

|             | 2025/3/31 | 2024/3/31 | 2023/3/31 | 2022/3/31 | 2021/3/31 | 同比     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 厂家批发: 当月累计值 | 2410035   | 2225175   | 1955376   | 1784718   | 1260792   | 8.31%  |
| 厂家零售: 当月累计值 | 1888770   | 1698914   | 1595033   | 1500538   | 1190156   | 11.18% |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

汽车销量方面, 25 年 3 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 8.31%及 11.18%, 汽车销量维持较高水平。

|          | 2025/4/6  | 2025/3/30 | 2025/2/28 | 2024/12/31 | 2024/4/6   | 环比变化 |
|----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------|
| 集装箱吞吐量   | 632.4     | 620.9     | 591.9     | 560.6      | 593.5      | ↗    |
|          | 2025/4/12 | 2025/4/5  | 2025/3/31 | 2025/3/31  | 2024/4/12  |      |
| CCFI指数   | 1107.28   | 1102.71   | 1111.71   | 1111.71    | 1185.13    | ↗    |
| CICFI指数  | 706.44    | 702.5     | 692.52    | 692.52     | 875.23     | ↗    |
|          | 2025/4/30 | 2025/3/31 | 2025/2/28 | 2025/1/31  | 2024/12/31 |      |
| 韩国前十日出口  | 13.7      | 2.6       | 0.5       | 3.2        | 12.2       | ↗    |
| 韩国前二十日出口 | #N/A      | 4.5       | 15.9      | -5.1       | 6.8        | ---- |
| 韩国出口     | #N/A      | 3.1       | 0.7       | -10.1      | 6.6        | ---- |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

进出口数据方面, 上周出口运价继续回升, 同时韩国 4 月前十日出口数据有所回升。

|        | 2025/4/11 | 2025/4/4 | 2025/3/31 | 2025/3/31 | 2024/4/11 | 环比变化 |
|--------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 农产品价格  | 119.55    | 120.01   | 119.48    | 119.48    | 122.62    | ↘    |
| 猪肉价格   | 20.84     | 20.91    | 20.85     | 20.85     | 20.69     | ↘    |
| 粮油价格   | 112.76    | 112.85   | 112.94    | 112.94    | 115.93    | ↘    |
| 蔬菜价格   | 4.84      | 4.87     | 4.83      | 4.83      | 4.96      | ↘    |
| 水果价格   | 7.41      | 7.48     | 7.59      | 7.59      | 7.26      | ↘    |
| PTA价格  | 4320      | 4836     | 4925      | 4925      | 6020      | ↘    |
| 涤纶长丝价格 | 6480      | 6850     | 6900      | 6900      | 7675      | ↘    |
| 聚酯切片价格 | 5530      | 6025     | 6030      | 6030      | 6930      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

价格数据方面, 农产品价格上周回落。其中, 蔬菜水果价格下行, 同时猪肉价格降至 20.84 元。纤维方面价格有所回落。贸易战加剧带动价格整体走弱。

|        | 2025/4/11 | 2025/4/4 | 2025/3/31 | 2025/3/31 | 2024/4/11 | 环比变化 |
|--------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 煤炭价格   | 665       | 665      | 665       | 665       | 801       | ---- |
| 石油价格   | 64.76     | 65.58    | 74.74     | 74.74     | 89.74     | ↘    |
| 铜杆价格   | 75250     | 79830    | 80570     | 80570     | 76780     | ↘    |
| 铝价     | 19560     | 20520    | 20520     | 20520     | 20330     | ↘    |
| 钢材价格   | 92.72     | 94.53    | 94.86     | 94.86     | 104.57    | ↘    |
| 沥青价格   | 3425      | 3625     | 3605      | 3605      | 3690      | ↘    |
| 水泥价格   | 126.13    | 127.38   | 127.77    | 127.77    | 106.01    | ↘    |
| MDI价格  | 14900     | 15900    | 16000     | 16000     | 15700     | ↘    |
| 浮法玻璃价格 | 1308.3    | 1308.3   | 1308.3    | 1308.3    | 1734      | ---- |
| 工业品指数  | 3501.54   | 3727.58  | 3719.05   | 3719.05   | 4112.42   | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中煤炭及玻璃价格走平, 其余则有所回落。

|          | 本周涨跌幅   | 本月涨跌幅   | 今年以来涨跌幅  |
|----------|---------|---------|----------|
| ICE布油    | -1.51   | -11.23  | -13.46   |
| COMEX黄金  | 7.23    | 4.51    | 23.24    |
| LME铝     | 0.76    | -5.93   | -6.07    |
| LME铜     | 4.60    | -6.23   | 4.74     |
| CBOT玉米   | 6.36    | 8.00    | 6.76     |
| CBOT大豆   | 6.83    | 2.03    | 3.29     |
|          | 本周涨跌BP  | 本月涨跌BP  | 今年以来涨跌BP |
| 美元指数     | -314.99 | -442.31 | -872.02  |
| 美元兑离岸人民币 | -153.00 | 161.00  | -538.00  |
| 美元兑日元    | -347.90 | -645.85 | -1375.35 |

|          | 2025/4/11 | 2025/4/6 | 2025/3/31 | 2025/1/1 |
|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| ICE布油    | 64.59     | 66.06    | 74.71     | 74.83    |
| COMEX黄金  | 3254.9    | 3056.1   | 3157.4    | 2639.3   |
|          | 2025/4/11 | 2025/4/6 | 2025/3/31 | 2025/1/1 |
| 美元指数     | 99.769    | 102.9189 | 104.1921  | 108.4892 |
| 美元兑离岸人民币 | 7.2813    | 7.2966   | 7.2652    | 7.3351   |
| 美元兑日元    | 143.521   | 147      | 149.9795  | 157.2745 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 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上行，其中石油跌幅最大，黄金涨幅最大。ICE 布油收于 64.59 美元，跌 1.51%，COMEX 黄金收于 3254.9 美元，涨 7.23%。

上周美元指数下行 314.99BP，通胀低于预期叠加贸易战反复使得美元信用走弱，美元有所下行。在此背景下人民币上周升值 153 个基点，日元升值 347.90 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 | 偏债混合型基金 | 股票型基金  | 主动股票 | 偏股混合型基金 | 灵活配置型基金 | 平衡混合型基金 | FOF基金 | 总计     |
|--------|----------|-------|-------|---------|--------|------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 上周     | 数量       | 2     | 2     | 0       | 14     | 0    | 1       | 0       | 0       | 0     | 17     |
|        | 发行规模(亿元) | 23.14 | 23.14 | 0.00    | 172.58 | 0.00 | 8.97    | 0.00    | 0.00    | 0.00  | 204.69 |
| 上上周    | 数量       | 0     | 0     | 0       | 14     | 0    | 2       | 1       | 0       | 1     | 18     |
|        | 发行规模(亿元) | 0.00  | 0.00  | 0.00    | 35.52  | 0.00 | 8.70    | 2.35    | 0.00    | 0.27  | 46.84  |
| 本月以来   | 数量       | 2     | 2     | 0       | 27     | 0    | 3       | 0       | 0       | 1     | 33     |
|        | 发行规模(亿元) | 23.14 | 23.14 | 0.00    | 208.00 | 0.00 | 17.67   | 0.00    | 0.00    | 0.27  | 249.07 |
| 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     | 7        | 1     | 9     | 17      | 5      | 0    | 0       | 1       | 3       | 1     | 44     |
| 上上周    | 10       | 0     | 7     | 2       | 2      | 0    | 0       | 3       | 4       | 0     | 28     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 44 支，其中普通混合型基金 7 支，债券类基金（4 支）少于股票类基金（32 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 204.69 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

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      | -6.73   | -8.43   | -10.05  |
| 中证500     | -4.52   | -4.72   | -2.52   |
| 中小板指      | -4.32   | -6.03   | -3.26   |
| 万得全A      | -4.31   | -4.62   | -2.81   |
| 偏股混合型基金指数 | -3.86   | -4.64   | -0.20   |
| 沪深300     | -2.87   | -3.52   | -4.69   |
| 上证50      | -1.60   | -1.73   | -2.43   |
| 科创50      | -0.63   | -1.08   | 2.30    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所下行，其中科创 50 跌 0.63%，跌幅最小；创业板跌 6.73%，跌幅最大。美国继续上调对华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 |
|--------|---------|---------|---------|
| 小盘指数   | -5.10   | -5.39   | -0.58   |
| 低市盈率指数 | -3.58   | -3.35   | -3.28   |
| 茅指数    | -3.47   | -5.19   | -1.99   |
| 低市净率指数 | -3.28   | -2.47   | -3.15   |
| 大盘指数   | -2.78   | -3.52   | -4.75   |
| 绩优股指数  | -2.60   | -3.91   | -3.55   |
| 高市盈率指数 | -2.37   | -2.75   | -1.30   |
| 高市净率指数 | -1.88   | -1.90   | -0.68   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

A 股各风格指数中, 高 PB 指数跌 1.88%, 表现最好; 小盘指数跌 5.10%, 表现最差。市场风格大盘成长占优。

|      | 上周以来涨跌幅 |      | 本月以来涨跌幅 |      | 今年以来涨跌幅 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 电力设备 | -8.09   | 电力设备 | -9.56   | 煤炭   | -14.03  |
| 通信   | -7.67   | 通信   | -8.93   | 石油石化 | -11.03  |
| 机械设备 | -6.78   | 家用电器 | -8.90   | 非银金融 | -10.41  |
| 传媒   | -6.78   | 汽车   | -8.12   | 电力设备 | -10.19  |
| 钢铁   | -6.29   | 机械设备 | -7.92   | 通信   | -9.99   |
| 交通运输 | -1.26   | 交通运输 | -0.14   | 机械设备 | 1.34    |
| 食品饮料 | 0.20    | 国防军工 | 0.12    | 汽车   | 2.36    |
| 国防军工 | 0.28    | 食品饮料 | 1.45    | 社会服务 | 3.14    |
| 商贸零售 | 2.88    | 商贸零售 | 3.20    | 有色金属 | 4.93    |
| 农林牧渔 | 3.28    | 农林牧渔 | 6.43    | 农林牧渔 | 5.50    |

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 11 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 4 个上涨, 27 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, 其中电力设备、通信及机械设备分别跌 8.09%至 6.78%不等, 跌幅最大。另一方面, 内需板块及供应链安全板块则相对占优, 其中农林牧渔、商贸零售、国防军工及食品饮料分别涨 3.28%至 0.20%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   | -8.47   | -9.54   | 4.26    |
| 恒生科技指数 | -7.77   | -9.16   | 9.68    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

港股方面, 恒生指数跌 8.47%, 恒生科技指数跌 7.77%。美国对华贸易对抗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 |
|---------|---------|---------|---------|
| 标普小盘600 | 0.76    | -8.80   | -17.29  |
| 标普中盘400 | 2.79    | -6.74   | -12.77  |
| 道琼斯工业指数 | 4.95    | -4.26   | -5.48   |
| 标普500   | 5.70    | -4.43   | -8.81   |
| 纳斯达克指数  | 7.29    | -3.32   | -13.39  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

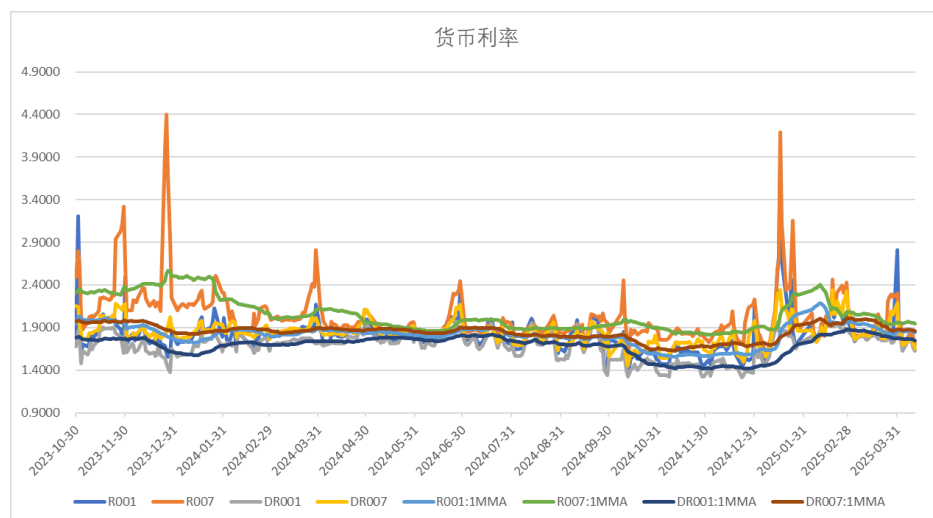
美股方面上周大幅回升, 其中, 纳斯达克指数涨 7.29%, 表现最好; 小盘 600 涨 0.76%, 表现最差。美国贸易战暂缓提升风险偏好, 在此背景下美股有所回升。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

|            | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|------------|---------|---------|---------|
| 台湾加权指数     | -8.31   | -5.64   | -15.22  |
| 法国CAC40    | -2.34   | -8.80   | -3.74   |
| 韩国综合指数     | -1.33   | -1.95   | 1.38    |
| 德国DAX      | -1.30   | -8.07   | 2.34    |
| 英国富时100    | -1.13   | -7.21   | -2.56   |
| 日经225      | -0.58   | -5.70   | -15.81  |
| 印度SENSEX30 | -0.28   | -2.92   | -3.82   |
| 胡志明指数      | 0.97    | -6.46   | -3.50   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

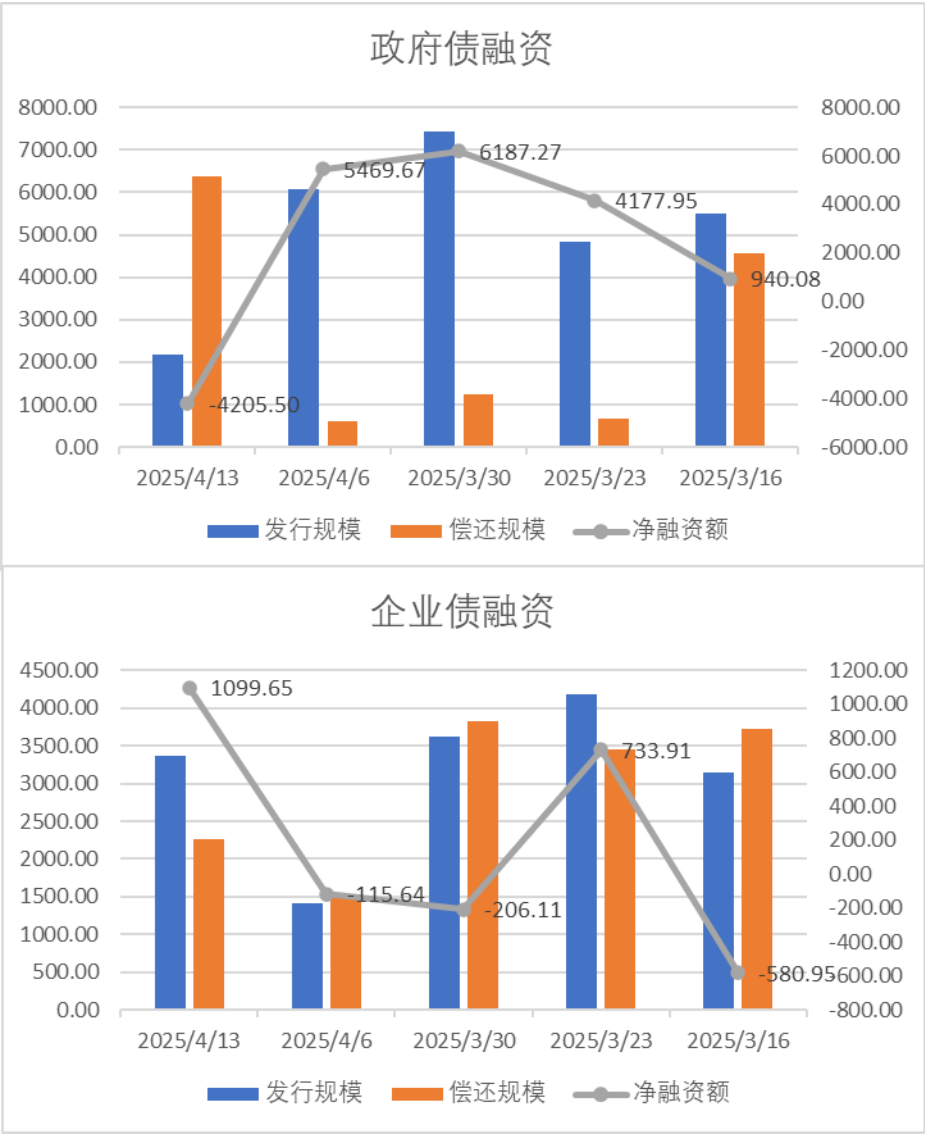
其他海外市场方面, 台湾市场跌 8.31%, 表现最差; 越南市场涨 0.97%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

#### a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值降至 1.86, 资金面较此前更为宽松。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

债券融资方面, 上周政府债净融资额-4205.50 亿, 暂停大额净发行; 企业债净融资额 1099.65 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     | 1.40 | 1.43 | 1.49 | 1.66 | 国债     | 3.37  | 5.8   | 16.73  | 国债     | -      | -      | -      |
| 国开债    | 1.56 | 1.62 | 1.58 | 1.70 | 国开债    | 6.2   | -3.95 | 12.24  | 国开债    | -      | -      | -      |
| AAA信用债 | 1.80 | 1.89 | 2.00 | -    | AAA信用债 | 9.61  | 10.98 | -      | AAA信用债 | 23.99  | 27.4   | 42.33  |
| AA+信用债 | 1.88 | 1.98 | 2.09 | -    | AA+信用债 | 10.71 | 10.55 | -      | AA+信用债 | 32.1   | 36.61  | 51.11  |
| AA信用债  | 1.94 | 2.12 | 2.32 | -    | AA信用债  | 17.93 | 19.43 | -      | AA信用债  | 38.92  | 50.65  | 74.03  |
| AA-信用债 | 2.66 | 3.11 | 3.50 | -    | AA-信用债 | 45.21 | 39.51 | -      | AA-信用债 | 110.07 | 149.08 | 192.54 |

| 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       | -9 | -9 | -7 | -6  | 国债       | -13 | -17 | -17 | -15      | 国债     | 31 | 24 | 7  | -2  |
| 国开债      | -4 | -5 | -4 | -4  | 国开债      | -10 | -13 | -14 | -14      | 国开债    | 35 | 19 | 11 | -3  |
| AAA信用债   | -8 | -6 | -4 | -   | AAA信用债   | -14 | -12 | -11 | -        | AAA信用债 | 11 | 14 | 13 | -   |
| AA+信用债   | -9 | -5 | -5 | -   | AA+信用债   | -14 | -11 | -13 | -        | AA+信用债 | 9  | 8  | 5  | -   |
| AA信用债    | -7 | -6 | -3 | -   | AA信用债    | -12 | -14 | -13 | -        | AA信用债  | 7  | 6  | 3  | -   |
| AA-信用债   | -8 | -5 | -4 | -   | AA-信用债   | -16 | -12 | -12 | -        | AA-信用债 | -5 | 1  | 9  | -   |

| 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     | 0.08 | 0.05 | 0.03 | 0.02 | 国债      | 0.02  | 0.02  | 0.37   | 国债      | -    | -    | -    |
| 国开债    | 0.06 | 0.04 | 0.04 | 0.03 | 国开债     | 0.03  | 0.01  | 0.08   | 国开债     | -    | -    | -    |
| AAA信用债 | 0.03 | 0.04 | 0.04 | -    | AAA信用债  | 0.10  | 0.09  | -      | AAA信用债  | 0.07 | 0.20 | 0.45 |
| AA+信用债 | 0.02 | 0.04 | 0.04 | -    | AA+信用债  | 0.09  | 0.06  | -      | AA+信用债  | 0.02 | 0.10 | 0.16 |
| AA信用债  | 0.02 | 0.04 | 0.05 | -    | AA信用债   | 0.11  | 0.16  | -      | AA信用债   | 0.02 | 0.10 | 0.16 |
| AA-信用债 | 0.02 | 0.06 | 0.08 | -    | AA-信用债  | 0.24  | 0.45  | -      | AA-信用债  | 0.05 | 0.07 | 0.12 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 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 1YAA+下行 9BP，下行幅度最大。同时利率债短端下行大于长端，其中 1Y 及 3Y 国债下行 9BP，下行幅度最大。美国关税升级带动经济预期走弱，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         | -1    | 2     | 1      | 国债         | -4    | 0     | 2      | 国债         | -7    | -17   | -9     |
| 国开债        | -1    | 1     | 0      | 国开债        | -3    | -2    | 0      | 国开债        | -16   | -8    | -14    |
| AAA信用债     | 2     | 2     | -      | AAA信用债     | 1     | 1     | -      | AAA信用债     | 3     | -1    | -      |
| AA+信用债     | 4     | 0     | -      | AA+信用债     | 3     | -2    | -      | AA+信用债     | -1    | -3    | -      |
| AA信用债      | 1     | 2     | -      | AA信用债      | -2    | 1     | -      | AA信用债      | -1    | -3    | -      |
| AA-信用债     | 3     | 1     | -      | AA-信用债     | 4     | 0     | -      | AA-信用债     | 6     | 8     | -      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差大体走阔，30 年国债利率降至 1.86，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     | -4 | -1 | 0  | AAA信用债     | -4 | 0  | 3  | AAA信用债     | -24 | -5  | 2  |
| AA+信用债     | -5 | 1  | -1 | AA+信用债     | -4 | 1  | 1  | AA+信用债     | -26 | -11 | -6 |
| AA信用债      | -3 | 0  | 1  | AA信用债      | -2 | -1 | 2  | AA信用债      | -28 | -13 | -8 |
| AA-信用债     | -4 | 1  | 0  | AA-信用债     | -6 | 1  | 2  | AA-信用债     | -40 | -18 | -2 |

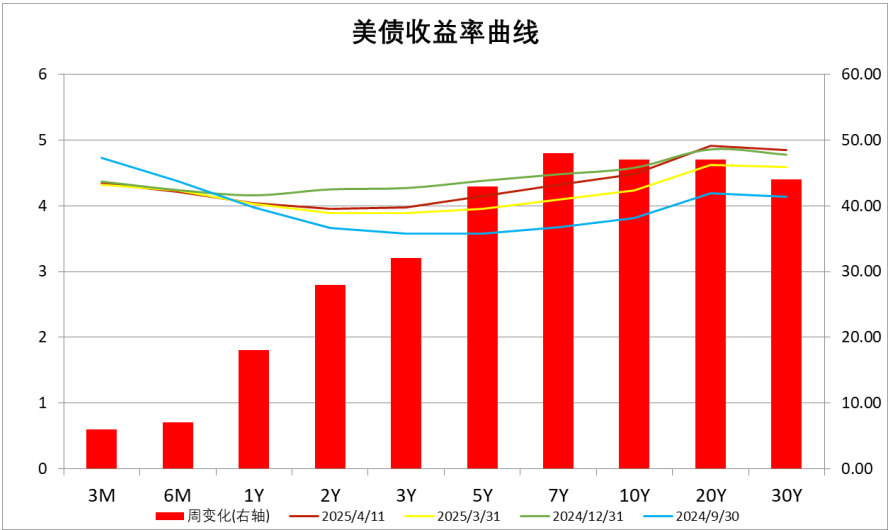
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债下行幅度更大使得利差走收窄。历史来看，部分信用债利差分位数进入偏低区间。

| 最新收益率 |      |        |       |       |        |
|-------|------|--------|-------|-------|--------|
| 类型    | 1M   | 3M     | 6M    | 9M    | 1Y     |
| 总体    | 1.76 | 1.84   | 1.84  | --    | --     |
| 国有银行  | 1.80 | 1.75   | 1.76  | 1.75  | 1.75   |
| 股份银行  | 1.96 | 1.76   | 1.77  | 1.79  | 1.77   |
| 城商行   | 1.75 | 1.83   | 1.83  | 1.87  | 1.85   |
| 农商行   | 1.78 | 1.81   | 1.82  | 1.82  | 1.86   |
|       |      |        |       |       |        |
| 一周变化  |      |        |       |       |        |
| 类型    | 1M   | 3M     | 6M    | 9M    | 1Y     |
| 总体    | -12  | -9     | -12   | --    | --     |
| 国有银行  | 0    | -10    | -16   | -10   | -11    |
| 股份银行  | 0    | -10    | -5    | -9    | -12    |
| 城商行   | -13  | -10    | -14   | -6    | -12    |
| 农商行   | -11  | -13    | -14   | -16   | -11    |
|       |      |        |       |       |        |
| 发行规模  |      |        |       |       |        |
| 类型    | 1M   | 3M     | 6M    | 9M    | 1Y     |
| 总计    | 92.8 | 1563.6 | 681.4 | 353.3 | 4040.5 |
| 国有银行  | 0    | 10     | 51    | 7     | 1301   |
| 股份银行  | 0    | 681    | 169   | 70    | 1570   |
| 城商行   | 80   | 659    | 349   | 212   | 1032   |
| 农商行   | 12   | 214    | 112   | 65    | 137    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 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 12BP，为 1.77%；1Y 国有银行下行 11BP，为 1.75%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

美债方面，上周利率大幅上行，其中 7Y 上行 48BP，上行幅度最大；3M 上行 6BP，上行幅度最小。一方面，美国暂停对等关税使得衰退预期有所扭转，同时

美国关税反复使得美元信用受损，资金大幅流出美债市场，在此背景下美债利率大幅上行。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 国内通胀降幅收窄，美国通胀大幅走弱

上周，国内公布3月通胀及金融数据，其中CPI同比由2月的-0.7%回升至-0.1%，虽然仍在负增长区间但降幅有所收窄。金融数据方面，人民币贷款新增3.64万亿，高于市场预期的2.93万亿，同时M2同比增长7%，符合市场预期。整体看，我国经济仍处于筑底回升阶段。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，美国通胀数据大幅走弱，由2月的2.8%下降至2.4%，显示通胀明显降温。后续随着本轮关税大幅上调，通胀可能会受到进一步冲击，不过随着经济走弱可能会呈现一定的先升后降，后续关注美国经济能否平稳落地。降息预期方面，虽然通胀走弱，但贸易战升级背景下市场降息预期也有所走弱，5月的降息预期由33%降至19%。

| 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     | 5.85  | ----      | ---- | 31.02     |
| GDP:当季同比       | 5.16  | ----      | ---- | ----      |
| 固定资产投资:累计同比    | 4.03  | ----      | ---- | 4.10      |
| 制造业投资:累计同比     | 8.9   | ----      | ---- | 9.00      |
| 基建投资:累计同比      | 7.2   | ----      | ---- | 9.95      |
| 地产投资:累计同比      | -10.2 | ----      | ---- | -9.80     |
| 社会消费品零售总额:当月同比 | 4.36  | ----      | ---- | 4.00      |
| 出口金额:当月同比      | 3.48  | ----      | ---- | -3.00     |
| 进口金额:当月同比      | -4.25 | ----      | ---- | 1.50      |
| 社会融资规模:当月值     | 47300 | ----      | ---- | 22,375.00 |
| 社融规模:同比        | 8.15  | 8.4       | ↗    | 8.20      |
| 人民币贷款:当月值      | 29250 | 36400     | ↗    | 10,100.00 |
| 人民币贷款:同比       | 7.15  | 7.2       | ↗    | 7.10      |
| M1:同比          | 0.33  | 1.6       | ↗    | 0.10      |
| M2:同比          | 7.01  | 7         | ↘    | 7.00      |
| CPI:当月同比       | -0.12 | -0.1      | ↗    | -0.70     |
| PPI:当月同比       | -2.19 | -2.5      | ↘    | -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 11 日.

| 美国经济指标    | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 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   | ↓    |
| 消费者信心     | 50.80   | 57.00   | 64.70   | 71.70   | 74.00   | 71.80   | 70.50   | 70.10   | 67.90   | 66.40   | 68.20   | 震荡上行 |
| 零售        | ----    | ----    | -0.88   | 4.43    | 4.63    | 3.99    | 4.72    | 0.28    | 2.09    | 4.29    | -0.10   | 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   | ↓    |
| 耐用品订单     | ----    | ----    | 0.97    | 3.36    | -1.76   | -1.99   | 0.75    | -0.36   | -0.85   | 9.82    | -6.87   | 震荡下行 |
| CPI       | ----    | 2.40    | 2.80    | 3.00    | 2.90    | 2.70    | 2.60    | 2.40    | 2.50    | 2.90    | 3.00    | ↓    |
| 核心CPI     | ----    | 2.80    | 3.10    | 3.30    | 3.20    | 3.30    | 3.30    | 3.30    | 3.20    | 3.20    | 3.30    | ↓    |
| PCE       | ----    | ----    | 2.54    | 2.52    | 2.60    | 2.46    | 2.34    | 2.10    | 2.28    | 2.47    | 2.44    | 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    | 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   | 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    | ↑    |
| 职位空缺率     | ----    | ----    | 4.50    | 4.70    | 4.50    | 4.80    | 4.60    | 4.30    | 4.60    | 4.50    | 4.50    | 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    | 震荡下行 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 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。

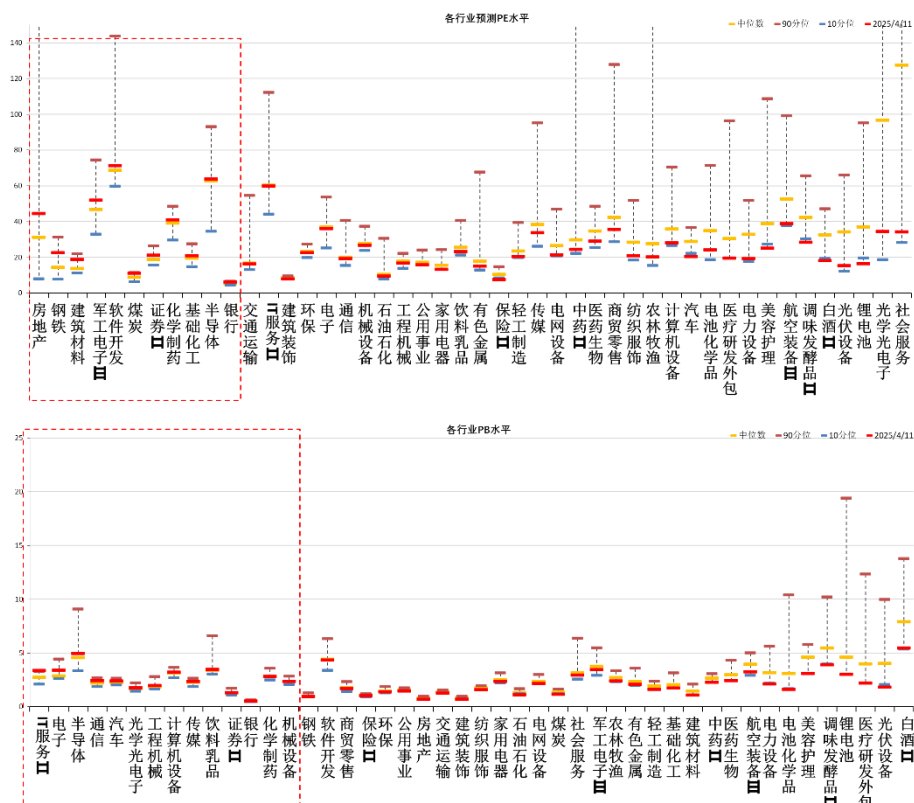
近期万得全 A 预测 PE14.95 倍，处于 59%分位水平，股权溢价率 3.92%，处于 95%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

| 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  | 10.50 | 10.07 | 1.17 | 7.83  | 0.53  | 0.73 | 0.27 | 0.89  |
| 沪深300 | 12.09 | 11.02 | 1.29 | 6.57  | 0.43  | 0.58 | 0.22 | 0.95  |
| 中小板指  | 22.55 | 16.96 | 2.47 | 2.74  | 0.26  | 0.39 | 0.18 | 0.95  |
| 创业板指  | 29.50 | 21.13 | 3.67 | 1.69  | 0.20  | 0.20 | 0.15 | 0.96  |
| 中证500 | 27.48 | 20.40 | 1.76 | 1.94  | 0.78  | 0.77 | 0.43 | 0.74  |
| 万得全A  | 17.80 | 14.95 | 1.51 | 3.92  | 0.45  | 0.59 | 0.19 | 0.95  |

| 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     | 9.36  | 1.00 | 6.20  | 0.40  | 0.59 | 0.25  |
| 标普500    | 24.71 | 4.57 | -0.43 | 0.38  | 0.68 | 0.16  |
| 纳斯达克指    | 36.71 | 5.64 | -1.76 | 0.27  | 0.48 | 0.25  |
| 德国DAX    | 16.07 | 1.71 | ----  | 0.59  | 0.66 | ----  |
| 法国CAC40  | 15.58 | 1.72 | ----  | 0.48  | 0.30 | ----  |
| 英国富时100  | 15.81 | 1.70 | ----  | 0.44  | 0.68 | ----  |
| 韩国综合指    | 12.76 | 0.85 | ----  | 0.27  | 0.05 | ----  |
| 台湾加权指    | 16.58 | 1.84 | ----  | 0.46  | 0.10 | ----  |
| 日经225    | 16.46 | 1.63 | ----  | 0.20  | 0.13 | ----  |
| 胡志明指数    | 11.86 | 1.48 | ----  | 0.16  | 0.01 | ----  |
| 印度SENSEX | 21.18 | 3.61 | ----  | 0.05  | 0.70 | ----  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日.

分行业看，预测 PE 约四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

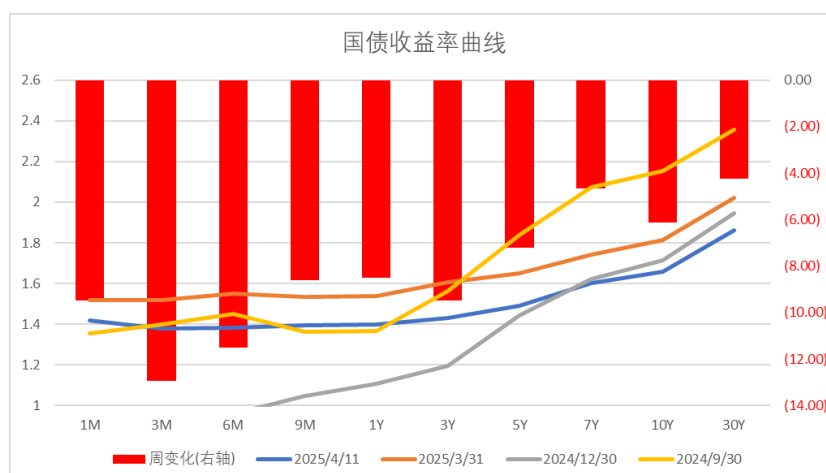


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 11 日. 分位数为过去 5 年。

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、汽车等内需方向。
- 2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

### 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 11 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。