

国内一季度经济回暖，特朗普施压美联储

一、重要信息点评

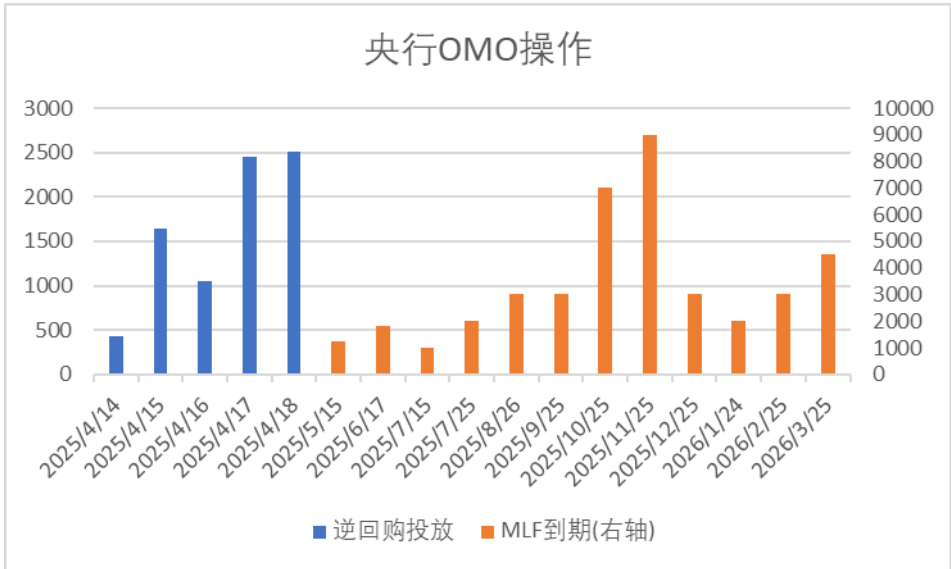
- 1、海关总署数据显示，2025 年一季度我国货物贸易进出口总值 10.3 万亿元，创历史同期新高，连续 8 个季度超过了 10 万亿元，同比增长 1.3%。其中，出口 6.13 万亿元，增长 6.9%；进口 4.17 万亿元，同比下降 6%。按月来看，从 1 月份下降 2.2%到 2 月份基本持平再到 3 月份增长 6%，我国进出口同比增速逐月回升。
- 2、据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值（GDP）318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，环比增长 1.2%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%；服务业增加值增长 5.3%；社会消费品零售总额 124671 亿元，增长 4.6%；全国固定资产投资（不含农户）103174 亿元，增长 4.2%；就业形势总体稳定，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%；全国居民人均可支配收入 12179 元，同比名义增长 5.5%，扣除价格因素实际增长 5.6%。
- 3、美国 3 月零售销售环比升 1.4%，为 2023 年 1 月以来最大增幅，预期升 1.3%，前值升 0.2%。
- 4、国家主席习近平在越共中央驻地同越共中央总书记苏林举行会谈。习近平就深化中越命运共同体建设提出六点举措：一是增进更高水平的战略互信；二是建设更加牢固的安全屏障；三是拓展更高质量的互利合作；四是系牢更加广泛的民意纽带；五是开展更加紧密的多边协作；六是实现更加良性的海上互动。习近平同苏林共同见证中越双方签署的 45 份双边合作文本展示，涵盖互联互通、人工智能、海关检验检疫、农产品贸易、文化和体育、民生、人力资源开发、媒体等领域。
- 5、习近平同柬埔寨首相洪玛奈举行会谈，两国领导人一致同意携手构建新时代全天候中柬命运共同体，宣布 2025 年为“中柬旅游年”。习近平同柬埔寨首相洪玛奈共同见证中柬双方交换 30 多份双边合作文本，涵盖产供应链合作、人工智能、发展援助、海关检验检疫、卫生、新闻等领域。
- 6、美国政府启动了由商务部牵头的 232 国家安全调查，朝着对半导体和药品进口征收关税迈出了决定性的一步。美国商务部在《联邦公报》上发布两份通知

中表示，将调查“进口半导体和半导体制造设备”以及“药品和药物成分，包括成品药”对美国国家安全的影响。

7、美联储主席鲍威尔就美总统特朗普贸易政策的通胀效应发出了强烈警告。鲍威尔表示，特朗普的关税政策“极有可能”刺激通胀暂时上升，并警告称这些影响可能会持续很长时间。当被问及美联储是否会干预以应对股市的剧烈下跌时，鲍威尔表示，“不会，但会给出解释。”鲍威尔表示，目前尚未达到停止缩减资产负债表规模的程度；如果出现美元短缺情况，美联储随时准备向全球央行供应美元。目前政策处于良好位置，等待更明确的经济数据再考虑调整政策立场。政府政策仍在不断调整，相关影响仍具有高度不确定性。

8、美国总统特朗普表示，美联储负有降低美国人民利率的责任；如果欧洲已经降息，那么美国将处于不利地位；鲍威尔行动迟缓、步伐缓慢，他没有做好这份工作，相信如果要求鲍威尔离职，其就会离职。据知情人士称，特朗普几个月前在海湖庄园会见前美联储理事沃什时，谈到可能在鲍威尔任期结束前将其解职，并由沃什接任。沃什则劝特朗普不要罢免鲍威尔，并主张应让鲍威尔完整履行其任期，不应加以干预。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

上周央行 OMO 投放 8080 亿，同时到期 4742 亿，共计净投放 3338 亿。此外，4 月 MLF 到期量为 1000 亿。

	2025/4/18	2025/4/11	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/18	环比变化
高炉开工率	83.58	83.3	82.13	82.13	78.43	↗
	2025/4/16	2025/4/9	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/16	环比变化
水泥沥青开工率	28.7	27.6	26.7	26.7	29.4	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 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。

	2025/4/13	2025/4/6	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/13	环比变化
土地成交面积	904.1986	1420.5037	1426.726	1426.726	567.8933	↘
土地成交溢价率	6.89	12.43	18.1	18.1	7.43	↘
商品房成交面积	21.31639943	22.672017	43.48197786	43.48197786	27.20400214	↘
一线商品房成交面积	6.735611143	6.703447286	11.61466586	11.61466586	6.822700571	↗
二线商品房成交面积	10.54355186	12.47660129	24.33822443	24.33822443	14.43254643	↘
三线商品房成交面积	4.037236429	3.491968429	7.529087571	7.529087571	5.948755143	↗
二手房价格	155.64	155.82	155.82	155.82	170.47	↘
一线二手房价格	197.67	197.31	197.31	197.31	213.03	↗
二线二手房价格	145.58	145.93	145.93	145.93	160.94	↘
三线二手房价格	134.4	134.59	134.59	134.59	148.96	↘
四线二手房价格	114.66	114.86	114.86	114.86	122.34	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

地产数据方面, 土拍面积有所下滑背景下溢价率继续回落, 同时商品房成交面积下行, 二手房价格走弱, 地产数据表现不佳。

	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 18 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。

	2025/4/13	2025/4/6	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/13	环比变化
集装箱吞吐量	594	632.4	620.9	620.9	569.1	↘
	2025/4/19	2025/4/12	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/19	
CCFI指数	1110.94	1107.28	1111.71	1111.71	1186.53	↗
CICFI指数	693.89	706.44	692.52	692.52	881.15	↘
	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 18 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。

	2025/4/18	2025/4/11	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/18	环比变化
农产品价格	119.03	119.55	119.48	119.48	121.59	↘
猪肉价格	20.85	20.84	20.85	20.85	20.72	↗
粮油价格	112.86	112.76	112.94	112.94	115.95	↗
蔬菜价格	4.65	4.84	4.83	4.83	4.83	↘
水果价格	7.48	7.41	7.59	7.59	7.37	↗
PTA价格	4308	4320	4925	4925	5935	↘
涤纶长丝价格	6350	6480	6900	6900	7700	↘
聚酯切片价格	5485	5530	6030	6030	6940	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

价格数据方面, 农产品价格上周回落。其中, 蔬菜价格下行, 同时猪肉价格降至 20.85 元。纤维方面价格有所回落。贸易战升级背景下价格整体走弱。

	2025/4/18	2025/4/11	2025/3/31	2025/3/31	2024/4/18	环比变化
煤炭价格	663	665	665	665	826	↘
石油价格	67.96	64.76	74.74	74.74	87.11	↗
铜杆价格	77020	75250	80570	80570	77570	↗
铝价	19890	19560	20520	20520	20240	↗
钢材价格	92.58	92.72	94.86	94.86	105.1	↘
沥青价格	3450	3425	3605	3605	3715	↗
水泥价格	125.83	126.13	127.77	127.77	108.07	↘
MDI价格	14200	14900	16000	16000	16200	↘
浮法玻璃价格	1317	1317	1308.3	1308.3	1734	----
工业品指数	3501.22	3501.54	3719.05	3719.05	4160.37	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中油价、铜价、铝价及沥青价格回升, 煤价、钢材价格、水泥价格及 MDI 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	4.77	-6.75	-9.10
COMEX黄金	2.98	7.29	26.52
LME铝	-1.29	-7.14	-7.29
LME铜	0.37	-6.19	4.80
CBOT玉米	0.05	8.22	6.98
CBOT大豆	0.38	2.32	3.59
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-54.04	-496.35	-926.06
美元兑离岸人民币	224.00	385.00	-314.00
美元兑日元	-133.65	-779.50	-1509.00

	2025/4/18	2025/4/13	2025/3/31	2025/1/1
ICE布油	67.85	64.59	74.71	74.83
COMEX黄金	3341.3	3254.9	3157.4	2639.3
	2025/4/18	2025/4/13	2025/3/31	2025/1/1
美元指数	99.2286	99.769	104.1921	108.4892
美元兑离岸人民币	7.3037	7.2813	7.2652	7.3351
美元兑日元	142.1845	143.521	149.9795	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 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，其中伦铝跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 67.85 美元，涨 4.77%，COMEX 黄金收于 3341.3 美元，涨 2.98%。

上周美元指数下行 54.04BP，美联储主席表态不会应对股市剧烈下跌使得资金流出美国，美元有所下行。在此背景下人民币上周贬值 224 个基点，日元升值 133.65 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	7	6	0	17	2	0	0	0	1	25
	发行规模(亿元)	113.38	94.38	0.00	68.79	7.90	0.00	0.00	0.00	22.60	204.76
上上周	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
本月以来	数量	9	8	0	44	2	3	0	0	2	58
	发行规模(亿元)	136.52	117.52	0.00	276.78	7.90	17.67	0.00	0.00	22.87	453.84
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	8	0	10	8	8	0	0	1	3	4	42
上上周	7	1	9	17	5	0	0	1	3	1	44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 42 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（4 支）少于股票类基金（26 支），FOF 基金申报 4 支。发行一边，上周基金共计发行 204.76 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
中小板指	-1.15	-7.11	-4.37
创业板指	-0.64	-9.02	-10.63
中证500	-0.37	-5.07	-2.88
科创50	-0.31	-1.38	1.99
偏股混合型基金指数	-0.04	-4.67	-0.24
万得全A	0.39	-4.25	-2.43
沪深300	0.59	-2.95	-4.13
上证50	1.45	-0.30	-1.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日。

A 股表现来看，上周主要板块有所分化，其中上证 50 涨 1.45%，涨幅最大；中小板跌 1.15%，跌幅最大。一方面，中美贸易冲突持续升级，另一方面国内一季度经济数据走强，在此背景下 A 股有所震荡。偏股基金指数跌 0.04%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-1.26	-6.39	-3.22
小盘指数	-0.59	-5.95	-1.17
高市盈率指数	-0.46	-3.21	-1.76
高市净率指数	-0.12	-2.02	-0.80
绩优股指数	0.43	-3.50	-3.14
大盘指数	0.73	-2.82	-4.05
低市盈率指数	2.42	-1.01	-0.94
低市净率指数	2.84	0.30	-0.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

A 股各风格指数中, 低 PB 指数涨 2.84%, 表现最好; 茅指数跌 1.26%, 表现最差。市场风格大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
国防军工	-2.55	电力设备	-9.89	煤炭	-11.70
农林牧渔	-2.15	汽车	-8.85	电力设备	-10.52
计算机	-0.84	家用电器	-8.74	非银金融	-9.70
汽车	-0.79	机械设备	-8.59	通信	-9.52
机械设备	-0.73	通信	-8.45	石油石化	-9.03
石油石化	2.26	银行	1.42	美容护理	1.69
煤炭	2.71	食品饮料	1.70	农林牧渔	3.23
综合	3.01	房地产	2.81	社会服务	3.28
房地产	3.40	商贸零售	3.44	银行	3.51
银行	4.04	农林牧渔	4.14	有色金属	5.89

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 18 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 23 个上涨, 8 个下跌。其中, 上上周表现较好的内需板块及供应链安全板块有所补跌, 其中国防军工、农林牧渔、汽车及机械设备分别跌 2.55%至 0.73%不等, 跌幅居前。另一方面, 红利价值板块上周表现较好, 其中银行、煤炭及石油石化分别涨 4.04%、2.71%及 2.26%, 涨幅居前。

	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	2.30	-7.46	6.66
恒生科技指数	-0.27	-9.40	9.38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

港股方面, 恒生指数涨 2.30%, 恒生科技指数跌 0.27%。国内经济数据走强但中美贸易冲突加剧背景下港股有所震荡。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	-2.66	-6.81	-8.00
纳斯达克指数	-2.62	-5.85	-15.66
标普500	-1.50	-5.87	-10.18
标普中盘400	0.80	-5.99	-12.07
标普小盘600	0.87	-8.00	-16.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

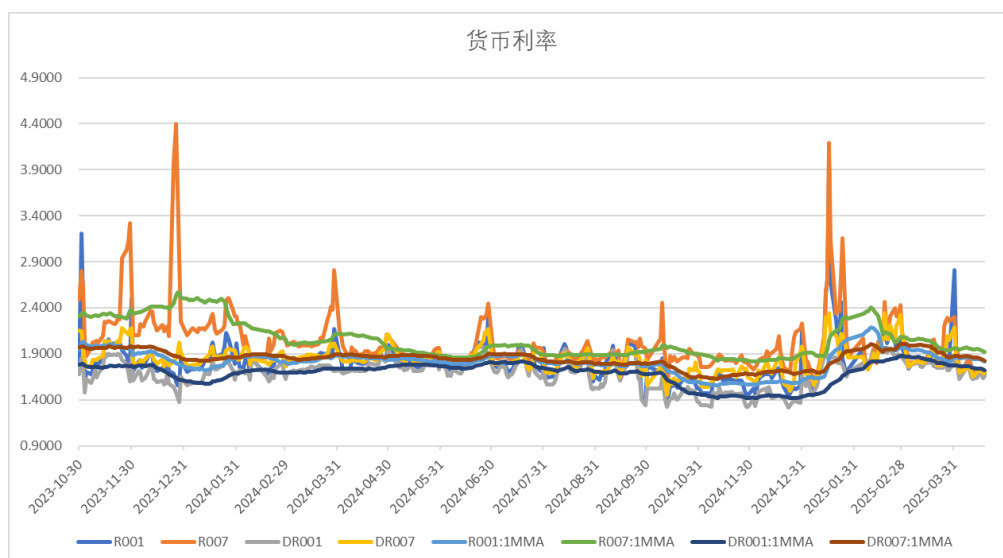
美股方面上周有所回落, 其中, 小盘 600 指数涨 0.87%, 表现最好; 道琼斯指数跌 2.66%, 表现最差。美联储主席表示不会出手应对美股暴跌, 在此背景下美股有所回落。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-0.68	-6.29	-15.80
胡志明指数	-0.27	-6.71	-3.76
韩国综合指数	2.08	0.09	3.50
法国CAC40	2.55	-6.48	-1.29
日经225	3.41	-2.49	-12.94
英国富时100	3.91	-3.58	1.36
德国DAX	4.08	-4.32	6.51
印度SENSEX30	4.52	1.47	0.53

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

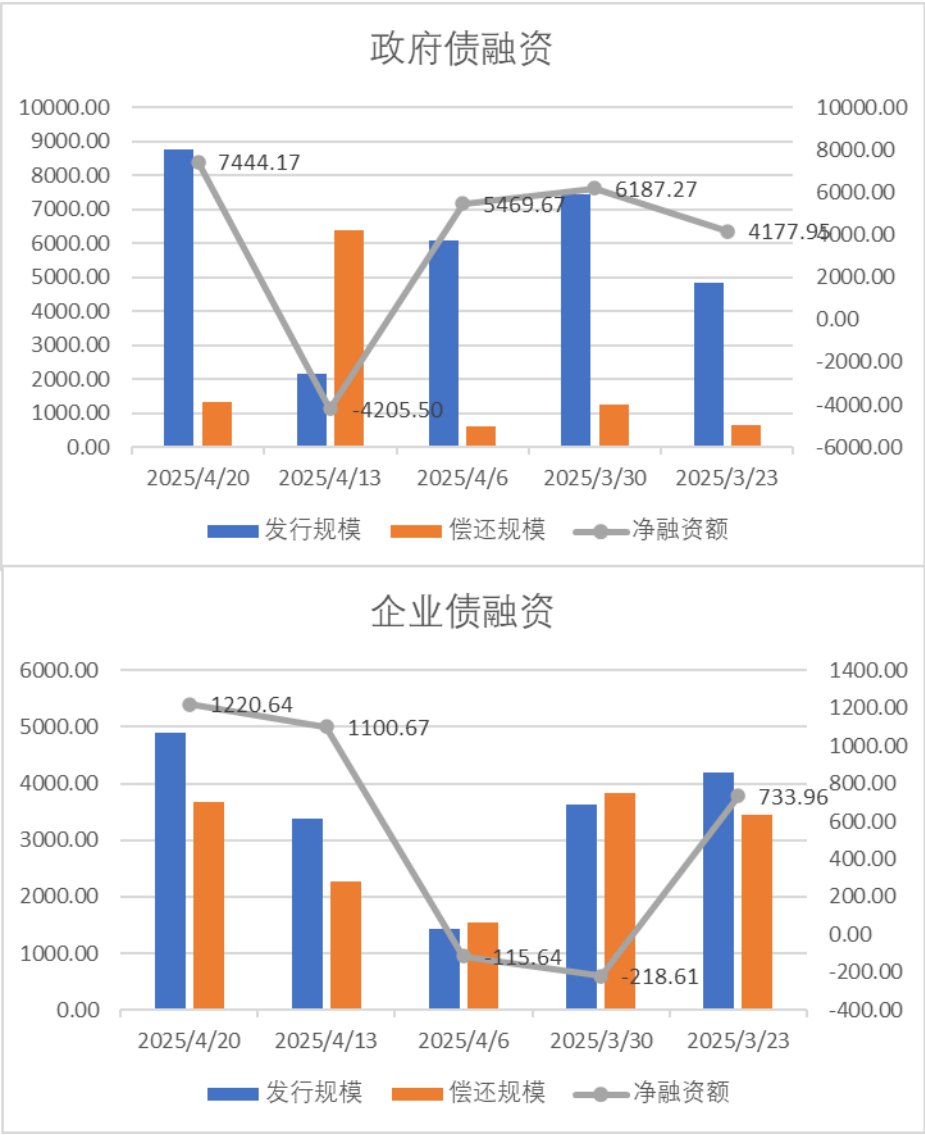
其他海外市场方面, 台湾市场跌 0.68%, 表现最差; 印度市场涨 4.52%, 表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值降至 1.82, 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 18 日.

债券融资方面, 上周政府债净融资额 7444.17 亿, 恢复大额净发行; 企业债净融资额 1220.64 亿, 较此前有所回升。上周债券净发行量有所回升。

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	1.43	1.48	1.50	1.65	国债	5.22	2.18	14.53	国债	-	-	-
国开债	1.57	1.65	1.60	1.68	国开债	7.86	-5.13	8.34	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.81	1.89	2.01	-	AAA信用债	7.77	12.2	-	AAA信用债	23.83	23.74	41.07
AA+信用债	1.89	2.02	2.11	-	AA+信用债	12.49	9.14	-	AA+信用债	32.32	36.95	51.22
AA信用债	1.94	2.14	2.35	-	AA信用债	19.7	20.91	-	AA信用债	37.26	49.1	75.14
AA-信用债	2.63	3.10	3.53	-	AA-信用债	46.48	42.98	-	AA-信用债	106.41	145.03	193.14

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	3	5	1	-1	国债	-10	-12	-15	-16	国债	35	30	9	-3
国开债	2	3	2	-2	国开债	-8	-10	-12	-16	国开债	37	22	13	-5
AAA信用债	1	0	1	-	AAA信用债	-12	-13	-10	-	AAA信用债	13	14	14	-
AA+信用债	2	4	2	-	AA+信用债	-12	-8	-11	-	AA+信用债	11	12	7	-
AA信用债	0	2	3	-	AA信用债	-12	-12	-9	-	AA信用债	7	8	6	-
AA-信用债	-2	-1	3	-	AA-信用债	-18	-13	-10	-	AA-信用债	-7	0	12	-

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	0.10	0.07	0.04	0.02	国债	0.04	0.00	0.20	国债	-	-	-
国开债	0.06	0.04	0.04	0.02	国开债	0.06	0.01	0.01	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.04	0.04	0.04	-	AAA信用债	0.06	0.14	-	AAA信用债	0.07	0.10	0.41
AA+信用债	0.03	0.04	0.05	-	AA+信用债	0.11	0.04	-	AA+信用债	0.02	0.11	0.17
AA信用债	0.03	0.04	0.06	-	AA信用债	0.13	0.19	-	AA信用债	0.01	0.10	0.17
AA-信用债	0.02	0.06	0.08	-	AA-信用债	0.25	0.55	-	AA-信用债	0.04	0.06	0.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年4月18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，信用债大体上行，其中3YAA+上行4BP，上行幅度最大。同时利率债短端上行大于长端，其中3Y国债上行5BP，上行幅度最大。国内1季度经济数据全面超预期，在此背景下债券利率有所上行。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	-4	-2	国债	-2	-4	0	国债	-5	-21	-11
国开债	2	-1	-4	国开债	-1	-3	-4	国开债	-15	-9	-18
AAA信用债	-2	1	-	AAA信用债	0	3	-	AAA信用债	1	0	-
AA+信用债	2	-1	-	AA+信用债	4	-3	-	AA+信用债	1	-5	-
AA信用债	2	1	-	AA信用债	0	3	-	AA信用债	1	-2	-
AA-信用债	1	3	-	AA-信用债	5	3	-	AA-信用债	7	12	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年4月18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年国债利率升至1.90，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	-4	-1	AAA信用债	-4	-3	2	AAA信用债	-24	-9	0
AA+信用债	0	0	0	AA+信用债	-4	2	2	AA+信用债	-26	-10	-6
AA信用债	-2	-2	1	AA信用债	-4	-3	3	AA信用债	-30	-14	-7
AA-信用债	-4	-4	1	AA-信用债	-10	-3	3	AA-信用债	-44	-22	-2

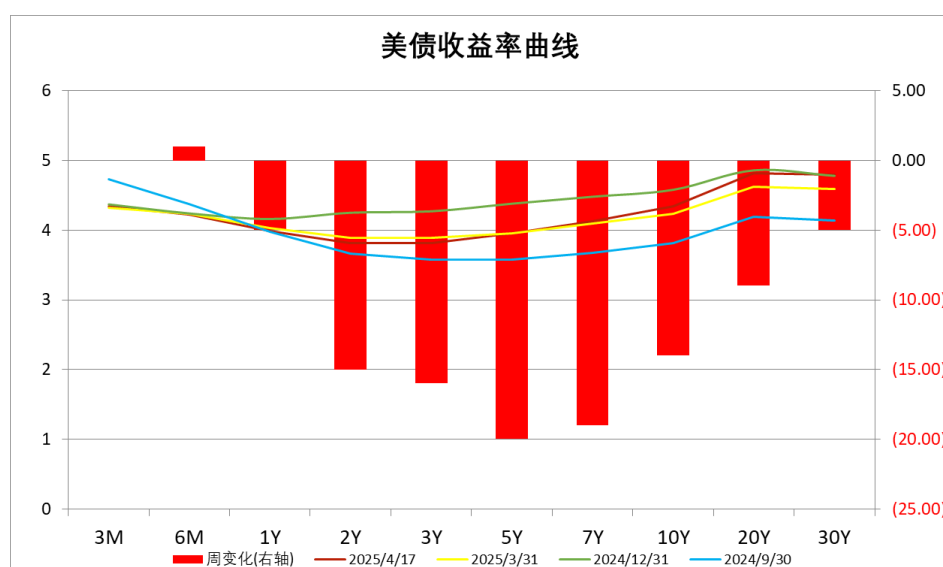
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年4月18日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去5年分位数。

信用利差方面，上周利率债上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维持偏低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.77	1.82	1.82	--	--
国有银行	1.80	1.75	1.75	1.72	1.75
股份银行	1.96	1.75	1.77	1.78	1.77
城商行	1.74	1.81	1.80	1.83	1.87
农商行	1.75	1.76	1.80	1.85	1.84
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1	0	-1	--	--
国有银行	0	0	0	-3	0
股份银行	0	0	0	-1	1
城商行	-1	-2	-3	-4	3
农商行	-3	-4	-3	3	-2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	144	2456.1	1669.7	461.1	2230.6
国有银行	0	950	8	1	967
股份银行	0	699	359	67	797
城商行	113	517	1203	383	444
农商行	31	290	100	11	23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 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 6M 城商行下行 3BP, 为 1.80%; 1Y 国有银行下行 0BP, 为 1.75%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日.

美债方面，上周利率大幅下行，其中 5Y 下行 20BP，下行幅度最大；6M 上行 1BP，上行幅度最大。随着美国与各国开启贸易谈判，美债信用有所恢复，在此背景下美债利率有所下行。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 国内经济大幅回暖，美国零售数据走强

上周，国内公布 3 月经济及 1 季度 GDP 数据，其中 GDP 同比增长 5.4%，大超预期，显示在内需刺激政策及外需抢出口背景下一季度经济大幅回暖。分项上来看，3 月投资、消费及生产较 2 月均出现不同幅度的回升，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，3 月零售数据环比升 1.4%，高于市场预期的 1.3%，显示美国经济仍存在一定的韧性。后续随着本轮关税大幅上调，物价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，上周鲍威尔表示关税会对美国物价造成较大冲击，而特朗普则表示美联储需要尽快降息并以解职鲍威尔作为威胁。在此背景下市场降息预期有所走弱，5 月的降息预期由 19%降至 9%。

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	7.7	↗	31.02
GDP:当季同比	5.16	5.4	↗	----
固定资产投资:累计同比	4.03	4.2	↗	4.10
制造业投资:累计同比	8.9	9.1	↗	9.00
基建投资:累计同比	7.2	11.5	↗	9.95
地产投资:累计同比	-10.2	-9.9	↗	-9.80
社会消费品零售总额:当月同比	4.36	5.9	↗	4.00
出口金额:当月同比	3.48	12.4	↗	-3.00
进口金额:当月同比	-4.25	-4.3	↘	1.40
社会融资规模:当月值	47300	58894	↗	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 18 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	----	4.20	-0.45	4.42	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	震荡下行
房地产	40.00	39.00	42.00	47.00	46.00	46.00	43.00	41.00	39.00	41.00	43.00	震荡下行
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 18 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。

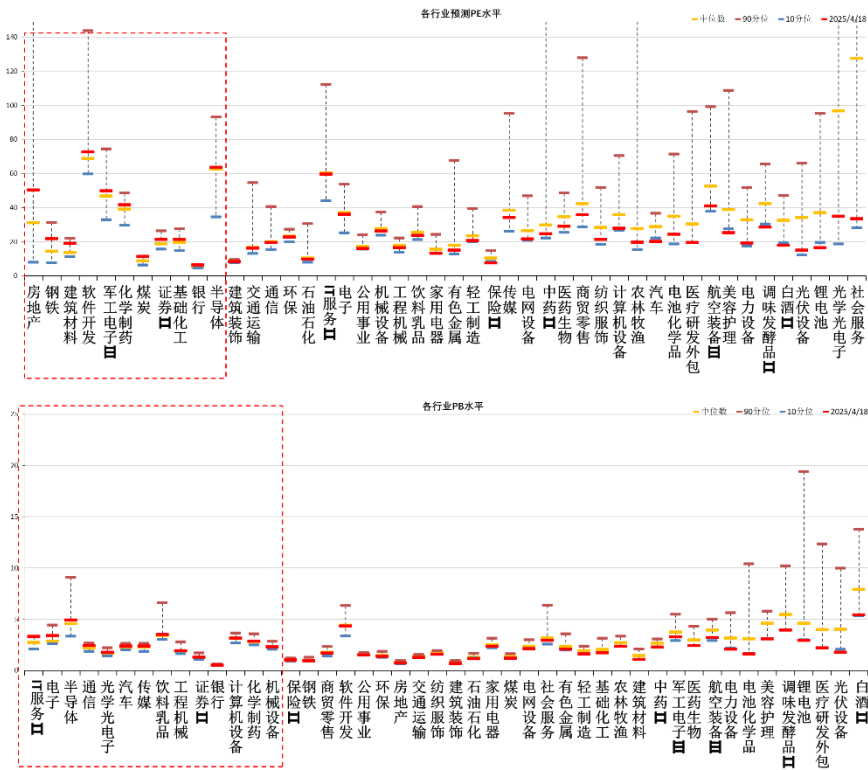
近期万得全 A 预测 PE15.15 倍，处于 63%分位水平，股权溢价率 3.88%，处于 94%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

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	10.78	10.36	1.21	7.60	0.63	0.80	0.33	0.80
沪深300	12.26	11.23	1.31	6.47	0.49	0.67	0.24	0.92
中小板指	22.17	16.88	2.44	2.83	0.24	0.38	0.17	0.96
创业板指	28.91	21.06	3.60	1.78	0.18	0.20	0.13	0.96
中证500	27.36	20.51	1.75	1.97	0.77	0.78	0.40	0.76
万得全A	17.97	15.15	1.52	3.88	0.50	0.63	0.20	0.94

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	9.60	1.02	6.08	0.46	0.63	0.23
标普500	24.09	4.49	-0.19	0.33	0.63	0.25
纳斯达克指	35.64	5.50	-1.53	0.25	0.43	0.32
德国DAX	16.47	1.78	----	0.62	0.72	----
法国CAC4	15.95	1.77	----	0.55	0.35	----
英国富时1	16.40	1.76	----	0.52	0.88	----
韩国综合指	13.02	0.87	----	0.29	0.08	----
台湾加权指	15.36	1.84	----	0.41	0.10	----
日经225	17.02	1.69	----	0.26	0.21	----
胡志明指数	11.82	1.47	----	0.16	0.01	----
印度SENSE	22.18	3.75	----	0.14	0.84	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 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

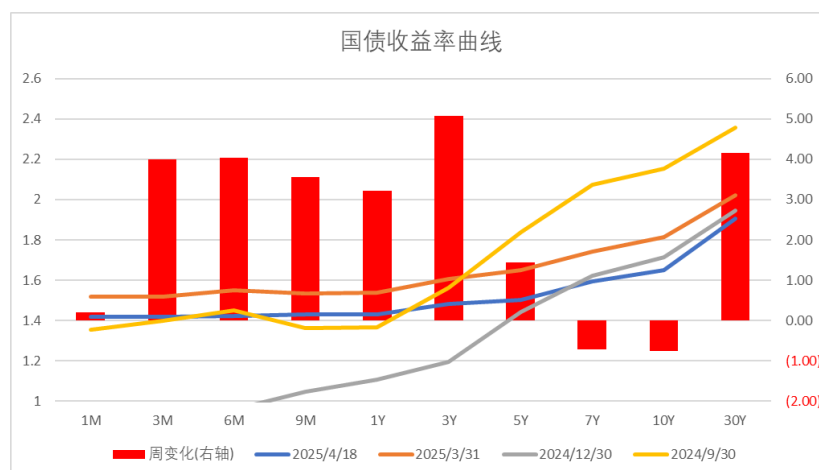


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 4 月 18 日. 分位数为过去 5 年.

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 18 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。