

# 关税争端加剧市场波动，权益固收分化调整

——鑫元周观点（2025.04.07-2025.04.13）

## 一、核心观点

**宏观方面**，中美关税争端再起波澜，美中互加关税，此后中方宣布后续不再理会美国可能的继续加征；美国海关与边境保护局（CBP）公布了新一轮豁免，主要涉及电子产业链。中国3月PPI超预期回落，CPI商品和服务有所分化。3月金融数据公布，信贷和社融均超预期，且结构上也有一些积极信号。美国3月CPI大幅弱于预期，各分项均降温，共同促成CPI显著不及预期。特朗普在关税问题上反复无常，造成美债市场动荡，美元指数下破100。

**权益市场方面**，上周A股市场整体表现不佳，各宽基指数普遍下跌，创业板指和中证1000跌幅居前。行业板块方面，农林牧渔、商贸零售和国防军工表现相对较好，而电力设备、通信和机械设备则出现较大跌幅。从估值角度看，多数宽基指数和行业指数估值有所下降，多数宽基指数估值处于历史50%分位数以下，显示出未来估值提升的潜力。房地产、计算机等板块估值处于历史高位，而纺织服装、农林牧渔等板块估值则处于历史低位。资金方面，两融资金占比下降，显示杠杆资金加仓意愿减弱，但农林牧渔、银行和综合行业仍获得融资净买入。整体来看，市场情绪和资金流向显示出一定的谨慎态度，投资者在当前市场环境下需关注估值合理性和行业基本面，寻找具有长期投资价值的板块和个股。

**固收市场方面**，上周在美国对等关税力度超预期和中国反制关税超预期影响下，全球金融市场发生剧烈波动，市场风险偏好大幅下降，风险资产普遍回调，美元、美债、美股三杀，流动性风险甚至一度冲击黄金等避险资产，国内债市则走出震荡调整行情下行至年初低点，市场交易主线或由央行主动引导的狭义流动性约束，转向博弈关税战冲击下的基本面恶化预期，及后续可能作为对冲经济下行风险手段之一的货币宽松预期，债牛逻辑重新得到强化，10年国债收益率一度下探1.63%关口，后由于特朗普特朗普宽限90天而小幅反弹至1.65%。近期资金供需格局较3月有所改善，但随着过去两周收益率快速下行至前低，负carry现象再度演绎，关税冲击下国内经济和金融市场的修复仍需宽裕的流动性环境支持，市场对央行降准、国债买入的预期愈发增强，向下继续突破需要政策利率中枢的进一步下移。

## 二、宏观动态

## （一）国内宏观

提振消费需求等政策效应显现，3月份CPI同比降幅明显收窄。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%，降幅明显收窄；PPI环比下降0.4%，同比下降2.5%。这主要受季节性、国际输入性因素等影响。从边际变化看，提振消费需求等政策效应进一步显现，核心CPI明显回升，同比上涨0.5%，供需结构有所改善，价格呈现一些积极变化。

4月13日，央行公布了2025年3月金融数据，信贷和社融双双超预期。本次数据罕见地选择在周日晚间发布，结合近期外部环境的巨大变化，足可见央行稳预期、稳市场态度明显。3月新增人民币贷款36400亿元，Wind场预期29250亿元；社会融资规模58879亿元，Wind预期47300亿元。M2同比7.0%，市场预期7.0%，前值7.0%；M1同比1.6%，前值0.1%

国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会。李强强调，要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策。要把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收。要充分激发各类经营主体活力，努力为企业提供更好的发展环境和政策服务。

国务院关税税则委员会：如果美方继续关税数字游戏，中方将不予理会。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。

人民日报评论员：集中精力办好自己的事。人民日报发表评论员文章指出，面对美滥施关税的乱拳，我们心中有数、手上有招。未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台；财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间；将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策；以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，稳定市场信心，相关预案政策将陆续出台。

国家金融监管总局印发《关于促进金融资产管理公司高质量发展提升监管质效的指导意见》。意见提出，金融资产管理公司不得盲目以负债扩张驱动资产规模增长，适当提高中长期负债资金占比，支持金融资产管理公司通过发行金融债、资产证券化产品、优先股、二级资本债券、无固定期限资本债券等补充资金资本。

国务院新闻办公室发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书。澄清中美经贸关系事实，阐明中方对相关问题的政策立场。白皮书除前言、结束语外共分为六个部分，分别是中美经贸关系的本质是互利共赢；中方认真履行中美第一阶段经贸协议；美方违反中美第一阶段经贸协议有关义务；中国践行自由贸易理念，认真遵守世界贸易组织规则；单边主义、保护主义损害双边经贸关系发展；中美可以通过平等对话、互利合作解决经贸分歧。

## （二）海外宏观

**美国3月CPI低于预期，创半年低位。**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。

**美国3月PPI同比增长2.7%，环比意外下降0.4%。**美国3月PPI同比升2.7%，预期升3.3%，前值升3.2%；环比降0.4%，为2023年10月以来最大降幅，预期升0.2%，前值从持平修正为升0.1%。核心PPI同比升3.3%，预期升3.6%，前值升3.4%；环比降0.1%，预期升0.3%，前值从降0.1%修正为升0.1%。

**美联储判断通胀可能更加持久，华尔街交易员削减降息押注。**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。

**美联储威廉姆斯表示，美联储政策已为未来发展做好准备。**经济受到高度不确定性的困扰；关税与贸易是巨大不确定性的关键驱动因素；预计今年经济增长将大幅放缓至1%；预计今年失业率将升至4.5%-5%之间；关税将使今年的通胀率升至3.5%至4%之间；仍然全力致力于将通胀率恢复到2%。

**美豁免从中国进口的部分产品关税。**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。

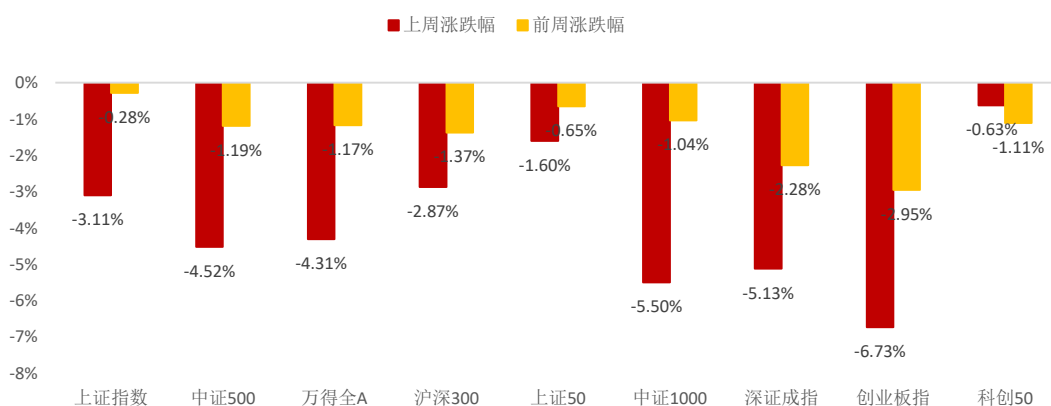
### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数普遍下跌。截至 4 月 11 日，创业板指下跌 6.73%，中证 1000 下跌 5.50%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**农林牧渔、商贸零售、国防军工**领涨，**电力设备、通信、机械设备**领跌。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

##### 2、权益市场估值

上周各宽基指数和行业指数估值多数下行。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**商贸零售、农林牧渔、食品饮料**估值上行最多，**综合、计算机、传媒**下行最多。当前**房地产、计算机、建筑材料、商贸零售、钢铁**板块估值处于历史较高水平；**纺织服装、农林牧渔、公用事业、通信、非银金融**板块估值处于历史较低水平。

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/4/11	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	13.8	↓ 0.40	34.6	↓ 6.76	58.6%	71.1%	65.3%
深证成指	24.2	↓ 1.28	49.1	↓ 8.20	42.7%	43.2%	31.3%
上证 50	10.5	↓ 0.19	43.2	↓ 5.81	63.6%	64.0%	53.7%
沪深 300	12.1	↓ 0.33	35.7	↓ 9.20	46.5%	46.8%	43.4%
中证 500	27.5	↓ 1.02	39.4	↓ 6.10	50.7%	83.9%	78.5%
中证 1000	36.1	↓ 1.88	34.9	↓ 11.27	34.9%	50.2%	49.6%
创业板指	29.5	↓ 1.84	8.5	↓ 2.48	10.3%	17.6%	20.3%

科创 50	100.0	↑	0.11	98.2	↑	0.01	98.2%	98.2%	98.1%
-------	-------	---	------	------	---	------	-------	-------	-------

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2025/4/11	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数		
农林牧渔(申万)	19.1	↑	0.73	8.02%	↑	1.90	8.0%	13.7%	19.1%
基础化工(申万)	23.1	↓	1.18	41.71%	↓	4.14	41.7%	71.4%	62.9%
钢铁(申万)	29.2	↓	1.33	69.17%	↓	2.15	69.2%	98.9%	98.5%
有色金属(申万)	19.1	↓	0.91	15.04%	↓	2.96	15.0%	25.7%	35.9%
电子(申万)	52.6	↓	2.20	68.43%	↓	5.29	68.4%	86.6%	81.9%
家用电器(申万)	14.3	↓	0.74	31.51%	↓	11.53	31.5%	34.7%	35.6%
食品饮料(申万)	21.2	↑	0.19	18.64%	↑	0.91	18.6%	9.7%	13.5%
纺织服装(申万)	19.4	↓	1.26	7.66%	↓	10.50	7.7%	12.0%	14.0%
轻工制造(申万)	23.4	↓	1.05	24.88%	↓	5.58	24.9%	42.6%	27.9%
医药生物(申万)	29.7	↓	1.56	24.13%	↓	3.95	24.1%	41.3%	47.8%
公用事业(申万)	16.8	↓	0.52	10.35%	↓	4.03	10.4%	3.9%	5.5%
交通运输(申万)	15.5	↓	0.09	35.61%	↓	0.61	35.6%	42.4%	56.4%
房地产(申万)	34.9	↓	0.57	95.98%	↓	0.57	96.0%	93.1%	90.4%
商贸零售(申万)	35.0	↑	0.76	72.58%	↑	2.30	72.6%	86.4%	81.0%
社会服务(申万)	42.8	↓	1.41	37.82%	↓	3.46	37.8%	44.4%	22.8%
综合(申万)	41.1	↓	5.25	34.65%	↓	12.39	34.7%	45.0%	24.9%
建筑材料(申万)	25.8	↓	0.29	72.87%	↓	1.03	72.9%	96.8%	95.9%
建筑装饰(申万)	9.2	↓	0.30	20.84%	↓	6.99	20.8%	34.5%	44.3%
电力设备(申万)	27.8	↓	2.41	19.58%	↓	4.77	19.6%	33.5%	33.0%
国防军工(申万)	69.1	↑	0.09	58.75%	↑	0.24	58.7%	83.3%	83.8%
计算机(申万)	75.7	↓	4.78	87.89%	↓	3.26	87.9%	93.1%	90.6%
传媒(申万)	37.2	↓	2.62	43.42%	↓	9.98	43.4%	67.9%	62.8%
通信(申万)	30.0	↓	2.53	13.42%	↓	8.21	13.4%	22.3%	31.0%
银行(申万)	5.9	↓	0.19	35.93%	↓	6.30	35.9%	40.3%	55.7%
非银金融(申万)	13.7	↓	0.73	14.22%	↓	8.69	14.2%	14.1%	19.5%
汽车(申万)	24.5	↓	1.77	60.54%	↓	7.81	60.5%	42.5%	19.8%
机械设备(申万)	30.6	↓	2.45	52.98%	↓	12.54	53.0%	72.5%	72.6%
煤炭(申万)	10.7	↓	0.57	48.07%	↓	6.39	48.1%	75.1%	77.8%
石油石化(申万)	14.8	↓	0.95	28.44%	↓	9.82	28.4%	48.7%	55.7%
环保(申万)	20.8	↓	0.43	21.08%	↓	4.05	21.1%	36.1%	44.4%
美容护理(申万)	34.6	↑	0.14	40.35%	↑	0.65	40.3%	36.1%	25.1%

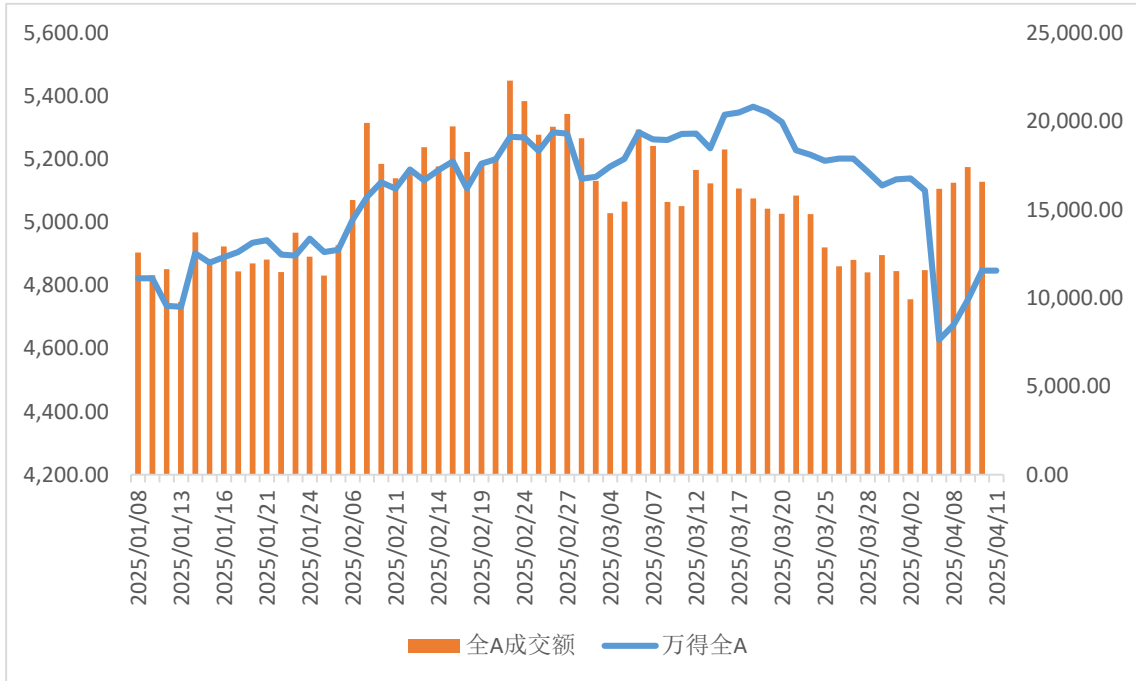
数据来源：Wind、鑫元基金

### 3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量下行。从行业拥挤度的角度，机械，汽车，计算机的拥挤度较高。

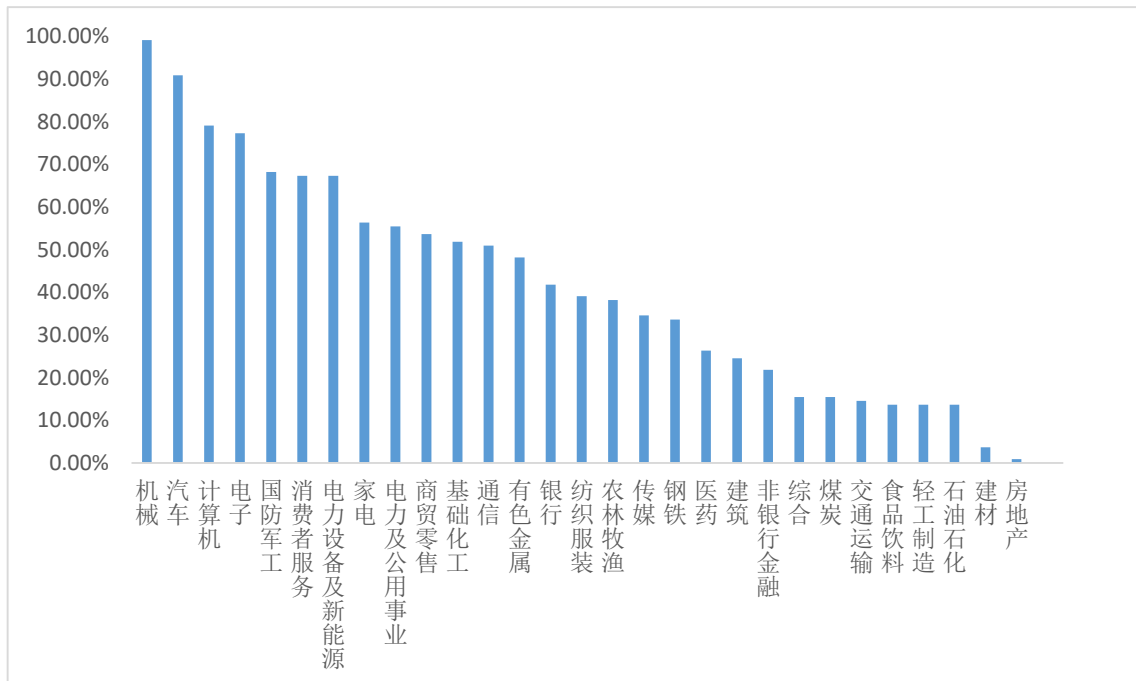
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.64%，处于历史 96.53% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



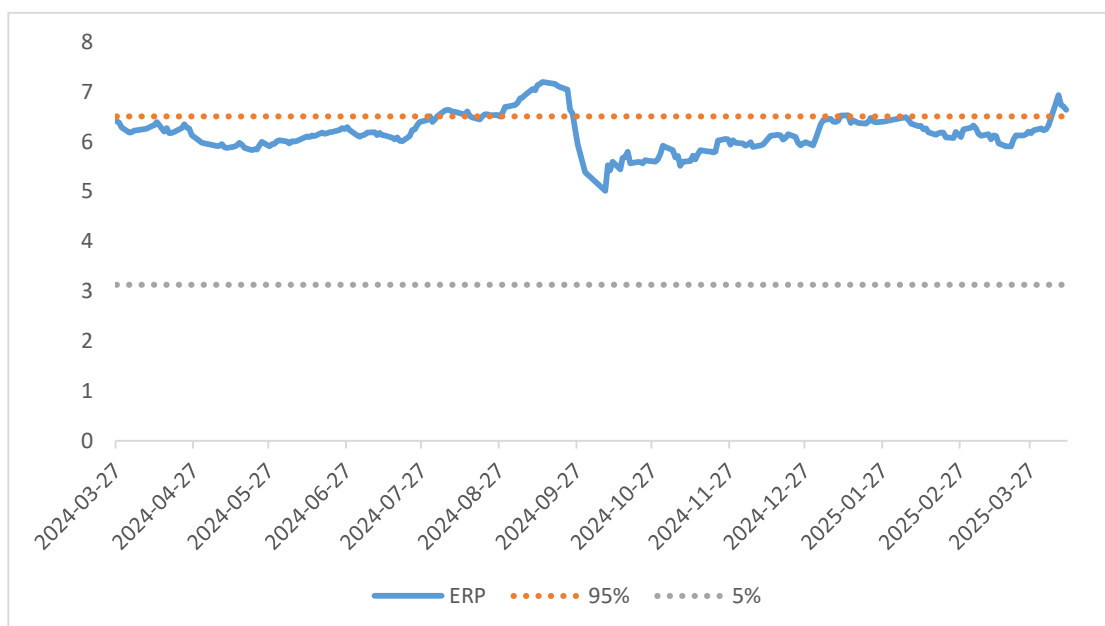
数据来源：Wind

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

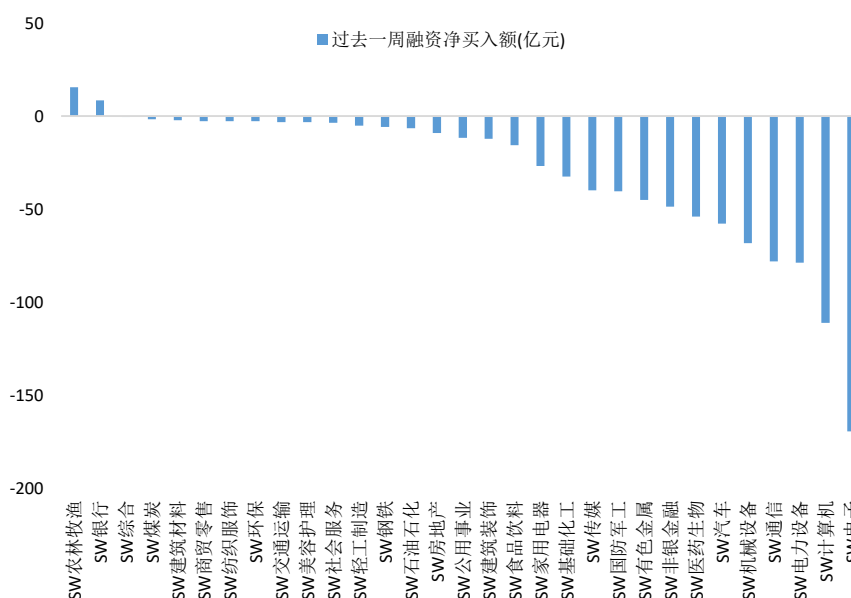


数据来源：Wind

#### 4、权益市场资金

4月11日，两融资金占比为4.48%，4月3日为8.79%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至4月11日，上周融资净买入的前三行业为农林牧渔、银行、综合。

图7：上周两融资金行业流向（亿元）



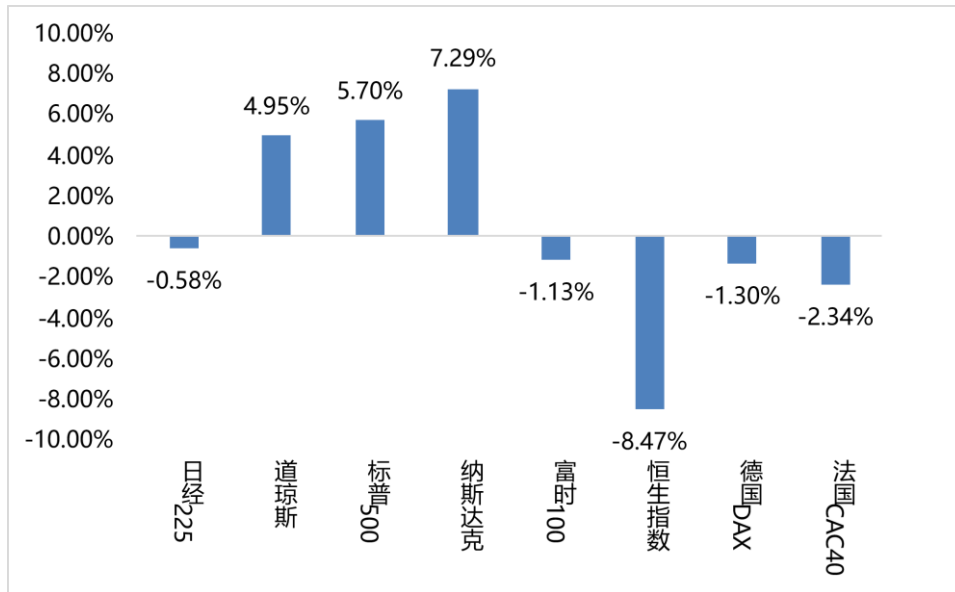
数据来源：Wind、鑫元基金

#### 5、海外权益市场

上周海外股市部分有所反弹。美国股市方面，道指涨4.95%，标普500涨5.70%，纳指上涨7.29%；欧洲股市方面，英国富时100下跌1.13%，德国下跌1.30%，法国下跌2.34%；亚

太股市方面，日经指数下跌 0.58%，恒生指数下跌 8.47%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

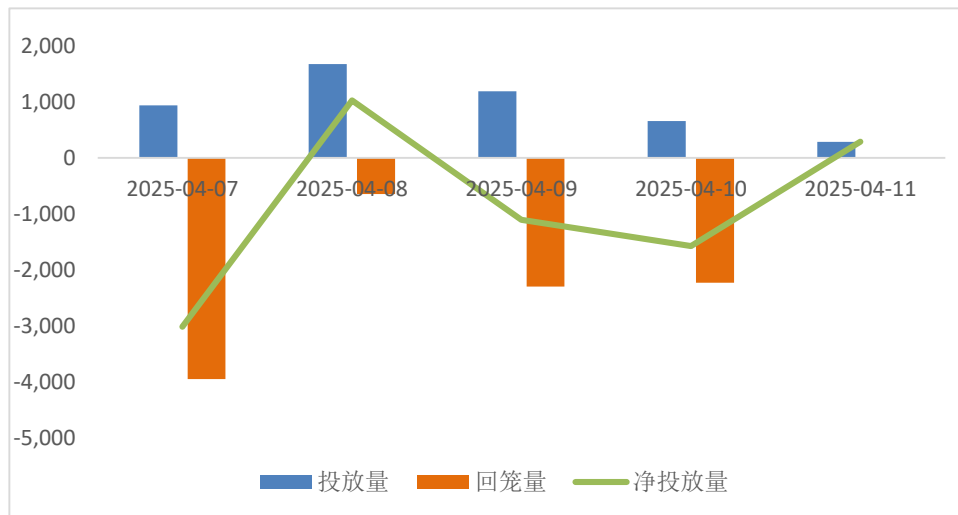


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 4742 亿元逆回购操作，因有 7634 亿元逆回购到期和 1500 亿元国库现金定存到期，实现净回笼 4392 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

**政府债发行：**本周国债计划发行 3950 亿，地方政府债计划发行 2006 亿，整体净缴款 7578 元。

图 10：4 月 14 日-4 月 18 日政府债发行缴款



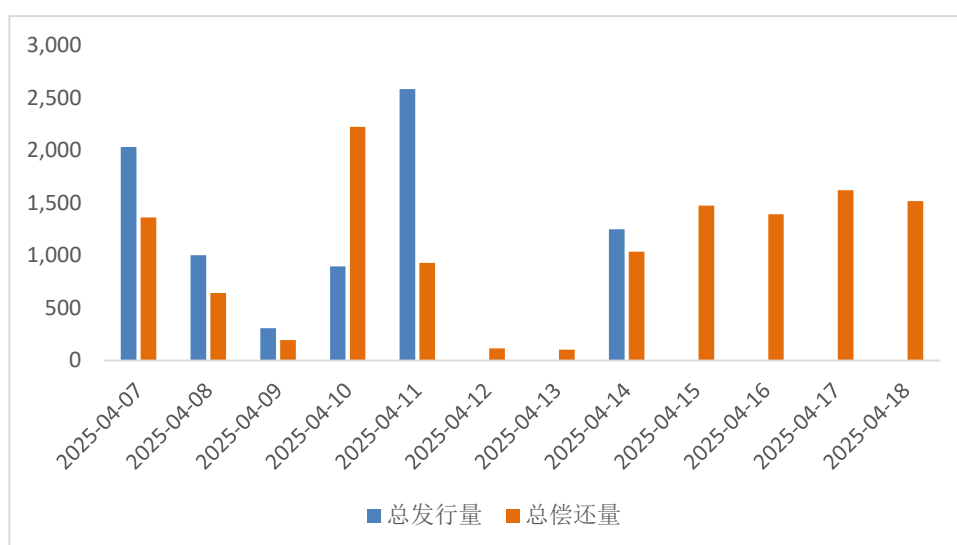
单位：亿元

	4月14日		4月15日		4月16日		4月17日		4月18日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	3400	21	0	1145	550	0	0	638	0	203
到期	0	244.8	0	0	4196	0	550	0	0	0
缴款	1970	650	3400	21	0	1145	550	0	0	638
净缴款	2375		3421		1145		0		638	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**本周（4月14-18日）存单到期7262亿元，规模较前一周的5497亿元继续提升，后续一周到期量仍在5000亿元以上。

图 11：同业存单到期与发行



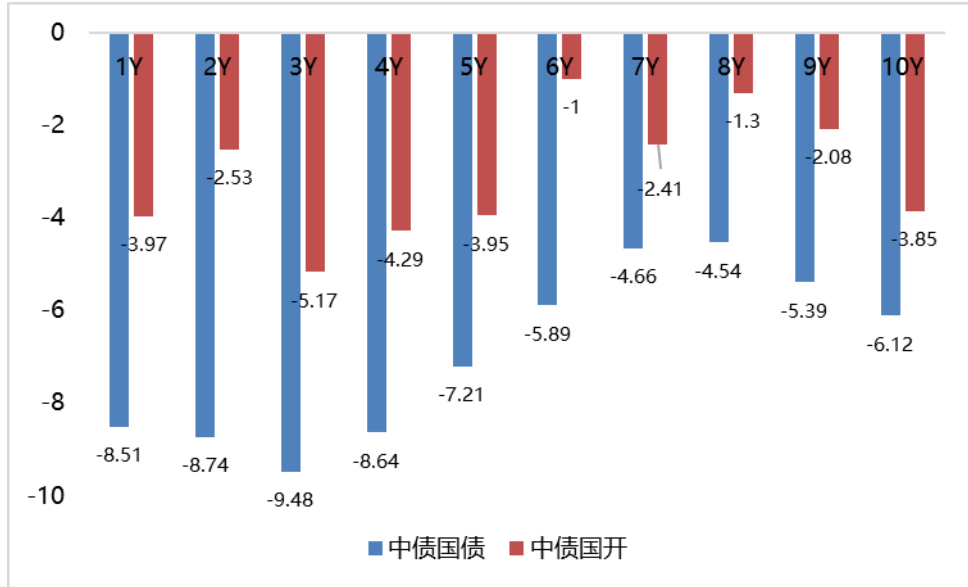
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**税期末至，叠加政府债缴款压力较小，资金面本应维持宽松。然而随着关税加码，上周一至上周二人民币汇率一度贬值，“稳汇率”压力下，资金面也一度收敛。后半周美元逐步走弱，外汇制约缓解，资金面转松。全周来看，截至4月11日，R001较前一周五下行2bp至1.64%，DR001基本与前一周五持平，为1.62%；R007、DR007均下行4bp，分别至1.70%、1.65%。

**票据利率：**票据利率整体呈现跌后回暖的趋势。上周一，市场看跌情绪依旧，主要大行活跃度延续，部分报价下调，带动买盘情绪释放，卖盘跟随压价出票，供需博弈下，票价震荡小降。上周二至上周五，主要大行虽持续进场收票，但报价则持稳或上调，同时票源供给快速上量，为卖盘出票提供坚实基础，市场交投情绪火热，票价整体小幅上行。

### (三) 债券市场

图 12：上周利率债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 1：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	3.37	5.8	16.73	-4.46
环比	-0.97	2.27	1.09	-1.98
年初以来	-17.61	-5.27	1.21	-34.86
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	26.18	15.53	18.61	48.58
2016 年以来分位数	3.32%	6.64%	40.76%	9.91%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 2：中债中短期票据信用利差（2025 年 4 月 13 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	23.5	23.82	26.92	38.44	42.51
环比	-5.04	-4.14	-1.46	-1.38	0.14
年初以来	-8.84	-11.41	-10.34	4.8	-2.61
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.24	36.20	38.63	42.72	44.02
2016 年以来分位数	3.53%	13.53%	13.79%	38.04%	43.52%

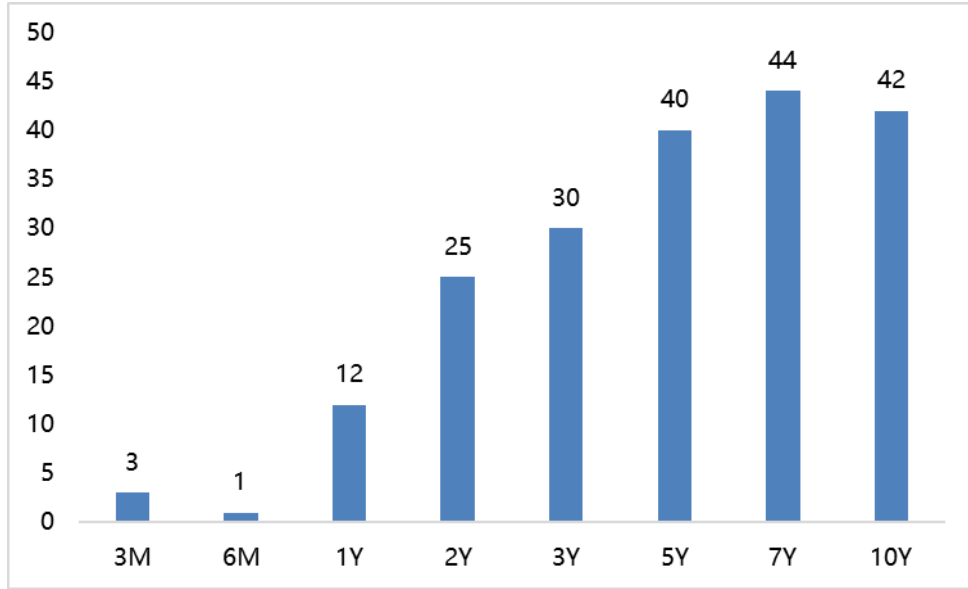
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 8.51BP 至 1.3978，3 年期下行 9.48BP 至 1.4315，5 年期下行 7.21BP 至 1.4895，10 年期下行 6.12BP 至 1.6568。

长时期高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利

差收窄 5.04BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.14BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.46BP。

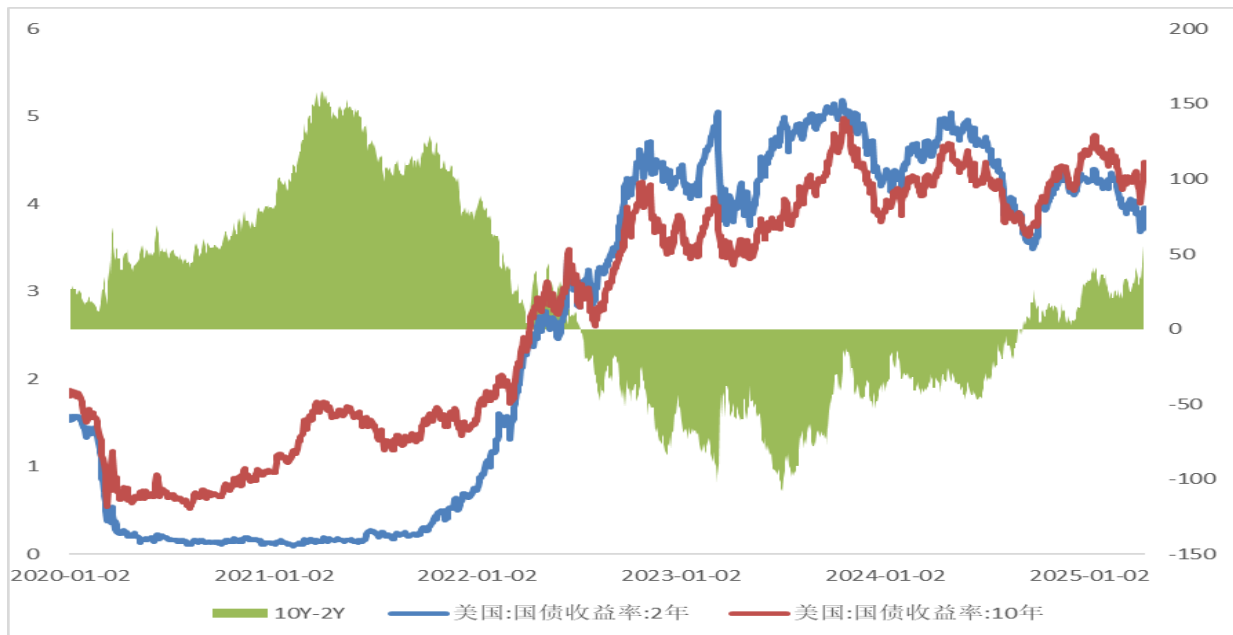
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上行。上周 10 年期美债收益率上行 42BP，10 年期国债收益率下行 6.12BP，中美利差倒挂程度扩大。全周来看，1 年期美债收益率上行 12BP，3 年期美债收益率上行 30BP，10 年期美债收益率上行 42BP。

图 14：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

#### （四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 2.13%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.28%，即期汇率贬值 0.28%，离岸人民币汇率贬值 0.01%。

表 3：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	99.769	7.2087	7.3245	7.2813
对照日期	101.9451	7.1889	7.3043	7.2806
涨跌	-2.13%	-0.28%	-0.28%	-0.01%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

### 四、市场展望及投资策略

#### （一）宏观展望

宏观方面，中美关税争端再起波澜，美中互加关税，此后中方宣布后续不再理会美国可能的继续加征；美国海关与边境保护局（CBP）公布了新一轮豁免，主要涉及电子产业链。中国 3 月 PPI 超预期回落，CPI 商品和服务有所分化。3 月金融数据公布，信贷和社融均超预期，且结构上也有一些积极信号。美国 3 月 CPI 大幅弱于预期，各分项均降温，共同促成 CPI 显著不及预期。特朗普在关税问题上反复无常，造成美债市场动荡，美元指数下破 100。4 月 9 日，特朗普总统宣布暂停实施“对等”关税中针对特定国家的额外关税措施 90 天。与此同时，他宣布将从中国进口商品的关税税率进一步提高到 125%，此后白宫澄清叠加此前 20% 芬太尼关税，对华关税高达 145%。4 月 11 日，中国宣布对美加征关税至 125%，并宣布后续不再理会美国可能的继续加征。4 月 12 日，美国海关与边境保护局（CBP）公布了新一轮豁免，包括计算机、服务期、半导体零部件、智能手机、GPU、路由器、液晶显示器等部件。本次豁免中来自中国的金额大约全年约 1000 亿美元，大约占中国出口至美国总额的 20%。中国 3 月 CPI 同比较前月上升 0.6 个百分点至 -0.1%，略高于 Wind 一致预期（-0.12%），商品略强而服务偏弱。八大项中，生活用品、衣着与食品烟酒表现强于可比季节性，其余分项皆弱于可比季节性。中国 3 月 PPI 同比 -2.5%，较上月下行 0.3pct；环比 -0.4%，较上月下行 0.3pct。美国 3 月 CPI 环比 -0.1%，低于一致预期（+0.1%）和前值（+0.2%）；同比 2.4%，弱于预期（+2.5%）和前值（+2.8%）。核心 CPI 环比 0.1%，低于一致预期（+0.3%）和前值

(+0.2%)；同比 2.8%，低于一致预期 (3.0%) 和前值 (3.1%)；各分项均降温，共同促成 CPI 显著不及预期。3 月金融数据罕见地选择在周日晚间发布，可见央行稳预期、稳市场态度明显。新增人民币贷款 36400 亿元，Wind 市场预期 29250 亿元；社会融资规模 58879 亿元，Wind 预期 47300 亿元，前值 22375 亿元。M2 同比 7.0%，市场预期 7.0%，前值 7.0%；M1 同比 1.6%，前值 0.1%。特朗普在关税问题上反复无常，造成美债市场流动性担忧，基差交易瓦解，美债收益率走高；此外，市场对美元信任产生动摇，美元指数跌破 100。

## **(二) 权益市场展望和策略**

过去一周，海外市场的主要变化集中在关税问题及其引发的美元、美债和美股的大幅波动。特朗普关税政策的不确定性破坏了全球美元循环，形成了美国中长期衰退的叙事逻辑。美国 2025 财年预算显示财政赤字大幅上升，进一步加剧了美元、美债和美股的三杀局面。短期内，美债和美股仍将处于高波动区域，长期美债的抛售不会立刻停止，美债曲线维持陡峭化。推荐围绕关税的边际信息，进行短期事件的博弈性交易。如果关税和缓，关税受损行业（如消费电子、汽车零部件、光伏组件、家电、轻工、纺服等）有望反弹；如果关税激化，关税受益行业（如半导体、国防军工、商贸零售、食品饮料、医药生物、农林牧渔等）将上涨。但需注意交易的博弈性和高波动性。鉴于外需对国内经济内需部分的提振作用正在被削弱，外贸企业短期会以去库存和降产能为主，需要财政政策和货币政策的额外支持。权益市场短期内仍将面临一定的波动，投资者应保持谨慎，关注政策变化和行业基本面，灵活调整投资组合，利用红利资产平抑波动，同时把握短期博弈性交易机会。

## **(三) 债券市场展望和策略**

**展望后续市场**，机会方面，随着人民日报对货币政策定调由“择机降准降息”转向“随时可以出台”，尽管央行仍关注利率风险和汇率压力，但对冲关税引发的基本面下行风险、稳定经济运行或成为央行的更为重要的考量，降准降息窗口也愈发临近，短期内 10 年国债利率或向 1.6% 进行博弈，仍有挑战前低的可能性。风险方面，若货币宽松政策落地，利好得以兑现，考虑到提前交易的降准降息预期，可能会引发一定的止盈压力，此外稳增长政策加码发力，增量政策出台和债券供给节奏超出市场预期，或带来长端利率的上行风险。总体来看，超预期的关税政策改变了债市短期交易主线，强化货币宽松预期，叠加市场风险偏好回落，股债“跷跷板”或向债券端倾斜，短期内利率仍有下探的动力，10 年国债利率或向 1.6% 进行博弈，建议跟随政策预期把握交易和配置窗口，但需警惕政策落地后的止盈压力和回调风险，以及贸易冲突超预期缓和带来的反转风险。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。