

# “开门红”效应渐弱，政策接续稳增长

——鑫元周观点（2025. 04. 14-2025. 4. 20）

## 一、核心观点

**宏观方面**，2025 年一季度中国经济在多重支持因素下实现“开门红”，如信贷扩张、消费品以旧换新政策以及出口环节中的抢跑效应：出口高弹，GDP 同比达 5.4%。但随着时间推移，这些短期支撑的边际效应将逐步减弱，尤其是在外部环境不确定性加剧的背景下，出口或面临较大扰动，进而对整体增长节奏形成挑战。尽管如此，政策端已有所响应，近期持续强调扩大内需、促进消费、稳定房地产等方向，体现了中央对内需修复的高度重视。另一方面，对外国和外资的态度体现了中国持续推进高水平对外开放、强化国际合作的战略定力，反映出在当前复杂的外部环境下，中国坚持开放包容的发展理念，致力于打造稳定、可预期的营商环境，为外资提供更大空间，也为经济发展引入更多外部动力。叠加相关政策措施的及时落地与有效传导，仍有望在二季度及下半年对经济形成托底支撑。

**权益市场方面**，海外方面，由于美国对主要贸易伙伴的关税 90 天延期，全球资本市场迎来暂时缓和，但美国经济软着陆预期难以回归，美联储的降息时点或将进一步推后，且本周美股财报季开启，微观数据或给出更多信号；国内方面，在中美高层对话和财税、货币政策持续托底背景下，A 股表现分化，整体估值水平仍处于历史中枢以下，两融资金占比由 8.97% 降至 3.79%，融资净买入主要集中于电子、汽车和基础化工板块。策略上，建议以红利资产为核心配置，把握关税边际信息做短期事件驱动交易：关税缓和时重点关注消费电子、汽车零部件等受压板块的反弹，关税激化时转向半导体、国防军工等受益板块；同时耐心等待四月底重要会议的政策落地，捕捉二次行情机会。

**固收市场方面**，一季度经济数据全面超出市场预期，且财政部公布的首期超长期特别国债发行计划对债市行情形成一定程度的扰动，但在宽货币预期下债市对上述消息利空定价空间有限，债市整体窄幅波动，长端表现略好于短端。全周来看，1Y、3Y 和 5Y 期国开债收益率分别上行 2BP、3BP 和 2BP，7Y 和 10Y 期国开债收益率分别下行 1BP 和 2BP。信用债收益率整体小幅上行，但幅度普遍控制在 4bp 以内。随着关税交易暂告一段落，国内债市做多情绪集中释放后市场重新回到冷静期，后续市场博弈重心重回政治局会议定调及增量政策，届时

预计债市会有更明确的方向。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**中国外贸首季平稳开局。**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。

**中国一季度国民经济开局良好。**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%，现代服务业增势良好；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%。

**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。

**国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。**会议指出，要鼓励企业积极稳定就业，加大职业技能培训力度，扩大以工代赈等支持；要稳定外贸外资发展，支持外资企业境内再投资；要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，大力提振民间投资积极性；要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。

**国新办举行新闻发布会，工信部介绍一季度工业和信息化发展情况并答记者问。**发布会要点包括：①全力推进人工智能赋能新型工业化②有序推进首批增值电信业务开放试点，吸引更多外资企业在中国投资经营电信业务③着重抓好“产业升级、市场升质、消费升温”，助力提振消费④加强数字化转型、引才育才、投融资等服务，支撑中小企业高质量发展⑤出台机械、汽车、电子装备等行业新一轮稳增长方案⑥加速工业互联网与人工智能深度融合。

### （二）海外宏观

美国总统在白宫发表讲话，重申美联储主席鲍威尔应该降低利率。美国总统已连续两日就降息向鲍威尔施压。财富杂志网站报道称，美国总统希望降低利率，以“抵消”他自己的关税政策所带来的通胀。美联社则认为，美国总统的关税政策令美国经济衰退风险加剧，而美国总统似乎希望把责任推到鲍威尔身上。

欧洲央行将存款机制利率下调 25 基点至 2.25%。将主要再融资利率下调 25 基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 基点至 2.65%。此次下调均符合市场预期，这是该行自去年 6 月宣布降息以来第 7 次下调利率。

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。

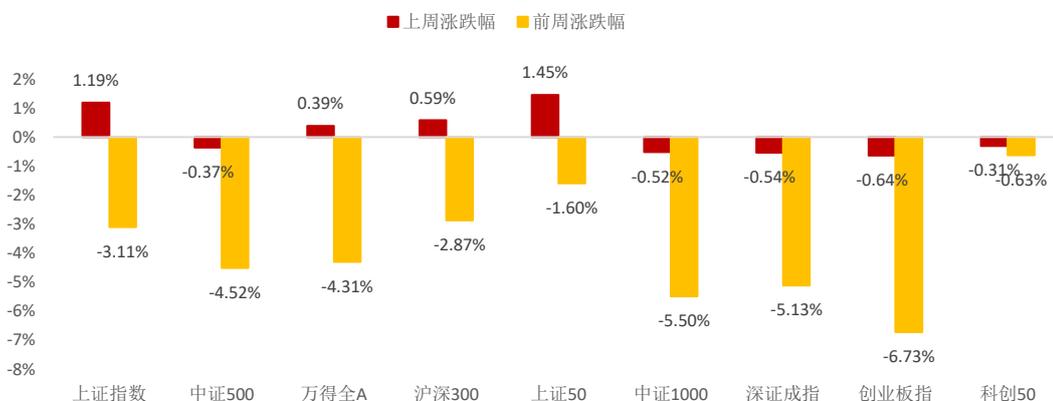
### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数涨跌互现。截至 4 月 18 日，上证 50 上涨 1.45%，上证指数上涨 1.19%，涨幅靠前；创业板指下跌 0.64%，深证成指下跌 0.54%，跌幅靠前。从行业板块看，上周银行、房地产、综合领涨，国防军工、农林牧渔、计算机领跌。

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上下不一。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，上周综合、环保、传媒估值上行最多，国防军工、计算机、电子下行最多。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；农林牧渔、纺织服饰、公用事业、通信、有色金属板块估值处于历史较低水平。

表 1：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2025/4/18	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	14.1	↑0.21	36.3	↑3.34	62.0%	75.3%	70.0%
深证成指	23.9	↓0.30	48.0	↓2.22	40.5%	39.7%	29.3%
上证 50	10.8	↑0.28	48.4	↑8.40	72.0%	72.7%	63.4%
沪深 300	12.3	↑0.17	38.9	↑5.06	51.6%	54.2%	49.8%
中证 500	27.4	↓0.12	38.9	↓0.67	50.1%	83.2%	77.7%
中证 1000	36.4	↑0.29	37.8	↑2.87	37.8%	53.9%	54.0%
创业板指	28.9	↓0.59	7.4	↓1.21	9.1%	15.5%	18.1%
科创 50	99.8	↓0.21	97.7	↓0.54	97.7%	97.7%	97.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

表 2：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

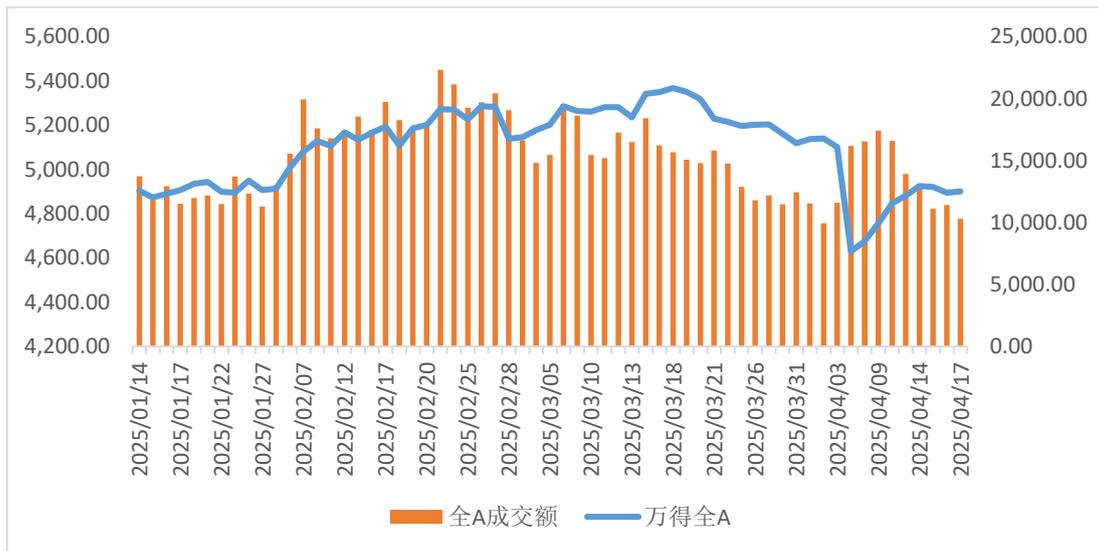
	2025/4/18	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	18.6	↓0.56	6.59%	↓1.43	6.6%	11.3%	15.7%
基础化工(申万)	23.3	↑0.21	42.32%	↑0.61	42.3%	72.3%	63.9%
钢铁(申万)	29.7	↑0.45	69.56%	↑0.39	69.6%	99.1%	98.8%
有色金属(申万)	19.2	↑0.11	15.53%	↑0.49	15.5%	26.5%	37.0%
电子(申万)	52.0	↓0.65	66.70%	↓1.73	66.7%	85.0%	79.9%
家用电器(申万)	14.3	↑0.02	32.07%	↑0.56	32.1%	35.3%	36.3%
食品饮料(申万)	21.2	↑0.05	19.00%	↑0.36	19.0%	10.1%	14.1%
纺织服饰(申万)	19.6	↑0.27	9.84%	↑2.18	9.8%	15.2%	17.2%
轻工制造(申万)	23.7	↑0.33	26.20%	↑1.32	26.2%	44.8%	29.9%
医药生物(申万)	29.6	↓0.13	23.73%	↓0.40	23.7%	40.5%	46.8%
公用事业(申万)	17.1	↑0.27	12.05%	↑1.70	12.1%	6.3%	8.7%
交通运输(申万)	15.8	↑0.23	37.71%	↑2.10	37.7%	45.1%	58.7%
房地产(申万)	35.7	↑0.83	96.87%	↑0.89	96.9%	94.6%	92.5%
商贸零售(申万)	35.5	↑0.53	74.29%	↑1.72	74.3%	87.8%	83.0%
社会服务(申万)	42.0	↓0.83	34.97%	↓2.86	35.0%	43.7%	22.0%
综合(申万)	42.9	↑1.85	40.81%	↑6.15	40.8%	53.1%	35.4%

建筑材料(申万)	26.1	↑0.39	74.46%	↑1.60	74.5%	97.6%	97.0%
建筑装饰(申万)	9.5	↑0.28	27.60%	↑6.76	27.6%	43.9%	54.8%
电力设备(申万)	27.7	↓0.08	19.49%	↓0.08	19.5%	33.3%	32.7%
国防军工(申万)	68.1	↓0.99	56.59%	↓2.16	56.6%	80.2%	80.1%
计算机(申万)	74.7	↓0.98	86.89%	↓1.00	86.9%	91.9%	88.9%
传媒(申万)	38.2	↑0.99	47.84%	↑4.42	47.8%	72.0%	66.6%
通信(申万)	30.2	↑0.17	14.25%	↑0.83	14.2%	23.5%	32.8%
银行(申万)	6.2	↑0.24	44.01%	↑8.08	44.0%	52.1%	70.3%
非银金融(申万)	13.8	↑0.10	16.10%	↑1.88	16.1%	16.9%	23.2%
汽车(申万)	24.3	↓0.17	59.38%	↓1.16	59.4%	41.7%	18.7%
机械设备(申万)	30.2	↓0.43	50.44%	↓2.54	50.4%	69.1%	69.0%
煤炭(申万)	11.0	↑0.30	51.72%	↑3.65	51.7%	80.5%	82.5%
石油石化(申万)	15.0	↑0.20	30.16%	↑1.72	30.2%	51.5%	58.0%
环保(申万)	22.5	↑1.71	39.13%	↑18.05	39.1%	66.9%	77.6%
美容护理(申万)	34.8	↑0.22	41.50%	↑1.16	41.5%	36.5%	25.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

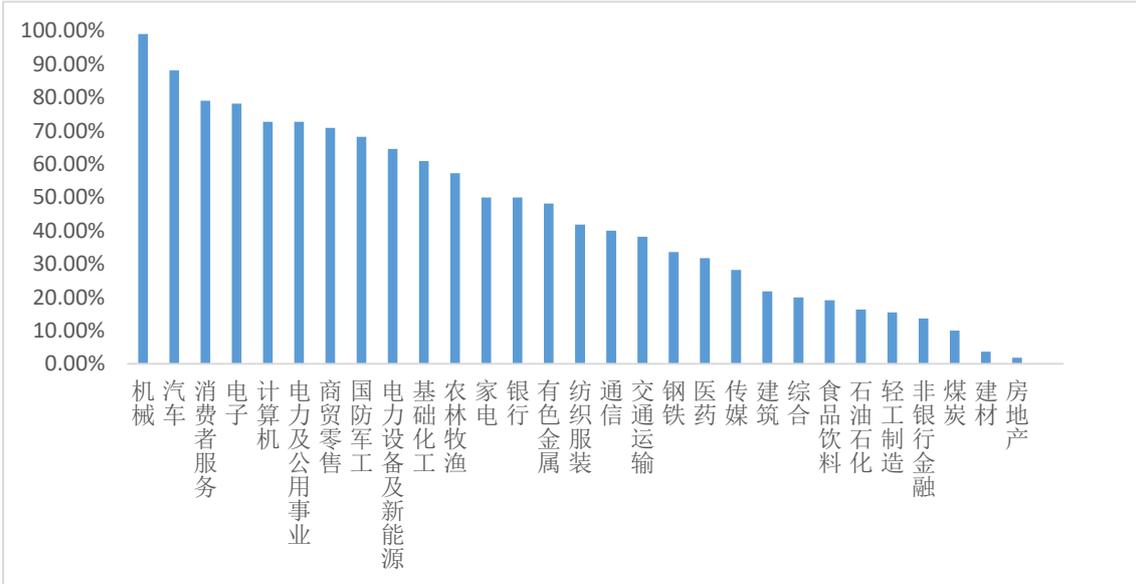
### 3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



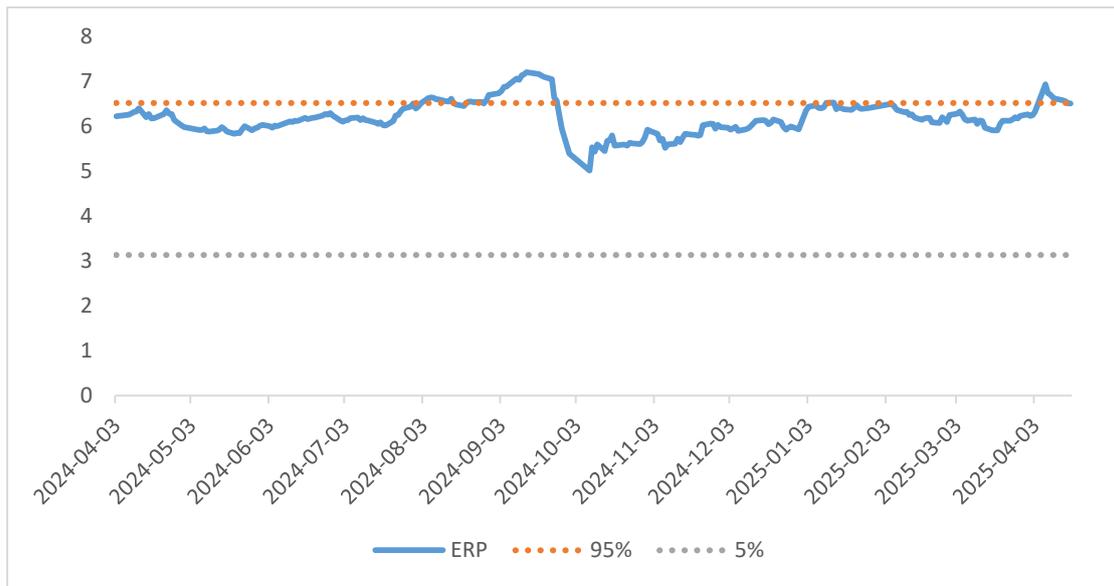
数据来源：Wind

图 3：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图 4：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

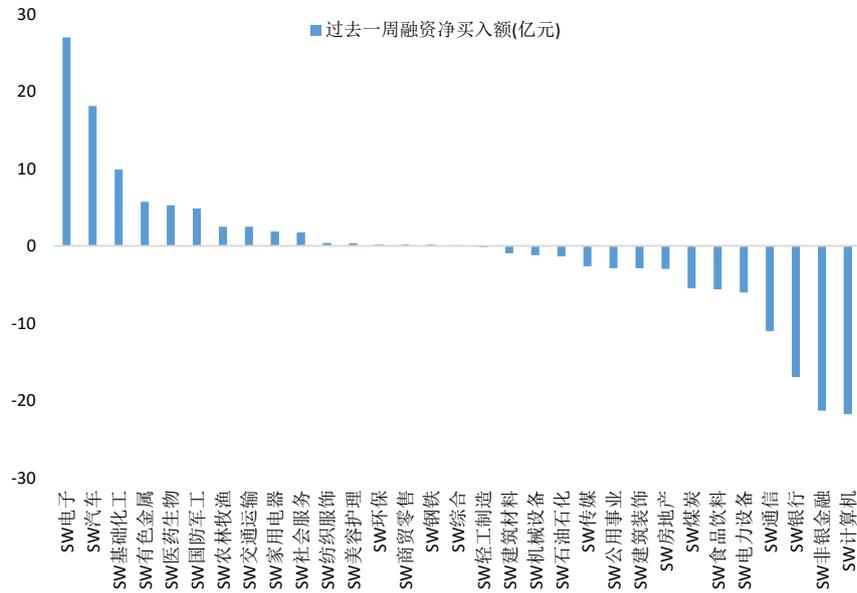
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，汽车，消费者服务的拥挤度较高。

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 6.51%，处于历史 94.81% 的分位数，所以从此时点看，长期持有或仍是好选择。

#### 4、权益市场资金

4月18日，两融资金占比为3.79%，4月11日为8.97%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至4月18日，上周融资净买入的前三行业为电子、汽车、基础化工。

图5：上周两融资金行业流向（亿元）

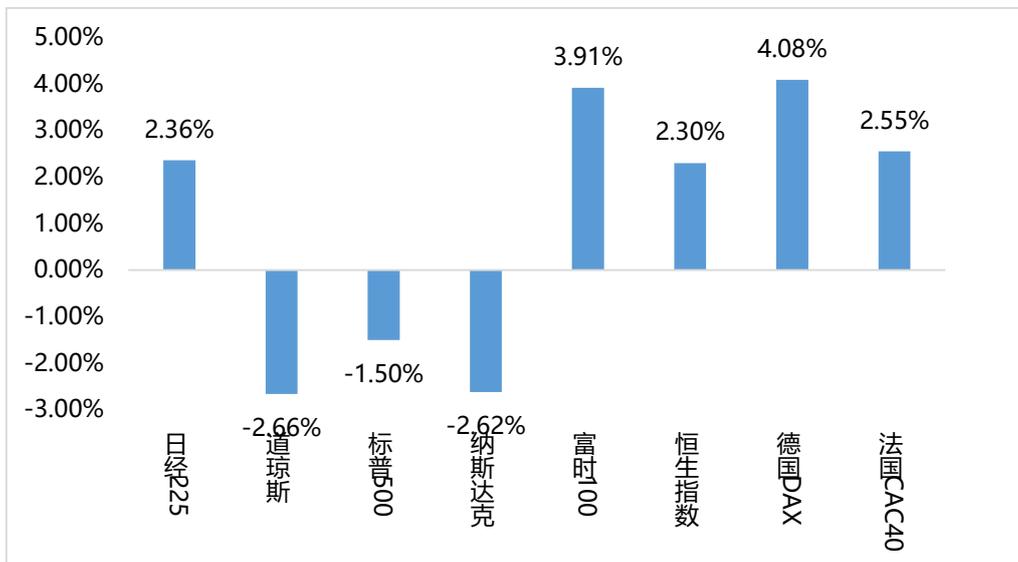


数据来源：Wind、鑫元基金

### 5、海外权益市场

上周海外股市呈现分化。美国股市方面，道指下跌2.66%，标普500下跌1.50%，纳指下跌2.62%；欧洲股市方面，英国富时100上涨3.91%，德国上涨4.08%，法国上涨2.55%；亚太股市方面，日经指数上涨3.41%，恒生指数上涨2.30%。

图6：上周海外主要指数涨跌

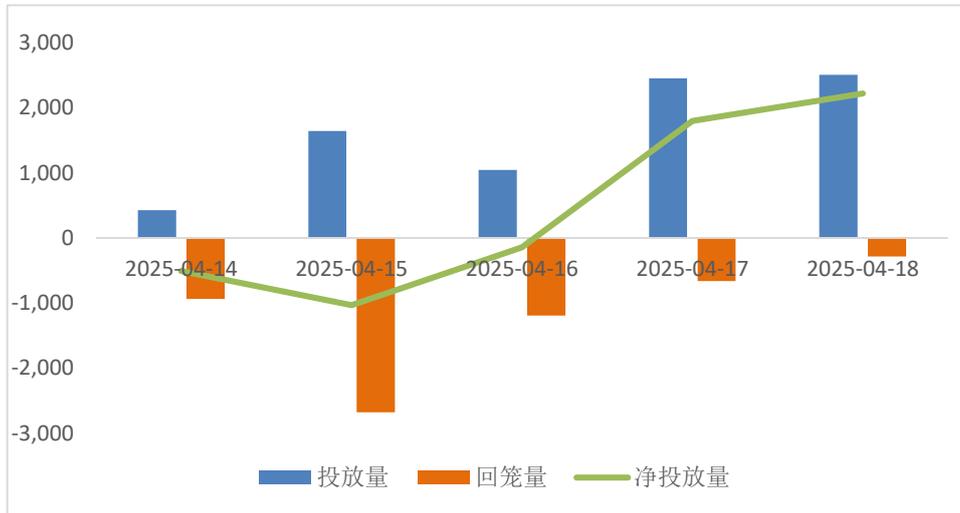


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展 8080 亿元逆回购操作，因有 4742 亿元逆回购和 1000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）到期，整体上实现净投放 2338 亿元。

图 7：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 2860 亿，地方政府债计划发行 1812 亿，整体净缴款-1701 元。

表 3：4 月 21 日-4 月 25 日政府债发行缴款

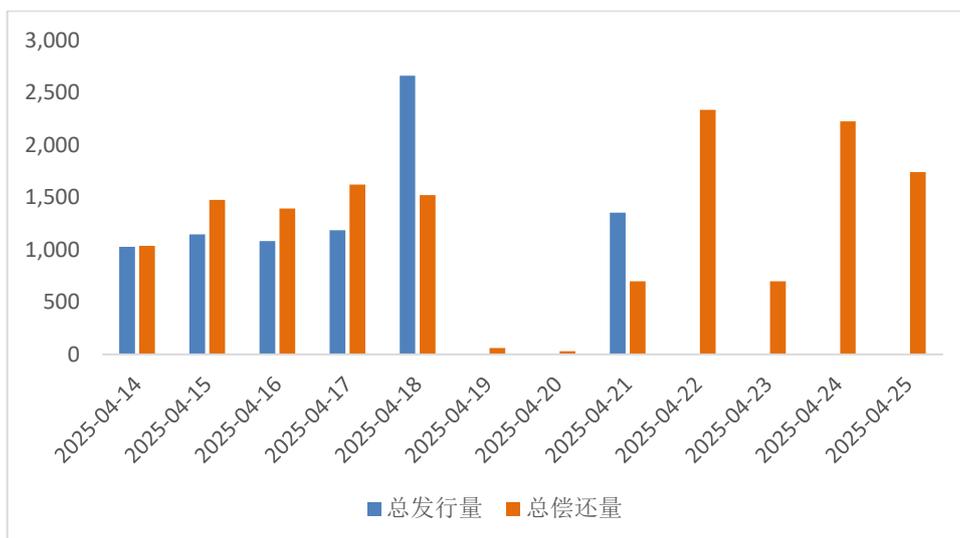
单位：亿元

	4 月 21 日		4 月 22 日		4 月 23 日		4 月 24 日		4 月 25 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	0	30	0	438	0	467	2,860	443	0	433
到期	0	779	0	0	0	121	1,150	165.1	3,928	0
缴款	0	203	0	30	0	438	0	467	2,860	443
净缴款	-576		30		317		-848		-625	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**本周（4 月 21-25 日）存单到期 7780 亿元，规模较前一周的 7262 亿元进一步抬升，不过后续一周到期压力将缓释，到期量回落至 4000 亿元以下。

图 8：同业存单到期与发行



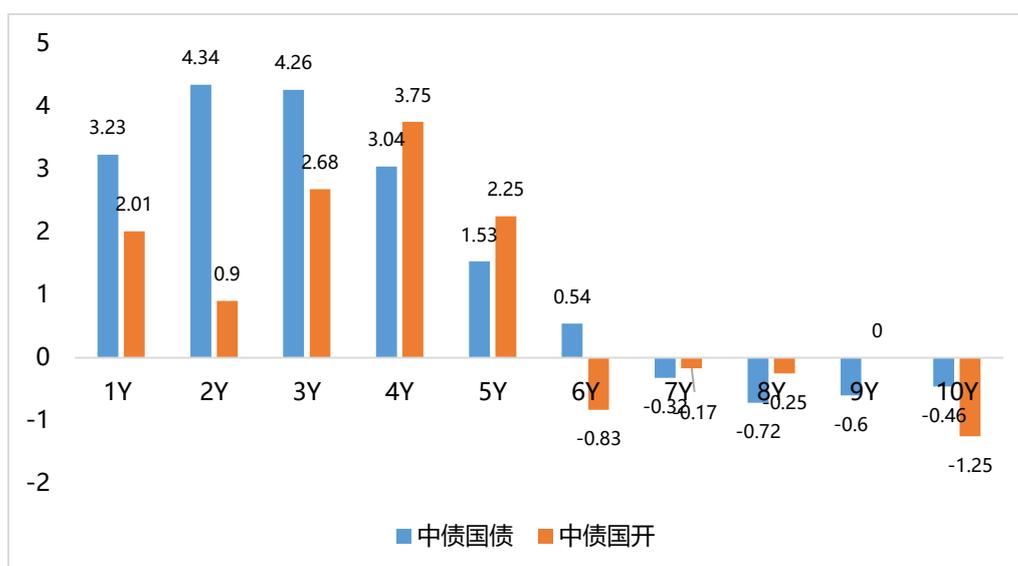
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**政府债缴款压力主要集中在前两个交易日，叠加 MLF 到期，上周一至上周二 R001、R007 分别上行 7、3bp，分别至 1.71%、1.73%。其后，随着政府债缴款压力阶段性缓释，且临近税期，央行态度偏呵护，资金利率逐渐回落。

**票据利率：**票据利率整体呈现震荡下行的走势。供给方面，在上周初票源供给下滑后，一级市场签发量再度稳步攀升，卖盘出票得以补充，但在降价预期下，卖盘谨慎压价出票。需求方面，上周临近税期，但在央行呵护资金面下，资金利率维持平稳偏松。另外，主要大行连续多日降价进场操作，带动买盘配置情绪升温，中小行跟随收票，供需相互博弈下，票价整体下行趋势。

### (三) 债券市场

图 9：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 4：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	5.22	2.18	14.53	-6.23
环比	1.85	-3.62	-2.20	-1.77
年初以来	-15.76	-8.89	-0.99	-36.63
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	26.14	15.51	18.61	48.46
2016 年以来分位数	4.94%	2.15%	27.30%	9.59%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 5：中债中短期票据信用利差（2025 年 4 月 20 日）

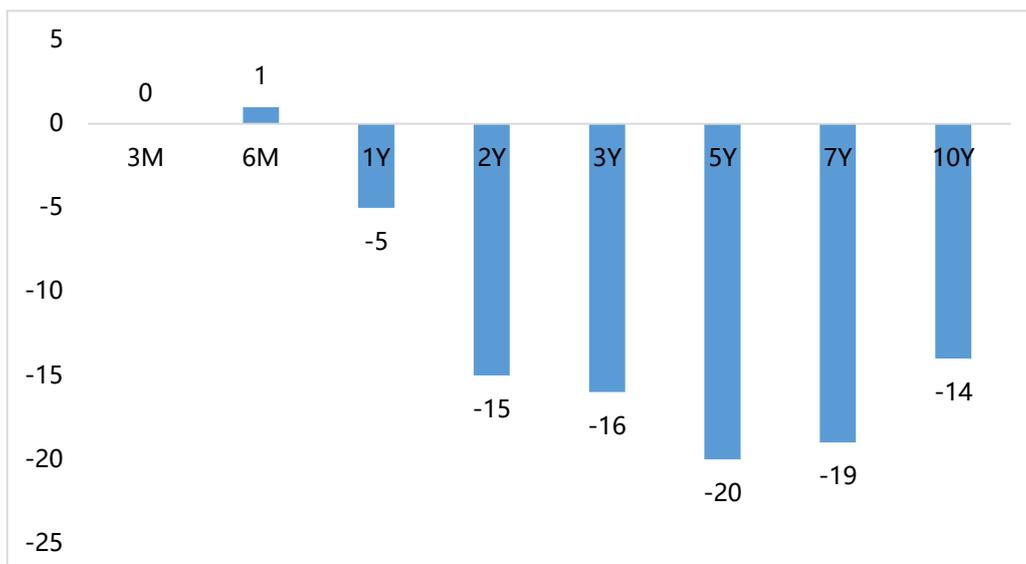
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	23.67	23.18	23.81	36.57	41.51
环比	0.17	-0.64	-3.11	-1.87	-1.00
年初以来	-8.67	-12.05	-13.45	2.93	-3.61
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.20	36.17	38.60	42.70	44.02
2016 年以来分位数	3.70%	12.04%	9.37%	30.44%	39.90%

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呈现分化。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.22BP 至 1.43，3 年期上行 5.07BP 至 1.4822，5 年期上行 1.45BP 至 1.504，10 年期下行 0.75BP 至 1.6493。

长期限高等级票据信用利差短期走阔，长期收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.17BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.64BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.11BP。

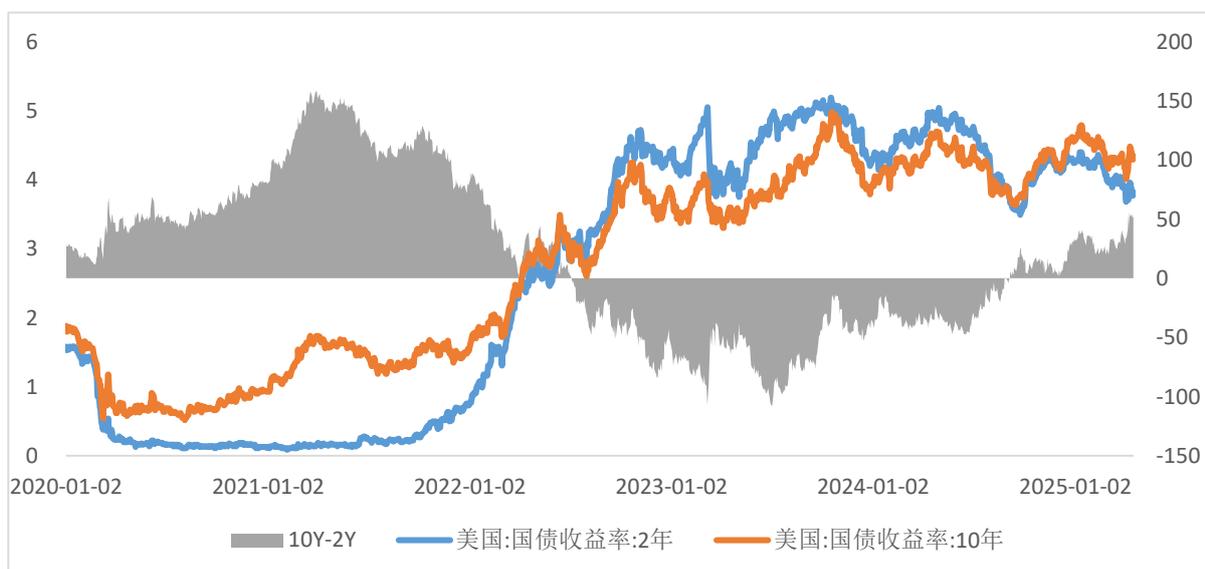
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率多数下行。上周 10 年期美债收益率下行 14BP，10 年期国债收益率下行 0.46BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 5BP，3 年期美债收益率下行 16BP，10 年期美债收益率下行 14BP。

图 11：10 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，在岸人民币汇率升值、离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.35%，在岸人民币汇率升值、离岸人民币汇率贬值，中间价升值 0.00%，即期汇率升值 0.36%，离岸人民币汇率贬值 0.29%。

表 6：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	99.424	7.2085	7.298	7.3022
对照日期	99.769	7.2087	7.3245	7.2813
涨跌	-0.35%	0.00%	0.36%	-0.29%

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

2025 年一季度中国经济在多重支持因素下实现“开门红”，如信贷扩张、消费品以旧换新政策以及出口环节中的抢跑效应：出口高弹，GDP 同比达 5.4%。但随着时间推移，这些短期支撑的边际效应将逐步减弱，尤其是在外部环境不确定性加剧的背景下，出口或面临较大扰动，进而对整体增长节奏形成挑战。尽管如此，政策端已有所响应，近期持续强调扩大内需、促进消费、稳定房地产等方向，体现了中央对内需修复的高度重视。

另一方面，对外国和外资的态度体现了中国持续推进高水平对外开放、强化国际合作的战略定力，反映出在当前复杂的外部环境下，中国坚持开放包容的发展理念，致力于打造稳定、可预期的营商环境，为外资提供更大空间，也为经济发展引入更多外部动力。叠加相关政策措施的及时落地与有效传导，仍有望在二季度及下半年对经济形成托底支撑。

一季度 GDP 同比增长 5.4%，超出市场预期（5.2%），顺利实现“开门红”。一季度数据尚未体现“对等关税”带来的负面影响，主要受益于央行积极的信贷政策、消费品以旧换新政策支撑，以及出口端的抢跑效应。今年春节偏早、复工复产节奏较快，也带动 3 月生产端增速明显偏强。3 月出口同比增长 12.4%，在低基数效应及抢出口带动下大幅上行。进口方面，3 月同比下降 4.3%，但较前值（-8.4%）回升 4.1 个百分点，表现有所恢复。

近期，习近平总书记出访越南、马来西亚等国家，与各国元首在战略、经贸、安全等领域开展了深入交流。李强总理主持召开国务院常务会议，研究部署稳就业、稳外贸、促消费、稳资本市场、稳房地产等若干举措，进一步巩固经济恢复向好态势。国务院副总理何立峰在北京会见英伟达公司总裁兼首席执行官黄仁勋，强调中国市场具有巨大潜力，欢迎外资企业深化互利合作。整体来看，尽管当前外部环境仍具不确定性，若内需托底和稳增长政策持续发力，二季度经济有望延续稳定运行。宏观节奏或将由“外需高位”转向“外需回落、政策接力”，需持续关注国际关系及政策演化动态。

## （二）权益市场展望和策略

上周海外方面，由于美国宣布对主要贸易伙伴的关税 90 天延期，全球资本市场短期内迎来波动后的喘息，清明节后一周极限施压已见顶，市场正在等待后续协议落地以避免全球贸易体系崩塌，但即便关税缓和，中期需求受损难以迅速修复，美元信用压力仍在，美联储降息时点预计将晚于市场预期、幅度或将加大，本周美股财报季开启，业绩和指引将为市场提供更直接的信号。国内方面，中美高层对话取得积极进展，结合证监会“四箭”并举及财政与货币政策持续发力，上周 A 股宽基指数分化显著：上证 50 上涨 1.45%、上证综指上涨 1.19%，深证成指下跌 0.54%、创业板指下跌 0.64%。行业板块方面，银行、房地产、综合领涨，国防军工、农林牧渔、计算机板块表现相对承压。从估值角度看，截至 4 月 18 日，上证综指 PE14.1 倍，处于历史 62%分位，深证成指 23.9 倍，处于 40%分位，整体估值仍有优化空间；行业层面，房地产、计算机等板块估值偏高，而农林牧渔、有色金属等板块则处于历史低位。资金面上，两融资金占比由 8.97%降至 3.79%，反映杠杆资金谨慎，加之上周融资净买入主要集中在电子、汽车、基础化工三大行业，显示增量资金对中长期价值板块仍持支持态度。

策略上，建议以红利资产为核心配置，结合关税边际信息进行短期事件驱动交易：若关税缓和，可聚焦消费电子、汽车零部件、光伏等受压反弹标的；若关税再度激化，则可临时增配半导体、国防军工、医药生物等“受益”板块；同时密切关注四月底重要会议的政策预期兑现，择机捕捉二次政策催化下的结构性机会，并严格设置止盈止损以控制波动风险。

## （三）债券市场展望和策略

当前国内债市交易主线主要由关税冲击带来的避险交易以及后续宽货币预期博弈构成。关税冲击方面，考虑到中美之间的关税税率已近上限，双方直接贸易也近乎停滞，我们倾向于认为关税冲击对收益率下行的驱动是在边际走弱的。近期也确实看到了中美有谈判缓和的迹象，后续债市再次做多的驱动需来自国内对美的转口贸易遭到美国及其盟友的全面围剿。国内货币政策节奏方面，根据近期《金融时报》刊文对于“择机降准降息”的理解，稳增长、配合财政以及防风险是进一步宽松的前提条件，我们近期也确实看到了资金利率有小幅回落，但当前基本面现状尚可，因此很难作为短期利率下行的强逻辑支撑。随着本周超长特别国债发行安排公布，我们认为随着关税对经济压力的逐步显现，存量政策将会加速落地，特别是 5 月作为特别国债发行高峰，财政加码也确实构成了宽松的前提条件，预计债市短期震荡偏强，市场预计会抢跑降准预期，此时短端的行情会好于长端。

展望后市，由于特朗普关税政策大超市场预期，债市的基本面现实交易将逐步让位预期交易，那么此前债市重点关注的地产基本面现实变动就不是现阶段的交易重心。从经济基本面现实看，即便是经济总量超市场预期，但国内依旧是面临老生常谈的问题，价格作为先行指标仍有下行压力，传导到企业端的利润也依旧承压，那么经济回暖的可持续性就是受到挑战的，更何况当前经济数据也并未体现关税的影响。因此整体而言，债市大方向依然是看多。策略层面，即便当前中美贸易冲突有边际缓和，但特朗普本身在政策层面具备巨大的不确定性，而其政治基本盘又决定了需要持续对华保持强硬，因此也不排除后续特朗普对华行动会有升级。因此在特朗普的不确定风险消除之前，即便超长端利率已临近前低，其配置价值属性会高于其交易价值属性，可以考虑保留一定的底部仓位作风险对冲。而剩余仓位可根据财政部发债时点博弈降准或资金面转松，预计市场机构会提前抢跑。信用债方面，考虑到当前信用债利差仍有一定压缩空间，在利率下行缺乏明确信号的情况下，一些中短端品种或许是较好的过渡品种。

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。