

# 政策发力筑底，基本面复苏渐进

——鑫元周观点（2025.04.21-2025.04.27）

## 一、核心观点

**宏观方面**，中共中央政治局4月25日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议提出用高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性，相比前一次会议，释放了积极迎战风险的信号。同时，财政部公布数据显示，2025年3月，全国一般公共预算收入同比增长0.3%，1-2月为下降1.6%；3月全国一般公共预算支出同比增长5.7%，1-2月为增长3.4%；1-3月全国政府性基金收入累计同比下降11.0%，1-2月为下降10.7%；1-3月全国政府性基金支出累计同比增长11.1%，1-2月为增长1.2%。尽管3月当月财政收入增速有所改善，但一季度财政收入端整体表现仍偏弱。国家统计局公布2025年3月规上工业企业营业收入4.2%，较上月有所回升。工业企业利润增速录得2.6%，较上月上行约3个百分点，主因基数走低推动，环比增速也低于近五年中位数，结合工业企业产销率续创历年同期新低，指向利润改善基础有待夯实。

**权益市场方面**，在4月7-9日美方极限施压后，关税谈判进入相持阶段——中方明确若美方关税税率不降至50%以下，双方难以重启高级别对话，美方则通过口头安抚与海关执法宽松稳定市场情绪；国内方面，4月25日中央政治局会议强调要用好存量政策、加快落地并为增量政策预留空间，政府债加速发行为三季度稳增长储备资源，为市场筑牢“政策底”。估值方面，当前大盘估值多处于历史50%分位数以下，具备修复空间，尤其通信、农林牧渔等板块估值偏低，而房地产、计算机、建筑材料等板块估值已处于高位；资金面上，两融占比由4月18日的8.03%降至4月25日的4.04%，反映杠杆资金意愿趋于谨慎，融资净买入主要集中于计算机、机械设备和汽车板块。操作上，建议延续“哑铃”策略：以红利资产作为防御性核心仓位，同时对短期事件驱动的博弈性机会及时止盈，降低换手率，耐心等待新的边际变化出现。

**固收市场方面**，上周债市围绕特别国债发行、MLF续作以及政治局会议政策预期博弈，上周初LPR调降落空对债市形成情绪面压制，市场预计后续货币政策超预期力度有限，但在MLF超量续作的支撑下资金面维持宽松，从而对债市形成一定支撑。全周来看，债市整体窄

幅波动，30y、10y、1y 国债收益率分别上行 2bp、1bp 以及 2bp 收于 1.93%、1.66%以及 1.45%。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，上周 MLF 超量续作大概率延后央行降准时点，而政治局会议的表述又无明显增量信息，预计对债市向上或向下的驱动有限，债市整体依然维持“看多但不做多”的心态。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

国家统计局发布数据显示，1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 15093.6 亿元，同比增长 0.8%。实现营业收入 32.14 万亿元，同比增长 3.4%。其中，农副食品加工业利润同比增长 40.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 33.6%，汽车制造业下降 6.2%，煤炭开采和洗选业下降 47.7%，黑色金属冶炼和压延加工业同比由亏转盈。

中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，今年以来，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势。会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。适时降准降息，保持流动性充裕。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。

中共中央政治局就加强人工智能发展和监管进行第二十次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，面对新一代人工智能技术快速演进的新形势，要充分发挥新型举国体制优势，坚持自立自强，突出应用导向，推动我国人工智能朝着有益、安全、公平方向健康有序发展。习近平强调，人工智能作为新技术新领域，政策支持很重要。要综合运用知识产权、财政税收、政府采购、设施开放等政策，做好科技金融文章。推进人工智能全阶段教育和全社会通识教育，源源不断培养高素质人才。

中国央行行长潘功胜在国际货币与金融委员会（IMFC）会议上表示，当前全球经济增长动能偏弱，下行风险突出。近期美国滥施关税，严重侵犯各国正当权益，严重损害以规则为基础的多边治理体制，严重冲击全球经济秩序，破坏全球经济长期稳定增长；同时也引发全球金融市场剧烈波动，发达经济体尤为严重。这对全球金融稳定造成威胁，对新兴市场经济体和发展中国家构成严峻挑战。潘功胜强调，中国愿进一步深化与国际货币基金组织的合作，支持基金组织在维护全球经济金融稳定方面发挥更大的作用。

外交部回应“特朗普称或将大幅降低对华关税”和“白宫称中美贸易协议谈判取得进展”。对于美国发动的关税战，我们不愿打也不怕打；如果美方真的想通过对话谈判解决问题，

就应该停止威胁讹诈，在平等、尊重、互惠的基础上同中方进行对话。

中国 4 月 LPR 出炉，1 年期 LPR 为 3.1%，5 年期以上 LPR 为 3.6%，连续 6 个月维持不变。虽然近来多家银行密集下调存款利率，为 LPR 下行创造了一定空间，但鉴于当前 LPR 的定价“锚”仍维持稳定，且息差及汇率等内外部影响因素仍存，LPR 持稳也符合预期。往后看，二季度政策降息有望落地，届时将带动 LPR 下行。

国新办举行新闻发布会，介绍《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》有关情况。发布会要点包括：①试点任务一次性向所有试点的 11 个省市全面铺开②做好跨境贸易和投融资便利化相关工作③优化绿色金融政策工具箱④推动电信领域有序扩大开放⑤支持更多外资企业参与试点⑥积极推进商业健康保险支持外资医疗机构发展。

## （二）海外宏观

美国上周初请失业金人数 22.2 万人。预期为 22.2 万人，前值从 21.5 万人修正为 21.6 万人。

美联储主席鲍威尔强调，央行必须远离政治干预，以确保能够专注于保持通胀稳定和高就业率。美联储周六开始进入静默期，市场普遍预期，美联储利率决议将连续第三次维持利率不变。

海外市场情绪修复。美国总统特朗普表示，尽管对美联储未能更迅速地降息感到不满，但没有解雇美联储主席鲍威尔的计划，希望鲍威尔在利率问题上采取更积极的行动。此外，美国财长贝森特在一场闭门的投资会议上表示，关税僵局不可持续，预计将在不久的将来，形势有所缓和。

美联储发布经济状况“褐皮书”。褐皮书显示，自上次报告以来，经济活动几乎没有变化，但国际贸易政策的不确定性在各份报告中普遍存在。仅有五个地区经济活动略有增长，三个地区报告经济活动基本保持不变，其余四个地区报告经济活动略有下降。这些言论可能会支持降息将需要一段时间的观点。

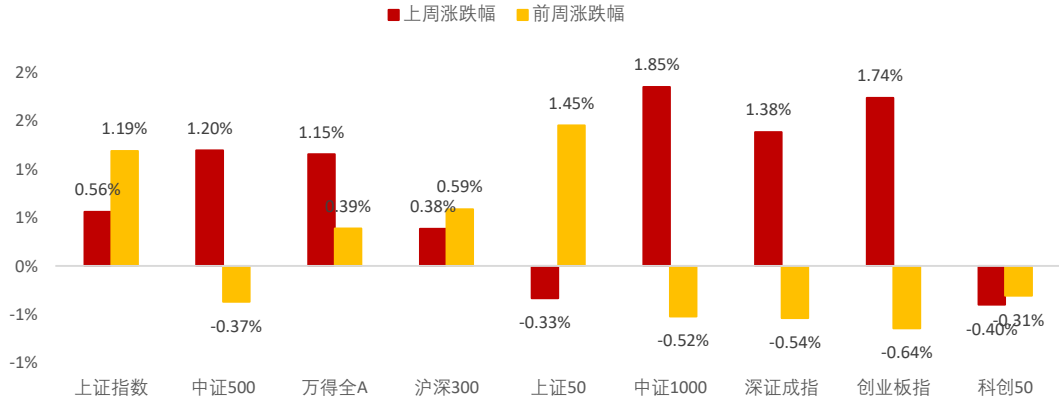
## 三、市场回顾

### （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 25 日，中证 1000 上涨 1.85%，创业板指上涨 1.74%，涨幅靠前；科创 50 下跌 0.40%，上证 50 下跌 0.33%，跌幅靠前。从行业板块看，上周汽车、美容护理、基础化工领涨，食品饮料、房地产、煤炭领跌。

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，上周国防军工、美容护理、计算机估值上行最多，通信、食品饮料、社会服务下行最多。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；通信、农林牧渔、有色金属、纺织服饰、公用事业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)

	2025/4/25	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	↑ 0.03	36.7	↑ 0.54	62.5%	75.8%	70.5%
深证成指	24.8	↑ 0.84	50.8	↑ 5.13	45.6%	47.9%	34.5%
上证 50	10.7	↓ 0.06	47.3	↓ 1.79	70.2%	70.5%	60.9%
沪深 300	12.3	0.00	38.8	↓ 0.09	51.5%	54.1%	49.6%
中证 500	28.0	↑ 0.68	42.6	↑ 4.40	54.5%	86.7%	81.6%
中证 1000	37.2	↑ 0.86	42.8	↑ 5.01	42.8%	60.2%	60.9%
创业板指	29.0	↑ 0.10	7.6	↑ 0.26	9.3%	16.0%	18.4%
科创 50	94.9	↓ 4.89	96.8	↓ 0.85	96.8%	96.8%	96.7%

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)

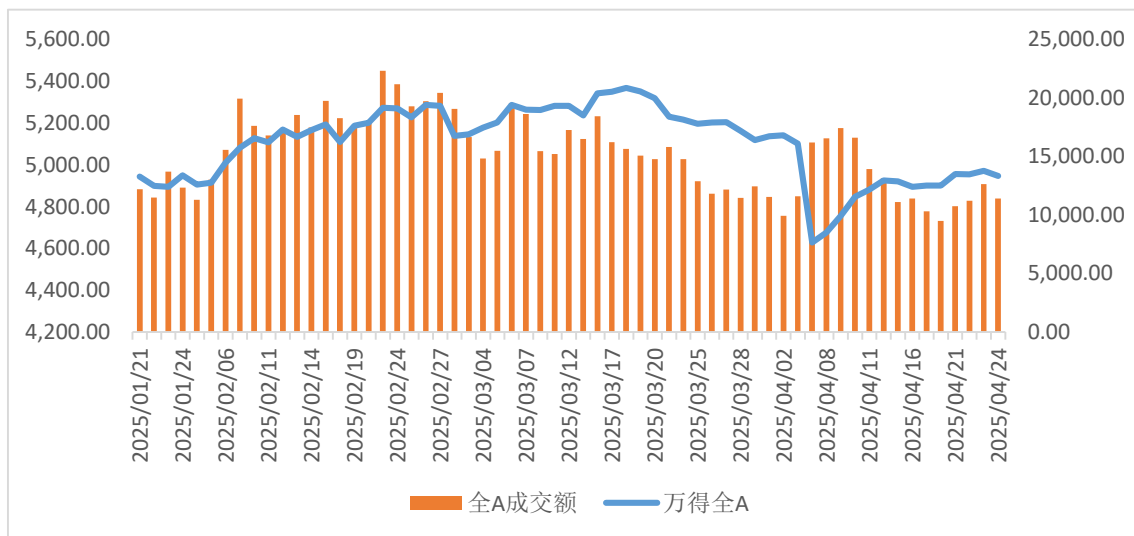
	2025/4/25	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	20.8	↑ 2.21	10.44%	↑ 3.85	10.4%	17.8%	24.8%
基础化工(申万)	24.0	↑ 0.67	44.49%	↑ 2.17	44.5%	75.9%	68.4%
钢铁(申万)	32.1	↑ 2.42	72.88%	↑ 3.31	72.9%	100.0%	100.0%
有色金属(申万)	19.3	↑ 0.17	15.92%	↑ 0.40	15.9%	27.2%	37.8%
电子(申万)	52.4	↑ 0.38	67.81%	↑ 1.11	67.8%	86.0%	81.0%

家用电器(申万)	14.6	↑	0.27	36.27%	↑	4.19	36.3%	40.4%	43.1%
食品饮料(申万)	20.9	↓	0.32	17.30%	↓	1.70	17.3%	8.1%	11.3%
纺织服装(申万)	20.3	↑	0.66	16.20%	↑	6.36	16.2%	25.6%	29.5%
轻工制造(申万)	24.5	↑	0.83	31.19%	↑	4.99	31.2%	53.2%	38.6%
医药生物(申万)	30.7	↑	1.11	26.19%	↑	2.46	26.2%	44.7%	51.2%
公用事业(申万)	17.6	↑	0.47	16.66%	↑	4.60	16.7%	11.9%	16.3%
交通运输(申万)	15.9	↑	0.14	39.11%	↑	1.40	39.1%	47.0%	60.7%
房地产(申万)	36.5	↑	0.82	97.65%	↑	0.79	97.7%	96.0%	94.4%
商贸零售(申万)	35.8	↑	0.30	75.12%	↑	0.83	75.1%	88.5%	84.0%
社会服务(申万)	41.7	↓	0.24	34.40%	↓	0.57	34.4%	43.3%	21.7%
综合(申万)	44.1	↑	1.17	43.13%	↑	2.33	43.1%	55.7%	38.4%
建筑材料(申万)	27.3	↑	1.10	76.94%	↑	2.47	76.9%	99.5%	99.3%
建筑装饰(申万)	10.1	↑	0.55	41.57%	↑	13.97	41.6%	64.7%	77.5%
电力设备(申万)	29.1	↑	1.37	21.96%	↑	2.47	22.0%	37.5%	37.4%
国防军工(申万)	72.5	↑	4.41	64.48%	↑	7.89	64.5%	91.4%	92.7%
计算机(申万)	78.0	↑	3.32	89.60%	↑	2.71	89.6%	94.5%	92.4%
传媒(申万)	38.7	↑	0.51	49.59%	↑	1.75	49.6%	73.3%	68.0%
通信(申万)	29.3	↓	0.88	10.40%	↓	3.85	10.4%	17.5%	24.4%
银行(申万)	6.1	↓	0.02	43.61%	↓	0.40	43.6%	51.6%	69.6%
非银金融(申万)	13.9	↑	0.12	17.85%	↑	1.74	17.8%	19.6%	26.7%
汽车(申万)	25.3	↑	1.06	64.65%	↑	5.27	64.6%	47.1%	26.4%
机械设备(申万)	30.9	↑	0.75	55.54%	↑	5.10	55.5%	76.2%	76.3%
煤炭(申万)	11.0	↑	0.01	51.89%	↑	0.17	51.9%	80.7%	82.6%
石油石化(申万)	15.4	↑	0.45	35.57%	↑	5.41	35.6%	60.5%	65.9%
环保(申万)	22.4	↓	0.13	37.03%	↓	2.11	37.0%	63.2%	73.5%
美容护理(申万)	38.3	↑	3.48	54.11%	↑	12.61	54.1%	50.6%	34.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

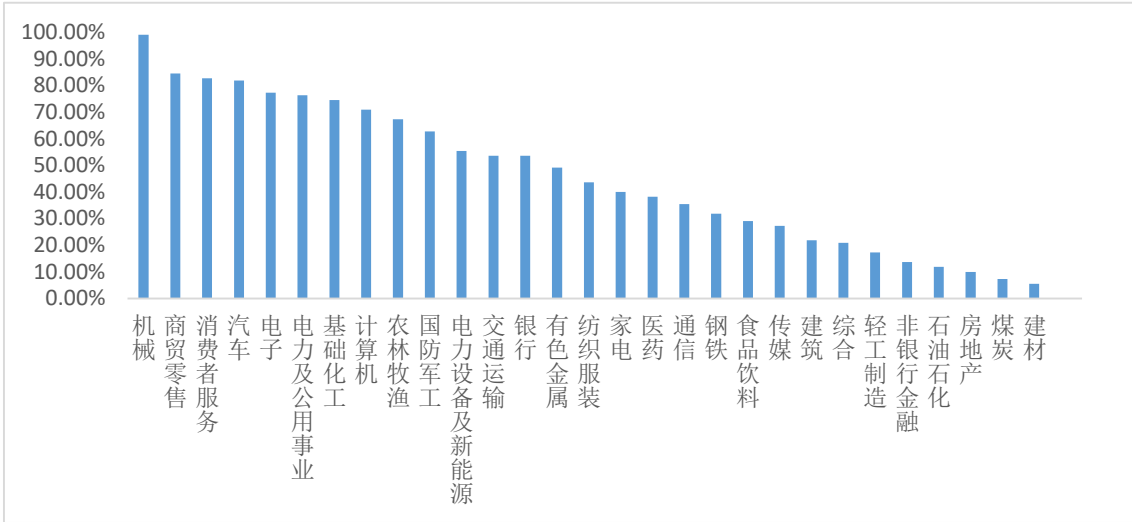
### 3、权益市场情绪

图 2：全市场成交金额



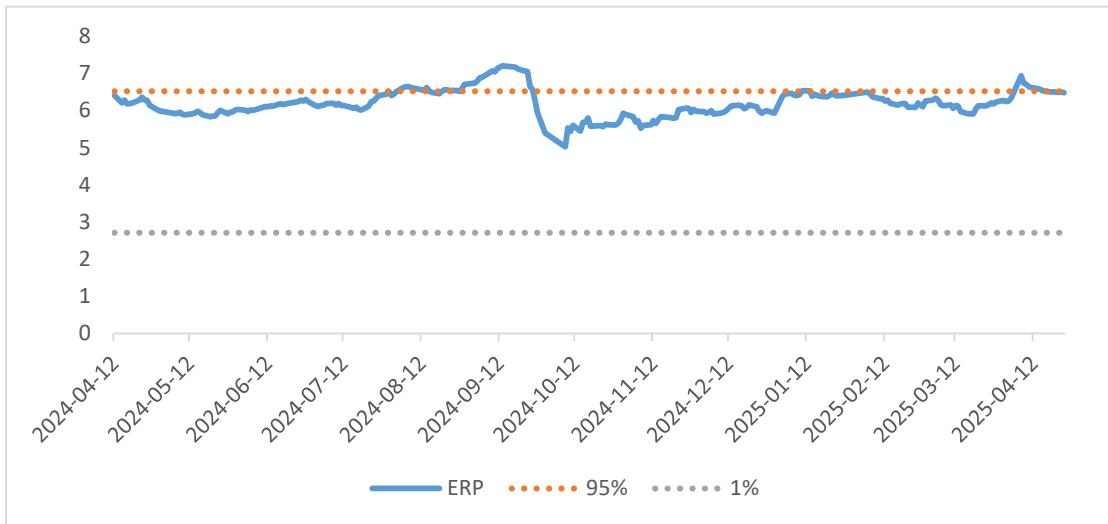
数据来源：Wind

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

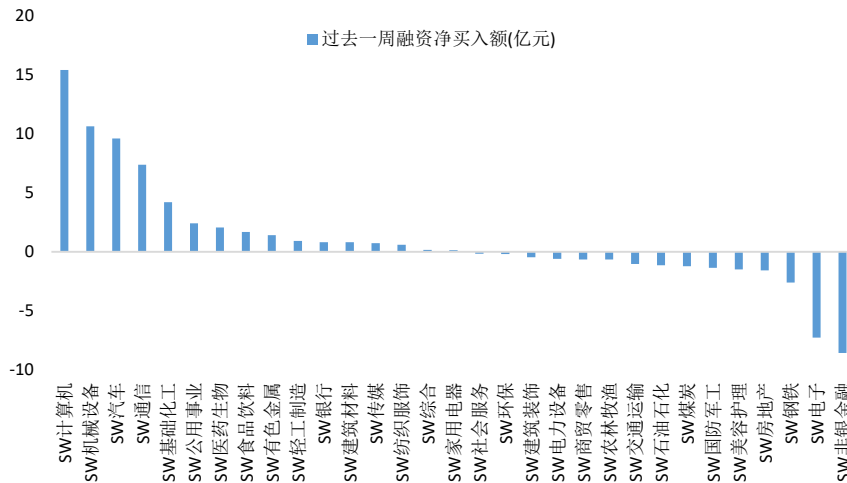
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，商贸零售，消费者服务的拥挤度较高。

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 6.47%，处于历史 94.07% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

#### 4、权益市场资金

4 月 25 日，两融资金占比为 4.04%，4 月 18 日为 8.03%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 4 月 25 日，上周融资净买入的前三行业为计算机、机械设备、汽车。

图 5：上周两融资金行业流向（亿元）

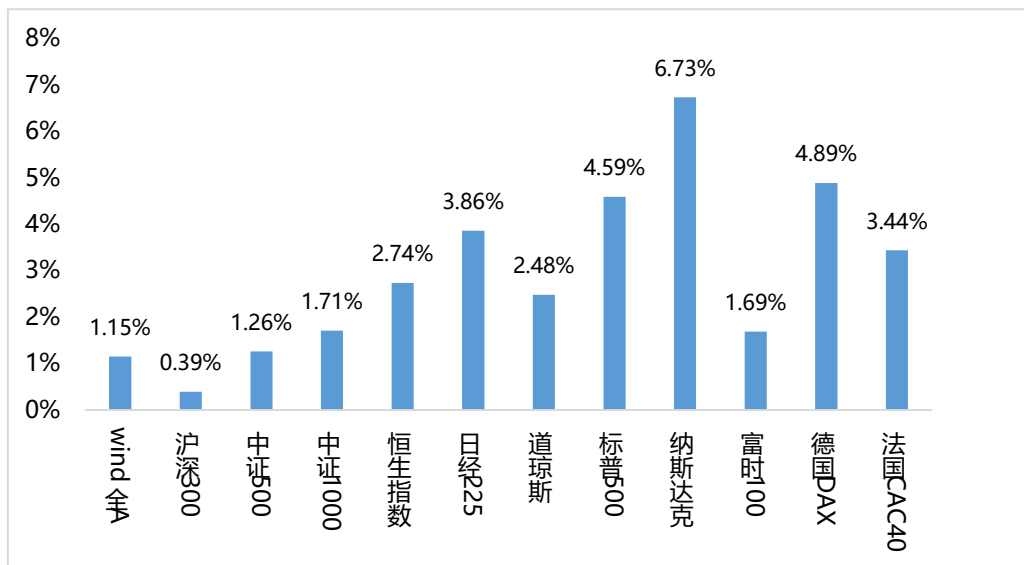


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市呈现分化。美国股市方面，道指上涨 2.48%，标普 500 上涨 4.59%，纳指上涨 6.73%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.69%，德国上涨 4.89%，法国上涨 3.44%；亚太股市方面，日经指数上涨 3.86%，恒生指数上涨 2.74%。

图 6：上周海外主要指数涨跌

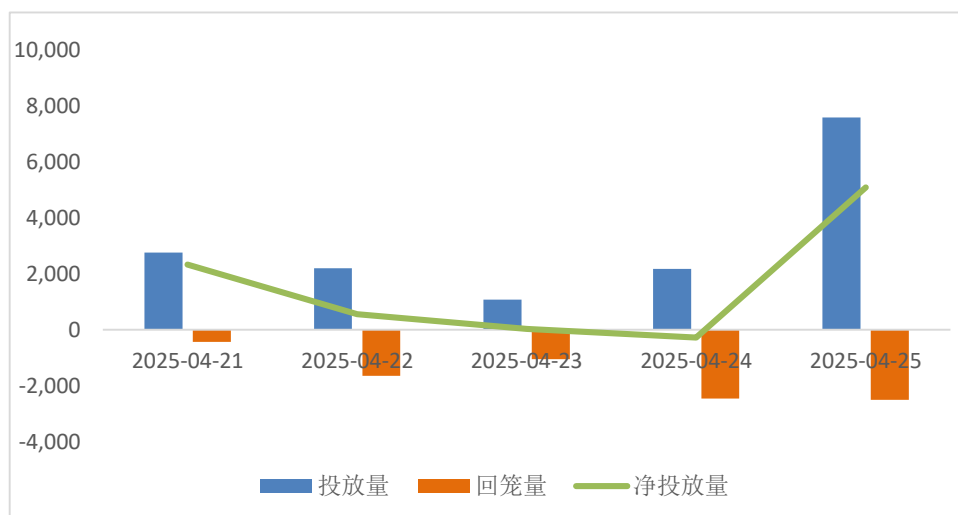


数据来源：Wind、鑫元基金

### (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展 9720 亿元 7 天期逆回购操作，1000 亿元国库现金定存操作和 6000 亿元 MLF 操作，因有 8080 亿元 7 天期逆回购到期，整体上实现净投放 8640 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：**本周国债无发行计划，地方政府债计划发行 847.1 亿，整体净缴款 1210.5 元。

表 3：4 月 28 日-4 月 30 日政府债发行缴款

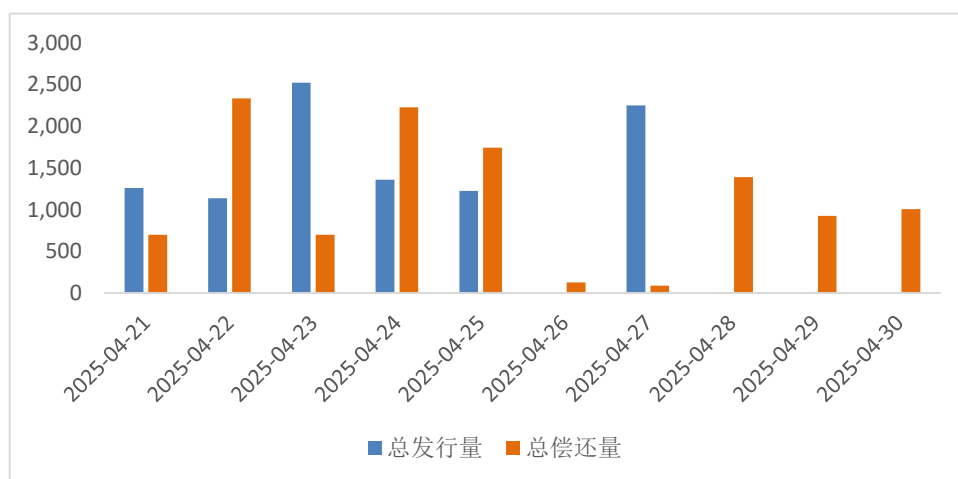
单位：亿元

	4 月 28 日		4 月 29 日		4 月 30 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
<b>发行</b>	0	531.9	0	167.1	0	248.1
<b>到期</b>	0	4	0	0	0	0
<b>缴款</b>	0	531.9	0	515.1	0	167.4
<b>净缴款</b>		528		515.1		167.4

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**本周存单到期 7780 亿元，规模较前一周的 1603 亿元大幅下降，五一假期后存单到期压力将有所抬升。

图 8：同业存单到期与发行





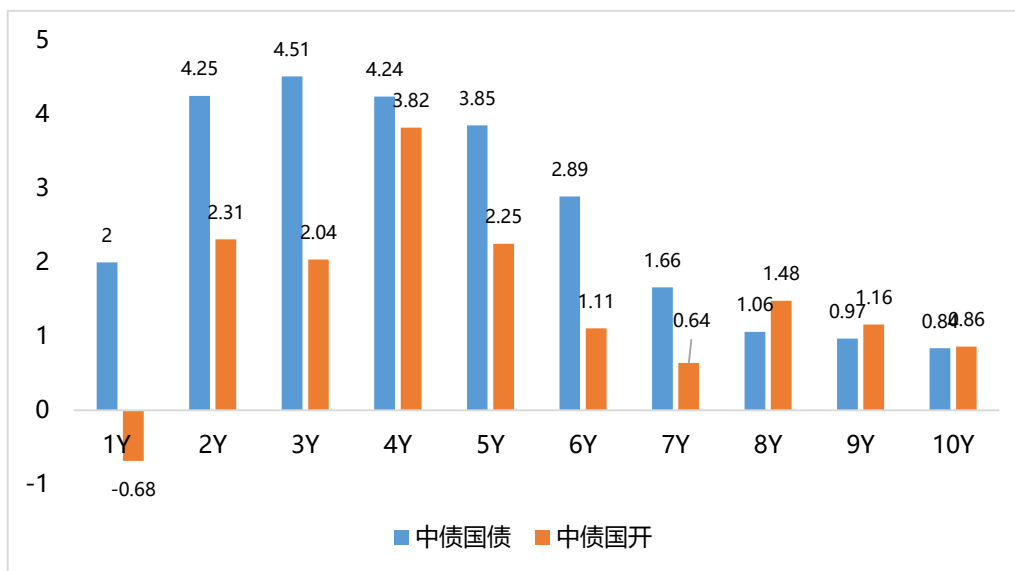
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**上周资金面整体均衡，受税期缴款影响，上周初资金利率有所上行，r001 和 r007 分别上行至 1.7262%和 1.7376%位置。但随着央行公开市场加大投放力度，资金面逐渐转向宽松，资金利率呈下行态势。随着上周四尾盘央行宣布 6000 亿 MLF 操作，上周五资金面继续下行，r001 下行至 1.5843%位置，跨月资金供给宽裕。

**票据利率：**供给方面，上周初票源供给有所回落，但后续稳步增长至两千亿水平，卖盘供给力量继续补充，卖盘出票情绪整体较好。需求方面，主要大行收票活跃，但报价持稳，部分报价有所上调，买盘配置需求平稳。供需相互博弈下，票据利率整体呈现震荡上行的走势。

### (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	6.91	2.41	11.73	0.19
环比	1.69	0.23	-2.80	6.42
年初以来	-14.07	-8.66	-3.79	-30.21
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	26.09	15.48	18.59	48.34
2016 年以来分位数	6.78%	2.36%	17.76%	11.58%

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 27 日）

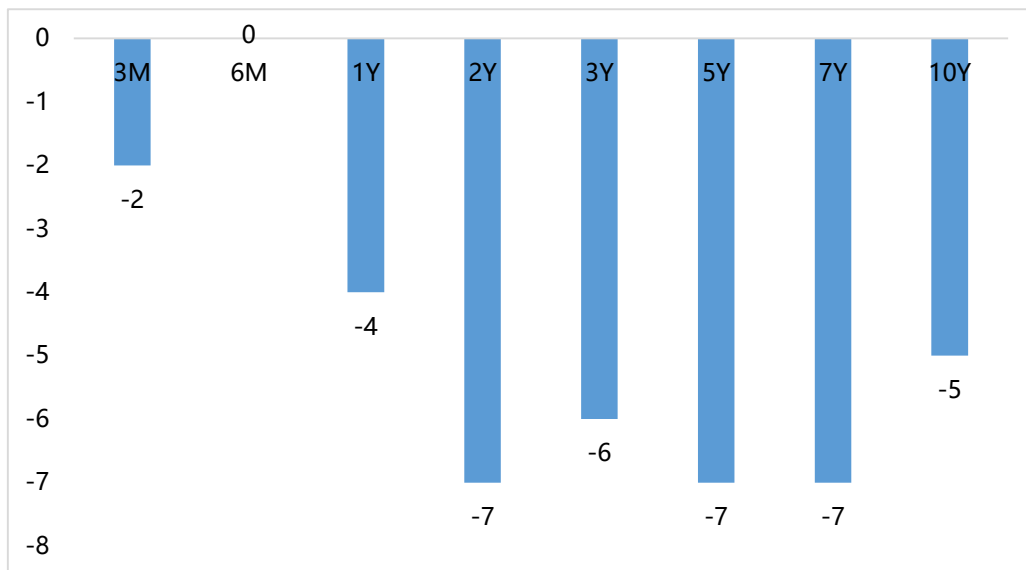
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	25.54	26.24	27.8	36.72	42.02
环比	1.87	3.06	3.99	0.15	0.51
年初以来	-6.8	-8.99	-9.46	3.08	-3.1
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	45.15	36.15	38.58	42.69	44.01
2016年以来分位数	6.39%	19.48%	15.57%	30.93%	42.00%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 2.01BP 至 1.4501，3 年期上行 3.7BP 至 1.5192，5 年期上行 3.93BP 至 1.5433，10 年期上行 1.13BP 至 1.6606。

长时期高等级票据信用利差长短期均走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.87BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.06BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.99BP。

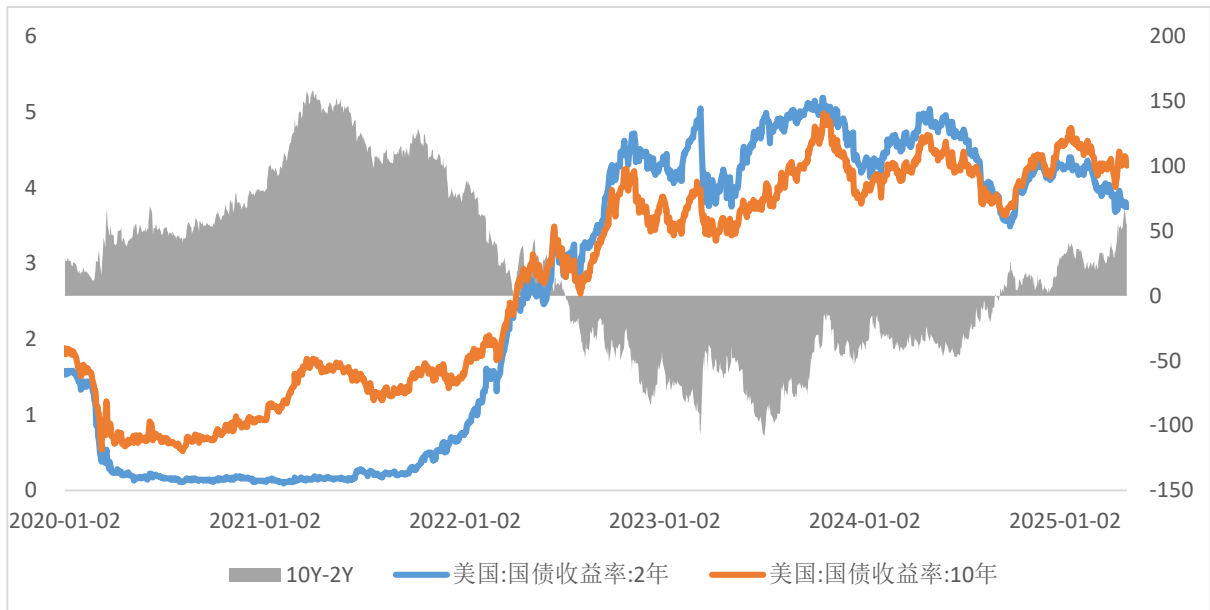
图 10：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 5BP，10 年期国债收益率上行 0.84BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 4BP，3 年期美债收益率下行 6BP，10 年期美债收益率下行 5BP。

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

上周美元指数上行，在岸人民币汇率升值、离岸人民币汇率升值。上周美元指数上涨 0.16%，在岸人民币汇率升值、离岸人民币汇率升值，中间价升值 0.03%，即期汇率升值 0.20%，离岸人民币汇率升值 0.18%。

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	99.5836	7.2066	7.2832	7.2889
对照日期	99.424	7.2085	7.298	7.3022
涨跌	0.16%	0.03%	0.20%	0.18%

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

展望来看，政治局会议要求强化底线思维，备足预案，“稳就业”成为首要任务。预计二季度将加快落实两会部署的财政货币政策，增加优质供给发展服务消费，加快解决拖欠企业账款和加力实施城市更新将支撑投资，并加大对受关税影响较大企业的民生保障力度。政策仍留有后手，密切关注下半年提高赤字率的可能性。

对于企业数据来说，随着外部冲击影响逐渐显现，叠加去年同期基数走高，工业企业利

润或将再度承压。稳增长政策的进一步加码将有助于缓解企业经营压力，促进利润的持续改善。

## **（二）权益市场展望和策略**

海外方面，在4月7-9日美方极限施压后，美国关税谈判进入相持阶段——中方明确若美方关税税率不降至50%以下难以重启高级别对话，美方则通过口头安抚与海关执法宽松稳定市场情绪，推动美元、美债和美股出现阶段性反弹，黄金高位回落，修复进程接近尾声。国内方面，4月25日中央政治局会议提出要强化底线思维、用好存量政策并加快落地，同时增量政策预案充足、政府债发行提速，为三季度稳增长蓄力，政府“阻断经济走弱和预期走弱负向循环”的意愿愈加明确。上周A股宽基指数涨跌互现，截至4月25日，中证1000上涨1.85%、创业板指上涨1.74%，汽车、美容护理、基础化工板块领涨，而食品饮料、房地产、煤炭板块表现相对疲软。估值端，上证综指PE(TTM)14.1倍，处于历史36.7分位；深证成指24.8倍；科创50虽小幅下行至94.9倍，但仍位于历史96.8分位，高估值聚集在房地产、计算机、建筑材料等板块，通信、农林牧渔、有色金属等板块估值则处于历史低点，整体仍具修复空间。资金面上，两融余额占A股流通市值比由4月18日的8.03%降至4月25日的4.04%，反映杠杆加仓意愿回落，上周融资净买入主要流向计算机、机械设备和汽车板块。综合来看，外部摩擦与国内预期博弈交织下，短期市场分化特征明显，政策底已筑但拐点仍待确认；建议继续坚持“哑铃”策略：以高分红、低估值板块做核心防御仓位，同时对短期事件驱动的博弈机会快速止盈，降低换手率，耐心等待更多明确的边际改善出现。

## **（三）债券市场展望和策略**

当前国内债市交易主线已逐渐由关税冲击带来的避险交易切换至宽货币预期博弈。关税冲击方面，上周较为明显的变化是主导美国贸易谈判的官员由纳瓦罗切换至财长贝森特，这可能是近期中美关税战有一定降温的原因。但我们倾向于认为中美深层次的经济结构矛盾很难在短期和解，况且特朗普政府政策反复，不排除后续仍有加码可能，那么债市依然可以偏强看待，再次做多的驱动需看到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，上周LPR调降落空以及MLF超量续作意味着短期货币政策配合财政宽松的交易逻辑证伪，那么剩余的交易逻辑还剩下稳增长和防风险，这两项可能更多的依赖经济基本面数据。

展望来看，如果短期驱动不足，回过头再去观察经济基本面现实，我们认为即便一季度

经济总量超市场预期，但国内价格指数持续为负表明国内企业端的利润依旧承压。随着中美关税压力的逐步落地，企业的补库需求也持续受到压制，进而接下来也会影响国内地产回暖的动力，并且政治局会议表态以“稳”为主，因此向上的驱动有限，债市大方向依然是看多。策略层面，中美之间长期经济结构的不平衡注定了两国贸易谈判短期只能缓和但无法和解，而特朗普带来的中美硬脱钩加剧国内长期缺乏需求的现实，那么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，更何况特朗普反复的政策可以作为风险对冲的底部仓位，而剩余仓位可根据风险偏好配置短端以控制久期。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。