

# 知往鉴今系列

证券研究报告

2025 年 05 月 05 日

## 大类资产复盘笔记（202504）

### 大类资产回顾：黄金牛市延续，美债利率踩踏冲高

1) 大类资产总览：4月大类资产普遍历经风险的集中释放，A股超跌修复，债市走牛，商品分化、黄金走强，全球股指涨跌不一。2) A股：4月主要宽基指数均收跌，成长、周期领涨，仅稳定风格收涨，美容护理、农林牧渔行业领涨；4月关税落地、中方反制，宽基指数企稳修复，走出V字底，期间与中方反制相关的农业板块以及资金避险的稳定板块相对抗跌。3) 债券：4月债市走牛，收益率打破一季度上行趋势、扭头下行，长端利率下行幅度更大，期限利差收窄，利率曲线趋于平坦；存单利率与10年期国债利率继续倒挂；信用利差震荡上行。4) 商品：4月商品多数走弱，原油大跌，黄金继续走牛，美元信用下行叠加资金避险需求上行，comex黄金4月21日突破3400报3411美元/盎司。5) 海外权益：全球股指涨跌不一，美股整体走弱、欧股、亚太分化；欧股中德国DAX30指数收涨；亚太股指中仅台湾加权指数、恒生指数以及A股宽基指数收跌。6) 美债：流动性踩踏促使美债利率一度走高，10年期利率最高接近4.5%，4月美债期限利差上行，隐含通胀回落，中美利差走阔。

### A股：A股超跌修复，ETF带来增量资金

1) 基本面：一季度数据开局良好，4月制造业PMI回落至收缩区间，内需向好态势仍需巩固。2) 宏观流动性：社融继续回暖，社融TTM同比连续4个月回升，3月同比止跌回正。货币继续边际小幅转松，4月DR007月均值为1.73%，继续边际下行，货币继续边际转松，信用扩张可期。3) 微观资金：4月南下资金冲高回落，港股通成交净额周合计值一度接近800亿元，突破前高，随后回落至负值，南向资金节前避险；北向资金继续回落，但成交额占比一度冲高；融资融券余额震荡回落；ETF带来增量资金，ETF成交额占比一度升至2025年以来最高水平，当周成交额同样为全年最高，前高发生在2024年10月。

**风险提示：**地缘风险超预期，政策落地超预期，流动性收紧超预期。

### 作者

**吴开达** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524030001  
wukaida@tfzq.com

**林晨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524040002  
linchen@tfzq.com

**汪书慧** 联系人  
wangshuhui@tfzq.com

### 相关报告

- 《投资策略：A股策略周思考-如何理解近期“逆特朗普交易”的缓和迹象？》  
2025-05-04
- 《投资策略：五一假期大事与大类资产梳理-十五五计划正在酝酿中》  
2025-05-03
- 《投资策略：5月，应对“特朗普”不确定-A股动静框架之静态指标》  
2025-05-01

## 内容目录

1. 大类资产回顾：黄金牛市延续，美债利率踩踏冲高.....	4
1.1. 大类资产总览：A股超跌修复，债市走牛，商品分化、黄金走强.....	4
1.2. A股市场：宽基指数多数收跌，成长周期领跌.....	5
1.3. 债券：收益率扭头下行，存单利率与国债利率继续倒挂.....	7
1.4. 商品市场：黄金继续走牛.....	8
1.5. 海外权益：全球股指涨跌不一，美股整体走弱.....	10
1.6. 美债：流动性风险一度拉高美债利率.....	11
2. A股：A股超跌修复，ETF带来增量资金.....	13
2.1. 基本面：4月PMI回落，内需向好态势仍需巩固.....	13
2.2. 宏观流动性：货币继续边际转松，信用扩张可期.....	13
2.3. 微观资金：ETF带来增量资金.....	15
3. 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：A股、商品、债券表现.....	4
图 2：大类资产表现跟踪.....	5
图 3：A股大事记.....	6
图 4：主要宽基指数走势.....	6
图 5：中信风格指数走势.....	6
图 6：申万大中小盘指数走势.....	6
图 7：主要指数走势.....	6
图 8：申万一级行业表现一览.....	7
图 9：4月存单利率与10年期国债利率继续倒挂.....	8
图 10：4月信用利差上行.....	8
图 11：大宗商品涨跌幅.....	9
图 12：CRB现货指数与PPI呈现高相关性.....	9
图 13：主要商品指数.....	9
图 14：主要农产品走势.....	9
图 15：原油及主要工业金属走势.....	9
图 16：原油回落.....	10
图 17：COMEX黄金突破新高.....	10
图 18：全球主要股指涨跌幅.....	10
图 19：标普500指数涨跌幅.....	11
图 20：恒生指数行业涨跌幅.....	11
图 21：4月发达市场相对新兴市场基本持平.....	11
图 22：vix指数冲高回落.....	11
图 23：4月美债计算出的隐含通胀冲高回落.....	12
图 24：4月美债期限利差上行.....	12

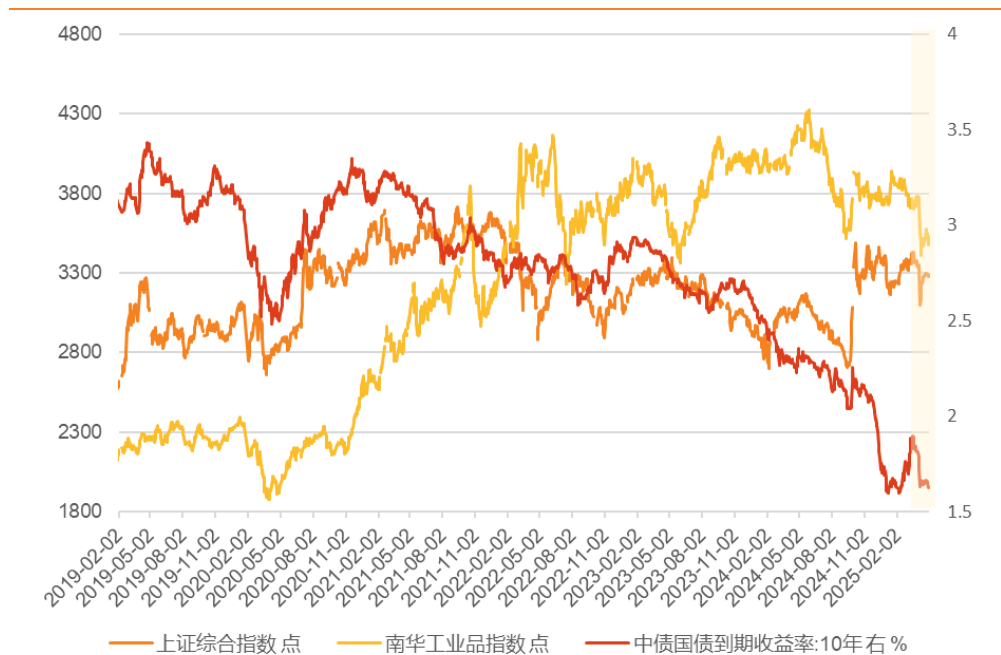
图 25: 4 月中美利差走阔 .....	12
图 26: 宏观热力图 .....	13
图 27: 全 A ROE (TTM) 小幅回落 .....	13
图 28: 全 A 归母增速低位回升 .....	13
图 29: 社融结构 .....	14
图 30: 4 月社融 TTM 同比止跌回正 .....	14
图 31: 3 月企业、居民中长贷同比均收窄 .....	14
图 32: M1-M2 剪刀差收窄 .....	14
图 33: 1-4 月政策利率持平 .....	14
图 34: DR007 月均值边际回落 .....	15
图 35: DR007 同期整体低于 2024 年、2023 年 .....	15
图 36: 新发基金情况 .....	15
图 37: 4 月南向资金高位回落 .....	16
图 38: 4 月北向资金成交额震荡回落 .....	16
图 39: 4 月两融余额小幅回落 .....	16
图 40: 4 月 ETF 成交额占比冲高回落 .....	16

## 1. 大类资产回顾：黄金牛市延续，美债利率踩踏冲高

### 1.1. 大类资产总览：A 股超跌修复，债市走牛，商品分化、黄金走强

4 月大类资产普遍历经风险的集中释放，A 股超跌修复，债市走牛，商品分化、黄金走强。受特朗普政府对等关税落地影响，4 月 7 日 A 股主要股指、南华工业品指数大跌，当日十年期国债收益率下行至 1.6% 水平，随后沪指超跌修复，实现 8 连阳，4 月下旬沪指接近 3300 点，但并未成功突破；债市方面，4 月十年期国债收益率相继跌破 1.8%、1.7%，4 月 7 日跌破 1.7% 后小幅回升，但月末再度下行，4 月 30 日报 1.6243%；商品方面，4 月南华工业品指数走弱，在 4 月 7 日大跌后低位震荡，4 月 30 日报收于 3478，主要品种中黄金走强、原油大跌，comex 黄金期货一度突破 3400 美元/盎司。全球股指涨跌不一，其中德国 DAX 指数、日经 225 指数、纳斯达克指数收涨，法国 CAC40 指数、英国 FT100 指数、标普 500 指数收跌。

图 1：A 股、商品、债券表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：大类资产表现跟踪

资产类别	单位	2025/4/30	变化 (除债券为BP外, 均为%)				近期走势	2010以来			年化波动率 (周)	2010以来波动率分位
			~1W	~1M	~3M	YTD		最低	最高	当前分位		
股票	美国: 标普500	5569	3.6%	-0.8%	-8.3%	-5.3%		1023	6144	96%	12.37%	54.30%
	美国: 纳斯达克	17446	4.4%	0.9%	-11.4%	-9.7%		2092	20174	95%	18.56%	65.60%
	德国: DAX	22497	2.4%	1.5%	3.5%	13.0%		5072	23419	99%	4.33%	3.30%
	法国: CAC40	7594	1.5%	-2.5%	-4.4%	2.9%		2782	8240	95%	4.95%	5.40%
	日本: 日经225	36045	3.4%	1.2%	-8.8%	-9.6%		8160	42224	93%	11.37%	26.80%
	英国: FT100	8495	1.1%	-1.0%	-1.8%	3.9%		4806	8871	99%	3.65%	2.90%
	A50期货	13048	-1.2%	-2.7%	0.3%	-3.1%		6655	20508	57%	6.32%	35.50%
	上证综指	3279	-0.5%	-1.7%	0.9%	-2.2%		1950	5166	77%	1.73%	1.10%
	上证50	2633	-0.6%	-1.2%	1.9%	-1.9%		1407	4029	63%	4.53%	3.70%
	沪深300	3771	-0.4%	-3.0%	-1.2%	-4.2%		2087	5808	62%	1.52%	1.00%
	创业板指	1948	-0.1%	-7.4%	-5.6%	-9.0%		594	3982	59%	11.07%	12.50%
	恒生指数	22119	0.2%	-4.3%	9.4%	10.3%		14687	33154	41%	7.64%	8.40%
	债券	美债: 2年 %	3.60	-21	-29.0	-58.0	-65.0		0.09	5.19	83%	0.47%
美债: 10年 %		4.17	-23	-6.0	-35.0	-41.0		0.52	4.98	92%	0.49%	2.80%
德债: 10年 %		2.52	0	-23.0	-4.0	252.0		-0.85	3.70	85%	0.86%	6.70%
法债: 10年 %		3.17	-6.9	-29.0	-9.6	-2.9		-0.45	3.79	88%	1.37%	26.70%
日债: 10年 %		1.33	-1.0	-16.7	10.9	21.9		-0.30	1.59	97%	4.71%	50.50%
英镑: 10年 %		4.41	-23.4	-24.6	-13.9	-11.0		0.12	4.91	95%	0.76%	4.80%
中债: 1年 %		1.46	0.9	-7.8	15.6	37.6		0.93	4.25	5%	0.76%	59.80%
中债: 10年 %		1.62	-3.7	-18.9	-0.6	-5.1		1.60	4.72	0%	0.46%	44.70%
国开债: 10年 %		1.66	-3.8	-18.2	0.6	-6.7		1.60	5.92	1%	0.48%	52.30%
中票: 3年: AAA %		1.91	-1.3	-9.9	6.9	17.2		1.67	6.30	2%	0.15%	8.30%
城投: 5年: AAA %		2.03	-2.3	-9.7	10.4	11.9		1.85	6.60	1%	0.10%	4.00%
外汇	美元指数	99.64	-0.3%	-4.4%	-7.9%	-8.2%		73.03	114.16	76%	8.52%	79.60%
	欧元兑美元	1.13	0.1%	4.7%	9.0%	9.4%		0.96	1.48	45%	8.47%	67.60%
	美元兑日元	143.06	-0.3%	-4.6%	-7.3%	-9.0%		75.81	161.68	88%	12.38%	85.70%
	英镑兑美元	1.33	0.6%	3.2%	7.4%	6.5%		1.07	1.72	46%	10.78%	82.70%
	美元兑离岸人民币	7.27	-0.3%	0.1%	-0.3%	-0.9%		6.02	7.43	95%	1.59%	34.20%
	美元兑在岸人民币	7.26	-0.4%	0.2%	0.0%	-0.5%		6.04	7.35	96%	3.98%	81.90%
商品	布伦特原油 美元/桶	63	-4.5%	-15.5%	-17.9%	-15.4%		19	128	29%	1.26%	44.00%
	伦敦金 美元/盎司	3302	1.2%	6.0%	18.5%	26.5%		1049	3434	100%	0.88%	71.10%
	伦敦银 美元/盎司	32	-2.2%	-5.4%	4.0%	11.5%		12	49	91%	1.51%	64.90%
	LME铜 美元/吨	9118	-2.6%	-5.6%	1.2%	5.4%		4328	11300	84%	1.43%	79.70%
	LME铝 美元/吨	2372	1.1%	-5.8%	-9.6%	-6.1%		1426	3878	79%	1.45%	81.50%
	铁矿石 元/吨	704	-3.3%	-9.0%	-13.2%	-9.7%		284	1337	54%	1.46%	56.00%
	螺纹钢 元/吨	3096	-1.3%	-2.0%	-8.5%	-6.4%		1626	6171	18%	0.70%	29.80%
	热轧卷板 元/吨	3204	-0.9%	-4.1%	-8.1%	-6.3%		1691	6683	23%	0.94%	62.00%
	焦煤 元/吨	931	-3.3%	-5.9%	-18.0%	-19.8%		494	3847	22%	1.50%	68.00%
	焦炭 元/吨	1538	-3.6%	-2.8%	-13.8%	-15.1%		607	4402	24%	0.99%	43.20%
数字货币	比特币 美元	94184	0.5%	14.1%	-10.1%	0.7%		0.05	106157	98%	14.19%	7.70%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. A 股市场：宽基指数多数收跌，成长周期领涨

4月主要宽基指数均收跌，成长、周期领涨，仅稳定风格收涨，美容护理、农林牧渔行业领涨。上证指数、沪深300、创业板指、科创50分别跌1.7%、3%、7.4%、1%，此外中证红利指数、中证2000分别跌1.22%、2.84%。风格方面，中信五大风格中仅稳定收涨(0.69%)，成长、周期领涨，报-4.9%、-3.78%；申万中盘、小盘指数收跌-4.77%、-4.38%，均弱于大盘指数。行业方面，除综合外的30个申万一级行业中，4月仅4个行业收涨，美容护理、农林牧渔、商贸零售、公用事业分别收涨6.15%、3.39%、1.74%、1.46%，电力设备、通信、家用电器、计算机、电子领涨，分别报-8.23%、-6.69%、-5.65%、-4.89%、-4.79%。

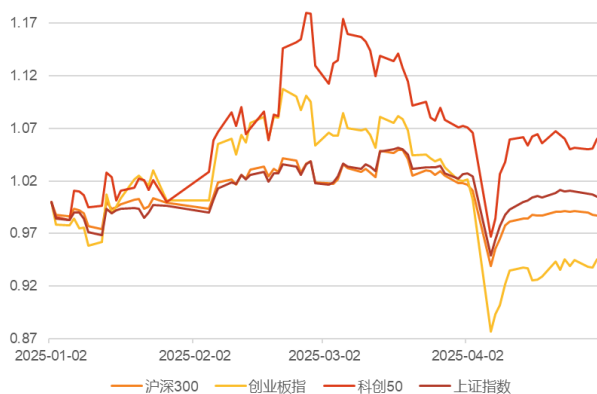
4月关税落地、中方反制。1月份，市场处于基本面数据空窗期，基调上“强预期、弱现实”延续，市场押注特朗普宣誓就职的边际影响，沪指震荡下行，沪指1月收跌3.02%。2月份，DeepSeek横空出世，引领算力行情，宇树机器人“出圈”，AI行情向应用端扩散，市场热烈讨论“中国科技资产重估”，科技成长板块内部进行高低切，并带动指数回升，沪指2月收涨2.16%。3月份，两会顺利召开，1-2月经济数据出炉，部分公司开始披露业绩，科技成长逐步退潮，TMT拥挤度回落，同时周期、消费等风格相对走强，TMT与顺周期之间差距收窄。4月份，特朗普政府对等关税4月2日落地后，中方迅速进行反制，中央汇金、央行、金融监管总局等发声稳市场，在政策组合拳及关税反制措施影响下，宽基指数企稳修复，走出V字底，期间与中方反制相关的农业板块以及资金避险的稳定板块相对抗跌，此外部分资金博弈国内稳增长政策，临近4月30日年报披露年限，4月业绩兑现交易也持续进行。

图 3：A 股大事记



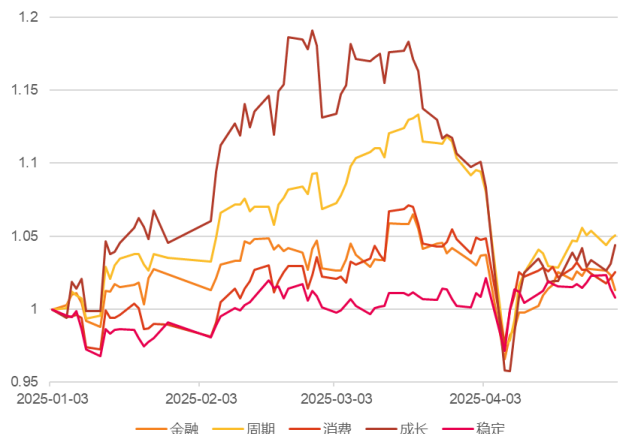
资料来源：Wind，财联社，天风证券研究所

图 4：主要宽基指数走势



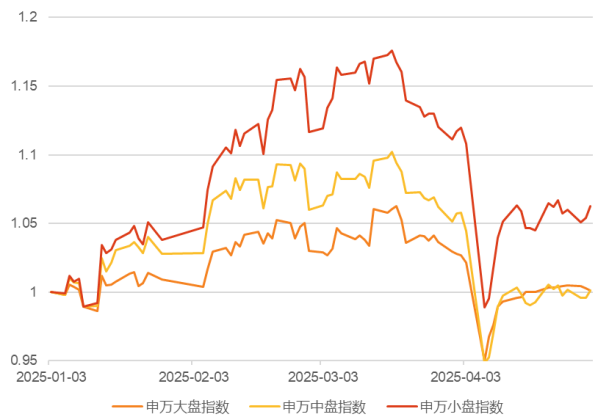
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 5：中信风格指数走势



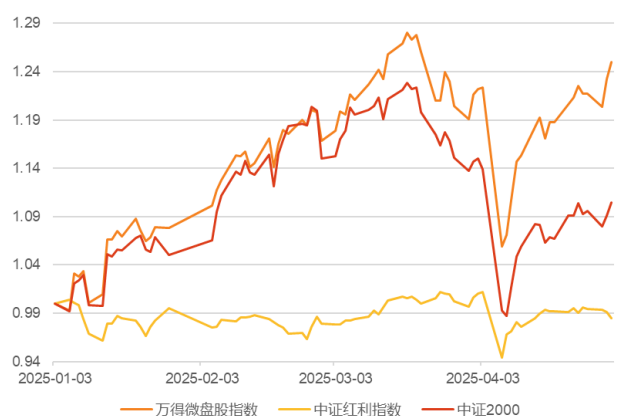
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 6：申万大中小盘指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 7：主要指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 8：申万一级行业表现一览

行业	风格判定	收盘价	分位数	最大回撤	年初以来最高	年初以来最低	1月涨跌幅	2月涨跌幅	3月涨跌幅	4月涨跌幅	YTD
美容护理	下游可选消费	4,714	98.70%	13.64%	4,743	4,070	-3.70%	2.32%	3.41%	6.15%	8.15%
公用事业	支持服务	2,326	84.40%	5.38%	2,385	2,221	-5.18%	-0.94%	1.87%	1.46%	-2.91%
农林牧渔	下游可选消费	2,594	81.80%	6.56%	2,758	2,368	-2.98%	0.20%	1.97%	3.39%	2.49%
银行	金融房建	3,970	66.20%	5.51%	4,069	3,773	0.35%	-0.99%	2.69%	-0.47%	1.55%
食品饮料	下游可选消费	17,708	58.40%	7.91%	18,638	16,380	-6.84%	4.14%	1.87%	-0.23%	-1.46%
环保	支持服务	1,675	50.60%	14.18%	1,806	1,541	-4.23%	4.75%	2.82%	-3.08%	-0.04%
医药生物	下游可选消费	7,235	50.60%	9.93%	7,635	6,764	-3.77%	5.07%	1.17%	-2.07%	0.18%
机械设备	中游制造业	1,601	48.00%	19.76%	1,803	1,421	0.97%	10.71%	-1.05%	-4.64%	5.47%
汽车	下游可选消费	6,872	48.00%	18.62%	7,564	6,066	0.84%	9.18%	1.19%	-3.93%	7.03%
有色金属	上游原材料	4,603	48.00%	14.44%	5,020	4,280	4.47%	-0.53%	7.75%	-4.78%	6.61%
传媒	下游可选消费	656	45.40%	21.37%	752	590	-0.59%	6.10%	-1.30%	-2.23%	1.79%
计算机	支持服务	4,511	45.40%	25.00%	5,440	3,963	-2.16%	16.31%	-5.43%	-4.89%	2.35%
基础化工	上游原材料	3,319	44.10%	13.99%	3,542	3,082	-0.57%	3.32%	1.17%	-2.67%	1.16%
钢铁	上游原材料	2,131	40.20%	12.56%	2,331	1,979	-1.19%	7.10%	-0.18%	-4.06%	1.35%
纺织服饰	下游可选消费	1,459	35.00%	14.58%	1,580	1,349	-2.60%	1.69%	0.05%	-1.49%	-2.38%
电子	中游制造业	4,359	33.70%	23.03%	5,076	3,907	-0.27%	8.31%	-4.37%	-4.79%	-1.66%
国防军工	中游制造业	1,413	32.40%	16.43%	1,561	1,304	-7.28%	3.66%	2.20%	-2.46%	-4.18%
社会服务	下游可选消费	7,997	29.80%	13.50%	8,780	7,320	-2.69%	3.76%	3.32%	-4.04%	0.11%
建筑材料	上游原材料	4,312	28.50%	9.79%	4,620	4,168	-1.27%	0.57%	2.62%	-3.61%	-1.80%
轻工制造	下游可选消费	1,952	28.50%	14.42%	2,105	1,802	-2.63%	2.68%	-1.68%	-2.08%	-3.75%
家用电器	下游可选消费	8,314	25.90%	13.44%	8,918	7,720	-0.68%	0.74%	4.32%	-5.65%	-1.52%
商贸零售	支持服务	2,090	20.70%	17.78%	2,284	1,878	-7.61%	2.97%	-3.53%	1.74%	-6.63%
通信	中游制造业	2,746	20.70%	25.05%	3,387	2,539	-0.85%	3.66%	-3.84%	-6.69%	-7.78%
石油石化	上游原材料	2,133	18.10%	12.05%	2,274	2,000	-4.22%	-1.06%	-0.70%	-2.11%	-7.89%
电力设备	中游制造业	6,482	16.80%	18.56%	7,500	6,108	-3.67%	6.41%	-3.12%	-8.23%	-8.87%
非银金融	金融房建	1,687	14.20%	13.26%	1,850	1,605	-6.25%	1.26%	-0.61%	-4.19%	-9.60%
建筑装饰	金融房建	1,849	11.60%	12.21%	1,978	1,737	-5.92%	3.51%	-3.34%	-1.36%	-7.16%
房地产	金融房建	1,999	6.40%	13.60%	2,166	1,871	-6.12%	5.37%	-4.80%	-1.62%	-7.36%
交通运输	支持服务	2,121	5.10%	8.04%	2,192	2,016	-4.20%	-0.81%	0.23%	-1.24%	-5.94%
煤炭	上游原材料	2,485	1.20%	13.94%	2,835	2,440	-6.63%	-7.58%	3.63%	-4.33%	-14.45%

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2025/4/30）

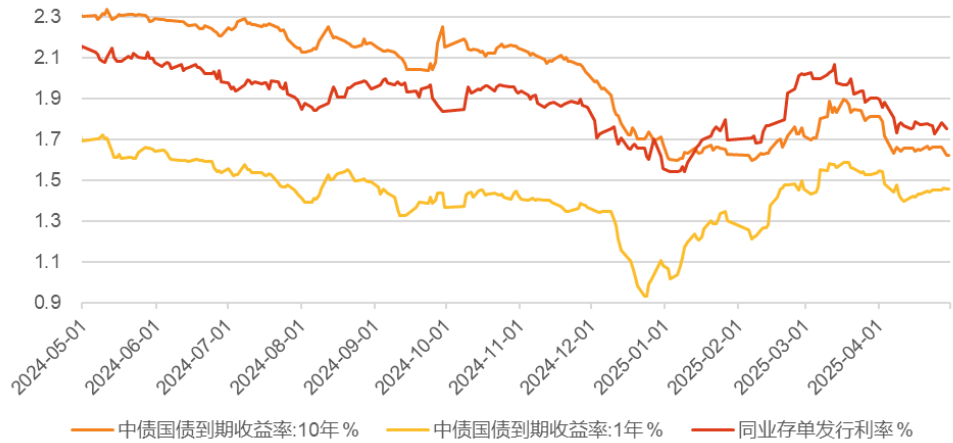
### 1.3. 债券：收益率扭头下行，存单利率与国债利率继续倒挂

**4月债市走牛，收益率打破一季度上行趋势、扭头下行。**4月10年期国债收益率、1年期国债收益率均震荡走低，分别下行18.86、7.8BP，4月7日长端利率较短端利率下行幅度更大，4月10年期国债收益率跌破1.8%、1.7%，回落至1.6%水平；4月1年期国债收益率震荡下行，4月11日跌破1.4%报1.3978%，随后小幅回升；长端利率下行幅度更大，期限利差收窄，利率曲线趋于平坦。

**存单利率与10年期国债利率继续倒挂。**1月14日，同业存单发行利率升至1.66%，高于10年期国债收益率的1.64%，随后倒挂一直持续，4月同业存单发行利率跌破1.9%、1.8%，下行15BP，幅度小于10年期国债收益率，存单利率反映现实，国债利率反映预期。

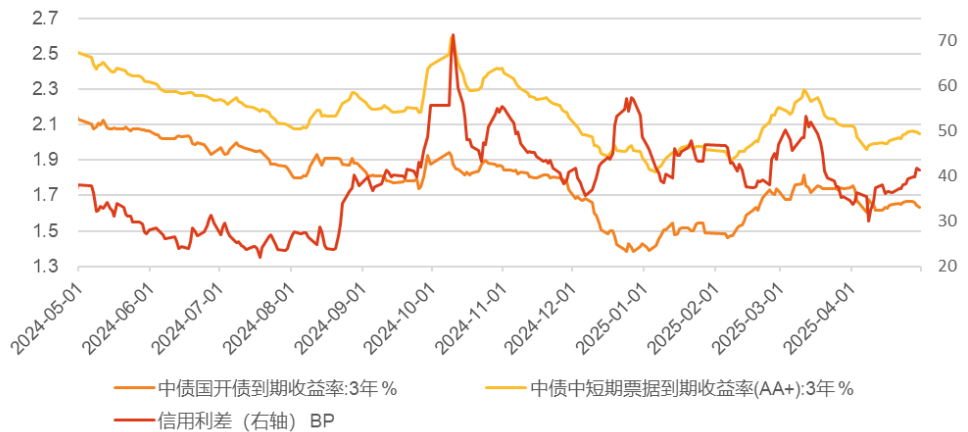
**信用利差震荡上行。**1-2月份信用利差小幅震荡，基本平收，3月12日信用利差升至53.38BP，3月收窄至34.62BP，随后震荡上行，4月信用利差上行6.64BP，4月30日报41.26BP。

图 9：4 月存单利率与 10 年期国债利率继续倒挂



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：4 月信用利差上行

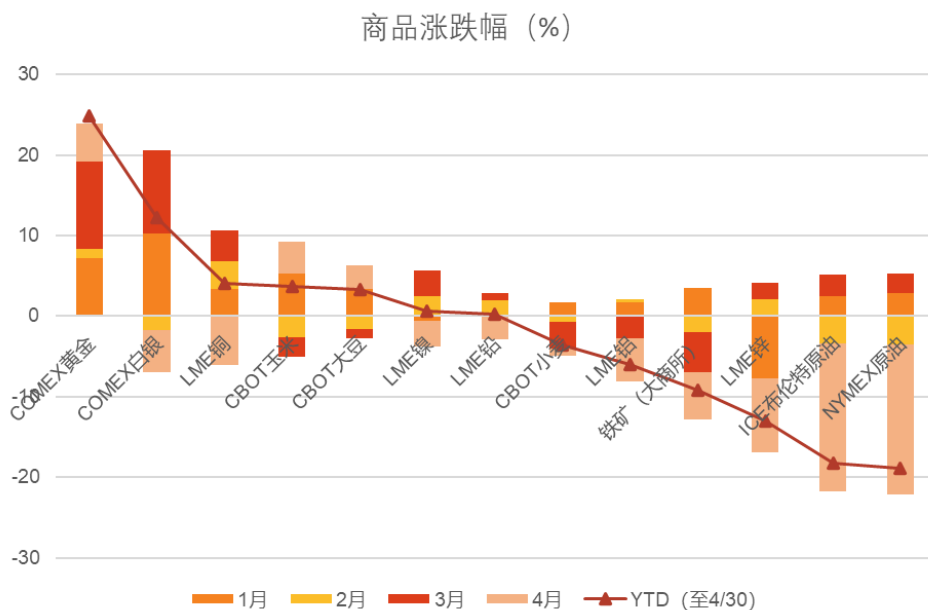


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 1.4. 商品市场：黄金继续走牛

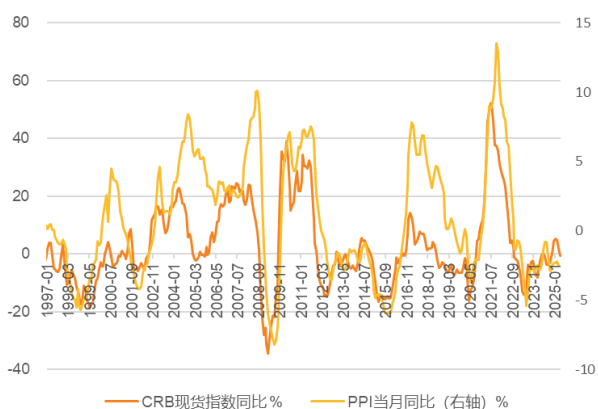
4 月商品多数走弱，黄金逆势走强，继续走牛。南华工业品指数走弱，4 月 7 日大跌后持续低位震荡，4 月指数跌破 3700、3600、3500 点，4 月 30 日收报 3478。主要大宗商品表现来看，4 月仅 COMEX 黄金、CBOT 玉米、CBOT 大豆收涨，分别报 4.73%、3.94%、2.88%，NYMEX 原油、ICE 布伦特原油、LME 锌领跌，分别跌-18.55%、-18.36%、-9.11%。黄金继续突破前高，对等关税措施引发各经济体进行经济政治博弈，美元信用下行叠加资金避险需求上行，comex 黄金 4 月 21 日突破 3400 报 3411 美元/盎司。

图 11：大宗商品涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性



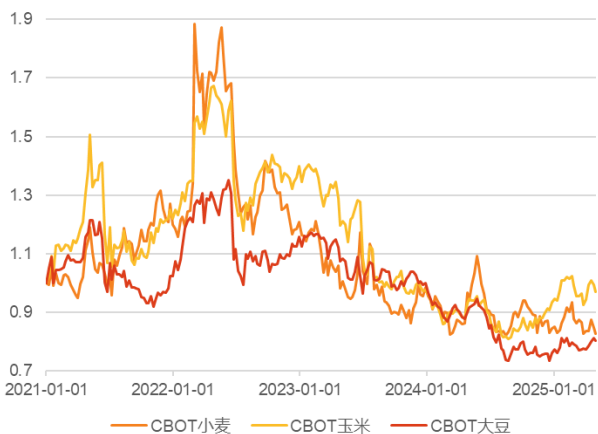
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：主要商品指数



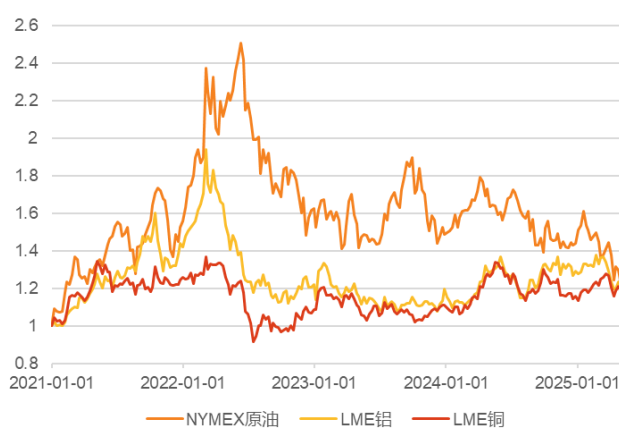
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：主要农产品走势



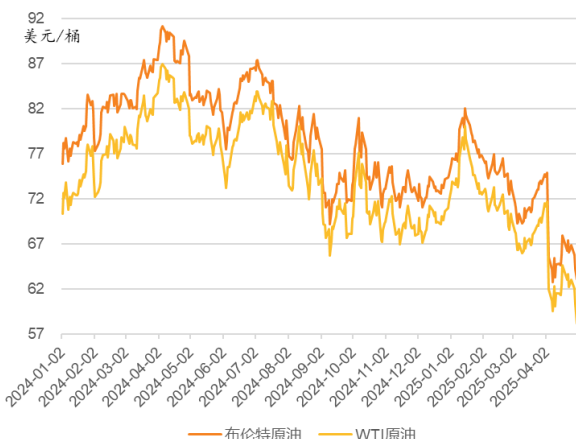
资料来源：Wind，天风证券研究所（以2021/1/1为基期，进行归一化处理）

图 15：原油及主要工业金属走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以2021/1/1为基期，进行归一化处理）

图 16：原油回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：COMEX 黄金突破新高



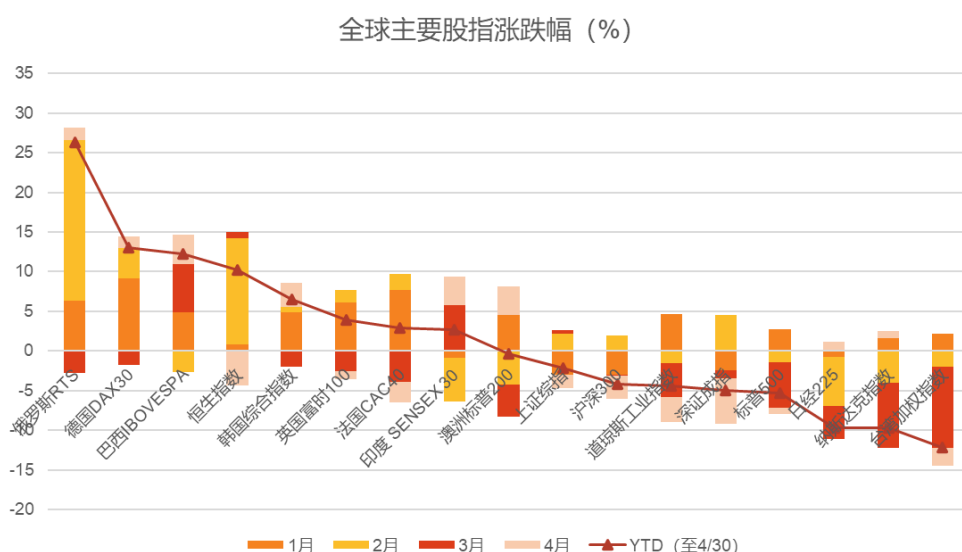
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.5. 海外权益：全球股指涨跌不一，美股整体走弱

全球股指涨跌不一，美股整体走弱、欧股、亚太分化。4 月，巴西 IBOVESPA 指数、印度 SENSEX 30 指数、澳洲标普 200 指数领涨，涨幅报 3.69%、3.65%、3.61%，深证成指、恒生指数、道琼斯工业指数领跌，收跌-5.75%、-4.33%、-3.17%。美股整体走弱，道琼斯工业指数、标普 500 指数均收跌，分别报-3.17%、-0.76%，仅纳斯达克指数收涨，报 0.85%，VIX 恐慌指数一度升至 52.33，随后回落，但仍在 20 以上。欧股表现分化，德国 DAX30 指数收涨，法国 CAC40 指数、英国富时 100 指数收跌。亚太股指中，仅台湾加权指数、恒生指数以及 A 股宽基指数收跌。MSCI 指数显示，4 月发达市场相对新兴市场基本持平。

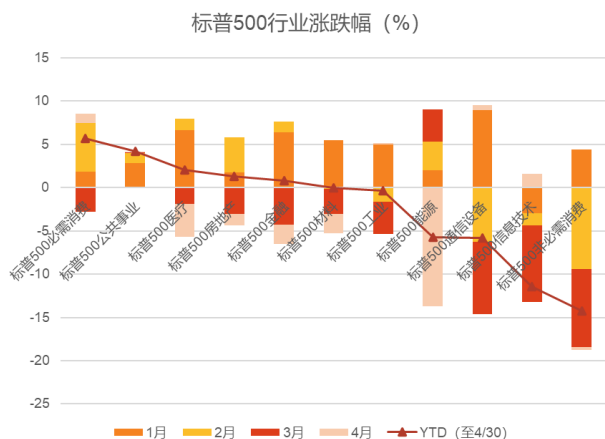
行业方面，标普 500 指数中，4 月信息技术、必需消费、通信设备领涨，能源、医疗、材料领跌，其中能源大跌 13.73%。恒生指数 12 个行业多数收跌，公用事业、必需消费、地产、医疗保健收涨，其中公用事业大涨 4.63%，非必需消费、能源、工业领跌，分别收跌 -7.97%、-6.23%、-5.42%。

图 18：全球主要股指涨跌幅



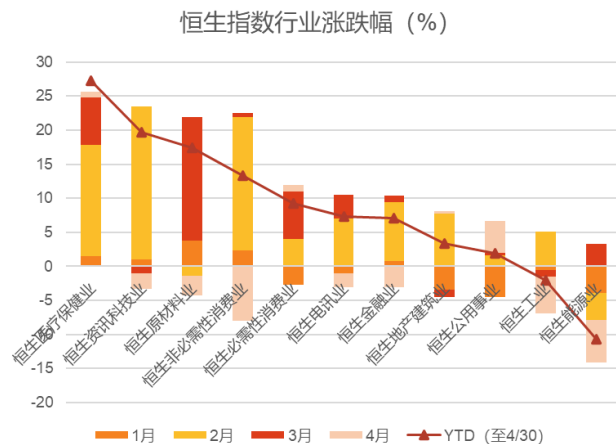
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：标普 500 指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：恒生指数行业涨跌幅



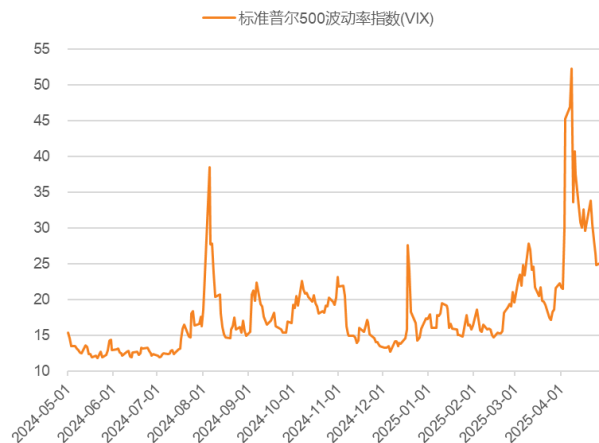
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：4 月发达市场相对新兴市场基本持平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：vix 指数冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.6. 美债：流动性风险一度拉高美债利率

流动性踩踏促使美债利率一度走高，10 年期利率最高接近 4.5%，4 月美债期限利差上行，中美利差走阔。4 月美债利率走高后回落，美元信用受到关税影响，危机模式下美债遭遇抛售，美债利率在流动性踩踏下进一步走高，10 年期美债利率于 4 月 11 日升至 4.48%、逼近 4.5%，同日 2 年期美债利率升至 3.96%，期限利差快速走阔，收益率曲线陡峭化，随后 10 年期美债利率回落，4 月 30 日报 4.17%，同日 2 年期美债利率回落至 3.6%，但期限利差仍处于高位，4 月 21 日一度冲高至 67BP，4 月 30 日报 57BP。用 10 年期美债利率扣除 TIPS 计算得到的隐含通胀回落，4 月 16 日最低跌至 2.17%。4 月中美利差走阔，中债利率扭头下行、美债利率走高，中美利差从 -2.42%（3 月 31 日）走阔至 -2.55%（4 月 30 日），其中 4 月 11 日最低跌至 -2.82%。

图 23：4 月美债计算出的隐含通胀冲高回落



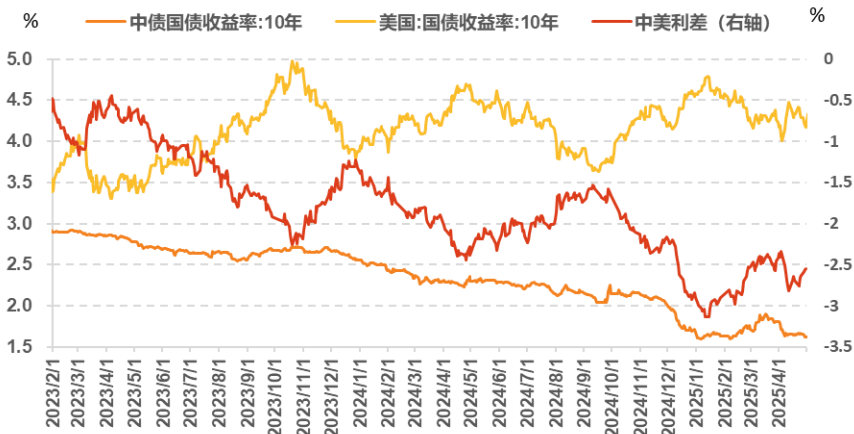
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：4 月美债期限利差上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：4 月中美利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. A 股：A 股超跌修复，ETF 带来增量资金

### 2.1. 基本面：4 月 PMI 回落，内需向好态势仍需巩固

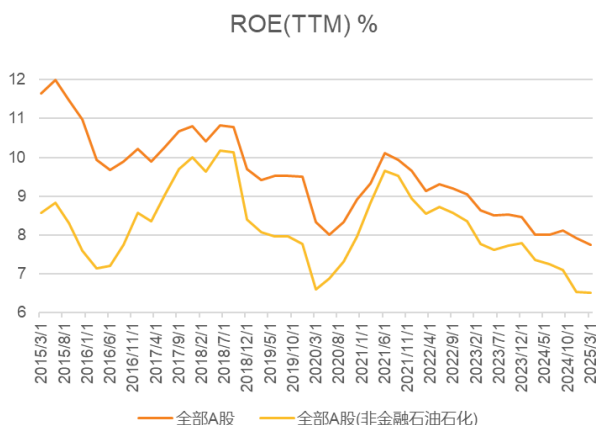
一季度数据开局良好，4 月制造业 PMI 回落至收缩区间，内需向好态势仍需巩固。制造业 PMI 4 月大幅回落至 49%，降至收缩区间，前值为 50.5%。3 月 CPI 同比仍然为负，但跌幅继续收窄，PPI 同比回落至 -2.5%。3 月三大经济数据均高于万得一致预期，社消同比为 5.9%，预期 4.36%，工业增加值同比为 7.7%，预期 5.85%。一季度 GDP 同比报 5.4%，高于万得一预期 5.16%，也高于今年全年 GDP 增速预期 5%，持平于 24 年四季度。3 月 M2 继续维持在 7%，M1 同比回升至 1.6%。业绩方面，一季度全 A ROE (TTM) 小幅回落，全 A、全 A 非金融石油石化均实现归母净利润增速回正，同比低位企稳回升。

图 26：宏观热力图

(%)		较前值	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
生产	工业增加值	-23.32	7.7	31.0	-11.1	6.2	5.4	4.9	4.9	4.5	4.4	4.8	4.5	6.1
	固定资产投资	-	4.2	-	-	3.2	3.3	3.1	3.2	3.3	3.5	3.8	4.0	4.4
	制造业	5	9.1	4.1	-	9.2	9.3	7.7	7.7	7.5	7.5	7.7	7.8	8.0
	房地产	-18.9	-9.9	9.0	-	-10.6	-10.4	-9.8	-9.6	-9.5	-9.4	-9.0	-8.7	-8.0
需求	基建	21.3	11.5	-9.8	-	9.2	9.4	8.8	8.9	8.4	8.8	8.9	8.1	8.8
	社会消费品零售	-4.05	5.9	10.0	-	3.7	3.0	6.2	4.3	3.3	2.6	2.5	8.1	10.1
	出口 (人民币)	9.50	13.5	4.0	7.3	10.9	5.6	3.7	0.1	2.5	-1.6	0.6	4.9	10.0
进口 (人民币)	-5.90	-3.5	2.4	-15.3	1.2	-4.8	1.2	-0.8	-0.9	-0.5	-1.9	3.4	4.9	
(当月值, %)		较前值	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
就业	调查失业率	-	-	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0
	16—24 岁人口	-	-	16.5	16.9	16.1	15.7	16.1	17.1	17.6	18.8	17.1	13.2	14.2
	25—29 岁人口	-	-	7.2	7.3	6.9	6.6	6.7	6.8	6.7	6.9	6.5	6.4	6.6
	30—59 岁人口	-	-	4.1	4.3	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0
景气	制造业 PMI	-1.50	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5
	CPI 同比	-	-	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3
通胀	PPI 同比	-	-	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4
	社融同比	-	-	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0	8.1	8.2	8.1	8.4
信用	M2 同比	-	-	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0
	M1 同比	-	-	1.6	0.1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3	-3.0	-2.6	-1.7	-0.8

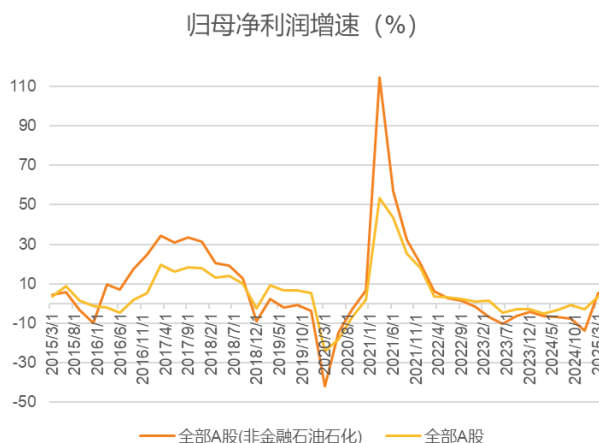
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：全 A ROE (TTM) 小幅回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：全 A 归母净利润增速低位回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.2. 宏观流动性：货币继续边际转松，信用扩张可期

社融继续回暖。社融 TTM 同比自 24 年 12 月起连续 4 个月回升，3 月同比止跌回正。企业、居民中长贷 TTM 同比自 2024 年 3 月起持续为负，25 年 3 月均跌幅收窄。3 月社融结构中，新增政府债券同比微降，新增人民币贷款同比转正。M1 同比连续 3 个月为正且 3 月同比回升至 1.6%，M1-M2 剪刀差收窄。

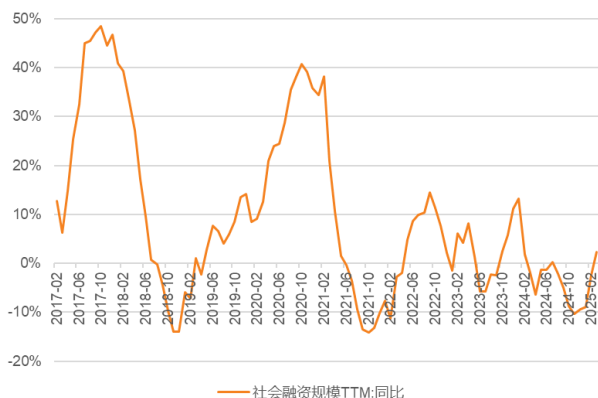
货币继续边际小幅转松。4月央行仍未进行降准降息操作，4月25日召开的政治局会议提出要适时降准降息，但具体时点或仍然要视内外部环境相机抉择。1-4月DR007月均值分别报1.93%、2.01%、1.88%、1.73%，虽仍高于7天逆回购利率（1.5%），但4月均值较3月下行15BP，继续边际下行。

图 29：社融结构

社会融资规模分结构						
本期：2025年3月	同比相减 (亿元)	占比	同比相减 (亿元, 上个月)	环比变化	过去3个月：同比相减 (亿元)	占比
总量	10559		7416.0	3143.0	23787.0	
新增人民币贷款	5314	50%	(3245.0)	8559.0	5862.0	25%
政府债券	10240	97%	10928.0	(688.0)	25154.0	106%
企业债券融资	(5142)	-49%	279.0	(5421.0)	(4729.0)	-20%
表外三项	(63)	-1%	(258.0)	195.0	(604.0)	-3%
新增委托贷款	300	3%	(56.0)	356.0	1052.0	4%
新增信托贷款	(443)	-4%	(901.0)	458.0	(1453.0)	-6%
新增未贴现银行承兑汇票	80	1%	699.0	(619.0)	(203.0)	-1%
存款类金融机构资产支持证券	512	5%	(59.0)	571.0	429.0	2%
贷款核销	380	4%	54.0	326.0	357.0	2%
新增外币贷款	(838)	-8%	(272.0)	(566.0)	(2491.0)	-10%
非金融企业境内股票融资	185	2%	(38.0)	223.0	198.0	1%
合计	10588		7389.0	6342.0	24176.0	
其他	(29)		27.0		(389.0)	

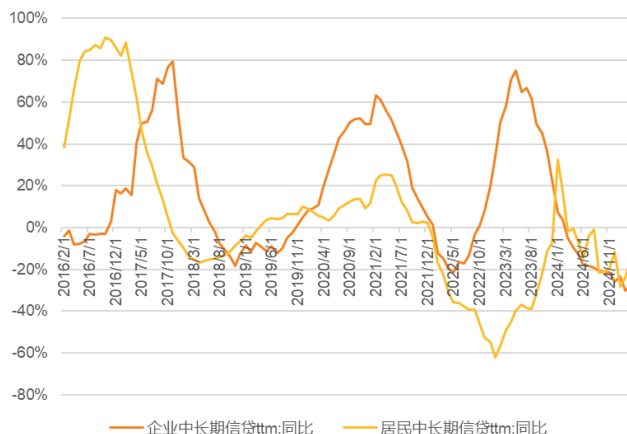
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：4月社融 TTM 同比止跌回正



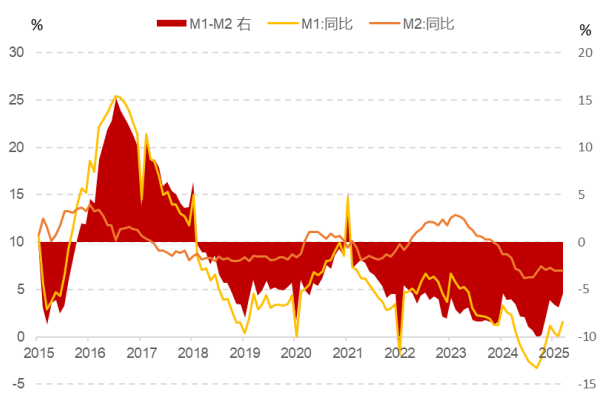
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：3月企业、居民中长期贷同比均收窄



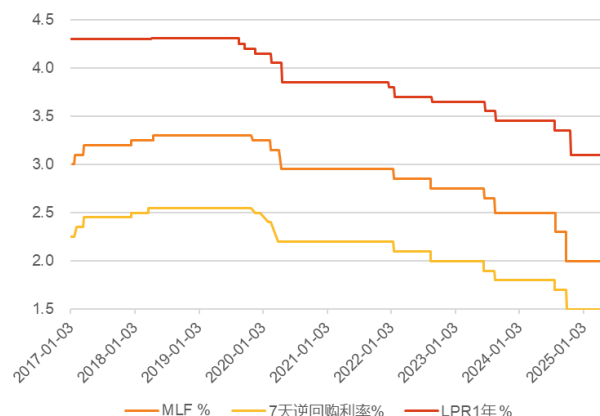
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：M1-M2 剪刀差收窄



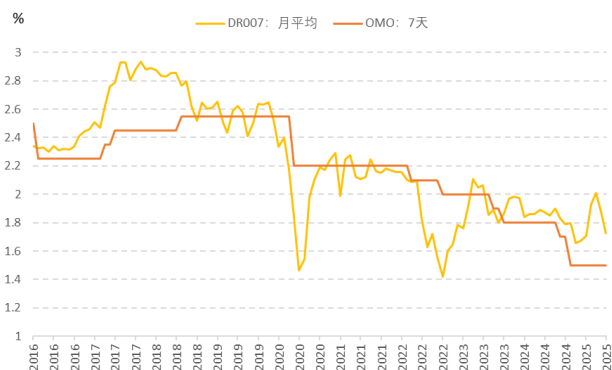
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：14月政策利率持平



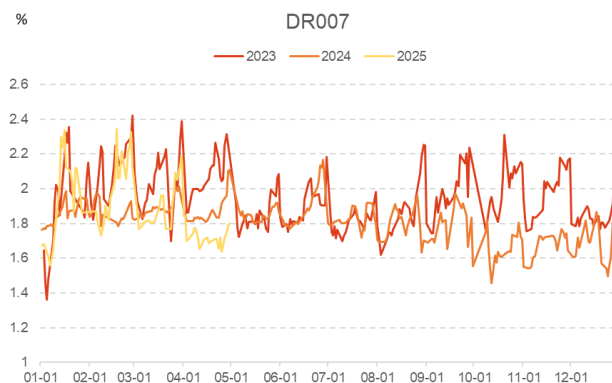
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：DR007 月均值边际回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：DR007 同期整体低于 2024 年、2023 年

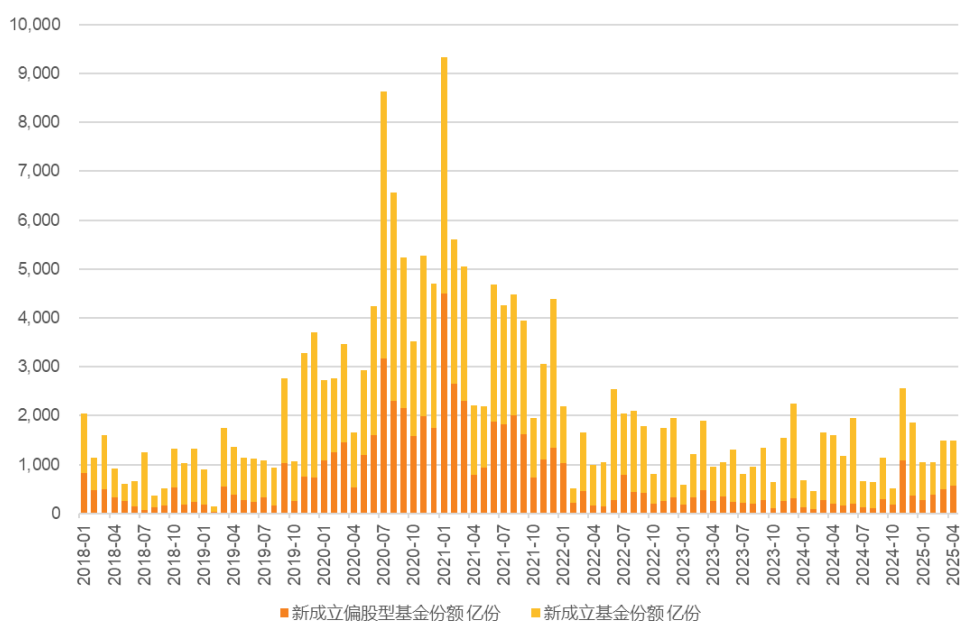


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 微观资金：ETF 带来增量资金

**4 月南下资金冲高回落，ETF 带来增量资金。**新发基金份额自 2022 年起维持在较低水平，1-4 月新成立基金份额均在千亿以内，4 月为 913 亿份。4 月港股通成交净额冲高后回落，4 月 12 日当周合计值为 779.73 亿元，突破前高（3 月 1 日当周合计值 701.22 亿元），但随后快速回落，4 月 26 日当周合计值回落至 -2.66 亿元，为 2025 年首次出现负净值，南向资金节前避险。北向资金从 2024 年 10 月的高点继续回落，4 月陆股通成交额震荡下行，回落至 1400 亿元水平，受 A 股成交量收缩影响，陆股通成交额占比（MA5）一度回升至 15.16%。融资融券余额震荡回落，截至 4 月 29 日，融资余额为 17913 亿元，融券余额为 109.5 亿元。4 月 ETF 成交额占比冲高回落，4 月 13 日当周升至 8.8%，为 2025 年以来最高水平，当周 ETF 成交额为 6931 亿元，同样为 2025 年以来最高水平，为 A 股带来增量资金，前高为 10136 亿元（2024 年 10 月 13 日）。

图 36：新发基金情况



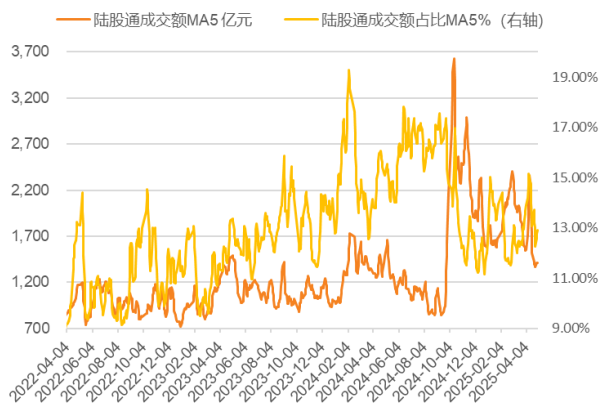
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：4 月南向资金高位回落



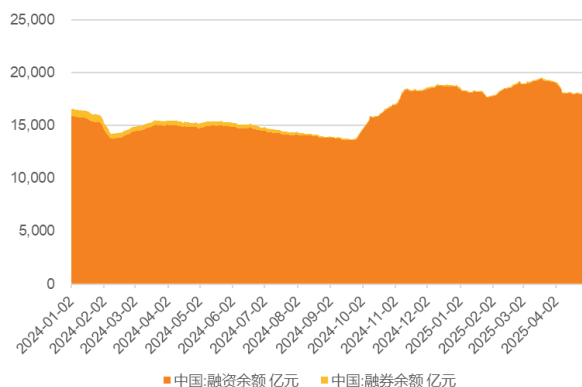
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：4 月北向资金成交额震荡回落



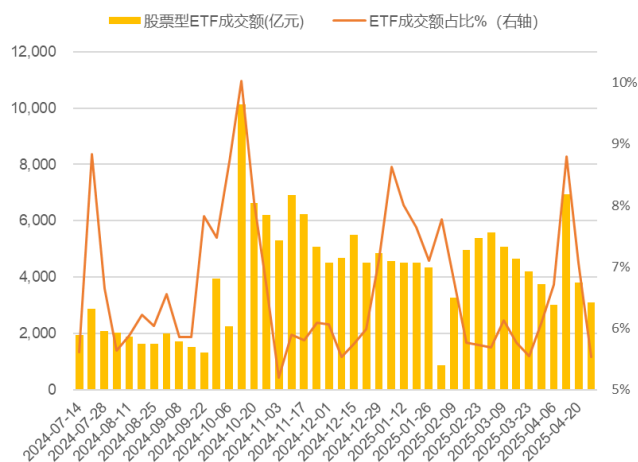
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：4 月两融余额小幅回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：4 月 ETF 成交额占比冲高回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 风险提示

地缘风险超预期，政策落地超预期，流动性收紧超预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com