

研报精选

2025年4月13日 第216期

宏观专栏

物价恢复较慢，政策发力的必要性提升——2025年3月物价数据点评

3月CPI同比下降0.1%，降幅较上月收窄。报告认为，从分项来看，天气好转带来的供应充足压制食品价格，国际油价下行拖累能源分项，核心通胀保持韧性，其中消费品价格持续上涨。往前看，关税冲击或对需求形成额外拖累，物价恢复更需政策发力。

美国通胀放缓不改关税担忧

美国3月核心与总体CPI双双回落。报告认为，通胀放缓表明，美国总需求在“对等关税”到来前就已经走弱。关税冲击对核心商品价格的影响并未充分体现，但这可能在未来数月开始显现。

专题聚焦

关税冲击如何影响全球经济与市场

报告认为，美国“对等关税”超预期，全球资产进入避险模式。关税冲击或使美国经济走向衰退或滞胀，因此需要超配安全资产，黄金和中债的确定性可能高于美元和美债。

美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金

报告认为，在贸易冲突带来的持续高波动之下，美国金融市场发生系统性风险的可能性正在提升，最终或倒逼美联储重启QE，平抑市场波动，美元可能进一步走低。

宏观专栏

物价恢复较慢，政策发力的必要性提升——2025年3月物价数据点评

3月CPI同比有所回升，CPI环比强于季节性，PPI同比和环比跌幅均进一步走阔。CPI分项来看，天气好转带来的供应充足压制食品价格，以旧换新政策对不同消费品价格的影响呈现分化，家用器具分项环比大幅上升，交通工具和通信工具分项则持续下跌。PPI分项来看，新质生产力行业的供需格局有所改善，带动价格回暖，但关税政策叠加OPEC+增产拖累原油价格，黑色金属和建材生产恢复快于需求同样压制价格。往前看，近期特朗普的关税政策或拖累全球增长，也会对中国需求带来不利影响。同时我们也看到政策对于价格越来越重视，出台的《关于完善价格治理机制的意见》¹，其中提到“健全促进可持续发展的公用事业价格机制”和“规范市场价格行为”，对应的或是将在未来进一步推动公用事业价格改革和治理“内卷式竞争”。我们提示政策发力对于推动物价回升至关重要，今年更应关注核心通胀而非总体通胀。

1. CPI同比降幅收窄，环比强于季节性

CPI同比由2月的-0.7%收窄至-0.1%，高于我们预期的-0.2%，其中翘尾因素拖累0.2个百分点，新涨价因素提振0.1个百分点。食品、非食品消费品、服务同比分别由2月的-3.3%、-0.9%和-0.4%回升至-1.4%、0.2%和0.3%，对CPI同比的贡献分别为-0.3、0.2和0.4个百分点。3月CPI环比-0.4%强于10年同期均值的-0.6%。其中食品环比（-1.4%）强于季节性（-2.3%），但非食品消费品环比（-0.2%）弱于季节性（-0.12%），服务价格环比（-0.4%）弱于季节性（-0.3%）。

一是天气转暖，部分鲜活食品大量上市，食品供应总体充足，带动鲜菜和猪肉价格环比下跌5.1%和4.4%，供给充沛带动鲜菜环比降幅走阔，但仍强于季节性。供给逐步释放叠加猪肉需求淡季，带动猪价进入下行周期，环比降幅虽走阔但强于季节性。二是国际油价下行拖累能源分项。3月国内汽油价格环比下降3.5%，影响CPI环比下降约0.12个百分点。三是核心通胀保持韧性，同比

¹ https://www.gov.cn/zhengce/202504/content_7016955.htm

由上月下降**0.1%**转为**上涨0.5%**。其中消费品价格持续上涨，扣除能源的工业消费品价格环比上涨**0.5%**，涨幅比上月扩大**0.3**个百分点。以旧换新政策效果逐渐显现，但消费品价格出现分化。家用器具品类价格连续第四个月环比正增长，且3月环比**2.8%**为近10年来最高值。我们猜测可能与家电以旧换新政策有关。但交通工具价格和通信工具价格环比持续下降显示两者仍在降价促销。服务方面，环比仍弱于季节性。3月旅游淡季，出行人数减少，出行类价格有所下降。其中，飞机票和旅游价格分别下降**11.5%**和**5.9%**。家庭服务连续两个月环比为负，房租环比**0.1%**保持温和上涨。

2. PPI同比和环比降幅均走阔

3月PPI同比跌幅由上月的**-2.2%**走阔至**-2.5%**，低于我们预期的**-2.2%**，同时环比由**-0.1%**走阔至**-0.4%**，主要因国际输入影响和国内生产恢复快于需求。

► 高技术产业快速发展，价格呈现积极变化。人工智能、高性能大模型等广泛应用，相关行业价格同比上涨或降幅收窄，可穿戴智能设备制造价格上涨**4.6%**；电子电路制造、工业自动控制系统装置制造、电力电子元器件制造价格降幅比上月分别收窄**0.6**、**0.4**和**0.2**个百分点，或带动有色价格涨幅居前。有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨**0.4%**和**0.5%**。

► 节后房地产、基建项目开工较为平稳，钢材、水泥等生产恢复快于需求，叠加生产成本下降，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比均下降**0.5%**。

► 油价受关税和OPEC+增产影响走低，国内供应充足叠加新能源发电的替代作用压低煤价。市场担忧特朗普加征关税影响全球增长进而影响原油需求，叠加OPEC+宣布增产压制油价，石油天然气开采价格环比**-4.4%**。北方冬季供暖陆续结束，采暖用煤需求下降，电煤库存处于高位，加之新能源发电具有一定替代作用，煤炭开采和洗选业价格环比下降**4.3%**。

► 促消费和设备更新等政策显效，部分消费品和装备制造产品价格稳步上升。文教工美体育和娱乐用品制造业价格同比上涨**7.6%**，皮革毛皮羽毛及其

制品和制鞋业价格同比上涨0.5%。但汽车、食品、医药等价格仍在环比下跌。装备制造业中，电子电路制造、工业自动控制系统装置制造、电力电子元器件制造价格降幅比上月分别收窄0.6、0.4和0.2个百分点。

3. 往前看，关税冲击或对需求形成额外拖累，今年物价恢复更需政策发力

近期美国总统特朗普的关税政策或对全球需求带来额外拖累，美联储大幅下调美国经济增长预测²，预计2025年GDP增长率为1.7%，12月时预估为2.1%，或对中国需求带来额外拖累。现阶段，政策对价格的重视进一步提升，4月2日中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》³，其中提到“健全促进可持续发展的公用事业价格机制”和“规范市场价格行为”，对应的或是将在未来进一步推动公用事业价格改革（详细分析可见《[一文读懂价格改革](#)》）以及出台政策治理“内卷式竞争”。同时也说明现阶段或更加需要政策发力带来的外生需求拉动物价回升，我们提示今年的物价关注点更应在核心通胀的恢复上。

以上观点来自：2025年4月10日中金公司研究部已发布的《物价恢复较慢，政策发力的必要性提升——2025年3月物价数据点评》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

² <https://www.21jingji.com/article/20250320/herald/8dd5b1c81c0aee3b32ede99366b0203b.html>

³ https://www.gov.cn/zhengce/202504/content_7016955.htm

宏观专栏

美国通胀放缓不改关税担忧

美国3月核心与总体CPI通胀双双回落，均低于市场预期。通胀的放缓表明，美国总需求在“对等关税”到来之前就已经走弱，如油价、机票和酒店价格大幅下挫。关税冲击对核心商品价格的影响并未充分体现，但这可能在未来数月开始显现。往前看，我们预计在需求最终压制通胀之前，美国物价水平或在第二季度出现一波上涨。我们预计美联储会继续保持观望，短期内不会降息，重启降息或在第三季度。

美国3月核心CPI季调环比涨幅从上月的0.2%回落至0.1%，同比从3.1%下降至2.8%。总体CPI季调环比从0.2%下降至-0.1%，同比从2.8%下降至2.4%。从分项来看，油价、机票和酒店价格大幅下挫，反映经济需求在“对等关税”到来之前就已放缓。3月能源商品价格环比大幅下跌6.1%，而进入4月以来，WTI原油价格一度下探至每桶60美元以下。油价走弱一方面反映市场对特朗普的关税和政府裁员政策、以及美股“跌跌不休”将抑制需求的担忧，另一方面反映对供给增加的担忧。4月3日，OPEC+在月度会议上决定如期从4月开始增产，并在5月提速增产，这从供给侧进一步为油价带来下行压力⁴。我们预计能源价格的下跌或在未来数月“帮助”降低总体CPI压力。

3月美国CPI机票价格环比下跌5.3%，这是在上个月下跌4%的基础上继续下降。特朗普的关税政策打击消费者与企业信心，使其削减旅行与商务出行计划。股市下跌的财富效应冲击也令更有闲暇的“退休一代”减少出行需求⁵。而政府开支缩减也压降了公务出差需求⁶。这些因素促使航空公司对其年内订单需求变得更加悲观。类似的原因也可能导致酒店需求疲软。3月宾馆价格环比

⁴ 详情参见《大宗商品：图说大宗：关税超预期，商品迎抛售》

https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=362936&entrance_source=search_all_reportlist&page=1&yPosition=206.18

⁵ <https://www.cnbc.com/2025/04/07/airlines-expected-to-cut-2025-outlooks-as-travel-demand-falters.html>

⁶ <https://www.cnbc.com/2025/04/09/delta-air-lines-dal-1q-2025-earnings.html>

下跌4.3%。有研究显示，特朗普反复的关税政策与激进外交表态或使得外国游客对于近期访美旅游更为犹豫，进而打击美国旅游业⁷。

美联储最关注的剔除房租后的核心服务（**supercore**）价格环比从**0.2%**转为下跌**0.2%**。除了机票以外，租车服务下跌2.7%，机动车保险下跌0.8%。其他个人服务明显环比上涨1.6%，主要受到报税与会计相关服务价格环比跳升9.5%，这可能与关税政策“朝令夕改”之下税收咨询业务需求激增有关。余下服务分项仍在温和上涨，包括医疗服务（环比0.5%）、娱乐服务（0.1%）、教育通信（0.2%）等。两项最主要的房屋租金环比小幅上升至**0.4%**，但领先指标仍未出现升温，表明房地产市场仍然温和。

核心商品价格涨幅从**0.2%**回落至**-0.2%**，关税冲击对进口商品价格的影响虽未体现，但未来仍需警惕。二手车价格环比涨幅从0.9%转为下跌0.7%，非轮胎零部件下跌2.6%。向前看，伴随着钢铝25%、汽车25%、基准10%的全球对等关税以及对**中国125%**关税生效⁸，我们测算美国有效关税税率或上升至**30.8%**，即近百年以来的最高值。这可能导致美国商品进口成本上升，并逐步向消费端传导，进而加大通胀在短期内的上行风险。

一个需要观察的是企业在关税前通过“抢进口”囤积的库存能坚持多久。数据显示，1-2月美国进口量大幅上升，也有报道称一些企业（如苹果公司）也试图在关税来临之前加快从其他国家进口产品⁹，这些可能使企业能够应对一些短期的“抢购”需求。然而，这种应对措施的作用是短暂的，随着库存耗尽，未来仍然面临抬高价格的压力。我们预计，在需求最终压制通胀之前，美国商品价格在第二季度会出现一波涨价。

总体来看，3月通胀数据虽然温和，但并未充分反映关税的影响。美联储

⁷ <https://www.cbsnews.com/news/trump-tariffs-trade-war-us-tourism/>

⁸ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/modifying-reciprocal-tariff-rates-to-reflect-trading-partner-retaliation-and-alignment/>

⁹ <https://www.reuters.com/technology/apple-airlifts-600-tons-iphones-india-to-beat-trump-tariffs-sources-say-2025-04-10/>

会继续保持观望，不会因为一份温和的通胀报告而急于降息。我们认为，美联储并不清楚关税对通胀的影响有多大，这将使其在货币政策方面保持谨慎，至少需要看到两个月的数据再做行动。这意味着短期内“美联储看跌期权”或不再奏效，市场难以从美联储那里得到下行保护。我们维持此前判断，下次降息或要等到第三季度。



以上观点来自：2025年4月11日中金公司研究部已发布的《美国通胀放缓不改关税担忧》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

大类资产4月报：关税冲击如何影响全球经济与市场

特朗普关税超预期，全球资产进入避险模式。4月2日，美国宣布对进口商品普遍加征10%关税，贸易逆差较大的国家关税超过30%。关税升级程度明显超出市场预期，全球资产进入避险模式，全球股票与商品暴跌。由于股债金并未同步下跌，美元也没有明显反弹，银行间与汇率掉期市场利差平稳，说明市场暂未出现流动性问题，但潜在风险仍值得关注。

美国或走向衰退或滞胀，中国可能延续M型复苏。关税冲击并没有让我们非常意外，在去年11月发布的《[2025年大类资产展望：时变之应](#)》中，我们明确提出市场严重低估了特朗普的负面政策冲击（关税、移民、财政收缩等），美国经济难以维持平衡路径，控制通胀与稳定增长无法兼得，未来可能只有“通胀失控”与“增长失速”两条失衡路径。关税冲击兑现后，让我们对剔除平衡路径更有信心，同时对另外两条失衡路径进行微调：消费与投资是美国经济最有韧性的两个部门，现在也已转为下行，美国经济周期下行已经非常明确。尽管本月公布的非农就业人数高于预期，但非农数据波动较大，且常在经济下行周期快速恶化，因此对经济前景启示意义有限。经济趋势下行，叠加关税冲击，美国增长前景进一步恶化，我们认为“通胀失控”（高通胀+中增长）有可能演化为滞胀（高通胀+低增长），因此把美国经济前景更新为滞胀（高通胀+低增长）和衰退（低通胀+低增长）2条路径。中国经济处在“弱复苏”路径。在去年9.24以来的政策刺激支持下，Q1经济增速较高，Q2面临关税冲击，我们认为后续或会有财政货币刺激政策对冲，因此我们预期2025年增长路径可能呈M型，与去年相似。中国通胀明显低于美国，无需面对刺激增长与控制通胀的两难取舍，逆周期政策制约更少，空间更大。我们预期财政货币协同发力，刺激消费内需，支持经济在中长期延续复苏趋势。中美以外，其他国家的经济表现或取决于对美出口敞口的大小，以及美国对其加征关税的幅度，部分国家对美出口依赖度高且顺差较大，在美国关税压力下经济可能存在较大下行风险。

安全资产如何选择？超配黄金与中债，美债美元不确定性高。应对关税负

面冲击，需要超配安全资产。我们复盘了1970年以来9轮美股跌超20%的时期，发现在美股见底前后，黄金、美债、中债等安全资产通常表现较好。在本轮行情中，我们认为**黄金中债确定性可能高于美元美债**：黄金是典型避险资产，又有抗通胀属性，因此关税冲击利好黄金，但为何国际金价近期从高点下跌4%？使用排除法分析，由于股债金没有同步下行，说明市场尚未出现流动性问题；美元同步下行，说明美元信誉也没有改善迹象。剔除宏观流动性与美元因素后，我们推断黄金下跌可能更多反映黄金市场自身仓位与情绪因素：此前投资者担忧黄金也被征关税，大量现货黄金被运往纽约囤积，但最终黄金获得关税赦免，且此前涨幅过大，部分投资者可能选择获利了结。从基本面来看，无论未来出现经济衰退、通胀失控还是债务失衡，都有利于黄金表现。根据黄金模型2.0测算（《[黄金到底贵不贵？](#)》），我们发现黄金未来十年中枢在3000-5000美元/盎司之间，长期上涨空间可观。关税冲击下，我国可能货币发力对冲，支持中债表现。出口受到打压，加剧供需失衡，可能形成通胀下行压力，也有利于债市。目前十年期国债利率已从高位回落，但尚未突破前低，我们认为仍有下行空间（《[大类资产3月报：全球资产重估](#)》）。美债美元同为避险资产，但不确定性高于黄金中债。美债虽然短期受益于避险情绪与衰退预期，但未来通胀压力与债务风险也可能导致利率上行，中期变盘风险较高，我们没有太强观点。关税催生避险情绪，导致非美货币贬值，对美元产生推力。但美国增长预期下修与美元信誉下降则压低美元。正反两种力量叠加，美元不确定性同样偏高。

风险资产如何应对？低配美股与商品，中国股票阶段性偏向高股息与政策受益标的，科技股票赔率提升。通过深度分析特朗普政策，我们在去年11月发布的2025年大类资产展望以及今年1-3月的大类资产月报中反复提示美股调整风险。从历史经验看，美股下跌20%后，往往会有技术性反弹机会，但市场拐点常常发生在政策明显转向之后。考虑到目前美联储对货币宽松仍然相对克制，我们仍然维持低配美股，耐心等待特朗普调整经济政策或美联储转向大幅宽松（例如快速降息或QE）。从基本面来看，无论美国经济走向衰退还是滞胀，都对美股不利。对于商品而言，尽管美林时钟分析框架中显示滞胀阶段商品占优，但特朗普导致的“人造通胀”与经济周期正常运行形成的“自然通胀”不

同，并没有对商品形成过剩需求，因此滞胀与衰退对商品的影响都偏空。历史复盘显示，即使在美股见底之后，商品仍会再下跌一段时间，我们维持低配商品。在政策支持与AI产业趋势之下，我们仍然看好中国资产重估前景。疫情之前中国经济与股票表现与美国经济相关性较高，疫情后中外资产相关性下降，中国经济对美出口敞口降低，可能提高中国股票面对海外冲击的韧性，我们认为中国股票对海外股票中期可能有相对表现。但短期来看，中国股票对关税计入幅度低于2018-2019中美贸易摩擦时期，可能需要时间消化政策冲击。



以上观点来自：2025年4月8日中金公司研究部已发布的《大类资产4月报：关税冲击如何影响全球经济与市场》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

专题聚焦

美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金

当地时间4月8日，美国市场出现股债汇三杀，两个交易日内10年期美债利率从低点3.9%附近一度拉升至4.5%，市场开始担忧对冲基金基差交易（basis trade）去化带来的流动性风险。我们在《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》《[美债季报：第二个流动性拐点](#)》中持续提示，对冲基金通过基差交易可能积累了1-1.5万亿美元规模的美债现货持仓。贸易摩擦带来的波动很有可能促使基差交易快速去化，进而导致债杀。美债居于美元流动性派生的核心（参见《[新宏观范式下的金融裂缝](#)》），债杀易导致短端融资的核心抵押品快速缩水，造成流动性紧缩。而今年5-6月如果债务上限问题得到解决，美债发行量增加，可能进一步吸收流动性。我们提示，美国系统性金融风险的概率和美联储开启QE的概率在提升。

什么是基差交易？

基差交易横跨美国国债现货、期货和回购三个市场，利用现货与期货市场价差实现套利¹⁰。由于国债期货较现货往往存在溢价，且溢价水平随着期货到期日接近而减小，投资者可以通过做多国债现货（价格较低）并做空国债期货（价格较高），并等待期货交割。做多现货的资金可从回购市场获得再融资（相当于将国债在回购市场套现），并不断将回购展期，直到期货交割。在不考虑交易费的情况下，投资者基差交易的成本主要是回购市场的借贷成本（例如SOFR利率），而回报则是期货相对现货的溢价部分（基差）。如果基差大于购买美债现货并通过回购市场再融资的成本，交易便是有利可图的。由于基差本身不大，且期货交易自带杠杆，所以国债现货市场交易也需要加杠杆，杠杆率受回购抵押品借款的折损率（haircut）影响¹¹。投资者需要自行提供的流动性资金主要用于缴交期货保证金（Margin）和支付回购利息。

基差交易的风险主要来自回购展期、期货保证金和高杠杆：

¹⁰ https://www.financialresearch.gov/briefs/files/OFRBr_2020_01_Basis-Trades.pdf

¹¹ 例如如果折损率为2%，则理论上杠杆可达 $1/0.02=50$

第一，回购展期风险。基差交易一般会尽量压低借贷成本，即选择隔夜回购进行融资。这就需要回购不断展期，无法锁定利率水平。如果回购市场流动性不足，回购展期成本跳涨，基差交易的成本将提升，甚至产生亏损。

第二，保证金风险。基差交易需要维持一定水平的期货保证金。通常情况下，国债期货与现货是同向波动的，因此基差交易者做多现货可以有效对冲期货卖盘，但如果国债市场波动变大出现价格错位，即期货现货可能价格走向不同，可能使得投资者期货亏损大于现货市场收益，期货被逼仓，甚至被迫平仓，并卖出现货。

第三，杠杆风险。因为基差交易往往带高杠杆，前面所述的两类风险可能被杠杆加强。

基差交易去化的风险有多大？

对冲基金基差交易去化可能是2020年3月美债市场危机的重要助推因素¹²，这次危机发生时美债市场供过于求。供给上，2019年8月美国国会暂停债务上限两年，美国国债存量从2Q2019的22万亿美元上升至1Q2020的23.2万亿美元。需求上，美联储在2019年8月停止缩表，但也尚未大幅开启扩表。而疫情冲击下国债市场波动加剧，对冲基金基差交易亏损，抛售美债现货。这些因素迅速榨干流动性，透支交易商的做市能力，国债、企业债、外汇等多市场出现风险，直至美联储出台多项救市措施，向一级交易商提供无限量流动性供给，危机才得以平息。

当前的基差交易规模可能有多大呢？截至2024年3季度，对冲基金美债现货多头总量为2.06万亿美元，截至2024年2季度回购净借款规模约在1万亿美元，而截至今年3月18日美债期货做空量为1.1万亿美元。综合这些数据，我们估算基差交易的总量在1-1.5万亿美元之间。

当下市场的几个特征使得基差交易去化引发美债风险的可能性在增加。

第一，市场的波动性快速走高，衡量股市和债市的VIX指数和MOVE指数

¹² <https://www.bis.org/publ/bisbull02.htm>

均来到了近期高位，可能促使期货准备金增加，引发对冲基金基差交易去化。

第二，美债仍处在供过于求状态，我们在《[美债季报：第二个流动性拐点](#)》中指出，虽然美债上限限制了净发行量，但需求也较弱，特别是海外资金需求在去年底开始走弱。同时，美债的潜在供给也在增加，4月5日，美国国会参议院通过了新版本的债务上限方案，未来十年增加5.8万亿美元基本赤字，较2月底众议院版本更为激进¹³。我们预计，最终版本的预算调节法案可能在5-6月通过，届时美债供给可能大幅走高，对流动性造成较大挤压，真正的流动性冲击或仍未到来。

第三，贸易冲突升级引发的地缘风险，可能使得海外资金继续流出美国，造成股债汇三杀。过去两年，美国财政、贸易双赤字之下，美元仍能保持持续上涨，主要依赖美股的“AI叙事”，使得海外资金持续流入。而年初以来，先是DeepSeek造成“AI叙事”裂缝（参见《[宏观探市2月报：DeepSeek触发中美资产重估](#)》），后是贸易冲突造成美国金融市场风险偏好回落，流入美股的资金可能在避险情绪下转入债市或流出，而如果相对安全的美债市场进一步出现风险，海外资金流出将加速，进而造成美元下跌，“股、债、汇”三杀（参见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》）。

第四，处在风险核心的对冲基金，是美债自本次缩表以来的重要净买入者，且对冲基金在其他资产上净敞口较大，具备将一个市场风险传播到多市场的能力。例如，截至去年底，对冲基金持有9.1万亿美元的利率互换、5.9万亿美元的权益和4.6万亿美元的外汇，还持有15%的美国信用债。

衡量基差套利风险的10Y SOFR Spread近期大幅走阔，流动性冲击的风险正在增加。我们提示，在贸易冲突带来的持续高波动之下，美国金融市场发生系统性风险的可能性正在提升，5-6月美债上限解决后的流动性冲击值得警惕。股、债、汇三杀仍有加剧风险，最终或倒逼美联储重启QE，平抑市场波动，美元可能进一步走低。

¹³ <https://www.crfb.org/blogs/whats-senates-concurrent-fy-2025-budget>

同时值得注意的是，通过QE拉升金融资产的救市方式可能进一步扩大贫富差距，并不符合特朗普政府当前“脱虚向实、壮大中产”的政策取向。我们认为，特朗普政府有可能绕过美联储抄底美国资产（如通过刚成立的美国主权财富基金），并将后续的收益用于美国制造业和基础设施投资等再工业化项目上。



以上观点来自：2025年4月9日中金公司研究部已发布的《美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.4.7 中国宏观热点速评：中国有空间应对全球贸易冲击
- 2025.4.8 中国宏观专题报告：服务贸易增长加快，金融地产边际回暖——香港经济金融季报
- 2025.4.9 宏观探市：美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金
- 2025.4.10 中国宏观热点速评：物价恢复较慢，政策发力的必要性提升——2025年3月物价数据点评
- 2025.4.11 海外宏观简评：美国通胀放缓不改关税担忧

策略及大宗商品

- 2025.4.7 主题策略：美国“对等关税”对中国资产影响
- 2025.4.7 海外策略：“对等关税”的冲击会有多大？
- 2025.4.8 中国策略简评：汇金再度增持ETF释放积极信号
- 2025.4.8 大类资产4月报：关税冲击如何影响全球经济与市场

固定收益

- 2025.4.7 信用债收益率跟踪周报：美国关税政策带动风险偏好下降，债市收益率全面下行
- 2025.4.7 简评：中航产融事件梳理及对信用债市场影响
- 2025.4.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.4.7 简评：安集科技转债投资价值分析
- 2025.4.9 简评：伟测转债投资价值分析
- 2025.4.9 简评：清源转债上市定价分析
- 2025.4.9 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.4.10 简评：通胀收缩，货币政策放松空间加大——3月通胀数据点评
- 2025.4.10 中国城投债券月报：城投债券融资仍严监管——3月城投债券月报
- 2025.4.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.4.11 固收+：固收+智能体(1)：BL模型 + 小模型实践
- 2025.4.12 简评：简评助贷新规：模式重塑和费用革命
- 2025.4.12 中国利率策略周报：资产波动背景下，捋清思路：全球债券利率仍趋于下行

行业

- 2025.4.7 交通运输物流：在不确定性中拥抱确定（8）——公路板块24年业绩超预期，避险情绪下行情有望上行
- 2025.4.7 主题研究：外需不确定性加大，看好基础建材+建筑板块机会
- 2025.4.7 纺织服装珠宝：中国纺服产业链具备全球优势，预计关税上涨将更多由下游承担
- 2025.4.7 医疗健康：中金医药4月组合：集采优化，创新突围
- 2025.4.7 农业：“对等关税”农业板块影响：粮价短期冲击有限，聚焦种业振兴及内需提振
- 2025.4.7 交通运输物流：“对等关税”对中国民航的影响：不仅限于油价，供给压制或带来行业收益提升
- 2025.4.7 主题研究：光伏周谈 | 对等关税大超预期，海外项目稳步推进（25年第14周）
- 2025.4.7 REITs：REITs年报拆解：从经营底盘到配置风向
- 2025.4.7 家电及相关：供应链优势是应对关税最大的底气
- 2025.4.7 物业管理：物业管理2024业绩回顾：经营财务稳健、派息具备亮点，红利属性凸显
- 2025.4.8 主题研究：美关税对新能源中游板块影响几何？
- 2025.4.8 保险：风险释放后带来机会，看好优质保险标的
- 2025.4.8 不动产与空间服务：周评#433：上周新房销售趋弱，二手房同增逾两成
- 2025.4.8 传媒互联网：2025清明OTA数据一览：出行增速快于今年春节和春运，国内、出入境游需求旺
- 2025.4.8 银行：关税对金融系统的潜在影响
- 2025.4.8 日常消费：休闲食品渠道观察系列6：好想来全食优选门店调研观察
- 2025.4.8 科技：4Q24美股SaaS公司业绩回顾：短期AI逻辑或进入“考验期”
- 2025.4.8 造纸：浆价可能弱稳运行，关注内需促消费发力
- 2025.4.9 房地产：外部扰动和政策预期下再看地产投资机会
- 2025.4.9 日常消费：食品饮料内需刚性支撑，关注基本面强、红利高股息标的
- 2025.4.9 公用事业：电力环保周报：关税风波下红利风格再起，板块防御价值凸显
- 2025.4.9 软件及服务：南网发布工作方案意见稿，推进新能源入市
- 2025.4.9 房地产：重点开发商2024业绩：盈利修复路径曲折
- 2025.4.10 机械：科学仪器：国产替代紧迫性升级，期待国产化率的跨越式提升

- 2025.4.10 汽车及零部件：1季度车市增长符合预期；期待上海车展拉开新车序幕
- 2025.4.10 房地产：3月存量房市场成交端平稳，挂牌端承压
- 2025.4.11 旅游酒店及餐饮：免税：关注边际上政策利好与基本面筑底改善
- 2025.4.11 电力电气设备：虚拟电厂机制逐步完善，迎多元化商业模式
- 2025.4.11 工业：协鑫光电或在年内寻求港股上市，关注钙钛矿GW线落地进展
- 2025.4.12 传媒互联网：线上交易平台4Q24回顾及展望：竞争更趋理性，新业务投入积极
- 2025.4.12 航空航天科技：特种试验检测：装备效能之基石，高效费比装备研发加速需求释放



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn