



## 一、本周行情回顾

**行情方面**，北证 50 涨 3.5%、红利涨 1.9%、全 A 涨 0.3%、科创 50 涨-0.3%、中证 1000 涨-0.5%、创业板涨-0.6%，北证 50 连续第二周涨幅靠前，创业板、中证 1000 仍跌幅靠前。

行业方面，涨幅靠前的申万行业有银行 4%、地产 3.4%、煤炭 2.7%、传媒 2.3%、公用 1.8%，其中传媒上周涨幅靠前。跌幅靠前有军工-2.6%、农牧-2.2%、计算机-0.8%、汽车-0.8%、机械-0.7%，农牧结束连续两周涨幅靠前、军工上周涨幅靠前。主题和板块方面，涨幅靠前有水电 6.2%、射频 5.9%、一级地产商 5.4%、央企银行 5%、城中村改造 5%、跨境电商 4.6%、ST3.5%、预制菜 3.4%、央企煤炭 3.2%、火电 3.1%。跌幅靠前有离境退税-8.1%、反关税-5.4%、操作系统-5.3%、种子-5%、稀土-4.7%、血制品-3.8%、培育钻石-3.5%、半导体设备-3.3%。

本周 A 股成交量 5.5 万亿，较上周 8.1 万亿元大幅下降。

**宏观方面**，贸易谈判：美日关税谈判开启，当地时间 4 月 16 日至 18 日，日本要员赴美进行关税谈判，17 日，日本首相石破茂表示“日美之间立场仍有明显差距”。美欧方面协议细节悬而未决，欧盟对美单边主义政策的警惕持续升温，内部已着手制定贸易谈判失败后的反制预案。

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。

2025 年 4 月 10 日，德国执政党联盟协议最新版本中，原本要求“关键基础设施只能使用可信赖国家组件”的表述被改为“仅使用受信任的组件”，删除了对中国等国家的针对性限制。

国家统计局初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，环比增长 1.2%。3 月社零总额 40940 亿元，同比增长 5.9%，预期 4.36%。一季度城镇调查失业率平均值为 5.3%。3 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，环比下降 0.2 个百分点。

李强在北京调研时强调：以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环：“要用足用好各类政策，做好国内外标准衔接，搭建外贸优品拓内销平台，培育外贸企业自主品牌，建立直达企业的政策宣介机制，稳步推进内外贸一体化发展。要深入实施提振消费专项行动”。

**债券方面**，本周利率整体窄幅波动，长端表现好于短端。受央行大额逆回购操作推动，利率债现券多数小幅下行。10 年期国债期货早盘微涨，对应现券收益率下行至 1.65%附近；30 年期国债期货前一日午盘下跌，后情绪修复上涨。4 月 18 日，30 年期和 10 年期国债期货小幅上涨，而 5 年期和 2 年期合约微跌，现券市场收益率普遍回落，尤其是曲线中端下行 1-2BP。不过，受下周超长期特别国债发行计划影响，长端品种仍存压力。

资金面：央行开展大额逆回购操作，连续两日大额净投放，4 月 18 日开展 2505 亿元 7 天期逆回购操作，对冲到期量 285 亿元后实现净投放 2220 亿元。银行间资金面整体宽松，DR001 较前一日上行 2.6BP 至 1.66%，DR007 微升 0.2BP 至 1.654%，1 个月及以上期限 Shibo 普遍下行，中长期流动性预期稳定。



## 二、行业动态跟踪

**大消费行业方面**，本周中信股票指数食品饮料板块上涨 0.25%，家电板块上涨 0.2%，消费者服务板块下跌 0.98%，分列中信本周板块指数的第 18、20、27 名。

**食品饮料板块**：本周食品饮料板块上涨 0.25%，子行业中软饮料（+4.4%）、预加工食品（+4.1%）、烘焙食品（+3.9%）表现相对领先。本周统计局公布社零数据，2025 年 3 月社会消费品零售总额同比+5.9%，增速环比 1-2 月+1.9pct，3 月社零数据增速好于预期，一方面“以旧换新”扩大范围，对家电、通讯器材、家具等消费的带动作用较好，另一方面促销费政策发力下，餐饮和零售消费增速有所加快。观测季度数据变化情况，2025Q1 社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比 2024Q4 提升 0.6pct，居民消费处于持续改善阶段。2025Q1 粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+12.2%、-0.5%、+6.3%，增速环比 2024Q4 分别+2.3pct、+4.1pct、+3.5pct，粮油食品保持较高增速，饮料类和烟酒类增速环比改善较好，一方面 1-2 月春节旺季对饮料和烟酒消费有一定拉动作用，另一方面 3 月消费信心有所改善，带动可选消费增速回升。后续大概率可以看到消费政策的超预期出台，将会对板块基本面形成实际利好。

**家电板块**：本周家电板块上涨 0.2%，本周白电板块上涨 0.3%、厨电板块上涨 0.5%、黑电板块上涨 1.1%。2025 年 1-3 月限额以上单位的家用电器和音像器材类累计商品零售额同比 19%，累计零售额为 2542 亿元，其中单 3 月实现同比增长 35%，单 3 月零售额为 1001 亿元。业绩期，白电公司一季报经营更为稳健，预期主要白电公司 Q1 业绩增速均有双位数增长。厨电企业仍受地产销售影响，Q1 收入、业绩承压。黑电 Q1 经营情况与白电类似，主要企业 Q1 业绩增速也有双位数增长。小家电板块中，外销型小家电企业 Q1 经营表现较好。

**消费者服务板块**：本周消费者服务板块下跌 0.98%，目前扩内需方向明确，出行链消费具备强韧性、高弹性，为促进内需消费的重要抓手，市场对后续消费券、门票免减优、政府补贴等政策支持预期较强。叠加五一假期临近，航旅纵横、同程旅行等平台均显示出预订活动火爆，预计五一假期前为政策出台的重要窗口期。出行链受政策支持、节假日催化较强，建议关注。

**大健康行业方面**，本周表现：中信医药指数-0.4%。跑赢创业板指数，跑输沪深 300 指数。前半周创新药有反弹，后半周调整。血制品在上周大涨之后，本周调整明显。药店涨幅明显。周五在礼来的口服小分子 GLP-1 临床成功的消息刺激下，GLP-1 板块大涨。AACR 大会临近。

截至 2025 年 4 月 16 日，已有北京、陕西、新疆等 12 省明确第十批国采执行时间：北京自 4 月 21 日起分阶段调整采购价格，4 月 26 日全面执行中选结果；新疆将在 4 月 30 日执行第十批国采中选结果的同时，将重庆联盟、广东联盟、江西联盟及南北中区域联盟第二轮药品集采中选结果纳入同一日执行范围，形成多批次集采政策叠加落地的局面；天津与河北 4 月 1 日，江西 4 月 16 日，山东 4 月 25 日，内蒙古 4 月 28 日，广东、河南、广西、辽宁、陕西均为 4 月 30 日执行。另外，上海已官宣 4 月执行，但尚未明确具体日期。

**大科技行业方面**，本周电子（中信一级）上涨-0.70%，消费电子指数（中信二级）上涨-2.7%，半导体指数（中信二级）上涨-0.75%。费城半导体指数上涨-3.97%，台湾半导体指数上涨-3.36%。

2025Q1ASML 营收 77.42 亿欧元，同比+46.34%，位于指引中枢，25Q1 中国大陆整机收入大约 15.5 亿欧元，占整机收入比高达 27%，占 EUV 外整机收入比重 61%，2024 年中国地区收入占比 36%，下降明显，符合 ASML 先前指引。2025Q1ASML 新接订单 39.36 亿欧元，其中 EUV 订单 12 亿欧元，低于市场预期 49 亿欧元。

本周 OpenAI 正式发布 o3 和 o4-mini 两款推理模型，新模型能够调用 ChatGPT 中包括



网络搜索、Python、图像分析、图像生成等多款工具，处理复杂任务的能力显著提升。此外，国内外越来越多厂商开始支持 MCP 以及 A2A 协议，以降低 Agent 与应用、Agent 之间的交互壁垒，AI 应用的落地有望加速。

本周 h20 向国内售卖需申请许可利好国产算力，许可至少会导致 h20 购买难度提升，MCP 是 Agent 商业化的必要条件，后续可以期待跨多 app/软件的 agent 应用落地。阿里本身生态兼具支付、办公等，字节和腾讯 MCP 接入亦在路上，其社交文娱全体系将形成有机联动，利好有核心数据和入口的工具型应用/垂域应用。此外国际环境的变化将带来电子及半导体产业供应链的重塑和国产自主可控的加速，长期视角下电子产业链将倾向于形成本土化闭环。

**大制造行业方面**，本周电新（中信）涨幅-0.53%，机械（中信）涨幅-0.66%，汽车（中信）涨幅-0.57%。本周银行、煤炭等走强，科技和成长持续走弱。

风光储氢板块：消息人士透露，中国光伏行业协会近期组织召开了防止光伏逆变器和储能“内卷式”恶性竞争专题座谈会，会议初步审议了逆变器和储能行业健康发展倡议。

4月14日，中电建万宁漂浮式海上风电试验项目一期10万千瓦样机工程，联合东方电气、上海电气等企业签约，总投资额达7亿元，计划部署单机容量16-18MW风机机组，推动“风波渔旅同场”多能互补模式。

广西、重庆就分布式光伏发电开发建设管理实施细则征求意见。截至目前，已有6个省市区出台相关文件，对分布式光伏上网电量比例作出规定，其中吉林省一般工商业光伏余电上网比例最低，不超过20%；宁夏依托公共机构和依托工商业厂房的两种类型自用比例分别为30%、50%。

新能源汽车和机器人板块：4月18日，北京亦庄揭晓2025人形机器人半程马拉松的参赛阵容，共有21支队伍参赛，参赛机器人包括天工 Ultra、宇树 G1、众擎 PMOI、夸父、灵宝 CASBOTSE 等型号，比赛于4月19日正式开跑。

何小鹏表示，AI 机器人研发难度远超 AI 汽车，500 亿研发投入只是入门的门槛。何小鹏表示，当前行业普遍面临“遥控机器人”的伪智能困境，而小鹏已率先在广州工厂实现 AI 机器人 Iron 实训落地，且将于 2026 年规模进入工业化量产。

小鹏 2023 年 8 月宣布自研图灵芯片流片成功，并表示 2025 年底前将正式量产上车。自研芯片进度却大幅超出预期，量产时间点从 25 年底/25H2，直接提前到 25Q2。

### 三、兴合观点

#### 公募基金投资部孙祺（权益）观点：

本周美国在关税上继续出现反复。如美国宣布对电子产品关税豁免，被认为有利于苹果等厂家的供应链稳定。但英伟达公告其 2025 年 4 月 9 日收到通知向中国出口 H20 需申请许可证，4 月 14 日美国政府通知英伟达许可证要求生效，并且其公告 26 财年 Q1 季度产生的与 H20 产品相关的各项费用预计最高达 55 亿美元，隐含了计提的风险提示。英伟达盘前交易大跌。美方明确告知欧盟，即使双方谈判结束后，华盛顿将保留一定程度的关税，没有说明欧盟该如何做才能降低这些关税。特朗普签署了行政命令，对美国依赖进口加工关键矿物及其衍生产品所构成的国家安全风险展开 232 调查。白宫于当地时间 4 月 15 日宣布：由于（中国）采取报复性措施，中国输往美国的商品现面临最高达 245% 的关税。

中国方面，习近平主席访问越南、马来西亚、柬埔寨，与东南亚国家达成重要共识。中越发布《关于持续深化全面战略合作伙伴关系、加快构建具有战略意义的中越命运共同体的联合声明》。在运输领域有多个大项目合作。中国和马来西亚同意尽早签署中国—东盟自由贸易区升级版议定书，共同推动东盟—中国关系取得更大发展；约定开展“儒伊文明对话”，



推动儒家文明和伊斯兰文明相互学习借鉴。习近平主席和洪玛奈首相共同宣布，将中柬关系定位提升为新时代全天候中柬命运共同体。国务院以专题学习上，总理李强提出经济发展主要取决于相应的客观条件，但也有很强的主观属性，市场预期便是影响经济活动的重要因素，市场经济很大程度也是预期经济。在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。

鲍威尔重申美联储先观望再行动，警告面临通胀和经济两难挑战，否认要救市。会宣布维持联邦基金利率不变，随即招致美国总统特朗普不满。纳指再次调整，国际金价大幅上涨，突破 3300 美元。

面临美国关税施压和反复横跳，中国沉着应对，逐步确立下 A 股将继续展现韧性。但考虑关税经济不利影响将在二季度逐步体现，压制全球风险资产中期表现。二季度仍以稳健防御的配置主基调，特别是关注一季报体现的业绩稳健的行业与个股。前期超跌的科技有望在市场逐步稳定后逐步反弹。

#### **公募基金投资部梁辰星（权益）观点：**

中美和内需都没有突破性的消息变化，耐心等待，相信不会太久。保持乐观，中长期仍看好以 AI 为代表科技板块。

#### **公募基金投资部魏婧（固收）观点：**

“特朗普交易”债市收益率下行之后，利率基本上处于震荡，难上难下的状态。利率往下去，目前收益率已经偏低，有待于存款利率以及整体利率的进一步下行；往上去，关税问题整体大幅改变了预期，即便月度宏观数据不错也被解读为“强现实弱预期”。后续如果没有显著超预期的政策或关税进一步风云突变，利率或很难显著上行，整体不适宜看空。

#### **公募基金投资部祁晓菲（固收）观点：**

本周债市呈震荡态势，十年国债围绕 1.65% 波动。公开市场本周共开展 8080 亿元逆回购操作，因本周共有 4742 亿元逆回购和 1000 亿元 1 年期中期借贷便利到期，整体上实现净投放 2338 亿元，税期干扰下，资金面整体均衡偏贵，短端进一步下行受阻；基本面数据好于预期，一季度 GDP 同比 5.4%（市场普遍预期 5.2%），工业增加值同比 6.5%，出口同比 6.9%，经济韧性削弱债市宽松预期，叠加提前下达的特别国债发行计划，压制长端情绪。债市处于观望期，下周需密切关注资金价格变化、一级供给压力及政策预期变化。

#### **专户基金投资部赵刚（权益）观点：**

本周市场指数缩量窄幅震荡，反关税和自主可控相关板块表现较好。

特朗普的关税政策继续全球发酵，市场风险偏好持续下降。提高关税损人不利己，美国内部也出现问题，关税政策有可能出现反复，但可以明确未来世界格局或将由全球化转向单边主义，未来全球经贸格局将重构。免税、跨境物流等在关税战中表现较好，自主可控的电子等也表现突出，机器人、AI 等热门板块资金出逃明显，短期博弈加剧。长期看高层强力推动中长期资金入市考核长期有利于市场发展，国内在美国关税落地后对等做出反制措施，将进一步提高自主可控水平和打造区域内循环环境，以新质生产力为突破口提升国际外循环地位。以华为、宇树为代表的硬件和以 Deepseek、字节豆包等为代表的软件将带领国内科技对抗美国，中长期看 AI、机器人、芯片、创新药等科技板块具有持续性，寻找确定性和真正的科技将是长期的目标。食品饮料、社服旅游、零售、交通等内需消费板块具备防御属性，在保险等长期资金配置需求下仍具有吸引力。

#### **专户基金投资部姚飞（权益）观点：**

中美贸易战已经处于底部区域，未来进一步恶化概率较低，逐渐缓和的概率逐渐加大。短期指数预计会维持震荡格局，个股差异重于指数表现。等待一季报业绩后，预计个股分化会逐渐加大。

随着前期回调，目前港股部分 AI 股已经开始有吸引力。部分对中美贸易战利空反应充



分或者错杀的个股机会近期可以开始重点关注。

近期一线和局部二线二手房价呈现企稳态势，其他板块主要关注地产链、化工、独立逻辑个股（和国内经济以及美国贸易制裁风险相关度不高）、医药（困境反转逻辑）的个股机会。

**专户基金投资部郭昱泽（权益）观点：**

近期经济运行态势复杂且多变，消费领域喜忧参半，房地产及汽车销售回落，家电均价下行，但随着天气转暖，室外游玩需求带动旅游收入边际修复，支出前置发力。财政方面，广义财政收入、支出增速出现回升，年初财政支出强于往年，但税收收入修复缓慢且土地市场偏冷制约收入增长，一季度广义财政赤字创新高，不过后续地方新增专项债发行有望提速，为财政支出提供保障，基建等投资对经济的支撑作用有望加大。地产相关税收全面改善，商品销售税收中的增值税、消费税增速回升，企业所得税增速转正，个人所得税增速受春节错位影响转负。在生产方面，制造业用工量价回升，“抢出口”趋势延续，但螺纹钢、水泥等传统行业供过于求，传统基建恢复仍缓。物价上，受关税政策等影响，美元走弱带动大宗价格回升，国内部分物资价格有升有降。



## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。