

长城财富投研周报

2025 年第 15 周 4 月 21 日星期一

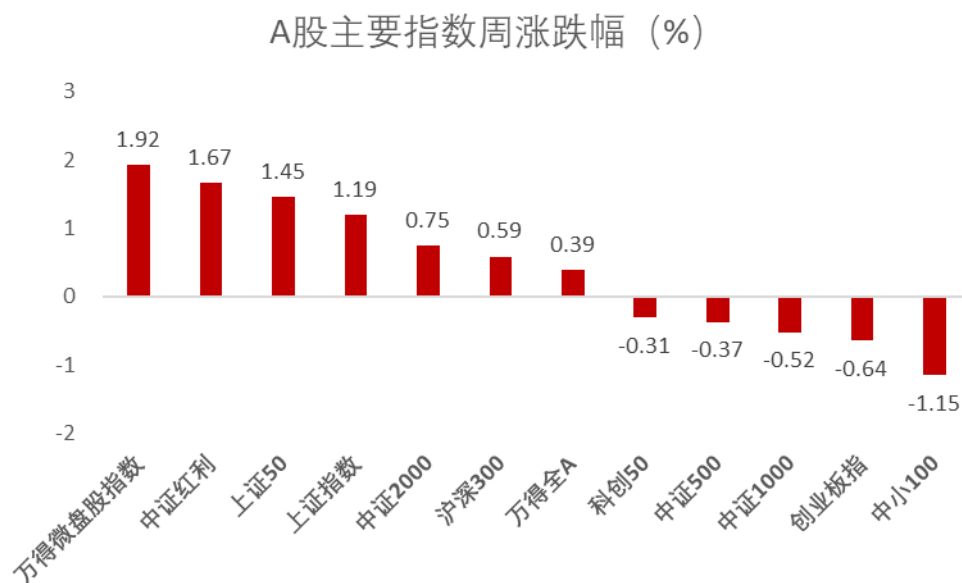
一、 核心观点

总体来看，一季度经济数据全面超预期，实际 GDP 增速达到 5.4%，出口对于经济仍然产生了主要拉动贡献，社零增速和投资增速的回暖。从总需求的角度来看，考虑政府支出、社零、房地产销售、企业资本开支、出口额后的总需求增速 3 月触底反弹，而 M1 增速也同时触底反弹。尽管市场对于美国关税提升对中国出口的担忧始终存在，但是从总需求的角度来看，今年财政的空间比较大，当外资真正下行开始，财政支出也大概率会持续发力，在没有地产产生的拖累明显减弱后，最终使得今年总需求稳中有升的概率比较大。上周指数再度出现了“类平准”式走势。每当重要权重指数（沪深 300 和上证指数）在盘中下跌时，在盘中或者临近收盘时，以沪深 300ETF 为代表的部分 ETF 总是会出现成交量的短期迅速放大，最终使得沪深 300 和上证指数基本平盘或者录得微幅上涨。A 股在有了类“平准基金”机制后，稳定程度大幅提升。A 股下行风险可控，上涨有空间，那么预期回报曲线将会大幅改善，出现类“看涨期权”属性。当前市场面临着方向选择，如果市场下行风险可控，选择上行的概率就明显增大。建议后续选择三种属性的股票：（1）局部景气回升的股票（2）高自由现金流收益率（FCF/市值）的股票、（3）低渗透率且渗透率可能会提升的赛道。

结合经济数据来看，细分领域景气度较高或有改善的方向主要集中在三个方向：1) 消费服务领域：家电、家具、文化办公用品、通讯器材、金银珠宝等；2) 新能源车、发电设备、集成电路、风电、工业机器人等高新技术制造领域生产端保持较高景气；3) 地产销售端及资金端边际改善。

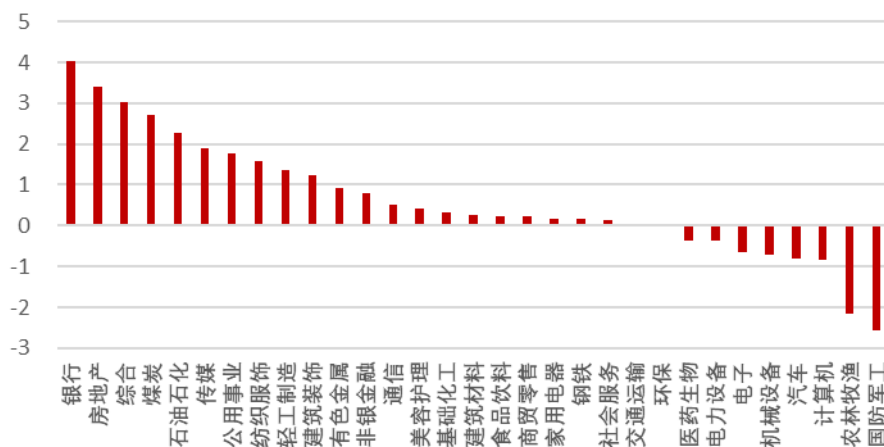
二、 上周市场复盘

上周 A 股主要宽幅指数涨跌分化，其中上证指数涨 1.19% 收报 3276.73 点，万得微盘股涨 1.92%、中证红利涨 1.67% 涨幅较大，中小 100 跌 1.15%、创业板指跌 0.64% 跌幅较多。



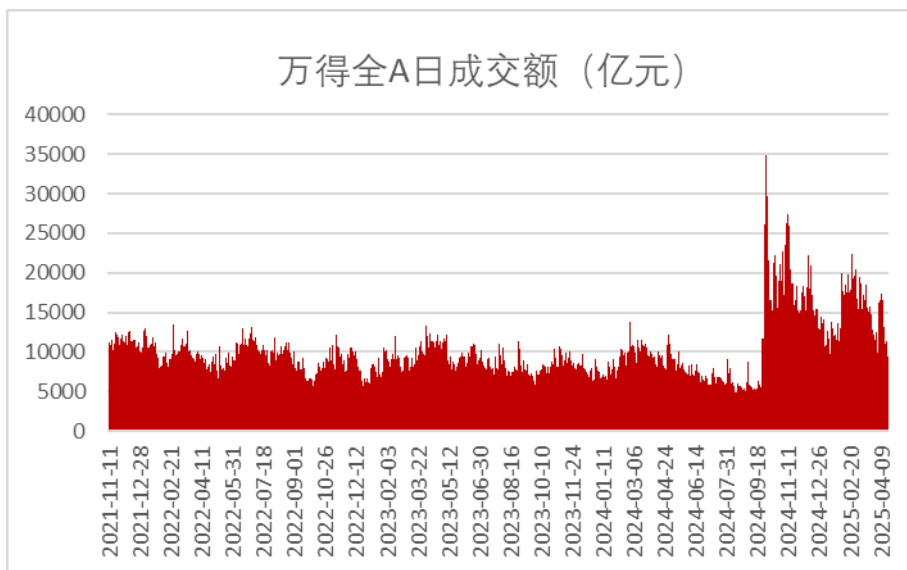
分行业看，上周一级行业多数上涨，银行、房地产、综合等行业涨幅较大，国防军工、农林牧渔、计算机等行业跌幅较大。

申万一级行业周涨跌幅（%）



上周市场情绪转弱，万得全A日均成交额为11086.57亿元，环比减少5037.24亿元。

万得全A日成交额（亿元）



三、 宏观及主要新闻事件

上周重要新闻、事件：

4月15日，**消费**|国务院总理李强在北京调研时强调，沉着冷静应对外部冲击带来的困难挑战，以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，进一步释放我国超大规模市场的活力潜力。

4月16日，**经济**|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%。

4月16日，**关税**|外交部、商务部回应美对华加征245%关税。外交部表示，这场关税战是美方发起的，中方采取必要的反制措施，是为了维护自身的正当权益和国际公平正义，完全合理合法。商务部表示，对于美方这种毫无意义的关税数字游戏，中方不予理会。

4月16日，**关税**|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。

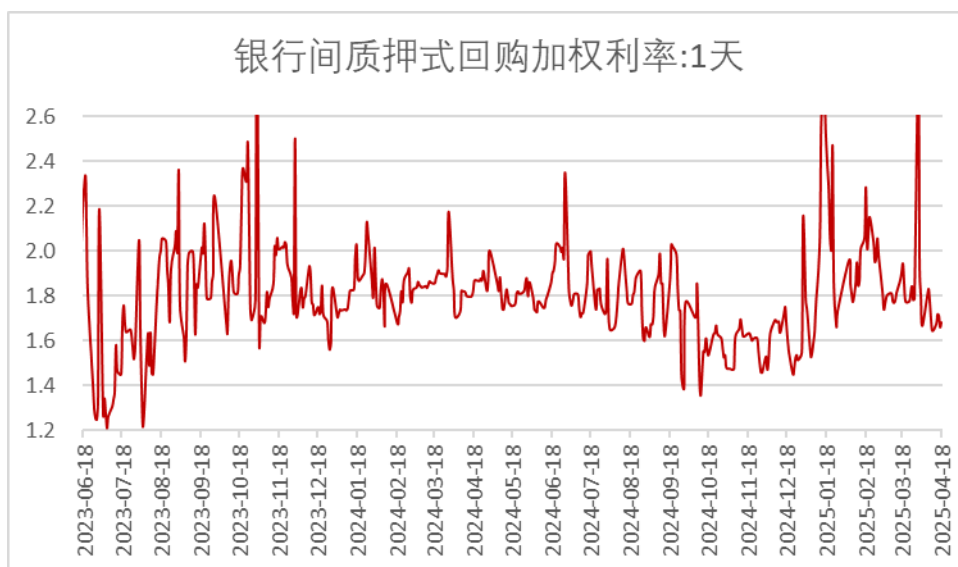
上周主要经济金融数据及事件：

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。

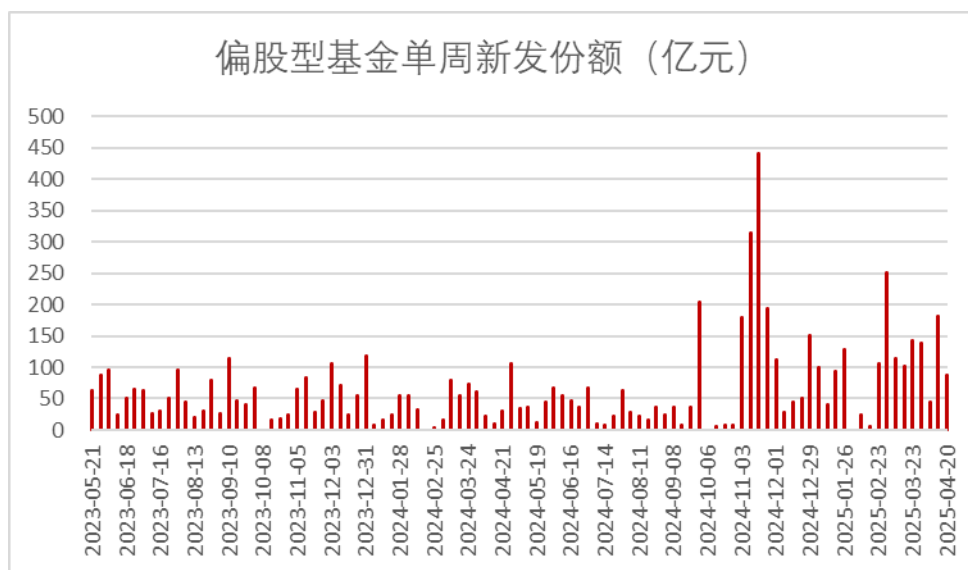
欧洲央行将存款机制利率下调 25 基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 基点至 2.65%。此次下调均符合市场预期，这是该行自去年 6 月宣布降息以来第 7 次下调利率。

四、 市场流动性

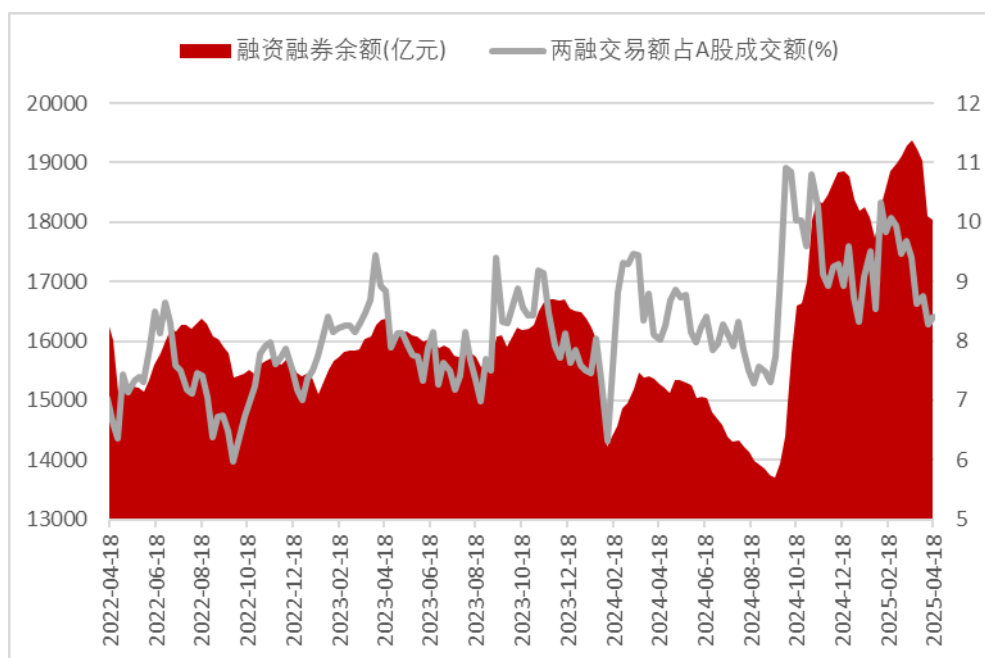
银行间市场流动性：上周央行公开市场进行了 4742 亿元逆回购操作，累计净回笼 2892 亿元。资金价格回升，隔夜回购加权利率上行 3.80 个 bp 至 1.6788%；长端利率震荡回落，10 年国债到期收益率下行 0.75 个 bp 至 1.6493%。



新发偏股公募基金：上周新成立偏股型公募基金新发规模为 87.31 亿元，环比减少 94.24 亿元。



融资融券：上周两融余额环比减少 54.54 亿元至 18038.40 亿元，已连续 4 周下行。两融周成交额 4664.95 亿元，占期间 A 股成交额比为 8.41%，环比增加 0.14 个百分点。



五、 估值性价比跟踪

风险溢价率：上周沪深 300 市盈率环比回升、十年期国债收益率小幅走低，风险溢价率指标（ $1/\text{沪深 300 市盈率} - \text{十年期国债收益率}$ ）环比回落，处于历史均值+1 倍标准差上方。

