

富荣固收：对等关税超预期，债市有望向好

观点：

上周（2025 年 3 月 31 日至 2025 年 4 月 3 日，下同）资金面逐步进入舒适区间，后续若资金价格仍延续偏高运行，长期利率或再窄幅震荡。但根据目前国际情况，资金利率与存单利率大概率回归至前低水平，利率下限有望继续打开。

上周关税政策落地，债市由博弈资金面转为博弈基本面，定价关税同时押注央行对冲措施，10 年国债活跃券收益率下至 1.73%。债市转向乐观，债市收益率当前处于下行阶段，短期观察 10Y 国债震荡下行能否突破 1.7%。利率有望进一步挑战前低，若关税博弈的时间足够长，10Y 收益率或将进一步下探。

1、热点追踪

2025 年 3 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.5%，比 2 月上升 0.3 个百分点。3 月非制造业商务活动指数为 50.8%，比 2 月上升 0.4 个百分点，其中，建筑业商务活动指数为 53.4%，比 2 月上升 0.7 个百分点，服务业 PMI 指数为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点。3 月综合 PMI 产出指数为 51.4%，比 2 月上升 0.3 个百分点。

整体上看，3 月制造业 PMI 指数在扩张区间继续上行，体现了季节性回升和稳增长政策发力的双重作用。另外，因受 DeepSeek 的 AI 大模型发布等事件带动，3 月战略性新兴产业景气度（EPMI）显著上升，这对整体制造业 PMI 指数也有一定拉动，一季度宏观经济延续偏强走势。

分项来看，3 月新订单指数上升 0.7 个百分点，达到 51.8%。扩内需成为推动当月整体 PMI 指数上行的主要动力。当月新出口订单指数意外上升 0.4 个百分点，达到 49.0%，明显高于过去十年 48.1% 的历史平均水平，或表明当前外需仍有较强韧性，3 月出口继续保持正增长。当月供货商配送时间拉长，主要反映市场需求增加，也是 3 月整体 PMI 指数上升的一个原因。

3 月小型企业 PMI 指数大幅反弹 3.3 个百分点，达到 49.6%，为近 11 个月以来的最高水平，是 3 月 PMI 指数的主要亮点，这可能与前期一揽子增量政策向市场终端需求传导有关。

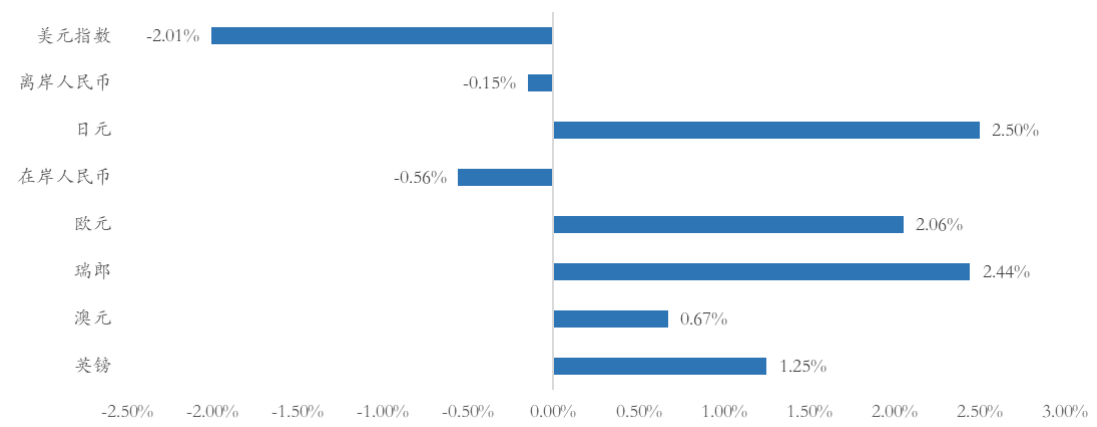
2、上周高频数据

高频数据看国内基本面修复仍较弱，投资领域表现较优，PTA 产量上升，国内消费景气变化不大，国内房地产领域景气下行，30 大中城市商品房成交面积和建材综合指均有所下降；通胀方面，蔬菜、猪肉等价格继续维持小幅上升，油价大幅下行；上周特朗普宣布对等关税，远超市场预期，预计将对我国出口带来巨大冲击。

受特朗普对等关税影响，美元上周大幅走弱，人民币也走弱，其他非美货币均涨。截至 4 月 3 日，美元指数下行 2.01%，在岸人民币跌 0.56%，日元涨 2.50%，瑞郎涨 2.44%，

欧元涨 2.06%，澳元涨 0.67%，英镑涨 1.25%。

图一：主要货币变化率



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250331-20250403

表一：高频数据汇总

产业链	类别	指标名称	本周	单位	周环比
上游	原油	布伦特原油	70.14	美元/桶	-5.25%
		WTI原油	66.95	美元/桶	-4.25%
	煤炭	环渤海动力煤	676.00	元/吨	0.00%
	有色	LME铜结算价	9397.00	美元/吨	-4.06%
中游	制造	兰格钢价指数	131.60	点	-0.23%
		PTA开工率	80.48	%	0.20%
		南华玻璃指数	1443.59	点	-2.38%
	外贸	CDFI	1053.11	点	0.13%
		BDI	1540.00	点	-5.00%
下游	房地产	30大中城市一线城市商品房成交面积	41.55	万平方米	-33.18%
		30大中城市二线城市商品房成交面积	77.66	万平方米	-19.77%
		30大中城市三线城市商品房成交面积	18.83	万平方米	-31.44%
食品		蔬菜批发价格指数	4.87	2015年=100	1.04%
		猪肉平均批发价	20.91	元/公斤	0.82%
		农产品批发价格200指数	120.05	2015年=100	0.91%

数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250331-20250403

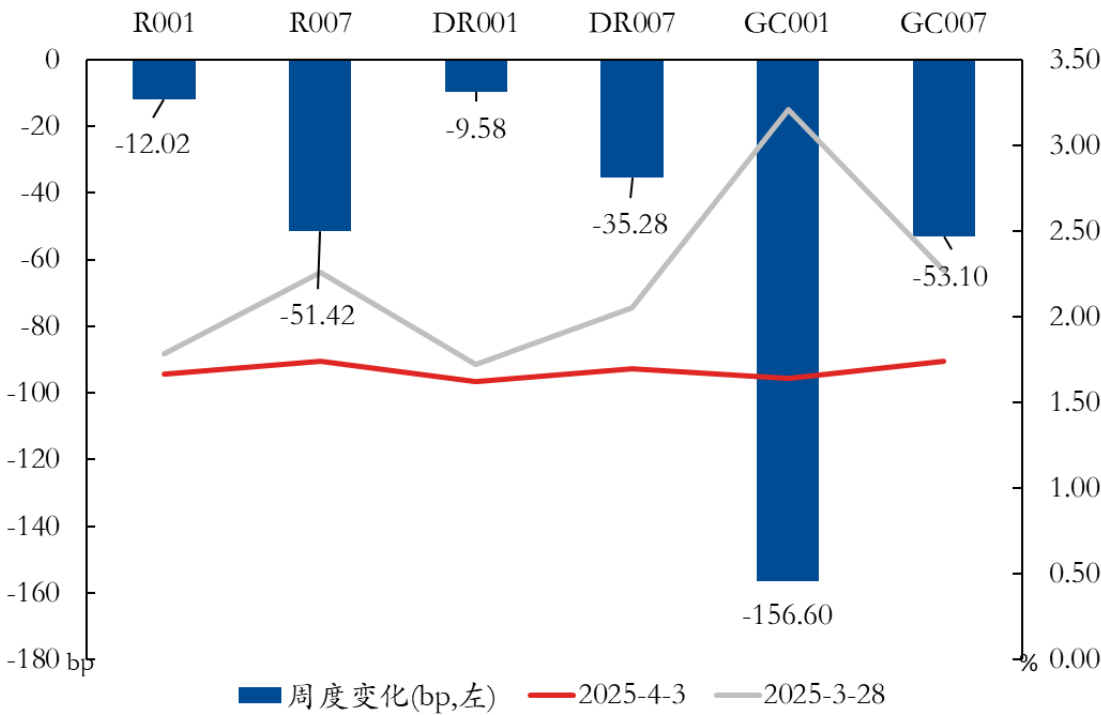
3、上周债券市场

上周随跨季过后，资金逐步宽松。DR001 下行 9.58BP 至 1.62%，DR007 下行 35.28BP 至 1.70%，R001 下行 12.02BP 至 1.66%，R007 下行 51.42BP 至 1.74%。CD:1M 下行 18.88BP 至 1.7362%，CD:3M 下行 9.24BP 至 1.7876%，CD:6M 下行 10BP 至

1.795%，CD:1Y 下行 10BP 至 1.795%。

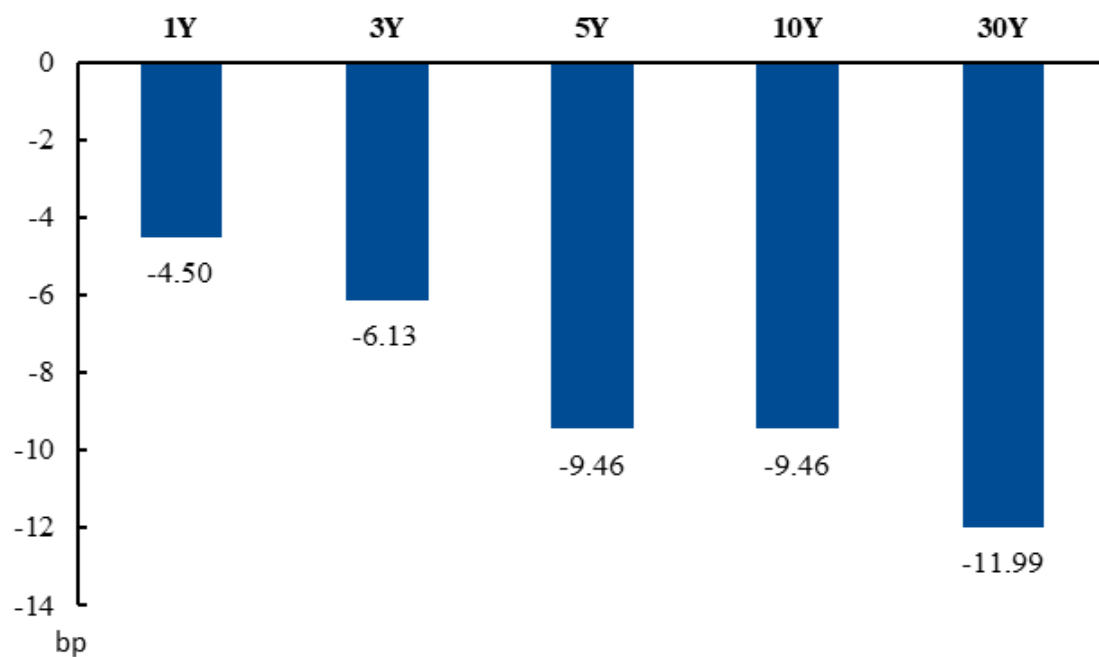
资金整体宽松，特朗普对等关税超预期，债市整体较大幅度下行。1Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别较前一周下行 4.5BP、9.46BP、9.46BP、11.99BP 至 1.4829%、1.5616%、1.718%、1.9052%。资金宽松，特朗普对等关税超预期，市场对降准降息有预期，债市大幅下行。

图二：资金面变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250331-20250403

图三：国债周度变化

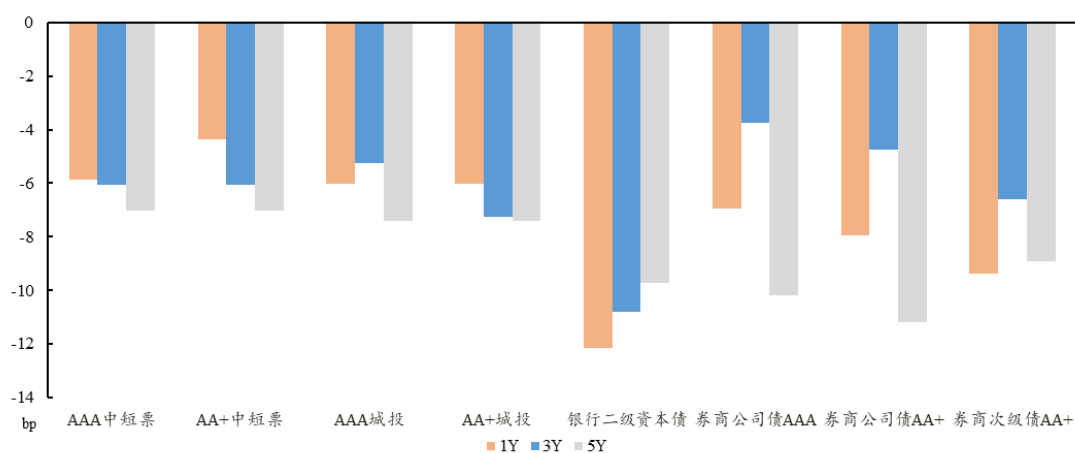


数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250331-20250403

上周处于一季度末、二季度初，资金滞后转松，长端利率横盘震荡，随后对等关税落地，做多情绪催化债市向好行情快速重启。

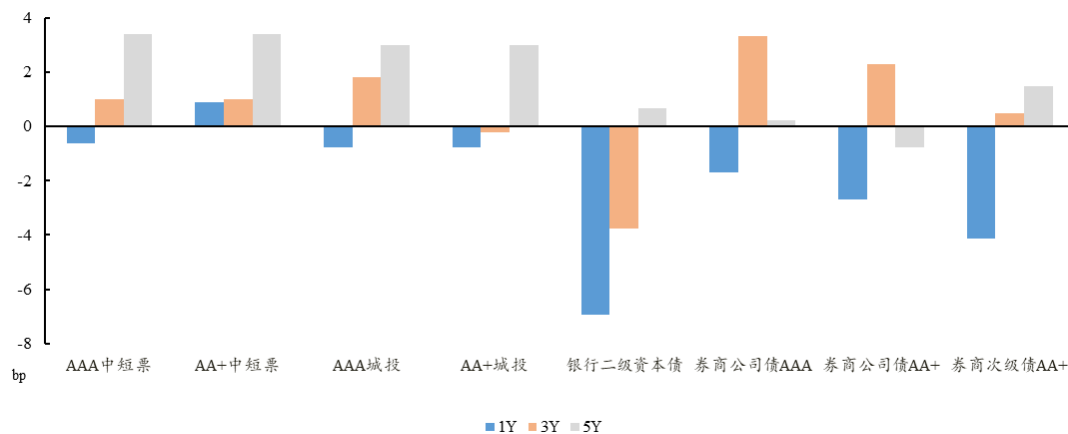
信用债中1年、3年、5年期隐含AA+城投债收益率分别下行6BP、7BP、7BP，二永债收益率下降较多，1年、3年、5年期AAA-二级资本债收益率分别下行12BP、11BP、10BP，收益率全线回到2.0%以内，信用利差大幅缩减。其余品种短端信用利差下降，长端利差走阔。

图四：信用债收益率变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250331-20250403

图五：信用利差变化



数据来源：wind，富荣基金；统计区间：20250331-20250403

风险提示：

- 1、本材料中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本材料所包含的信息或建议在本材料发出后不会发生任何变更，且本材料仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。
- 2、本材料中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。