

金融市场月报

4 月债券、货币市场回顾与展望

目录

一、	宏观经济分析：	2
1、	国内市场	2
2、	海外市场	2
二、	近期重要内容跟踪：	4
1、	通胀数据	4
2、	金融数据	5
3、	贷款市场报价利率（LPR）	7
4、	官方制造业 PMI：	7
三、	货币市场、债券市场回顾及展望：	9
1、	4 月资金面回顾：	9
2、	后期资金面展望	9
3、	4 月债市回顾	10
4、	债券市场展望：	10

一、 宏观经济分析：

1、 国内市场

国内市场方面，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%，比 2024 年四季度环比增长 1.2%。一季度 GDP 实现开门红表明，在国内有效需求增长不足、经济内生动能恢复偏慢的背景下，各项宏观政策发力效果显著。4 月特朗普关税政策对我国冲击较大，供需两端均大幅收缩，经济托底仍需货币政策、财政政策共同发力：4 月 18 日国务院常务会议提出，要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展；4 月 25 日中共中央政治局会议提出用好用足更加积极的财政政策和适当宽松的货币政策；以及 5 月 7 日央行行长潘功胜在国新办发布会上宣布了一揽子三类十项货币政策措施。

2、 海外市场

海外市场方面，4 月下旬以来，特朗普关税政策释放软化信号，叠加美国经济数据整体表现平稳，市场调整前期对美国经济衰退的担忧，美股、美元指数震荡上行。美东时间 5 月 7 日议息会议上，鲍威尔偏鹰派发言，强调了经济前景的不确定性以及通胀风险。他表示当前通胀率仍高于 2% 的目标水平，且短期内可能因关税政策进一步上升，需要更多数据来支持决策，无法先发制人地降息，现阶段保持观望是合理策略。如果已宣布的关税措施持续实施，可能导致“更高的通胀、更低的就业和经济增长放缓”，并延迟美联储实现通胀目标的时间。同时，针对特朗普要

求降息的言论，鲍威尔强调了美联储的独立性，称其对美联储决策“完全没有影响”，美联储的决策仅基于经济数据和风险平衡，而非政治压力。

目前市场对年内降息的预期有所下调，但 CME FED WATCH 显示，市场整体仍预期年内有三次降息概率。一是鲍威尔此次会议必须表态偏鹰以捍卫美联储的独立性，如此才能稳定通胀预期。二是从目前数据来看，“滞胀”的风险并未完全显现，但下半年随着关税影响的积累，美国消费和就业数据或大幅恶化，届时美联储必须对衰退风险做出反应。三是美国国债债务规模和增速已达到历史高位，如若融资成本仍无法降低，利息支出将是美国政府的巨大负担。

现阶段美债在高位区间震荡，美国经济衰退担忧理应增加市场对避险资产——美债的需求，从而实现利率下行，但特朗普过于激进的政策或推高通胀，市场对于特朗普的政策走向也无法预测，因此海外央行及投资者对购买美债持谨慎态度，美债利率难以顺畅下行。

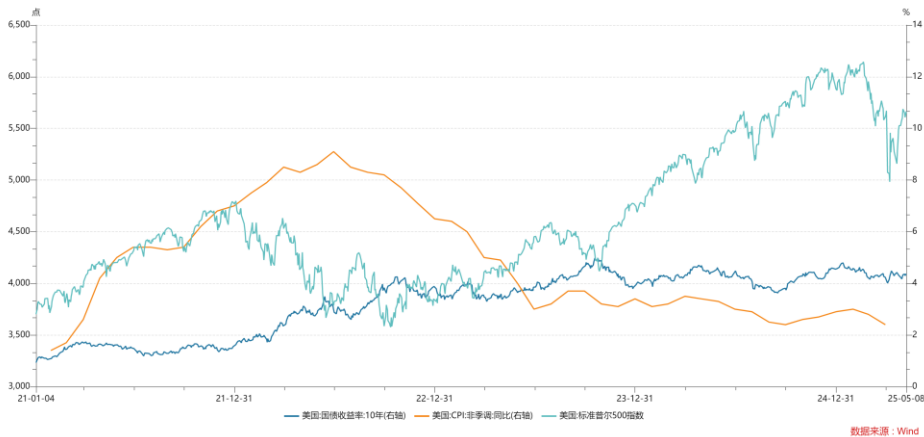


图 1：美国 CPI、10 年期国债、标准普尔 500 走势图

二、 近期重要内容跟踪：

1、 通胀数据

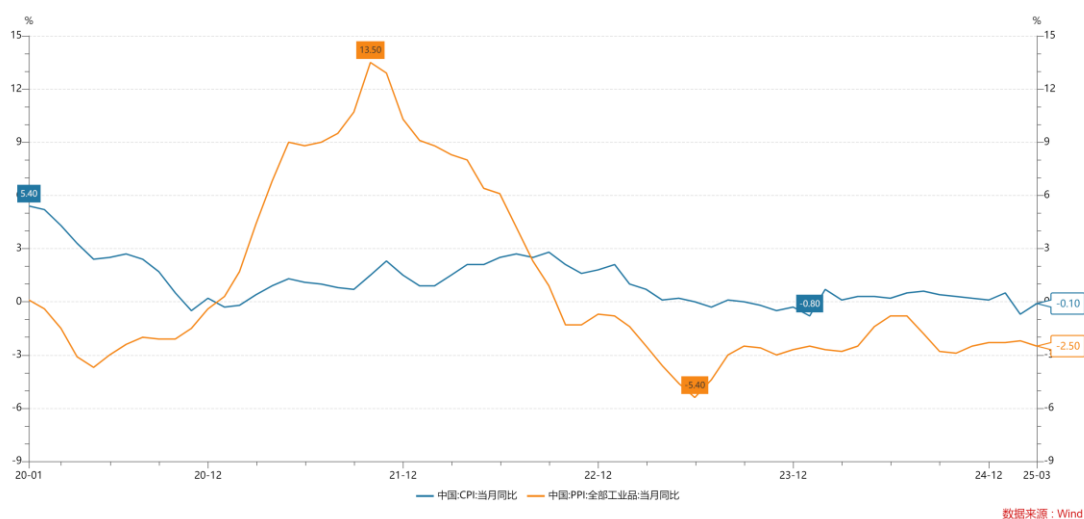


图 2：CPI、PPI 当月同比

通胀方面，3 月 CPI 同比-0.1%，前值-0.7%，环比-0.2%，前值-0.2%；PPI 同比-2.5%，前值-2.2%，环比-0.4%，前值-0.1%。

CPI 方面，春节错位因素消退，CPI 同比降幅收窄，环比持平。分项来看，食品项环比多数下跌，其中鲜菜、猪肉、蛋类价格环比降幅较大，分别为-5.1%、-4.4%、-2.7%，合计拖累 CPI 约 0.19 个百分点，主要是受到天气转暖蔬果供给增加以及猪肉进入传统消费淡季的影响。非食品项环比回落，结构有所分化，衣着、生活用品及服务、教育服务表现偏强，交通工具和交通工具燃料、旅游表现偏弱。

PPI 方面，3 月 PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%，工业品价格走弱，能源化工是主要拖累项。具体来看，黑色方面，房地产开工偏弱、关税政策扰动市场需求，黑色开采（环比 0.1%）和黑色加工（环比-0.5%）表现分化，整体弱势运行；有色方面，美

国关税政策推升铜价,有色开采和有色金属环比分别上行 0.4%、0.5%;能化方面,在 OPEC+重启增产计划、地缘政治局势反复等多方面的影响下,国际原油价格降至低位,国内煤炭价格也持续下行,能源化工产品价格回落,拖累 PPI 降幅扩大。

整体来看,CPI、PPI 仍在磨底阶段,低通胀格局延续。4 月食品价格有所企业,但核心通胀仍低迷,预计 CPI 同比仍在负值区间;受到需求偏弱和海外关税政策的影响,4 月 PPI 预计同比降幅或走阔。

2、 金融数据

根据央行公布数据,2025 年 3 月新增人民币贷款 3.64 万亿元,同比多增 5500 亿元;3 月社会融资增量为 5.89 万亿元,同比多增 1.06 万亿元;3 月 M1 同比增速为 1.6%,M2 同比增速为 7.0%。

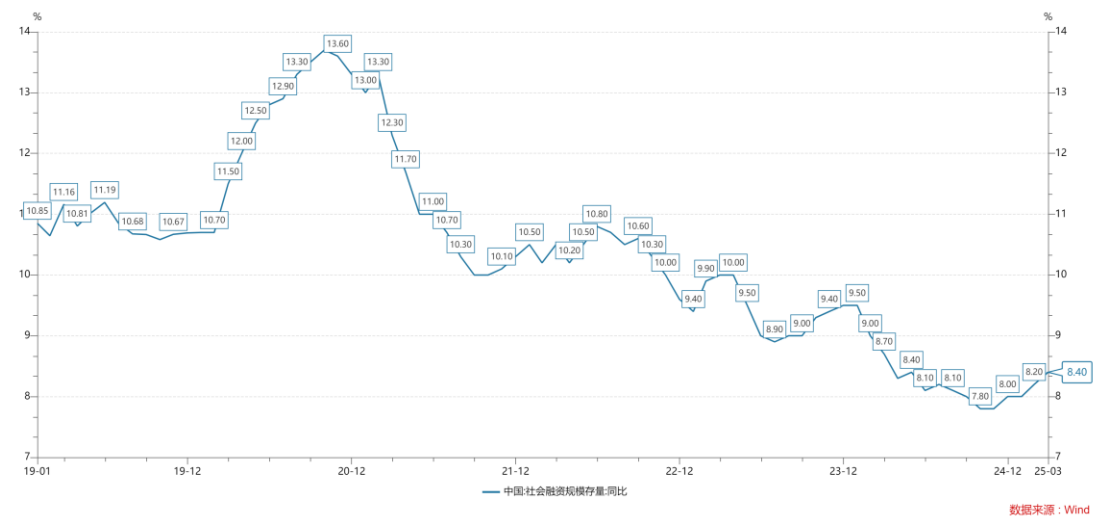


图 3: 社会融资规模同比走势图

从信贷数据来看,3 月新增人民币贷款 3.64 万亿元,同比多增 5500 亿元。从结构上来看:

居民方面，居民短期贷款增加 4841 亿元，同比少增 67 亿元；居民中长期贷款增加 5047 亿元，同比多增 531 亿元。房地产销售进入“金三银四”传统销售旺季，中长期贷款数据有所好转，4 月底政治局会议释放房地产刺激政策，后续居民中长期贷款有望保持韧性。

企业方面，企业短期贷款新增 1.44 万亿元，同比多增 4600 亿元；企业中长期贷款新增 1.58 万亿元，同比少增 200 亿元。3 月是传统生产开工旺季，工业企业景气度较高，且本月票据融资为 -1986 亿元，票据冲量现象消退，表明需求端出现积极迹象，但主要是短贷，后续还需观察持续性。

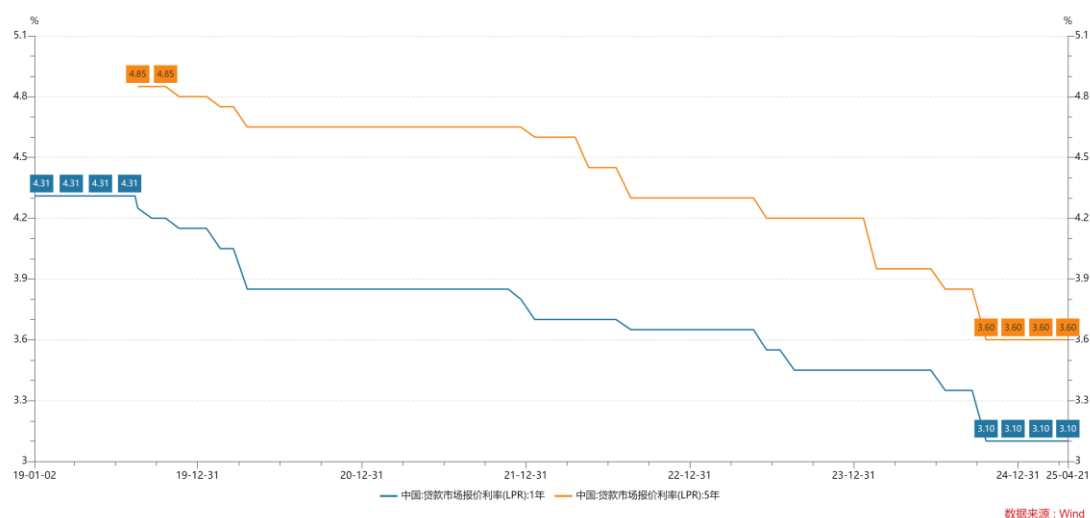
从社融数据来看，3 月社会融资增量 5.89 万亿元，同比多增 1.06 万亿元，主要支撑为政府债券。政府债券融资 1.48 万亿元，同比多增 1.02 万亿元。今年特别国债和专项债明显前置发力，预计 5、6 月份政府债继续支撑社融表现。

货币存款数据来看，3 月 M1 同比 1.6%，较 2 月上升 1.5 个百分点。M1-M2 剪刀差为 -5.4%，缺口缩小 1.5 个百分点。主要由于：在财政支出提速、企业短贷融资好转和地产销售偏暖的影响下，M1 增速提升；与此同时，低基数、信贷投放提速、财政支出加快对 M2 形成支撑，但居民从理财、股市撤出导致非银存款同比多减少 1.26 万亿元，对 M2 形成较大拖累，两股力量相互作用共致 M2 增速总体平稳。整体来看，M1 增速上升，M2 增速持平，使得 M1 与 M2 的剪刀差缩小，反映出在一定程度上实体经

济活力有所修复。

3、 贷款市场报价利率（LPR）

根据 4 月 21 日央行公告，4 月 1 年期贷款市场报价利率为 3.10%，5 年期以上市场报价利率为 3.60%，两个期限品种 LPR 较上月均维持不变。



生产指数 49.8%，比上月下降 2.8 个百分点；从业人员指数 47.9%，比上月下降 0.3 个百分点。关税影响下，需求走弱传导生产端走弱。供货商配送时间指数为 50.2%，比上月下降 0.1 个百分点，制造业原材料供应商交货时间持续加快。

主要原材料购进价格指数 47%，较上月大幅下降 2.8 个百分点，持续收缩。出厂价格指数 44.8%，较上月下降 3.1 个百分点。采购量指数较上月下降 5.5 个百分点至 46.3%。进口指数 43.4%，较上月下降 4.1 个百分点。生产经营活动预期指数为 52.1%，较上月下降 1.7 个百分点。

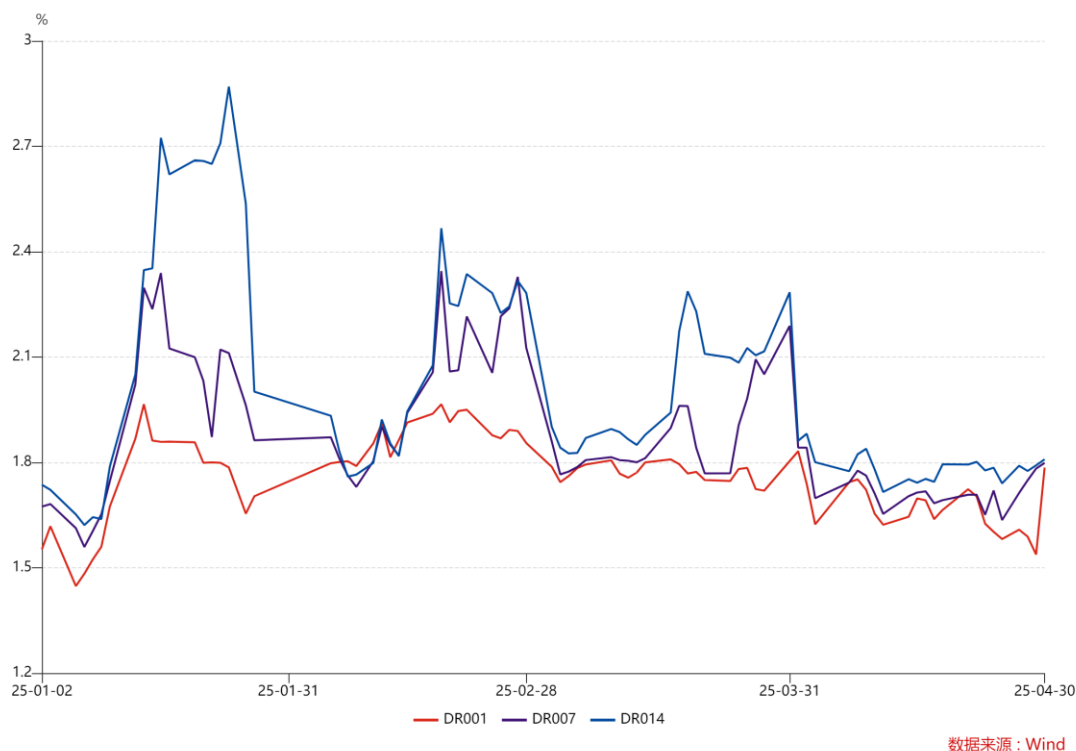
非制造业 PMI 50.4%，比上月下降 0.4 个百分点，仍位于扩张区间。分行业看，建筑业商务活动指数为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点；服务业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点。从行业看，航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、保险等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；水上运输、资本市场服务等行业商务活动指数均低于临界点。

整体来看，制造业 PMI 大幅收缩，关税对我国的供需两端的影响显现。市场已预期关税影响，对数据反应较为平淡。PMI 是领先指标，PMI 大幅收缩或表明前期抢出口效应下积累的产需已逐步释放，预计 4 月出口、制造业生产和经济数据或均走弱。后续需持续关注关税对我国制造业和订单需求带来的影响。

三、 货币市场、债券市场回顾及展望：

1、 4 月资金面回顾：

本月资金面均衡平稳，机构跨月轻松，长端利率下移，总体资金利率曲线再次拉平。本月央行 MLF 连续第二月平价放量投放 6000 亿（到期 1000 亿），加大流动性投放。具体来看：4 月市场隔夜利率在 1.65% 附近，7 天利率平均在 1.70%。而国股一年期同业存单利率从 1.85% 附近下行 10BP 至 1.75%，与市场 7 天回购利率仅相差 5BP。



2、 后期资金面展望

目前外围市场中美贸易摩擦不确定性依旧，对国内经济进一步增压。内部央行预告降准降息操作，对资金市场呵护态度增强，预计资金价格会略有下行。

3、 4 月债市回顾

整体来看，债市整体呈现先下后横盘的走势。4 月 1 日至 4 月 7 日，特朗普“对等关税”影响下，市场对降准降息的预期再度升温，国债收益率大幅下行，1 年期国债收益率下行 10BP、10 年期国债收益率下行 18BP；4 月 8 日，情绪阶段性释放后债市出现调整，中短债在资金价格的制约下收益率多数上行，1 年期国债收益率较前日上行 3BP，长债受到机构止盈、权益回暖的影响也呈上行走势，10 年期国债收益率较前日上行 2BP；4 月 9 日至月尾，有关对等关税的新闻不断，特朗普政府政策反复，债市在国内降准降息时机难以捉摸和基本面承压的形势下走出横盘震荡行情，4 月 30 日 1 年期国债收益率收于 1.4599%、10 年期国债收益率收于 1.6243%。



图 6： 10 年期、1 年期国债到期收益率走势图

4、 债券市场展望：

展望后市，关税对我国的冲击已经显现，供需两端大幅收缩，基本面继续承压。在面临需求增长乏力和财政压力加大的局势下，

货币政策需更加积极。而美国加征关税以来美元持续贬值，人民币兑美元贬值压力持续减小，汇率掣肘有所松动，为货币政策打开空间提供契机。5月7日央行行长潘功胜在国新办发布会上宣布了一揽子三类十项货币政策措施：总量层面降准降息双管齐下，重点在于降低银行等金融机构的负债成本和刺激企业投资和居民消费；结构性工具层面聚焦股市、楼市、消费和科创，在重点领域进一步精准支持。本轮宽松政策有望带动货币市场利率向政策利率靠拢，引导实际利率下行，而随着短端利率下降，中长期债券利率也或打开下行空间，预计二季度国内债券市场将迎来一轮牛市行情。

免责声明

本报告中所提供的信息均根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得。

报告所述信息仅供参考，相关信息及观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资决策的依据，报告阅读者不应自认该信息是准确和完整的而无加判断地予以依赖，一切商业决策均应由报告阅读者综合各方信息后自行做出。对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任；

本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发表时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读。我司对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为南洋商业银行（中国）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。