

康波的回眸：PPI 涨价能传导到 CPI 吗？

资产的信号（20260415）

核心结论

3月PPI同比增长0.5%，结束了连续41个月的负增长，转正时间早于年初市场预期。我们在之前多篇报告里面持续提示：人民币升值驱动跨境资本回流，国内各类要素价格（PPI+CPI）正在系统性走向“再通胀”。3月PPI转正之后，我们可以期待下半年CPI也有望明显回升，制造+消费或将迎来“戴维斯双击”。

1、人民币升值→跨境资本回流→要素价格（PPI+CPI）走向“再通胀”

我们在去年10.12《攻守易形》中指出，过去几年美联储激进加息，驱动跨境资本外流，国内各类要素价格（PPI+CPI）持续低位运行。2024年9月美联储结束加息周期，人民币回归中长期升值趋势，驱动跨境资本回流，国内各类要素价格也将系统性走向“再通胀”：（1）过去1年多，我们能够观测到跨境资本已显著开始回流，但幅度有限，资本市场特别是科技股股价这一单一要素价格得到修复，但PPI和CPI仍在低位；（2）随着去年9月美联储重启降息，跨境资本正在加速回流，这会是国内各类要素价格（PPI+CPI）系统性走向“再通胀”的重要驱动力之一。

今年上半年建议关注PPI链条的资源出口制造业，行业估值和盈利有望随PPI的回升共振修复；今年下半年如果美联储QE，或将打开国内化债政策空间，实体部门资产负债表有望修复，CPI链条的内需消费行业也有望迎来“戴维斯双击”。

2、“输入型通胀”发生后，通常6个月内能从PPI传递到CPI

我们在1.11《康波的凝视：油价一触即发》提示油价将系统性上涨。当前PPI转正受原油等国际大宗商品价格快速上行、国内部分行业供需关系改善等因素影响，部分投资者担心所谓的“输入型通胀”无法有效向中下游传导，但我们判断：跨境资本回流&国民财富回归能够将PPI涨价顺利传导下去——（1）人民币升值驱动的跨境资本加速回流，是PPI和CPI等各类要素价格走向“再通胀”的重要动力，PPI涨价大概率能够向下传导到CPI链条；（2）跨境资本回流也是国民财富回归，修复实体部门现金流量表的同时，也会逐步提升实体部门的消费能力，也有助于PPI涨价向中下游传导。

复盘历史上几次典型的“输入型通胀”：PPI生产资料传导到生活资料，以及PPI（全部工业品）传导到CPI的时间通常在6个月内，考虑到PPI生产资料以及PPI全部工业品底部分别在去年6月和去年7月，PPI生活资料和CPI或已见底，未来半年内有望看到PPI涨价顺利传导到CPI链条。

3、美联储QE打开国内政策化债空间，或是PPI涨价传导到CPI的契机

部分投资者担心，如果终端需求持续偏弱，油价高位可能导致企业产销量再次转差，企业利润（特别是消费行业利润）修复进程反而会因此受阻。

分析师

 曹柳龙 S0800525010001
13817664054
caoliulong@research.xbmail.com.cn
 徐嘉奇 S0800525030002
13207572120
xujiaqi@research.xbmail.com.cn

联系人

 缪一宁
19921876895
miaoyining@research.xbmail.com.cn

但我们在近期多篇报告中持续提示：今年下半年美联储很有可能在流动性压力下加大扩表力度甚至开启QE，届时，国内化债政策空间将会打开，实体资产负债表有望得到修复，中国或将回归2019-21年繁荣的起点，PPI涨价也能顺畅地传导到CPI链条。

4、上半年关注PPI交易（石油/化工/煤炭/新能源链），下半年关注CPI交易（地产/白酒）

（1）上半年关注PPI交易（石油/化工/煤炭/新能源链）：复盘07-08年和20-21年两轮输入型通胀，煤炭、建材、化工、电新毛利率改善幅度较大，随着石油企业完善产能布局，石油石化行业也能明显受益于通胀改善。预计原油供应情况难以恢复到美伊冲突前，上半年PPI大概率会持续走高，石油/化工/煤炭/新能源链业绩也有望随毛利率变化而改善。

（2）下半年关注CPI交易（地产/白酒）：CPI的回升通常滞后PPI 6个月，而CPI同比与消费行业利润增速有显著正相关性。下半年CPI明显改善后消费行业业绩有望改善。同时下半年美联储主席换届后，也是美联储落地更加宽松政策的潜在窗口，一旦美联储开启QE，国内有望借机完成资产负债表的修复，届时地产有望解除系统性风险担忧，居民消费活力也将得到释放，低估值的地产/白酒有望迎来“戴维斯双击”。

5、顺周期“冰火转换”时刻：看好中国经济，做多中国资产

中国经济有望回归19-21年繁荣起点，A股也有望回归19-21年“核心资产牛”。

（1）如果海外经济在欧美宽财政的支撑下保持韧性，我国出口也会保持强劲，人民币升值将加速跨境资本回流，叠加近期不断强化的通胀预期，今年我国有望实现从“再通胀”走向“繁荣”。（2）如果海外经济出现滞涨或衰退等危机，或将“倒逼”美联储QE，届时，中国大规模化债的政策空间有望彻底打开，实体部门资产负债表也将得到修复，中国经济有望回归19-21年“繁荣起点”。

资产配置我们延续3.15《康波的齿轮：农产品“箭在弦上”！》的判断，建议继续重视2026年4张“看涨期权”的投资机会——①受益于油价中枢上移的能源板块（石油/化工/煤炭/新能源链）；②大宗商品超级周期中最后完成“价值填坑”的农业板块（白糖/粮食）；③受益于跨境资本回流以及美联储QE预期的中国消费核心资产（地产/白酒）；④受益于弱美元和中国消费基本面修复的离岸资产（恒生科技）。

同时，美元信用裂痕扩大，继续看好黄金；在海外流动性拐点前，美股/美债或维持震荡，且存在深度调整的风险。

风险提示：全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，技术进步与应用落地节奏变化等。

索引

内容目录

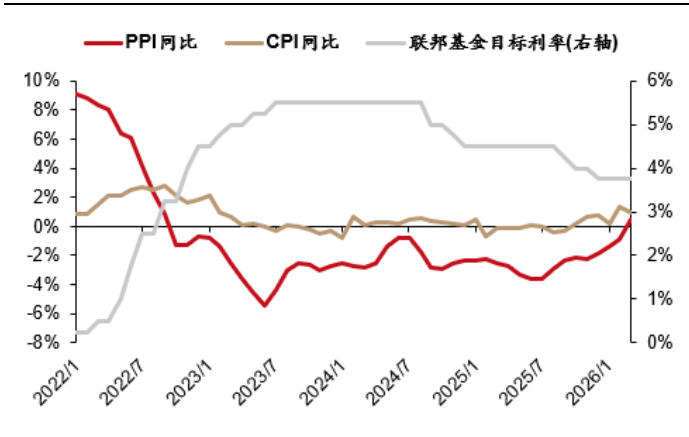
一、 全球大类资产重点变化	7
1.1 国内通胀：PPI 略超预期，CPI 略低预期	7
1.2 美国 CPI 大幅提升，符合预期	7
1.3 美联储议息会议：劳动力市场软化担忧较为普遍	8
1.4 美伊达成停火，但谈判进展有限	9
1.5 海外经济数据：美元利空因素较多	9
二、 上周大类资产回顾	10
2.1 国内股市：放量上攻，冲高回落，全周收涨	10
2.2 海外股市：美股强劲修复，欧股稳步回暖，全球共振普涨	10
2.3 海外债市：走势分化，美降欧升	11
2.4 商品：油价大幅回落，铜与贵金属走强	12
2.5 外汇：美元指数大幅回落，人民币小幅升值	12
三、 风险提示	12

图表目录

图 1：美联储加息，跨境资本外流，PPI 和 CPI 持续低位运行	5
图 2：2025 年下半年以来跨境资本加速回流	5
图 3：去年四季度以来人民币强势表现延续至今	5
图 4：跨境资本加速回流导致流动性宽松，为价格传导创造了条件	5
图 5：输入型通胀中 PPI 生产资料向生活资料传导时间通常在 6 个月或更短时间	5
图 6：输入型通胀中 PPI 向 CPI 传导时间通常也在 6 个月或更短时间	5
图 7：90 年代中日经验已经充分说明，化债是必行之举，人民币升值能够打开化债政策空间	6
图 8：去年四季度以来人民币强势表现延续至今	6
图 9：CPI 上行周期中，消费总体以及白酒业绩有望改善	6
图 10：2026 年继续重视 4 张“看涨期权”：上半年能源化工/农业，下半年白酒/地产/恒生科技	6
图 11：能源价格驱动 3 月美国 CPI 大幅提升	8
表 1：3 月 PPI 转正	7
表 2：3 月 CPI 小幅回落	7
表 3：美联储 3 月会议纪要主要内容	8
表 4：中东局势跟踪（截至 20260414）	9
表 5：海外财经数据（截至 20260411）	9
表 6：境内股票市场表现（截至 26/04/11）	10

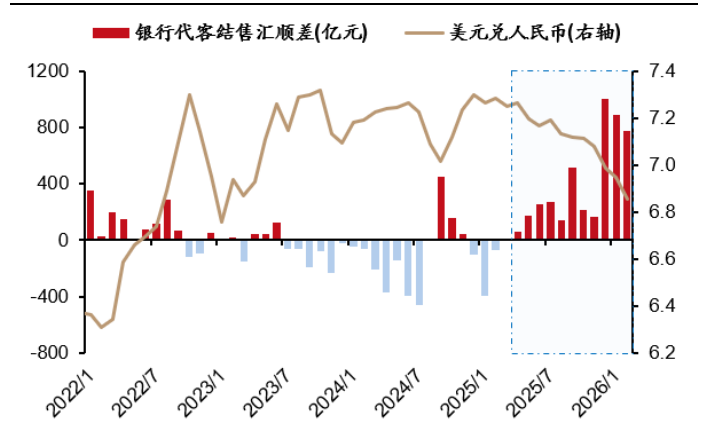
表 7: 境内股票市场行业表现 (截至 26/04/11)	10
表 8: 全球股票市场表现 (截至 26/04/11)	11
表 9: 债券收益率变化 (截至 26/04/11)	11
表 10: 债券市场表现 (截至 26/04/11)	11
表 11: 大宗商品市场表现 (截至 26/04/11)	12
表 12: 外汇市场表现 (截至 26/04/11)	12

图 1: 美联储加息, 跨境资本外流, PPI 和 CPI 持续低位运行



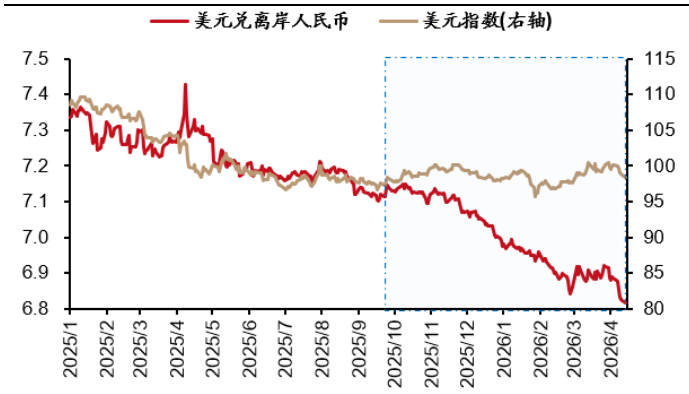
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 2: 2025 年下半年以来跨境资本加速回流



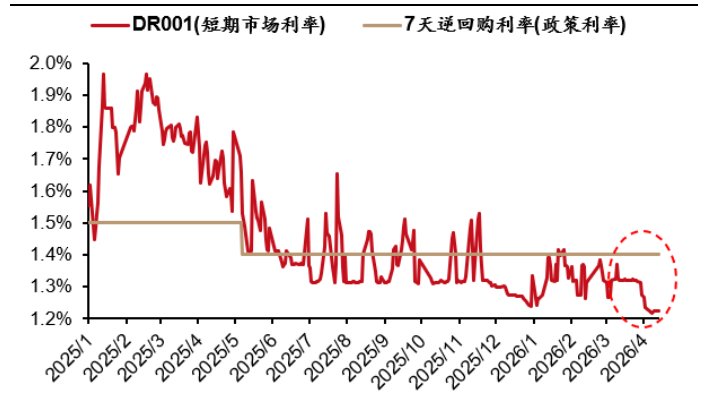
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 3: 去年四季度以来人民币强势表现延续至今



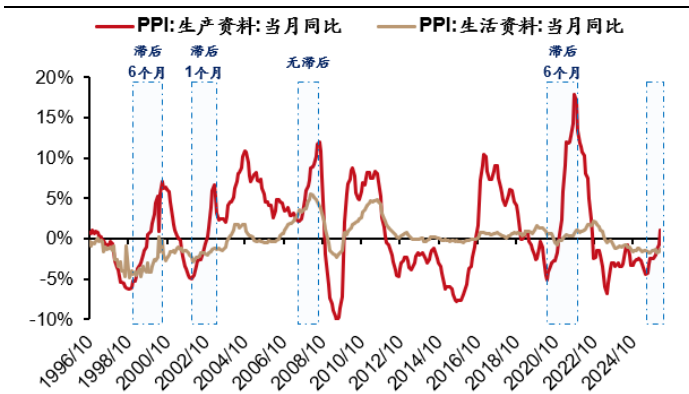
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 4: 跨境资本加速回流导致流动性宽松, 为价格传导创造了条件



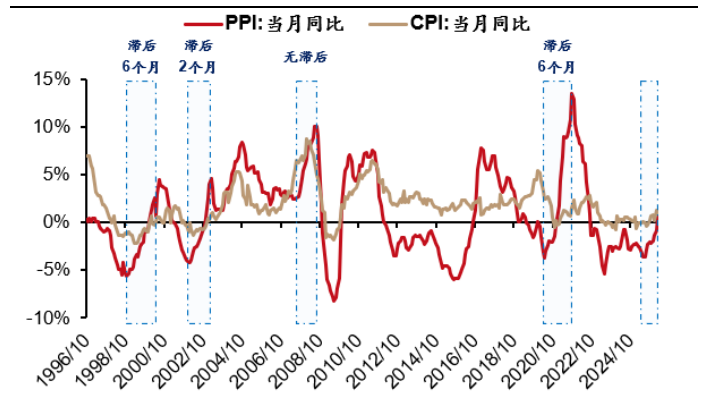
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 5: 输入型通胀中 PPI 生产资料向生活资料传导时间通常在 6 个月或更短时间



资料来源: Wind, 西部证券研发中心 注: 输入型通胀的特征是国际大宗商品价格上涨导致国内通胀上行, 且国内没有明显的通胀驱动力, 存在争议的 09-10 年和 16-17 年因为国内有明确的通胀驱动力不算作输入型通胀

图 6: 输入型通胀中 PPI 向 CPI 传导时间通常在 6 个月或更短时间



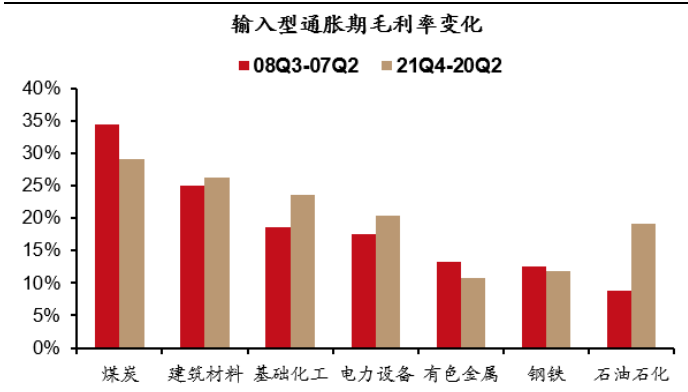
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图7：90年代中日经验已经充分说明，化债是必行之举，人民币升值能够打开化债政策空间



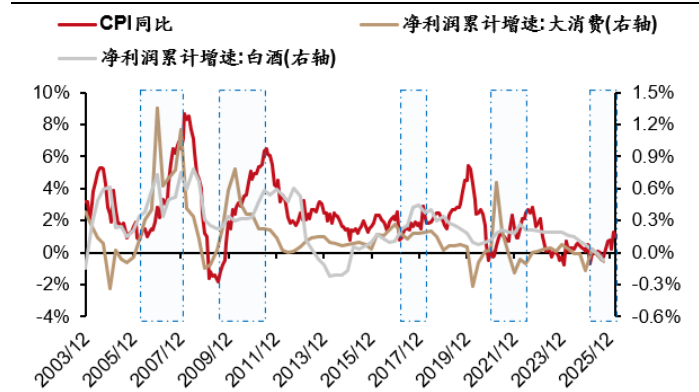
资料来源：西部证券研发中心绘制

图8：去年四季度以来人民币强势表现延续至今



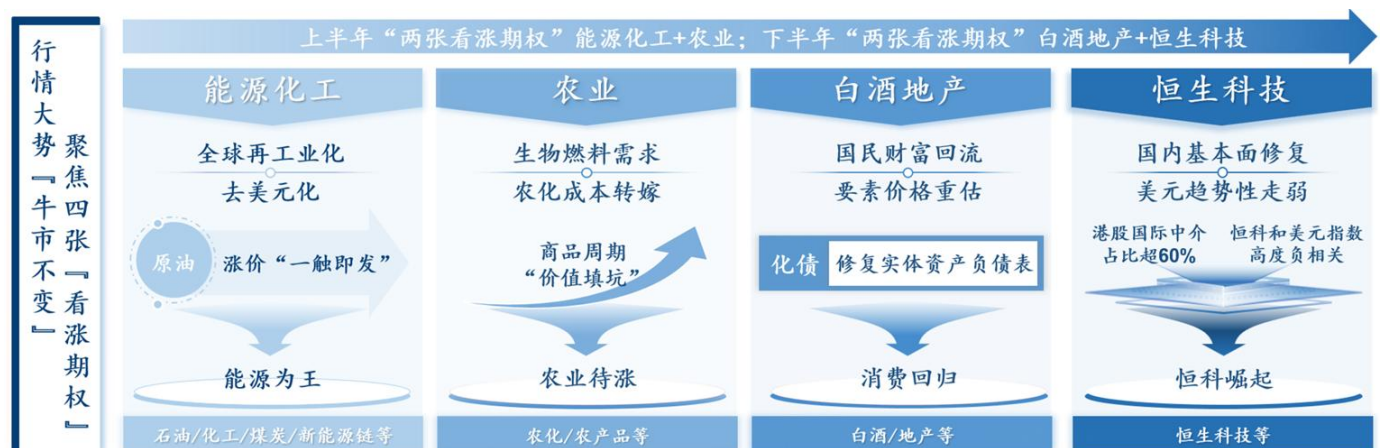
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图9：CPI上行周期中，消费总体以及白酒业绩有望改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图10：2026年继续重视4张“看涨期权”：上半年能源化工/农业，下半年白酒/地产/恒生科技



资料来源：西部证券研发中心绘制

一、全球大类资产重点变化

1.1 国内通胀：PPI略超预期，CPI略低预期

通胀已成事实，后续需要验证通胀能否带动生产和消费。3月PPI同比增长0.5%，结束了连续41个月的负增长，转正时间超年初预期，CPI同比增长1.0%，略低预期但也符合春节后的季节特征。核心CPI同比增长1.1%，尚没有展现出明显的上行趋势。结构上，PPI多数分项均有提升，其中采掘和原材料的转正贡献较大，背后的驱动力既包括地缘冲击带来的油价上涨，也包括油价上涨强化的通胀预期。CPI受食品及核心服务的春节后的季节性回落拖累。

后续市场关注重心将从是否通胀转向通胀的影响。在人民币升值、跨境资本回流的趋势下，国内各类要素价格（PPI+CPI）正在系统性走向“再通胀”，3月PPI转正之后，我们可以期待下半年CPI也有望明显回升，制造+消费或将迎来“戴维斯双击”。

表 1：3月PPI转正

时间	2025/8	2025/9	2025/10	2025/11	2025/12	2026/1	2026/2	2026/3
PPI当月同比	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5
生产资料	-3.2	-2.4	-2.4	-2.4	-2.1	-1.3	-0.7	1.0
·采掘工业	-11.5	-9.0	-7.8	-6.1	-4.7	-8.1	-5.3	2.0
·原材料工业	-4.1	-2.9	-2.5	-2.9	-2.6	-2.0	-1.9	1.1
·加工工业	-2.2	-1.7	-1.9	-1.9	-1.6	-0.4	0.3	0.9
生活资料	-1.7	-1.7	-1.4	-1.5	-1.3	-1.7	-1.6	-1.3
·食品类	-1.7	-1.7	-1.6	-1.5	-1.5	-1.9	-1.8	-1.7
·衣着类	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.7	-1.0	-1.1
·一般日用品类	0.4	0.7	1.0	1.1	1.4	-1.8	-1.8	-1.4
·耐用消费品类	-3.7	-3.9	-3.2	-3.6	-3.5	-1.8	-1.6	-1.0

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 2：3月CPI小幅回落

时间	2025/8	2025/9	2025/10	2025/11	2025/12	2026/1	2026/2	2026/3
CPI同比	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0
·食品	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3
·衣着	1.8	1.7	1.7	1.9	1.7	1.9	1.9	1.6
·居住	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
·交通和通信	-2.4	-2.0	-1.5	-2.3	-2.6	-3.4	-0.7	0.9
·教育文化和娱乐	1.0	0.8	0.9	0.8	0.9	0.0	2.0	1.1
·医疗保健	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9
·其他用品和服务	8.6	9.9	12.8	14.2	17.4	13.2	15.4	13.5
核心CPI同比	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	0.8	1.8	1.1

资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.2 美国CPI大幅提升，符合预期

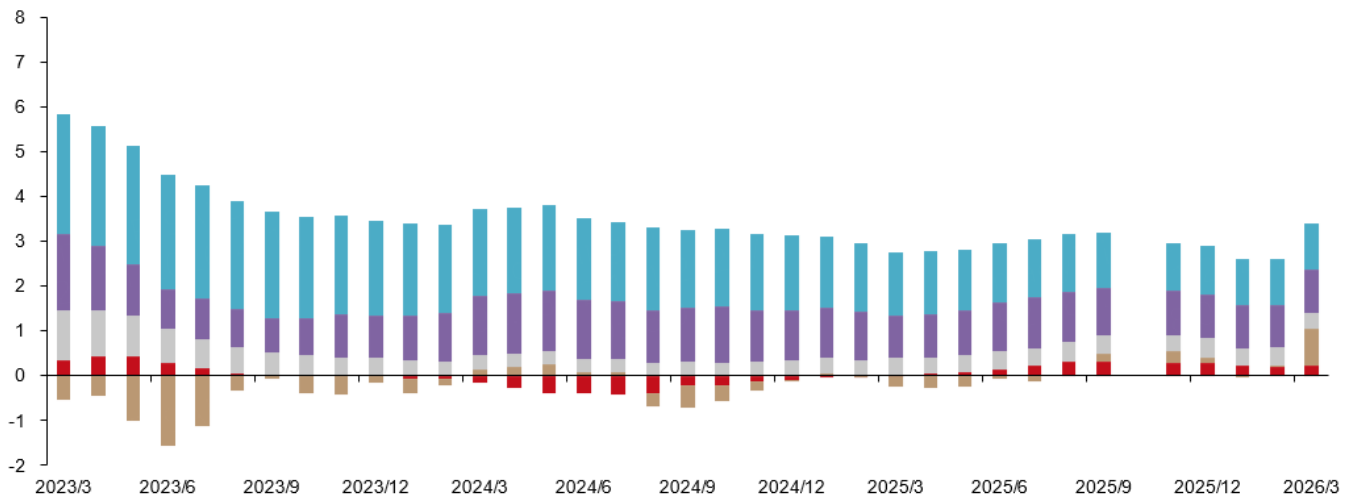
能源价格贡献绝大部分增量。美国3月CPI同比3.3%，高于前值2.4%，环比0.9%，高于前值0.3%，核心CPI略低于预期。结构上，能源对CPI同比的拉动从2月的0.03%提升至0.82%，提升约0.8pct，而CPI同比提升0.9pct。核心商品/房租/核心服务通胀均小幅上行，体现出一定的外溢效应。

地缘冲击带来的油价上涨干扰了对关税和货币政策效应的观察：（1）美联储希望验证关税影响是一次性的，核心商品通胀的回升没有给出支持证据，但也不足以推翻假设；（2）名义利率不变时，通胀提高会导致实际利率下降，可能导致原本的货币政策不够紧，后续继续关注美国服务通胀。

图 11：能源价格驱动 3 月美国 CPI 大幅提升

美国CPI同比分项拆解 (%)

■ 商品(不含食品和能源类商品) ■ 能源 ■ 食品 ■ 服务(不含住所租金) ■ 住所租金



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.3 美联储议息会议：劳动力市场软化担忧较为普遍

降息门槛或没有市场定价的那么高。美联储 3.18 的议息会议纪要公布，多数表述与会议声明区别不大。一个比较意外的点是大多数参与者都担心中东长期冲突可能导致劳动力市场进一步软化，从而促使进一步降息，这或许说明即使战争长期化，联储相比于通胀更担心就业。

另外，会议讨论了流动性相关议题，包括常备回购操作等工具应对货币市场结构的演变，体现出防范风险和流动性支持态度。

表 3：美联储 3 月会议纪要主要内容

主题	共识	少数派观点/分歧
金融风险	总体保持稳定，两年期国债利率上升主要由通胀补偿上升造成，美元表现出一定优势，信贷方面，融资条件有一定限制性，受AI冲击影响私人信贷存在一定担忧	几位参与者还评论了常备回购操作在货币政策实施中的作用，并支持进一步研究中央清算这些操作，以应对货币市场结构的演变
通胀前景	预期较此前预期略高的通胀，主要由于能源上涨 通胀预期会在油价上涨和关税影响结束后回归减缓趋势，到明年年底接近2%，通胀有上行或更持久的风险 大多数长期通胀预期指标与委员会的2%目标保持一致	一些参与者指出，经过数年高于目标的通胀后，长期通胀预期可能会对能源价格上涨变得更加敏感 些参与者指出，尽管住房服务类别的价格上涨在过去一年中显著放缓，现已接近疫情前的速度，但非住房核心服务价格相较于疫情前的速度仍然保持较高
经济前景	预期经济增长较1月小幅下降，主要考虑股价下跌和油价上涨的微小影响 GDP增长预计与潜在增长大致持平，失业率预计维持当前水平一段时间后逐步回落至长期自然失业率，GDP有下行风险 劳动力市场总体保持平衡，净就业创造和劳动力增长将保持低位，存在一定脆弱性 经济活动似乎以稳健的速度扩张，消费者支出表现出韧性，企业固定资产投资依然强劲 2026年经济增长将保持稳健	大多数参与者认为，近期数据读数继续显示劳动力市场总体保持平衡，其他几位参与者指出劳动力市场可能出现放缓迹象 一些参与者指出，企业调查的回复或其业务联系人在短期经济前景不明以及对人工智能和其他技术对劳动力市场长期影响的担忧中，仍然对招聘决策持谨慎态度 少数参与者预计劳动力市场状况将趋于缓和
货币政策前景	大多数参与者担心中东长期冲突可能导致劳动力市场进一步软化，从而促使进一步降息 目前尚难判断中东局势的发展将如何影响美国经济，并认为继续关注局势并评估其对货币政策适当立场的影响是明智的	一位参与者则倾向于将联邦基金利率的目标区间下调25个基点，表达了对当前政策立场依然限制性、导致劳动力需求疲软和劳动力市场下行风险增加的担忧 一些与会者指出，委员会在推动美联储就业和通胀目标时应采取平衡策略，考虑与目标的偏离程度以及就业和通胀预测在不同时间范围内可能恢复到符合委员会职责水平的差异

资料来源：FOMC，西部证券研发中心

1.4 美伊达成停火，但谈判进展有限

双方达成共识难度较大，关键航道通行量保持低位。美国通过封锁霍尔木兹海峡有望封锁伊朗原油出口渠道，加大伊朗经济压力，同时也是对伊朗建立的海峡通行规则的重大挑战，这证明了虽然美国过去建立的自由贸易秩序不再稳固，但新秩序的建立仍然存在难度，康波萧条期加速，地缘局势将保持高度不确定性。

表 4：中东局势跟踪（截至 20260414）

日期	事件
4月13日	特朗普宣布美军将封锁霍尔木兹海峡
4月13日	美伊谈判未达成协议，美方称除核问题外，就“大多数条件达成一致”
4月10日	特朗普：伊朗最好别收海峡“过路费”
4月10日	伊朗最高领袖强调不生战但也不弃权
4月9日	伊朗副外长：有关霍尔木兹海峡关闭的报道有误，通行需获许可
4月8日	伊朗警告以色列继续攻击的后果：将改变海峡决定和攻击地区国家
4月8日	特朗普：将与伊朗讨论关税和制裁事宜 铀浓缩将被禁止
4月6日	伊朗高级官员：不会以“临时停火”为交换条件重新开放霍尔木兹海峡

资料来源：金十数据，西部证券研发中心

1.5 海外经济数据：美元利空因素较多

美国通胀预期走高，消费出现走软迹象。美国 4 月密歇根大学通胀预期和 3 月纽约联储通胀预期均较前值走高，这会增加通胀粘性，甚至导致通胀趋势走强，比地缘局势对油价的瞬时冲击更容易导致美联储的警惕。

与此同时，美国 2 月耐用品订单、2 月个人支出、3 月非制造业 PMI 以及 4 月消费者信心指数均不及预期，反映出美国消费市场本身动能就不强，如果通胀因外生因素加剧，消费市场也存在压力。后续关注地缘局势能否长期缓和，以及局势缓和后通胀预期能否回落以及消费信心能否修复。

表 5：海外财经数据（截至 20260411）

时间	数据	影响
4月10日	德国3月CPI月率终值为1.1%，等于预期的1.10%	影响较小
4月10日	美国4月一年期通胀率预期初值的终值为4.8%，高于预期的4.3%和前值3.8%	利多美元
4月10日	美国4月密歇根大学消费者信心指数初值的终值为47.6，低于预期的52	利空美元
4月10日	美国2月工厂订单月率的终值为0%，高于预期的-0.2%	利多美元
4月9日	美国至4月4日当周初请失业金人数（万人）终值为21.9，高于预期的21	利空美元
4月9日	美国2月核心PCE物价指数年率终值为3%，等于预期的3%	影响较小
4月9日	美国2月个人支出月率终值为0.4%，低于预期的0.5%	利空美元
4月9日	美国第四季度实际GDP年化季率终值为0.5%，低于预期的0.7%	利空美元
4月9日	美国2月批发销售月率终值为2.7%，高于预期的0.4%	利多美元
4月7日	欧元区3月服务业PMI终值为50.2，高于预期的50.1	利空美元
4月7日	欧元区4月Sentix投资者信心指数终值为-19.2，低于预期的-9	利多美元
4月7日	英国3月服务业PMI终值为50.5，低于预期的51.2	利多美元
4月7日	美国2月耐用品订单月率终值为-1.4%，低于预期的-1%	利空美元
4月7日	美国3月纽约联储1年通胀预期终值为3.42%，低于预期的3.5%，但高于前值3.0%	利空美元
4月6日	美国3月ISM非制造业PMI终值为54，低于预期的55	利空美元

资料来源：金十数据，西部证券研发中心

二、上周大类资产回顾

2.1 国内股市：放量上攻，冲关回落，全周收涨

地缘扰动阶段性缓和叠加宏观数据改善，风险偏好回升。上证指数本周上涨 2.74%，上证 50 指数上涨 2.44%，沪深 300 上涨 4.41%，中证 500、中证 1000 和中证 2000 分别上涨 5.77%、上涨 6.13% 和上涨 5.79%。风格层面，价值<成长：国证价值风格指数上涨 1.66%，国证成长风格指数上涨 6.06%。行业层面，电子、通信、计算机领涨，煤炭、食品饮料、银行领跌。

展望：短期 4000 点关口博弈加剧；中长期流动性与产业景气共振，A 股仍有望结构性走强，建议重视四张看涨期权①受益于油价中枢上移的能源板块（石油/化工/煤炭/新能源链）；②大宗商品超级周期中最后完成“价值填坑”的农业板块（白糖/粮食）；③受益于跨境资本回流以及美联储 QE 预期的中国消费核心资产（地产/白酒）；④受益于弱美元和中国消费基本面修复的离岸资产（恒生科技）。

表 6：境内股票市场表现（截至 26/04/11）

	代码	%WTD	%MTD	%YTD
上证指数	000001.SH	2.74	2.42	0.44
上证50	000016.SH	2.44	2.60	-4.34
沪深300	000300.SH	4.41	4.19	0.14
中证500	000905.SH	5.77	4.62	6.75
中证1000	000852.SH	6.13	4.97	5.31
中证2000	932000.CSI	5.79	3.89	5.15
创业板指	399006.SZ	9.50	8.28	7.67
国证价值	399371.SZ	1.66	1.34	0.49
国证成长	399370.SZ	6.06	5.28	5.15

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 7：境内股票市场行业表现（截至 26/04/11）

上周单日及整周涨幅前三行业				
周二	周三	周四	周五	整周
石油石化	计算机	通信	电力设备及 新能源	电子
2.86%	6.87%	1.04%	3.32%	10.87%
基础化工	通信	石油石化	综合金融	通信
2.85%	6.83%	0.74%	3.04%	10.80%
煤炭	电子	电子	非银行金融	计算机
2.53%	6.56%	0.66%	2.48%	6.67%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 海外股市：美股强劲修复，欧股稳步回暖，全球共振普涨

地缘局势降温缓解滞胀恐慌，美股上涨。美股方面，纳斯达克指数整周上涨 4.68%，标普 500 上涨 3.56%，道琼斯指数上涨 3.04%。欧股方面，英国富时 100 上涨 1.57%，法国 CAC40 上涨 3.73%，德国 DAX 上涨 2.74%。

表 8: 全球股票市场表现 (截至 26/04/11)

		价格	%WTD	%MTD	%YTD	%2025 全年
股票						
MSCI 全球市场	MXWO	4474.0	3.66	5.06	0.98	19.49
MSCI 发达市场	MXEA	3046.0	4.34	7.30	5.30	27.89
MSCI 新兴市场	MXEF	1547.5	7.39	10.76	10.19	30.58
S&P 500	SPX	6816.9	3.56	4.42	-0.42	16.39
纳斯达克指数	CCMP	22902.9	4.68	6.08	-1.46	20.36
道琼斯	INDU	47916.6	3.04	3.40	-0.31	12.97
Stoxx 欧洲50	SX5E	5926.1	4.10	6.40	2.33	18.29
德国DAX	DAX	23804.0	2.74	4.96	-2.80	23.01
法国CAC 40	CAC	8259.6	3.73	5.66	1.35	10.42
英国富时100	UKX	10600.5	1.57	4.17	6.74	21.51
日经225	NKY	56924.1	7.15	11.48	13.08	26.18
沪深300	SHSZ300	4636.6	4.41	4.19	0.14	17.66
上证综指	SHCOMP	3986.2	2.74	2.42	0.44	18.41
恒生指数	HSI	25893.5	3.09	4.46	1.03	27.77
中概股	HXCX	8590.2	1.42	1.45	-8.87	13.25
越南胡志明指数	VNINDEX	1750.0	3.92	4.51	-1.93	40.87
巴西IBOVSPA	IBOV	197323.9	4.93	5.26	22.47	33.95
印度Nifty	NIFTY	24050.6	5.89	7.70	-7.96	10.51

资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

2.3 海外债市: 走势分化, 美降欧升

原油价格回调缓解能源通胀担忧, 美债收益率小幅下行。10 年期美债收益率下降 3bp 至 4.31%, 实际利率整周下降 4bp 至 1.93%。30Y-2Y 利差为 112bp, 10Y-2Y 利差为 51bp。本周德国、葡萄牙、意大利、西班牙 10 年期国债收益率分别上升 6bp、上升 5bp、下降 1bp、上升 4bp 至 3.05%、3.46%、3.84%和 3.51%。德债 30Y-2Y 利差 99bp, 10Y-2Y 利差 46bp。

表 9: 债券收益率变化 (截至 26/04/11)

	债券市场近期收益率变化																		
	本期情况						上期变化(bps)												
	3个月	1年	2年	5年	7年	10年	3个月	1年	2年	5年	7年	10年							
国债 (BVAL)													时间: 2026/4/10						
美国国债 (美元)	3.67	3.68	3.80	3.93	4.11	4.31	-2	0	-4	-5	-5	-3	4	21	32	21	18	14	
德国国债 (欧元)	2.03	2.42	2.59	2.74	2.86	3.05	-6	-4	-1	3	5	6	8	44	48	29	27	20	
葡萄牙国债 (欧元)	1.99	2.52	2.65	2.91	3.18	3.46	-2	-3	1	3	3	5	-5	53	62	43	40	31	
意大利国债 (欧元)	1.95	2.57	2.77	3.20	3.50	3.84	0	-6	-7	-3	-2	-1	-9	49	59	36	35	29	
西班牙国债 (欧元)	2.08	2.54	2.70	2.98	3.18	3.51	4	5	-1	2	4	4	6	52	45	34	21	23	
英国国债 (英镑)	3.90	4.19	4.26	4.36	4.56	4.83	3	-7	-6	-2	0	0	8	49	56	44	48	36	
土耳其国债 (美元)	5.19	5.16	5.37	6.21	6.65	6.95	-38	-41	-47	-45	-45	-42	83	70	79	58	51	43	
巴西国债 (美元)	4.78	4.43	4.46	5.20	5.72	6.16	18	14	3	-8	-10	-11	27	-5	1	0	8	14	
美元公债 (BVAL)																			
AA	3.95	3.91	3.94	4.26	4.50	4.83	-5	-6	-8	-9	-9	-8	13	21	25	20	17	14	
A	4.05	4.05	4.10	4.46	4.71	5.05	-6	-7	-9	-10	-9	-9	14	21	27	23	19	15	
BBB	4.30	4.36	4.42	4.79	5.04	5.37	-7	-7	-8	-10	-10	-9	22	28	32	25	21	18	
BB	4.87	4.99	5.11	5.75	6.06	6.47	-22	-24	-25	-26	-26	-25	42	41	41	31	29	33	
B	5.25	5.40	5.62	6.52	6.84	7.18	35	34	32	28	26	25	25	20	13	13	17	21	
欧元公债 (BVAL)																			
AA	2.53	2.73	2.90	3.28	3.52	3.79	-1	-6	-10	-8	-6	-4	22	37	44	32	26	18	
A	2.53	2.74	2.99	3.38	3.60	3.85	-1	-7	-10	-9	-7	-5	22	36	46	31	24	16	
BBB	2.57	2.80	3.07	3.58	3.83	4.11	-5	-7	-9	-8	-6	-4	20	35	43	32	27	21	

资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

表 10: 债券市场表现 (截至 26/04/11)

		%WTD	%MTD	%YTD	%2025 全年
债券					
美国国债	LUATRUU	0.24	0.14	0.10	6.32
意大利国债	BCEI1T	0.23	0.58	-0.94	3.21
西班牙国债	BCES1T	-0.16	0.10	-0.43	1.59
葡萄牙国债	BCEP1T	-0.16	0.13	-0.65	0.70
德国国债	BCEG1T	-0.36	-0.21	-0.52	-1.58
美债1G	LUACTRUU	0.46	0.65	0.11	7.77
美债HY	LF98TRUU	0.90	1.31	0.80	8.62
新兴市场美元债	EMUSTRUU	1.33	1.67	0.30	11.11
中资美元债	I29136US	0.27	0.25	0.59	7.37
结构化美元债	LD19TRUU	0.35	0.38	0.78	8.49
欧元1G	LP06TREU	0.12	0.47	-0.37	1.30
欧元HY	LP01TREU	0.94	1.41	-0.11	4.86
中国债基	I08271CN	0.13	0.15	0.99	0.61
中国国债	I08273CN	0.18	0.15	0.81	0.08
中国公司债	I08275CN	0.10	0.15	1.04	1.84

资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

2.4 商品：油价大幅回落，铜与贵金属走强

美伊停火，地缘局势降温，油气价格回落，铜、贵金属走强。WTI原油，布伦特油价整周分别下跌13.42%和下跌12.68%至96.6、95.2美元/桶。金属方面，DCE铁矿石整周下跌2.90%，LME铜上涨3.93%，LME铝上涨0.84%，黄金上涨1.56%，白银上涨3.92%。

表 11：大宗商品市场表现（截至 26/04/11）

大宗商品		价格	%WTD	%MTD	%YTD	%2025全年
WTI原油 (美元/桶)	CLA	96.6	-13.42	-4.74	69.42	-14.86
ICE 布伦特原油 (美元/桶)	COA	95.2	-12.68	-8.44	58.01	-14.70
ICE NBP天然气 (英镑/兆瓦时)	FNA	109.7	-13.56	-14.37	65.97	-28.94
LME 镍 (美元/吨)	LMNIDS03	17,241.0	0.91	0.77	3.57	8.60
LME 铝 (美元/吨)	LMAHDS03	3,498.5	0.84	0.91	16.79	17.40
LME 铜 (美元/吨)	LMCADS03	12,845.5	3.93	4.13	3.40	41.69
DCE 铁矿石 (元/吨)	IOEA	754.0	-2.90	-4.44	-1.82	1.39
黄金 (美元/金衡盎司)	XAU	4,749.8	1.56	1.75	9.96	64.58
白银 (美元/金衡盎司)	XAG	75.9	3.92	0.94	5.88	147.95
CBT 玉米 (美分/蒲式耳)	C A	451.3	-2.59	-3.63	-0.72	-2.05
ICE 棉花 (美分/磅)	CTA	75.3	3.12	4.44	12.72	-6.48
大商所聚丙烯 (元/吨)	S A	9,025.0	-1.71	-1.73	42.24	-9.21
上期所沥青 (元/吨)	W A	4,133.0	-5.12	-8.88	35.46	-13.40

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

2.5 外汇：美元指数大幅回落，人民币小幅升值

避险情绪降温叠加美债收益率回落，美元指数走弱，人民币小幅升值。本周美元指数收至98.7，较上周下跌1.38%，欧元升值1.77%，英镑升值1.97%，日元升值0.25%，在岸人民币升值0.76%至6.83，离岸人民币升值0.87%至6.83，人民币中间价升值0.40%至6.87。

表 12：外汇市场表现（截至 26/04/11）

外汇		价格	%WTD	%MTD	%YTD	%2025全年
美元指数	DX	98.65	-1.38	-1.31	0.33	-9.37
英镑兑美元	GBPUSD	1.35	1.97	1.78	-0.10	7.66
欧元兑美元	EURUSD	1.17	1.77	1.47	-0.20	13.44
美元兑人民币	USDCNY	6.83	-0.76	-0.98	-2.25	-4.27
美元兑日元	USDJPY	159.27	-0.25	0.35	1.63	-0.31
离岸人民币	USDCNH	6.83	-0.87	-0.92	-2.15	-4.94
人民币中间价	CNYMUSD	6.87	-0.40	-0.78	-2.32	-2.22

资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

三、风险提示

全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，技术进步与应用落地节奏变化等。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10% 以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10% 之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10% 以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址: 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话: 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。