

# 研报精选

2025年4月20日 第217期

## 宏观专栏

### **政策前置发力支撑，关注未来政策——3月经济数据点评**

报告认为，政策前置发力，叠加部分出口前置效应支撑，今年一季度经济实现平稳增长，但价格仍然偏弱。3月单月来看，多数指标同比增速皆较1-2月边际改善。展望未来，报告预计4月起外部不确定性上升，或给经济带来一定下行压力。

### **关税豁免对美国影响多大？**

报告认为，半导体及部分电子消费产品的关税豁免是对此前半导体豁免规则的细化与落地，使美国有效关税率有所下降，但未来也要关注美国或以国家安全为由对半导体加征关税。

## 专题聚焦

### **外部关税对科技硬件行业影响几何？**

报告认为，外部关税的不确定性并不改变行业层面经营本质和企业核心竞争力，考虑电子制造业产业链长且复杂的行业特点，全球消费电子行业制造格局短期很难完全迁移到美国。

### **关税多米诺骨牌效应：越南能否在出口之外实现多元化？**

报告认为，在经贸摩擦背景下，未来或有三个潜在的转变，有可能重塑越南的经济叙事：1) 市场监管放松；2) 汇率浮动管制逐步放宽；3) 供应链的区域化和重塑。

## 宏观专栏

### 政策前置发力支撑，关注未来政策——3月经济数据点评

政策前置发力，叠加部分出口前置效应支撑，一季度经济实现平稳增长，但价格仍然偏弱。3月单月来看，季节性错位下，多数指标同比增速皆较1-2月边际改善。以旧换新政策拉动加快，提振3月社零总额。政策前置发力带动下，固定资产投资增速亦改善。展望未来，4月起外部不确定性上升，我们预计或对经济带来一定下行压力，关注4月政治局会议的政策定调。

政策前置发力，叠加部分出口前置效应支撑，一季度经济实现平稳增长，但价格仍然偏弱。虽然面临去年同期间闰年等因素造成的高基数，2025年一季度GDP同比5.4%，与2024年四季度持平，季调环比1.2%，较2024年四季度的1.6%有所放缓。价格层面，2025年一季度GDP平减指数同比-0.8%，仍然偏弱，显示供需缺口仍待政策发力进一步弥合。分结构来看，一、二、三产业2025年一季度同比增速分别为3.5%、5.9%、5.3%，而2024年四季度同比增速分别为3.7%、5.2%、5.8%。第二产业边际改善对一季度GDP贡献较大。一方面，两新政策、政策前置发力背景下，相关行业生产得到了一定支撑。另一方面，在出口前置效应带动下，2025年一季度规模以上工业企业出口交货值同比6.7%，高于2024年四季度的6.6%，也对第二产业形成了一定支撑。

3月单月来看，季节性错位下，多数指标同比增速皆较1-2月边际改善。

季节性错位，政策叠加出口支撑，工业增加值同比增速改善。3月工业增加值同比增速由1-2月的5.9%上升至7.7%。这一是与季节性错位下去年同期的低基数有关，2024年3月工业增加值同比4.5%，较1-2月下降2.5个百分点。部分受出口前置效应带动，前期3月出口数据超预期，而3月规模以上工业企业出口交货值同比7.7%，较1-2月上升1.5个百分点，也支撑了3月工业生产。从行业来看，3月制造业增加值同比7.9%，较1-2月上升1.0个百分点；高技术产业增加值同比10.7%，较1-2月上升1.6个百分点。从细分行业来看，3月电子、电气机械、专用设备、非金属矿物、钢铁等行业增速较1-2月改善，或额外受两新政策和基

建投资拉动。

**以旧换新政策拉动加快，提振3月社零总额。**3月，社零总额同比增长5.9%，增速较1-2月加快1.9个百分点，这是2024年以来单月增速新高。其中，以旧换新类商品零售额增速大幅改善9.7个百分点至12.5%，非以旧换新分项增速改善0.5个百分点至4.7%。限额以上企业零售中，家电（35.1%）、家具（29.5%）、通讯器材（28.6%）、文化办公用品（21.5%）类商品零售额高速增长，汽车（5.5%）也实现了9.9个百分点的增速改善。而去年同期的较低基数叠加3月的季末效应，亦可能对零售额增速形成一定提振。我们预计，以旧换新的拉动效果可能持续体现，但3000亿元财政资金或存在较大缺口，未来需进一步加大财政资金支持力度。而外贸形势变化可能扰动居民就业和收入，压制消费的内生增长，政策或需加力对冲。

**政策前置发力带动下，固定资产投资增速改善。**1-3月固定资产投资累计同比为4.2%，较1-2月上升0.1个百分点。结构中，基建、制造业增速上升，而房地产降幅扩大。

**一季度广义基建投资同比升至11.5%，符合我们此前预期。**分项上，一季度公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比增长26.0%、3.8%和9.8%，3月各分项均较前2月提速。近期传统基建发力是支撑广义基建的主要动力，3月高频数据显示，伴随着政府债券的前置发行，非房建工地资金到位情况持续好转。基建作为稳增长的重要抓手，我们预计二季度广义基建投资同比仍有望维持在10%左右的高位。

**制造业投资继续受前期出口改善和设备更新改造政策支撑。**前期出口改善带动叠加设备更新改造政策支撑，1-3月制造业投资累计同比9.1%，较1-2月上升0.1个百分点。从行业来看，1-3月电气机械、电子、汽车投资累计同比分别为-7.4%、10.5%、24.5%，而1-2月分别为-8.6%、9.6%、27.0%。整体固定资产投资中设备工器具投资累计同比19.0%，较1-2月上升1.0个百分点。展望未来，4月以来海外贸易政策不确定性上升，我们预计出口或面临一定下行压力，或对制造业投资带来压力。

房地产销售脉冲边际回落，土地市场成交略有回暖，投资依旧承压。需求端，以价换量的格局延续。3月商品房销售面积同比下降0.9%（1-2月同比下降5.1%），商品房销售金额同比下降1.6%（1-2月同比下降2.6%），虽降幅收窄或因为去年低基数所致。3月中金同质二手房价格环比跌幅与2月持平于-0.3%，70城新房价格环比与2月持平于-0.1%，70城二手房价环比从2月的-0.3%收窄至-0.2%。供给端，成交量同比回升，但成交价款同比回落。3月300城土地市场成交面积同比由上月的10%进一步上升至24%，成交价款同比由36.4%回落至30.2%。投资端，房地产投资与施工仍承压，新开工面积跌幅收窄。3月全国新开工面积同比下降18.1%（1-2月同比-29.6%），竣工面积同比下降11.5%（1-2月同比-15.6%），施工面积同比下降32.7%（1-2月同比-26.6%）。3月房企到位资金同比下降3.9%（1-2月同比-3.6%），房地产开发投资完成额同比相较1-2月的-9.8%进一步走阔至-10%。

---

以上观点来自：2025年4月16日中金公司研究部已发布的《政策前置发力支撑，关注未来政策——3月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

## 宏观专栏

### 关税豁免对美国影响多大？

特朗普政府对半导体及部分电子消费产品关税进行豁免。我们认为，这是此前已有半导体豁免规则的细化与落地，且是针对“对等关税”框架下的豁免，并不意味着完全“零关税”。这些豁免能让消费电子产品、人工智能及其相关产业链“缓一口气”，但未来也要关注美国或以国家安全为由对半导体加征关税，以及相关产业链在高关税下的转移。我们的测算显示，豁免政策可以使美国PCE通胀涨幅回落约0.2个百分点，同时抵消约0.14个百分点的实际GDP增速下滑压力，整体影响有限。往前看，特朗普政府或将与部分贸易伙伴展开谈判，但其通过关税“倒逼”产业链回流美国，并希望创收以缓解财政压力的目标没有变。豁免政策代表了一定灵活性，但也要警惕其中的迷惑性和反复性（参见《[特朗普政策解码：目标、逻辑与不确定性冲击](#)》）。

#### 一、对等关税豁免的具体内容

美国时间4月9日特朗普签署总统行政令，细化了对等关税政策关于半导体行业的具体豁免内容，将半导体生产相关产品，以及智能手机、计算机、平板、显示器等消费电子内容纳入豁免范围<sup>1</sup>。最新政策显示，豁免清单具有回溯效力，即2025年4月5日起生效，并对此前已错误征收的关税予以退还<sup>2</sup>。具体有几方面值得特别关注：

► 本次豁免是此前已经提出的半导体豁免规则的细化与落地。半导体器件（HS8541下属部分商品）与电子集成电路（8542）本身就在4月2日公布的对等关税政策的豁免行列中<sup>3</sup>（参见《[特朗普“对等关税”冲击超预期](#)》）。但部分与半导体生产相关的商品在对等关税初次落地之时未被豁免，如半导体制造设备（8486）为本轮新纳入的HS商品类别。我们认为，半导体生产设备的豁免也可能与台积电计划在美投资1650亿美元建厂<sup>4</sup>等美国本土半导体产能扩张的企

<sup>1</sup> <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/modifying-reciprocal-tariff-rates-to-reflect-trading-partner-retaliation-and-alignment/>

<sup>2</sup> <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/clarification-of-exceptions-under-executive-order-14257-of-april-2-2025-as-amended/>

<sup>3</sup> <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/04/Annex-II.pdf>

<sup>4</sup> <https://pr.tsmc.com/english/news/3210>



划有关。

► 消费电子产品普遍获得豁免，让苹果、英伟达等产业链在海外的美国跨国公司以及AI相关产品“缓了一口气”。政策显示，计算机（8471）、计算机零件（8473.30）、智能手机（8517.13.00）、路由器等数据传输机器（8517.62.00）、固态数据存储设备（8523.51.00）、平板显示器和触摸屏（8524）、计算机显示屏（8528.52.00）被首次纳入对等关税的豁免清单中。这些电子产品一方面与消费者日常消费紧密相关，而另一方面数据存储、传输、处理相关的设备成本更是直接影响美国本土支柱科技产业的研发、生产与销售。中国是消费电子产品的重要生产地，相关商品如果持续面临125%关税影响，则可能会使得美国本土自研但海外生产的苹果手机、iPad价格大幅上涨。此前已有新闻称苹果紧急从海外进口150万台手机补充库存，以应对关税的上涨，但这毕竟只是权宜之计<sup>5</sup>。

► 本次豁免政策是针对于“对等关税”政策框架下的豁免，并不意味着相关行业就此实现“零关税”，未来相关行业关税仍有不确定性。一方面，此前以非法移民与芬太尼为由落地的对中国的额外20%关税仍将覆盖上述相关类别的产品。另一方面，本次对等关税框架下对于半导体的豁免或并不意味着相关行业完全“免疫”关税，而可能只是希望具有关键安全性的行业不受国别式激进关税的直接冲击。特朗普此前一直在计划要对半导体、药品等关乎国家安全的产业加征额外行业关税<sup>6</sup>，这表明，半导体的豁免也可能是只是暂时的。另外，特朗普称4月14日周一将对于半导体关税给出更多更新与细节，也暗示了潜在变化的可能<sup>7</sup>。

## 二、对等关税豁免对美国的影响

美国国际贸易委员会（USITC）数据显示，2024年美国进口上述豁免商品的总额达3831亿美元，约占美国进口总额的12%。其中，中国是美国进口这些豁免商品的主要来源国之一，进口额约959亿美元，占豁免商品进口总额的25%。

<sup>5</sup> <https://www.cbsnews.com/news/apple-airlifts-iphones-india-tariffs/>

<sup>6</sup> <https://www.cnbc.com/2025/02/19/trump-suggests-25percent-tariffs-on-autos-pharma-and-semiconductors-that-could-go-even-higher.html>

<sup>7</sup> <https://www.reuters.com/world/us/trump-says-he-will-provide-more-info-chips-tariffs-monday-2025-04-13/>

我们的测算显示，特朗普在4月9日对其他贸易伙伴实施90天的关税暂缓，保留10%的基础关税，同时将对中国的对等关税率提高至125%<sup>8</sup>，这一调整使美国有效关税率上升至30.8%。在此基础上，对半导体和消费电子关税豁免可以使美国有效关税率下降2.4个百分点，回落至28.4%。

在经济影响方面，上述豁免或可使美国PCE通胀涨幅回落0.2个百分点，同时抵消约0.14个百分点的实际GDP增速下滑压力，并减少财政收入792亿美元。这一影响相对有限，一个原因是包括手机、平板电脑在内的科技电子产品在美国消费者CPI篮子中的权重为0.702%<sup>9</sup>，占比较小。因此我们认为，这些豁免政策更多是对相关行业的利好，在宏观层面上的影响或有限。

豁免政策也代表美国贸易政策具有灵活性，特别是在政策对其国内经济和商业信心造成较大影响时，也可能会进行适度修正。从最新情况来看，美国可能会与部分贸易伙伴进行关税谈判，以缓解资本市场对于短期不确定性的担忧。此前财政部长贝森特表示，美国已收到超过75个国家的来电，寻求关税和解<sup>10</sup>。我们认为具有优先级的国家可能包括日本、韩国、越南等。此外，美国与欧盟之间的沟通也值得关注。此前马斯克曾提出美欧之间“零关税”设想，部分欧盟官员也表露出希望与美国沟通的意愿<sup>11</sup>。

总体来看，特朗普通过关税“倒逼”产业链回流美国，并希望创收以缓解财政压力的目标没有变。这意味着对于美国豁免政策的变化也不宜过度乐观，要警惕其中的迷惑性和反复性。

---

以上观点来自：2025年4月14日中金公司研究部已发布的《关税豁免对美国影响多大？》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

林雨昕 联系人 SAC 执证编号：S0080124070052

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

---

<sup>8</sup> <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/modifying-reciprocal-tariff-rates-to-reflect-trading-partner-retaliation-and-alignment/>

<sup>9</sup> BLS, CONSUMER PRICE INDEX – MARCH 2025.

<sup>10</sup> <https://www.forbes.com/sites/alisondurkee/2025/04/10/will-trump-negotiate-tariffs-countries-start-using-90-day-pause-to-reach-deals-with-white-house/>

<sup>11</sup> <https://www.politico.eu/article/musk-hopes-us-eu-get-to-zero-tariff-situation/>

## 专题聚焦

### 外部关税对科技硬件行业影响几何？

美国对等关税政策对科技硬件行业造成影响，外部关税具有不确定性。根据4月13日美国海关最新的豁免名单<sup>12</sup>，美国对特定商品免除对等关税，其中包含智能手机、计算机、交换机等产品，中国亦被包括在其中，适用的关税回到“对等关税”之前的水平。但行业仍面临外部关税的不确定性。

我们认为，外部关税的不确定性一方面并不改变行业层面经营本质和企业核心竞争力，考虑电子制造业产业链长且复杂的行业特点，全球消费电子行业制造格局短期很难完全迁移到美国，长期看“中国+N”的消费电子制造格局仍具有吸引力；另一方面，我们看好本次中国关税政策下半导体设计和制造等环节的国产替代机遇。

**消费电子：短期政策变动扰动，中期全球产能布局分散风险，长期制造中心地位稳固。**我们认为短期关税政策变动会造成扰动，但中长期考虑全球产能布局分散及行业层面经营本质和企业核心竞争力，消费电子制造中心地位稳固。

**半导体：建议继续关注科技自立长逻辑。**政策端的不确定性，并不影响我们对中国半导体产业链上企业基本面的判断。从基本面来看，我们对中国半导体公司受贸易摩擦影响做如下评估：出口方面，我们认为：1）半导体设计企业整体对美国销售敞口较小；2）大制造板块来看，晶圆代工对美出口比例较低，封测对美出口比例相对较高，但头部厂商在东南亚等地有多元化的产能布局。进口方面，我们认为中国本土市场有着对半导体产品的广阔需求，当前（4月13日）我国关税政策对半导体芯片及生产要素端实施国产化具有正向加速贡献。

**光模块：海外工厂能力日臻完备，短期政策变动不改中国企业竞争实力。**我们认为出海业务较多的头部光通信企业，近年来不断夯实泰国工厂能力，对北美客户需求的覆盖比例、产业链环节的覆盖深度上均突破明显，多元化的国

<sup>12</sup> [https://content.govdelivery.com/bulletins/gd/USDHSCBP-3db9e55?wgt\\_ref=USDHSCBP\\_WIDGET\\_2](https://content.govdelivery.com/bulletins/gd/USDHSCBP-3db9e55?wgt_ref=USDHSCBP_WIDGET_2)



际产能部署将为各企业在本轮关税政策的潜在变化中提供更多应对空间。当前美国CSP的光模块核心供应商中，较少有直接在美国设立光模块产能的情况，我们认为这意味着关税问题对于大部分在位厂商而言属于系统性风险，并不会削弱中国企业竞争实力。

---

以上观点来自：2025年4月16日中金公司研究部已发布的《外部关税对科技硬件行业影响几何？》

温晗静 分析员 SAC 执证编号：S0080521070003 SFC CE Ref: BSJ666

成乔升 分析员 SAC 执证编号：S0080521060004

李诗雯 分析员 SAC 执证编号：S0080521070008 SFC CE Ref: BRG963

张怡康 分析员 SAC 执证编号：S0080522110007 SFC CE Ref: BTO172

李澄宁 分析员 SAC 执证编号：S0080522050003 SFC CE Ref: BSM544

查玉洁 分析员 SAC 执证编号：S0080524110001

于新彦 分析员 SAC 执证编号：S0080524080007

## 专题聚焦

### 关税多米诺骨牌效应：越南能否在出口之外实现多元化？

**越南经济2025年2季度展望：**

**宏观经济：**在贸易保护主义时代，越南经济的新叙事可能是什么？

2025年1季度，越南实际GDP增长6.9%（2024年1季度为6.0%），维持强劲增长势头，也是2019年以来的首季度最高增速。但是，随着美国提出“对等关税”政策，越南经济增速出现了转折点，美国“对等关税”暂停90天期间，越南2季度经济增速面临不确定性。我们认为未来或有三个潜在的转变，有可能重塑越南的经济叙事：1）市场监管放松；2）汇率浮动管制逐步放宽；3）供应链的区域化和重塑。

**政策：**精简行政单位和政府机构以提高效率

越南计划2025年7月1日开始实行两级行政管理模式，6月30日前将10,035个乡镇级行政机构数量削减60-70%，8月30日前将63个省级行政机构调整为34个。通过此次重组，部委和部门人员将减少20%，裁减13个一般部门的22,300个职位<sup>13</sup>，我们认为未来越南的财政支出效率有望改善。

**外贸：**越南出口贸易原先的高景气度或面临新局面

越南经济实现了出口驱动型增长，但2016年至2024年期间也承受了其带来的波动。鉴于经济增长面临风险，我们认为越南可能通过以下方式降低与美国贸易敞口相关的风险：1）通过新增国别建立全面战略伙伴关系实现市场多元化；2）增加从美国的进口以缓解贸易摩擦；3）降低对美国的进口关税。

**资本市场：**每股收益和估值调整仍在进行中

据彭博社市场一致预期，越南股票市场2025年和2026年动态市盈率分别为9.5倍和7.8倍。我们认为估值具有吸引力，但2025年2季度市场波动可能较大。

<sup>13</sup> <https://www.nationthailand.com/blogs/news/asean/40047595>

---

### 行业配置：具有高度本地化运营和消费属性的防御性资产

我们认为，2025年2季度主要受益行业包括对美国市场敞口较低的本地供应链和消费行业、财政支出驱动型行业，以及需求波动小且股息收益率具有吸引力的防御性资产。

---

以上观点来自：2025年4月15日中金公司研究部已发布的《关税多米诺骨牌效应：越南能否在出口之外实现多元化？》

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553  
陈迪生 联系人 SAC 执证编号：S0080124040063 SFC CE Ref: BUA575  
陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220  
侯利维 分析员 SAC 执证编号：S0080521090008 SFC CE Ref: BLP081  
王嘉钰 分析员 SAC 执证编号：S0080522110006 SFC CE Ref: BTW740

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.4.14 海外宏观简评：关税豁免对美国影响多大？
- 2025.4.14 中国图说中国宏观周报：央行资产负债表提供政策空间 | 3月金融数据点评
- 2025.4.14 中国宏观热点速评：3月出口季节性改善——2025年3月进出口点评
- 2025.4.16 联合解读：中金4月数说资产
- 2025.4.16 中国宏观热点速评：政策前置发力支撑，关注未来政策——3月经济数据点评

### 策略及大宗商品

- 2025.4.14 海外策略：美元流动性危机距离我们有多远？
- 2025.4.15 能源：聚焦：石油：过剩压力挑战成本支撑
- 2025.4.15 有色金属：聚焦：铜：需求冲击不改供给叙事
- 2025.4.16 大宗商品：数据观察：3月数据点评：能源需求偏弱，金属消费有韧性
- 2025.4.17 农产品：聚焦：生猪：弱预期下，磨底路漫漫

### 固定收益

- 2025.4.14 简评：企业短贷和政府债券支撑社融，关注关税对二季度融资影响——3月金融数据点评
- 2025.4.14 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.4.14 信用债收益率跟踪周报：需求增强下信用利差短端压缩
- 2025.4.14 专题研究：信用风险短期仍可控：美国“对等关税”对信用债的影响
- 2025.4.14 简评：一季度贸易顺差再创新高，关注关税后的影响——3月贸易数据分析
- 2025.4.15 中国房地产债券月报：3月房地产债券月报：土拍活跃度上升
- 2025.4.16 简评：出口和消费刺激前置发力，关注二季度边际变化——2025年3月经济数据分析
- 2025.4.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.4.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.4.18 中国可转债策略周报：转债这次是“领先”了吗——暨本月十大转债
- 2025.4.19 中国利率策略周报：美债问题的破局及影响



## 行业

- 2025.4.14 化工：新关税政策下新材料的投资机会梳理
- 2025.4.14 银行：信贷开门红良好收官——3月社融数据点评
- 2025.4.14 REITs：公募REITs周报（4.7-4.11）：市场走势分化，关注业绩韧性
- 2025.4.14 工业：光伏前沿研究(九)|白银涨价行业承压，铜浆降本箭在弦上——光伏贱金属化深度报告
- 2025.4.14 电力电气设备：电新双周报：电力现货市场建设加速，关注市场风险偏好修复机会
- 2025.4.14 REITs：如何看待数据中心REIT？
- 2025.4.14 主题研究：光伏周谈 | 关税扰动、排产高增，关注低位反弹标的（25年第15周）
- 2025.4.15 不动产与空间服务：周评#434：上周新房销售同降超一成，二手房增幅收窄
- 2025.4.15 公用事业：电力环保周报：电企积极响应市值管理号召，市场波动下电力避险属性再获关注
- 2025.4.15 科技硬件：2025电信资本开支：总量承压，关注算力、5G-A等结构性成长机遇
- 2025.4.15 部院联合：新型电力系统月度观察：国网一季度电网投资创新高，虚拟电厂盈利模式有望改善
- 2025.4.15 农业：USDA 4月供需报告：国际大豆、玉米供需边际收紧；贸易摩擦短期影响或有限
- 2025.4.15 传媒互联网：IP系列#4 卡牌行业深度分析：IP纵向拓展加速，关注“内容+体验消费”双轮驱动
- 2025.4.16 公用事业：光伏玻璃海外需求持续向好，利润空间增厚
- 2025.4.16 科技硬件：外部关税对科技硬件行业影响几何？
- 2025.4.16 房地产：3月新房销售同比微降，房地产投资仍承压
- 2025.4.16 可选消费：数说消费4月刊：以旧换新效果显著，关注未来政策
- 2025.4.16 可选消费：3月社零同增5.9%，消费提振政策持续显效
- 2025.4.16 传媒互联网：线上平台4Q24回顾及展望：以基本面为锚，AI贡献边际增量
- 2025.4.16 建筑与工程：3月固投：基建投资增长提速，水泥需求回暖
- 2025.4.17 煤炭：3月点评：供强需弱，煤价磨底
- 2025.4.17 REITs：收益有超额，优化有空间——公募REITs打新策略分析与次新交易初探

- 2025.4.18 农业：“对等关税”宠食品牌影响：国货高端品牌有望优先受益格局优化
- 2025.4.18 传媒互联网：3月电商月报：线上实物零售复苏加快
- 2025.4.19 博彩及奢侈品：2025年3月瑞士表全球出口额同比增长1.5%
- 2025.4.19 传媒互联网：在线音乐深度观察：守正创新，深度运营，迈向价值转化新篇章
- 2025.4.19 东南亚研究：东南亚4月月报：宏观、互联网与消费

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn