



2025 年 4 月 22 日

关税撬动全球失序，黄金重塑价值锚点

核心观点

- **美国经济：**4月特朗普对等关税幅度远超市场预期，贸易壁垒陡增推动全球衰退预期显著升温，一周内主要股指普遍回调逾10%，伦铜下跌超15%，原油跌幅超过20%。随后关税延期90天虽缓解市场对特朗普政策不确定性的短期冲击，但并未实质性消除相关担忧，美国资产遭遇股债汇三杀，美债失守避险锚，美元信用根基被动摇，黄金、日元及瑞士法郎等传统避险资产明显走强。3月美国“硬数据”（非农、零售、CPI）尚可，关税阴霾下“软数据”仍在持续恶化，消费者信心指数持续回落、通胀预期飙升。3月全球制造业景气弱复苏、地区分化，全球央行仍处于降息周期、节奏受关税预期扰动。
- **中国经济：**出口与消费支撑一季度经济超预期开门红，产能利用率、GDP平减指数指向结构性“量增价弱”特征仍待改善。外需上，特朗普对华关税加征至145%，Q1出口企业为规避政策冲击加快发运节奏，叠加季节性修复，推动3月出口出现阶段性冲高。内需上，企业扩信用尚需时间，地产尾部风险缓解、销售量企稳价格寻底。展望二季度，抢出口与商品消费政策脉冲效应或边际减退，关注专项债放量对基建实物工作量的拉动、货币政策落地节奏，以及服务消费端增量政策。政策上对外反制+结盟、对内稳经济+稳预期，关注4月末政治局会议政策窗口期。
- **大类资产：**3月国内外大类资产走势均偏弱，仅海外商品及债券收涨，海外股市跌幅较大，美元指数及人民币指数均有所下行。国内方面，债券（-0.3%）>权益（-0.4%）>商品（-0.3%）>人民币（-0.9%）；海外方面，商品（+2.5%）>债券（+0.6%）>美元（-3.1%）>权益（-4.7%）。
- **风险因素：**特朗普关税谈判进展不及预期，美国内政分裂加剧，全球地缘政治风险超预期，国内经济复苏不及预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	8
二、大类资产表现	11
1、权益市场.....	12
2、债券市场.....	17
3、商品市场.....	19
4、外汇市场.....	21

图表目录

图表 1 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）	6
图表 2 密歇根大学通胀预期.....	6
图表 3 美国 GDP 环比贡献项.....	6
图表 4 美国 CPI 及核心 CPI	7
图表 5 美国 CPI 同比贡献分项.....	7
图表 6 美国非农就业人数及失业率.....	7
图表 7 美国 ISM 制造业分项指标	7
图表 8 美国联邦基金目标利率.....	7
图表 9 芝商所 FedWatch 工具	7
图表 10 1790 年以来美国平均有效关税税率	8
图表 11 特朗普 2.0 关税对实际 GDP 的长期影响.....	8
图表 12 特朗普 2025 年上任来中美关税政策.....	9
图表 13 特朗普 2.0 对中国部分商品新增关税.....	10
图表 14 特朗普 2.0 对美国进口产品增加的基准关税税率.....	10
图表 15 中国经济指标 3 月同比增速概览.....	10
图表 16 物价指数.....	10
图表 17 产能利用率.....	10
图表 18 M1-M2 增速剪刀差.....	11
图表 19 居民中长期贷款.....	11
图表 20 30 城商品房成交面积.....	11
图表 21 三大需求对 GDP 拉动.....	11
图表 22 2025 年 3 月国内外大类资产收益率概览.....	12
图表 23 权益市场表现.....	13
图表 24 A 股成交额	14
图表 25 A 股换手率	14
图表 26 沪深 300 风险溢价.....	14
图表 27 中证 1000 风险溢价.....	14
图表 28 主要宽基指数市盈率（TTM）	15

图表 29 融资融券余额.....	15
图表 30 A 股年报预亏率	15
图表 31 一致预期净利润同比增速.....	15
图表 32 工业企业利润.....	15
图表 33 AH 股溢价率.....	16
图表 35 南向资金.....	16
图表 36 恒生指数换手率.....	16
图表 37 恒生指数与 10Y 美债收益率.....	17
图表 38 恒生指数与人民币汇率.....	17
图表 40 主要资金利率.....	18
图表 41 政府债发行与到期情况.....	18
图表 42 票据贴现利率.....	18
图表 43 国债收益率曲线.....	18
图表 44 国债期限利差.....	18
图表 45 伦敦金现与美元指数.....	19
图表 46 中国官方黄金储备.....	19
图表 47 国内外铜价走势.....	20
图表 48 LME 铜库存.....	20
图表 49 美国商业原油库存.....	21
图表 50 美国炼油厂产能利用率.....	21
图表 51 中美利差.....	22
图表 52 在岸、离岸人民币汇率.....	22
图表 53 美元指数.....	22
图表 54 花旗经济意外指数.....	22

一、宏观经济

1、海外

特朗普对等关税超预期，引发全球经济衰退预期，风险资产暴跌后短暂修复。4月2日（美东时间），特朗普正式签署行政命令，宣布美国进入国家紧急状态，自4月5日起对全球进口商品普遍加征10%关税。针对部分特定经济体，自4月9日起实施更高差异化加征税率，其中包括：欧盟20%、中国34%（叠加此前20%税率，累计达54%）、越南46%、中国台湾32%、印度24%等。“对等关税”幅度远超市场预期，贸易壁垒陡增推动全球衰退预期显著升温，一周内主要股指普遍回调逾10%，伦铜下跌超15%，原油跌幅超过20%。4月9日（美东时间），特朗普宣布对大部分经济体暂停实施对等关税政策，期限为90天以供谈判，谈判期间仍征收10%的全球关税，且汽车、钢铝等此前宣布的行业关税不在暂停之列，同时将对中国的关税提高至125%（累计达145%）。关税延期虽部分缓解市场对特朗普政策不确定性的短期冲击，但并未实质性消除相关担忧，风险资产短期有所修复。

美国资产遭遇股债汇三杀，美债失守避险锚，美元信用根基被动摇。在对等关税引发极度恐慌的初期，美债作为避险资产一度上涨，随后与风险资产同步下挫，10年期美债收益率在一周内自3.86%低点迅速反弹至4.59%，市场对流动性危机的担忧骤然升温。在特朗普政策反复、美国通胀预期飙升、美联储独立性被威胁的背景下，美元信用体系出现裂痕，美国资产持续遭到抛售，美元指数从对等关税宣布前104回落至最低98关口。与此同时，黄金、日元及瑞士法郎等传统避险资产明显走强，黄金价格屡创新高，全球资金“去美元化”加速。

美国“硬数据”尚可，关税阴霾下“软数据”仍在持续恶化。此前市场担忧的“滞胀”并未在3月经济数据上得到验证：①3月美国新增非农就业22.8万，大幅高于预期14万，前2个月累计下修4.8万，主要为酒店、休闲业等服务业就业受天气转暖走高；②3月美国CPI环比转负，同比回落至2.4%，核心CPI环比降至0.1%，均大幅低于预期，二手车、服装和住房通胀走弱，显示目前核心通胀压力整体可控。③3月美国零售销售环比录得1.4%，高于预期1.3%及前值0.2%，运动爱好、汽车、建筑材料均显著回升，或因消费者在关税落地前“囤货”透支部分未来需求，后续观察美国消费弱预期是否将传导至弱现实。调研类的“软数据”仍在恶化，4月密歇根大学消费者信心指数降至50.8创下2022年6月以来最低，亦为1952年调查启动以来次低值；1年通胀预期初值飙升至6.7%，创1981年以来新高，5年期通胀预期升至4.4%，均显著高于前值与预期。

全球制造业景气弱复苏、地区分化加剧，全球央行仍处于降息周期、节奏有所放缓。3月美国PMI大幅回落至50.2，接近荣枯线，制造业动能走弱；欧洲虽整体仍处收缩区间，但德国、法国等核心经济体PMI边际回升，显示低位企稳迹象；亚洲、新兴市场表现突出，印度、中国台湾、越南维持扩张区间，动能相对领先；拉美与非洲分化明显，南非强劲反弹，

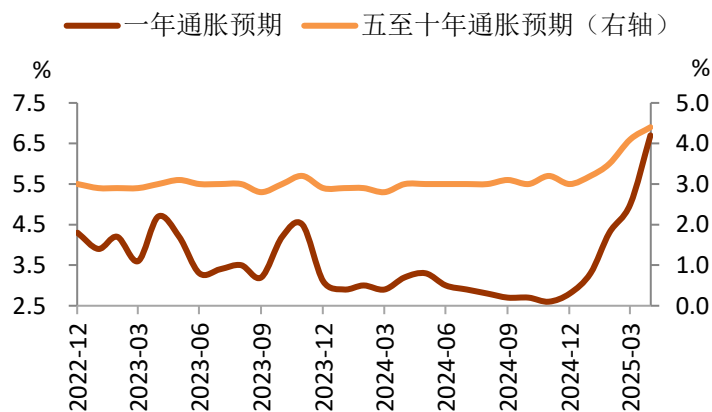
巴西、墨西哥则延续回落趋势。2025 年至今全球主要央行仍处降息周期，而因特朗普关税政策引发的不确定性下，各国央行货币政策更加谨慎，降息节奏较去年下半年有所放缓，3 月美联储、日央行按兵不动，4 月欧央行如期降息 25BP。目前市场计价美联储 6 月开启首次降息、全年降息 4 次；欧央行年内再降息 3 次；日央行年内再加息 1 次。

图表 1 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）

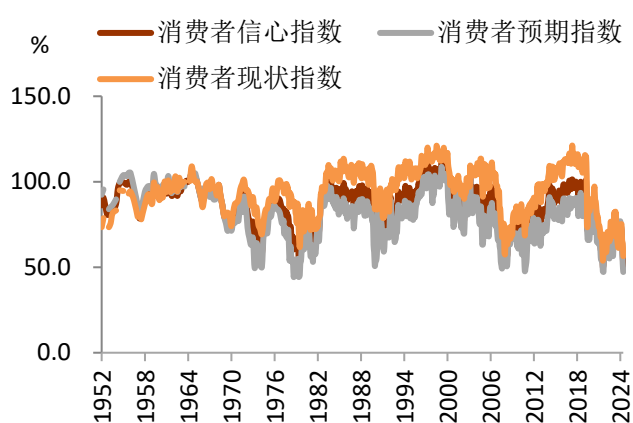
国家	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
美国	50.2	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9	49.6	51.6	51.3	50.0
欧元区	48.6	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0	45.8	45.8	45.8	47.3	45.7
德国	48.3	46.5	45.0	42.5	43.0	43.0	40.6	42.4	43.2	43.5	45.4	42.5
法国	48.5	45.8	45.0	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44.0	45.3	46.4	45.3
英国	44.9	46.9	48.3	47.0	48.0	49.9	51.5	52.5	52.1	50.9	51.2	49.1
希腊	55.0	52.6	52.8	53.2	50.9	51.2	50.3	52.9	53.2	54.0	54.9	55.2
意大利	46.6	47.4	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	45.7	45.6	47.3
日本	48.4	49.0	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8	49.1	50.0	50.4	49.6
韩国	49.1	49.9	50.3	49.0	50.6	48.3	48.3	51.9	51.4	52.0	51.6	49.4
中国台湾	54.2	54.0	48.7	50.8	51.4	50.0	49.2	53.6	52.2	53.7	55.4	49.4
东盟	50.8	51.5	50.4	50.7	50.8	50.5	50.5	51.1	51.6	51.7	51.7	51.0
越南	50.5	49.2	48.9	49.8	50.8	51.2	47.3	52.4	54.7	54.7	50.3	50.3
泰国	49.9	50.6	49.6	51.4	50.2	50.0	50.4	52.0	52.8	51.7	50.3	48.6
印尼	52.4	53.6	51.9	51.2	49.6	49.2	49.2	48.9	49.3	50.7	52.1	52.9
马来西亚	48.8	49.7	48.7	48.6	49.2	49.5	49.5	49.7	49.7	49.9	50.2	49.0
印度	58.1	56.3	57.7	56.4	56.5	57.5	56.5	57.5	58.1	58.3	57.5	58.8
巴西	51.8	53.0	50.7	50.4	52.3	52.9	53.2	50.4	54.0	52.5	52.1	55.9
墨西哥	46.5	47.6	49.1	49.8	49.9	48.4	47.3	48.5	49.6	51.1	51.2	51.0
俄罗斯	48.2	50.2	53.1	50.8	51.3	50.6	49.5	52.1	53.6	54.9	54.4	54.3
南非	50.3	46.0	42.5	45.1	55.8	55.7	53.3	44.4	49.0	43.2	44.8	49.1

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 密歇根大学通胀预期

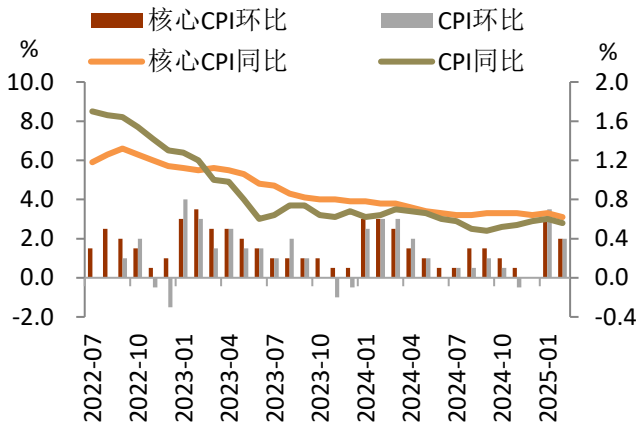


图表 3 美国 GDP 环比贡献项

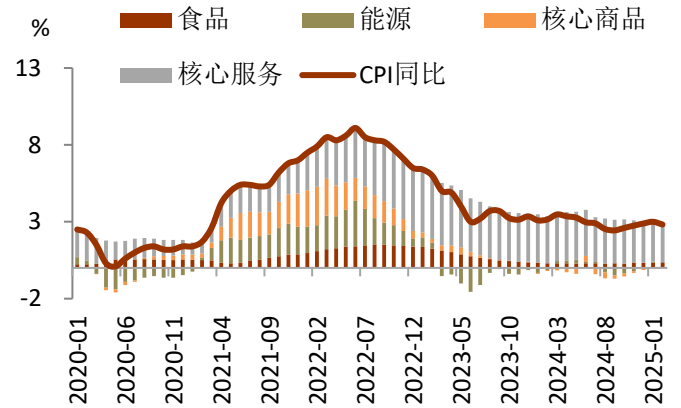


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 4 美国 CPI 及核心 CPI

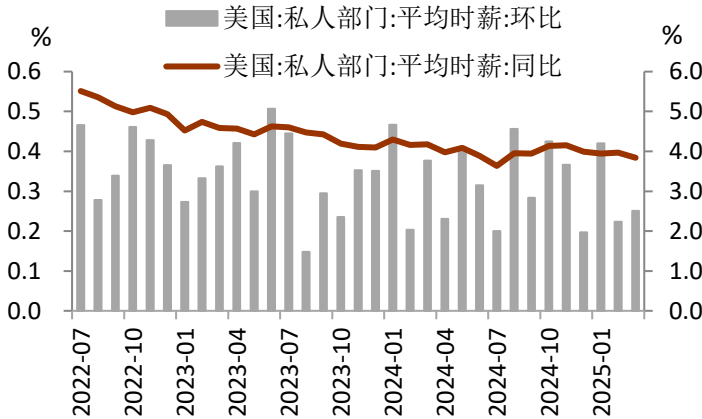


图表 5 美国 CPI 同比贡献分项

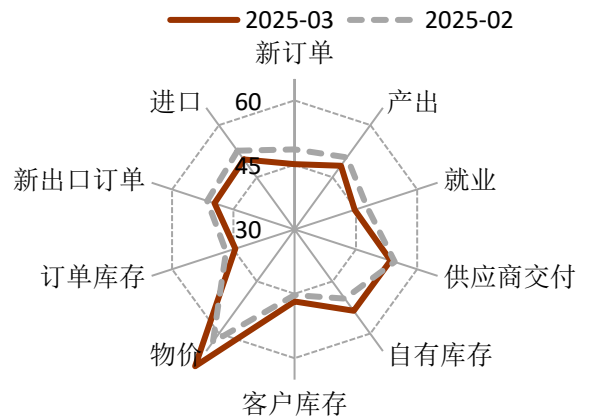


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 6 美国非农就业人数及失业率

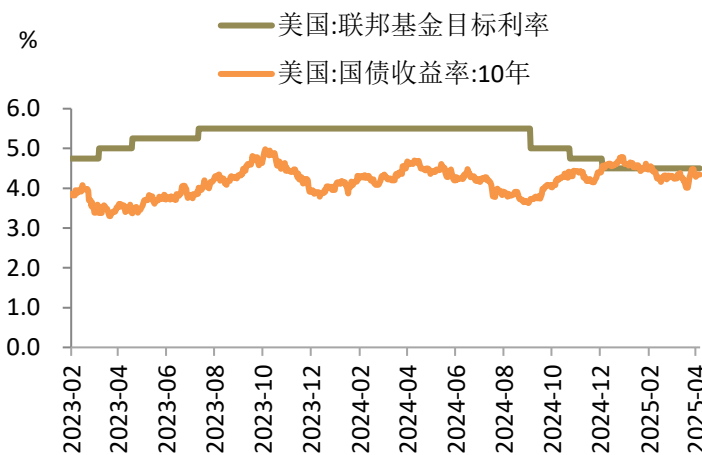


图表 7 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 8 美国联邦基金目标利率



图表 9 芝商所 FedWatch 工具

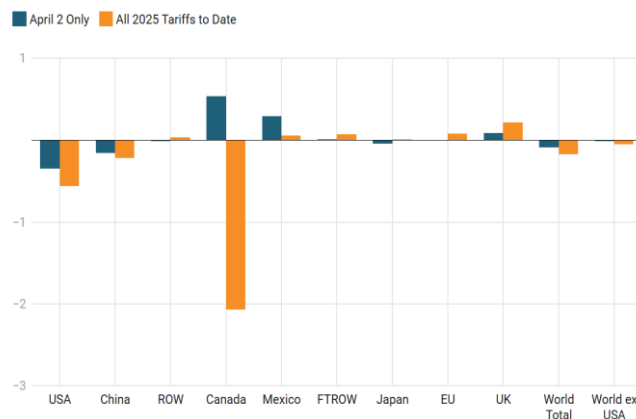
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	89.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	64.6%	27.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	56.5%	33.1%	4.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	46.0%	38.0%	10.1%	0.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	30.5%	41.0%	20.7%	4.3%	0.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.3%	37.5%	27.5%	9.8%	1.7%	0.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.8%	9.1%	27.2%	33.8%	21.0%	6.8%	1.1%	0.1%
2026/3/18	0.0%	0.3%	4.1%	16.4%	29.9%	28.7%	15.3%	4.5%	0.7%	0.0%
2026/4/29	0.1%	1.3%	7.3%	19.9%	29.6%	25.2%	12.5%	3.5%	0.5%	0.0%
2026/6/17	0.4%	2.6%	10.1%	22.1%	28.6%	22.4%	10.5%	2.9%	0.4%	0.0%
2026/7/29	0.5%	3.3%	11.1%	22.6%	28.1%	21.4%	9.9%	2.7%	0.4%	0.0%
2026/9/16	0.4%	2.5%	8.9%	19.3%	26.5%	23.3%	13.2%	4.7%	1.0%	0.1%
2026/10/28	0.4%	2.4%	8.7%	19.1%	26.3%	23.4%	13.4%	4.9%	1.1%	0.1%
2026/12/9	0.6%	3.2%	9.9%	19.9%	26.0%	22.3%	12.5%	4.5%	1.0%	0.1%

资料来源: iFinD, CME FedWatch, 铜冠金源期货

图表 10 1790 年以来美国平均有效关税税率



图表 11 特朗普 2.0 关税对实际 GDP 的长期影响



资料来源：Yale Budget Lab，铜冠金源期货

2、中国

出口与消费支撑一季度经济超预期，结构性“量增价弱”特征仍待改善。一季度 GDP 实际同比录得 5.4%，高于预期 5.0%，持平去年四季度。从三大需求分项看，消费、净出口、投资分别拉动 GDP 同比 2.79%、2.13%、0.47%。一季度产能利用率环比回落至 74.1%，较去年同期有所回升，但依旧处于历史偏低水平；一季度 GDP 平减指数跌幅走阔至-0.77%，连续 7 个季度为负，创下三十多年最久通缩时期，也表明目前需求端修复依然乏力，复苏更多体现为量的回升而非价的改善，经济内生性动能偏弱。展望二季度，抢出口与商品消费政策脉冲效应或边际减退，关注专项债放量对基建实物工作量的拉动、货币政策落地节奏，以及服务消费端潜在增量政策的具体实施路径。

特朗普对华关税加征至 145%，年内出口高点或现。自 4 月初特朗普对等关税宣布来，中美贸易战升级加剧，美国对中国商品陆续加征至 145%，同时取消对中国产品的低值免税待遇。中国迅速反制，对美商品关税最高加至 125%，并实施稀土出口管制、限制美企在华经营。WTO 预计 2025 年中美商品贸易额将下降 80%，全球贸易体系可能分裂为两个阵营。3 月中国出口大幅超预期录得 12.4%，主要受“抢出口”与季节性回升双重驱动，Q1 出口企业为规避政策冲击加快发运节奏，叠加季节性修复，推动 3 月出口出现阶段性冲高。

企业扩信用尚需时间，地产尾部风险缓解、销售量企稳价格寻底。3 月金融数据延续去年“总量尚可、结构偏弱”的格局，政府债支撑社融同比多增；企业中长贷延续负增态势，企业信用扩张仍处修复初期，市场化融资意愿与风险偏好恢复缓慢；居民中长期贷款小幅回升，叠加地产销售跌幅收窄，作为旧动能的地产在一季度亦延续“量稳价跌”态势。近期决策层罕见表态房地产“仍有很大发展空间”，释放政策定调可能松动信号，关注 4 月末政治局会议。

政策对外反制+结盟、对内稳经济+稳预期。在外部环境不断升级的背景下，领导人出访
敬请参阅最后一页免责声明

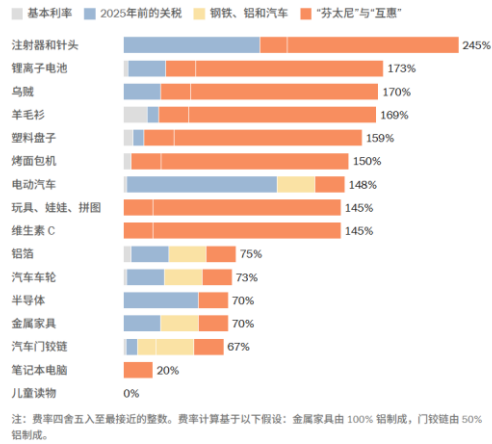
东南亚三国（越南、马来西亚、柬埔寨）聚焦“战略互信”与“安全合作”，并签署一系列经济合作协议。与此同时，4月总理密集调研外贸企业并召开座谈会，释放稳增长政策储备充足、出台节奏前置的信号，明确在关键时间窗口“早出手、快出手”，以稳经济、稳预期为当前政策主线。4月18日，商务部印发《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，服务消费增量政策有望近期落地。

图表 12 特朗普 2025 年上任来中美关税政策

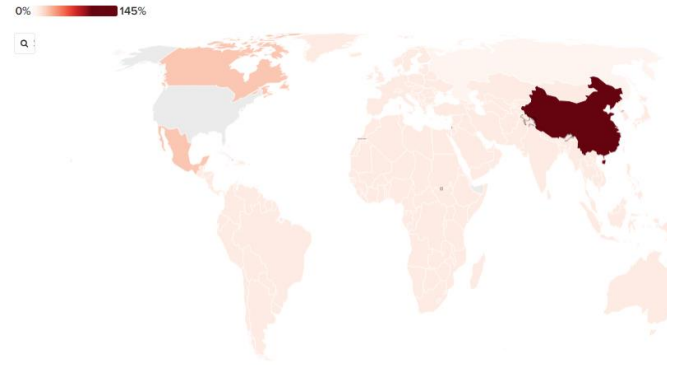
宣布时间	生效时间	发起国家	具体措施	备注
2月1日	2月4日	美国	对所有中国进口商品加征 10%关税	初始关税上调，开启新一轮贸易战
2月10日	2月10日	中国	对美煤炭、LNG 加征 15%，石油与农业机械加征 10%	首轮反制措施
3月3日	3月4日	美国	在原基础上再对中国产品加征 10%	对华关税累计提升至 20%
3月4日	3月10日	中国	对美鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15%，大豆、猪肉等加征 10%	第二轮反制措施
4月2日	4月4日	美国	对中国商品加征 34% “对等关税”	对华累计关税升至 54%
4月4日	4月10日	中国	对全部美国产品加征 34%关税	首轮对等反制
4月8日	4月9日	美国	将对中对等关税由 34%上调至 84%	对华总税率升至 104%
4月9日	4月10日	中国	将反制关税由 34%提升至 84%	第二轮对等反制
4月9日	4月9日	美国	再次加征 125%对等关税，并另加 20%芬太尼相关税	对华关税总额达 145%
4月11日	4月12日	中国	对美加征关税上调至 125%，并声明不再就后续措施回应	第三轮对等反制
4月11日	即日	美国	暂时豁免智能手机、笔电等电子产品关税	仍可能适用 20%基础税率
4月11日	即日	中国	暂停波音飞机交付，限制美国航空设备进口	针对航空业的非关税反制
4月11日	即日	中国	将多家美企列入“不可靠实体清单”，实施出口限制	含高科技与军工相关企业
4月9日	5月2日	美国	取消对中国电商小额包裹（de minimis）免税政策	5月起征收 90%关税或\$75起，6月调至\$150

资料来源：白宫、中国商务部等，铜冠金源期货

图表 13 特朗普 2.0 对中国部分商品新增关税

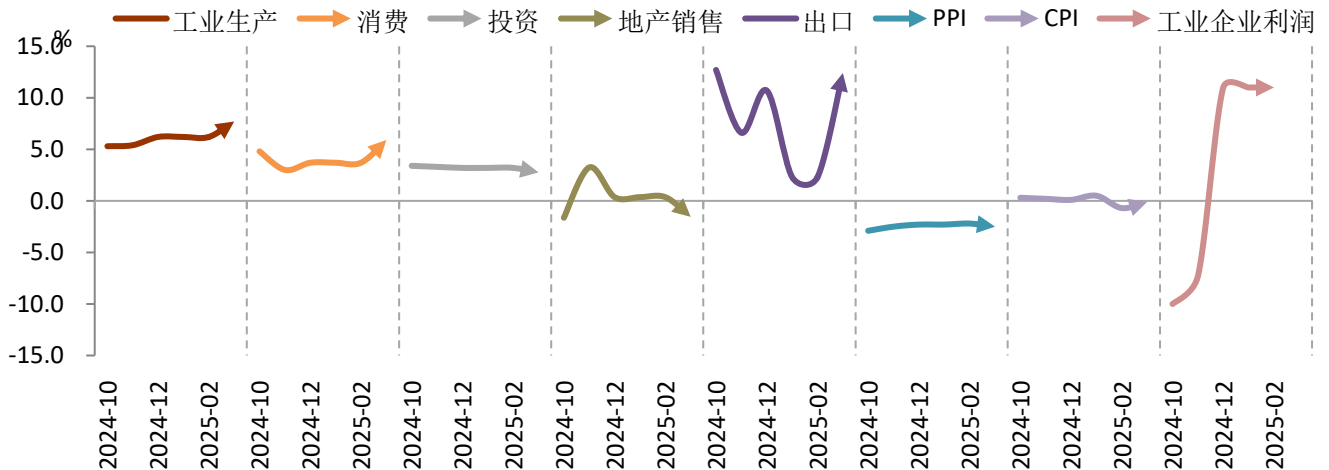


图表 14 特朗普 2.0 对美国进口产品增加的基准关税税率



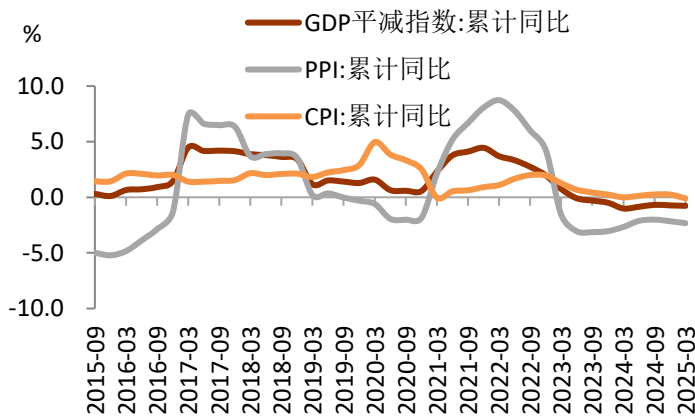
资料来源：NYT、Atlantic council，铜冠金源期货

图表 15 中国经济指标 3 月同比增速概览

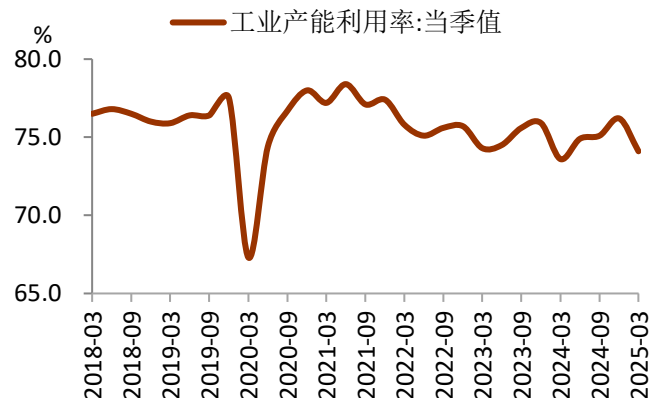


资料来源：iFinD，铜冠金源期货（工业企业利润截至 2 月）

图表 16 物价指数

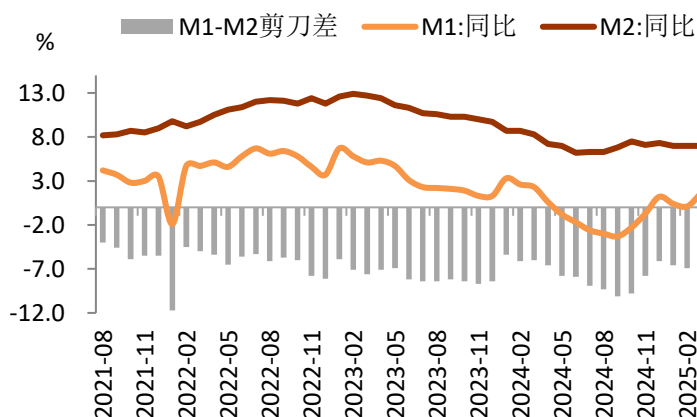


图表 17 产能利用率

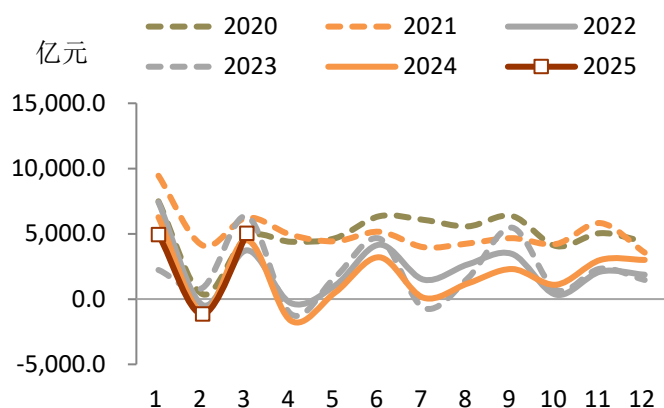


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 M1-M2 增速剪刀差

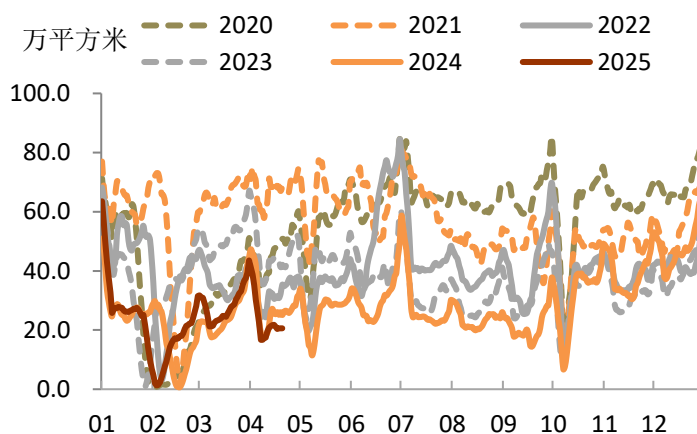


图表 19 居民中长期贷款

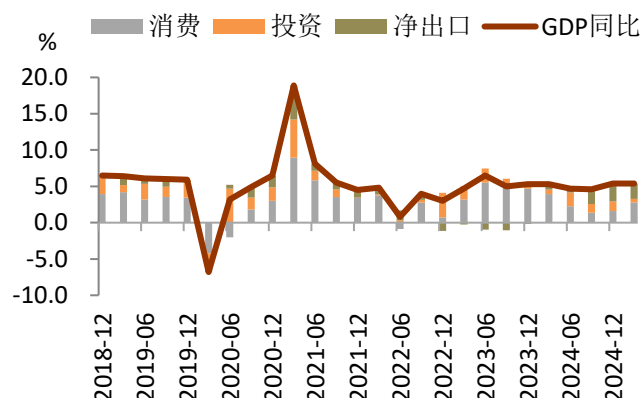


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 30 城商品房成交面积



图表 21 三大需求对 GDP 拉动



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、大类资产表现

2025 年 3 月，国内外大类资产走势均偏弱，仅海外商品及债券收涨，海外股市跌幅较大，美元指数及人民币指数均有所下行。

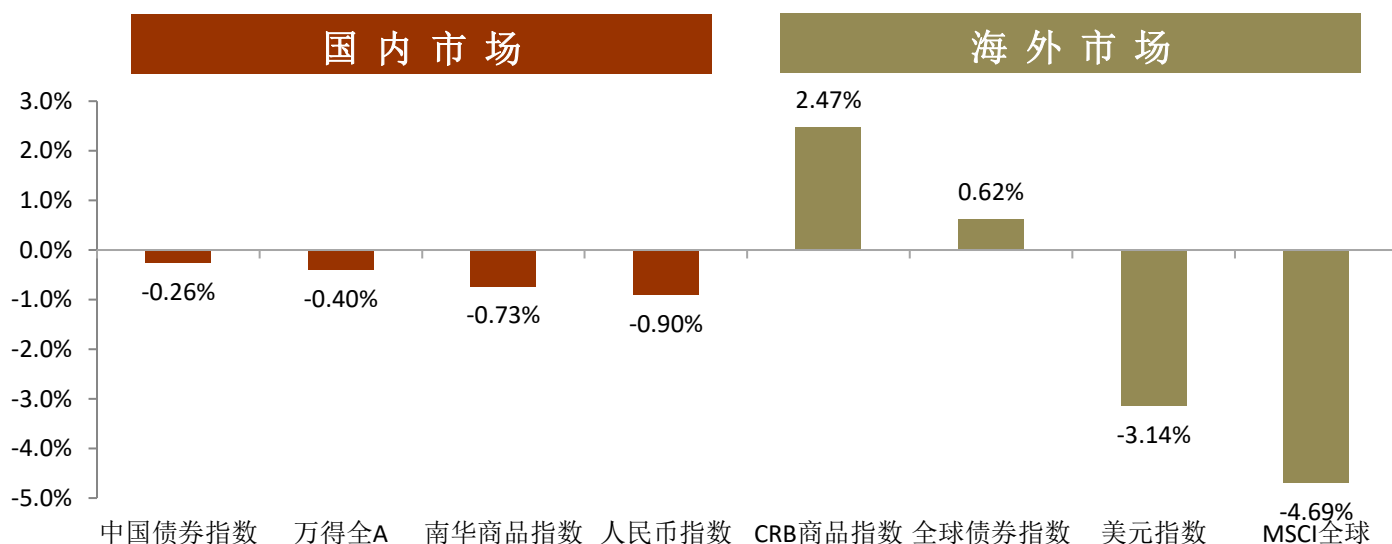
国内市场方面，债券（-0.26%）>权益（-0.4%）>商品（-0.73%）>人民币（-0.90%）。
中国债券综合指数（Bloomberg）3 月收益率录得-0.23%，2 月资金面紧张格局在 3 月中下旬才得到缓解，长短债利率在 3 月均走高；**A 股** 3 月收益率录得-0.4%，两市日均成交额较 2 月回落-17%至 1.5 万亿元，市场从 2 月科技产业的“强预期”回归现实，红利、价值板块相对抗跌；**南华商品指数** 3 月收益率录得-0.73%，各板块有所分化，贵金属（+8.23%）>有色（+2.52%）>农产品（+0.59%）>工业品（-2.13%）>能化（-3.12%）>黑色（-4.20%）；**人民币指数**（CFETS）3 月收益率录得-0.90%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币继续转弱，在岸美元兑人民币升值 0.27%至 7.25，离岸美元兑人民币升 0.50%至

敬请参阅最后一页免责声明

7.26。

海外市场方面，商品(+2.47%)>债券(+0.62%)>美元(-3.14%)>权益(-4.69%)。
全球债券综合指数（Bloomberg）3月收益率录得0.62%，其中美国录得0.04%，新兴市场录得-0.36%，欧洲录得-1.54%；美元指数3月跌幅录得-3.14%，欧日经济基本面相对美国走强驱动美元指数下行，同时特朗普关税反复加剧全球抛售美元；MSCI全球指数3月收益率录得-4.69%，主要发达国家股市均出现显著调整，纳指跌幅超8%，欧洲普遍跌幅在-3%左右，日经跌幅超4%，印度涨幅近6%表现较好；CRB商品指数3月收益率录得2.47%，金属、工业品、纺织品、食品板块分别收涨7.38%、2.39%、0.97、0.14%，家畜、油脂板块分别收跌-0.75%、-1.13%。

图表 22 2025 年 3 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

1、权益市场

2025 年 3 月，全球权益市场显著分化，其中港股>A 股>海外。国内方面，A 股 3 月收跌 0.4%，其中沪深 300 收跌 0.07%、中证 1000 收跌 0.70%，科创 50 收跌 5.2%，创业板收跌 3.07%，两市成交量中枢从 2 月的 1.8 万亿回落至 1.5 万亿，两会后市场从产业强预期回归经济现实，风格从科技转向红利、内需等板块。港股方面，3 月恒生指数收涨 0.78%，恒生科技收跌-3.11%，科技重估叙事淡化、美债利率震荡上行，港股震荡调整。海外方面，美股在经济软数据大幅走弱、关税阴霾笼罩下大幅下跌，欧洲、日韩股市同样收跌，印度市场趋势反弹。

图表 23 权益市场表现

	指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	5100.43		-0.40	-3.49
	上证指数	3342.01		0.45	-3.82
	深圳成指	10365.73		-1.01	-6.34
	创业板指	2065.40		-3.07	-11.26
	上证50	2662.25		1.01	-2.69
	沪深300	3861.50		-0.07	-5.08
	中证500	5845.50		-0.04	-3.17
	中证1000	6203.26		-0.70	-2.91
	中证2000	2517.51		-1.12	-1.26
	科创50	1018.07		-5.20	0.23
	北证50	1272.43		-2.74	21.92
港股	恒生指数	22849.81		0.78	3.10
	恒生科技	5313.26		-3.11	7.74
	恒生中国企业指数	8420.14		1.18	5.19
海外	道琼斯工业指数	38314.86		-4.20	-6.94
	纳斯达克指数	15587.79		-8.21	-15.14
	标普500	5074.08		-5.75	-10.43
	英国富时100	8054.98		-2.58	-3.18
	法国CAC40	7274.95		-3.96	-3.45
	德国DAX	20641.72		-1.72	3.28
	日经225	33780.58		-4.14	-15.81
	韩国综指	2465.42		-2.04	1.90
	印度SENSEX30	75364.69		5.76	-5.49

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.1 A 股

3 月 A 股主要宽基指数收跌，两市成交额中枢回落至 1.5 万亿，科创 50、北证 50、创业板指为代表的科技成长跌幅较大，红利风格、上证 50 代表的价值大票相对抗跌。

分子端、分母端均偏弱，风险偏好回归理性。从分子端看，Q1 经济在抢出口、消费政策支撑下尚可；但在 PPI 偏弱环境下，上市公司盈利或仍承压，关注 4 月一季报、2024 年报情况。从分母端看，Q1 降准、降息预期落空，资金面持续紧张至 3 月中下旬后有所缓解，国债利率在 3 月中枢提高；海外流动性边际收紧，3 月 10Y 美债利率从 4.15%回升至 4.25%。分子端、分母端缺乏显著支撑，市场风险偏在 2 月大幅走高后同步回落。

产业强预期转向现实基本面，市场情绪有所降温。从成交额看，2 月份沪深两市日均成交额为 15276 亿元，较 2 月份减少 3126 亿元。从换手率看，2 月两市换手率均值为 1.0%，较 2 月 1.15%的有所回落，市场从产业强预期回归现实基本面，投资者情绪降温。

风险溢价总体回落，小票性价比持续占优。3 月上证 50 的风险溢价从 7.57%回落至 7.53%，沪深 300 的风险溢价从 6.24%回升至 6.26%，中证 500 的风险溢价从 1.80%回落至 1.70%，中证 1000 的风险溢价从 0.88%回落至 0.82%，综合而言中证 1000 在现阶段依旧更具性价比。

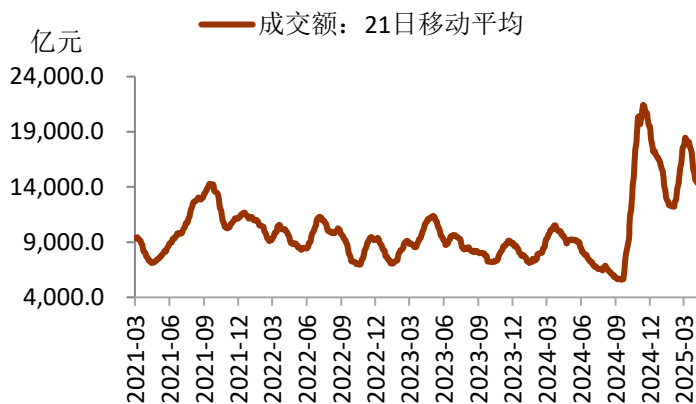
宽基指数估值小幅下修，上证 50 相对稳健。从估值端看，3 月万得全 A 市盈率从 18.63 倍回落至 18.38 倍（-1.33%），上证 50 市盈率从 10.75 倍回落至 10.69 倍（-0.58%），沪深 300 市盈率从 12.55 倍回落至 12.38 倍（-1.42%），中证 500 市盈率从 28.31 倍回升至

28.43 倍(0.41%)，中证 1000 市盈率从 38.31 倍回升至 37.89 倍(-1.11%)。

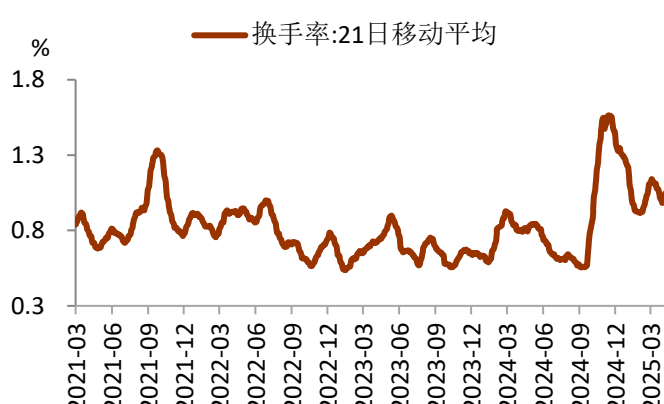
两融规模 3 月中创下新高，外资流出放缓。从杠杆资金端看，3 月末两融余额为 19186.47 亿元，较 2 月末增加 204.13 亿元，并在 3 月 19 日创下近 10 年新高。从外资端看，根据 EPFR 资金流向显示，3 月海外基金仍在净流出，但速度较 2 月显著放缓。

盈利预期持续下修，4 月末迎来财报密集披露。从盈利端看，A 股盈利尚在探底，3 月末万得全 A 一致预期净利润同比增速从 2 月末 5.87% 下修至 4.51%，上证 50 从 8.66% 上修至 9.05%，沪深 300 从 6.49% 下修至 6.05%，中证 500 从 3.46% 下修至 -0.32%，中证 1000 从 7.19% 下修至 3.76%，中证 2000 从 -5.46% 下修至 -11.06%。4 月步入一季报、年报窗口期，市场对于业绩兑现关注度将提高。

图表 24 A 股成交额

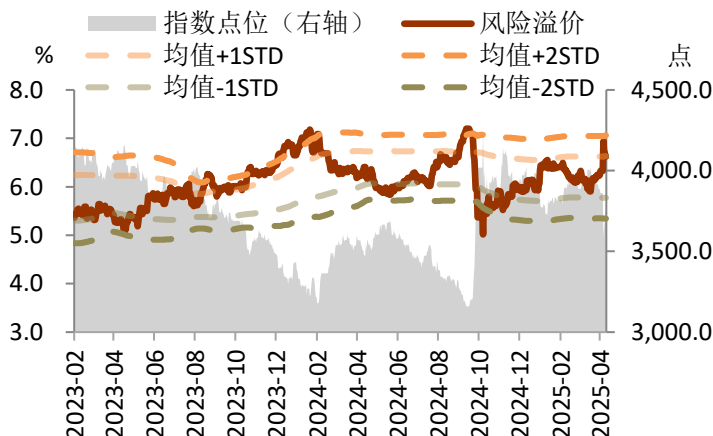


图表 25 A 股换手率

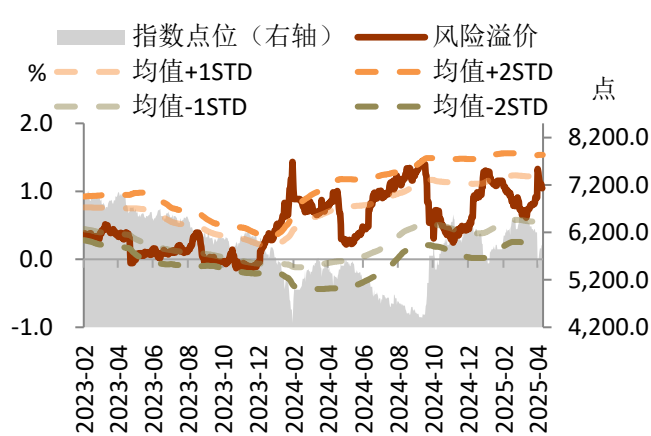


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 沪深 300 风险溢价

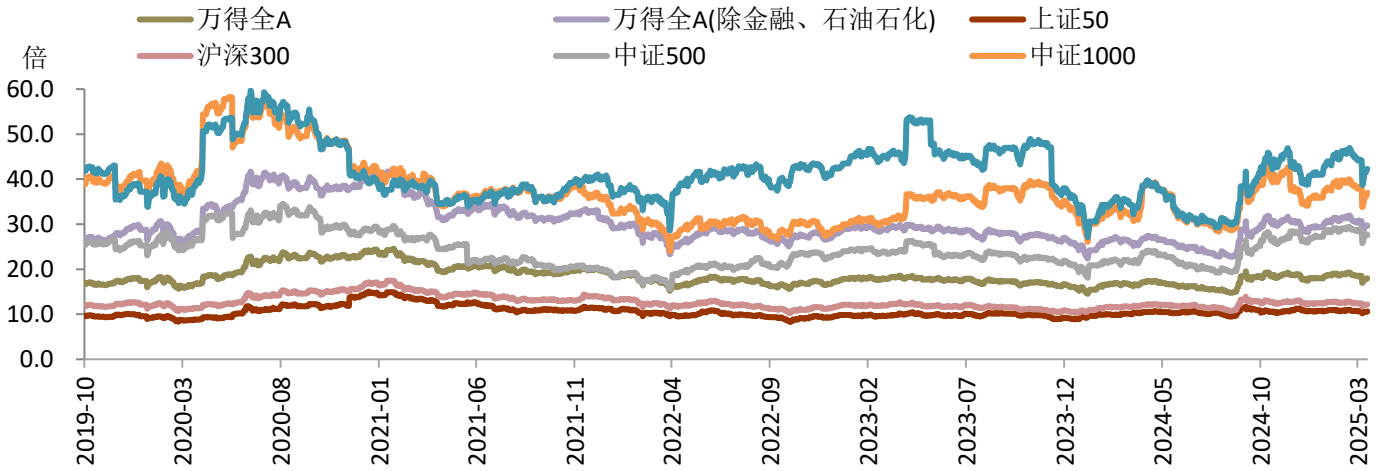


图表 27 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 28 主要宽基指数市盈率 (TTM)

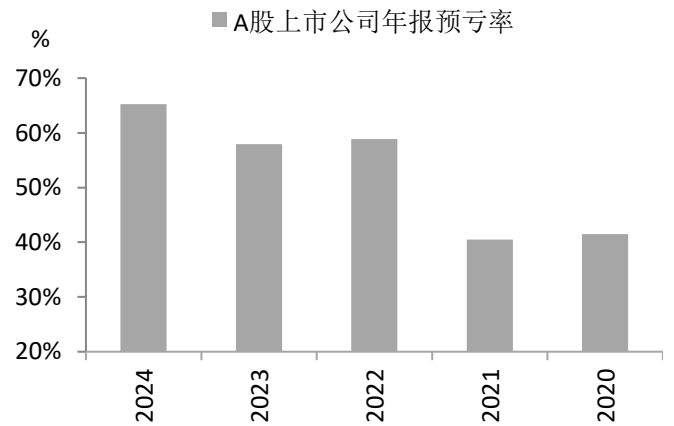


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 融资融券余额

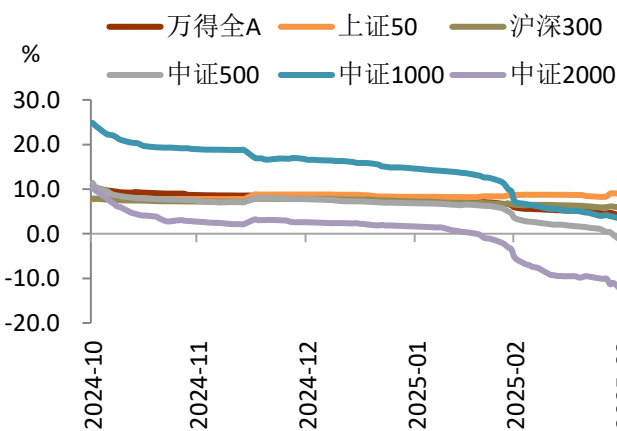


图表 30 A 股年报预亏率

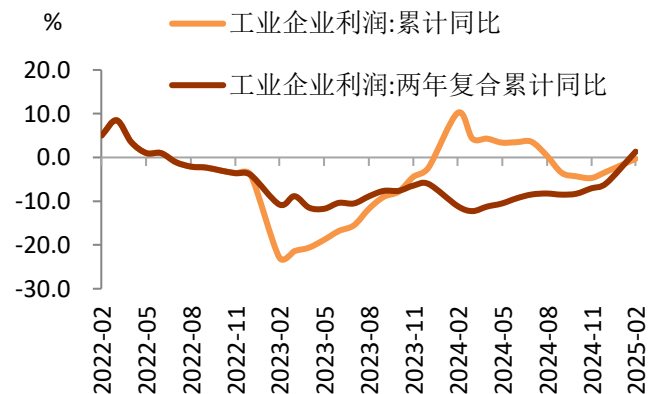


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 一致预期净利润同比增速



图表 32 工业企业利润



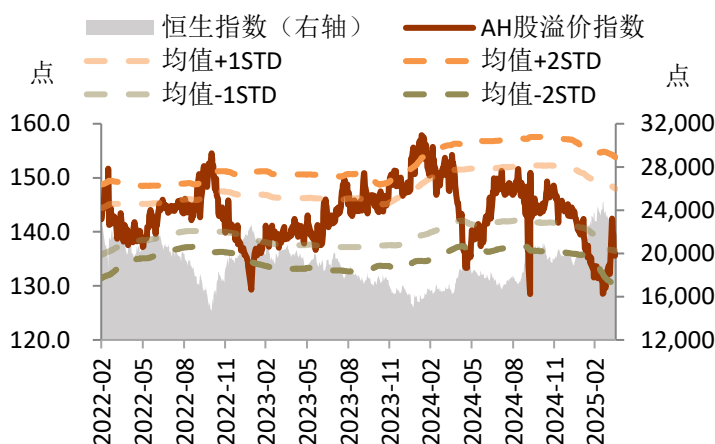
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.2 港股

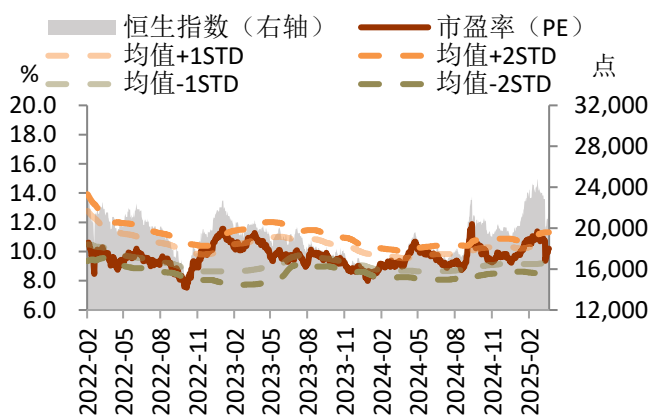
风偏收缩、海外流动性收紧驱动 3 月港股震荡走弱。港股在 3 月震荡回落，市场从 2 月科技的强预期回归企业盈利兑现情况，美债利率震荡走高对港股流动性形成边际利空，特朗普关税预期笼罩下风险偏好继续下行，恒生指数震荡收涨 0.78%，恒生科技下跌-3.11%。

估值小幅上修，南向流入加速，市场成交降温。恒生指数的市盈率（P/E）在 2 月末为 10.80 倍，1 月末为 10.53 倍；南向资金流入势头持续加速，在 3 月实现净流入 1497.76 亿元，创下 2021 年 1 月来的历史新高。同时，恒生指数的换手率在 3 月份有所回落，市场交易活跃度降温。

图表 33 AH 股溢价率



图表 34 恒生指数市盈率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 南向资金



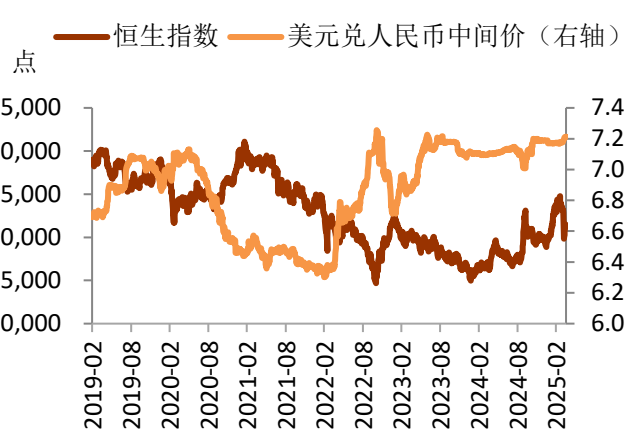
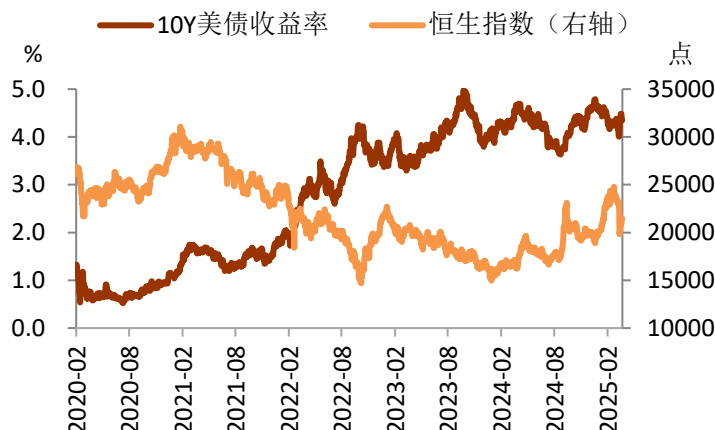
图表 36 恒生指数换手率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 恒生指数与 10Y 美债收益率

图表 38 恒生指数与人民币汇率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

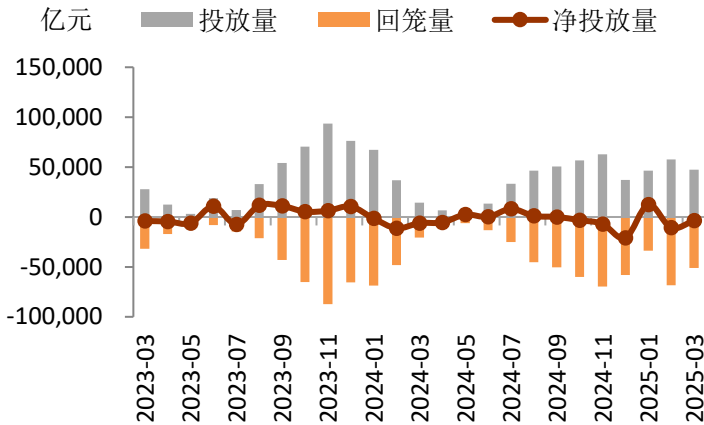
2、债券市场

央行净回笼减少，资金价格走高，利率中枢上移。资金供给方面，3月央行公开市场净回笼3,592亿元，较2月整体转松，其中逆回购投放41,478亿元、到期45,100亿元，MLF投放4,500亿元、到期3,870亿元，国库现金定存投放1,500亿元、到期2,100亿元。资金价格方面，R001较2月末上行83.11BP至2.81%，DR001较2月末下行5.14BP至1.80%；R007较2月末上行16.73BP至2.30%，高于政策利率（7天逆回购利率1.5%）80.3BP；DR007较2月末上行6.26BP至2.19%，高于政策利率68.88BP。资金需求方面，3月政府净融资14760.3亿元，较2月减少1,929.1亿元，较去年同期增加7,544.6亿元，3月国债及地方债券发行节奏加快、发行量较2月小幅提高；票据贴现利率3月均值为1.24%，较2月上行8.91BP，中枢较去年下半年显著抬升。

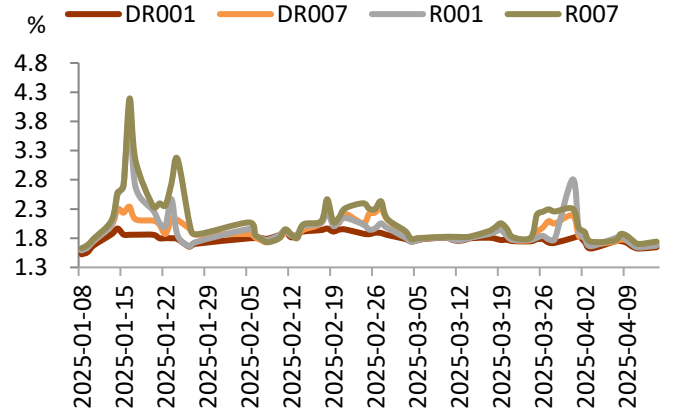
各期限国债利率走高，曲线整体走陡。3月末，2年期国债收益率为1.57%，较2月末上行14.12BP；10年期国债收益率为1.82%，较2月末上行9.12BP；30年期国债收益率为2.03%，较2月末上行12.75BP。10Y-2Y期限利差为0.25%，较2月末收窄5.0BP；30Y-10Y期限利差为0.21%，较2月末走阔3.63BP。

Q1资金面整体偏紧，3月债市阶段性见底。3月中上旬资金面偏紧局面并未缓解，央行持续净回笼、多次提及“择机降准降息”，叠加经济数据较稳、股市表现较好市场风险偏好扩张，10Y国债利率从月初1.70%最高调整至1.89%。下旬起，央行开始释放流动性，并调整MLF中标方式为“多重价位中标”，市场解读为结构性降息，与此同时A股步入调整，避险情绪开始发酵，10Y国债利率收回部分失地。往后看，一季度资金面偏紧给债市带来的压制将逐渐缓解，央行政策重心将从“防风险”转向“稳增长”，Q2降准降息有望落地；基本面来看，在一季度抢出口、消费政策脉冲效应的退坡后，二季度经济或降温，关注内需政策对冲力度及节奏，在经济内生性动能出现显著改善前，长债利率仍有可能突破前低。

图表 39 货币市场公开操作

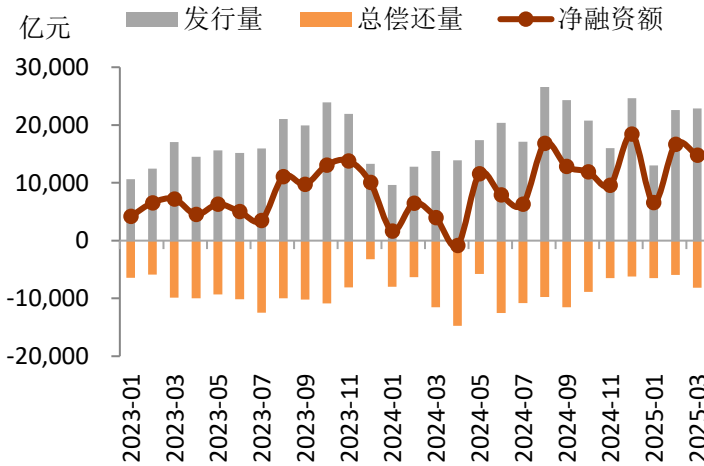


图表 40 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 41 政府债发行与到期情况

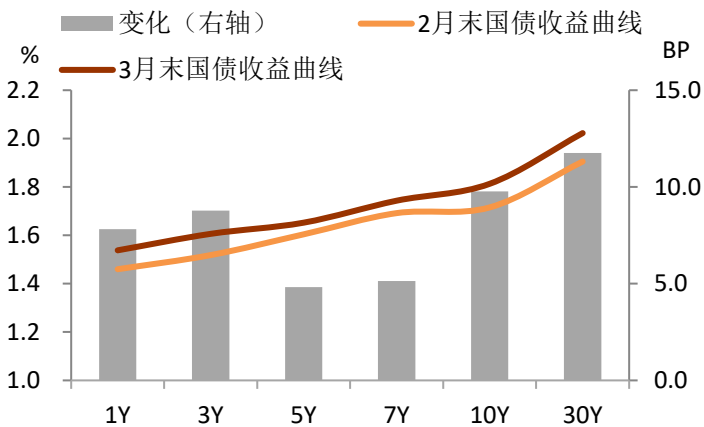


图表 42 票据贴现利率

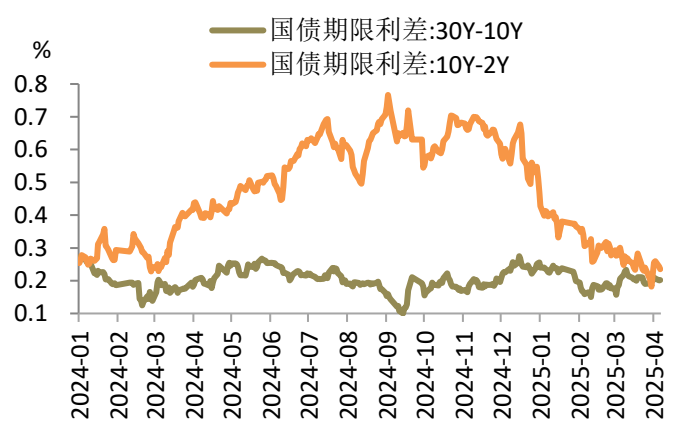


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 43 国债收益率曲线



图表 44 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

3.1 黄金

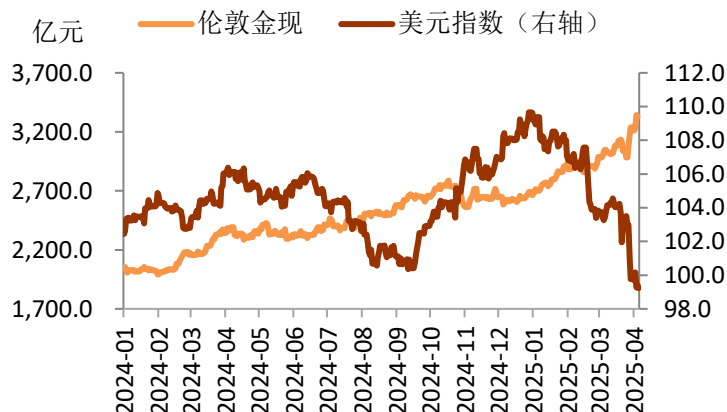
定价更不确定的世界秩序，金价持续创下新高。3月末，伦敦金现收于3122.91美元/盎司，月涨幅9.31%，继续创下历史新高；沪金收于729.8元/克，月涨幅7.8%，因人民币升值外盘涨幅大于内盘。

（1）“特朗普关税政策”不确定性笼罩市场，贸易摩擦加剧预期下，避险情绪推升金价。3月特朗普关税政策进一步加码，涵盖多国多品类，市场高度关注4月“对等关税”落地情况。伴随主要经济体相继反制，全球贸易摩擦预期迅速升级，COMEX黄金库存与全球ETF资金流双双升至俄乌冲突以来新高，黄金避险属性不断被市场放大。

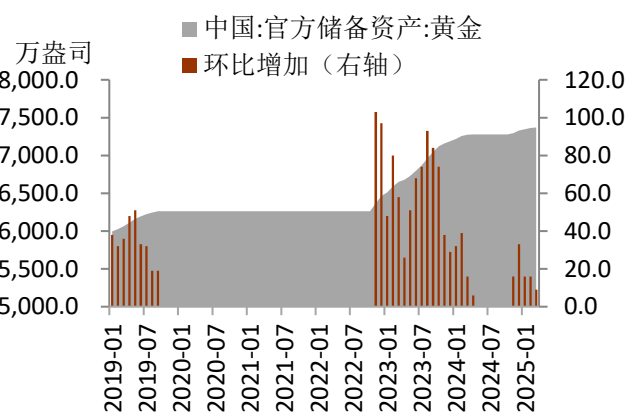
（2）关税扰动引发美国“滞胀”预期发酵，美元指数与美债利率双双回落，支撑金价上行。3月美国软数据再度弱于预期，消费者信心指数大幅回落，密歇根大学通胀预期创下近30年新高，“滞胀”预期推动金价走高。与此同时，欧洲与日本经济数据边际改善，叠加欧洲财政扩张与基建支出预期升温、日央行加息预期抬头，共同压制美元走势。

（3）展望后市，在全球秩序愈发混乱的背景下，黄金货币属性强化，价格仍有望续创新高。在4月特朗普“零逆差”关税政策宣布后，全球衰退预期急剧升温，美元信用备受质疑，黄金成为众多资产中表现亮眼的资产，目前或仍未见顶，短期金价的利空为贸易战实质性缓和、流动性冲击引发的技术性抛售。中长期在逆全球化与去美元化趋势推动下，黄金配置需求持续上升，新兴市场央行仍在增持黄金，凸显其作为非主权货币的长期避险与储备价值。

图表 45 伦敦金现与美元指数



图表 46 中国官方黄金储备



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

矿端供应持续偏紧，与关税预期共振，铜价 3 月偏强运行。3 月末，伦铜收于 9710 美元/吨，月涨幅 3.76%；沪铜收于 79845 元/吨，月涨幅 3.66%；COMEX 铜收于 5.05 美元/磅，月涨幅 11.08%，主要受到关税预期扰动。

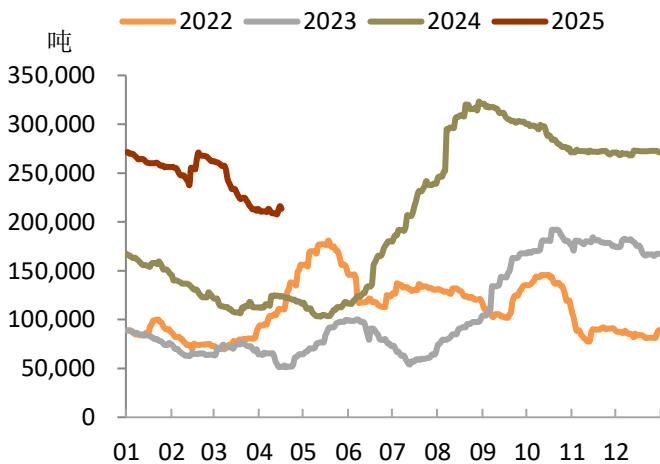
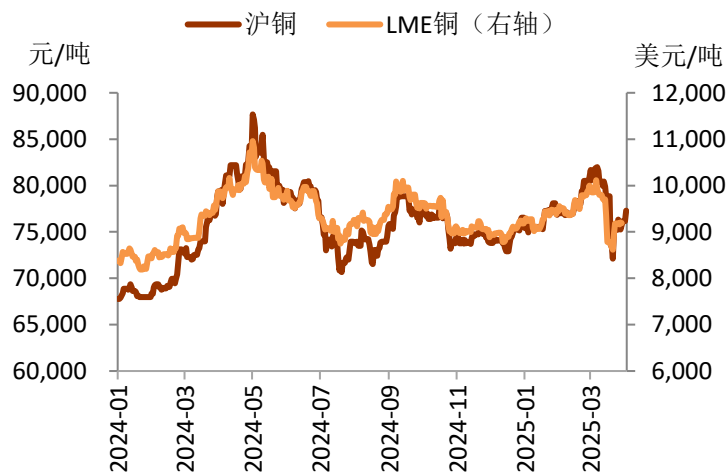
(1) 全球制造业 Q1 企稳，美国进口铜关税预期推高铜价。3 月全球制造业景气偏暖，尽管美国制造业景气边际走弱，欧元区两大经济体德国、法国制造业 PMI 持续回暖，3 月俄乌停战重建、欧洲财政扩张加码基建预期均在宏观层面利好铜价。3 月下旬，特朗普表态拟在数周内对铜进口征收 25% 关税，引发美国企业提前囤货，美铜价格飙升至历史新高，叠加 LME 现货紧张，沪伦铜价同步受提振。

(2) 基本面矿端供应持续偏紧支撑铜价。海外精矿供应中断，TC 报价转负幅度扩大，部分国内冶炼厂小幅兑现减产，供应端扰动仍难缓解；同时全球库存持续攀升，国内库存则在高位缓慢去化。

(3) 展望后市，强现实、弱预期，铜价短期或企稳震荡。4 月初对等关税宣布后，铜价在深度调整后开启修复，市场交易的全球经济衰退预期仅是预期层面、中美经济数据尚未实质性走弱，短期铜价预计在基本面紧平衡下企稳；中长期而言，特朗普引发的贸易战仍具有较大变数，目前全球需求冲击路径需持续关注，衰退预期虽有所缓解但未被根本消除。

图表 47 国内外铜价走势

图表 48 LME 铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3 原油

基本面弱势，地缘驱动 3 月油价震荡上行。3 月末，WTI 原油收于 71.40 美元/桶，月涨幅 2.35%；布伦特原油收于 74.71 美元/桶，月涨幅 2.61%，3 月油价中枢上移。

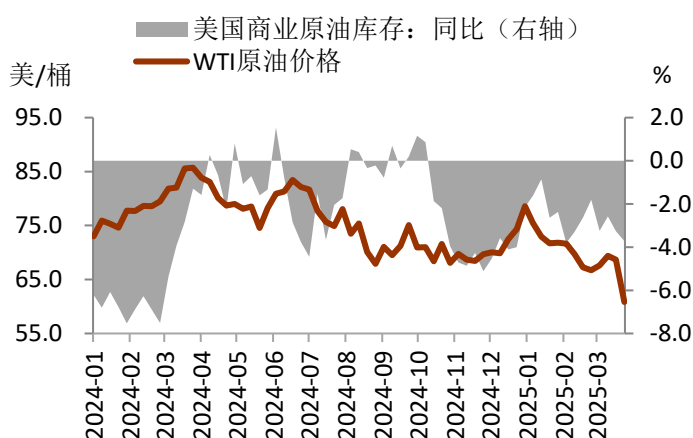
(1) 关税引发需求减弱预期，地缘因素驱动油价震荡走高。关税政策不确定性加剧市场对经济前景及石油需求的担忧，IEA 数据显示 2024 年 Q4 与 2025 年 Q1 交付量低于预期，

三大能源机构平均下调 2025 年全球石油消费增速预估至 124 万桶/日（此前为 127 万桶）；3 月拉美与中东地缘风险升温：委内瑞拉干预圭亚那近海油气活动，伊朗重启核谈并扣押油轮，区域紧张局势加剧，推动原油价格上行。

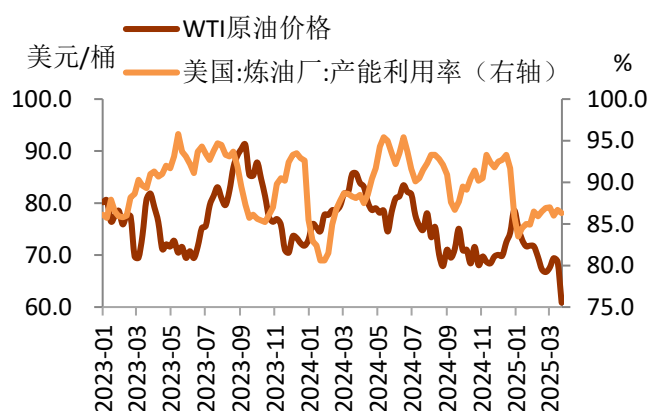
（2）增产预期落地，基本面利空显现。3 月初 OPEC+ 确认自 4 月起将逐步削减减产规模，月度增幅为 13.8 万桶/日，计划于 2025 年 Q4 前全面退出当前 220 万桶/日的自愿减产安排，表明其显示其重心正由“控价”转向“维稳市占率”。

（3）展望后市，供需基本面偏弱+特朗普低油价诉求，油价易跌难涨。4 月初对等关税宣布后，原油回调幅度近 20%、跌破 60 美元关口，关税延期后有所修复。特朗普多次表态希望油价下跌以抗击通胀，并公开敦促 OPEC+ 降低油价，供需面转松下油价预计震荡偏弱。

图表 49 美国商业原油库存



图表 50 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

4.1 美元

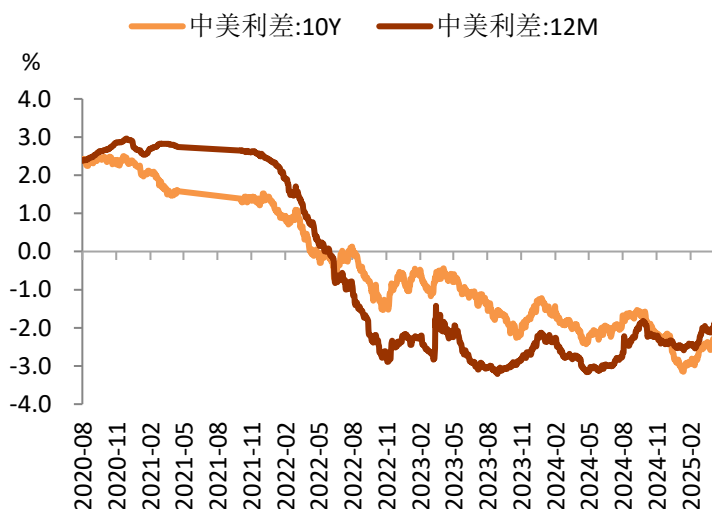
特朗普消耗美元信用，美元顺畅回落。3 月美元指数趋势下行，从月初 107.66 回落至月末 104.0。**（1）美国经济基本面预期相对欧日转弱。**3 月美国通胀预期大幅上行、消费者信心骤降，关税阴霾下美国“滞胀”担忧笼罩市场；而欧日经济基本面预期进一步转强，欧元、日元持续上行，带动美元指数从高位回落。**（2）特朗普关税反复，美元信用出现裂缝。**随着特朗普政府的关税政策反复，及其对美联储的干预行为，正在削弱市场对美元的信心，资金持续流入主流非美国家。**（3）展望后市，**特朗普引发的全球贸易战仍在演绎，美元的避险需求不断被削弱，同时作为美元指数较大权重的欧元区（58%）、日本（14%）经济基本面 Q1 转暖，美元短期寻底。

4.2 人民币

中美贸易战升级，人民币震荡偏稳。3月在岸人民币汇率从7.2833升值至7.2571，离岸人民币汇率从7.2950升值至7.2652，人民币中间价从7.1738小幅上调至7.1782。（1）从内部环境来看，一季度国内经济动能尚可，两会政策符合市场预期，但Q1预期的降准降息并未兑现，月中人民币汇率最高升至7.2160。（2）从外部环境来看，特朗普关税政策引发的美国“滞胀”担忧导致美元贬值，同时中美利差收窄推动人民币升值；（3）展望后市，4月对等关税宣布后，离岸人民币汇率最低贬至7.4295、创下汇改后历史新低，在岸人民币汇率最低贬至7.3512、体现央行稳汇率的意图。中美贸易战已打响，两者经济基本面差距正逐步收敛，预计人民币对美元汇率将维持区间震荡格局，而对非美货币则仍面临阶段性贬值压力。

图表 51 中美利差

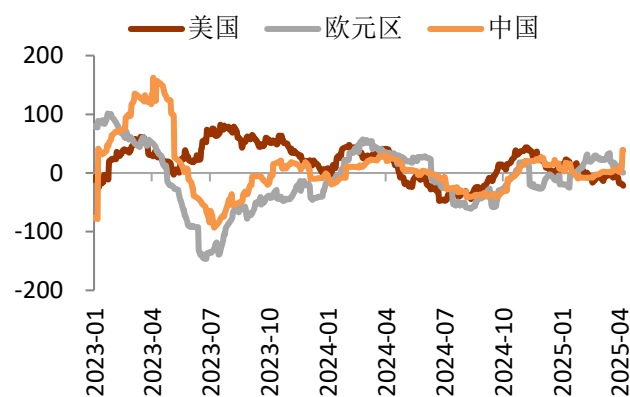
图表 52 在岸、离岸人民币汇率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 53 美元指数

图表 54 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。