



光期研究 见微知著

大类资产策略周报

宏观金融组

2025年4月20日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

大类资产配置：关注欧美经济预期变化

1. 海外宏观：美元信用引担忧

(1)**短期债券到期压力集中**：美债供需失衡、债务规模逼近上限，使得近期美债市场陷入动荡，4-6月将是美债到期置换的最大压力时刻。若美国国会无法在6月前达成新的债务上限协议，或引发美元、美债信用危机。美联储或将被迫下场救市。

(2)**欧央行如期降息25bp**：4月17日，欧洲央行公布4月利率决议，宣布将三大关键利率同步下调25个基点。尽管在声明中不在提及货币政策的限制性这一说法，但美国关税政策波动引发的经济增长担忧仍在持续发酵。不确定性加剧可能削弱家庭和企业信心，贸易紧张局势引发的市场波动或对融资条件形成收紧压力，成为了此次降息的直接依据。

(3)**鲍威尔拒绝表态救市**：鲍威尔表态当前的通胀数据和经济数据并不足以降息提供依据，美联储将继续观察关税将对通胀和整体经济产生的影响。并且美债困局完全可以由国会预算进行解决，美联储不会成为“救世主”。CME数据显示美联储降息押注略微收紧至4次，年内降息幅度在100bp。

2. 大类资产表现：美国关税政策暂缓，市场情绪转暖，全球股指表现反弹；美债集中到期压力激增，市场继续押注降息，收益率再度下行；美元指数周内延续疲软态势，其他货币表现偏强；短期供给面扰动推动原油价格反弹，但长期需求转弱或难以延续支撑；避险情绪刺激黄金投资，金价再创新高；国内方面，受海外关税扰动影响转弱叠加国内政策预期强化下，商品表现多数反弹。

(1)债市方面，本周关税政策转向缓解市场恐慌，叠加经济数据疲软引发衰退担忧，投资者押注美联储降息，推动美债收益率震荡下行。但美债供需失衡、债务规模逼近上限及关税政策反复等因素制约长端利率下行空间，美债表现或有反复。国内方面，本周公布的3月份经济数据整体好于预期，叠加外部不确定扰动带来的避险情绪持续降温，本周债市窄幅震荡。下周来看，3月经济及金融数据好于预期，导致短期货币政策发力的必要性降低，市场期待的双降迟迟没有到来的情况下，债市缺乏进一步走强动力，短期预计维持横盘态势。

(2)汇率方面，本周美元指数延续跌势，美债抛售潮和债务规模攀升引发信用危机，美元资产安全属性受质疑。同时，关税反复强化市场对美国经济滞胀预期升温，美元避险吸引力弱化，疲软经济数据或进一步削弱美元长期支撑。

(3)股指方面，亚太及欧洲股市在低估值与政策托底驱动下普遍反弹，美股受科技股估值回调及关税拖累盈利预期影响显著回落，国内A股在维稳政策下初现企稳迹象，港股受中美博弈压制反弹力度。后续关注海外宏观情绪变化以及国内政治局会议的结果。

(4)原油方面，暂缓加征关税缓解贸易担忧，叠加美国制裁伊朗及OPEC+超产补偿计划支撑油价周内反弹。但IEA和OPEC下调需求预期，或限制油价涨幅，供应过剩压力持续，原油价格或维持宽幅波动。贵金属方面，全球购金潮延续，避险需求刺激增持黄金对冲美元风险，地缘冲突常态化注入避险溢价。短期有技术性回调风险，但在货币体系重构与政策博弈背景下，黄金的结构性支撑逻辑持续强化。

3. 下周关注重点：

国内关注LPR报价利率变化，海外关注欧美4月PMI初值和G20财政及央行部长级会议情况



大类资产配置策略

图表：大类资产价格变化

权益类	周度涨跌幅	月度变化	债权类	周度变化（单位，bp）	月度变化	美元/日元	-0.94%	-5.20%
MSCI 世界领先	0.29%	-4.14%	美国1年期	-5.00	-4.00	瑞郎/美元	-0.29%	7.98%
MSCI 世界	0.08%	-4.26%	美国2年期	-15.00	-8.00	美元/人民币	-0.02%	0.40%
MSCI 发达国家	2.17%	-3.48%	美国5年期	-20.00	-1.00	美元/离岸人民币	-0.26%	0.75%
MSCI 新兴市场	2.09%	-3.12%	美国10年期	-14.00	11.00	大宗商品	周度变化	月度变化
纳斯达克	-2.31%	-5.29%	美国10-2yr	1.00	20.00	COMEX黄金	2.79%	6.14%
标普500	-1.50%	-5.87%	中国10年期	-0.75	-16.36	WTI期货（NYMEX）	4.83%	-9.73%
道琼斯工业指数	-2.66%	-6.81%	中美利差	5.25	-27.36	布伦特期货（ICE）	5.05%	-9.22%
德国DAX	4.08%	-4.32%	德国10年期	-3.00	-16.00	TTF天然气期货（CME）	6.20%	-11.74%
法国CAC40	2.55%	-6.48%	英国10年期	-16.75	-8.15	沪铜	1.21%	-5.13%
富时100	3.91%	-3.58%	日本10年期	-3.70	-17.70	沪金	4.45%	12.89%
日经225	3.41%	-2.49%	外汇	周度变化	月度变化	原油	3.79%	-6.75%
恒生指数	2.30%	-7.46%	美元指数	-0.56%	-4.74%	螺纹钢	-1.76%	-3.60%
沪深300	0.59%	-2.95%	美元/澳元	-1.56%	-2.21%	PTA	-0.64%	-10.91%
上证50	1.45%	-0.30%	欧元/美元	0.12%	5.04%	豆一	-2.37%	3.73%
中证500	-0.37%	-5.07%	英镑/美元	1.52%	2.69%	生猪	0.84%	5.55%
中证1000	-0.52%	-6.34%	美元/加元	-0.19%	-3.72%	铁矿石	-1.27%	-10.04%

资料来源：Bloomberg，WIND，iFinD，光大期货研究所

备注：本期周度数据统计周期为4月14日-4月20日，月度数据统计周期为4月1日-4月20日

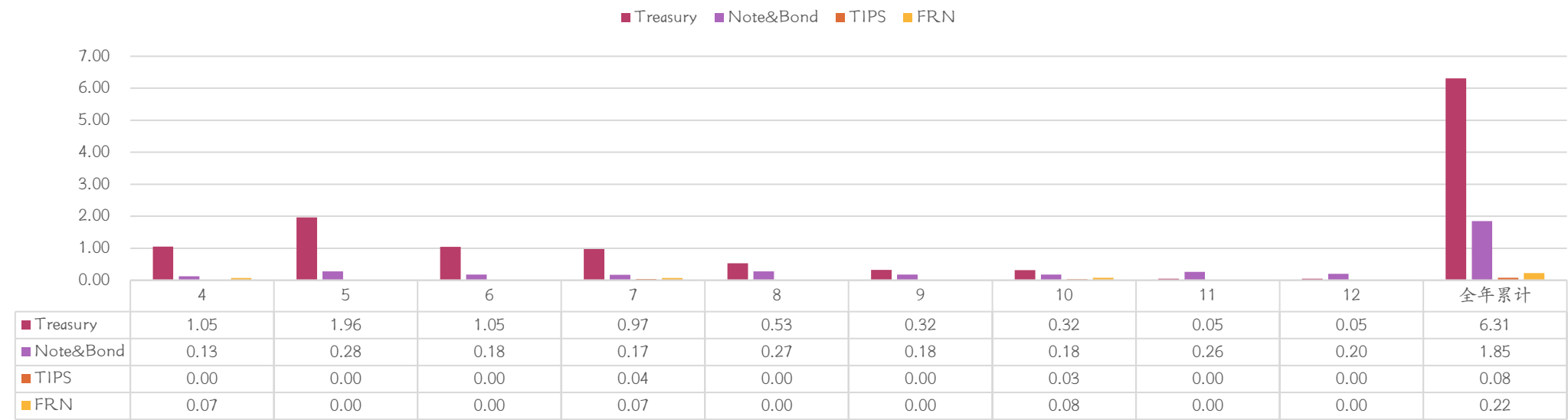
目 录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件



1.1美债供需失衡、债务规模逼近上限

图表：美债年内集中到期压力巨大（单位：万亿美元）

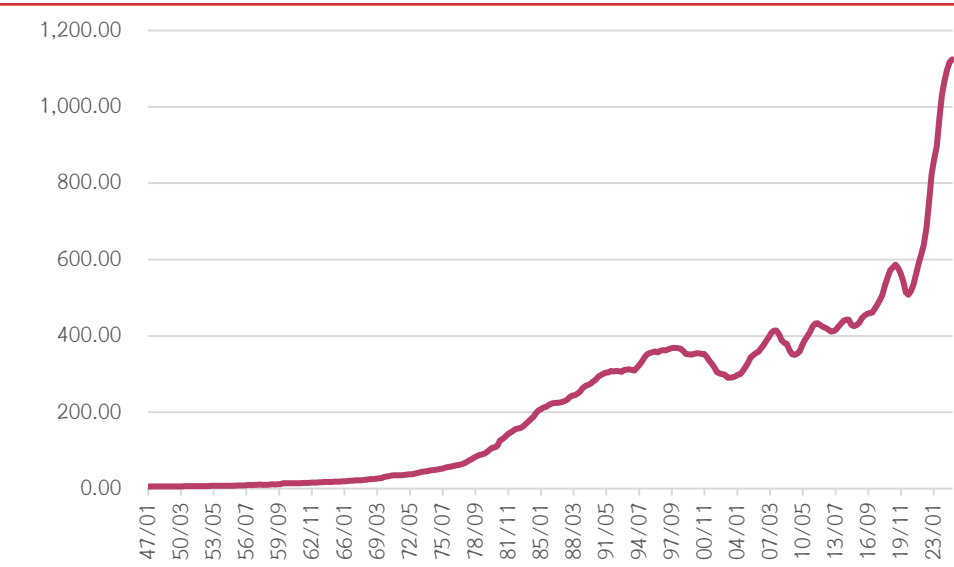


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美债供需失衡、债务规模逼近上限（余额约2000万亿美元），使得近期美债市场陷入动荡，引发美元信用危机。美国财政部数据显示，年内即将到期的一年期以下短期债务（treasury）、中长期国债（note&bond）、抗通胀债券（TIPS）和浮动利率债券（FRN）分别有6.31万亿、1.85万亿、800亿和2200亿美元。并且从到期结构来看，4-6月将是美债到期置换的最大压力时刻。

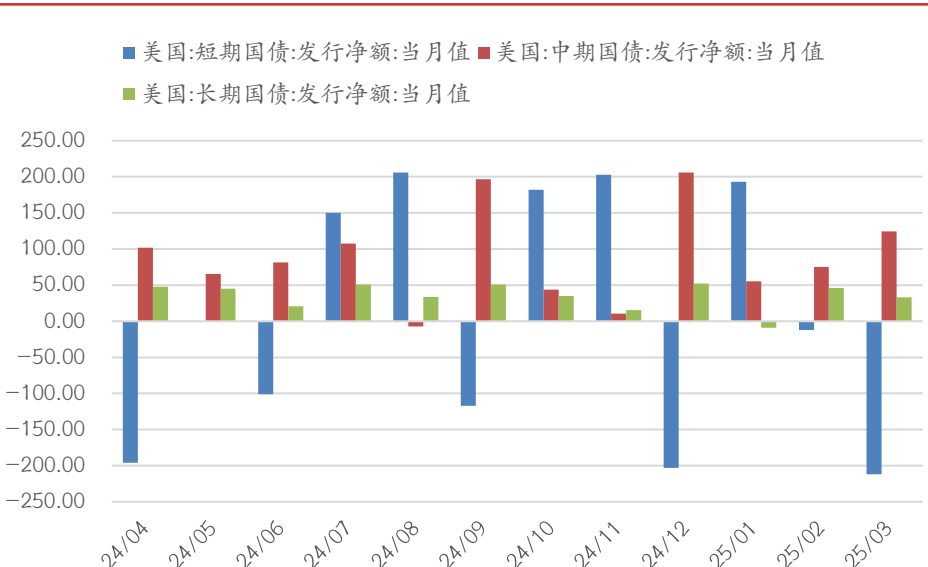
1.2 美国债务上限余额不足

图表：2024年美债利息支出预估超1.1万亿（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：近期的美国政府运行高度依赖短债融资（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 持续的高利率环境使美债利息支出攀升，2024财年利息支出约为1.1万亿，今年保守估计将超过1.5万亿美元，这使得美国政府融资能力大大受限。

1.3 美元资产信用危机初现

图表：美元资产信用受损（点，美元/盎司）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：鲍威尔坚持美联储独立性

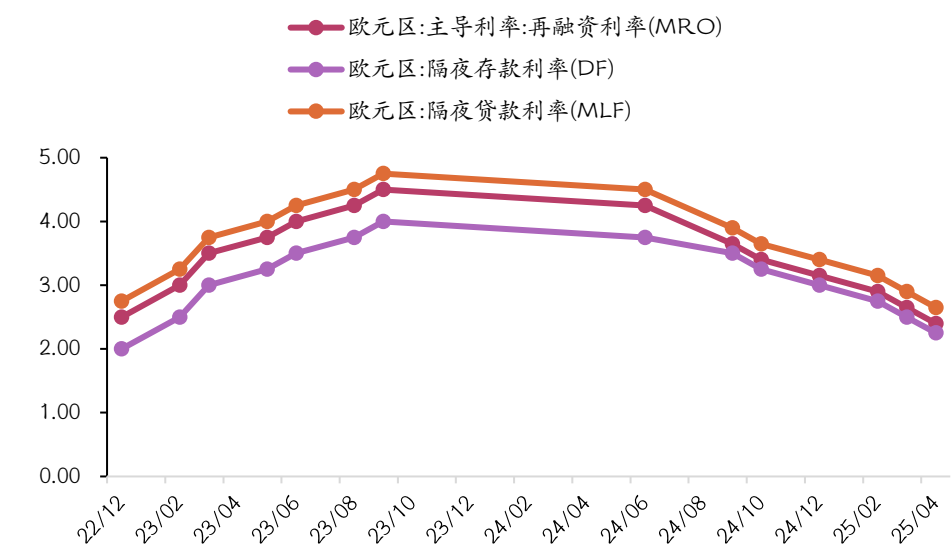
时间线	特朗普施压美联储降息	鲍威尔回应
2025年4月17日	特朗普在社交媒体上发文，指责鲍威尔“总是太迟且犯错”，要求美联储立即降息，并称鲍威尔“越早走人越好”。	鲍威尔在芝加哥经济俱乐部发表讲话，指出政府的关税政策增加了经济的不确定性，美联储需要更多时间来评估其影响。
2025年4月4日	特朗普在“对等关税”宣布后两天称“现在是鲍威尔宣布降息的绝佳时机”，并指责鲍威尔行动迟缓。	无明确回应，但此前鲍威尔强调美联储将保持政策独立性，政策调整需基于经济数据。
2025年3月24日	特朗普在内阁会议上表示，物价和能源价格下行，希望美联储降息	无明确回应，但此前鲍威尔强调美联储将保持政策独立性，政策调整需基于经济数据。
2025年3月19日	特朗普在社交媒体上发文称“美联储最好还是降息”，因为美国关税影响开始逐渐渗透到经济中。	鲍威尔在芝加哥大学布斯商学院发表讲话，表示美联储应保持谨慎，现阶段无需急于调整政策利率。
2025年3月8日	无明确施压事件。	鲍威尔在讲话中提到，尽管存在不确定性，美国经济仍处于良好状态，就业市场稳健，通胀接近目标，美联储无需急于调整利率。
2025年2月26日	特朗普团队提及希望利率下降，但未明确要求美联储降息。	鲍威尔在国会听证会上表示，鉴于经济韧性，美联储不需要急于下调利率。

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

➤ 美国关税大棒正在消耗美元以及美债的全球信用，美债的避险属性以及融资能力有所动摇，叠加美国的财政状况继续恶化，特朗普近期对鲍威尔频繁施压。在总统施压解雇威胁与市场剧烈波动中艰难维系政策独立性，美联储的货币政策抉择面临巨大挑战。

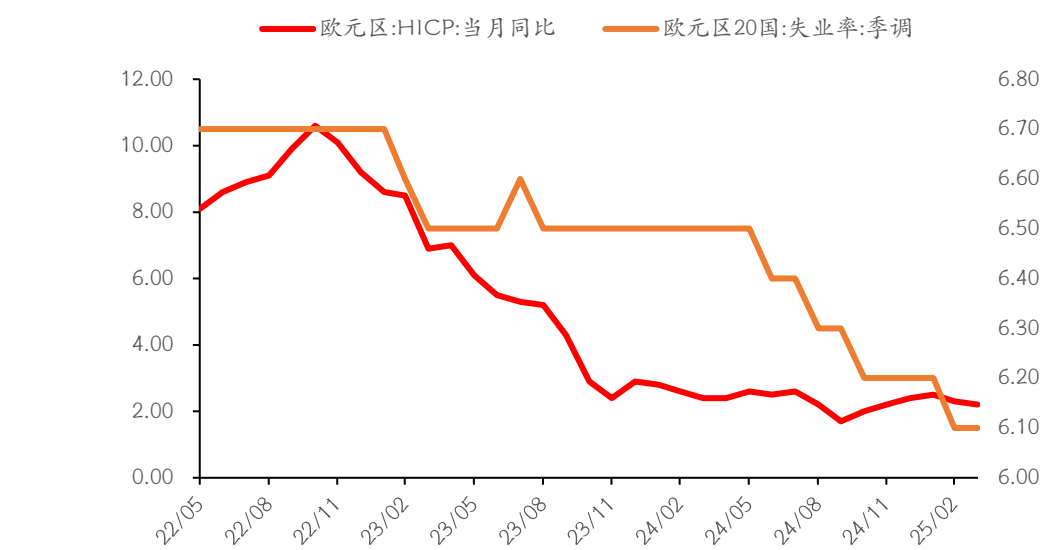
1.4 欧央行如期降息

图表：欧央行连续第七次降息落地（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：就业通胀水平基本稳定，暗示可能放缓宽松步伐（%）

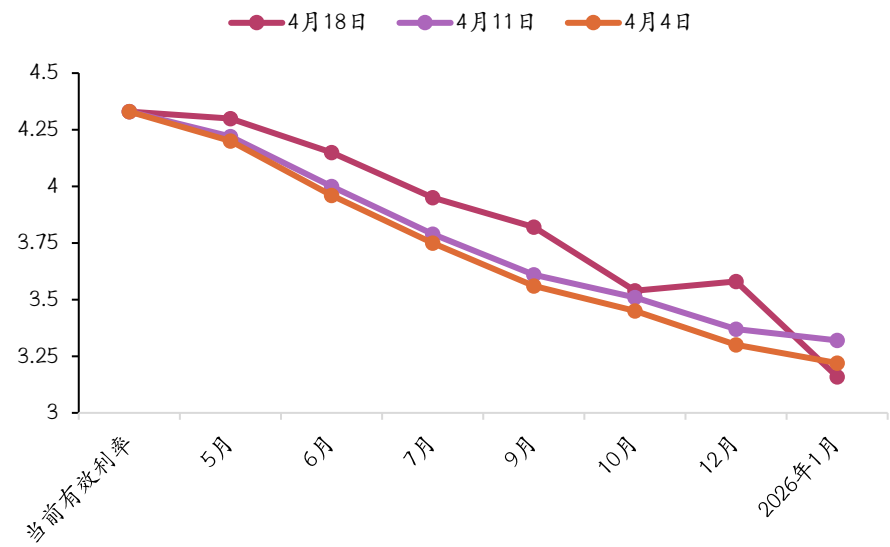


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 4月17日，欧洲央行公布4月利率决议，宣布将三大关键利率同步下调25个基点：存款机制利率降至2.25%，主要再融资利率降至2.4%，边际贷款利率降至2.65%。这是自2024年6月启动宽松周期以来，该行连续第七次降息，标志着欧元区货币政策宽松力度持续加码。
- 尽管在声明中不在提及货币政策的限制性这一说法，但美国关税政策波动引发的经济增长担忧仍在持续发酵。不确定性加剧可能削弱家庭和企业信心，贸易紧张局势引发的市场波动或对融资条件形成收紧压力，成为了此次降息的直接依据。

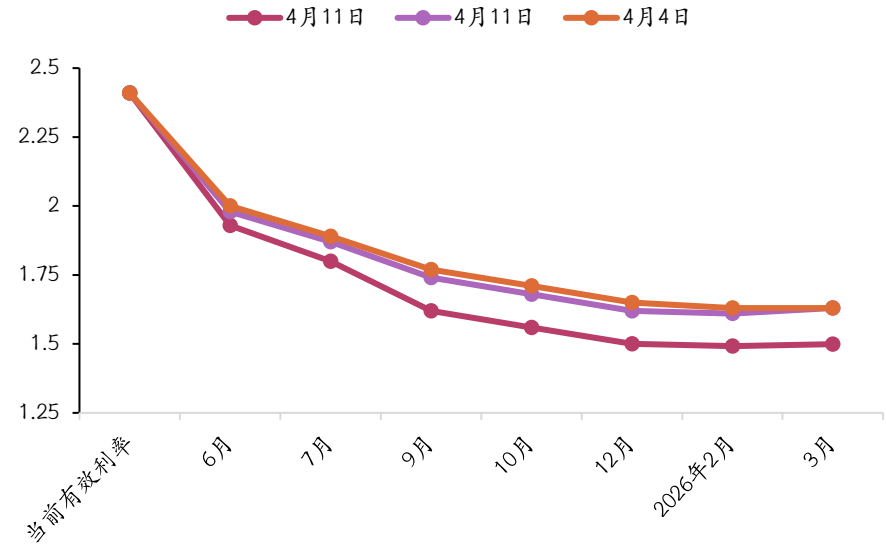
1.5 欧美央行降息路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）

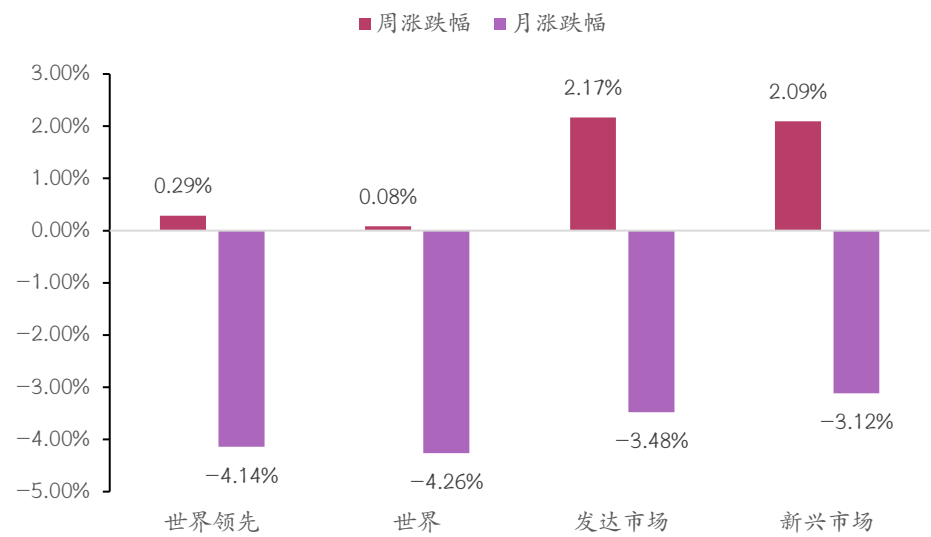


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 鲍威尔表态当前的通胀数据和经济数据并不足以为降息提供依据，美联储将继续观察关税将对通胀和整体经济产生的影响。并且美债困局完全可以由国会预算进行解决，美联储不会成为“救世主”。CME数据显示美联储降息押注略微收紧至4次，年内降息幅度在100bp。

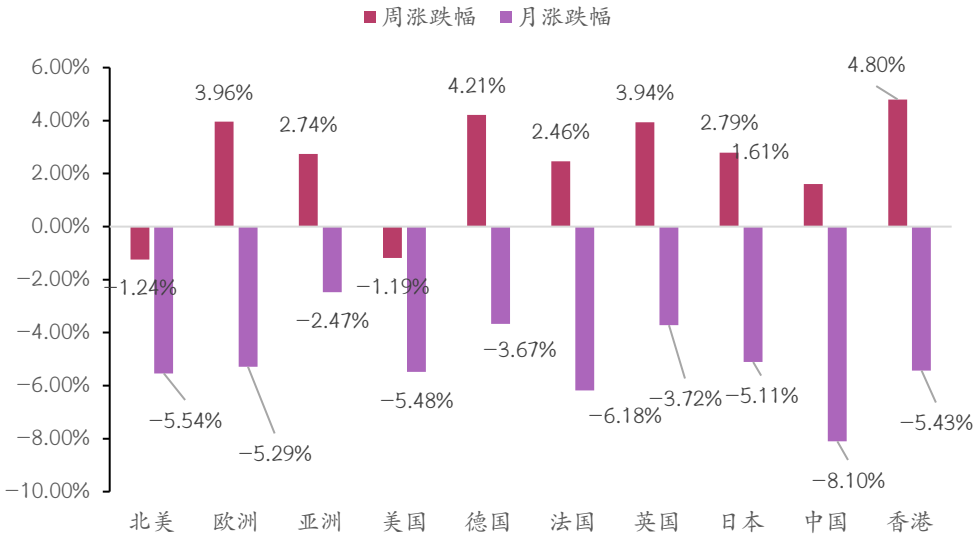
2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



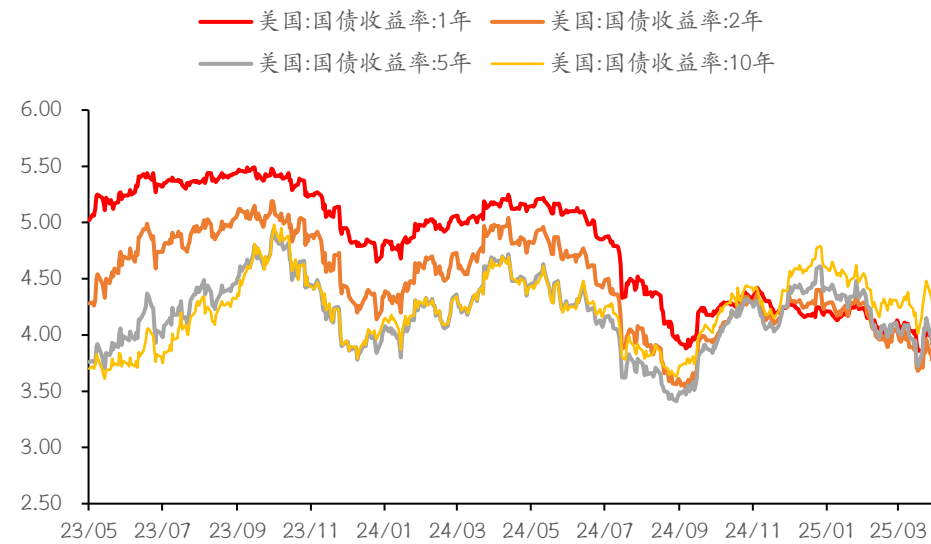
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 亚太及欧洲股市在低估值与政策托底驱动下普遍反弹，美股受科技股估值回调及关税拖累盈利预期影响显著回落，国内A股在维稳政策下初现企稳迹象，港股受中美博弈压制反弹力度。后续关注海外宏观情绪变化以及国内政治局会议的结果。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为0.29%和0.08%，MSCI发达国家指数为2.17%，MSCI新兴市场指数为2.09%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。
详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

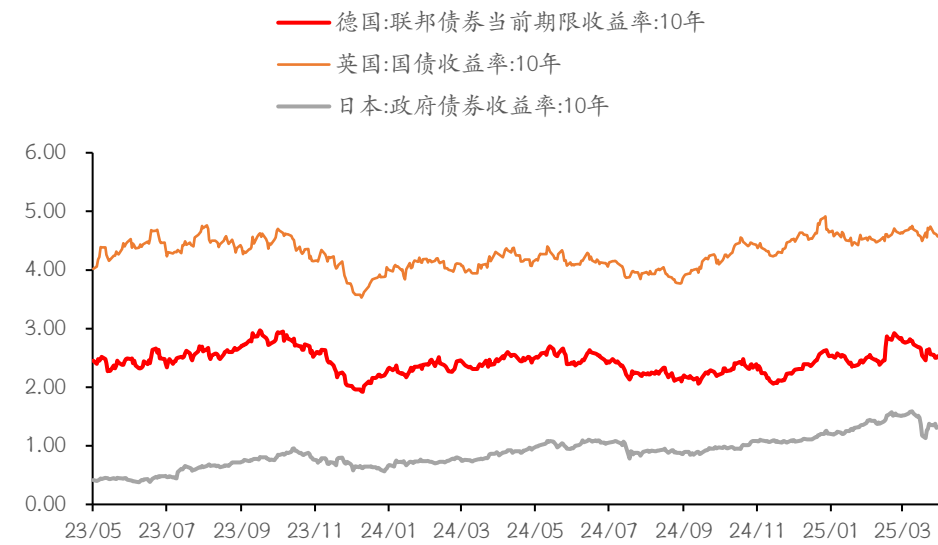
2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

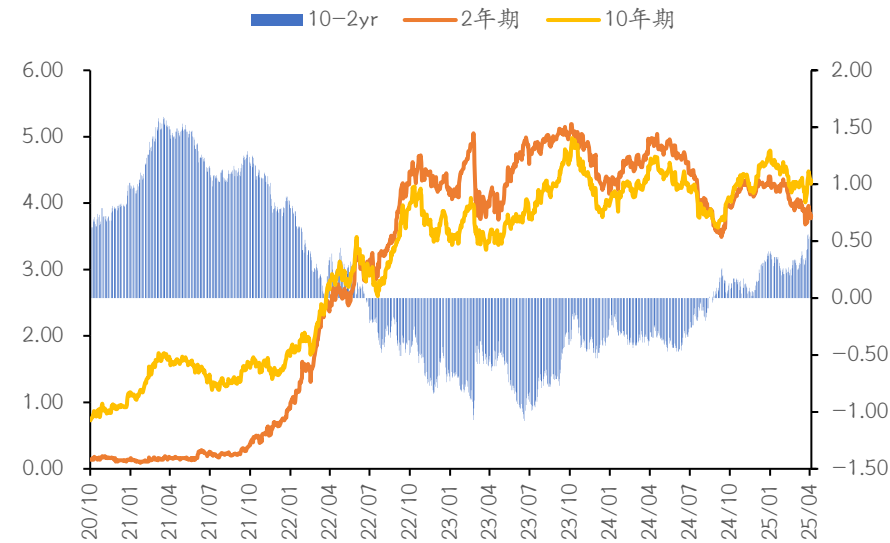


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 本周关税政策转向缓解市场恐慌，叠加经济数据疲软引发衰退担忧，投资者押注美联储降息，推动美债收益率震荡下行。但美债供需失衡、债务规模逼近上限及关税政策反复等因素制约长端利率下行空间，美联储或将深陷政策两难困境。1年期美债收益率下调5个基点报3.99%，2年期美债收益率下调15个基点报3.81%，5年期美债收益率下调20个基点报3.95%，10年期美债收益率下调14个基点报4.34%。
- 欧央行如期降息25bp，欧债集体下行。德国十年期国债收益率下调3个基点报2.53%，英国十年期国债收益率下调17个基点报4.57%。

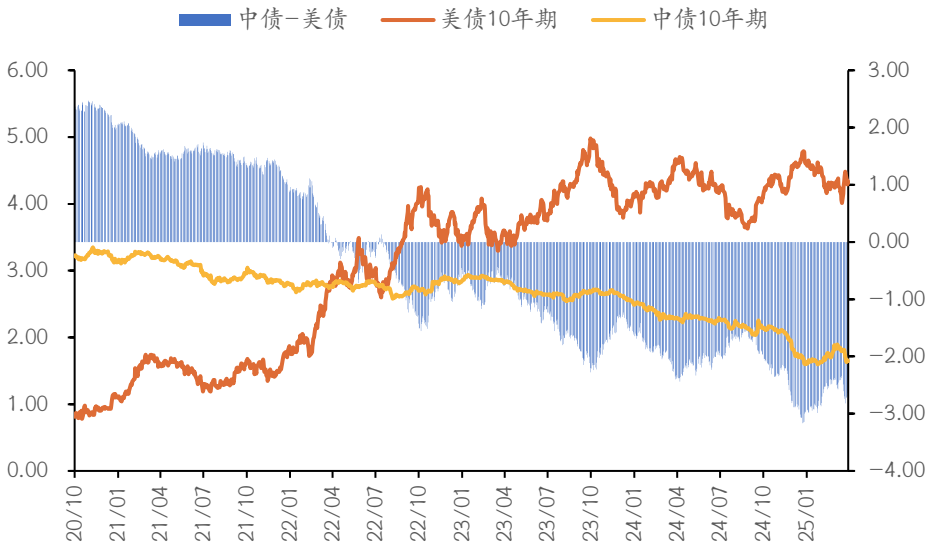
2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）

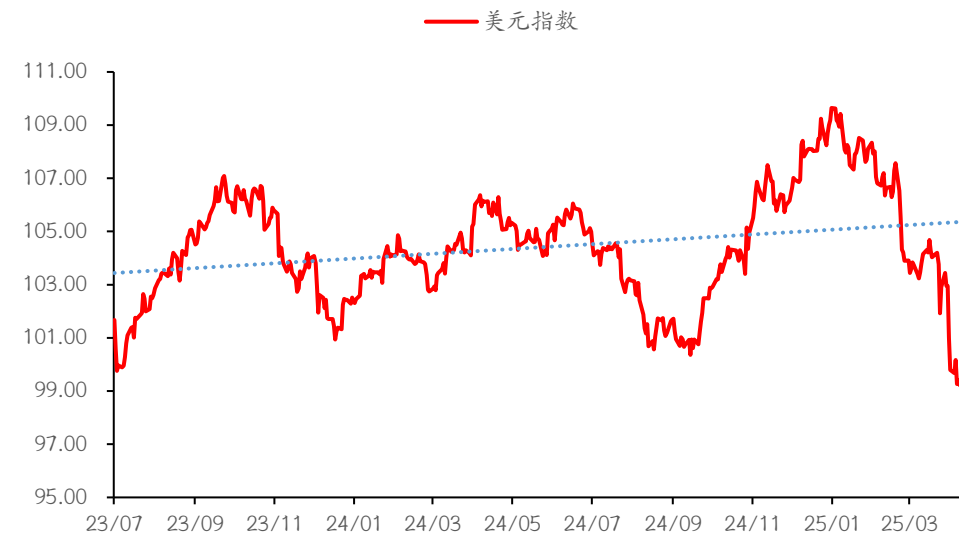


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债10年期与2年期利差周内扩大19bp至52bp，长债供应增加与短债集中到期规模巨大同步施压。
- 国内方面，本周公布的3月份经济数据整体好于预期，叠加外部不确定扰动带来的避险情绪持续降温，本周债市窄幅震荡。下周来看，3月经济及金融数据好于预期，导致短期货币政策发力的必要性降低，市场期待的双降迟迟没有到来的情况下，债市缺乏进一步走强动力，短期预计维持横盘态势。 十年期国债收益率周内回落至1.6493%，中美十年期债券收益率利差为269bp。

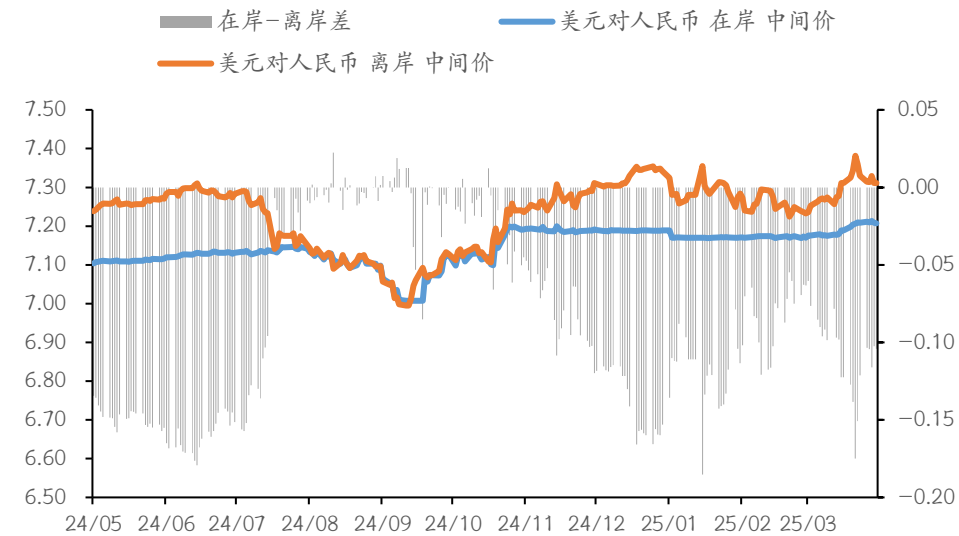
2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

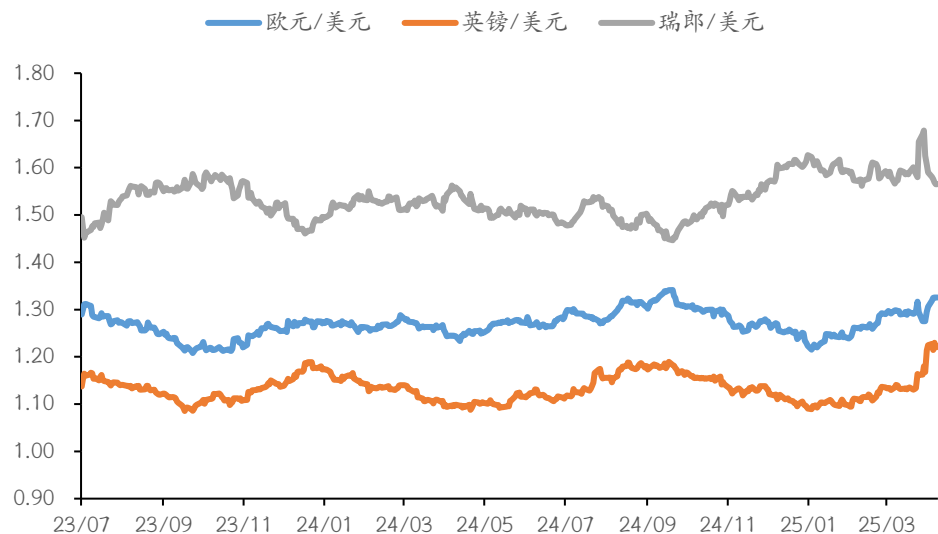


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 汇率方面，本周美元指数延续跌势，美债抛售潮和债务规模攀升引发信用危机，美元资产安全属性受质疑。同时，关税反复强化市场对美国经济滞胀预期升温，美元避险吸引力弱化，疲软经济数据或进一步削弱美元支撑。美元指数周内大幅下跌0.56%，报收99.2286。在岸、离岸人名币小幅走强，美元兑人民币报收7.2069（前一周为7.2087），离岸人民币报收 7.3110（一周前为7.3300）。

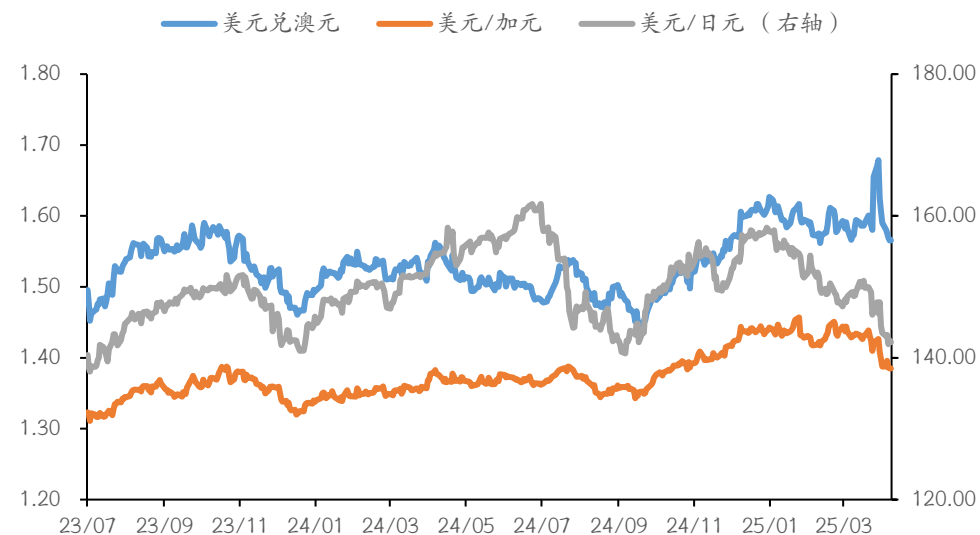
2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元

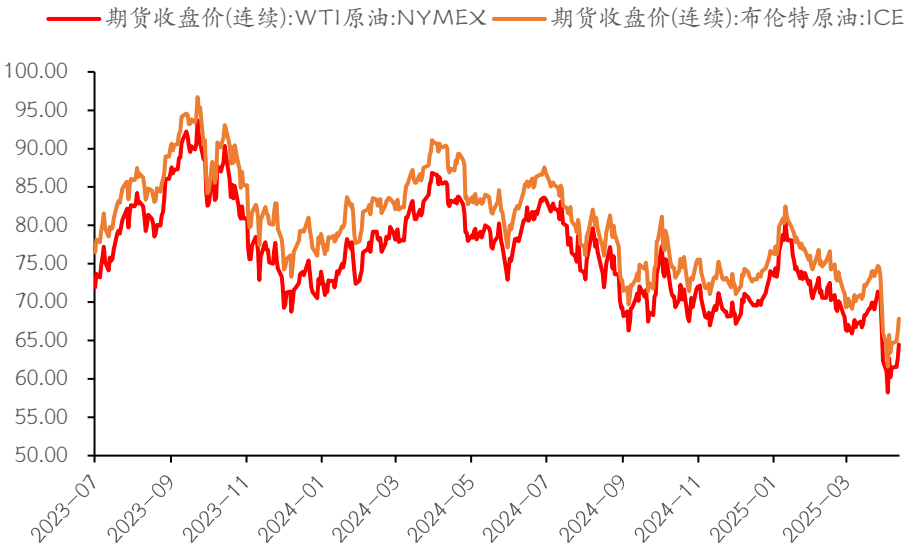


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- G7主要货币兑美元多数走强，周度来看，欧元/美元涨0.12%报收1.1360，英镑/美元涨1.52%报收1.3257，瑞士法郎/美元跌0.29%报收1.2209，美元/加元跌0.19%报收1.3850，美元/澳元跌1.56%报收 1.5653，美元/日元跌0.94%报收142.1725。

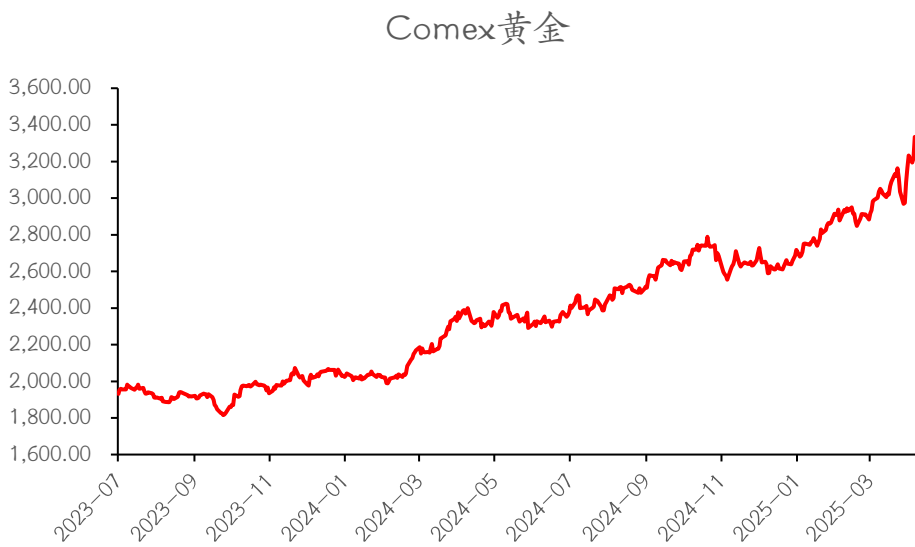
2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 原油方面，暂缓加征关税缓解贸易担忧，叠加美国制裁伊朗及OPEC+超产补偿计划支撑油价周内反弹。但IEA和OPEC下调需求预期，或限制油价涨幅，供应过剩压力持续，原油价格或维持宽幅波动。WTI和布伦特原油周内分别上涨4.83%和5.05%。
- 贵金属方面，全球购金潮延续，避险需求刺激增持黄金对冲美元风险，地缘冲突常态化注入避险溢价。短期有技术性回调风险，但在货币体系重构与政策博弈背景下，黄金的结构性支撑逻辑持续强化。Comex黄金周度上涨90.1美元，收于3323.10美元/盎司，较上周上涨2.79%。



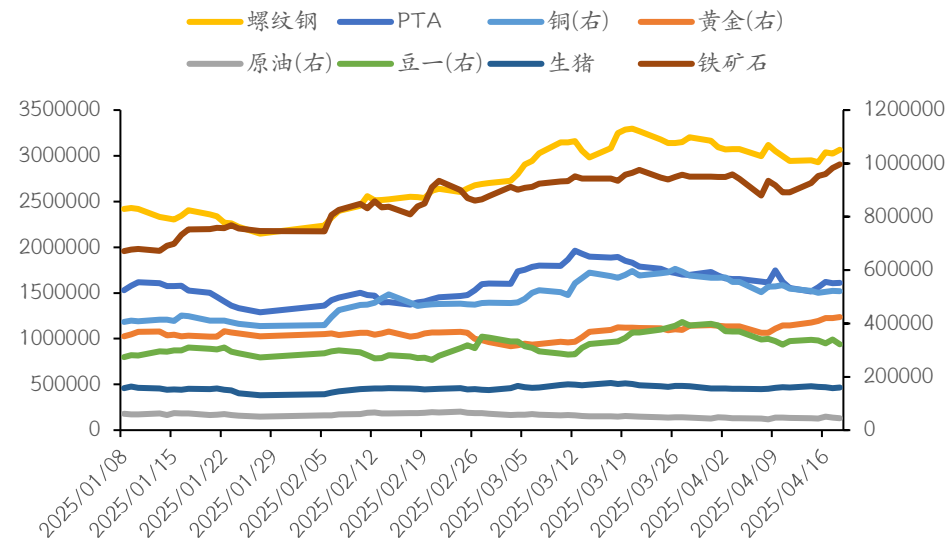
2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

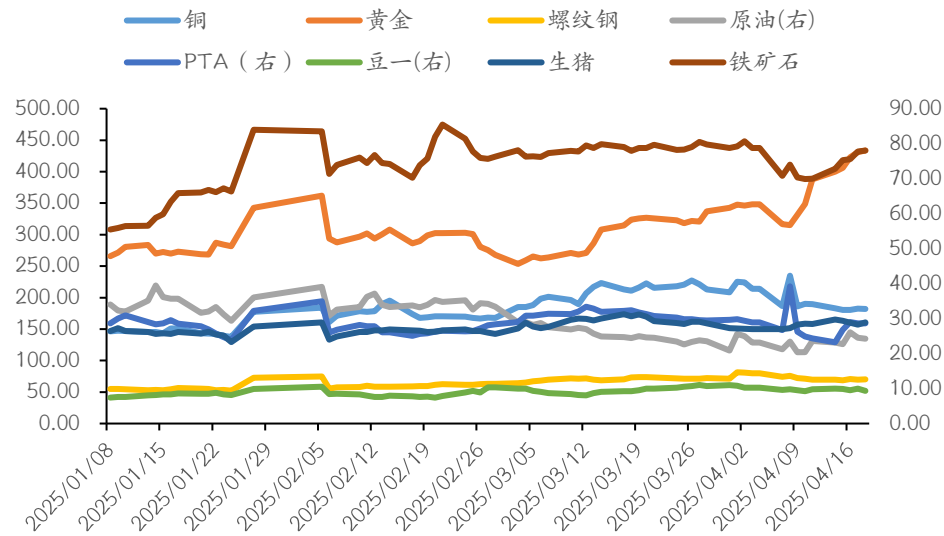


资料来源：WIND，光大期货研究所

► 本周商品期货市场资金净流入51.72亿元。美国关税暂缓执行90天，国内商品市场部分修复前期跌势，出口企业也正寻求多方面自救，绕过美国关税限制，使得市场担忧情绪有所缓解。此外，市场预期4月底政治局会议或加码国内消费，并且美国针对中国船只加征附加税的做法，或在10月正式执行前提振出口积极性，宏观政策预期对市场情绪也有所提振。

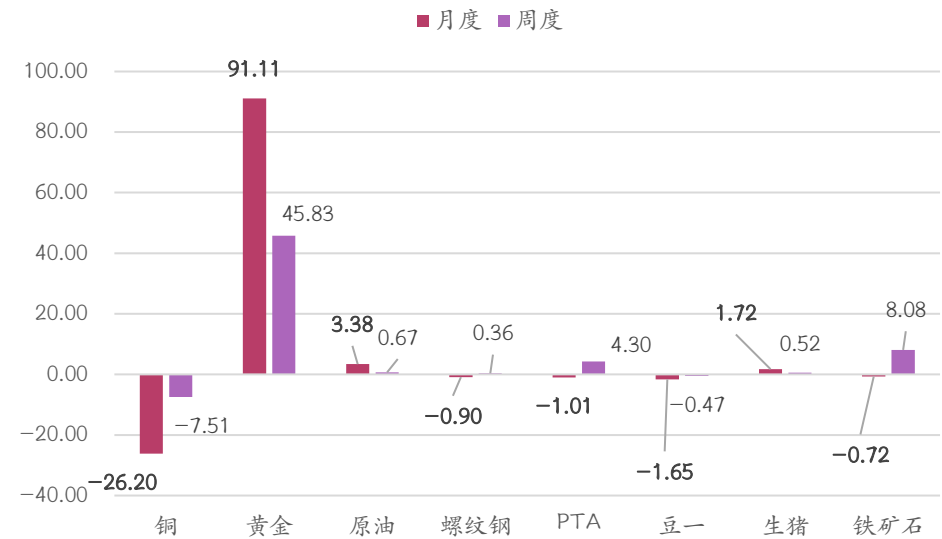
2.4 大宗商品

图表：分品种沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：分品种资金变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

- 本周商品期货市场资金净流入51.72亿元
- 资金净流入：黄金 45.83亿元，原油 0.67亿元，螺纹钢 0.36亿元，PTA 4.30亿元，生猪 0.52亿元，铁矿石 8.08亿元；
- 资金净流出：铜 7.51亿元，豆一0.47亿元。

3.1 下周重点：国内关注LPR报价利率变化，海外关注欧美4月PMI初值和G20财政及央行部长级会议情况

21 星期一	1、中国4月一年期贷款市场报价利率(LPR)（前值3.1%） 2、中国4月五年期贷款市场报价利率(LPR)（前值3.6%） 3、海外复活节假期休市
22 星期二	1、欧元区4月消费者信心指数初值（前值-14.5，预期-15.1）
23 星期三	1、G20财政及央行部长级会议举行，至4月24日 2、欧元区4月综合PMI初值（前值50.9，预期50.3）；服务业PMI初值（前值51，预期50.5）；制造业PMI初值（前值48.6，预期47.5） 3、美国4月Markit综合PMI初值（前值53.5）；服务业PMI初值（前值54.4，预期53）；制造业PMI初值（前值50.2，预期49.3）
24 星期四	1、美联储公布经济状况褐皮书
25 星期五	

研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。