



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6日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

大类资产配置：关注对等关税生效情况

1. 海外宏观：关税扰动下衰退预期强化

(1)**对等关税超预期**：对等关税大超市场预期主要体现在以下四点：1) 所有贸易伙伴10%的基线关税，4月5日生效；2) 针对21个主要贸易对手家24%-49%不等个性化关税；3) 取消800美元以下的小额包裹关税豁免；4) 针对进口汽车加征25%关税。多国针对对等关税宣布反制措施，经济学家和机构纷纷警告，新一轮关税措施可能成为美国新一轮经济衰退的导火线。

(2)**避险资产受到追捧**：美国周五非农就业数据意外强劲，新增就业人口22.8万人远超预期，修正后的1-2月数据也显示劳动力市场韧性。整体就业参与率也依然保持强劲，但难掩市场对经济衰退的担忧。高盛发布报告称，随着美国政府关税政策冲击全球经济和金融市场，未来12个月美国经济出现衰退的概率升至35%，高于此前预期的20%，同时全球经济衰退预期也在走强。衰退担忧引发避险资金涌入各国债券市场，各期限收益率大幅下行。

(3)**市场降息预期走强**：特朗普政府超预期关税落地之后，美股深度调整、金融条件紧缩和衰退预期仍是海外市场的主线逻辑，对美联储年内加速降息的预期有所升温。CME数据显示，海外市场对年内美联储降息预期已升至四次合计100BP为大概率场景。欧央行降息预期也由此前的2次增加至3次。

2. 大类资产表现：对等关税落地，利空情绪并未平复，全球贸易冲突加剧，全球股指周内大幅下挫，美国国债收益率受避险资金追捧全面下行，美元指数周内下挫，其他货币表现都输偏强；原油供需基本面预期均转弱，油价承压下行；避险情绪与获利了结博弈，金价冲高回落；国内方面，受海外对等关税扰动影响巨大，商品表现多数承压。

(1)债市方面，关税扰动下，美国经济衰退预期走强，市场预期美联储将超预期降息，美国国债收益率全面下行。国内方面，跨季后资金面边际转松，周四DR007回落至1.7%，3月PMI数据整体符合市场预期，“对等关税”落地引发市场避险情绪升温，各期限国债收益率明显下行。短期来看，降息预期再度升温，债市偏强运行。

(2)汇率方面，美，对等关税远超市场预期引发市场恐慌，衰退预期下市场押注美联储超规模降息概率上升，资金涌向美债避险，美元流动性大幅增加，美元指数周内大幅走弱，其他货币兑美元多数走强。

(3)股指方面，特朗普对等关税落地，但后续不确定性的担忧仍在，贸易摩擦加剧引发全球经济衰退预期走强，全球股指周内大幅承压下行。(4)原油方面，贸易冲突加剧引发需求衰退担忧，OPEC+增加生产也带来的供应增加预期，对油价有所施压，原油价格周内大幅下挫。贵金属方面，贸易对手对美国对等关税纷纷采取反制手段，避险情绪推高金价。但市场预期后续存在谈判可能，且高金价下获利了结情绪有所增加，部分资金转向债券市场，黄金价格周内冲高回落。

3. 下周关注重点：

国内3月金融与通胀数据，海外关注美国3月物价指数和美联储会议纪要

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	-1.91%	-2.34%
MSCI 世界领先	-7.90%	-11.43%	美国1年期	-18.00	-22.00	瑞郎/美元	2.34%	4.90%
MSCI 世界	-8.49%	-12.59%	美国2年期	-21.00	-31.00	美元/人民币	0.19%	0.21%
MSCI 发达国家	-8.66%	-11.51%	美国5年期	-26.00	-31.00	美元/离岸人民币	0.52%	0.23%
MSCI 新兴市场	-2.96%	-0.88%	美国10年期	-26.00	-23.00	大宗商品	周度变化	月度变化
纳斯达克	-9.77%	-16.70%	美国10-2yr	-5.00	8.00	COMEX黄金	-1.76%	6.59%
标普500	-9.08%	-14.79%	中国10年期	-9.46	-3.96	WTI期货（NYMEX）	-9.73%	-10.91%
道琼斯工业指数	-7.86%	-12.60%	中美利差	12.54	19.04	布伦特期货（ICE）	-9.98%	-9.70%
德国DAX	-8.10%	-8.47%	德国10年期	-19.00	16.00	TTF天然气期货（CME）	-9.42%	-17.68%
法国CAC40	-8.10%	-10.31%	英国10年期	-10.53	8.73	沪铜	-3.31%	2.50%
富时100	-6.97%	-8.57%	日本10年期	-18.50	-1.20	沪金	4.05%	9.19%
日经225	-9.00%	-9.08%	外汇	周度变化	月度变化	原油	0.24%	3.97%
恒生指数	-2.46%	-0.40%	美元指数	-1.07%	-4.32%	螺纹钢	-1.37%	-3.60%
沪深300	-1.37%	-0.73%	美元/澳元	4.05%	2.72%	PTA	-2.68%	-1.72%
上证50	-0.65%	0.88%	欧元/美元	2.41%	6.20%	豆一	2.98%	-6.42%
中证500	-1.19%	-0.25%	英镑/美元	1.75%	4.57%	生猪	-1.81%	0.57%
中证1000	-1.04%	-1.07%	美元/加元	-0.72%	-1.72%	铁矿石	-0.06%	0.96%

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3月31日-4月4日，月度数据统计周期为3月1日-4月4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 对等关税落地引发市场担忧

图表：对等关税规模、范围双双超预期

内容分类	具体内容
定义与内涵	对等关税的核心逻辑是“以牙还牙”，即美国根据贸易伙伴对其商品征收的关税水平，以及非贸易壁垒水平，对进口商品采取相同税率。
政策目标	旨在纠正不公平贸易、增加关税收入、强化谈判筹码，同时保护美国主权与经济安全。
关税结构	1. 调涨基准关税：对所有国家统一征收10%基础税率（豁免商品除外），覆盖价值约8.2万亿美元进口商品。 2. 预设个性关税：针对21个主要贸易伙伴实施差异化税率，如中国34%、日本24%、韩国25%、欧盟20%等。 3. 取消小额豁免：针对800美元以下的小额包裹取消关税豁免。 4. 加征汽车关税：对进口汽车加征25%关税。
豁免机制	1. 商品豁免：包括半导体、药品、木材等538类商品（占2024年总进口额12.7%）。 2. 区域豁免：美墨加协定框架下61%的加拿大商品、73%的墨西哥商品维持零关税。
实施时间	汽车关税和取消小额豁免分别于4月2日和3日生效；基准关税4月5日生效；对等关税4月9日生效。
法律工具	援引《国际紧急经济权力法》第1702条，以“国家安全受威胁”为由启动国家紧急状态。
影响范围	1. 国家层面：涵盖巴西、印度、欧盟、中国等多个主要贸易伙伴。 2. 商品层面：钢铁、铝、汽车等制造业产品成为重点征税对象，而半导体、药品等商品被列入豁免清单。

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

➤ 对等关税大超市场预期主要体现在以下四点：1）所有贸易伙伴10%的基线关税，4月5日生效；2）针对21个主要贸易对手家政24%–49%不等个性化关税；3）取消800美元以下的小额包裹关税豁免；4）针对进口汽车加征25%关税。

1.2 贸易摩擦加剧经济衰退风险

图表：已公布采取反制措施的国家/地区

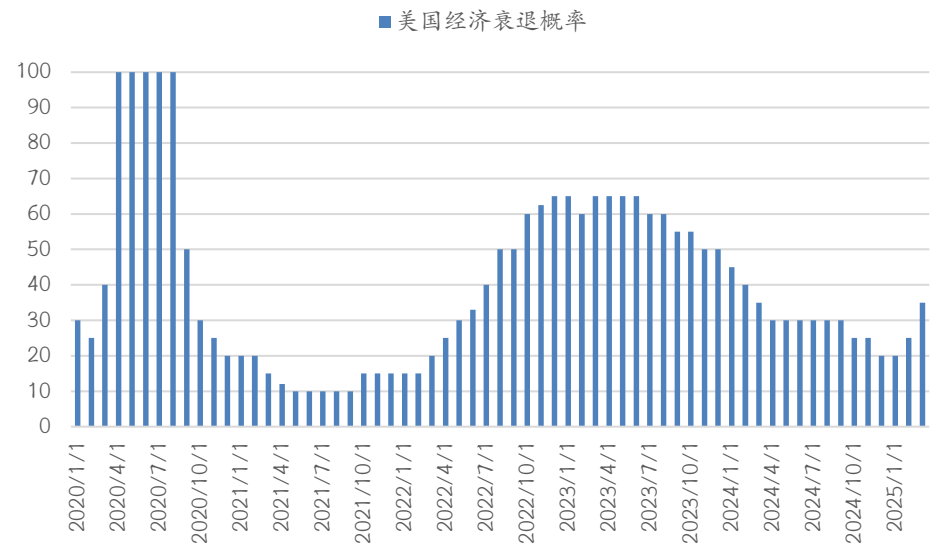
国家/地区	反制措施
中国	自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的进口商品在现行适用关税税率基础上加征34%关税。
加拿大	对从美国进口的汽车征收25%的报复性关税。
欧盟	1. 3月12日宣布对价值260亿欧元的美国商品征收反制关税，关税于4月中旬生效。 2. 准备动用《反胁迫工具法》，对美国服务供应商加强监管。 3. 法国政府表示，欧盟第二轮反制措施可能在4月底前准备好，主要针对美国产品和服务广泛征税。
英国	启动为期一个月的咨询程序，以制定对美国的报复性关税措施。
俄罗斯	梅德韦杰夫表示，其他国家将对美国商品征收反制关税。
泰国	鼓励本国出口商寻求新市场，减少对美国市场的依赖，并制定“缓解措施”支持受影响的出口商

资料来源：公开新闻，光大期货

➤ 多国针对对等关税宣布反制措施，经济学家和机构纷纷警告，新一轮关税措施可能成为美国新一轮经济衰退的导火线。

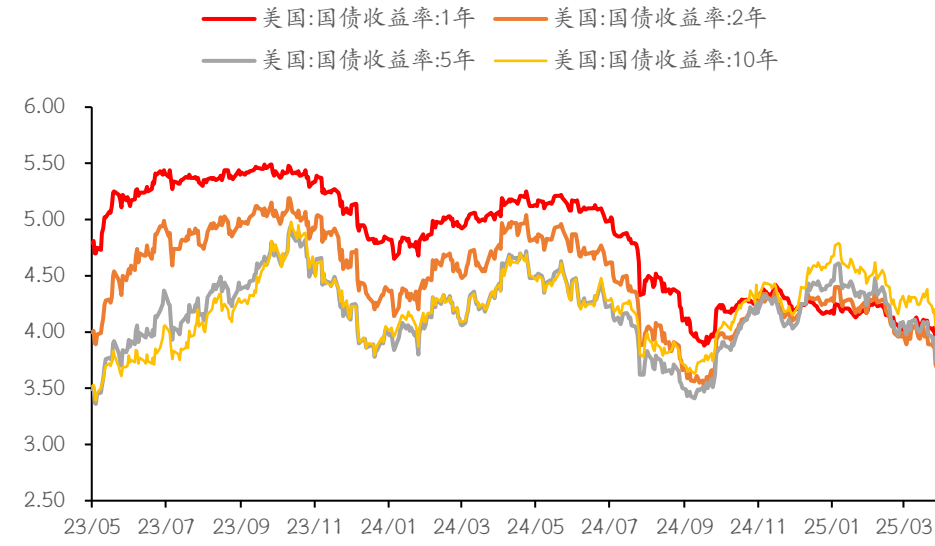
1.3 市场避险情绪强化

图表：美国经济衰退概率上升（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：避险资金加码美债市场（%）

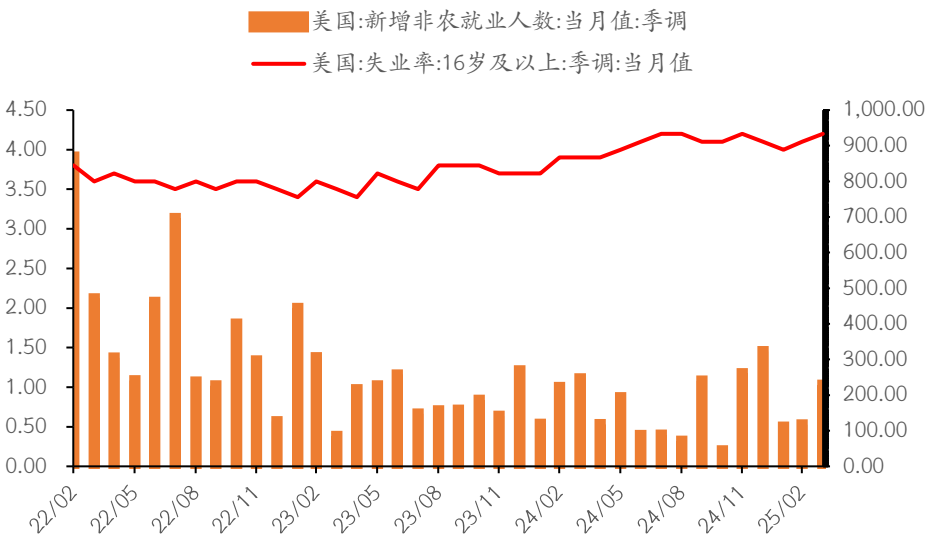


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

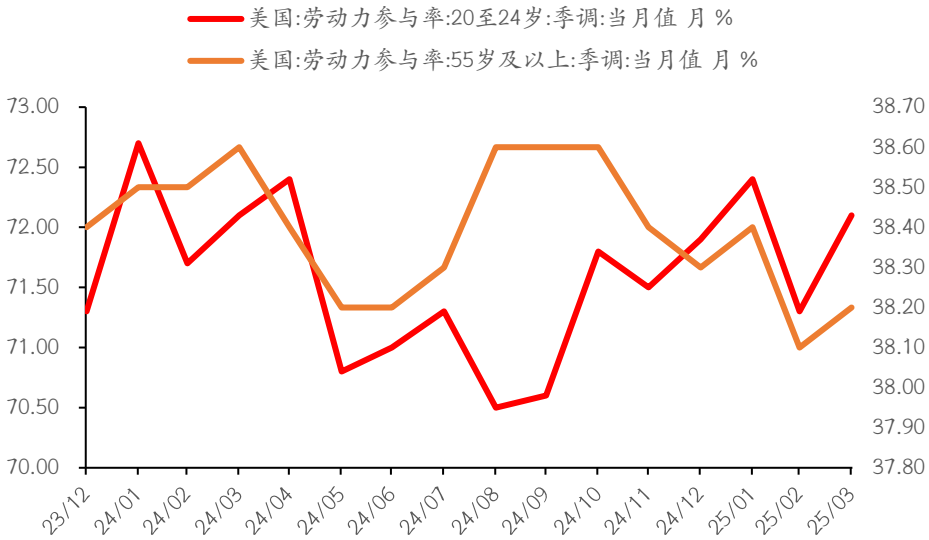
- 高盛发布报告称，随着美国政府关税政策冲击全球经济和金融市场，未来12个月美国经济出现衰退的概率升至35%，高于此前预期的20%，同时全球经济衰退预期也在走强。衰退担忧引发避险资金涌入各国债券市场，各期限收益率大幅下行。

1.4 非农就业保持强劲

图表：非农数据意外走强（%，千人）



图表：劳动参与率再度走高（%）



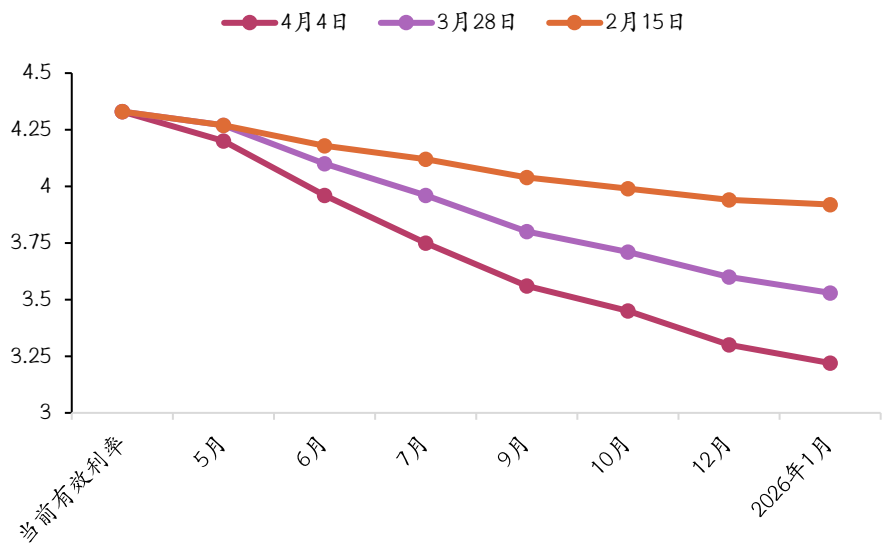
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国周五非农就业数据意外强劲，新增就业人口22.8万人远超预期，修正后的1-2月数据也显示劳动力市场韧性。整体就业参与率也依然保持强劲，但难掩市场对经济衰退的担忧。

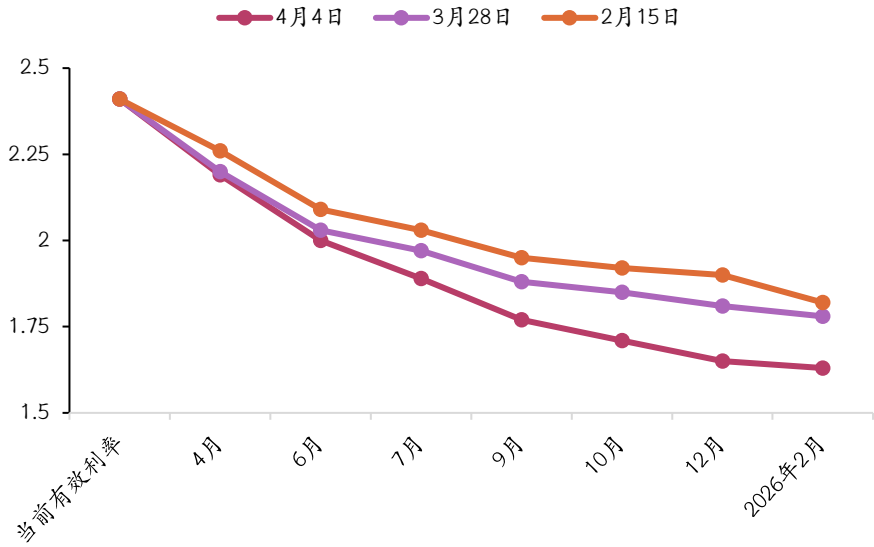
1.5 欧美央行降息路径

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（%）

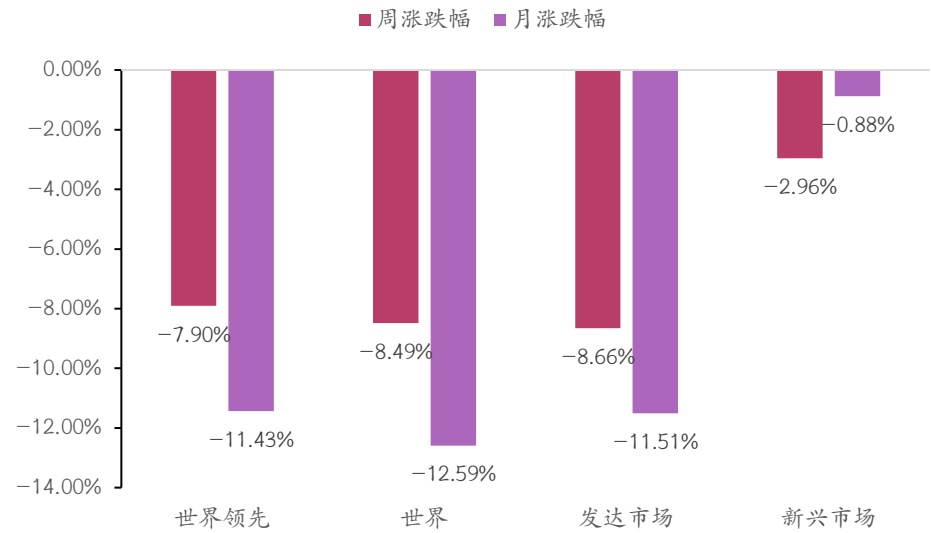


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

尽管非农新增数据强劲，特朗普政府超预期关税落地之后，美股深度调整、金融条件紧缩和衰退预期仍是海外市场的主线逻辑，对美联储年内加速降息的预期有所升温。CME数据显示，海外市场对年内美联储降息预期已升至四次合计100BP为大概率场景。欧央行降息预期也由此前的2次增加至3次。

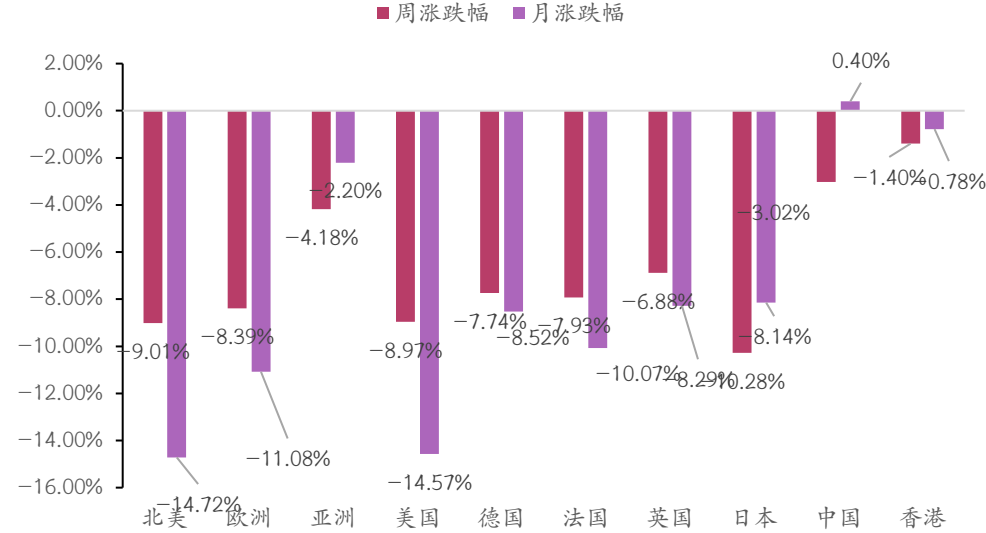
2.1 全球股市

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：%）



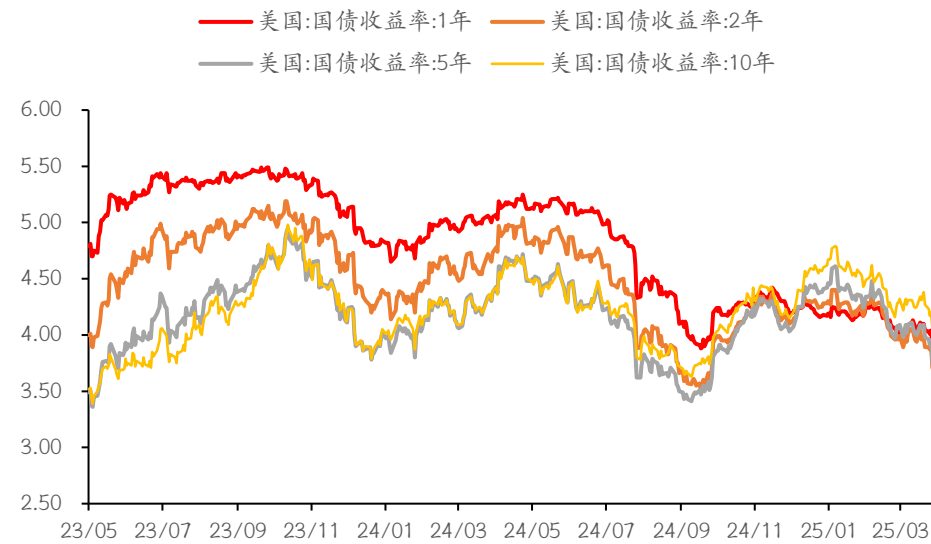
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 特朗普对等关税落地，但后续不确定性的担忧仍在，贸易摩擦加剧引发全球经济衰退预期走强，全球股指周内大幅承压下行。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为-7.90%和-8.49%，MSCI发达国家指数为-8.66%，MSCI新兴市场指数为-2.96%。

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](#)

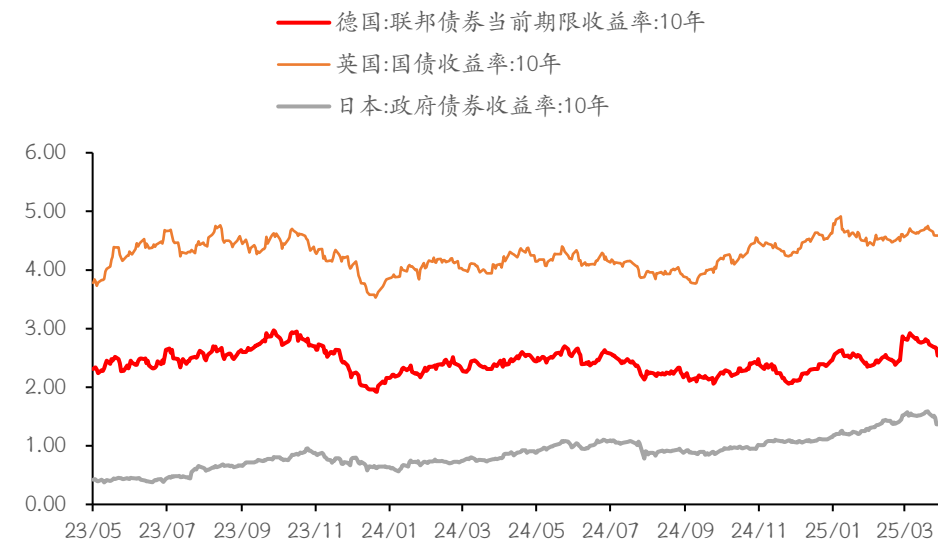
2.2 全球债券市场

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：%）

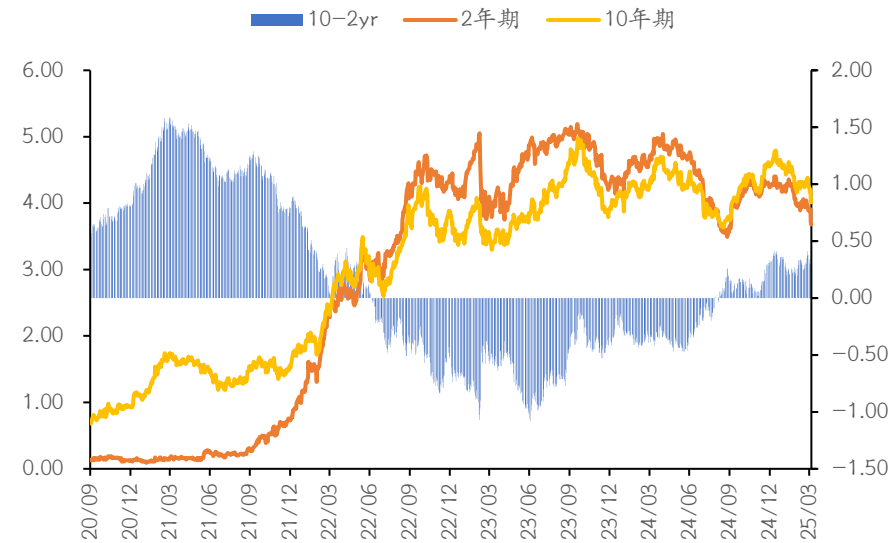


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 关税扰动下，美国经济衰退预期走强，市场预期美联储将超预期降息，美国国债收益率全面下行。1年期美债收益率下调18个基点报3.86%，2年期美债收益率下调21个基点报3.68%，5年期美债收益率下调26个基点报3.72%，10年期美债收益率下调26个基点报4.01%。
- 欧债同样承压下行，德国十年期国债收益率下调19个基点报2.54%，英国十年期国债收益率下调11个基点报4.59%。

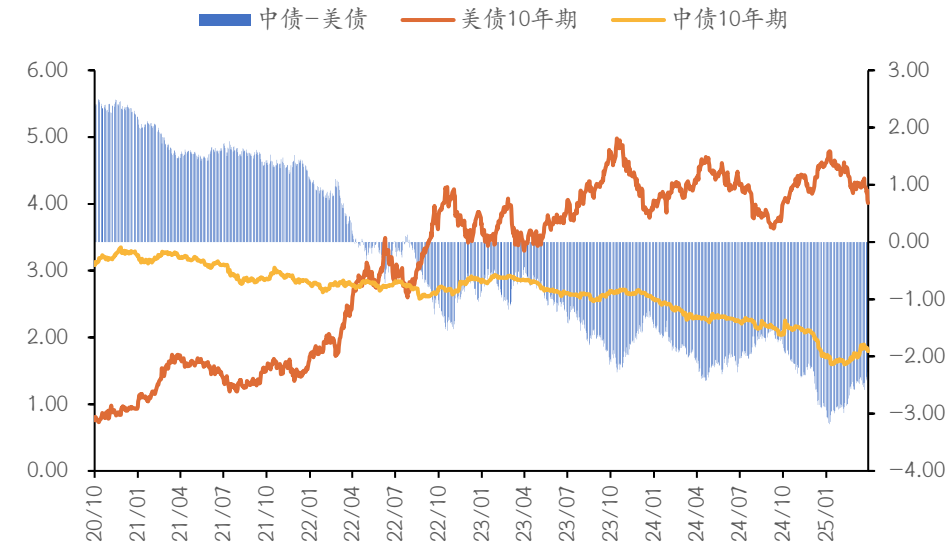
2.2 全球债券市场

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年期利差周内收窄5bp至33bp。
- 国内方面，跨季后资金面边际转松，周四DR007回落至1.7%，3月PMI数据整体符合市场预期，“对等关税”落地引发市场避险情绪升温，各期限国债收益率明显下行。短期来看，降息预期再度升温，债市偏强运行。十年期国债收益率周内回落至1.7180%，中美十年期债券收益率利差为229bp。

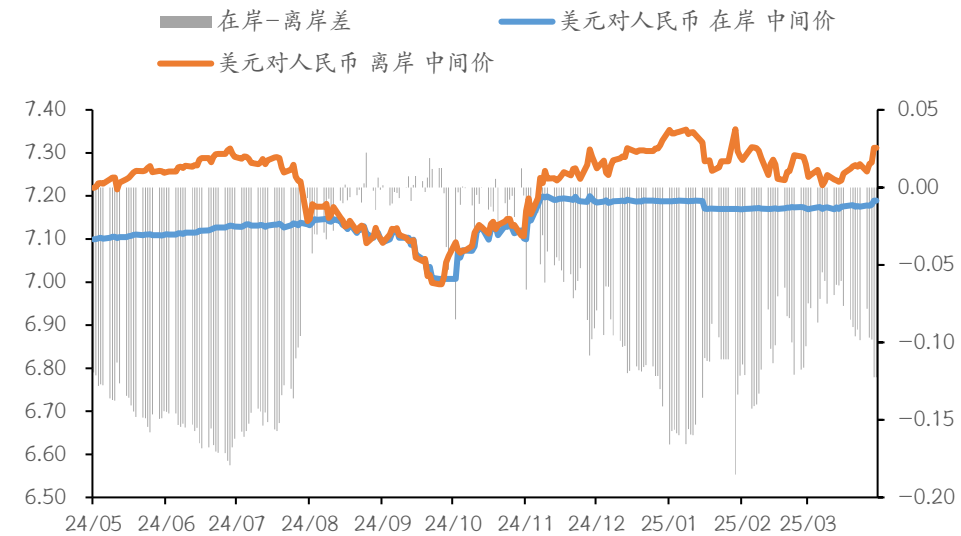
2.3 全球汇率

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

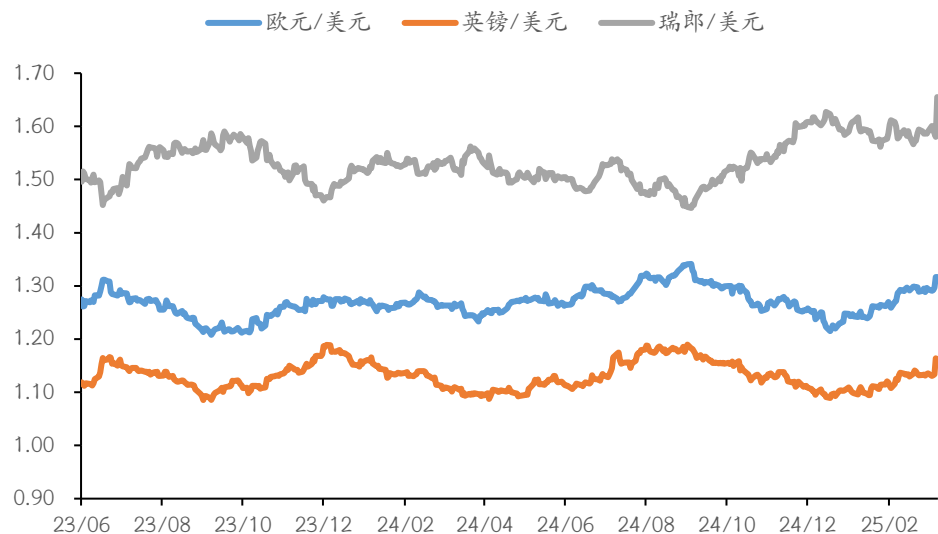


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，对等关税远超市场预期引发市场恐慌，衰退预期下市场押注美联储超规模降息概率上升，资金涌向美债避险，美元流动性大幅增加，美元指数周内下跌1.07%，报收102.9161。在岸、离岸人民币受关税扰动影响继续小幅承压，美元兑人民币报收7.1889（前一周为7.1752），离岸人民币报收7.3115（一周前为7.2738）。

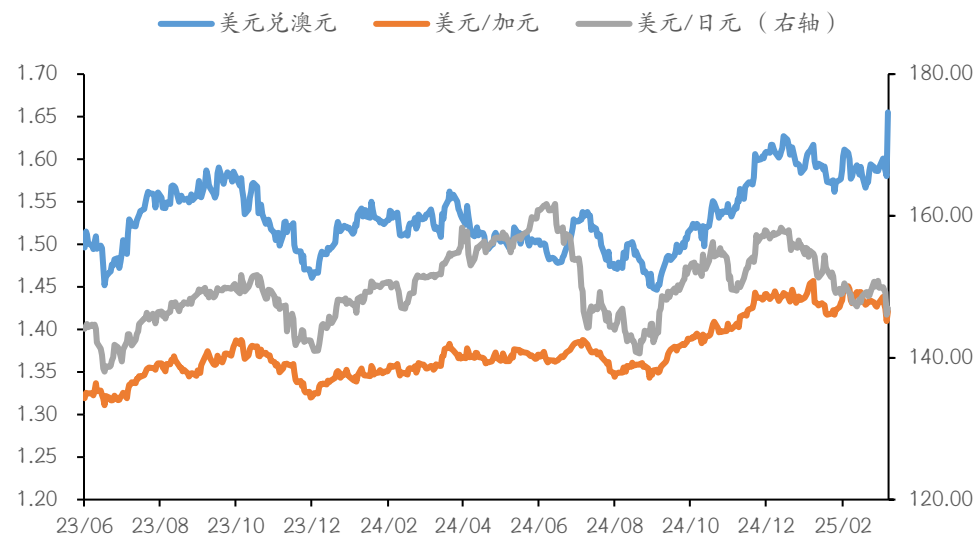
2.3 全球汇率

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

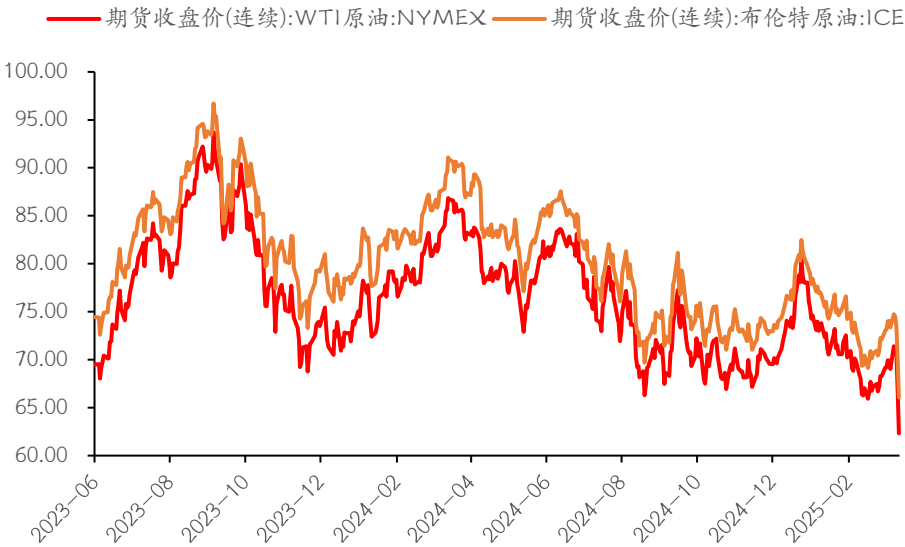


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- G7主要货币兑美元多数走强，周度来看，欧元/美元涨2.41%报收1.1057，英镑/美元涨1.75%报收1.3168，瑞士法郎/美元涨2.34%报收1.1619，美元/加元跌0.72%报收1.4216，美元/澳元涨4.05%报收 1.6551，美元/日元跌1.91%报收146.9880。

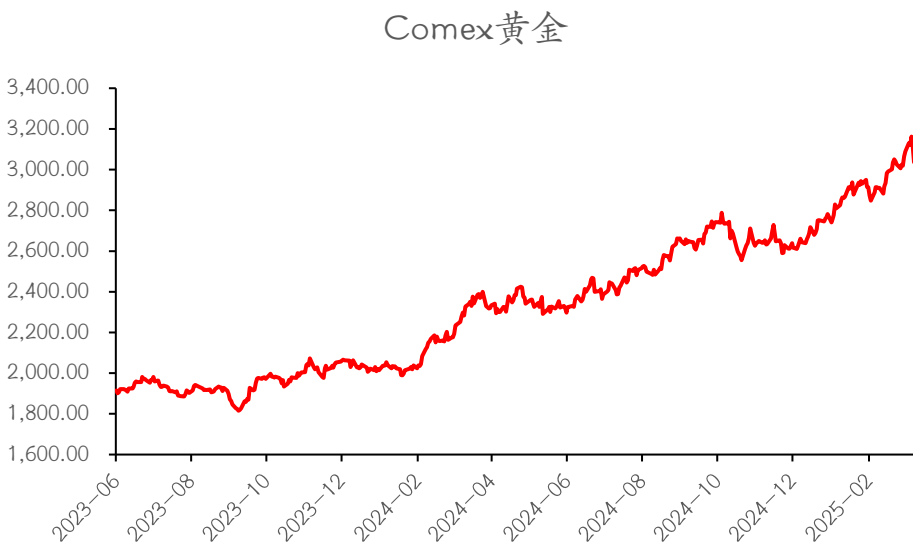
2.4 大宗商品

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，贸易冲突加剧引发需求衰退担忧，OPEC+增加生产也带来的供应增加预期，对油价有所施压，原油价格周内大幅下挫。WTI和布伦特原油周内分别下跌9.73%和9.98%。
- 贵金属方面，贸易对手对美国对等关税纷纷采取反制手段，避险情绪推高金价。但市场预期后续存在谈判可能，且高金价下获利了结情绪有所增加，部分资金转向债券市场，黄金价格周内冲高回落。Comex黄金周度下跌64.4美元，收于3035.6美元/盎司，较上周下跌1.76%。

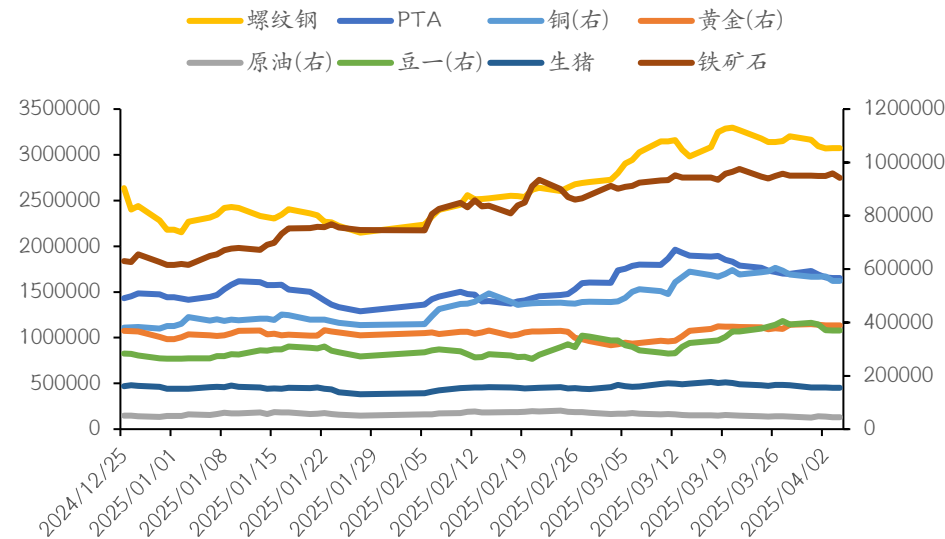
2.4 大宗商品

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）

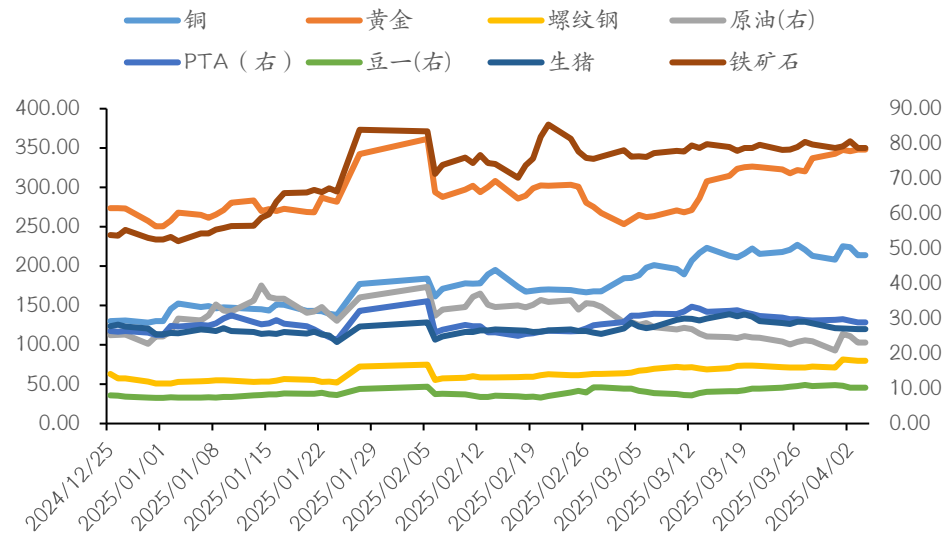


资料来源：WIND，光大期货研究所

➤ 本周商品期货市场资金净流入46.22亿元。美国对等关税落地，规模远超市场预期，贸易冲突加剧情况下，市场担忧走强，商品市场多数表现承压。

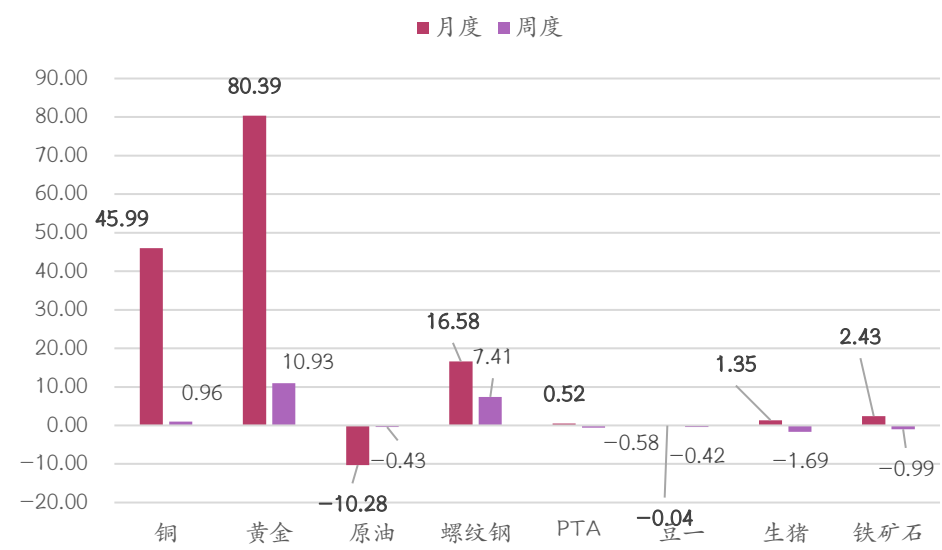
2.4 大宗商品

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46.22亿元
- 资金净流入：铜 0.96亿元，黄金 10.93亿元，螺纹钢 7.41亿元；
- 资金净流出：原油 0.43亿元，PTA 0.58亿元，豆一0.42亿元，生猪 1.69亿元，铁矿石 0.99亿元。

3.1 下周重点：国内3月金融与通胀数据，海外关注美国3月物价指数和美联储会议纪要

7 星期一	1、中国3月外汇储备(亿美元)（前值32272.2）（待定） 2、欧元区2月零售销售同比（前值1.5%）；环比（前值-0.3%）
8 星期二	
9 星期三	1、中国1至3月社会融资规模增量(亿人民币)（前值92900）（待定） 2、中国1至3月新增人民币贷款(亿人民币)（前值61400）（待定） 3、中国3月M2货币供应同比（前值7%）（待定）
10 星期四	1、美联储公布3月货币政策会议纪要 2、美国3月核心CPI同比（前值3.1%，预期3%）；环比（前值0.2%，预期0.3%） 3、美国3月CPI同比（前值2.8%，预期2.6%）；环比（前值0.2%，预期0.1%） 4、中国3月CPI同比（前值-0.7%）；PPI同比（前值-2.2%）
11 星期五	1、美国3月核心PPI环比（前值-0.1%，预期0.3%）；同比（前值3.4%） 2、美国3月PPI环比（前值0%，预期0.2%）；同比（前值3.2%）

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。