

## 期货研究报告

## 金融研究

## 宏观月报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

## 股债风格切换仍可能持续

报告日期：

2025年4月1日

## 报告内容摘要：

◆国内：经济数据的回升很大程度上都来自于政策的推动，现实依然疲弱。今年政策节奏靠前发力的特征更加明显。但此时也要注意，当前国内机构对于一季度GDP的预测普遍在5%或者以上，高于全年目标水平。外资机构对于国内的GDP增速预期中值也向上修正至5.0%。在此情况下，后续政策端支撑会不会踩刹车？对于这一问题，我们仍需谨慎。

◆国外：美联储SEP显示“滞胀”担忧。PCE数据也显示“滞胀”格局。4月2日，美国对等关税即将落地。基于特朗普的作风，关税问题不太可能就此落幕，中间可能夹杂着各国间的谈判，特朗普以关税加码作为威胁，增加谈判筹码等等。市场对于关税似乎有所“厌烦”，但假如居民端的担忧持续，那么美国经济下行的叙事仍可能在4月持续。

## ◆大类资产走势展望

|    |               |
|----|---------------|
| 股  | 注重防守，但下行空间有限  |
| 债  | 震荡偏强          |
| 汇  | 7.2-7.36 区间震荡 |
| 黄金 | 逢低多为主         |

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

## 目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 一、 国内：经济边际回升，政策靠前发力 ..... | 3 |
| (一) 政策引导，经济阶段性回稳 .....    | 3 |
| (二) 政策节奏靠前发力，警惕踩刹车 .....  | 4 |
| (三) 结构性货币政策蓄势待发 .....     | 4 |
| 二、 国外：美国经济“滞胀”叙事 .....    | 5 |
| (一) 美联储的“滞胀”叙事 .....      | 5 |
| (二) 美国居民的“滞胀”预期 .....     | 6 |
| 三、 大类资产走势展望 .....         | 7 |
| (一) 股：注重防守，但下行空间不大 .....  | 7 |
| (二) 债：震荡偏多 .....          | 7 |
| (三) 人民币汇率区间震荡 .....       | 8 |
| (四) 黄金：逢低多为主 .....        | 9 |

## 表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 表 1: 主要经济数据变化 .....           | 3 |
| 表 2: 一季度 GDP 增速预期 (%) .....   | 4 |
| 表 3: 货币政策例会表述对比 .....         | 5 |
| 表 4: 美联储 2025 年 3 月 SEP ..... | 5 |

## 图目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图 1: 今年经济波动较小 .....            | 3 |
| 图 2: 新增专项债发行季节性 (亿元) .....     | 4 |
| 图 3: 一般国债净融资额明显高于往年 (亿元) ..... | 4 |
| 图 4: 核心通胀维持韧性 (%) .....        | 6 |
| 图 5: 收入增，支出降 (%) .....         | 6 |
| 图 6: 消费者信心指数回落 .....           | 6 |
| 图 7: A 股跟随基本面 .....            | 7 |
| 图 8: 资金利率较高点有所回落 (%) .....     | 8 |
| 图 9: 银行负债端压力减弱 (%) .....       | 8 |
| 图 10: 3 月利率曲线整体上移 .....        | 8 |
| 图 11: 人民币汇率维持区间震荡 .....        | 9 |

## 一、国内：经济边际回升，政策靠前发力

### (一)政策引导，经济阶段性回稳

1-2 月经济数据好坏不一，消费和工业增加值较去年稍有回升，工业企业利润增速也呈现上行趋势，但 CPI 仍然疲软，地产投资继续低位徘徊，社融的回升较大程度依赖发行政府债券。

当前整体的情况是新房销售中一线城市保持热度，二手房成交较为活跃，但销售端的好转并未传导至实物工作量端。尽管地王频出，但占比较少，房地产市场整体仍在筑底。其他主要经济数据的回升很大程度上都来自于政策的推动，现实依然疲弱。

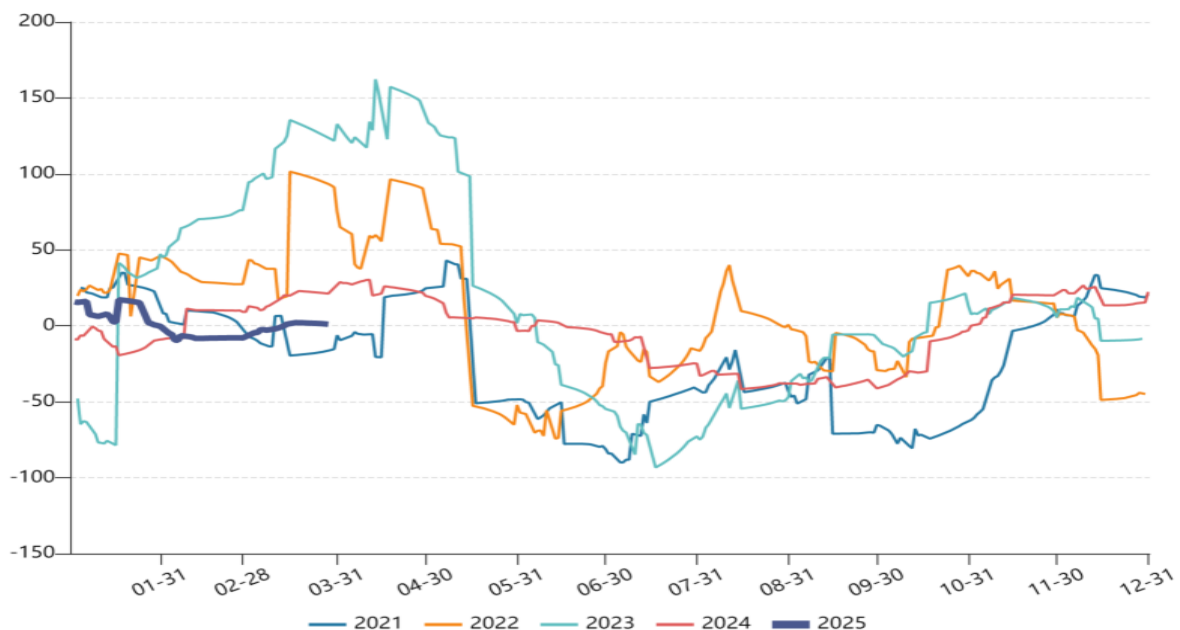
表 1：主要经济数据变化

| 指标名称          | 2025-02   | 2025-01   | 2024-12   | 2024-11   | 2024-10   | 2024-09   | 2024-08   | 2024-07  | 2024-06   | 2024-05   | 2024-04  | 2024-03   | 2024-02   |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 制造业PMI        | 50.20     | 49.10     | 50.10     | 50.30     | 50.10     | 49.80     | 49.10     | 49.40    | 49.50     | 49.50     | 50.40    | 50.80     | 49.10     |
| 非制造业PMI       | 50.40     | 50.20     | 52.20     | 50.00     | 50.20     | 50.00     | 50.30     | 50.20    | 50.50     | 51.10     | 51.20    | 53.00     | 51.40     |
| 出口金额:当月同比(%)  | -3.00     | 6.00      | 10.63     | 6.61      | 12.68     | 2.40      | 8.70      | 7.00     | 8.50      | 7.40      | 1.10     | -7.90     | 5.20      |
| CPI:当月同比(%)   | -0.70     | 0.50      | 0.10      | 0.20      | 0.30      | 0.40      | 0.60      | 0.50     | 0.20      | 0.30      | 0.30     | 0.10      | 0.70      |
| PPI:当月同比(%)   | -2.20     | -2.30     | -2.30     | -2.50     | -2.90     | -2.80     | -1.80     | -0.80    | -0.80     | -1.40     | -2.50    | -2.80     | -2.70     |
| 社融当月值(亿元)     | 22,375.00 | 70,546.00 | 28,507.00 | 23,288.00 | 14,120.00 | 37,635.00 | 30,323.00 | 7,707.00 | 32,985.00 | 20,623.00 | -658.00  | 48,335.00 | 14,959.00 |
| 款:当月值(亿元)     | 10,100.00 | 51,300.00 | 9,900.00  | 5,800.00  | 5,000.00  | 15,900.00 | 9,000.00  | 2,600.00 | 21,300.00 | 9,500.00  | 7,300.00 | 30,900.00 | 14,500.00 |
| 工业增加值:当月同比(%) | 5.90      |           | 6.20      | 5.40      | 5.30      | 5.40      | 4.50      | 5.10     | 5.30      | 5.60      | 6.70     | 4.50      | -12.70    |
| 社零当月同比(%)     | 4.00      |           | 3.70      | 3.00      | 4.80      | 3.20      | 2.10      | 2.70     | 2.00      | 3.70      | 2.30     | 3.10      | 5.50      |
| 固定资产投资累计同比(%) | 4.10      |           | 3.20      | 3.30      | 3.40      | 3.40      | 3.40      | 3.60     | 3.90      | 4.00      | 4.20     | 4.50      | 4.20      |
| 房地产投资累计同比(%)  | -9.80     |           | -10.60    | -10.40    | -10.30    | -10.10    | -10.20    | -10.20   | -10.10    | -10.10    | -9.80    | -9.50     | -9.00     |
| 制造业累计同比(%)    | 9.00      |           | 9.20      | 9.30      | 9.30      | 9.20      | 9.10      | 9.30     | 9.50      | 9.60      | 9.70     | 9.90      | 9.40      |
| 广义基建累计同比(%)   | 9.95      |           | 9.19      | 9.39      | 9.35      | 9.26      | 7.87      | 8.14     | 7.70      | 6.68      | 7.78     | 8.75      | 8.96      |
| 狭义基建累计同比(%)   | 5.60      |           | 4.40      | 4.20      | 4.30      | 4.10      | 4.40      | 4.90     | 5.40      | 5.70      | 6.00     | 6.50      | 6.30      |
| 工业企业利润总额:当月同比 | -0.30     |           | 11.00     | -7.30     | -10.00    | -27.10    | -17.80    | 4.10     | 3.60      | 0.70      | 4.00     | -3.50     | 10.20     |

资料来源：Wind 信达期货研究所

从经济意外指数偏广义指标来看，今年经济波动性较小，经济数据实际结果与预期相差不大。

图 1：今年经济波动较小

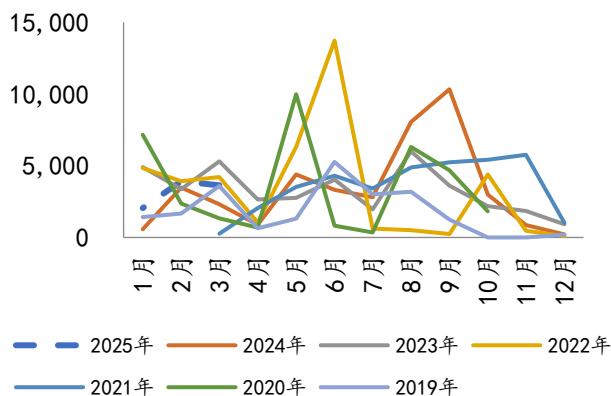


资料来源：Wind 信达期货研究所

## (二)政策节奏靠前发力，警惕踩刹车

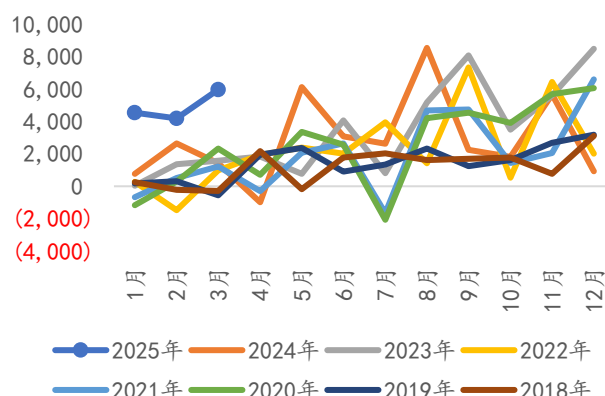
从当前公布的财政支出数据来看，整体支出进程偏快，1-2月我国一般财政支出累计额为45096亿元，进度约为15.18%，较2024年略低，但已明显高于其他年份。若从债券发行进度来看，政策节奏靠前发力的特征更加明显。譬如新增专项债月度发行额高于季节性，一般国债净融资额则远高于历年水平。因此后续子弹还是比较多的。

图 2：新增专项债发行季节性（亿元）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：一般国债净融资额明显高于往年（亿元）



资料来源：Wind 信达期货研究所

但此时也要注意，当前国内机构对于一季度 GDP 的预测普遍在 5% 或者以上，高于全年目标水平。外资机构对于国内的 GDP 增速预期中值也向上修正至 5.0%。在此情况下，后续政策端支撑会不会踩刹车？对于这一问题，我们仍需谨慎。

表 2：一季度 GDP 增速预期（%）

|        | Q1 25 | Q2 25 | Q3 25 | Q4 25 | Q1 26 | Q2 26 | Q3 26 | Q4 26 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中值     | 5.0   | 4.8   | 4.6   | 4.2   | 4.2   | 4.2   | 4.3   | 4.3   |
| 平均     | 4.9   | 4.8   | 4.5   | 4.1   | 4.1   | 4.2   | 4.3   | 4.3   |
| 彭博加权平均 | 5.0   | 4.8   | 4.5   | 4.1   | 4.1   | 4.2   | 4.3   | 4.3   |
| 最高     | 5.4   | 5.2   | 4.9   | 5.1   | 4.8   | 4.9   | 4.7   | 4.7   |
| 最低     | 3.9   | 4.1   | 3.8   | 2.5   | 2.3   | 2.4   | 2.9   | 3.9   |
| 回复数    | 33    | 33    | 33    | 33    | 23    | 23    | 20    | 4     |
| 3月调查   | 5.0   | 4.9   | 4.6   | 4.3   | 4.2   | 4.3   | 4.3   |       |
| 2月调查   | 4.9   | 4.8   | 4.5   | 4.1   | 4.2   | 4.2   | 4.2   |       |

资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

## (三)结构性货币政策蓄势待发

近期货币政策态度边际回暖，资金面紧张态势有所缓解。从货币政策例会表述来看，我们预期结构性货币政策将得到重用，重点支持方向为科创、消费以及外贸领域。以降准降息为代表的总量型工具在一季度持续落空，二季度预计仍将成为市场焦点。在我们看来降准的优先级更高，降息可能仍需“择机”。

表 3：货币政策例会表述对比

|             | 0321一季度例会（3.18召开）                                                                                                                                                                                                    | 0103四季度例会（12.27召开）                                                                                                                                                                                                                              |
|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 前期评价        | 今年以来宏观调控力度加大， <b>货币政策适度宽松</b> ，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行稳定。 | 2024年以来宏观调控力度加大，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，坚定支持性立场，强化逆周期调节，优化完善货币政策框架，综合运用利率、准备金、再贷款、国债买卖等工具，服务实体经济高质量发展，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强， <b>社会融资成本处于历史较低水平</b> 。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定。 |
| 国内外经济金融形势分析 | 当前外部环境 <b>趋复杂严峻</b> ，世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化， <b>通胀走势和货币政策调整不确定性上升</b> 。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战。                                                                                          | 当前外部环境变化带来的 <b>不利影响加深</b> ，通胀压力有所缓解，但世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。我国经济运行总体平稳、 <b>稳中有进</b> ，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、 <b>风险隐患仍然较多等困难和挑战</b> 。                                                                                                 |
| 政策定调        | 要实施适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。                                                                                                                                            | 要实施 <b>适度宽松</b> 的货币政策， <b>加强逆周期调节</b> ，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能， <b>加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价总体稳定</b> 。                                                                                                                                              |
| 货币政策        | 加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。                                                                                               | 加大货币调控 <b>强度</b> ， <b>提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息</b> 。保持流动性充裕，引导金融机构 <b>加大货币信贷投放力度</b> ，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。                                                                                                 |
| 银行业         | 引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。                                                                                                                                                           | 引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。                                                                                                                                                                                      |
| 利率传导机制      | 强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用， <b>加强利率政策执行和监督</b> 。 <b>推动社会综合融资成本下降</b> 。 <b>畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转</b> 。                                                                                              | 强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用， <b>加强利率政策执行</b> ，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。 <b>畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转</b> 。                                                                                                                                |
| 汇率          | 增强外汇市场韧性，稳定市场预期， <b>加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏</b> ，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。                                                                                                   | <b>增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。                                                                                                                                              |
| 实体经济        | 有效落实好储蓄的各类结构性货币政策工具，做好金融“五篇大文章”，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。 <b>优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸</b> 。                                                                                         | 有效落实好储蓄的各类结构性货币政策工具，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度， <b>推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求</b> 。 <b>加快推进科技创新和技术改造贷款投放进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持</b> 。                                                                       |
| 债市          | <b>从宏观审慎的角度观察，评估债市运行情况</b> ，关注长期收益率的变化。                                                                                                                                                                              | 充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。                                                                                                                                                                                                                  |
| 资本市场        | 用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款， <b>探索常态化的制度安排</b> ，维护资本市场稳定。                                                                                                                                                             | 用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具，维护资本市场稳定。                                                                                                                                                                                                      |
| 民营经济        | 持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用， <b>进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点</b> 。                                                                                                                                                | 持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务， <b>充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用</b> ，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。                                                                                                                                                                           |
| 房地产         | 着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。                                                                                                                                            | <b>着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳</b> ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。                                                                                                                                                               |
| 平台经济        | 落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。                                                                                                                                                                                                 | 落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。                                                                                                                                                                                                                            |
| 金融开放        | 切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。                                                                                                                                                                                | 切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。                                                                                                                                                                                                           |
| 展望          | 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强宏观政策协调配合，有效落实存量政策， <b>加力推动增量政策落地见效</b> ，抓好开局起步，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。                                                                                                               | 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强宏观政策协调配合， <b>有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效，抓好开局起步，扩大内需、稳定预期、激发活力</b> ，推动经济持续回升向好。                                                                                                                                          |

资料来源： 中国人民银行 信达期货研究所

## 二、国外：美国经济“滞胀”叙事

### (一)美联储的“滞胀”叙事

3月美联储议息会议的SEP中，通胀值上升，总的PCE和核心PCE均较12月预期值上修，总的PCE上修0.2个百分点至2.7%，核心PCE上修0.3个百分点至2.8%，截至1月，总的PCE三个月均值为2.52%，核心PCE的三月均值为2.78%，也就是说美联储认为全年总的PCE略微上行，而核心PCE将保持震荡，去通胀态势暂停。2025年GDP增速下修0.4个百分点至1.7%，下修幅度较大，但1.7%也是一个相对比较好的运行水平。

对于美联储政策利率而言，尽管中值并未出现变化，但从范围来看，其实整体还是偏上移，即降息幅度倾向于缩小。长期政策利率中值这次也没有上升，但从范围来看，其实也有小幅提升。

表 4：美联储 2025 年 3 月 SEP

| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |            | Central Tendency <sup>2</sup> |         |         |            | Range <sup>3</sup> |         |         |            |
|-----------------------------------------|---------------------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|------------|
|                                         | 2025                | 2026 | 2027 | Longer run | 2025                          | 2026    | 2027    | Longer run | 2025               | 2026    | 2027    | Longer run |
| Change in real GDP                      | 1.7                 | 1.8  | 1.8  | 1.8        | 1.5-1.9                       | 1.6-1.9 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0    | 1.0-2.4            | 0.6-2.5 | 0.6-2.5 | 1.5-2.5    |
| December projection                     | 2.1                 | 2.0  | 1.9  | 1.8        | 1.8-2.2                       | 1.9-2.1 | 1.8-2.0 | 1.7-2.0    | 1.6-2.5            | 1.4-2.5 | 1.5-2.5 | 1.7-2.5    |
| Unemployment rate                       | 4.4                 | 4.3  | 4.3  | 4.2        | 4.3-4.4                       | 4.2-4.5 | 4.1-4.4 | 3.9-4.3    | 4.1-4.6            | 4.1-4.7 | 3.9-4.7 | 3.5-4.5    |
| December projection                     | 4.3                 | 4.3  | 4.3  | 4.2        | 4.2-4.5                       | 4.1-4.4 | 4.0-4.4 | 3.9-4.3    | 4.2-4.5            | 3.9-4.6 | 3.8-4.5 | 3.5-4.5    |
| PCE inflation                           | 2.7                 | 2.2  | 2.0  | 2.0        | 2.6-2.9                       | 2.1-2.3 | 2.0-2.1 | 2.0        | 2.5-3.4            | 2.0-3.1 | 1.9-2.8 | 2.0        |
| December projection                     | 2.5                 | 2.1  | 2.0  | 2.0        | 2.3-2.6                       | 2.0-2.2 | 2.0     | 2.0        | 2.1-2.9            | 2.0-2.6 | 2.0-2.4 | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 2.8                 | 2.2  | 2.0  |            | 2.7-3.0                       | 2.1-2.4 | 2.0-2.1 |            | 2.5-3.5            | 2.1-3.2 | 2.0-2.9 |            |
| December projection                     | 2.5                 | 2.2  | 2.0  |            | 2.5-2.7                       | 2.0-2.3 | 2.0     |            | 2.1-3.2            | 2.0-2.7 | 2.0-2.6 |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |            |                               |         |         |            |                    |         |         |            |
| Federal funds rate                      | 3.9                 | 3.4  | 3.1  | 3.0        | 3.9-4.4                       | 3.1-3.9 | 2.9-3.6 | 2.6-3.6    | 3.6-4.4            | 2.9-4.1 | 2.6-3.9 | 2.5-3.9    |
| December projection                     | 3.9                 | 3.4  | 3.1  | 3.0        | 3.6-4.1                       | 3.1-3.6 | 2.9-3.6 | 2.8-3.6    | 3.1-4.4            | 2.4-3.9 | 2.4-3.9 | 2.4-3.9    |

资料来源： FED 信达期货研究所

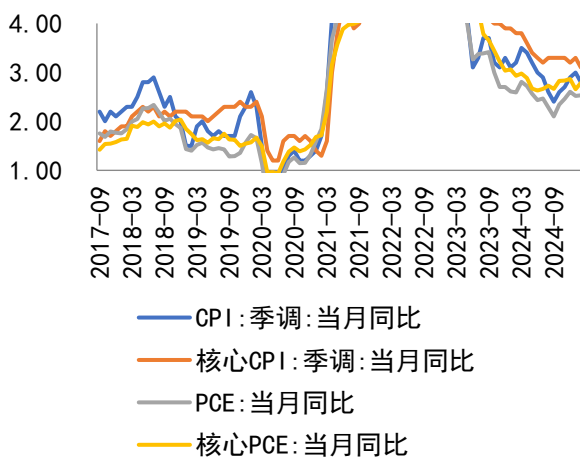
## (二)美国居民的“滞胀”预期

3月美国经济整体延续下行趋势，但中间有一段时间数据走弱仅体现在软数据上，硬数据仍然坚挺，直至PCE的出现，似乎硬数据也出现了裂痕。

核心PCE高于预期，体现“胀”。个人名义/实际收入增速均转而向上，但个人消费支出增速回落0.1个百分点至5.3%，连续两个月下行；实际个人消费支出增速回落0.1个百分点至2.7%，连续三个月下行。加之消费者信心指数（特别是预期指数）不断下挫，目前已接近2020年年中低点，有理由相信，居民对关税等因素引发的前景甚为担忧，从而削减开支，体现“滞”。

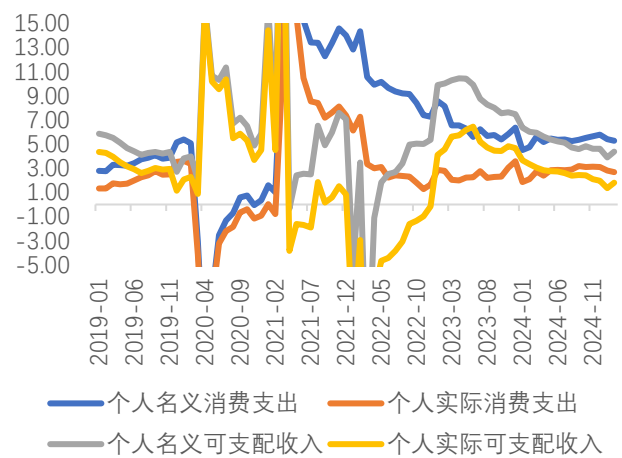
4月2日，美国对等关税即将落地。基于特朗普的作风，关税问题不太可能就此落幕，中间可能夹杂着各国间的谈判，特朗普以关税加码作为威胁，增加谈判筹码等等。市场对于关税似乎有所“厌烦”，但假如居民端的担忧持续，那么美国经济下行的叙事仍可能在4月持续。

图 4：核心通胀维持韧性(%)



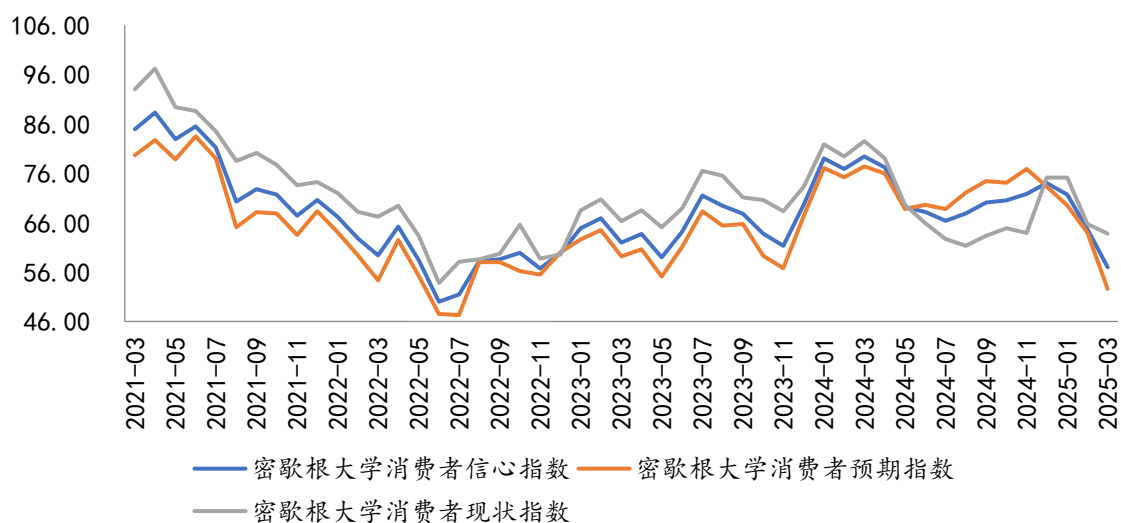
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 5：收入增，支出降(%)



资料来源: Bloomberg 信达期货研究所

图 6：消费者信心指数回落



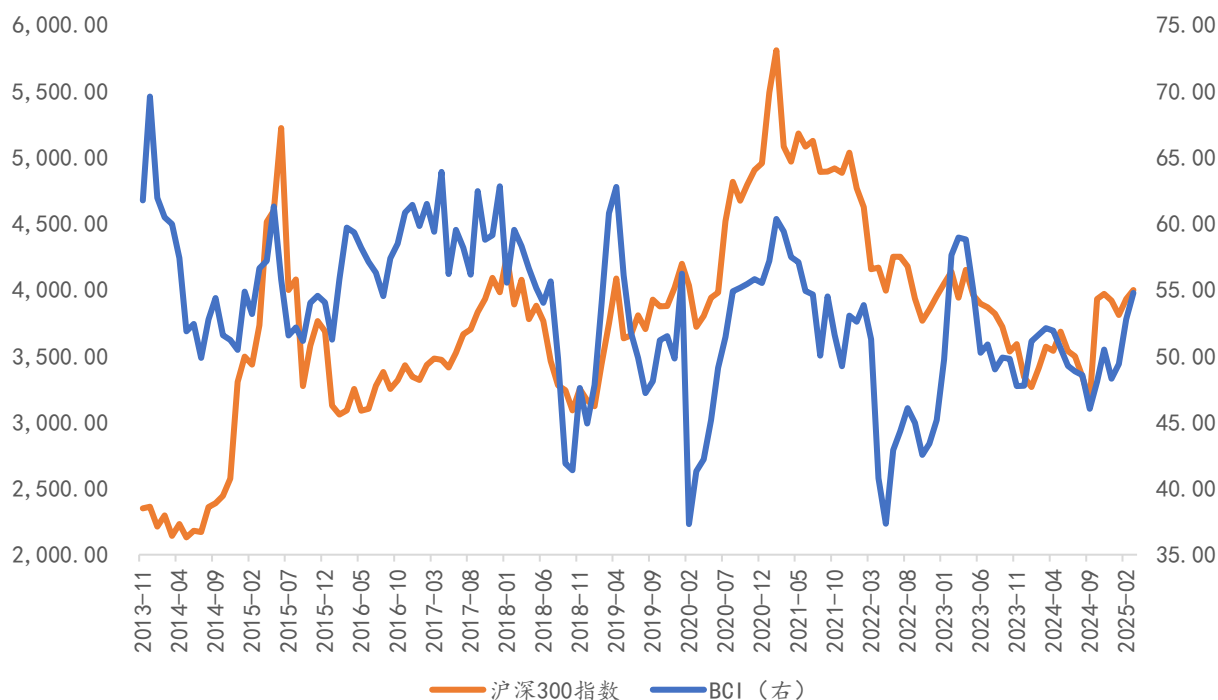
资料来源: Wind 信达期货研究所

### 三、大类资产走势展望

#### (一)股：注重防守，但下行空间不大

3月股市前半段上升，后半段下行，整体大盘强，小盘弱，万得全A指数跌0.4%，股市依然没有摆脱季节性规律。目前来看，整体股市尚未到下行趋势逆转之时，4月仍需注重防守，但我们预期下行空间并不大。由于政策力度仍在，预期4月经济也将保持平稳。

图 7：A 股跟随基本面



资料来源：Wind 信达期货研究所

#### (二)债：震荡偏多

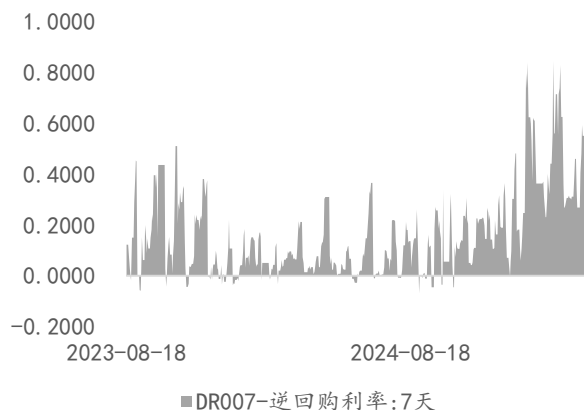
3月末，债市已小幅回暖，只是整体过程不太顺畅，这也印证了我们年度报告中《重波动，轻趋势》的观点。

展望4月，我们认为债市可以震荡偏多对待，原因如下：

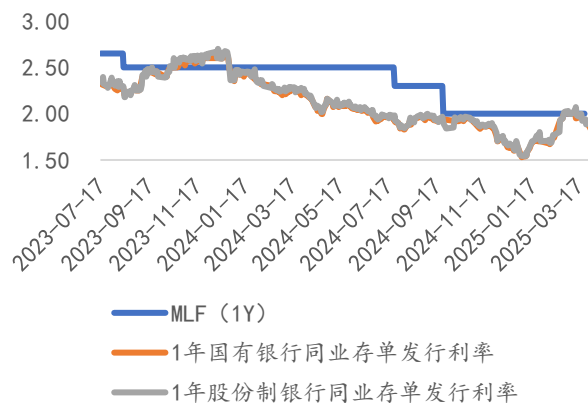
第一，央行态度边际回暖，这一点可以从资金利率以及央行的MLF改革操作看出来。

第二，银行体系融出意愿增强，存单利率不断下行，代表大行负债端有所企稳。

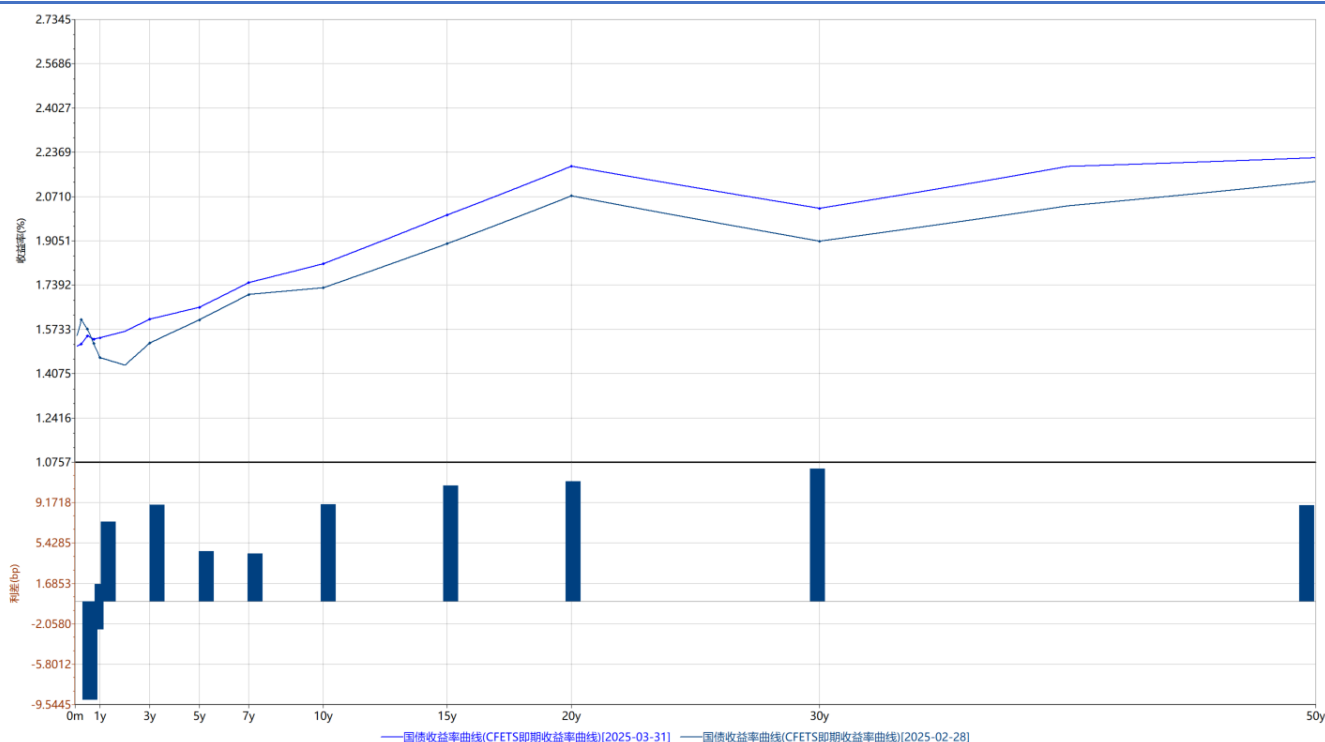
第三，大行买债增多。

**图 8：资金利率较高点有所回落（%）**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 9：银行负债端压力减弱（%）**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 10：3 月利率曲线整体上移**


资料来源：Wind 信达期货研究所

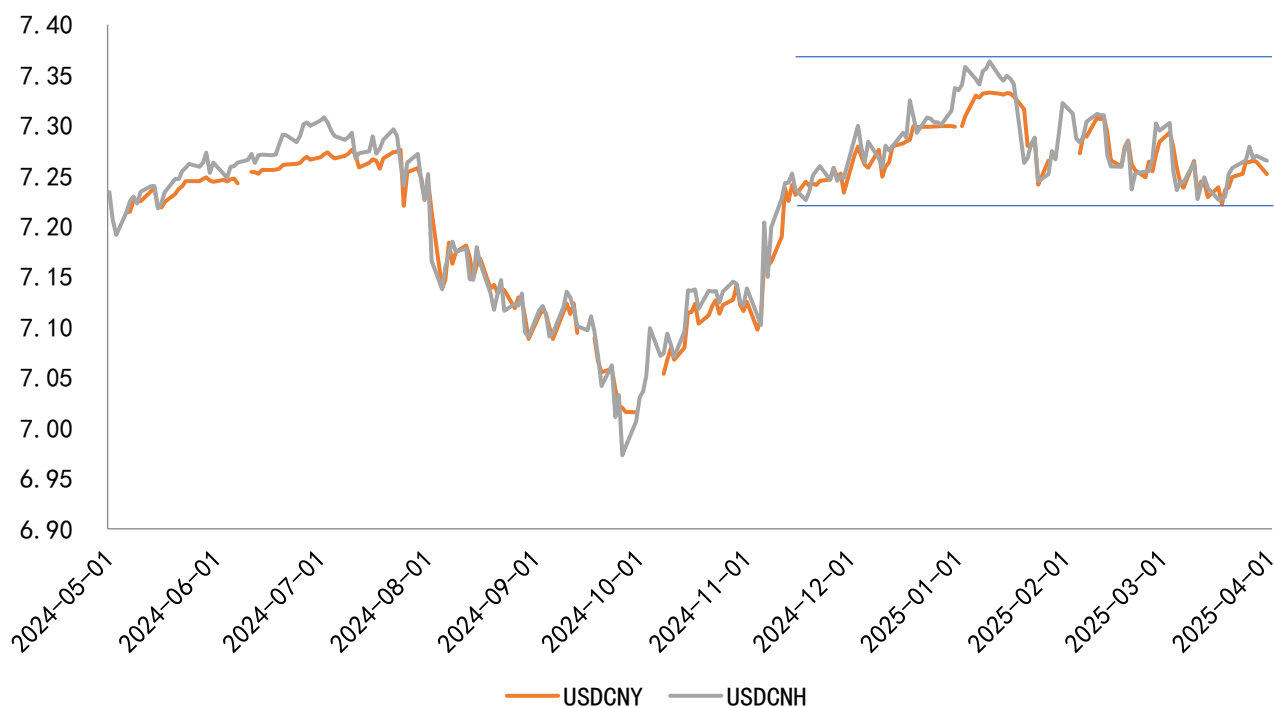
### (三)人民币汇率区间震荡

自去年特朗普交易带来人民币贬值趋势后，至今人民币一直维持在 7.2-7.36 区间。即使欧洲迎来财政改革，美元指数一度下行至 103，人民币依然稳如泰山。究其原因，还是在于美元指数的下行是由欧元走强引发，而不是美元走弱引发，人民币受益相对较少。国内经济尽管阶段性上行，但长期预期并没有多大改善，总体波动也较小，对人民币起不到太大的支撑作用。

展望 4 月，关税扰动仍在。尽管美国经济可能继续下行叙事，但美指的潜在下行空间依然有限，人民币可能继续在该区间保持震荡态势。

请务必阅读正文之后的免责条款8

图 11: 人民币汇率维持区间震荡



资料来源: Wind 信达期货研究所

#### (四)黄金：逢低多为主

3 月金价继续拉升。关税预期带来的避险效应继续支撑金价，假如美国经济走弱持续，那么降息预期也能对金价形成支撑。黄金的长期逻辑仍在演绎过程中，因此，可以继续逢低多。

## 免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】

### ■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



### 公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司  
福建分公司、苏州分公司、四川分公司  
宁波分公司、东北分公司、广东分公司  
上海分公司、湖北分公司、山东分公司  
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App