



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年3月31日

“对等关税”扰动，市场波动加剧

一大类资产配置月报第45期：2025年4月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com
分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com



核心结论：“对等关税”扰动，市场波动加剧

大类	项目	本期：2025-3-28至2025-4-25			上期：2025-2-21至2025-3-28	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡	→	4月内外部均存在一定的风险扰动，外部美国实施“对等关税”，内部经济边际弱化，同时4月末政治局会议政策加码概率偏低，故市场有望迎来波动加剧。	3379.11-->3351.31	-0.82%
	创业板指	震荡下行	↓		2281.51-->2128.21	-6.72%
	成长(风格.中信)	震荡下行	↓	经济基本面边际有所弱化、国内流动性以结构性宽松为主，短期内金融和周期风格具备相对优势。沿着滞涨低估+潜在催化剂寻找布局机会：①稳健性的银行、保险，②政策催化的汽车、家电、医药，③以及有景气改善的有色金属。	6766.15-->6313.25	-6.69%
	周期(风格.中信)	震荡上行	→		4648.81-->4742.41	2.01%
	金融(风格.中信)	震荡上行	→		8143.87-->8129.33	-0.18%
	消费(风格.中信)	震荡	→		9947.18-->10125.32	1.79%
	NASDAQ指数	震荡下行	↓↓	加征关税风险累积，美股面临回调压力，关税对纳指冲击大概率强于道指。	19524.01-->17322.99	-11.27%
债券	DSJ平均指数	震荡	↓		43428.02-->41583.9	-4.25%
	1Y国债到期收益率（%）	震荡	→	货币政策重点在于通过结构性工具推动向宽信用转变，利率上行基本到位，除非基本面明显改善，短端相对有下行空间。	1.48-->1.528	5BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡	→		1.72-->1.813	9BP
	2Y美债收益率（%）	震荡	→	考虑到4月美国加征关税落地，市场对于衰退风险押注有所反弹，带动10Y美债利率偏上行。	4.19-->3.89	-30BP
大宗商品	10Y美债收益率（%）	震荡上行	↑		4.42-->4.27	-15BP
	布伦特原油（美元/桶）	震荡	↑	4月2日“对等关税”落地可能引发市场交易的方向性变化，特别是前期因关税担忧而将库存向美国转移或提前的铜，价格下行压力较大。美元信用进一步弱化，避险需求支撑黄金。	70.4-->69.36	-1.48%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡下行	↓		4.576-->5.094	11.33%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡上行	→		2931-->3090	5.42%
	南华工业品指数	震荡	→	国内有效需求有待提振，“抢出口”边际放缓下外需难以形成有力支撑，因而国内大宗品价格整体依然偏空。考虑到地产新开工整体偏弱，建议相对低配地产链条下的螺纹钢和玻璃。	3867.52-->3761.81	-2.73%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	↓↓		1188.27-->1130.29	-4.88%
	南华农产品指数	震荡	→		1079.66-->1076.44	-0.30%
	南华玻璃指数	震荡下行	→		1515.84-->1432.09	-5.52%
汇率	美元指数	震荡上行	↑↑	加征关税风险再起，资本继续向美元回流。中美经贸摩擦担忧拖累人民币汇率，但在央行干预下，贬值空间有限。	106.65-->104.03	-2.45%
	美元兑人民币	震荡上行	↑		7.26-->7.26	0.11%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



配置建议：超配具有确定性的黄金，关注“对等关税”落地幅度

1 进入“对等关税”落地关键期

2 国内政策定调趋稳，但存在加码可能

3 国内经济基本面边际走弱

本期：2025-3-28至2025-4-25			大类	项目	本期：2025-3-28至2025-4-25		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
✓	✓		国内股指	上证指数		✓	
				创业板指			✓
				成长(风格.中信)			✓
				周期(风格.中信)		✓	
				金融(风格.中信)	✓		
		✓	美股股指	消费(风格.中信)		✓	
				NASDAQ指数			✓
				DSJ平均指数		✓	
✓	✓		国债	1Y国债到期收益率 (%)		✓	
				10Y国债到期收益率 (%)		✓	
		✓	美债	2Y美债收益率 (%)		✓	
				10Y美债收益率 (%)			✓
✓	✓		国际大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)		✓	
				COMEX铜 (美元/磅)			✓
				COMEX黄金 (美元/盎司)	✓		
		✓	国内大宗商品	南华工业品指数		✓	
				南华螺纹钢指数			✓
				南华农产品指数		✓	
				南华玻璃指数			✓
✓			汇率	美元指数	✓		
				美元兑人民币			✓

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



目录

1

配置逻辑：“对等关税”扰动市场

2

权益：关税冲击，谨慎应对

3

利率：中债难再上行，美债仍有向上空间

4

大宗：商品需求弱势，避险需求走强

5

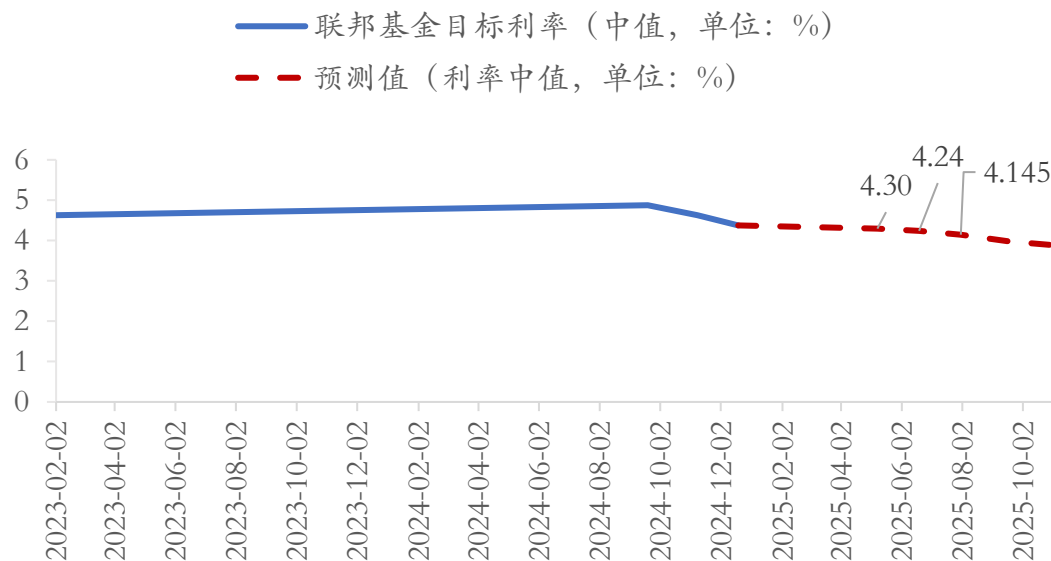
汇率：关税推动资本向美元回流



6月前美联储大概率“按兵不动”，重点关注美国“对等关税”

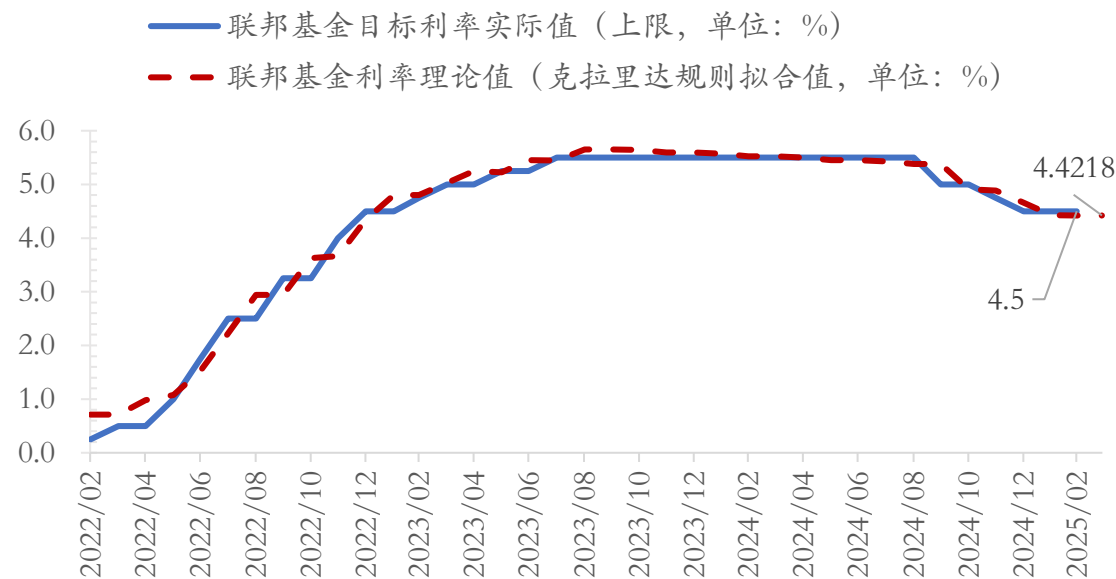
- ▶ **6月前美联储大概率“按兵不动”**。3月FOMC会议显示，美联储对降息的态度整体上依然维持谨慎：①从点阵图看，3月FOMC会议上美联储官员较去年12月更加谨慎，投票不降息和只降息25BP的官员分别增加3名和1名；②在3月经济预测中，美联储下调了经济增速和通胀预期，但利率中值并未发生变化，表明美联储对降息的容忍度在提升；③会后新闻发布会上，美联储主席鲍威尔认为关税导致通胀反弹可能不持续故还不确定美联储是否应该行动。我们认为，除非非农失业率有所反弹，否则美联储6月前大概率“按兵不动”。
- ▶ **美国加征关税风险反复，4月迎来“对等关税”落地期**。3月27日，美国总统特朗普表示对所有国家实施“对等关税”，但税率将低于预期。不过，鉴于过去2个月的情况看，关税落地可能伴随较多谈判与波折，可能对市场风险偏好形成大幅扰动。

美联储利率观测器显示市场押注美联储三季度降息



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：3月28日。

克拉里达规则下，当前理论利率指引偏向于不降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



经济基本面边际有所弱化，仍需关注二季度经济“失速”风险

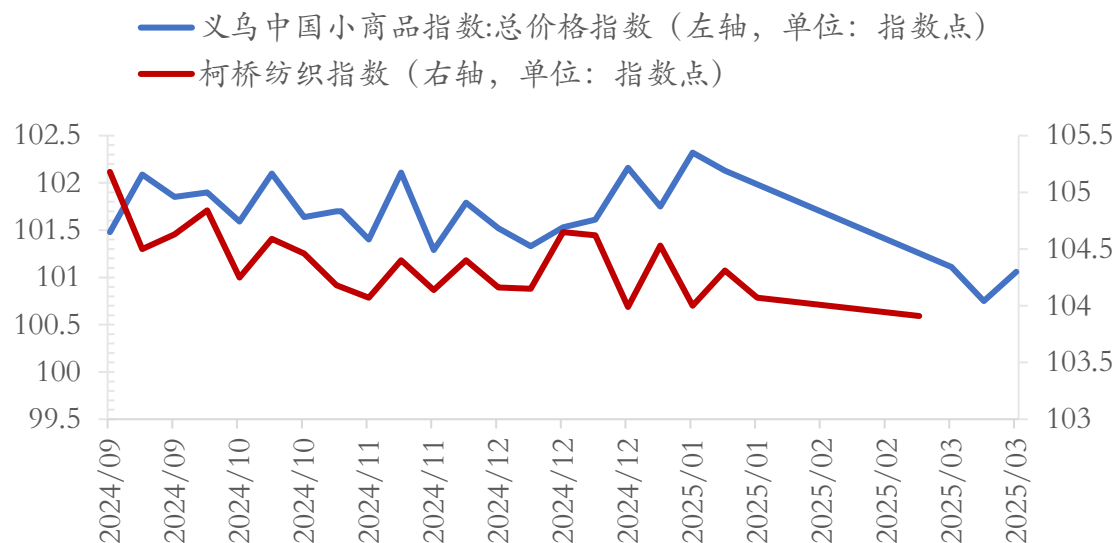
- ▶ **经济基本面边际有所弱化，仍需关注二季度经济“失速”风险。**3月已公布的高频数据显示经济基本面边际有所弱化，其中“抢出口”边际放缓小幅拖累生产端，服务消费、二三线地产销售放缓态势明显。因而，二季度经济环比增速快速下滑风险仍需关注。预计3月，社零同比增长4.8%左右，固定资产投资累计同比增长3.9%，其中制造业投资累计同比8.9%、基建投资增速5.4%、地产投资增速-9.6%，出口同比5.0%；3月CPI同比-0.2%、PPI同比-2%。
- ▶ **政策支撑大宗商品消费，但服务类消费走弱。**3月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5.87万辆和5.11万辆，同比分别增长14.96%和18.38%，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高，好于1-2月合并的累计同比（分别为2.95%和0%）。节后小商品价格均有所回落。可选服务类消费春节后明显走弱：3月电影票房周均收入较去年同期大幅下跌30.46%；海南旅游3星以上酒店散客价3月下旬同比下降1.06%。政策支持的商品消费有望在消费量上维持较高增速、考虑到价格因素后对社零支撑较为有限，但其余消费和服务类消费依然偏弱。

乘用车销量同比回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

小商品价格指数、柯桥指数震荡下行



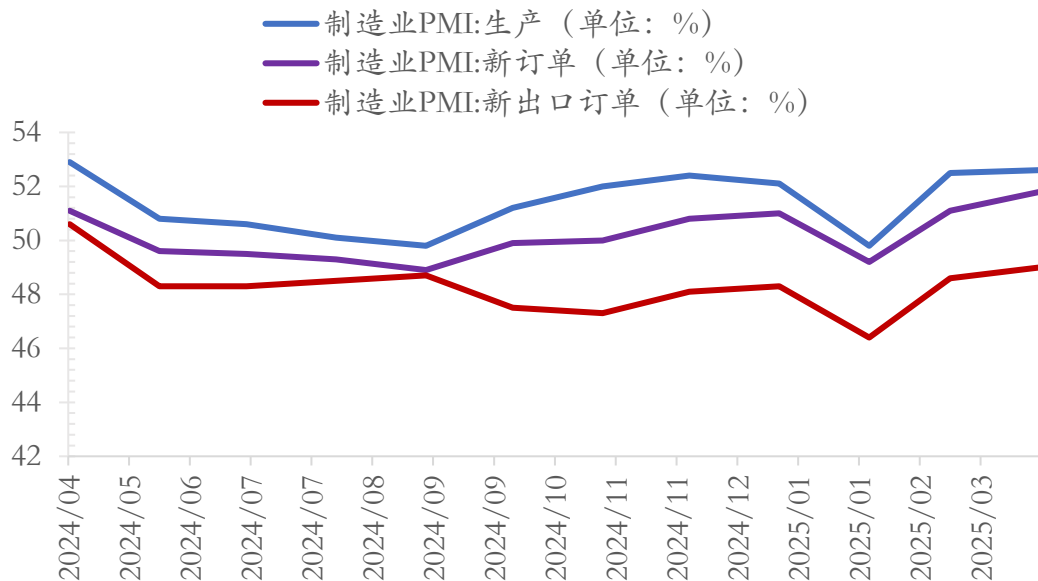
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



PMI在荣枯线上回升，或表明4月经济基本面风险可控

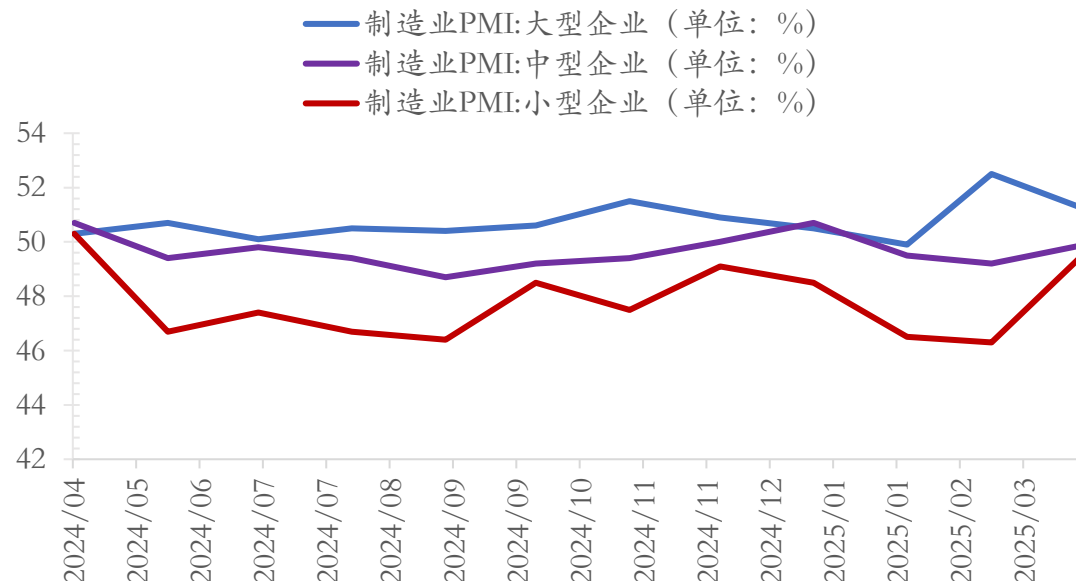
► PMI在荣枯线上回升，或表明4月经济基本面风险可控。3月制造业PMI为50.5%，较上月提升0.3个百分点，在荣枯线之上有所回升。①生产持平、新订单有所改善，内需强于外需。3月生产、新订单和出口订单指数分别为52.6%、51.8%和47.2%，生产和需求有所改善，尤其是新订单指数较上月提升0.7个百分点，但出口新订单依然在荣枯线之下。②就业压力仍不容忽视，从业人员指数仍在低位。3月从业人员为48.2%，较上月下降0.4个百分点。相比于生产指数反弹依旧处于较低水平，或继续拖累居民部门收入。③服务业复苏势头有所改善。4月份，服务业PMI为50.3%，较上月回升0.3个百分点。建筑业PMI回升至53.4%，但较2019年之前55%以上高景气水平明显回落。

生产持平，新订单、新出口订单改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

小企业PMI快速反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

- 1 配置逻辑：“对等关税”扰动市场
- 2 权益：关税冲击，谨慎应对
- 3 利率：中债难再上行，美债仍有向上空间
- 4 大宗：商品需求弱势，避险需求走强
- 5 汇率：关税推动资本向美元回流



2.1 国内权益：双向波动期，兼顾短轮动和长主线

- 我们在4月策略月报《风起浪动》（2025-03-30）中指出，4月内外部均存在一定的风险扰动，外部美国实施“对等关税”，内部经济边际弱化，同时4月末政治局会议政策加码概率偏低，故市场有望迎来波动加剧。配置上也将延续轮动之势，沿着滞涨低估+潜在催化剂寻找布局机会，可关注：①稳健性的**银行、保险**，②政策催化的**汽车、家电、医药**，③以及有景气改善的**有色金属**。
- 从因子分析角度来看，经济基本面边际有所弱化、国内流动性以结构性宽松为主，成长风格和消费风格有待提振，短期内**金融和周期风格**具备相对优势。

上证指数相对占优，周期与金融风格相对占优

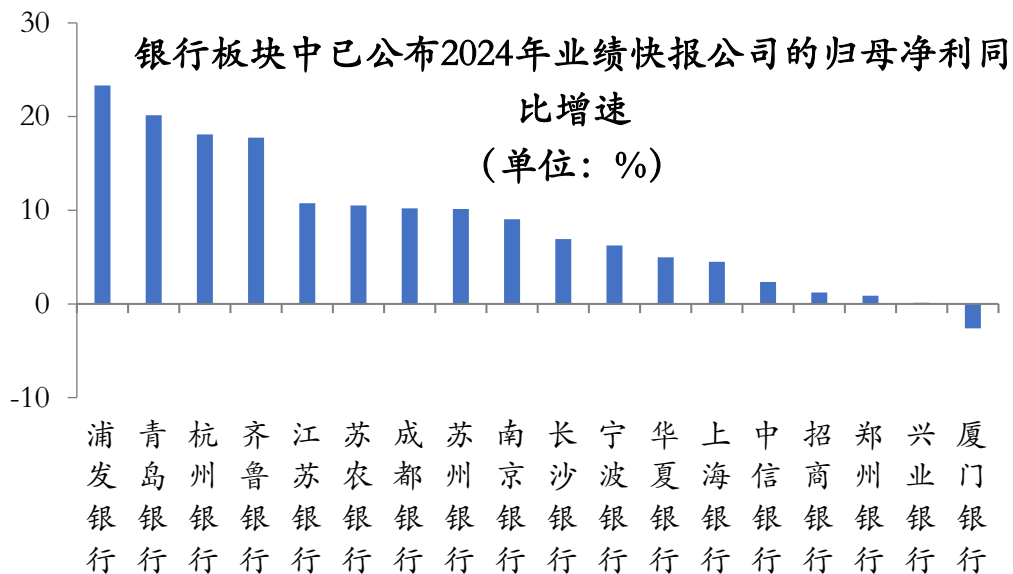
变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动（1Y国债）	0.17	0.81	1.40	1.40	0.81	1.37	1.52
长短利差变动（10Y-1Y国债）	-0.02	-0.07	-0.19	-0.19	-0.07	-0.10	-0.18
短端利率变动（2Y美债）	-0.24	0.56	1.68	0.83	0.12	0.76	0.99
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.07	0.05	0.12	0.14	0.16	0.03	0.06
M2同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
社融同比差值变动	0.20	-0.08	-0.48	-0.21	-0.21	-0.24	-0.03
新发基金规模（自然对数）	6.76	-1.47	-4.56	-4.69	-1.35	-2.23	-4.29
合计		-0.20	-2.02	-2.72	-0.52	-0.41	-1.93



2.1 国内权益（1）：震荡市中相对稳健的银行、保险

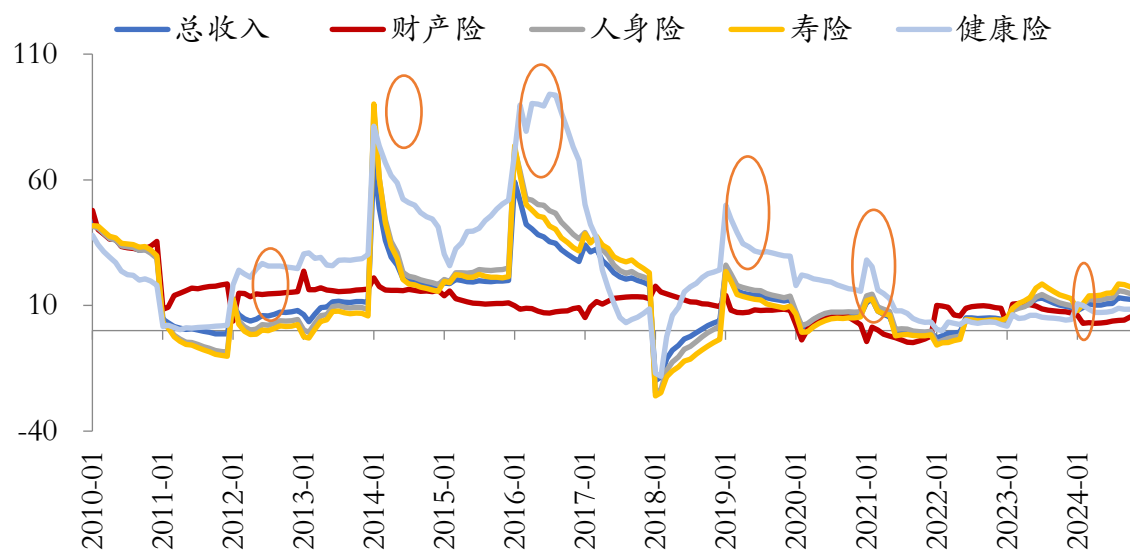
- **银行：抗风险能力提升，业绩有望实现稳定增长，同时在震荡市中银行的稳定属性突出。**政策方面，3月14日，金融监管总局鼓励加大个人消费贷款投放力度，为实现一季度开门红行动，多家银行已快速展开消费贷宣传活动，对于部分用户的利率已降低至2.5%左右，低息对有资金需求的个人吸引力较高，四月信贷规模有望得到提升。2024年4季度，股份制银行、大型商业行的贷款不良率降低至1.2%左右，较2022年同期下降0.1个百分点左右，农商行、城商行贷款不良率分别降至2.8%、1.8%，城商行贷款不良率保持基本稳定，农商行较2023年同期明显下降0.5个百分点左右，整体来看抗风险能力继续提升。
- **保险：业绩有望实现高增，政策鼓励中长期资金入市以及A股回升背景下投资收益将得到稳定增长。**保险板块2024年业绩大概率将实现高速增长。申万二级保险板块中6只个股中当前已有5家披露2025年业绩预告，4家2024年净利润均实现显著增长。

银行板块2024年业绩有望呈现高增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

保费收入有季节效应，2025Q1在低基数下有望高增



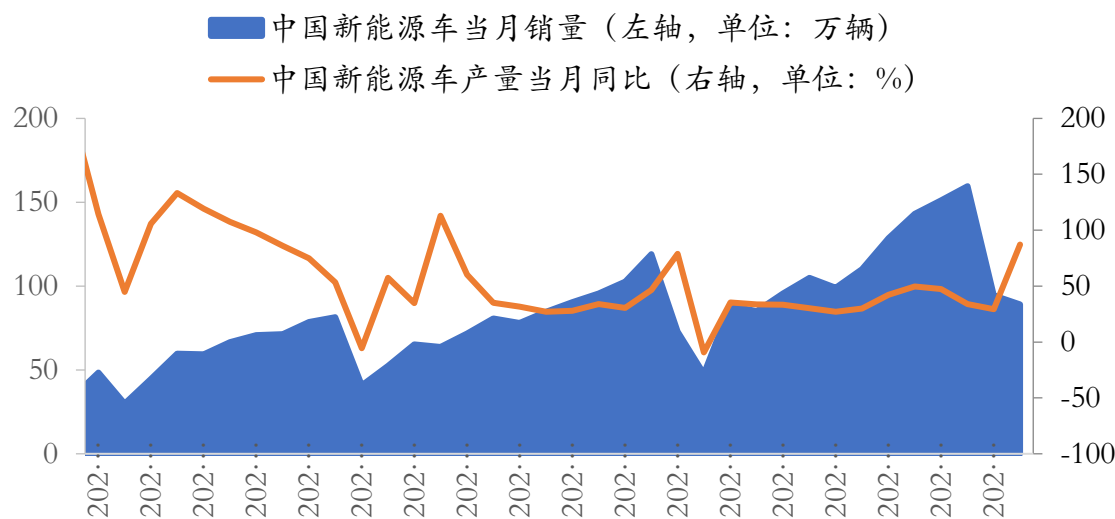
资料来源：Wind，华安证券研究所。注：均为保费收入累计同比增速，单位：%



2.1 国内权益（2）：受益于政策支持力度加码的汽车、家电、医药

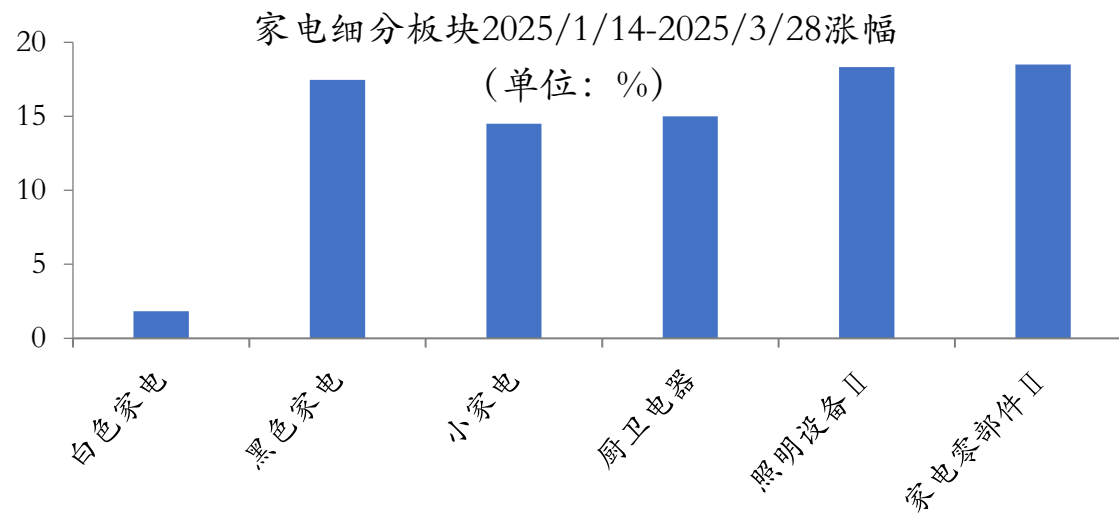
- 汽车、家电：“两新”“两重”政策继续加码，属于消费行业中确定性较高的板块。**两新政策继续实施，汽车、家电补贴范围和力度进一步扩大，4月内需有望形成底部支撑。汽车增速上看，2024年10月至2025年2月，新能源车销量同比增速分别高达49.6%、47.4%、34.0%、29.4%、87.1%，剔除掉2月因为低基数带来的高增速后，近5个月同比也维持在40%左右的高增速水平；2024年4季度在国补政策的带动下家电市场零售额线上、线下零售额分别同比高增25.5%、69.1%，2025年春节后家电也恢复高增长趋势，2月线上、线下零售额同比增速回升至21.4%、61.2%。
- 医药生物：医保等民生政策支持进一步加码，创新药出海有望延续高增速。**医药当前仍具有低估属性，安全边际较高。截至2025年3月28日，医药生物板块近15年分位数为25.7%，明显低于上证62.9%的估值分位水平。可关注医药细分板块中相对更为低估的生物制药、医疗器械、医药商业、中药和医疗服务板块。

“两新”对家电销量的带动作用明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。

白色家电明显滞涨



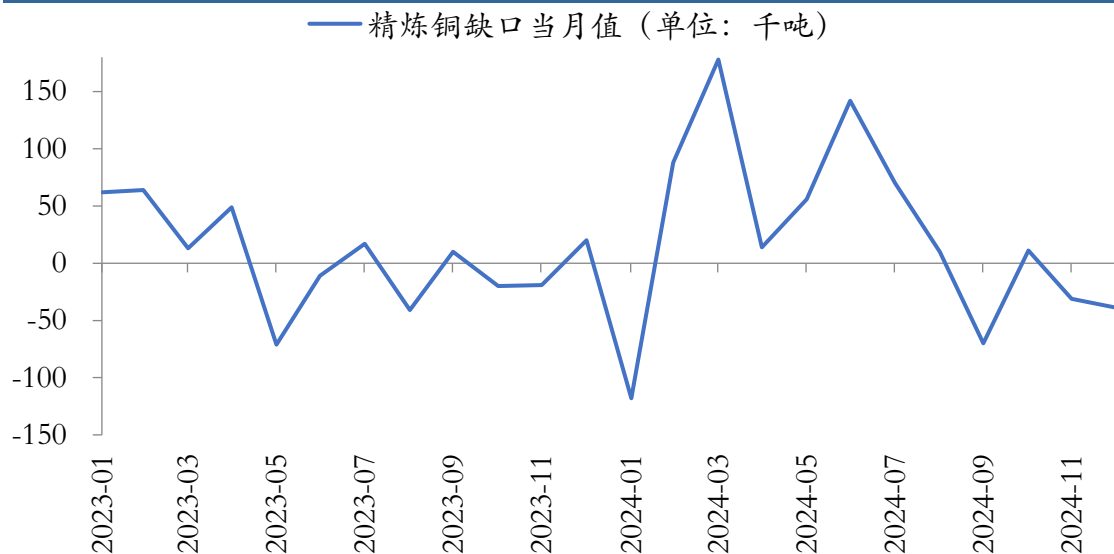
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



2.1 国内权益（3）：景气度边际上行的有色（贵金属、工业金属）

- ▶ 有色金属如铜：全球供需错配以及美元走弱共同带动价格上行，但需要关注美国关税政策快速落地后全球需求压力缓解的风险。美国对铜加征关税引起供需缺口扩大，同时国内冶炼厂面临亏损困境供给端出现收缩，供需结构性矛盾加剧。2月25日，特朗普下令美商务部对铜进口可能征收的新关税展开新调查，以重建美国的铜生产；3月13日，美商务部长表示计划对铜征收高额关税，高盛和花旗预测美国可能在2025年底对所有进口铜征收25%关税。近期美国国内加速进口精铜以规避未来可能面临的潜在成本，托克、嘉能等大宗商品巨头将原计划运往亚洲的10-15万吨铜紧急向美国转移。截至2025年3月20日，全球LME铜库存已从去年9月32万吨下滑至22万吨左右，半年降幅超30%。
- ▶ 黄金：关注美联储降息周期下黄金的中长期配置价值以及短期美元走弱对金价的支撑。

铜缺口扩大



资料来源：奥维云网，华安证券研究所。

铜价与美元指数呈负相关性



资料来源：Wind，华安证券研究所。



2.2 美股：加征关税风险累积，美股面临回调压力

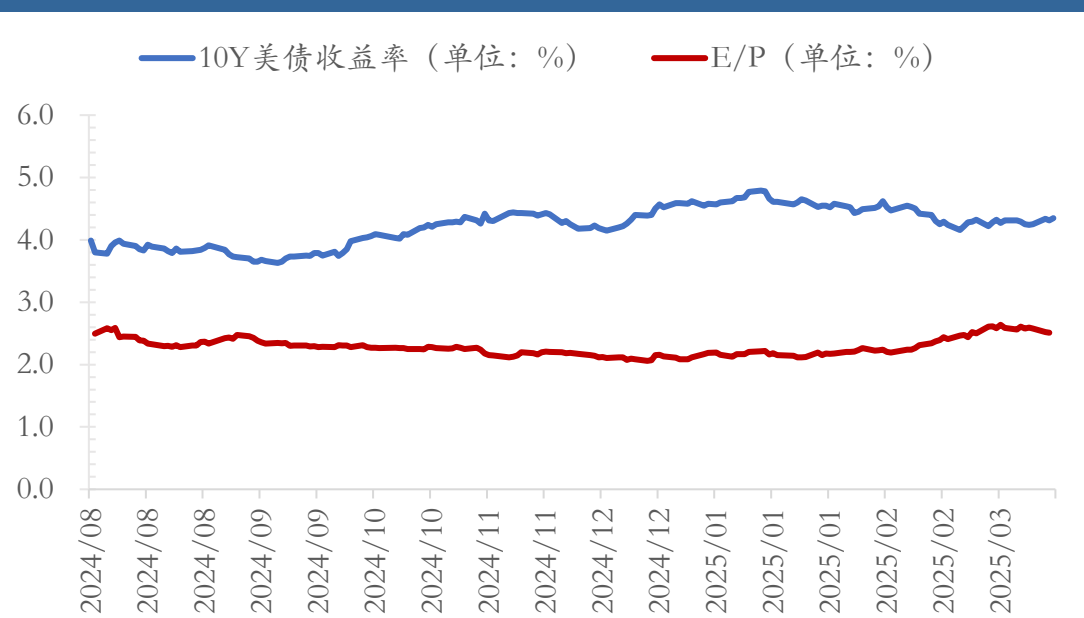
➤ **加征关税风险累积，美股面临回调压力。**3月26日，美国总统特朗普在白宫签署行政令，对进口美国的汽车以及零部件征收25%关税，其中进口整车关税将于4月2日生效，汽车零部件的关税生效日期最迟不得晚于2025年5月3日符合《美墨加协定》优惠关税待遇的汽车获批后可仅征收“非美国成分”关税。对此，多国宣布考虑实施反制手段，包括欧盟、日本、加拿大等。因而，4月2日美国“对等关税”即将落地，进入美国加征“关税”的密集落地期，需重点关注对市场风险偏好的冲击。目前来看，加征关税对纳指冲击大概率强于道指。

短端利率下行相对利好纳指

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动（2Y美债）	-0.24	0.93	0.21
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.07	0.01	0.05
失业率（季调）变动	0.10	0.06	0.02
美国CPI环比	0.40	0.79	0.06
美国PPI环比	0.00	0.00	0.00
合计		1.79	0.35

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1

配置逻辑：“对等关税”扰动市场

2

权益：关税冲击，谨慎应对

3

利率：中债难再上行，美债仍有向上空间

4

大宗：商品需求弱势，避险需求走强

5

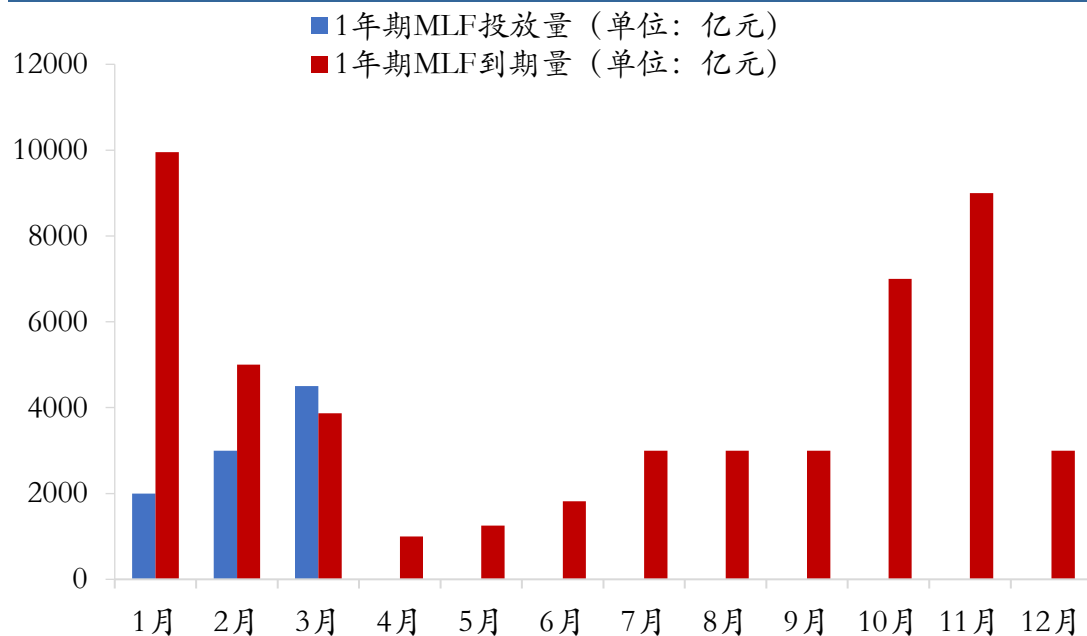
汇率：关税推动资本向美元回流



3.1 国内债券：货币政策重点在于通过结构性工具推动向宽信用转变

- 货币政策重点在于通过结构性工具推动向宽信用转变。①降准概率较大。近期央行表态“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息”，考虑汇率压力，预计降准概率更大。②结构性降息推动宽信用。央行2024Q4货币政策执行报告专栏4“再贷款的机理、演进和发展”指出，“对于财政资金未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加强资金支持的领域，结构性再贷款可以发挥引导作用适度补位”，例如设备更新改造专项再贷款（2022年）、科技创新和技术改造再贷款（2024年）均实现再贷款与财政贴息政策的相互配合、协同发力。因而，利率上行基本到位，除非基本面明显改善。

3月1年期MLF超额续作，4月MLF到期压力小



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007回落，短端资金压力缓解



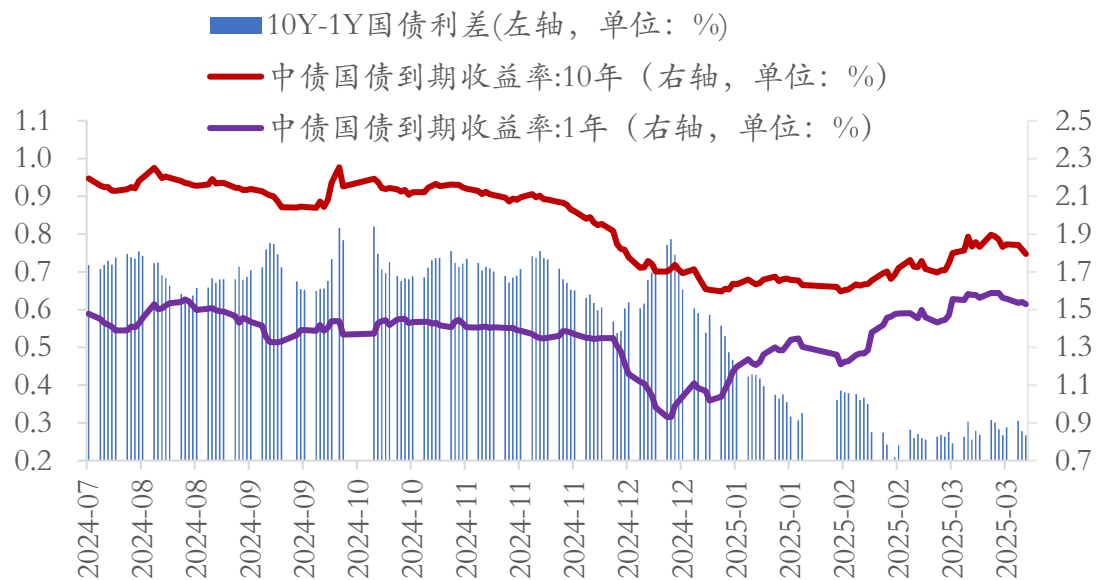
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.1 国内债券：期限利差新低，源自基本面偏弱但资金面春节后偏紧

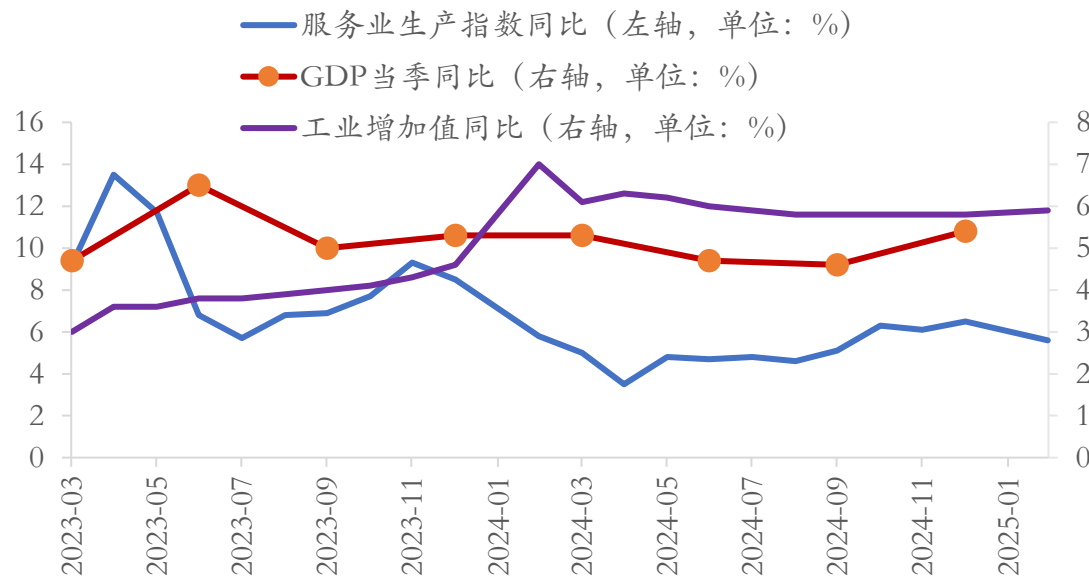
- ▶ **短期资金利率偏紧+经济基本面偏弱，两者共同导致近期长短端利率的息差创新低。**自2025年开年之后资金处于“紧平衡”中，资金利率水平较高但中短端收益率较低，两者形成了倒挂。3月6日，潘行长提到“货币政策取向是一种对状态的描述”、“研究降低结构性货币政策工具利率”，强调结构性工具降息，释放信号相对“偏鹰”，导致市场对宽货币预期修正，资金利率也相应走高。但在3月13日，央行党委召开扩大会议强调“今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，选择合适时机降准降息”，并且伴随2月信贷需求疲弱进一步突出，我们认为，宽货币加码的迫切性增加。
- ▶ **长端震荡、短端可能在降准或结构性降息下有所回落，期限利差4月预计小幅扩大。**

短端利率偏高，期限利差维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

宏观经济数据显示Q1的GDP增速略低于去年Q4



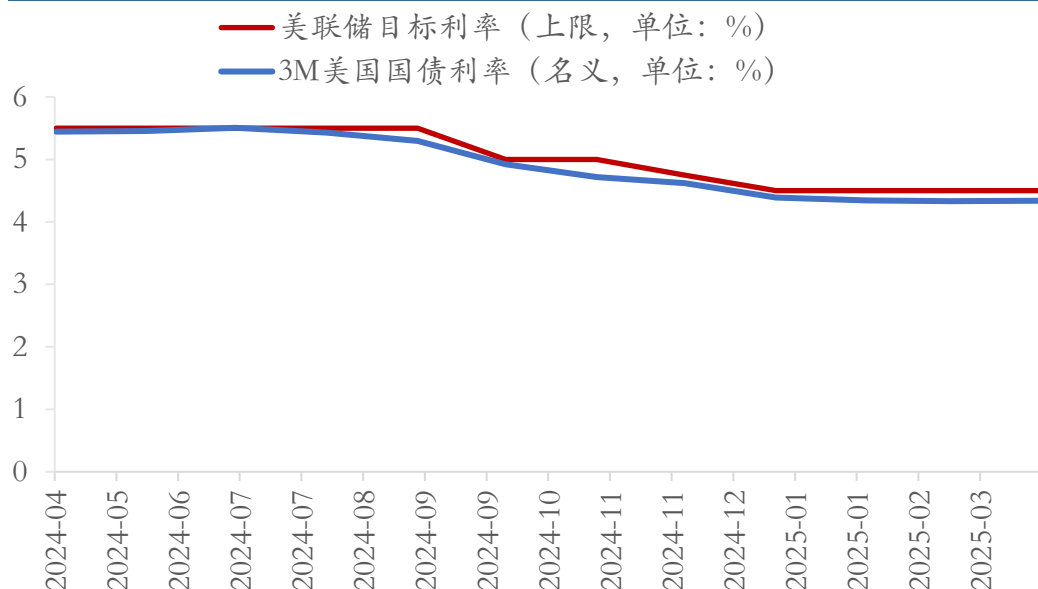
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平

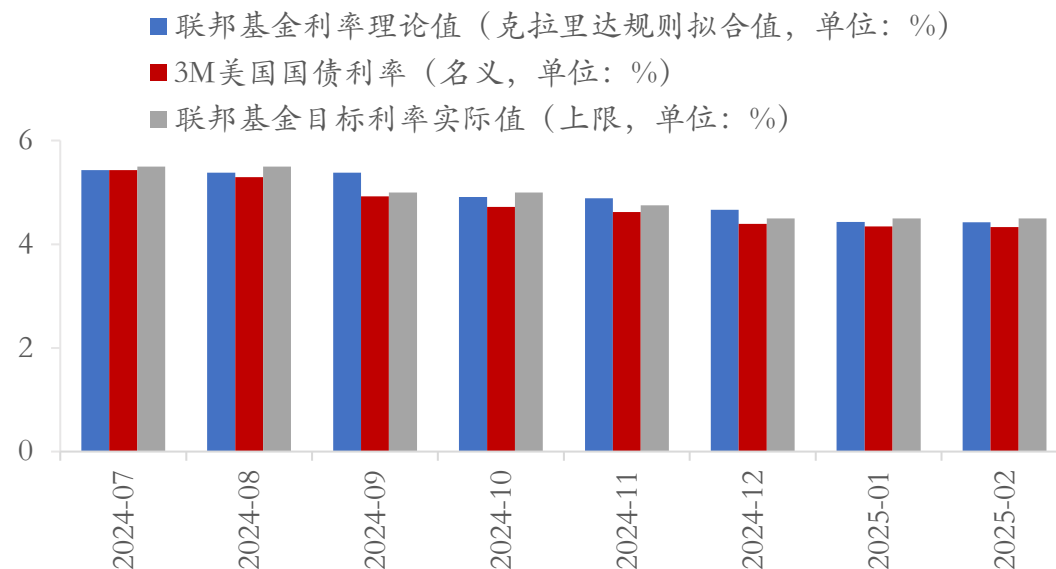
- “对等关税”落地，长端利率仍有上行空间。根据伯克南三因素框架判断，4月美债利率走势依然主要围绕期限利差博弈。
 - ①美联储预计仍维持政策利率不变，短期实际利率基本持平。
 - ②“对等关税”落地在即，长端利率上行压力持续累积。
 - ③原油价格波动较大，但内涵通胀预期影响有限。
- 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平。考虑到美联储5月降息概率依然不高，短期实际利率基本持平、下行动力有限。

美联储“按兵不动”概率较大，短期实际利率持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

短期实际利率与理论利率指引变化不大



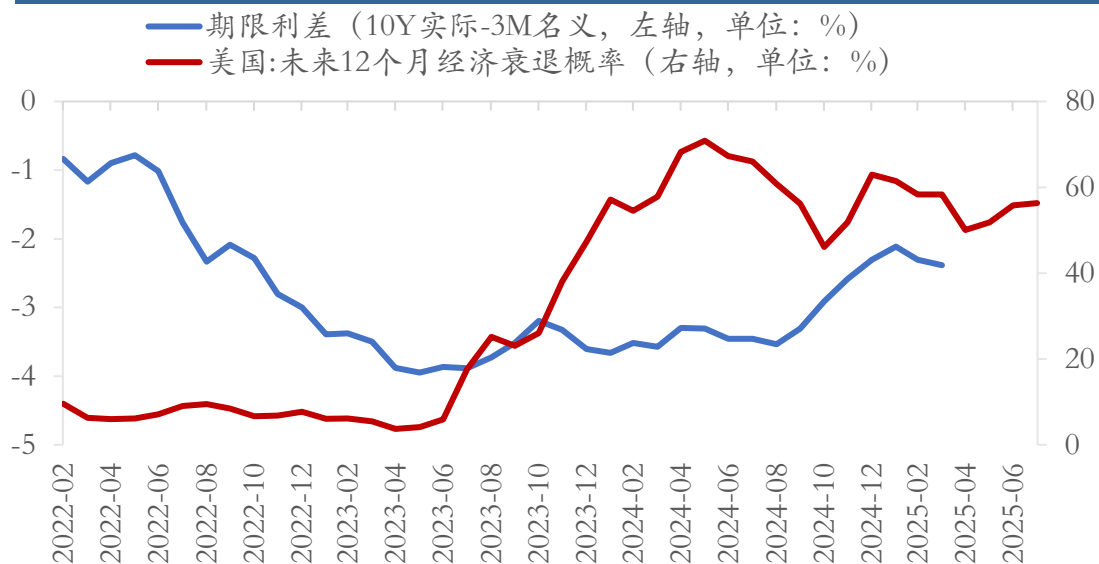
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



3.2.2 美债：实际利率负期限利差延续收窄

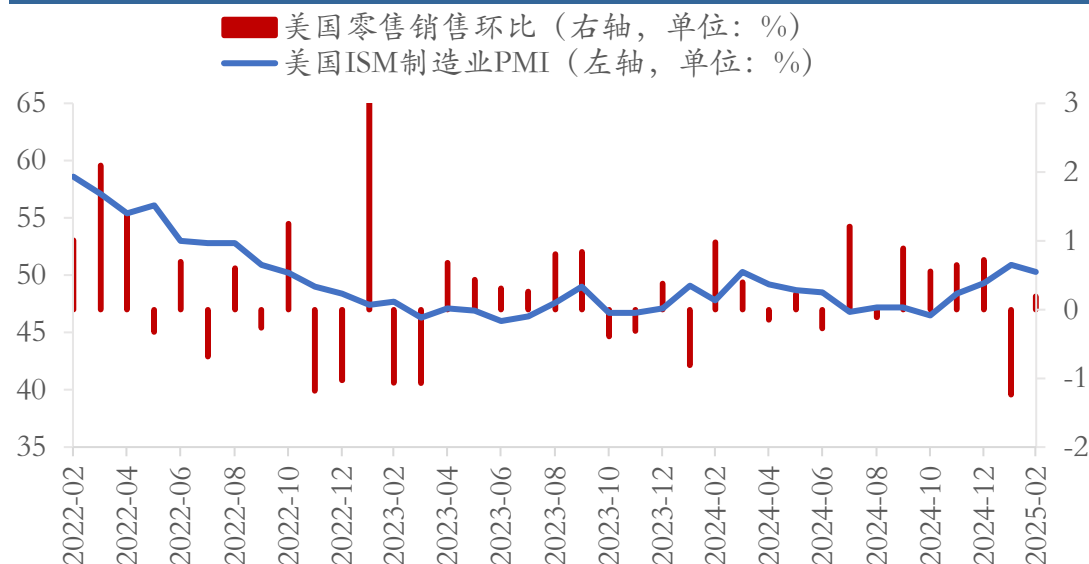
- 美债：实际利率负期限利差延续收窄。美国经济分析局预计二季度衰退概率仍在50%以上、略有抬升，美国经济放缓风险仍未解除。2月美国ISM-PMI小幅回落至50.3%，2月零售销售额环比上涨0.2%，也表明近期美国经济增速放缓压力有所增加。但考虑到4月美国加征关税落地，市场对于衰退风险押注有所反弹，实际利率负期限利差有望收窄，带动10Y美债利率偏上行。

美国经济衰退概率小幅收窄，负期限利差延续



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

美国零售销售同比反弹、PMI略有下降



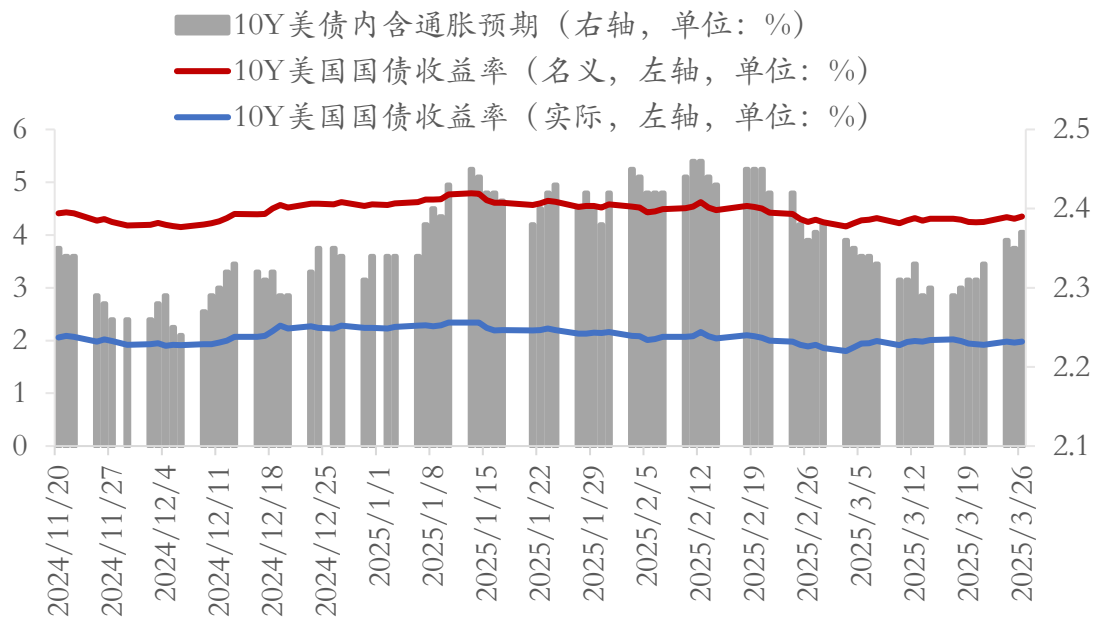
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.2.3 美债：10Y内含通胀预期预计变动有限

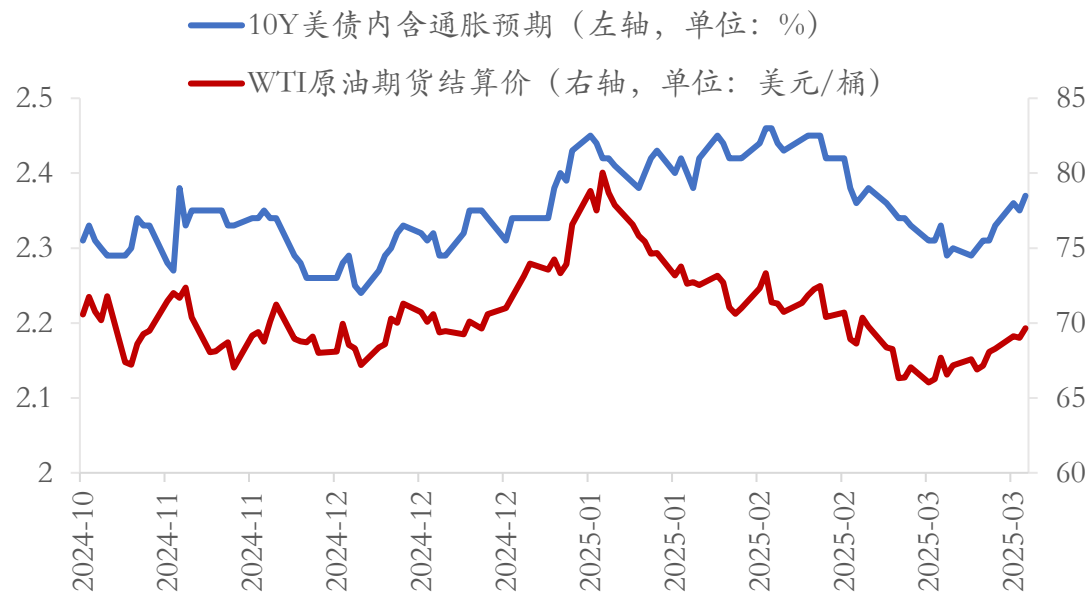
► **美债：10Y内含通胀预期变动有限。**当前10Y内含通胀预期维持在2.35%附近，WTI原油价格受OPEC+减产有所提振，带动通胀预期较此前有所反弹。但非OPEC+国家原油增产预期下，上方空间有限，难以再对通胀预期形成明显拉动。2025年3月克利夫兰联储5年通胀预期为2.27%，较上月有所下降。因而，预计10Y内含通胀预期变动相对有限。

内含通胀预期再度走强



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

油价与内含通胀预期低位企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

1

配置逻辑：“对等关税”扰动市场

2

权益：关税冲击，谨慎应对

3

利率：中债难再上行，美债仍有向上空间

4

大宗：商品需求弱势，避险需求走强

5

汇率：关税推动资本向美元回流



4.1 国际大宗：“对等关税”临近，避险需求再起

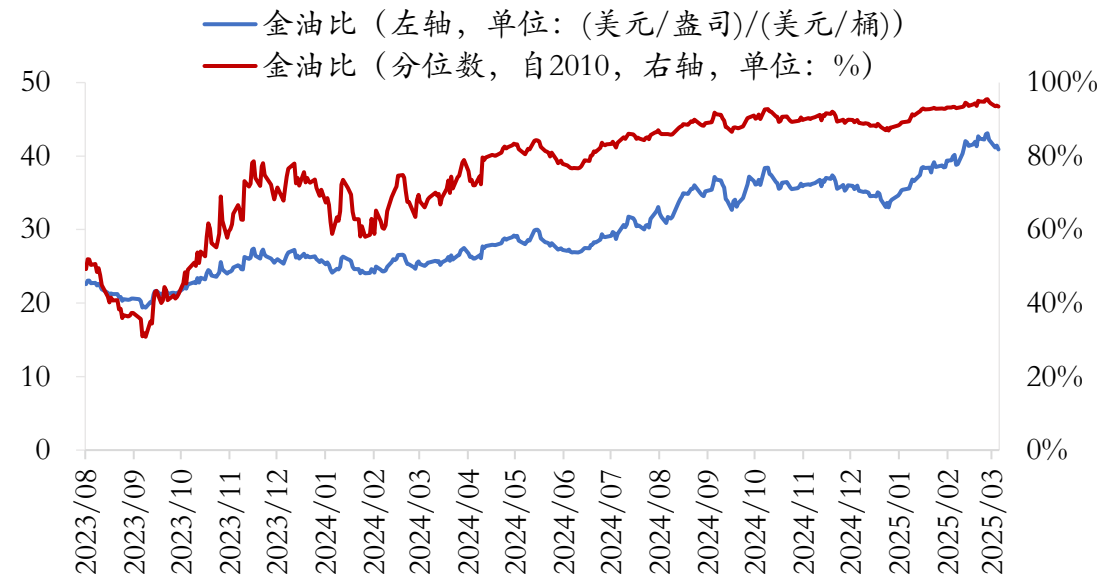
- “对等关税”临近，避险需求再起。4月2日“对等关税”落地可能引发市场交易的方向性变化，特别是前期因关税担忧而将库存向美国转移或提前的铜，价格下行压力较大。相比之下，从过去2个月时间看，“对等关税”落地势必伴随着多方谈判，美元信用进一步弱化，避险需求支撑黄金。而OPEC+徘徊于减产和增产，原油价格可能短期内延续震荡，长期来看依然有下行压力。因而，4月建议超配黄金，标配原油，低配铜。

因子分析看，铜短期可能具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	-0.24	-4.56	-0.05	1.09
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	0.07	0.14	0.03	-0.07
美债长期平均实际利率	0.19	-4.13	-0.37	0.31
库存/ETF持仓量变动		1.19	-0.31	-0.10
净多头持仓		-2.24	0.03	-2.57
合计		-9.62	-0.66	-1.34

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

衰退预期尚未解除，金油比维持高位



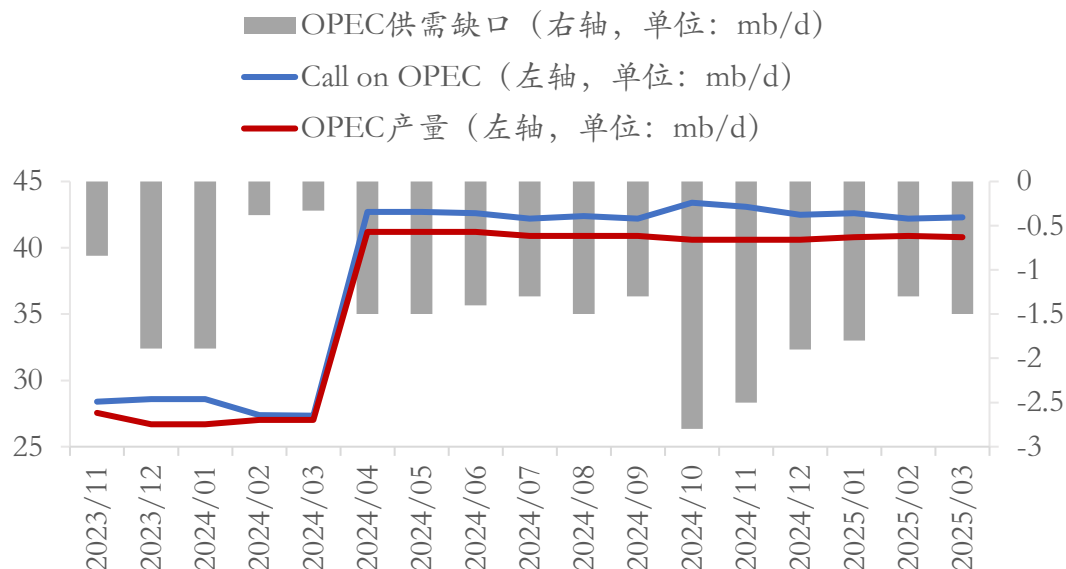
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



4.1 原油：OPEC+在减产与增产之间徘徊

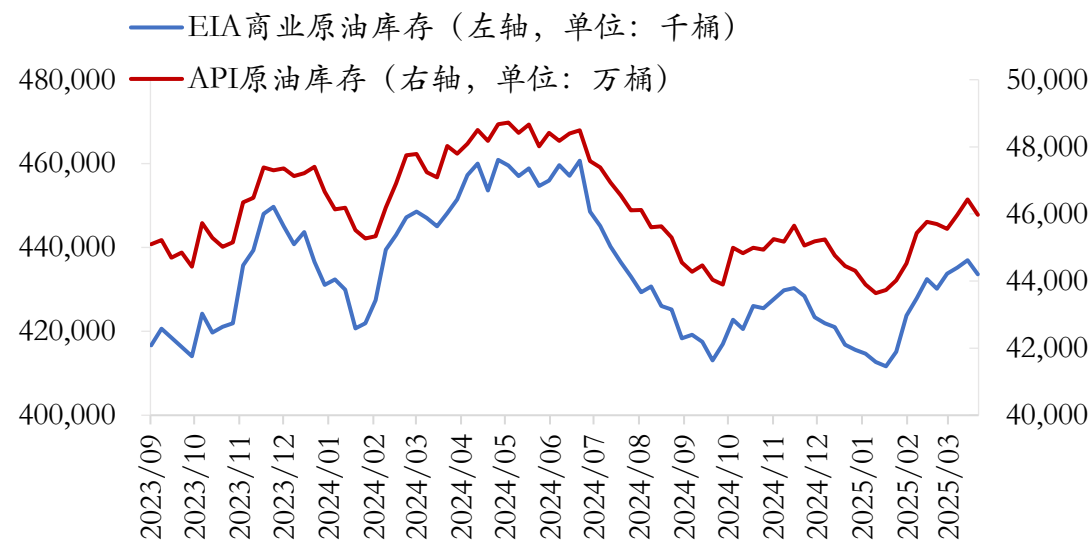
► **原油：OPEC+在减产与增产之间徘徊。**特朗普宣布美国进入能源紧急状态后，对于石油供给过剩的担忧持续发酵，直至3月20日，OPEC+产油国同意按最新方案实施补偿性的减产，沙特、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿曼递交了相关计划，缓解了供给过剩的担忧。从历史上看，如因美国等非OPEC+国家增产导致原油价格跌破60美元/桶等关键水平，可能引发OPEC+国家内部矛盾，OPEC+国家因争夺市场份额而转向增产。这意味着此前经历了多轮推迟的增产计划，可能成为后续矛盾的爆发点。因而，短期看随着补偿性减产实施有望托底原油价格，但油价下跌风险依然不容忽视。

OPEC+预计其减产后去库有所扩大



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存有所反弹



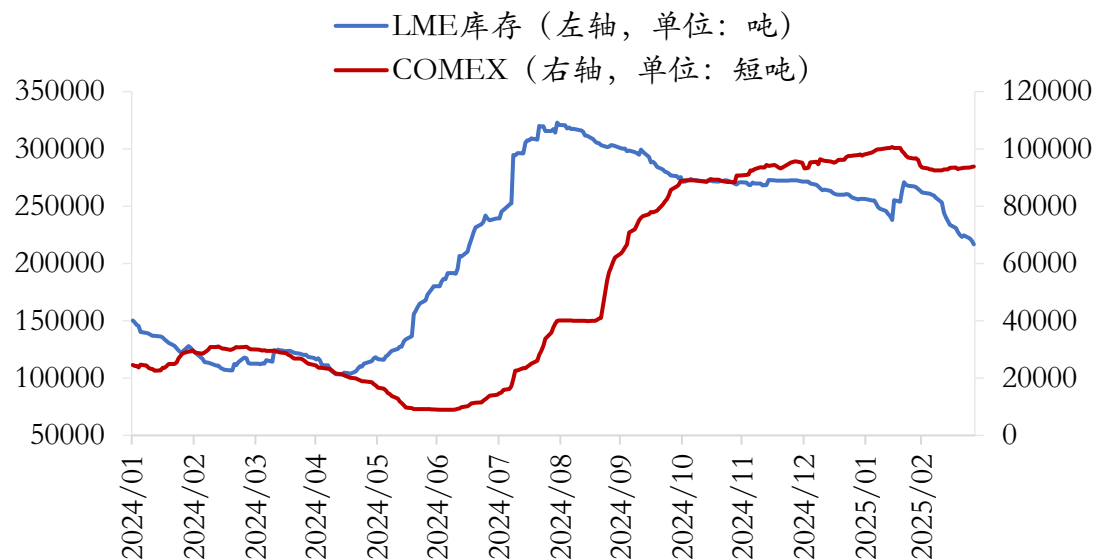
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：“对等关税”落地后，提前补库需求可能阶段性结束

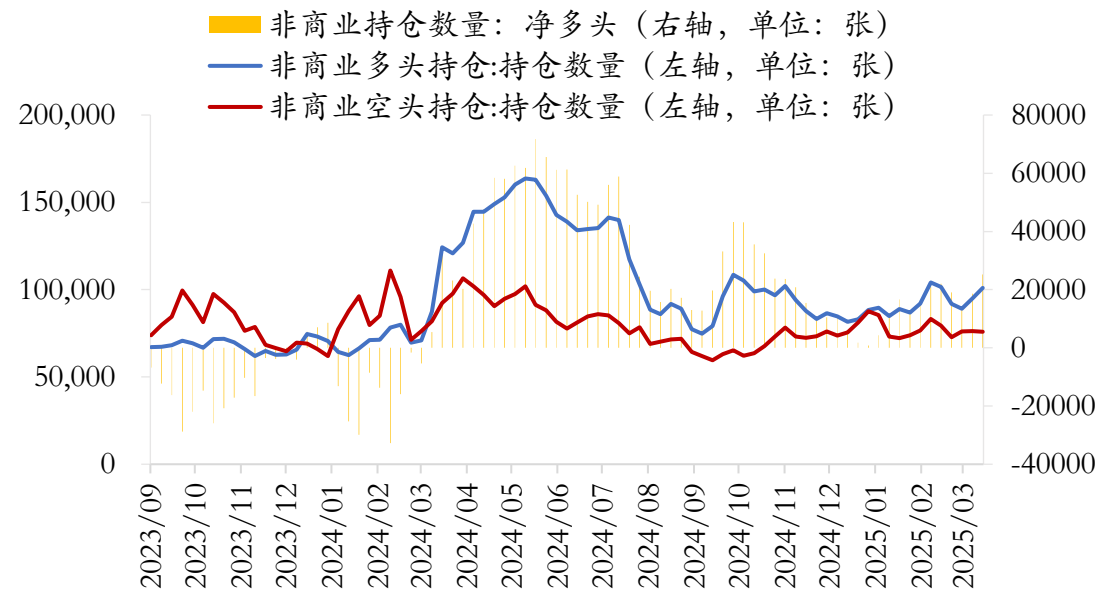
► 铜：“对等关税”落地后，提前补库需求可能阶段性结束。受美国对铜加征关税的担忧，制造商选择在关税落地前将铜库存转移至美国，加剧非美地区铜库存紧张与供需压力。但如4月“对等关税”中涉及铜相关的关税落地，可能使得铜库存向美国转移以及提前补库需求阶段性结束，从而使得支撑铜价格上涨的因素解除。因而，4月铜价走势具有较强的不确定性，取决于美国具体关税政策落地情况。

LME铜库存持续下降，COMEX铜库存持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

COMEX铜非商业多头有所增加



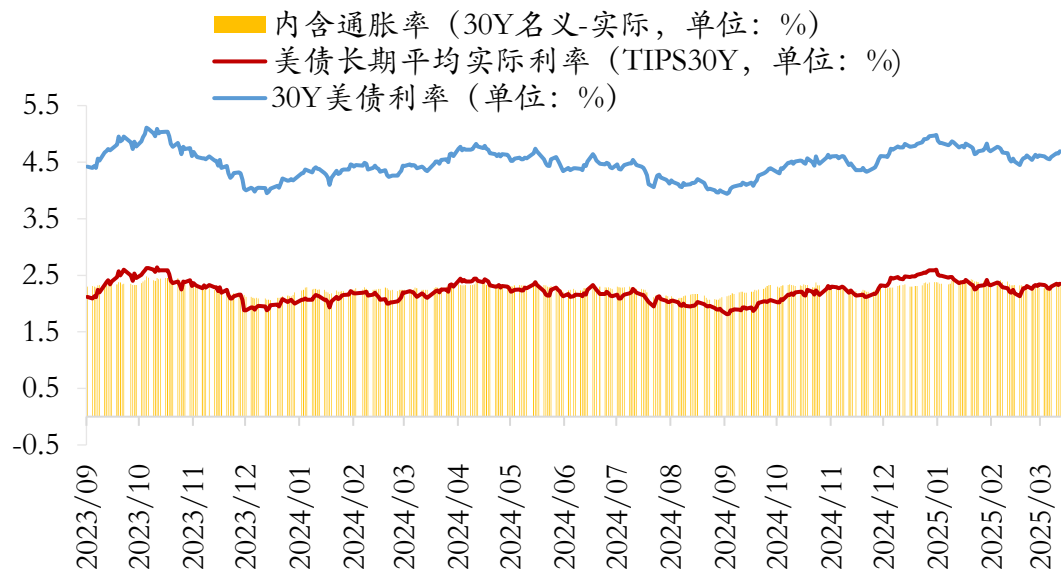
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.1 黄金：美元信用持续走弱，金价有望维持上行

► **黄金：美元信用持续走弱，金价有望维持上行。**随着特朗普正式就职后，加速推出逆全球化举措，市场对美元作为国际结算货币的信心和信用持续弱化，亚洲央行持续购买黄金作为对冲，利好金价上行。进入3月后，黄金ETF持仓量和非商业多头持仓继续增加，市场押注金价上行氛围浓厚。从年内看，金价上行阶段性缓解可能要等到特朗普逆全球化举措阶段性告一段落（如2月下旬签署总统备忘录将普遍关税风险推迟至4月），从特朗普竞选时的口号看，上半年金价均有望维持上行态势。

美债实际利率小幅反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量快速上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：有效需求依然偏弱，关注基建提振与化解产能矛盾

- **有效需求依然偏弱，关注基建提振与化解产能矛盾。**国内有效需求有待提振，“抢出口”边际放缓下外需难以形成有力支撑，因而国内大宗品价格整体依然偏空。但4月迎来变化，一是进入4月后“十四五”收官之年重大项目推进，叠加地方政府化债后现金流改善，可能带动基建实物工作量回暖；二是分行业化解产能过剩可能减轻供给端压力，3月13日国家发改委计划报告全文发布，其中提出“出台化解重点产业结构性矛盾的政策措施”，“推动石化产业向精细化工延伸”，“推动钢铁产业减量重组。推动新能源汽车、锂电池、光伏产业有序发展和技术创新”等。目前来看，考虑到地产新开工整体偏弱，建议相对低配地产链条下的螺纹钢和玻璃。

因子分析显示竣工端如改善可能对玻璃价格有所支撑

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	0.17	0.23	1.01	0.02	1.85
长短利差（10Y-1Y国债）	-0.02	-0.04	0.01	-0.01	-0.13
M2同比差值变动	0.30	-0.15	0.25	-0.23	-0.26
基建投资累计同比变动	1.20	0.46	0.72	0.36	1.70
新开工面积前12个月移动平均同比	-22.10	-0.91	-1.41	-1.01	0.61
竣工面积前12个月移动平均同比	-25.69	1.28	0.57	-1.69	20.81
销售面积前12个月移动平均同比	-10.38	1.14	1.32	1.55	-2.04
合计		2.02	2.47	-1.01	22.54

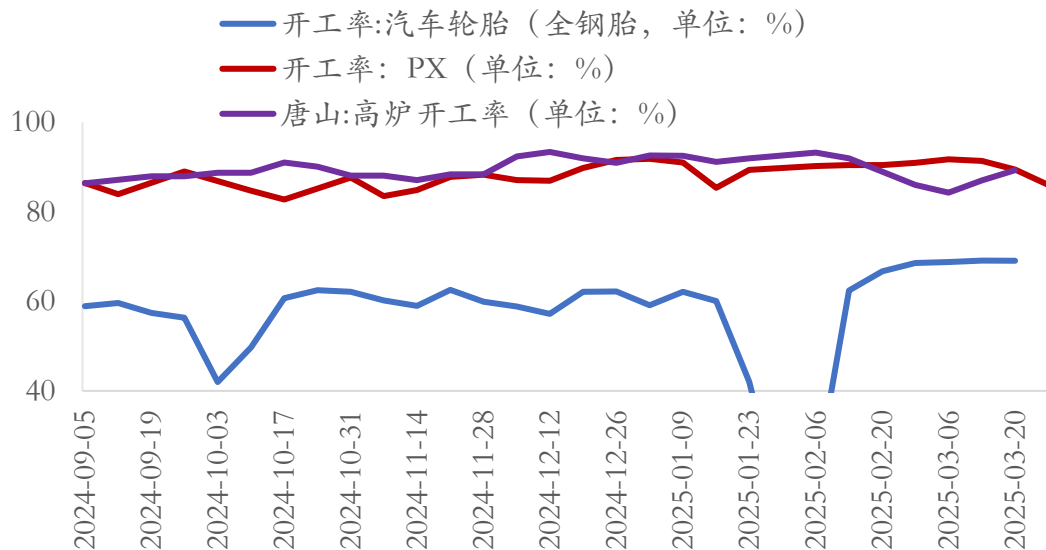
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：需求有待提振、产能去化存在不确定

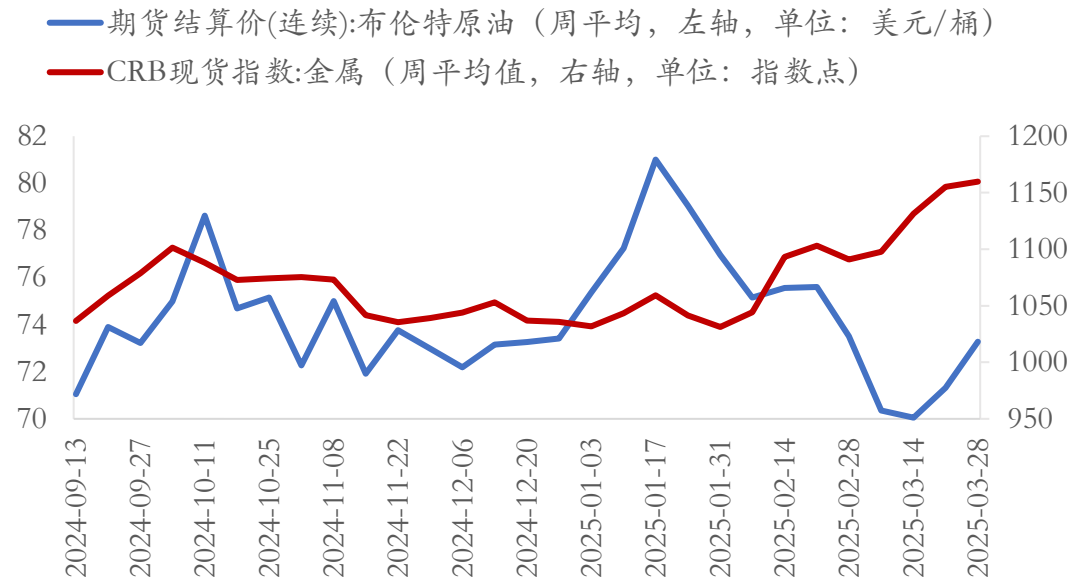
- **南华工业品指数：需求有待提振、产能去化存在不确定。**3月周均集装箱吞吐量为598万标准箱，环比较上月有所改善，但3月同比增速大致在9%，较1-2月平均增速10.3%略有回落。同时，考虑到1-2月出口价格因素明显回落，“以价换量”态势明显，结合高频数据判断“抢出口”边际放缓。受出口景气度放缓拖累，生产端小幅下降，汽车全钢胎开工率回升至69%左右，但较去年同比下降1.3%，唐山高炉开工率小幅回落至90%下方，仅PX开工率小幅仍在90%左右。总的看，外需小幅走弱、内需有待提振，产能区划存在不确定性，因此预计南华工业品价格维持震荡。

汽车全钢胎、PX开工率提升，高炉开工率下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

税担忧引发补库需求提前，有色金属价格反弹



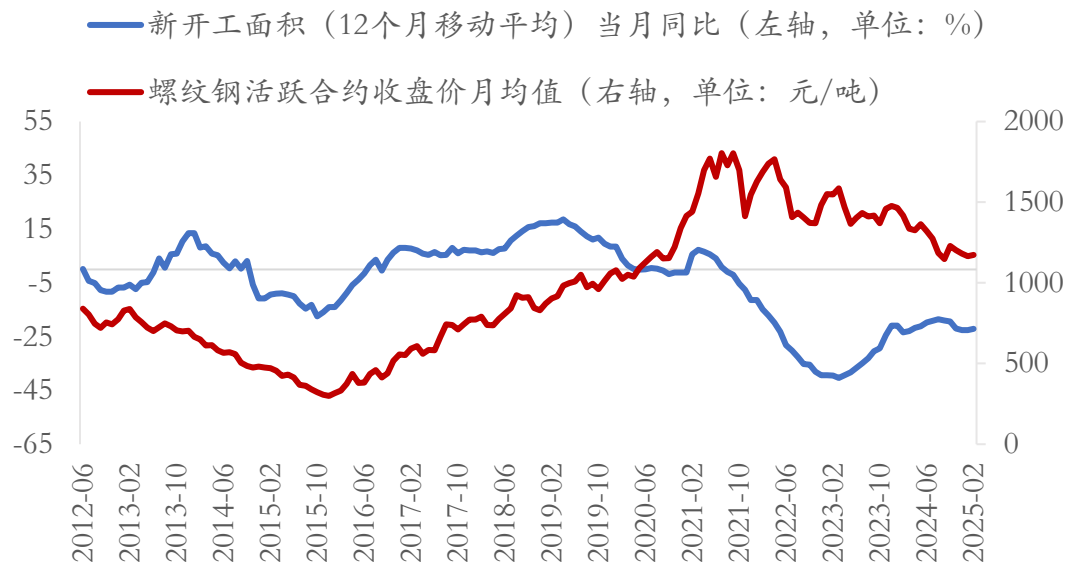
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：地产新开工拖累依然较强

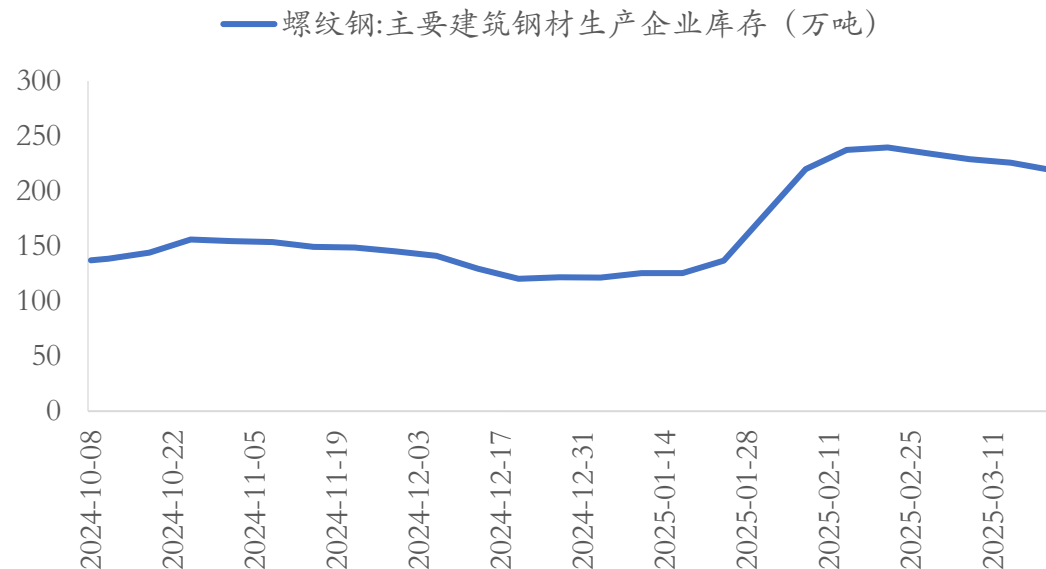
▶ **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累依然较强。**3月钢材预估日产量较2月环比略有回落，可能与近期化解产能矛盾有关。2025年开年以来，在“严控增量”政策基调下，房地产新开工依旧低迷，从整体施工周期来看，对螺纹钢需求的拖累依然较为突出。后续市场对于需求端预期不强，更加关注钢铁产能调整，但近期公布的部分厂商减产计划对市场影响有限，因而螺纹钢指数预计仍震荡偏空，除非产能调整明显提速。

新开工再次掉头向下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

螺纹钢库存水平小幅下降



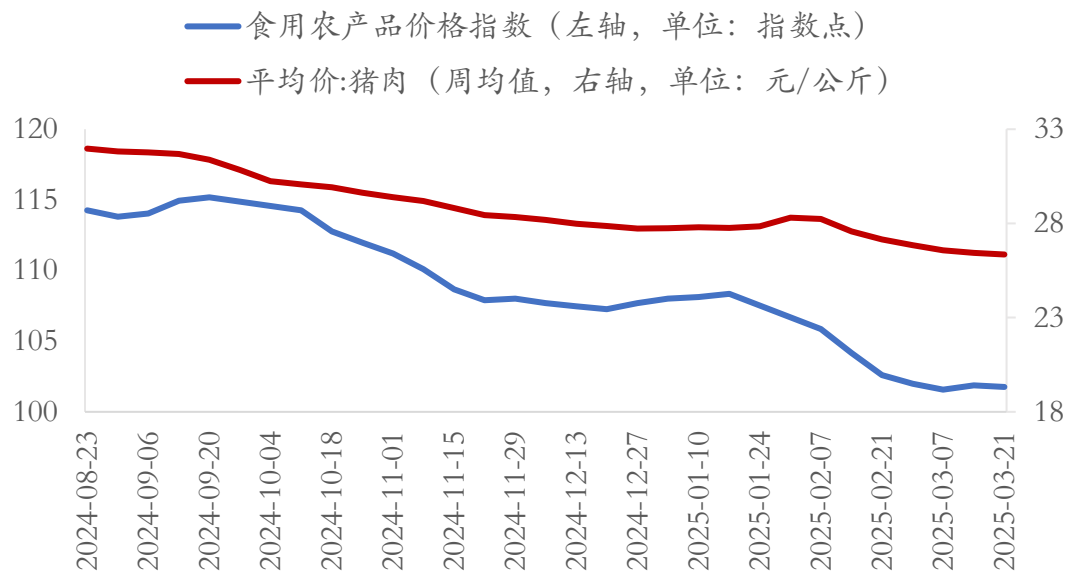
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：需求变动不大，但运输成本可能小幅托底

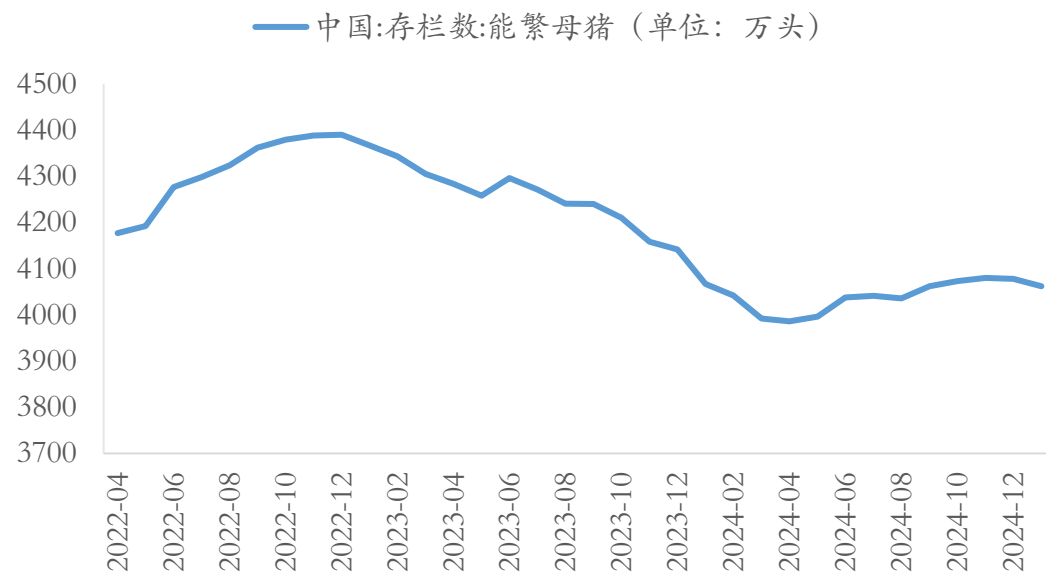
- **南华农产品指数：需求变动不大，但运输成本可能小幅托底。**猪肉价格略有下降，3月前三周猪肉平均价26.46元/公斤，节后价格持续下行态势，与去年3月均值同比上涨6.1%、较上月回落约1.5个百分点。能繁母猪存栏量整体变化不大，表明生猪产能持平。但近期，原油价格有所反弹，可能带动运输成本回升。整体上看，农产品价格维持震荡，可能略微偏多。

食品价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量变化不大



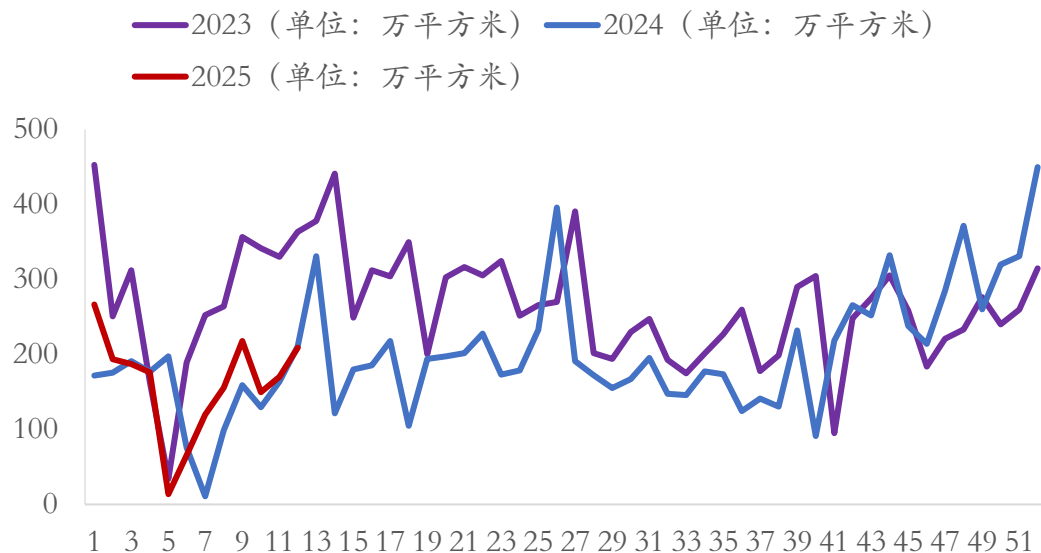
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头



4.2 南华玻璃指数：地产销售改善趋缓，“小阳春”成色不足

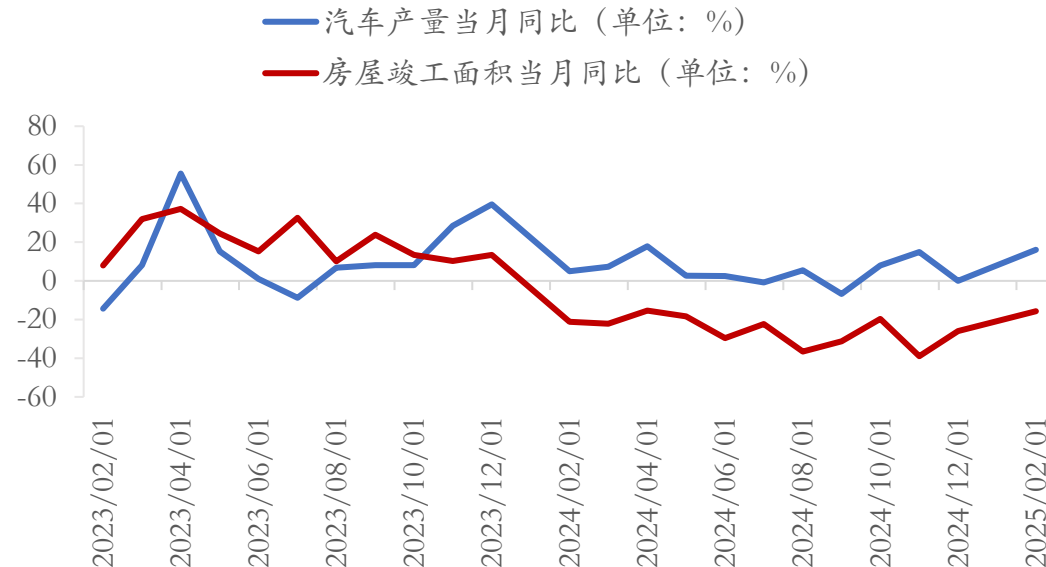
- **南华玻璃指数：地产销售改善趋缓，“小阳春”成色不足。**地产销售在3月中下旬开始有所分化，一线城市维持较高增速，但二三线城市商品房销售同比增速转负。我们认为，地产“小阳春”成色不足。2024年四季度受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二三线城市新房价环比三个具有代表性的房价指标来看，2025年2月（春节后第一个月份）房价并未出现改善态势，也表明对今年3-4月传统地产销售旺季房价走势和成交量不宜太过乐观。总的看，地产对上游拉动左右有限，因而玻璃价格维持看空。

3月30城商品房周销售面积同比增速明显收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

竣工面积、汽车产量同比增速有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

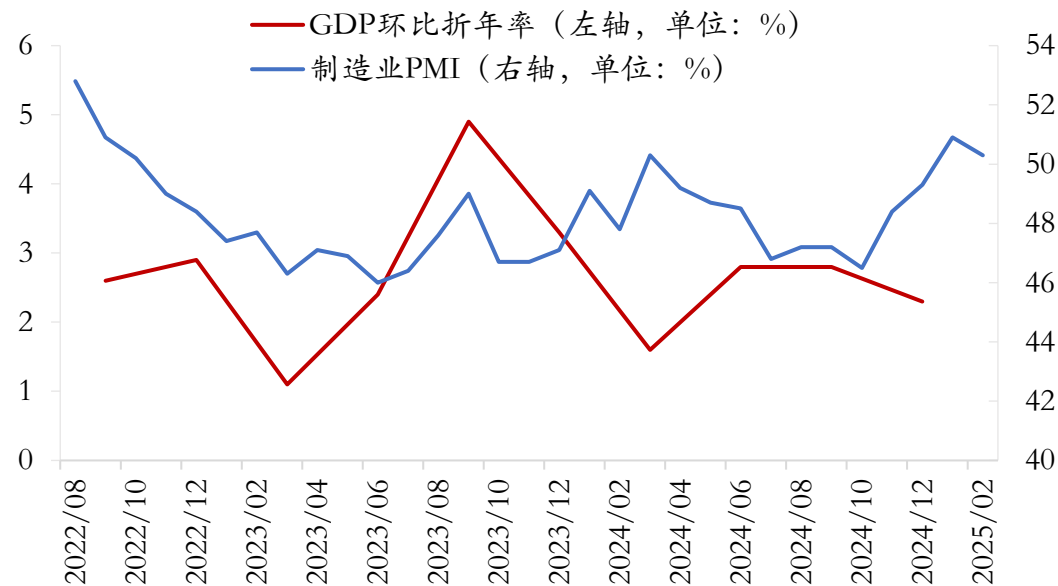
- 1 配置逻辑：“对等关税”扰动市场
- 2 权益：关税冲击，谨慎应对
- 3 利率：中债难再上行，美债仍有向上空间
- 4 大宗：商品需求弱势，避险需求走强
- 5 汇率：关税推动资本向美元回流



5.1 美元指数：加征关税风险再起，资本继续向美元回流

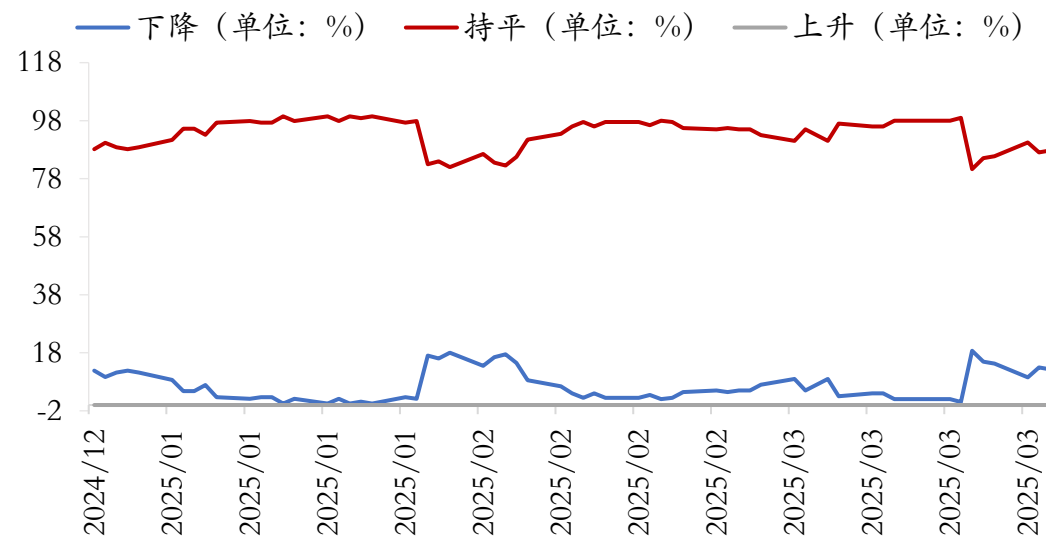
➤ **加征关税风险再起，资本继续向美元回流。**3月中下旬以来，美国加征关税风险逐步累积，推动美元指数回升。特别是3月17日，美国总统特朗普表示将于4月2日同时实施广泛的针对每个贸易伙伴的“对等关税”以及额外的“行业特定关税”。临近4月2日，伴随“对等关税”实施有望推动资本继续向美元回流，继续推升美元指数。但如关税税率、举措低于市场预期，则可能弱化美元上行动力。

美国PMI荣枯线之上略有回落



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%

市场对5月FOMC目标利率降息押注略有反弹



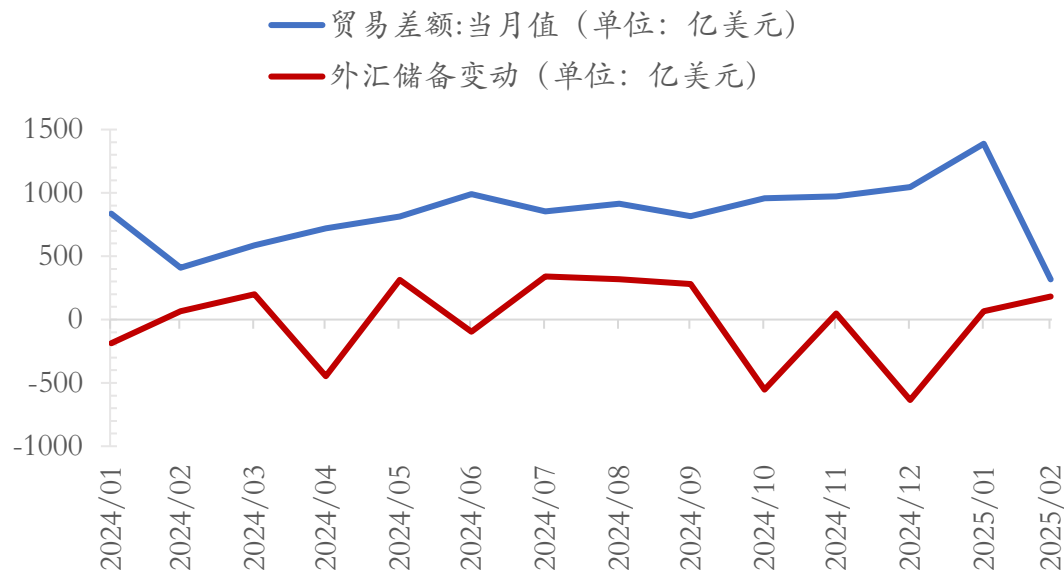
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



5.2 人民币：中美经贸摩擦担忧拖累人民币汇率

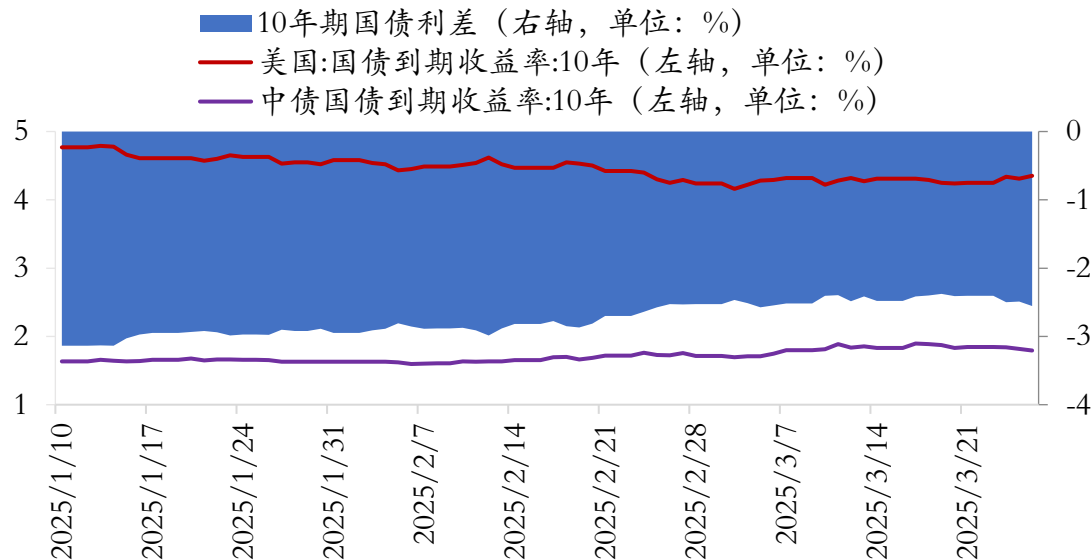
▶ **中美经贸摩擦担忧拖累人民币汇率。**开年以来央行降息预期持续落空，央行四季度货币政策执行报告明确根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，选择合适的时点调整优化政策力度和节奏，对人民币汇率构成一定支撑。但进入4月后，随着美国加征关税落地以及其他举措，中美经贸摩擦担忧持续升温，恐继续拖累人民币汇率。但在央行干预下，人民币汇率贬值空间有限。

2月外汇储备延续净流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”3月末小幅扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。