

南华金融资产配置报告

等待有形之手

核心观点：

贸易战对经济的影响不可小觑，目前政策整体上仍以边走边看的方式进行应对，以加快推进已有政策为主。如果二季度经济数据以及市场信心出现快速恶化，将会促使决策层更快进行货币宽松并酝酿更大规模的刺激政策。债券市场的基本面无虞，震荡中等待催化因素，重点关注政策节奏。股指在内外多空对冲之下，走势并不悲观，主要风险在于国内刺激政策低于预期。

股债细分项观点：

国债	观点/推荐	股指	观点/推荐
利率趋势	震荡下行	股指趋势	震荡或震荡偏强
曲线形态	过于平坦 可做增陡策略	风格&主题	IF 为主，但需警惕流动性变化
国债期货	市场分歧增大 波动可能加剧	衍生品策略	期货下旬低吸高抛 买入虚值认购期权/保险策略

南华研究院 权益与固收研究组

徐晨曦 Z0001908
xuchengxi@nawaa.com

王 映 Z0016367
wangying@nawaa.com

廖臣悦 F03120676
liaocy@nawaa.com

投资咨询业务资格：证监许可
【2011】1290 号

电 话：
0571-81727107
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 宏观：关注经济下行程度	1
2. 债市：等待政策打破僵局	4
2.1 国债：行情受制于资金成本	4
2.2 曲线形态：过于平坦	5
2.3 国债期货：市场分歧加大	6
3. 股指：迷雾待散	7
3.1 V 型反转，外围扰动与政策预期的博弈	7
3.2 如何把握不确定？	8
3.3 规模指数选择	11
3.4 衍生品交易策略	11

目录

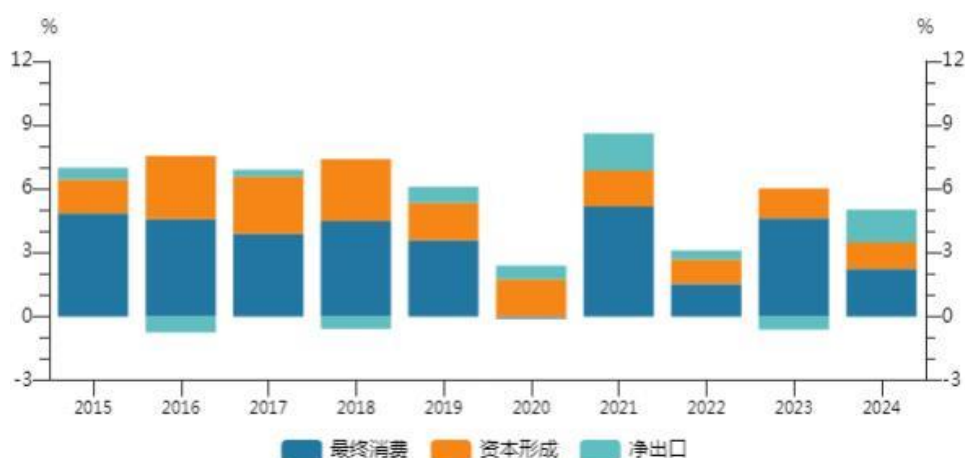
图表

图 1.1: 三驾马车对 GDP 的贡献	1
图 1.2: 战略性新兴产业采购经理人指数	1
图 1.3: 中国出口集装箱运价指数 (1998.1.1 为 1000 点)	2
图 1.4: 工业增加值	2
图 1.5: 工业企业产销率	3
图 1.6: 限额以上消费增速	3
图 2.1: 国债收益率走势	4
图 2.2: 资金利率与国债利率	4
图 2.3: AAA 同业存单到期收益率	5
图 2.4: 国债期限利差	5
图 2.5: 10 年期国债期货主力净持仓	6
图 2.6: 10 年期国债期货主力多单持仓与空单持仓	6
图 3.1: 规模指数 4 月以来表现 (左: 累计涨跌幅; 右: 两市成交额, 亿元)	7
图 3.2: 中美互加关税阶段, 情绪面并不悲观	9
图 3.3: 交易主线阶段性切换	10
图 3.4: 资金青睐度变化	10
图 3.5: 多 IF 空 IM 走势表现	11
图 3.6: 期权隐波走势	12

1. 宏观：关注经济下行程度

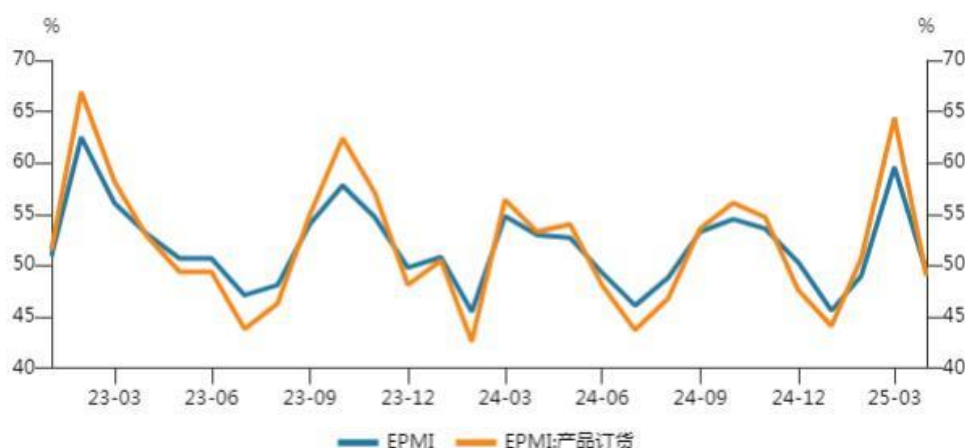
在政策前置发力的背景下，一季度的经济数据实现开门红，投资、消费、生产等多项数据超出预期。但贸易战的开启无疑将给国内经济带来较大的下行压力，一季度经济数据呈现的趋势难以延续。2024年净出口对经济增长的拉动在1.5%左右，今年在贸易战背景下，外贸萎缩大概率会对经济造成拖累。目前美国对中国商品加征145%的关税，对智能手机、电脑、芯片等电子产品豁免部分关税。中美双方可能已私下有所接触，但尚未开启正式谈判。目前有传闻关税可能降至约50%至65%税率区间，即便如此，这一水平也大幅高于贸易战之前，可能对中国经济造成1%左右的拖累。

图 1.1：三驾马车对 GDP 的贡献



资料来源：Wind、南华研究

图 1.2：战略性新兴产业采购经理人指数

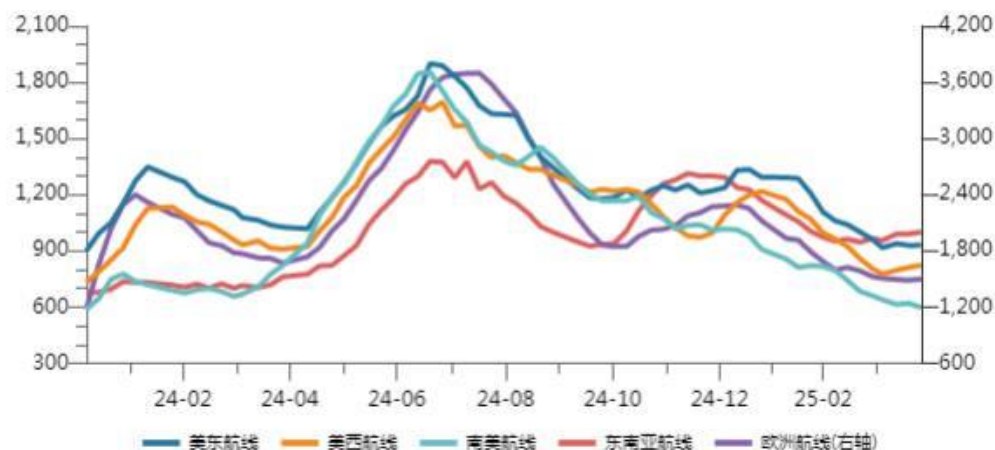


资料来源：Wind、南华研究

短期能够反映关税影响的数据不多，需要密切关注接下来几个月的经济数据以判断经济受损程度。从较为领先的EPMI指数来看，4月新兴产业的景气度已经大幅下滑，其月度回落程度明显高于季节性，显示关税已经对企业的需求、生产带来了不

小的冲击。从出口集装箱运价指数来看，各条航线运价在4月2日特朗普宣布对等关税之前已经大幅回落，这其中有季节性因素，也有部分抢出口回落的因素。4月2日之后，美东、美西航线基本稳定，南美航线继续下跌，东南亚航线则小幅回升。这可能意味着，在特朗普给予的90天关税暂停期内，仍有部分商品取道东南亚进行转口贸易。预计4月的出口同比增速大幅下滑，甚至降至零。二季度如果无法快速降低关税，出口下滑的影响将逐渐显现在投资、生产上显现出来，甚至通过就业、收入影响消费。

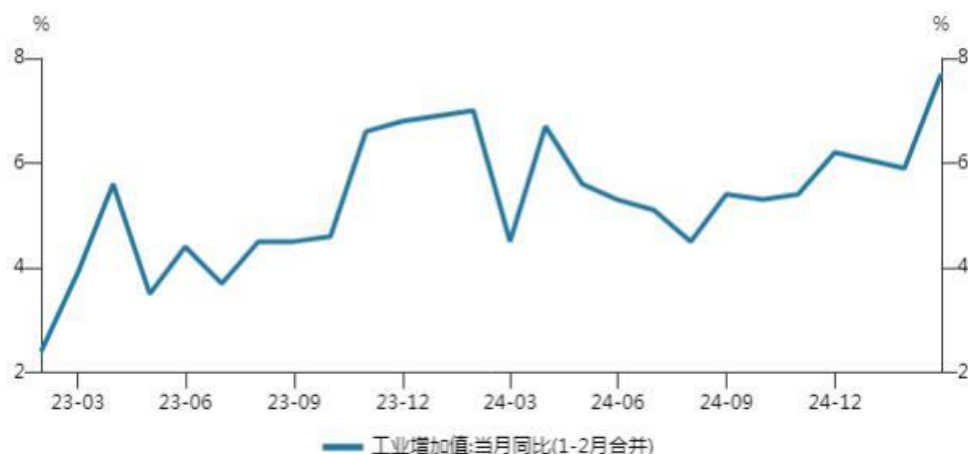
图 1.3: 中国出口集装箱运价指数 (1998.1.1 为 1000 点)



资料来源: Wind、南华研究

工业生产在一季度呈现出较为旺盛的态势，而与此对应的是处于近二十年来最低水平的工业企业产销率，显示出消费与生产的不匹配。在外需萎缩的情况下，工业生产无法维持旺盛态势，部分行业将面临减产甚至去产能的境况。

图 1.4: 工业增加值



资料来源: Wind、南华研究

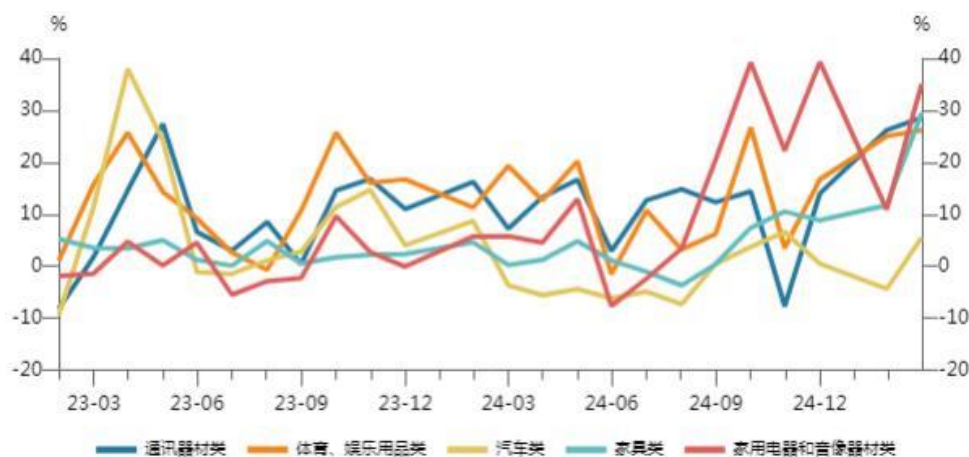
图 1.5: 工业企业产销率



资料来源: Wind、南华研究

面对贸易战，政策层面采用平准基金稳住股票市场，财政政策快速推进，货币政策尚未进行大幅宽松。4月25日的政治局会议没有宣布新的增量政策，还是以加紧实施已有政策为主，比如加快地方政府专项债、超长特别国债的发行使用。货币政策适时降准降息，并将创设新型政策性工具以针对性的支持科技、消费与外贸。在扩大内需方面，会议提出大力发展服务消费，在“两新”、“两重”方面加大资金支持力度，预计这些政策将在一定程度上对投资与消费起到托举作用。整体上政策仍是以边走边看的方式进行应对，如果二季度经济数据以及市场信心出现快速恶化，将会促使决策层更快实行货币宽松并酝酿更大规模的刺激政策。

图 1.6: 限额以上消费增速



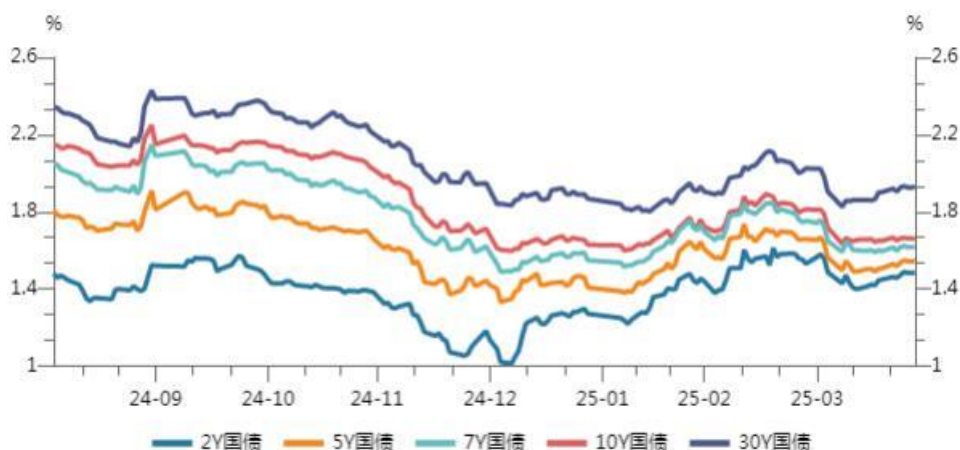
资料来源: Wind、南华研究

2. 债市：等待政策打破僵局

2.1 国债：行情受制于资金成本

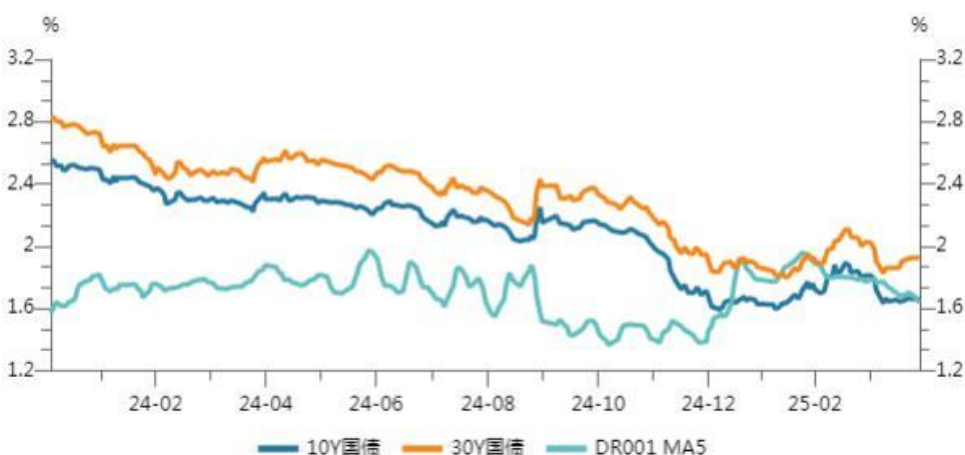
进入4月，随着贸易战的开启，一季度债市面临的负面因素（央行维护汇率、资金面紧张、股债跷跷板等）趋于消解，市场聚焦贸易战与国内政策应对。长端收益率在特朗普宣布对等关税后的一两个交易日内大幅下行，此后由于降息降准并未落地而陷入震荡，短端收益率则先下后上，表现弱于长端。

图 2.1：国债收益率走势



资料来源：Wind、南华研究

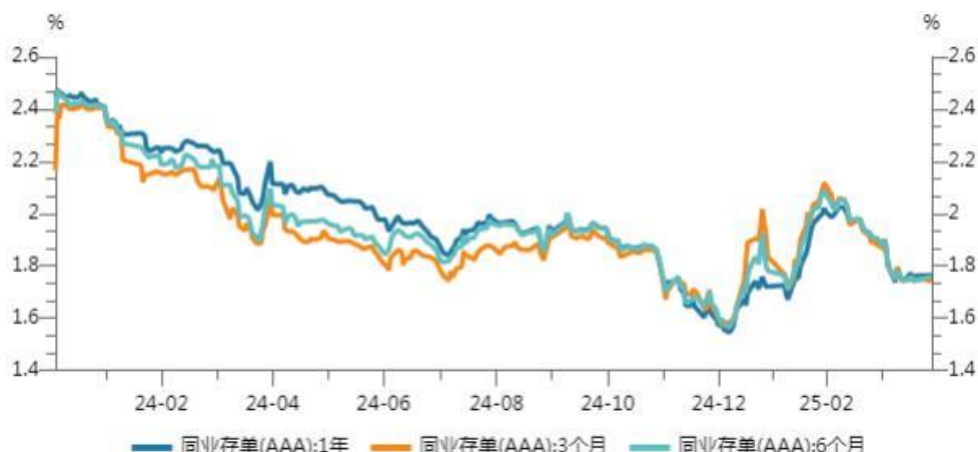
图 2.2：资金利率与国债利率



资料来源：Wind、南华研究

在货币政策按兵不动的背景下，目前的国债收益率水平包含了一次降息预期，市场已经交易了经济下行与货币宽松的逻辑，未来还将继续围绕这两方面展开博弈。在宽松政策落地之前，资金成本对债券收益率形成制约，市场可能持续震荡，只有政策落地才能打破僵局。

图 2.3: AAA 同业存单到期收益率



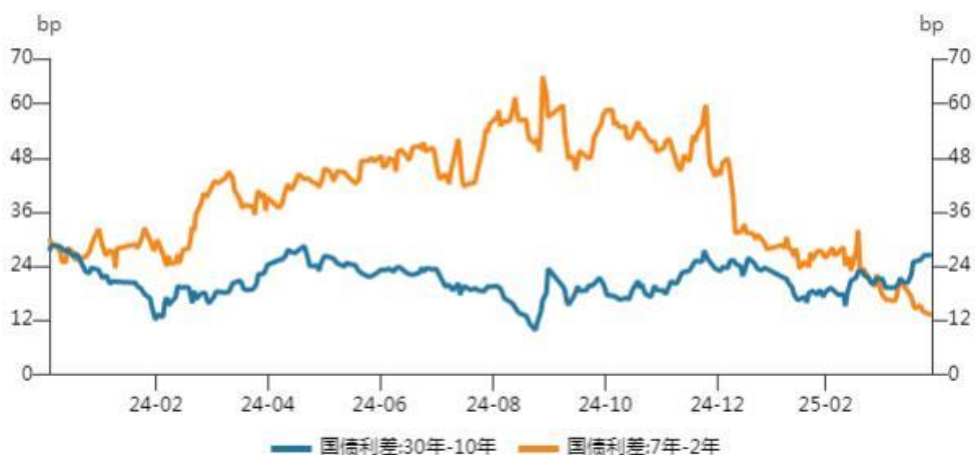
资料来源: Wind、南华研究

鉴于贸易战的长期化以及对经济的不利影响，中期债市仍有上涨空间。中美贸易谈判不会一帆风顺，未来消息面可能不断反复，任何利空消息都可能再度牵动市场的避险情绪。对于最终的关税幅度也不宜乐观，从美国自身战略的角度来看，鼓励制造业回流，减少贸易赤字、财政赤字的既定方针不会改变，即使特朗普政府的态度有所软化，对华关税水平也不可能回到从前。未来几个月如果数据迅速恶化，将促使刺激政策更快出台。预计国内将出台进一步提振内需的政策，广义财政继续扩张，货币环境进一步宽松，但政策力度与出台时间要视经济受影响的程度而定。经济数据下滑、政府债券发行放量都可能成为促使降准降息落地的因素，从而使得市场再度出现上涨动力，时间点可能在二季度下半程。

2.2 曲线形态：过于平坦

收益率曲线2年至10年段在4月变得更为扁平，因短端利率受制于资金利率无法下行，而长端利率受经济与政策预期的影响下行幅度明显大于短端。月末10-2利差压缩至12bp附近，处于历史低位。

图 2.4: 国债期限利差



资料来源: Wind、南华研究

收益率曲线恢复陡峭需要资金面进一步宽松，比如资金利率降至去年四季度的水平甚至更低，央行可能加大公开市场投放或重启国债买入，或者直接降准降息。但在宽松政策落地之前，收益率曲线的平坦态势或难以改变，曲线增陡策略将持续承受压力。

2.3 国债期货：市场分歧加大

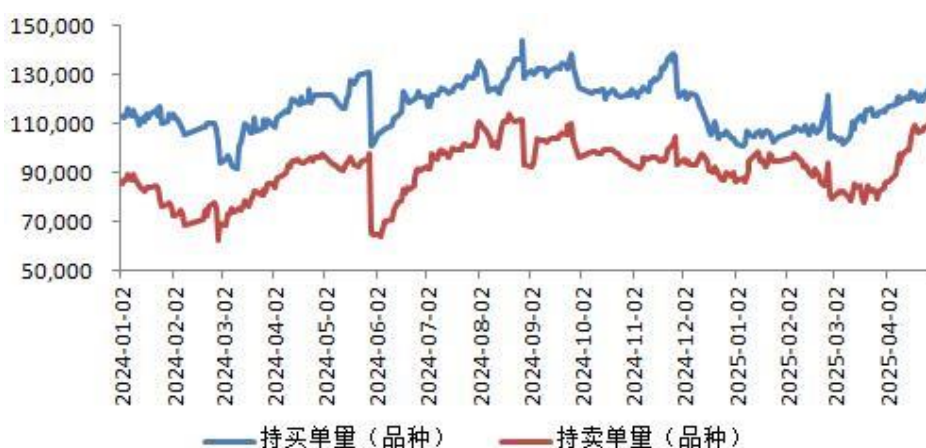
10年期国债期货主力净多持仓在3月下旬升至年内最高，以博弈4月的关税政策，在关税政策宣布后快速下降，4月末在低位基本稳定。从多空各自的持仓来看，4月以来多头并未退却，而是空头增仓较多导致净多持仓下降。这意味着市场分歧增大，如遇到政策变动或数据冲击，市场波动可能加剧。

图 2.5：10 年期国债期货主力净持仓



资料来源：Wind、南华研究

图 2.6：10 年期国债期货主力多单持仓与空单持仓



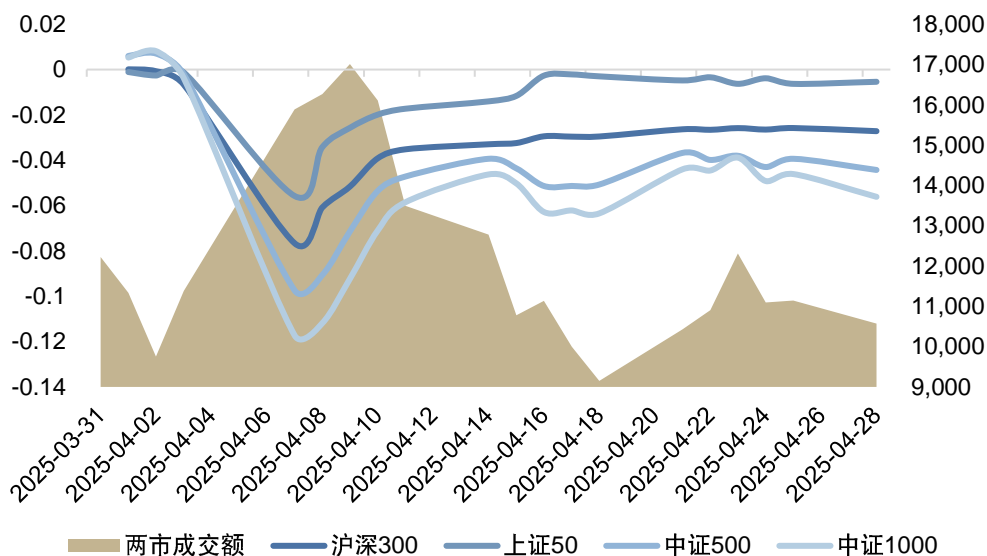
资料来源：Wind、南华研究

3. 股指：迷雾待散

3.1 V型反转，外围扰动与政策预期的博弈

4月上半个月股指呈V型走势，两市成交额则先涨后跌，下半月指数窄幅震荡，两市成交额中枢维持在年内相对低位。

图 3.1：规模指数 4 月以来表现（左：累计涨跌幅；右：两市成交额，亿元）



资料来源：Wind、南华研究

关税扰动下外围不确定性加大。四月行情受关税政策影响较大，一方面关税的增加影响美国通胀问题加剧，使美联储未来货币政策不确定性增加，另一方面关税政策力度加大也会打击全球经济预期，打击市场风险偏好。四月初由于关税政策远超预期，全球市场暴跌，A股也难以幸免于难。后续关税政策反复拉扯，外围不确定性加大，对A股上方空间形成压制。

国内利好政策预期提升。在超预期关税冲击下，国家队进场增持，提振市场情绪，及时稳定市场，指数在大跌后有所反弹；同时近期相关会议也提到了后续将会出台一系列对抗关税冲击的积极政策，利好政策预期有所提升，一定程度对指数走势形成支撑。

市场观望情绪浓厚。虽然各国就关税的谈判尚未结束，依旧处于反复拉扯阶段，但一方面由于中美关税已到达较高水平，继续加征沦为数字游戏，另一方面前期市场已对关税充分反应，A股市场对关税政策的敏感度有所减弱，除非有比较明显且明确的政策转向，否则难以对国内股指产生较大影响。而国内政策大概率根据关税博弈进展以及经济数据表现伺机而动，4月下半月两市成交额持续处于年内相对低位，市场观望情绪较浓厚。上有外围扰动的压制，下有国内刺激政策预期的支撑，在两者博弈出现变局之前，指数震荡。

3.2 如何把握不确定？

四月股指走了“V”型行情，整体虽下跌，但月中股指持续从沟壑中向上攀爬，行至月末，影响因素的多空不确定性，使得股指进入盘整。展望5月，股指运行的不确定性仍存，包括地缘政治的不确定性、国内政策的不确定性以及股市交易主线的不确定性。我们需要熟悉不确定性最终的多种可能，以及对应股指的运行可能性，进而有备无患。我们分析认为，5月股指走势将呈现震荡或震荡偏强的态势，但上行幅度可能相对有限。

一、国内外双重不确定落地后，对冲影响不悲观

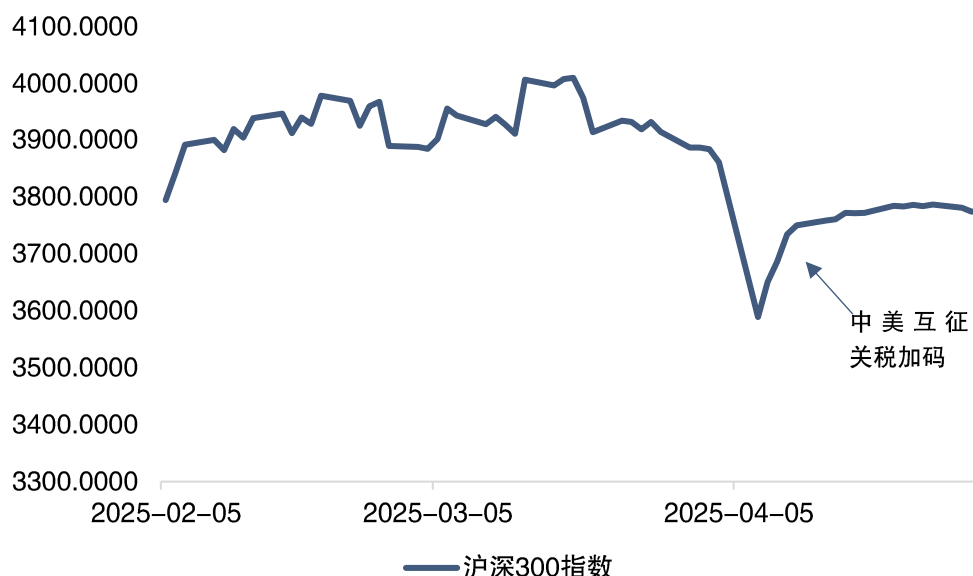
分析内外部局势，地缘政治动态在5月，将从情绪面以及实质性经济数据影响两方面作用于股指。国内政策面变化则与地缘政治影响结果有关，存在对冲负面冲击的实力，所以综合来看，不管哪种情形，最终多空对冲，对于股市整体的影响，以及驱动股市运行并不悲观。

具体来看，外部不确定性扰动从心理因素上，负面影响有限，甚至有逐步好转的趋势。4月下旬，特朗普松口，称或将“大幅降低”对华关税，目前从政策导向来看，关税似乎倾向于下降，所以关税政策的调整，从政策影响的市场情绪来看，有逐步向好的趋势。主要风险在于关税对于国内出口造成的实质性影响上，有待月中数据进行验证，所以月中或是股指振幅扩大的一个阶段。

内部政策面持续处于审时度势阶段，多次会议释放的信号皆表明，国内政策工具充足、空间充裕，在需要对冲，加大逆周期调节时，该出手时就出手。4月政治局会议对于政策的描述多次使用“加紧”、“加快”等措辞，加之此前李强总理发言称政策面早出手、快出手，均反映后续政策出台的及时性毋庸置疑。4月政治局提到“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策”，反映政策变化与形势变化挂钩，在外部不确定性尚未落地，政策层面的加码仍需要审慎。

综合来看，若5月前期关税政策调低关税利率，带来市场情绪好转，A股有望震荡上行，这种情况下，只要月中数据没有比预期更加悲观，那么一方面市场将等待后续关税调降后，验证后续出口数据情况，另一方面，政策端也会针对出口情况以及关税落地情况进行政策对冲，股指走势将震荡偏强；若关税信息面没有明显变化，那么，市场关注重点便是月中的数据运行情况，若数据显示出口受关税冲击明显，股指将出现一波快速回落，但政策端早出手，快出手原则，会较快对冲这一轮负面影响，所以这种情况虽股指振幅会扩大，内外因素对冲后，走势也并不悲观。其中，前一种可能性相对较低，两国关税或仍需一段时间拉扯，不过从以上分析来看，股市走势中枢在5月仍倾向于向上。

图 3.2：中美互加关税阶段，情绪面并不悲观



资料来源：Wind 南华研究

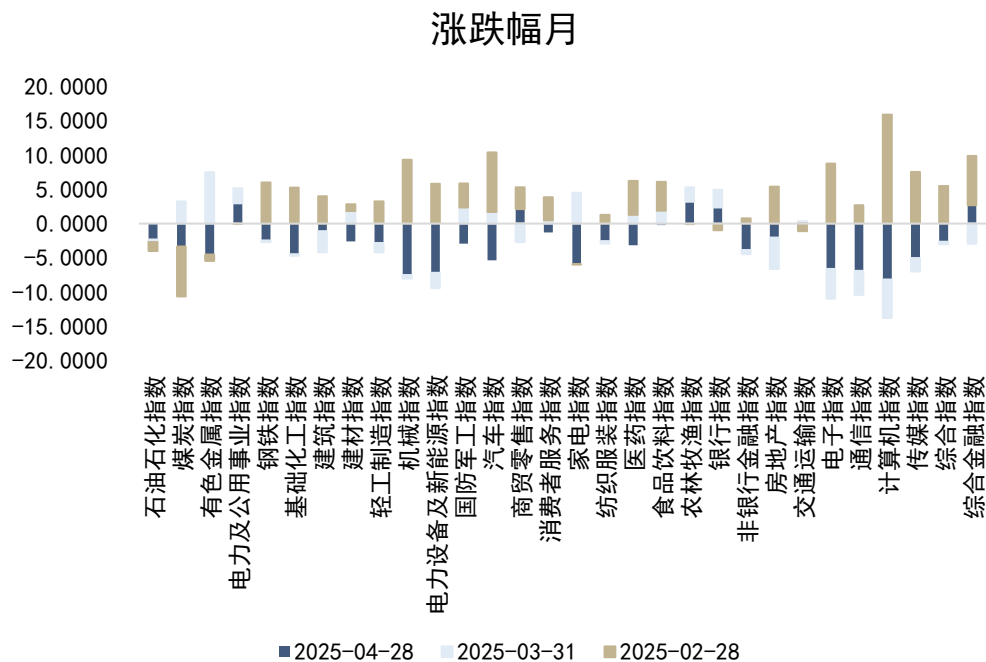
二、交易主线的几种可能

任何一个股市上行阶段，都离不开一个可持续性的交易主线带领。交易主线上行具备持续动能，抑或交易主线成功切换，市场偏乐观的交易情绪均能得到延续。以今年春节以来的行情为例，年初科技概念受deepseek信息影响，成为交易主线，并带动股指上行。但到了三月中，由于科技概念利好出尽，市场所期待的提振内需政策，最终并未拉动泛消费等顺周期行业，导致交易主线未能成功衔接上，市场也因此凝聚力不足，风险偏好回落，对于外部影响敏感度提升，最终震荡走弱。由此可见，交易主线的形成以及延续对于股指趋势牛至关重要。

展望5月，我们认为结合宏观交易背景，可能成为交易主线的主要有以下三个方向：一是科技主线，年初以来信息面带来科技价值重估，核心驱动因素包括AI技术落地加速（如大模型商业化、人形机器人量产预期）、政策支持（中国“人工智能+”行动、欧盟千亿级AI投资）及半导体等产业链订单放量，推动行情从“概念炒作”转向“业绩验证”。后续若科技概念技术再度更新，或业绩提升得到验证，走势仍有成为主线的可能，不过需要中长期去实现，在5月兑现的可能性较低。但是存在另一个层面驱动的可能，即流动性助推，由于游资入场较为青睐高市盈率，以科技为主的板块，5月美联储降息预期以及国内降准降息预期有望升温，这或将助力科技概念再度成为交易主线，对股市形成牵引。二是顺周期行业，与政策预期以及政策落地情况相关联。4月市场阶段性对于提振消费预期升温，以房地产为代表的顺周期行业领涨，但4月政治局会议落地后，涨幅有所回吐。5月，关税对于出口的影响将显现，政策面对冲的必要性可能有所提升，在此环境之下，泛消费等顺周期行业或阶段性形成交易主线。三是高分红行业，若5月信息面继续表现平淡，出口影响被基本对冲之后，若政策加码的幅度不强，那么市场仍缺乏有效方向性指引，尤其是若关税政策出现变化，市场等待后续经济基本面数据验证，那么避险驱动，以及流动性变化不大的情况下，资金将青睐高分红行业。

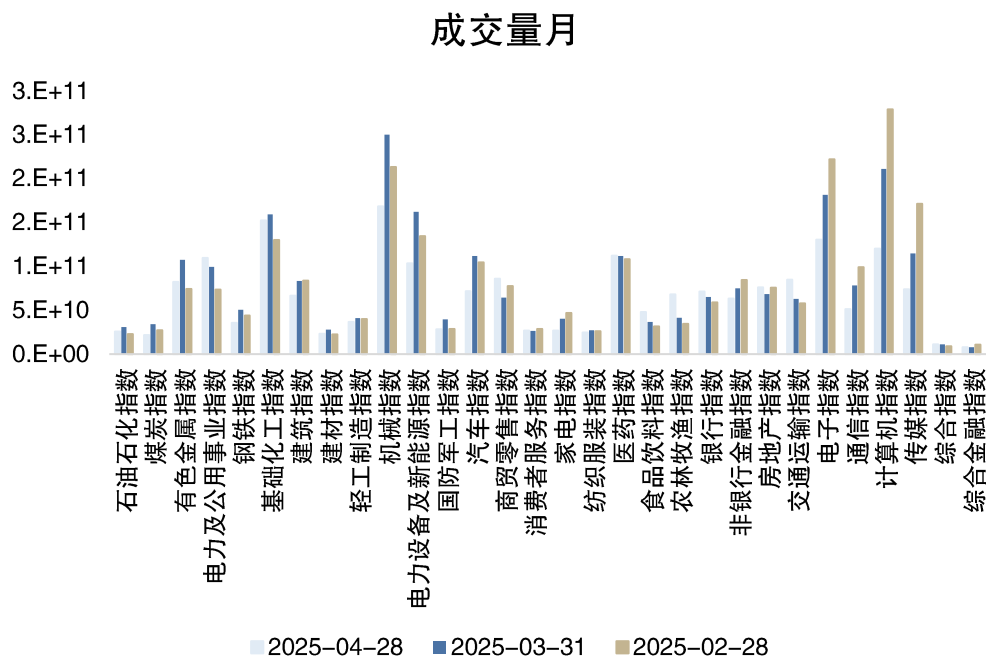
综合来看，5月主线可能持续性仍不强，可能认识阶段性频繁替换，与国内外变化相关，主要包括关税政策变化、国内外货币政策变化、国内提振内需政策变化。在主线延续性不强的情况下，意味着股市反弹的延续性会相对有限，所以从交易主线形成视角来看，短期股指连续上涨的可能性不大，也意味着上方空间会相对有限。

图 3.3：交易主线阶段性切换



资料来源：Wind 南华研究

图 3.4：资金青睐度变化



资料来源：Wind、南华研究

3.3 规模指数选择

4月整体表现为大盘走势更强，但如果月初没有布局多IF空IM的话，月中大部分时间段，这种强势处于被消耗阶段。展望5月，基于我们的分析，地缘政治风险可能会带来出口数据的下滑，政策面会做相应对冲，这种情况下，小盘受风险冲击更大，同时大盘受政策利好会表现更优，两相影响下，大盘或延续强势。小盘股的契机在于，若国内外流动性宽松预期升温，或降准降息落地，大概率将对于小盘期指走势形成明显支撑。

图 3.5：多 IF 空 IM 走势表现



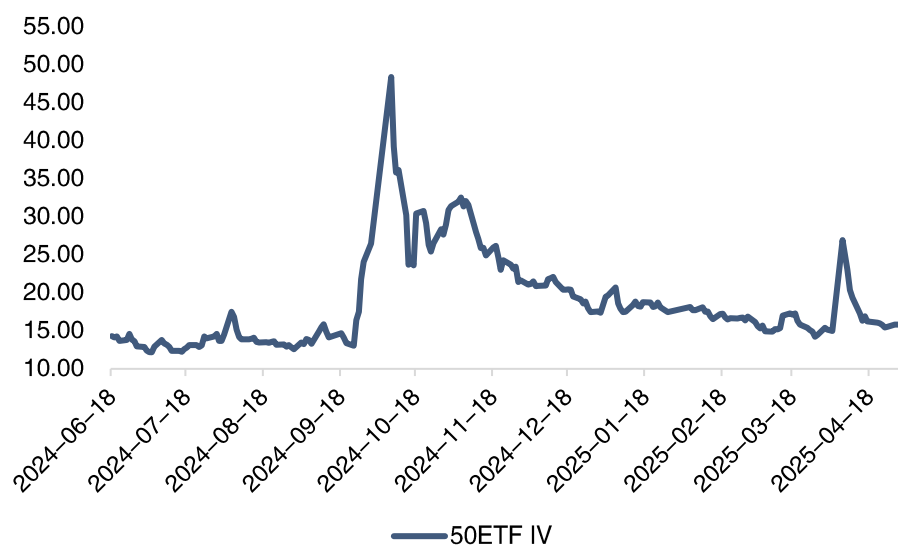
资料来源：Wind 南华研究

3.4 衍生品交易策略

结合以上分析，我们对于5月走势持谨慎乐观的态度，尤其是在下旬，无论经济数据好与坏，股市上行可能性较大，若经济数据好于预期，则市场中枢存在上行驱动，若经济数据低于预期，则政策面出台的可能性较大，回调过程中，或反而是布局良机，基于此，5月可择机进行期指的低吸高抛，且下旬布局的胜率较高。此外，跨品种套利方面，结合以上分析，可关注多IF空IM交易机会，但需警惕流动性预期变化。

期权层面，可买入远月虚值认购期权，以及采用保险策略。由于从月度视角看，股市中枢上行可能性更大，若在期指上操作担心风险太大，可在期权市场上进行买入虚值认购期权策略，以免踏空，同时降低风险，成本相对较低，损失可控，而且当前期权隐波较低，买权还可获取波动率上行收益。若手中持有现货，则可采用保险策略，持有现货的同时，买入看跌期权，即能在上涨时获取现货上行收益，也可以通过买入认沽期权规避下行风险。

图 3.6：期权隐波走势



资料来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

