
市场逐步消化关税政策，恐慌性下跌后展开修复

（作者单位：国投期货）郁泓佳

4 月初美国对等关税公布，且公布幅度高于预期，一度对全球风险资产均持续带来了压制。A 股在上周一出现恐慌性下跌后，展开修复行情。市场对国内政策发力预期较浓，消费风格整体表现相对更佳。在市场大幅波动的时候，期指基差的波动幅度亦有所放大，不过使用了空头套保的公募基金净值在此期间波动幅度相对降低很多。后续来看，A 股短期或无续跌动能，指数暂时震荡蓄势，结构上关注政策发力下内需消费板块机会。

一、海外宏观：“对等”关税落地，施压全球风险偏好

海外宏观方面，上周美联储会议纪要显示，多数官员认为通胀可能更加持久，纪要公布后市场定价美联储 5 月开始降息的概率大幅回落。不过随后美国通胀数据超预期回落，市场定价美联储降息概率再度有所提升，但关税政策对其通胀的后续影响仍待进一步跟踪。

特朗普下令考虑对众多贸易伙伴加征的所谓对等关税于 4 月初公布落地，且幅度高于预期，因此一度对于全球风险资产带来了一定压制。随后中国宣布反制措施，整体看上周在对等关税落地后实施层面仍有反复，它带来的对于美国金融市场的冲击，引发了股债市场的风险传染后，使得特朗普政府不得不推出对等关税豁免 90 天的政策。目前来看，特朗普暂停对绝大多数国家对等关税并公布了豁免行业，不过美商务

部牵头针对半导体和药品开展 232 国家安全调查，作为征收关税的前奏，此举仍有可能继续扩大其发起的全面贸易摩擦。关注外部金融逆风后续演绎情况。

二、国内宏观：多放发声支持资本市场，国内政策发力预期明显

上周在市场恐慌性下跌后，中央汇金、央行、金融监管总局、国务院国资委、全国社会保障基金理事会等多方发声，表示将加大对资本市场和实体经济的支持力度。中央汇金称将持续加大增持 ETF 规模和力度，并首次提出类“平准基金”定位。《人民日报》刊发评论文章称：降准、降息等货币政策工具留有调整余地，将“随时可以出台”。

其实在今年两会的政府工作报告内容中，已经对当下这种相对极端情形下的美国关税税率有所预防，在财政赤字、专项债和特别国债等新增增幅债务规模目标金额的时候亦有考虑外部极端压力。另外在政策发力抓手方面，着重强调了促内需、提振消费，亦是考虑了今年外部环境的复杂情况。未来市场将关注更加积极的财政政策如何实施，以及促内需政策如何持续发力。

三、衍生品应用：公募基金使用情况和效果梳理

截止目前，全市场有超 2.3 万只基金；剔除不同份额但实质上是同一产品的情况，全市场有超 1.26 万只基金（只含主代码，以下统计均按此口径），基金规模合计约 32 万亿。截止 2024 年基金年报最新数据，全部基金中有 350 只产品使用了股指期货（占比近 3%）。分类别来看：指数增强型产品中 78 只期指标的相关和 14 只非期指标的产品使用了股指期货（持仓方向为多头替代）；ETF 相关产品中有 128 只使用了股指期货（持仓方向为多头替代）；公募的量化对冲产品，目前共 23 只产品全部使用了股指期货（持仓方向为空头对

冲)；主观策略中共 107 只产品使用股指期货，其中持仓方向有近 70%是多头替代，超 30%是空头套保。

回顾历史，按照公募基金参与股指期货的金额情况进行统计，近年来其发展趋势经历了几次变迁。2014-2019 年阶段，全部基金产品中空头套保和多头套保力量相对比较均衡。2020-2022 年阶段，全部基金产品中空头套保力量相对要强于多头套保力量。2022 年以来，多头套保力量逐渐兴起，从季报数据来看整体强于空头套保力量。

我们用公募量化对冲基金股指期货持仓量和产品收益率来做分析。股指期货持仓量数据来源于各基金公司公开披露的季报。基于近年数据我们发现基金股指期货持仓量市值占比与产品收益率存在一定正相关关系，侧面反映运用股指期货可以在一定程度上对冲产品收益的下行风险。在市场大幅波动的 4 月 7 日，沪深 300 指数下跌超 7%，但是当日所有公募量化对冲基金跌幅均未超过 1%。23 只对冲基金的对冲比例均超过 80%（利用 2024 年年报数据计算），从当日表现来看，基本可以看出对冲比例越高的产品表现相对越好。股指期货持仓量相对较大的产品在同类收益率中相对更高，体现了在大幅波动时股指期货对冲持仓对整个基金产品投资组合的价值

四、展望：

后续来看，在上周初经历了快速恐慌性下跌后，短期 A 股市场继续快速下跌动能或已不具备，全球市场惊魂初定，短期进入一个动荡后的平稳期。未来重点关注国内政策应对，指数或暂时震荡蓄势，结构上关注政策发力下内需消费板块的机会。

免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。**在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。**

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。