

4月宏观展望

研究咨询部 霍柔安、王兆玮
4月9日





目录

CONTENTS

01 ||

市场行情梳理

02 ||

宏观基本面分析

03 ||

未来趋势展望





目录

CONTENTS



01 市场行情梳理

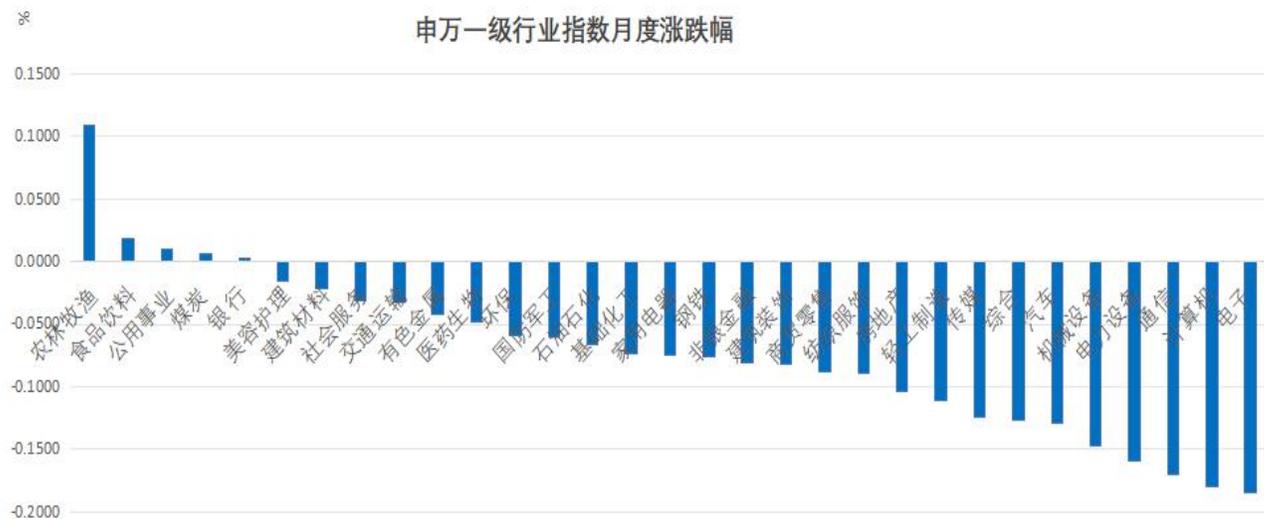
图表1.上证指数2月走势



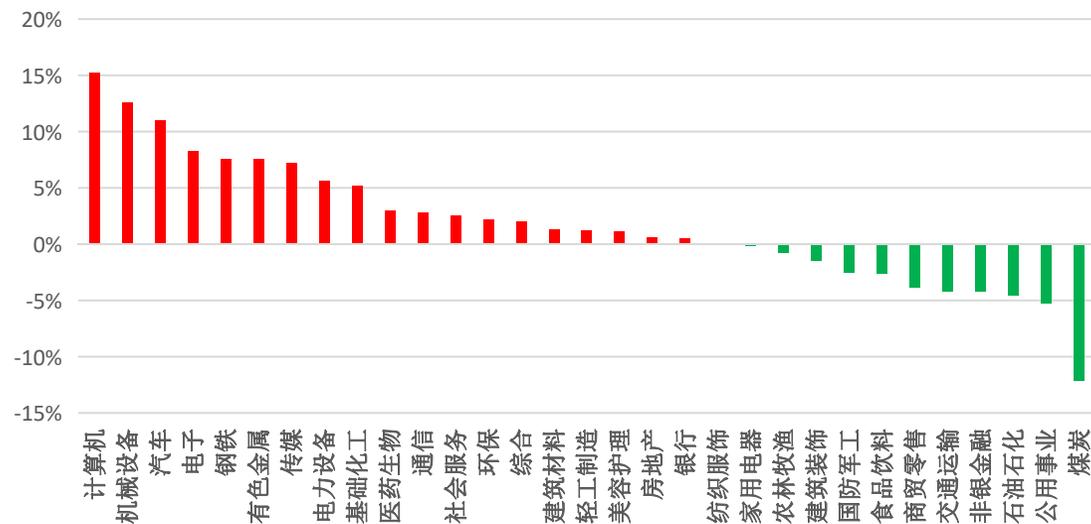
数据来源：Wind，国元期货

2月市场整体呈现震荡攀升走势，科技股以及中小盘股爆发。市场风险偏好持续上升，同时交投活跃度回升至历史高位，2月日均成交额高达1.8万亿元。

图表2.申万一级指数月度涨跌幅



年迄今相对沪深300指数涨跌幅



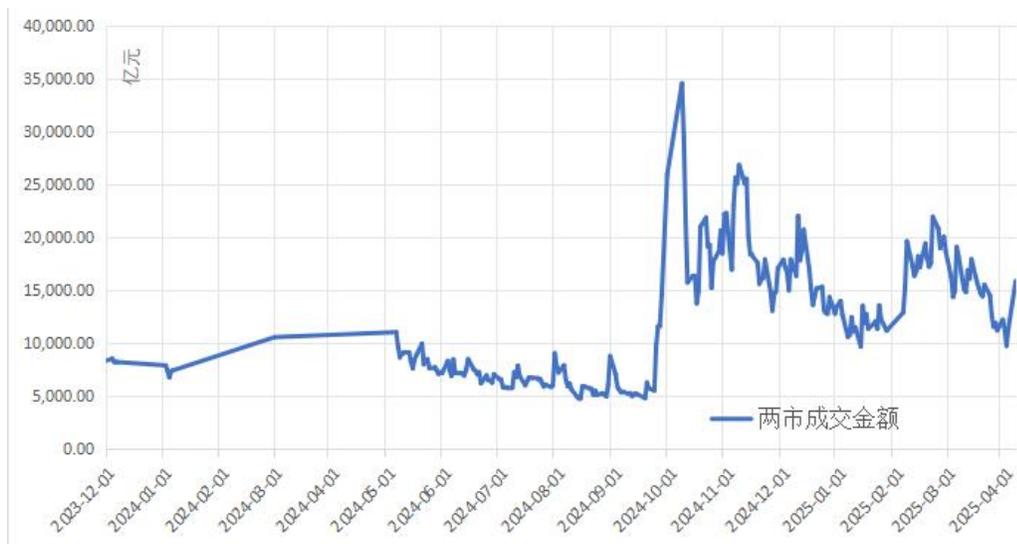
数据来源：Wind，国元期货

2月AI相关概念表现强势，计算机板块涨幅超15%。科技相关股票整体表现较好，机械设备、汽车以及电子板块涨幅靠前。煤炭板块逆势跌超5%。全年来看，计算机、机械设备以及汽车板块表现最好。

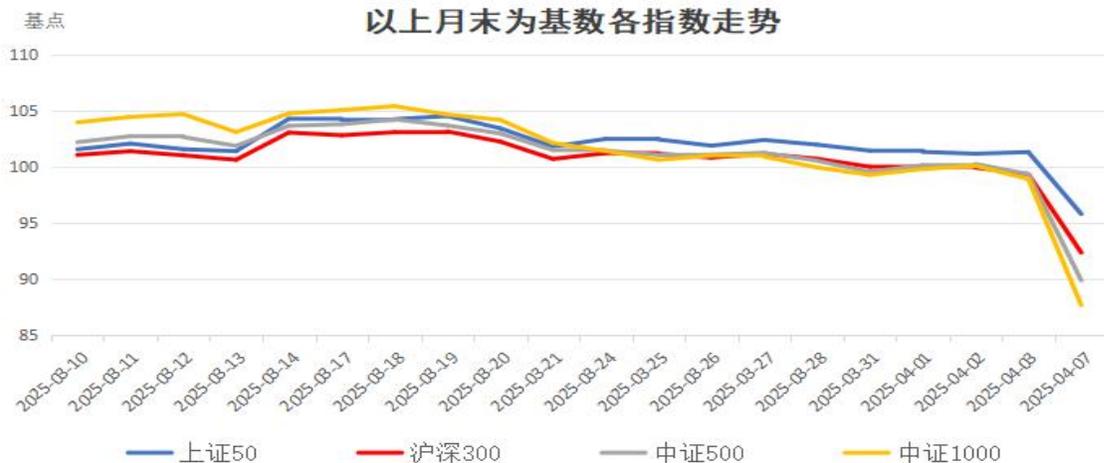
代码	名称	现价	涨跌幅	主力净流入天数	主力净流入额	主力净流入额占比	5日主力净流入天数	5日主力净流入额	5日主力净流入额占比	20日主力净流入天数	20日主力净流入额	20日主力净流入额占比
801150	医药生物(申万)	6949.72	1.06%	-2	-9.38亿	-0.019%	2	99.64亿	0.207%	12	289.52亿	0.600%
801890	机械设备(申万)	1446.85	-0.65%	-3	-19.28亿	-0.061%	2	-76.43亿	-0.243%	14	231.61亿	0.737%
801030	基础化工(申万)	3123.05	1.33%	1	14.65亿	0.053%	4	10.93亿	0.039%	14	227.01亿	0.819%
801010	农林牧渔(申万)	2727.60	7.81%	5	85.45亿	0.866%	5	149.16亿	1.511%	12	204.19亿	2.069%
801780	银行(申万)	3889.05	1.68%	1	24.10亿	0.026%	3	55.49亿	0.061%	13	195.92亿	0.214%
801730	电力设备(申万)	6131.28	0.38%	-3	-2.70亿	-0.006%	2	-33.76亿	-0.080%	10	187.40亿	0.445%
801120	食品饮料(申万)	17743.88	3.37%	3	48.59亿	0.103%	3	69.17亿	0.147%	8	157.28亿	0.334%
801160	公用事业(申万)	2272.75	2.34%	1	23.20亿	0.078%	3	65.69亿	0.219%	13	147.09亿	0.491%
801880	汽车(申万)	6155.05	-1.63%	-3	-15.93亿	-0.052%	1	-107.51亿	-0.354%	10	103.04亿	0.339%
801170	交通运输(申万)	2072.48	2.79%	1	22.24亿	0.084%	4	46.95亿	0.176%	12	82.35亿	0.309%
801740	国防军工(申万)	1331.89	2.13%	1	6.79亿	0.037%	2	-8.72亿	-0.047%	9	78.46亿	0.425%

从20日净流入额来看，计算机，电子以及机械设备板块排名靠前，和2月初时保持一致。科技股依旧是当前主旋律。个股来看：计算机板块主力资金净流入排名靠前的有常山北明，神州数码，拓维信息等。电子板块为卓翼科技，北京君正，韦尔股份。机械设备板块有利欧股份，巨轮智能等。

图表3.两市成交额近一年走势



图表4.期指近两月走势

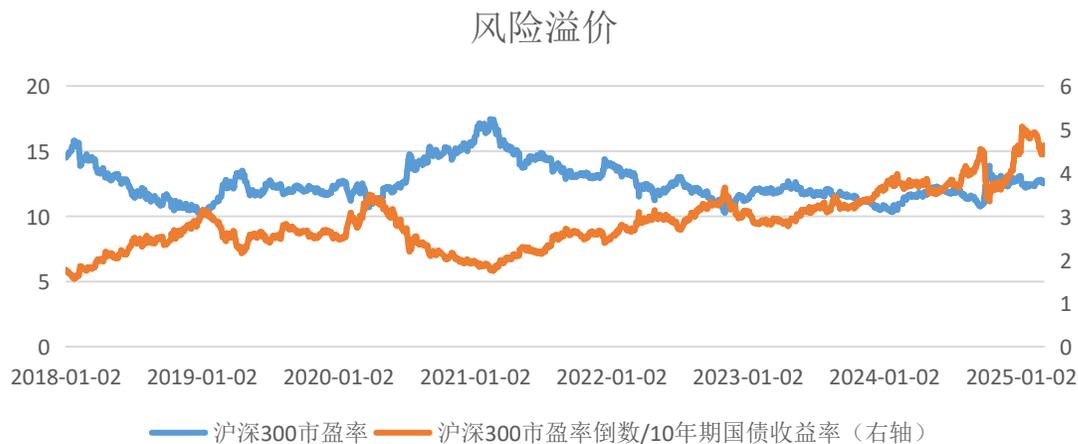


图表5.融资融券情况



数据来源：Wind，国元期货

图表6.风险溢价情况



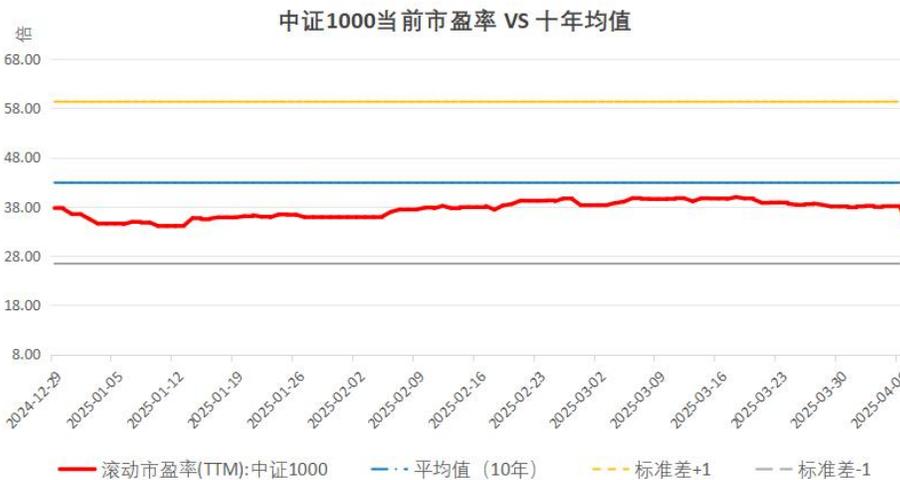
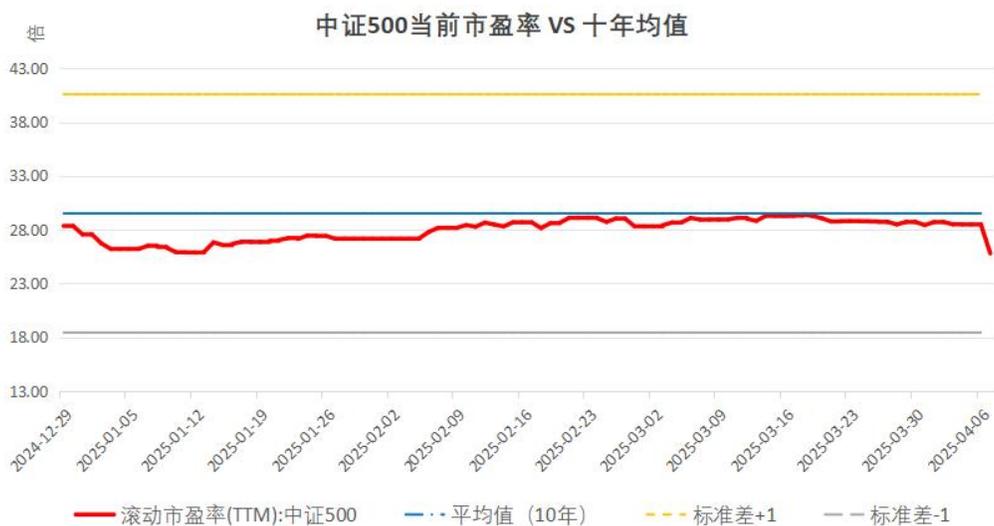
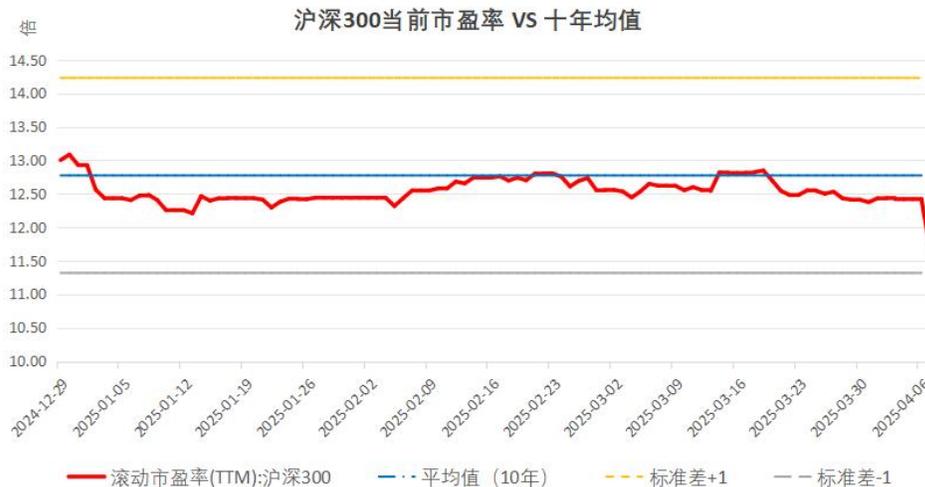
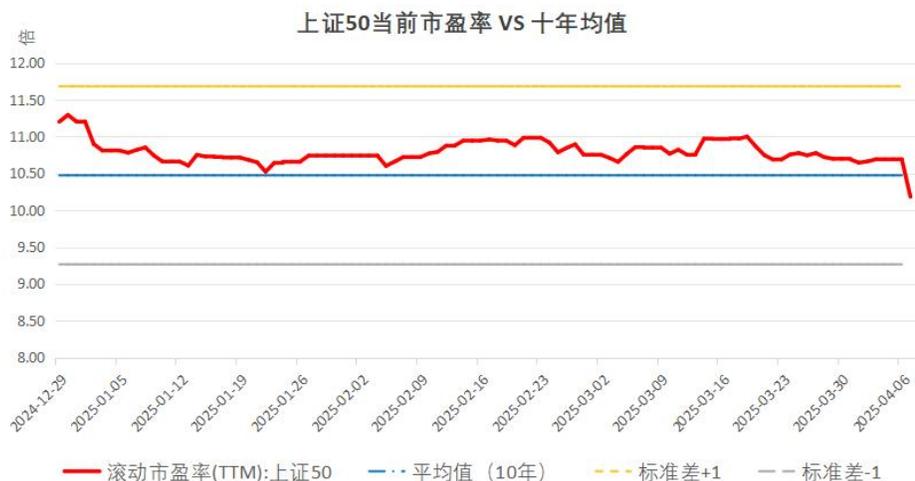
图表9.基金指数及私募基金仓位情况

基金指数	2月	2025年全年
普通股票型基金	4.67%	4.22%
偏股混合型基金	4.29%	4.45%
偏债混合型基金	0.47%	0.44%
平衡混合型基金	1.50%	0.69%
债券型基金	-0.18%	-0.08%
股票指数型基金	5.01%	2.95%
QDII基金	3.12%	4.87%
大盘价值风格型基金	0.74%	-0.83%
大盘平衡风格型基金	2.14%	1.80%
大盘成长风格型基金	4.38%	4.05%
中盘价值风格型基金	2.72%	3.43%
中盘平衡风格型基金	4.21%	4.43%
中盘成长风格型基金	5.83%	7.05%
小盘价值风格型基金	2.74%	3.55%
小盘平衡风格型基金	6.32%	7.57%
小盘成长风格型基金	21.12%	22.68%

数据来源：Wind，国元期货

- ◆ 2月除债券型基金以外全线上涨，股票型基金大涨4.67%，QDII基金表现较好，涨超3%。
- ◆ 大盘股和小盘股2月继续分化。小盘成长风格为今年表现最好风格，今年已涨超20%。大盘价值风格今年小幅收跌，IM/IH近期已来到近年最高水平。

图表10.四大期指估值情况



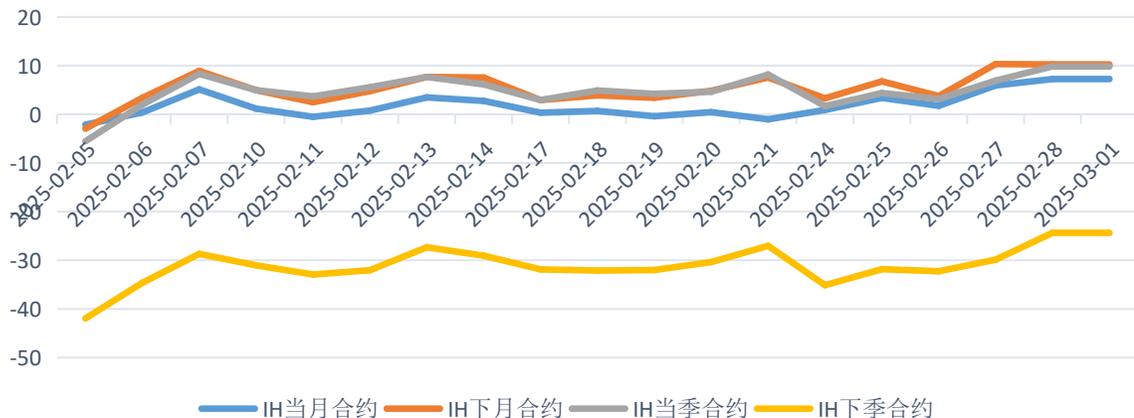
	0指数	沪深300指数	中证500指数	中证1000指数
滚动市盈率(TTM)	10.71	12.54	28.42	38.33
市盈率分位点(近十年)	67.41	53.97	60.62	48.55

目前各大股指多数市盈率处在近10年中等水平。从股息率以及市净率等角度看，目前估值处在相对低位。沪深300目前股息率为3.44%。

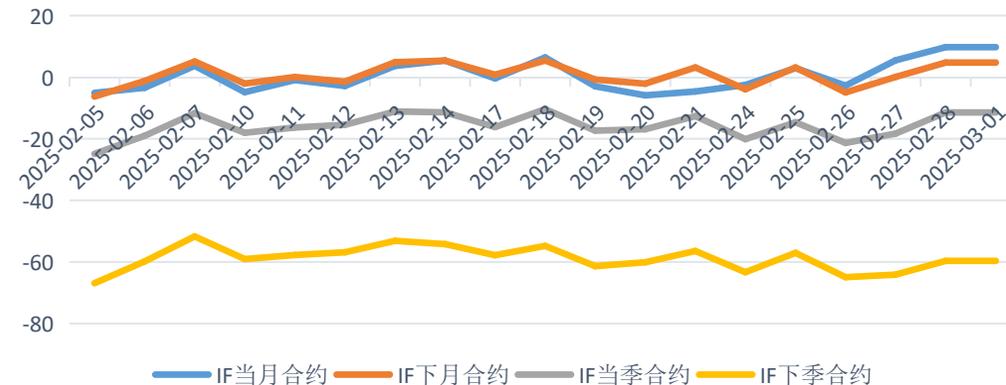
数据来源：Wind，国元期货

图表11.四大期指基差变化情况

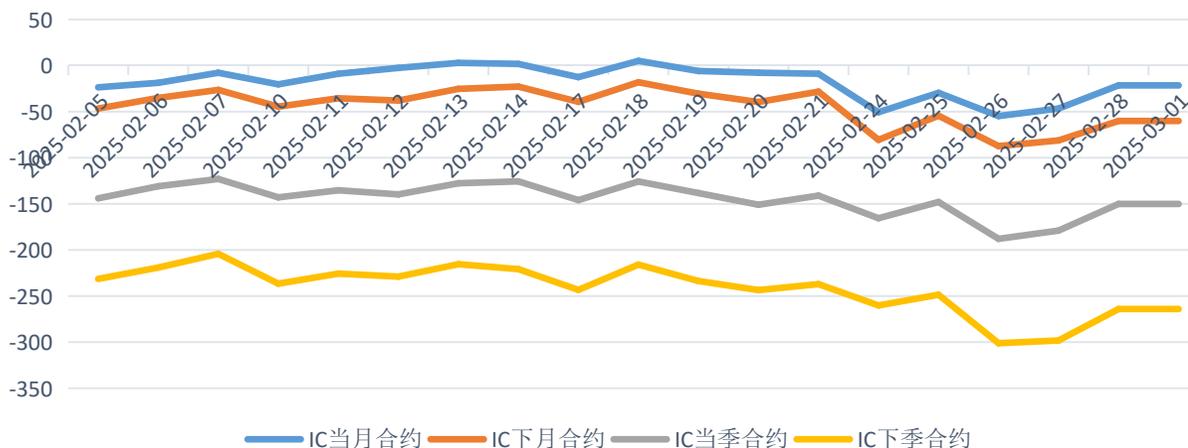
上证50股指期货基差



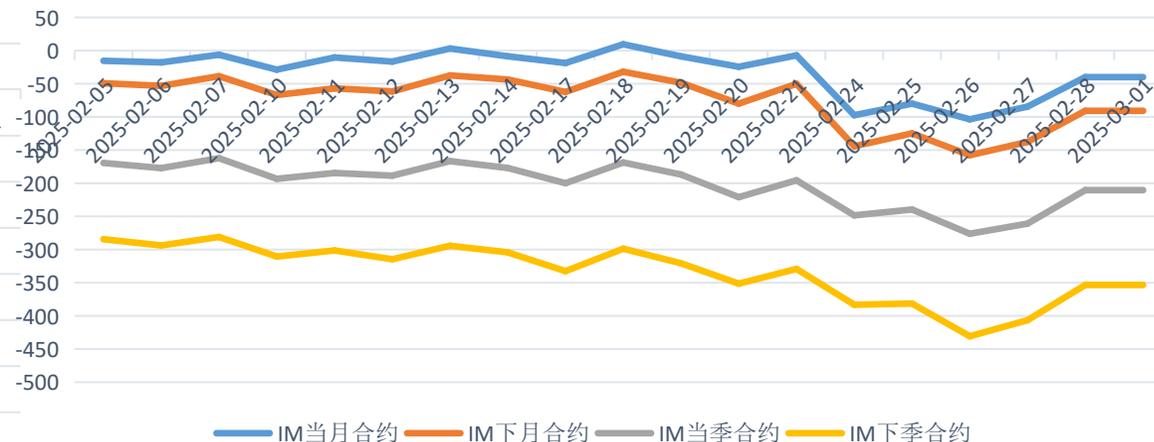
沪深300股指期货基差



中证500股指期货基差



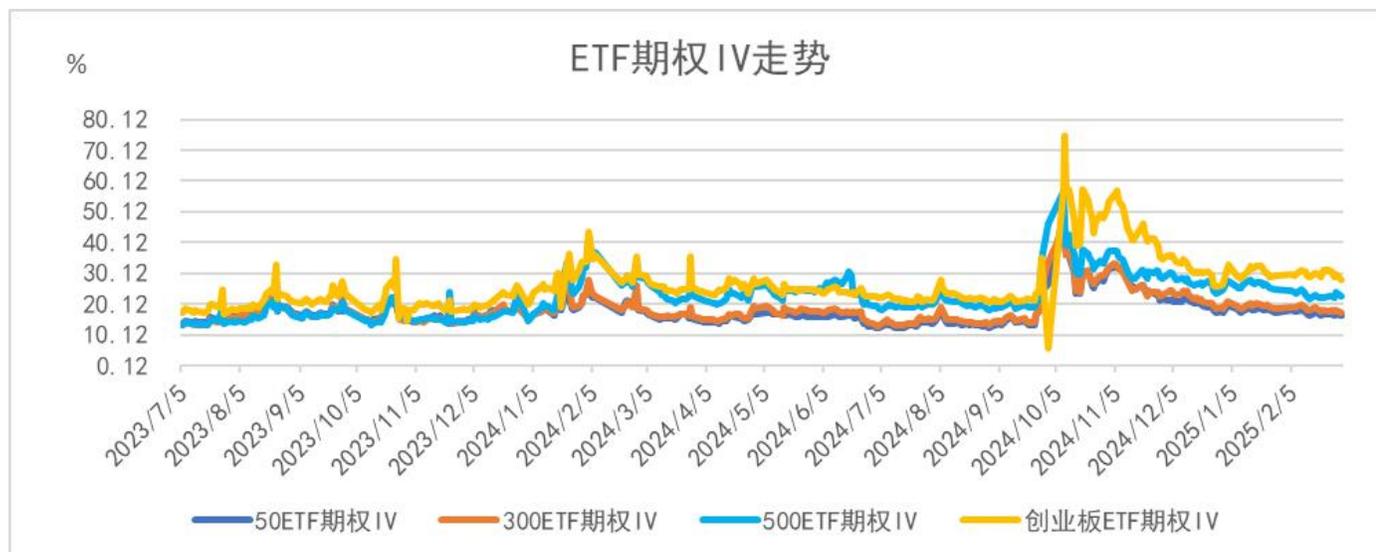
中证1000股指期货基差



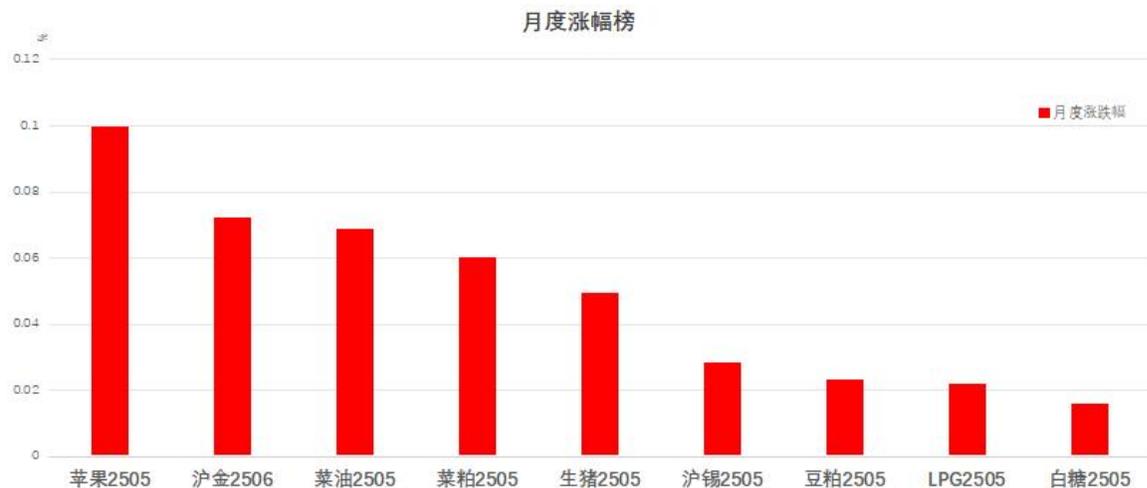
数据来源：Wind，国元期货

图表12.期权市场情况

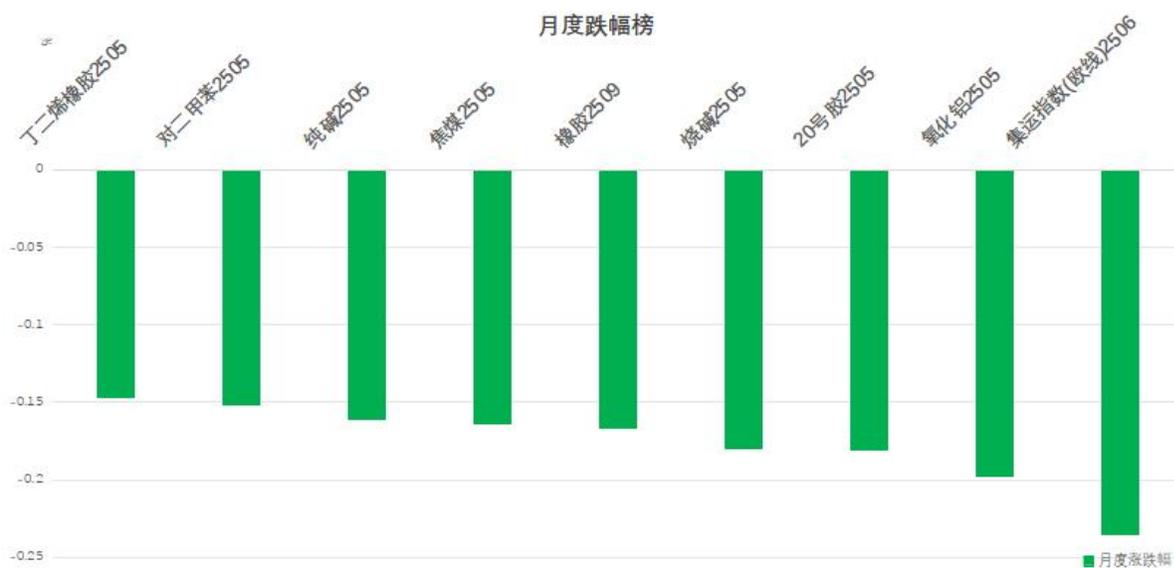
	50ETF	300ETF	500ETF	创业板ETF	上证50指数	沪市300指数	中证1000指数
期权加权平均隐含波动率分位点	51%	61%	54%	81%	60%	65%	52%



图表13.主要商品期货月度涨跌幅排行



2月商品期货涨跌不一。集运指数涨幅超20%，棕榈油、蛋白粕涨幅较大，玻璃、原油以及烧碱跌幅靠前。近20个交易日，油脂油料以及饲料板块涨幅靠前。建材、石油以及钛合金块跌幅较大。



数据来源：Wind，国元期货

图表14.文华商品分类指数近期表现

序号	合约名称	5日涨幅	20日涨幅 ↓	5日资金流向	20日资金流向	沉淀资金
1	饲料板块	3.41%	2.21%	8.84亿	-1.29亿	310.76亿
2	生猪链	2.98%	1.62%	14.44亿	-7.39亿	319.47亿
3	贵金属	-4.52%	1.57%	-94.36亿	112.95亿	868.33亿
4	油脂链	-0.40%	-0.88%	-21.33亿	-39.16亿	480.97亿
5	建材板块	-1.86%	-0.93%	-20.95亿	-8.26亿	224.44亿
6	谷物板块	2.94%	-0.97%	-6.19亿	4.21亿	88.28亿
7	玉米链	1.69%	-1.00%	-3.92亿	2.29亿	78.56亿
8	软商板块	-2.44%	-1.32%	-6.87亿	3.35亿	119.23亿
9	油脂板块	-3.30%	-2.93%	-34.91亿	-34.27亿	214.52亿
10	铁合金	-1.15%	-3.61%	-5461.42万	-8432.47万	56.55亿
11	塑化链	-3.28%	-4.12%	-9.47亿	-10.83亿	101.39亿
12	石油板块	-7.49%	-4.78%	-20.70亿	-23.91亿	104.03亿
13	煤化工	-4.48%	-5.33%	-17.97亿	-19.38亿	135.02亿
14	黑链指数	-3.49%	-5.41%	-35.48亿	-28.48亿	521.70亿
15	钢铁板块	-4.94%	-5.47%	-19.43亿	-15.71亿	366.17亿
16	有色板块	-6.52%	-6.36%	-79.95亿	-38.26亿	637.80亿
17	煤炭板块	-3.86%	-7.18%	-15.50亿	-11.92亿	98.98亿
18	化工板块	-7.90%	-9.46%	-87.25亿	-104.72亿	483.03亿
19	聚酯链	-9.84%	-9.66%	-13.71亿	-15.77亿	87.23亿

数据来源：文华财经，国元期货



目录

ONTENTS



02

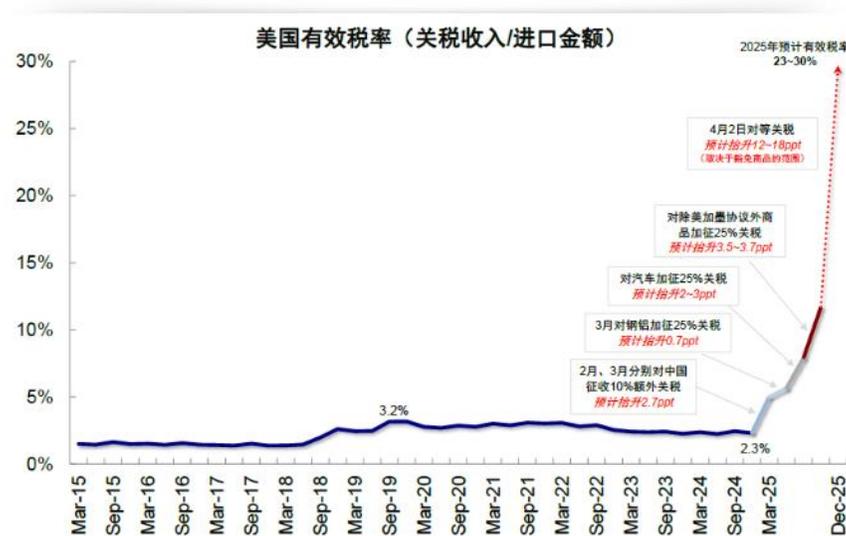
宏观基本面情况

1	国家（地区）/对等关税税率	国家（地区）/对等关税税率
2	阿尔及利亚 30%	英国 10%
3	阿曼 10%	南非 30%
4	乌拉圭 10%	巴西 10%
5	巴哈马 10%	孟加拉国 37%
6	莱索托 50%	新加坡 10%
7	乌克兰 10%	以色列 17%
8	巴林 10%	菲律宾 17%
9	卡塔尔 10%	智利 10%
10	毛里求斯 40%	澳大利亚 10%
11	斐济 32%	巴基斯坦 29%
12	冰岛 10%	土耳其 10%
13	肯尼亚 10%	斯里兰卡 44%
14	列支敦士登 37%	秘鲁 10%
15	圭亚那 38%	尼加拉瓜 18%
16	海地 10%	挪威 15%
17	波斯尼亚和黑塞哥维那 35%	哥斯达黎加 10%
18	尼日利亚 14%	约旦 20%
19	纳米比亚 21%	多米尼加共和国 10%
20	文莱 24%	阿联酋 10%
21	玻利维亚 10%	新西兰 10%
22	巴拿马 10%	阿根廷 10%
23	委内瑞拉 15%	厄瓜多尔 10%
24	北马其顿 33%	危地马拉 10%
25	埃塞俄比亚 10%	洪都拉斯 10%
26	加纳 10%	马达加斯加 47%
27	欧盟 20%	缅甸 44%
28	越南 46%	突尼斯 28%
29	日本 24%	哈萨克斯坦 27%
30	印度 26%	塞尔维亚 37%
31	韩国 25%	埃及 10%
32	泰国 36%	沙特阿拉伯 10%
33	瑞士 31%	萨尔瓦多 10%
34	印度尼西亚 32%	科特迪瓦 21%
35	马来西亚 24%	老挝 48%
36	柬埔寨 49%	博茨瓦纳 37%
37	摩洛哥 10%	特立尼达和多巴哥 10%

总体来看，“对等关税”的加征，不仅会冲击短期市场情绪、影响投资者对现有全球秩序的信心，更会影响美国增长、通胀以及政策路径，进而影响被加征国的经济和金融状况，再折射到全球市场资产上。

大超预期主要体现在范围和幅度上，其一是涉及面广，对所有贸易伙伴均加征10%的极限关税。其二是幅度高，除了市场预期的简单关税对等，增值税和其他非关税贸易壁垒也使得税率远高于预期。其三是取消了小额包裹豁免和其他行业关税。

图表：“对等关税”宣布后，本轮有效税率或将进一步抬升至23%以上



资料来源: Haver, 白言, 中金公司研究部

基线关税于4月5日生效，更高幅度的“对等关税”将在4月9日生效。以及和其他国家的谈判情况。目前来看，“对等关税”出台前，有效关税已经由2.3%升至5.7%，宣布之后可能将进一步上升至23%以上。



关于是否反制，关税政策发布之后财政部表明为各国留出谈判空间（政治性而非经济性），以降低实际关税水平。

当前新加坡、马来西亚、南非表明正在寻求谈判或者不寻求报复性关税，越南表明愿意对美关税降到0。实施反制的国家中，中国、加拿大以及欧盟分别占美国出口总规模的7%、17%和18%。7日夜间特朗普表示，如果中国在4月8日之前不撤回其在已经长期的贸易滥用基础上增加的34%，美国将从4月9日起对中国征收50%的额外关税。此外中美之间的所有谈判都会终止。

从中美态度来看，对中国市场造成短期波动是必然的。

而美国方面，短期情绪受到冲击导致避险交易，流动性存在冲击，但是仅为早期（仅VIX指数暴涨）。中期滞胀压力较大，长期影响全球秩序信心。



目录

CONTENTS



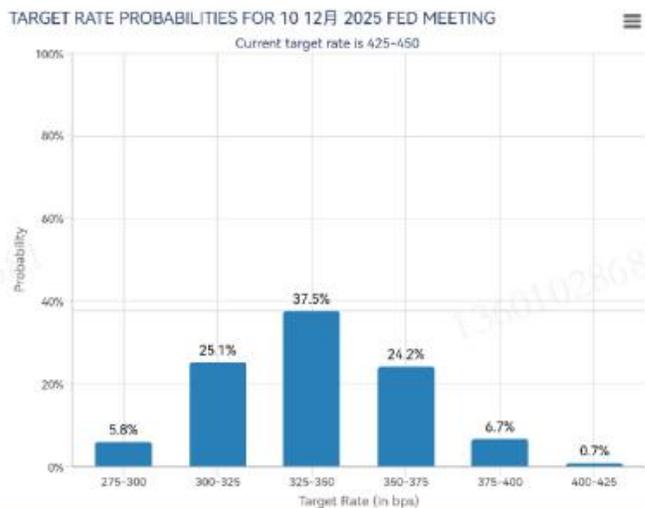
03

未来展望

关于货币政策的態度，此前根据政府提出的适度的降准降息，结合美国降息预期一再推迟，稳汇率成为了彼时主要的叙事背景，引发市场对于货币宽松的态度是否改变的担忧。

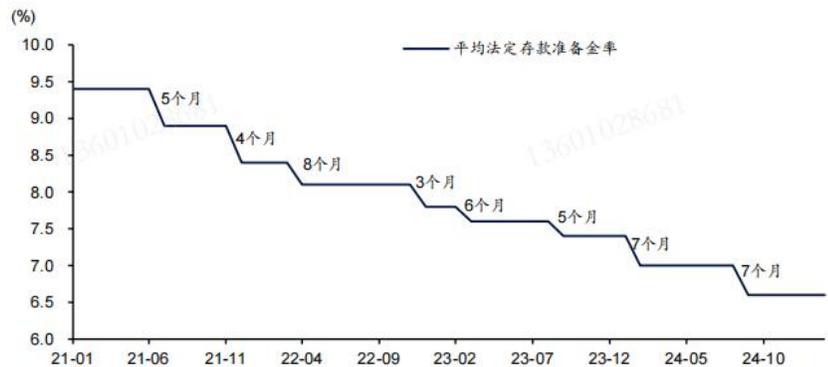
对等关税政策公布后，鲍威尔改变了之前价格影响是短暂的的基本预测，其表明关税远高于预期，其经济影响可能同样如此，关税政策极有可能导致通胀上升，且影响更加持久。市场押注美联储今年将降息75-100bp的可能性上升，开始降息的时间提前到六月。此外如果全球持续进行避险交易增持现金，是否出现美元流动性危机也应为关注重点，后续若出现降息节奏可能大幅提前。若美联储降息，则给我降息提供了一定空间。

图表1：目前市场定价美联储全年将降息 100BP



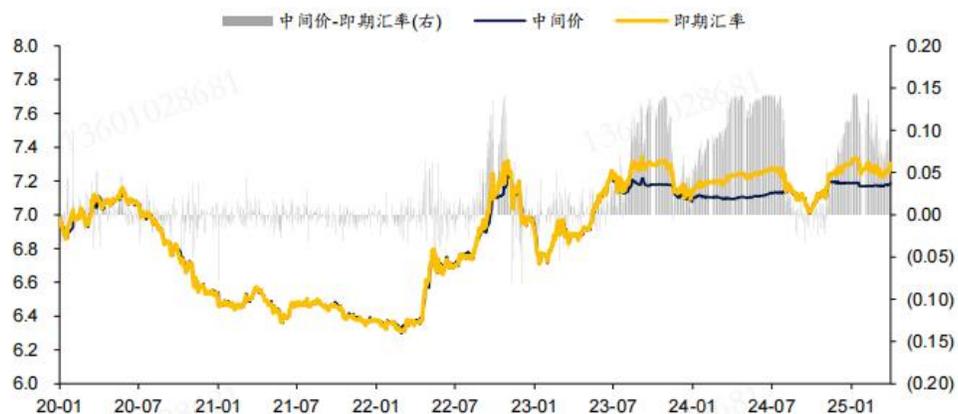
资料来源：CMEWatch，华泰研究

图表3：央行降准时间间隔平均正在4-8个月



资料来源：Wind, 华泰研究

图表5：人民币兑美元汇率与中间价



资料来源：Wind, 华泰研究

国内方面，出口将成为二季度经济基本面的核心矛盾。关税本身叠加全球经济放缓均可能冲击外需。整体来看，美国对华关税的“目的性”较强，再叠加中国反制，后续短期加码的可能性大于减码，其他国家谈判的过程有望降低一部分转口贸易冲击，但幅度不宜高估。

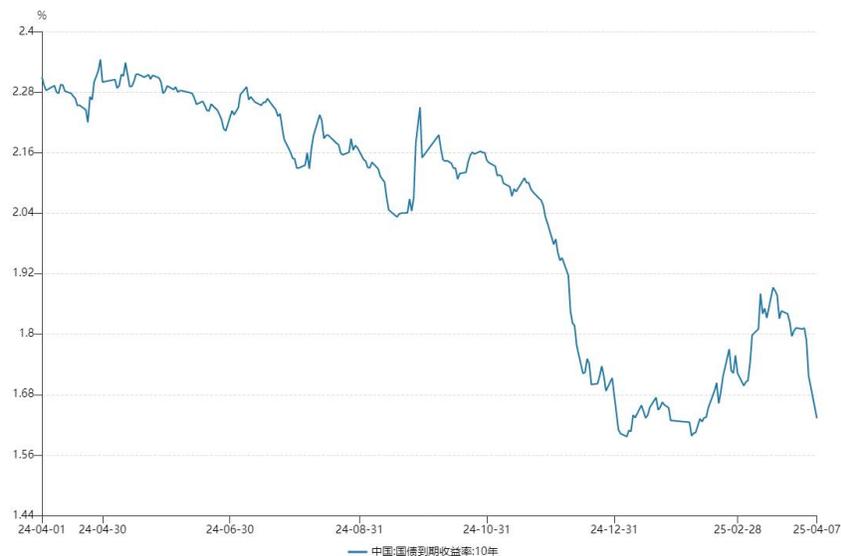
政策角度来看，货币政策择机降准降息的时机可能已经成熟，降准可能会早于降息。降准时机基本成熟，4月可能落地，而降息必要性明显提升。但是考虑到息差和汇率的制约，降息时点可能靠后。

*上一轮加征关税期间，人民币的贬值对冲了一部分来自于关税的冲击。但此次，考虑到本轮关税加征幅度之大，汇率下行对冲的效果微乎其微，且容易带来资金外流，并减少对美谈判的筹码。由此估计，央行可能还不会轻易让汇率大幅快速下行。5-6月份伴随着出口压力显性化等因素，可能会迎来更合理窗口（20bp）

关税不确定性冲击基本面预期和风险偏好，降准等逆周期政策概率大大增加，只要降息的方向明确、且是央行主动为之，市场就会沿着方向做交易，时间与幅度相对不重要。对债市总体利好。短期债市显然已经进入趋势交易，加上近几日的反制措施也一定程度超出预期，我们认为**利率下行行情还未走完，可能会挑战1.6%的前低。**

但**中期来看，1.6%以下的交易空间相对有限**，取决于货币政策的态度以及财政政策的对冲力度。且曲线倒挂对长债空间依然存在制约，**利率上限可能再度降低到1.9%甚至1.8%的位置。**

目前1.9%的位置对前期透支的降息幅度修复已基本完成，利率下行的趋势比较清晰，4月政治局会议前后需要警惕市场博弈财政政策，下半年则需要关注国内滞胀风险倒逼关税松动带来的逻辑变化。



由于关税政策超出市场预期，且中国的对等反制表明谈判基本无望，因此市场出现恐慌情绪造成无差别下跌。但对其他国家的谈判在陆续开启，国内也表达了明显救市的意图，险资入市以及国家队增持，增量政策如果如期出台的话，可能未来可以进入贸易战与内部刺激相互制约的一个稳定期，当前资产价格是按照全球贸易摩擦升级、衰退周期进行定价，极致定价之后反而有助于构建市场底部，但是**想要上涨需要政策刺激超过一定的阈值，短期可能仍然会有调整需求。**

市场趋稳之后，需要关注红利等收益相对确定的板块以及受益于对等关税的板块，以及受益于对冲关税手段的板块。

1、加大国内逆周期调节力度，在上周的A股市场中有一些顺周期板块产生了提前反馈。其中主要以被财政发力直接影响的行业为主，比如两重两新，以及后续可能在财政补贴范畴内的服务型消费、生育、养老等。

2、科技立国，加快新质生产力的发展。参考上一轮贸易战的经验，电子、科技短期可能面临较大冲击，但是中期层面只要趋势仍在，可能会脱敏，尤其是一些产业链需求集中于内需的产业。

3、进口替代效应（农业、煤炭）。中国若对进口大豆、玉米等农产品加征关税，将直接推高进口价格，刺激国内农业增产，利好种植业、种业及农资企业。同时粮食安全是国家安全的重要部分，对等关税政策可能促使政府加大对农业的补贴（如农机购置、种粮直补），同时推动农业科技（生物育种、智慧农业）发展。同理，中国若对进口能源（如液化天然气、原油）加征关税，可能推高进口成本，促使国内企业转向本土能源供应，利好国内油气开采、煤炭及新能源企业。

债市：关税不确定性冲击基本面预期和风险偏好，降准等逆周期政策概率大大增加，对债市总体利好，短期债市显然已经进入趋势交易，**利率下行行情还未走完，可能会挑战1.6%的前低。**

权益：虽然央行有明显救市意图，且增量政策存在预期，但是当前仍然是按照全球贸易摩擦升级、衰退周期进行定价，想要上涨需要政策刺激超过一定的阈值，**短期可能仍然会有调整需求，可择机配置高股息板块，其余板块需等待市场稳定后择机配置。**

谢谢观看

