



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告 | 股指及商品策略专题 2025-04-07

股指、贵金属观点与策略

研究院

联系人

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

股指: 特朗普关税政策冲击全球风险资产, 节后股指大概率低开, 鉴于关税政策及其反制措施的博弈才拉开帷幕, 市场风险情绪仍有待进一步释放, 股指后续将进入震荡调整阶段, 建议投资者保持审慎态度, 不宜贸然进行单边抄底, 等待国内政策方向的进一步明朗。当前市场情绪偏向防御特征, 预计大盘蓝筹指数与中小盘成长指数之间将出现趋势性价差修复行情。

贵金属: 假期间海外几乎所有品种均大幅下挫, 未来不排除出现系统性的流动性风险, 因此操作上, 白银建议观望, 黄金则或许会在美联储于未来不得不调整货币政策后呈现出继续偏强的走势。

核心观点

■ 市场分析

股指: 特朗普关税政策落地, 对等关税+区域性关税加重全球贸易负担, 大幅冲击全球风险资产, 当前美国面临经济衰退风险的重新评估与定价, 在贸易保护主义抬头、关税政策趋紧的环境下, 美国经济可能面临滞胀风险, 美联储进入降息困局。国内经济在春节假期扰动下仍展现出较强韧性, 剔除季节性因素影响, 工业生产、投资和消费领域均保持平稳复苏态势。后续重点关注内需修复的持续性, 需进一步激发居民消费潜力, 同时在特朗普关税落地后, 中国开启全面反制, 关注后续政策对内的加码方向, 预计将在促进产业升级、扩大有效投资、增强市场信心等领域持续发力, 以巩固经济复苏基础。近期个人投资者为增量资金主力, 但受产业催化效应减弱及情绪驱动边际递减影响, 资金追逐热度降温, 资金流向周期板块。公募基金股票仓位呈现超季节性增配特征, 但新发基金规模仍处低位, 基民赎回压力持续, 导致仓位管理难度加大。股权融资市场供需趋于平衡, 新股发行节奏具备适度宽松空间, 但审核端或延续从严标准, 短期压力可控。盈利方面, 四大指数净利润分化, 仅上证 50 指数展现出盈利修复的持续性, 沪深 300、中证 500、中证 1000 指数预计将面临不同程度的回调, 结合关税政策影响及财报季指引, 预计将带动风格出现切换。

贵金属: 当下美国方面名义利率的持续下降虽然可能暂时中断, 但进一步加息的可能性也相对较低, 叠加市场对于再通胀的担忧以及近期原油以及有色等商品价格的震荡上行, 都会使得实际利率的变动预期向下, 而这对于黄金的定价而言, 则仍然是较为有利的因素。而当下海外出现几乎所有品种普跌的情况, 虽然本周五美联储主席鲍威尔的讲话仍然相对偏鹰, 但若资产价格持续下降, 则美联储也势必会作出调整, 近期欧元区的货币

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

政策导向便已再度偏向相对宽松，故黄金可待开票后伺机继续逢低介入。白银大致走势追随黄金，但期间波动或相对较大。并且假期期间外盘跌幅过大，因此目前暂时以观望为主。

■ 策略

股指：套利：多 IH2506 空 IM2506

贵金属：偏多 套利：暂缓

■ 风险

股指：若国内政策不及预期、地缘风险升级，股指有下行风险

贵金属：持续加息引发流动性风险 多头获利了结离场

目录

策略摘要	1
核心观点	1
股指：关税措施超预期，关注期指价差策略	4
贵金属：海外品种大幅下跌	7

图表

图 1: 融资情况 单位: 亿元	4
图 2: 股指走势 单位: %	4
图 3: 风格指数月度收益情况 (%)	5
图 4: 两市成交金额 单位: 亿元	5
图 5: 美债收益率 单位: %	7
图 6: 欧洲收益率 单位: %	7
图 7: TIPS 债券收益率 单位: %	7
图 8: BREAKEVEN INFLATION RATE 单位: %	7
图 9: 黄金 ETF 持仓量 单位: 吨	8
图 10: 白银 ETF 持仓量 单位: 吨	8
图 11: 黄金 CFTC 多头净持仓 单位: 张	8
图 12: 白银 CFTC 多头净持仓 单位: 张	8
图 13: TED SPREAD 单位: %	8
图 14: VIX 指数 单位: 点	8
图 15: 光伏行业价格指数 单位: 点	9
图 16: 光伏经理人指数 单位: 点	9
图 17: 上交所白银库存 单位: 吨	9
图 18: COMEX 白银库存 单位: 百万盎司	9
表 1: 股指逻辑与策略	6
表 2: 商品策略观点	9

股指：关税措施超预期，关注期指价差策略

周内融资余额减少 193 亿元。

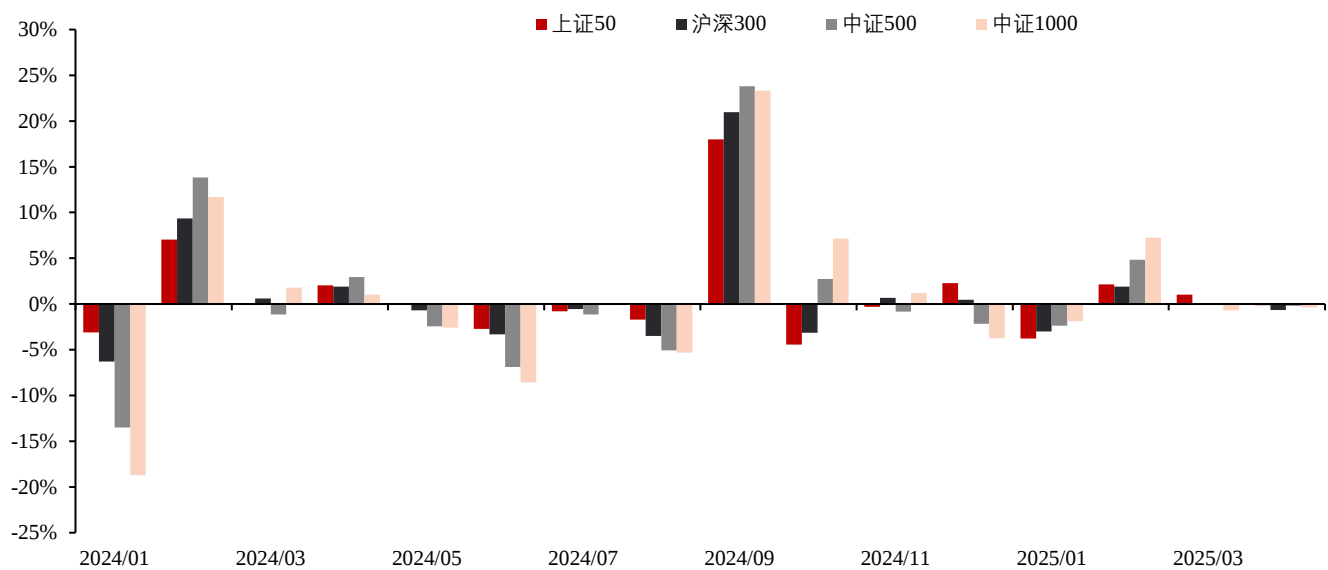
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 4 月 3 日，本月四大指数均小幅收跌，沪深 300 指数涨幅最大（-0.66%）。

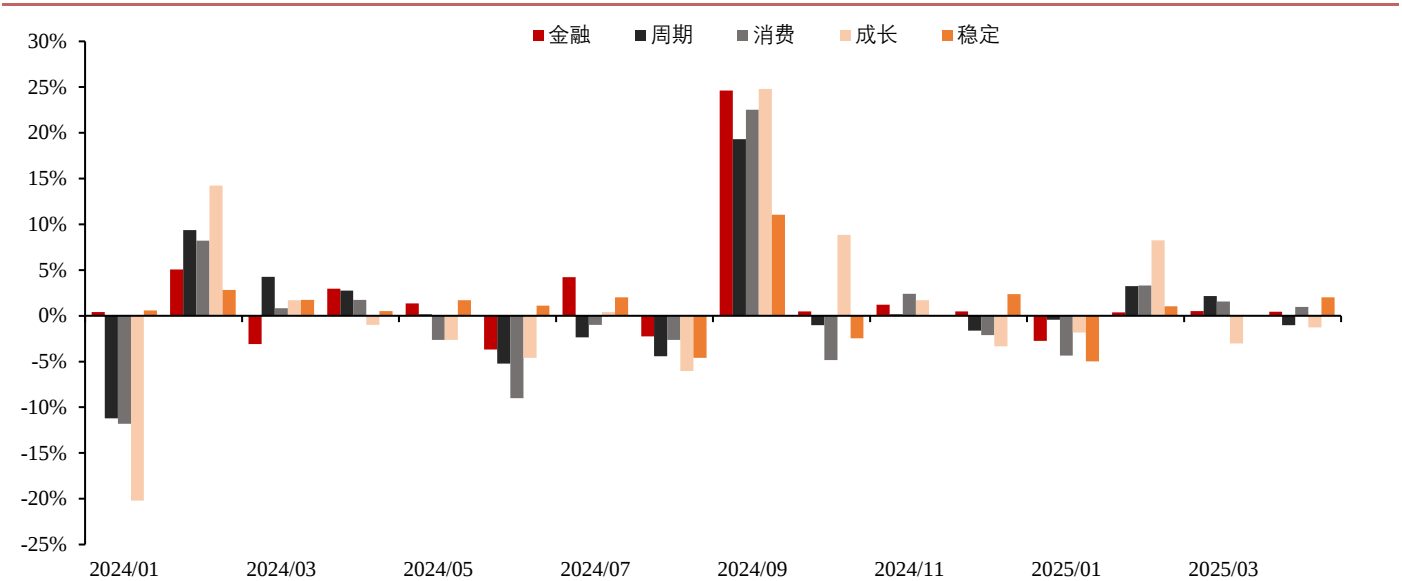
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至4月3日，本月稳定、消费、金融风格上涨，稳定（+2.03%）风格涨幅最大。

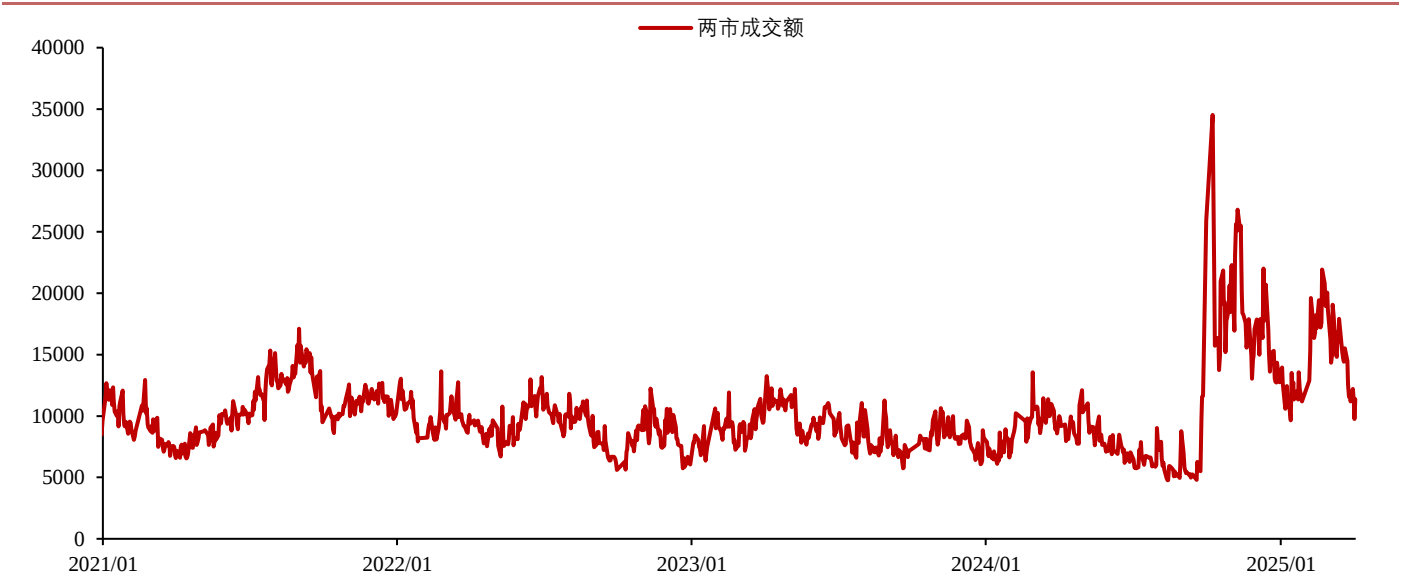
图3： 风格指数月度收益情况（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

本周沪深两市成交量回落。

图4： 两市成交金额 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

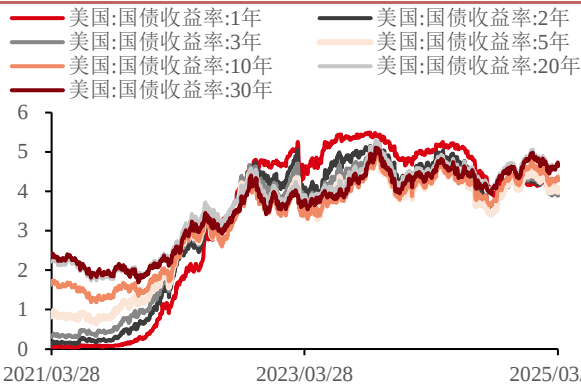
表1： 股指逻辑与策略

经济环境	向上	国家统计局数据显示，1-2 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 0.3%，这一降幅相较于去年全年已明显收窄，表明我国工业企业的效益边际正逐步回暖。
估值	中性	股指市盈率下降，市净率仍较低；股债性价比上升。
流动性	中性	本周，央行公开市场累计进行了 6849 亿元逆回购操作，共有 11868 亿元逆回购到期，净回笼 5019 亿元。
货币政策	向上	政府工作报告表明将实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，更大力度促进楼市股市健康发展，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
人民币走势	中性	特朗普政策加深美国经济增长的不确定性，再续“东升西落”故事，人民币汇率走强。
增量资金	向上	今年政府工作报告强调将推动中长期资金入市，机构的增量资金上升有望推动市场稳定发展。
限售股解禁	中性	下周（4 月 7 日至 4 月 13 日）一共有 24 家公司 17.35 亿股限售股解禁，解禁市值为 350.15 亿元，环比增加 124.11 亿元。下周二是解禁高峰，解禁规模达 182.44 亿元，占全周比例的 52.1%。具体到个股，下周解禁市值排名前 3 的是上海医药、中复神鹰、灿芯股份，解禁市值分别为 161.49 亿元、94.68 亿元、32.15 亿元。
市场情绪	向下	本周 A 股主要指数收跌，上证指数跌 0.28%，创业板指跌 2.95%。
基差	中性	截至 2025 年 4 月 3 日，IH 股指期货升水现货 2.15 点，IF 股指期货升水现货 0.10 点，IC 股指期货贴水现货 23.10 点，IM 股指期货贴水现货 34.86 点。
外围金融环境	中性	3 月美国非农就业人口新增规模 22.8 万人，大超预期，失业率攀升至 4.2%，高于此前市场预期的 4.1%。
中美地缘政治	向下	自 2025 年 4 月 5 日起，美国对所有贸易伙伴征收 10%的基准关税，并根据贸易逆差程度对特定国家加征更高税率其中中国 34%、欧盟 20%、越南 46%。此外，汽车及零部件加征 25%关税，于 4 月 3 日生效，钢铝制品维持 25%关税。中国迅速展开反制，对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税；对航空航天设备加征 34%关税，医疗器械提升至 29%，覆盖波音、美敦力等核心企业；对镓、锑等 7 种中重稀土实施出口管制。
总体评价	中性	特朗普关税政策冲击全球风险资产，节后股指大概率低开，鉴于关税政策及其反制措施的博弈才拉开帷幕，市场风险情绪仍有待进一步释放，股指后续将进入震荡调整阶段，建议投资者保持审慎态度，不宜贸然进行单边抄底，等待国内政策方向的进一步明朗。当前市场情绪偏向防御特征，预计大盘蓝筹指数与中小盘成长指数之间将出现趋势性价差修复行情。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

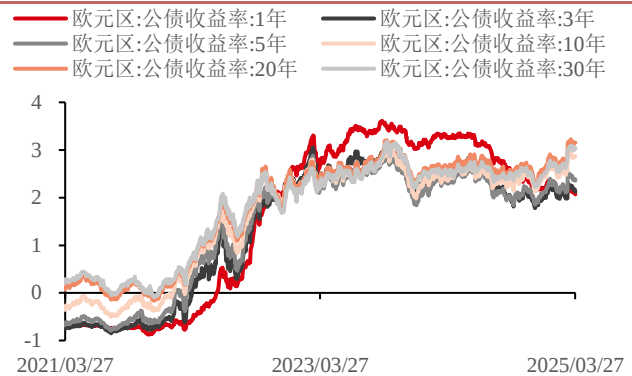
贵金属：海外品种大幅下跌

图5： 美债收益率 | 单位：%



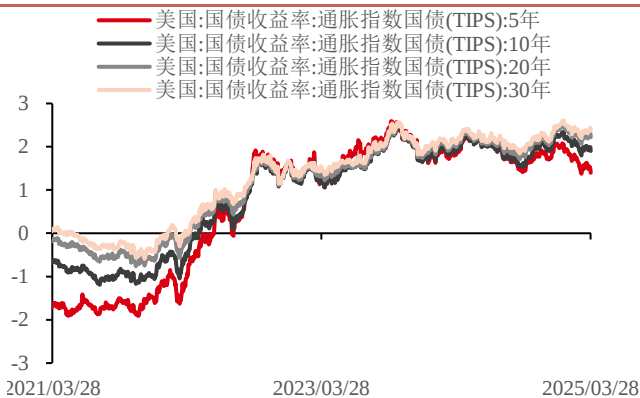
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧洲收益率 | 单位：%



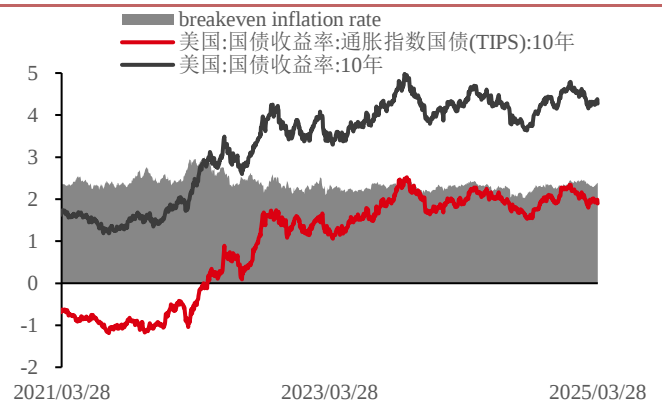
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



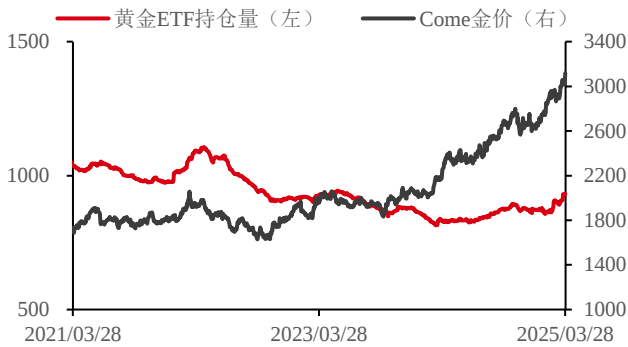
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%



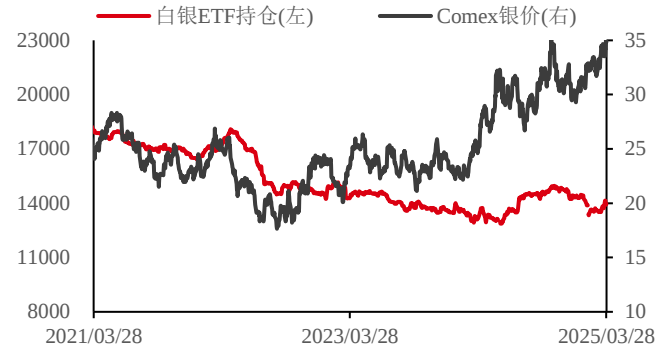
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金 ETF 持仓量 | 单位：吨



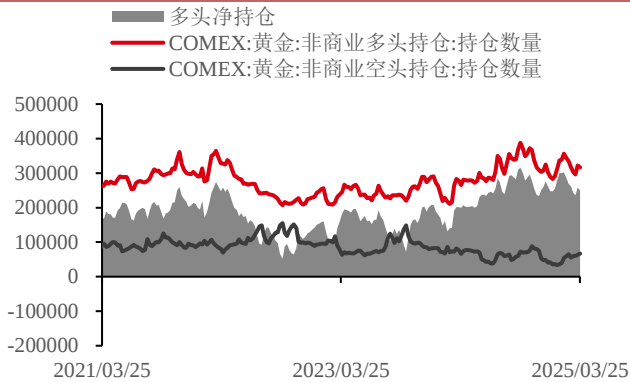
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 白银 ETF 持仓量 | 单位：吨



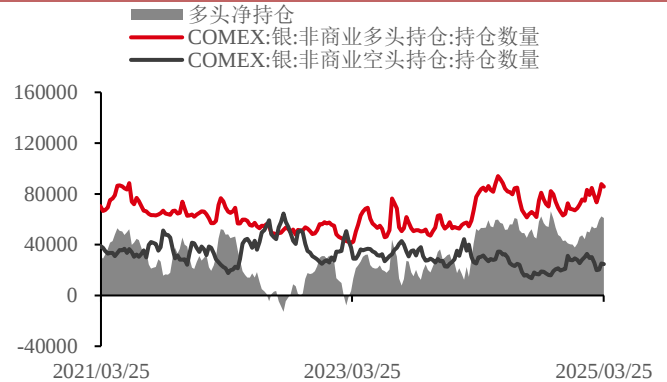
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11： 黄金 CFTC 多头净持仓 | 单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

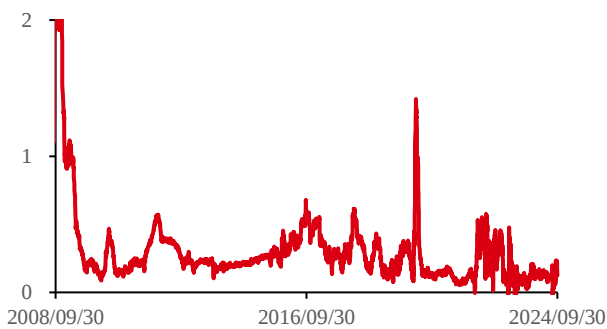
图12： 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： TED SPREAD | 单位：%

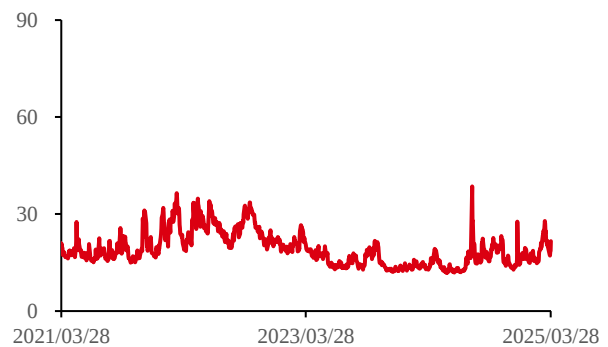
美国:LIBOR3个月-国债3个月收益率



数据来源：Wind 华泰期货研究院

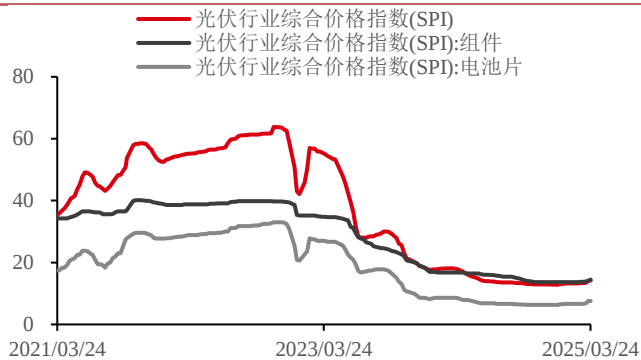
图14： VIX 指数 | 单位：点

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



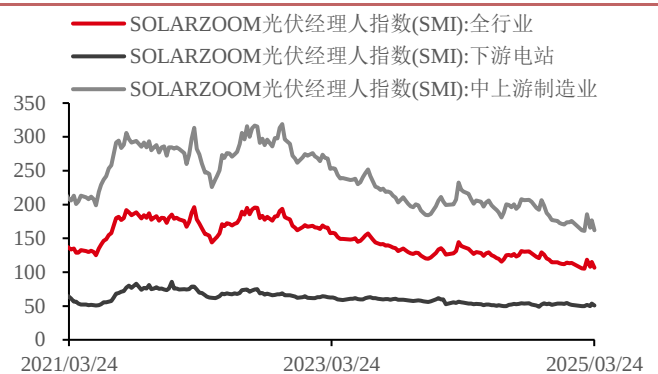
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15：光伏行业价格指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16：光伏经理人指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17： 上交所白银库存 | 单位：吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18： COMEX 白银库存 | 单位：百万盎司



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表2： 商品策略观点

因素	价格	逻辑观点
利率	中性	2025 年 3 月间，美联储议息会议上维持利率在 4.25%-4.5%不变，但放缓国债减持速度至 50 亿美元，MBS 减持速度则不变，点阵图显示今明两年维持各降息两次的预测，但倾向鸽派的官员变少，主席鲍威尔则是多次强调不确定性，重申不急于调整立场。就美债收益率而言，1 年前美债收益率在 3 月间小幅下降 5 个基点至 4.03%，10 年期美债收益率下降 1 个基点至 4.23%，收益率曲线趋于“牛平”，提示可能存在的滞胀风险。但长期美债的下行，中性利率与期限溢价大致各贡献一半，因此从 2 月起美债利率与黄金的负相关性又有所回归。
通胀	向上	2025 年 3 月间，反映通胀预期的 breakeven inflation rate 持平于 2.38%，不过目前原油价格在 3 月间震荡回升，未来或在一定程度上推高通胀预期。而美国 2 月 CPI 同比上涨 2.8%，创下 2024 年 11 月以来新低，低于预期值 2.9%和前值 3%，不过这仍是连续第 57 个月环比上行，叠加 2 月核心 PCE 物价指数录得同比增长 2.8%，为 2024 年 12 月以来新高，结合目前原油以及有色等商品价格同样呈现 上升。未来对于再通胀的担忧或继续影响市场。

汇率	向上	2025 年 3 月间，美元指数下降 3.13%的上涨至 104.19，1 年期欧美利差（美-欧）走低 3 个基点至 1.9867%，10 年期欧美利差则是下降 31 个基点至 1.4579%。由于目前欧元区的货币宽松政策有所动摇，叠加特朗普一贯以来反对高利率的态度，使得欧美利差扩大，美元预计仍难在短期内形成相对有效的反弹。
避险	向下	VIX 指数于 2025 年 3 月一度冲高后回落，但在临近月底之际，随着特朗普关税政策正在逐步落地，市场对未来不确定性的担忧仍然较高，叠加目前地缘因素（如此前一度认为将会停止的俄乌战争）也仍然未能明显趋缓，因此目前避险因素或仍不时刺激黄金价格走强。但近期由于 ON RRP 账户余额持续降低，同时美联储 3 月对于缩表的调整要相对有限，而小长假期间海外市场出现大幅下挫，因此未来面临系统性风险的可能性需要着重关注，倘若海外市场持续出现所有品种普跌的情况，则贵金属或也难独善其身。
ETF 持仓情况	中性	3 月 28 日当周黄金 SPDR ETF 下降 1.43 吨至 931.94 吨，而白银 SLV ETF 持仓出现 220.78 吨的上涨至 13,944.69 吨。此外，中国央行连续第四个月增持黄金储备。此前央行则是有六个月暂停增持黄金。
金银比价	短多长空	由于与黄金相比，白银的工业属性相对偏强，故此在工业品表现相对较强的情况下，金银比价通常会呈现走低态势。同时当下避险需求对于黄金买兴的提振较为明显，因此预计短时间内白银价格或将暂时弱于黄金。但就长期而言，由于白银基本面十分良好，因此金银比价在长周期视野下预计将会出现较为明显的回落。
观点	黄金：谨慎偏多 白银：中性	当下美国方面名义利率的持续下降虽然可能暂时中断，但进一步加息的可能性也相对较低，叠加市场对于再通胀的担忧以及近期原油以及有色等商品价格的震荡上行，都会使得实际利率的变动预期向下，而这对于黄金的定价而言，则仍然是较为有利的因素。而当下海外出现几乎所有品种普跌的情况，虽然本周五美联储主席鲍威尔的讲话仍然相对偏鹰，但若资产价格持续下降，则美联储也势必会作出调整，近期欧元区的货币政策导向便已再度偏向相对宽松，故黄金可待开票后伺机继续逢低介入

资料来源： 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com