

# 波动率放大已处于历史极端状态

证券研究报告

2025年04月08日

## 政策与大类资产配置周观察

### 海内外政策要闻

**中共中央政治局召开会议。**新华社消息，中共中央政治局3月31日召开会议，审议《生态环境保护督察工作条例》《关于二十届中央第四轮巡视情况的综合报告》。会议强调，要坚持和加强党对生态环境保护督察工作的领导，继续发挥督察利剑作用，进一步压实各地区各部门抓好美丽中国建设的政治责任。

**特朗普“对等关税”冲击全球。**当地时间4月2日，美国白宫发表声明称，特朗普当日宣布**国家进入紧急状态**，以提高美国的竞争优势，保护美国主权，并加强美国国家和经济安全。声明称，特朗普将对所有国家征收10%的“**基准关税**”，该关税于美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“**对等关税**”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效。

### 国内外政策导向分析

**上周（3.31-4.4）海外政策聚焦特朗普宣布国家紧急状态并发布“对等关税”细则**，随后**全球市场波动率明显放大**，4月3日、4日，美国股市连续两天深度调整，市值蒸发5万亿美元。3月非农就业人口增长22.8万，高于预期的增加14万，再度扰动降息预期。

**上周（3.31-4.4）国内政策主要聚焦于中共中央政治局召开会议，审议《生态环境保护督察工作条例》《关于二十届中央第四轮巡视情况的综合报告》；全国高校毕业生等青年就业创业工作视频会议召开；货币财政方面**，央行召开2025年研究（参事）工作与反洗钱会议；财政部公布2025年第二季度国债发行有关安排；**资本市场方面**，证监会召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议；证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会；**产业方面**，中办、国办发布《关于健全社会信用体系的意见》和《关于完善价格治理机制的意见》；上海市促进民营经济高质量发展大会举行；国务院决定对原产于美国的所有进口商品加征34%关税；**地产方面**，住建部发布新版国家标准《住宅项目规范》；**其他金融政策方面**，四大行向财政部募资5000亿元定增。

**1、权益：**A股方面，受特朗普“对等关税”落地引发全球流动性危机抬头影响，各大指数普遍回调，其中创业板回落幅度接近3%。但万得微盘股指数上周累计反弹1.64%。**政策影响：**证监会召开深化资本市场投融资综合改革民营企业座谈会；三大交易所细化程序化交易细则。

**2、固收：**受特朗普“对等关税”落地以及跨季压力已过影响，上周资金面整体回归宽松，央行当周总共回笼资金5019亿元（含国库现金）。4月初DR007恢复回落，4月3日回落至1.7%以下。**政策影响：**财政部公布2025年第二季度国债发行有关安排；央行3月续作8000亿买断式逆回购。

**3、大宗商品：**有色金属开始下跌；原油持续回落；贵金属出现回调；黑色金属偏弱震荡；猪肉区间震荡。**政策影响：**中国宣布实施中重稀土出口管制；OPEC+预计5月再度增产；上金所强化风险管控应对全球流动性风险；住建部出台住宅规范新规，落实“好房子”新标准；农村农业部强化粮食安全保障。

**4、外汇：**上周，受特朗普“对等关税”政策影响，截止4月4日，美元指数报102.92，周环比跌1.07%。人民币贬值压力有所缓解，截至4月4日报7.297，周环比升值0.37%。在岸人民币与NDF利差为26bp。**政策影响：**贸促会问卷显示2025年上半年出口持看好；商务部将16家美国实体列入出口管制管控名单；鲍威尔表示美联储在关税最终影响变得清晰之前不会调整利率；特朗普宣布“对等关税”引起各国强烈反应；尹锡悦成为韩国第二个被弹劾罢免总统。

### 大类资产轮动展望

4月决断，应对波动率放大，待冲击落地继续攻坚。4/4 VIX 指数迅速上升至45.6，过去5年仅2020年3月中旬高于现在。我们预计财政进一步扩张和货币适度宽松协同配合，后续降准降息政策尚有空间以及大力提振消费有关措施加快落地应对特朗普“对等关税”冲击。

**风险提示：**特朗普新政不确定性超出市场预期；隐债化解落地时滞；地缘政治冲突升级；贸易摩擦再度升级。

### 作者

**吴开达** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524030001  
wukaida@tfzq.com

**叶慧超** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525030001  
yehuichao@tfzq.com

### 相关报告

- 《投资策略：中观景气度高频跟踪及运用-中观景气度数据库和定量模型应用》 2025-04-07
- 《投资策略：A股策略周报-波动率放大：疫情冲击与特朗普“对等关税”冲击》 2025-04-06
- 《投资策略：汇添富上海地产住房REIT上市-周观REITs》 2025-04-05

## 内容目录

1. 海内外政策要闻.....	4
1.1. 国内政策要闻.....	4
1.2. 海外政策要闻.....	5
1.3. 政策导向分析.....	7
2. 权益市场分析.....	8
2.1. 市场回顾.....	8
2.2. 政策影响分析.....	8
3. 固收市场分析.....	10
3.1. 市场回顾.....	10
3.2. 政策影响分析.....	10
4. 大宗商品市场分析.....	12
4.1. 市场回顾.....	12
4.1.1. 有色金属.....	12
4.1.2. 原油能化.....	12
4.1.3. 贵金属.....	13
4.1.4. 黑色金属.....	13
4.1.5. 农产品.....	13
4.2. 产业政策影响分析.....	15
4.2.1. 有色金属.....	15
4.2.2. 原油能化.....	15
4.2.3. 贵金属.....	15
4.2.4. 黑色金属.....	16
4.2.5. 农产品.....	16
5. 外汇市场分析.....	17
5.1. 市场回顾.....	17
5.2. 汇率政策影响分析.....	17
6. 大类资产轮动展望.....	20
7. 本周大事前瞻.....	21
8. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1: “对等关税”实施后美国有效税率预测 (%).....	6
图 2: 3 月非农就业仍有一定迷惑性 (千人, %).....	6
图 3: 主要指数表现 (点).....	9
图 4: 主要指数表现 (点).....	9
图 5: 主要股指换手率 (%).....	9
图 6: 沪深两市市盈率 (倍).....	9
图 7: 南向资金变化 (亿元).....	9

图 8: 港交所主要指数市盈率 (倍) .....	9
图 9: 恒生 AH 溢价 (点) .....	9
图 10: 股指期货走势 (点) .....	9
图 11: 主要美股波动率 (%) .....	10
图 12: 主要美股走势 (点) .....	10
图 13: 3 月续作 8000 亿逆回购 (亿元) .....	11
图 14: 美国国债收益率变化 (%) .....	11
图 15: TIPS 通胀预期 (%) .....	11
图 16: 中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准) .....	12
图 17: 中资美元债指数 (点) .....	12
图 18: 联邦基金利率溢价 (%) .....	12
图 19: 美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准) .....	12
图 20: RJ/CBR 指数 (点) .....	13
图 21: LME 铜价 (美元/吨) .....	13
图 22: 原油价格 (美元/桶) .....	14
图 23: EIA 库存 (千桶) .....	14
图 24: 金价一路走高 (美元/盎司) .....	14
图 25: 贵金属期货价格 (美元/盎司) .....	14
图 26: 金银比 (美元/盎司, 点) .....	14
图 27: 黄金 ETF 波动率有所上行 (点) .....	14
图 28: 螺纹钢价格 (元/吨) .....	15
图 29: 猪肉价格 (元/吨, 元/公斤) .....	15
图 30: 美元指数 (点) .....	18
图 31: 三大人民币汇率指数 (点) .....	18
图 32: 在岸-离岸利差 (点) .....	19
图 33: 离岸-NDF 利差 (点) .....	19
图 34: 美元兑韩元接近前期新高 .....	19
图 35: FRA-OIS 利差 (点) .....	19
图 36: 1 月全球经贸摩擦指数持平上月 (点) .....	19
图 37: 3 月外汇储备再度上升 (亿美元) .....	20
图 38: CME 联邦利率观察 (截至 4 月 7 日) .....	20
表 1: 近期国内政策汇总 .....	4
表 2: 4 月 2 日对等关税征收方案 (税率) .....	5
表 3: 4 月 2 日对等关税征收方案 (国别&地区) .....	7
表 4: 各类资产涨跌幅汇总 (3.28-4.4) .....	16
表 5: 本周大事前瞻 (4 月 7 日-4 月 11 日) .....	21

## 1. 海内外政策要闻

### 1.1. 国内政策要闻

**中共中央政治局召开会议。**新华社消息，中共中央政治局3月31日召开会议，审议《生态环境保护督察工作条例》《关于二十届中央第四轮巡视情况的综合报告》。会议强调，要坚持和加强党对生态环境保护督察工作的领导，继续发挥督察利剑作用，进一步压实各地区各部门抓好美丽中国建设的政治责任。要牢牢牵住责任制这个“牛鼻子”，强化大局意识，保持严的基调，敢于动真碰硬，持续发现问题，认真解决问题，提高对党中央生态文明建设决策部署的执行力。要强化督察队伍建设，加强规范管理，严明作风纪律。

**政策简评：**今年的政府工作报告将“协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型”作为2025年主要工作任务之一，并且提出了**加强污染防治和生态建设、加快发展绿色低碳经济、积极稳妥推进碳达峰碳中和**三大主要目标。另外在两会部长通道上，生态环境部部长也表示高水平保护和高质量发展是相互融合、彼此支撑、相互成就的关系，没有绿色低碳就谈不上高质量发展。今年将：**1. 持续推动生态环境分区管控；2. 积极培育和发展绿色生产力；3. 用市场的机制推动减污降碳；4. 守牢高质量发展的底线。**二十届中央目前完成四轮巡视工作，2024年11月初中央第四轮巡视完成进驻工作，总共15个巡视组将对34家中央和国家机关单位开展常规巡视。本次政治局会议强调，要坚持**围绕中心、服务大局，深化政治巡视**，把党中央各项决策部署落实情况作为监督重点，为推进中国式现代化提供有力保障。要加强领导班子建设，着力解决乱作为、不作为、不敢为、不善为问题，推进领导干部能上能下常态化。根据惯例后续将完成巡视反馈以及公布整改情况，**强化工作效率，推进中国式现代化进程。**

**《求是》杂志发表总书记重要文章。**4月1日出版的第7期《求是》杂志发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《**朝着建成科技强国的宏伟目标奋勇前进**》。文章强调，科技兴则民族兴，科技强则国家强。党的十八大以来，党中央深入推动实施创新驱动发展战略，提出加快建设创新型国家的战略任务，确立2035年建成科技强国的奋斗目标，不断深化科技体制改革，充分激发科技人员积极性、主动性、创造性，有力推进科技自立自强，我国科技事业取得历史性成就、发生历史性变革。

**政策简评：**去年6月24日全国科技大会、国家科学技术奖励大会和中国科学院第二十一次院士大会、中国工程院第十七次院士大会**首次同日召开**。总书记当时强调，**科技兴则民族兴，科技强则国家强**。中国式现代化要靠科技现代化作支撑，实现高质量发展要靠科技创新培育新动能。必须充分认识科技的战略先导地位和根本支撑作用，锚定2035年建成科技强国的战略目标，**加强顶层设计和统筹谋划，加快实现高水平科技自立自强**。今年政府工作报告也将“**深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能**”排在主要工作第三位，强调加快组织实施和超前布局重大科技项目、推动科技支出向基础研究倾斜、健全科技成果转化支持政策和市场服务、扩大科技开放合作等一系列科技创新改革措施。我们预计后续科技创新或在“**人工智能+**”、“**具身智能**”、“**深海经济**”等领域再有突破。

表 1：近期国内政策汇总

	政策名称	市场影响
重大会议 & 讲话	中共中央政治局召开会议	把党中央各项决策部署落实情况作为监督重点
	《求是》杂志发表总书记重要文章	朝着建成科技强国的宏伟目标奋勇前进
	全国高校毕业生等青年就业创业工作视频会议召开	更加注重面向重点领域、重点行业开发新的就业增长点
财政货币政策	央行召开2025年研究（参事）工作会议	不断提升研究能力和水平，更好发挥参谋助手作用
	央行召开2025年反洗钱工作会议	积极推动反洗钱工作高质量发展
	财政部公布2025年第二季度国债发行有关安排	首次发行2025年中央金融机构注资特别国债
证监会系统政策	证监会召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议	推动境外上市备案管理工作取得积极进展
	三大交易所发布程序化交易新规	进一步细化了程序化交易监管安排
	证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会	深化资本市场投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放

其他金融政策	四大行向财政部募资5000亿元定增	特别国债补充国有大行核心一级资本
	金管总局发布《 <b>银行业保险业科技金融高质量发展实施方案</b> 》	探索构建同科技创新相适应的科技金融体制
	金管总局发布《 <b>关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知</b> 》	引导保险资金加大对国家战略性新兴产业股权投资力度
	金管总局发布《 <b>关于加强商业银行互联网助贷业务管理提升金融服务质效的通知</b> 》	加强商业银行互联网助贷业务管理，规范业务经营行为，促进业务健康发展
	多部委发布《 <b>关于推进金融纠纷调解工作高质量发展的意见</b> 》	进一步健全完善金融消费纠纷多元化解决机制
地产政策	住建部发布新版国家标准《 <b>住宅项目规范</b> 》	住宅产品迭代升级，以优质供给促进市场止跌回稳
产业政策	中办、国办发布《 <b>关于健全社会信用体系的意见</b> 》	提高社会信用体系市场化社会化水平
	全国消费品以旧换新工作推进电视电话会在京召开	推动消费品以旧换新取得更大成效
	中办、国办发布《 <b>关于完善价格治理机制的意见</b> 》	为进一步深化价格改革，完善价格治理机制提供指引
	上海市促进民营经济高质量发展大会举行	打造民营经济发展新高地
	全国电子信息制造业高质量发展行业会召开	培育壮大一批新兴产业和未来产业
	国务院决定对原产于美国的所有进口商品加征34%关税	反制美国“ <b>对等关税</b> ”制裁
	商务部对部分中重稀土相关物项实施出口管制	
	美国总统特朗普签署两项关于所谓“ <b>对等关税</b> ”的行政令	美国发布“ <b>对等关税</b> ”制裁
	OPEC+宣布增产	增产维护石油市场稳定
	特朗普延长TIKTOK禁令	再次给予TikTok“不卖就禁用”法律75天宽限期

资料来源：中国政府网、中国人民银行等，天风证券研究所

## 1.2. 海外政策要闻

**特朗普“对等关税”冲击全球。**当地时间4月2日，美国白宫发表声明称，特朗普当日宣布**国家进入紧急状态**，以提高美国的竞争优势，保护美国主权，并加强美国国家和经济安全。声明称，特朗普将对所有国家征收10%的“**基准关税**”，该关税于美国东部时间4月5日凌晨0时01分生效。此外，特朗普将对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“**对等关税**”，该关税将于美国东部时间4月9日凌晨0时01分生效，所有其他国家将继续遵守原有的10%关税基准，另外此前宣布的25%汽车关税也于4月3日凌晨正式生效。

**政策简评：**4月2日当日被美国总统特朗普称为“**解放日**”。特朗普此前曾多次预告，他会在这天宣布对全球所有贸易伙伴，征收所谓的大规模“**对等关税**”措施。据美媒梳理，美国将对**中国征收关税34%**（如果在今年已加20%基础上加征，则为54%）、**欧盟20%**、**越南46%**、**日本24%**、**韩国25%**、**英国10%**、**泰国36%**、**瑞士31%**、**南非30%**、**孟加拉37%**、**新加坡10%**、**菲律宾17%**、**斯里兰卡44%**、**沙特阿拉伯10%**、**柬埔寨49%**、**中国台湾省32%**、**印度26%**、**印尼32%**、**马来西亚24%**，等等。本次“**对等关税**”整体力度超过市场此前预期，CBOE VIX指数4月4日单日冲高至45以上，**4月3日、4日，美国股市连续两天深度调整，市值蒸发5万亿美元。**从目前各国反应来看，加拿大、欧盟、中国都发起了强烈反制措施。4月4日中方宣布，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税，商务部和海关总署也宣布对部分中重稀土相关物项实施出口管制措施，将11家涉台军售美国企业列入不可靠实体清单，并第一时间发布《**中国政府关于反对美国滥施关税的立场**》，打出反制关税组合拳。4月全球波动或将进一步放大，后续博弈点在于何时谈判。

表2：4月2日对等关税征收方案（税率）

关税种类	比例	生效时间
进口汽车关税	25%	美东时间4月3日凌晨生效
最低基准关税	10%	美东时间4月5日凌晨生效
额外对等关税	10%-49%	美东时间4月9日凌晨生效

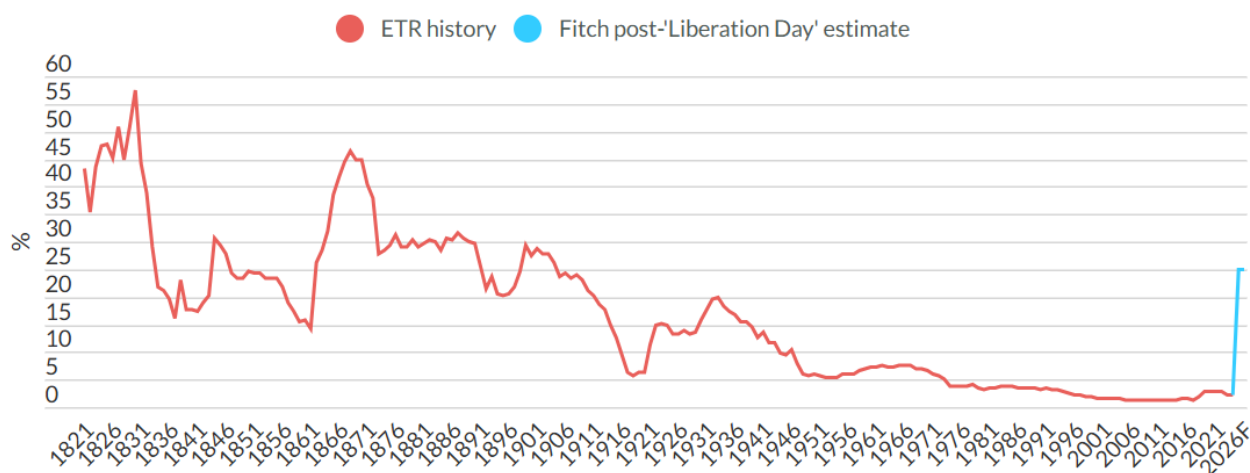
资料来源：新浪财经，天风证券研究所

**3月非农就业再度扰动降息预期。**4月4日周五，美国劳工统计局公布的数据显示：3月非农就业人口增长22.8万，高于预期的增加14万，前值从增加15.1万下修为增加11.7万；美国劳工统计局还将1月非农就业人口增幅从12.5万下修至11.4万。经过这些修正，1月和2月的就业人数加起来比之前的报告减少了4.8万。3月失业率升至4.2%，预期4.1%，前值4.1%。**具体分行业来看**，非农就业的增长主要来自医疗保健、交通和仓储以及休闲和酒店领域。零售业就业人口反弹，部分增幅与Kroger Co.的1万名罢工工人重返岗位有关。**工资方面**，3月平均每周工时34.2小时，预期34.2小时，前值修正为34.2小时，初值34.1小时。3月劳动力参与率62.5%，预期62.4%，前值62.4%。

**政策简评：**本周非农数据出台于特朗普“对等关税”推出以后，因此备受市场关注。此前多项经济数据显示美国经济“滞胀”信号强烈，机构普遍预期，3月非农就业数据可能进一步显示美国就业市场将出现降温信号。整体来看**医疗保健、交通以及休闲酒店**是3月新增就业的主要贡献点，政府部门削减人数也较2月有所缩减。但值得注意的是，DOGE此前裁员的大部分员工目前仍在领取遣散费，仍未被纳入失业人口统计，我们预计随着政府部门裁员推进，**二季度后对非农拖累效应会逐步显现**，同时关税效应下二季度通胀抬头压力增大，**6月再度降息概率加大**。

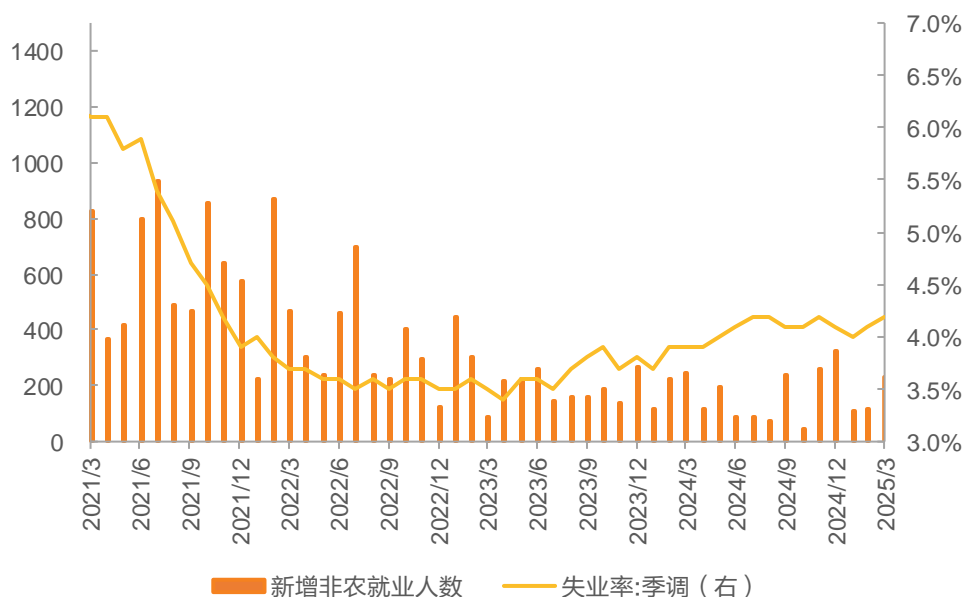
图 1：“对等关税”实施后美国有效税率预测（%）

## US Effective Tariff Rate



资料来源：Fitch Rating，天风证券研究所

图 2：3月非农就业仍有一定迷惑性（千人，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表3：4月2日对等关税征收方案（国别&amp;地区）

国别&地区	税率	国别&地区	税率
阿尔及利亚	30%	马拉维	18%
安哥拉	32%	马来西亚	24%
孟加拉国	37%	毛里求斯	40%
波黑	36%	摩尔多瓦	31%
博茨瓦纳	38%	莫桑比克	16%
文莱	24%	缅甸	45%
<b>柬埔寨</b>	<b>49%</b>	纳米比亚	21%
喀麦隆	12%	瑙鲁	30%
赤道几内亚	13%	尼加拉瓜	19%
<b>中国</b>	<b>34%</b>	尼日利亚	14%
科特迪瓦	21%	北马其顿	33%
刚果（民主共和国）	11%	挪威	16%
几内亚比绍	13%	巴基斯坦	30%
<b>欧盟</b>	<b>20%</b>	菲律宾	18%
福克兰群岛	42%	塞尔维亚	38%
斐济	32%	南非	31%
圭亚那	38%	韩国	26%
<b>印度</b>	<b>27%</b>	斯里兰卡	44%
印度尼西亚	<b>32%</b>	瑞士	32%
伊拉克	39%	叙利亚	41%
以色列	17%	<b>中国台湾地区</b>	<b>32%</b>
<b>日本</b>	<b>24%</b>	泰国	37%
约旦	20%	突尼斯	28%
哈萨克斯坦	27%	瓦努阿图	23%
老挝	48%	委内瑞拉	15%
莱索托	50%	<b>越南</b>	<b>46%</b>
利比亚	31%	赞比亚	17%
列支敦士登	37%	津巴布韦	18%
马达加斯加	47%		

资料来源：白宫官网，天风证券研究所

### 1.3. 政策导向分析

上周（3.31-4.4）海外政策聚焦特朗普宣布国家紧急状态并发布“对等关税”细则，随后全球市场波动率明显放大，4月3日、4日，美国股市连续两天深度调整，市值蒸发5万亿美元。3月非农就业人口增长22.8万，高于预期的增加14万，再度扰动降息预期。

上周（3.31-4.4）国内政策主要聚焦于中共中央政治局召开会议，审议《生态环境保护督察工作条例》《关于二十届中央第四轮巡视情况的综合报告》；全国高校毕业生等青年就业创业工作视频会议召开；货币财政方面，央行召开2025年研究（参事）工作与反洗钱会议；财政部公布2025年第二季度国债发行有关安排；资本市场方面，证监会召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议；证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会；

产业方面，中办、国办发布《关于健全社会信用体系的意见》和《关于完善价格治理机制的意见》；上海市促进民营经济高质量发展大会举行；国务院决定对原产于美国的所有进口商品加征34%关税；商务部对部分中重稀土相关物项实施出口管制；其他金融政策方面，四大行向财政部募资5000亿元定增；金管总局发布《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》以及《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》；地产方面，住建部发布新版国家标准《住宅项目规范》。

## 2. 权益市场分析

### 2.1. 市场回顾

A股方面，受特朗普“对等关税”落地引发全球流动性危机抬头影响，各大指数普遍回调，其中创业板回落幅度接近3%。但万得微盘股指数上周累计反弹1.64%。上周南向资金整体依旧为净流入，3月31日当周总共流入593.79亿元。MSCI中国A股指数上周则小幅回落1.5%，上周全周维持在3350点以下。股指期货方面，上周四大品种集体回落，除了IH合约外其余当周回落都超过1%。外盘方面受特朗普2.0以及“对等关税”正式落地影响，上周三大股指普遍集体大幅回落，其中纳斯达克单周降幅超过10%，波动率方面也集体扩大。AH溢价指数3月以来持续收敛，上周基本维持在132-134之间。

### 2.2. 政策影响分析

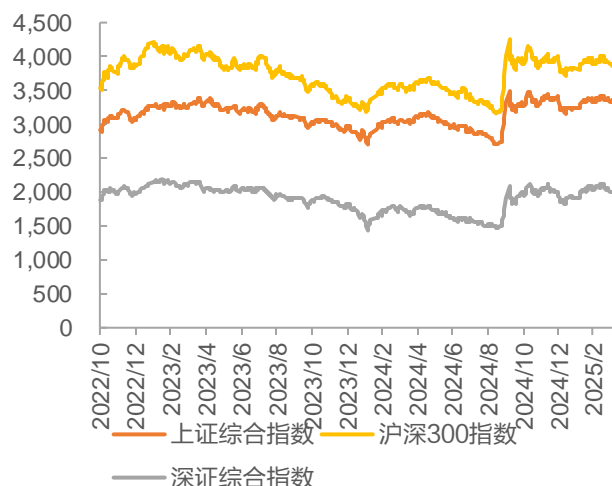
#### 证监会系统政策：

**证监会召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议。**近日，中国证监会党委委员、副主席李明主持召开境外上市备案管理跨部门协调工作机制全体会议，总结协调机制运行成效和经验，分析当前境外上市面临的形势，研究部署下一阶段协调机制优化完善相关工作。会议指出，境内企业境外上市是资本市场高水平开放的重要组成部分，对支持企业融入全球经济、服务创新驱动发展战略和经济高质量发展具有积极意义。协调机制运行两年来，各成员单位密切协作，推动境外上市备案管理工作取得积极进展，制度规则不断完善，协同效率不断提升，风险防控扎实有效，有效助力企业用好两个市场、两种资源规范健康发展。

**证监会召开深化资本市场投融资综合改革民营科技企业座谈会。**近日证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会，与集成电路、新能源汽车、智能制造、新材料、商业航天、网络经济等不同领域的民营科技企业代表深入交流，充分听取意见建议。与会代表围绕深化资本市场投融资综合改革，进一步推动资本市场改革发展提出了具体建议，包括：**改革优化股票发行上市、再融资和并购重组等制度，进一步增强制度包容性、适应性，提升投融资便利度和效率；进一步完善科技企业发现培育、识别筛选和IPO支持机制，增强对未盈利科技企业发行上市的包容度，完善信息披露相关制度规则；支持境外已上市科技企业回归，优化上市公司结构，丰富优质投资标的；加大推动中长期资金入市力度，培育壮大长期投资力量等。**吴清表示证监会将持续深入学习贯彻习近平总书记关于支持民营经济和科技创新的重要论述精神，坚持“两个毫不动摇”，以深化资本市场投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放。尊重市场规律，切实提升资本市场的包容性、适应性，持续增强规则的透明度、可预期性，进一步完善全链条全生命周期的多层次市场服务体系，加力支持优质民营企业做强做优做大。

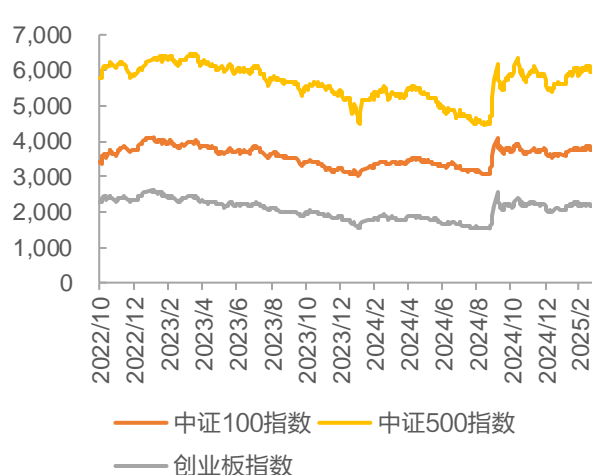
**三大交易所细化程序化交易细则。**2025年4月3日，沪深北交易所出台程序化交易管理有关规则。据了解，本次规则进一步细化了程序化交易监管安排，并在内外资一致原则下，明确了关于北向程序化交易报告的具体安排。《实施细则》则从报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理、沪深股通管理、监督检查等方面对《管理规定》作了进一步细化安排。另外，本次规则发布的另一大亮点，是公开征求意见的《北向报告指引》。该指引在**报告内容、报告时限、高频交易报告要求、联交所参与者职责、交易所监督管理**等方面，均与境内报告要求基本一致，确保所有在沪市开展程序化交易的投资者按照相同要求履行报告义务，摸清程序化交易情况，充分体现了内外资一致原则。

图 3：主要指数表现（点）



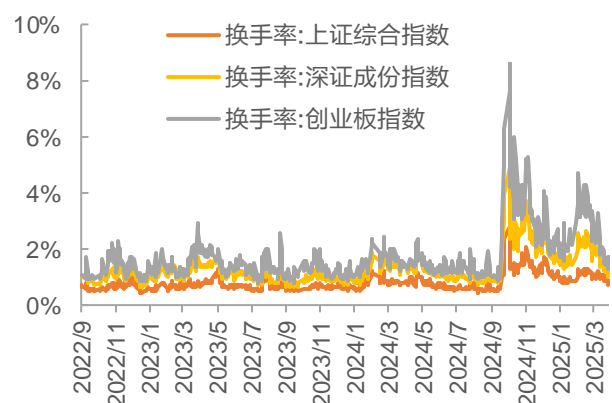
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：主要指数表现（点）



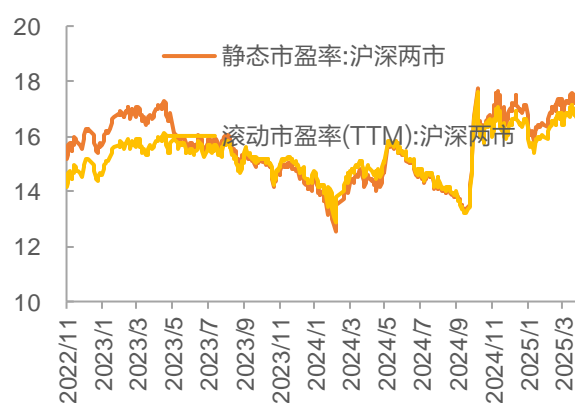
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：主要股指换手率（%）



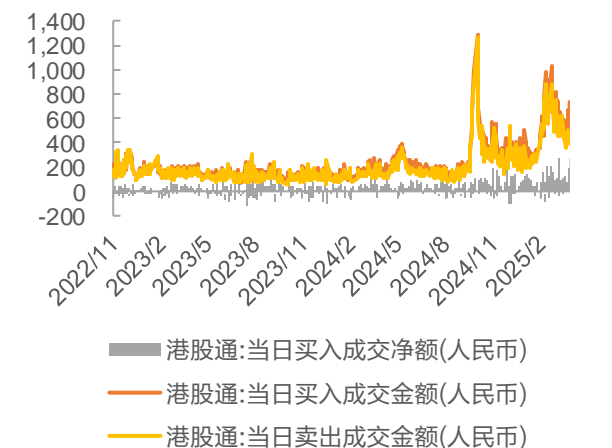
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：沪深两市市盈率（倍）



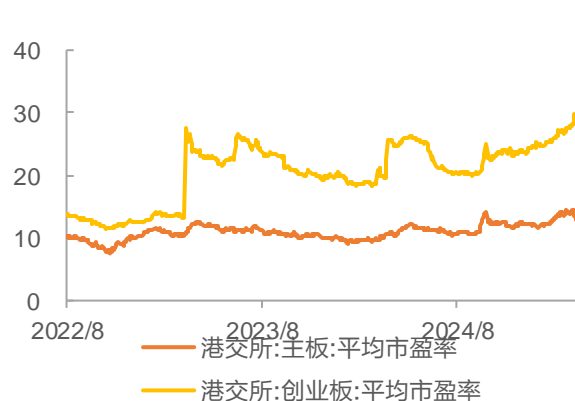
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：南向资金变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：港交所主要指数市盈率（倍）



资料来源：Wind，天风证券研究所

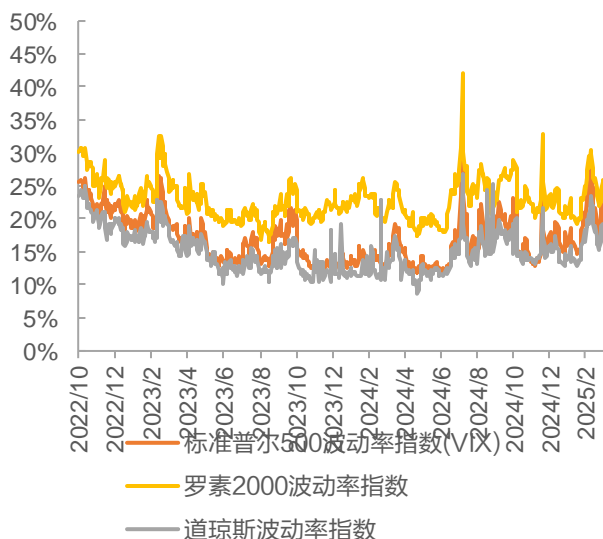
图 9：恒生 AH 溢价（点）

图 10：股指期货走势（点）

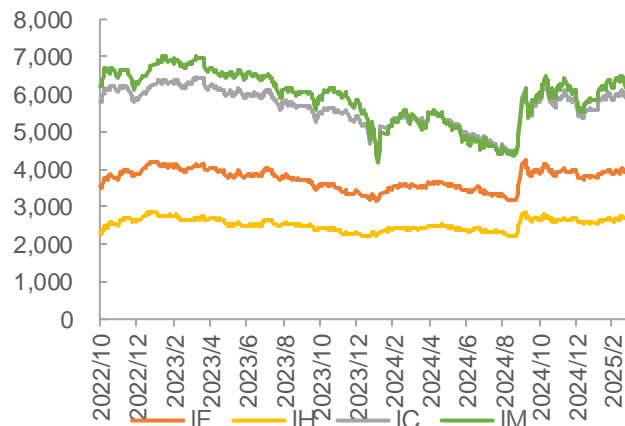


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：主要美股波动率（%）

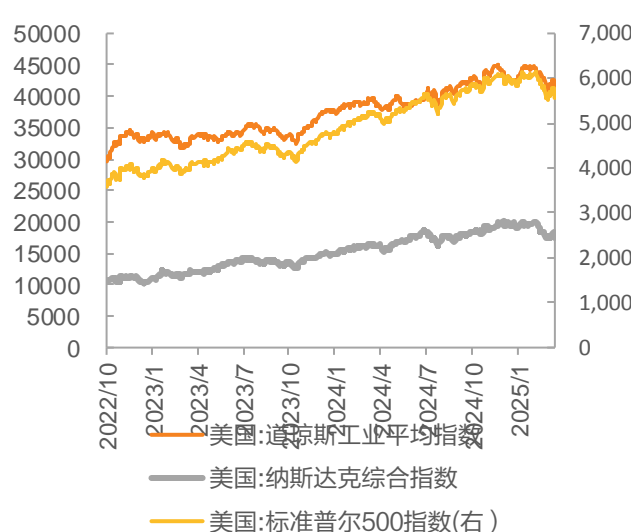


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：主要美股走势（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3. 固收市场分析

### 3.1. 市场回顾

受特朗普“对等关税”落地以及跨季压力已过影响，上周资金面整体回归宽松，央行当周总共回笼资金5019亿元（含国库现金）。4月初DR007恢复回落，4月3日回落至1.7%以下。海外关税摩擦升级影响，宽松预期增强，十年期国债收益率持续回调至1.75%以下，4月3日收至1.72%。

### 3.2. 政策影响分析

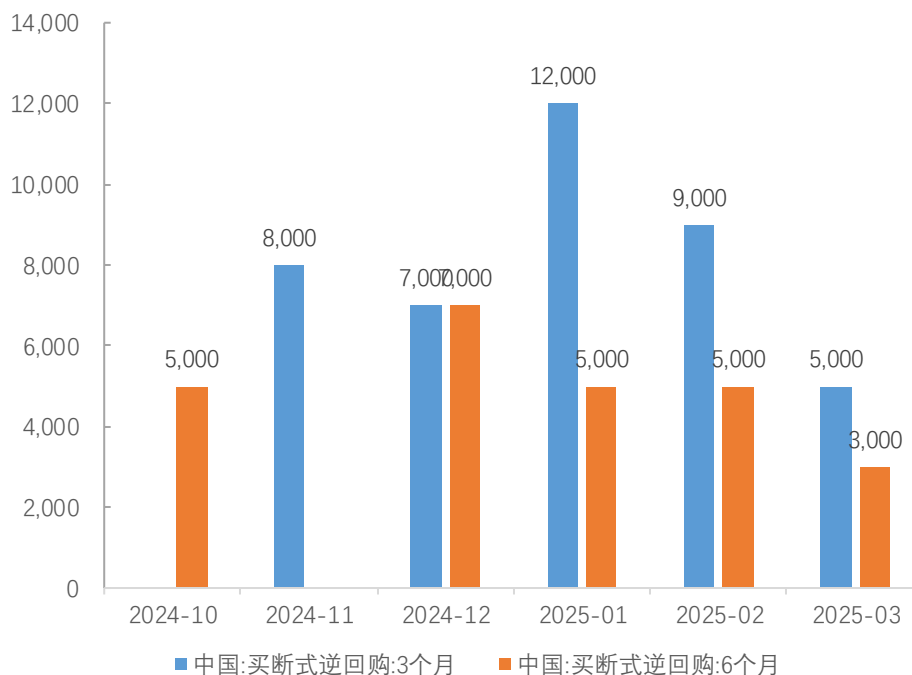
#### 货币财政政策：

**财政部公布2025年第二季度国债发行有关安排。**财政部办公厅3月31日公布2025年第二季度关键期限国债、短期国债、超长期一般国债、储蓄国债、中央金融机构注资特别国债发行有关安排。其中4月11日将续发30年期超长期一般国债；4月24日将首次发行5年期2025年中央金融机构注资特别国债，随后5月14日和6月4日将续发5年期和7年期注资特别国债。

**央行3月续作8000亿买断式逆回购。**3月31日央行官网发布，为保持银行体系流动性充裕，

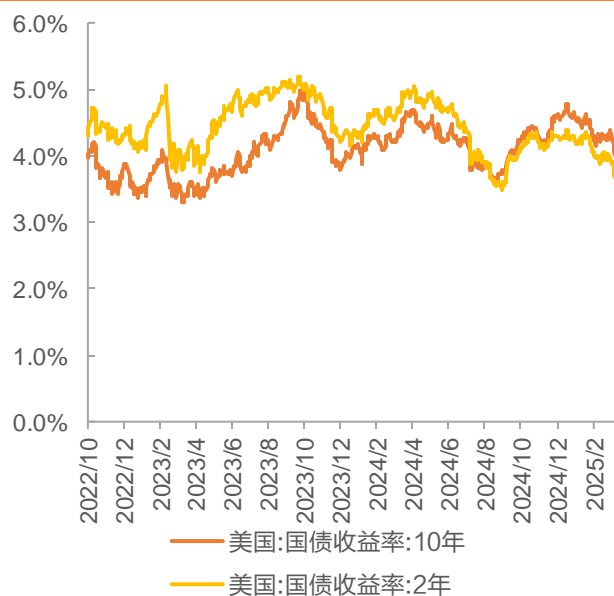
2025年3月中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了8000亿元买断式逆回购操作，其中3个月期续作5000亿元，6个月期续作3000亿元。

图 13：3 月续作 8000 亿逆回购（亿元）



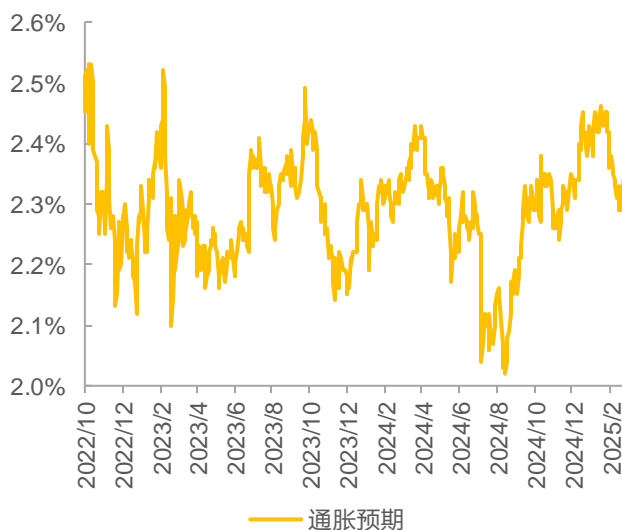
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：美国国债收益率变化（%）



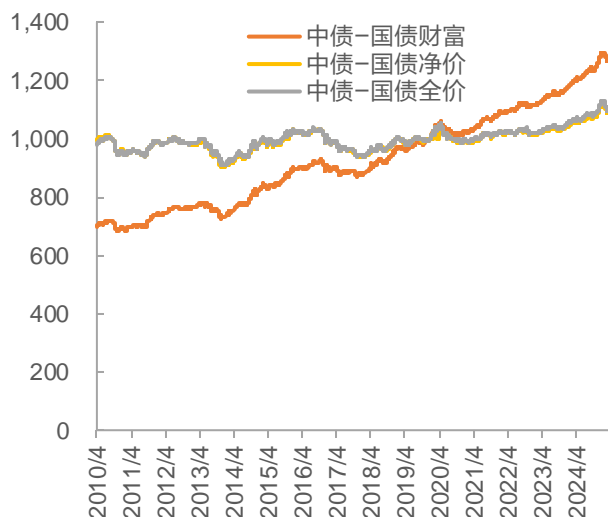
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：TIPS 通胀预期（%）



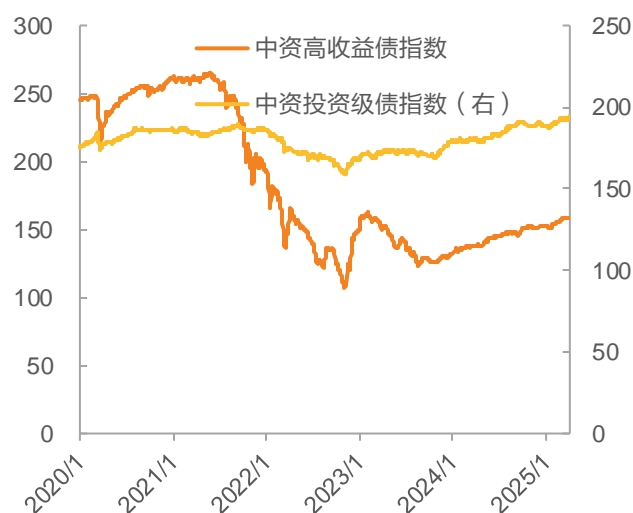
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：中债国债指数变化（2020 年 1 月 2 日为基准）



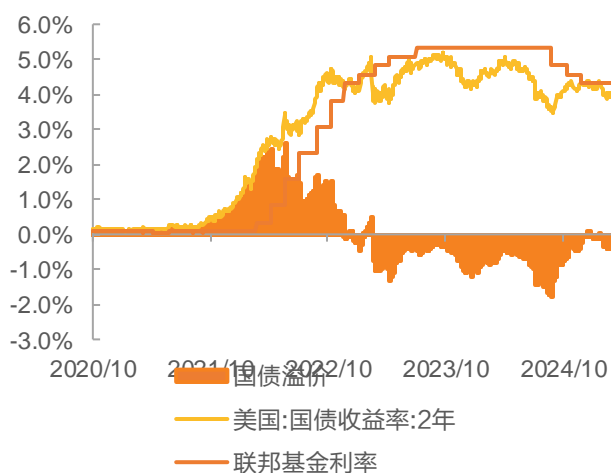
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：中资美元债指数（点）



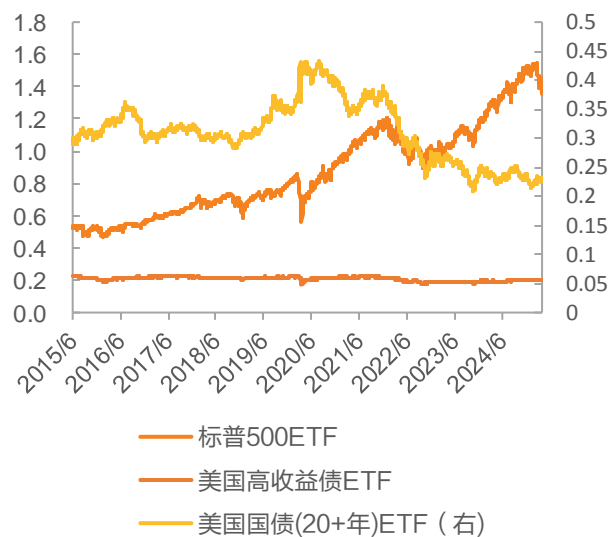
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 18：联邦基金利率溢价 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：美国国债 ETF 表现（2022 年 9 月 1 日为基准）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 大宗商品市场分析

### 4.1. 市场回顾

#### 4.1.1. 有色金属

**有色金属价格下跌。**受特朗普“对等关税”政策影响，上周有色金属价格下跌。截止4月3日，南华沪铜指数收于6450.8点，周环比下跌2.00%。LME铜期货价格走势与国内市场相似，但下跌力度更大，4月4日收于8895美元/吨，周环比下跌8.49%。

#### 4.1.2. 原油能化

**原油价格大幅下跌。**受特朗普“对等关税”政策影响，叠加OPEC+宣布超预期增产，上

周原油价格大幅下跌。截止4月4日，WTI原油现货价格收于61.99美元/桶，周环比下跌10.63%。布伦特原油价格走势与WTI类似，4月4日收于68.17美元/桶，周环比下跌8.67%。

#### 4.1.3. 贵金属

**黄金价格出现回调。**3月以来，黄金避险属性凸显，价格一路上涨。上周，特朗普宣布“对等关税”政策后，各类商品受恐慌情绪影响大幅下跌。面对流动性压力，黄金价格出现回调。截止4月4日，伦敦现货金价收于3037.31美元/盎司，周环比下跌1.52%。COMEX黄金期货主力合约走势与现货市场类似，截止4月4日，COMEX黄金期货主力合约收于3035.6美元/盎司，周环比下跌1.76%。**白银价格大幅回落。**COMEX白银期货主力合约4月4日跌破30整数关口，收盘报29.55美元/盎司，周环比下跌15.15%。由于黄金韧性较大，金银比大幅走扩至97.46。

#### 4.1.4. 黑色金属

**黑色金属偏弱震荡。**上周上期所螺纹钢主力合约价格震荡下行，截止4月3日收于3165元/吨，周环比下跌0.85%。螺纹钢现货价格同样偏弱震荡。4月3日，螺纹钢现货价格收于3220元/吨，周环比上涨0.31%。根据我的钢铁网数据，截止4月4日，当月螺纹钢、线材、热轧库存环比回落18.63、4.85、9.73吨，冷轧库存环比上升1.45吨，整体来看此前补库周期基本结束。

#### 4.1.5. 农产品

**猪肉价格区间内震荡。**春节后猪肉价格一路走低，至三月末有所企稳。截止4月3日猪肉批发价为20.91元/公斤，周环比微跌0.14%。大商所生猪主力合约价格上周小幅上涨，截止4月3日收于13270元/吨，周环比上涨0.34%。截止4月4日，猪粮比走扩至6.57。后续供给恢复下价格下行压力或增大，引发新一轮收储工作。

图 20：RJ/CRB 指数（点）



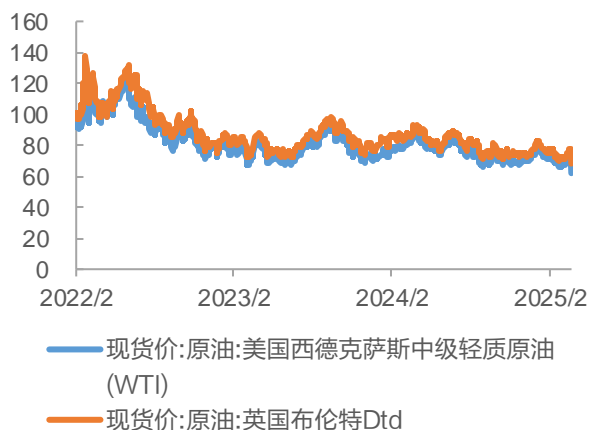
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：LME 铜价（美元/吨）



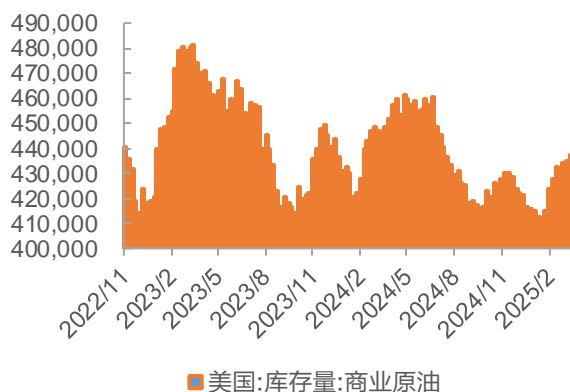
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：EIA 库存（千桶）



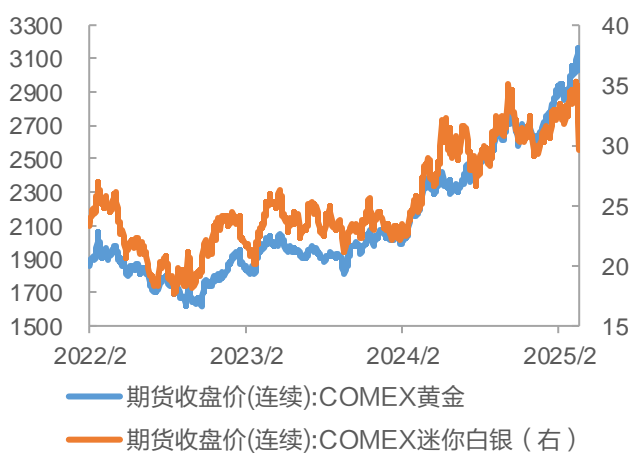
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：金价一路走高（美元/盎司）



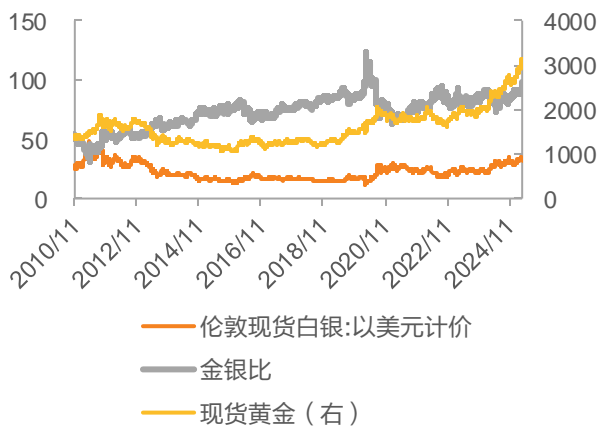
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：贵金属期货价格（美元/盎司）



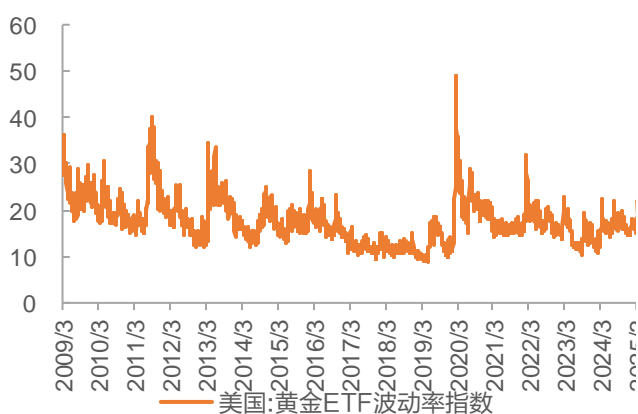
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：金银比（美元/盎司，点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：黄金 ETF 波动率有所上行（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：螺纹钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：猪肉价格（元/吨，元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 产业政策影响分析

### 4.2.1. 有色金属

**中国宣布实施中重稀土出口管制。**2025年4月4日，中国商务部与海关总署联合发布公告，宣布对部分中重稀土相关物项实施出口管制，此举是为维护国家安全和利益，履行国际防扩散义务。这一管制措施标志着中国在稀土资源管理方面迈出了更加坚定的步伐。根据公告内容，此次出口管制涉及钷、钆、铽、镱、镱、铥、钆等七类中重稀土相关物项，包括金属、合金、靶材、永磁材料、氧化物、化合物及其混合物等多种形态。这些物项具有军民两用属性，其出口管制是国际通行做法。中国作为负责任的大国，通过此举体现了其维护世界和平与地区稳定的一贯立场。商务部新闻发言人表示，中国政府希望通过双边出口管制对话交流机制，**加强对外交流与合作，促进合规贸易。**这表明中国在加强出口管制的同时，也致力于推动国际贸易的健康发展。

### 4.2.2. 原油能化

**OPEC+预计再度增产。**石油输出国组织（欧佩克）4月3日发表声明说，8个欧佩克和非欧佩克产油国决定自今年5月起日均增产41.1万桶。这一增产远高于市场预期。沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼8国代表当天举行线上会议，讨论国际石油市场形势及前景。根据声明，鉴于当前市场基本面稳健、前景积极，8国决定进行产量调整。此次增产包含原定于5月增加的产量以及额外两个月的增产。同时，8国将根据市场情况灵活调整增产节奏，以维护石油市场稳定。上述8国2023年11月宣布日均220万桶的自愿减产措施，此后减产措施多次延期，于2024年12月延长至2025年3月底。8国今年3月决定自4月1日起逐步增加石油产量，以回撤2023年宣布的自愿减产措施。

### 4.2.3. 贵金属

**上金所强化风险管控。**4月3日，上海黄金交易所发布《关于继续加强近期市场防范风险工作的通知》。《通知》指出，近期影响市场运行的不确定性因素较多，贵金属价格持续大幅波动，市场风险加剧。节假日临近，请各会员提高风险防范意识，继续做细做好风险应急预案，维护市场平稳运行，提示投资者做好风险防范工作，合理控制仓位，理性投资。上周，特朗普“对等关税”政策出台后，4月4日、4月5日黄金价格连续两个交易日下

跌。在经济不确定性期间，金银通常被视为避风港。我们认为本次黄金价格回调，原因或是多方面的：一方面，由于股市连续大跌以及不确定性上升明显，部分投资者选择抛售黄金来筹集现金，以弥补股票等资产的损失；另一方面，美联储主席鲍威尔警告关税驱动的通胀可能持续存在，使得美联储近期降息的希望破灭，或进一步压制了黄金的价格。

#### 4.2.4. 黑色金属

**住建部出台住宅规范新规。**3月31日，住房和城乡建设部发布国家标准《住宅项目规范》，并明确规范将于今年5月1日起施行，要求住宅项目建设应以安全、舒适、绿色、智慧为目标，遵循“经济合理、安全耐久，以人为本、健康舒适，因地制宜、绿色低碳，科技赋能、智慧便利”的原则。近年来，中央及各部委多次提到“好房子”建设导向，今年“好房子”也首次被写入政府工作报告，好房子建设提速有助于住宅产品迭代升级，以优质供给促进市场止跌回稳。3月9日，在十四届全国人大三次会议民生主题记者会上，住房和城乡建设部部长倪虹表示“近期，住房和城乡建设部在组织编制《好房子建设指南》、修订《住宅项目规范》，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子”。此前2019-2022年，住建部曾先后三次发布《住宅项目规范》（征求意见稿），此次《住宅项目规范》正式发布，对住宅项目提出底线要求，有助于以更高标准推动住宅品质全面升级。

表 4：各类资产涨跌幅汇总（3.28-4.4）

天风外盘播报		2025/4/4			
外盘周度收益情况汇总					
品种	单位	3月28日	4月4日	涨跌	涨跌幅
标普500	点	5,580.94	5,074.08	-506.86	-9.08%
欧洲STOXX50	点	4,608.92	4,226.43	-382.49	-8.30%
富时中国A50期货	点	13,411.00	13,047.00	-364.00	-2.71%
美元指数	点	104.03	102.92	-1.11	-1.07%
ICE布油连续	美元/桶	73.38	66.06	-7.32	-9.98%
伦敦金现	美元/盎司	3,084.33	3,037.31	-47.02	-1.52%
伦敦银	美元/盎司	34.11	29.59	-4.52	-13.26%
LME铝	美元/吨	2,547.50	2,378.50	-169.00	-6.63%
LME铜	美元/吨	9,794.50	8,780.00	-1,014.50	-10.36%
LME锌	美元/吨	2,857.00	2,657.00	-200.00	-7.00%
LME镍	美元/吨	16,380.00	14,758.00	-1,622.00	-9.90%
ICE11号糖	美分/磅	19.06	18.93	-0.13	-0.68%
ICE2号棉花	美分/磅	66.89	63.33	-3.56	-5.32%
CBOT大豆	美分/蒲式耳	1,022.25	977.25	-45.00	-4.40%
CBOT豆粕当月连续	美元/短吨	293.10	283.70	-9.40	-3.21%
CBOT豆油当月连续	美分/磅	45.20	45.72	0.52	1.15%
CBOT小麦当月连续	美分/蒲式耳	528.50	530.00	1.50	0.28%
CBOT玉米当月连续	美分/蒲式耳	453.00	460.50	7.50	1.66%
MDE原棕榈油指数	林吉特/吨	4,331.00	4,452.00	121.00	2.79%
***各价格为该日收盘价格。					
数据来源：Wind					

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.2.5. 农产品

**农村农业部强化粮食安全保障。**为充分发挥农业执法对“三农”中心工作的服务保障作用，夯实国家粮食安全根基，近日，农业农村部印发《农业农村部关于开展2025年“绿剑护

粮安”执法行动的通知》部署开展“绿剑护粮安”执法行动。《通知》强调，各地要聚焦农资质量、农产品质量安全、动植物检疫、畜禽屠宰等重点领域，严厉打击制售假劣农资、种子套牌侵权、违法使用禁限用药物等坑农害农、危害粮食安全和农产品质量安全违法行为，保障粮食和重要农产品稳定安全供给，维护农民群众合法权益，守护人民群众“舌尖上的安全”。《通知》要求，各地要结合实际细化任务、压实责任，加强部门间、区域间执法协作，完善信息共享、线索通报、联动响应等机制，实现“一处发现、多地联查、溯源查处”。要坚持“执法为民、服务三农”的理念，深入落实行政执法量权基准制度，严格规范农业领域涉企行政检查，持续优化执法方式，让农业执法既有力度又有温度。

## 5. 外汇市场分析

### 5.1. 市场回顾

上周，受特朗普“对等关税”政策影响，截止4月4日，美元指数报102.92，周环比跌1.07%。人民币贬值压力有所缓解，截至4月4日报7.297，周环比升值0.37%。在岸人民币与NDF利差为26bp，整体来看特朗普关税政策出台以及地缘政治复杂多变下后续贬值压力仍需关注。截止4月3日CFETS人民币汇率指数、BIS货币篮子人民币汇率指数及SDR货币篮子人民币汇率指数分别较3月28日下跌0.23、0.46和0.56点。

### 5.2. 汇率政策影响分析

#### 对外贸易政策：

近期，中国贸促会对近5000家外贸企业开展问卷调查。结果显示，对2025年上半年出口持看好或持平预期的企业占76.1%，认为目前海外客户保持稳定的企业占53.8%。贸促会新闻发言人杨帆表示，在全球经贸增长面临诸多挑战，贸易限制措施不断加码的情况下，中国外贸发展的韧性和活力依然强劲。据介绍，仅开年一个季度，中国贸促会已组织107批次企业家代表团赴东南亚、中亚、中东、欧洲、拉美的33个国家和地区对接洽谈、开拓市场。

4月4日，商务部发布公告，决定将斯凯迪奥公司等11家实体列入不可靠实体清单，并采取以下处理措施：禁止上述企业从事与中国有关的进出口活动；禁止上述企业在中国境内新增投资。公告自公布之日起实施。商务部新闻发言人当日对此回应称，近年来，斯凯迪奥公司、BRINC无人机公司等11家公司不顾中方强烈反对，与台开展所谓军事技术合作，严重损害中国国家主权、安全和发展利益。中方根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国国家安全法》《中华人民共和国反外国制裁法》等法律，依据《不可靠实体清单规定》第二条等规定，依法追究其不法责任。发言人表示，中方一贯审慎处理不可靠实体清单问题，仅依法针对极少数危害我国国家安全的外国实体，诚信守法的外国实体完全无需担心。中国政府一如既往地欢迎世界各国企业来华投资兴业，并致力于为守法合规的外资企业在华经营提供稳定、公平和可预期的营商环境。

同日，商务部表示，为维护国家安全和利益，履行防扩散等国际义务，根据《中华人民共和国出口管制法》和《中华人民共和国两用物项出口管制条例》等法律法规有关规定，商务部发布公告决定将16家美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项。这些实体存在可能危害中国国家安全和利益的行为，任何出口经营者不得违反上述规定。

#### 国际大事影响：

美联储主席杰罗姆·鲍威尔4月4日讲话表示，预计特朗普关税措施将推高通胀并拉低经济增速，美联储在关税最终影响变得清晰之前不会调整利率。他表示，必须确保价格上涨不会导致持续的通胀，潜在的关税可能对通胀产生持久影响。关税的经济影响可能大于预期，美联储有责任稳定通胀预期。通胀率向2%目标迈进的进展最近已经放缓。关税可能导致

通胀上升，增长放缓。关税可能会在“未来几个季度”推高通胀。硬数据指向增长前景放缓但依然稳固。劳动力市场似乎大致平衡。尽管不确定性高，但目前美国经济仍处于良好状态。

特朗普宣布“对等关税”引起各国强烈反应。法国总统马克龙当地时间4月3日强烈批评美国对主要贸易伙伴加征“对等关税”，呼吁法国企业暂停在美投资。法国官方当天召集受美国“对等关税”影响的出口商和企业举行紧急会议，研究相关应对措施。与会行业代表和企业负责人主要来自法国航空航天、工业与化工、农业与酿酒、汽车、制药、奢侈品等领域。马克龙在会上指出，美国“对等关税”政策是“蛮横和毫无根据的决定”，给国际贸易造成冲击，并对欧洲经济造成巨大影响。他说，加征关税不仅会损害欧洲，也会损害美国自身，美国经济将变得更脆弱，美国人变得更穷。

加拿大总理卡尼当地时间4月2日表示，加方将“采取反制措施”对抗关税，4月3日在首都渥太华举行新闻发布会，宣布了对美国所谓“对等关税”的一系列反制措施。卡尼称，特朗普的关税政策“将从根本上改变国际贸易体系”。美国的一系列措施将“直接影响数百万加拿大人”，加方将“采取反制措施来对抗这些关税”。日本首相石破茂表示，政府将保护国内生计、就业和产业免受美国关税措施的影响。石破茂表示，尽管日本多次呼吁，但美国仍征收关税，他对此感到非常失望。广泛的贸易限制措施不仅会对两国之间的经济关系产生重大影响，而且会对全球经济和整个多边贸易体系产生重大影响。日本对美国关税措施是否符合WTO协定以及日美贸易协定深表关切，这一关税公告令人深感遗憾。

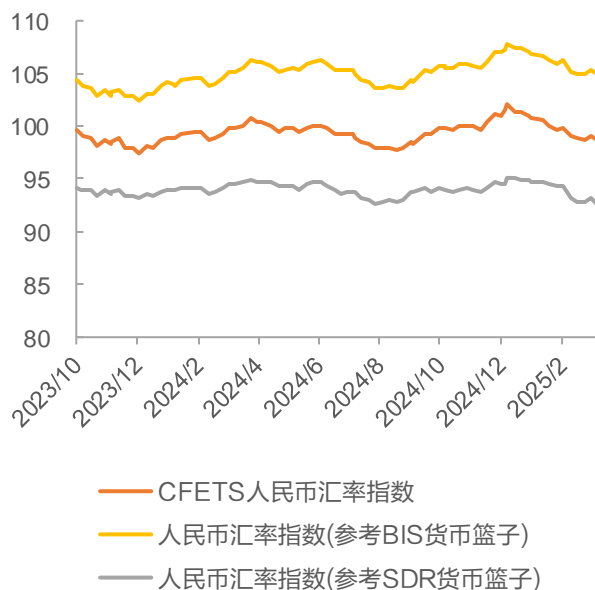
尹锡悦成为韩国第二个被弹劾罢免总统。4月4日上午，韩国宪法法院的8名宪法法官一致认为，尹锡悦严重违反了宪法和法律，并于当日上午11时22分宣布尹锡悦被罢免。由此，尹锡悦也成为时隔8年后韩国历史上第二位被弹劾的总统。此前，韩国时任总统朴槿惠因“闺蜜干政门”事件被罢免。韩国宪法法院法官4日的宣判显示，尹锡悦宣布紧急戒严违反了戒严法。宪法法院认定尹锡悦发动紧急戒严出动军人进入国会违反宪法，认定逮捕政治界人士违法。宪法法院表示，尹锡悦违反宪法规定的军队统帅义务。尹锡悦宣布紧急戒严侵犯了国会议员审议表决权、不逮捕特权。尹锡悦严重违法，法所不容。根据宪法规定，罢免后将在60天内举行大选。

图 30：美元指数（点）



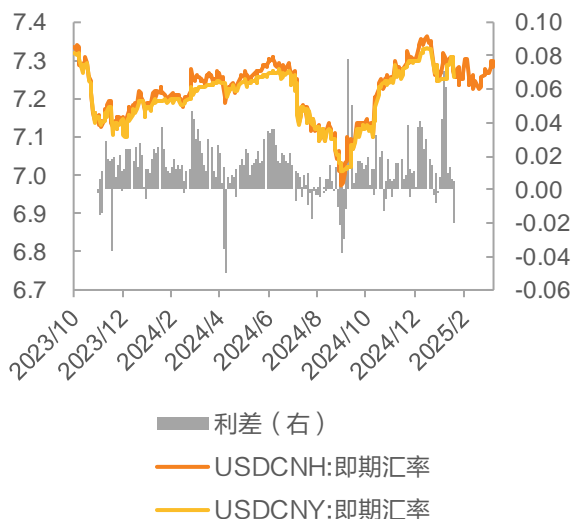
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：三大人民币汇率指数（点）



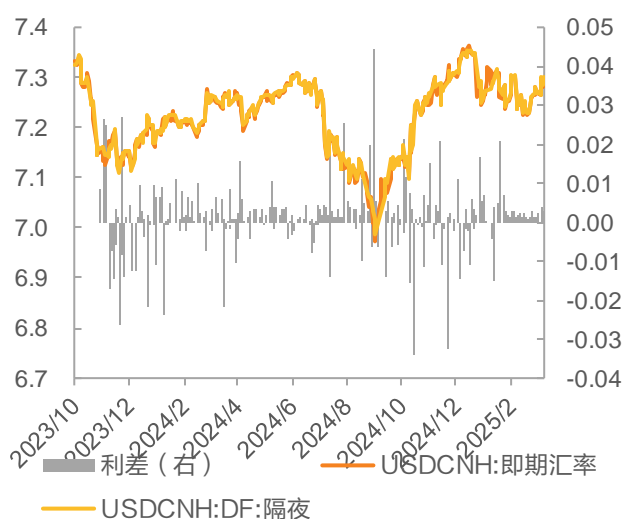
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：在岸离岸利差（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：离岸-NDF 利差（点）



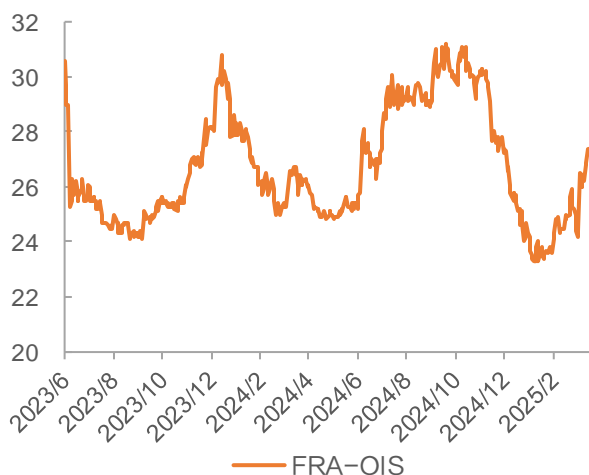
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：美元兑韩元接近前期新高



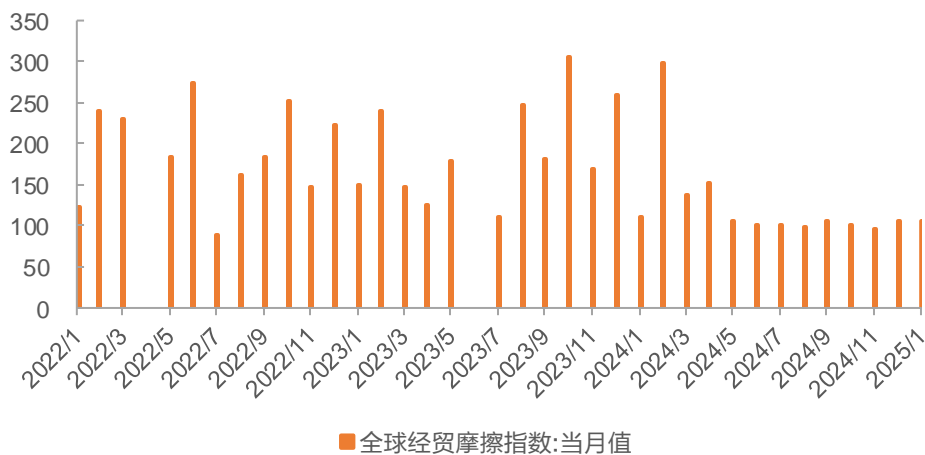
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：FRA-OIS 利差（点）



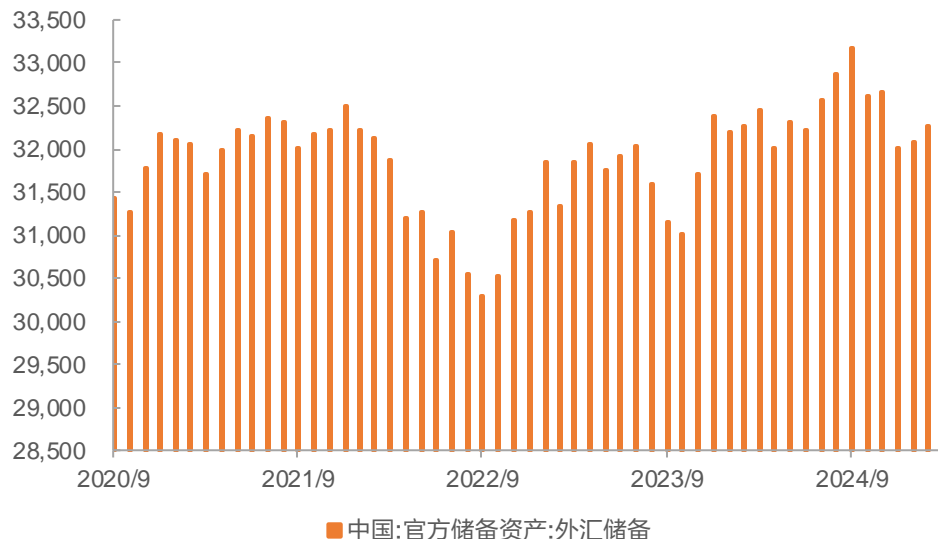
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 36：1月全球经贸摩擦指数持平上月（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：3 月外汇储备再度上升（亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：CME 联邦利率观察（截至 4 月 7 日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.5%	72.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	37.1%	57.1%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.2%	37.3%	56.4%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	29.2%	51.4%	14.8%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	16.7%	40.1%	33.4%	7.5%	0.0%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.6%	30.3%	36.2%	18.4%	3.2%	0.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	16.7%	32.1%	30.7%	13.7%	2.2%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.2%	1.8%	8.8%	22.3%	31.6%	24.5%	9.5%	1.4%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.5%	3.4%	11.8%	24.4%	30.0%	21.1%	7.6%	1.1%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.1%	1.0%	4.8%	14.0%	25.4%	28.5%	18.8%	6.5%	0.9%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.3%	1.7%	6.4%	15.9%	25.9%	26.8%	16.7%	5.6%	0.7%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.0%	9.1%	18.8%	26.2%	23.9%	13.5%	4.2%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.6%	2.8%	8.6%	17.9%	25.5%	24.1%	14.4%	5.0%	0.8%	0.0%
2026/12/9	0.5%	2.5%	7.7%	16.5%	24.3%	24.3%	15.9%	6.5%	1.5%	0.2%	0.0%

资料来源：CME，天风证券研究所

## 6. 大类资产轮动展望

4月决断，应对波动率放大，待冲击落地继续攻坚。4/4 VIX指数迅速上升至45.6，过去5年仅2020年3月中旬高于现在。我们预计财政进一步扩张和货币适度宽松协同配合，后续降准降息政策尚有空间以及大力提振消费有关措施加快落地应对特朗普“对等关税”冲击。

## 7. 本周大事前瞻

表 5：本周大事前瞻（4月7日-4月11日）

4月7日	4月8日	4月9日	4月10日	4月11日
中国3月外汇储备；欧元区2月零售销售	欧央行副行长讲话；德国财政部长讲话；欧央行管委讲话	3月中国社融、M2；美国“对等关税”正式生效；新西兰央行利率决议	美联储3月货币政策会议纪要；3月CPI&PPI；美国3月CPI；中国对美关税生效	美国3月PPI；4月密歇根大学消费者信心指数

资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

## 8. 风险提示

特朗普新政不确定性超出市场预期；隐债化解落地时滞；地缘政治冲突升级；贸易摩擦再度升级。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com