

迎接“对等关税”冲击

证券研究报告

2025年04月01日

政策与大类资产配置月观察

海内外政策要闻

总书记会见多位国际工商界代表。3月28日上午，国家主席习近平在北京人民大会堂会见国际工商界代表。习近平强调，新中国成立70多年特别是改革开放40多年来，创造了经济快速发展和社会长期稳定“两大奇迹”，靠的是中国共产党坚强领导和中国人民团结奋斗，也离不开国际社会支持帮助，包括在华外资企业作出的贡献。

特朗普“对等关税”即将落地。当地时间2月13日，美国总统特朗普宣布，他已决定征收“对等关税”，即让美国与贸易伙伴彼此征收的关税税率相等，并称将考虑对使用增值税制度的国家加征关税。3月4日，美国总统特朗普在国会联席会议上发表讲话时重申，**将于4月2日开始征收对等关税。**

国内外政策导向分析

上周（3.24-3.28）海外政策聚焦特朗普连续对其他国家产品加征25%关税，4月2日“对等关税”即将落地，但计划将保留一定的“灵活性”。第六次中日经济高层对话闭幕，共达成了二十项共识。

上周（3.24-3.28）国内政策主要聚焦于总书记会见多位国际工商界代表强调扩大对外开放步伐，投资中国就是投资未来；国务院常务会议审议通过《关于优化口岸开放布局的若干意见》；中国发展高层论坛和博鳌亚洲论坛顺利举行；货币财政方面，央行调整MLF操作方式，将采用多重价位中标，淡化其政策利率色彩；资本市场方面，证监会修改《证券发行与承销管理办法》；沪深交易所修订发布首发及再融资承销业务规则；产业方面，发改委发布《关于印发第二批国家碳达峰试点名单的通知》；农业农村部党组召开会议学习总书记讲话精神；国办发布《关于建立健全涉企收费长效监管机制的指导意见》；地产方面，2025年房地产市场形势报告会召开；其他金融政策方面，上海黄金交易所首批保险类会员入市。

1、权益：A股方面，整个3月主板各大指数普遍微幅震荡，其中上证指数和中证100小幅反弹0.45%和0.03%。万得微盘股指数3月累计反弹1.93%，但3月18日刷新今年新高后有所回调。**政策影响：**人民银行召开2025年金融稳定工作会议；中证协进一步完善证券行业全面风险管理建设。

2、固收：受开年降息预期落空以及本月央行投放资金整体收缩影响，上周资金面紧张程度再度抬头，截至3月31日，央行当月总共回笼资金3592亿元（含国库现金）。3月底DR007一度突破2%，3月31日达到2.19%。**政策影响：**央行调整MLF操作方式，淡化政策利率色彩；四大行拟向财政部募资补充核心一级资本。

3、大宗商品：有色金属冲高回落；原油区间震荡；贵金属持续上行；黑色金属震荡下行；猪肉结束下跌趋势。**政策影响：**工信部发布《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027年)》；非化石能源发电装机规模达到20.0亿千瓦；上海黄金交易所正式吸收4家保险公司成为会员；生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》；中办、国办出台高标准农田新规。

4、外汇：3月初以来，受到宏观政策不确定性增大、衰退担忧等因素影响，美元指数一路下行。3月中旬，受强劲的劳动力市场和通胀缓解的支撑，美元指数一度在103-105区间内震荡。人民币3月初以来贬值压力有所缓解，但下旬起再度承压，截至3月31日报7.27，3月整体升值0.41%。**政策影响：**财政部宣布继续实施离岸贸易印花税优惠政策；2024年国际收支维持基本平衡；2月经常账户顺差收窄；俄罗斯和美国代表团在沙特阿拉伯首都利雅得的会谈结束，但成效不及预期。

大类资产轮动展望

权益赛道2.0 第三阶段攻坚，等待特朗普冲击落地，社融脉冲已出现回升，4月决断进一步观察基本面改善情况。重视黄金，债券重点挖掘转债。预计二季度财政进一步扩张和货币适度宽松的协同配合以及大力提振消费有关措施落地有望逐步对冲特朗普“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

1 《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》 2025-03-31

2 《投资策略：A股策略周报-如何理解近期大类资产波动？》 2025-03-30

3 《投资策略：华夏北京保障房REIT扩募正式获批-周观REITs》 2025-03-30

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.....	6
1.3. 政策导向分析.....	8
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.....	11
3.1. 市场回顾.....	11
3.2. 政策影响分析.....	11
4. 大宗商品市场分析.....	14
4.1. 市场回顾.....	14
4.1.1. 有色金属.....	14
4.1.2. 原油能化.....	14
4.1.3. 贵金属.....	14
4.1.4. 黑色金属.....	14
4.1.5. 农产品.....	14
4.2. 产业政策影响分析.....	16
4.2.1. 有色金属.....	16
4.2.2. 原油能化.....	17
4.2.3. 贵金属.....	17
4.2.4. 黑色金属.....	17
4.2.5. 农产品.....	17
5. 外汇市场分析.....	18
5.1. 市场回顾.....	18
5.2. 汇率政策影响分析.....	19
6. 大类资产轮动展望.....	22
7. 本周大事前瞻.....	22
8. 风险提示.....	22

图表目录

图 1: 跨境交易金额年初有所下降 (亿元).....	7
图 2: 拜登政府时期美国关税收入占比 GDP 有所下降 (%).....	7
图 3: 3 月制造业景气度反弹超预期 (%).....	9
图 4: 新订单指数拉动明显 (%).....	9
图 5: 主要指数表现 (点).....	9
图 6: 主要指数表现 (点).....	9
图 7: 主要股指换手率 (%).....	10

图 8: 沪深两市市盈率 (倍)	10
图 9: 南向资金变化 (亿元)	10
图 10: 港交所主要指数市盈率 (倍)	10
图 11: 恒生 AH 溢价 (点)	10
图 12: 股指期货走势 (点)	10
图 13: 主要美股波动率 (%)	11
图 14: 主要美股走势 (点)	11
图 15: IMF 预测财政扩张成为主流 (%)	12
图 16: 四大行核心一级资本处于安全区间 (%)	12
图 17: 美国国债收益率变化 (%)	13
图 18: TIPS 通胀预期 (%)	13
图 19: 中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)	13
图 20: 中资美元债指数 (点)	13
图 21: 联邦基金利率溢价 (%)	13
图 22: 美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)	13
图 23: RJ/CBR 指数 (点)	15
图 24: LME 铜价 (美元/吨)	15
图 25: 原油价格 (美元/桶)	15
图 26: EIA 库存 (千桶)	15
图 27: 金价一路走高 (美元/盎司)	15
图 28: 贵金属期货价格 (美元/盎司)	15
图 29: 金银比 (美元/盎司, 点)	16
图 30: 黄金 ETF 波动率处于低位 (点)	16
图 31: 螺纹钢价格 (元/吨)	16
图 32: 猪肉价格 (元/吨, 元/公斤)	16
图 33: 美元指数 (点)	20
图 34: 三大人民币汇率指数 (点)	20
图 35: 在岸-离岸利差 (点)	20
图 36: 离岸-NDF 利差 (点)	20
图 37: 美国四季度 GDP 上修至 2.4% (%)	20
图 38: FRA-OIS 利差 (点)	20
图 39: 2024 四季度国际收支维持平衡 (亿美元)	21
图 40: CME 联邦利率观察 (截至 3 月 31 日)	21
图 41: 2 月经常账户顺差有所收窄 (亿美元)	22
表 1: 2010 年以来历届博鳌亚洲论坛	5
表 2: 近期国内政策汇总	5
表 3: 历次中日经济高层对话	6
表 4: 各类资产涨跌幅汇总 (2.28-3.31)	18
表 5: 本周大事前瞻 (3 月 31 日-4 月 4 日)	22

1. 海内外政策要闻

1.1. 国内政策要闻

总书记会见多位国际工商界代表。3月28日上午，国家主席习近平在北京人民大会堂会见国际工商界代表。习近平强调，新中国成立70多年特别是改革开放40多年来，创造了**经济快速发展和社会长期稳定“两大奇迹”**，靠的是中国共产党坚强领导和中国人民团结奋斗，也离不开国际社会支持帮助，包括在华外资企业作出的贡献。对外开放是中国的基本国策，中国正在推进高水平对外开放，稳步扩大**规则、规制、管理、标准**等制度型开放，开放的大门只会越开越大，利用外资的政策没有变也不会变。同时强调，中国过去是、现在是、将来也必然是外商理想、安全、有为的投资目的地，与中国同行就是与机遇同行，相信中国就是相信明天，**投资中国就是投资未来**。中国将坚定不移走和平发展道路，努力为外资企业发展营造良好外部环境。

政策简评：根据官方披露，参加此次会谈的有40余位外资企业全球董事长、首席执行官和商协会代表，包括美国联邦快递集团总裁芮思博、德国梅赛德斯-奔驰集团董事会主席康林松、法国赛诺菲集团首席执行官韩保罗、英国汇丰控股集团行政总裁艾桥智、日本日立制作所会长东原敏昭、韩国SK海力士社长郭鲁正、沙特阿美总裁纳瑟尔等。此前3月24-25日中国发展高层论坛2025年年会在北京顺利召开，上百位来自**主要国际组织、全球跨国企业和重要研究机构的代表**齐聚北京参会。李强总理在主旨演讲中也希望企业家们做全球化的坚定维护者、推动者，齐心协力、精诚合作，抵制单边主义和保护主义，在互利互惠中实现更大发展。本次总书记强调去年召开的二十届三中全会已经对深化外商投资和对外投资管理体制改革制定路线图和时间表。**中国将以降低市场准入门槛为重点，进一步扩大开放；保障在华外资企业同等享受国民待遇，维护市场公平竞争。**今年两会通过的《政府工作报告》将“**扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资**”作为主要任务之一，并提出：**1. 稳定对外贸易发展。加大稳外贸政策力度，支持企业稳订单拓市场；2. 大力鼓励外商投资；3. 推动高质量共建“一带一路”走深走实；4. 深化多双边和区域经济合作。**尽管特朗普2.0下全球单边主义有所抬头，但外商投资对中国式现代化进程的贡献或愈发重要。

国务院常务会议通过《关于优化口岸开放布局的若干意见》。国务院总理李强3月28日主持召开国务院常务会议，听取推进跨境电子商务综合试验区建设汇报，部署加快清理拖欠企业账款工作，研究推动农机装备高质量发展有关措施，审议通过《关于优化口岸开放布局的若干意见》。会议指出，**跨境电商发展速度快、潜力大、带动作用强，已成为我国外贸发展的重要力量。**要做好新一轮跨境电商综合试验区扩围工作，进一步拓宽覆盖面。要推动跨境电商综合试验区建设提档升级，推进**通关、税务、外汇、数据流动**等监管创新，用好相关稳外贸支持政策，帮助企业拓市场、树品牌、更好发展。

政策简评：去年11月商务部等发布了《关于印发促进外贸稳定增长若干政策措施的通知》，其中关于跨境电商提到“**优化跨境贸易结算**”、“**促进跨境电商发展**”，随后的新闻发布会上商务部负责人表示后续将：**1. 加强供需对接；2. 做好合规建设；3. 大力发展跨境电商赋能产业带；4. 深化国际合作。**今年的政府工作报告中主要任务第五点为“**扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资**”，其中提及促进跨境电商发展，完善跨境寄递物流体系，加强海外仓建设。拓展境外经贸合作区功能，发展中间品贸易，开拓多元化市场。2024年，我国跨境电商进出口2.63万亿元，同比增长10.8%。其中，跨境电子商务综合试验区带动作用明显：截至目前，我国已设立165个跨境电商综合试验区，实现31个省区市全覆盖。我们认为随着其**线上交易、非接触式交货、交易链条短**等优势进一步被用户接受，跨境电商对于稳外贸的重要性或将持续上升。

2025博鳌亚洲论坛顺利召开。3月25-28日，博鳌亚洲论坛2025年年会在海南博鳌顺利召开，今年年会主题为“**在世界变局中共创亚洲未来**”。与会嘉宾共聚一堂，围绕主题展开深入探讨，为促进国际发展与合作贡献“博鳌智慧”。为期4天的年会设置了50多场活动，包括主旨演讲、高端对话、分论坛、圆桌会等。年会以发展为主线，聚焦全球和区域发展突出挑战，围绕**把握大势、促进增长、塑造未来、发掘动力**四大主要方向的议题展开讨论。

政策简评：博鳌亚洲论坛是一个总部设在中国的国际组织，由29个成员国共同发起，每年定期在海南博鳌举行年会。论坛成立的初衷，是促进亚洲经济一体化。论坛当今的使命，

是为亚洲和世界发展凝聚正能量。2000年，26个发起成员国政府就成立“亚洲论坛”达成共识，随即中国政府批准在海南成立论坛。今年论坛为期4天，共举办50多场论坛活动，来自60多个国家和地区的近2000名中外嘉宾参会，主要议题围绕“**重建信任促合作、全球化再平衡与包容性发展、可持续发展、人工智能与创新发展**”。3月27日，国务院常务副总理丁薛祥出席论坛开幕式并发表主旨演讲，同时提出4点建议：**一是在增进信任中加强团结合作**，尊重彼此的核心利益和重大关切，推动全球治理朝着更加公正合理的方向发展；**二是在开放融通中推动经济全球化**，坚持开放的区域主义，推进区域经济一体化和互联互通；**三是在互利共赢中促进繁荣发展**，落实好全球发展倡议，加强科技创新合作，更好助力各国发展；**四是在和平共处中守护安宁稳定**，通过对话和协商解决分歧争端，营造各国共享安全新局面。随着特朗普2.0下单边主义持续升级，亚洲以及其他新兴经济体对重塑全球贸易格局的重要性或持续上升。

表1：2010年以来历届博鳌亚洲论坛

年份	时间	主题
2025	3月25-28日	在世界变局中共创亚洲未来
2024	3月26-29日	亚洲与世界：共同的挑战，共同的责任
2023	3月28-31日	不确定的世界：团结合作迎挑战，开放包容促发展
2021	4月20-22日	疫情与世界：共促全球发展，构建共同未来
2020	4月18-21日	世界大变局：共襄全球治理盛举合奏一带一路强音
2019	3月26-29日	共同命运，共同行动，共同发展
2018	4月8-11日	开放创新的亚洲 繁荣发展的世界
2017	3月23-26日	直面全球化与自由贸易的未来
2016	3月22-25日	亚洲新未来：新活力与新愿景
2015	3月26-29日	亚洲新未来：迈向命运共同体
2014	4月8-11日	亚洲的新未来：寻找和释放新的发展动力
2013	4月6-8日	革新 责任 合作：亚洲寻求共同发展
2012	4月1-3日	变革世界中的亚洲：迈向健康与可持续发展
2011	4月13-16日	包容性发展：共同议程与全新挑战
2010	4月8-11日	绿色复苏：亚洲可持续发展的现实选择

资料来源：博鳌亚洲论坛官网等，天风证券研究所

表2：近期国内政策汇总

	政策名称	市场影响
重大会议&讲话	总书记会见国际工商界代表	扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资
	总理召开国务院常务会议	审议通过《关于优化口岸开放布局的若干意见》
	丁薛祥出席博鳌亚洲论坛2025年年会	共迎全球挑战 共建亚洲家园
	中国发展高层论坛和博鳌亚洲论坛顺利举行	坚定维护多边主义，在大变局中把好正确方向
财政货币政策	央行调整MLF操作方式 将采用多重价位中标	淡化MLF政策利率色彩
	央行召开2025年金融稳定工作会议	有效防范化解重点领域金融风险和外部冲击
	央行召开2025年内审工作会议	促进改革、推动整改、防范风险、规范履职
证监会系统政策	证监会修改《 证券发行与承销管理办法 》	推动提高发行承销与定价的市场化法治化水平
	证监会集中修改、废止部分新《 公司法 》配套规章、规范性文件	完善资本市场制度规则，支撑资本市场高质量发展
	沪深交易所修订发布首发及再融资承销业务规则	持续推动股票发行注册制改革走深走实
	证监会发布上市公司信息披露管理办法	完善上市公司信息披露相关规则
	中证协发布《 证券公司全面风险管理规范 》《 证券公司市场风险管理指引 》	进一步完善证券行业全面风险管理建设
其他金融政策	上海黄金交易所首批保险类会员入市	保险资金投资黄金试点业务平稳落地

	金管总局发布《 银行业保险业养老金融高质量发展实施方案 》	推动银行保险机构积极开展养老金融业务
地产政策	自然资源部推荐10个处置闲置存量房案例	推动稳妥处置闲置存量房地产用地
	2025年房地产市场形势报告会召开	深入了解宏观经济背景下的房地产市场趋势
产业政策	发改委发布《 关于印发第二批国家碳达峰试点名单的通知 》	扎实推进国家碳达峰试点建设
	《 全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案 》发布	全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围
	上海发布《 关于促进智算云产业创新发展的实施意见（2025-2027年） 》	加快人工智能与云计算深度融合，培育壮大智算云产业
	商务部发布支持国际消费中心城市培育建设若干措施	全方位扩大国内需求，扩大高水平对外开放
	财政部发布《 关于继续实施离岸贸易印花税优惠政策的通知 》	进一步支持自由贸易试验区发展离岸贸易
	农业农村部党组召开会议学习总书记讲话精神	进一步强化食品安全监管
	工信部发布《 铝产业高质量发展实施方案（2025—2027年） 》	力争2027年产业链供应链韧性和安全水平明显提升
	国办发布《 关于建立健全涉企收费长效监管机制的指导意见 》	更好稳定各类经营主体预期、提升发展信心
	国资委召开国有企业经济运行座谈会	研究推出促进中央企业稳增长的增量举措
	中国电动汽车百人会论坛召开	加速推进全球汽车电动化转型与合作共赢
	特朗普签署行政令4月2日起对进口汽车征收25%关税	落实此前“对等关税”和“美国优先”投资措施
	特朗普签署行政令对进口委内瑞拉石油的国家实施“关税制裁”	

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

第六次中日经济高层对话闭幕。当地时间3月22日，中共中央政治局委员、外交部长王毅在日本东京同日本外相共同主持第六次中日经济高层对话。中方发改委、外交部、财政部、商务部、工信部、生态环境部、海关总署，日方内阁府、外务省、经产省、财务省、国土交通省、农林水产省、环境省部级官员出席。

政策简评：中日经济高层对话机制是两国政府间重要的经济领域综合对话机制，2007年4月由两国领导人共同启动。主要任务是介绍两国经济发展战略和宏观经济政策，协调跨部门经济合作事宜，探讨双方共同关注的重大合作事项和重大问题，就共同关心的地区及国际经济问题协调看法和政策，促进两国在广泛领域的合作，迄今已举办6次。去年底，习近平主席同石破茂首相在利马举行会晤，一致同意按照中日四个政治文件确立的原则，**全面推进中日战略互惠关系，构建契合新时代要求的建设性、稳定的中日关系，**明确了双方努力方向。本次中日经济高层对话是时隔六年后再度重启，共达成了二十项共识。中央政治局委员王毅表示，本次对话主要成果如下：**1. 加快推进经贸合作转型升级；2. 实现强强联手、彼此成就；3. 平衡解决各自合理关切；4. 加强区域和多边合作。**双方各部门围绕宏观政策、经贸投资、数字经济、绿色发展、生态环保、人文交流、区域合作等进行深入沟通，规划下步合作，达成广泛共识。

表3：历次中日经济高层对话

届数	时间	对话双方
第一次	2007年12月	国务院副总理曾培炎与外务大臣高村正彦
第二次	2009年6月	国务院副总理王岐山与外务大臣中曾根
第三次	2010年8月	国务院副总理王岐山与外务大臣冈田克也
第四次	2018年4月	外交部长王毅与日本外相河野太郎
第五次	2019年4月	
第六次	2025年3月	外交部长王毅与日本外相岩屋毅

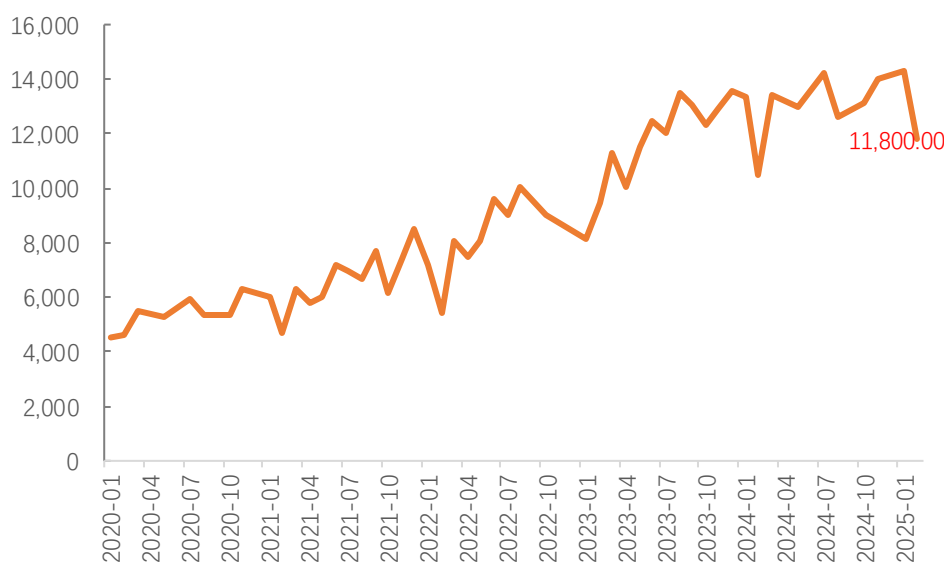
资料来源：中国政府网、新浪财经等，天风证券研究所

特朗普“对等关税”即将落地。当地时间2月13日，美国总统特朗普宣布，他已决定征收“对等关税”，即让美国与贸易伙伴彼此征收的关税税率相等，并称将考虑对使用增值税

制度的国家加征关税。3月4日，美国总统特朗普在国会联席会议上发表讲话时重申，**将于4月2日开始征收对等关税**。农产品关税也将于4月2日生效。3月23日，特朗普表示，尽管他似乎反对为即将实施的关税政策设立豁免，但他的**“对等关税”计划将保留一定的“灵活性”**。

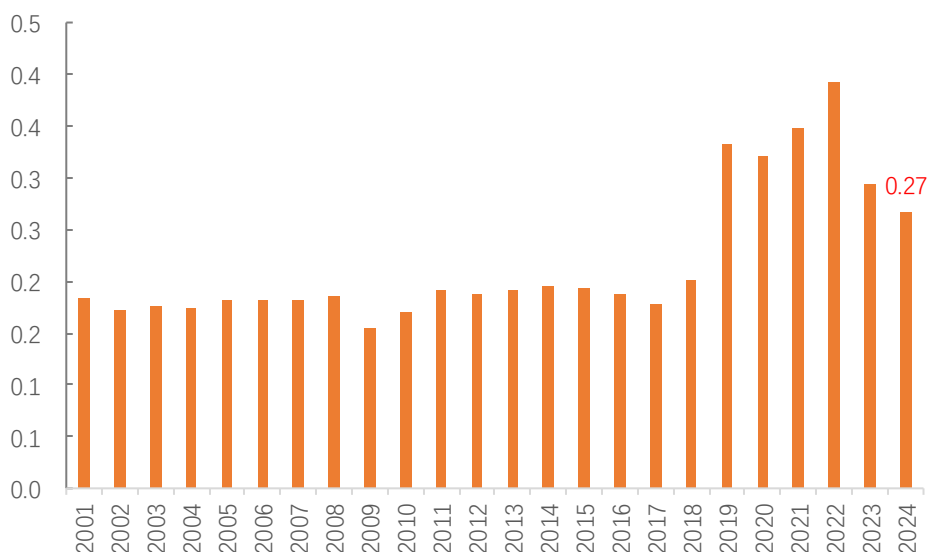
政策简评：上周特朗普首先宣布对从委内瑞拉购买石油和天然气的国家征收25%关税，对进口委内瑞拉石油的国家实施**“关税制裁”**。随后美国总统特朗普26日在白宫签署文件，对进口美国市场的汽车加征25%的关税，相关措施将于4月2日生效。我们在此前报告（《特朗普变革》，2025年2月12日）中表示，上任初期关税政策反复无常或是为了在国内政治和国际关系之间寻求一条更可控的路径：**一方面，对内继续巩固“关税强硬派”基础选民的认同，保持其对制造业与经济安全的重视形象；另一方面，又为实际落实预留空间，防止在上任初期过度激化市场和盟友的反弹，给自己留出灵活谈判的筹码，但整体而言关税依旧是未来特朗普政府与其他经济体博弈的核心工具。**3月28日，特朗普表示计划在未来几天公布新的关税，他表示对与其他国家达成关税协议持一定开放态度。**我们预计关税依旧是特朗普的主要政治博弈工具，4月2日后中美在关税、航运等领域或仍将有一定谈判空间。**

图 1：跨境交易金额年初有所下降（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：拜登政府时期美国关税收入占比 GDP 有所下降（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 政策导向分析

上周(3.24-3.28)海外政策聚焦特朗普连续对其他国家产品加征25%关税,4月2日“对等关税”即将落地,但计划将保留一定的“灵活性”。第六次中日经济高层对话闭幕,共达成了二十项共识。

上周(3.24-3.28)国内政策主要聚焦于总书记会见多位国际工商界代表强调扩大对外开放步伐,投资中国就是投资未来;国务院常务会议审议通过《关于优化口岸开放布局的若干意见》;中国发展高层论坛和博鳌亚洲论坛顺利举行;货币财政方面,央行调整MLF操作方式,将采用多重价位中标,淡化其政策利率色彩;2025金融稳定工作会议召开;资本市场方面,证监会修改《证券发行与承销管理办法》;沪深交易所修订发布首发及再融资承销业务规则;产业方面,发改委发布《关于印发第二批国家碳达峰试点名单的通知》;农业农村部党组召开会议学习总书记讲话精神;国办发布《关于建立健全涉企收费长效监管机制的指导意见》;国资委召开国有企业经济运行座谈会;其他金融政策方面,上海黄金交易所首批保险类会员入市;金管总局发布《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》;地产方面,2025年房地产市场形势报告会召开。

2. 权益市场分析

2.1. 市场回顾

A股方面,整个3月主板各大指数普遍小幅震荡,其中上证指数和中证100小幅反弹0.45%和0.03%。万得微盘股指数3月累计反弹1.93%,但3月18日刷新今年新高后有所回调。3月南向资金整体依旧为净流入,截至3月31日当月总共流入1497.8亿元。MSCI中国A股指数3月则小幅回落0.16%,3月第四周全周维持在3400点以下。股指期货方面,3月四大品种多数小幅回落,仅IH合约当月小幅反弹0.82%。外盘方面受特朗普2.0以及“对等关税”即将落地影响,3月三大股指普遍集体回落,回落幅度都超过5%,波动率方面也集体扩大。AH溢价指数3月以来持续收敛,3月基本维持在130-133之间。

2.2. 政策影响分析

货币财政政策:

人民银行召开2025年金融稳定工作会议。3月底,中国人民银行召开2025年金融稳定工作会议。会议以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,深入学习贯彻党的二十届三中全会和中央经济工作会议精神,落实中国人民银行工作会议有关要求,总结2024年金融稳定工作,分析当前金融形势,安排下一阶段金融稳定工作。会议强调,中国人民银行金融稳定系统要持续用党的创新理论武装思想、指导实践,做好2025年金融稳定工作。坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题,及时有效防范化解重点领域金融风险和外部冲击。强化科技赋能,持续优化风险监测预警工作框架,完善系统性风险评估和认定机制。坚持市场化、法治化原则,推动建立权责对等、激励约束相容的金融风险处置责任机制。

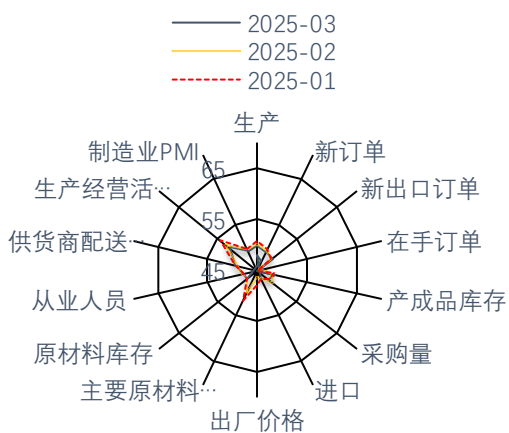
证监会系统政策:

中证协进一步完善证券行业全面风险管理建设。3月28日,为落实新“国九条”及证监会“1+N”系列政策文件要求,进一步完善证券行业全面风险管理建设,夯实证券公司风险管理基础,中国证券业协会发布《证券公司全面风险管理规范(修订稿)》和《证券公司市场风险管理指引》。其中,《修订稿》明确了全面风险管理的目标,要求证券公司确保承受的风险与总体发展战略目标相适应,提升风险管理创造价值的的能力,增强核心竞争力。另外,修订稿新增场外衍生品等场外业务、表外业务的管理要求,加强对场外衍生品业务底层资产、资金流向、杠杆水平的穿透式风险管理。《指引》则提出市场风险管理的环节包括风险识别、评估、监测、应对与报告。此外《指引》明确市场风险限额管理的要求,对限额体系、限额制定、限额审批及限额调整四个方面提出要求。整体来看,这两份文件旨在全面强化券商各类业务风险监控和处置能力,提升应对各类冲击能力。

产业政策：

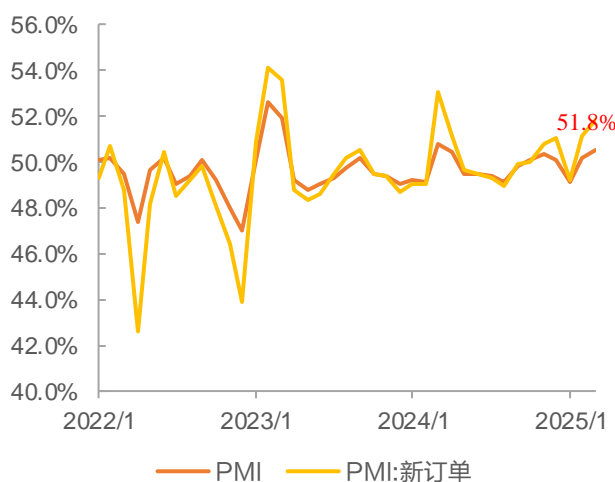
3月PMI显示经济持续修复。3月31日，统计局数据显示随着春节因素影响逐步消退，企业生产经营活动加快，制造业采购经理指数明显回升至50.5%，比上月上升0.3个百分点。其中五大指数中生产、新订单、新出口订单分别为52.6%、51.8%以及49%。**3月制造业动能指标（新订单-产成品库存）小幅回升至3.8%，符合近年来春节后开工季节效应。**另外体现真实需求的新订单-在手订单环比反弹1.1pct至6.2%，创下近两年来新高。值得注意的是，3月非制造业商务活动指数为50.8%，比上月上升0.4个pct。其中建筑业商务活动指数持续维持在扩张区间，达到53.4%，体现收购存量商品房进展中地产企业开工有所提前。3月服务业指数较上月上升0.3pct至50.3%。3月新订单指数环比有所反弹，我们预计依旧与特朗普2.0对等关税落地“抢出口”效应有关。库存方面，3月产成品库存指数下降0.3pct至48%，原材料库存指数也较上月小幅回升至47.2%，前期补库阶段或告一段落。价格方面主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为49.8%和47.9%，比上月下降1pct和0.6pct，可能与近期原油、铁矿石等部分大宗商品价格波动等因素影响有关，南华商品指数3月也环比回落。

图 3：3月制造业景气度反弹超预期（%）



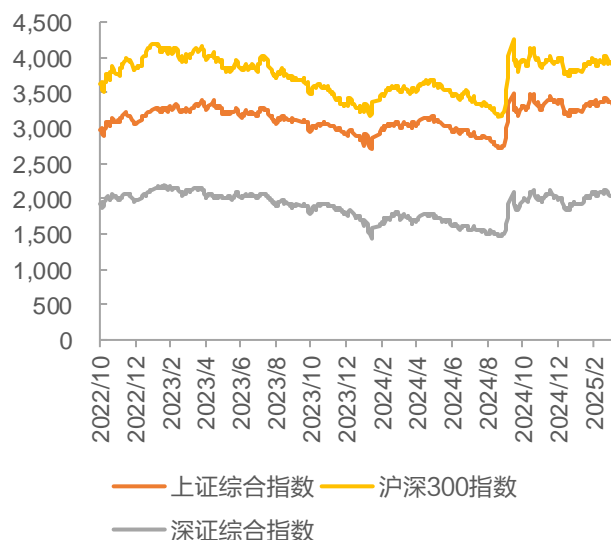
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：新订单指数拉动明显（%）



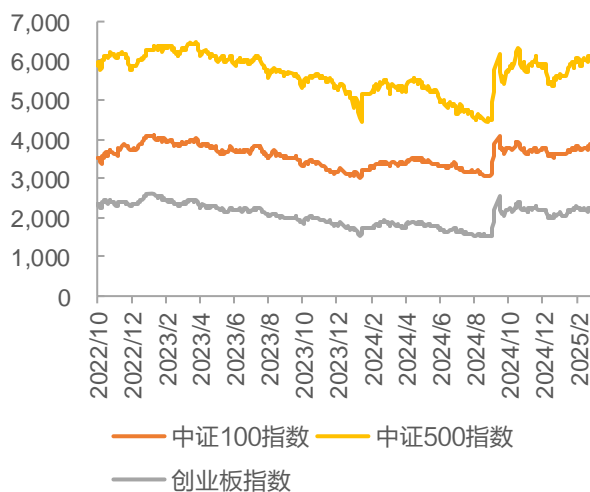
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：主要指数表现（点）



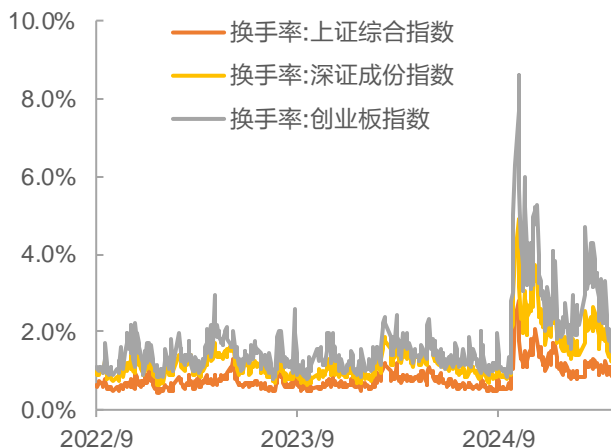
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：主要指数表现（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：主要股指换手率（%）



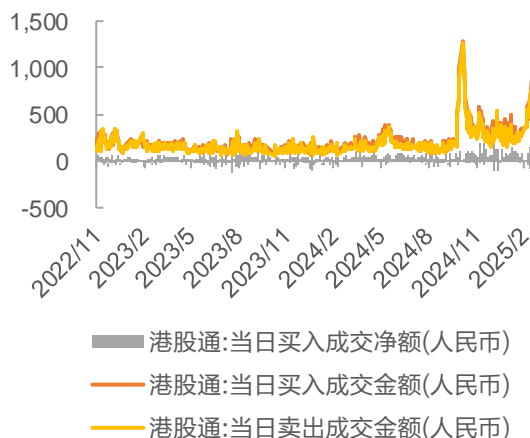
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：沪深两市市盈率（倍）



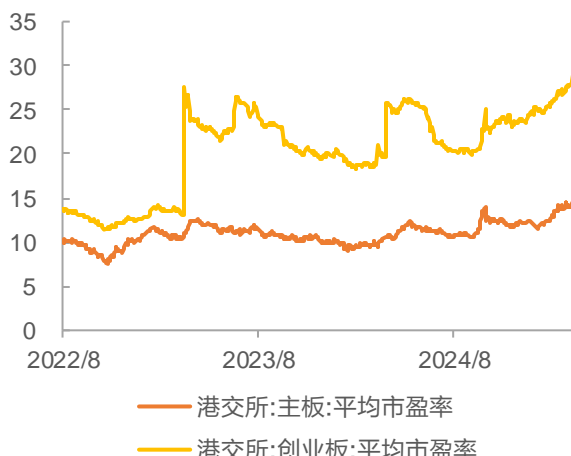
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：南向资金变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：港交所主要指数市盈率（倍）



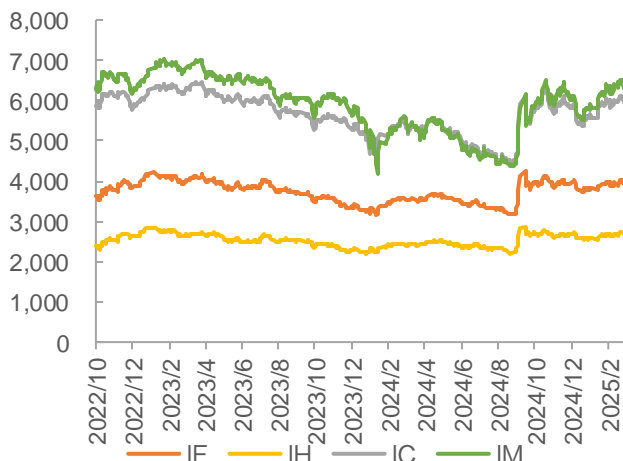
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：恒生AH溢价（点）



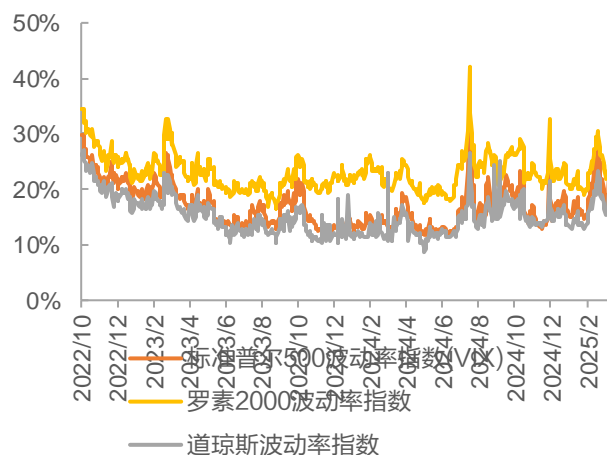
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：股指期货走势（点）



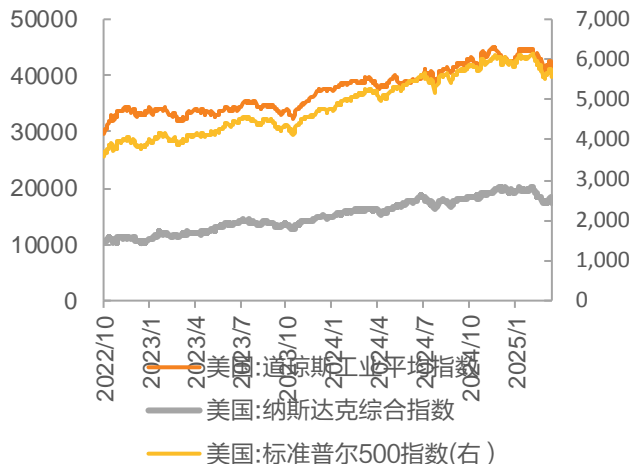
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：主要美股波动率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：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

受开年降息预期落空以及本月央行投放资金整体收缩影响，上周资金面紧张程度再度抬头，截至3月31日，央行当月总共回笼资金3592亿元(含国库现金)。3月底DR007一度突破2%，3月31日达到2.19%。同时受两会后财政货币双宽松提振信心影响，进一步降息预期延后下长期收益率回吐此前涨幅，十年期国债收益率3月26日持续回调至1.8%以下，3月31日收至1.82%。

3.2. 政策影响分析

货币财政政策：

央行调整MLF操作方式，淡化政策利率色彩。3月24日，中国人民银行网站发布的《2025年3月中期借贷便利招标公告》，3月25日央行将开展4500亿元MLF（中期借贷便利）操作，期限为1年期。2025年3月25日，央行将开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。本次MLF操作改为多重价位中标，不再有统一的中标利率，**实现了MLF利率政策属性的完全淡出，也标志着对政策利率体系的调整进入实质阶段。**去年7月起MLF操作时间统一延后至LPR（贷款市场报价利率）报价之后，实现了LPR与MLF利率的“解绑”。另外，去年下半年开始，MLF招标参与机构投标利率有高有低，区间宽度逐步扩大，机构定价能力逐步增强。最后去年10月央行启用买断式逆回购工具，并采用多重价位中标方式。央行此举是践行去年潘行长在陆家嘴论坛上关于MLF政策利率的表态，不断淡化其“政策利率”色彩，通过给参与机构自主权不断降低净息差压力，**发挥不同机构差异化定价能力。**

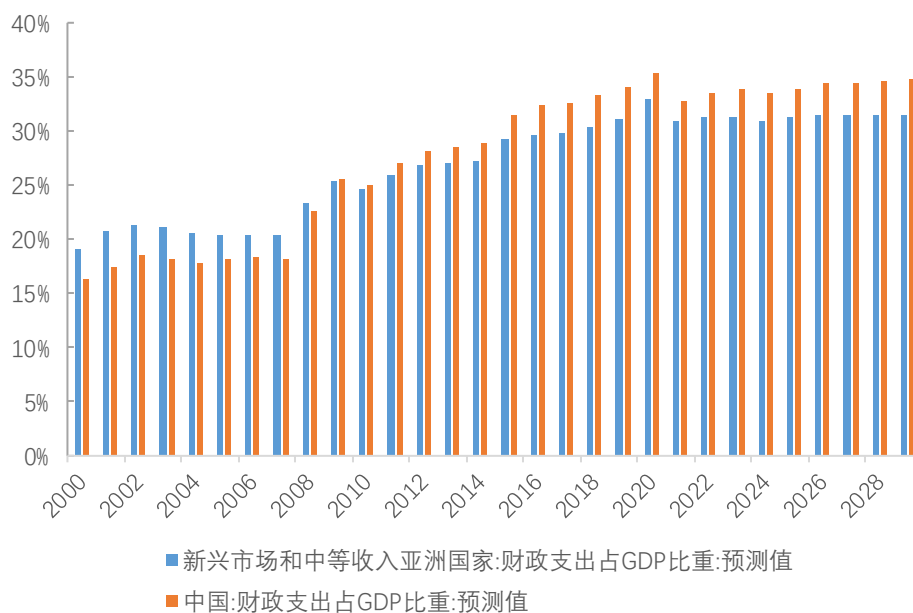
四大行拟向财政部募资。3月30日，建行、中行、交行、邮储银行公告显示，拟通过向特定对象发行A股股票的形式募集资金，补充核心一级资本。四家银行的募资总额分别为不超过人民币1050亿元、1650亿元、1200亿元、1300亿元。2024年10月12日，财政部部长蓝佛安介绍财政部陆续推出的一揽子有针对性增量政策举措时表示，将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。国务院总理李强在今年的政府工作报告中提出，拟发行特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本。支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本，**不仅能够提升银行的稳健经营能力，而且可以发挥资本的杠杆撬动作用，增强信贷投放能力。**

国际大事影响：

博鳌论坛报告显示亚洲国家财政扩张成主流。3月25日，博鳌亚洲论坛发布报告显示，**亚洲经济体2025年多数处于财政扩张区间。**从IMF发布的全球可比财政赤字率来看，有数据的44

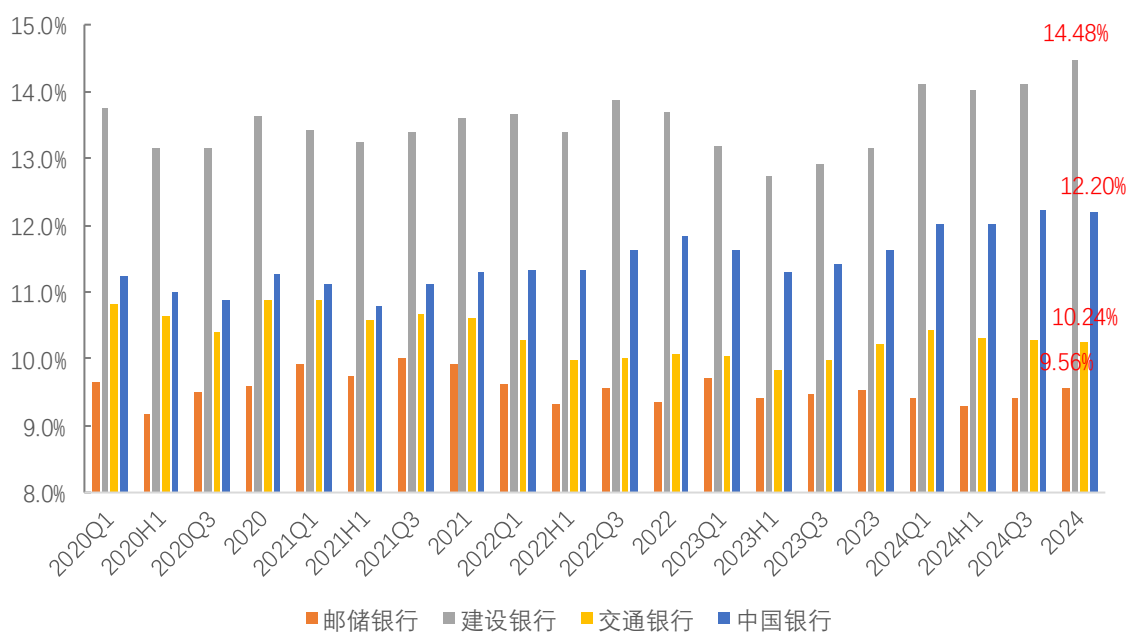
个亚洲经济体中2025年预计36个存在财政赤字，其中20个经济体财政赤字率较2024年有所上升。中国财政部表示，2025年财政政策“更加积极”主要体现在四个方面。一是提高赤字率。财政总支出会进一步扩大，逆周期调节力度也会加大，为经济持续回暖向好提供有力支撑；二是扩大债务规模。将安排更大规模的政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。三是保障重点支出。大力优化财政支出结构，加强对重点领域的保障，更加注重惠民生、促消费、增后劲。在惠民生方面，将适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准，推动增加居民收入。四是提高资金效益。财政资金分配使用更加注重目标导向、绩效导向，加快资金下达拨付进度，把宝贵的财政资金管好用好，让同样的钱花出更大的效益。

图 15：IMF 预测财政扩张成为主流（%）



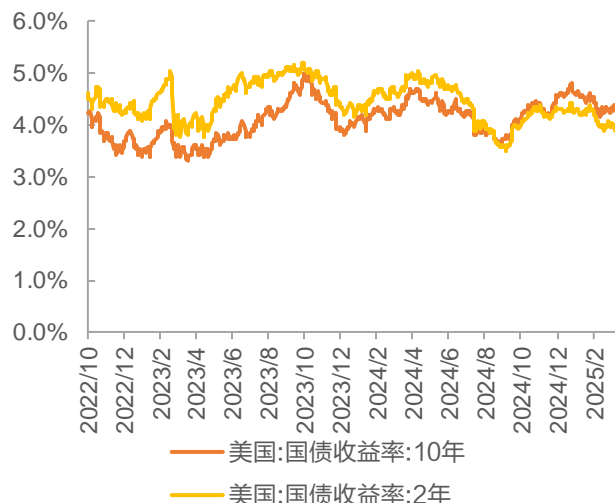
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：四大行核心一级资本处于安全区间（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：美国国债收益率变化 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：TIPS 通胀预期 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)



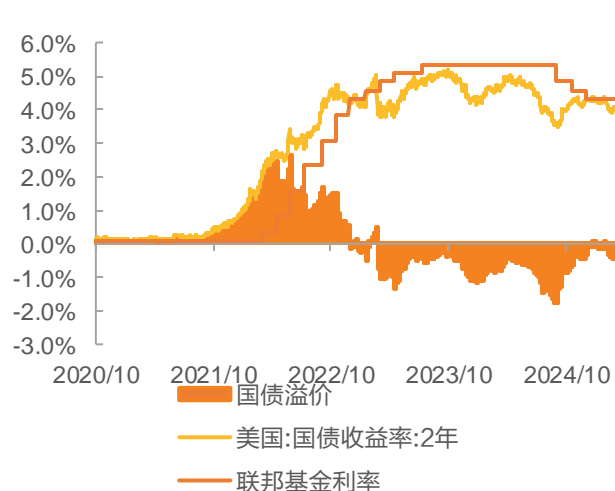
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：中资美元债指数 (点)



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 21：联邦基金利率溢价 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：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

有色金属价格冲高后小幅回落。受宏观政策与供需等因素影响，3月以来铜价一路走高，至月末出现少许回调，截止3月31日，南华沪铜指数收于6541.3点，月环比涨3.98%。LME铜期货价格走势与国内市场相似，3月以来价格持续走高，3月20日一度升破10000美元/吨，最高触及10040美元/吨，创下近四个月新高，随后小幅回调，3月31日收于9720美元/吨，月环比上涨3.67%。

4.1.2. 原油能化

原油价格区间内震荡。3月初以来，受俄乌局势近期有望缓和影响，原油价格震荡下行。3月25日，美国总统特朗普表示，将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的关税。受此影响，月末原油价格有所上升。截止3月31日，WTI原油现货价格收于71.48美元/桶，月环比反弹2.47%。布伦特原油价格走势与WTI类似，但月末涨幅大于WTI，3月31日收于77.35美元/桶，月环比上涨5.17%。

4.1.3. 贵金属

黄金价格持续上行趋势。3月初以来，黄金避险属性凸显，价格一路上涨。截止3月31日，伦敦现货金价突破3100美元/盎司，收于3122.91美元/盎司，月环比上涨9.31%。COMEX黄金期货主力合约走势与现货市场类似，截止3月31日，COMEX黄金期货主力合约收于3130.9美元/盎司，月环比涨9.94%。**白银价格同样涨势凶猛。**COMEX白银期货主力合约3月31日收盘报34.76美元/盎司，月环比上涨9.53%。由于白银上涨力度弱于黄金，金银比2月末自91.04小幅扩大至91.47。

4.1.4. 黑色金属

黑色金属震荡下行。3月上期所螺纹钢主力合约价格震荡下行，截止3月31日收于3173元/吨，月环比下跌4.37%。螺纹钢现货价格整体走势与期货市场保持一致。3月31日，螺纹钢现货价格收于3190元/吨，月环比下跌3.63%。根据Wind数据，截止3月28日，当月螺纹钢、线材、热轧、冷轧库存环比回落19.60、6.73、33.30、6.82吨，整体来看此前补库周期基本结束。

4.1.5. 农产品

猪肉价格依旧期现分离。春节后猪肉价格一路走低，至三月末有所回调。截止3月31日猪肉批发价为20.85元/公斤，月环比微跌0.05%。大商所生猪主力合约价格本月有所上涨，截止3月31日收于13245元/吨，月环比上涨2.4%。截止3月28日，猪粮比收窄至6.56。2月能繁母猪存栏同比降幅连续11月收窄后首次转正，至0.6%，后续供给恢复下价格下行压力或增大，引发发改委新一轮收储工作。

图 23: RJ/CBR 指数 (点)



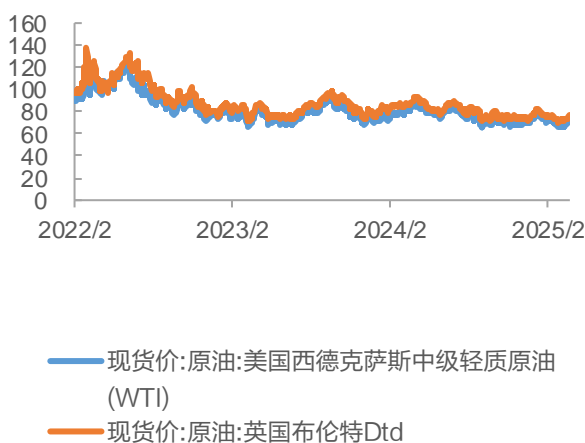
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: LME 铜价 (美元/吨)



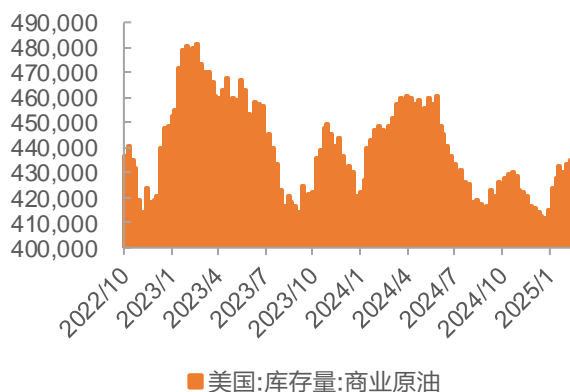
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: EIA 库存 (千桶)



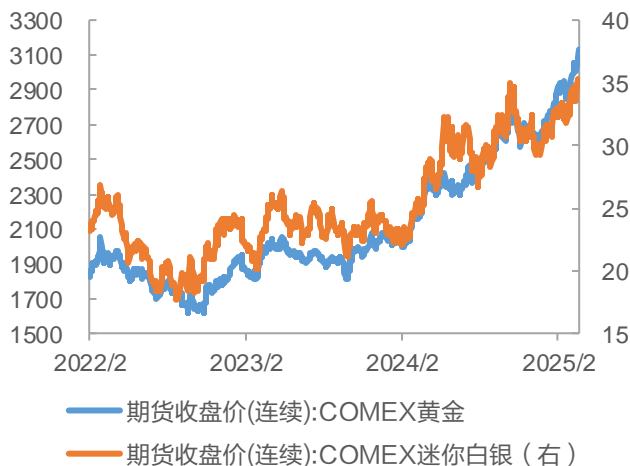
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 金价一路走高 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 贵金属期货价格 (美元/盎司)



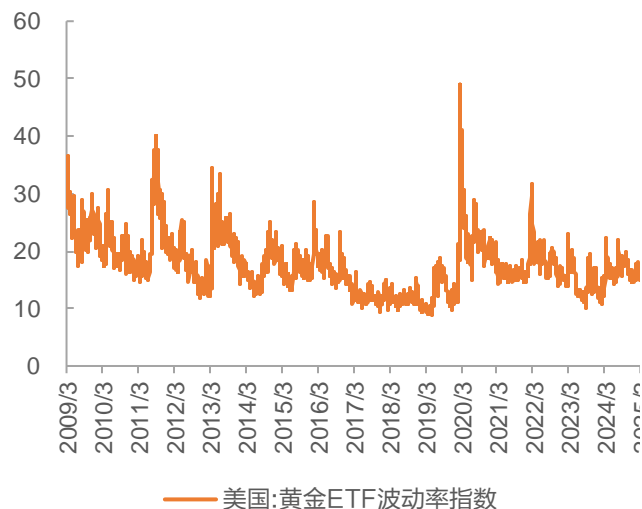
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29：金银比（美元/盎司，点）



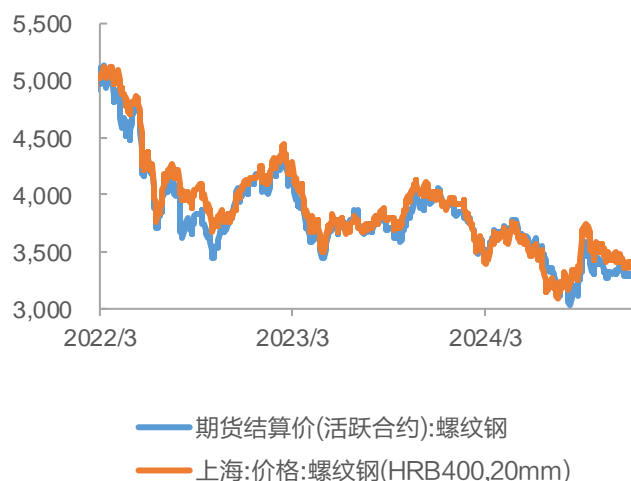
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：黄金 ETF 波动率处于低位（点）



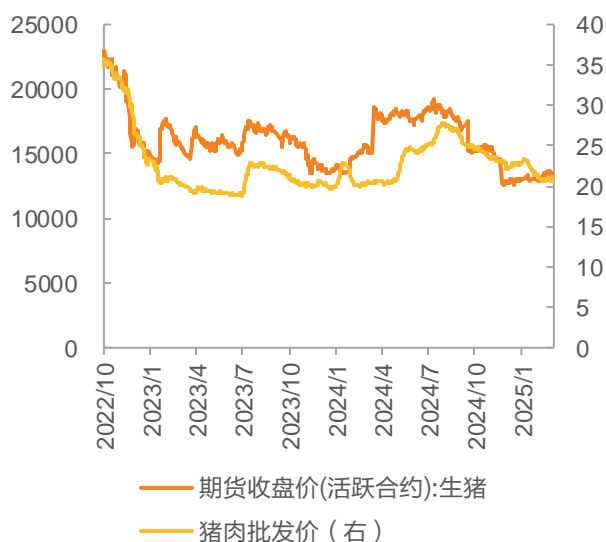
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：螺纹钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：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

工信部等十部门印发《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027年)》。方案提出，到2027年，产业链供应链韧性和安全水平明显提升，产业链整体发展水平全球领先。铝资源保障能力大幅提高，力争国内铝土矿资源量增长3%—5%，再生铝产量1500万吨以上。产业结构进一步优化，铝加工产业集聚区建设水平进一步提升。绿色发展水平不断提升，**电解铝行业能效标杆水平以上产能占比提升至30%以上**，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，**清洁能源使用比例30%以上**，新增赤泥的资源综合利用率15%以上。技术创新能力显著增强，突破一批低碳冶炼、精密加工等关键技术和高端新材料，培育铝消费新增长点，基本满足重大工程、重点型号产品需要。展望2035年，产业发展质量和效益持续提升，引领全球铝工业发展。铝资源保障能力显著提升，产业结构及布局进一步优化，参与全球铝产业合作和竞争新优势大幅增强，高端化智能化绿色化发展取得明显成效，高质量发展局面全面形成。

4.2.2. 原油能化

中国电力企业联合会 3 月 27 日发布的数据显示，截至 2025 年 2 月底，我国非化石能源发电装机规模达到 20.0 亿千瓦，首次迈上 20 亿千瓦台阶，同比增长 23.3%；“十四五”以来非化石能源发电装机规模实现翻番，累计增长了 103.1%。数据显示，2025 年 2 月底，全国非化石能源发电装机占全国总发电装机比重达到 58.8%，比上年同期提高 4.2 个百分点，“十四五”以来累计提高 14 个百分点。截至 2 月底，以风电和太阳能发电为代表的新能源装机达到 14.6 亿千瓦，同比增长 32.5%，占全国总发电装机比重达到 42.8%，比上年同期提高 5.8 个百分点，“十四五”以来累计提高 18.5 个百分点，电能的“绿色”属性显著提升。在“双碳”目标引领下，电力行业加快建立多元互补绿色供应体系，电源结构向多元化、绿色化转变。中电联数据显示，自 2021 年 6 月底我国非化石能源发电装机首次突破 10 亿千瓦以来，2023 年非化石能源发电装机规模连续突破 13 亿、14 亿、15 亿千瓦，到 2025 年 2 月底规模达到 20 亿千瓦，短短 3 年间实现翻番，体现了能源电力行业积极落实“双碳”目标，持续优化调整电源结构，加快推进绿色低碳转型取得显著成效。

4.2.3. 贵金属

近日，上海黄金交易所正式吸收 4 家保险公司成为会员。目前，首批 4 家保险机构会员已完成业务筹备并入市，保险资金投资黄金试点业务平稳落地。为拓宽保险资金运用渠道，优化保险资产配置结构，国家金融监督管理总局于 2025 年 2 月 7 日发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，允许 10 家试点保险公司投资在上海黄金交易所主板上市或交易的相关黄金合约及业务。上海黄金交易所认真做好政策配合，在中国人民银行、国家金融监督管理总局指导下，协同试点保险公司建立投资管理制度、完善信息管理系统、配备合格岗位人员，引导会员根据资产配置和风险管理要求制定合理配置和投资策略，灵活应用多种交易方式分期分批在中长期有序建仓，做好保险资金参与上海黄金交易所市场的各项保障工作。下一步，上海黄金交易所将以保险资金参与黄金市场为契机，持续提高服务质量和效率，逐步拓宽市场广度深度，在统筹金融开放和安全、全力保障市场稳健运行基础上，强化新型产品业务开发和风控体系建设，不断增强市场资源配置功能，推进各项业务多元化发展，以金融要素市场功能深化助推中国式现代化黄金市场发展新格局。

4.2.4. 黑色金属

生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，这标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围。此次扩围后，全国碳排放权交易市场预计将新增 1500 家重点排放单位，覆盖全国二氧化碳排放总量占比将达到 60% 以上，覆盖的温室气体种类扩大到二氧化碳、四氟化碳和六氟化二碳三类。扩围工作统筹国际、国内两个大局，坚持问题导向、目标导向，满足了我国发展完善碳市场的现实需要，将在更大范围、更宽领域、更深层次发挥市场机制作用，构建碳减排激励约束机制新局面。本次将三个行业纳入碳市场管理，可通过“激励先进、约束落后”加快出清落后产能，推动行业从“高碳依赖”传统路径向“低碳竞争力”新赛道转变，加快低碳技术创新和应用，助力走出“内卷式”竞争模式，不断提高行业发展的“含金量、含新量、含绿量”。

4.2.5. 农产品

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。方案指出，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，深入实施藏粮于地、藏粮于技战略，以提高粮食和重要农产品生产能力为首要任务，完善高标准农田建设、验收、管护机制，优化建设布局，明确建设时序，加大投入力度，做到新建和改造并重、数量和质量并重、建设和管护并重，真正把具备条件的耕地特别是永久基本农

田建成适宜耕作、旱涝保收、高产稳产的现代化良田，进一步夯实粮食安全根基。主要目标是：到 2030 年，力争累计建成高标准农田 13.5 亿亩，累计改造提升 2.8 亿亩，统筹规划、同步实施高效节水灌溉，新增高效节水灌溉面积 8000 万亩；到 2035 年，力争将具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田，累计改造提升 4.55 亿亩，新增高效节水灌溉面积 1.3 亿亩。

表 4：各类资产涨跌幅汇总（2.28-3.31）

天风外盘播报		2025/3/31			
外盘月度收益情况汇总					
品种	单位	2月28日	3月31日	涨跌	涨跌幅
标普500	点	5,954.50	5,611.85	-342.65	-5.75%
欧洲STOXX50	点	4,761.56	4,545.65	-215.91	-4.53%
富时中国A50期货	点	13,219.00	13,334.00	115.00	0.87%
美元指数	点	107.56	104.19	-3.37	-3.14%
ICE布油连续	美元/桶	73.16	74.74	1.58	2.16%
伦敦金现	美元/盎司	2,857.00	3,122.91	265.91	9.31%
伦敦银	美元/盎司	31.12	34.07	2.96	9.50%
LME铝	美元/吨	2,604.00	2,538.50	-65.50	-2.52%
LME铜	美元/吨	9,361.00	9,690.00	329.00	3.51%
LME锌	美元/吨	2,798.00	2,853.50	55.50	1.98%
LME镍	美元/吨	15,590.00	15,945.00	355.00	2.28%
ICE11号糖	美分/磅	18.50	18.85	0.35	1.89%
ICE2号棉花	美分/磅	65.33	66.87	1.54	2.36%
CBOT大豆	美分/蒲式耳	1,025.00	1,014.00	-11.00	-1.07%
CBOT豆粕当月连续	美元/短吨	300.20	292.80	-7.40	-2.47%
CBOT豆油当月连续	美分/磅	44.12	44.86	0.74	1.68%
CBOT小麦当月连续	美分/蒲式耳	555.50	537.50	-18.00	-3.24%
CBOT玉米当月连续	美分/蒲式耳	469.50	457.75	-11.75	-2.50%
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

5. 外汇市场分析

5.1. 市场回顾

3月初以来，受到宏观政策不确定性增大、衰退担忧等因素影响，美元指数一路下行。3月中旬，受强劲的劳动力市场和通胀缓解的支撑，美元指数一度在103-105区间内震荡。3月末，受到最新公布的PCE数据超预期影响，美元指数再次下跌。截止3月31日，美元指数报104.19，月环比跌3.14%。人民币3月初以来贬值压力有所缓解，但下旬起再度承压，截至3月31日报7.27，3月整体升值0.41%。3月底在岸人民币与NDF利差为11bp，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3月28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2月末下跌1.05、0.65和0.91点。

5.2. 汇率政策影响分析

对外贸易政策:

财政部、国家税务总局3月27日宣布, 继续实施离岸贸易印花税优惠政策, 支持自由贸易试验区发展离岸贸易。根据《关于继续实施离岸贸易印花税优惠政策的通知》, 对注册登记在中国(上海)自由贸易试验区及临港新片区、中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区、中国(浙江)自由贸易试验区、中国(福建)自由贸易试验区厦门片区、中国(山东)自由贸易试验区青岛片区、中国(广东)自由贸易试验区以及海南自由贸易港的企业开展离岸转手买卖业务书立的买卖合同, 免征印花税。上述通知自2025年4月1日起执行至2027年12月31日。通知所称离岸转手买卖, 是指居民企业从非居民企业购买货物, 随后向另一非居民企业转售该货物, 且该货物始终未实际进出中国关境的交易。

2024年国际收支维持基本平衡。据外管局数据显示, 2024年, 我国经常账户顺差30213亿元, 资本和金融账户逆差30932亿元。按美元计值, 2024年四季度, 我国经常账户顺差1638亿美元, 其中, 货物贸易顺差2498亿美元, 服务贸易逆差474亿美元, 初次收入逆差433亿美元, 二次收入顺差47亿美元。资本和金融账户逆差1873亿美元, 其中, 资本账户顺差0.5亿美元, 金融账户逆差1874亿美元。

2月经常账户顺差收窄。根据外管局数据显示, 2025年2月, 我国国际收支货物和服务贸易进出口规模36861亿元, 同比增长14%。其中, 货物贸易出口17888亿元, 进口13250亿元, 顺差4638亿元; 服务贸易出口2273亿元, 进口3451亿元, 逆差1178亿元。服务贸易主要项目为: 旅行服务进出口规模1764亿元, 运输服务进出口规模1583亿元, 其他商业服务进出口规模1009亿元, 电信、计算机和信息服务进出口规模624亿元。

国际大事影响:

当地时间3月24日晚间, 俄罗斯和美国代表团在沙特阿拉伯首都利雅得的会谈结束。此次谈判持续了超过12个小时, 此前3月23日乌美在沙特会谈, 两次会谈总共耗时超过28小时。据此前消息, 俄方将此次会谈称为“**专家级磋商**”。俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫23日表示, 两国将主要讨论俄总统是否同意恢复黑海粮食协议倡议这一议题。而美国总统国家安全事务助理华尔兹3月23日在接受媒体采访谈及俄乌冲突时表示, 在特朗普与普京通话后, **双方达成了针对空中基础设施的停火协议**。他称, 美国将讨论黑海的海上停火, 以便双方能够恢复粮食、燃料运输, 并重启黑海地区的贸易往来。接着, 美国将着手讨论实际的前线停火问题以及更广泛的、永久性的和平方案。尽管近两日乌克兰代表团和俄罗斯代表团先后与美国代表团在沙特举行会谈, 但俄乌双方冲突并未降级。双方互相指责对方缺乏谈判诚意。

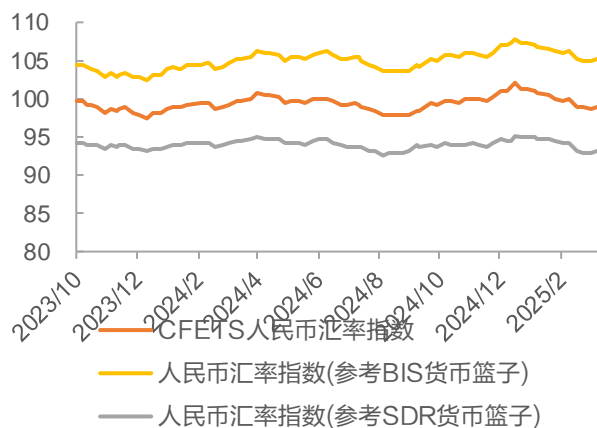
美国2024四季度GDP上修至2.4%。美国商务部当地时间27日公布的最最终修正数据显示, 2024年第四季度美国国内生产总值(GDP)按年率计算增长2.4%, **较此前公布的修正数据上调0.1个百分点**。数据显示, 去年第四季度美国经济增长2.4%, 低于第三季度3.1%的增速。2024年全年美国经济增长2.8%, 低于2023年全年2.9%的增速。按贡献度计算, **个人消费支出拉动当季经济增长2.7个百分点**; 政府消费支出和投资拉动当季经济增长0.52个百分点; 净出口拉动当季经济增长0.26个百分点; 私人库存投资拖累当季经济增长0.84个百分点。具体来看, 去年第四季度, 占美国经济总量约70%的个人消费支出增长4%, **是自2023年第一季度以来的最高增幅**; 住宅类固定资产投资增长5.5%; 政府消费支出和投资增长3.1%; 反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资下降3%。

图 33：美元指数（点）



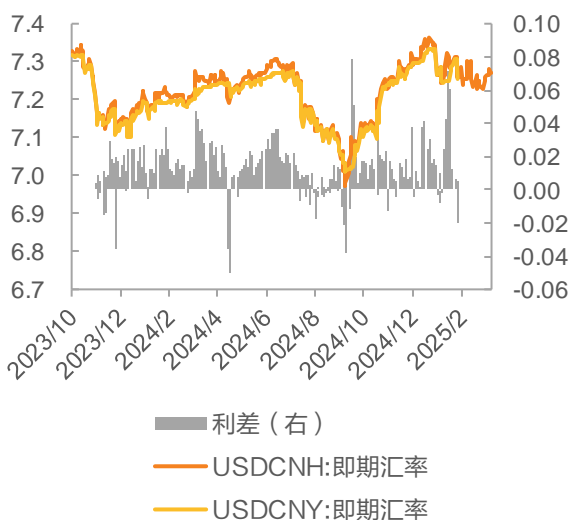
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：三大人民币汇率指数（点）



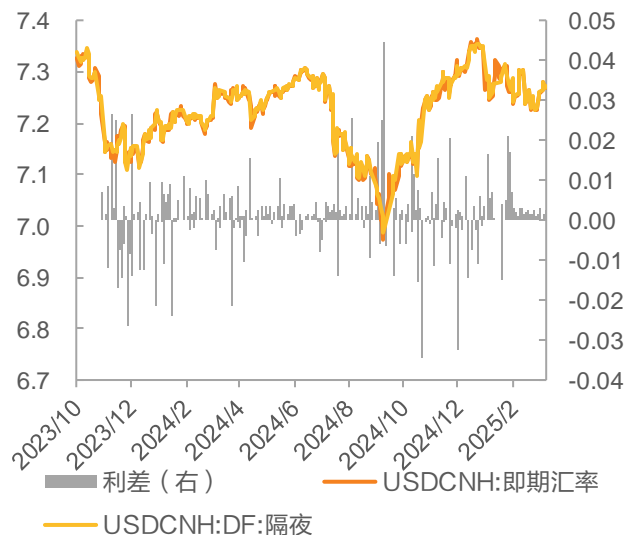
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：在岸离岸利差（点）



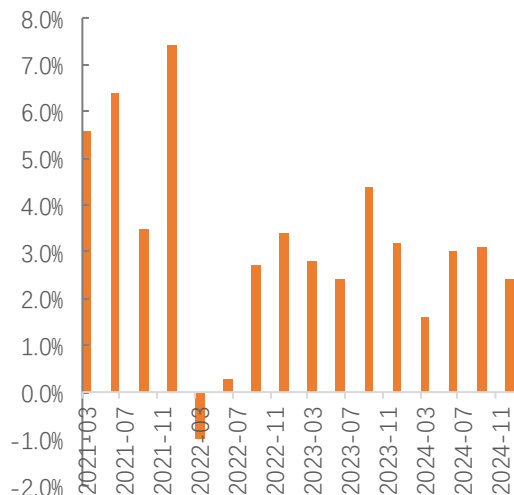
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：离岸-NDF 利差（点）



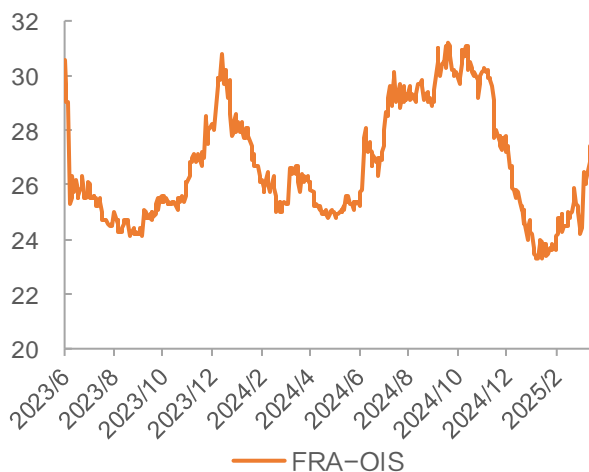
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：美国四季度 GDP 上修至 2.4%（%）



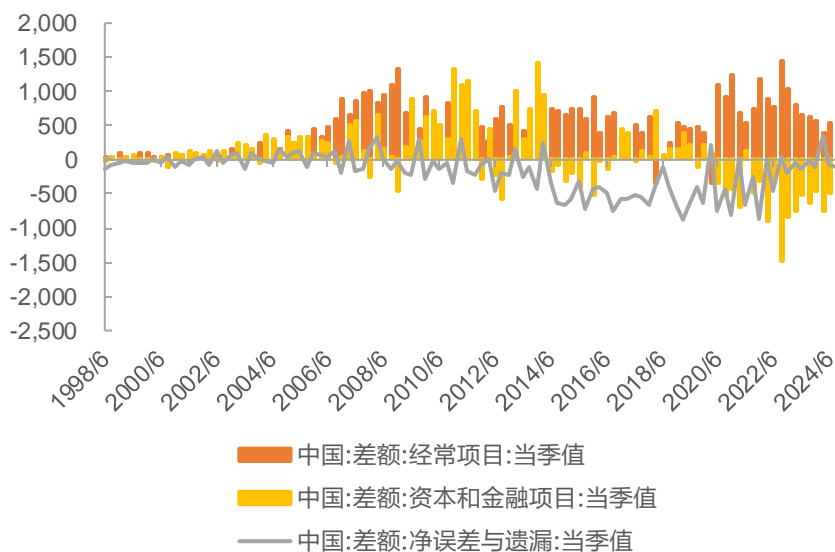
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：FRA-OIS 利差（点）



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 39：2024 四季度国际收支维持平衡（亿美元）



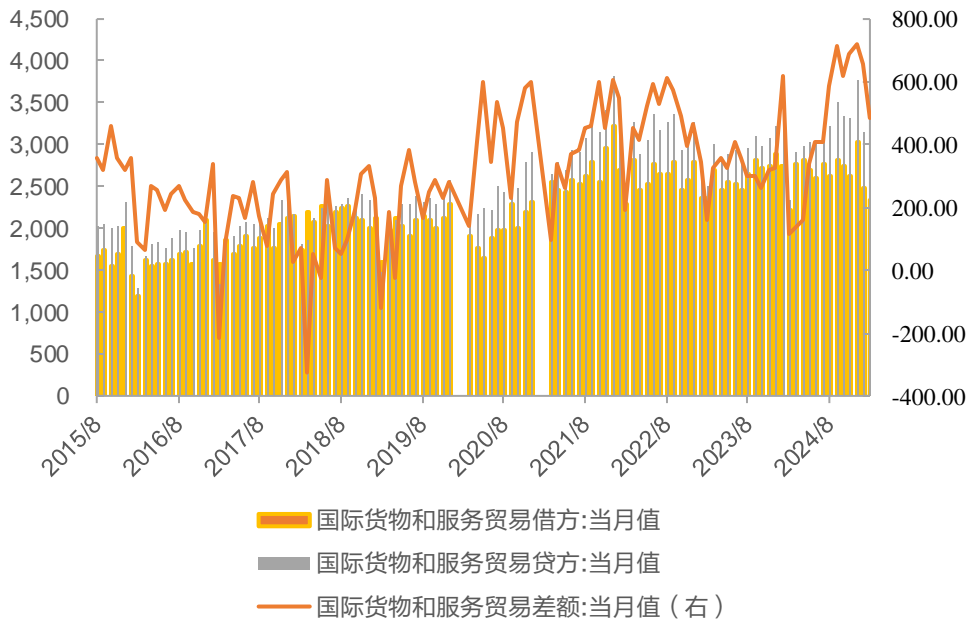
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：CME 联邦利率观察（截至 3 月 31 日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.9%	82.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	67.0%	19.3%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	48.9%	35.5%	6.5%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	36.0%	39.8%	15.9%	2.1%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	17.0%	37.4%	31.1%	10.9%	1.3%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.9%	27.6%	34.1%	20.6%	5.9%	0.6%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	13.3%	28.9%	31.6%	17.8%	4.9%	0.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	1.0%	5.9%	17.9%	29.7%	27.5%	14.0%	3.6%	0.4%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.2%	1.5%	7.3%	19.2%	29.4%	26.0%	12.8%	3.2%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.6%	9.4%	21.0%	28.8%	23.7%	11.1%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.1%	10.2%	21.6%	28.4%	22.7%	10.5%	2.6%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.5%	2.6%	8.9%	19.4%	27.1%	23.8%	12.8%	4.1%	0.7%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.4%	8.3%	18.5%	26.4%	24.1%	13.8%	4.9%	1.0%	0.1%
2026/12/9	0.4%	2.3%	8.1%	18.1%	26.1%	24.2%	14.2%	5.2%	1.2%	0.1%	0.0%

资料来源：CME，天风证券研究所

图 41：2 月经常账户顺差有所收窄（亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 大类资产轮动展望

权益赛道 2.0 第三阶段攻坚，等待特朗普冲击落地，社融脉冲已出现回升，4 月决断进一步观察基本面改善情况。重视黄金，债券重点挖掘转债。我们预计二季度财政进一步扩张和货币适度宽松的协同配合以及大力提振消费有关措施落地有望逐步对冲特朗普“对等关税”冲击。

7. 本周大事前瞻

表 5：本周大事前瞻（3 月 31 日-4 月 4 日）

3 月 31 日	4 月 1 日	4 月 2 日	4 月 3 日	4 月 4 日
中国 3 月官方 PMI；德国 3 月 CPI	中国 3 月财新 PMI；澳大利亚央行利率决议；欧元区 3 月 PMI；欧元区 3 月 CPI；美国 3 月 Markit PMI	特朗普 4 月 2 日计划实施对等关税；美国 2 月耐用品订单	欧洲央行行长拉加德发表讲话；欧元区 2 月 PPI；欧洲央行公布 3 月货币政策会议纪要	美国 3 月非农就业；美联储主席鲍威尔发表讲话；清明节

资料来源：华尔街见闻等，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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com