

2025年4月1日

美国关税导致不确定性加大，全球市场高波动运行 ——宏观大类资产季度策略报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-80128600-8631
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观策略主要观点

国内外宏观主线	1、4 月以后美国的关税政策逐渐落地，以及美联储近期的“鸽派”边际变化。不过，美国“滞胀”叙事还在继续，宏观环境尤其关税落地节奏存在反复和预期差，预计二季度海外仍处于高波动环境。 2、国内两会结束之后，国内政策思路 and 方向清晰，后期更重要的是落地节奏和基本面的验证。
A股	1、外部环境：欧美央行整体处于降息周期，对国内偏利多；但美国的关税政策对中国冲击较大。 2、国内经济基本面：外部冲击加大VS内需对冲，影响偏中性，但过程或有预期差，二季度关注国内经济复苏的成色。 3、政策面：在二季度美国关税政策影响显现的情况下，宏观政策进入发力阶段，政策发力带来边际利好，但政策节奏及效果受外部影响较大； 4、资金面：隔月后资金紧张缓和，央行预计择机降准降息，降准和降息预期有所后延，影响略偏多； 5、估值方面，A股估值虽然横向和纵向对比估值仍旧偏低，但估值分位已经不低，估值进一步上拉难度加大，二季度需关注经济基本面的验证。 6、目前股市多空博弈加剧，整体维持区间震荡走势，建议维持中配。
港股	1、部分投资者选择在高位套现锁定利润，导致抛压集中释放；以及技术指标显示超买信号，触发技术性回调需求。 2、美国贸易政策不确定性升级，市场担忧贸易摩擦风险重燃。 3、二季度关注国内增量政策情况、国内经济复苏成色以及美国关税政策情况。 4、恒指今年处于震荡上行的通道中，配置价值较高，短期回调，建议从高配下调至中配+，中长期择机逢低再买入。

配置：规避 低配 中配 高配 超配

大类资产配置观点

A股	中配	港股	中配+	美债	中配
利率债	中配+	美股	中配+	美元	中配-

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 市场回顾	4
1.1. 大类资产表现回顾：全球股市波动加大	4
1.2. A 股行业风格回顾：3 月小盘成长风格回调，大盘价值稳中有涨	5
2. 海外经济环境及政策影响	6
2.1. 美国通胀短期全线降温，但关税加剧上行风险	6
2.2. 美国经济增长有所放缓，但仍具韧性	7
2.3. 美联储鸽派维持利率不变	7
3. 国内经济环境及政策影响	8
3.1. 国内经济：整体延续复苏，但外部风险加大	8
3.1.1. 房地产销售和投资继续修复	9
3.1.2. 基建投资有所加快	10
3.1.3. 制造业投资小幅回升且保持高速增长	11
3.2. 国内消费增速同比回升	11
3.3. 1-2 月国出口增速有所放缓	12
3.4. 短期市场处于外部冲击和内部对冲的博弈震荡阶段	13
4. 股债市场结构特征与策略	13
4.1. A 股活跃度：交易活跃度明显放缓	13
4.2. 市场风险偏好：市场风险偏好明显降温	14
4.3. 股指估值：全部冲高回落	14
4.4. 行业估值：大部分上涨，高成长相关板块估值回调较大	15
4.5. A 股交易结构：行业轮动变化不大	15
4.6. A 股资金面：内资情绪降温，外资流入倾向仍强	16
4.7. 当下影响 A 股的关键——外部风险&内部对冲，经济复苏成色	17
4.8. 行业比较：震荡市，防御性配置	17
4.9. 港股：外部风险冲击落地，市场偏向谨慎	18
4.10. 资金：资金面转松，政策延续宽松基调	18
4.11. 债市：短期反弹，需关注后续政策节奏及效果	19
5. 2025 年二季度资产配置观点展望	20
5.1. 全球化配置观点	20
5.2. 债市及黄金	20
5.3. A 股策略	21

图表目录

图 1 全球资产价格表现	5
图 2 中信一级行业板块涨跌表现	6
图 3 3 月成长下跌、金融周期和消费上涨	6
图 4 3 月价值表现明显优于成长	6
图 5 欧洲天然气和原油价格	7
图 6 美国 CPI 及分项构成	7
图 7 欧美经济景气情况	7
图 8 美国薪资和消费情况	7
图 9 美联储 3 月维持利率不变	8
图 10 欧央行 3 月降息 25BP	8
图 11 国内经济景气程度	9
图 12 经济增长驱动力	9
图 13 中国金融经济指标	9
图 14 房地产投资及资金来源	10
图 15 房屋销售面积、销售额数据	10
图 16 房屋新开工、施工、竣工数据	10
图 17 国房景气指数	10
图 18 基建投资增速数据	11
图 19 建筑业景气度及订单	11
图 20 制造业投资数据	11
图 21 目前制造业处于主动降库阶段	11
图 22 社会零售总额同比数据	12
图 23 汽车及地产相关消费数据	12
图 24 中国进出口数据：以美元计	12
图 25 中国制造业 PMI 进出口分项	12
图 26 A 股日成交金额	13
图 27 A 股市场换手率	13
图 28 股票性价比有所回落	14
图 29 风险溢价率处于高位	14
图 30 股指 PE（近 10 年）	14
图 31 股指 PE（近 10 年）	15
图 32 行业轮动强度较低	16
图 33 融资余额增幅放缓	17
图 34 美债-A 股收益差回落	17
图 35 港股溢价率	18
图 36 港股市盈率	18
图 37 央行货币净投放	19
图 38 市场利率和政策利率	19
图 39 国债收益率短期震荡	19
图 40 银行理财资金持续搬家	19
图 41 全球化配置策略	20
图 42 债券和黄金策略	21
图 43 A 股策略	21

1. 市场回顾

1.1. 大类资产表现回顾：全球股市波动加大

3月大类资产表现特征回顾：

全球多数股市出现不同程度的分化，整体下跌且波动均明显放大。其中港股和A股冲高回落，整体微幅上涨；欧洲短期回调，跌幅适中，日本股市继续下跌；美股跌幅最大，表现最差。中美债市分化较为明显，美债震荡运行、中债反弹明显。黄金持续创历史新高、美元继续走弱，非美货币走强，其中欧元表现最强。

A股短期进入调整阶段，板块有所分化，整体维持宽幅震荡。虽然两会政策刺激力度加强以及政策逐步落地，但是国内外资金持续流入A股速度放缓，叠加外部冲击风险加大，市场情绪明显降温，部分资金获利离场，大盘继续维持震荡走势。

美国关税政策的不确定性引发美国经济滞胀的担忧，全球风险资产价格波动加大，全球股市分化较为明显。美股受关税政策的不确定性引发美国经济滞胀的担忧，美股整体回调，但是美联储近期的“鸽派”边际变化以及关税政策偏向灵活而有所反弹。欧洲股市得益于俄乌局势的缓解、欧盟宽财政和国防支出计划以及欧央行的持续宽松预期，表现整体较好。

OPEC+4月开始增产、美国能源行业增产预期，但是中东红海地缘风险重新升温以及美国将对与委内瑞拉进行石油和天然气贸易的国家征收25%的关税，原油供给端受到一定的冲击，国际油价震荡反弹。

美元走势偏弱、黄金持续走高。美国经济有所放缓、叠加美国关税政策导致美国经济不确定性增大，美联储降息偏向谨慎，美元走势偏弱、美债收益率偏弱运行；此外，全球关税战在4月初之后可能持续升级导致避险需求增加，黄金价格持续上行。

3月中债整体反弹，美债反弹后震荡运行。3月受流动性逐步改善，以及股市偏向谨慎、股债跷跷板效应、叠加外部风险持续加大，国内债市短期有所反弹。美债由于关税政策导致美国经济增长前景恶化，但是关税政策同样导致通胀预期上升，美债收益率整体持稳，美债价格反弹后震荡运行。

图 1 全球资产价格表现

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年3月份	2025年2月份	2025年以来
A股	上证指数	0.45	2.16	-0.48
	沪深300	-0.07	1.91	-1.21
	上证50	1.01	2.14	-0.71
	中证500	-0.04	4.84	2.31
	中证1000	-0.70	7.26	4.51
	创业板指	-3.07	5.16	-1.77
	科创50	-5.20	12.95	3.42
港股	恒生指数	0.78	13.58	15.25
	恒生科技指数	-3.11	18.79	20.74
	恒生国企指数	1.18	14.01	16.83
海外股市	道琼斯工业平均	-4.20	-1.95	-1.28
	标普500	-5.75	-0.96	16.83
	纳斯达克综指	-8.21	-2.56	-10.42
	日经225	-4.14	-6.09	-10.72
	德国DAX	-1.72	5.96	11.32
	富时100	-2.58	3.60	5.01
	法国CAC40	-3.96	2.59	5.55
债券	中债总财富指数	-0.22	-0.76	-0.61
	中债信用债指数	0.30	-0.21	0.20
	上证转债指数	-0.69	1.62	2.17
商品	南华商品指数	-0.73	-0.28	1.52
	LME铜	3.51	3.28	10.35
	伦敦现货价:黄金	9.90	0.80	19.39
	布伦特原油:ICE	2.23	-4.47	-0.16
汇率	美元指数	-3.16	-0.18	-3.94
	美元兑人民币	-0.39	0.35	-0.96
	欧元兑美元	4.22	4.46	4.46
	英镑兑美元	2.66	1.17	3.20
	美元兑日元	-0.43	-2.48	-4.60

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1. 2. A 股行业风格回顾：3 月小盘成长风格回调，大盘价值稳中有涨

3 月风格表现不一，成长冲高回落，整体上涨，大盘价值继续小涨。目前 A 股主线清晰，科技创新、高端制造和产业升级为主线，短期在外部风险、部分资金获利离场以及赚钱效应减弱的背景下，国内外资金流入放缓，3 月 A 股进入震荡调整阶段。风格方面，价值风格表现明优于成长风格。

行业方面，3 月有色金属、家电、煤炭和银行表现较好。3 月受前期爆火的人工智能、人形机器人、通信服务以及软件等计算机及电子板块的退潮，资金整体偏向防御板块，银行

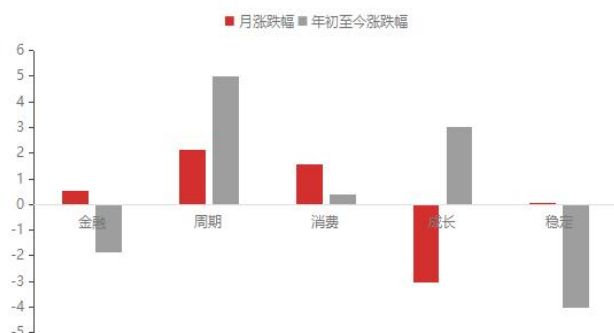
板块表现较好；受国内“以旧换新”政策的支撑，家电等消费板块表现也较好；受黄金和铜价持续创历史新高影响，有色金属板块表现最佳。

图2 中信一级行业板块涨跌表现



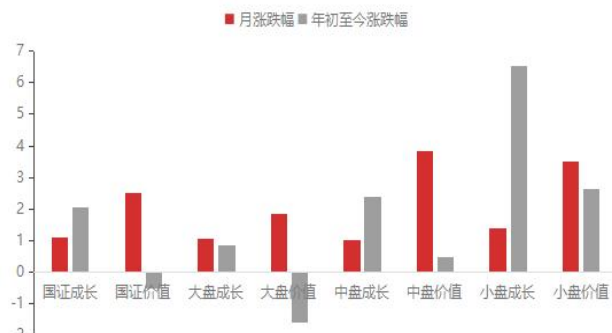
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图3 3月成长下跌、金融周期和消费上涨



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 3月价值表现明显优于成长



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 海外经济环境及政策影响

2.1. 美国通胀短期全线降温，但关税加剧上行风险

目前美国通胀整体全面降温，美国2月CPI同比升2.8%，预期升2.9%，前值升3.0%；季调后CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.5%；核心CPI同比升3.1%，预期升3.2%，前值升3.3%；季调后核心CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.4%。美国通胀超预期回落。虽然一方面，OPEC+超预期增产，全球经济增长有所放缓；但俄乌地方风险大降以及美国原油供应增长预期增强，对原油价格支撑减弱。由于能源价格整体下跌；另一方面，由于美国商品和核心通胀较高，美国商品和服务消费放缓，核心通胀可能有所松动；但是美国对全球关税政策将导致美国进口成本上升，美国通胀上行预期增强。

图5 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 美国CPI及分项构成



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 美国经济增长有所放缓，但仍具韧性

美国方面，美国3月标普全球制造业PMI初值49.8，为3个月以来新低，预期51.8，2月终值52.7；服务业PMI初值54.3，预期50.8，2月终值51；综合PMI初值53.5，2月终值51.6。美国3月服务业PMI超预期回升，但制造业PMI大幅回落至荣枯线下方，美国经济景气整体有所上升。就业方面，美国2月季调后非农就业人口增15.1万，预期16万，前值12.5万。失业率4.1%，预期4.0%，前值4.0%，高于市场预期。平均时薪同比升4.0%，预期4.1%，前值3.9%；环比升0.3%，预期升0.3%，前值0.4%；薪资增速超预期下降。目前美国劳动力市场整体市场缓慢降温，但势头仍然强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国3月密歇根大学消费者信心指数终值录得57.9，预期63.1，前值64.7，2月实际消费支出环比增长0.4%，预期0.5%，消费增速有所回升，但低于市场预期。

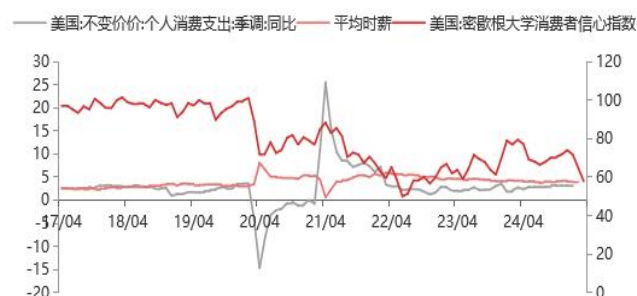
欧洲方面，欧元区3月制造业PMI初值48.7，为26个月以来新高，预期48.2，2月终值47.6；服务业PMI初值50.4，预期51，2月终值50.6；综合PMI初值50.4，预期50.8，2月终值50.2；欧元区3月份PMI数据显示欧洲经济增速有所加快但低于市场预期。

图7 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图8 美国薪资和消费情况



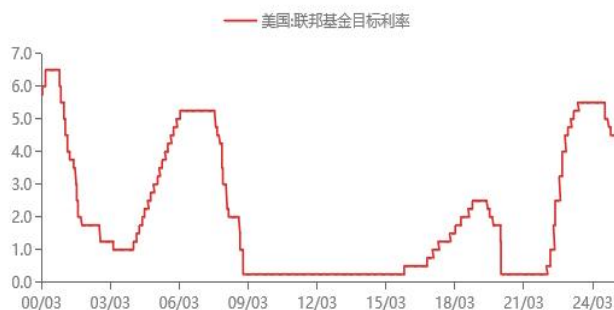
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.3. 美联储鸽派维持利率不变

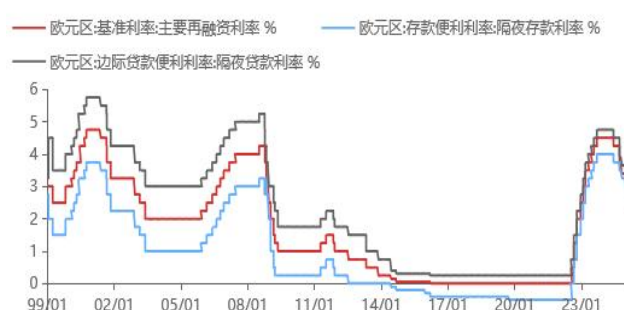
美联储方面，美联储3月议息会议以11-1的投票比例通过将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，理事沃勒投下反对票，其倾向于继续以当前速度缩表。声明中不再称风

险“大致平衡”，提及经济前景的不确定性已增加。对于利率前景。点阵图维持近三年中值不变，今明两年将降息两次，但 2025 年支持不降息或者降息更少的官员人数增多。对于通胀前景，上调今明两年 PCE 通胀预期及今年核心 PCE 通胀预期，仍预计通胀在 2027 年达标，多数官员预计风险倾向上行。对于经济前景，全线下调 2025-2027 年 GDP 增速预期，今年预期从 2.1% 大幅下调至 1.7%。小幅上调今年失业率至 4.4%，其余年限不变。对于缩表政策，将于 4 月开始放缓资产负债表缩减步伐，缩减国债规模从 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 规模维持在 350 亿美元。

美国 3 月服务业 PMI 超预期走高，但消费信心放缓以及零售销售放缓，显示经济出现了一定程度的放缓，且贸易战加剧后美国经济的不确定性。降息预期方面，市场降息预期有所增加。目前市场中性预期年内大约降息接近 2 次，并最晚于 6 月进行降息。

图 9 美联储 3 月维持利率不变


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 欧央行 3 月降息 25BP


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，美国 2 月通胀和核心通胀全面降温，美国经济增长有所放缓、消费信心下降，以及美国对全球发出关税威胁导致美国经济的不确定性增大。美联储降息预期有所升温，市场预期降息次数上升到 2-3 次，美元短期整体走弱，全球市场波动加剧。短期商品需求整体改善，对能源、有色、贵金属等国际大宗商品价格短期有一定的支撑，但关税风险使得商品市场短期波动加大。伴随 4 月以后美国的关税政策逐渐落地，以及美联储近期的“鸽派”边际变化，二季度的海外宏观政策思路可能会比年初更加清晰。不过，美国“滞胀”叙事还在继续，以欧洲为代表的海外非美国国家政策转向，地缘博弈持续，宏观环境尤其关税落地节奏存在反复和预期差，预计二季度海外仍处于高波动环境。

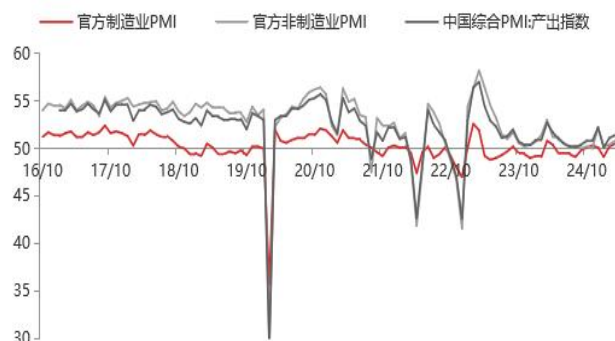
3. 国内经济环境及政策影响

3.1. 国内经济：整体延续复苏，但外部风险加大

中国 3 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 50.5%、50.8% 和 51.4%，分别比上月上升 0.3%、0.3% 和 0.4%，三大指数均位于扩张区间，企业生产经营活动加快，我国经济景气水平延续回升向好态势，复苏步伐有所加快。制造业 PMI 继续回升，商品需求继续回升。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-2 月固定资产投资累计同比 4.1%，较去年全年上升 0.9%；消费同比增长 4.0%，较去年全年上升 0.3%；1-2 月进出口同比-2.4%，较去年全年下降 6.2 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，

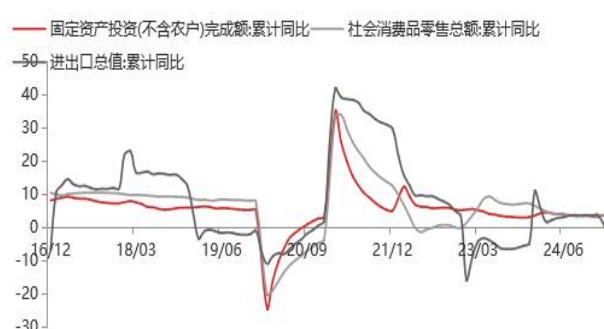
制造业增长较快，基建加快，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期超预期回落；消费复苏有所加快，消费以及投资对国内经济的拉动作用明显增强。

图 11 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 经济增长驱动力



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 中国金融经济指标

金融经济指标	最新值 (2025-2)	上期值 (2024-12)
固定资产投资(不含农户)完成额	4.10	3.20
制造业:累计同比	9.00	9.20
房地产业:累计同比	-9.10	-10.60
电力、热力、燃气及水的生产和供应业:累计同比	9.90	9.20
社会消费品零售总额:当月同比	4.00	3.70
出口总值(美元计价):当月同比	2.30	10.60
进口总值(美元计价):当月同比	-8.40	1.20
CPI:当月同比	-0.70	0.50
PPI:当月同比	-2.20	-2.30
制造业PMI	50.20	49.10
规模以上工业增加值:当月同比	5.90	6.20
M2(货币和准货币):同比	7.00	7.00
新增社融	10100.00	51300.00
新增人民币贷款	22375.00	70546.00

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.1.1. 房地产销售和投资继续修复

1-2 月商品房销售面积同比增长-5.5%，较前值下降 5.8%，商品房销售额同比增长-2.9%，较前值下降 5.7%，虽然政策刺激力度加强且逐步落地显效，但由于春节错位原因，销售短期有所放缓。房地产开发资金来源方面，1-2 月当月同比增长-3.8%，下降 10.2%，资金来源压力短期有所增强；房地产开发投资当月同比增长-9.8%，降幅比上年全年收窄 0.8 个百分点，房地产投资有所修复。1-2 月房地产新开工面积同比增长-29.9%，降幅较前值扩大 13%；

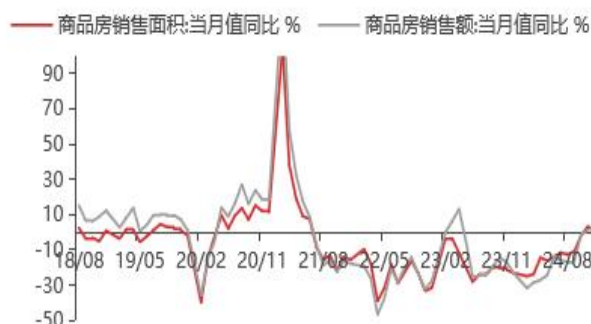
施工面积同比增长-9.1%，下降 12.2%；竣工面积同比增长-15.7%，降幅较前值缩窄 10.3%；施工端有所修复但仍旧较弱。目前房地产销售整体向好，房地产资金来源边际改善，房地产投资整体继续修复；房地产施工和竣工由于严控增量政策修复较慢。目前地产市场整体初步止跌回暖，但是回暖势头有所放缓；3 月两会提出稳住楼市，且地方陆续出台增量地产刺激政策，二季度地产端的压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间。后续关注地产刺激政策效果的持续性。

图 14 房地产投资及资金来源



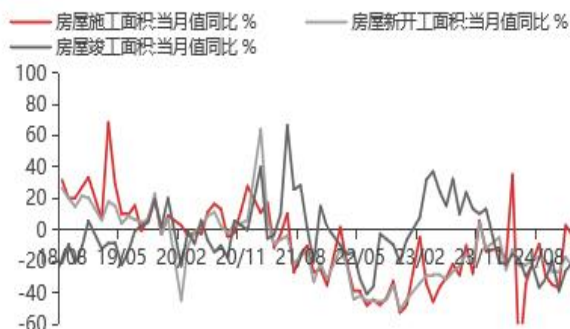
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 房屋销售面积、销售额数据



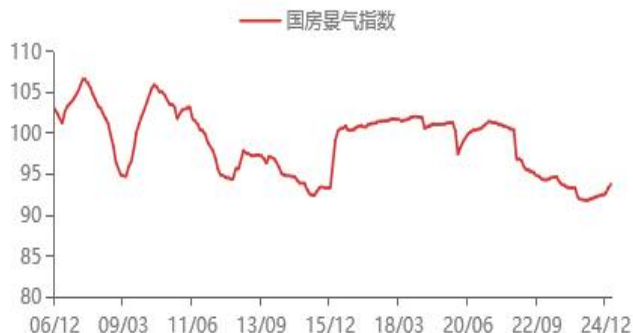
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 17 国房景气指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.1.2. 基建投资有所加快

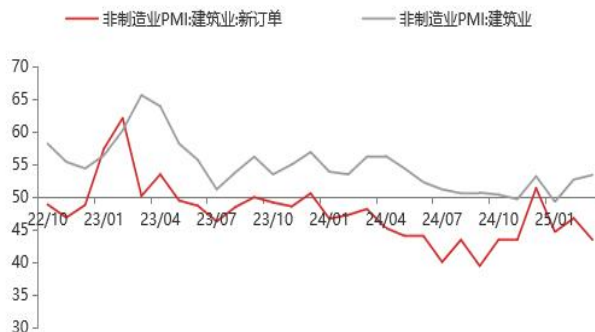
1-2 月基建投资（窄口径）当月同比 5.6%，前值 6.3%，较前值下降 0.7%，但全口径基建投资增速同比增长 9.9，上升 2.5%，基建投资增速有所加快。随着专项债使用进度加快，以及政策靠前发力，基建投资增速大幅回升。政策方面，2025 年在外部贸易风险加大的情况下，国内政府支出力度明显加强、基建对冲力度可能加强，今年两会财政赤字率定为 4%、赤字规模 5.66 万亿元，再加上专项债 4.4 万亿和超长期特别国债 1.8 万亿，财政支出大幅增加。而且财政支出的重点领域在于设备更新和消费品以旧换新，相关领域财政支出将进一步增大，但是基建投入也会相应增加；此外，地方政府化债进程加快，地方资金逐步改善，基建资金投入逐步增强。后期继续关注两会后财政政策落地节奏以及基建政策情况，房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 18 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 建筑业景气度及订单



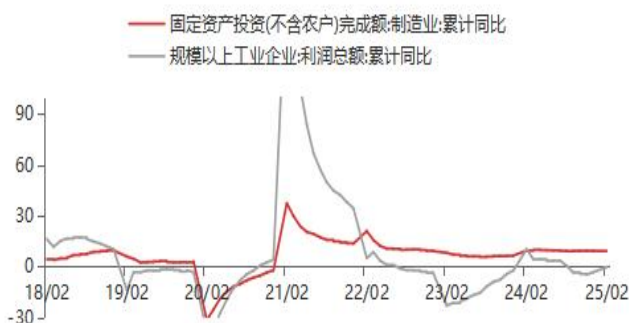
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.1.3. 制造业投资小幅回升且保持高速增长

国内制造业投资小幅回升且保持高速增长，1-2 月制造业投资当月同比 9%，前值 8.3%，较前值上升 0.7%，整体小幅回升且保持高速增长。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；而且大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强。其中，存货投资方面，1-2 月工业企业产成品存货同比 4.2%，较上月上升 0.9%，制造业短期处于被动补库阶段。资本开支投资方面，1-2 月工业企业利润增速同比增长-0.3%，降幅较上月收窄 3%，企业业绩整体持续修复，对未来资本开支意愿的支撑有所增强。

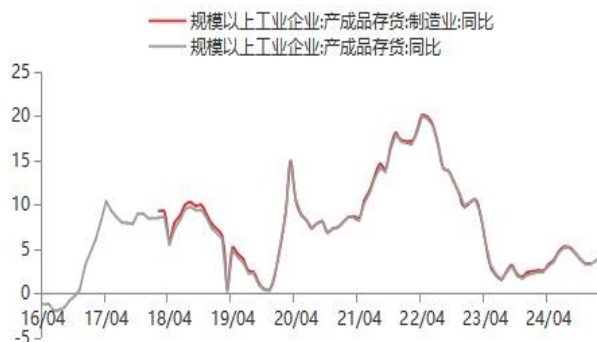
未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；另一方面，目前国内外刺激政策加强，国内外将有可能进入补库阶段，短期制造业投资动力有所加强，支撑整体投资。

图 20 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 21 目前制造业处于主动降库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

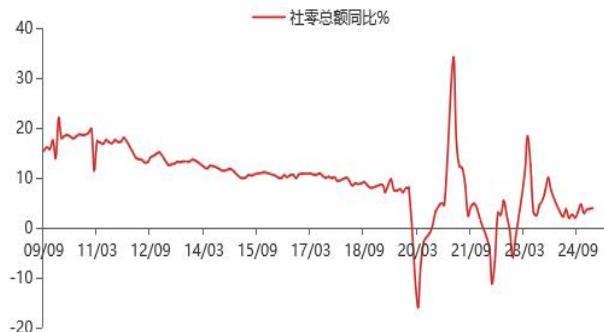
3.2. 国内消费增速同比回升

1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.0%，预期 4.0%，前值 3.7%，较前值上升 0.3 个百分点，符合市场预期。

消费品以旧换新政策支持范围扩容以及持续加力显效，以及春节档哪吒 2 的爆火，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类、汽车类、体育、娱乐用品类商品零售额分别增长 10.9%、11.7%、26.2%、-4.4%、25%，继续大幅回升。

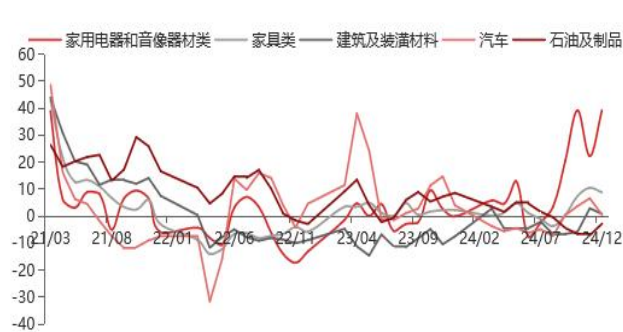
目前来看，消费复苏方向不变，短期由于基数效应降低以及消费品以旧换新政策持续加力显效等因素导致消费增速回升；后期随着《提振消费专项行动方案》逐步落地显效以及居民财富效应的改善回升，国内消费将继续保持恢复回升态势。

图 22 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 23 汽车及地产相关消费数据

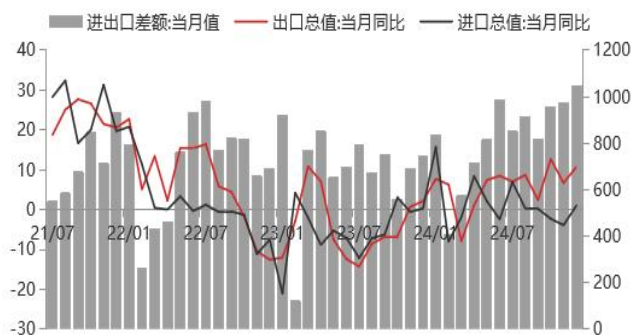


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3.1-2 月国出口增速有所放缓

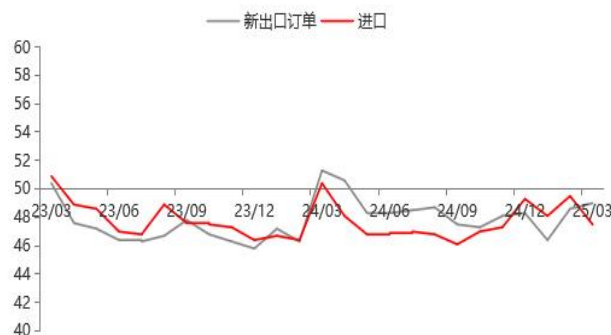
2025 年前两个月，我国货物贸易进出口总值 6.54 万亿元人民币，同比下降 1.2%（与去年同期相比，今年前两个月少了 2 个工作日，剔除不可比因素影响，进出口增长 1.7%）。其中，出口 3.88 万亿元，增长 3.4%；进口 2.66 万亿元，下降 7.3%。按美元计价，前两个月，我国进出口总值 9093.7 亿美元，下降 2.4%。其中，出口 5399.4 亿美元，增长 2.3%；进口 3694.3 亿美元，下降 8.4%。进出口订单方面，3 月新出口订单 49%，较上月上升 0.4%；进口订单 47.5%，较上月下降 2%，出口订单上升，进口订单下降。目前商品外需受抢出口效应仍然保持一定的增速；但是美国今年对中国累计加征关税达 20%，而且有进一步升级的可能。在当前关税政策前提下，预计二季度后半段开始我国出口压力将逐渐体现，净出口对经济的拉动将逐步下降。

图 24 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 25 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3. 4. 短期市场处于外部冲击和内部对冲的博弈震荡阶段

经济和政策方面，1-2 月国内经济增长有所加快，但是美国对中国加征关税持续升级，预计二季度对国内经济的负面影响逐步显现。3 月中国召开两会，全年经济目标设定在 5% 左右，两会财政赤字率定为 4%、赤字规模 5.66 万亿元，再加上专项债 4.4 万亿和超长期特别国债 1.8 万亿，财政支出大幅增加；而且重点在于扩大消费和稳定投资，在一定程度上对冲外部的冲击。

汇率方面，由于美国近期经济增长有所放缓，以及市场对于关税对经济的冲击担忧加深，美元指数短期整体走弱，人民币汇率压力有所缓解，但由于中美之间的贸易冲突短期仍在继续，表现相对略微偏弱。国内股市由于外部风险不确定性加大、而且当前市场估值并不低，在经济数据、财报发布，基本面对行情的影响重新加大环境下，近期指数拉估值的难度进一步上升，股市或持续进入震荡整固阶段。

展望 2025 年二季度，两会结束之后，国内政策思路 and 方向清晰，后期更重要的是落地节奏。“低物价”、“宽财政节奏前置”、“货币节奏后置”预期延续，择机降准降息可能会兼顾外部市场节奏。经济方面，向上支撑来自基建增速有望维持高位，“两新”政策和高科技产业投入对制造业需求仍有增量；向下压力来自地产销售持续性二季度面临考验且销售向投资端传导还有较长时间，消费刺激对需求拉动效果仍将延续，但下半年或边际递减，以及二季度后半段开始我国出口压力将逐渐体现。二季度市场处于外部冲击和内部对冲的博弈的经济验证阶段，市场进入震荡调整阶段，波动或将加大。

4. 股债市场结构特征与策略

4. 1. A 股活跃度：交易活跃度明显放缓

市场交投活跃度明显放缓，整体风险偏好有所降温。两市成交额：3 月份以来沪深两市日均成交额出现明显下降，从接近 2 万亿回落至接近 1 万亿。换手率方面，上证 A 股换手率在 3 月份出现明显下降，整体换手率逐步接近 2024 年 10 月之前的水平。

图 26 A 股日成交金额



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 27 A 股市场换手率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.2. 市场风险偏好：市场风险偏好明显降温

股/债性价比有所回落但仍处于高位：截至 3 月 31 日，沪深 300 股息率/十年期国债收益率 1.99，虽较最高的 2.29 有所回落，但仍远高于 2023 年之前的 1 左右的水平，主要是由于无风险收益短期回升所致，目前股票性价比继续维持高位。

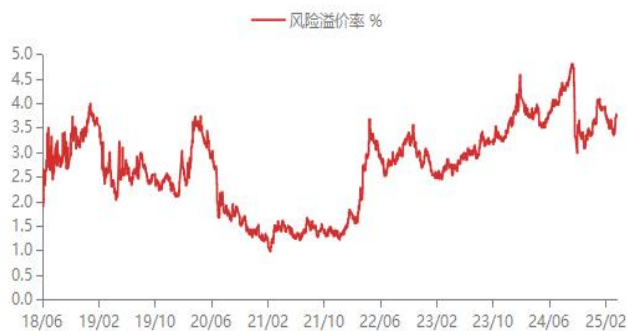
风险溢价率整体继续维持高位：截至 3 月 31 日，同花顺全 A 风险溢价率为 3.765，市场情绪整体降温导致估值有所下降，风险溢价整体较高，风险偏好持续处于较高位置。

图 28 股票性价比有所回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 29 风险溢价率处于高位



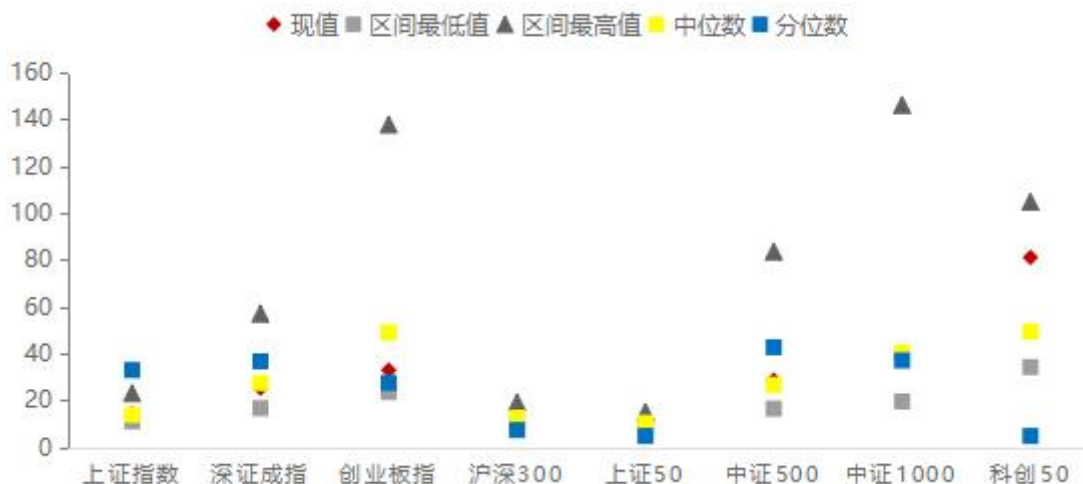
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.3. 股指估值：全部冲高回落

3 月，跟踪的 8 个股指估值全部冲高回落，估值分位数也是全部下行。其中科创 50 估值跌幅最大，沪深 300、上证 50 以及科创 50 估值分位数目前跌至 10% 以下，其余指数估值分位数跌至 30%-40% 的水平，较 2 月 90%-100% 的水平回落明显。

跟踪 PE 的 8 个股指中，上证指数、上证 50、中证 500 以及科创 50 等 5 个位于中位数以上区间，其中沪深 300、深证成指、创业板以及中证 1000 处于中位数以下区间。

图 30 股指 PE (近 10 年)

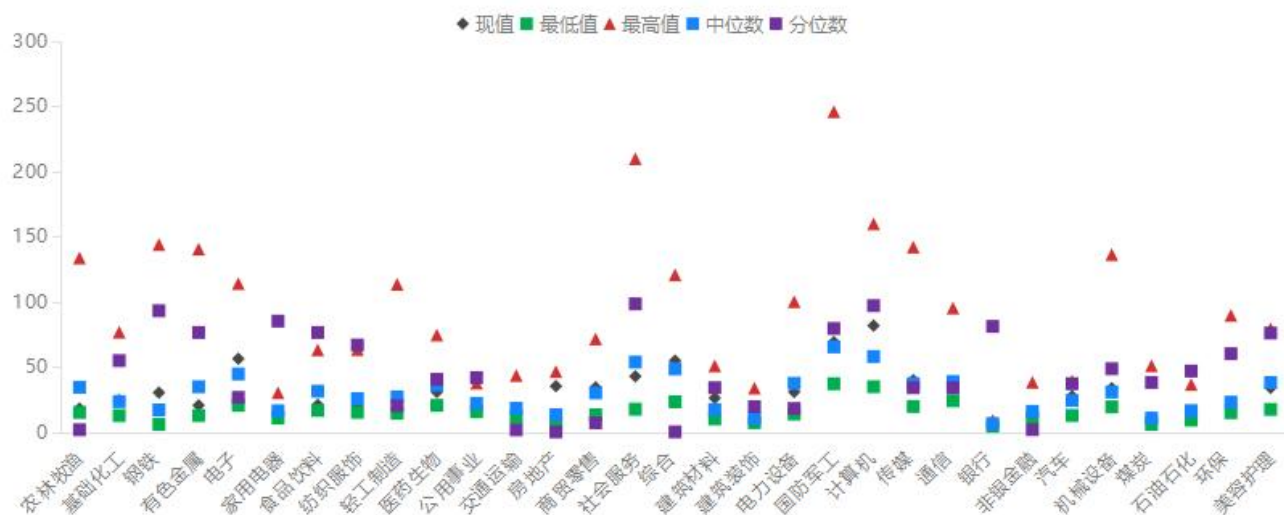


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.4. 行业估值：大部分上涨，高成长相关板块估值回调较大

3月，跟踪PE的31个一级行业中，17个行业估值上涨，14个行业估值下跌，下跌数量明显增多。其中电子、农林牧渔、电力设备、非银金融等行业估值跌幅较为显著；社会服务、钢铁、有色、国防军工和计算机等几个行业的估值涨幅居前。当前观察PE的29个行业中，仅有12个行业处于下1/2分位数以上区间，较上月少12个，17个行业位于上1/2分位数以下。

图 31 股指 PE (近 10 年)



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.5. A 股交易结构：行业轮动变化不大

3月行业轮动速度基本维持不变，一是市场交易情绪明显回落；二是由于热门行业和板块赚钱效应明显下降，防御板块相对较好；行业间超额收益明显，显示出资金偏好较强。行业拥挤度方面，3月交易热度明显降温的行业主要集中在前期受益于 DeepSeek 人工智能和宇树科技人形机器人的爆火等相关板块，3月以来明显回调，主要涉及人工智能、算力通信和人形机器人等；但是银行、保险等防御板块表现相对较好。二季度，股市成交在短期有所下降，科技板块有所回调，但中国科技持续突破，高科技板块热度有望持续强于其他板块，防守偏进攻型策略组合或具备较高吸引力。

图 32 行业轮动强度较低



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.6. A 股资金面：内资情绪降温，外资流入倾向仍强

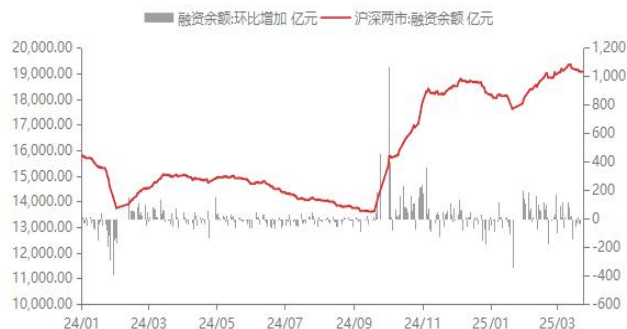
内资方面：由于国内市场情绪降温，融资资金净流入情况有所放缓。

从资金结构来看，杠杆资金方面，3 月以来随着市场情绪的降温，杠杆资金流入速度放缓，3 月份融资资金净流入仅 194 亿元，较 2 月份的 1217 亿元明显下降，且呈冲高回落趋势。预计内资情绪的降温以及赚钱效应下降，杠杆资金流入将偏向谨慎。长期资金方面，五部门联合推动中长期资金入市政策落地，包括研究降准降息、设立国家级创业投资引导基金等。瑞银证券预测 2025 年将有 1.7 万亿元长线资金流入 A 股，主要来源于养老金、保险资金及海外主权基金。

外资方面，美债收益率有所回升，A 股估值有所下降，市场有所回调，外资净流入放缓，但外资视角下 A 股性价比较高。

近期美债收益率由于关税政策导致美国经济增长前景恶化而持续维持回落，美股也持续回调。虽然 A 股和港股在外部风险加大、部分资金获利离场以及超买修复的情况下有所调整。但是 A 股和港股在人工智能（AI）技术爆发、政策支持、企业业绩预期改善等因素驱动下，中国资本市场仍展现出强大的“磁吸效应”，外资机构仍对中国资产保持极大的热情。近日，富达国际、高盛、摩根士丹利等密集发声，看好中国股市投资价值。

图 33 融资余额增幅放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 美债-A 股收益差回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 7. 当下影响 A 股的关键——外部风险&内部对冲，经济复苏成色

首先，从性价比方面来看，美债收益率下降，中债国债收益率回升，美中利差收窄，中国资产性价比提升，外资纷纷看好中国股市投资价值。

其次，中国人工智能（AI）技术爆发、政策红利释放、企业业绩改善等因素驱动下，导致中国股市估值明显提升，虽然从横向和纵向比较来看，中国股市估值仍旧偏低，但是短期仍有回调风险。

第三是，美国对中国的关税持续升级，预计二季度末对中国的出口影响将逐步显现；但是两会政策方面，全方位扩大内需政策刺激预期增强；未来的关注点是外部的冲击和内部对冲对国内经济实际影响情况如何演绎，短期预计市场将偏向谨慎。

4. 8. 行业比较：震荡市，防御性配置

短期震荡与长期向上：一季度估值修复后，市场进入震荡整理阶段，外部冲击、财报季业绩分化及政策预期摇摆或加剧波动。中长期看，市场投资逻辑转向“范式变革”，成长风格（如科创 50、AI）仍为核心主线，流动性宽松预期或强化其阶段性表现。

结构分化延续：科技突围（半导体、工业母机）与出口链（机械、电力设备）受益于国产替代及全球制造业复苏。高股息资产（公用事业、能源）作为防御性配置，对冲地缘冲突及海外政策不确定性风险，均衡持仓高股息红利资产，降低组合波动。

行业比较及配置建议：

超配方向：

科技制造：半导体、AI、工业母机（政策扶持+国产替代逻辑）；出口链：汽车零部件、家电（全球制造业周期触底+新兴市场需求）；高端装备：新能源设备、智能驾驶（产业转型+技术突破）。

标配方向：

消费：可选消费（政策托底+需求边际改善）；金融：券商（资本市场改革红利）。

低配方向：

传统地产链：政策托底效果有限，转型压力仍存。

4.9. 港股：外部风险冲击落地，市场偏向谨慎

3月AH股溢价率有所回落。3月A股、H股均出现一定的回调，其中H股调整幅度明显大于A股，AH股溢价率继续走弱，但仍处在较高水平。

目前港股估值相对于欧美日等发达经济体以及历史高点来说仍旧偏低，而且随着中国科技的突破，科技估值重估驱动港股中长期上行；但短期部分资金获利离场、超买情绪的修复以及美国对中国的关税持续升级，外部风险对股市的影响逐步增大，港股短期明显回调，市场偏向谨慎。二季度主要关注国内经济基本复苏的成色以及美联储鸽派基调是否延续；长期来看，外资机构和投行纷纷看好中国资产、港股估值仍有上行空间，对港股仍持谨慎偏乐观态度。

图 35 港股溢价率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 港股市盈率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4.10. 资金：资金面转松，政策延续宽松基调

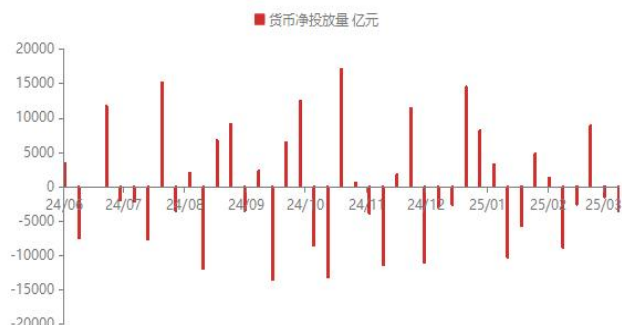
3月资金面逐渐转松，资金利率整体下降。3月资金面逐步转松，资金利率有所下降，但仍明显高于政策利率水平，央行并未降准二是采取大额续作MLF和净投放资金的方式改善市场流动性。

政策延续宽松基调。3月两会强调实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕。央行也多次表态将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况择机降准降息。

后续经济复苏仍需货币政策持续发力。进入3月之后市场利率有所回落，资金偏紧的情况有所好转，后续市场利率或维持在政策利率附近。二季度，随着大规模地方政府

化债推进以及今年财政赤字进一步加大，可能对流动性造成扰动。不过适时降准降息以及 MLF 的净投放可在一定程度上缓解流动性的冲击，再加上政策延续偏松表态，将继续向市场适度投放流动性，市场利率或维持在政策利率附近。

图 37 央行货币净投放



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 市场利率和政策利率



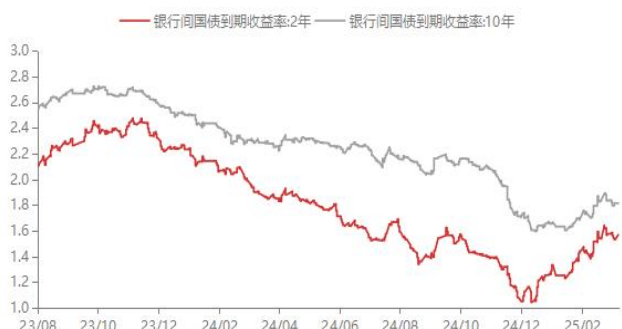
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 11. 债市：短期反弹，需关注后续政策节奏及效果

3 月中旬以来，债市开始底部反弹，主要是受到以下几个方面因素影响：1、1-2 月国内经济数据整体好于预期，而且两会政策预期较好，市场逐步将关注点转移到二季度经济复苏的成色上来。2、美国的全球关税政策逐步落地，外部风险加大，市场偏向谨慎，股市回调，避险需求升温。3、由于央行超额续作 MLF，本月净投放 630 亿元，并从本月起将 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标），MLF 不再有统一的中标利率，标志着 MLF 利率的政策属性完全退出，此举有利于降低银行负债成本，释放宽松信号，市场资金利率有所下降。因此，近期债市短期有所反弹。

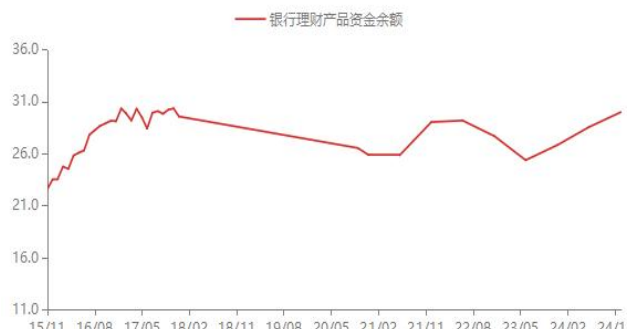
债市短期反弹，但反弹空间预期有限。二季度美国关税政策使得外部风险加大，预计二季度末对国内出口压力将逐步显现，以及美联储近期“鸽派”边际变化为国内央行的宽松预期提供了边际空间，二季度国债债市或有一定的逢低配置的机会。但是，随着二季度国内政策将加力落地，为经济持稳提供较强的支撑，在一定程度上约束债市上行空间。

图 39 国债收益率短期震荡



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 40 银行理财资金持续搬家



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

5. 2025 年二季度资产配置观点展望

5.1. 全球化配置观点

图 41 全球化配置策略

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
港股	1、部分投资者选择在高位套现锁定利润，导致抛压集中释放；以及技术指标显示超买信号，触发技术性回调需求。 2、美国贸易政策不确定性升级，市场担忧贸易摩擦风险重燃。 3、二季度关注国内增量政策情况、国内经济复苏成色以及美国关税政策情况。 4、恒指今年处于震荡上行的通道中，配置价值较高，短期回调，建议从高配下调至中配+，中长期择机逢低再买入。	中配+
美股	1、美国经济增长放缓，美股业绩可能不及预期。 2、美国关税导致的不确定性，导致市场风险偏好下降，美股波动性加大。 3、短期和中期关注美国关税措施对美国经济以及美联储货币政策的影响。 4、短期震荡调整，中长期仍有配置价值，建议维持中配+。	高配—— 中配+
美债	1、美国关税政策导致不确定性加大，导致美国经济增长前景恶化，美债收益率短期偏弱运行，价格上行风险加大。 2、美联储仍处于降息周期，由于关税原因市场预期美联储降息预期次数为 3 次左右，如果对等关税落地，美债收益率有进一步下降的空间，具备趋势走牛的空间。 3、美债价格震荡反弹，中期具备趋势走牛的空间，持有收益较高，仍具备较好的中期配置价值，建议维持中配。	中配
美元	1、美国关税的不确定性导致美国经济增长前景恶化，美联储降息预期次数为 3 次左右，美联储预期美联储年内降息 2 次，美元指数价格中枢将在 105 左右，整体偏弱。建议美元指数维持中配-。 2、美元偏弱导致人民币汇率压力缓解，但是美国对中国的关税持续升级，中期看人民币仍存贬值压力，但是央行保持人民币汇率基本稳定的预期导致人民币汇率贬值空间不大。建议人民币维持低配+； 3、可维持非美货币储备，对欧元、英镑、日元等主流货币适度分散配置。	中配-

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

5.2. 债市及黄金

图 42 债券和黄金策略

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
债券（利率）	1、美国对中国加征关税持续升级，可能打压风险偏好，增加对债市的需求。 2、央行净投放货币，增加市场流动性，引导市场利率下行，对债市中期仍有支撑。 3、宏观对冲政策预计二季度发力、经济预期较稳，约束债市上行空间。 4、中期角度看，美国关税政策对中国外贸的影响将在二季度逐步显现，内需刺激政策将逐步发力，国内经济复苏的成色是重要关注点，债市仍有配置机会。 2、短期债市整体反弹，中期上行空间受限，配置价值有所减弱，建议维持中配+。	中配+
黄金	1、美元和美债收益率整体偏弱运行，中期美联储仍处于宽松周期且降息预期有所增强，支撑黄金的中期配置价值。 2、美国关税政策导致的不确定性可能导致中期避险需求仍旧较强。 3、中国等新兴经济体央行购进需求导致配置价值仍旧较高。 4、俄乌局势中长期整体趋向结束，但中东地缘风险重燃，地缘避险需求中期仍存。 5、短期高位偏强震荡运行，中期配置价值仍旧较高，继续维持高配。	高配

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

5.3. A 股策略

图 43 A 股策略

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A 股大盘	1、外部环境：欧美央行整体处于降息周期，对国内偏利多；但美国的关税政策对中国冲击较大。 2、国内经济基本面：外部冲击加大 VS 内需对冲，影响偏中性，但过程或有波折，二季度关注国内经济复苏的成色。 3、政策面：在二季度美国关税政策影响显现的情况下，宏观政策进入发力阶段，政策发力带来边际利好，但政策节奏及效果受外部影响较大； 4、资金面：隔月后资金紧张缓和，央行预计择机降准降息，降准和降息预期有所下降，影响略偏多； 5、估值方面，A 股估值虽然横向和纵向对比估值仍旧偏低，但估值分位已经不高，估值进一步上拉难度加大，二季度需关注经济基本面的验证。 6、目前股市多空博弈加剧，整体维持区间震荡走势，建议维持中配。	中配
行业风格	投资组合——红利价值（防御），新兴科技成长（偏进攻、弹性），整体均衡	

- 1、大盘趋势上整体是震荡上行,短中期经济复苏并未被定价,仍有波动和反复,适宜将红利和价值策略作为组合中防御性配置;
- 2、以 AI、机器人、半导体自主可控等为代表的新兴科技成长板块仍是发展空间更大、中长期确定性更强的方向,结构性行情下新兴科技成长方向形成合力的可能性更高,且具备较高的弹性,但是注意短期回调风险。
- 3、行业方面,建议关注:科技制造:半导体、AI、工业母机(政策扶持+国产替代逻辑);出口链:汽车零部件、家电(全球制造业周期触底+新兴市场需求);高端装备:新能源设备、智能驾驶(产业转型+技术突破);消费:可选消费(政策托底+需求边际改善)。

资料来源:东海期货研究所,同花顺, Wind

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-80128600-8632

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn