

宏观专题报告

2025 年 4 月 10 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师：

项麒麟

从业资格号：F03124488

投资咨询号：Z0019956

相关研究报告：

《物价趋势跟踪与可交易
指数实践》

《物价趋势跟踪商品指数
择时策略——商品指数系
列报告（二）》

《汇率、利率、股指联动关
系和启示——大类资产系
列专题报告（三）》

《股、债、商多因子全周期
择时策略——大类资产系
列专题报告（七）》

在相对确定性中寻找大类资产配置机会

摘要

2025 年特朗普政府上台后，中美关税博弈迅速升级。2 月，美方率先对华的进口商品加征 10% 关税，并取消 800 美元以下免税政策。3 月，关税进一步上调至 20%。4 月 2 日，美国宣布对全球贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，并对中国商品加征 34% 的“对等关税”，4 月 8 日，美方在原所谓“对等关税”措施基础上，宣布对中国有关产品再加征 50% 关税。4 月 9 日，美国暂停 75 国对等关税的同时，将中国关税提升至 125%。

面对美方步步紧逼，中国迅速反制。4 月 4 日，中方宣布对原产于美国的所有进口商品加征 34% 的关税。4 月 10 日，反制措施进一步升级，关税上调至 84%，并扩大实体清单制裁。

在此背景下，贸易环境的不稳定使得企业和消费者的信心受到冲击，同时全球多边贸易体系面临挑战，进一步推高了全球经济的不确定性和风险水平。

本文探讨了不确定性环境中的五大相对确定性因素及其对大类资产配置的影响。全球贸易保护主义持续、全球风险偏好短期大幅回落、美国经济衰退或滞胀风险、美元信用坍塌与全球货币秩序重塑以及中国的货币和财政持续发力，这些因素共同作用于市场，使得国债和黄金的配置价值显著提升，对股指和商品市场则保持谨慎态度。大类资产配置优先级为：中债>贵金属（黄金为主）>股指>商品（工业品为主）。

目录

一、 不确定性环境中的五大相对确定性	- 3 -
1.1 全球贸易保护主义持续是相对确定的	- 3 -
1.2 全球风险偏好短期大幅回落是相对确定的	- 3 -
1.3 美国经济衰退或滞胀风险是相对确定的	- 3 -
1.4 美元信用坍塌与全球货币秩序重塑的趋势是相对确定的	- 3 -
1.5 中国的货币和财政持续发力是相对确定的	- 4 -
二、 相对确定性因素驱动下的大类资产定价逻辑	- 4 -
2.1 中债：避险需求与政策宽松的双重支撑	- 4 -
2.2 贵金属：配置重要性仍存但需警惕短期流动性冲击	- 5 -
2.3 股指：盈利改善和政策持续性预期为稳固底部重要力量	- 7 -
2.4 商品：工业大宗商品仍未到集中配置阶段	- 8 -
三、 大类资产配置优先级与策略建议	- 10 -

图目录

图 1：优化股债风险溢价	- 5 -
图 2：SOFR 利率和利差	- 6 -
图 3：黄金、白银价格比值	- 6 -
图 4：美元兑人民币	- 7 -
图 5：进口美国占总进口额比重	- 8 -
图 6：物价趋势跟踪商品指数	- 9 -
图 7：经济指数和通胀指数	- 9 -

一、不确定性环境中的五大相对确定性

1.1 全球贸易保护主义持续是相对确定的

美国今年再次开启加征关税的行为并非突然和孤立事件，而是近年来逆全球化思潮与经济民族主义交织的产物。从历史经验看，贸易保护主义往往在经济增速放缓或政治博弈加剧时凸显，而当前美国两党在贸易政策上的共识、产业链“去风险化”诉求以及地缘竞争加剧，进一步强化了这一趋势。所以即使未来美国政府更迭，贸易政策转向的难度也将显著高于以往。当前全球贸易保护主义抬头已成为确定性趋势。

1.2 全球风险偏好短期大幅回落是相对确定的

美国加征关税引发的多国反制措施。我国针对关键矿产和整体商品实施反制。这种对抗性政策短期内必然冲击市场情绪：风险偏好下降的传导路径将从贸易领域蔓延至金融市场，资本从风险资产向避险资产转移（如黄金、中债）、股市波动率将抬升。

1.3 美国经济衰退或滞胀风险是相对确定的

美国加征关税对本国经济的反噬效应呈现双重性：一方面，进口商品价格上升直接推高企业生产成本和居民消费价格，形成输入性通胀压力；另一方面，贸易伙伴的反制措施抑制美国出口，叠加企业因成本上升削减投资，最终导致经济动能衰减。这种“通胀上行+经济增长下行”的滞胀组合，恰逢美联储货币政策空间收窄的敏感时点。若滞胀持续，可能触发企业盈利下调—就业市场恶化—消费收缩的螺旋，使经济软着陆窗口加速关闭。

1.4 美元信用坍塌与全球货币秩序重塑的趋势是相对确定的

特朗普政府最新宣布的关税政策再次凸显美国战略思维的短视性矛盾。其暂停75国对等关税的同时，将中国关税提升至125%的“双轨制”操作，表面看是通过差异化策略分化国际阵营，实则暴露了美国在全球贸易体系中的信用透支危机。将关税武器化作为极限施压工具，国际社会对美国政府的信任以及对于美元作为全球避险资产的信任已悄然崩解。日本持续减持美债、德国加速运回黄金储备的趋势，均表现出对美国金融霸权不可逆的不信任趋势。当经济制裁的边际效用递减，而信用损耗的复利效应递增，全球资本终将在“去美元化”的集体行动中重构国际货币格局。美国当前看似通过关税攫取了短期利益，实则正在支付信用透支引发的信任坍塌，特朗普政府的

贸易战工具箱正在成为加速这种坍塌的催化剂。

1.5 中国的货币和财政持续发力是相对确定的

中国人民银行近期频繁释放政策调整信号，多次提及将“择机实施降准降息”，显示二季度货币政策工具箱或将开启。在国内外经济环境复杂化背景下，降准可能成为优先选项：一方面，当前商业银行净息差已压缩至历史低位，若直接降息可能加剧金融机构经营压力；另一方面，美联储维持高利率政策对人民币汇率形成持续压力，降息可能加大跨境资本波动风险。与此同时，财政预留的增量政策空间或将通过特别国债、结构性减税等创新工具，为经济中长期增长注入新动能。针对外贸领域面临的特殊挑战，央行或借鉴前期定向再贷款经验，创设“稳外贸专项支持工具”，通过差异化准备金率、外汇风险对冲补贴等结构性手段，精准支持受关税冲击的外贸企业。

二、 相对确定性因素驱动下的大类资产定价逻辑

2.1 中债：避险需求与政策宽松的双重支撑

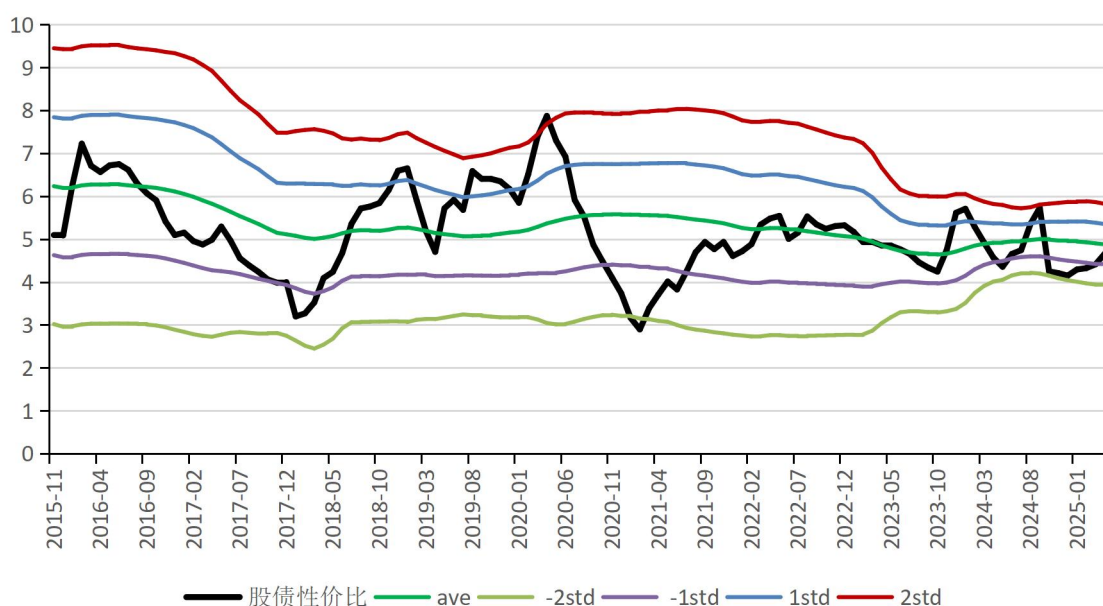
根据专题报告：《国联期货宏观专题报告：股、债、商多因子全周期择时策略——大类资产系列专题报告（七）》研究结论，目前在不考虑关税冲击的情况下，集合了美债收益率、中债收益率、股票预期收益率、汇率的股债风险溢价指标显示债券相比较于股票仍维持较大权重。经过去年9月份以来股指反弹，债券目前存在明显相对吸引力。文章第一部分相对确定性因素中分析到，短期全球整体风险偏好大概率大幅下降，国债方面短期或将延续反弹趋势，避险情绪会驱使资金持续转向国债。同时叠加未来中国政策持续发力的确定性，所以目前可将中国国债排在大类资产配置优先级的首位。

EMP

= 1/PE

$$\begin{aligned}
 & \text{① } 0 < \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} < 1 \\
 & \quad \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} * \text{GCNY10} \\
 & + (1 - \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))}) * \text{USG10Y} \\
 & \text{② } \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} \leq 0 \\
 & \quad \text{USG10Y} \\
 & \text{③ } \frac{(\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - \text{CNY}}{((\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} + 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}) - (\text{AVG}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}} - 2 * \text{STD}_{\text{CNY}}^{36\text{mths}}))} \geq 1 \\
 & \quad \text{GCNY10}
 \end{aligned}$$

图 1：优化股债风险溢价



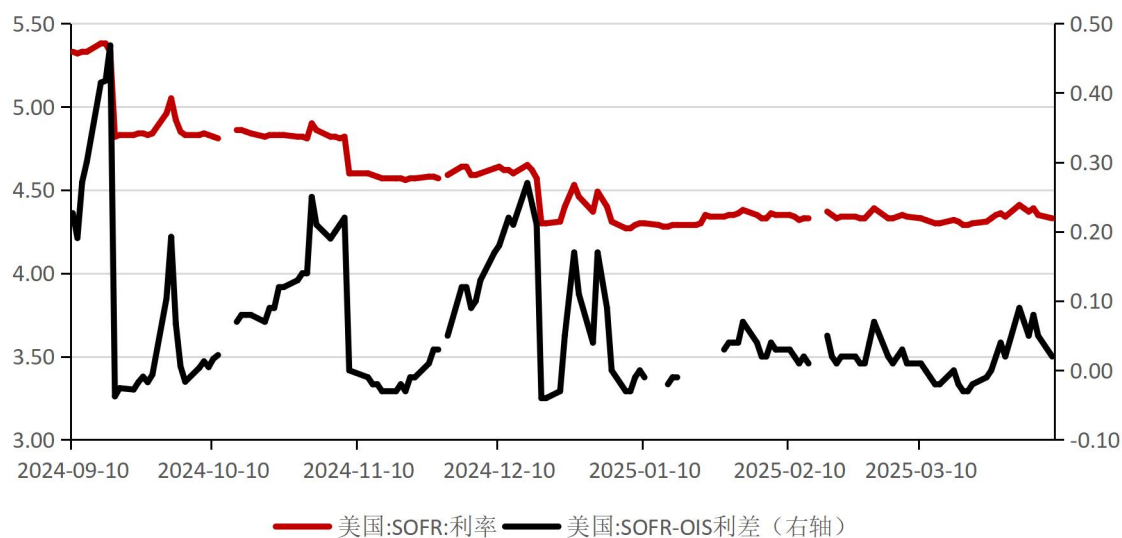
数据来源：WIND、国联期货研究所

2.2 贵金属：配置重要性仍存但需警惕短期流动性冲击

黄金抗通胀属性凸显，全球央行持续购金，黄金作为替代储备资产的地位提升，去美元化趋势已形成，黄金成为多元化配置的核心资产，在通胀、避险、地缘以及美元信用坍塌等因素的作用下行情或还将持续。所以目前可将黄金排在大类资产配置优先级的第二位。

短期内可能面临高位止盈带来的调整压力，一是美股下跌导致他们美股杠杆投资组合出现保证金缺口，只能抛售已盈利的黄金头寸筹资填补保证金缺口，二是美国如果风险偏好继续下行，导致国债期现套利难以进行，容易存在流动性危机，也会抛售已盈利的黄金头寸补流动性，这需要关注美国流动性情况。目前来看由于股债金没有同步下行，同时 SOFR-OIS 利差未存在明显异常拉升，说明市场尚未出现流动性问题。

图 2：SOFR 利率和利差



数据来源：WIND、国联期货研究所

白银方面，由于美国滞胀风险确定性逐渐增强，工业属性不支持白银相对于黄金存在更为明显的超额收益，同时白银由于波动幅度更为剧烈，在短期风险偏好降温的背景下，白银并不具备明显相对于黄金的配置优势。

图 3：黄金、白银价格比值



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 股指：盈利改善和政策持续性预期为稳固底部重要力量

人民币汇率存在保持稳定的诉求，但还是可能面临一定贬值压力。4 月份第一周美债收益率虽然显著走低，但主要是因为避险资金从股市转向债券。即便是这样，由于包括欧元和日元等主要货币表现强势，人民币依然表现明显贬值压力，所以在短期消化关税波动后，预计受出口和中美利差影响，经常账户和资本金融账户双逆差局面的可能性增加。相互大幅加征关税表现出对于国际收支方面的压制力量，给股指宏观流动性层面带来消极影响。

图 4：美元兑人民币



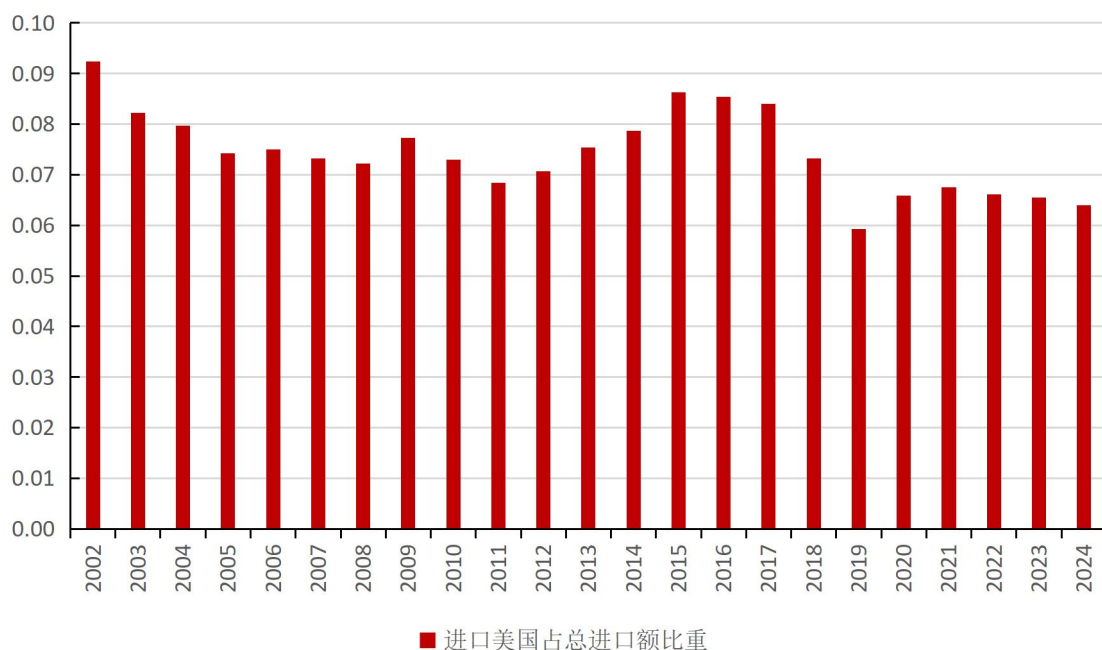
数据来源：WIND、国联期货研究所

尽管 A 股市场整体面临一定潜在压力，但其生态环境已发生根本性变化，市场资金结构由供过于求转变为供不应求从融资市转向投资市。（IPO、再融资及大股东减持规模小于年增量资金），政策端不断出台以及持续性预期，中央汇金公司作为资本市场“国家队”角色进一步强化，通过增持宽基 ETF 及获得央行再贷款支持，多家上市公司公布真金白银回购入市，叠加保险资金权益投资比例放宽，共同构筑 A 股流动性安全垫，使得 A 股市场的底部依然稳固。未来 A 股市场能否承受住潜在压力并呈现震荡上行，或者中枢上移的趋势，将取决于市场整体盈利预期的改善情况以及政策力度和持续性能否超出市场预期。短期考虑到全球风险偏好降温，仍需持观望态度，当前市场还尚不具备中枢上移的坚实基础，需重点关注市场整体盈利水平恢复情况和政策持续性。

2.4 商品：工业大宗商品仍未到集中配置阶段

与美国通过关税传导输入性通胀的机制不同，中国对美加征关税对国内物价的推升作用较为有限。这种结构性差异源于中美贸易关系的非对称性特征：根据 2024 年数据显示，中国自美进口额仅占进口总额的 6%，从 2015 年以来呈现逐年下滑趋势，且进口商品结构呈现明显分化特征。核心进口项目集中于半导体、集成电路、航空发动机等高技术产品，这类生产资料类商品通过产业链的传导链条较长，对终端消费品的价格冲击存在缓冲机制。而在初级产品领域，中国从美国进口的主要品类如大豆、原油等，均具备较强的市场替代性。这种独特的贸易结构特征，大宗商品价格更多由需求端主导而非供给渠道扰动，叠加国内消费市场修复节奏偏缓，使得物价水平不会因为贸易成本增加而上涨，反而受制于经济需求走弱出现大幅回落。

图 5：进口美国占总进口额比重



数据来源：WIND、国联期货研究所

根据专题报告：《国联期货宏观专题报告：物价趋势跟踪商品指数择时策略——商品指数系列报告（二）》研究结论，集合沪铜、沪铝、原油、焦煤、热卷、螺纹钢、塑料、聚丙烯商品品种的商品指数能提前反映 PPI 变动趋势，并且具有更为明显相关性。该指数的仍处于明显的下跌趋势中。

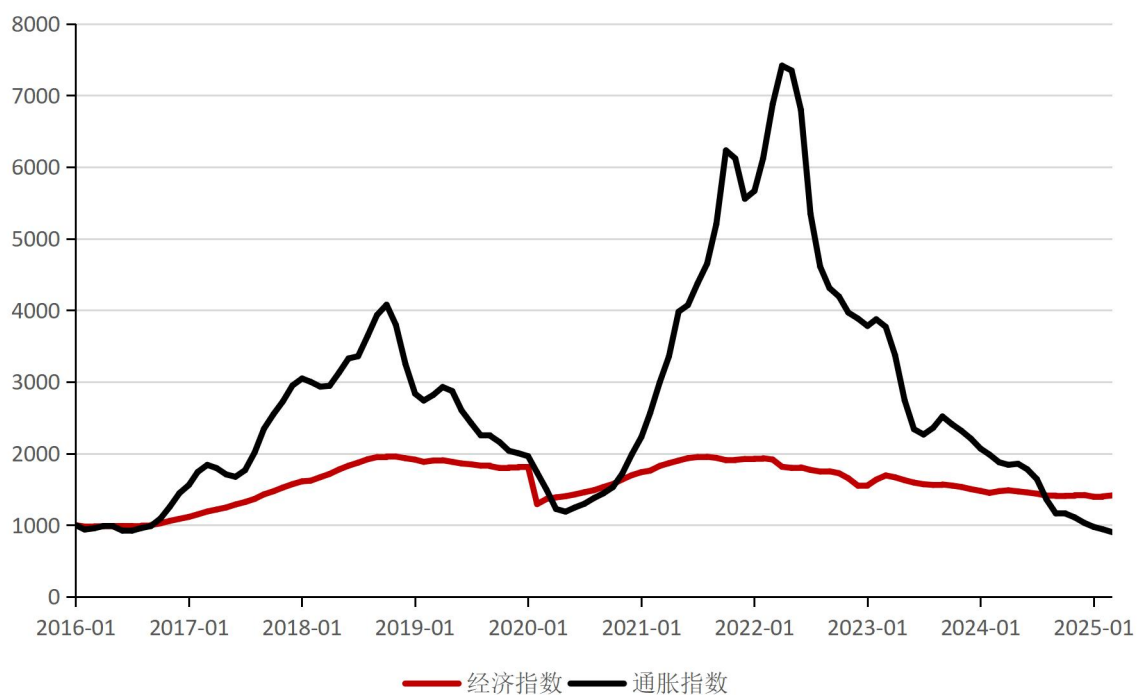
图 6：物价趋势跟踪商品指数



数据来源：WIND、国联期货研究所

以制造业 PMI 和制造业 PMI：出厂价格拟合的经济指数和价格指数为该商品指数择时信号，考虑到国内消费市场修复节奏偏缓，物价水平可能继续受制于经济需求走弱难在短时间内提升。该择时做多信号触发或仍需时日。

图 7：经济指数和通胀指数



数据来源：WIND、国联期货研究所

三、 大类资产配置优先级与策略建议

中国国债因其稳定收益和避险属性，加之未来中国政策持续发力的明确预期，应居配置首选。全球风险偏好的大幅降温，进一步凸显了国债作为安全资产的价值，政策托底效应也为其价格提供了坚实支撑。

黄金紧随其后，受益于通胀压力、避险需求及美元信用坍塌的多重驱动，其配置价值持续显现。但需警惕短期流动性波动可能引发的价格回调，待风险释放后，将迎来更具性价比的配置窗口。相较之下，白银的配置逻辑受到美国滞胀风险与全球风险偏好降温的双重夹击，削弱了其工业与避险双重属性优势，配置性价比相对弱化。

股指市场位列第三，当前宜保持谨慎观望。尽管政策预期与资金托底明显，但企业盈利修复尚需时日，市场缺乏持续上攻的动能支撑。需紧密跟踪盈利改善进度及政策连续性。

商品板块暂居末位，我国反制措施引发的需求收缩效应，抵消了部分进口成本上升压力，整体物价仍面临收缩风险。工业商品尚未具备趋势性配置机会。需静待需求端明确复苏信号，方可逐步加大配置力度。

中债 > 贵金属（黄金为主） > 股指 > 商品（工业品为主）

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600