

研究院

联系人

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

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: 当前 A 股行业热点呈现零散化特征, 增量资金入场持续性不足, 市场成交活跃度环比下降, 带动盘面调整。四月将进入上市公司业绩密集披露期, 重点关注盈利预期明确的领域, 警惕业绩存在兑现压力的板块风险, 建议逢低买入 IH。

贵金属: 目前美联储 3 月议息会议按兵不动, 并且放缓缩表速度的程度也不及预期, 但黄金依然维持相对偏强态势, 而此后实际利率下行仍为大势所趋, 故目前黄金依然建议以逢低买入套保为主。

核心观点

■ 市场分析

股指: 3 月美联储议息会议维持利率不变, 鲍威尔在新闻发布会释放鸽派信号, 但指出特朗普政府关税政策的潜在冲击, 本周美股三大指数小幅反弹。我国央行货币政策委员会第一季度例会重申坚守防风险与稳汇率底线, 明确支持科技创新与资本市场发展, 政策导向凸显科技成长板块的长期配置价值。

贵金属: 3 月 21 日当周, 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, 但理事沃勒由于倾向于维持原速而投下反对票。此外, 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, 其表示目前处于可降息和可保持限制性的状态、短期通胀预期上升, 长期持稳、若近期商品通胀数据持续强劲, 则肯定与关税有关。此外有白宫官员表示, 特朗普政府还将与私营部门协调, 确保国内关键矿产供应链的稳定和弹性, 根据行政命令, 关键矿产包括铀、铜、钾肥、黄金以及国家能源主导委员会主席确定的任何其他元素、化合物或材料。可见当下对于重要资源将会愈发珍贵, 而对其的争夺也会愈发激烈。此外, 总统特朗普本人继续敦促美联储降息, 称美国关税开始影响经济。最后需要值得留意是, 芝商所 (CME) 将一公斤黄金期货 (Gold Kilo)、伦敦现货黄金期货、伦敦现货白银期货和已清算的场外伦敦黄金远期 (抵押保证金) 合约下架, 2025 年 3 月 17 日生效。虽然这些下架的合约交易量相对有限, 但此种措施或许依然反映出 CME 对于伦敦现货黄金可能存在的风险因素存在担忧, 后市或许需要关注 LBMA 可能发生的挤仓风险, 就目前情况而言, 市场各方面投资者对于黄金需求均相对较高。

■ 策略

股指：单边：多 IH2506

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：市场活跃度下滑，股指调整	4
贵金属：降息或仍为大概率事件 贵金属维持强势	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：市场活跃度下滑，股指调整

周内融资余额增加 226 亿元。

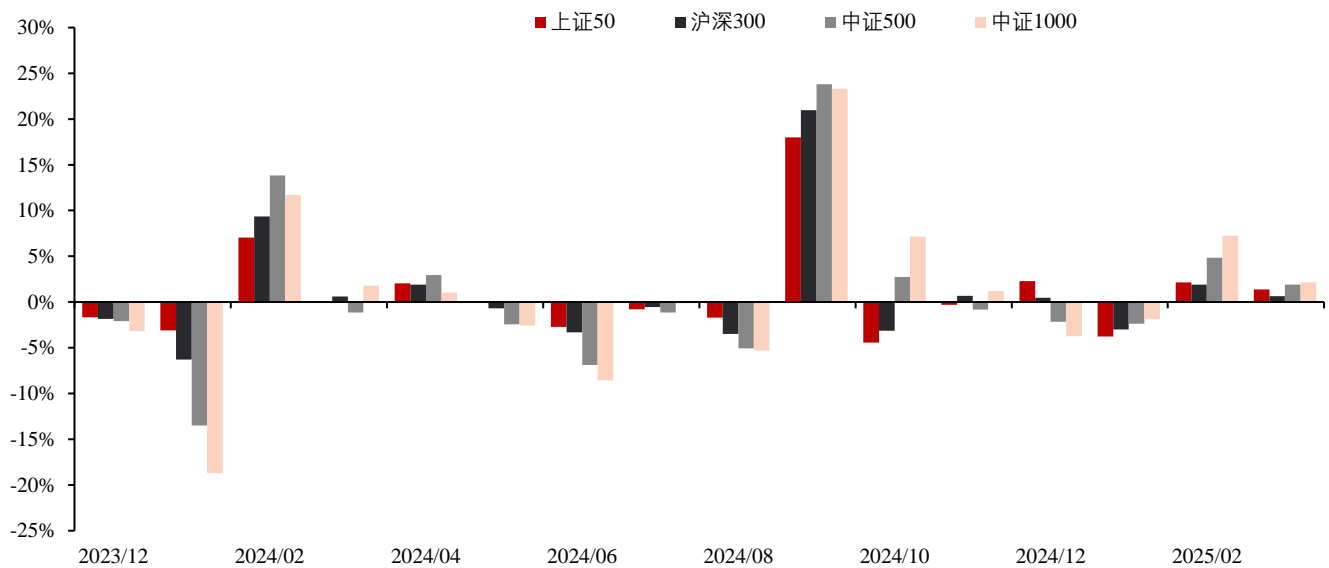
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 3 月 21 日，本月四大指数均收红，中证 1000 指数涨幅最大 (+2.16%)。

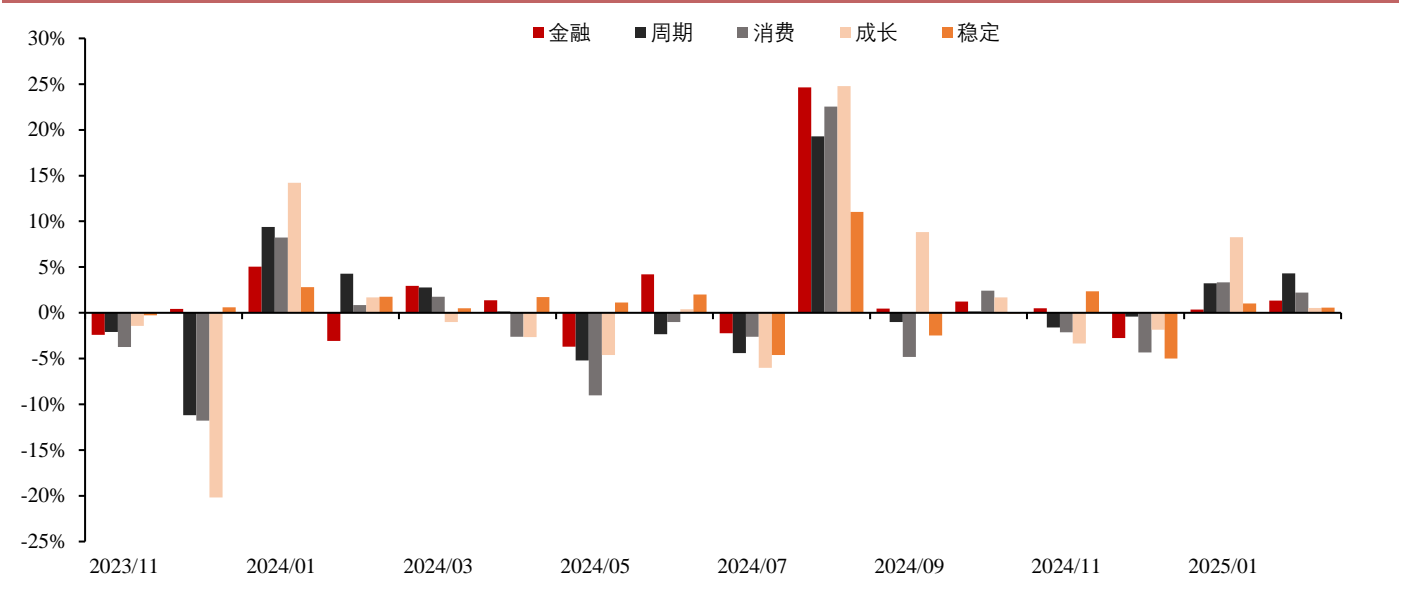
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至3月21日，本月所有风格均上涨，周期（+4.32%）和消费（+2.23%）风格涨幅最大。

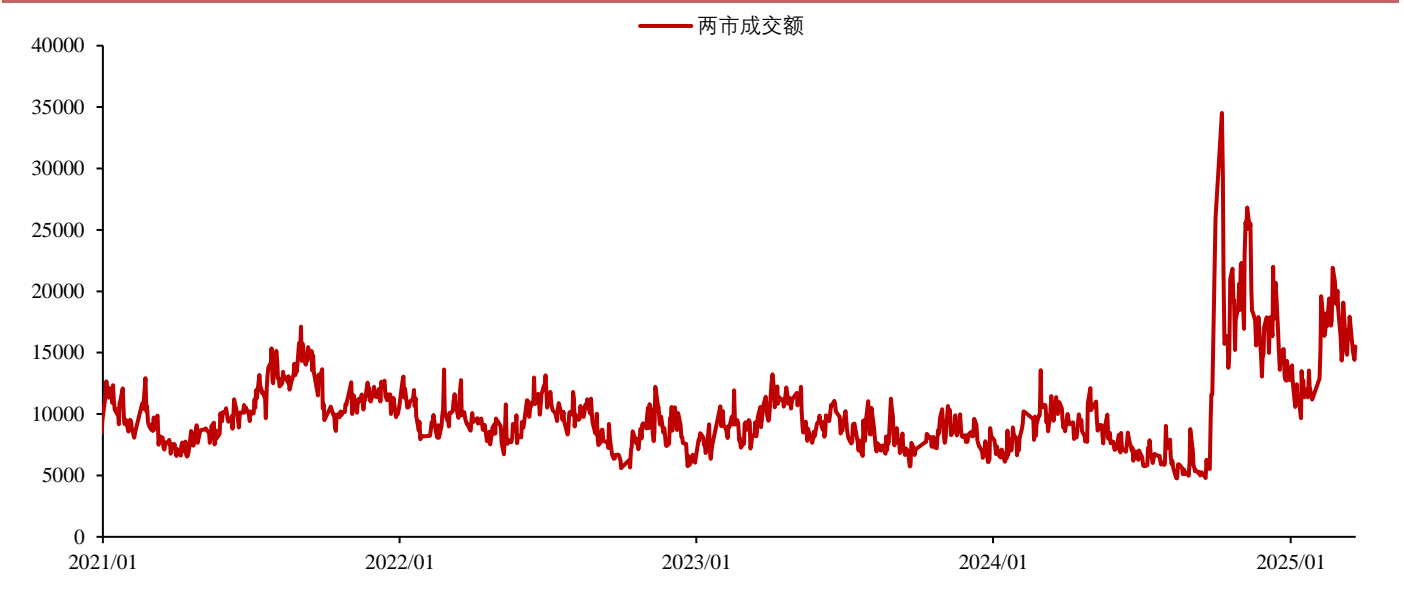
图3： 风格指数月度收益情况（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

本周沪深两市成交量继续回落。

图4： 两市成交金额 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

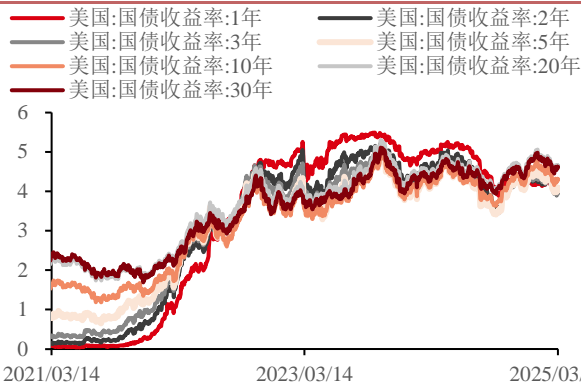
表1： 股指逻辑与策略

经济环境	向上	国家统计局公布数据显示，今年前两个月，我国工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额、固定资产投资分别同比增长 5.9%、5.6%、4%和 4.1%，比上年全年分别加快 0.1、0.4、0.5 和 0.9 个百分点。房地产开发投资同比下降 9.8%，新建商品房销售面积下降 5.1%，均降幅收窄。
估值	中性	股指市盈率小幅回落，市净率仍较低；股债性价比有所回升。
流动性	中性	3 月 LPR 按兵不动，本周央行逆回购投放 14117 亿元，逆回购到期 5262 亿元，国库现金定存到期 1200 亿元，MLF 到期 3870 亿元，合计净投放 3785 亿元。下周央行公开市场将有 14117 亿元逆回购到期。
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	央行表明了稳外汇的决心，有效缓冲了海外风险冲击，整体维持震荡。
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（3 月 24 日至 3 月 30 日）一共有 37 家公司 23.19 亿股限售股解禁，解禁市值为 402.38 亿元，环比增加 247.01 亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达 174.09 亿元，占全周比例的 43.26%。具体到个股，下周解禁市值排名前 3 的是星辰科技、均普智能、华融化学，解禁市值分别为 102.72 亿元、85.51 亿元、29.22 亿元。
市场情绪	向下	本周 A 股主要指数收跌，上证指数跌 1.60%，创业板指跌 3.34%。
基差	中性	截至 2025 年 3 月 21 日，IH 股指期货升水现货 2.44 点，IF 股指期货升水现货 2.70 点，IC 股指期货升水现货 2.07 点，IM 股指期货升水现货 8.59 点。
外围金融环境	中性	上周初请失业金人数增加 2000 人至 22.3 万，略低于市场预期。
中美地缘政治	中性	我国对美进行反制，国务院关税税则委员会公告，自 3 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15% 关税，对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征 10% 关税。商务部公告，决定将莱多斯公司等 15 家美国实体列入出口管制管控名单，禁止两用物项对其出口。
总体评价	向上	3 月美联储议息会议维持利率不变，鲍威尔在新闻发布会释放鸽派信号，但指出特朗普政府关税政策的潜在冲击，本周美股三大指数小幅反弹。当前 A 股行业热点呈现零散化特征，增量资金入场持续性不足，市场成交活跃度环比下降，带动盘面调整，短期建议关注有业绩支撑的 IH。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

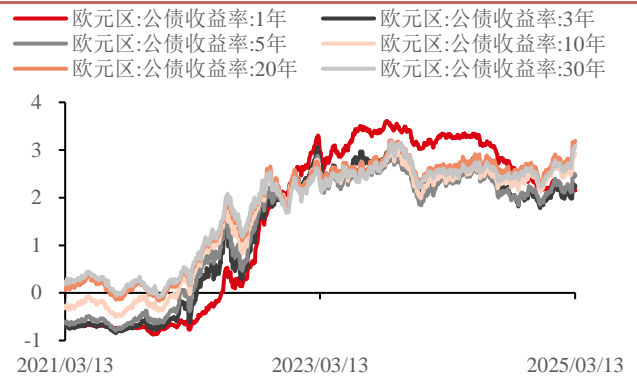
贵金属：降息或仍为大概率事件 贵金属维持强势

图5： 美债收益率 | 单位：%



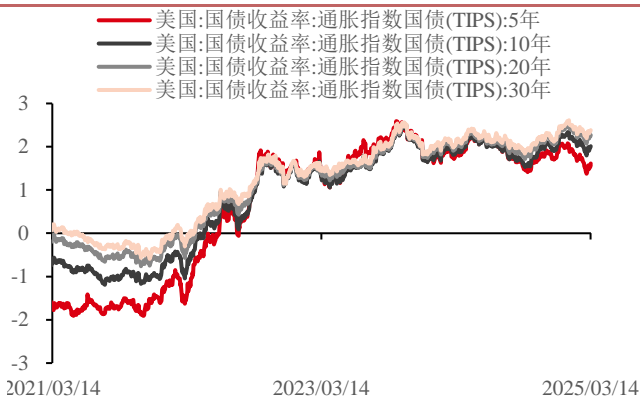
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧洲收益率 | 单位：%



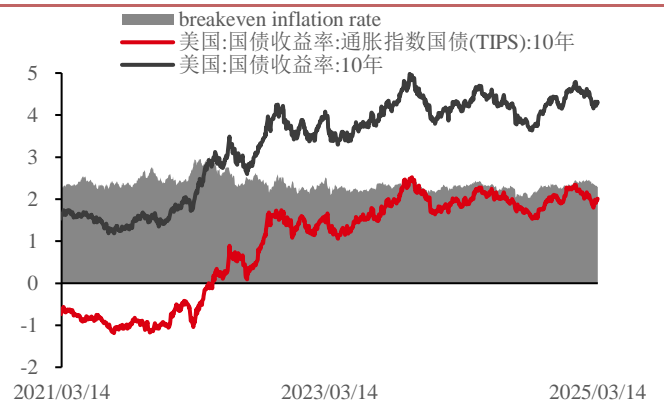
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



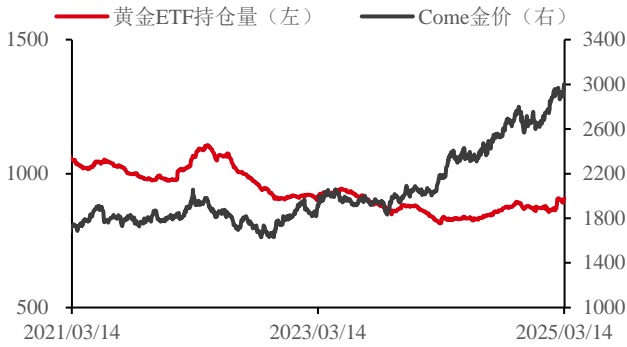
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%



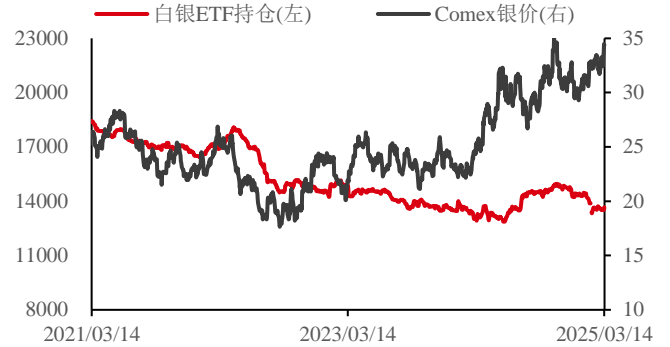
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金 ETF 持仓量 | 单位：吨



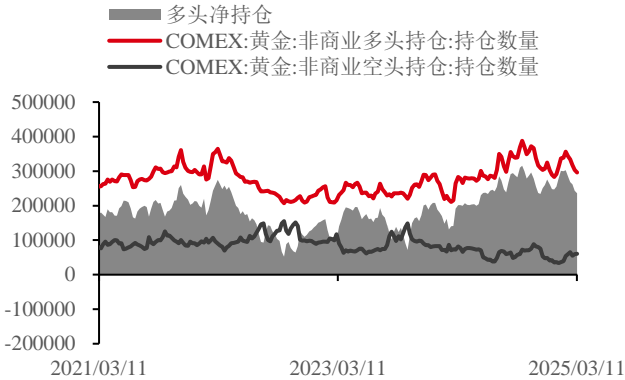
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 白银 ETF 持仓量 | 单位：吨



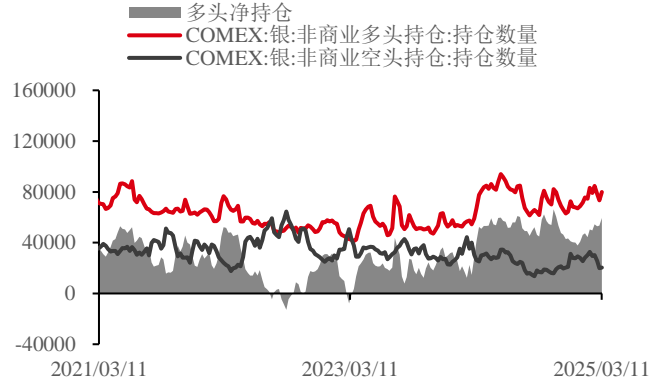
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

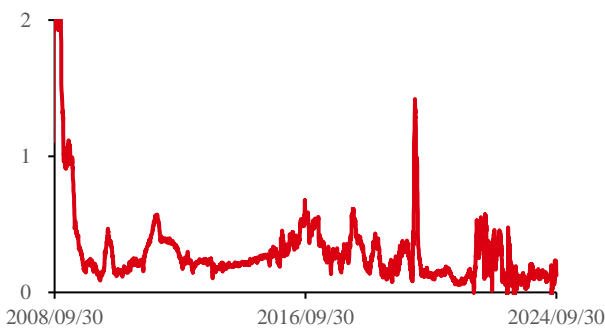
图12： 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： TED SPREAD | 单位：%

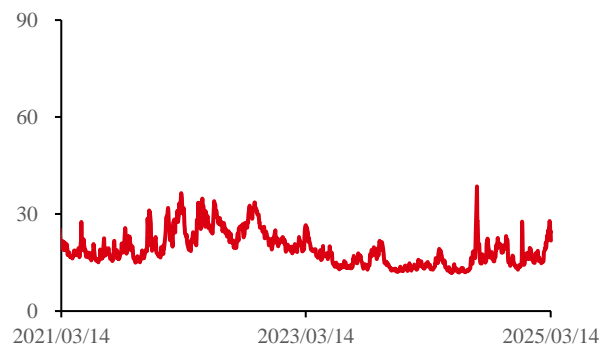
美国:LIBOR3个月-国债3个月收益率



数据来源：Wind 华泰期货研究院

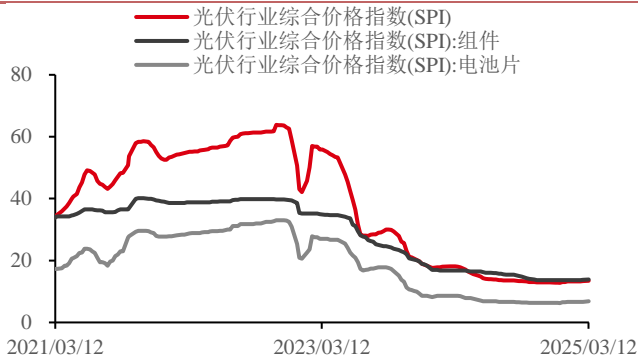
图14： VIX 指数 | 单位：点

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



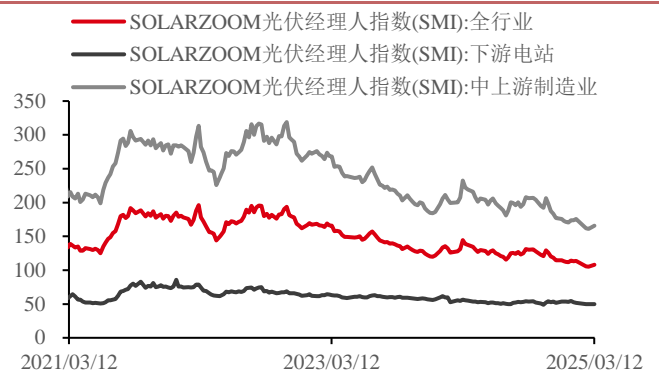
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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



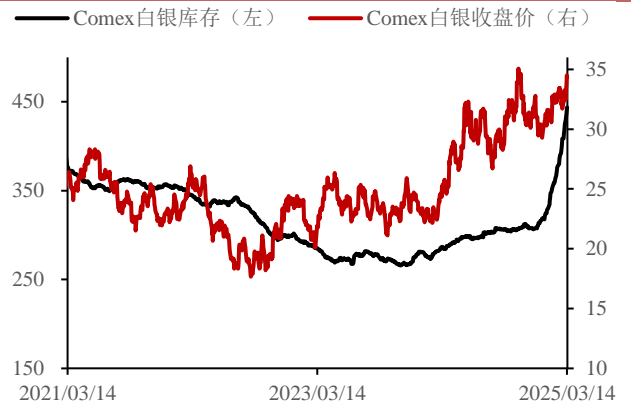
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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	3月21日当周，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，但理事沃勒由于倾向于维持原速而投下反对票。此外，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，其表示目前处于可降息和可保持限制性的状态。1年期美债收益率收于4.040%，较此前一周下降5个基点。10年期美债收益率较上周下降6个基点至4.25%，10年期与2年期美债收益率差为0.31%，较上一周上涨2个基点。
通胀	向上	3月21日当周，Breakeven inflation rate（通常用于反映市场对于通货膨胀之预期）较前一周上涨3个基点至2.33%。而议息会议中也提及，短期通胀预期上升，长期持稳、若近期商品通胀数据持续强劲，则肯定与关税有关。当下再通胀风险却有逐步加大的迹象。
汇率	向上	3月21日当周，美元指数上涨0.16%至104.15，就欧美利差（美-欧）而言，1年期公债利差上周收于1.9521%，较此前一周上涨4个基点。10年期公债利差收于1.4133%，较此前一周上涨5个基

点。目前欧元区持续降息的预期已经相对较低，叠加特朗普关税政策持续使得市场面临不确定性，预计美元走势未来仍会相对偏弱。

避险	向上	目前美国方面表示正在试图结束俄乌战争，但由于其背后所牵涉利益相对较大，故这也并未特朗普一厢情愿便可为之。此外特朗普的政策令市场持续面临较大不确定性，故避险需求料也会因此回升。VIX 指数也在近期出现较大上涨。
ETF 持仓情况	中性	3 月 21 日当周，黄金 SPDR ETF 上涨 24.10 吨至 930.51 吨，而白银 SLV ETF 持仓出现 52.37 吨的上涨至 13,723.91 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	谨慎偏多	目前美联储 3 月议息会议按兵不动，并且放缓缩表速度的程度也不及预期，但黄金依然维持相对偏强态势，而此后实际利率下行仍为大势所趋，故目前黄金依然建议以逢低买入套保为主。白银大致走势追随黄金，但期间波动或相对较大。当下对于有套保需求的企业而言，同样建议积极参与买入套保操作。

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