



股指、贵金属观点与策略

研究院

联系人

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: 近期关税政策的调整有利于缓和出口型企业的盈利预期, 中小盘指数迎来反弹。流动性层面, 深交所从产品创新、制度优化、服务升级三端发力引导中长期资金入市, 但短期受业绩窗口期临近、增量资金观望情绪浓, 市场存量博弈特征明显, 防御性配置为阶段性主导策略。

贵金属: 本周在特朗普“朝令夕改”的关税政策下, 市场对于未来不确定性以及美元信用的担忧被进一步激发, 美债遭遇抛售, 美债收益率大幅上行, 而黄金价格则是在这样的背景下进一步创出历史新高, 并且未来预计仍将维持相对偏强态势。白银大致走势追随黄金, 在黄金大幅走强的情况下, 白银本周表现也较为强劲, 同时国内白银仓单出现较大程度回落, 故目前白银同样建议以逢低买入套保为主。

核心观点

■ 市场分析

股指: 海外方面, 特朗普政府的关税政策有所调整, 美国海关和边境保护局发布最新公告, 将一系列产品排除在原先公布的对等关税之外, 类别包括了通讯设备(智能手机)、计算机、半导体设备、集成电路器件等, 显示出对全球供应链依存现实的妥协。同时, 美国政府对多个国家暂停征收对等关税 90 天, 维持最低关税税率为 10%, 有利于我国通过转口贸易等方式缓解出口压力。

贵金属: 周内, 由于特朗普之关税政策的多变以及政令的“朝令夕改”, 导致市场对于美元信用的担忧加剧, 美债遭遇巨大抛压, 10 年期美债收益率大幅上涨 47 个基点。这使得黄金再度受到市场关注, 价格继续创出新高。同时美国 3 月 CPI 数据低于预期, 这似乎又为未来降息的实施提供了一定的有利条件。目前特朗普关税政策对于通胀预期的影响或许远不及其对美元信用造成的负面影响显著, 黄金价格并未受制于美债利率的走高。另外, 中国央行也是连续第 5 个月增持黄金储备。

■ 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：关税博弈继续，股指探底回升	4
贵金属：黄金继续创出新高	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：关税博弈继续，股指探底回升

周内融资余额减少 935 亿元。

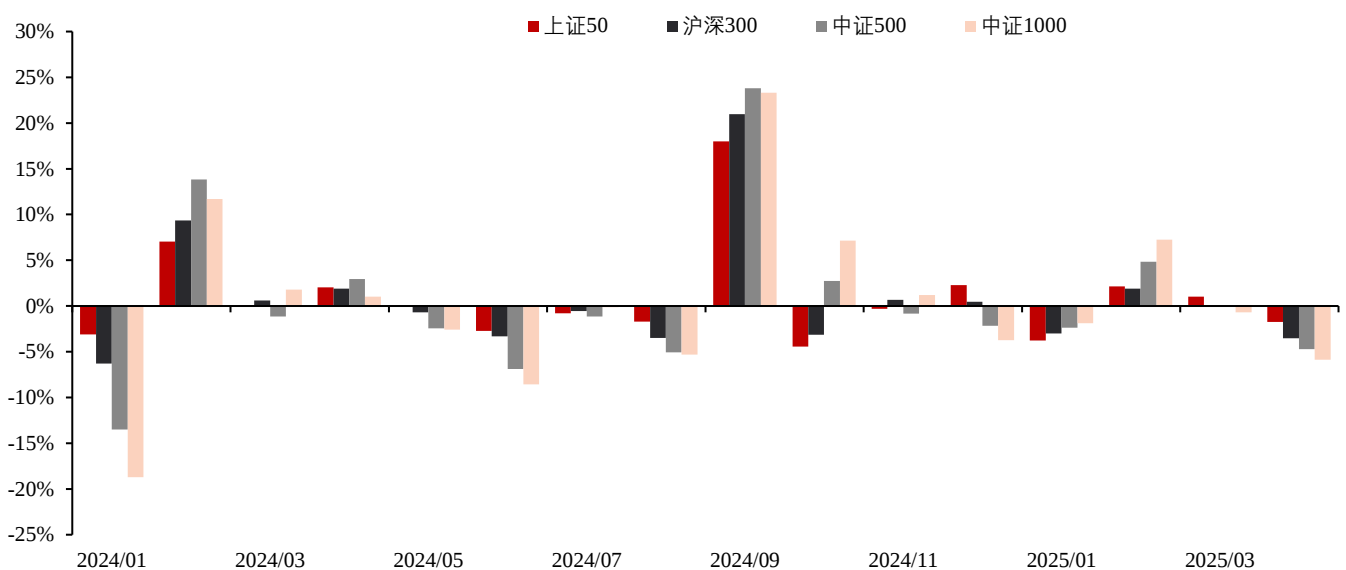
图1： 融资情况 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至 4 月 11 日，本月四大指数均收跌，中证 1000 指数跌幅最大 (-5.85%)。

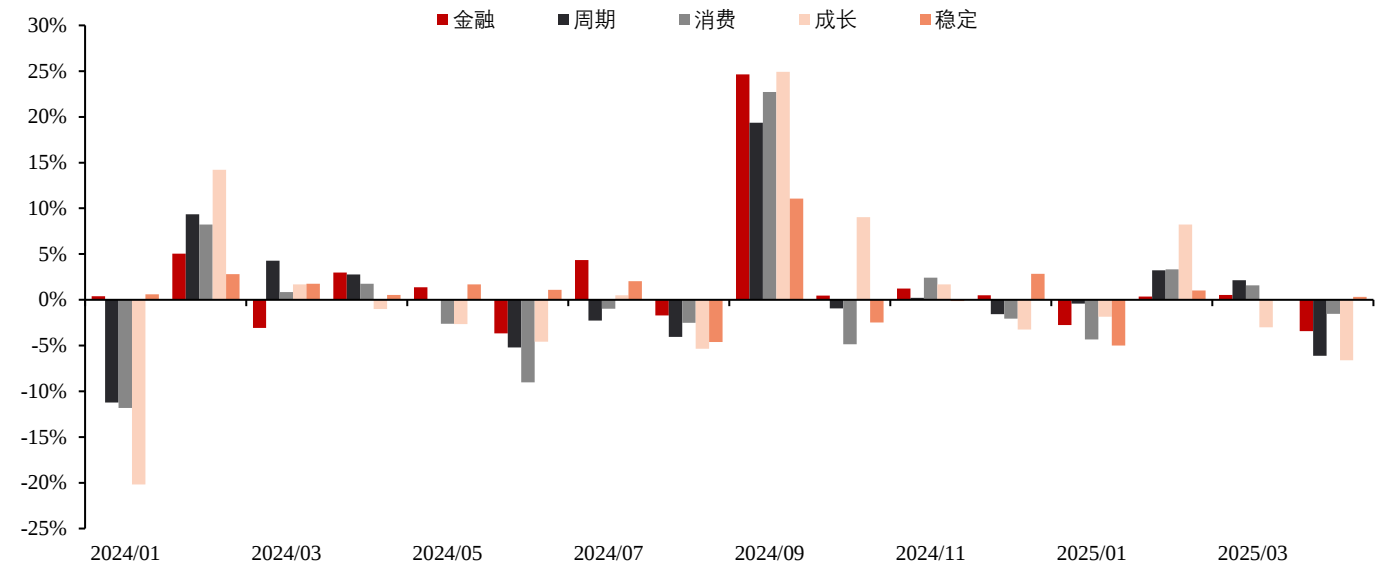
图2： 股指走势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

截至4月11日，本月仅稳定（+0.33%）风格小幅收涨，成长（-6.59%）和周期（-6.11%）风格跌幅居前。

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有所回升。

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

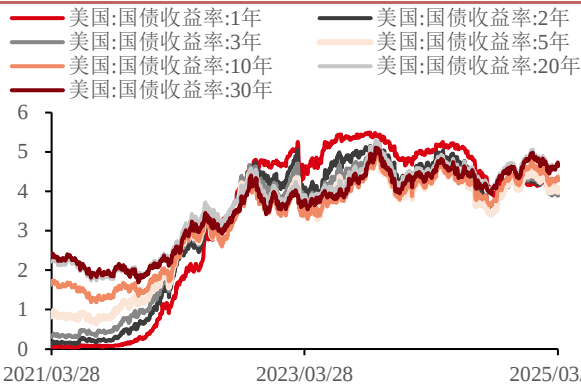
经济环境	向上	国家统计局数据显示，3 月份 CPI 环比下降 0.4%，同比下降 0.1%，降幅明显收窄；PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%。
估值	中性	股指市盈率回升，市净率仍较低；股债性价比上升。
流动性	中性	本周，央行公开市场将有 4742 亿元逆回购到期，其中本周一至本周五分别到期 935 亿元、1674 亿元、1189 亿元、659 亿元、285 亿元。此外，本周二还有 1000 亿元 MLF 到期。
货币政策	向上	政府工作报告表明将实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，更大力度促进楼市股市健康发展，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
人民币走势	中性	特朗普政府关税政策反复，人民币波动放大。
增量资金	向上	深交所明确从三大路线引入中长期资金：产品端，完善股债基衍的产品供给，优化创业板、深证 100 等指数编制方法，研究储备更多宽基与行业主题 ETF 期权品种等；制度端，优化机制提升交易便利度，推动将 ETF 期权纳入 QF II、RQF II 可投资范围，引导机构开发更多期权资管产品；服务端，靶向施策构建服务矩阵，加强养老定投、教育定投等场景化投资策略推广。
限售股解禁	中性	本周（4 月 14 日至 4 月 20 日）一共有 31 家公司 6.14 亿股限售股解禁，解禁市值为 113.87 亿元，环比减少 398.93 亿元。下周一是解禁高峰，解禁规模达 41.4 亿元，占全周比例的 36.36%。具体到个股，下周解禁市值排名前 3 的是卓兆点胶、唯捷创芯、洪城环境，解禁市值分别为 17.99 亿元、17.53 亿元、8.5 亿元。
市场情绪	向上	上周 A 股主要指数探底回升，上证指数跌 3.11%，创业板指跌 6.73%。
基差	中性	截至 2025 年 4 月 11 日，IH 股指期货贴水现货 10.58 点，IF 股指期货贴水现货 18.32 点，IC 股指期货贴水现货 25.52 点，IM 股指期货贴水现货 27.19 点。
外围金融环境	中性	美国 3 月 PPI 同比升 2.7%，预期升 3.3%，前值升 3.2%；环比降 0.4%，为 2023 年 10 月以来最大降幅，预期升 0.2%，前值从持平修正为升 0.1%。核心 PPI 同比升 3.3%，预期升 3.6%，前值升 3.4%；环比降 0.1%，预期升 0.3%，前值从降 0.1%修正为升 0.1%。
中美地缘政治	向下	国务院关税税则委员会公告称，自 4 月 12 日起，调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）规定的加征关税税率，由 84%提高至 125%。美方称对华关税达 145%。
总体评价	向上	近期关税政策的调整有利于缓和出口型企业的盈利预期，中小盘指数迎来反弹。流动性层面，深交所从产品创新、制度优化、服务升级三端发力引导中长期资金入市，但短期受业绩窗口期临近、增量资金观望情绪仍然较浓，市场存量博弈特征明显，防御性配置为阶段性主导策略。

资料来源：Wind 华泰期货研究院

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

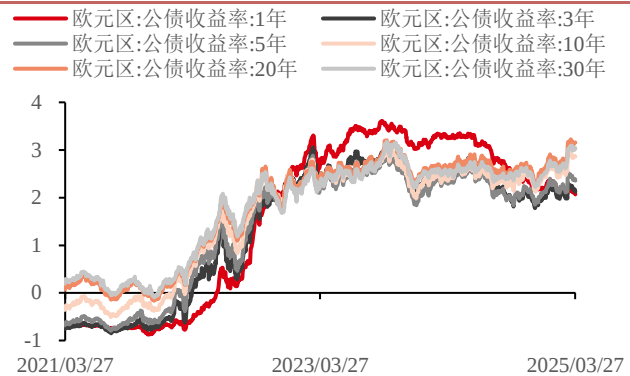
贵金属：黄金继续创出新高

图5： 美债收益率 | 单位：%



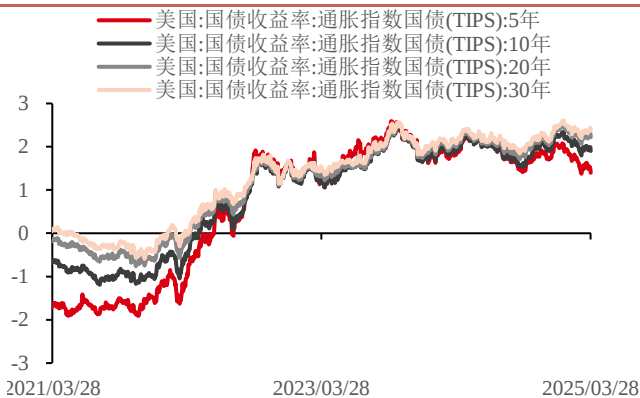
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 欧洲收益率 | 单位：%



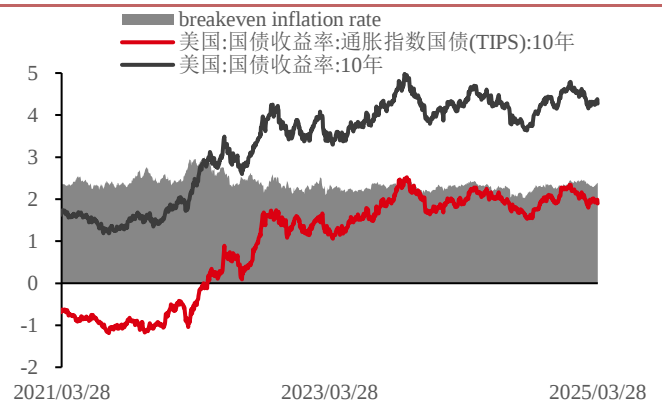
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： TIPS 债券收益率 | 单位：%



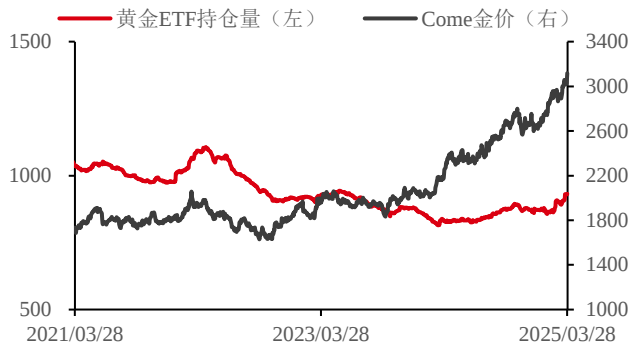
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： BREAKEVEN INFLATION RATE | 单位：%



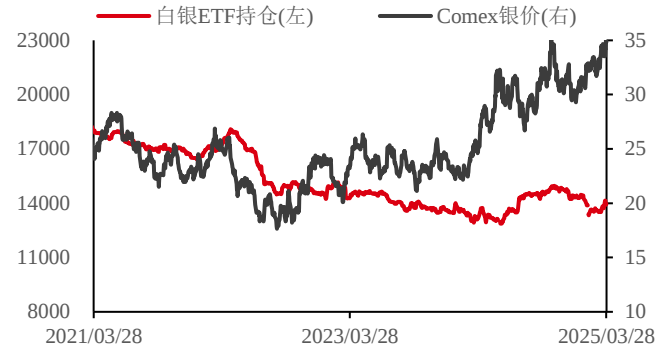
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 黄金 ETF 持仓量 | 单位：吨



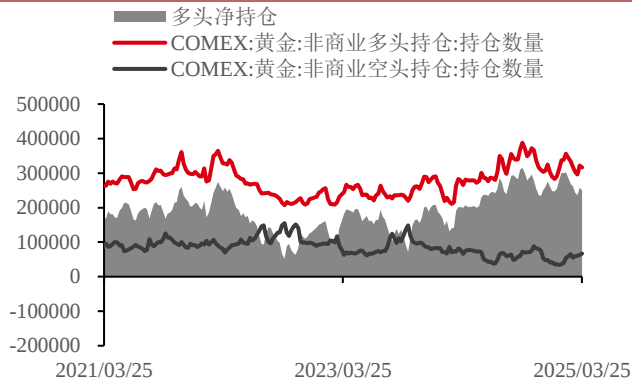
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 白银 ETF 持仓量 | 单位：吨



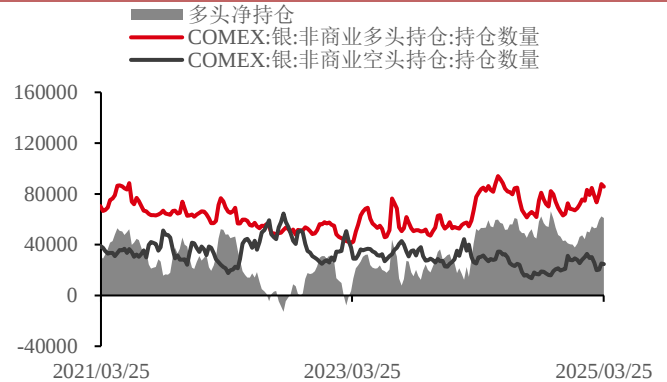
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

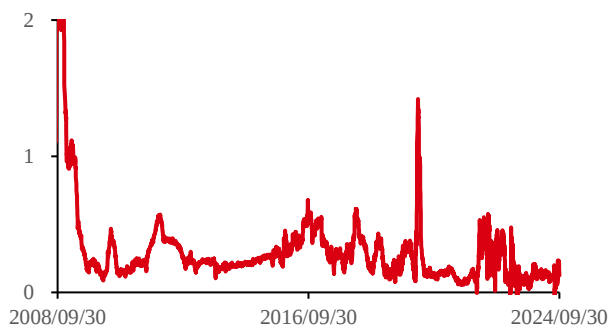
图12： 白银 CFTC 多头净持仓 | 单位：张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： TED SPREAD | 单位：%

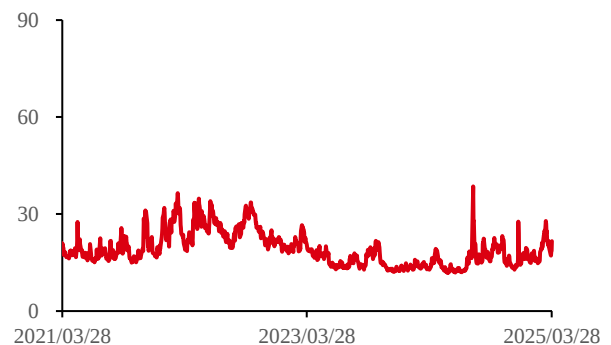
美国:LIBOR3个月-国债3个月收益率



数据来源：Wind 华泰期货研究院

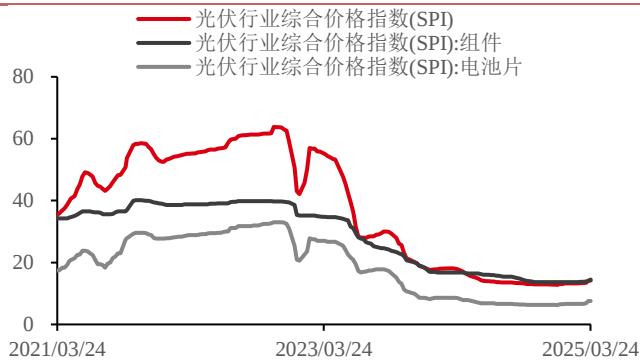
图14： VIX 指数 | 单位：点

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



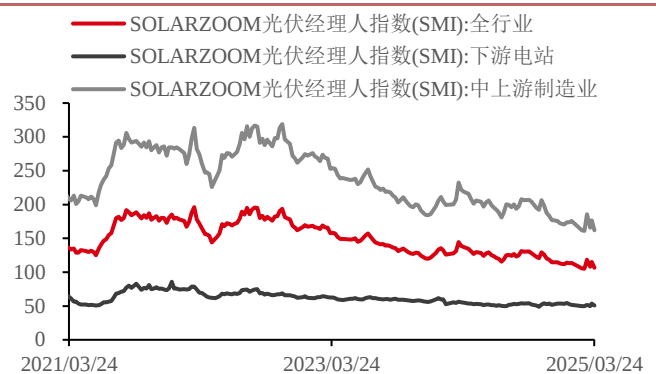
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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	向上	4月11日当周，1年期美债收益率收于4.040%，较此前一周上涨18个基点。10年期美债收益率较上周上涨47个基点至4.48%，10年期与2年期美债收益率差为0.52%，较上一周上涨19个基点。不过目前美债收益率的大幅走高实则是由于特朗普多变的关税政策使得市场对于美元信用的担忧大幅增加，美债遭到抛售引发利率上升，而在这样的情况下，实则对于贵金属而言则是相对有利的因素。
通胀	向上	4月11日当周，美国劳工部10日发布数据称，美国3月份消费者价格指数(CPI)同比上涨2.4%，环比下降0.1%。这一数据要低于市场普遍预期的2.5%，但仍高于美联储设定的2%通胀目标。不过通胀水平的不及预期在目前情况下或许会被解读为是为美联储创造了更为有利的降息的条件，故在数据公布后，黄金的表现依然强劲。
汇率	中性	4月11日当周，美元指数下降2.98%至99.79，就欧美利差（美-欧）而言，1年期公债利差上周收于2.0599%，较此前一周上涨14个基点。10年期公债利差收于1.7223%，较此前一周上

涨 36 个基点。不过正如上文所言，目前美债利率的大幅上行更多的是反映出市场对于持有美元资产的担忧，因此预计未来美元或许仍将维持偏弱态势。

避险 向上

目前美国方面由于受到特朗普关税政策异常多变的影响以及其对全球自由贸易的刻意阻碍，使得市场不安情绪加剧，黄金受到大力追捧。同时 VIX 指数也在近期出现较大上涨，反映避险需求依然旺盛。

ETF
持仓
情况

中性

4 月 11 日当周（目前最新）黄金 SPDR ETF 上涨 20.35 吨至 953.15 吨，而白银 SLV ETF 持仓出现 91.97 吨的上涨至 13,972.97 吨。此外，中国央行连续第五个月增持黄金储备。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

本周在特朗普“朝令夕改”的关税政策下，市场对于未来不确定性以及美元信用的担忧被进一步激发，美债遭遇抛售，美债收益率大幅上行，而黄金价格则是在这样的背景下进一步创出历史新高，并且未来预计仍将维持相对偏强态势。白银大致走势追随黄金，在黄金大幅走强的情况下，白银本周表现也较为强劲，同时国内白银仓单出现较大程度回落，故目前白银同样建议以逢低买入套保为主。

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