



2025年5月26日

减税法案加剧美国财政担忧， 国内抢出口与政策托底并进

核心观点

- **海外经济：** 5月中美关税超预期降级，全球供应链中断风险显著缓解，市场风险偏好持续修复，主要股指普遍回补4月初跌幅。随着5月下旬“大而美丽法案”推进，美国失去最后AAA主权评级，市场对其债务可持续性忧虑升温，长端美债利率突破5%，美元指数跌破100。就美国基本面而言，“硬数据”表现仍具韧性，“软数据”在关税缓和背景下边际改善；与此同时，全球制造业降温范围扩大，出口导向型经济体所受冲击尤为突出。后续关注美国经济内生动能在关税扰动下的韧劲、美国与欧日关税谈判进展、特朗普减税法案推进的节奏。
- **中国经济：** 4月消费、投资和工业生产增速同步回落，“以旧换新”政策效应减弱，叠加楼市转冷与关税不确定性扰动制造业，拖累二季度经济动能边际趋弱。然而4月出口延续回升，转口贸易发力，东盟市场表现亮眼。内需疲弱压制通胀修复，金融数据边际走弱，总量低于预期、结构偏弱，社融同比多增主要受政府债支撑，企业、居民端信贷负增，市场化融资意愿偏弱。5月政策对内持续发力（宽货币、促科创、稳地产），对外贸易谈判结果超预期，内需托底与抢出口延续有望形成合力，为二季度经济提供阶段性支撑。
- **大类资产：** 4月国内外大类资产调整加剧，避险逻辑下仅海内外债市收涨，全球股市及商品调整，G2货币美元指数及人民币指数均有所下行。国内方面，债券(+1.1%)>人民币(-2.8%)>权益(-3.%)>商品(-5.0%)；海外方面，债券(+2.9%)>权益(-0.5%)>美元(-4.4%)>商品(-6.6%)
- **风险因素：** 国内经济复苏不及预期，关税谈判不及预期，海外流动性风险，全球地缘政治风险超预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	8
二、大类资产表现	10
1、权益市场.....	11
2、债券市场.....	16
3、商品市场.....	18
4、外汇市场.....	21

图表目录

图表 1 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）	6
图表 2 密歇根大学通胀预期.....	6
图表 3 美国 GDP 环比贡献项	6
图表 4 美国 CPI 及核心 CPI.....	7
图表 5 美国国债收益率	7
图表 6 美国非农就业人数及失业率.....	7
图表 7 美国 ISM 制造业分项指标	7
图表 8 美国联邦基金目标利率.....	7
图表 9 芝商所 FedWatch 工具.....	7
图表 10 1790 年以来美国平均有效关税税率.....	8
图表 11 特朗普 2.0 关税对实际 GDP 的长期影响.....	8
图表 12 2025 年美国对中国加征关税.....	9
图表 13 2025 年中国对美国加征关税.....	9
图表 14 中国经济指标 4 月同比增速概览	9
图表 15 物价指数	9
图表 16 产能利用率	9
图表 17 M1-M2 增速剪刀差	10
图表 18 居民中长期贷款	10
图表 19 30 城商品房成交面积.....	10
图表 20 三大需求对 GDP 拉动.....	10
图表 21 2025 年 4 月国内外大类资产收益率概览.....	11
图表 22 权益市场表现	12
图表 23 A 股成交额.....	13
图表 24 A 股换手率.....	13
图表 25 沪深 300 风险溢价.....	13
图表 26 中证 1000 风险溢价	13
图表 27 主要宽基指数市盈率（TTM）	14
图表 28 融资融券余额	14

图表 29 A 股年报净利润	14
图表 30 一致预期净利润同比增速	14
图表 31 工业企业利润	14
图表 32 AH 股溢价率	15
图表 34 南向资金	15
图表 35 恒生指数换手率	15
图表 36 恒生指数与 10Y 美债收益率	16
图表 37 恒生指数与人民币汇率	16
图表 39 主要资金利率	17
图表 40 政府债发行与到期情况	17
图表 41 票据贴现利率	17
图表 42 国债收益率曲线	17
图表 43 国债期限利差	17
图表 44 伦敦金现与美元指数	18
图表 45 中国官方黄金储备	18
图表 46 国内外铜价走势	19
图表 47 LME 铜库存	19
图表 48 美国商业原油库存	20
图表 49 美国炼油厂产能利用率	20
图表 50 中美利差	22
图表 51 在岸、离岸人民币汇率	22
图表 52 美元指数	22
图表 53 花旗经济意外指数	22

一、宏观经济

1、海外

中美关税超预期降级，市场风险偏好持续修复。自对等关税宣布以来，市场风险偏好修复可以分为2个阶段。**阶段一（初步缓和）**：4月9日，特朗普宣布对大多数经济体暂停实施对等关税90天以展开谈判、期间维持10%全球关税，全球经济衰退预期缓解，风险资产经历前期暴跌后出现技术性反弹。然而，在特朗普政策反复、美联储独立性被威胁的背景下，美元资产仍遭抛售，美元指数、美债跌幅较大，迫使特朗普关税立场进一步转向。**阶段二（实质改善）**：4月22日，美方释放中美贸易谈判鸽派信号，推动市场风险偏好持续上行；4月30日，特朗普宣布放宽汽车领域关税；5月8日，美英达成有限贸易协议；5月12日，中美日内瓦经贸会谈达成重大进展——双方同意各自取消91%的关税，并暂停实施24%的反制措施。随着中美（G2）贸易摩擦显著降温，全球供应链短期中断风险降低，风险资产迎来持续回暖，全球主要股指均已修复4月初的缺口。

美国失守最后 AAA 评级，“大而美丽法案”引发美国债务持续性担忧，长端美债突破 5%。5月17日，穆迪因债务与利息负担加重将美国主权评级从 Aaa 下调 Aa1，美国自此失去三大机构最高评级（标普 2011、惠誉 2023）。在特朗普关税反复已削弱美元信用，机构下调评级叠加减税法案发酵，市场对美国财政可持续性的担忧进一步加剧，引发中长期美债集中抛售，20Y、30Y 美债利率突破 5% 并创下 2023 年 Q4 来新高。此前市场担忧的 2025 年中美债到期高峰，实质是短期国库券集中到期的正常现象，疫情后美国财政部更倾向于依赖短债融资，美债中一年期以内的 T-Bills 占到期结构近八成。作为高流动性、低风险、利率 4% 的类现金资产，近期美债再融资风险较低。相比之下，特朗普的“大而美丽法案”宽财政下的美债供给加剧预期正在被市场担忧及定价，众议院已于 5 月 22 日以微弱优势通过，若参议院通过预计特朗普将在 7 月 4 日签署，该法案将使美国未来十年赤字增加 3.8 万亿美元，加剧美国债务负担。为填补缺口，特朗普将依赖加征关税及促使美联储降息等手段缓解。

美国“硬数据”依旧尚可，关税缓和下“软数据”边际转暖。目前关税对美国实体经济的影响尚不显著：①4月美国新增非农就业 17.7 万，高于预期 13.8 万，前 2 个月累计下修 5.8 万，抢进口背景下运输仓储业显著增加，就业数据具有韧劲，令市场对美联储首次降息预期延后至 7 月。②4 月 CPI 同比 2.3%，低于预期 2.4%，创 2021 年 2 月以来最低水平，核心 CPI 同比增长 2.8%，关税对物价的冲击尚未显现，也未改美联储“静观其变”的立场。③4 月美国零售销售环比录得 0.1%，好于预期 0.0%，前值大幅上修至 1.7%，体育用品和服装降幅较大，或因 3 月消费者在关税落地前“囤货”透支部分需求，后续观察美国消费弱预期何时传导至弱现实。调研类的“软数据”在特朗普关税谈判有所进展后回暖，美国 5 月 Markit 制造业和服务业 PMI 均超预期且扩张至 52 上方，密歇根大学调研数据延续“滞胀”趋势，但边际恶化程度减弱。

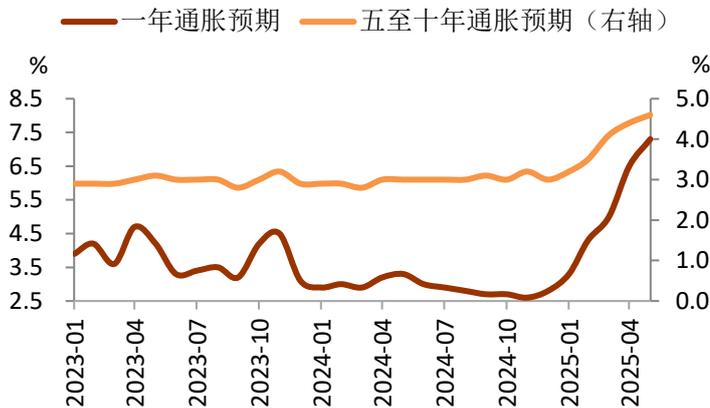
全球制造业降温范围扩大、出口导向经济体受冲击最重。近期全球制造业景气边际走弱，广度扩大，PMI 低于 50 的经济体显著增多，出口导向型国家受对等关税冲击尤深。中国台湾（54.2 降至 48.9）、东盟（50.8 降至 48.7）、越南（50.5 降至 45.6）、墨西哥（46.5 降至 44.8）等地 PMI 快速跌落荣枯线，反映外需不确定性正加速传导至中游制造业。美国制造业 PMI 持平于 50.2，动能暂稳；欧元区回升至 49.0，虽仍收缩但边际改善；印度继续领跑，PMI 达 58.2，内需强劲支撑制造业景气；日本、韩国、英国等主要经济体仍整体疲弱。

图表 1 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）

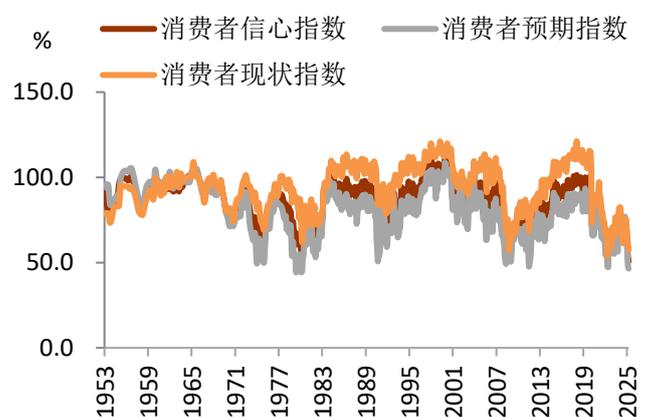
国家	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
美国	52.3	50.2	50.2	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9	49.6	51.6
欧元区	49.4	49.0	48.6	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0	45.8	45.8	45.8
德国	48.8	48.4	48.3	46.5	45.0	42.5	43.0	43.0	40.6	42.4	43.2	43.5
法国	49.5	48.7	48.5	45.8	45.0	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44.0	45.3
英国	45.1	45.4	44.9	46.9	48.3	47.0	48.0	49.9	51.5	52.5	52.1	50.9
希腊		53.2	55.0	52.6	52.8	53.2	50.9	51.2	50.3	52.9	53.2	54.0
意大利		49.3	46.6	47.4	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	45.7
日本	49.0	48.7	48.4	49.0	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8	49.1	50.0
韩国		47.5	49.1	49.9	50.3	49.0	50.6	48.3	48.3	51.9	51.4	52.0
中国台湾		48.9	54.2	54.0	48.7	50.8	51.4	50.0	49.2	53.6	52.2	53.7
东盟		48.7	50.8	51.5	50.4	50.7	50.8	50.5	50.5	51.1	51.6	51.7
越南		45.6	50.5	49.2	48.9	49.8	50.8	51.2	47.3	52.4	54.7	54.7
泰国		49.5	49.9	50.6	49.6	51.4	50.2	50.4	50.4	52.0	52.8	51.7
印尼		46.7	52.4	53.6	51.9	51.2	49.6	49.2	49.2	48.9	49.3	50.7
马来西亚		48.6	48.8	49.7	48.7	48.6	49.2	49.5	49.5	49.7	49.7	49.9
印度		58.2	58.1	56.3	57.7	56.4	56.5	57.5	56.5	57.5	58.1	58.3
巴西		50.3	51.8	53.0	50.7	50.4	52.3	52.9	53.2	50.4	54.0	52.5
墨西哥		44.8	46.5	47.6	49.1	49.8	49.9	48.4	47.3	48.5	49.6	51.1
俄罗斯		49.3	48.2	50.2	53.1	50.8	51.3	50.6	49.5	52.1	53.6	54.9
南非		41.4	50.3	46.0	42.5	45.1	55.8	55.7	53.3	44.4	49.0	43.2

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 2 密歇根大学通胀预期

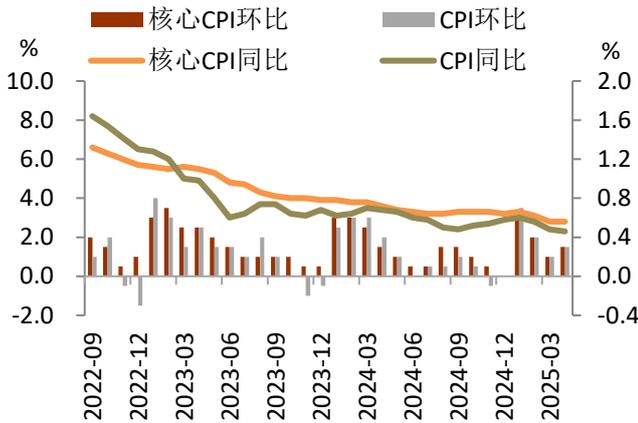


图表 3 美国 GDP 环比贡献项

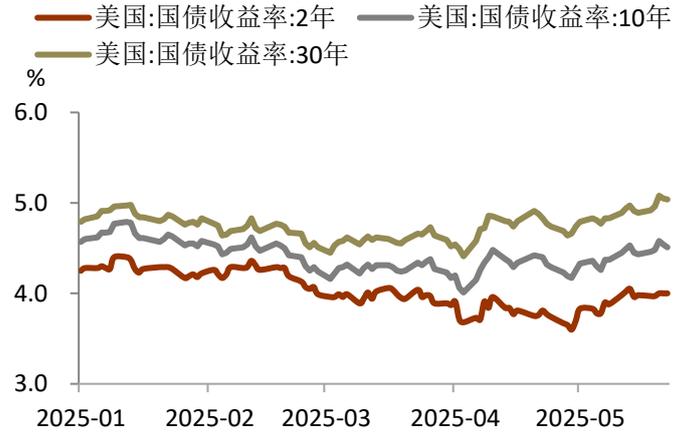


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表4 美国CPI及核心CPI

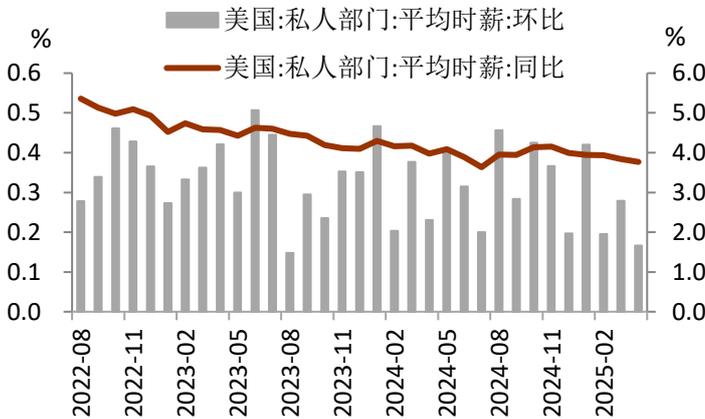


图表5 美国国债收益率

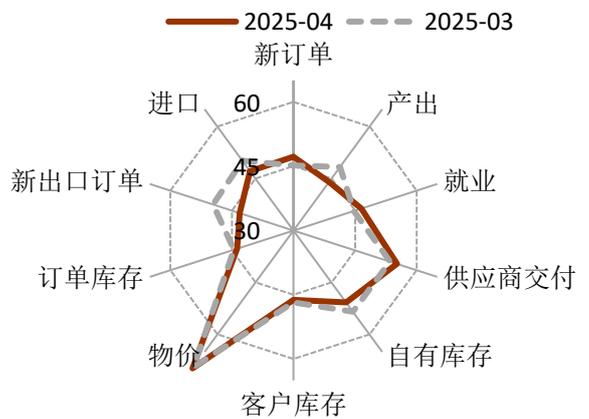


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表6 美国非农就业人数及失业率

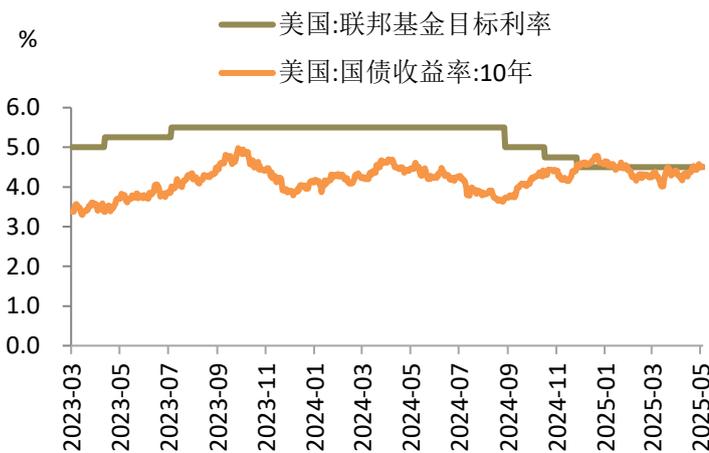


图表7 美国ISM制造业分项指标



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 美国联邦基金目标利率

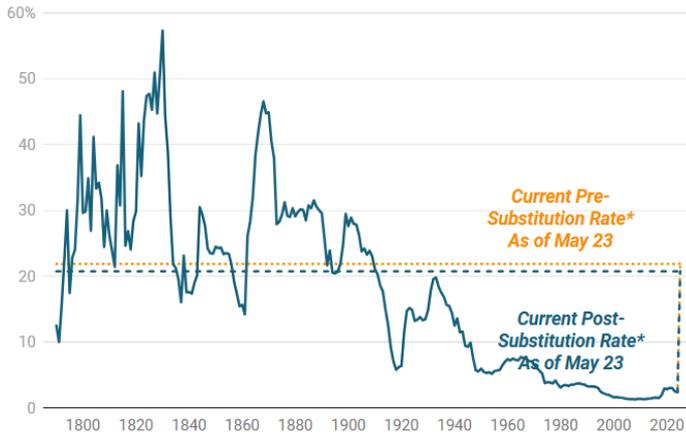


图表9 芝商所FedWatch工具

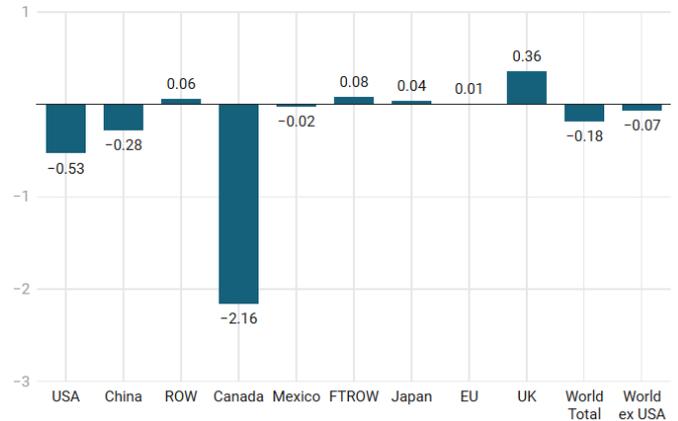
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	94.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	23.9%	74.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.8%	47.7%	40.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	30.9%	43.6%	18.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	22.6%	39.3%	27.1%	6.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	12.1%	29.6%	34.2%	18.4%	3.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.3%	21.4%	32.0%	25.8%	10.6%	1.7%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.9%	11.4%	24.5%	30.2%	21.4%	8.0%	1.2%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.3%	6.2%	16.4%	26.7%	26.8%	16.2%	5.4%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	18.6%	26.7%	24.6%	13.9%	4.4%	0.6%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.8%	10.7%	20.5%	26.2%	22.1%	11.7%	3.5%	0.5%
2026/10/28	0.2%	1.1%	4.4%	11.6%	21.0%	25.9%	21.2%	11.0%	3.3%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.3%	11.4%	20.8%	25.7%	21.3%	11.3%	3.5%	0.5%

资料来源: iFinD, CME FedWatch, 铜冠金源期货

图表 10 1790 年以来美国平均有效关税税率



图表 11 特朗普 2.0 关税对实际 GDP 的长期影响



资料来源：Yale Budget Lab（截至 5 月 23 日，包含对欧盟关税提至 50%），铜冠金源期货

2、中国

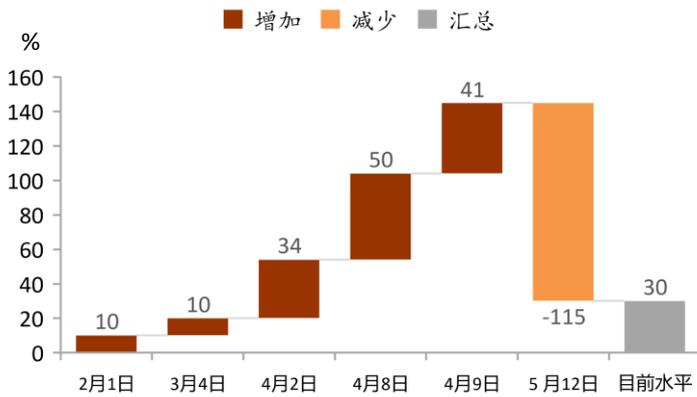
二季度内需不及预期，转口贸易带动外需超预期，物价低迷仍待改善。出口与消费支撑一季度经济超预期，在 4 月特朗普高额对等关税下，市场预期在政策发力下内需将改善、抢出口结束后外需将回落，然而两者在 4 月经济数据中均存在预期差。4 月消费、投资及工业生产增速均较前期回落，一季度“以旧换新”政策的消费拉动作用有所减弱，叠加楼市交易转冷及关税不确定性对制造业生产形成扰动，拖累二季度整体经济动能边际走弱。4 月出口延续回升态势，核心支撑来自转口贸易的持续走强，东盟市场表现尤为亮眼。内需疲弱制约通胀修复，4 月 CPI 同比如期转负-0.1%，PPI 同比降幅扩大至-2.7%，反映工业品价格压力加剧，通缩预期短期内难言扭转。

金融数据总量、结构均转弱，企业与居民扩信用意愿不足。4 月金融数据边际转冷，总量不及预期、结构延续偏弱，政府债支撑社融同比多增；企业中长贷延续负增态势，企业信用扩张仍处修复初期，市场化融资意愿与风险偏好恢复缓慢；居民信贷转冷，地产价格偏弱仍压制其资产负债表。4 月 M0 与 M2 同比增速分别回升至 12%和 8%，但 M1 增速回落至 1.5%，显示企业经营活力与居民活期资金配置意愿仍偏谨慎。

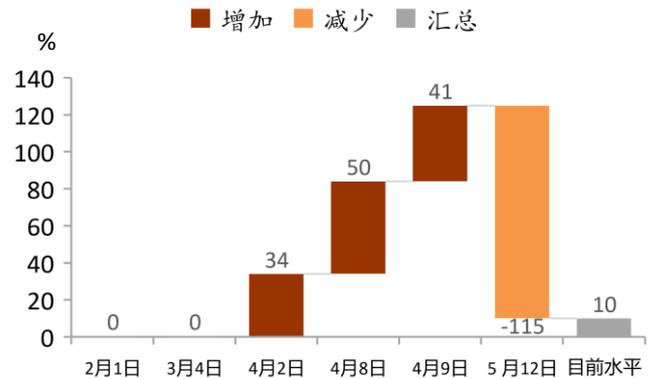
对内稳增长政策落地（宽货币、促科创、稳地产），对外贸易谈判结果超预期。5 月 7 日金融三部委召开发布会，出席人员、召开时点均超市场预期，**①总量政策**：下调存款准备金率 50BP，7 天期逆回购利率作为政策利率下调 10BP 至 1.4%。**②结构政策**：汽车金融与金融租赁公司准备金率由 5%直接降至 0%；科创再贷款额度由 5000 亿元扩大至 8000 亿元；新增 5000 亿元再贷款额度用于支持服务消费与养老。**③地产政策**：首套房公积金贷款利率从 2.85%降至 2.6%。**④资本市场工具**：央行继 5000 亿元“互换便利工具”后，再推“债券风险分担工具”。5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布：美国将在 90 天内将对华关税从 145%调降至 30%，中国则将对美关税从 125%降至 10%，此举更意味着中美关税谈判机制化

沟通框架的初步建立。

图表 12 2025 年美国对中国加征关税

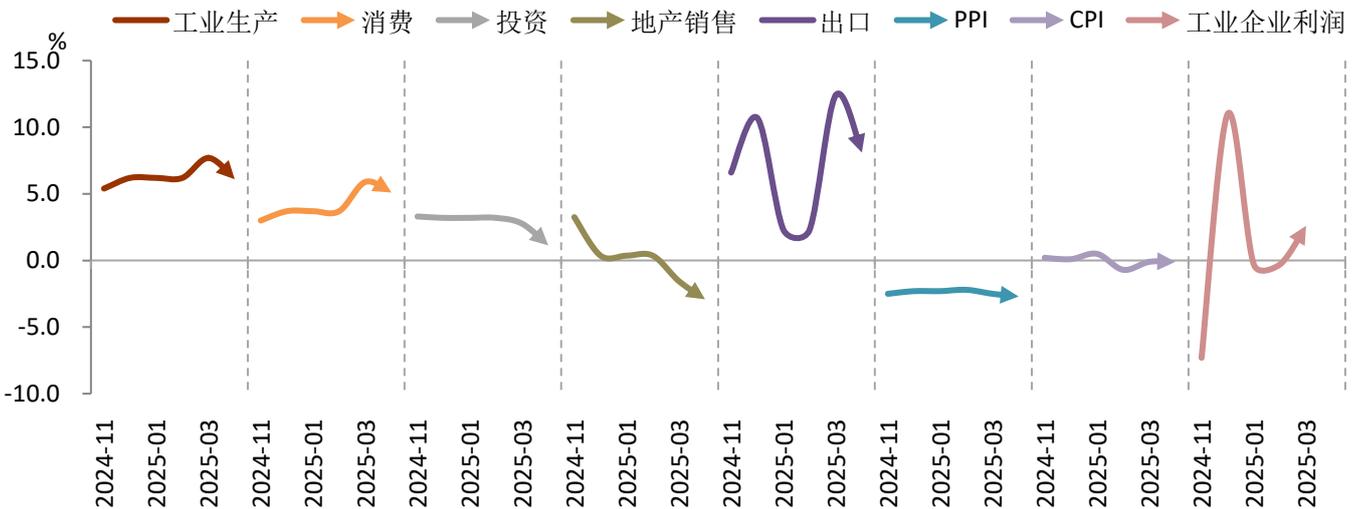


图表 13 2025 年中国对美国加征关税



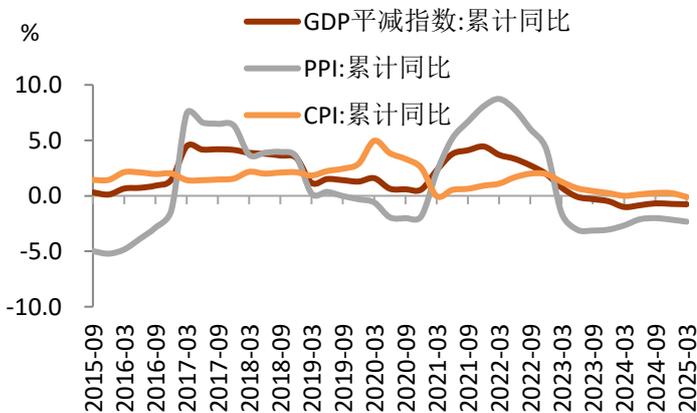
资料来源：白宫、中国商务部，铜冠金源期货

图表 14 中国经济指标 4 月同比增速概览



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（工业企业利润截至 3 月）

图表 15 物价指数

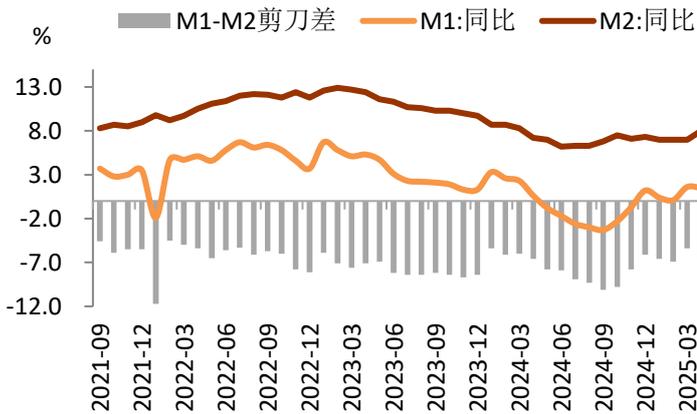


图表 16 产能利用率

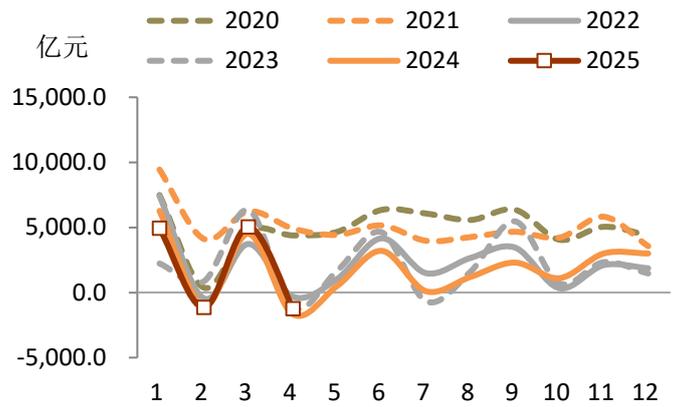


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 M1-M2 增速剪刀差

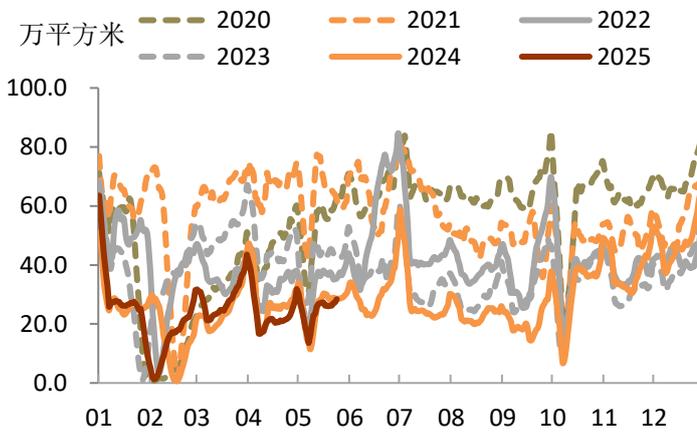


图表 18 居民中长期贷款

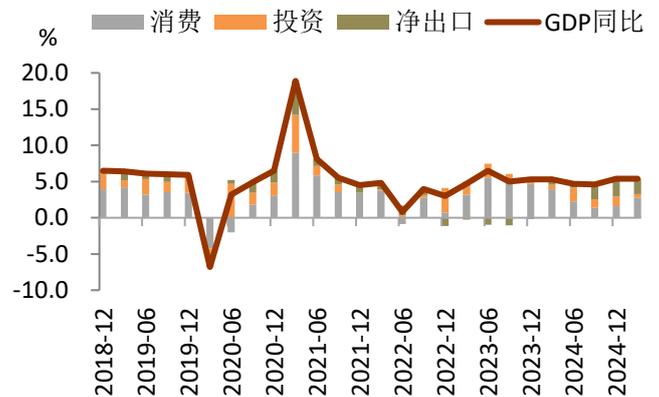


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 30 城商品房成交面积



图表 20 三大需求对 GDP 拉动



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

二、大类资产表现

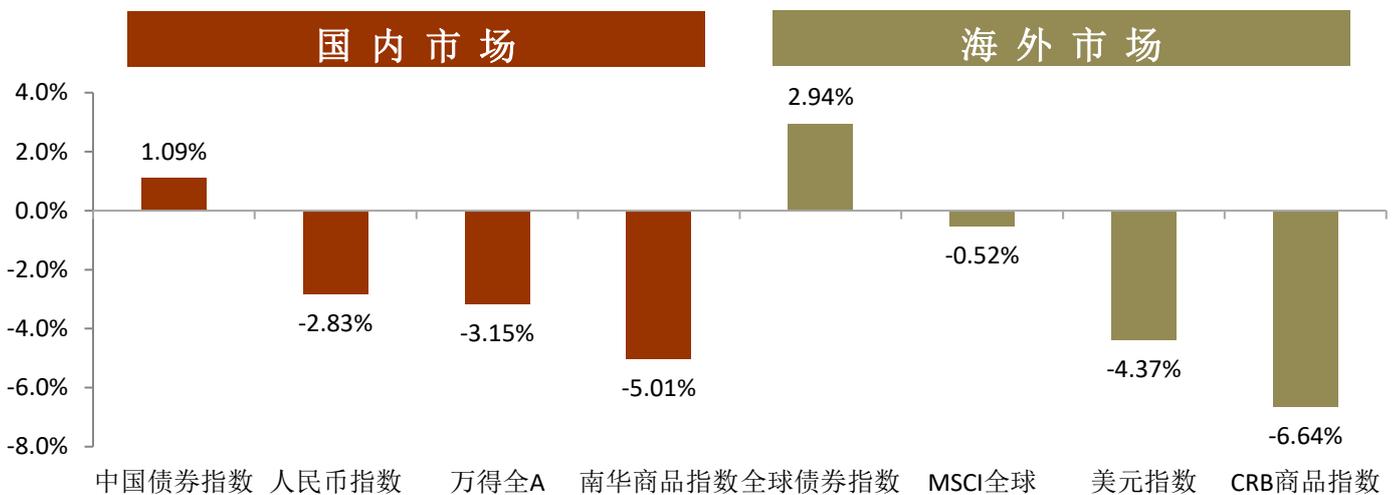
2025 年 4 月，国内外大类资产调整加剧，避险逻辑下仅海内外债市收涨，全球股市及商品调整，G2 货币美元指数及人民币指数均有所下行。

国内市场方面，**债券(+1.09%)>人民币(-2.83%)>权益(-3.15%)>商品(-5.01%)**。**中国债券综合指数** (Bloomberg) 4 月收益率录得+1.09%，2-3 月资金面偏紧格局在 4 月得到缓解，关税冲击下，长短债均在 4 月走高震荡；**人民币指数** (CFETS) 4 月收益率录得-2.83%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币继续转弱，在岸美元兑人民币贬值 0.16% 至 7.2632；**A 股** 4 月收益率录得-3.15%，月初特朗普对等关税引发的全球经济衰退预期引发股市剧烈调整，随后在政策呵护、关税缓和预期下震荡修复，两市日均成交额较 3 月回落-19%至 1.2 万亿元；**南华商品指数** 4 月收益率录得-5.01%，各板块有所分化，贵金属(+2.68%)>农产品(-1.07%)>有色(-3.79%)>黑色(-4.33%)>工业品(-6.47%)>能化(-7.97%)；

敬请参阅最后一页免责声明

海外市场方面，债券(+2.94%)>权益(-0.52%)>美元(-4.37%)>商品(-6.64%)。
全球债券综合指数 (Bloomberg) 4月收益率录得2.94%，其中美国录得0.39%，新兴市场录得-0.05%，欧洲录得1.67%；**美元指数** 4月跌幅录得-4.37%，在特朗普对等关税超预期、其政策飘忽不定的背景下，美元的信用不断遭到侵蚀，市场对美元的抛售情绪持续升温；**MSCI全球指数** 4月收益率录得-0.52%，高额对等关税下全球衰退预期升温，主要发达国家股市均出现暴跌后缓慢修复，法国CAC40、日经调整幅度较大，印度SENSEX30收涨3.6%；**CRB商品指数** 4月收益率录得-6.64%，油脂、家畜、食品板块分别收涨5.42%、3.77%、3.61%，金属、工业原料、纺织品板块分别收跌-7.64%、-2.28%、-0.62%。

图表 21 2025 年 4 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

1、权益市场

2025 年 4 月，全球权益市场在月初急剧下挫后修复，其中海外>A 股>港股。**国内方面**，A 股 4 月收跌 3.97%，其中沪深 300 收跌 3.69%、中证 1000 收跌 5.08%，科创 50 收跌 5.2%，创业板收跌 3.07%，两市成交量中枢从 2 月的 1.8 万亿回落至 1.5 万亿，两会后市场从产业强预期回归经济现实，风格从科技转向红利、内需等板块。**港股方面**，3 月恒生指数收涨 0.78%，恒生科技收跌-3.11%，科技重估叙事淡化、美债利率震荡上行，港股震荡调整。**海外方面**，美股在经济软数据大幅走弱、关税阴霾笼罩下大幅下跌，欧洲、日韩股市同样收跌，印度市场趋势反弹。

图表 22 权益市场表现

	指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	4956.08		-3.97	2.22
	上证指数	3279.03		-2.16	0.69
	深圳成指	9899.82		-6.67	-1.21
	创业板指	1948.03		-8.47	-3.70
	上证50	2633.16		-1.74	0.87
	沪深300	3770.57		-3.69	-0.98
	中证500	5631.82		-4.80	0.98
	中证1000	5950.12		-5.08	3.24
	中证2000	2442.89		-4.02	9.15
	科创50	1012.42		-1.66	2.10
北证50	1331.13		1.89	35.46	
港股	恒生指数	22504.68		-5.58	17.40
	恒生科技	5244.06		-7.61	21.92
	恒生中国企业指数	8231.04		-6.16	17.41
海外	道琼斯工业指数	41317.43		-2.20	-0.32
	纳斯达克指数	17977.73		0.71	-3.12
	标普500	5686.67		-0.21	-0.64
	英国富时100	8596.35		-1.89	5.29
	法国CAC40	7770.48		-4.07	6.36
	德国DAX	23086.65		0.16	18.37
	日经225	36830.69		-2.90	-4.29
	韩国综指	2559.79		-0.05	8.71
	印度SENSEX30	80501.99		3.65	5.49

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.1 A股

4月A股主要宽基指数均收跌，两市成交额中枢回落至1.2万亿，科创50、北证50、创业板指、深圳成指、中证1000跌幅较大，上证50、北证50相对抗跌。

分子端乏力，分母端宽松预期起，风险偏好缓慢修复。从分子端看，一季度经济数据尚可，步入4月后高频数据走弱迹象增多，在中美关税博弈升级背景下，国内稳增长政策预期逐步强化，并于5月上旬落地。与此同时，4月年报披露收官，全A净利润同比降幅较2023年进一步扩大，目前在PPI持续偏弱下，企业盈利仍处于探底阶段。从分母端看，国内资金面偏紧在4月显著缓解，国债利率在4月中枢下移，Q2货币宽松预期逐渐形成。特朗普宣布对等关税后，A股随全球股市同步下挫，监管层随后加快预期引导并强化流动性支持，市场情绪在经历“砸坑”后开始温和修复，风险偏好缓步回升。

关税扰动下，市场情绪有所降温。从成交额看，4月份沪深两市日均成交额为12359亿元，较3月份减少2917亿元。从换手率看，4月上证指数换手率均值为0.95%，较2-3月有所回落，关税博弈成为主导市场情绪的关键变量，阶段性扰动投资者情绪，在市场逐步修复后，部分资金更趋谨慎。

风险溢价分化，大票回升，小票回落。4月上证50的风险溢价从7.53%回升至7.76%，沪深300的风险溢价从6.26%回升至6.56%，中证500的风险溢价从1.70%回升至1.91%，中证1000的风险溢价从0.87%回落至0.82%，中证1000相对更具性价比。

宽基指数估值分化，小票估值修复较快。从估值端看，4月万得全A市盈率从18.38倍回升至18.51倍(+0.70%)，上证50市盈率从10.69倍回落至10.65倍(-0.39%)，沪深300市盈率从12.38倍回落至12.21倍(-1.35%)，中证500市盈率从28.43倍回落至28.27倍(-0.56%)，中证1000市盈率从37.89倍回升至40.06倍(+5.73%)。

4月杠杆资金与外资双双流出。从杠杆资金端看，4月末两融余额为17864.91亿元，较4月末减少1321.57亿元。从外资端看，根据EPFR资金流向显示，4月海外基金净流出速度加剧，4月关税扰动尚未明朗时，外资情绪趋于谨慎。

4月年报披露完毕，盈利同比降幅加剧。从盈利端看，A股盈利尚在探底，2024年全A上市公司净利润同比增速录得-3%，较2023年降幅进一步走阔。从工业企业利润来看，3月单月工业企业利润总额同比增长2.6%，表现强于1-2月同比表现，利润增速三因子，工业增加值为正贡献，PPI及利润率为拖累，“量升价跌”迹象仍有待扭转。

图表 23 A股成交额

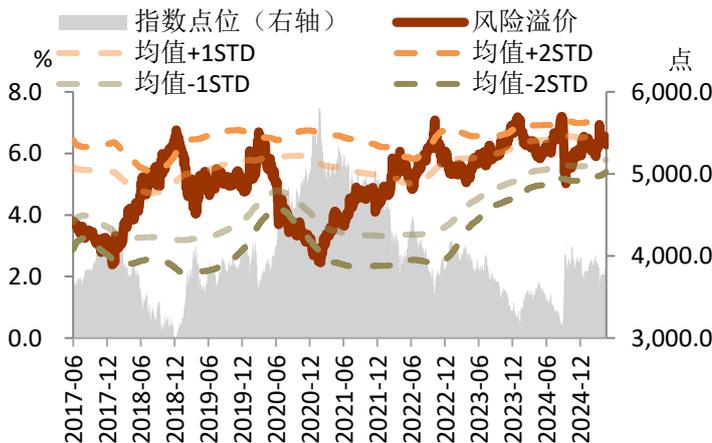


图表 24 A股换手率

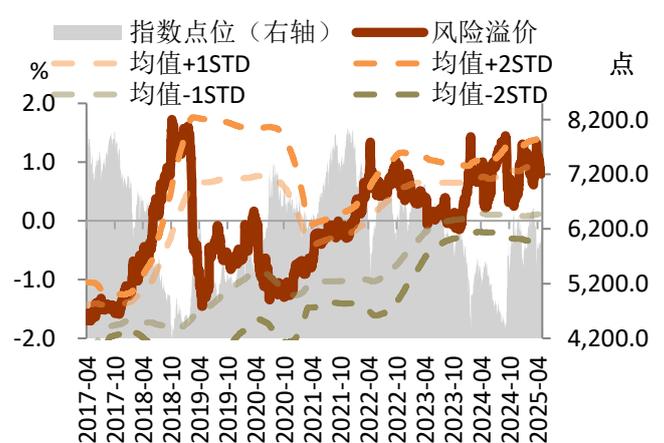


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 沪深300 风险溢价

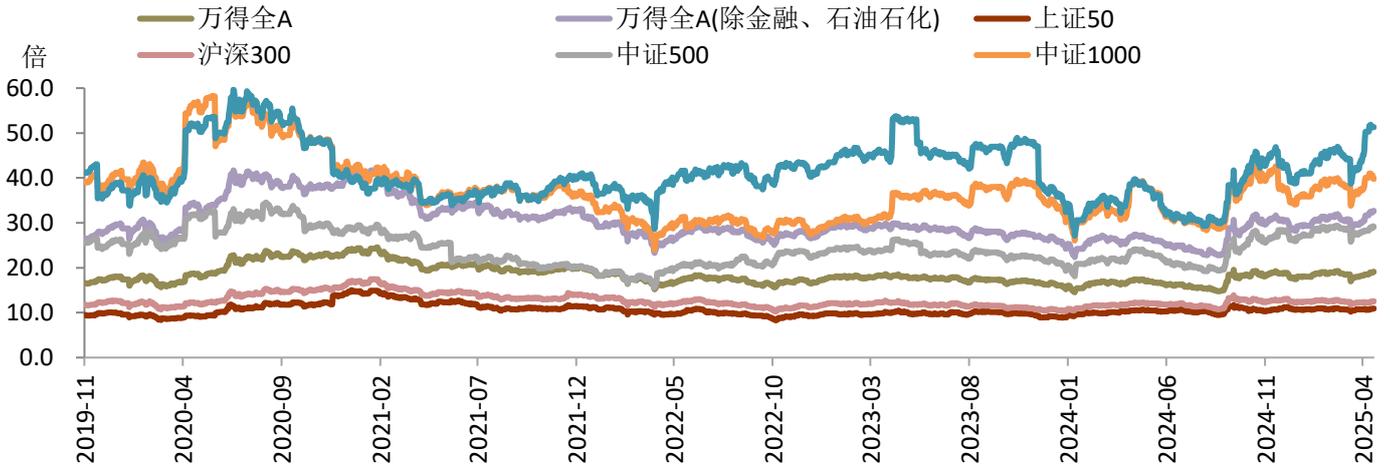


图表 26 中证1000 风险溢价



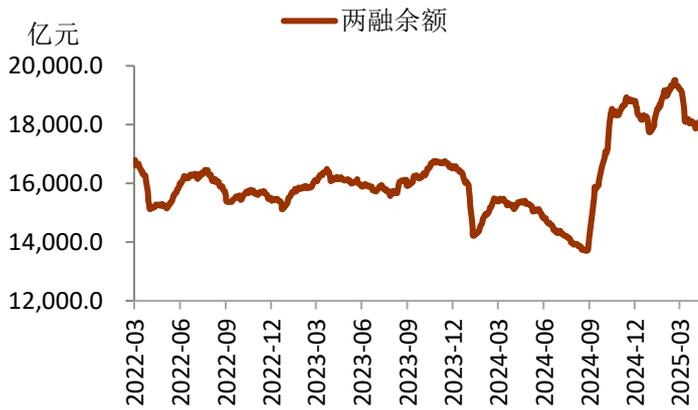
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 27 主要宽基指数市盈率 (TTM)

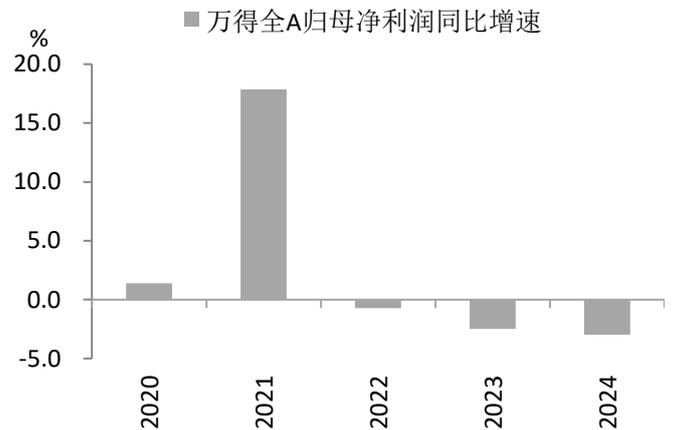


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 融资融券余额

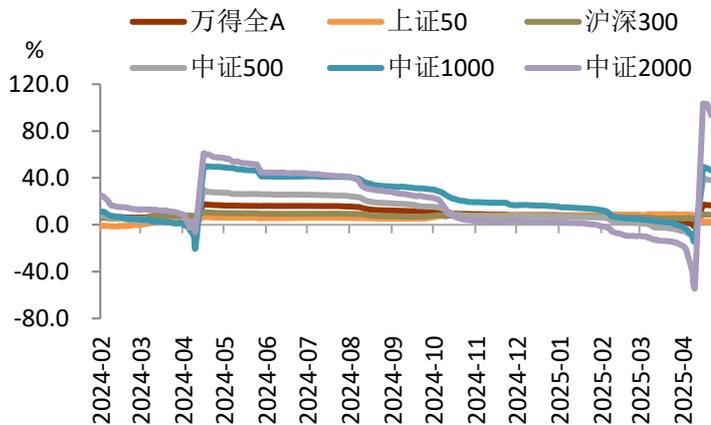


图表 29 A 股年报净利润



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 30 一致预期净利润同比增速



图表 31 工业企业利润



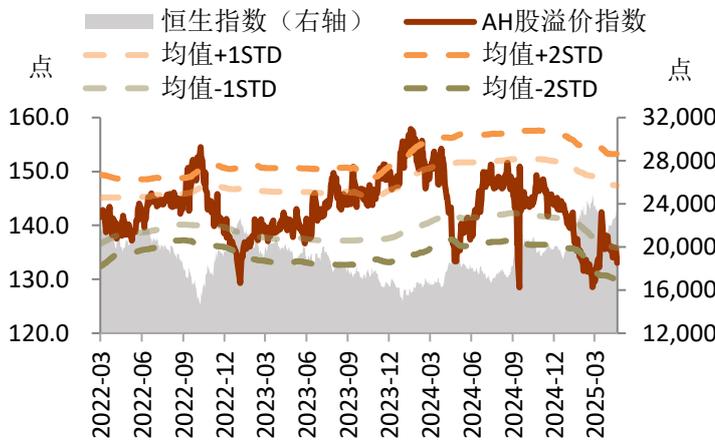
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.2 港股

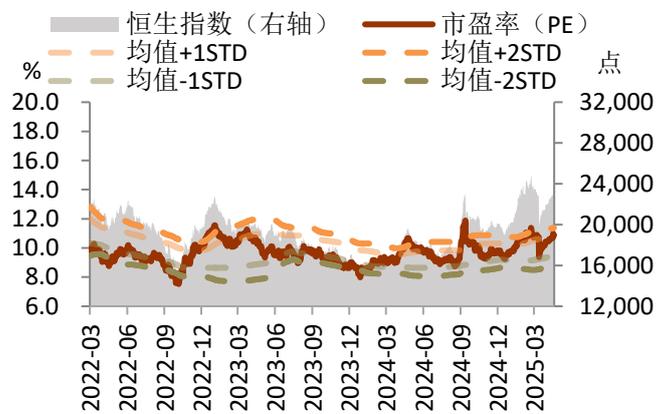
风偏收缩、海外流动性收紧驱动 3 月港股震荡走弱。 港股在 3 月震荡回落，市场从 2 月科技的强预期回归企业盈利兑现情况，美债利率震荡走高对港股流动性形成边际利空，特朗普关税预期笼罩下风险偏好继续下行，恒生指数震荡收涨 0.78%，恒生科技下跌-3.11%。

估值小幅上修，南向流入加速，市场成交降温。 恒生指数的市盈率（P/E）在 2 月末为 10.80 倍，1 月末为 10.53 倍；南向资金流入势头持续加速，在 3 月实现净流入 1497.76 亿元，创下 2021 年 1 月来的历史新高。同时，恒生指数的换手率在 3 月份有所回落，市场交易活跃度降温。

图表 32 AH 股溢价率



图表 33 恒生指数市盈率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 南向资金



图表 35 恒生指数换手率

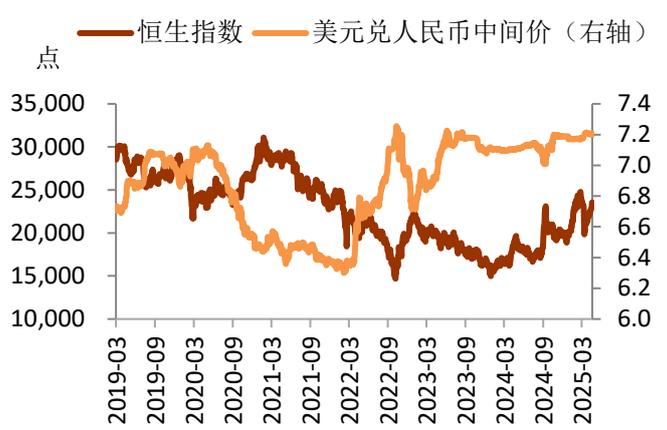


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 36 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 37 恒生指数与人民币汇率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

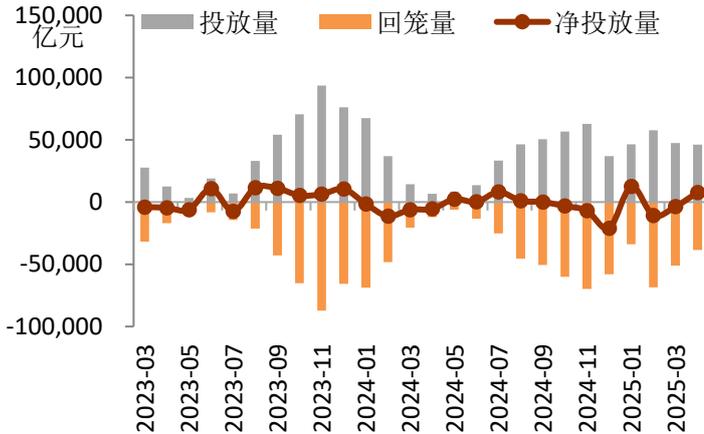
2、债券市场

央行净回笼减少，资金价格走高，利率中枢上移。资金供给方面，4月央行公开市场净投放7,708亿元，较3月显著转松，其中逆回购投放39,227亿元、到期36,019亿元，MLF投放6,000亿元、到期1,000亿元，国库现金定存投放1,000亿元、到期1,000亿元。资金价格方面，R001较3月末下行95.28BP至1.85%，DR001较3月末下行1.85BP至1.78%；R007较3月末下行46.34BP至1.84%，高于政策利率（截至4月末7天逆回购利率1.5%）33.96BP；DR007较3月末下行95.28BP至1.79%，高于政策利率29.86BP。资金需求方面，4月政府净融资9,154亿元，较3月减少5,606亿元，较去年同期增加9,978亿元，4月国债及地方债券发行节奏较去年同期显著加快；**票据贴现利率**4月均值为1.10%，较3月下行13.45BP。

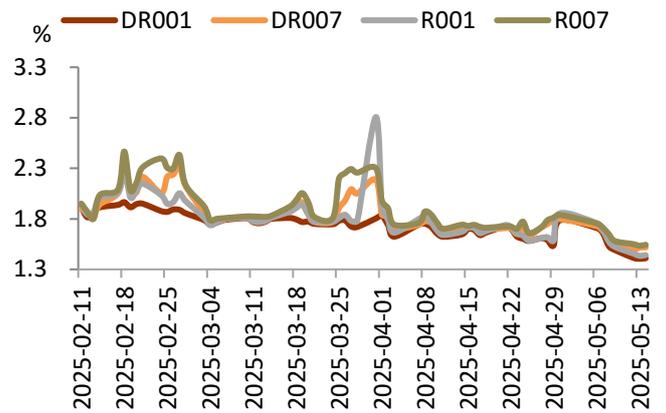
各期限国债利率走低，曲线整体走平。4月末，2年期国债收益率为1.45%，较3月末下行12.11BP；10年期国债收益率为1.63%，较3月末下行19.13BP；30年期国债收益率为1.83%，较3月末下行20.25BP。10Y-2Y期限利差为0.18%，较3月末收窄7.02BP；30Y-10Y期限利差为0.20%，较3月末收窄1.12BP。

4月债市快速消化关税冲击后陷入震荡。在4月初对等关税超预期出台的背景下，避险情绪升温叠加货币政策宽松预期，推动10年期国债收益率由1.8%迅速下行至1.64%，在2-3月压制债市的资金面也整体转松，随后受国内政策预期、关税谈判反复以及特别国债发行等多重因素交织影响，收益率呈现震荡走势。往后看，中美相互降级关税预期兑现，一季度“抢出口”现象有望在二季度延续，外需韧性短期内可期；相较之下，内需修复不及预期，5月初新一轮稳增长政策落地，其效果有待观察，内需偏弱环境下，央行对资金面呵护较一季度将加强。尽管近期长债收益率已显著下行、赔率有所收敛，但在基本面偏弱与外围不确定性长期存在的双重推动下，“债牛”趋势基础尚存，长端利率仍存在突破前低的可能。

图表 38 货币市场公开操作

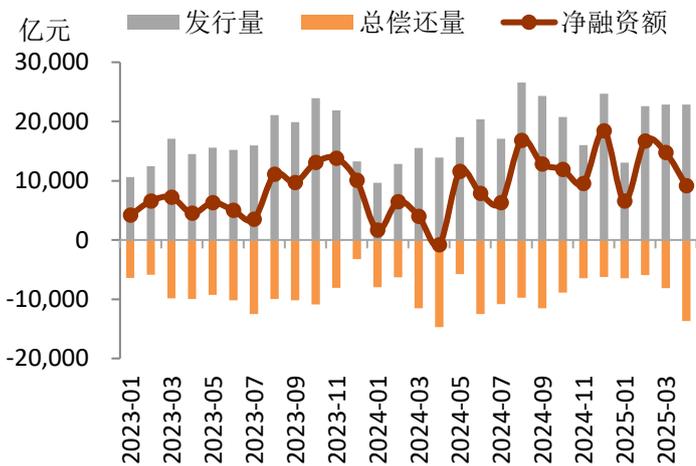


图表 39 主要资金利率

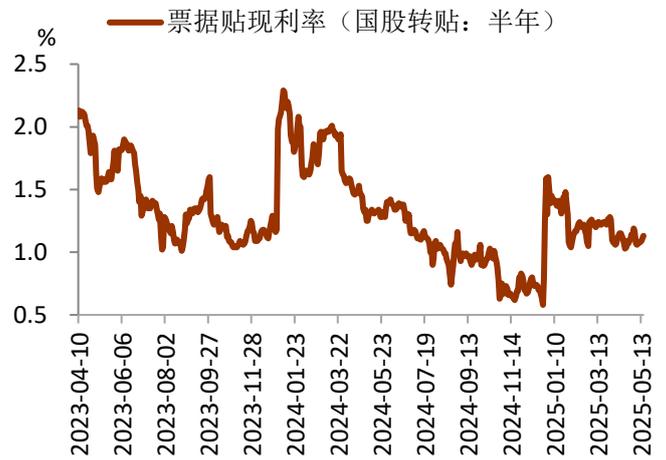


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 40 政府债发行与到期情况

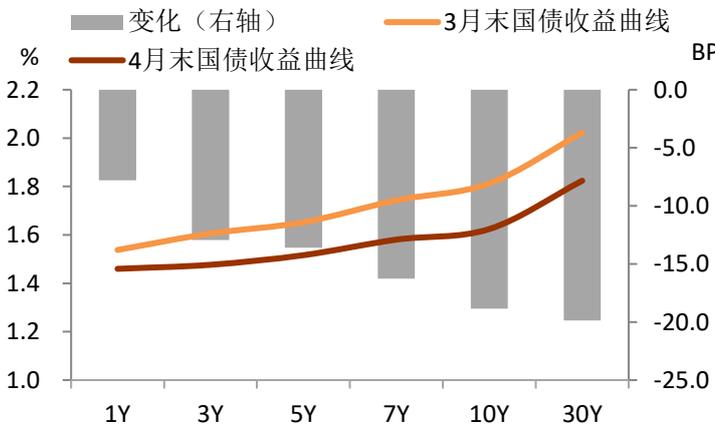


图表 41 票据贴现利率

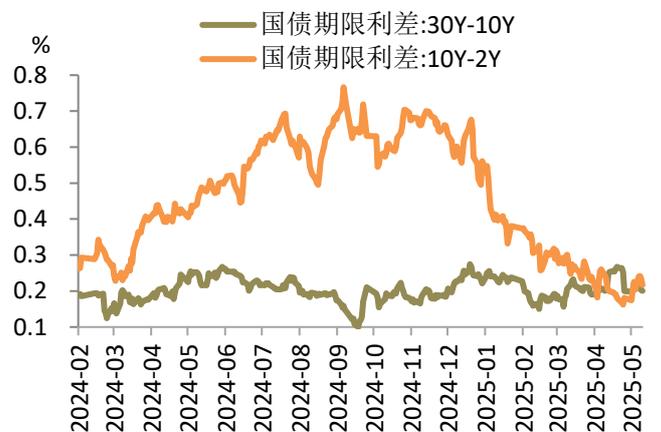


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 42 国债收益率曲线



图表 43 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

3.1 黄金

定价更不确定的世界秩序，金价4月创下新高。4月末，伦敦金现收于3288.2美元/盎司，月涨幅5.29%，月中继续创下3500.12美元历史新高；沪金收于782.6元/克，月涨幅7.8%，月中创下838.82元新高、尽管4月人民币相较美元升值，国内购金情绪旺盛推动内盘金涨幅较大。

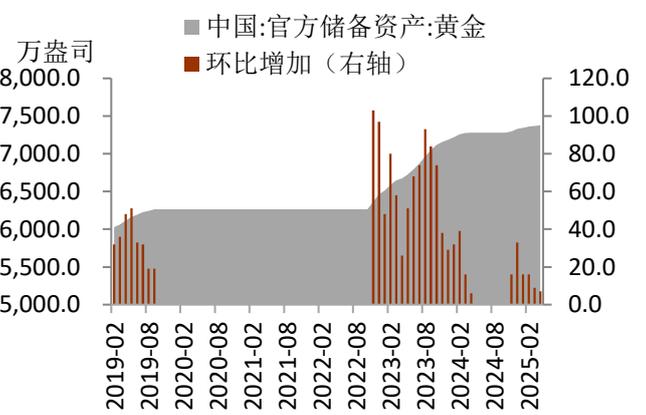
（1）对等关税引发美元资产抛，美元大幅走弱，避险情绪浓厚，金价创下3500美元新高。4月初特朗普“对等关税”政策宣布后，全球衰退预期急剧升温，避险情绪推动金价上涨；同时美元信用备受质疑，资金加速撤离美元资产、涌入“准信用货币”的黄金，形成美元走弱、黄金走强的双向驱动，金价创下3500美元历史新高。

（2）展望后市，关税缓和与美联储降息延后共振，金价短期震荡调整，中长期向好势头不改。4月下旬起美国关税谈判预期逐渐发酵，并先后与英国、中国有实质性谈判结果，关税短期降级，市场风险偏好得到显著提振。同时，美国硬数据偏好、关税对CPI传导尚未体现，美联储维持静观其变的態度，市场对其降息预期从6月延后至9月，短期金价或将震荡调整。中长期而言，在逆全球化与去美元化趋势推动下，黄金配置需求持续上升，新兴市场央行仍在增持黄金，凸显其作为非主权货币的长期避险与储备价值。

图表 44 伦敦金现与美元指数



图表 45 中国官方黄金储备



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

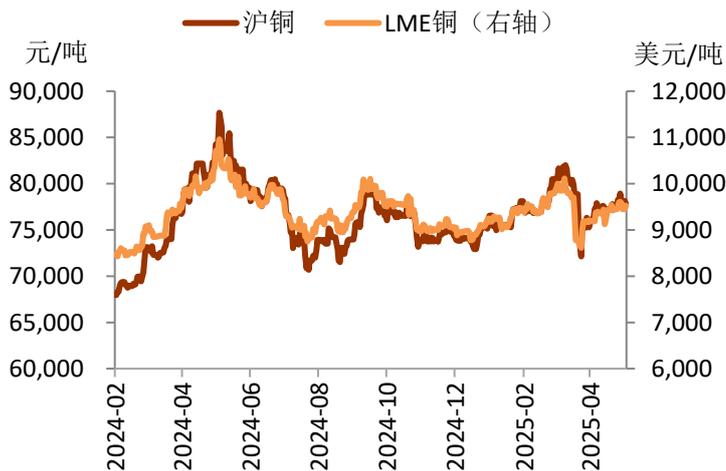
铜价4月呈“V型”，沪铜相对抗跌。4月末，伦铜收于9125美元/吨，月涨跌幅-6.02%；沪铜收于77220元/吨，月涨跌幅-3.73%；COMEX铜收于4.61美元/磅，月涨跌幅-8.42%。人民币升值对沪铜形成一定支撑，4月末前期溢价较高的美铜因关税谈判预期发酵而跌幅较大。

（1）关税冲击引发全球衰退预期，延期后市场情绪缓和，铜价先下后上。4月初特朗普公布高额对等关税，全球衰退预期急剧升温，风险资产及大宗商品全面承压，伦铜最大回撤超15%，后续随着关税执行延期90日，市场风险情绪边际改善，铜价反弹后震荡上行。

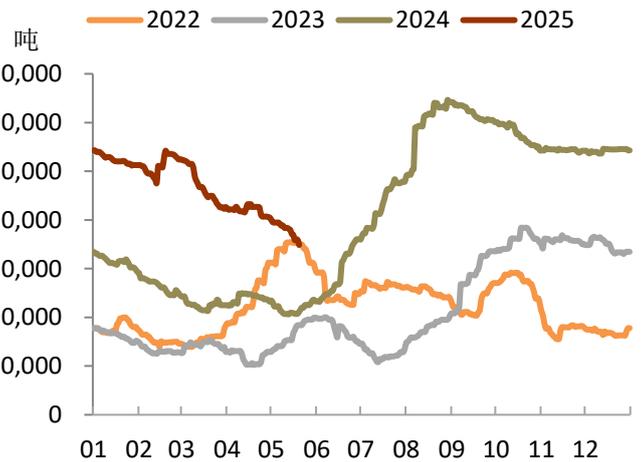
（2）供应趋紧TC持续下行，需求释放，库存大幅回落。供应端，市场对中期精矿供应趋紧的预期持续升温，巴拿马铜矿复产谈判受阻，国内TC跌至-40美元/吨，矿冶矛盾加剧；尽管加工利润承压，但副产品硫酸价格较高，一定程度上抵消了部分铜精矿加工亏损，尚未触发冶炼主动减产。需求端，低铜价导致下游需求释放动能增强，传统行业呈现春季旺季特征，新兴产业（除光伏外）用铜增速延续稳健态势。全球铜库存大幅回落，海外库存加速向北美转移，国内库存快速去化并步入低位区间。

（3）展望后市，宏观扰动消退，供需紧平衡缓解，铜价短期窄幅震荡。5月12日中美日内瓦经贸谈判结果超出市场预期，风险偏好进一步修复，尽管美国与其他经济体的关税谈判仍未确定，但短期对宏观情绪的最大冲击或已过去。供需层面来看，矿端偏紧趋势延续，需求端则将步入季节性淡季，二季度“抢出口”节奏或将持续，但由于透支后续需求，现阶段对铜价驱动效应有限，预计短期铜价仍将窄幅震荡寻找方向。

图表 46 国内外铜价走势



图表 47 LME 铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3 原油

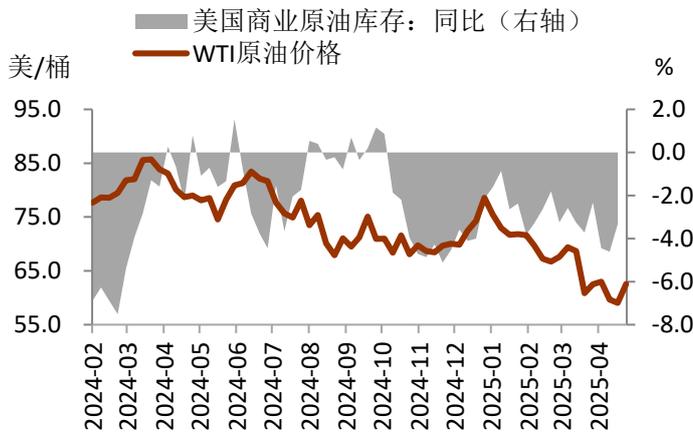
供需偏松加剧，油价深 V 后弱反弹。4 月末，WTI 原油收于 58.22 美元/桶，月涨跌幅-18.55%；布伦特原油收于 61.04 美元/桶，月涨跌幅-18.36%，4 月油价中枢大幅下移。

(1) 关税冲击下，全球需求预期下调，油价大幅回调。 尽管石油、天然气及成品油等能源类进口商品被纳入关税豁免范围，但其引发的全球衰退预期仍剧烈冲击石油需求预期，三大能源机构同步下调 2025 年全球石油消费预测：OPEC+ 将增量从 124 万桶/日下调至 97 万桶/日，IEA 预计今年剩余时间石油需求将减少 40 万桶/日，EIA 较上次预估下调 37 万桶/日，为 2024 年来的最大降幅。

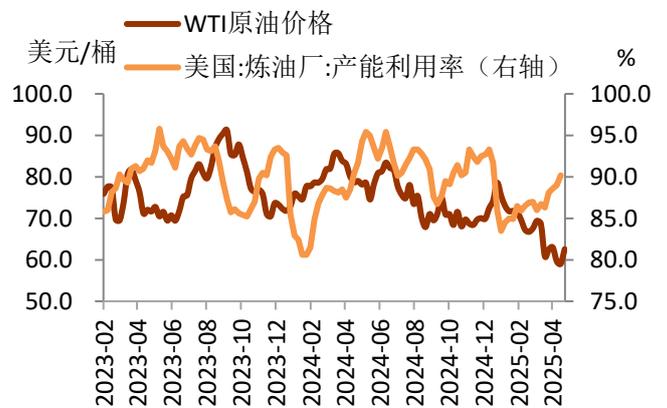
(2) OPEC+ 加速提产，供给利空压制油价。 4 月初 OPEC+ 宣布将 5 月增产调高，相当于提前释放 5-7 月产量。3 月伊拉克、哈萨克、阿联酋、俄罗斯产量均明显超配额，尽管多数国家承诺补偿性减产，哈萨克明确表态拒绝执行，OPEC+ 内部分歧加剧，其重心正由“控价”转向“维稳市占率”。

(3) 展望后市，供需基本面偏弱+特朗普低油价诉求，油价易跌难涨。 目前关税引发的衰退预期逐渐缓解，而油价反弹修复力度偏弱，供需面转松下油价预计震荡偏弱。此外，特朗普多次表态希望油价下跌以抗击通胀，并公开敦促 OPEC+ 降低油价，

图表 48 美国商业原油库存



图表 49 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

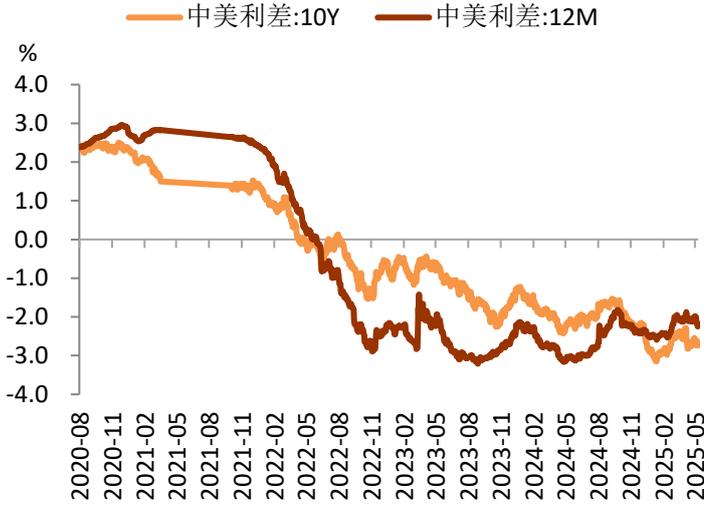
4.1 美元

美元信用裂缝扩大，美元指数创三年多新低。4月美元指数中枢再度大幅下移，从月初104.19回落至月末99.21，期间创下三年多来新低97.91。(1) 特朗普关税反复，美元信用出现裂缝，其避险属性弱化，资金流出美国。4月初特朗普宣布高额对等关税，后又延期90天豁免，其关税政策反复叠加干预美联储，正削弱市场对美元信心，资金持续流向主要非美经济体，欧元、日均对美元升值近5%。美元被视为传统避险货币，目前其避险属性在关税冲击后大幅弱化，避险资金转向日元、瑞士法郎及黄金。(2) 展望后市，当下中美关税谈判有所进展，全球经贸紧张氛围有所缓和，但特朗普政府对美联储独立性与国际经济秩序的冲击，其影响或将在中长期进一步显现。短期来看，美国经济仍具一定韧性、关税冲击的负面影响尚未体现，若特朗普不进一步削弱美元信用，美元指数有望在震荡中寻底并逐步企稳。

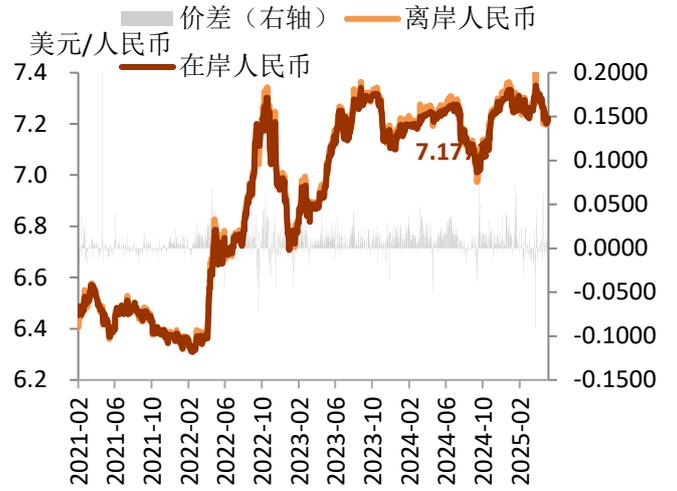
4.2 人民币

G2货币双双贬值，人民币对美升值、非美贬值。4月在岸人民币汇率从7.2516小幅贬值至7.2632，离岸人民币汇率几乎走平、期间最低贬至7.4295，人民币中间价从7.1782上调至7.2014。(1) 人民币对美元先贬后升，在“解放日”初期，美元兑人民币离岸汇率创下人民币汇改来新低7.4295，随着美元抛售潮加剧，人民币进入升值通道，央行逆周期调节力度也随之减弱。(2) 人民币对非美货币贬值，CFETS人民币汇率指数（按贸易权重法对一篮子货币的汇率指数）4月贬值2.83%，反映出人民币对多边货币整体走弱，其中对欧元、日元分别贬值5.4%、4.5%。4月初中美贸易摩擦加剧，叠加避险情绪升温，人民币与美元双双承压，G2货币对其他主要货币普遍贬值。随着4月末中美关税谈判预期发酵，市场对全球经济前景的悲观情绪缓和，G2货币贬值动能减弱。(3) 展望后市，5月中美贸易谈判超预期，人民币贬值压力大幅缓解，二季度国内经济延续结构性疲弱态势，内需修复乏力、房地产拖累犹存，在稳增长诉求下，央行降息落地，以对冲经济降温风险。人民币汇率短期内预计呈现“多空交织”特征：对美元汇率受中美关系缓和与利差倒挂影响，预计维持7.2-7.3震荡格局；而对非美货币人民币仍面临一定的阶段性贬值压力。

图表 50 中美利差

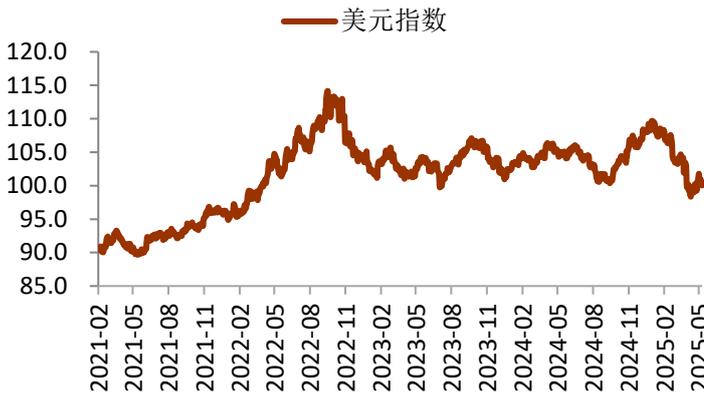


图表 51 在岸、离岸人民币汇率

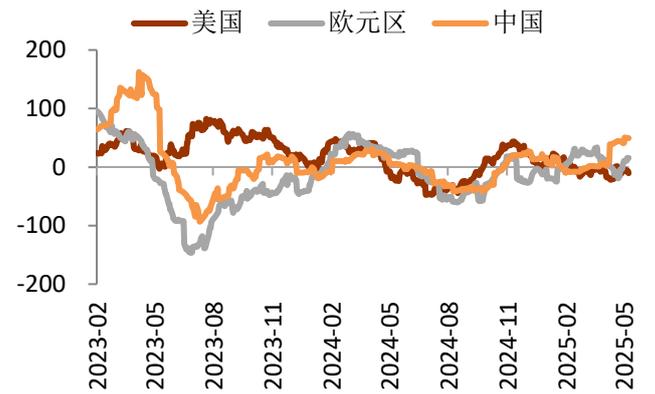


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 52 美元指数



图表 53 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。