

## 策略点评

## 海外关税风险持续扰动，关注高股息及贵金属方向

## 财信证券宏观策略周报（3.31-4.4）

2025年03月30日

## 上证指数-沪深300走势图



黄红卫

分析师

执业证书编号:S0530519010001  
huanghongwei@hnchasing.com

## 相关报告

- 1 财信证券宏观策略周报（3.24-3.28）：静待市场指数企稳，逢低关注高股息板块 2025-03-23
- 2 财信证券宏观策略周报（3.17-3.21）：大盘蓝筹开始补涨，关注顺周期及消费板块 2025-03-16
- 3 财信证券宏观策略周报（3.10-3.14）：行情仍有延续性，关注顺周期及两会热点方向 2025-03-09

## 投资要点

- 上周（3.24-3.28）股指表现为，上证指数下跌 0.40%，收报 3351.31 点，深证成指下跌 0.75%，收报 10607.33 点，中小 100 上涨 0.13%，创业板指下跌 1.12%；行业板块方面，医药生物、农林牧渔、食品饮料涨幅居前；沪深两市日均成交额为 12345.96 亿元，沪深两市成交额较前一周下降 18.26%，其中沪市下降 14.15%，深市下降 20.93%；风格上，大盘股占有相对优势，其中上证 50 上涨 0.16%，中证 500 下跌 0.94%；汇率方面，美元兑人民币(CFETS)收盘点位为 7.2637，涨幅为 0.20%；商品方面，ICE 轻质低硫原油连续上涨 1.13%，COMEX 黄金上涨 3.20%，南华铁矿石指数上涨 3.70%，DCE 焦煤上涨 0.54%。
- 海外关税风险持续扰动，关注高股息及贵金属方向。在市场交投活跃度不高、海外关税风险暂未完全释放下，我们认为市场趋势性行情仍需等待，短期建议以谨慎为主。**一是从节奏来看**，3月底到4月份，随着高频经济数据披露、上市公司业绩披露，市场将从此前的“流动性、政策、风险偏好驱动的拔估值逻辑、春季躁动行情”逐步走向“经济基本面驱动的看业绩逻辑”，后续更宜关注估值与业绩的匹配程度，适当降低风险偏好。**二是从方向来看**，Deepseek一度引发中国科技股估值重塑，但TMT板块业绩释放时点尚需等待，叠加此前TMT板块交易拥挤度过高、AI应用端暂未出现现象级爆款，因此在财报披露期，仍需警惕TMT板块的高估值风险，部分资金可能短期调仓至防守型的高股息板块。**三是从位置来看**，目前万得全A指数的市盈率估值为 18.49 倍，处于近十年以来的历史 50.43% 分位，估值基本完成中枢修复，后续市场指数上行仍需要经济基本面及上市公司业绩回暖的支撑。**四是从AH股比价来看**，近年来，恒生沪深港通 AH 股溢价指数通常在 130-155 点的区间波动，随着恒生沪深港通 AH 股溢价指数逐步向中枢修复，近期港股市场波动风险可能加大。往后看，短期宜以控制仓位为主，静待市场指数企稳，可适当关注低位的高股息板块及避险的贵金属板块。后续宏观层面关注三个标志性信号：中美经贸关系走向、存量政策落地和增量政策出台的窗口期、AI应用端现象级产品何时出现。但需强调两点：**一是本轮市场调整的幅度不会特别大，中长期仍有配置价值。二是AI方向仍将是下轮市场行情主线。**
- 投资建议。整体来看，4月份，市场将从“流动性、政策驱动”逐步转向“经济基本面驱动”，操作层面保持适当谨慎，短期以控制仓位为主，静待市场指数企稳，可适当关注低位的高股息防守板块及避险的贵金属板块。中国科技股中长期向上逻辑基本确定，中期可关注科技股的低吸机会：**(1) 高股息板块**。随着后续无风险收益率低位震荡、保险等机构资金加大入市比例、资产荒效应持续，预计 A 股高股息板块仍有持续配置的价值，可逢低关注银行、煤炭、公用事业等方向。此外，从 1-2 月份规上工业企业利润来看，央国企的业绩表现或相对亮眼。**(2) 贵金属板块**。当前，由贸易保护主义、地缘政治事件带来的全球经济不确定性增加，全球避险资产需求上升；同时，特朗普政策不确定性带来美国经济增速放缓的预期升温，美联储紧缩政策边际放缓，再加上欧洲开启财政政策自主进程，美元走弱预期上升，这些因素都将支撑黄金价格的上行。近期黄金价格再创历史新高，可逢低布局黄金类 ETF 以及黄金类股票。**(3) 政策支持的扩内需方向**。可关注消费电子、家用电器、白酒、汽车等方向。**(4) 科技和自主可控方向**。近年来，我国以科技创新引领产业转型升级，全社会研发投入持续增加，在一系列前沿技术和“卡脖子”领域不断取得进展，科技自立步伐加快，叠加当前第四次科技革命加速，科技成长有望成为 2025 年以及更长时期的市场主线。后续科技方向如果出现调整，仍可逢低关注国产算力、信创、华为鸿蒙生态、工业母机、军工等。
- 风险提示：宏观经济下行风险，欧美银行风险，海外市场波动风险，中美关系恶化风险。

## 内容目录

1 A股行情回顾.....	3
2 近期策略观点.....	4
3 行业高频数据.....	7
4 市场估值水平.....	8
5 市场资金跟踪.....	8
6 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1: 申万行业周度涨跌幅.....	3
图 2: 水泥价格指数:全国(点) .....	7
图 3: 产量:挖掘机:当月同比(%) .....	7
图 4: 工业品产量同比增速(%) .....	7
图 5: 波罗的海干散货指数(BDI)(点) .....	7
图 6: 焦煤、焦炭期货结算价(元/吨) .....	8
图 7: 煤炭库存:CCTD 主流港口:合计(万吨、周度) .....	8
图 8: 主要有色金属期货结算价(元/吨、阴极铜为右轴) .....	8
图 9: 电子产品销量增速(%) .....	8
图 10: 万得全 A 指数市盈率走势(倍) .....	8
图 11: 万得全 A 指数市净率走势(倍) .....	8
图 12: 两融余额变化(亿元) .....	9
图 13: 偏股混合型基金指数走势(点) .....	9
图 14: 中国新成立基金份额(亿份、日度值) .....	9
图 15: 非金融企业境内股票融资(亿元) .....	9
图 16: 融资买入额及占比(亿元、%) .....	9

表 1: 主要股指涨跌幅(点、%) .....	3
表 2: 全球主要股指涨跌幅.....	4

## 1 A股行情回顾

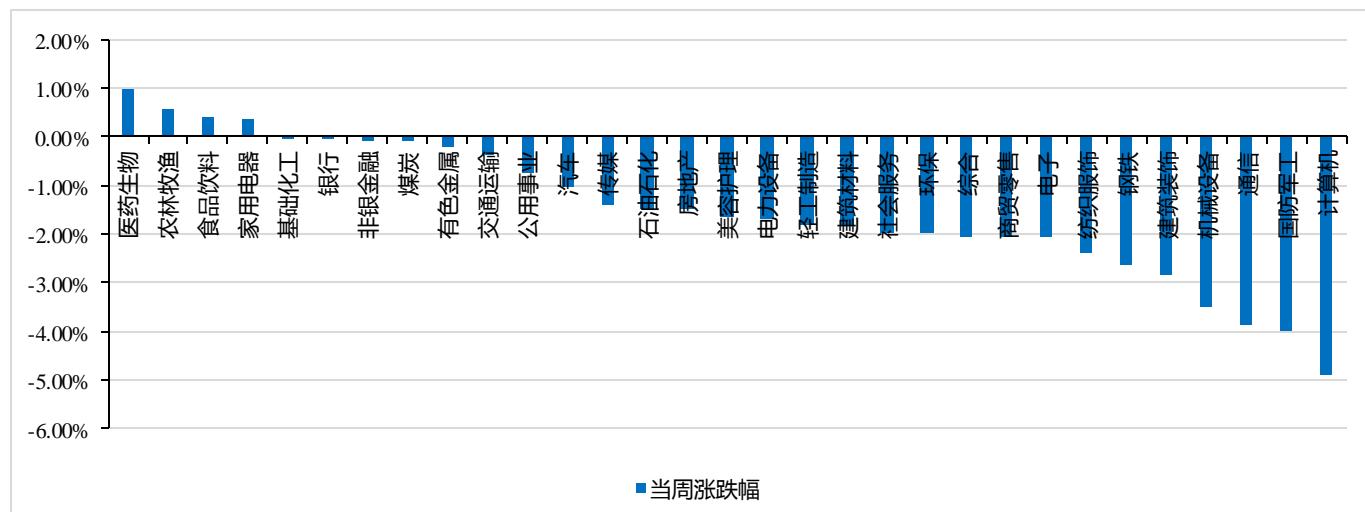
上周(3.24-3.28)股指表现为，上证指数下跌0.40%，收报3351.31点，深证成指下跌0.75%，收报10607.33点，中小100上涨0.13%，创业板指下跌1.12%；行业板块方面，医药生物、农林牧渔、食品饮料涨幅居前；沪深两市日均成交额为12345.96亿元，沪深两市成交额较前一周下降18.26%，其中沪市下降14.15%，深市下降20.93%；风格上，大盘股占有相对优势，其中上证50上涨0.16%，中证500下跌0.94%；汇率方面，美元兑人民币(CFETS)收盘点位为7.2637，涨幅为0.20%；商品方面，ICE轻质低硫原油连续上涨1.13%，COMEX黄金上涨3.20%，南华铁矿石指数上涨3.70%，DCE焦煤上涨0.54%。

表1：主要股指涨跌幅(点、%)

名称	上周五收盘价	上周涨跌幅	当月涨跌幅	当年涨跌幅
上证50	2,679.74	0.16%	1.55%	-0.19%
中小100	6,647.84	0.13%	0.73%	4.16%
沪深300	3,915.17	0.01%	0.65%	-0.50%
中证A100	3,756.09	0.00%	0.76%	0.84%
上证指数	3,351.31	-0.40%	0.92%	-0.01%
深证成指	10,607.33	-0.75%	-0.04%	1.85%
中证500	5,916.03	-0.94%	0.96%	3.32%
创业板指	2,128.21	-1.12%	-1.94%	-0.63%
创业板50	2,103.56	-1.21%	-2.24%	-2.30%
万得全A	5,161.01	-1.29%	0.45%	2.77%
中小综指	11,600.49	-1.47%	0.56%	4.97%
中证1000	6,268.32	-2.14%	-0.03%	5.21%
创业板综	2,895.28	-2.75%	-1.44%	3.92%

资料来源：财信证券，Wind (上周所指时间段与正文相同；当月涨跌幅数据、当年涨跌幅数据是根据上周期末所处的月份及年份来计算的月度及年度涨跌幅数据)

图1：申万行业周度涨跌幅



资料来源：财信证券，Wind

表 2：全球主要股指涨跌幅

名称	当日收盘价	当周涨跌幅	当月涨跌幅	当年涨跌幅
印度 SENSEX30	77,414.92	0.66%	5.76%	-0.93%
英国富时 100	8,658.85	0.14%	-1.71%	5.94%
胡志明指数	1,317.46	-0.33%	0.93%	4.00%
巴西 IBOVESPA 指数	131,902.18	-0.33%	7.41%	9.66%
道琼斯工业指数	41,583.90	-0.96%	-5.15%	-2.26%
恒生指数	23,426.60	-1.11%	2.12%	16.78%
日经 225	37,120.33	-1.48%	-0.09%	-6.95%
标普 500	5,580.94	-1.53%	-6.27%	-5.11%
法国 CAC40	7,916.08	-1.58%	-2.41%	7.25%
德国 DAX	22,461.52	-1.88%	-0.40%	12.82%
纳斯达克指数	17,322.99	-2.59%	-8.09%	-10.29%
台湾加权指数	21,602.89	-2.73%	-6.29%	-6.22%
韩国综合指数	2,557.98	-3.22%	0.99%	6.61%

资料来源：财信证券，Wind

## 2 近期策略观点

上周在美国关税政策扰动下，全球资本市场普遍回落，恐慌指数 VIX 大幅走高，投资者避险情绪明显升温，伦敦现货黄金价格续创历史新高。受海外资本市场低迷拖累，叠加国内上市公司业绩逐步披露，上周 A 股市场延续调整走势，上证指数周下跌 0.40%，创业板指周下跌 1.12%，市场交投活跃度有所下降，沪深两市日均成交额为 12345.96 亿元，较前一周下降 18.26%。在市场交投活跃度不高、海外关税风险暂未完全释放下，我们认为市场趋势性行情仍需等待，短期建议以谨慎为主。一是从节奏来看，3 月底到 4 月份，随着高频经济数据披露、上市公司业绩披露，市场将从此前的“流动性、政策、风险偏好驱动的拔估值逻辑、春季躁动行情”逐步走向“经济基本面驱动的看业绩逻辑”，后续更宜关注估值与业绩的匹配程度，适当降低风险偏好。二是从方向来看，Deepseek 一度引发中国科技股估值重塑，但 TMT 板块业绩释放时点尚需等待，叠加此前 TMT 板块交易拥挤度过高、AI 应用端暂未出现现象级爆款，因此在财报披露期，仍需警惕 TMT 板块的高估值风险，部分资金可能短期调仓至防守型的高股息板块。三是从位置来看，目前万得全 A 指数的市盈率估值为 18.49 倍，处于近十年以来的历史 50.43% 分位，估值基本完成中枢修复，后续市场指数上行仍需要经济基本面及上市公司业绩回暖的支撑。四是从 AH 股比价来看，近年来，恒生沪深港通 AH 股溢价指数通常在 130-155 点的区间波动，随着恒生沪深港通 AH 股溢价指数逐步向中枢修复，近期港股市场波动风险可能加大。

往后看，短期宜以控制仓位为主，静待市场指数企稳，可适当关注低位的高股息板块及避险的贵金属板块。后续宏观层面关注三个标志性信号：中美经贸关系走向、存量政策落地和增量政策出台的窗口期、AI 应用端现象级产品何时出现。但需强调两点：一是本轮市场调整的幅度不会特别大。在经历 2024 年 924 行情、2025 年 2-3 月份的春季躁动行

情后，投资者预期已经明显扭转，增量资金将等待合适位置入场，这决定市场调整空间可能有限。叠加宏观政策更加积极、经济数据逐步企稳，预计市场各轮底部将呈现逐级抬升趋势。二是AI方向仍将是下轮市场行情主线。后续即使TMT板块因情绪面过热出现调整，也不意味着本轮科技股行情的结束。从中长期来看，人工智能仍是未来数年的产业发展趋势，将推动中国产业转型升级以及科技创新加速，积极赋能并深刻影响国内众多行业，因此从全年乃至更长的时间维度来看，以人工智能为核心的科技股行情都将是市场的主线，科技股短期的震荡调整不改持续向好的趋势。

(1) 短期，高股息、大盘蓝筹、消费板块相对较强。上周，分上市板块来看，代表沪、深、北交易所的上证指数、深证成指、北证50指数周涨跌幅分别为-0.40%、-0.75%、0.07%，宽基指数走势普遍承压；分方向来看，科创50指数、创业板指、红利指数的周涨跌幅分别为-1.29%、-1.12%、0.83%，科技类方向回落幅度较大，高股息的红利方向开始走强；分市值来看，代表超大盘股、大盘股、中盘股、小盘股、小微盘股、微盘股的上证50指数、沪深300指数、中证500指数、中证1000指数、中证2000指数、万得微盘股日频等权指数的周涨跌幅分别为0.16%、0.01%、-0.94%、-2.14%、-3.90%、-4.45%，大盘蓝筹方向相对较强，但小微盘股受财报披露影响在近期明显走弱。总体来看，上周市场风格有从科技成长板块向高股息板块过渡的趋势。从行业层面来看，上周涨幅前四行业分别为医药生物、农林牧渔、食品饮料、家用电器，领涨行业主要集中在消费板块。

(2) 1-2月份规上工业企业利润延续负增，政策仍有加码发力的必要性。2025年1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额9109.9亿元，同比下降0.3%，与生产端的高景气度有所背离。其既有去年同期高基数影响，2024年1-2月增速达10.2%；也反映了政策效果仍未有效传导至企业利润环节，政策仍有加码发力的必要性。拆解量、价、利润率来看，在抢出口效应、“两新”政策靠前发力、AI高景气度等共同推动下，2025年1-2月规模以上工业增加值同比增长5.9%，较2024年加快0.1个百分点，量增对规上工业企业利润的支撑作用较大。但PPI延续负增、营收利润率走弱，对规上工业企业利润有一定拖累。分行业来看，2025年1-2月利润增速较好的行业集中在三个领域：受“两新”政策红利拉动的行业、部分与科技创新相关的行业、受益于煤价下跌的公用事业板块。

(3) MLF不再有统一中标利率，政策利率属性逐步淡化。央行公告，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自3月起中期借贷便利(MLF)将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。2025年3月25日(上周二)，央行开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。此前，央行行长潘功胜明确了7天期逆回购利率已基本承担了政策利率的功能，并指出其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。我们认为，本次MLF操作改为多重价位中标，不再设有统一的中标利率，或标志着MLF利率政策属性淡化。预计未来MLF将逐步回归流动性投放工具的定位，更加聚焦于提供1年期的流动性，央行流动性管理工具也将更加精准、高效、全面。

(4) 中长期资金入市或将进一步提速。证监会近日发布《关于修改<证券发行与承

销管理办法>的决定》，主要内容包括：一是增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象。二是明确由证券交易所制定IPO分类配售具体规定。三是禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份。根据财新网报道，此前规定，首发网下发行应安排不低于网下发行证券数量的70%优先向公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险资金和合格境外投资者资金配售，即A类投资者；其余合格网下投资者为B类投资者。此前，银行理财类账户暂无网下新股申购参与资格，保险资管类产品则属于B类投资者。我们认为，本次在新股申购标准方面给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇，将在制度层面，为银行理财、保险资管等中长期资金入市扫清障碍，有利于A股市场更加平稳、健康、良性运行。

(5) 下周海外资产价格波动或将继续放大，密切跟踪关税政策落地情况。根据财联社，美国总统特朗普计划在未来几天公布新的关税，他表示对与其他国家达成关税协议持一定开放态度，但他暗示任何协议都将在4月2日关税措施生效后达成。受美国关税政策扰动，全球经济环境面临较大变数，近期海外风险资产普遍下跌。下周，全球金融市场将面临4月2日“对等关税公告日”和4月4日美国非农报告双重考验，预计资产价格波动或进一步加剧。此外，美国总统特朗普在一场电话集会上发表演讲时表示，美国将通过史上最大规模减税措施。我们认为，特朗普对外加征关税、对内减税的目的，或在于推动制造业回流美国本土，该举措将降低全球制造业生产效率、并抬升生产制造成本，美国经济“滞胀”风险担忧升温。从中长期来看，在“滞胀”风险增加下，黄金等贵金属仍有较强配置价值；从短期来看，特朗普激进关税政策将引发对手的激烈对抗，例如欧盟正考虑打击美国的服务出口，包括大型科技公司的业务，以报复特朗普对汽车行业征收25%的关税，并承诺下周将采取进一步措施。激烈政治博弈使得美国关税政策落地也并非一帆风顺，持续谈判也将密切推进，不排除关税可能存在阶段性缓和的窗口期，届时海外资产价格有望短暂修复。

整体来看，4月份，市场将从“流动性、政策驱动”逐步转向“经济基本面驱动”，操作层面保持适当谨慎，短期以控制仓位为主，静待市场指数企稳，可适当关注低位的高股息防守板块及避险的贵金属板块。中国科技股中长期向上逻辑基本确定，中期可关注科技股的低吸机会：

(1) 高股息板块。随着后续无风险收益率低位震荡、保险等机构资金加大入市比例、资产荒效应持续，预计A股高股息板块仍有持续配置的价值，可逢低关注银行、煤炭、公用事业等方向。此外，从1-2月份规模以上工业企业利润来看，央国企的业绩表现或相对亮眼。

(2) 贵金属板块。当前，由贸易保护主义、地缘政治事件带来的全球经济不确定性增加，全球避险资产需求上升；同时，特朗普政策不确定性带来美国经济增速放缓的预期升温，美联储紧缩政策边际放缓，再加上欧洲开启财政政策自主进程，美元走弱预期上升，这些因素都将支撑黄金价格的上行。近期黄金价格再创历史新高，可逢低布局黄金类ETF以及黄金类股票。

(3) 政策支持的扩内需方向。《政府工作报告》将“全方位扩大国内需求”位列 2025 年重点任务首位，并安排超长期特别国债 3000 亿元用于以旧换新。随着近期《提振消费专项行动方案》落地，可关注消费电子、家用电器、白酒、汽车等方向。

(4) 科技和自主可控方向。近年来，我国以科技创新引领产业转型升级，全社会研发投入持续增加，在一系列前沿技术和“卡脖子”领域不断取得进展，科技自立步伐加快，叠加当前第四次科技革命加速，科技成长有望成为 2025 年以及更长时期的市场主线。后续科技方向如果出现调整，仍可逢低关注国产算力、信创、华为鸿蒙生态、工业母机、国防军工等领域。

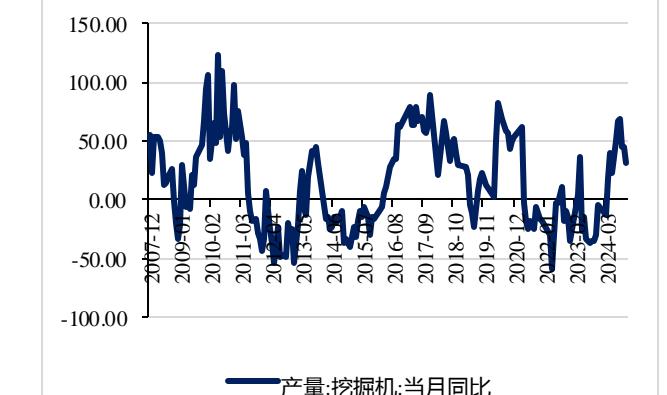
### 3 行业高频数据

图 2：水泥价格指数:全国 (点)



资料来源：财信证券，Wind

图 3：产量:挖掘机:当月同比 (%)



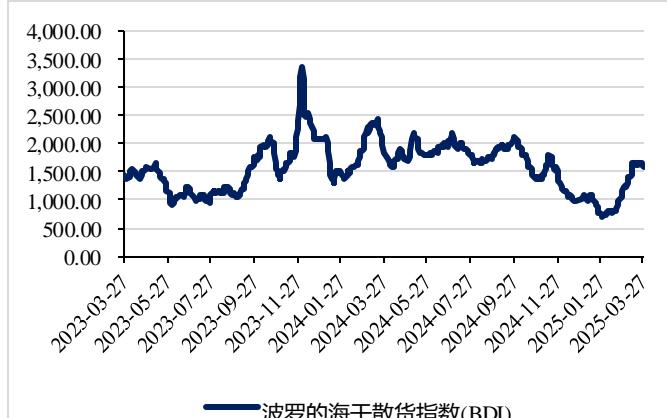
资料来源：财信证券，Wind

图 4：工业品产量同比增速 (%)



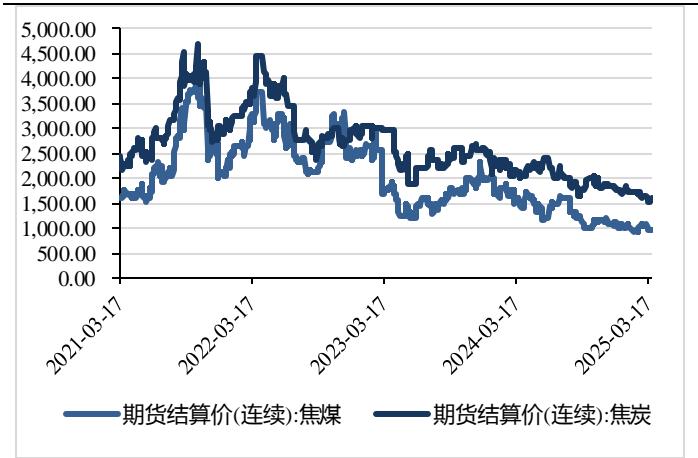
资料来源：财信证券，Wind

图 5：波罗的海干散货指数(BDI) (点)



资料来源：财信证券，Wind

图 6: 焦煤、焦炭期货结算价 (元/吨)



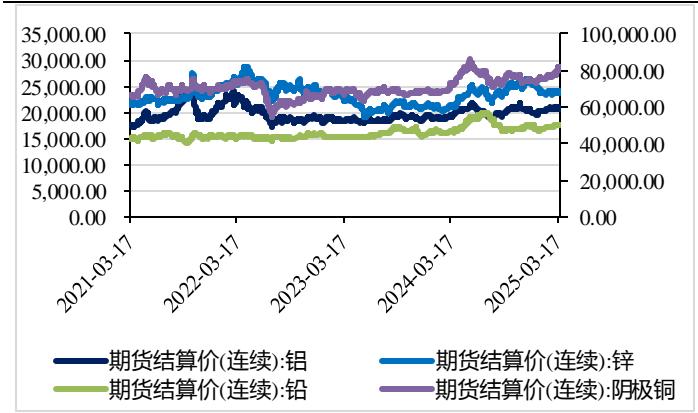
资料来源: 财信证券, Wind

图 7: 煤炭库存:CCTD 主流港口:合计 (万吨、周度)



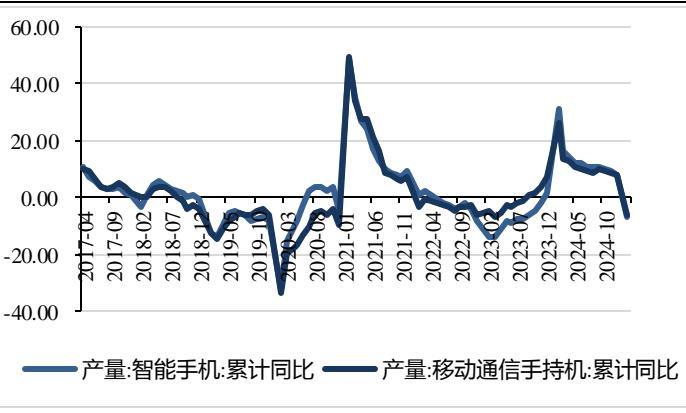
资料来源: 财信证券, Wind

图 8: 主要有色金属期货结算价 (元/吨、阴极铜为右轴)



资料来源: 财信证券, Wind

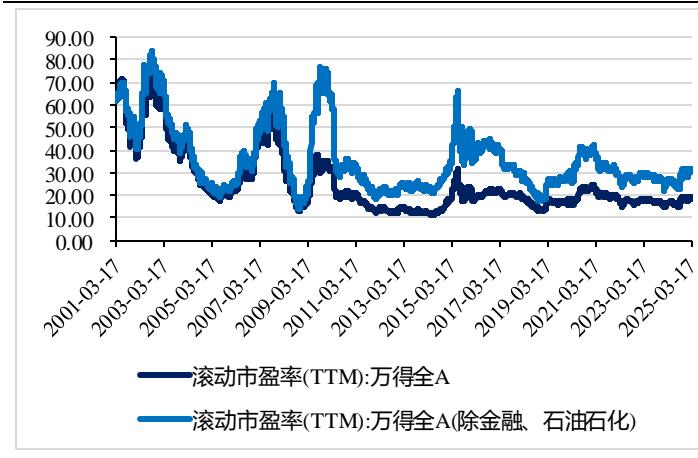
图 9: 电子产品销量增速 (%)



资料来源: 财信证券, Wind

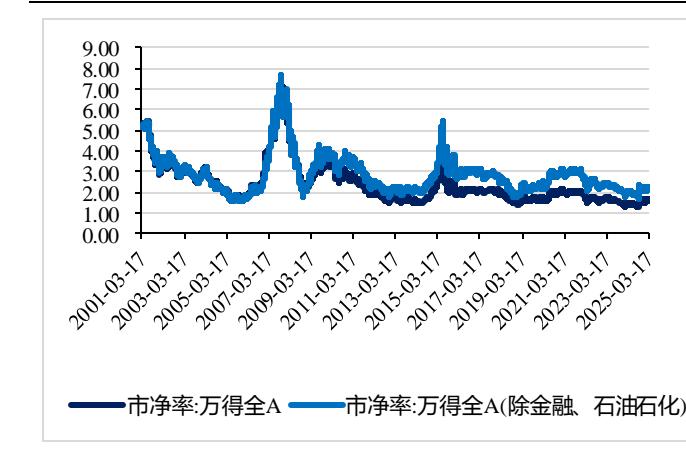
## 4 市场估值水平

图 10: 万得全 A 指数市盈率走势 (倍)



资料来源: 财信证券, Wind

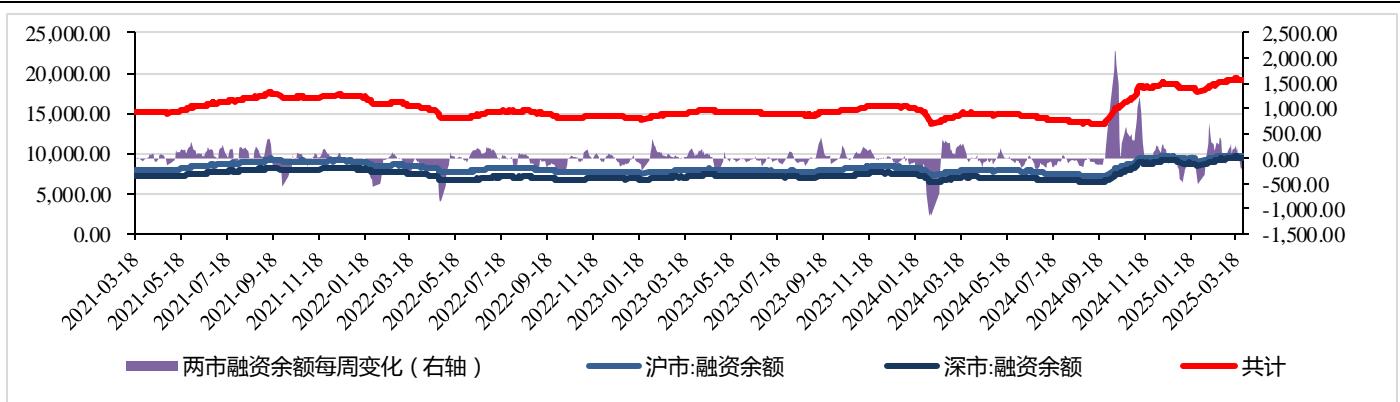
图 11: 万得全 A 指数市净率走势 (倍)



资料来源: 财信证券, Wind

## 5 市场资金跟踪

图 12：两融余额变化（亿元）



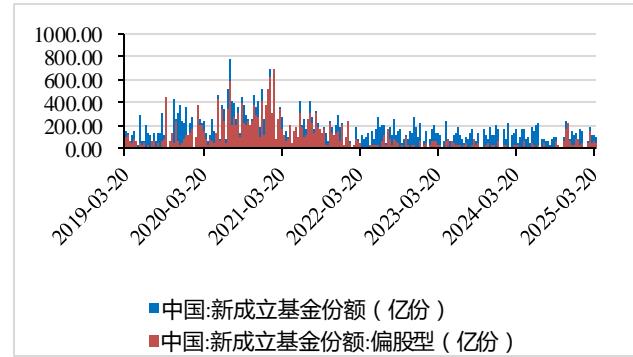
资料来源：财信证券，Wind

图 13：偏股混合型基金指数走势（点）



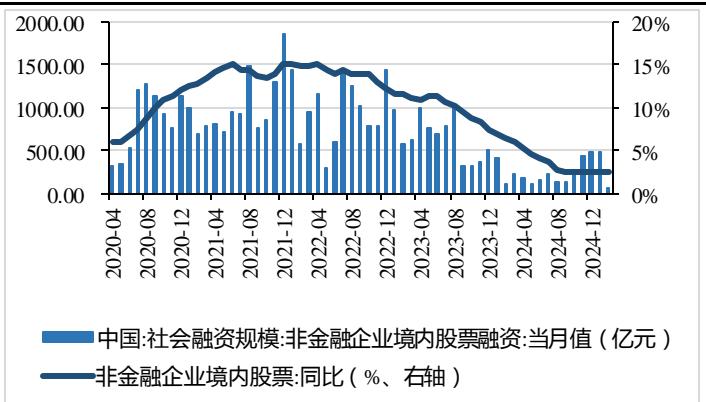
资料来源：财信证券，Wind

图 14：中国新成立基金份额（亿份、日度值）



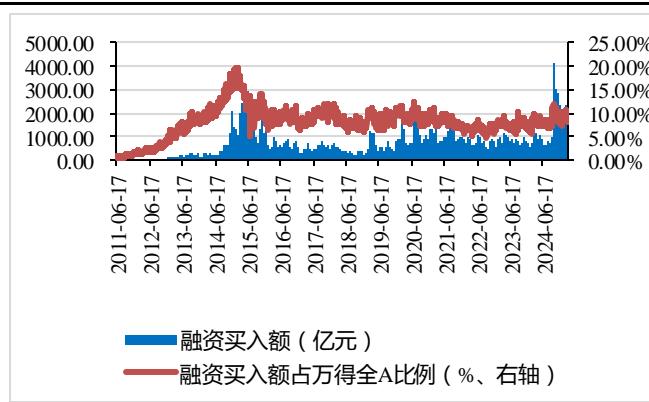
资料来源：财信证券，Wind

图 15：非金融企业境内股票融资（亿元）



资料来源：财信证券，Wind

图 16：融资买入额及占比（亿元、%）



资料来源：财信证券，Wind

## 6 风险提示

宏观经济下行，欧美银行风险，海外市场波动，中美关系恶化。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其他渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438