



静待 4 月 2 日 “对等关税”

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

2024 年中期宏观经济展望:

虚云散尽见真章, 厚积薄发
待春雷

2024 年宏观经济展望: 行稳

方致远, 温和渐进修复

国联期货宏观 9 月展望: 内

生动能亟待改善, 政策加码
正当时

宏观专题: 透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目 录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 降准降息窗口之“择机”解读

从市场运行情况来看，年初以来，DR007 利率持续大幅高于 OMO 利率，表明国内资金面始终处于紧平衡状态，央行并未开展降准降息。货币政策偏紧的原因，以及后续“择机降准降息”是市场较为关注的因素。

关于“择机降准降息”，自 2024 年四季度以来央行已在多个重要场合反复提及，包括 2024 年四季度央行例会、2025 年中国人民银行工作会议、“两会”期间的经济主题记者会以及 2025 年一季度央行例会等。结合央行一季度货币政策委员会例会，我们认为央行“择机”的考量如下：

一方面，“择机”的表述反映出央行对政策不确定性及海外通胀的高度关注。央行一季度例会中对国内经济金融形势的描述中，对于外部环境的描述发生变化：“当前外部环境更趋复杂严峻...通胀走势和货币政策调整不确定性上升”，基于特朗普政府及美联储政策路径仍存在较大不确定性等因素，对外部经济形势的担忧有所加深。美国经济“滞胀”情况仍未发生转变，结合美国关税政策带来的波动，美联储全年降息节奏和幅度预期均存在变数。同时，我国外部环境对我国贸易、科技、全球市场预期的冲击也会我国货币政策“择机”的重要考虑因素。

另一方面，国内金融风险防控也是政策考量的重要因素。本次例会新增“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，并着重强调“防范资金空转”。一方面，表明资金空转是央行当下较为关注的因素，是掣肘货币政策的直接因素。在存款利率多次下调的背景下，2024 年以来居民存款向非银机构转移的趋势持续强化，债券市场收益率一度大幅下行，引发对金融空转和期限错配风险的担忧，一定程度限制了国内货币政策操作空间。一季度央行通过暂停国债买入、回笼流动性等操作，推动国债收益率适度回升，维护金融市场稳定。因此，当前央行更倾向于优化资金分布结构，而非简单扩大总量投放。另一方面，与货币政策工具使用相比，更加聚焦长期收益率的变化，防范债券市场价格波动带来的金融市场风险，也是近期央行重点关注因素。

值得关注的是，本周央行对 MLF 招标方式进行了进一步改革，采用多重价位中标方式取代单一价格中标。这一调整意味着 MLF 政策利率属性减弱，MLF 利率将更

加灵敏反映银行间资金状况，MLF 作为银行间机构补足流动性工具的角色也愈发显著。从操作规模来看，央行本月将开展 4500 亿元 MLF 操作，实现 630 亿元超额续作，这是自去年 7 月以来首次超额续作，一定程度上释放出稳定流动性预期的积极信号。

我国货币调控框架更加成熟。从利率体系角度来看，7 天期逆回购利率作为政策利率，LPR 利率指引信贷市场，10 年期国债利率和同业存单利率连接金融同业和信用市场。从流动性投放层次来看，国债买卖和降准投放长期流动性，公开市场操作平滑周期波动，MLF 等结构性工具补充流动性缺口。

展望后市，二季度可能成为重要政策观察窗口，届时美国关税框架、美联储货币政策取向或更趋明朗，“择机降准降息”可能迎来窗口期。降准层面，考虑到应对外部冲击以及为财政扩张提供流动性支持，二季度降准仍有一定可能性。降息层面，受制于海外政策不确定性和国内防范金融风险需要，央行可能采取渐进式宽松路径：先调整结构性货币政策工具利率，再择机下调逆回购利率、LPR，以平衡稳增长与防风险的双重目标。二季度降准概率高于降息。

1.2 关税地缘风险共振，金铜避险溢价再定价

本周关税政策反复令贸易紧张局势持续升级：

表 1：本周美国关税政策动态

时 间	国家/地区	政策/表态
3 月 25 日	美国	● 对与委内瑞拉进行石油和天然气贸易的国家征收 25% 的关税，4 月 2 日生效。 ● 将在近期宣布针对汽车、制药等多个行业的新关税措施。 ● 可能会对许多国家给予“对等”关税豁免。
	美国	● 对所有进口汽车征收 25% 关税。 ● 4 月 2 日“对等”关税没有太多例外。 ● 知情人士：特朗普将加速铜关税征收，最快或数周内实施。
3 月 26 日	欧盟	● 对美国征收汽车关税表示遗憾，并表示将评估此举和未来几天美国的其他举措，寻求通过谈判解决问题。
	德国	● 关键是欧盟要给出一个决定性的回应，必须明确不会向美国让步。
	加拿大	● 支持对美国实施报复性关税。
3 月 27 日	美国	● 对等关税计划将是“宽松”的。 ● 如果欧盟与加拿大合作对美国造成经济伤害，那么将对他们征收远高于目前计划的大规模关税。

数据来源：Wind、国联期货研究所

地缘政治风险持续发酵进一步加剧市场不确定性。中东局势仍动荡明显，俄乌冲突方面，由于乌克兰方面的立场，俄美双方未能在利雅得磋商后达成联合声明，且欧洲国家普遍认为在俄乌冲突结束前，不仅不应解除反而应加大对俄罗斯的制裁力度，因此俄乌和谈前景仍不明朗。

在此背景下，贵金属市场表现强劲。随着对等关税的不断临近，市场对政策不确定性的定价推动贵金属价格持续走高，且全球地缘形势仍不稳定使得避险需求保持，叠加各国央行购金托底，同样对贵金属形成支撑，因此近期 COMEX 期金和伦敦现货黄金均续创历史新高。我们仍维持此前观点，黄金作为抵御政策不确定性和全球地缘政治风险的重要战略储备，“易涨难跌”的底层逻辑依然稳固，且预计短期内仍将维持偏强运行态势。但黄金在显著新高位置面临的波动性加大，短期需警惕高位回调风险，对于战略性多单，可考虑在价格回调时逢低配置，以获取更优的风险收益比。

铜市方面，近期铜价快速攀升，3月26日创下年内新高，主要受市场对美国可能征收铜关税的预期推动。随着美国可能加速推进铜关税计划的消息传出，美国制造商和贸易商担忧成本上升和供应链中断，提前进入囤货模式，推升全球短期铜价。且随着 COMEX 铜和 LME 铜价差持续扩大，跨市套利驱动下全球铜库存向美国转移。展望后市，铜价上涨趋势有望延续：中长期来看，关税政策和地缘风险强化了市场对铜供应短缺的预期，推动铜价中枢上移；短期而言，关税驱动的库存转移和投资情绪将继续影响市场。但需要警惕的是，一旦铜关税政策细节明确公布，市场可能出现获利回吐压力。

1.3 “对等关税”路径猜想

全球市场正密切关注即将于4月2日实施的“对等关税”政策，目前市场预期主要围绕两种可能的加征方案展开：第一种方案可能仅针对美国前三大进口来源国，即中国、加拿大和墨西哥实施关税加征，而对其他国家暂缓执行；第二种方案则可能根据不同地区和行业设置差异化的关税比例，同时保留后续谈判空间，汽车、木材、半导体关税或先行。

从国别角度来看，美国大概率对主动示好或展现妥协意愿的国家采取“边打边谈”的策略，预计美国政府将根据各国的反应动态调整施压力度，评估潜在合作空间，而非采取“一刀切”的强硬措施。

针对中国，美国的政策取向可能呈现双重特征：一方面，预计将继续加征对华直

接关税，同时寻求建立正式的高级别磋商机制；另一方面，美国或将在“对等关税”谈判框架下，通过给予关税豁免等条件，要求其他经济体配合对中国实施贸易限制，包括加征关税及遏制中国转出口贸易行为。

从加征关税行业维度分析，4月的贸易政策风险不仅来自月初的“对等关税”初步落地，还包括美国可能针对特定行业实施的“定点”关税。当前美国对进口汽车加征关税的政策细节已基本确定，后续半导体、基本金属以及能源相关产品或成为下一轮“定点”关税的目标行业。预计这些措施将进一步加剧全球供应链的碎片化趋势，并对相关行业的国际贸易格局产生深远影响。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1：国内重点事件表

货 币	● 中国人民银行货币政策委员会召开 2025 年第一季度例会。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。会议强调，用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。 ● 央行副行长表示，将根据国内外经济金融形势择机降准降息。当前，国内外环境正在进行深刻变化，全球供应链不断受到影响。中国国内经济结构也在不断调整。在不确定性加大的背景下，中国明确适度宽松的货币政策。政策的立场是明确的，中国将根据国内外经济金融形势，择机降准降息。 ● MLF（中期借贷便利）不再有统一的中标利率，标志着 MLF 利率的政策属性完全退出。3 月 24 日，中国人民银行发布公告称，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，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。 ● 本周货币投放：
	● 财政部表示，2025 年财政政策要更加积极。财政部发布 2024 年中国财政政策执行情况报告。报告提到，2025 年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力。2025 年要支持全方位扩大国内需求。大力提振消费。加大民生保障力度，多渠道增加居民收入。推进实施提振消费专项行动，加大消费品以旧换新支持力度。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准等。
	● 地方债券发行明显提速，今年以来各地已发行超 2.5 万亿元，同比增长 89.07%。其中，新增专项债、用于置换存量隐性债务的再融资专项债券占比分别为 31.56%、50.73%，其余为一般债券和用于借新还旧的再融资专项债券。 ● 财政部表示，1-2 月，全国一般公共预算收入同比下降 1.6%，其中，全国税收收入同比下降 3.9%；非税收入同比增长 11%。1-2 月，全国一般公共预算支出同比增长 3.4%；全国政府性基金预算收入同比下降 10.7%，其中，国有土地使用权出让收入同比下降 15.7%。
	● 1-2 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比下降 0.3%，降幅较 2024 年全年收窄 3.0 个百分点。其中制造业改善明显，1-2 月份同比增长 4.8%，拉动全部规上工业利润增长 3.2 个百分点。推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策持续显效，其中，在汽车置换更新补贴政策带动下，汽车制造业利润同比增长 11.7%；在电子、家电产品以旧换新政策惠及面不断扩大的背景下，智能消费设备制造、家用厨房电器具制造、家用制冷电器具制造等行业利润分别增长 125.5%、19.9%、19.2%。
消 费	● 蓝佛安：中央财政拿出“真金白银”大力促消费，提高养老金、发放育儿补贴等增强消费能力。今年财政政策的着力点之一在于大力提振消费。加大与金融政策联动，对个人消费贷款和相关领域的企业贷款给予贴息。
	● 国家出台方案支持重点群体就业。国务院就业促进和劳动保护工作领导小组 3 月 27 日发布《加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容 支持重点群体就业创业实施方案

案》。根据方案，我国将从七方面推进实施岗位开发计划：挖掘先进制造等新质生产力就业潜力，推动消费新热点转化为就业新渠道，放大重大工程项目建设就业增量，围绕保障重点民生服务促进就业，拓宽劳动者城乡基层服务空间，提高民营企业和中小微企业就业吸引力，稳定机关事业单位和国有企业招聘规模。

- **重庆：有关部门已起草了促进生育、推动生育友好型社会建设相关文件。**此前中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，其中提出加大生育养育保障力度，研究建立育儿补贴制度。

进出口

- **特朗普政府将多家中国科技公司列入“实体清单”。**美国商务部工业与安全局美国当地时间周二在联邦公报上刊发两份文件，将 50 余个中国科技企业和机构纳入所谓的“实体清单”，预期将于 3 月 28 日生效。在其中的一份文件中，美国商务部将一系列与中国 AI 大模型开发、服务器以及超级计算机产业的 12 家公司列入“实体清单”。在另一份文件中，还有 42 家中国公司被纳入“实体清单”。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美国	● 特朗普敦促美联储降低利率，此前美联储在上周做出维持利率不变的决定。特朗普在白宫与内阁会面时说：我希望看到美联储降低利率。 ● 特朗普表示，取消 53 万移民的合法身份——根据联邦公告，特朗普政府将撤销 53 万名古巴人、海地人、尼加拉瓜人与委内瑞拉人的临时合法身分，将于 4 月 24 日生效，这是特朗普扩大打击移民的最新行动。 ● 美国 3 月标普全球制造业 PMI 初值录得 49.8，为 3 个月以来新低。美国 3 月标普全球服务业 PMI 初值录得 54.3，为 3 个月以来新高。美国 3 月标普全球综合 PMI 初值录得 53.5，为 3 个月以来新高。据报道，3 月份服务业回暖的部分原因是，在 1 月和 2 月恶劣的天气条件抑制了许多州的经济活动后，业务有所回升，这可能是暂时的反弹。 ● 亚特兰大联储主席博斯蒂克在接受采访时表示，他目前预计今年只会降息一次。这低于他之前预期的两次降息。博斯蒂克表示，他改变了自己的预测，因为他认为今年的通胀回落进程将“非常颠簸”。他还表示，企业开始预期通胀会上升。 ● 美联储古尔斯比表示，由于经济不确定性，下一次降息可能需要比预期更长的时间，在面临不确定性时，“观望”是正确的应对策略；市场对通胀的焦虑将是“警示信号”，相信在未来 12 到 18 个月内，借贷成本将“显著降低”。 ● 美国 1 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数同比增长 4.7%，预期 4.8%，前值 4.48%。 ● 美国 1 月 FHFA 房价指数环比增长 0.2%，为 2024 年 6 月以来最小增幅。 ● 美国 3 月谘商会消费者信心指数录得 92.9，为 2021 年 1 月以来新低。
欧洲	● 欧元区 3 月制造业 PMI 初值录得 48.7，为 26 个月以来新高。欧元区 3 月服务业 PMI 初值录得 50.4，为 4 个月以来新低。欧元区 3 月综合 PMI 初值录得 50.4，为 7 个月以来新高。
日本	● 日本央行会议纪要：若经济和物价目标实现，进一步加息是合适的；多数成员表示意识到实现目标的可能性一直在上升；一些成员认同，即使在加息之后，实际利率预计仍将显著为负；一位委员认为，2025 财年下半年 1%左右的利率水平是可取的。 ● 日本央行行长植田和男表示，日本正摆脱通缩思维，但仍未实现可持续的工资通胀循环；短期实际利率当前约为-2%；如果经济和物价走势符合季度展望报告中的预测，预计将继续加息；将采取适当的政策管理，以可持续和稳定的方式实现 2%的通胀目标；目前考虑改变日本央行 2%的通胀目标是不合适的。

- 3月25日，特朗普宣布，对与委内瑞拉进行石油和天然气贸易的国家征收25%的关税。这项被称为“次级关税”的政策将于4月2日“解放日”生效。
- 3月25日，特朗普表示，将在近期宣布针对汽车、制药等多个行业的新关税措施，这意味着其即将实施的“对等关税”之外还将叠加更多全面性关税。目前尚不清楚这些行业针对性关税是否会与4月2日生效的报复性关税同步实施。
- 3月25日，特朗普称可能会对许多国家给予关税豁免。
- 3月26日，特朗普称，4月2日关税没有太多例外。
- 3月26日，特朗普宣布对所有进口汽车征收25%关税。关税将于4月2日生效。特朗普称，汽车关税将会是永久的。特朗普还称，美国将会对木材和药物征收关税。美国官员表示，预计关税将带来超过1000亿美元的新增年度收入。25%的汽车关税是在现有关税（一般是2.5%）的基础上征收的。加拿大安大略省省长对此表示，支持对美国实施报复性关税；欧盟委员会主席冯德莱恩对美国征收汽车关税表示遗憾，并表示将评估此举和未来几天美国的其他举措，寻求通过谈判解决问题。
- 特朗普威胁加大对欧洲和加拿大关税。美国总统特朗普在Truth Social的一篇帖子中表示，“如果欧盟与加拿大合作对美国造成经济伤害，那么将对他们征收远高于目前计划的大规模关税。”或抑制下周对欧元的乐观情绪。

关税政策

- 3月27日，特朗普称对等关税计划将是“宽松”的。美国总统特朗普表示，他计划下周对每个国家征收对等关税，作为他全面关税行动的一部分，但他表示，税率将低于预期。
- 欧盟准备对美国的新进口关税做出“强有力的、深思熟虑”的回应。欧盟执委会表示，欧盟正在准备应对特朗普宣布的对进口汽车征收新进口关税的措施。“关于汽车关税的消息已经发布了，我们了解到下周美国的一系列新措施（他们称之为对等关税）将开始生效。我们对所有这些措施表示遗憾，但我们正在为所有这些做准备”。
- 加拿大总理：加拿大将于下周对美国关税作出回应，但他目前没有透露任何新的针对美国的具体报复措施。
- 据英国金融时报报道，特朗普正考虑对其新的关税政策采取“两步走”的策略，即在对贸易伙伴的调查完成之前，动用“极少使用的权力”来征收紧急关税，可能采取的措施包括：运用①1930年通过的《关税法》第338条，对美国的贸易伙伴征收高达50%的关税；②1974年通过的《贸易法》的第122条，该条款允许美国政府暂时征收最高为15%的关税，期限最长可达150天。知情人士称，政府官员们正在讨论的这些提案，旨在为总统的“对等”关税体制建立一个更为稳固的法律框架，同时让特朗普能够为其计划中的减税政策筹集资金。据悉，美国政府尚未确定最终的方案，因为目前关税的目的仍不明确。
- 知情人士透露，美国可能会在几周内对进口铜征收关税，比此前决定的最后期限早几个月。今年2月，特朗普指示商务部对潜在的铜关税展开调查，并在270天内提交一份报告，不过现在预计更快就会解决。

能源

- 消息人士：欧佩克+计划5月份二度增产。该组织计划在5月份将日产量提高13.5万桶，这将是根据一项计划进行的第二次月度增产。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3: 下周重点

3.31 星期一	9:30 中国 3 月官方制造业、非制造业、综合 PMI
4.1 星期二	9:45 中国 3 月财新制造业 PMI 21:45 美国 3 月 Markit 制造业 PMI 终值 22:00 美国 3 月 ISM 制造业指数 22:00 美国 2 月 JOLTS 职位空缺(万人)
4.2 星期三	20:15 美国 3 月 ADP 就业人数变动(万人)
4.3 星期四	9:45 中国 3 月财新服务业、综合 PMI 16:00 欧元区 3 月服务业、综合 PMI 终值 17:00 欧元区 2 月 PPI 同环比 20:30 美国 3 月 29 日当周首次申请失业救济人数(万人) 21:45 美国 3 月 Markit 服务业、综合 PMI 终值 22:00 美国 3 月 ISM 非制造业指数
4.4 星期五	20:30 美国 3 月非农就业人口变动(万人) 20:30 美国 3 月失业率

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。

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：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦A9楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600