

短期波动偏离基本面

华泰期货研究院 2025年04月18日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

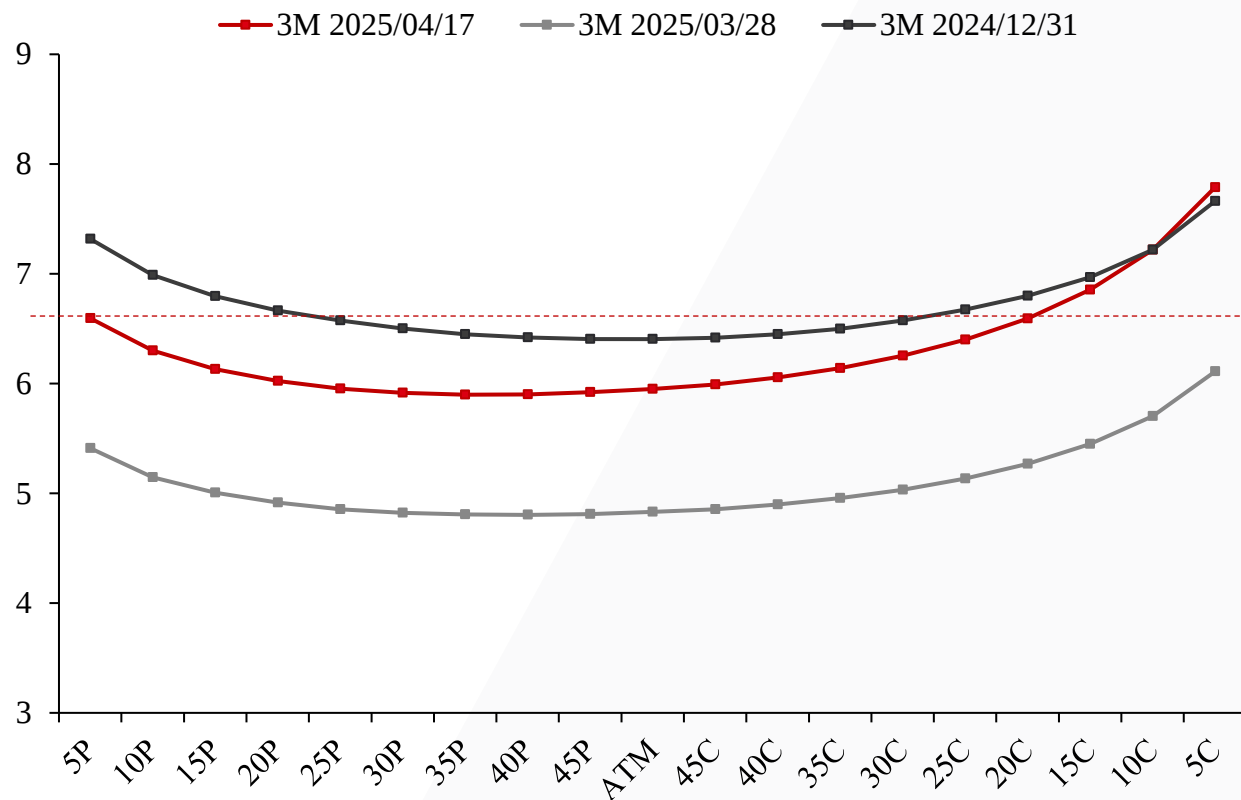


— 量价和政策信号 —



- ◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出美元的升值趋势，Call端波动率显著高于Put端，波动率下降。
- ◆ 美元兑人民币期权波动率回落，市场对美元兑人民币未来波动性的预期减弱。

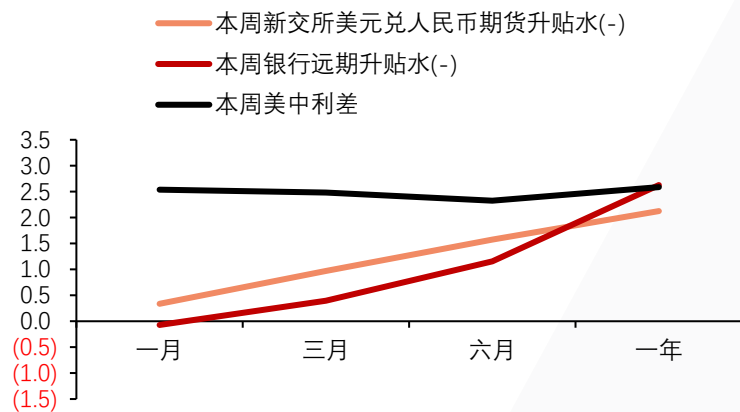
美元兑人民币期权隐含波动率



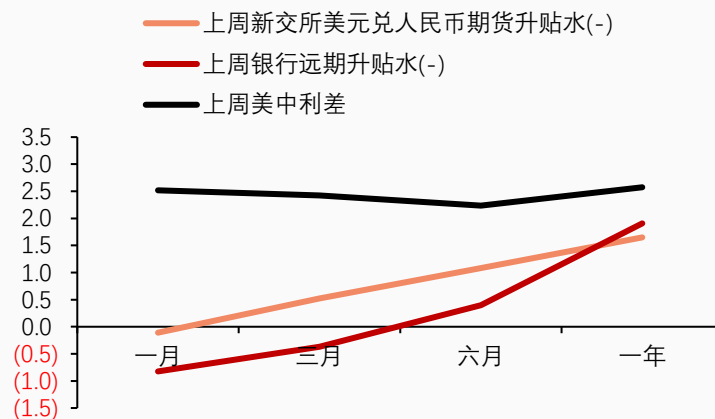
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



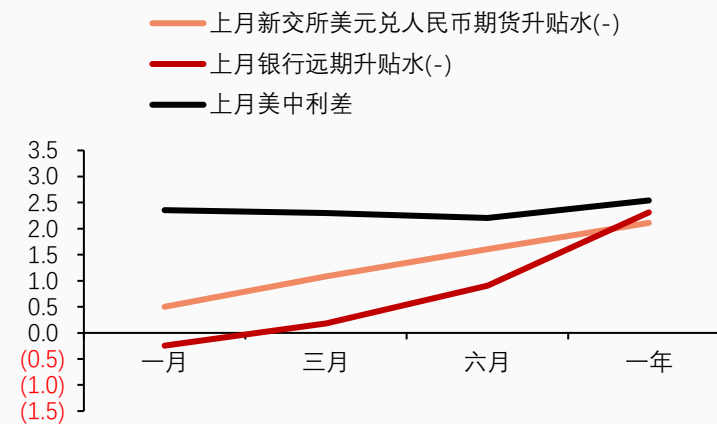
20250416 (%)



20250409 (%)

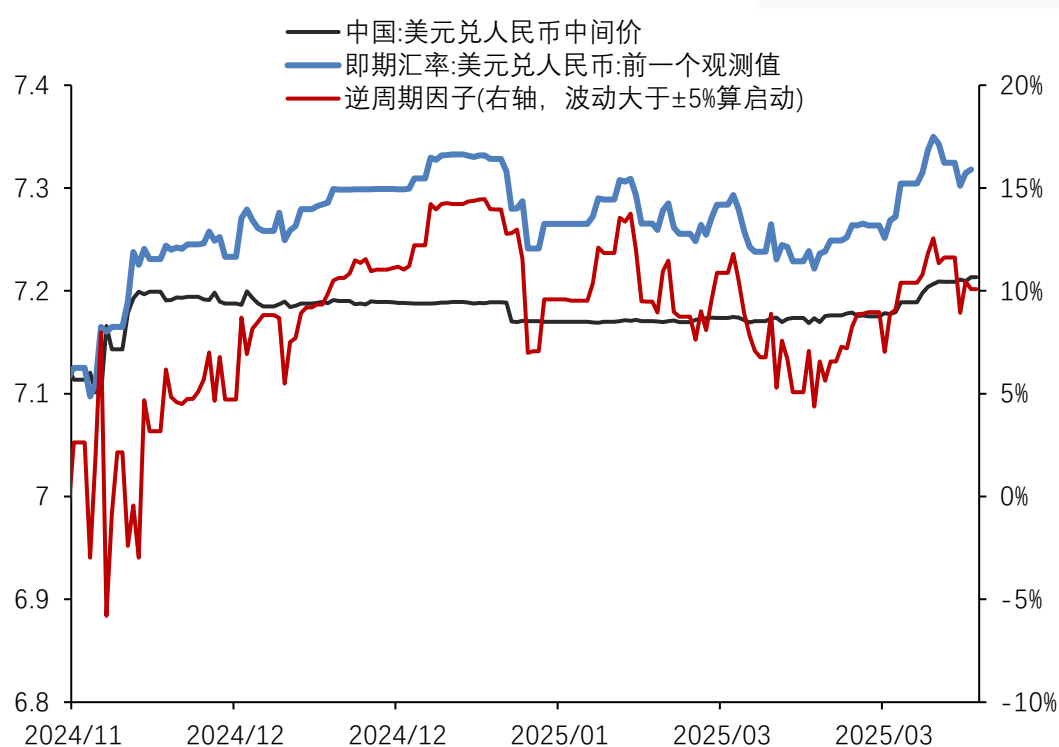


20250319 (%)

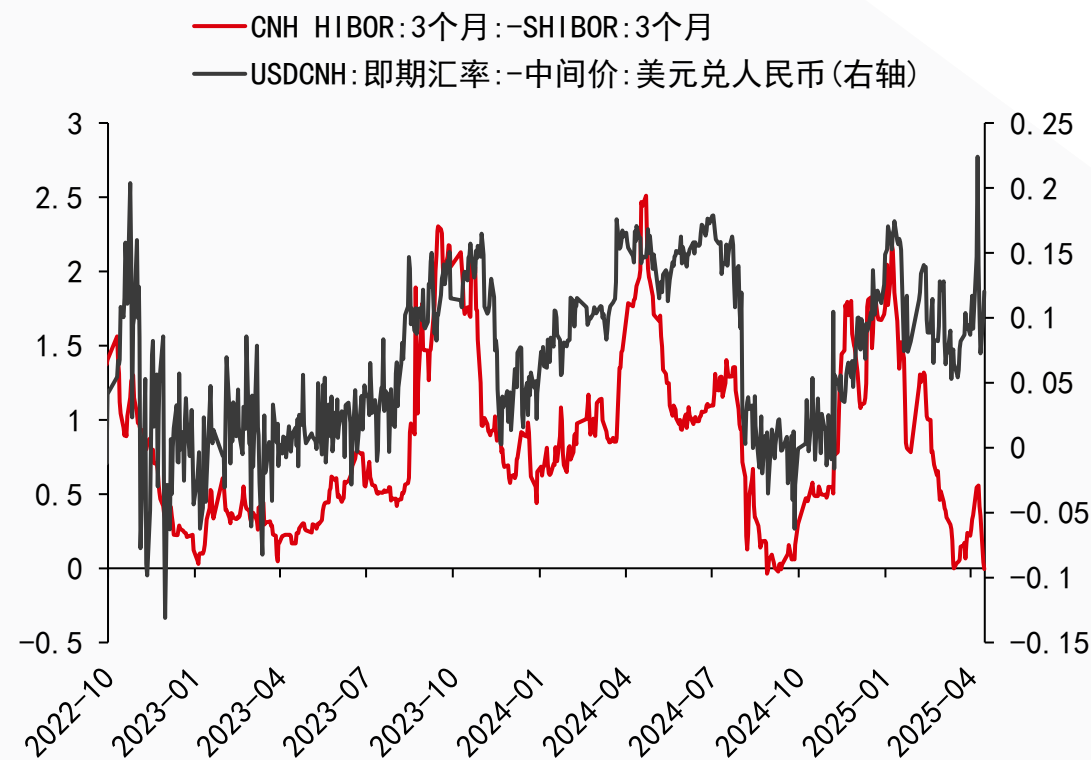


- ◆ 政策逆周期已经启动。政策逆周期因子略微下降，美中利差略微收窄。
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差扩大

人民币汇率中间价逆周期因子



离岸在岸人民币利差



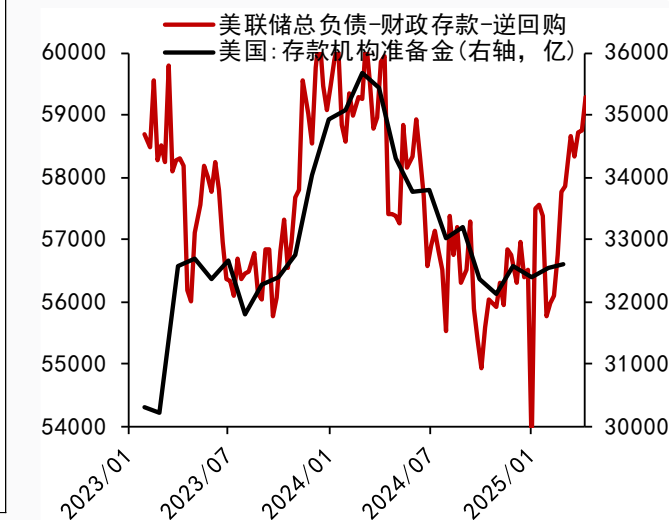


— 基本面及观点 —

【宏观】降息和流动性

- ◆ 美联储到2025年降息计价84bp，美降息计价回落；
- ◆ 短端利率持续回升；TGA账户4月9日3151亿；美联储逆回购余额1681亿美元。

	2025年				2024年												2023年										
	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	最新值	12M变化	衍生品25年12月变动计价	
美国					-0.25	-0.25		-0.50														0.25		4.5	-1	-83.9bp	
欧元区		-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25									0.25	0.25		0.25	2.65	-1.85	-81bp	
日本				0.25					0.15					0.20										0.5	0.4	+13bp	
英国			-0.25			-0.25			-0.25												0.25		0.50	4.5	-0.75		
加拿大		-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25											0.25	0.25	3	-2.25	-39.5bp	
澳大利亚			-0.25															0.25					0.25	4.1	-0.25		
新西兰	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50		-0.25															3.5	-2		
瑞典		-0.25	-0.25	-0.25		-0.50	-0.25		-0.25			-0.25							0.25		0.25			2.25	-1.75		
瑞士		-0.25			-0.50			-0.25			-0.25			-0.25									0.25	0.25	-1.25		
挪威																	0.25			0.25	0.25		0.50	4.5	0		
中国							-0.25			-0.10											-0.10	-0.10		3.1	-0.35		
中国香港					-0.25	-0.25		-0.50														0.25		4.75	-1		
韩国			-0.25			-0.25	-0.25																	2.75	-0.75		
印度	-0.25		-0.25																					6	-0.5		
印尼				-0.25				-0.25					0.25						0.25					5.75	-0.5		
泰国			-0.25				-0.25													0.25	0.25			2	-0.5		
马来西亚																								3	0		
菲律宾	-0.25				-0.25						-0.50								0.25					6	-1		
巴西		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		-0.50	-0.50			-0.50	-0.50		-0.50	-0.50			14.25	3.5		
俄罗斯							2.00	1.00		2.00							1.00		2.00	1.00	3.50	1.00		21	5		
墨西哥		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25					-0.25										9	-2		
土耳其					-2.50									5.00		2.50	2.50	5.00	5.00	5.00	7.50	2.50	6.50	47.5	-2.5		
南非			-0.25		-0.25		-0.25																	7.5	-0.75		
智利					-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	-0.50	-0.75		-1.00		-0.75		-0.50	-0.75		-1.00	5	-1.5			
阿根廷				-3	-3	-5						-20	-20	-20			-33		15		21		29	-31			



【核心图表】美国经济：下行风险上升

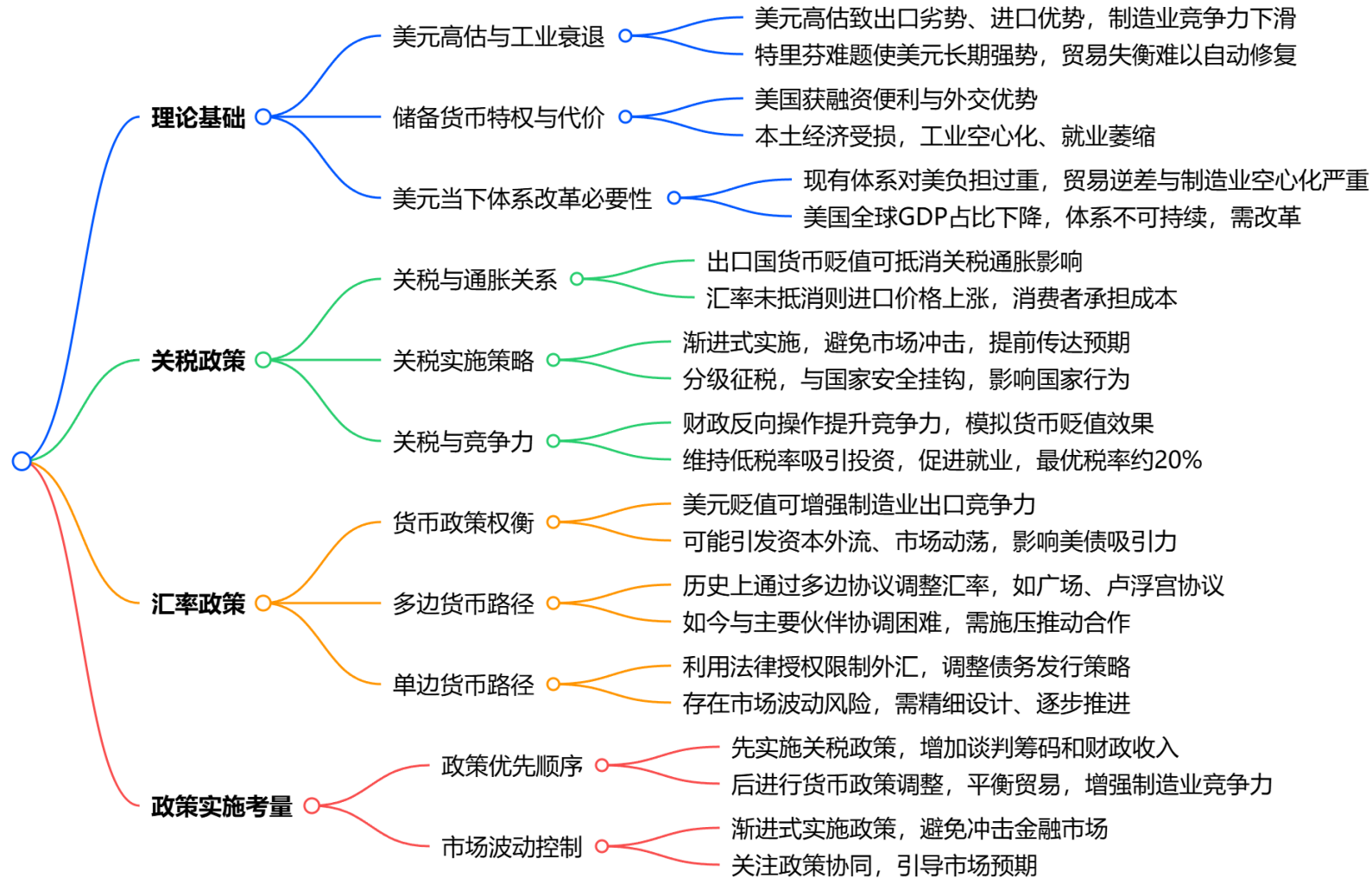
- ◆ **就业：好坏参半。**美国3月非农略超预期，失业率上升；**通胀：回落；**
- ◆ **经济：维持韧性。**零售销售、财政支出回落，3月制造业回落，服务业回升；

增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04
		GDP:不变价:同比	%				2.48		2.66		3.04				
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50	47.30	47.90	49.60	51.60	51.30	50.00
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.47	3.28	-0.87	-2.34	2.06	-1.41	0.29	2.09	-3.67	0.96	0.93
		成屋+新建住房销售	万套		493.6	475.4	500.3	482.4	458.7	456.6	458.9	468.6	457.2	478.2	487.6
就业		新增非农就业人数	万人	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20	25.40	14.20	11.40	20.60	27.20	17.50
		失业率（色阶相反）	%	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.30	4.10	4.00	3.90
		非农职位空缺数	万人		756.8	776.2	750.8	815.6	783.9	737.2	786.1	771.1	791	823	791.9
通胀		CPI:当月同比	%	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40
		核心CPI:当月同比	%	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.30	3.40	3.60
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		-0.88	4.43	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	3.12	3.82
		Markit服务业PMI	%	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00	55.20	55.70	55.00	55.30	54.80	51.30
		个人可支配收入:同比	%		4.38	3.90	4.61	5.06	5.32	4.90	5.48	5.76	5.67	5.76	5.85
		个人消费支出:同比	%		5.29	5.40	5.80	5.76	5.48	5.36	5.32	5.37	5.36	5.47	5.18
财政	20.3%	财政收入:同比	%	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80	-19.00	12.73	8.27	19.63	11.46	5.26	21.56
		财政支出:同比	%	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53	24.30	-27.56	254.16	15.53	-16.85	22.44	22.57
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%		4.78	4.37	2.55	6.64	2.12	3.20	4.91	4.94	5.66	3.95	4.52
		进口金额:同比	%		19.70	23.04	12.25	9.72	4.55	9.25	7.49	8.43	7.09	6.04	4.17

美国
经济
热力
图

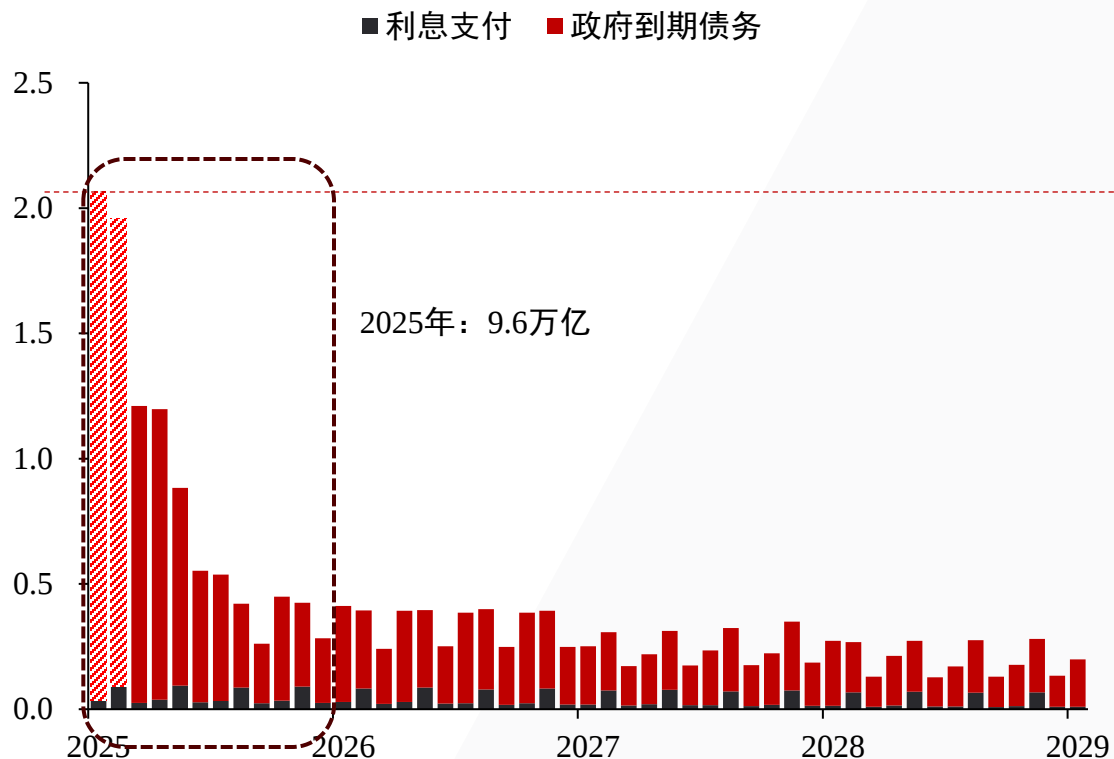
【事件】各国的反制

国家	日期	详情	措施
澳大利亚	4月9日	美国对包括澳大利亚在内的全球贸易伙伴加征关税，对于澳大利亚来说已经是第二波威胁了，第一次是在3月12日，美国对澳大利亚的钢铁和铝制品加征关税措施生效。现在可以说一波未平，一波又起。澳大利亚总理阿尔巴尼斯在多次记者会上批评美国政府关税政策“不合逻辑”，“不是朋友所为”，属于“经济自残行为”。因为美国消费者要为此买单。	谈判
印度	4月2-3日	印度计划削减电动汽车关税，以期与美国达成贸易协议。印度商务部3日表示，正在“仔细审视”特朗普宣布“大规模关税”所带来的影响与机遇，“印度和美国贸易团队正就迅速达成一项互利的、多部门的双边贸易协定进行讨论。”	谈判
加拿大	4月8日	加拿大财政部8日宣布，对所有不符合“美国-墨西哥-加拿大协定”（美墨加协定）的美国进口汽车对等征收25%关税措施将于美国东部时间9日零时1分生效。加拿大财政部长商鹏飞表示，加拿大将继续对美国向加方征收的所有不合理关税作出有力回应。	反制
	4月9日	加拿大总理马克·卡尼表示，加拿大不能再过于依赖美国，“现在是释放加拿大全部潜力的时候了”。加拿大称要用本土能源取代美国进口能源。对此，他宣布一系列措施，包括能源自主，减少对美国能源的依赖；实现贸易多元化，拓展贸易伙伴，减少对单一市场依赖。	
欧盟	4月9日	欧盟27个成员国投票表决通过了对美国进口产品征收25%关税的反制措施，以报复特朗普政府3月12日宣布的对欧盟征收钢铁和铝的关税。欧盟对美第一部分关税计划于4月15日开始，第二部分关税计划于5月15日开始。	反制
	4月10日	在美方推迟对欧盟商品加征关税后，欧盟也宣布将反制关税延后90天。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，反制方案已备妥，谈判若无果将立即出手。	谈判
韩国	4月8日	韩国代总统韩德洙与美国总统特朗普通电话。特朗普称，讨论了关税、造船、韩国购买美国液化天然气以及支付美国为韩国提供的重大军事保护费用等内容，双方都有为两国达成一项“伟大协议”的条件和可能性，韩国的高层团队正在飞往美国的飞机上。	谈判
	4月9日	韩国公布20亿美元汽车行业支持方案，以应对关税冲击。	宽松
英国	4月6日	英国政府宣布，为帮助本国汽车制造业顺利过渡至电动化，将放宽对企业逐年销售电动车比例的强制性要求。尽管2030年禁售新燃油车的目标仍将维持，但企业可在多个年度之间灵活调整电动车销售占比，以避免高额罚款。与此同时，英国首相斯塔默承诺将不合规罚款从1.5万英镑下调至1.2万英镑，并投入23亿英镑用于购车税收减免及充电设施建设。此举被视为对美国前总统特朗普新宣布的25%汽车进口关税的回应。	宽松
	4月7日	英国首相斯塔默：特朗普关税是“对我们未来的巨大挑战”。将寻求与美国达成最好的协议。	谈判
中国	4月4日	中国宣布一系列反制措施，其中包括对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税；对16家美国实体列入出口管制管控；对部分中重稀土相关物项实施出口管制等。	反制
	4月8日	中方发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》澄清中美经贸关系事实，随后发布系列反制措施，包括对原产于美国的所有进口商品再加征50%关税，6家美国企业列入不可靠实体清单，12家美国实体列入出口管制管控名单等。	反制
	4月11日	国务院关税税则委员会发布公告，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》规定的加征关税税率，由84%提高至125%。鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。	反制
日本	4月7日	日本首相石破茂：与特朗普通了电话。对特朗普表示，关税会削弱日本的投资能力。同意继续与美国磋商。日美双方决定各自将任命谈判联络人。	
	4月11日	日本首相石破茂表示，政府已经成立了一个特别工作组来应对美国关税的各种影响。他正式指示经济再生担当相赤泽亮正继续与美国谈判，同时与内阁其他成员合作。他下令提供必要的支持，包括为国内企业提供资金支持。	
	4月14日	日本首相石破茂：在与美国的谈判中，不能只是不断妥协；优先任务是成功完成美国关税谈判；需要及时针对美国关税出台国内措施。他在众议院预算委员会上表示，目前没有考虑对美采取报复性关税措施。	谈判
墨西哥	4月7日	墨西哥总统辛鲍姆表示，不排除对美国25%的钢铁铝制品关税采取对等报复性关税的可能，但承诺将尽一切外交努力寻求协议以避免推高国内物价。辛鲍姆称，经济部长埃布拉德将于本周前往华盛顿继续与美国政府进行磋商。墨西哥将尽可能避免实施报复性关税，在采取其他措施前继续对话，保护墨西哥工业和企业。	谈判
	4月11日	墨西哥副经济部长Gutierrez表示，墨西哥寻求更多的美国汽车关税豁免。	
以色列	4月1日	以色列政府发布声明，称按照以总理内塔尼亚胡、财政部长斯莫特里赫及经济与工业部长巴尔卡特的指示，以色列将取消迄今为止对所有自美国进口的商品征收的关税。该决定已获得以色列议会财政委员会的批准，并由以色列经济与工业部长正式签署命令。相关修正案生效后，所有自美国进口到以色列的商品将享受零关税待遇。	接受
	4月8日	内塔尼亚胡宣称，讨论了关税问题，即将消除与美国的贸易逆差和贸易壁垒。内塔尼亚胡在会谈后对媒体表示，以方将尽快消除对美贸易赤字。	
新加坡	4月8日	新加坡总理黄循财4月8日在国会发表讲话时表示，美国对新加坡征收所谓“对等关税”既违背了两国自由贸易协定，也违反世界贸易组织规则。	谈判
委内瑞拉	4月10日	委内瑞拉国民议会表决通过了经济紧急法令，以应对美国对委实施的制裁和关税措施。美国政府4月2日宣布对从委内瑞拉进口的商品加征“对等关税”，还对进口委石油和天然气的国家征收25%的“二级关税”。	宽松
印尼	4月4日	印尼总统办公室宣布，为应对美国最新加征关税措施，印尼政府制定并推出三项关键举措，旨在维护国家经济稳定，提升国际竞争力，应对全球不确定性带来的挑战。第一项举措是拓展国际贸易伙伴关系；第二项举措是推动自然资源的下游加工；第三项举措是增强国内消费韧性。	宽松
泰国	4月3日	佩通坦表示，泰国已经准备好一项“强有力的计划”来应对美国不断增加的新贸易关税，并希望通过谈判来削减关税。	谈判
	4月7日	泰国将暂时禁止股票卖空，并收紧其他股票交易规则，在美国对等关税影响扰乱全球市场之际，采取措施来遏制当地市场波动。泰国证交所周一在声明中表示，将暂时禁止卖空以及对股票交易设置新的上限、下限和动态价格区间，以增强市场稳定性并提振投资者信心。泰国证交所称，将从周二至4月11日实施限制措施。	

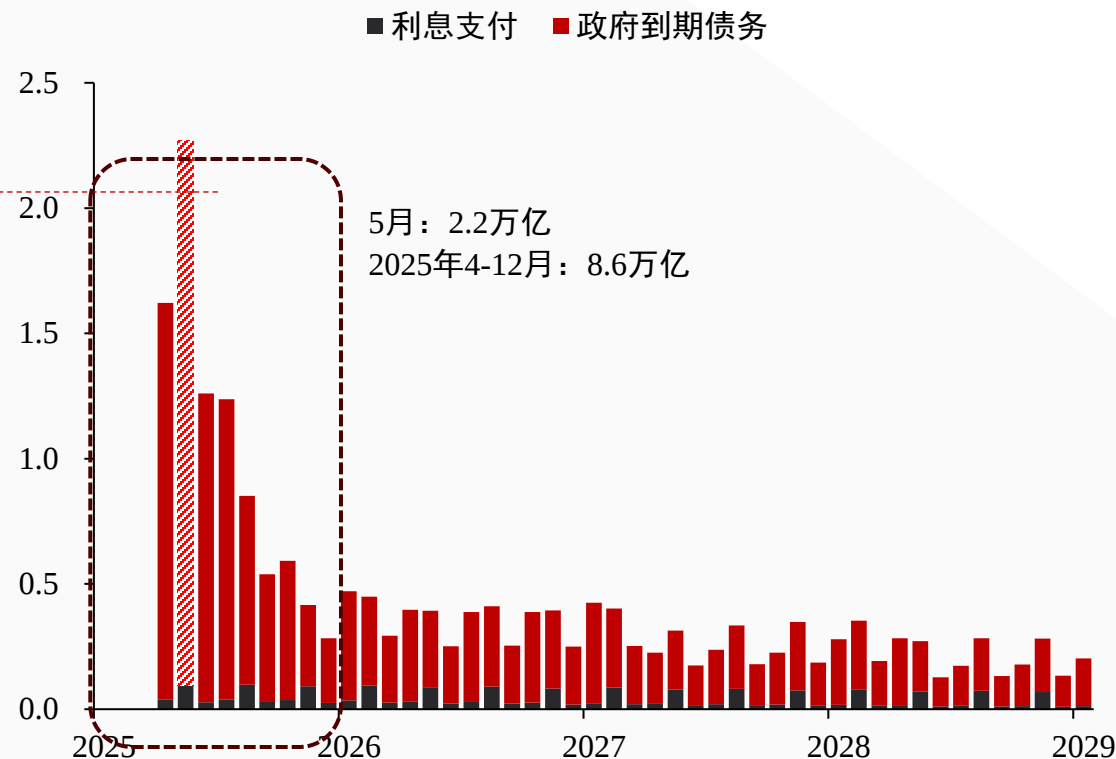


【下一步】2025年到期债务情况

截止2024年12月债务到期情况 | 单位：万亿美元



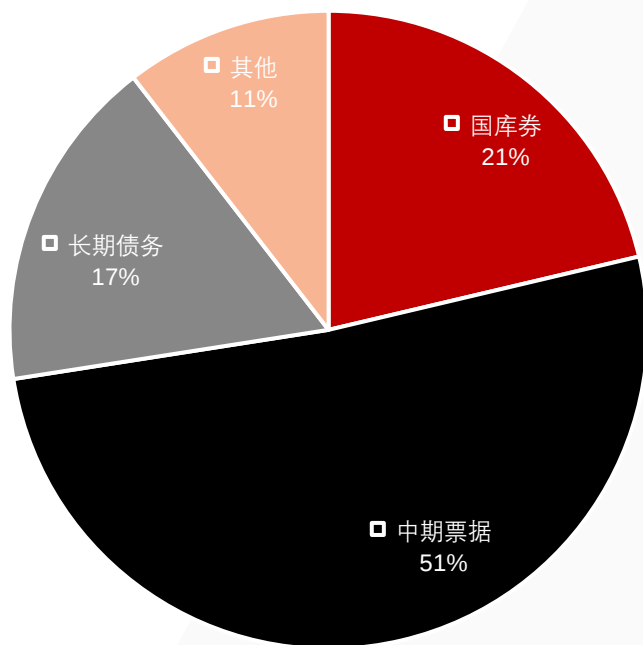
截止2025年4月债务到期情况 | 单位：万亿美元



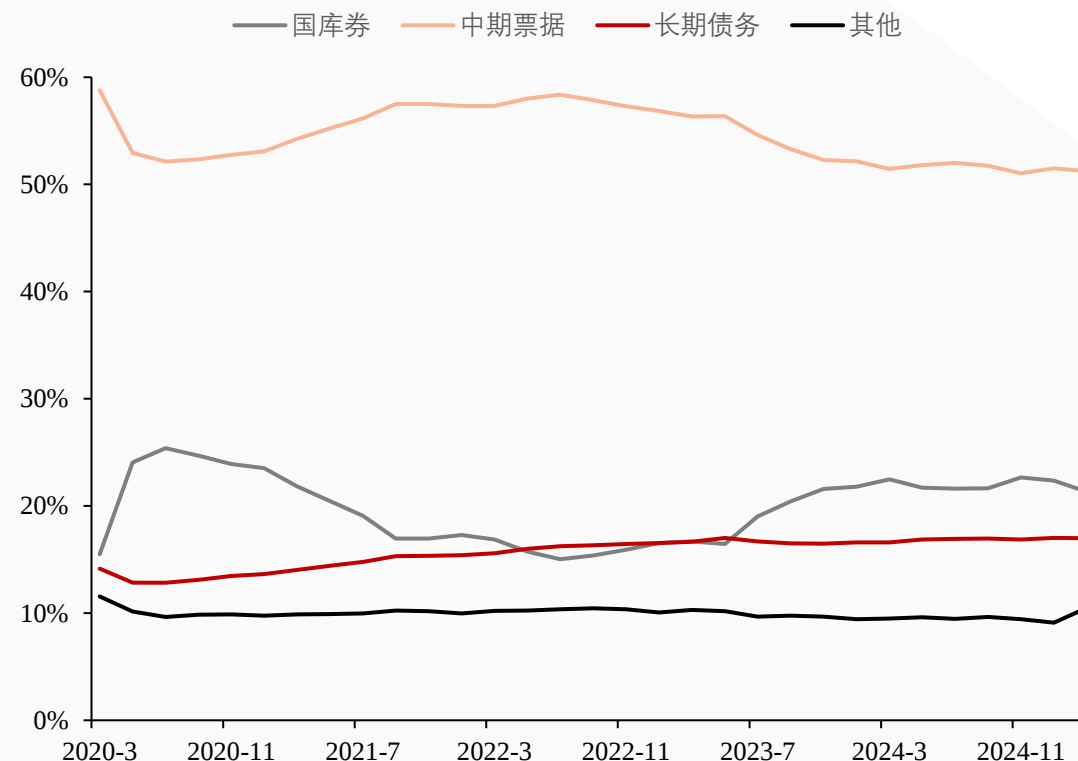
【下一步】美国各期限的债务占比

- ◆ **美债短期化**。截至2025年3月，美国公共债务以中期国债（2-10年期）为主，占比达51.22%，当前债务结构显示短期债务占比显著，约**33%**的流通债务将在未来12个月内到期。
- ◆ **流动性供给**：9300（相当极限）+8890（2024年美国的金融账户顺差1.27亿美元，7折）=18190亿；央行+金融账户+监管
- ◆ **流动性需求**：只算净融资额=1.65万亿（1.9万亿赤字-1月至3月24日累计净融资2577亿）+2400亿=18900亿

2025年3月美国各期限的债务占比 | 单位：%



历年美国各期限的债务占比 | 单位：%



【宏观】中国经济：关注高频数据

◆ **经济结构分化：**1-3月经济超预期，工业生产、基建投资、消费录得改善，制造业、地产投资维稳，地产销售跌幅明显收窄；3月出口、信贷略超预期。关注二季度关税对经济的下行拖累，以及可能的稳增长政策窗口期。

增量的贡献（2024年 对实际GDP同比贡献		指标名称	单位	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04
		GDP:不变价:当季同比	%	5.4			5.4			4.6			4.7		
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	5.8	2.3	6.0	5.9	5.4	5.3	4.3	4.6	4.0	3.5	2.5	1.2
		进口金额:累计同比	%	-7.0	-8.4	-16.5	1.1	1.1	1.7	2.2	2.4	2.8	2.1	3.0	3.3
投资	25.2%	固投:累计同比	%	4.2	4.1		3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2
		地产投资:累计同比	%	-9.9	-9.8		-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8
		制造业投资:累计同比	%	9.1	9.0		9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7
		基建投资:累计同比	%	11.5	10.0		9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	8.1	7.7	6.7	7.8
		制造业PMI	%	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	4.6	4		3.5	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.7	4.1	4.1
		服务业PMI	%	50.3	50	50.3	52	50.1	50.1	49.9	50.2	50	50.2	50.5	50.3
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0
通胀		CPI:当月同比	%	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3
金融		社会融资规模存量:同比	%	8.4	8.2	8	8	7.8	7.8	8	8.1	8.2	8.1	8.4	8.3
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8	8.1	8.5	8.7	8.8	9.3	9.6

中国经济热力图

【中国】中国3月进出口

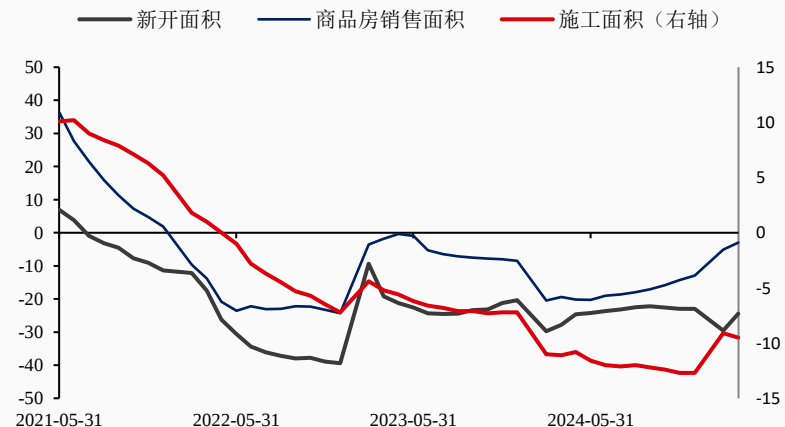
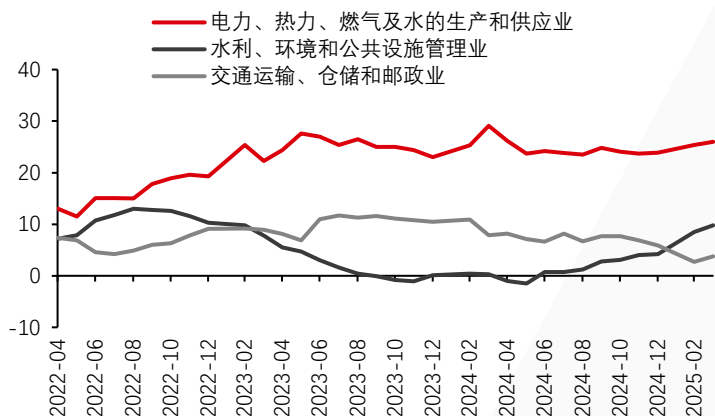
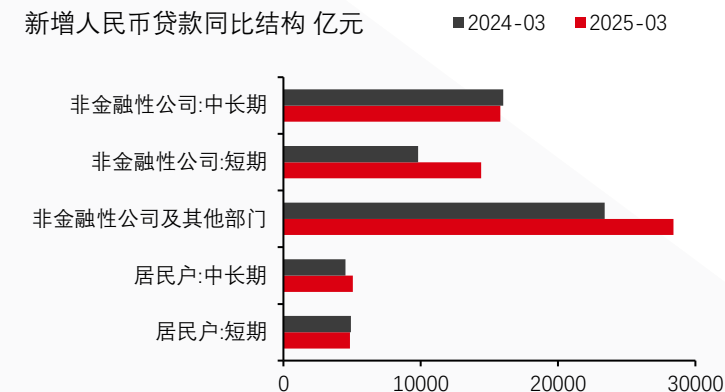
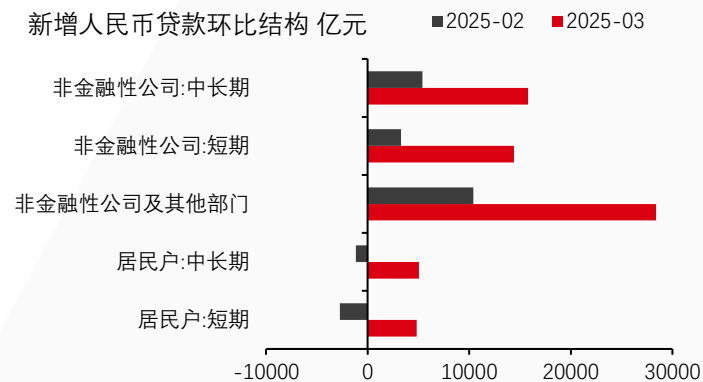
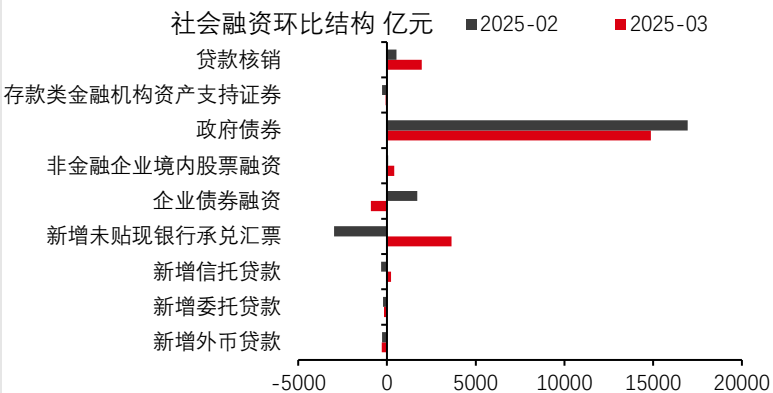
- ◆ **1、抢出口是主要支撑**，3月贸易顺差录得1,026亿美元，一季度累计贸易顺差接近2万亿人民币、同比增加约6,000亿元。**2、行业结构-出口**，3月机电产品增速回暖，对出口增长的贡献增至7.9个百分点；轻工纺织等劳动密集型产品出口同比增速由负转正；汽车和钢材均呈现“以价换量”的特征。**进口**：农产品增速回落，矿产品持平，原油跌幅收窄，其他能源品跌幅扩大；中间品、电子进口回升，机电产品、集成电路。**3、分国别**，分国别和地区来看，东盟对出口的贡献最大，且对越南、泰国和马来西亚的出口维持高位，对美出口也明显走强。**4、参照2018-19年经验**，关税生效落地后，涉税商品的美国从中国进口同比增速立刻较基准开始下滑，平均约6个月调整到较基准最低水平。

出口商品数量累计同比		2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
农产品	农产品 (*)	5.7	3	4.1	3.3	2.8	1.9
	水产品	15.6	11.9	12.6	11.6	11	10.6
	粮食	20.3	0.7	-13.7	-9.9	-9.1	-12.3
	肥料	44.5	56	2	0.4	0.6	1.3
劳动密集型	塑料制品 (*)	-2.6	-8.3	5.4	5.6	5.8	5.3
	箱包及类似容器	9.7	2.3	9.6	9.2	9.6	8.5
	纺织纱线、织物及其制品 (*)	4	-2	5.7	4.6	4.1	2.9
	服装及衣着附件 (*)	-1.9	-6.9	0.3	-0.2	-0.7	-1.6
制造业+机电	鞋靴	-0.7	-6.7	3.3	3	3.2	2.6
	玩具 (*)	-5.3	-11.1	-1.7	-1.5	-2.1	-2.8
	船舶	19.3	-0.7	25.1	22.9	22.6	24.6
	通用机械设备 (*)	6.2	-2	14.3	12.9	12.8	11.1
汽车	机电产品 (*)	7.6	4.2	7.5	7	6.9	6.1
	汽车(包括底盘)	16.6	16.8	22.8	22.6	24.8	26.7
电子	手机	-7.5	-11.7	1.5	2.7	3.3	3.5
	音视频设备及其零件 (*)	3.7	-1	4.6	4.7	5	4.8
	集成电路	22	20.1	11.6	11.4	11.3	11
地产后周期	液晶平板显示模组	8.2	4.5				
	陶瓷产品	-0.8	-10.1	2.8	3.1	3.4	2.5
	家用电器	13.1	9.4	20.8	21.3	22.2	21.8
贱金属	家具及其零件 (*)	-8	-15.5	5.8	6.2	7.2	7.7
	钢材	6.3	6.7	22.7	22.6	23.3	21.2
	未锻轧铝及铝材	-7.6	-11	17.4	18.8	16.9	15.5
其他	中药材及中式成药	0.8	1.4	-3.3	-4.8	-6.1	-6.7
	稀土	5.1	-3	6	6.6	6.8	6.4
	成品油	-15.9	-18.1	-7.2	-6.3	-7.2	-5.7
	高新技术产品 (*)	6.3	5.4	4.8	4.9	4.7	4.2
	医疗仪器及器械 (*)	6.4	4.4	7.1	6.2	5.8	4.3

进口商品数量累计同比		2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
农产品	农产品(*)	-15.8	-14.7	-7.9	-7.4	-6.7	-6.9
	粮食	-40.8	-35.2	-2.3	3.1	7.4	7.8
	肉类(包括杂碎)	-2.0	-0.2	-9.7	-11.2	-12.5	-13.4
	干鲜瓜果及坚果	5.2	5.8	3.5	1.6	1.3	1.5
	大豆	-7.9	4.4	6.5	9.4	11.2	8.1
	食用植物油	-14.4	-25.7	-26.8	-28.0	-25.9	-24.1
大宗商品	铁矿砂及其精矿	-7.8	-8.4	4.9	4.3	4.9	4.9
	铜矿砂及其精矿	1.8	1.3	2.1	2.2	3.3	3.7
	煤及褐煤	-0.9	2.1	14.4	14.8	13.5	11.9
	原油	-1.5	-5.0	-1.9	-1.9	-3.4	-2.8
	成品油	-22.4	-16.2	1.0	4.5	4.9	6.3
	天然气	-10.0	-7.7	9.9	12.0	13.6	13.0
	初级形状的塑料	-1.9	2.9	-2.1	-2.4	-1.8	-1.2
	天然及合成橡胶(包括胶乳)	20.9	23.3	-8.2	-10.1	-11.6	-13.3
	钢材	-11.3	-7.2	-10.9	-11.3	-10.1	-9.0
	未锻轧铜及铜材	-5.2	-7.2	3.4	1.7	2.4	2.6
机电类	机电产品(*)	4.2	2.0	6.2	6.3	7.2	7.8
	机床	23.8	40.7	-4.1	-7.7	-8.5	-14.4
	汽车(包括底盘)	-39.4	-45.8	-11.7	-11.3	-9.3	-4.1
	空载重量超过2吨的飞机	100.0	123.5	8.2	3.8	10.4	5.6
	医疗仪器及器械(*)	-11.0	-9.4	-9.1	-9.0	-9.2	-9.0
电子类产品	集成电路	8.1	6.3	14.6	14.8	15.0	15.1
	二极管及类似半导体器件	2.3	-0.6	12.4	12.8	13.3	13.4
	高新技术产品(*)	9.2	6.4	10.7	10.7	11.6	11.9
其他	医药材及药品	-6.2	-11.8	4.7	6.3	8.3	8.4
	原木及锯材	-10.6	-11.4	-4.4	-4.2	-3.3	-2.7
	纸浆	5.0	6.1	-6.3	-6.0	-5.3	-4.4
	肥料	-8.0	-12.4	7.8	8.0	10.2	12.2

【宏观】：一季度良好开局

◆ **金融数据超预期**：政府债券维持高增，企业和居民贷款季节性回升，且略好于季节性，企业短期贷款回升明显，居民中长期贷款略微回升。

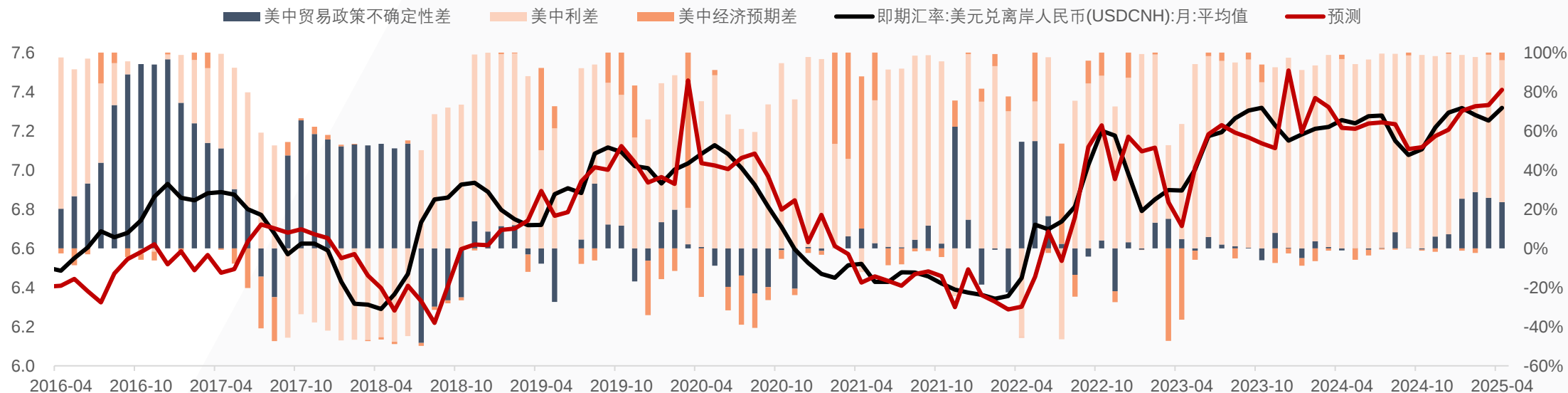


	本月	上月	change
粮油、食品、饮料、烟酒类		#N/A	
服装鞋帽针纺织品类	3.6	3.3	0.3
化妆品类	1.1	4.4	-3.3
金银珠宝类	10.6	5.4	5.2
日用品类	8.8	5.7	3.1
体育、娱乐用品类		25.0	
家用电器和音像器材类	35.1	10.9	24.2
中西药品类	1.4	2.5	-1.1
文化办公用品类	21.5	21.8	-0.3
家具类	29.5	11.7	17.8
通讯器材类	28.6	26.2	2.4
石油及制品类	-1.9	0.9	-2.8
建筑及装潢材料类	-0.1	0.1	-0.2
汽车类	5.5	-4.4	9.9

【总体观点】贸易扰动下短线偏离基本面

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)中性：**中国3月CPI同比微降，核心CPI小幅回升，消费修复缓慢但具韧性，政策空间充足；美国核心通胀回落至两年新低，市场对内需放缓和宽松预期升温，但鲍威尔强调仍需观望，短期内降息路径未明；**2)中美利差(chā)中性：**美联储降息预期升温，但美债长端收益率受通胀与信用风险推动上行，利差走势分化。中国政策基调稳定，利率波动有限，稳定性相对更强；**3)贸易政策不确定性中性：**美方扩大关税范围并启动关键矿产“232调查”；中方则加强稀土出口管制，限制重稀土及其合金对美出口，打击关键产业链，地缘博弈升级，市场对全球供应链前景更趋谨慎。
- ◆ **展望：**在贸易政策不确定性和市场情绪扰动下，汇率走势短期偏离基本面，美元指数走弱拖累短线表现；中期来看，若美联储政策转向叠加高关税政策抑制美方自身经济，人民币存在阶段性企稳基础。

人民币汇率拟合模型



◆ 基差波动范围：从2022年04月至今的历史来看（近3年），期货主力升贴水的范围在-1100 到900。

UC.SG主力合约—USDCNH价差（单位：bp，基差=现货-期货，图中数值为期货-现货，对应卖套的盈亏）

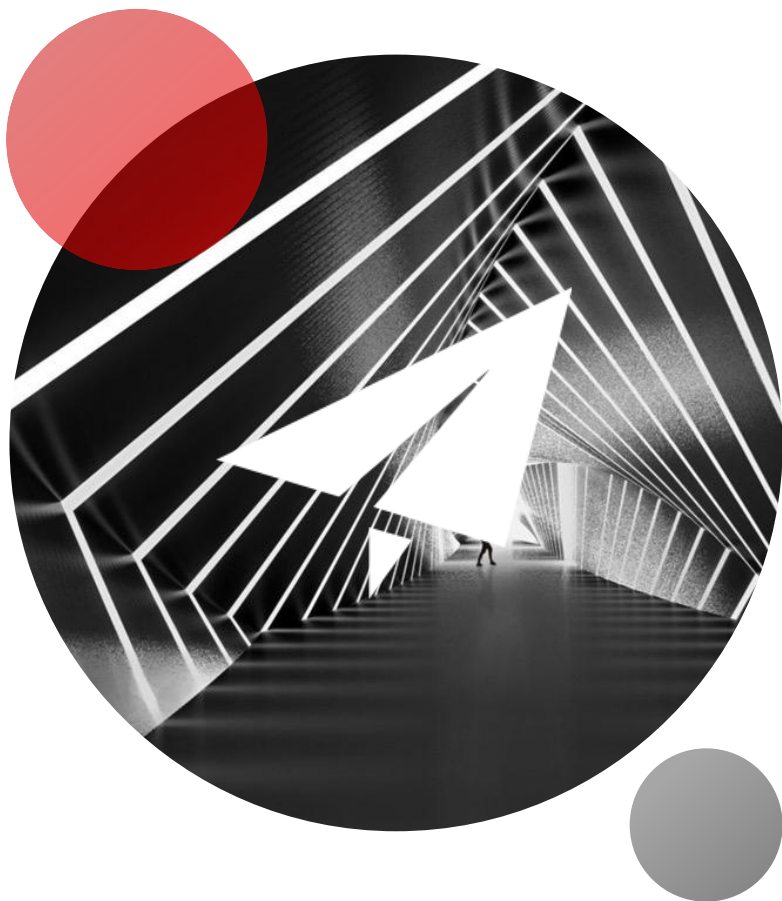


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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利。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。



THANKS



华泰期货期赢通
APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com