



华泰期货
HUATAI FUTURES

中美关系缓和

华泰期货研究院 2025年05月13日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

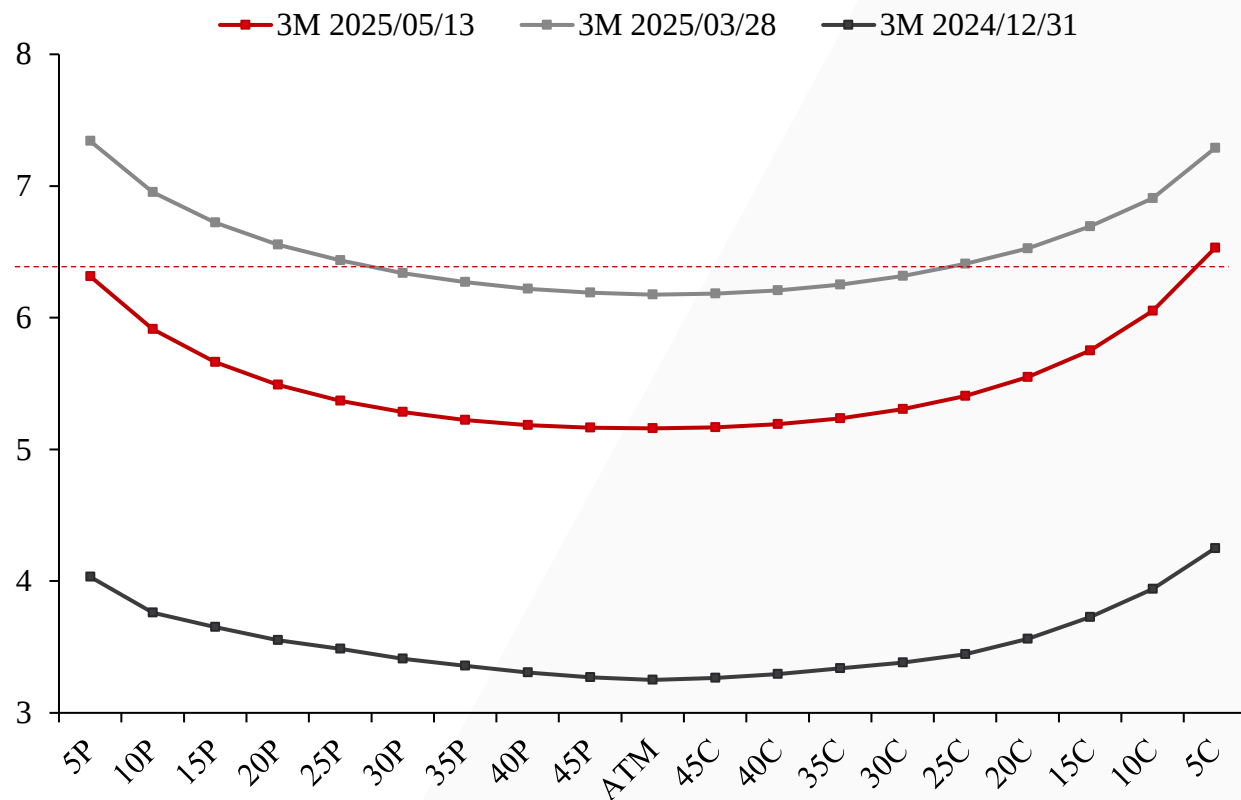


— 量价和政策信号 —



- ◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出人民币向好的趋势，Call端和Put端的波动率几乎持平，一改先前Call端高于Put端的趋势。
- ◆ 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下降。

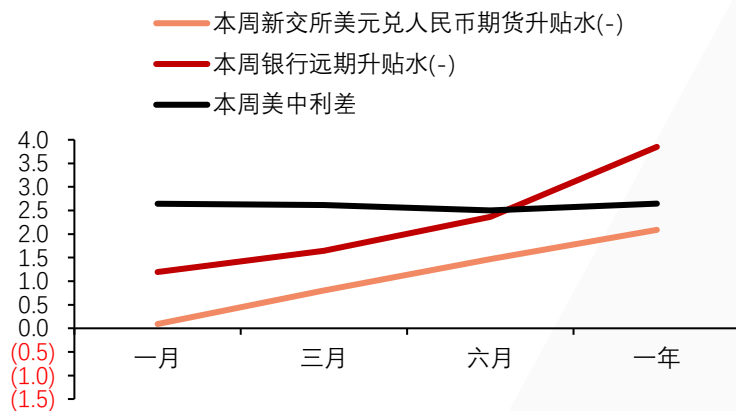
美元兑人民币期权隐含波动率



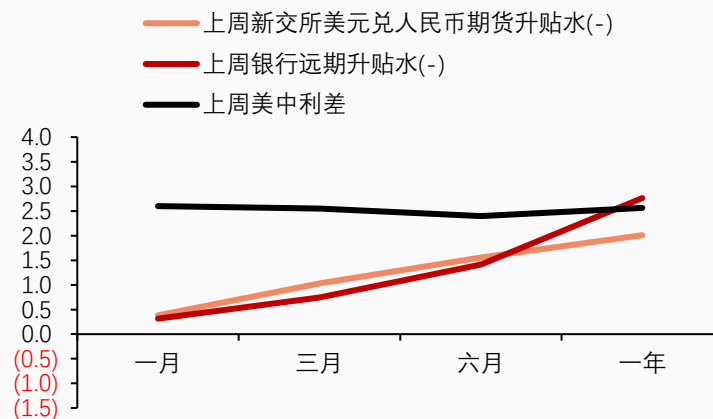
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



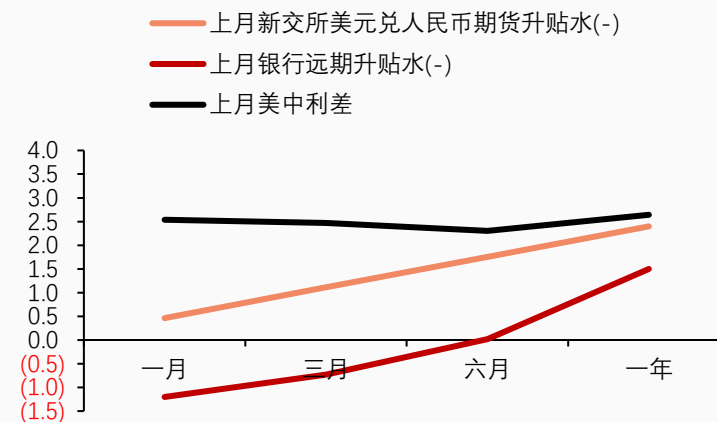
20250512 (%)



20250505 (%)

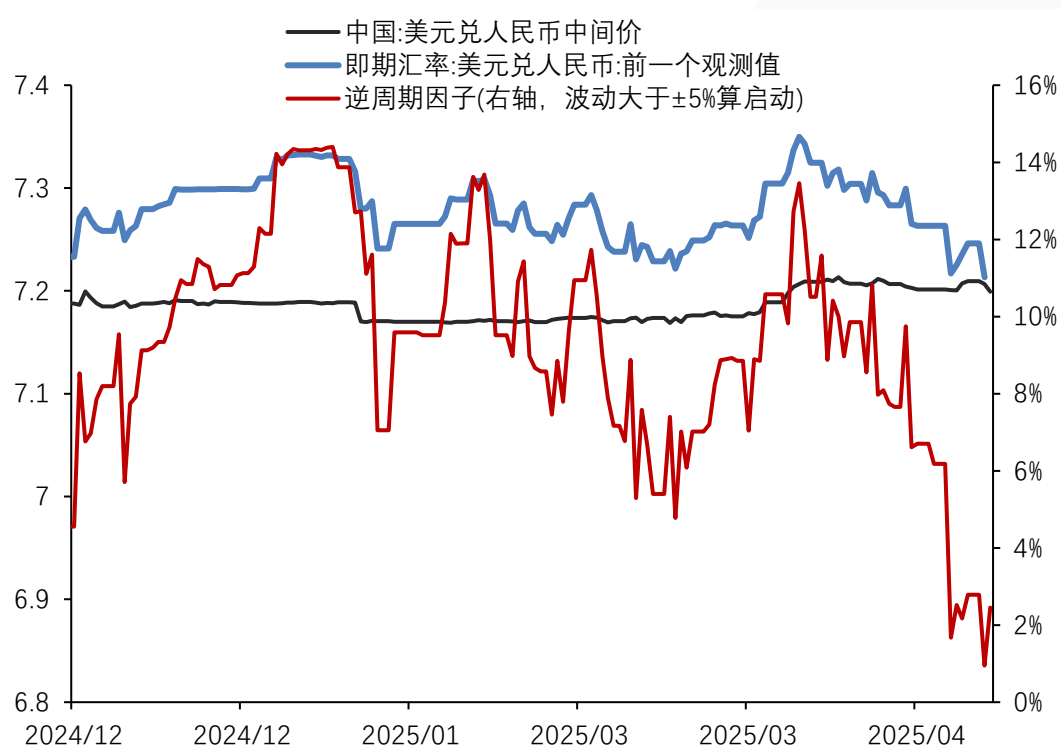


20250414 (%)

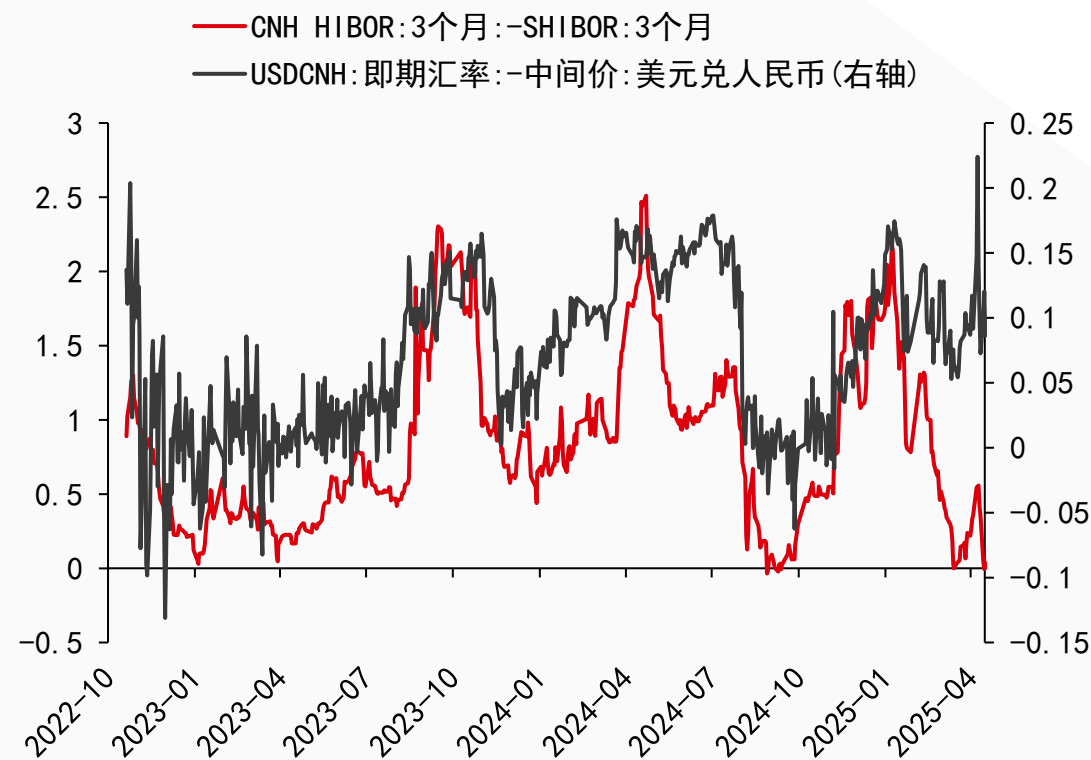


- ◆ 政策逆周期关闭。政策逆周期因子呈下降趋势，下降至2%以下。
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差扩大。

人民币汇率中间价逆周期因子



离岸在岸人民币利差



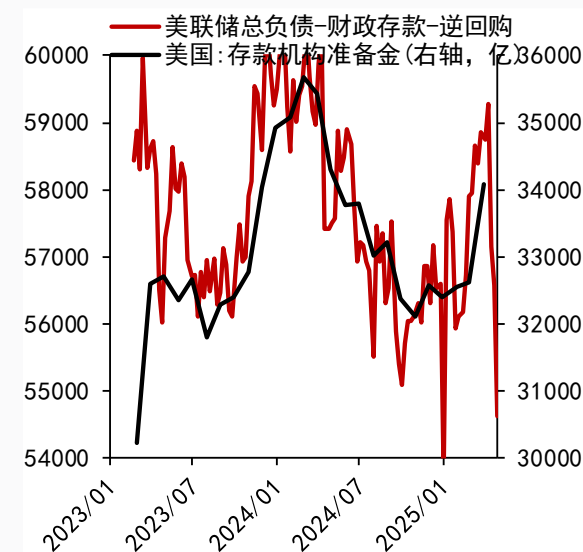


— 基本面及观点 —

【宏观】降息和流动性

- ◆ 美联储到2025年降息计价79.4bp，美降息计价回落；曲线牛平；TGA账户4月30日6776亿；美联储逆回购余额2506亿美元，对应商业银行存款下降。
- ◆ “美联储传声筒”的记者尼克·蒂米劳斯发文：美联储不会“过早放弃对抗通胀的努力”，同时指出在关税政策的冲击下，不论降息与否美联储最终都将陷入困境：要么面对经济衰退，要么等着治理更麻烦的滞涨。关税可能迫使他们采取后面一种做法，至少先确保关税落地后的一次性价格上涨不会引发更持久的通胀。

	2025年					2024年												2023年									
	5月	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	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	-79.4bp	
欧元区		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25									0.25	0.25		2.4	-2.1	-63.6bp	
日本					0.25					0.15					0.20									0.5	0.4	+9.1bp	
英国				-0.25			-0.25		-0.25													0.25		4.5	-0.75		
加拿大		-0.25		-0.25	-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25											0.25	3	-2.25	45.6bp	
澳大利亚				-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		-0.50	-0.25		-0.25				-0.25								0.25		0.25	2.25	-1.5		
瑞士		-0.25			-0.50			-0.25				-0.25			-0.25									0.25	-1.25		
挪威																		0.25			0.25	0.25		4.5	0		
中国							-0.25				-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	0.25		1.75	-0.75		
马来西亚																								3	0		
菲律宾	-0.25				-0.25							-0.50									0.25			6	-0.5		
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	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50		14.25	3.75		
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	5.00	7.50	2.50	47.5	-2.5		
南非	0.20			-0.25		-0.25		-0.25																7.7	-0.55		
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		
阿根廷				-3	-3	-5						-20	-20	-20			-33		15		21		29	-11			



【核心图表】美国经济：下行风险上升

- ◆ 就业：好坏参半。美国4月非农温和下降，失业率持平；通胀：回落；
- ◆ 经济：边际下行。财政支出回落，4月景气度回落，3月零售销售回升；

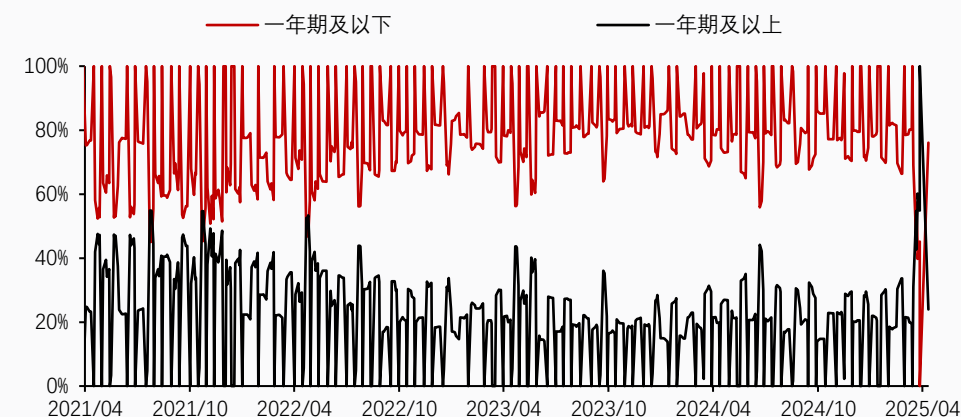
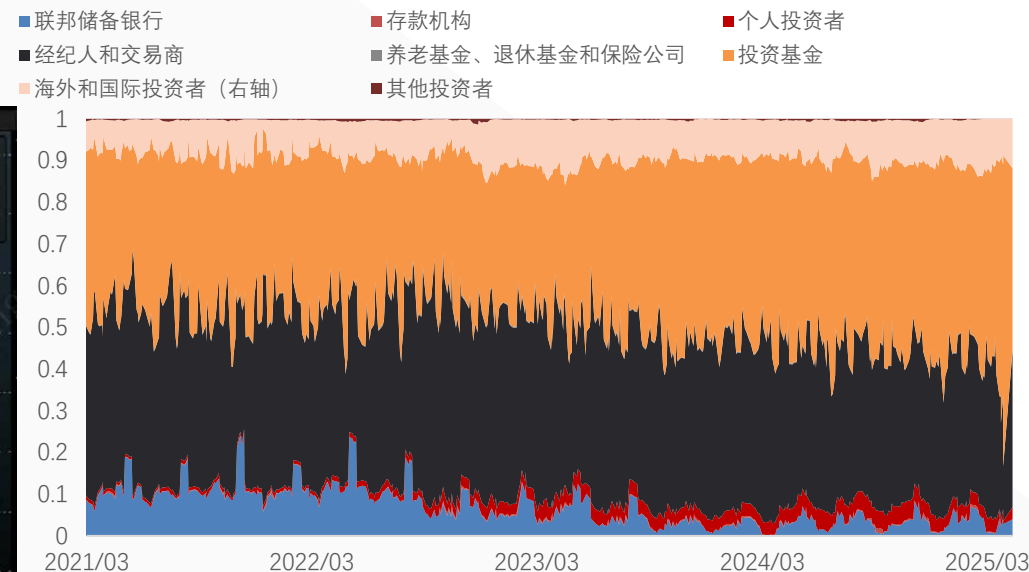
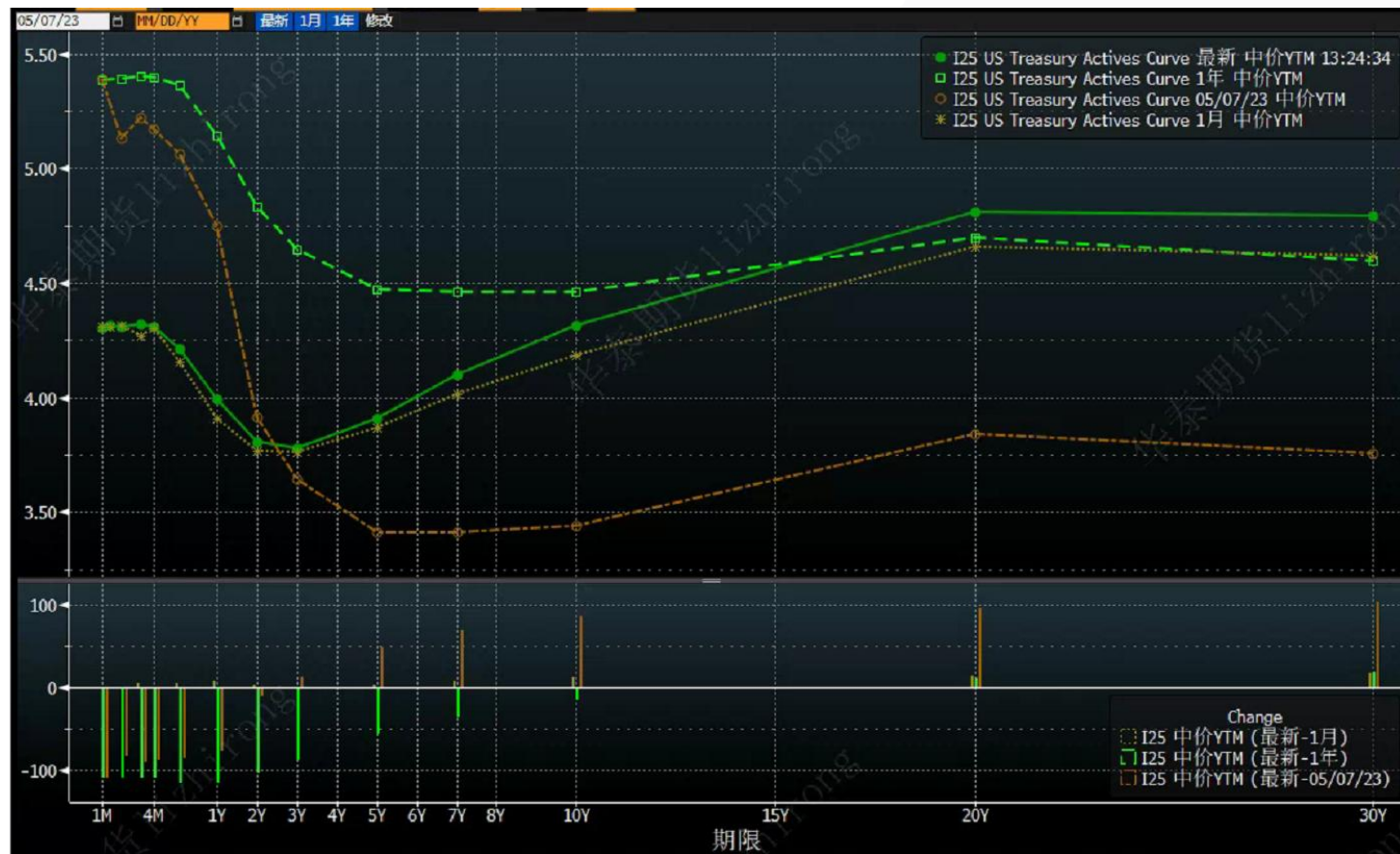
增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05
		GDP:不变价:同比	%		2.05			2.48			2.66			3.04	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50	47.30	47.90	49.60	51.60	51.30
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		5.97	2.33	3.28	-0.87	-2.34	2.06	-1.41	0.29	2.09	-3.67	0.96
		成屋+新建住房销售	万套		474.4	494.4	474.4	500.3	482.4	458.7	456.6	458.9	468.6	457.2	478.2
就业		新增非农就业人数	万人	17.70	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20	25.40	14.20	11.40	20.60	27.20
		失业率（色阶相反）	%	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.30	4.10	4.00
		非农职位空缺数	万人		719.2	748	776.2	750.8	815.6	783.9	737.2	786.1	771.1	791	823
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
		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
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		4.20	-0.45	4.42	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	3.12
		Markit服务业PMI	%	51.40	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00	55.20	55.70	55.00	55.30	54.80
		个人可支配收入:同比	%		4.05	4.19	3.78	4.61	5.06	5.32	4.90	5.48	5.76	5.67	5.76
		个人消费支出:同比	%		5.63	5.70	5.69	5.80	5.76	5.48	5.36	5.32	5.37	5.36	5.47
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
		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
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%		6.71	4.61	4.37	2.55	6.64	2.12	3.20	4.91	4.94	5.66	3.95
		进口金额:同比	%		27.15	19.72	23.04	12.25	9.72	4.55	9.25	7.49	8.43	7.09	6.04

美国
经济
热力
图



【宏观】降息和流动性

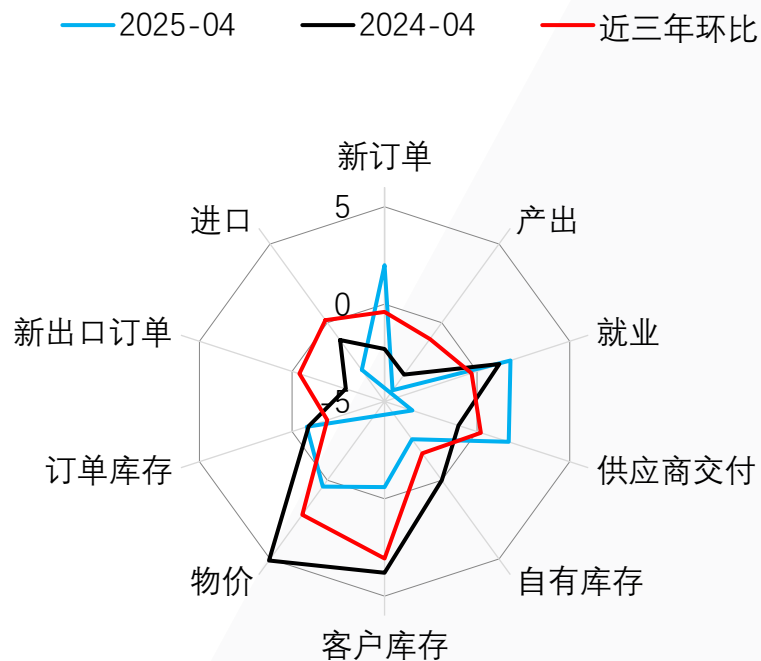
- ◆ 美国财政部于北京时间2025年4月28日公布季度融资需求预测，又于30日晚8点半公布5月-7月付息国债各期限与品种的发行计划：
- ◆ 财政部**维持付息国债在未来几个季度拍卖规模不变**的前瞻指引。考虑到（1）美联储减缓量化紧缩（QT）；（2）财政部长贝森特多次提及压降长端美债收益率的态度；（3）TBAC指出贸易再平衡削弱美债需求推高美债风险溢价，预计付息国债拍卖规模在2025年全年都不会被调高，下一轮付息国债增发可能要等到2026年，这就意味着债券发行重心短期偏向T-bills，长端供给压力短期可控。



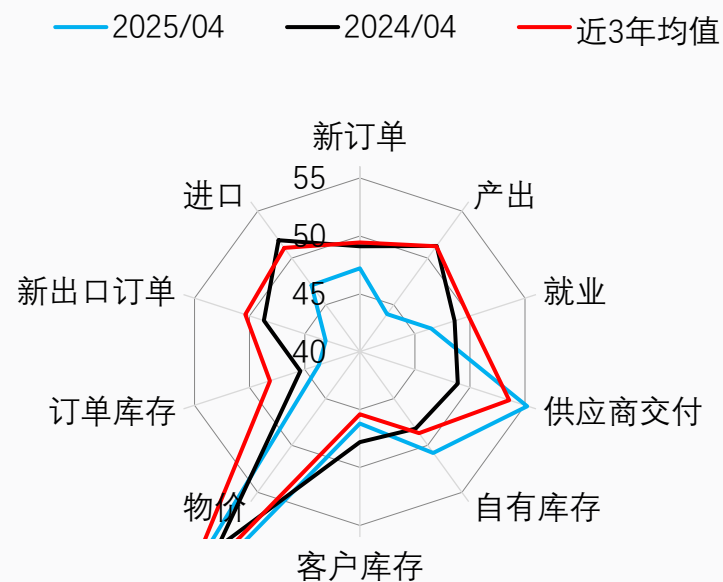
【举例】美国4月“抢出口结束”

- ◆ 2025年一季度GDP不变价同比初值为2.05%，季调环比-0.3%；分项环比拉动率来看，净出口-4.83%（前值0.26%，下同），个人消费1.21%（2.7%），政府支出-0.25%（0.52%）是主要负贡献，私人库存变动2.25%（-0.84%）为主要支撑；
- ◆ 5月制造业分项环比：产出-4.3%（-3.4%），自有库存-2.6%（3.5%），新出口订单-6.5%（-1.8%），进口-3%（-2.5%）。正贡献：新订单2%（-3.4%），供应商交付1.7%（-1%），就业1.8%（-2.9%）。

制造业PMI环比

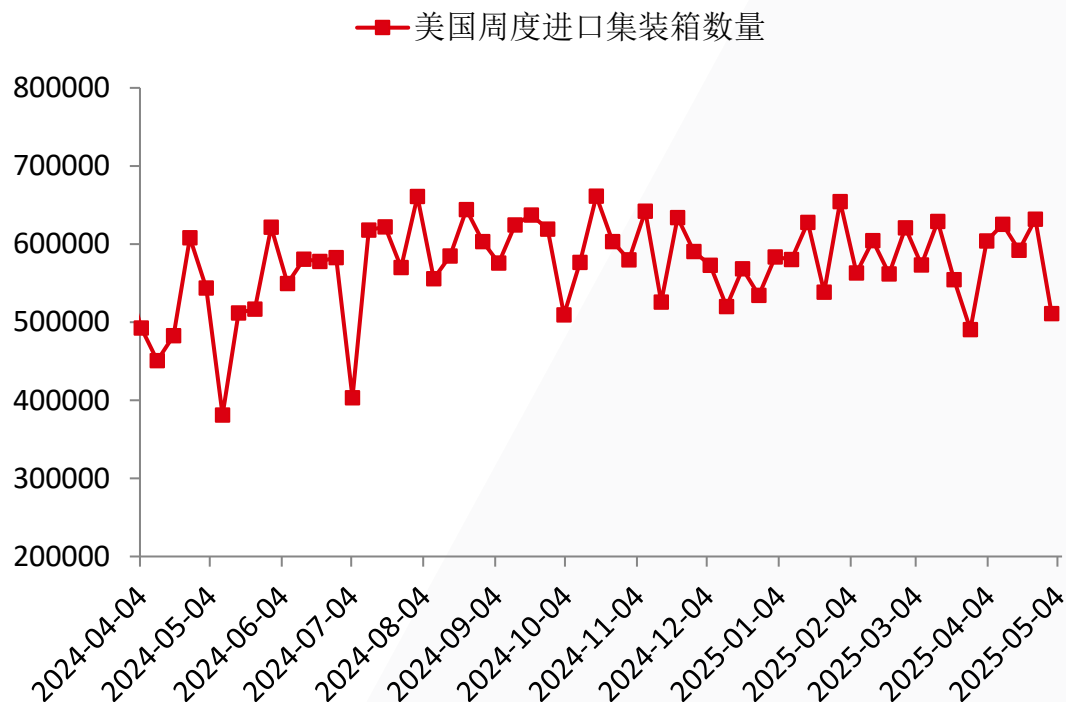


制造业PMI绝对值

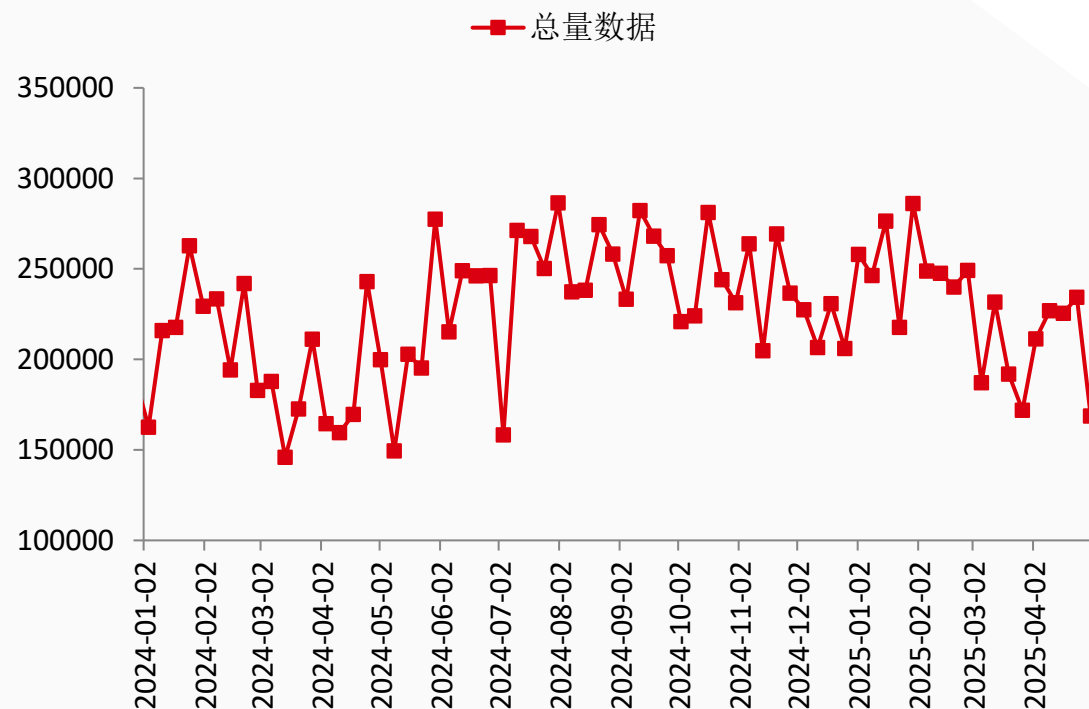


- ◆ 4月2日“解放日”对全球发动关税闪电战后，美国海运贸易可能正面临骤然中断的危险。
- ◆ 中国出口美国集装箱量受到严重影响。美国 4/25-5/1进口集装箱51.09万TEU，环比减少接近20%；美国4/25-5/1进口中国集装箱16.87万TEU，环比减少接近30%，同比减少16%。

美国周度集装箱进口量 | 单位：TEU



美国周度集装箱进口量（自中国进口） | 单位：TEU



【宏观】中国经济：关注高频数据

- ◆ **经济结构分化：**1-3月工业生产、基建投资、出口、零售增速偏强，未来出口、地产开工仍存在下行拖累；3月信贷略超预期。3月景气度企稳回升。

增量的贡献（2024 年对实际GDP同比		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

对比维度

2025 年 5 月 7 日会议政策

2024 年 9 月 24 日 会议政策

会议背景

2025年5月7日，举行的国新办新闻发布会上，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。

2024年9月24日，国新办新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。

央行货币政策-数量型

1.降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。
2.完善存款准备金制度，阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的5%调降至0%。

1.降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元，同时预告年内二次降准0.25 - 0.5 个百分点的可能性。
(2024年9月27日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。)

央行货币政策-价格型

1.下调政策利率0.1个百分点，公开市场7天期逆回购操作利率从1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。
2.下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。
3.降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整。

1.降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%调降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。
(2024年9月27日，央行将公开市场7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点。)
2.引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。将全国层面的二套房贷最低首付比例由25%下调到15%，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。

央行货币政策-结构型

1.增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元。
2.设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。
3.增加支农支小再贷款额度3000亿元，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。
4.优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用，总额度8000亿元。
5.创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限科创债券融资提供支持。

1.创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，首期互换便利操作规模 5000 亿元，未来可视情况扩大规模；创设股票回购、增持专项再贷款，首期规模3000亿，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。
2.将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。
3.在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力，必要时人民银行可提供再贷款支持。

证监会政策

证监会全力巩固市场维稳向好势头，稳步推进市场对外开放：
1. 全力巩固市场维稳向好的势头，动态完善应对各类外部风险攻击的工作预案，全力支持中央汇金公司发挥类平准基金作用。
2. 将进一步出台深化科创板、创业板改革措施，在市场层次、投资者保护等增强制度包容性、适应性。
3. 将发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，优化主动权益类基金收费模式，扭转基金公司“旱涝保收”的现象。
4. 正抓紧修订上市公司重大资产重组管理办法，进一步完善并购6条的配套措施，以更大力度支持上市公司并购重组。
5. 强化多层次资本市场产品和服务，鼓励符合条件的境内企业依法依规赴境外上市，增强全球市场的拓展能力。
6. 加强双多边的跨境监管合作，塑造稳定、透明、可预期的监管环境，维护企业在境外市场的正当利益，支持优质中概股回归内地和香港市场。
7. 坚定不移推进市场高水平对外开放，进一步完善对外开放格局，稳步推进一系列对外开放的务实举措。稳步推进人民币交易柜台纳入港股通。
8. 美国关税政策冲击全球经贸秩序，上市公司经营不可避免受到影响。有信心、有条件、有能力实现中国股市的稳定健康发展。

证监会鼓励长钱入市、并购重组，两部《意见》将出台：
1.推动中长期资金入市，重点提出三方面举措：一是大力发展权益类公募基金。二是完善“长钱长投”的制度环境。三是持续改善资本市场生态。
2.促进并购重组六条举措：研究制定了并购六条，也就是《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。意见的主要内容包括：大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级；积极鼓励上市公司加强产业整合；进一步提高监管包容度；下大力气提升重组市场交易效率。
3.研究制定了上市公司市值管理指引，近期公开征求意见。

对比维度

2025 年 5 月 7 日会议政策

2024 年 9 月 24 日 会议政策

金融监督管理
总局政策

金融监管总局将推八项增量政策，涉房地产金融等：

1. 加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场的稳定态势。
2. 进一步扩大保险资金长期投资试点范围，为市场引入更多的增量资金。
3. 调整优化监管规则，股票投资的风险因子进一步调降10%，鼓励保险公司加大入市力度，支持稳定和活跃资本市场。
4. 尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策，做深做实融资协调工作机制，助力稳企业、稳经济。
5. 制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营，拓展市场。
6. 修订出台并购贷款管理办法，促进产业加快转型升级。
7. 将发起设立金融资产投资公司的主体，扩展至符合条件的全国性商业银行，加大对科创企业的投资力度。
8. 制定科技保险高质量发展的意见，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障。

其他政策
对比维度

/

2025 年 5 月 7 日会议政策

金融监管总局推多策，涉续贷、保交房等：

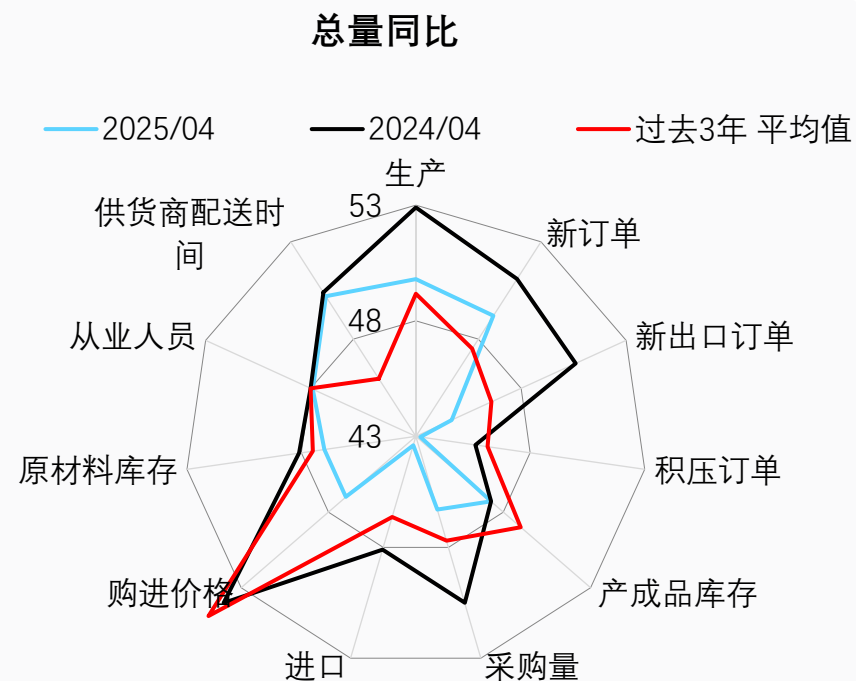
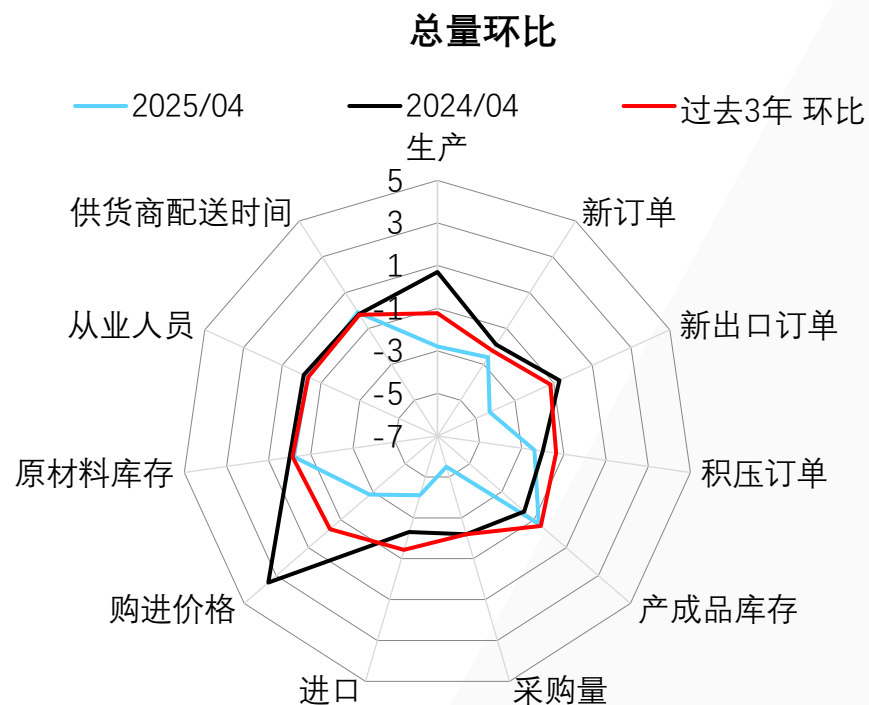
1. 优化“无还本续贷”政策，阶段性扩大到中型企业。一是将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业。二是将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年。三是调整风险分类标准。
2. 对六家大型商业银行增加核心一级资本：经研究，国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，将按照“统筹推进、分期分批、一行一策”的思路，有序实施。
3. 大型商业银行下设的金融资产投资公司股权投资扩大试点城市范围：一是扩大试点城市的范围。将试点范围由原来的上海扩大至北京等18个科技创新活跃的大中型城市。二是放宽限制。三是优化考核。
4. 支持推进保交房：商业银行已审批“白名单”项目超过5700个，审批通过融资金额达到1.43万亿元，并配合人民银行积极推进稳妥降低存量房贷的利率，以进一步减少居民的房贷支出。

在 9 月 24 日国新办新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜透露平准基金正在研究。

2024 年 9 月 24 日 会议政策

【宏观】：4月制造业PMI

- ◆ **总量：**关税冲击显现，各分项大幅回落。行业大类，原材料回升，中间品、设备、消费较上月回落，原材料领跑大类行业。细分行业，本月绝对值最高的4个行业为有色、专用、黑色、服装，环比最好的3个行业为有色、非金属、黑色，从三月均同比看，最好的3个行业为非金属、饮料、有色。



【宏观趋势三】民粹主义和地缘风险

- ◆ 本表跟踪的15个国家中，印度、韩国与美谈判存在积极进展；日本两轮谈判未决，5月再议；5月12日发布中美日内瓦经贸会谈联合声明；
- ◆ 关税对经济事实的冲击：4月9日起计的美国关税加征延后至7月8日，重点经济事实的变化。

国家	日期	详情	措施
澳大利亚	2025/4/9	美国对包括澳大利亚在内的全球贸易伙伴加征关税。对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“经济自杀行为”，因为美国消费者要为此买单。	谈判
印度	4月21-24日	美国副总统万斯访问印度，与印度总理莫迪就贸易问题举行会谈。印美两国就贸易协议第一阶段的谈判取得了“重大进展”，美国贸易代表办公室（USTR）和印度商务部已敲定《职权范围》，为互惠贸易谈判制定路线图。	取得初步进展
	2025/5/6	美印两国经贸团队密集磋商。印度在与美国贸易谈判中提出了针对钢铁、汽车零部件和药品等特定商品的“零换零”关税安排。但基于互惠原则且限于一定数量的进口商品，美方担忧印度的质量控制令构成非关税贸易壁垒。	
	2025/5/12	印度政府为推进与美国的贸易协定谈判，已提出将两国平均关税差都从目前的13%大幅削减至4%以下。	
加拿大	2025/4/8	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。加拿大财长彭特表示，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
	2025/4/15	加拿大财政部宣布，将对从美国进口的用于制造业、加工以及食品和饮料包装领域的商品，给予为期六个月的临时关税豁免。加拿大总理卡尼称，那些继续在加拿大生产的汽车制造商将获得100%关税豁免。	宽松
	2025/5/6	美国总统特朗普与在美国访问的加拿大总理马克卡尼在白宫举行了他们之间的首次会晤。谈“第51州”问题。卡尼强调，加拿大永远不会出售。卡尼称《加美自由贸易协定》是关税谈判基础。特朗普表示美国暂不考虑退出该协定，但又表示可能重新谈判。加拿大总理卡尼与特朗普同意未来几周继续谈判。	谈判
欧盟	4月9-10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。但是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，反制方案已备案，谈判若无果将立即出手。	反制
	2025/5/8	欧盟委员会公布了一份针对美国进口商品的潜在报复性关税清单。如果谈判失败，对价值950亿欧元的美国商品采取关税措施。该关税方案涵盖飞机、汽车、波音威士忌。欧盟考虑对价值44亿欧元的贵金属和化学品实施对美出口限制。欧盟仍致力于通过谈判解决与美国的贸易争端，但在所有可能的结果做准备。欧盟委员会已启动公众咨询程序，征求各方对拟议清单的意见。截止日期为6月10日。	谈判
	2025/4/8	韩国公布20亿欧元汽车行业支持方案，以应对关税冲击。	宽松
韩国	2025/4/17	韩国公布12.2万亿韩元的额外预算方案的细节，其中3.2万亿用于自然灾害应对，4.4万亿用于贸易和人工智能支持；4.3万亿用于小企业和弱势群体。	宽松
	2025/4/24	韩国财政部长崔尚穆(Choi Sang-mok)和贸易、工业和能源部长安德根(Ahn Dukgeun)周四在华盛顿与美国财政部长贝森特和美国贸易代表詹姆斯·格雷(Jameson Greer)举行了“2+2”会谈。韩国财政部长崔尚穆称，韩国与美国就贸易问题的“7月一揽子计划”达成了共识。韩国总统特赦洪称，与美国会谈的重点是贸易平衡、造船和液化天然气，并呼吁迅速审查并批准额外预算。韩国财政部和美国财政部将另行讨论外汇政策。	取得初步进展
	2025/4/28	韩国产业部副部长Park Sung-tae表示，韩预计将在6月9日举行总统选举之前，不存在与美国达成全面贸易协定的可能性。他说，该部本周将派出一个代表团前往华盛顿，进行工作级会谈，以跟进上周的贸易谈判。双方将成立几个工作组，讨论安全、投资、汇率等领域的细节。两国贸易部长将在美国贸易代表詹姆斯·格雷尔5月中旬访问韩国时参加亚太经合组织（APEC）部长级会议期间举行会谈。	
	2025/5/9	美国商务部长卢特尼克指出，与韩国的贸易协议相比美英达成的框架协议，可能需要更长时间才能完成，相关交易不会很快达成。	
英国	2025/4/6	英国政府宣布，为帮助本国汽车制造业顺利过渡到电动化，将放宽对企业逐年销售电动车占比的强制性要求。尽管2030年禁售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，英国首相斯塔默称电动车将不符合规则从1.5万英镑下调至1.2万英镑，并投入23亿英镑用于两车收税减免及充电设施建设。此举被视为对美国总统特朗普宣布的25%汽车进口关税的回应。	宽松
	2025/5/8	英国和美国已经就关税贸易协议达成一致。双方签署美英贸易协议《美英经济繁荣协议（EPD）》。	签署协议
中国	2025/4/4	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制；对部分中重稀土相关物项实施出口管制等。	反制
	2025/4/8	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制名单等。	反制
	2025/4/11	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溢价可能性，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
	5月10-11日	中美经贸高层会谈10日至11日在瑞士日内瓦举行。中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰当地时间11日晚在出席中方代表团举行的新闻发布会时表示，此次中美经贸高层会谈坦诚、深入、具有建设性，达成重要共识，并取得实质性进展。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。中美双方于5月12日发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美方取消共计91%加征关税，中方相应取消91%反制关税；美方暂停实施24%“对等关税”，中方也相应暂停实施24%反制关税。	取得初步进展
日本	4月16-18日	日本经济再生大臣赤泽亮从16日起访美，展开4月2日以来与美国的首轮贸易谈判。特朗普本人亲自谈判并表达达对日本的多项要求，但目前双方立场仍存差距。日本代表团称，虽然没有立即达成协议，但第二轮谈判的准备工作进行中。	谈判
	2025/5/2	在第二轮日美关税谈判中，美国提出以对所有关税为核心的框架草案，拒绝降低汽车、钢铁和铝关税。日本代表坚决反对，双方尚未达成共识。汇率和国家安全未被纳入讨论，日本财务省大臣加藤胜信强调汇率应由市场决定，石破茂强硬表态，绝不接受对汽车加征关税。贸易谈判预计在5月中旬加快，下次会议计划在5月中旬后举行。	谈判
	5月10-11日	日本首相石破茂原计划在6月与美国就关税问题达成协议，但目前已转为以7月达成协议为目标。石破茂向身边人传达“没必要急于《与美方达成协议》”的想法，目前石破茂正在等待赴美会见特朗普，目标时间为7月8日前后——即美方议定的关税宽限期即将结束之时。石破茂5月11日表示，日本寻求撤销加征汽车关税。	谈判
墨西哥	2025/5/2	墨西哥总统辛鲍姆表示，美墨加贸易协议（USMCA）框架下销售的墨西哥和加拿大汽车零部件将享受美国零关税。辛鲍姆称，她本周与美国总统特朗普的通话中达成一致，双方将“继续合作”。	谈判
	2025/5/7	墨西哥总统称，没有迹象表明美墨加协议将终止。墨西哥经济部长和财政部长等墨西哥官员正与美方官员沟通，以避免向西红柿征收关税并降低对钢铁的关税。墨西哥已为任何与USMCA重新相关的情境做好了准备。墨西哥、美国和加拿大之间的经济一体化不会消失。墨西哥总统辛鲍姆表示当前没打算前往美国。	
以色列	2025/4/1	以色列政府发表声明，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
新加坡	2025/4/8	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壁垒。	
	2025/4/8	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。	
	2025/4/29	新加坡正在就美国在制药和芯片关税方面的让步进行谈判。美国目前对降低10%的基准关税态度较为强硬，谈判仍在继续，最终结果尚不明确。	谈判
越南	2025/4/22	越南总理范明政的讲话称，政府贸易谈判团队认为即将与美国进行的关税谈判做好“充分准备”，并确保谈判“不会对其他协议或市场产生负面影响”。	
委内瑞拉	2025/5/7	越南贸易部官员在河内会见美国大使，与美方会谈如何解决双边贸易问题和经济问题。	谈判
	2025/4/10	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”，还对进口委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的“二级关税”。	宽松
印尼	2025/4/4	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
	2025/4/18	印尼官员称，印尼和美国寻求在60天内完成贸易谈判。印尼考虑购买美国的武器装备，以缓解贸易紧张局势。	谈判
泰国	2025/4/22	泰国总理表示，泰国与美国的贸易谈判被推迟。美国要求泰国在会谈前评估一些问题。泰国足够的时间来审查进口规则。	谈判

【宏观】关税冲击缓和

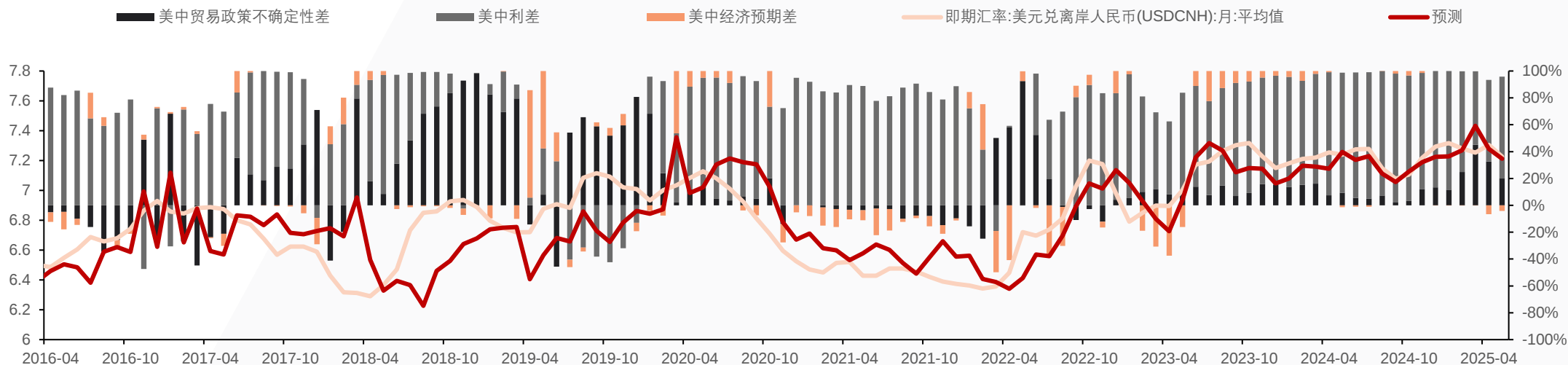
国家	背景	类别	详情	备注
印度	5月21-24日，美国副总统万斯访问印度。4月下旬，印度贸易代表访问华盛顿，向美方提交针对钢铁、汽车零部件及药品等三大类商品的关税提案。5月6日，美印两国经贸团队仍在进行密集磋商。	关税调整	5月12日，印度政府提出将两国平均关税差额从 13%大幅削减至4%以下 ；作为协议第一阶段内容，计划对 60%谈判项目的关税实施零税率 ；已对近 90%美国进口商品给予优惠准入 ，包括降低关税。 5月6日，印度在与美国贸易谈判中提出了针对钢铁、汽车零部件和药品等特定商品的 "零换零"关税安排 ，但基于互惠原则且限于一定数量的进口商品。 美方担忧印度的质量控制令构成非关税贸易壁垒 。	
		市场准入	印度希望珠宝、皮革、服装等主要出口行业获得优惠市场准入；提议放宽对美国飞机零部件、电动汽车等高价值产品的市场准入。	
		技术合作	印度要求美国在人工智能、电信、生物技术、制药和半导体等关键技术领域将其与英国、澳大利亚和日本等美国主要盟友同等对待。	
		其他方面	5月6日印美谈判中，印度表示 愿意重新审视其在医疗设备和化工等行业的现行质量控制令 ，并提出与美国签署互认协议。	
英国	2025年5月8日，英国和美国已经就关税贸易协议条款达成一致。需要注意的是，被签署的美英贸易协议为《美英经济繁荣协议（EPD）》（the U.S.-UK Economic Prosperity Deal），其本质上只是一个原则性框架，本身不具有法律约束力，后续很多具体细节还要继续进行谈判。	关税调整	1.英国和美国将在合理谈判期后，相互降低对对方重要领域原产商品的关税税率，具体时间将协调国内进程。美国将考虑降低英国部分领土的关税税率。 2.美国对英牛肉出口在 1000公吨配额内适用20%关税 ，英国将取消这20%关税，并为美国牛肉设立13000公吨的优惠免税配额。作为回报，英国将从其现有牛肉"其他国家"关税配额中向英国重新分配13000公吨。此外英国还将为美国乙醇提供14亿升的优惠免税关税配额。 3.英国汽车制造商每年进口到美国的前 100,000辆汽车按10%的互惠税率缴纳 ，每年任何额外的车辆按25%的税率征收。 4.英国满足美国钢铁和铝产品供应链安全要求后，美国给予最惠国税率配额； 5.双方将 适用原产地规则，防止非参与者规避关税 。美国在EPD（U.S.-UK Economic Prosperity Deal）谈判期间考虑英国降低部分商品关税的要求。	10%的基准关税税率将继续实施。
		其他事项	1.讨论知识产权保护和执法、劳动实践（解决供应链强迫劳动问题）以及环境政策和实践的高标准承诺。 2.两国都承诺继续寻找互惠互利的商品、服务、投资机会和商业交易，以促进关键行业的经济一体化和国防准备，利用政府政策、许可证和计划以及私营部门的参与来促进此类交易。	英国同意采购约100亿美元美国波音飞机。
中国	中美经贸高层会谈5月10日至11日在瑞士日内瓦举行。中方代表是国务院副总理何立峰，美方代表是财政部长斯科特·贝森特和美国贸易代表贾米森·格里尔。双方一致同意建立中美经贸磋商机制。5月12日发布 中美日内瓦经贸会谈联合声明 。	中国举措	中国将（一）相应修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税；（二）采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起针对美国的非关税反制措施。 暂时回退至10% 。	双方承诺将于2025年5月14日前采取举措。
		美国举措	美国将（一）修改2025年4月2日第14257号行政令中规定的对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的从价关税，其中，24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税；（二）取消根据2025年4月8日第14259号行政令和2025年4月9日第14266号行政令对这些商品的加征关税。 暂时回退至30% 。	

【总体观点】美元兑人民币震荡偏弱

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)中性：**中国外贸数据阶段性改善，政策空间充足，市场关注内需修复节奏；美国非农就业超预期，但薪资增速回落，通胀压力边际缓解，市场仍保留年内降息预期；**2)中美利差(chā)中性：**美债收益率维持高位，货币政策保持偏紧；中国持续推进流动性宽松，利率维持低位，利差倒挂格局延续；**3)贸易政策不确定性利好人民币：**中美联合声明宣布关税大幅“降级”，实际加征关税从高峰期的超125%大幅回落至34%，并对其中24%部分实施90天暂缓，释放出明确的缓和信号。此次成果超出市场预期，短期有助于修复全球贸易预期、提振中国出口动能，并降低“脱钩”风险的市场定价。

- ◆ **展望：**受中美关税缓和提振出口预期及市场情绪修复影响，美元兑人民币短期或震荡偏弱。

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）

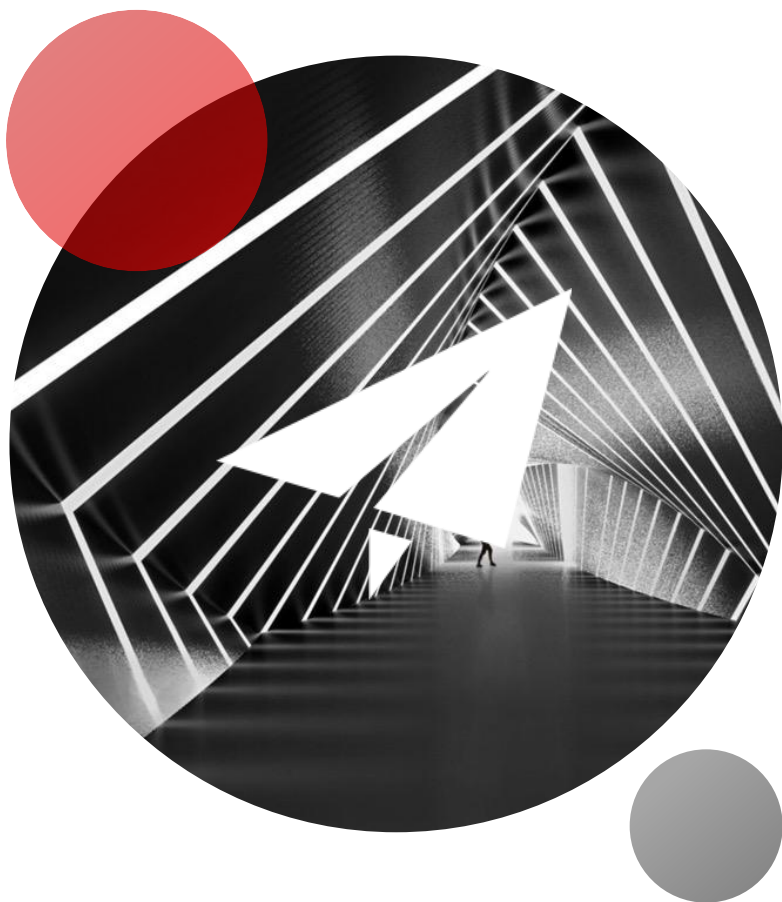


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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