

3月份国内经济数据全面超预期，关税冲突仍不时扰动资产

——债市焦灼源自矛盾尚未共振，中短期关注超长债跨资产对冲逻辑

2025-4-20

中泰期货研究所宏观团队 李荣凯

从业资格号：F3012937

交易咨询从业证书号：Z0015266

TEL: 13361063969

目 录

CONTENTS

01 逻辑与策略 (P3-4)

02 宏观主要资产资金流向变化 (P5-6)

03 近期宏观数据分析与回顾 (P7-13)

04 资金面分析与债券期现指标监控 (P14-24)

05 权益宽基指数基本面、流动性与期现指标监控 (P25-29)

06 宏观经济中期基本面跟踪监控 (P30-46)

07 宏观经济长波基本面跟踪监控 (P47-48)

逻辑与观点：债市焦灼源自矛盾尚未共振，中短期关注超长债跨资产对冲逻辑

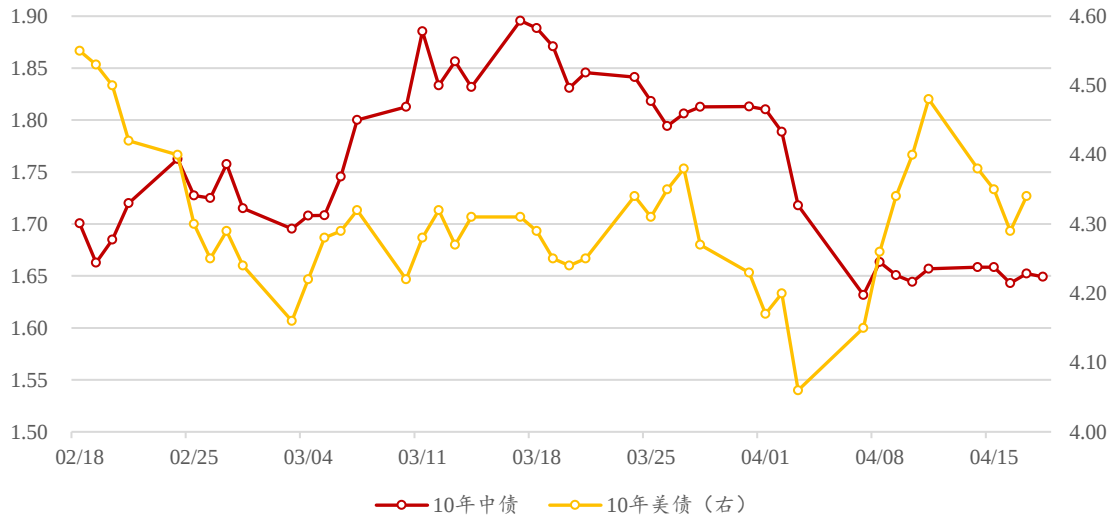
- ◆ **宏观数据与逻辑：**上周央行罕见的周末公布金融数据，数据大幅超预期。信贷+政府债发行均对社融形成明显贡献，人民币贷款余额同比增速回，信贷结构也有明显的改善。此外，外贸出口同比增速大超预期，周三公布的同比数据均超预期。**数据清晰的描述了当前国内经济全面复苏的景象。但是金融资产反映则是偏弱。这该如何理解？**金融资产主要反映预期，市场预期当前数据的高增可能是未来一段时间的数据高点，市场优先进行确定性交易。一季度数据同比大幅增长有政策加持+抢出口因素。比如政府债显著提前发行+放量，一线城市二手房市场保持了较高的热度，国内股票指数推动了市场信心恢复，等。但是市场对于未来关税冲突下经济走弱也有较强的预期共识。海外方面，美国公布零售数据，数据好于预期但并未明显超预期。2月份库存数据一般，零售端显示一定幅度的去库。但是4月由于全球关税战，再结合国内3月份出口数据来看未来3月份数据可能会有反复，重点需要关注4-5月份数据表现。市场对于降息预期波动不大。维持未来衰退预期显现显性化的判断。
- ◆ **资金面：**本周二1000亿元MF到期到期，当日央行基本上仅对冲7天逆回购到期，不过税期资金偏松。**当周市场对于下周降准、降息预期发酵。周五外媒多报道下周存在降息可能，但彭博和路透刚好相反。**路透：中国将维持贷款利率不变，但关税措施引发宽松政策预期。彭博：商业银行可能下调贷款市场报价利率。**目前金融资产隐含降息大致30bp，关注市场预期差。**
- ◆ **观点与策略：**债券市场交易呈现出一定的焦灼态势，这主要是当前债市资产矛盾比较大，且长短维度不一致。**从基本面来看**，受到关税战影响宏观面预期，市场预期降准、降息在逻辑上并没有硬伤，但是短期经济数据仍然偏强，人民币贷款余额也出现反弹。**从资金面看**，虽然资金在2月份到达一个偏贵的相对高点，3月份以来也回落当中，但是从央行公开市场操作来看以及官媒的市场引导看，央行仍传达出继续择机态度。并且从未来关税博弈看，通过其他宏观政策阶段性平替降准、降息，并在货币政策方面留有一定余地也并非不逻辑。**从估值看**，目前从10债和利率互换定价看资产大致隐含了30bp降息。从更为长期的视角看，由于利率曲线平坦化+短债估值相对资金偏贵也就意味着整条利率曲线的估值均偏贵，尽管这里边有大环境的因素，但是债券资产估值贵也是绕不开的问题。**综合来看**，市场焦灼态需要有标志性的动作进行确认，如果能在基本面、资金面长、短期维度形成共振可能会驱动中期阶段的行情。短期适合看短做短，比如先关注下周市场是否有降准、降息预期差。另外，短线逻辑仍然需要关注的另一个问题是，目前权益类资产护盘态度非常鲜明，但市场成交受到供需关系影响出现持续萎缩，故超长端运行偏强可能有跨资产对冲的逻辑驱动。策略方面：降准降息未超预期情况下，超长端可保持适度乐观。关注降准、降息以及月末政治局会议。
- ◆ **风险因素：**关税冲突反复

- ◆ **上周观点与策略：**全球关税政策美国反复巨大，债券在一定程度上遭受了风险资产波动冲击。目前市场对于央行降准、降息预期较强，路透调查市场预期在二季度降准25bp+降息15bp。就目前市场定价来看，这一预期较市场隐令降息大致30bp+明显不足，因此债市周五调整不排除有这个因素导致了止盈盘的离场。**美元信用推动了美债抛售造成中美利差大幅走阔VS人民币汇率明显升值如何看？**央行货币政策关注点在于币值稳定而非中美利差稳定。维持央行未来较大概率降准、降息判断，但需要节奏与预期差对行情的扰动。策略方面，考虑短期落袋为安，再寻找更好的买点，做陡逻辑可以保持。

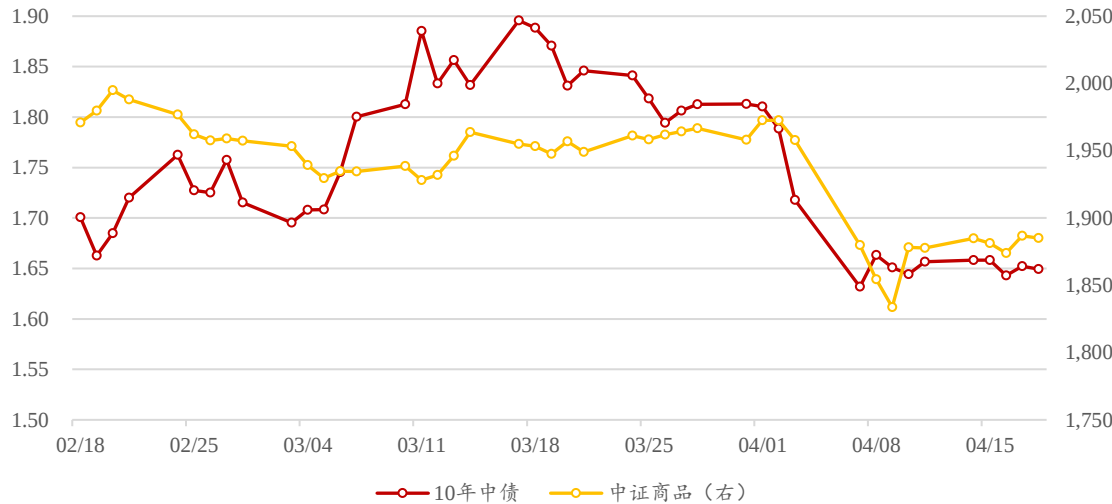
日期	10年中债 (%)	10年美债 (%)	美元指数 (点)	人民币 汇率	标普500 (点)	上证指数 (点)	中证商品 (点)	原油 (点)	黄金 (点)	铜 (点)	集运欧线 (点)	螺纹 (点)	豆粕 (点)
2025/03/20	1.83	4.24	103.85	7.25	5663	3409	1957	525	711	81464	1935	3201	2909
2025/03/24	1.84	4.34	104.26	7.25	5768	3370	1961	533	708	81657	1980	3231	2908
2025/03/25	1.82	4.31	104.18	7.26	5777	3370	1958	537	708	81749	2043	3246	2914
2025/03/26	1.79	4.35	104.55	7.26	5712	3369	1962	540	710	81844	2050	3235	2883
2025/03/27	1.81	4.38	104.34	7.27	5693	3374	1964	539	711	81451	2058	3237	2893
2025/03/28	1.81	4.27	104.04	7.26	5581	3351	1967	540	724	80384	2144	3225	2887
2025/03/31	1.81	4.23	104.21	7.26	5612	3336	1958	535	731	79887	2066	3203	2932
2025/04/01	1.81	4.17	104.26	7.27	5633	3348	1973	554	737	80307	2115	3216	2894
2025/04/02	1.79	4.20	103.81	7.27	5671	3350	1973	550	735	79766	2058	3211	2926
2025/04/03	1.72	4.06	102.07	7.28	5397	3342	1958	540	740	78724	2070	3204	2976
2025/04/04	#N/A	4.01	103.02	7.28	5074	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
2025/04/07	1.63	4.15	103.26	7.31	5062	3097	1880	508	719	73487	1788	3124	2999
2025/04/08	1.66	4.26	102.96	7.34	4983	3146	1855	478	720	73197	1643	3083	3108
2025/04/09	1.65	4.34	102.90	7.35	5457	3187	1834	458	729	71958	1598	3067	3071
2025/04/10	1.64	4.40	100.87	7.31	5268	3224	1878	478	745	75169	1732	3118	3029
2025/04/11	1.66	4.48	100.10	7.29	5363	3238	1878	472	758	75039	1688	3109	3039
2025/04/14	1.66	4.38	99.64	7.31	5406	3263	1885	473	764	76148	1603	3107	3065
2025/04/15	1.66	4.35	100.22	7.32	5397	3268	1881	476	765	75788	1564	3107	3028
2025/04/16	1.64	4.29	99.38	7.31	5276	3276	1874	467	782	75153	1515	3078	2979
2025/04/17	1.65	4.34	99.38	7.30	5283	3280	1887	482	790	75670	1531	3078	2988
30日走势													

◆ 跨资产资金流向热力图：当周国内债券收益率波动不大，美债略有回落，美元持续贬值。黄金仍然是最为强势的资产。商品市场有所分化。权益资产方面，上证50ETF等基金经常性尾盘放量。

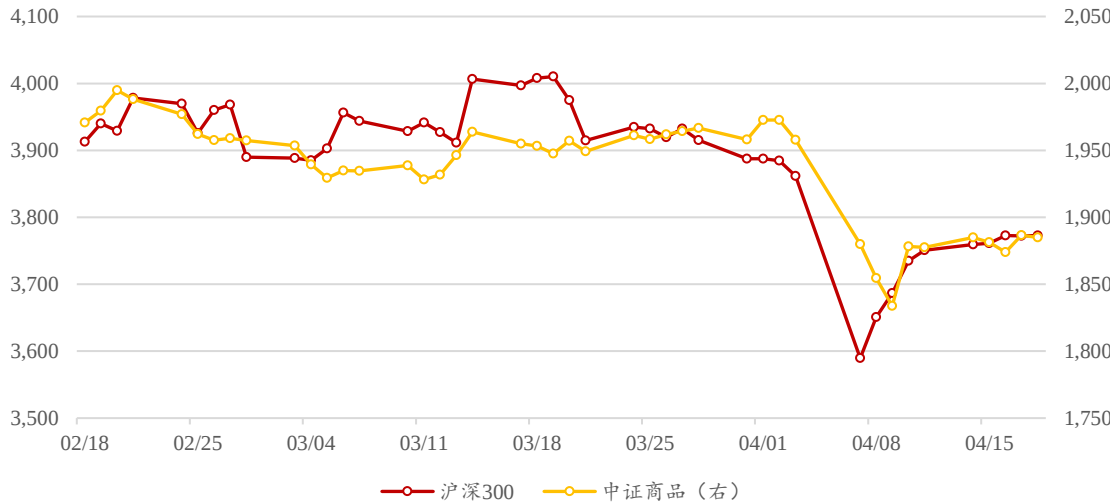
10年中、美债收益率 (%)



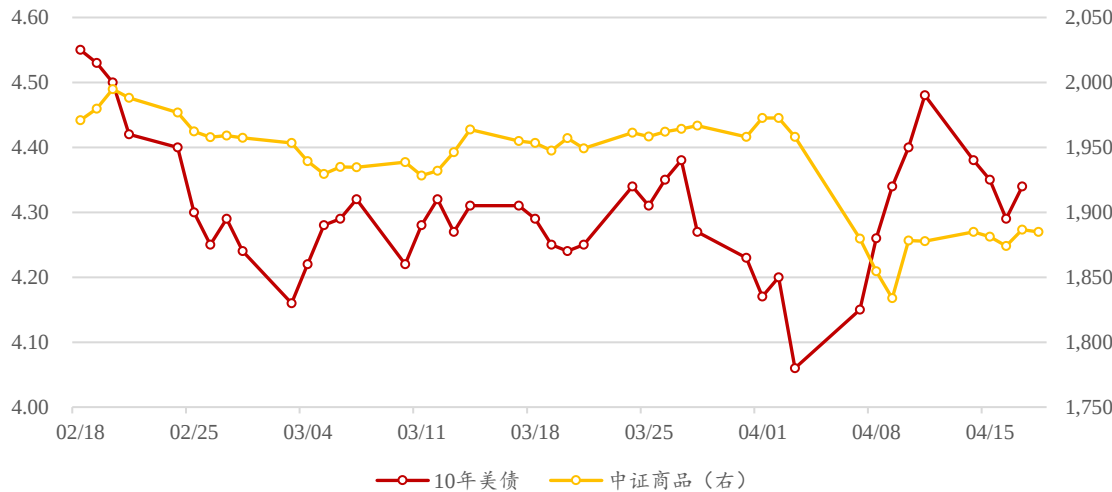
中债收益率与中证商品指数 (% , 点)



沪深300与中证商品指数 (点)

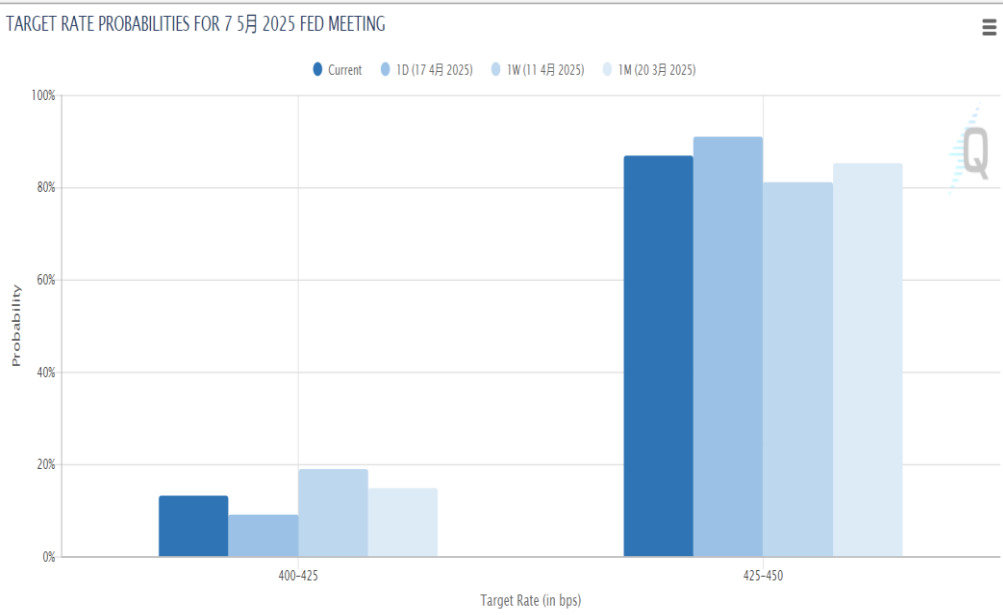


美债收益率与中证商品指数 (%)



时间	13号 (7)				14号 (1)			15号 (2)	16号 (3)						17号 (4)				18号 (5)					
数据	3月M2: 同比(%)	3月M1: 同比(%)	3月社会融资规模 存量:同比 (%)	3月新增人民币贷款(亿元)	中国3月以美元计算出口	中国3月以美元计算进口	中国3月以美元计算贸易帐(亿美元)	1000亿元1年期中期借贷便利 (MLF) 和1674亿元7天期逆回购到期, 当日OMO对冲后净回笼1029亿元	中国第一季度GDP年率	中国3月社会消费品零售总额同比	中国3月规模以上工业增加值同比	中国3月今年迄今城镇固定资产投资同比	中国3月城镇调查失业率	70大中城市住宅价格: 同比和环比降幅均收窄	美国3月零售销售月率	美国3月工业产出月率	美国3月产能利用率	美国2月商业库存月率	欧元区至4月17日欧洲央行存款机制利率	美国至4月12日当周初请失业金人数(万人)	美国3月新屋开工总数年化(万户)	美国3月新屋开工年化月率	日本3月全国CPI年率	日本3月核心CPI年率
当期值	7.0	1.6	8.4	36,400	13.5	(3.5)	1,026.40		5.4	5.9	7.7	4.2	5.2		1.4	(0.3)	77.8	0.2	2.25	21.5	132.4	(11.4)	3.6	3.2
预期	7.1	0.3	8.2	29,500	3.5	(4.3)	/		5.2	4.4	5.6	4.1	5.3		1.3	(0.2)	78.0	0.3	2.25	22.5	142.0	(5.4)	3.7	3.2
前值	7.0	0.1	8.2	10,100	(3.0)	1.5	/		5.4	4.0	31.0	4.1	5.4		0.2	0.8	78.2	0.3	2.50	22.4	149.4	9.8	3.7	3.0
比较	★	★★●	★★●	★	★★●	★●			★	★★●	★	★★●	★●			★	★	★●	★	●	★●	★	★	★

- ◆ 上周天央行罕见的周末公布金融数据，数据大幅超预期。信贷+政府债发行均对社融形成明显贡献，人民币贷款余额同比增速回，信贷结构也有明显的改善。此外，外贸出口同比增速大超预期，周三公布的同比数据均超预期。数据清晰的描述了当前国内经济全面复苏的景象。但是金融资产反映则是偏弱。这该如何理解？金融资产主要反映预期，市场预期当前数据的高增可能是未来一段时间的数据高点，市场优先进行确定性交易。一季度数据同比大幅增长有政策加持+抢出口因素。比如政府债显著提前发行+放量，一线城市二手房市场保持了较高的热度，国内股票指数推动了市场信心恢复，等。但是市场对于未来关税冲突下经济走弱也有较强的预期共识。
- ◆ 海外方面，美国公布零售数据，数据好于预期但并未明显超预期。2月份库存数据一般，零售端显示一定幅度的去库。但是4月由于全球关税战，再结合国内3月份出口数据来看未来3月份数据可能会有反复，重点需要关注4-5月份数据表现。市场对于降息预期波动不大。维持未来衰退预期显现显性化的判断。



时间	22号 (1)		24号 (3)								25号 (4)					26号 (5)
数据	中国至4月21日一年期贷款市场报价利率	中国至4月21日五年期贷款市场报价利率	欧元区4月制造业PMI初值	欧元区4月服务业PMI初值	欧元区4月综合PMI初值	美国4月标普全球制造业PMI初值	美国4月标普全球服务业PMI初值	美国4月标普全球综合PMI初值	美国3月新屋销售总数年化(万户)	美国3月新屋销售年化月率	美国至4月19日当周初请失业金人数(万人)	美国3月耐用品订单月率	美国3月成屋销售总数年化(万户)	美国3月成屋销售年化月率	美联储公布经济状况褐皮书	美国4月密歇根大学消费者信心指数终值
当期值																
预期	3.1	3.6	47.5	50.5	50.3	49.4	52.8		68.0	1.0	22.1	2.0	413.0	(3.0)		50.8
前值	3.1	3.6	48.6	51.0	50.9	50.2	54.4	53.5	67.6	1.8	21.5	1.0	426.0	4.2		50.8
比较																

时间	7号 (1)		9号 (3)		10号 (4)								11号 (5)		
数据	欧元区2月零售销售年率	中国3月外汇储备(亿美元)	美国2月批发销售月率	美国2月批发库存月率	中国3月CPI年率	中国3月PPI年率	美国3月末季调CPI年率	美国3月季调后CPI月率	美国3月末季调核心CPI年率	美国3月季调后核心CPI月率	美国至4月5日当周初请失业金人数(万人)	3月FOMC纪要：关税上调可能推高通胀，政策前景存在高度不确定性，对增长和就业构成下行风险	美国3月PPI年率	美国3月核心PPI年率	美国4月密歇根大学消费者信心指数初值
当期值	2.3	32,407	2.4	0.3	(0.1)	(2.5)	2.4	(0.1)	2.8	0.1	22.3		2.7	3.3	50.8
预期	1.9	32,520	0.8	0.3	0.0	(2.3)	2.6	0.1	3.0	0.3	22.3		3.3	3.6	54.5
前值	1.8	32,272	(1.3)	0.3	(0.7)	(2.2)	2.8	0.2	3.1	0.2	21.9		3.2	3.5	57.0
比较	★●		★		★●	★●	★●	★	★●	★			★●	★●	★●

- ◆ 当周市场发布通胀数据，但是同上周一样数据并非资产大幅波动的核心逻辑，当周金融市场主要围绕加征关税冲击—衰退—继续加征影响边际趋缓—关税不确定市场情绪修复的逻辑线条进行交易。关税政策反复出现在美债遭到市场的大量抛售，这可能抓住了特朗普的小辫子。美国东部时间2025年4月11日晚10点36分，美国海关及边境保护局(CBP)发布关税更新指南。根据特朗普总统当日签署的备忘录《对2025年4月2日第14257号行政命令（经修订）例外条款的澄清说明》，对归入《美国统一关税表》（HTSUS）下述税目项下的所有产品，免除14257号行政命令之下的“对等关税”。这意味着，对原产于中国的芯片、笔记本、智能手机等多项商品豁免征收“对等关税”。
- ◆ 就经济数据来看，国内发布通胀数据，数据总体偏弱反映国内消费市场，特别是工业端有继续走弱倾向。海外方面结论基本一致，美国4月密歇根消费者信心大幅回落，通胀方面受能源成本下降拖累，美国3月PPI环比下降0.4%，创2023年10月以来最大跌幅。在美国通胀数据发布后，市场交易未来降息的节奏提前，幅度扩大。截止周五市场押注美联储6月份降息25bp的可能性上升。就资产而言，与数据结论向左的是当周美债收益率大幅上行接近50bp。这主要受到了关税战反复博弈中，市场担心美国可能对金融资产征税+美国政策南辕北辙显著影响了美元信用。因此，即便是美国关税政策冲突出现缓和，但是美元信用已经进一步受损的结果是不可逆的。综合来看，我们认为资金短线的波动主要受到关税逻辑+情绪推动，中期宏观方向可能仍然是包括中国在内的全球经济将在贸易冲突中走弱。关注下周国内集中发布3月份宏观经济数据，另注意国内地产销售高频数据有走弱迹象。

时间	31号 (1)			1号 (2)								2号 (3)	
数据	中国3月官方制造业PMI	中国3月非制造业PMI	中国3月综合PMI	日本2月失业率	韩国3月出口年率	中国3月财新制造业PMI	欧元区3月CPI年率初值	欧元区2月失业率	美国3月ISM制造业PMI	美国3月ISM新订单指数	美国2月JOLTs职位空缺(万人)	美国3月ADP就业人数(万人)	美国2月工厂订单月率
当期值	50.5	50.8	51.4	2.4	3.1	51.2	2.2	6.1	49.0	45.2	756.8	15.5	0.6
预期	50.5			2.5	3.5	51.1	2.2	6.2	49.5		761.6	11.8	0.5
前值	50.2	50.4	51.1	2.5	0.7	50.8	2.3	6.2	50.3	48.6	776.2	8.4	1.8
比较	●	●	●	★●	★●	★●	●	●	★●	●	★●	★●	★

3号 (4)								4号 (5) 清明节						
特朗普宣布实施对等关税和行业特定关税的细节：加征34%关税	中国3月财新服务业PMI	中国3月财新综合PMI	欧元区2月PPI年率	美国3月挑战者企业裁员人数(万人)	美国至3月29日当周初请失业金人数(万人)	美国3月ISM非制造业PMI	美国3月ISM非制造业新订单指数	美国3月失业率	美国3月季调后非农就业人口(万人)	美国3月平均每小时工资年率	美国3月平均每小时工资月率	美国3月就业参与率	中国通过美国对等关税反制措施“对原产于美国的所有进口商品加征34%关税	
	51.9	51.8	3.0	27.5	22.3	50.8	50.4	4.2	22.8	3.8	0.3	62.5		
	51.5		3.0			53.0	51.5	4.1	12.8	3.9	0.3	62.4		
	51.4	51.5	1.7	17.2	22.4	53.5	52.2	4.1	11.7 15.1	4.0	0.2	62.4		
	★●	●	●	★		★●	★●	★●	★●	★●		★●		

◆ 当周市场发布大量宏观数据，但并非是资产大幅波动的核心逻辑。就经济数据来看，国内PMI数据并未向市场描绘保持陡峭斜率修复的景象，而是分化和修复斜率放缓。海外方面，美国 ISM发布的PMI数据显示美国工业和服务业均线走弱，特别是非制造业，但是非农就业数据大幅超出市场预期，让市场在恐慌中意识到美国经济现实并非像预期那么弱，但是松动问题仍然存在。

- ◆ **对等关税+反制措施后，市场当前在交易什么，未来可能交易什么？从资产运动痕迹看**，关税冲突落地后包括美元指数和贵金属在内的全球资产普遍、大幅下跌。不过周五（国内清明假期）国内发布反制措施+美国非农数据公布后，就业数据仍然指向美国经济现实偏强，美元指数出现上涨，**但是也不能排除市场夹杂了流动性冲击**。**从逻辑链条看**，美国简单粗暴的以贸易逆差为基础加征对等关税，**造成的结果是以美国居民消费能力补贴国内工业生产和就业**。作为全球最大的消费品需求国，需求下滑将导致未来美国经济走弱斜率明显陡峭化。由于当前**美国通胀回落边际明显放缓，因此增长的放缓将同频地混合滞涨预期**。那么对于非美国国家意味着什么？**总需求下滑将推动全球主要生产国进入衰退和通缩压力**。**未来可能会发生什么？**首先是贸易反制，目前国内已经打响第一枪，欧盟等跟进的可能性较大。**影响是，中欧作为生产大国和需求大体量经济体，经贸联系会加强，但是受益更大的应当是欧盟**。其可以获得价格更低的消费品，国内面临外贸需求的下滑影响会更大。**这是贸易冲突后，欧元快速升值、贵金属回落的原因**。核心是黄金作为美元信用对冲的资产逻辑受到了冲击，白银由于没有信用对冲的硬核交易逻辑，其在本轮上涨中是跟随黄金上涨，所以脆弱性就为显著。因此白银较黄金和铜的跌幅更显著，并非单纯的工业属性交易衰退导致。其次，非美国国家会进一步释放宏观政策对冲，**比如国内会进一步通过财政政策补需求+货币政策补通胀**。由于财政政策受到预算和以收定支的限制，货币政策进一步取向宽松可能速度更快。**债券是收益最为明显的资产，央行再继续维持流动性紧平衡意义已经不大，基本面已经成为压倒性的交易逻辑**。往前看，全球衰退模式仍然是基准预期，商品+债券逻辑较为简单，可能是短线资金重点关注的资产。**权益会比较复杂**，基本情景是，预期走弱将是短线主要逻辑，中期看很难衡量是成本下降的多还是需求下降的多，ROE是修复还是恶化，**不确定性将是市场不得不面对的问题**。未来资金交易冲动需要看到预期的修复，**建议观察触发条件**：一是宏观和微观的流动性修复，比如持续有力度的货币政策加码，美联储再度降息；二是基本面修复，可能不必苛求总量增长的稳定，但至少需要看到ROE或者ROE预期的稳定或者修复。

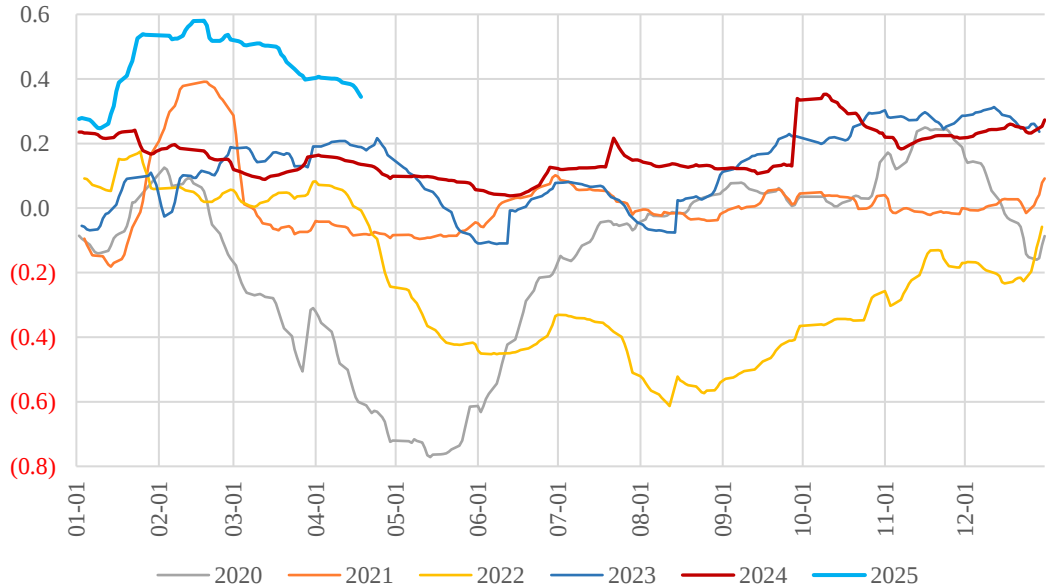
时间	24号 (1)						25号 (2)		26号 (3)	27号 (4)			28号 (5)				
数据	欧元区3月制造业PMI初值	欧元区3月服务业PMI初值	欧元区3月综合PMI初值	美国3月标普全球制造业PMI初值	美国3月标普全球服务业PMI初值	美国3月标普全球综合PMI初值	美国2月新屋销售总数年化(万户)	美国2月新屋销售年化月率	美国2月耐用品订单月率	中国2月今年迄今规模以上工业企业利润年率	美国至3月22日当周初请失业金人数(万人)	美国第四季度实际GDP年化季率终值	美国2月核心PCE物价指数年率	美国2月核心PCE物价指数月率	美国2月个人收入月率	美国2月个人支出月率	美国3月密歇根大学消费者信心指数终值
当期值	48.7	50.4	50.4	49.8	54.3	53.5	67.6	1.8	0.9	(0.3)	22.4	2.4	2.8	0.4	0.8	0.1	57.0
预期	48.2	51.0	50.8	51.8	50.8		67.9	3.5	(1.0)		22.5	2.3	2.7	0.3	0.4	0.6	57.9
前值	47.6	50.6	50.2	52.7	51.0	51.6	66.4	(6.9)	3.3	(3.3)	22.3	2.3	2.7 2.6	(0.3)	0.9	(0.2)	57.9
比较	★●	★●	★●	★●	★●	●	★	★	★	●		★●	★●	★	★	★	★●

- ◆ 当周国内发布1-2规上工业企业利润数据，累计增速降幅收窄，但是对比1-2月累计同比增速与12月当月同比增速则是有明显回落。从库存形态来看有被动类库的特征。本轮库存形态形态偏弱主要还是受到了国内地产的拖累，后续需要关注出口的变化，如果走弱则库存形态有可能转为低位去库。
- ◆ 海外方面，服务业走弱但波动不大，市场影响有限，市场大波动出现在周五美国公布的PCE通胀数据。PCE通胀数据抬头+消费走弱导致市场倾向于认为通货膨胀粘性+消费走弱的可能，这进一步强化的市场此前担忧的通胀，令美股继续下挫，美债市走强，恐慌指数VIX上升。但是美元汇率相对稳定，反映市场担忧投票虽然导致市场的大幅波动，但是并不至于恐慌。那么市场担心什么，交易什么？我们认为市场担忧4月2日美国对非美国国家加征对等关税会推动美国通胀粘性进一步增强，由于美国宏观政策退坡和经济周期性逐步回落共振，那么美国经济的不确定性会进一步增加，市场短线担忧的是这种不确定的对等关税落地会进一步推动滞胀担忧进入现实，全球将再次面临需求下滑和通胀韧性下的货币政策缺位。因此，我们认为国内这导致了美股的下跌近期并没有带动中概股上涨的原因，即市场流动性并没有选择风险资产重新配置的路线而是选择避险，因此周五美盘资产走势为股票类资产普遍下跌，美债持续上涨，美元指数波动不大。
- ◆ 下一周海外市场将迎来宏观数据的密集发布，如果数据指向强化上述分析逻辑，那么资产波动也有较大概率沿着上述方向走势，并且存在放大的可能。此外关注4月2日美国对等关税落地情况。

时间	17号 (1)							18号 (2)			19号 (3)	20号 (4)			21号 (5)				
数据	1-2月社会消费品零售总额同比	1-2月规模以上工业增加值同比	1-2月城镇固定资产投资同比	1-2月房地产开发投资同比	1-2月城镇调查失业率	70个大中城市住宅房价：同比降幅收窄+环比回落	国新办就提振消费有关情况举行发布会：市场讨论未超预期	美国2月零售销售月率	美国1月商业库存月率	美国2月新屋开工总数年化(万户)	美国2月工业产出月率	美国2月设备使用率	日本至3月19日央行目标利率	美国至3月19日美联储利率决定(上限)	3月LPR报价:3.6,3.1 保持不变	美国至3月15日当周初请失业金人数(万人)	美国2月成屋销售总数年化(万户)	日本2月全国CPI年率	日本2月全国核心CPI年率
当期值	4.0	5.9	4.1	(9.8)	5.3			0.2	0.3	150.1	0.7	78.2	0.5	4.5		22.3	409.0	3.7	3.0
预期	4.5	5.1	3.6	(9.7)	5.3			0.6	0.3	138.0	0.2	77.8	0.5	4.5		22.4	395.0	3.5	2.9
前值	3.7	6.2	3.2	(10.6)	5.1			-1.2 -0.9	(0.2)	135.0	0.3	77.7	0.5	4.5		22.1	426.0	4.0	3.2
比较	★●	★●	★●	★●	●			★		★	★●						★	★●	★●

- ◆ 当周宏观数据方面：1-2月份国内宏观数据公布，数据好坏参半，市场解读偏乐观。工增和固定资产投资明显好于预期，但是消费明显弱于预期，失业率符合预期但出现了0.2octs回升，70城房价环比出现回落。从宏观数据走势来看，尽管部分数据较预期回落，但是整体延续了回升态势，也就是说926政治局会议以来，宏观政策一次性+持续发力的效果仍然能够修复总量宏观数据。但是对于经济存在的存在问题也有较高的共识，自循环动能仍然偏弱但财政发力积极后效果明显。因此，首份宏观数据结论倾向于，周期性下行与财政政策发力后的支撑力量能够在一定程度上进行对冲。因此数据发布后金融资产走势平稳，并未出现明显波动。考虑1-2月份出口增速有明显回落，那么如果未来政策不能接力，宏观经济将面临走弱风险，这一点需要注意。
- ◆ 美联储3月议息会议方面：本次会议美联储下调了经济增长预期0.4pcts，失业率略有上调或基本持平，PCE和核心PCE通胀上调0.2-0.3pcts，对于年底政策利率水平预期保持不变。从这份美联储的经济预期来看，其担忧贸易战可能会导致国内有滞胀风险，但是丝毫不动摇未来软着陆的基本情景。因此在数据发布前市场对于美国股市下跌既可以解读未衰退预期，但我们认为更多是滞胀预期推动使然。从资产走势的痕迹来看，由于数据发布前市场对于海外机构预期增速下调已经有了相当的反映，纳斯达克指数回撤超过16 pcts。因此本次会议后市场继续相信软着陆预期，故美股走势出现子反弹。此外，从美元指数来看，自1月份特朗普上任后，持续2月大幅走弱近两周也出现了下跌中继企稳特征。因此，前期市场一致预期交易的东升西降的资金流动逻辑还是需要警惕中期存在回撤的可能。

考虑降息的资金面高频

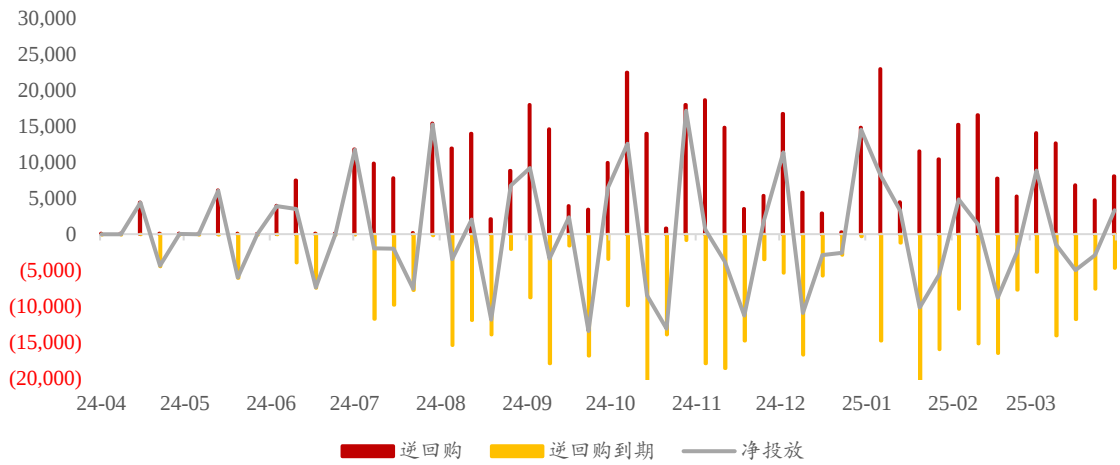


日期		2025/04/18					银行间资金	
回购代码	加权利率 (%)	变化 (bp)	利率走势 (30D)	成交量 (亿元)	变化量 (亿元)	成交量占比 (%)		
DR001	1.66	2.63		20,717	737	95.15%		
DR007	1.69	0.88		981	317	4.50%		
DR014	1.79	5.00		19	7	0.09%		
DR1M	1.73	4.26		7	(43)	0.03%		
汇总				21,773.44		99.77%		

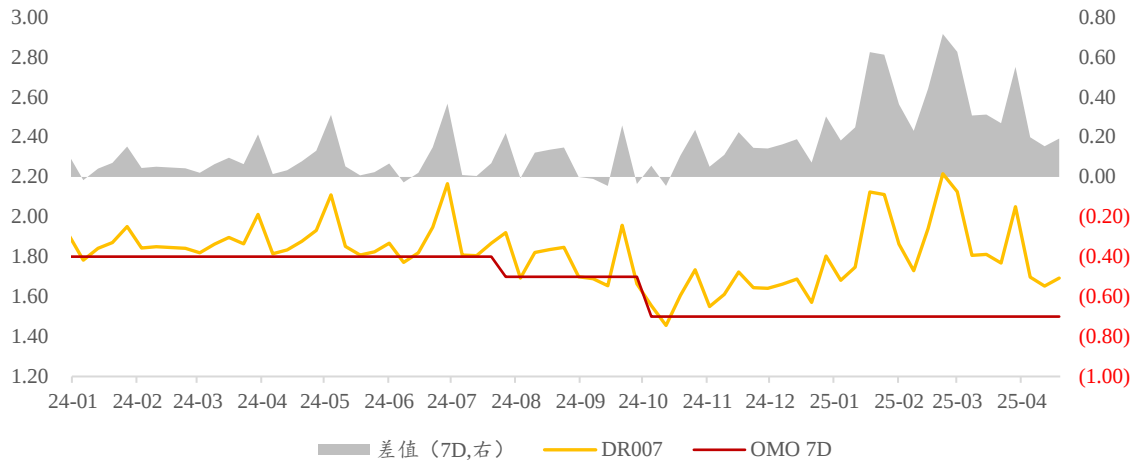
日期	周内序号	逆回购量	逆回购到期量	净投放	R007 加权	DR007 加权	OMO 7D	LPR 1Y	LPR 5Y
2025-04-18	5	2,505.0	285.0	2,220.0	1.71	1.69	1.50	3.10	3.60
2025-04-17	4	2,455.0	659.0	1,796.0	1.72	1.68	1.50	3.10	3.60
2025-04-16	3	1,045.0	1,189.0	(144.0)	1.74	1.72	1.50	3.10	3.60
2025-04-15	2	1,645.0	1,674.0	(29.0)	1.73	1.71	1.50	3.10	3.60
2025-04-14	1	430.0	935.0	(505.0)	1.74	1.70	1.50	3.10	3.60
2025-04-11	5	285.0	0.0	285.0	1.70	1.65	1.50	3.10	3.60
当周累计		8,080.0	4,742.0	3,338.0					

- ◆ 本周二1000亿元MF到期到期，当日央行基本上仅对冲7天逆回购到期，不过税期资金偏松。当周市场对于下周降准、降息预期发酵。周五外媒多报道下周存在降息可能，但彭博和路透刚好相反。
路透：中国将维持贷款利率不变，但关税措施引发宽松政策预期。彭博：商业银行可能下调贷款市场报价利率。
- ◆ 目前金融资产隐含降息大致30bp，关注市场预期差。

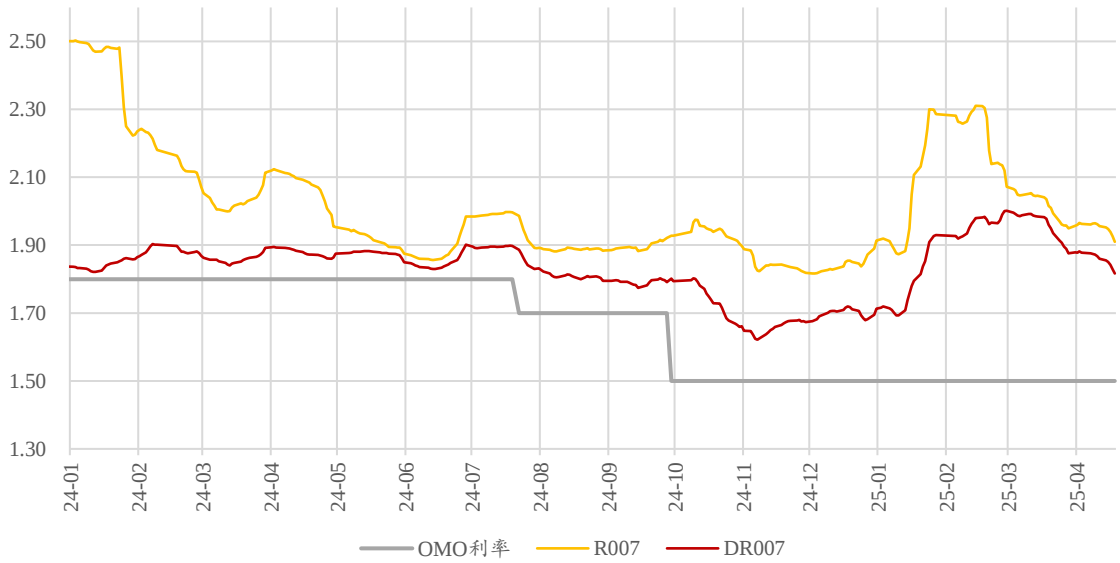
央行逆回购（亿元）



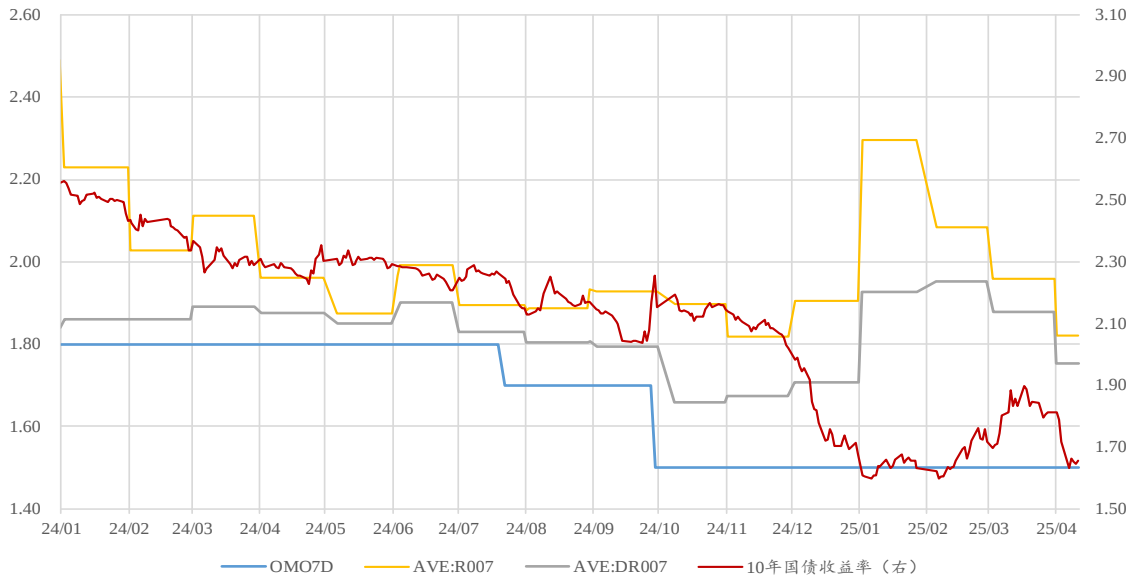
OMO7D与DR007(%)



资金面 (%)



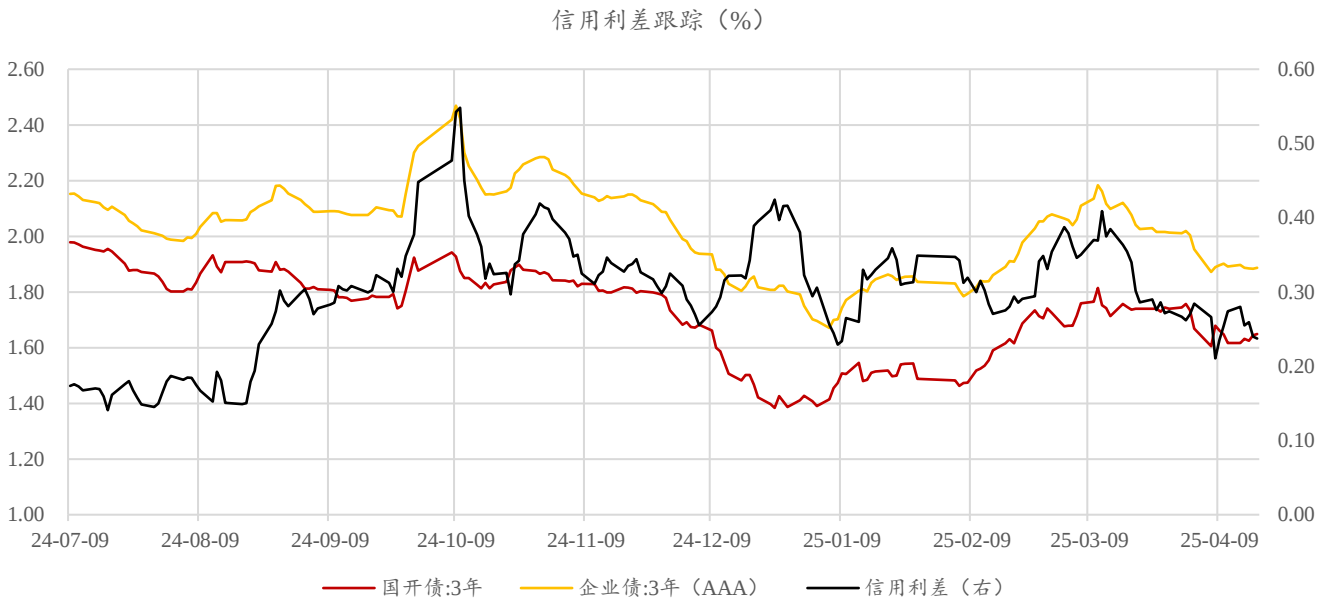
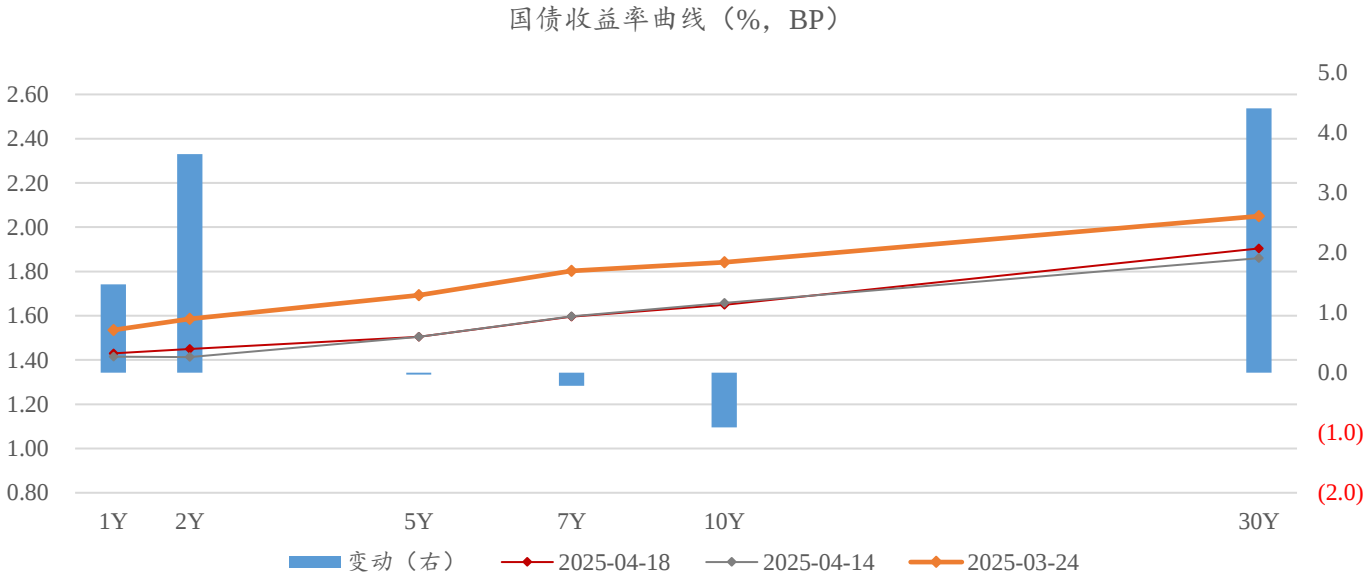
资金中枢与10年国债收益率 (%)



日期	DR007	R007	同业存单(AAA)
2025-04-18	1.69	1.71	1.76
2025-04-17	1.68	1.72	1.76
2025-04-16	1.72	1.74	1.76
2025-04-15	1.71	1.73	1.77
2025-04-14	1.70	1.74	1.76
2025-04-11	1.65	1.70	1.74
周变化 (bp)	3.91	1.02	2.00

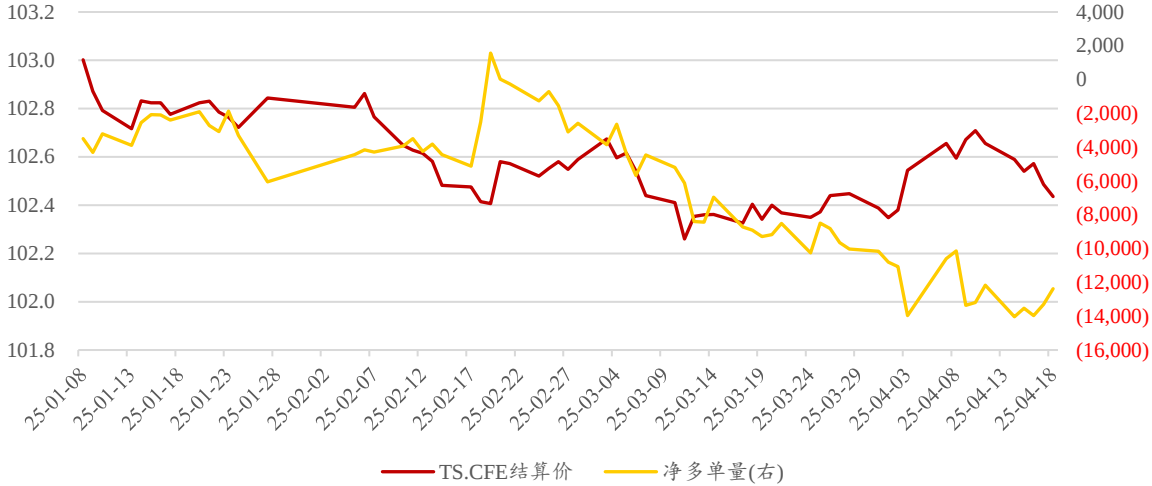
日期	中债1Y	中债2Y	中债5Y	中债10Y	中债30Y
2025-04-18	1.43	1.45	1.50	1.65	1.90
2025-04-17	1.43	1.44	1.50	1.65	1.90
2025-04-16	1.42	1.43	1.49	1.64	1.87
2025-04-15	1.42	1.42	1.50	1.66	1.86
2025-04-14	1.42	1.41	1.50	1.66	1.86
2025-04-11	1.40	1.40	1.49	1.66	1.86
周变化 (bp)	3.22	5.16	1.45	-0.75	4.15

日期 (bp)	10Y-3M	10Y-1Y	10Y-2Y	10Y-5Y	30Y-10Y
2025-04-18	23	22	20	15	25
2025-04-17	23	22	21	15	25
2025-04-16	24	23	22	15	22
2025-04-15	25	24	24	16	20
2025-04-14	26	24	25	15	20
2025-04-11	28	26	26	17	21
周变化 (bp)	-4.75	-3.97	-5.91	-2.20	4.90

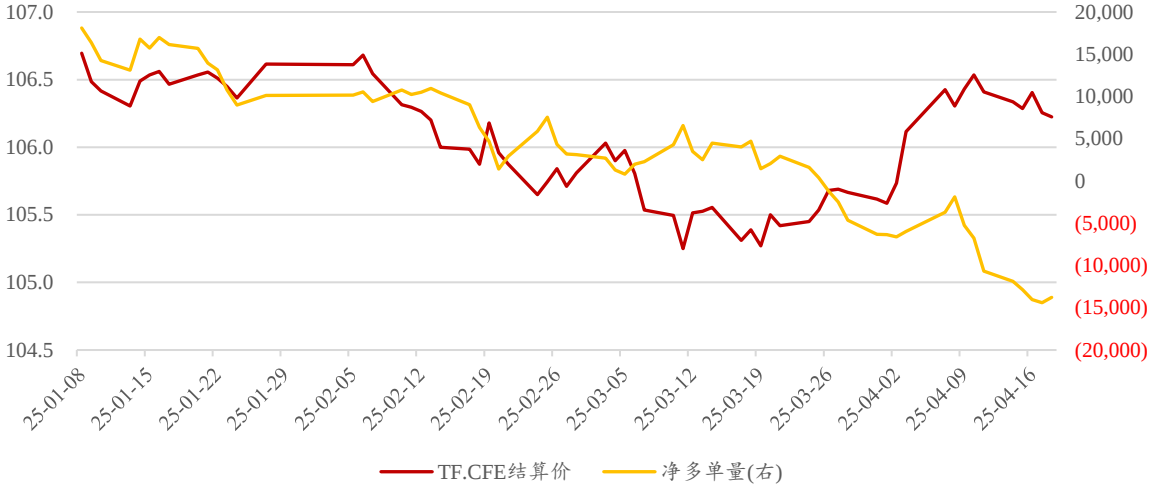


时间/收盘价	TL.CFE		T.CFE		TF.CFE		TS.CFE	
	涨跌幅	持仓变动	涨跌幅	持仓变动	涨跌幅	持仓变动	涨跌幅	持仓变动
2025/04/18	0.21	1,522	0.04	2,526	-0.02	-426	-0.05	-2,206
2025/04/17	-0.50	690	-0.13	169	-0.13	-1,898	-0.07	2,336
2025/04/16	0.22	3,820	0.16	9,150	0.10	1,324	0.02	1,658
2025/04/15	-0.15	878	-0.07	1,978	-0.06	1,139	-0.04	450
2025/04/14	0.36	1,591	0.08	4,388	-0.02	3,128	-0.04	1,982
2025/04/11	-0.28	1,949	-0.07	48	-0.09	-399	-0.05	4,103
2025/04/10	-0.38	-2,658	-0.01	-2,772	0.07	6,072	0.02	5,394
2025/04/09	0.25	5,832	0.13	3,832	0.16	6,274	0.10	8,168
2025/04/08	-0.64	-211	-0.25	6,735	-0.20	2,589	-0.10	1,842
2025/04/07	1.72	-6,510	0.56	-8	0.33	8,816	0.14	3,212
2025/04/03	1.33	-2,183	0.49	2,307	0.37	5,973	0.14	1,885
2025/04/02	0.84	5,706	0.27	6,254	0.16	4,262	0.05	3,326
2025/04/01	0.06	221	-0.10	-1,520	-0.06	125	-0.04	1,037
2025/03/31	0.13	1,575	-0.01	3,242	-0.01	344	-0.06	1,797
2025/03/28	-0.27	3,153	-0.01	2,180	0.01	-742	0.02	1,404
当周变化	0.14	8,501	0.07	18,211	-0.13	3,267	-0.19	4,220

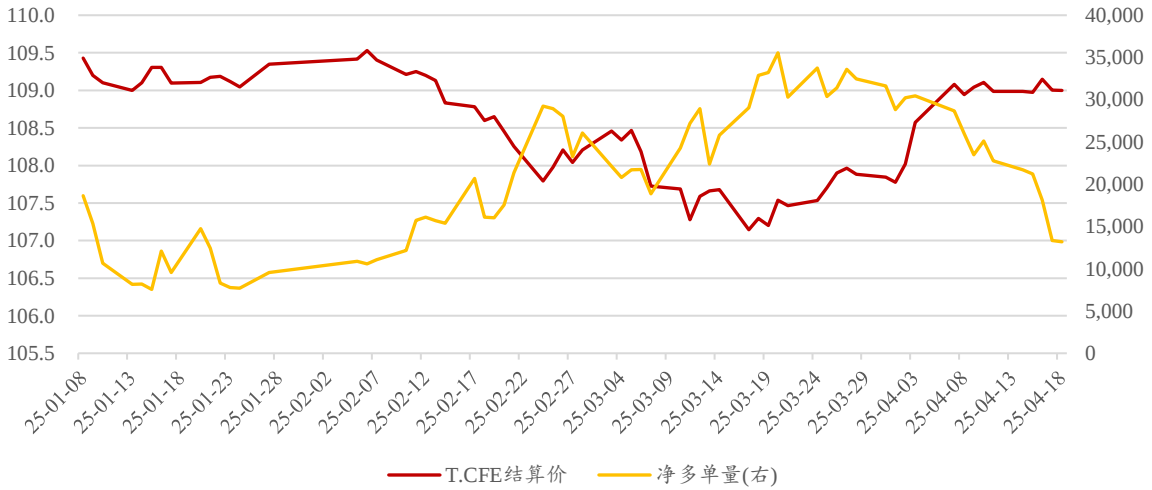
净持仓TS.CFE



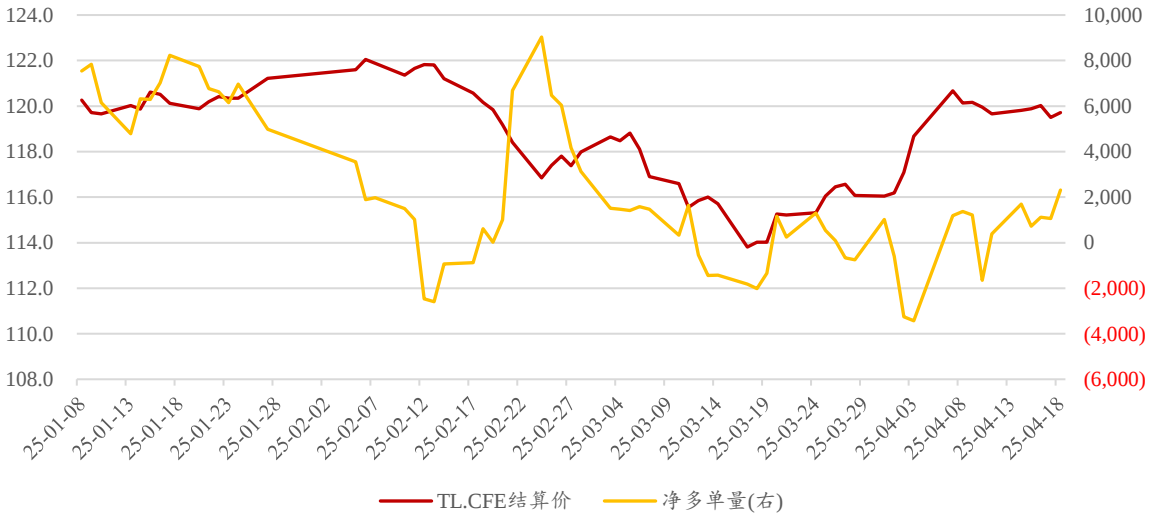
净持仓TF.CFE

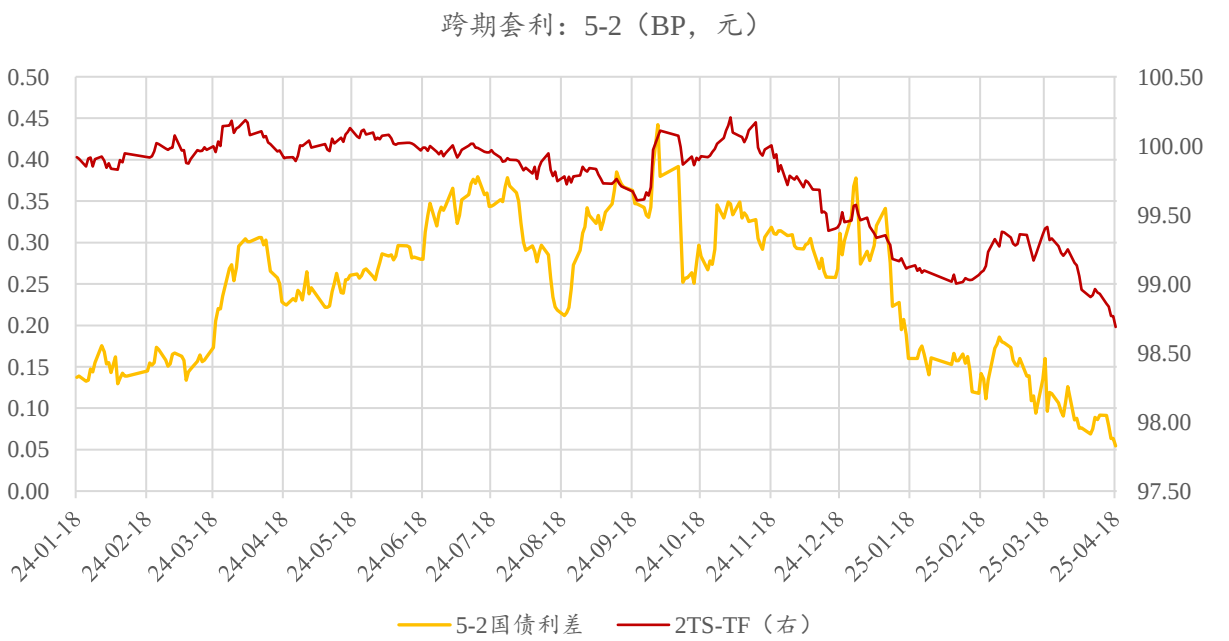
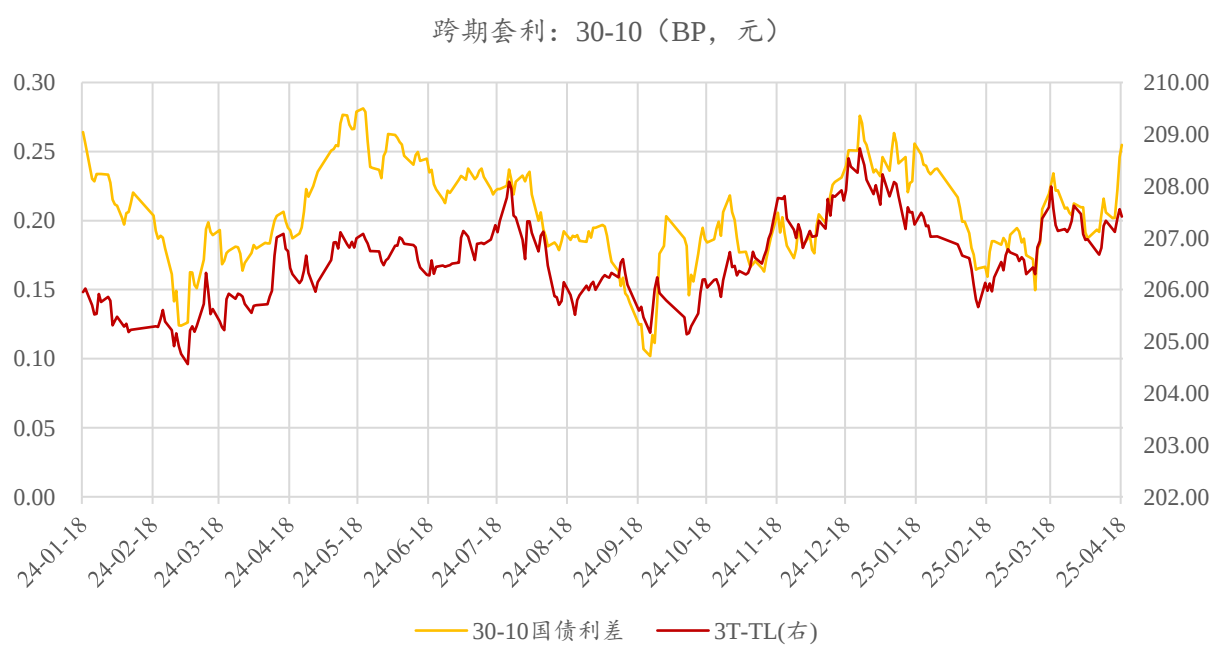
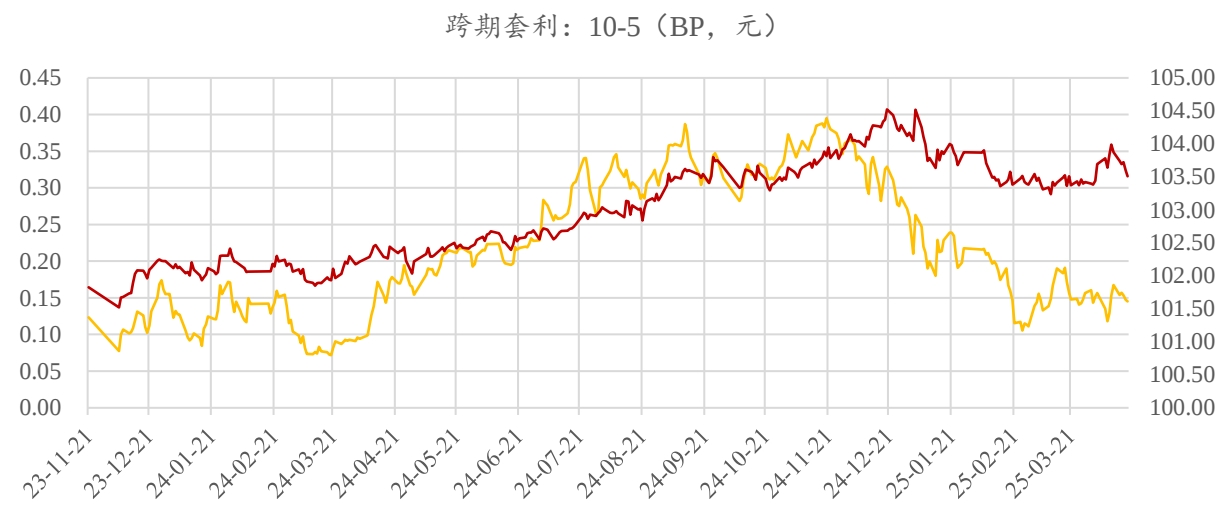
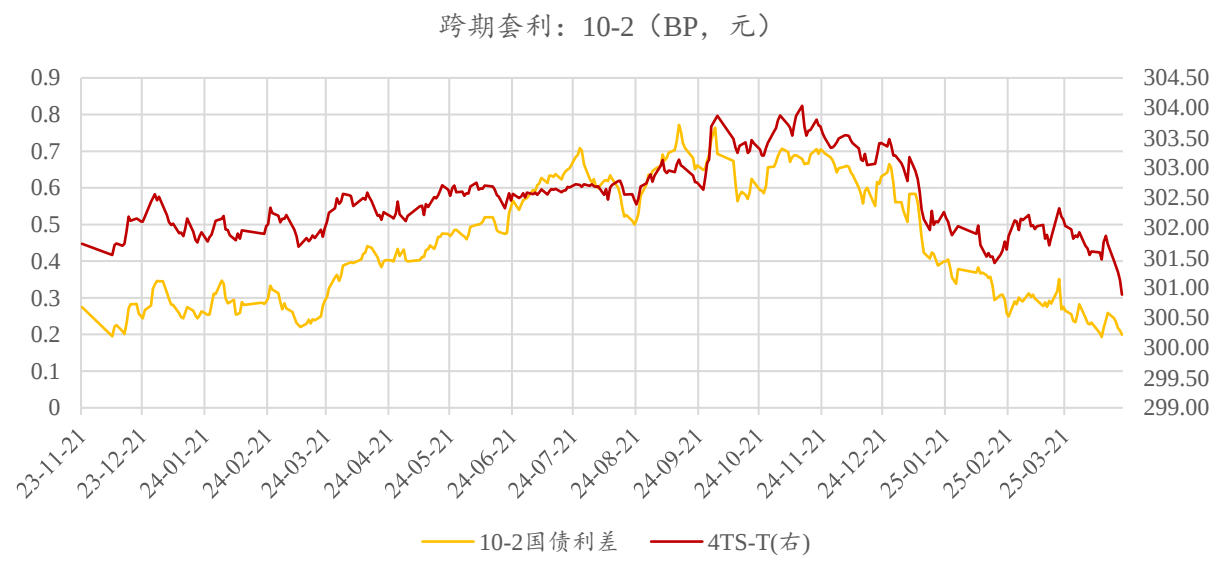


净持仓T.CFE



净持仓TL.CFE





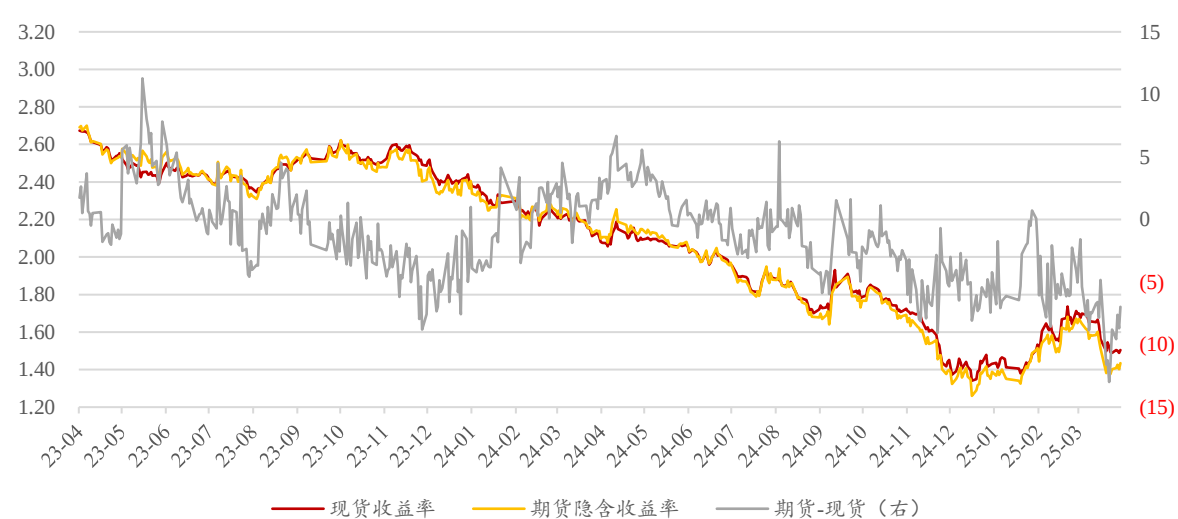
30年国债期货期现收益率（%，bp）



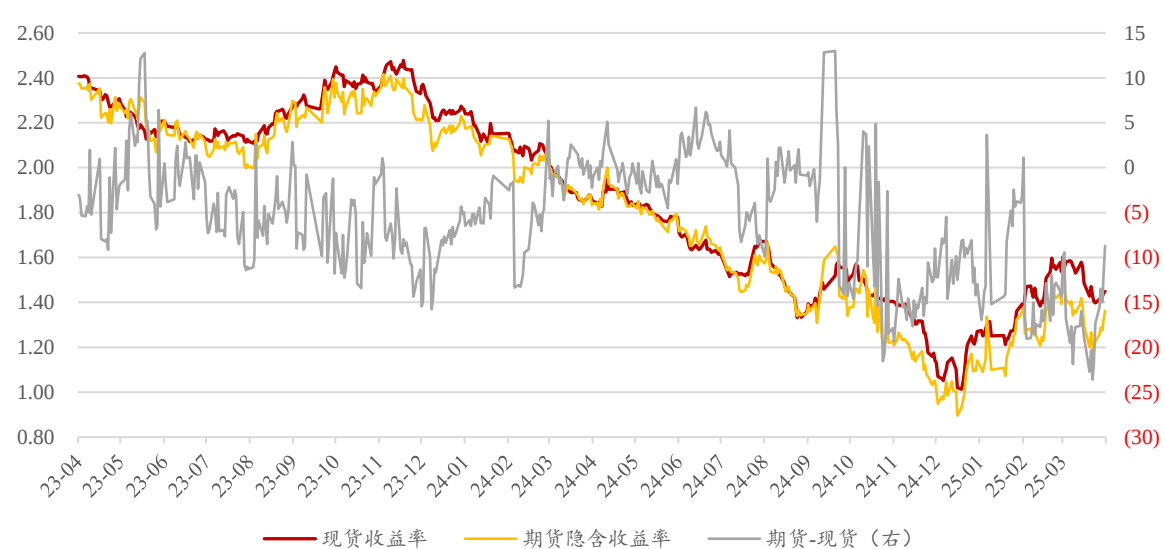
10年国债期货期现收益率（%，bp）



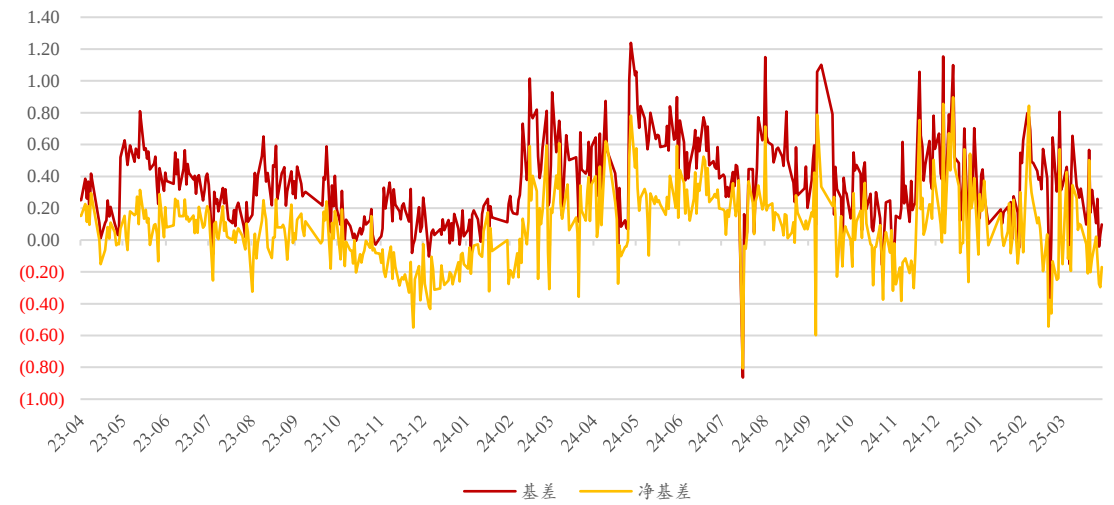
5年国债期货期现收益率（%，bp）



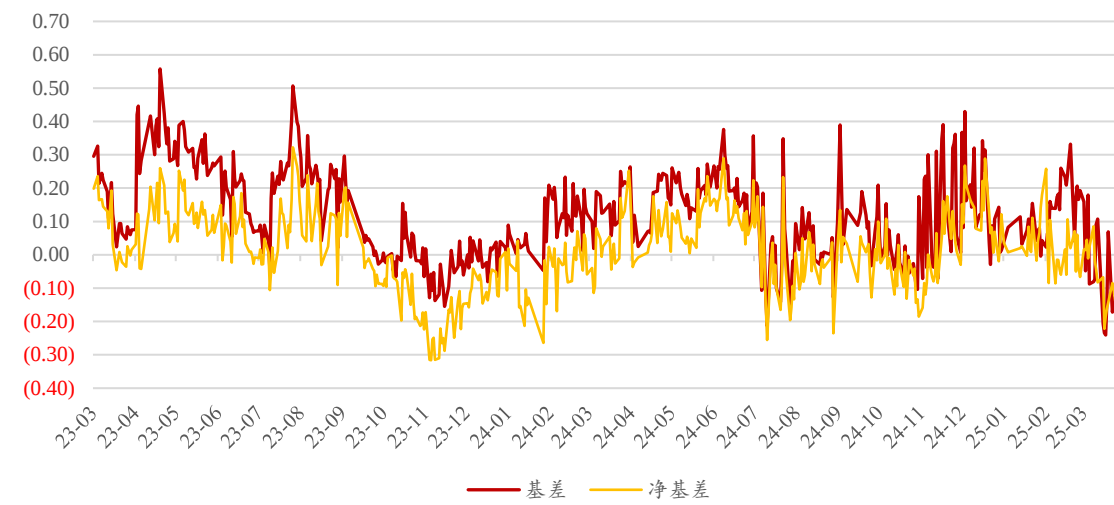
2年国债期货期现收益率（%，bp）



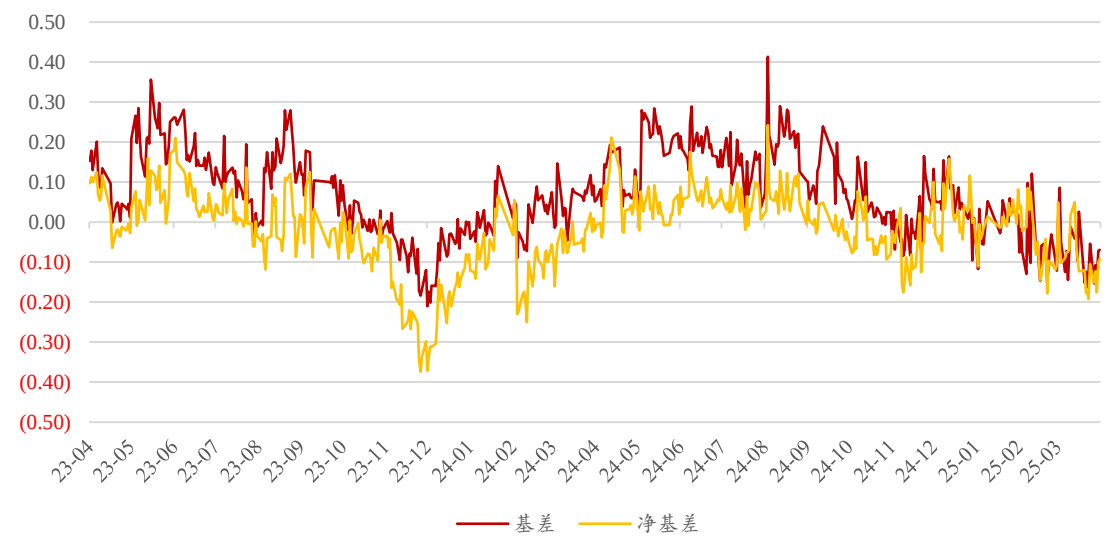
TL.CFE基差与净基差（元）



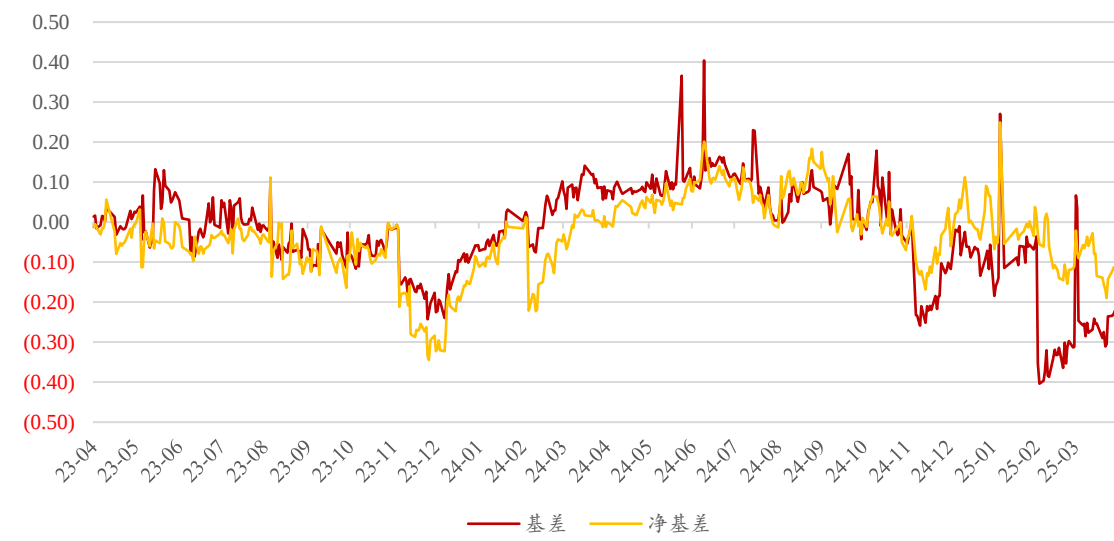
T基差与净基差（元）



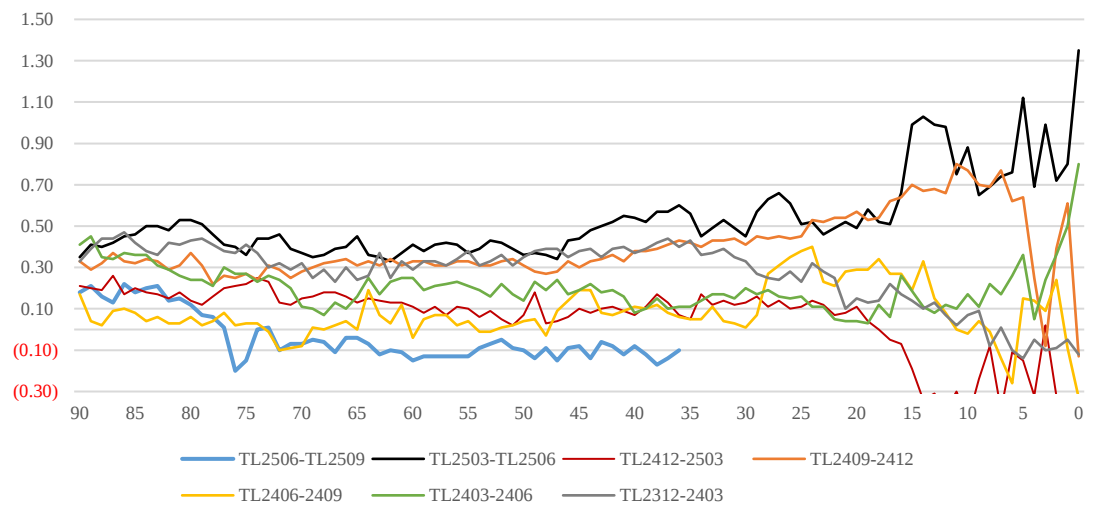
TF基差与净基差（元）



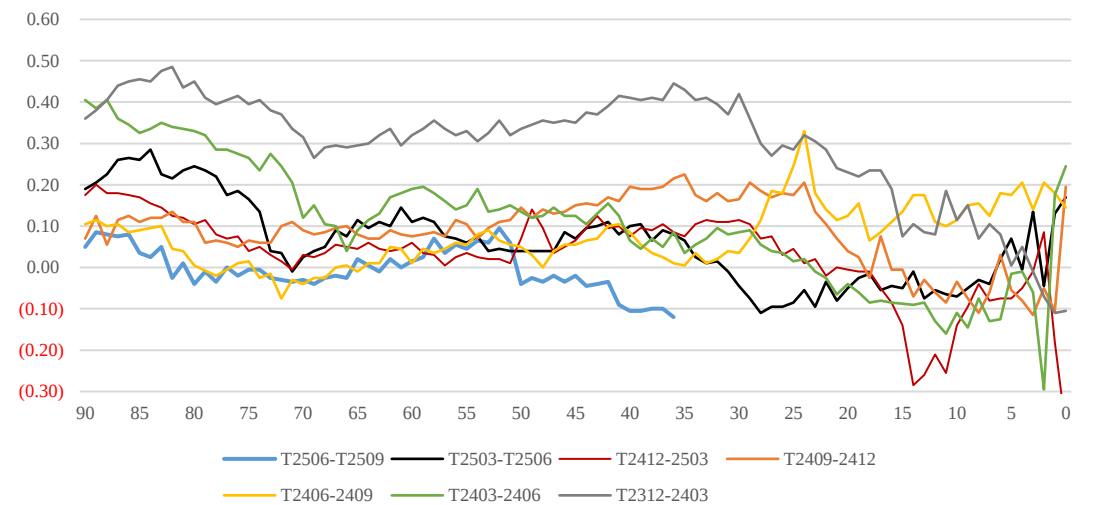
TS基差与净基差（元）



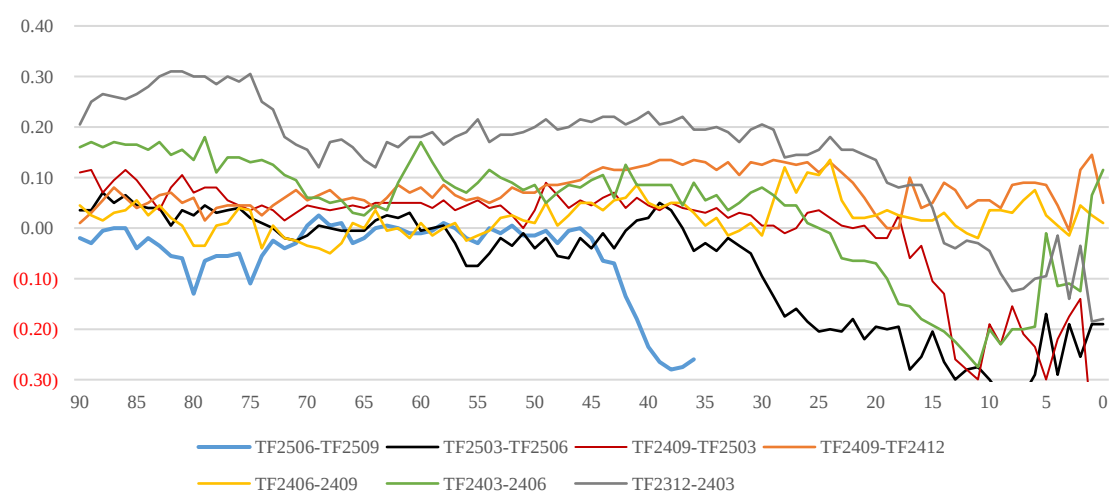
TL跨期价差（元）



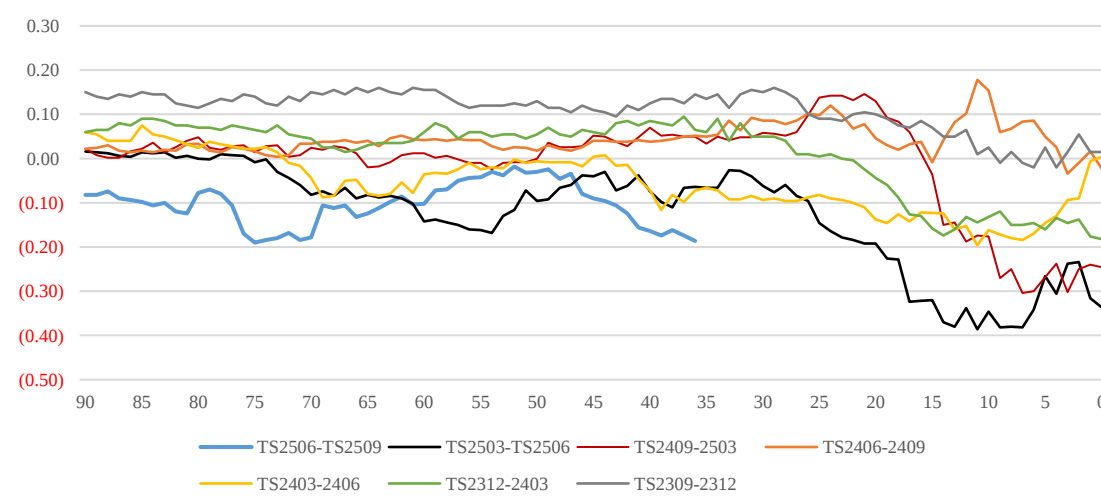
T跨期价差（元）



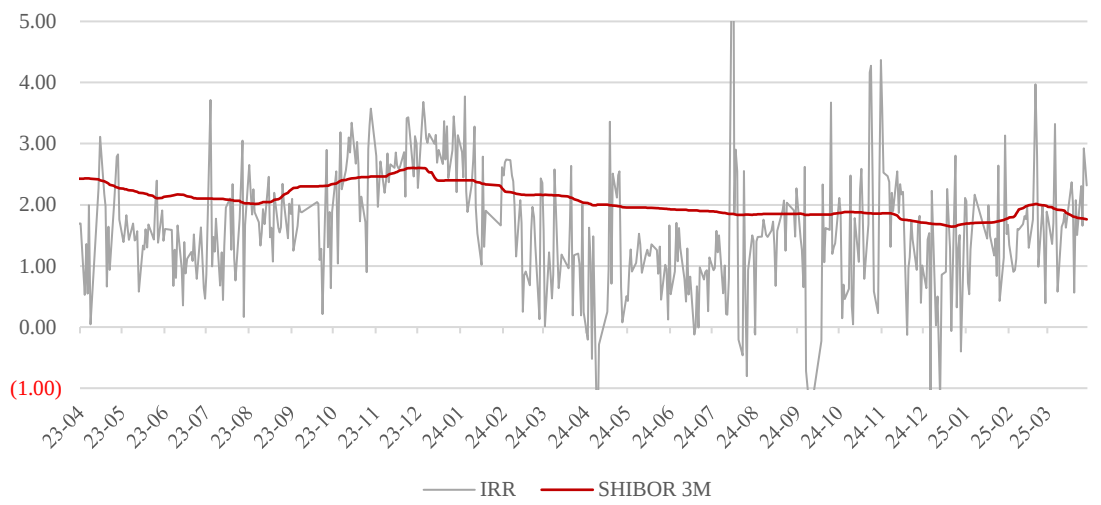
TF跨期价差（元）



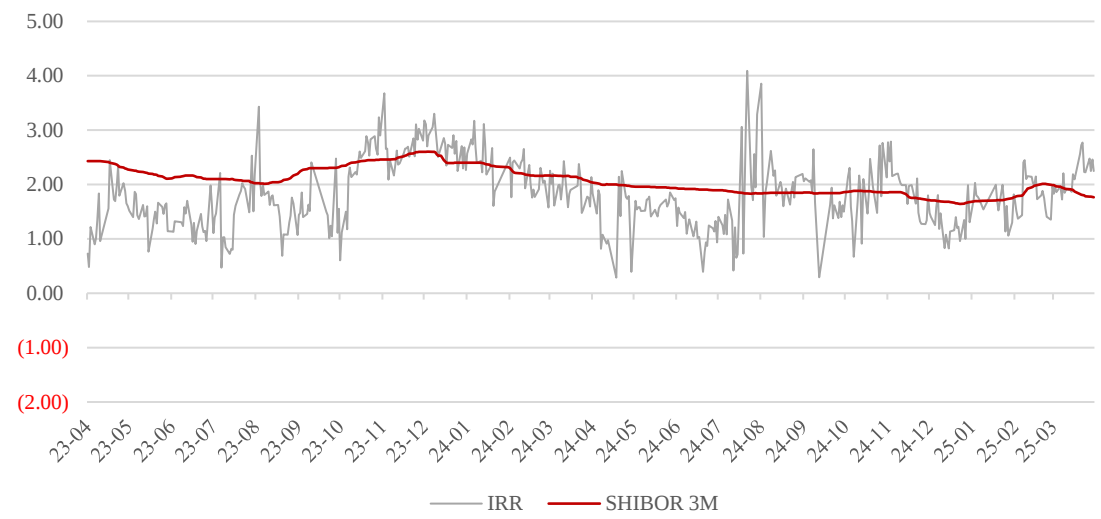
TS跨期价差（元）



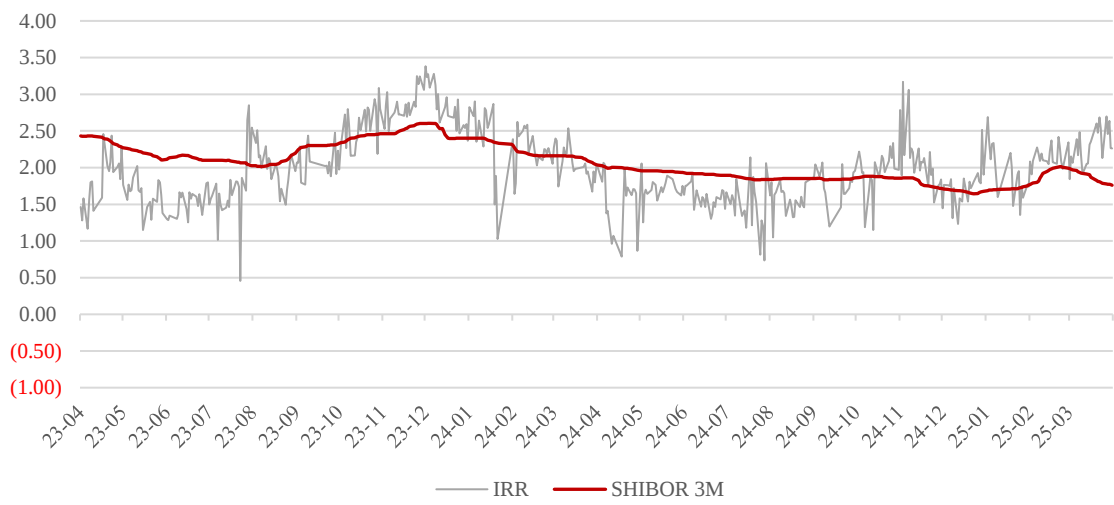
TL IRR与SHIBOR 3M(%)



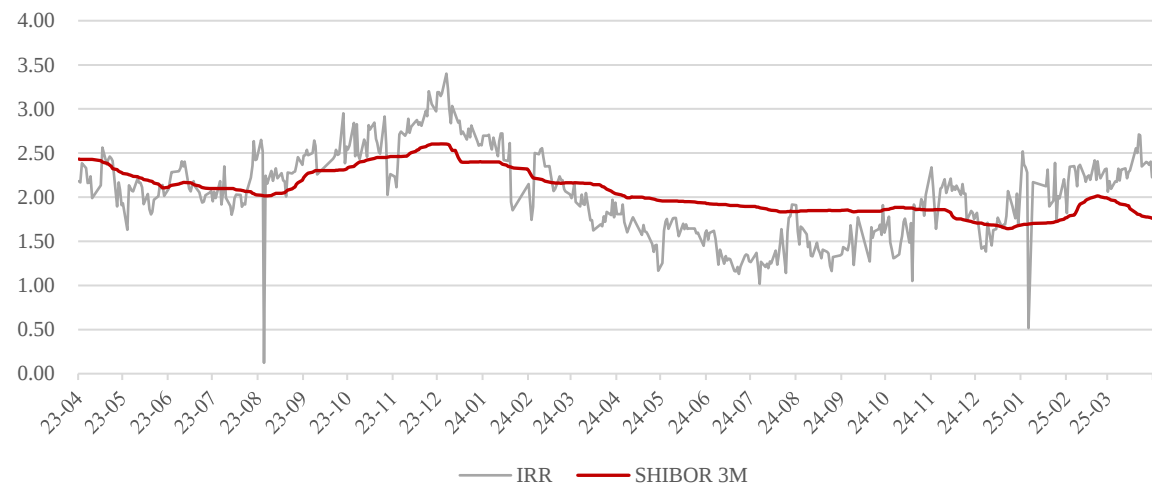
T IRR与SHIBOR 3M(%)



TF IRR与SHIBOR 3M(%)



TS IRR与SHIBOR 3M(%)



最便宜可交割国债（CTD）



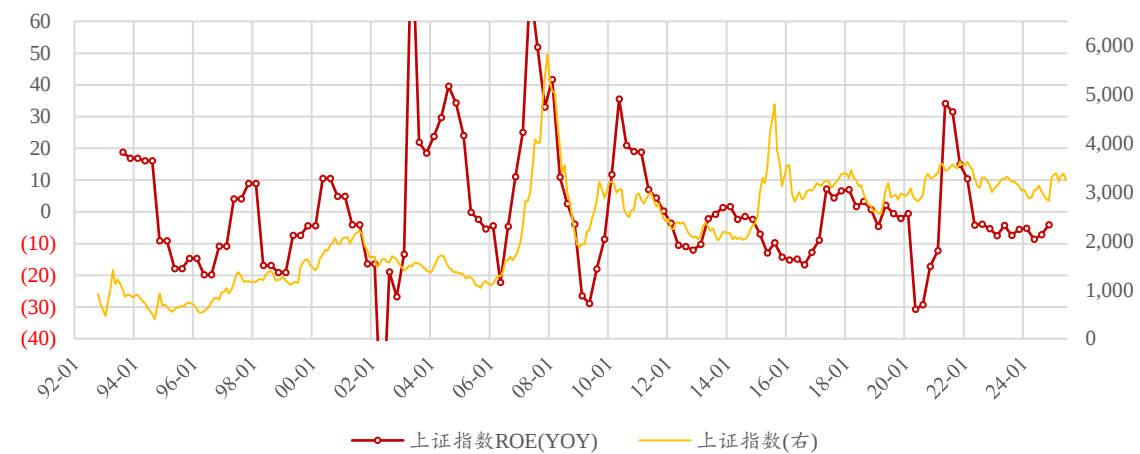
国债期货合约代码	TS2506.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2025-04-07	240024.IB	3.2	240024.IB	3.2	019734.SH	3.2	102276.SZ	-1.3
2025-04-08	019761.SH	2.5	240024.IB	2.2	019761.SH	2.5	102289.SZ	2.3
2025-04-09	240024.IB	2.9	240024.IB	2.9	019734.SH	2.8	102289.SZ	2.9
2025-04-10	102289.SZ	2.6	240024.IB	2.5	019761.SH	2.6	102289.SZ	2.6
2025-04-11	240024.IB	2.4	240024.IB	2.4	019761.SH	2.4	102289.SZ	2.1
2025-04-14	019761.SH	2.4	240024.IB	2.4	019761.SH	2.4		
2025-04-15	240024.IB	2.4	240024.IB	2.4	019761.SH	2.4	102289.SZ	2.1
2025-04-16	019761.SH	2.5	240024.IB	2.4	019761.SH	2.5		
2025-04-17	240024.IB	2.3	240024.IB	2.3	019761.SH	2.3	102289.SZ	2.2
2025-04-18	102289.SZ	2.2	240024.IB	2.1	019761.SH	2.2	102289.SZ	2.2

国债期货合约代码	TF2506.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2025-04-07	220021.IB	2.6	220021.IB	2.6	019748.SH	2.5	102273.SZ	2.4
2025-04-08	019748.SH	2.7	220021.IB	2.1	019748.SH	2.7	102273.SZ	2.4
2025-04-09	019748.SH	2.9	240014.IB	2.8	019748.SH	2.9	102273.SZ	2.8
2025-04-10	102273.SZ	3.1	220021.IB	3.	019748.SH	3.1	102273.SZ	3.1
2025-04-11	019748.SH	2.3	240014.IB	2.2	019748.SH	2.3	102282.SZ	0.5
2025-04-14	019748.SH	2.8	220021.IB	2.5	019748.SH	2.8	102282.SZ	0.2
2025-04-15	019748.SH	2.7	220021.IB	2.4	019748.SH	2.7	102282.SZ	0.1
2025-04-16	019748.SH	3.1	220021.IB	2.7	019748.SH	3.1	102282.SZ	0.1
2025-04-17	240014.IB	2.	240014.IB	2.	019757.SH	-0.5	102282.SZ	-0.6
2025-04-18	019748.SH	2.9	240014.IB	2.1	019748.SH	2.9	102282.SZ	-0.4

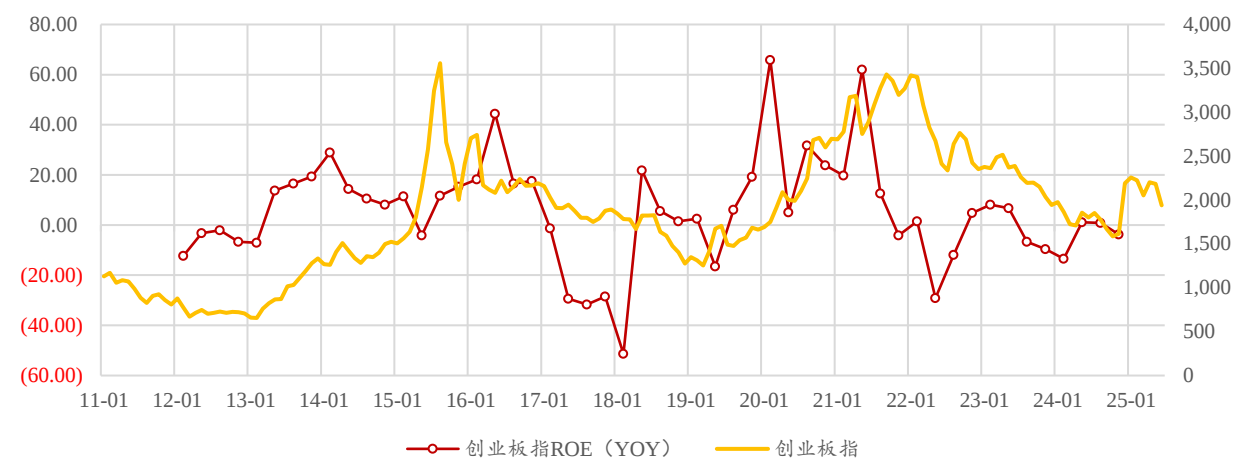
国债期货合约代码	T2506.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2025-04-07	240025.IB	2.3	240025.IB	2.3	019729.SH	-3.2	102260.SZ	-4.5
2025-04-08	240004.IB	3.7	240004.IB	3.7	019735.SH	-5.8	102278.SZ	-9.4
2025-04-09	220003.IB	2.7	220003.IB	2.7	019735.SH	-5.	102278.SZ	-9.3
2025-04-10	240025.IB	2.6	240025.IB	2.6	019697.SH	-0.8	102278.SZ	-8.4
2025-04-11	220003.IB	2.4	220003.IB	2.4	019705.SH	-1.	102278.SZ	-9.2
2025-04-14	240025.IB	2.2	240025.IB	2.2	019705.SH	-0.4	102278.SZ	-8.7
2025-04-15	240025.IB	2.3	240025.IB	2.3	019743.SH	-9.	102288.SZ	-11.7
2025-04-16	220003.IB	2.4	220003.IB	2.4	019721.SH	-2.5	102288.SZ	-12.1
2025-04-17	240025.IB	2.3	240025.IB	2.3	019743.SH	-9.5	102278.SZ	-10.6
2025-04-18	220003.IB	2.5	220003.IB	2.5	019705.SH	-2.1	102269.SZ	-9.6

国债期货合约代码	TL2506.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2025-04-07	210014.IB	7.1	210014.IB	7.1	019689.SH	-3.9	102267.SZ	-14.6
2025-04-08	210005.IB	4.2	210005.IB	4.2	019702.SH	-5.5	102267.SZ	-14.2
2025-04-09	200012.IB	1.	200012.IB	1.	019702.SH	-5.9	102275.SZ	-14.7
2025-04-10	200012.IB	2.5	200012.IB	2.5	019750.SH	-14.7	102267.SZ	-15.2
2025-04-11	200012.IB	0.2	200012.IB	0.2	019742.SH	-15.	102267.SZ	-15.4
2025-04-14	200012.IB	2.6	200012.IB	2.6	019750.SH	-14.9	102267.SZ	-14.4
2025-04-15	200012.IB	3.7	200012.IB	3.7	019750.SH	-16.1	102267.SZ	-15.6
2025-04-16	200012.IB	2.9	200012.IB	2.9	019702.SH	-7.3	102267.SZ	-16.2
2025-04-17	200012.IB	2.3	200012.IB	2.3	019702.SH	-8.1	102267.SZ	-16.9
2025-04-18	200012.IB	3.5	200012.IB	3.5	019726.SH	-14.5	102267.SZ	-15.7

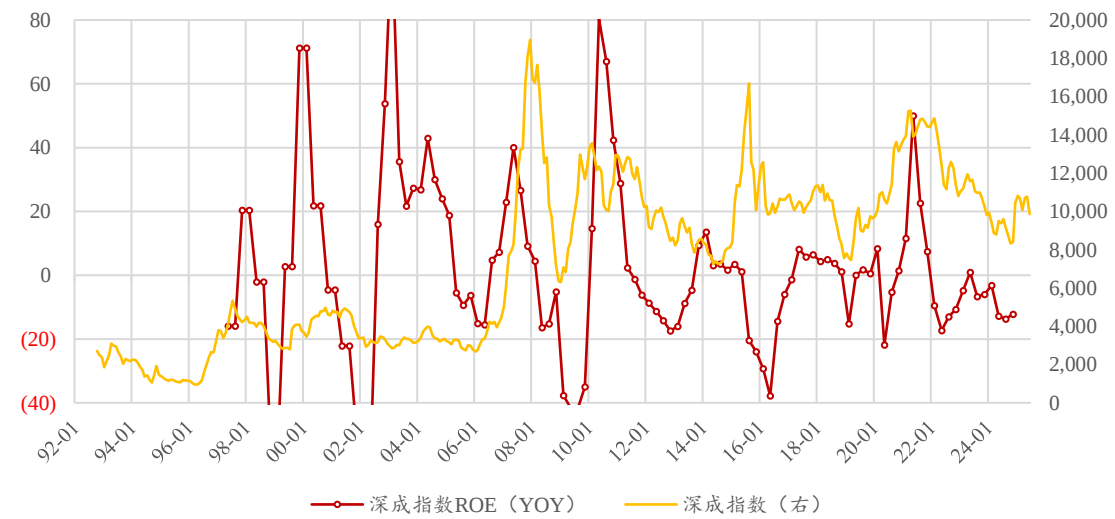
上证指数与ROE（%，点）



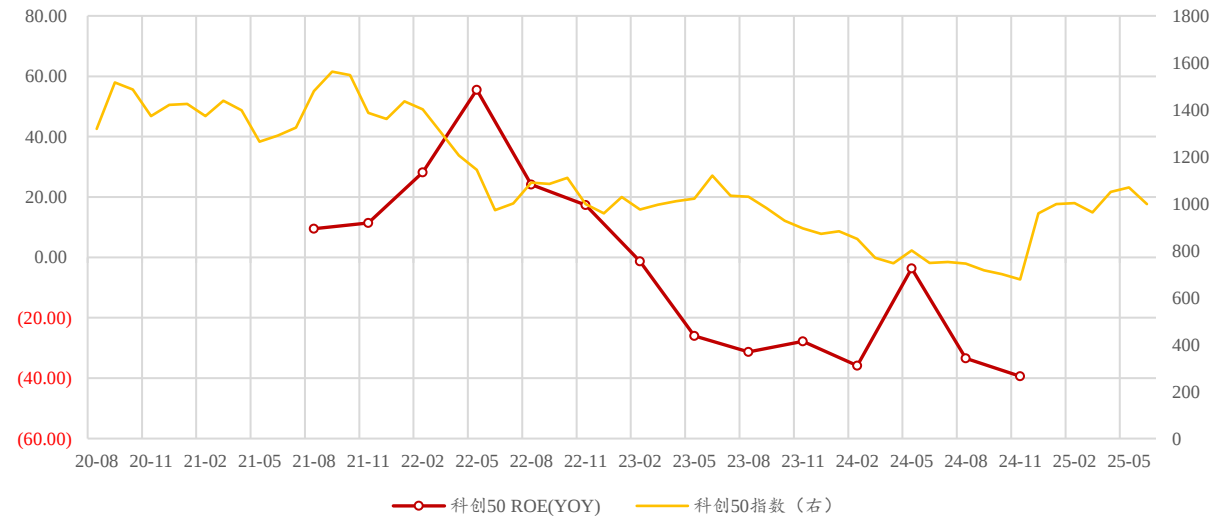
创业板指数与ROE（%，点）



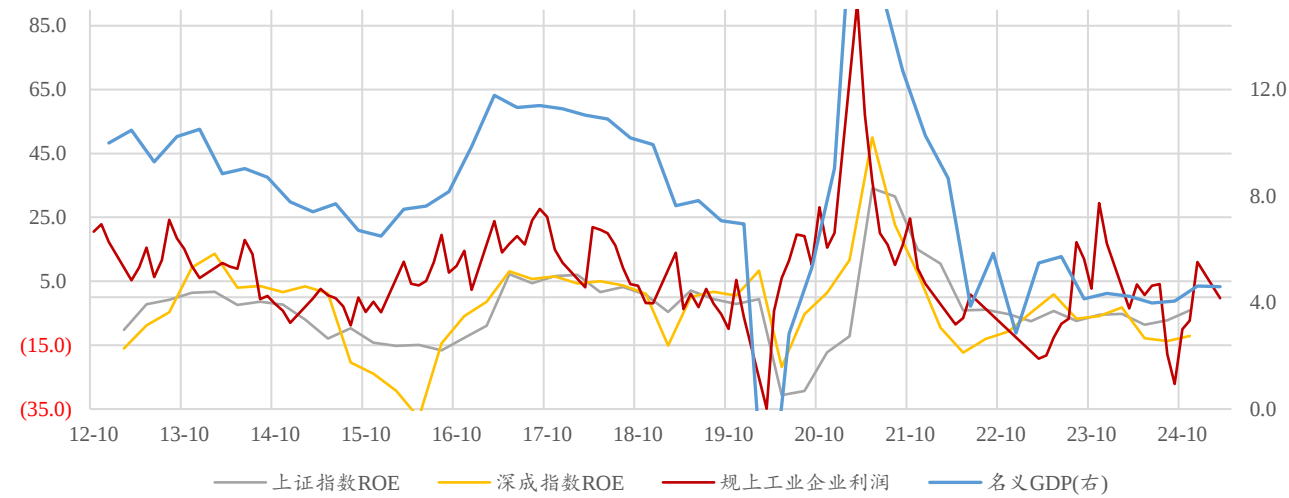
深成指数与ROE（%，点）



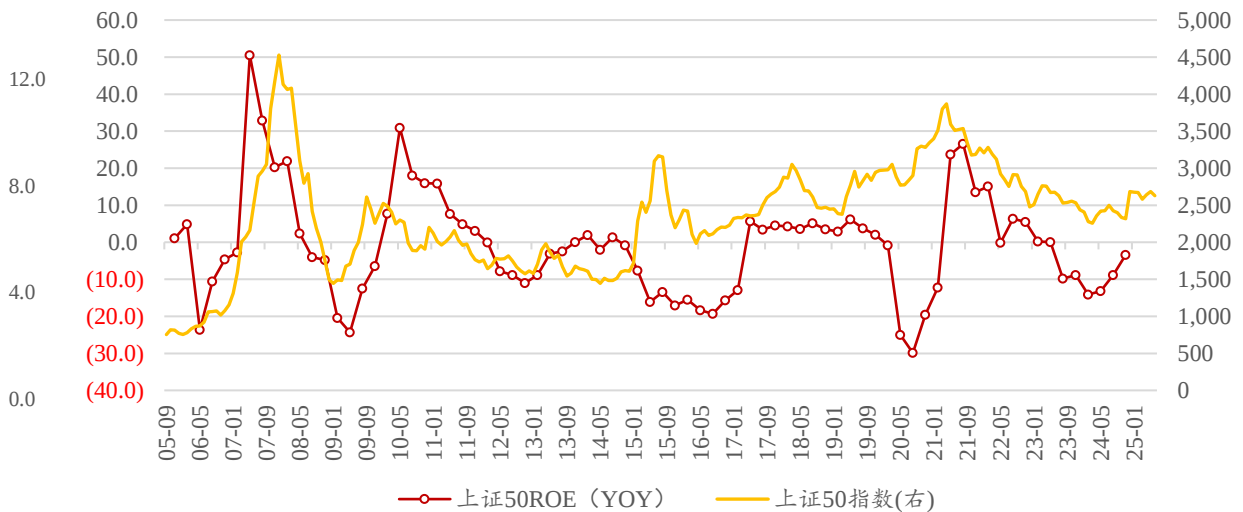
科创50指数与ROE（%，点）



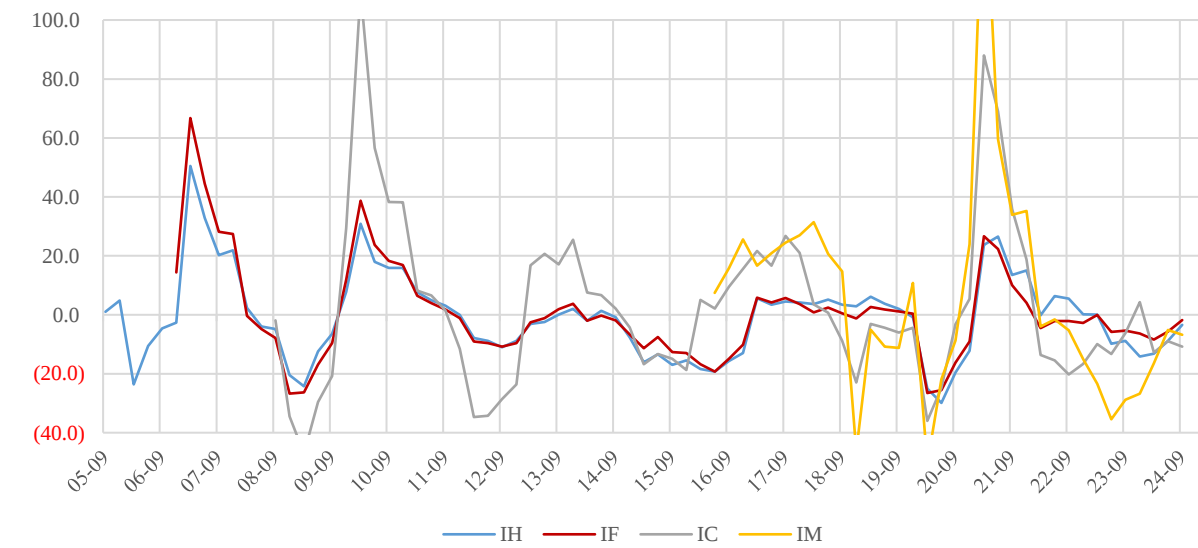
上市公司ROE与宏观经济数据 (%)



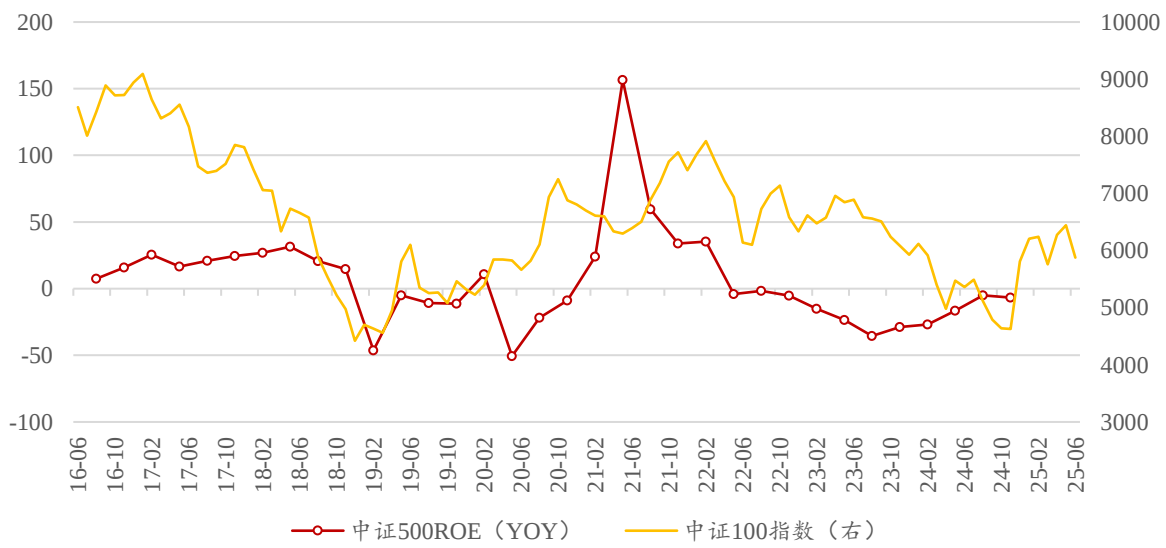
上证50指数与ROE(点, %)



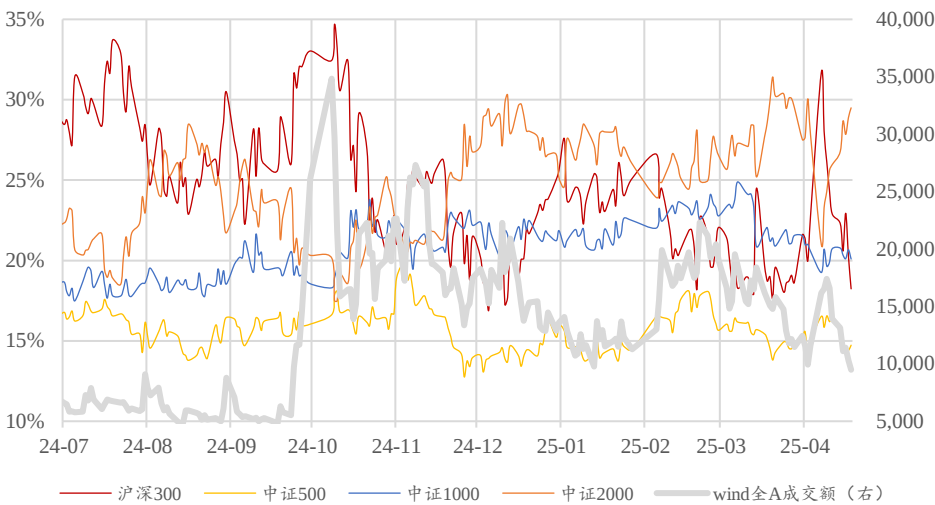
主要股票指数ROE (% , YOY)



中证1000指数与ROE(点, %)



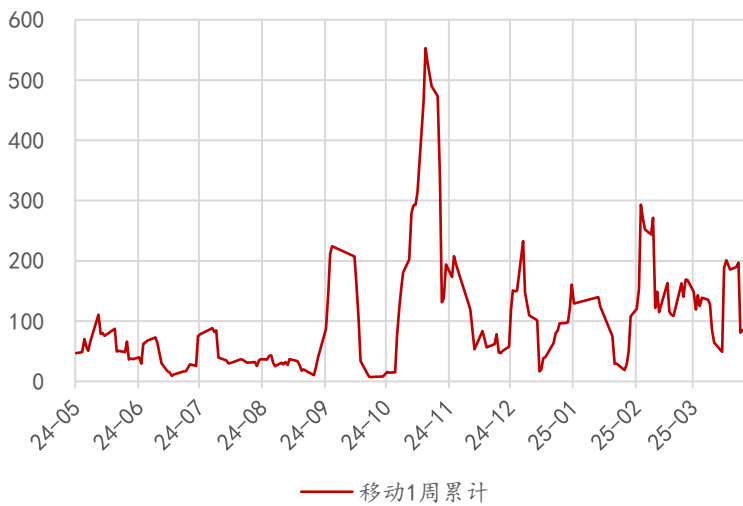
宽基指数成交占比与市场成交额（%，亿）



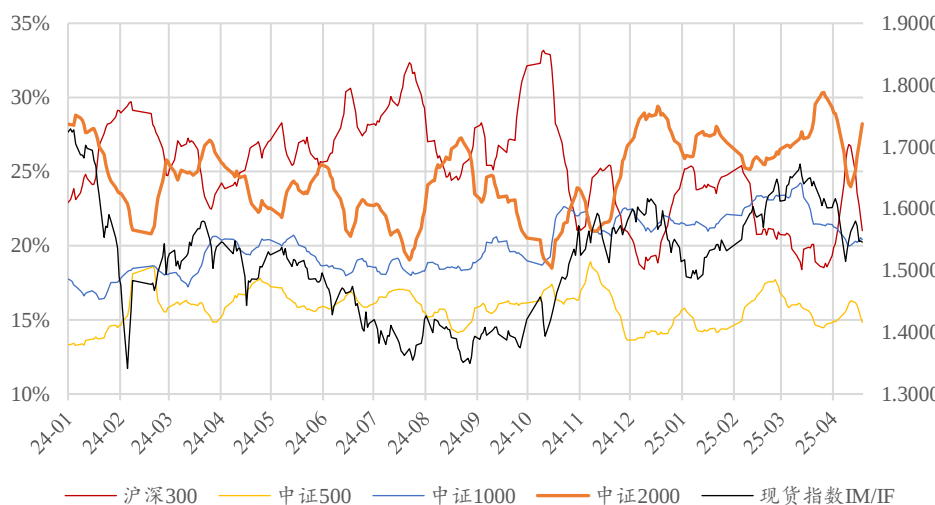
股票指数与两融余额（点，万亿）



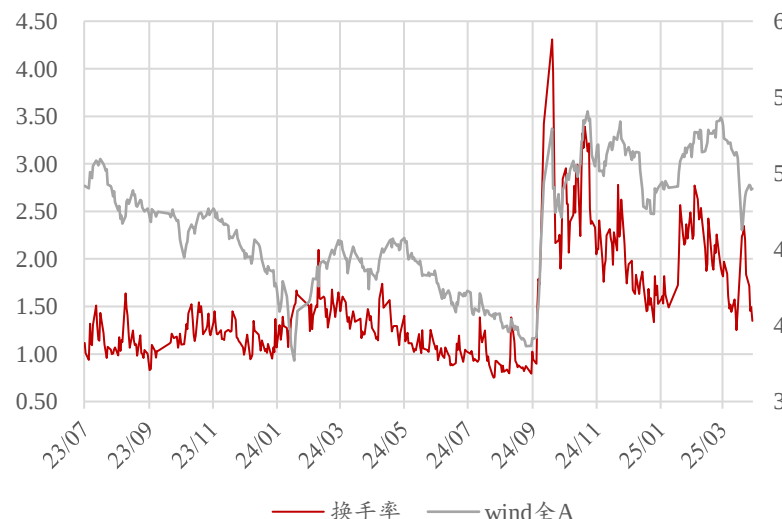
新成立偏股基金份额（移动1周累计，亿份）



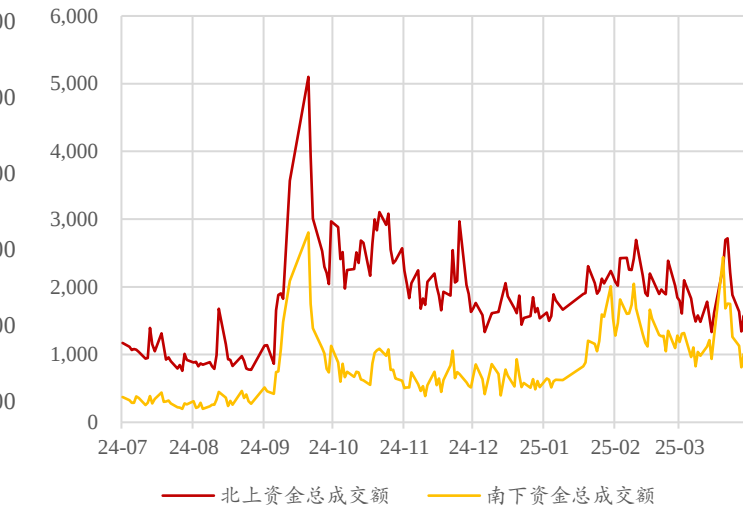
宽基指数成交占比与市场风格（%，点，MA5）



股票指数与换手率（点，%）



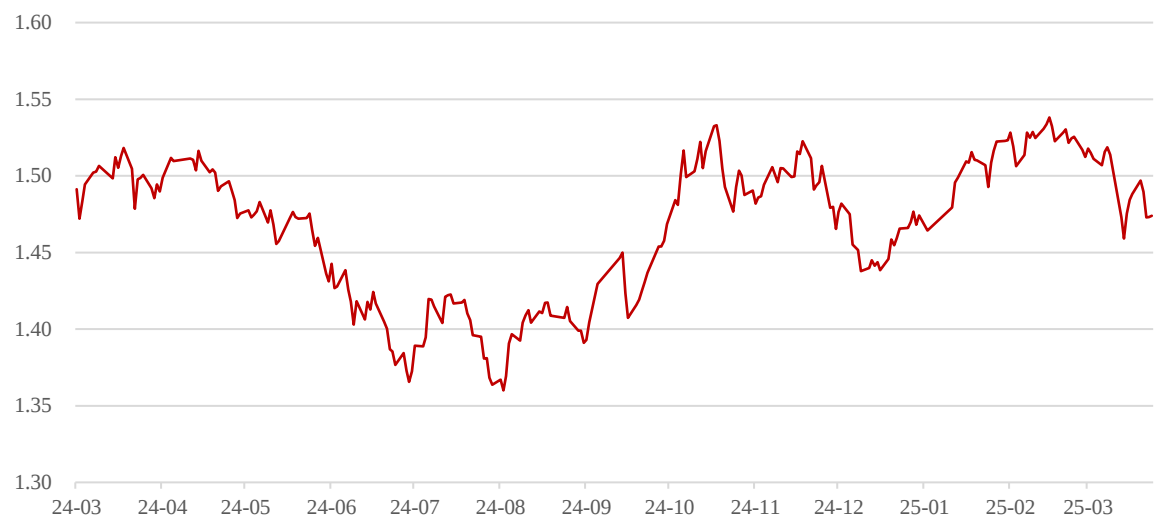
沪深港通成交金额（亿人民币,亿港币）



现货指数：IM/IF



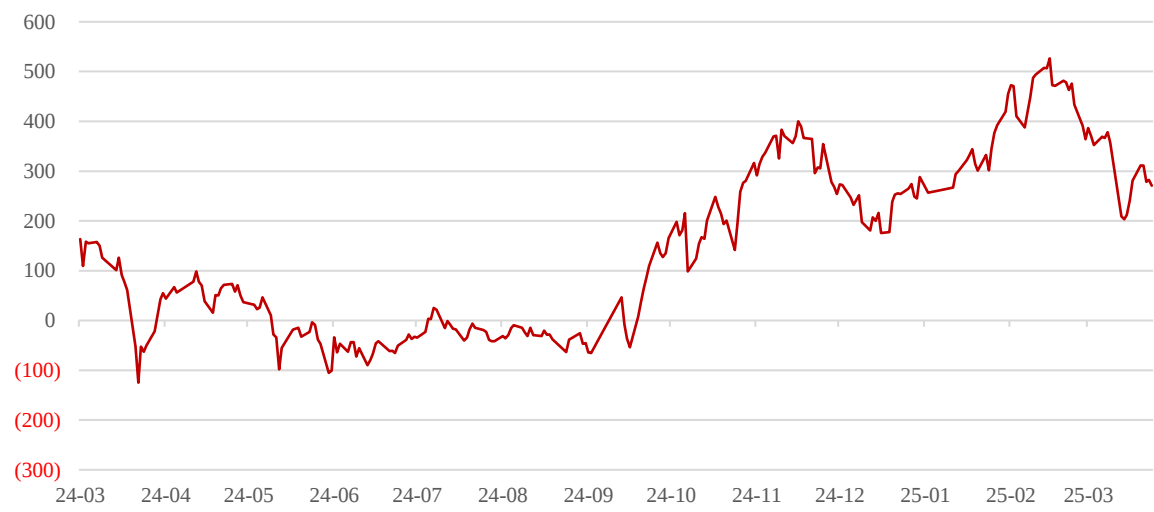
现货指数：IC/IF



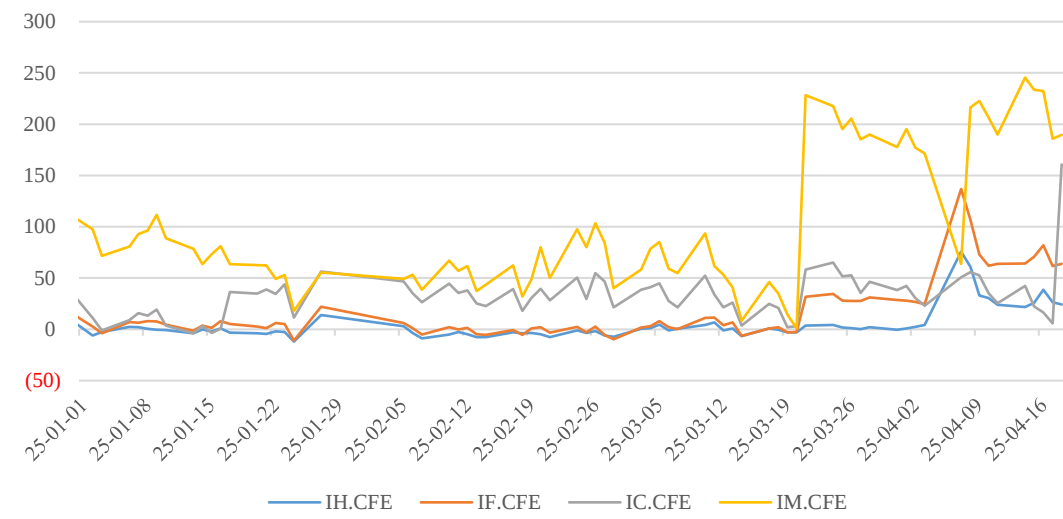
现货指数：IF-IH



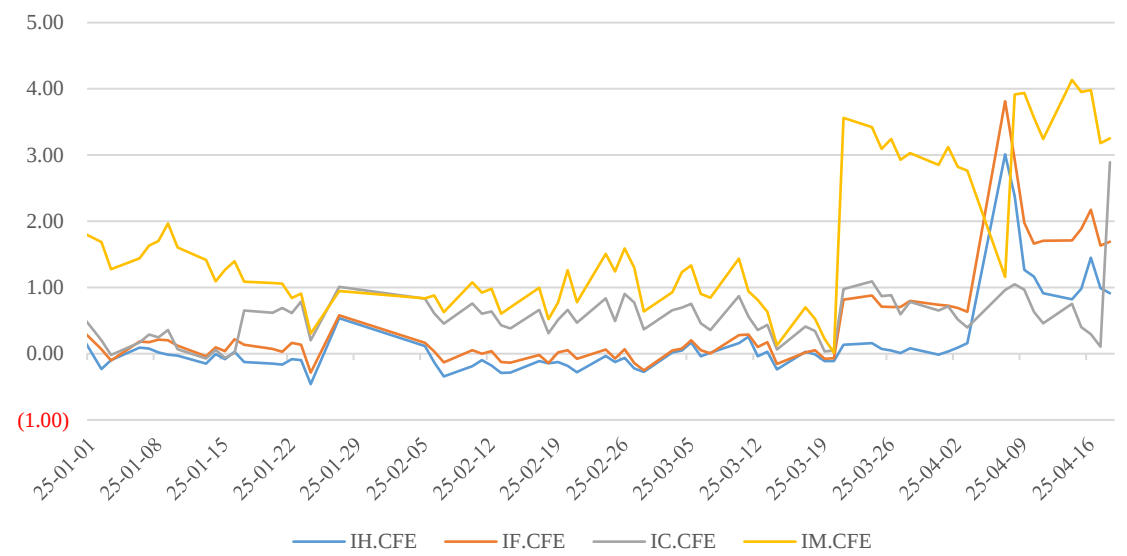
现货指数：IM-IC



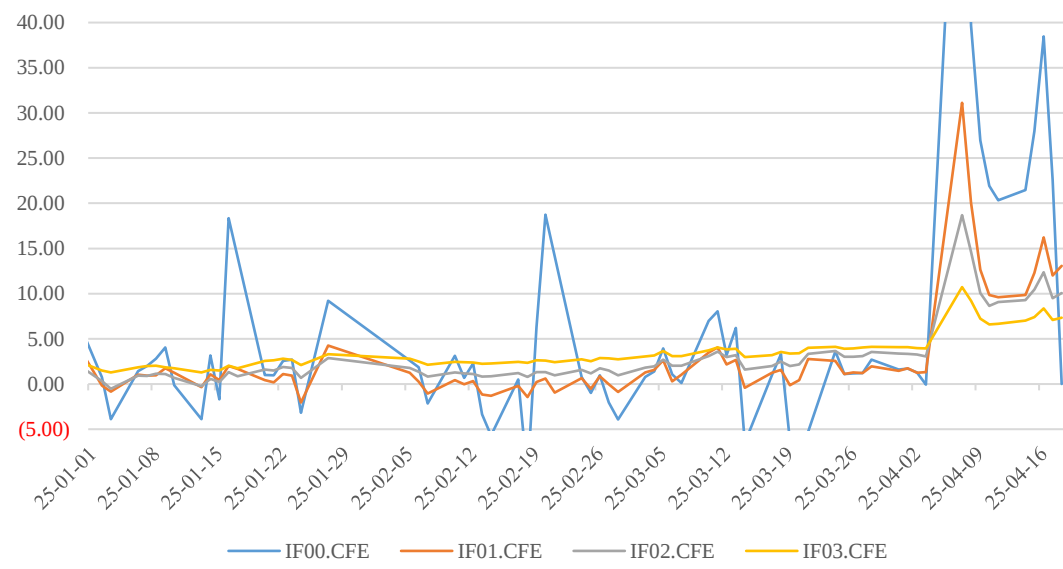
股指期货基差（点）



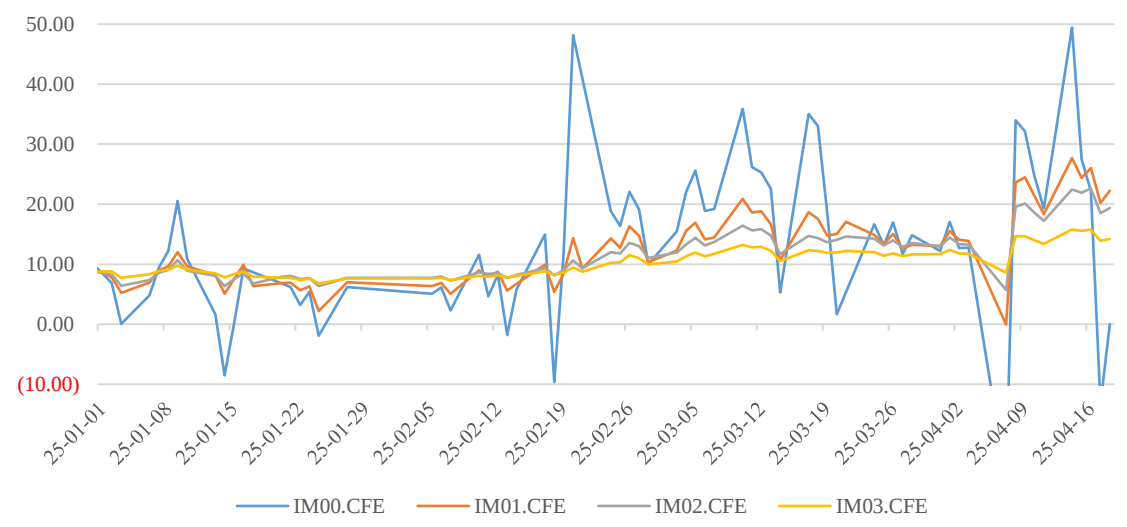
股指期货基差率（%）



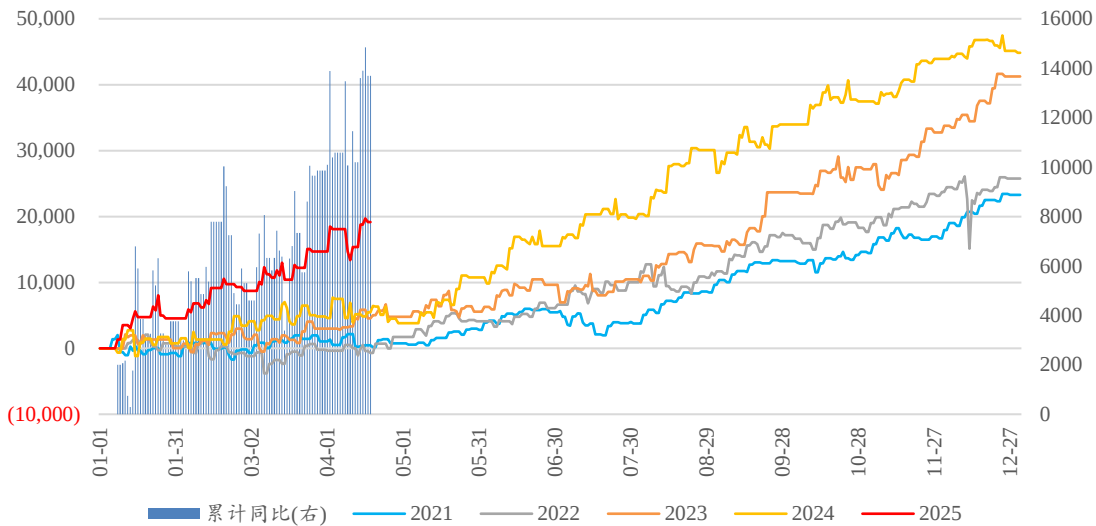
IF基差年化收益率（%）



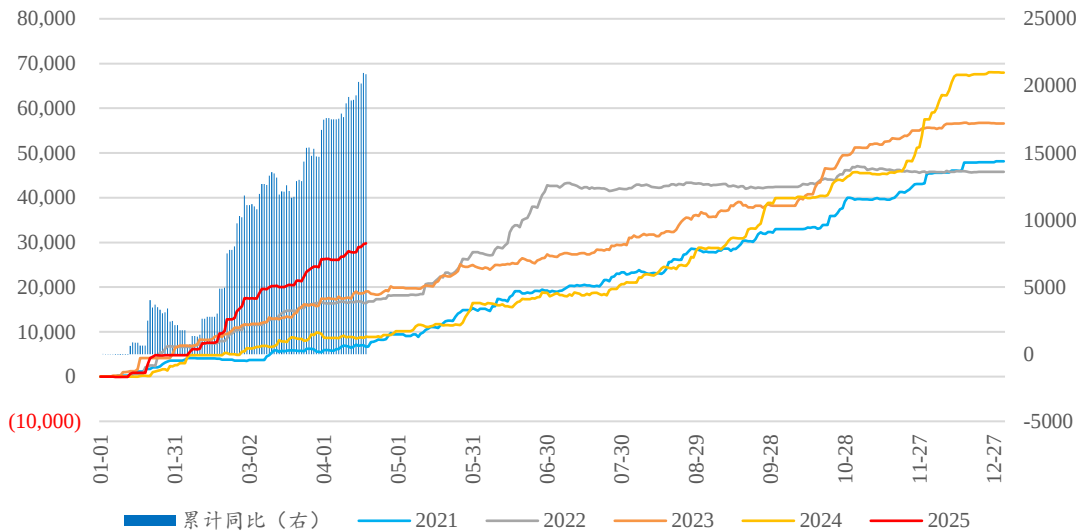
IM基差年化收益率（%）



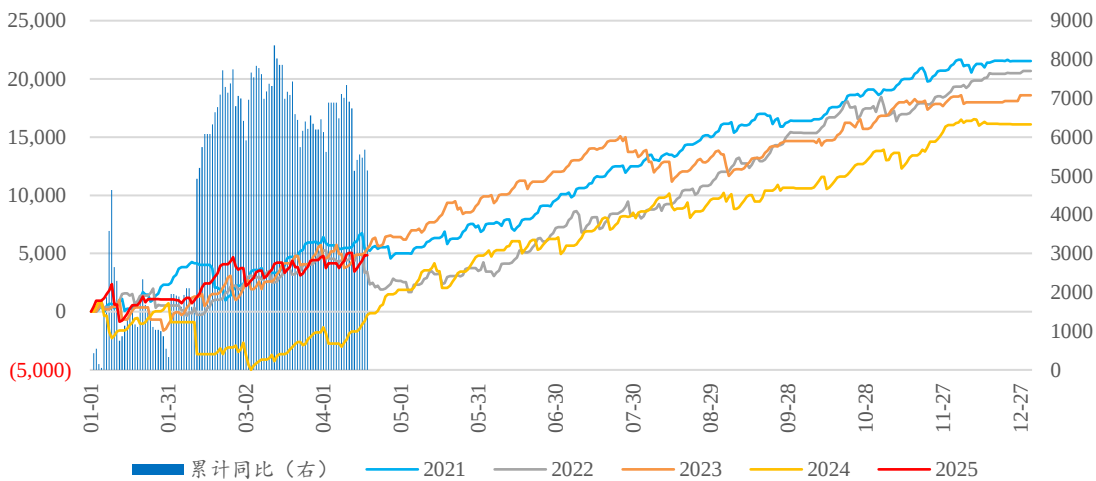
国债净融资额 (亿元)



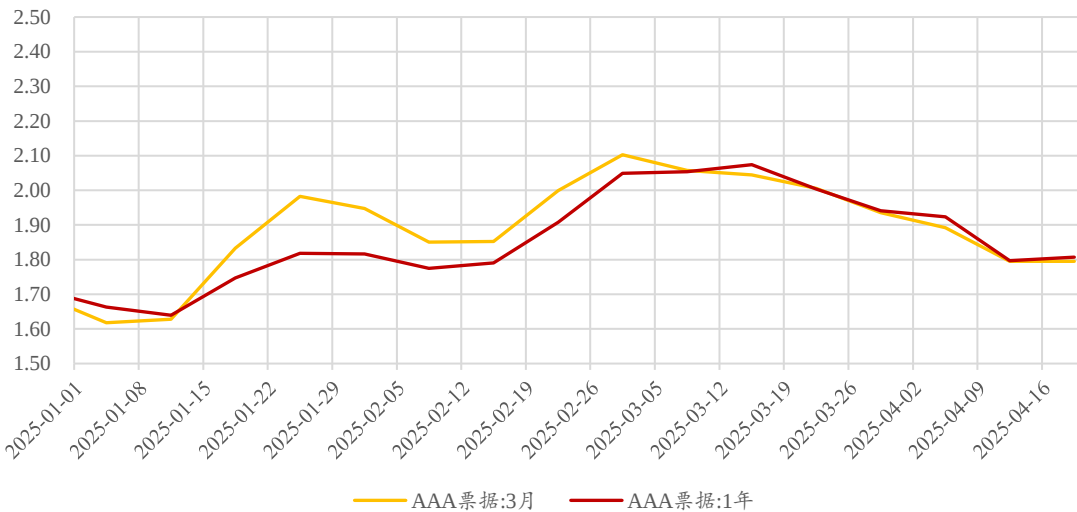
地方债净融资额 (亿元)



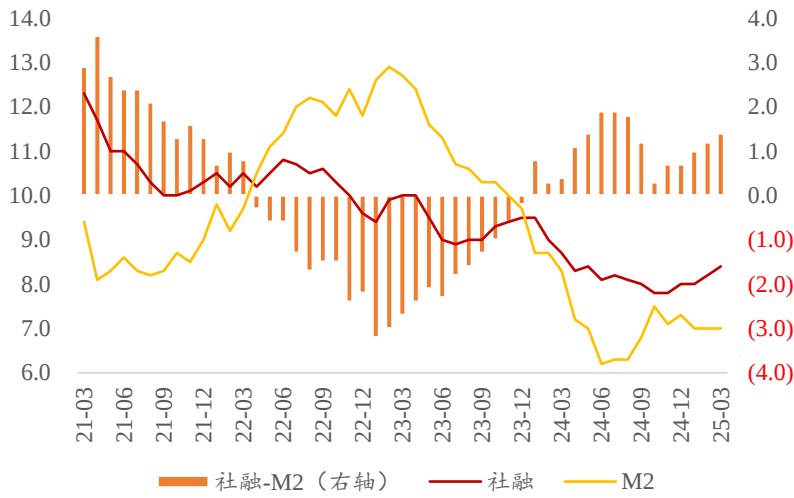
政策性银行净融资额 (亿元)



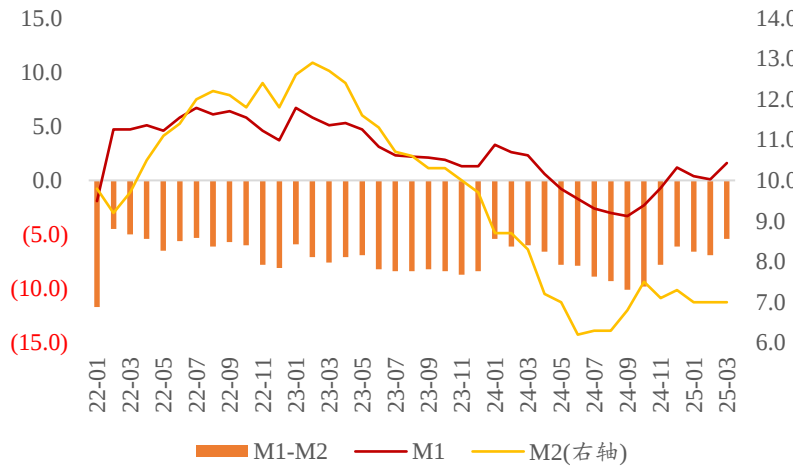
票据利率 (%)



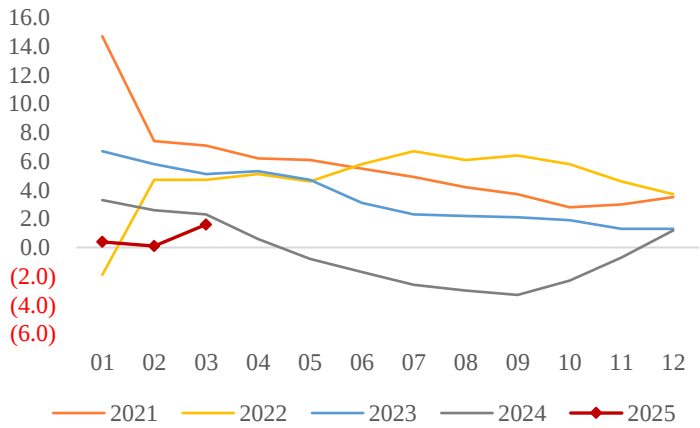
社会融资规模与广义货币：当月同比（%）



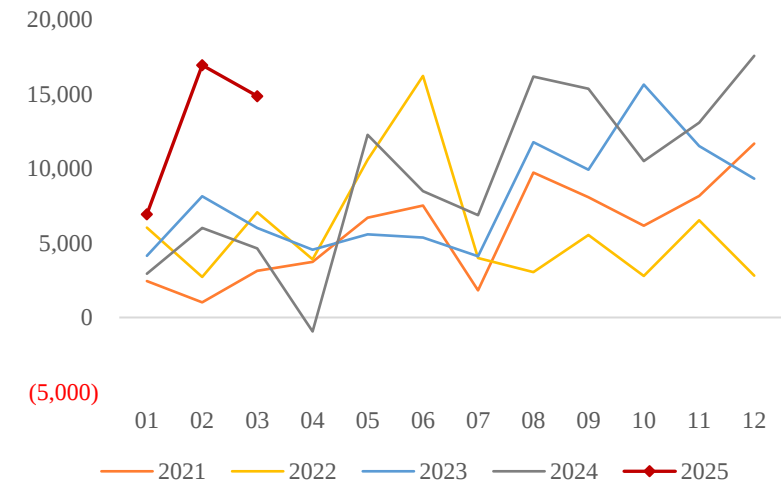
广义、狭义货币与剪刀差：当月同比（%）



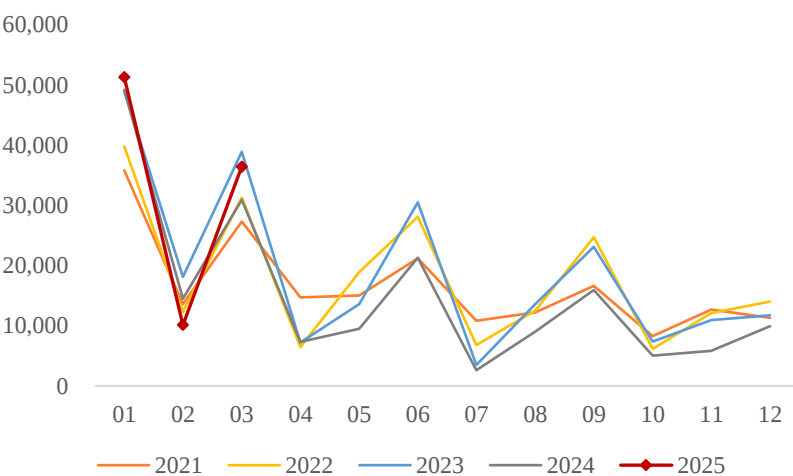
M1: 同比（%）



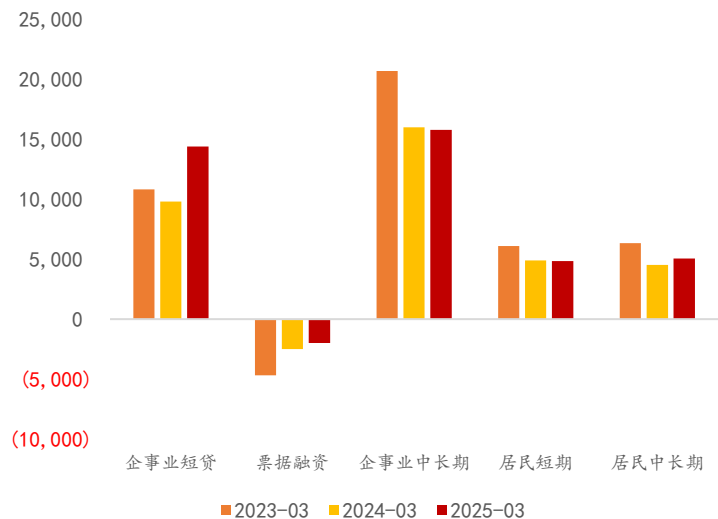
社会融资规模：政府债：当月值（亿元）



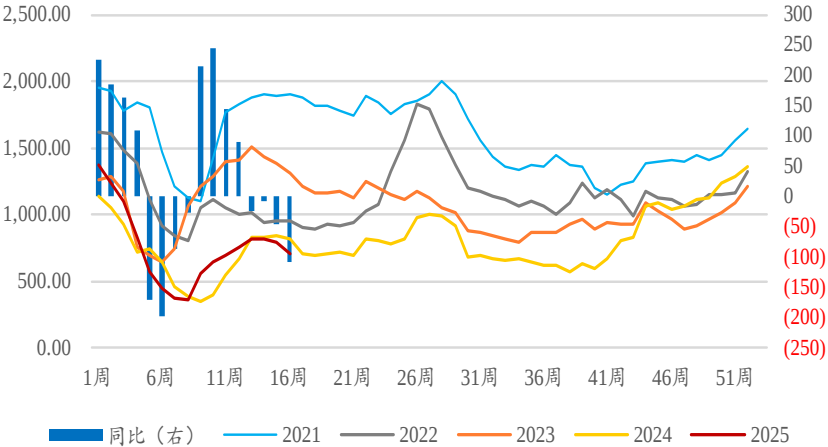
人民币新增贷款（亿元）



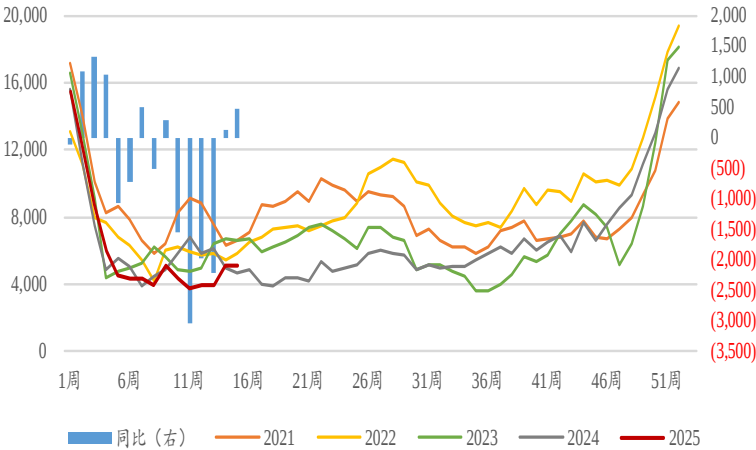
新增人民币贷款结构（当期，亿元）



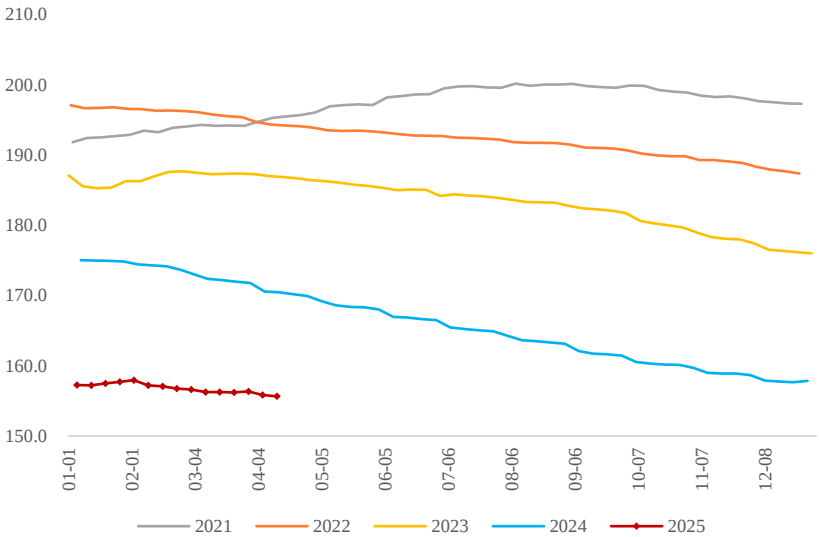
30大中城市:商品房成交面积(累计4周,万平方米)



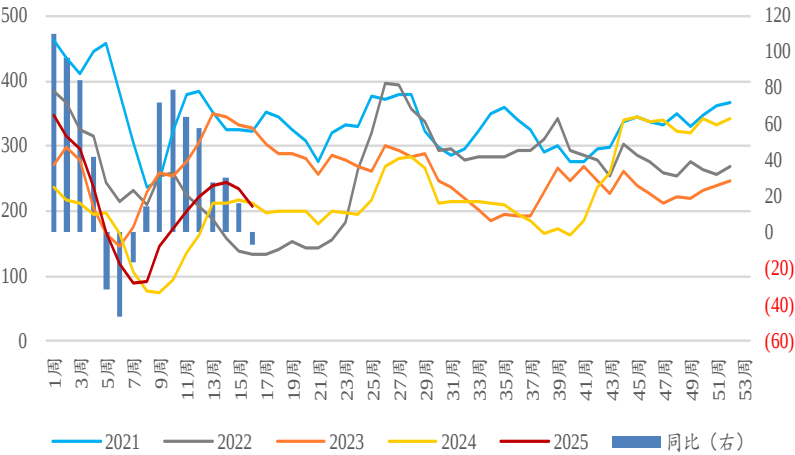
中国:100大中城市:成交土地占地面积:(累计4周,万平)



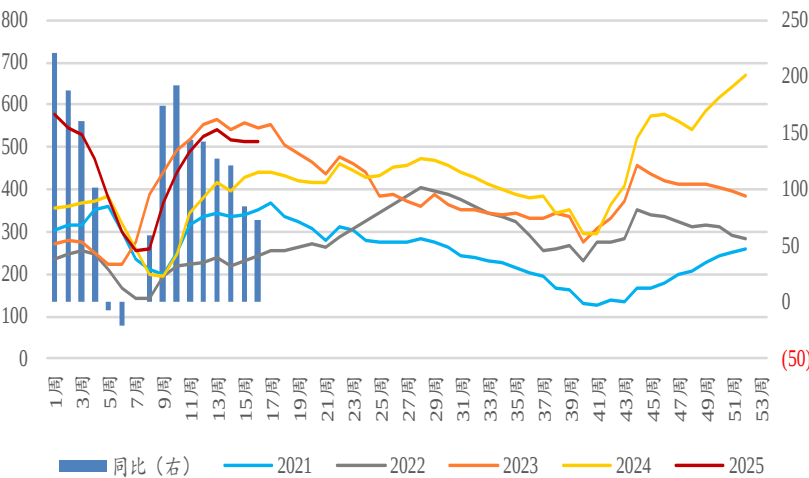
全国城市二手房出售挂牌价指数:当周值



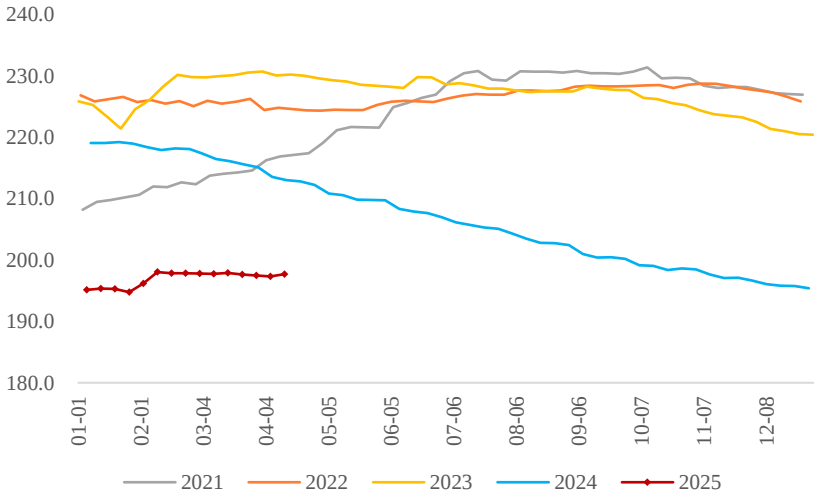
30大中城市:商品房成交面积:一线城市:累计4周(万平方米)



9城二手房成交面积:住宅:累计4周(万平方米)



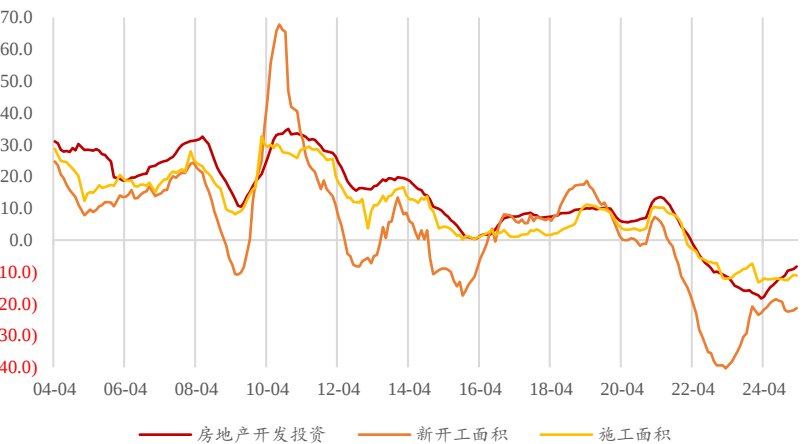
全国城市二手房出售挂牌价指数:一线城市当周值



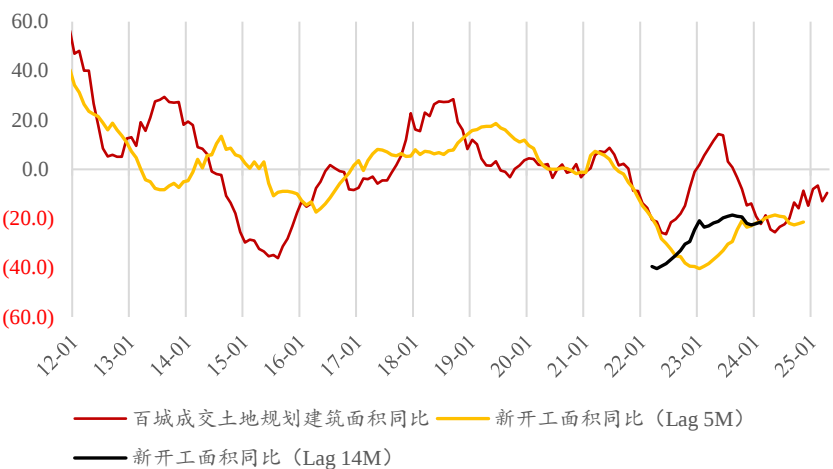
注:9城为:北京、深圳、成都、苏州、厦门、南京、青岛、东莞、佛山。

数据来源:WIND, 中泰期货研究所

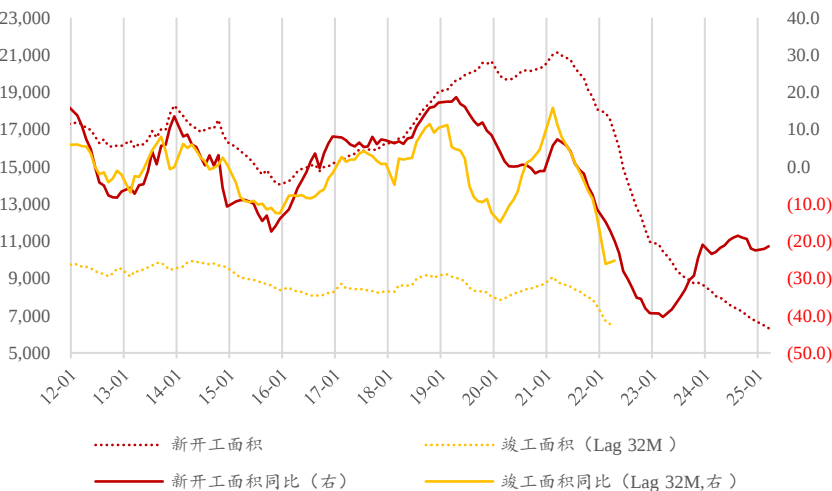
当地产开发投资、新开工与竣工（12MA，%）



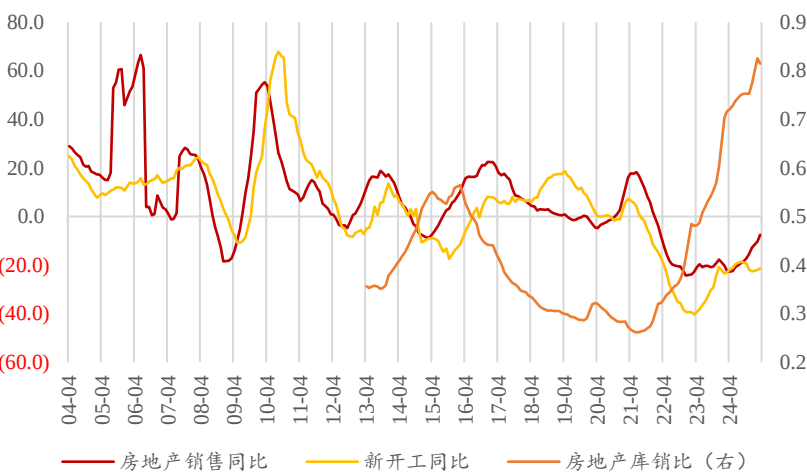
拿地面积与新开工面积（%，MA12）



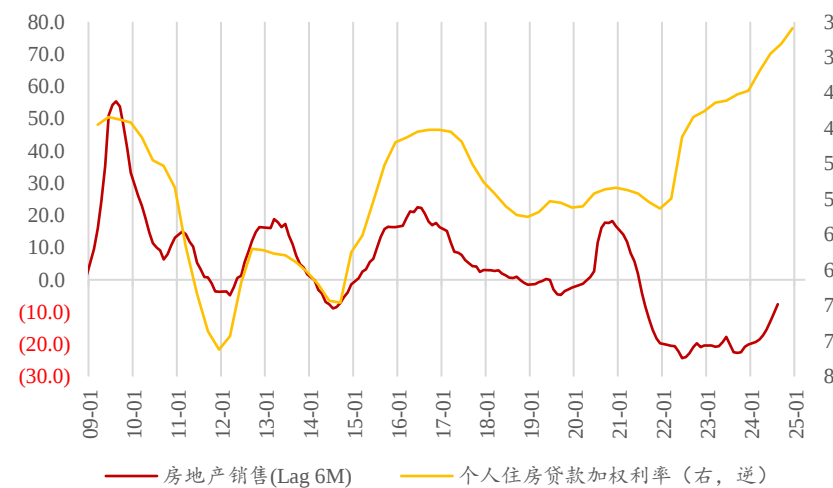
新开工面积与竣工面积（万平，%，MA12）



房地产销售、开工与库销比（12MA，%）



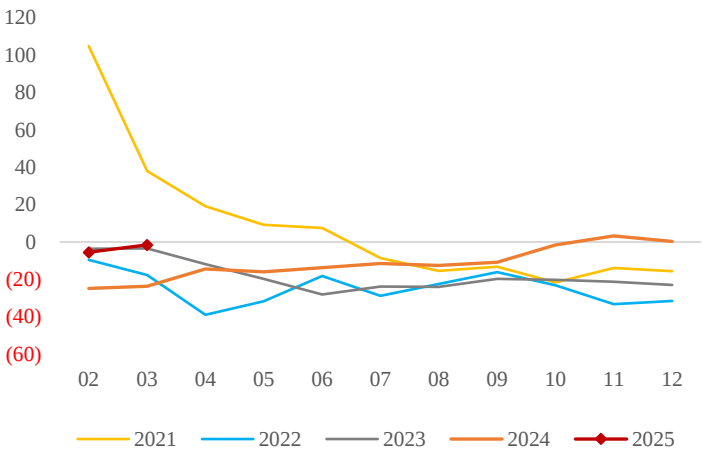
房地产销售与房贷利率（12MA，%）



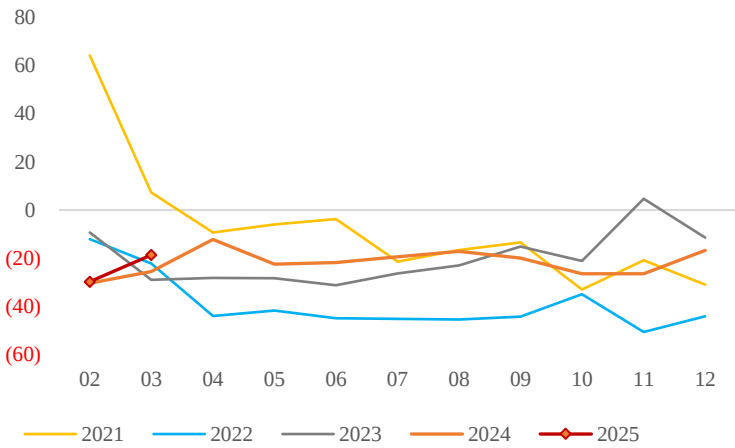
住宅租金回报率与30年国债收益率（%）



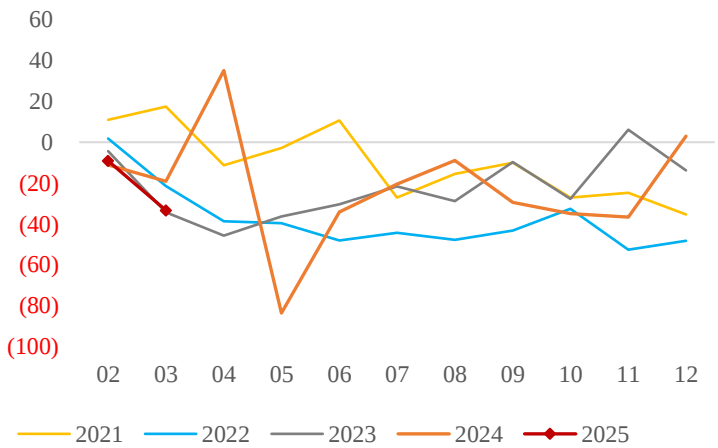
商品房销售面积当月同比（%，季节图）



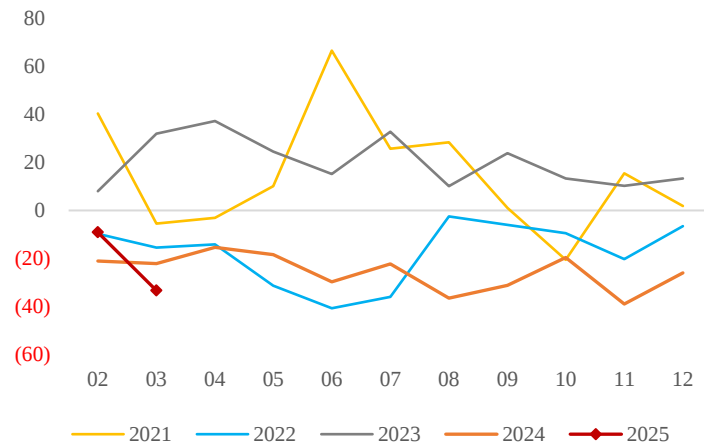
新开工面积当月同比（%，季节图）



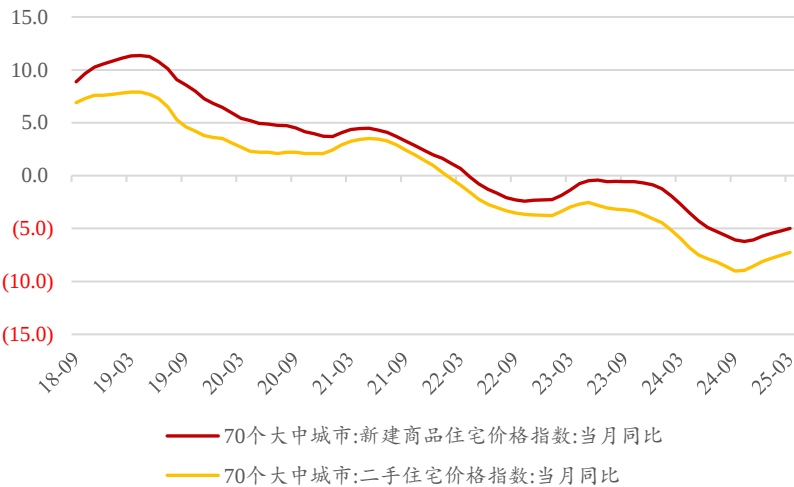
施工面积当月同比（%，季节图）



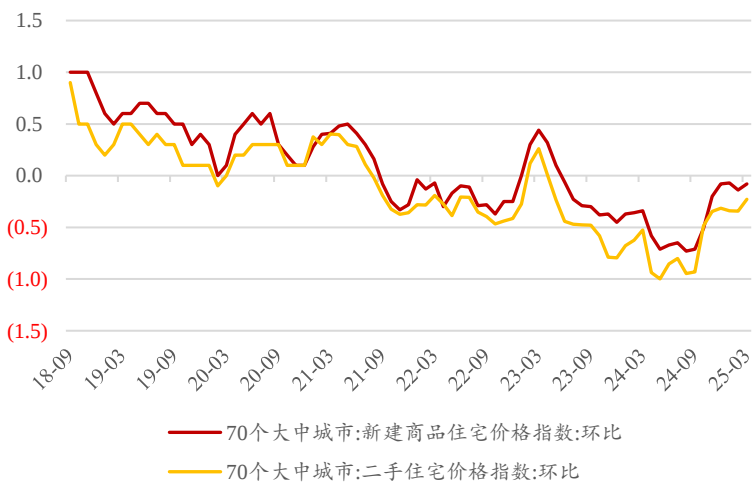
竣工面积当月同比（%，季节图）



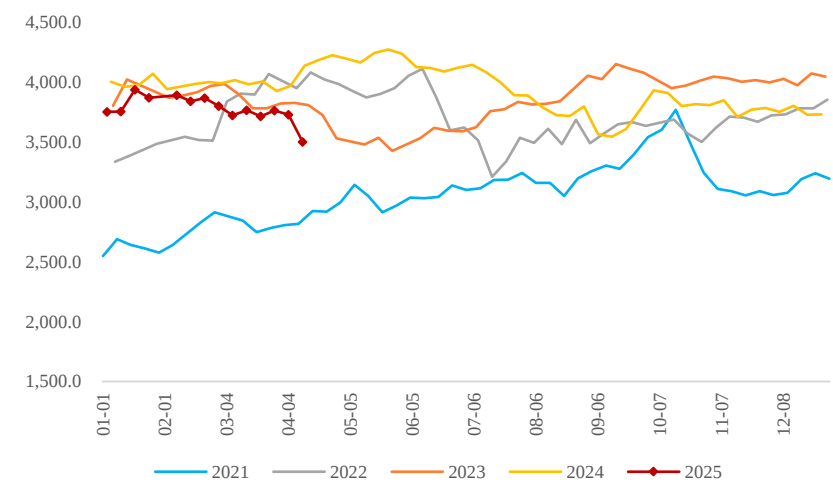
70大中城市房价指数同比（%）



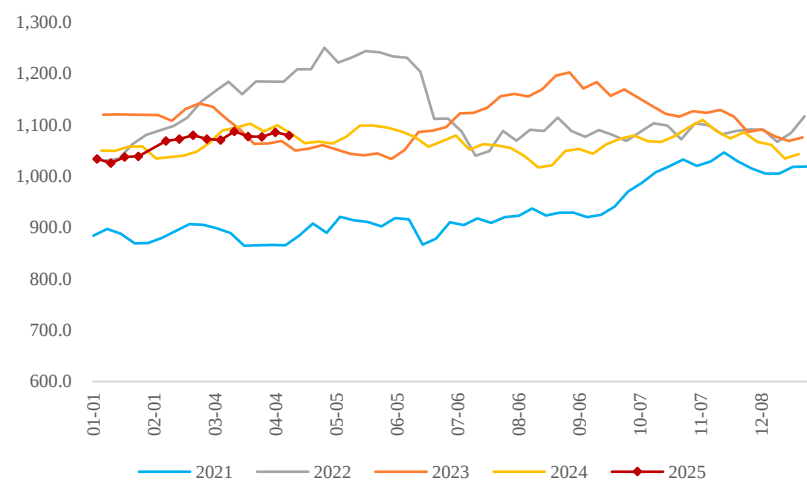
70大中城市房价指数环比（%）



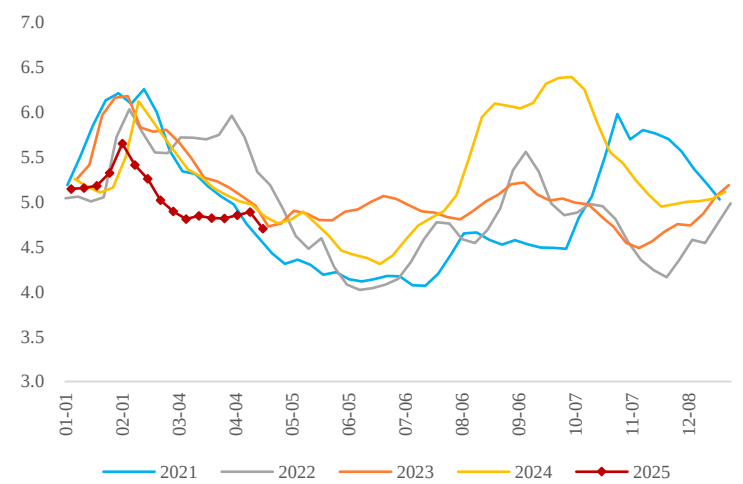
南华期货:工业品指数(点)



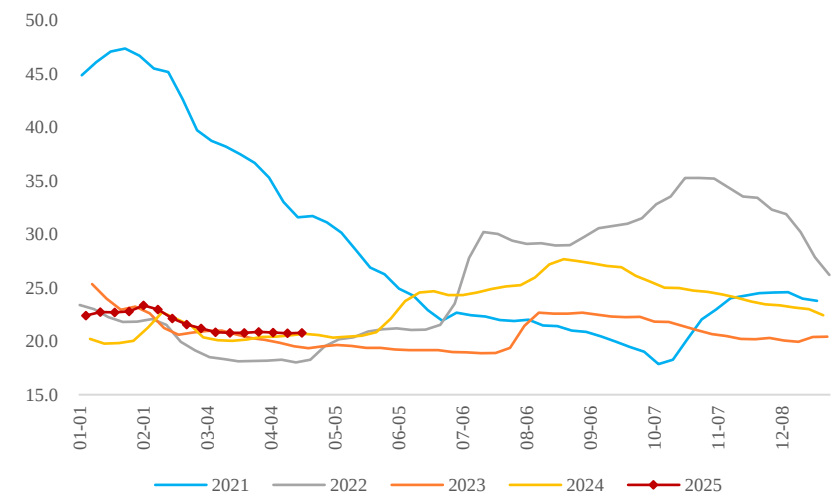
南华期货:农产品指数(点)



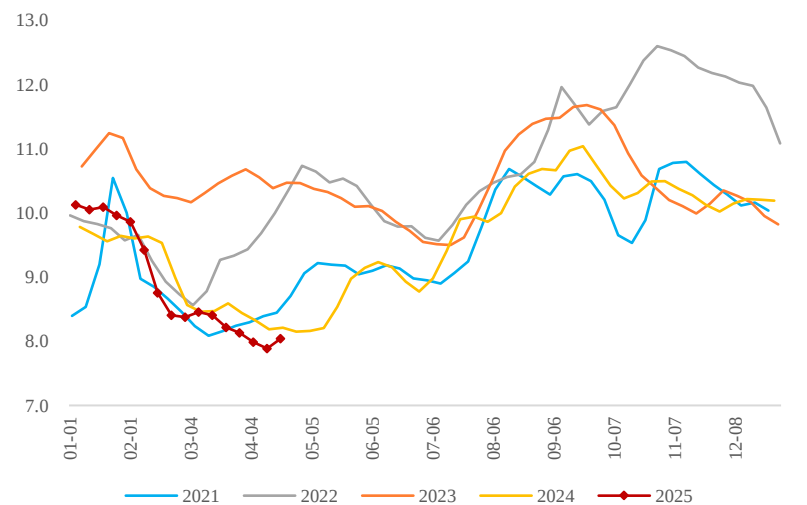
平均批发价:28种重点监测蔬菜:周:平均值(元/公斤)



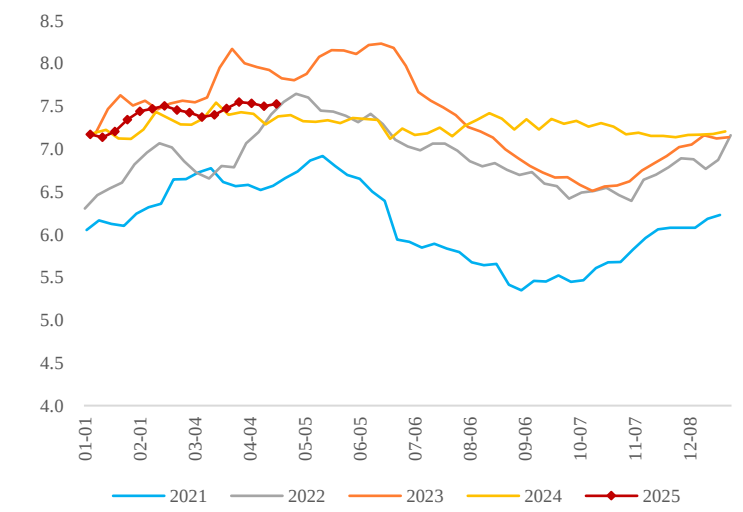
平均批发价:猪肉:周:平均值(元/公斤)

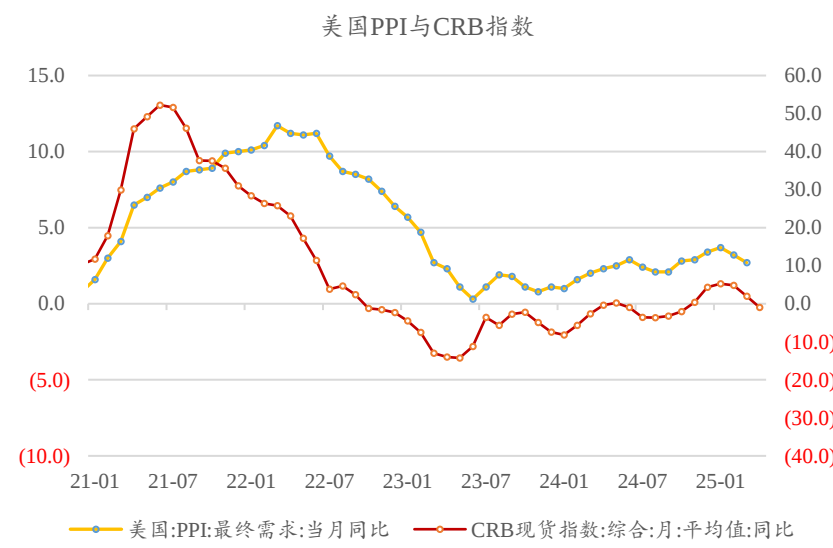
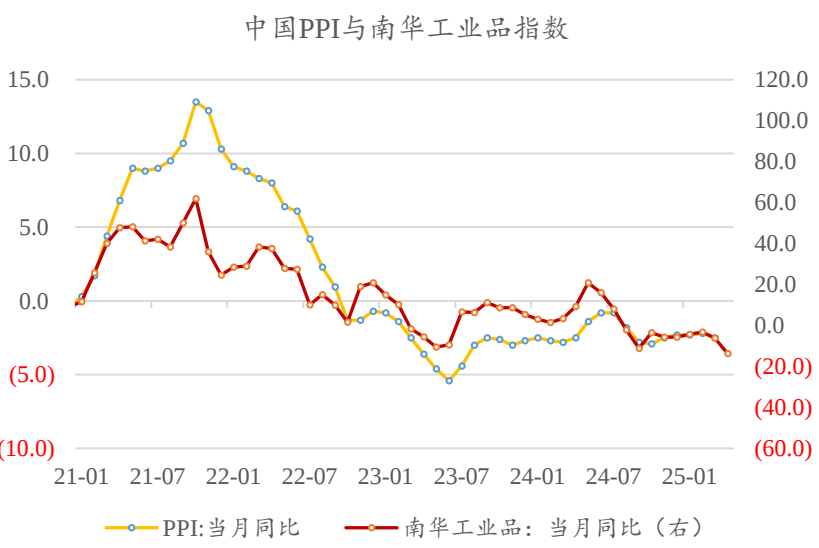
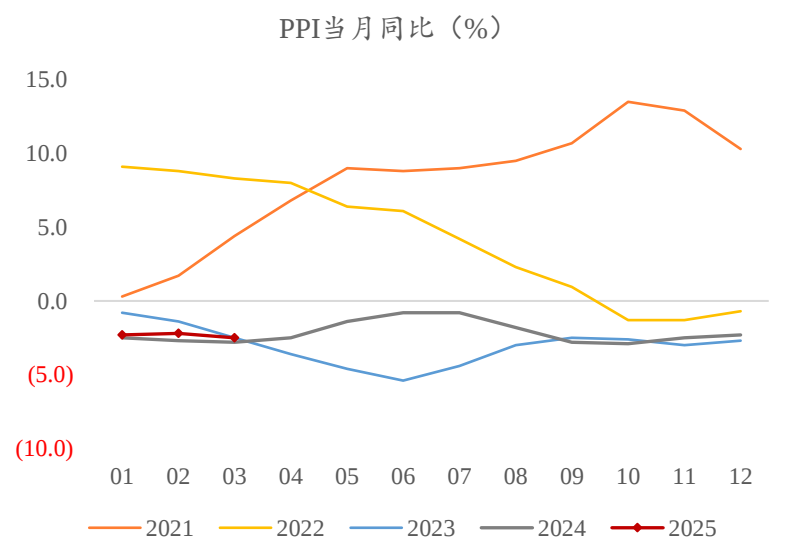
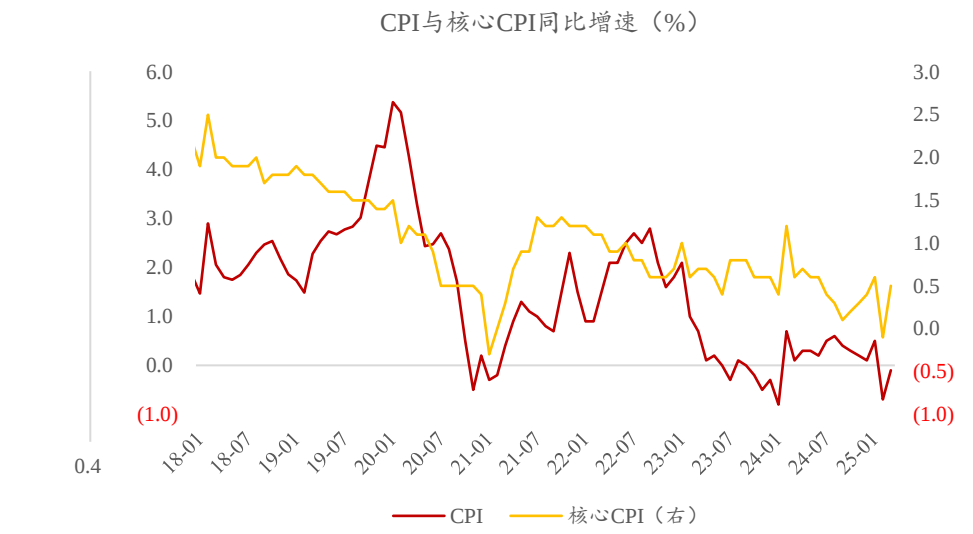
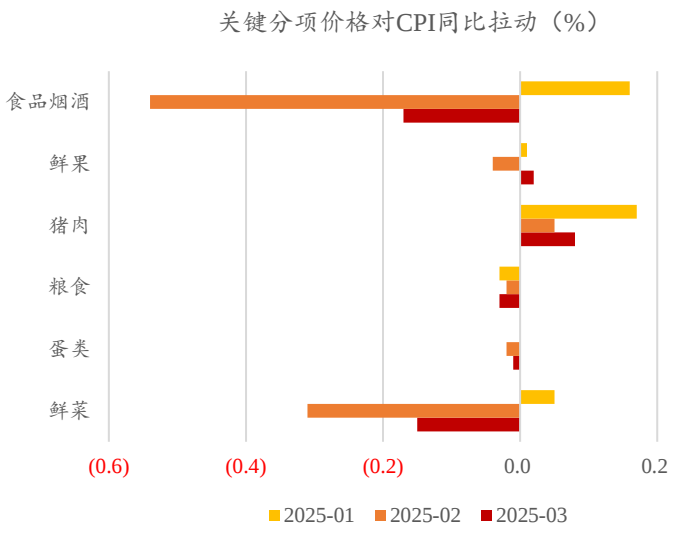
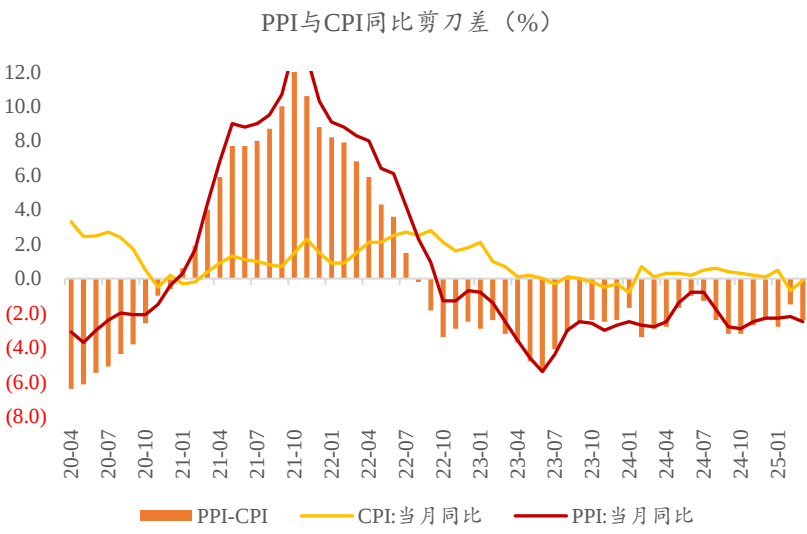


平均批发价:鸡蛋:周:平均值(元/公斤)

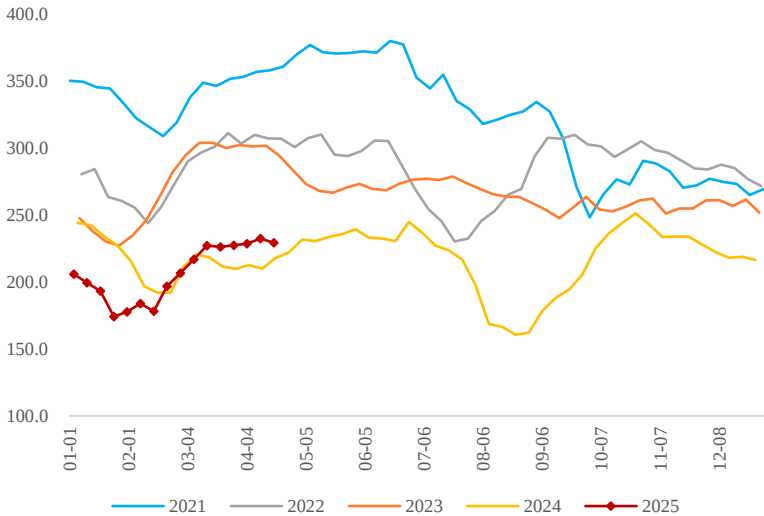


平均批发价:6种重点监测水果:周:平均值(元/公斤)

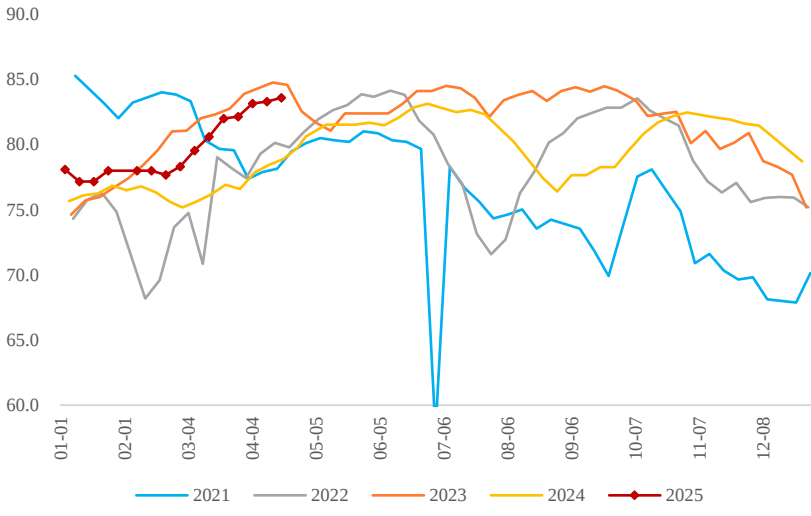




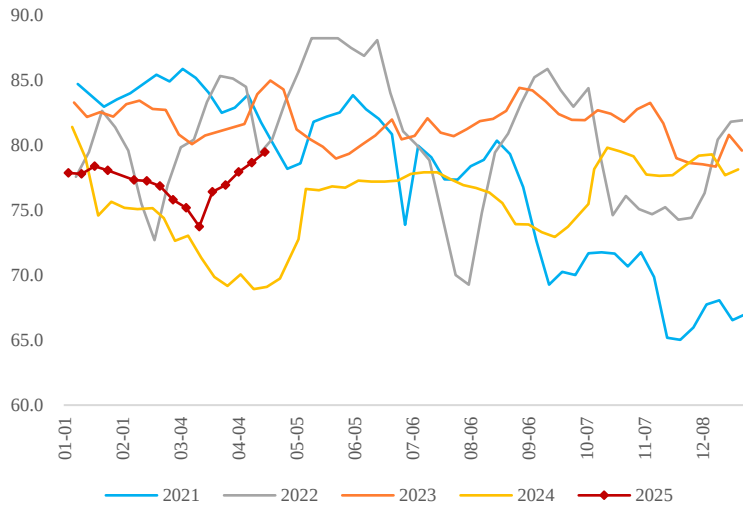
全国建材钢厂:螺纹钢:产量:当周值(万吨)



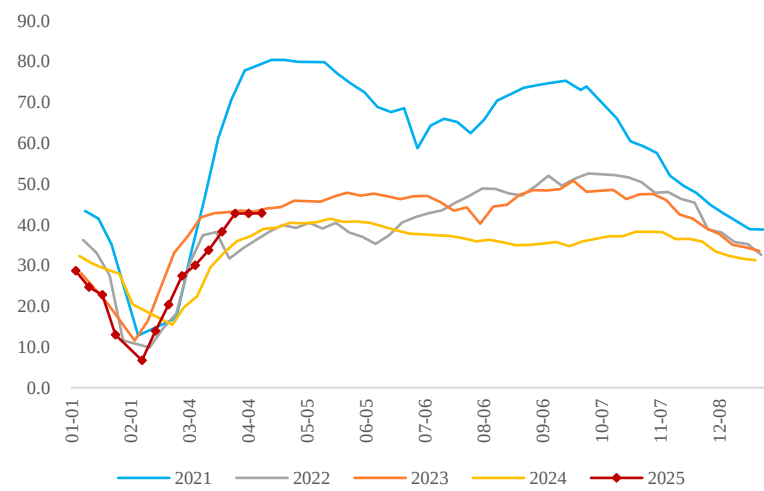
中国:高炉开工率(247家):全国(%)



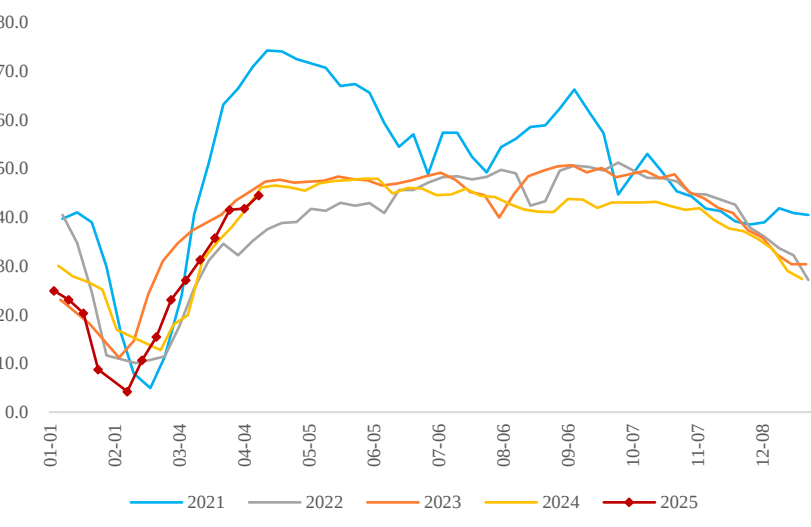
中国:开工率:焦化企业(230家):产能>200万吨(%)



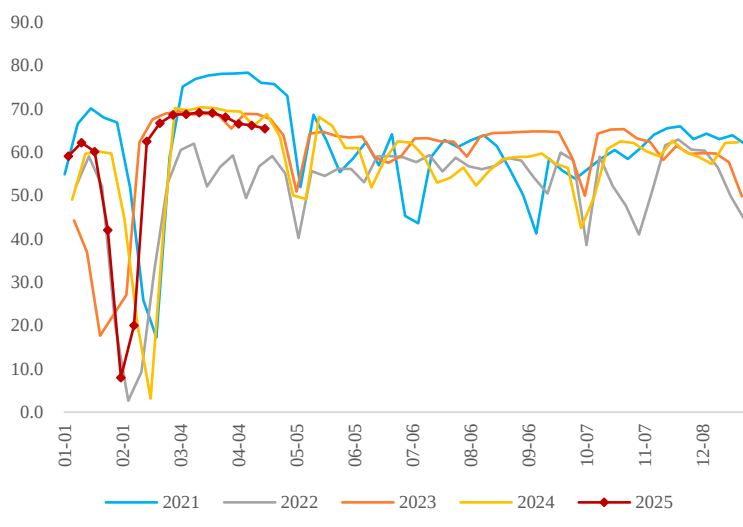
水泥发运率:全国:当周值(%)



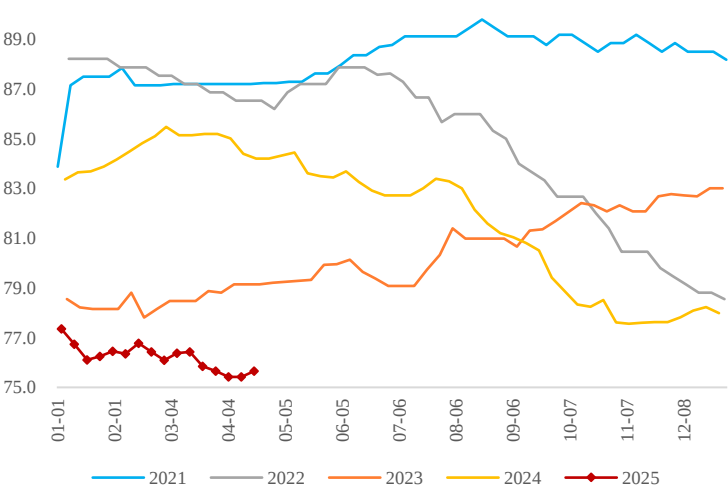
磨机运转率:全国:当周值(%)



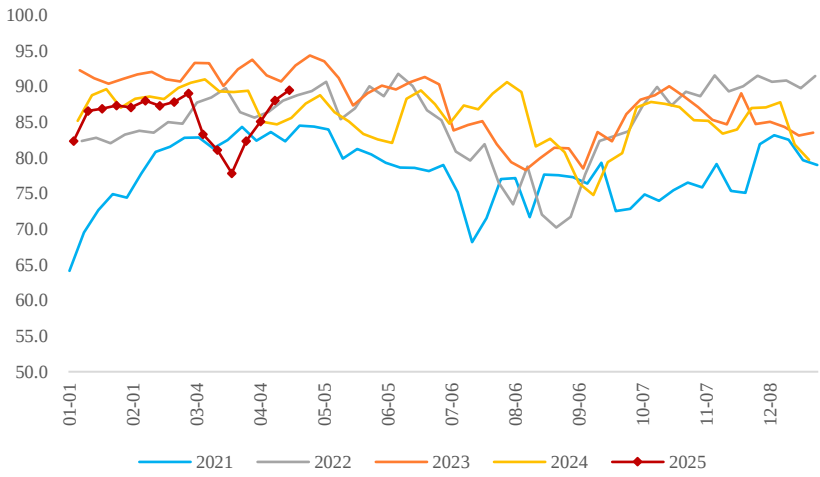
开工率:国内轮胎:全钢胎(%)



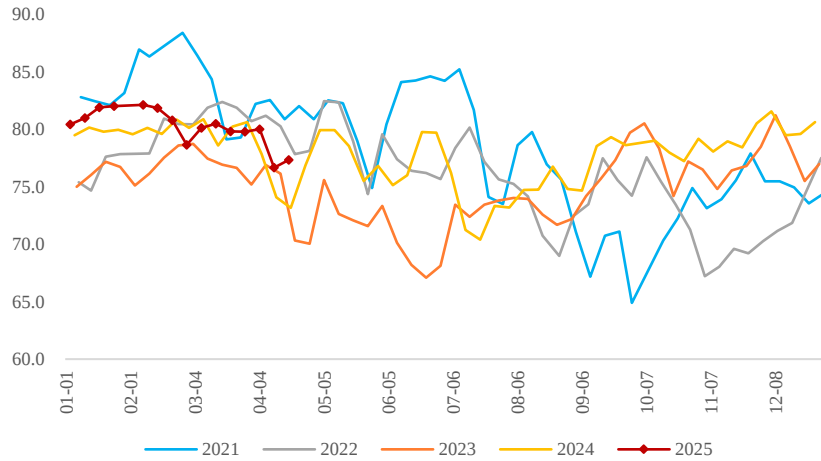
浮法玻璃:开工率:当周值(%)



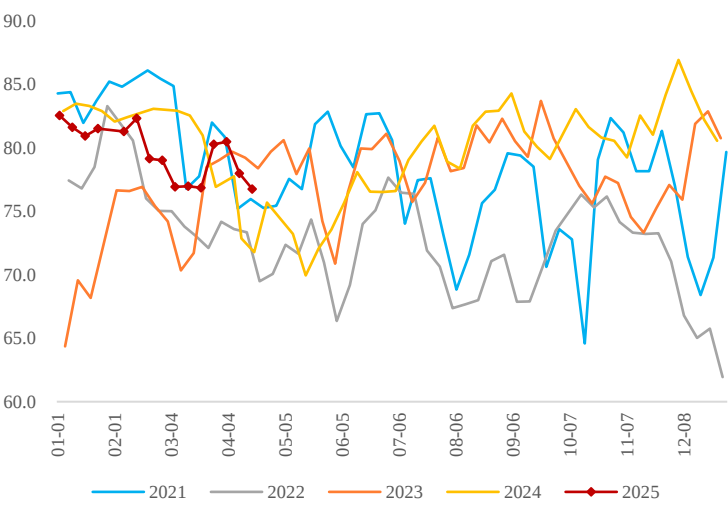
开工率:纯碱:全国(%)



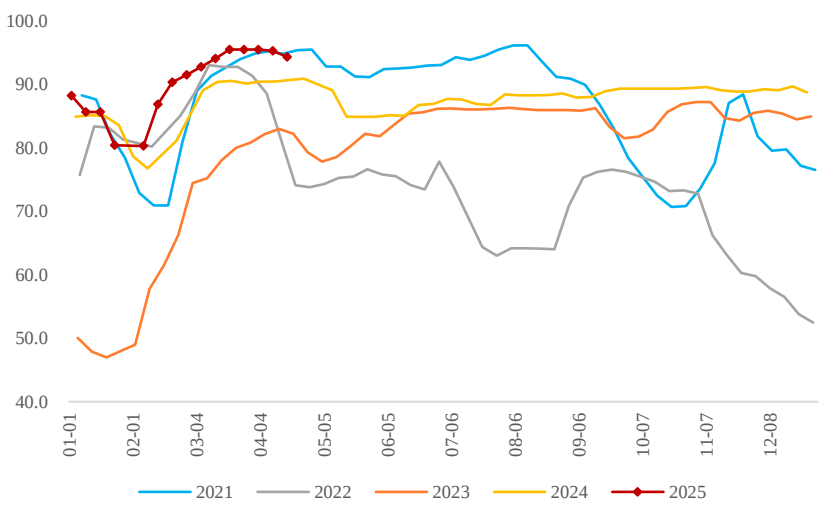
开工率:聚氯乙烯(PVC)



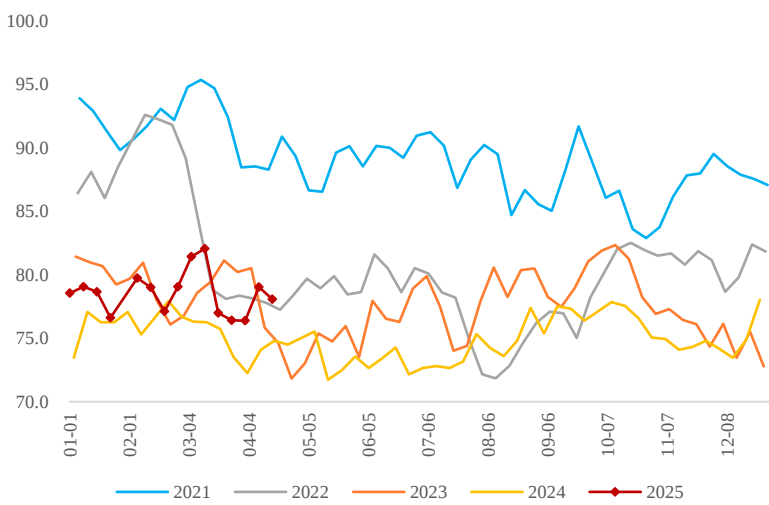
开工率:PTA (%)



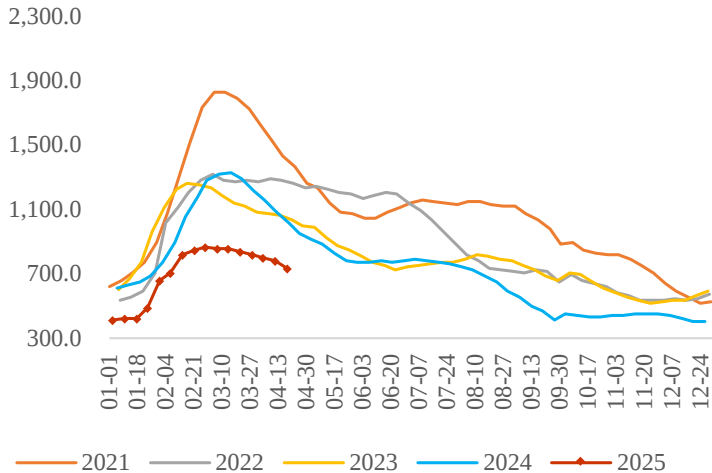
开工率:涤纶长丝:江浙地区(%)



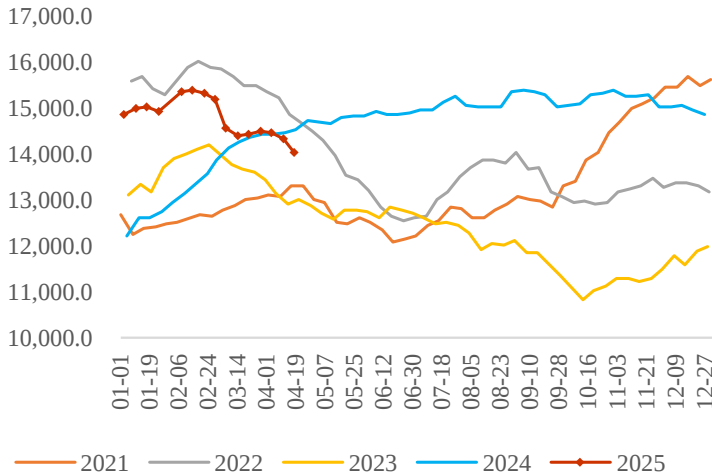
开工率:聚丙烯(PP):石化企业(%)



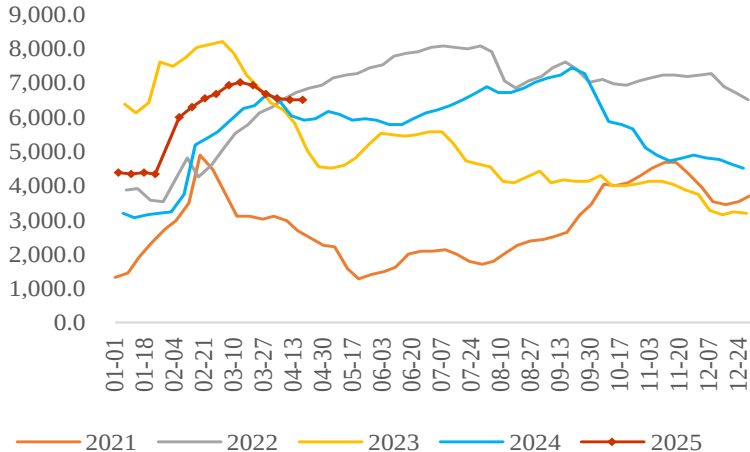
螺纹钢库存 (万吨)



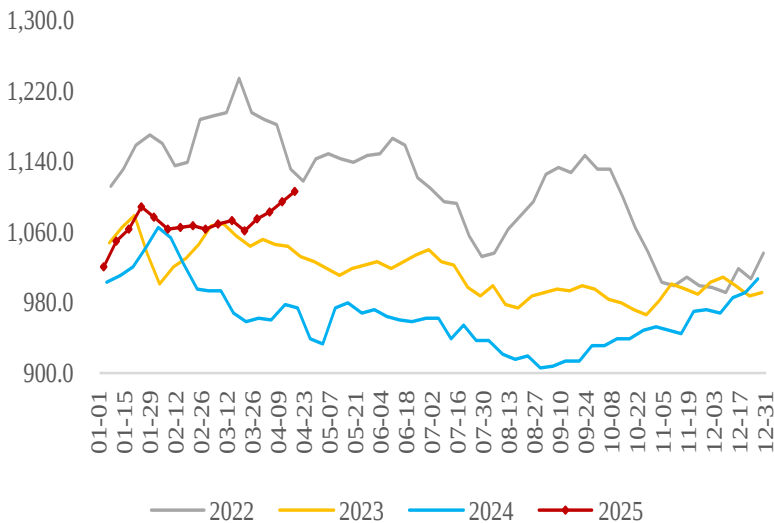
铁矿石库存 (万吨)



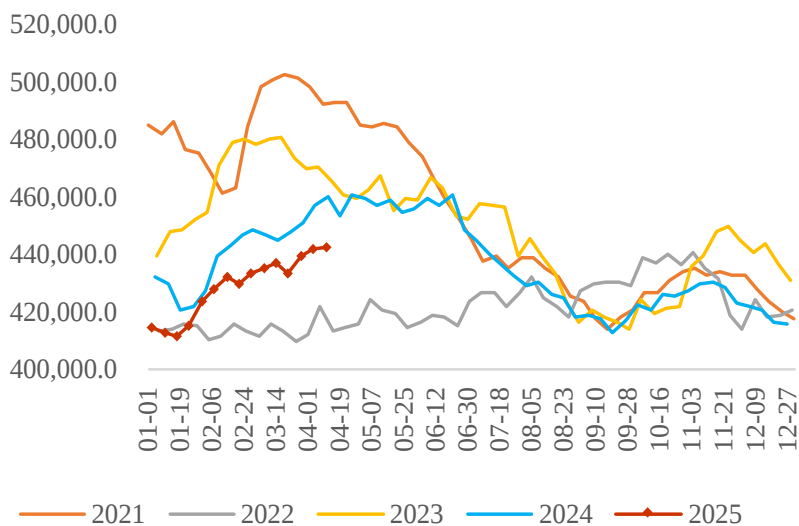
浮法玻璃库存 (万重箱)



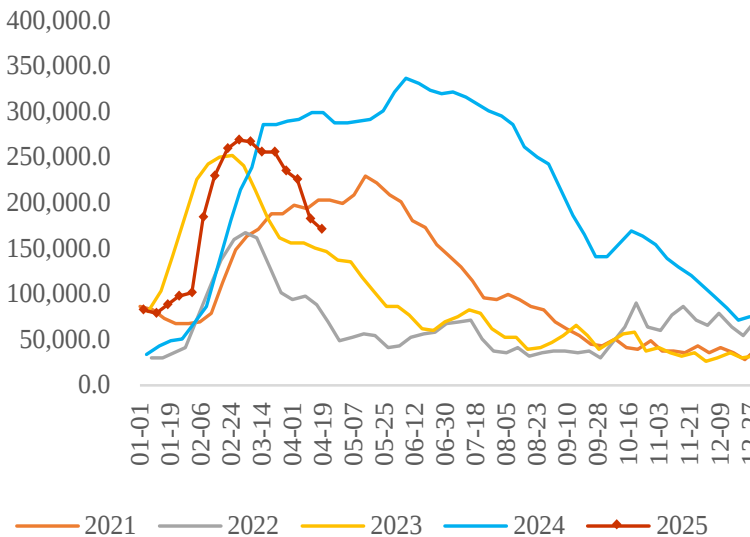
焦炭库存 (万吨)



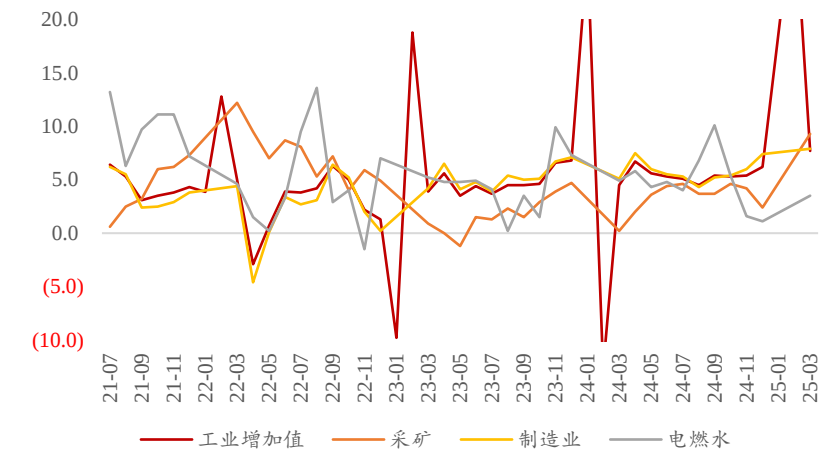
原油商业库存 (千桶)



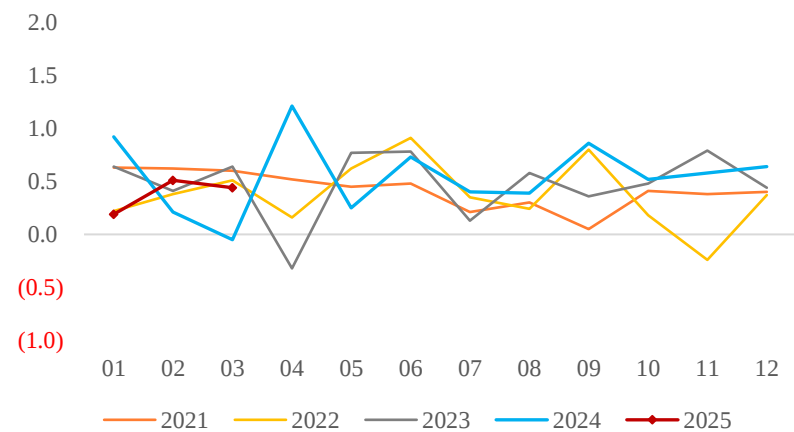
阴极铜库存 (万吨)



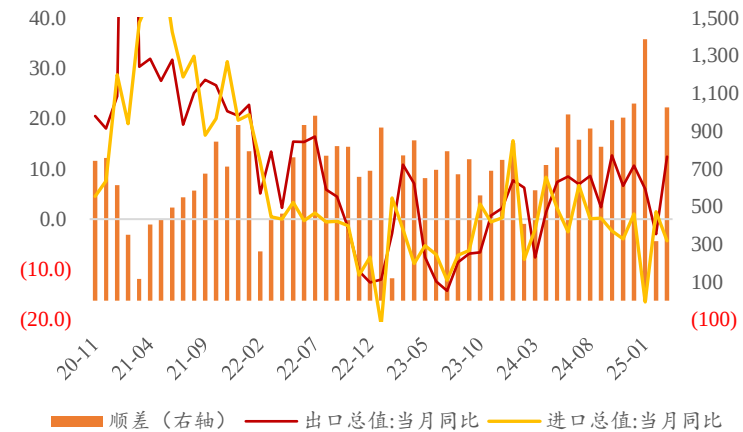
工业增加值：当月同比 (%)



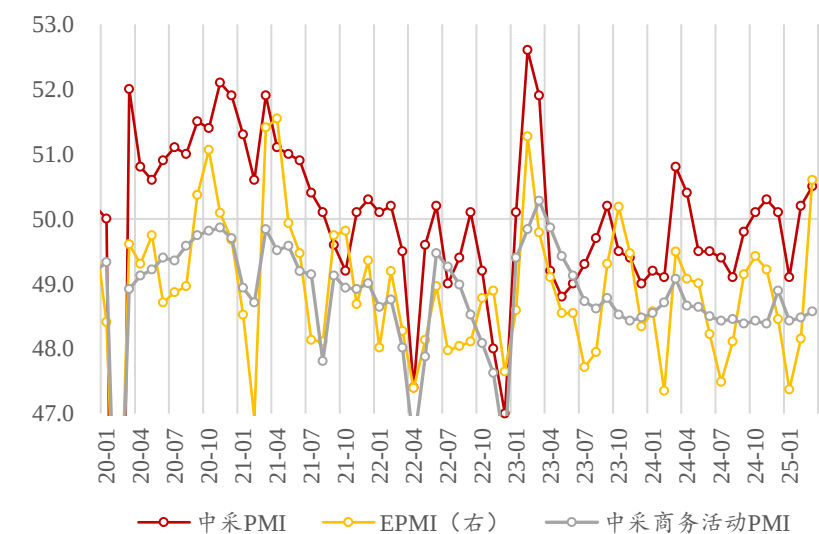
工业增加值环比季调 (%)



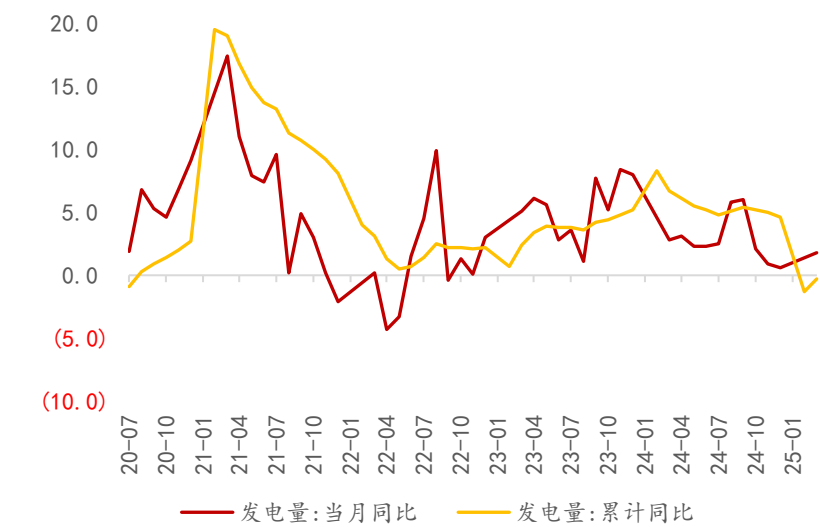
进出口金额当月同比与顺差 (%，亿美元)



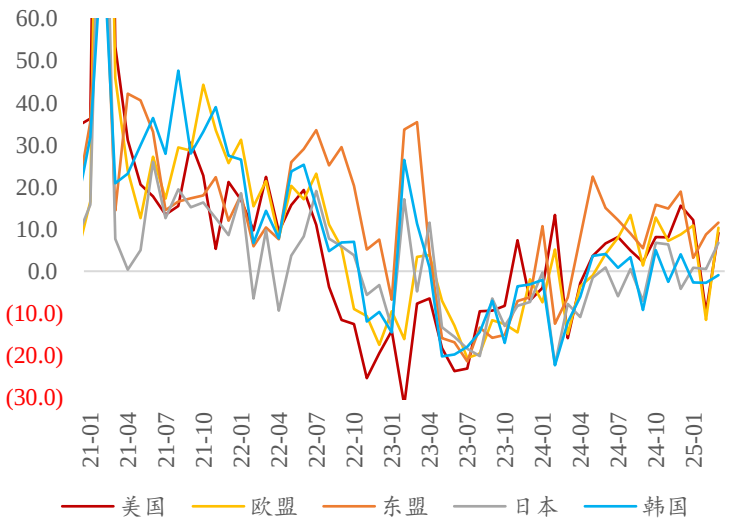
中国经济景气水平 (%)



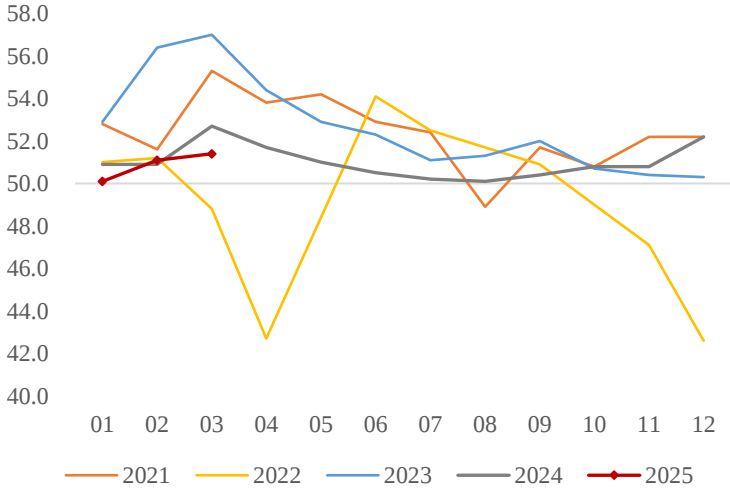
发电量：同比 (%)



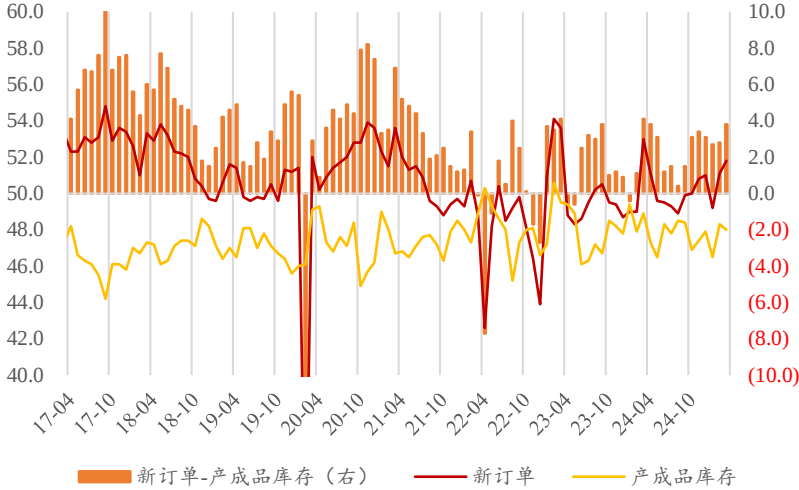
主要出口国家和地区出口金额：当月同比 (%)



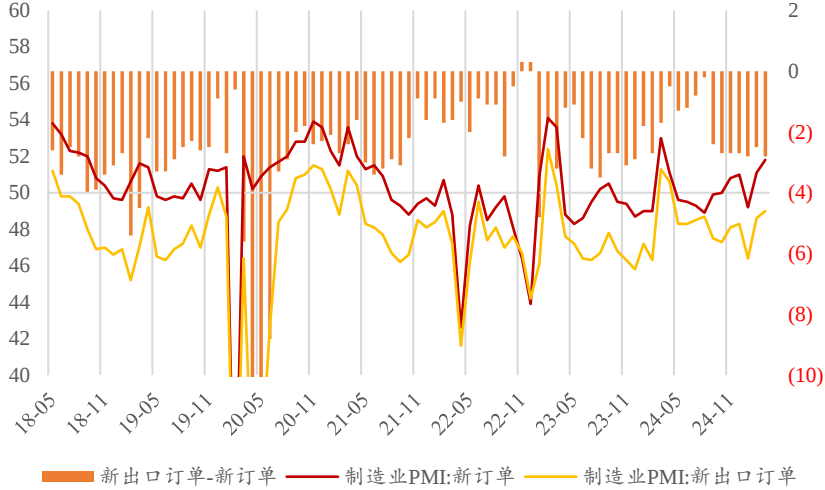
综合PMI (%)



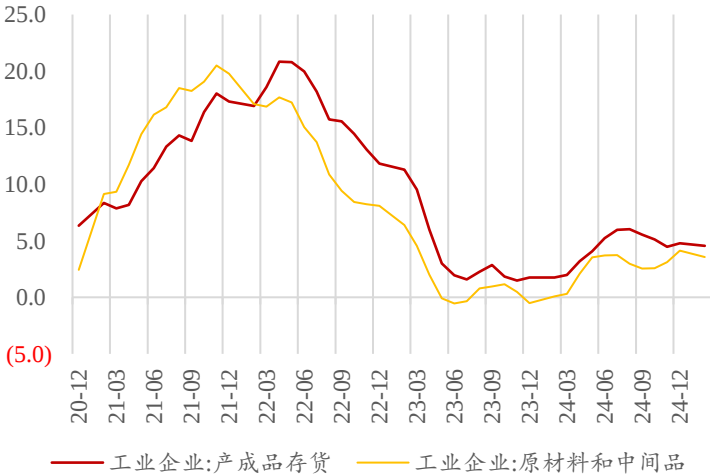
制造业企业新订单与产成品库存变化 (%)



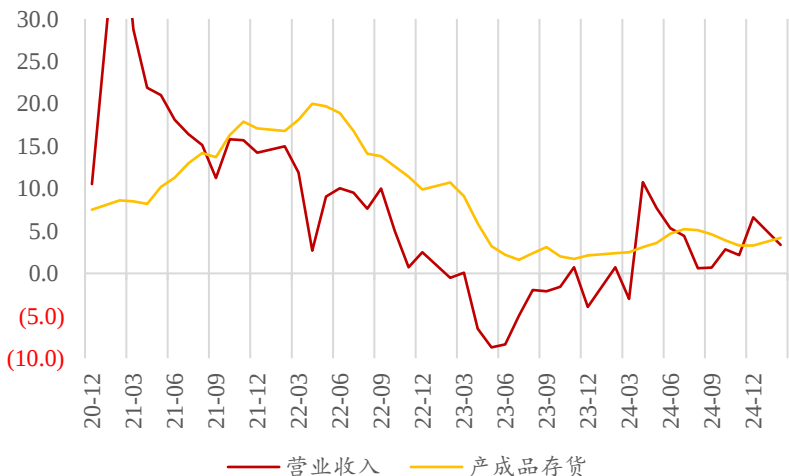
PMI分项：新订单与新出口订单 (%)



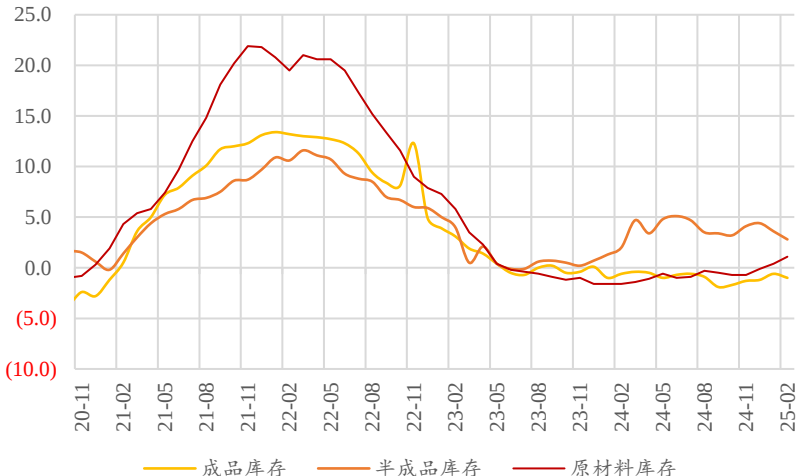
规上工业企业库存：当月同比 (%)



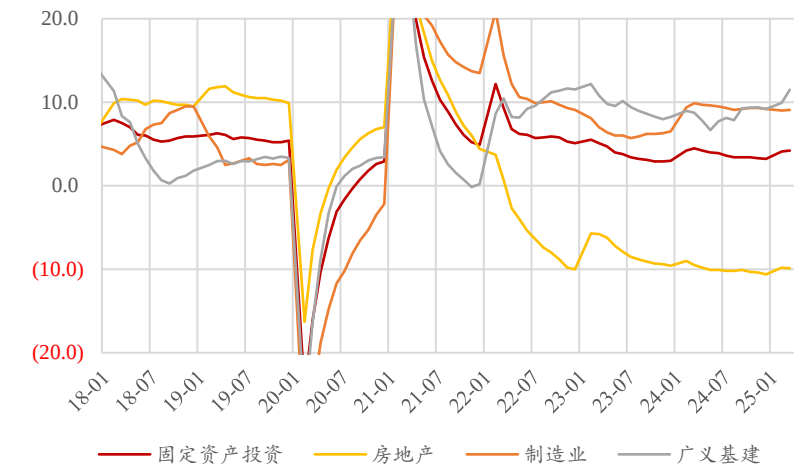
上工业企业营业收入与库存：当月同比 (%)



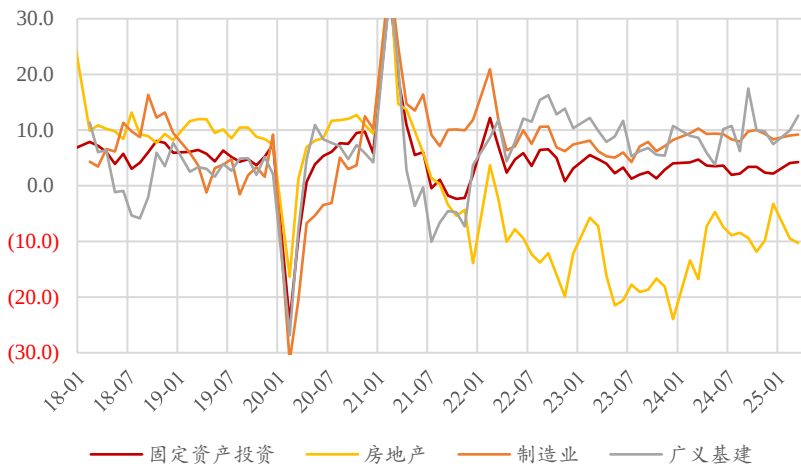
美国制造业库存季调同比 (%)



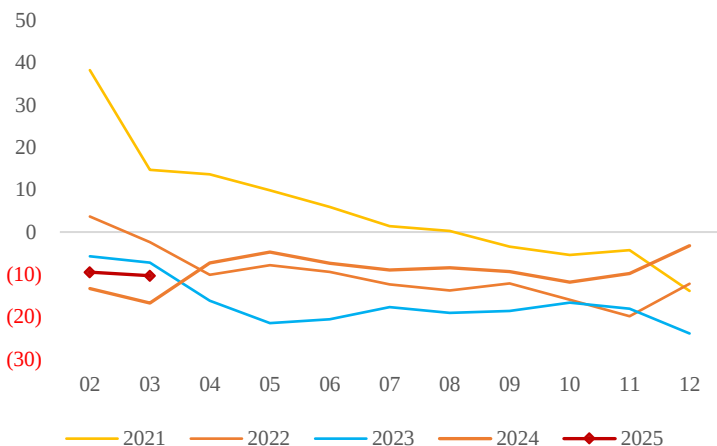
固投及三大项：累计同比 (%)



固投与三大项目：当月同比 (%)



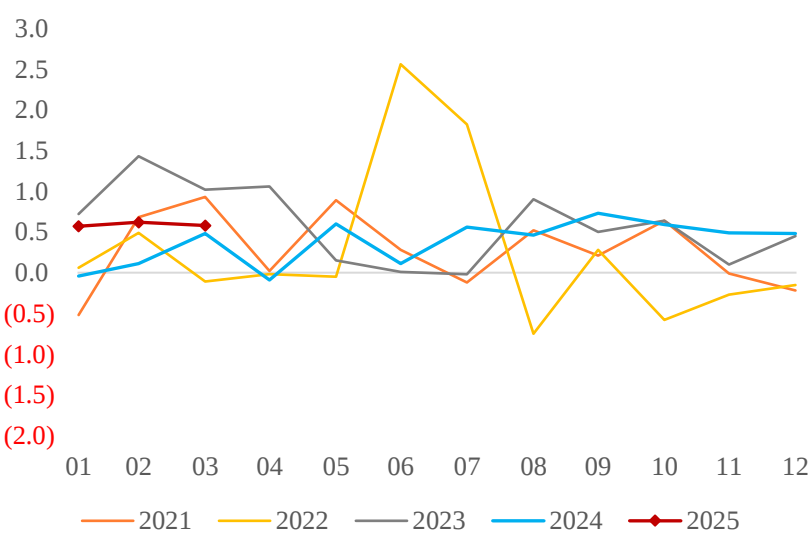
房地产开发投资当月同比 (%，季节图)



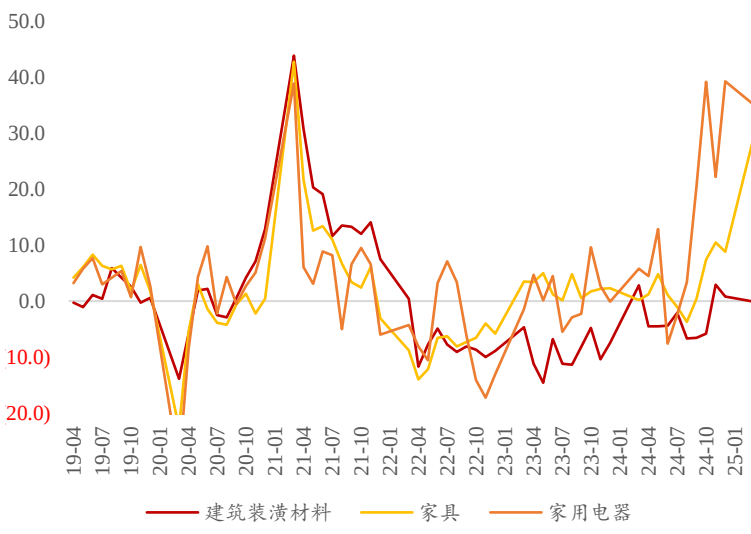
社会消费品零售总额：当月同比 (%)

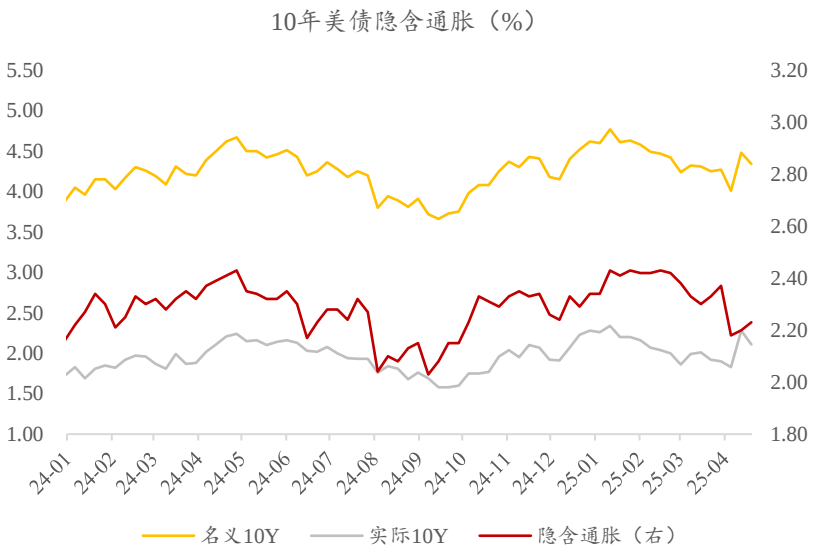
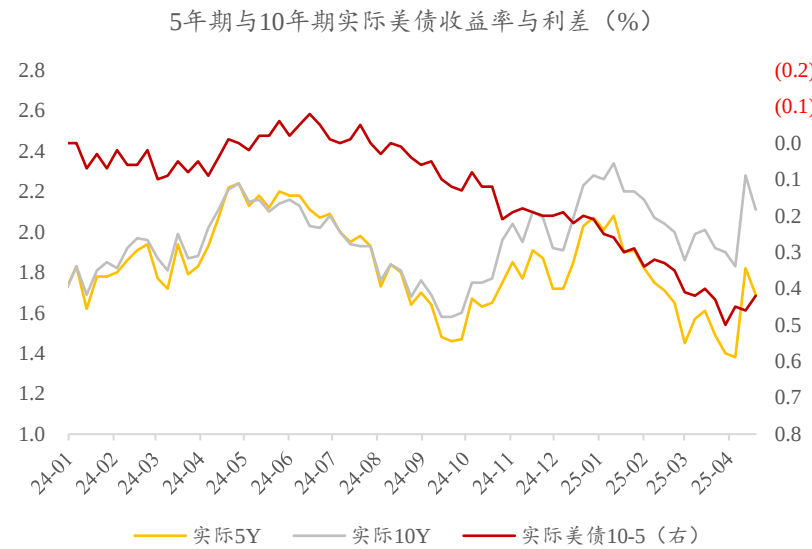
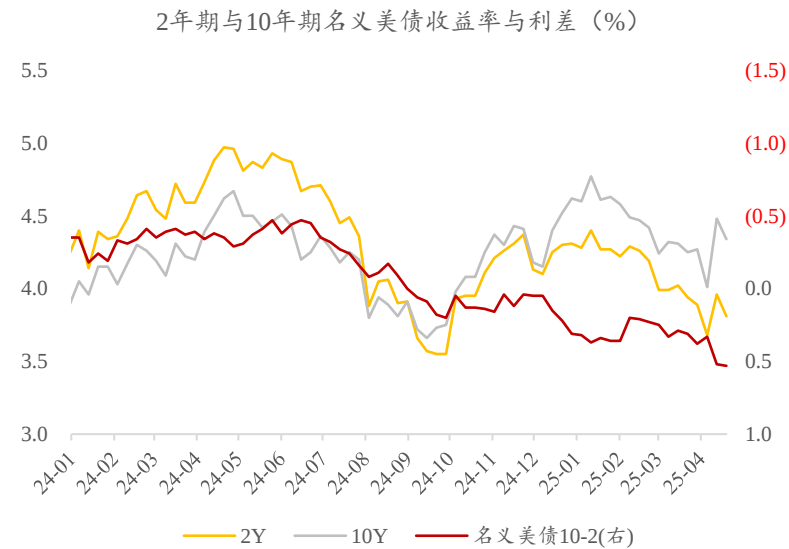
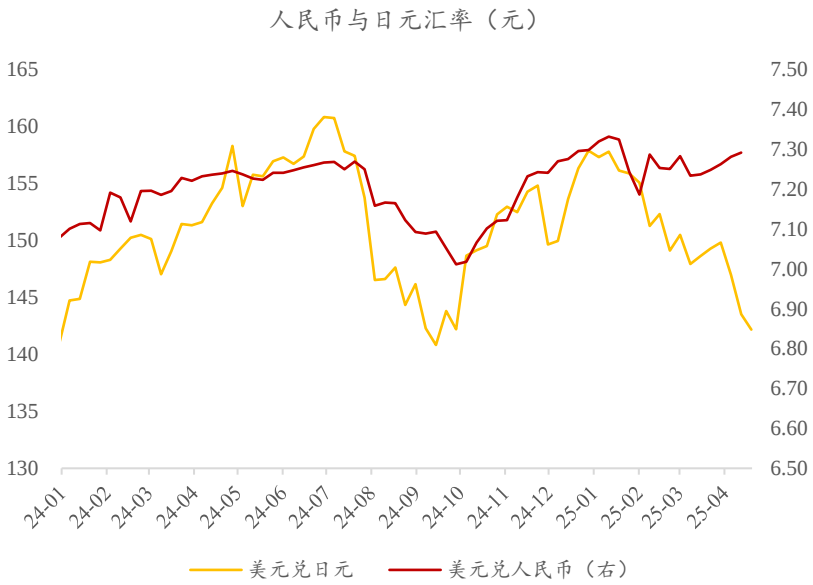
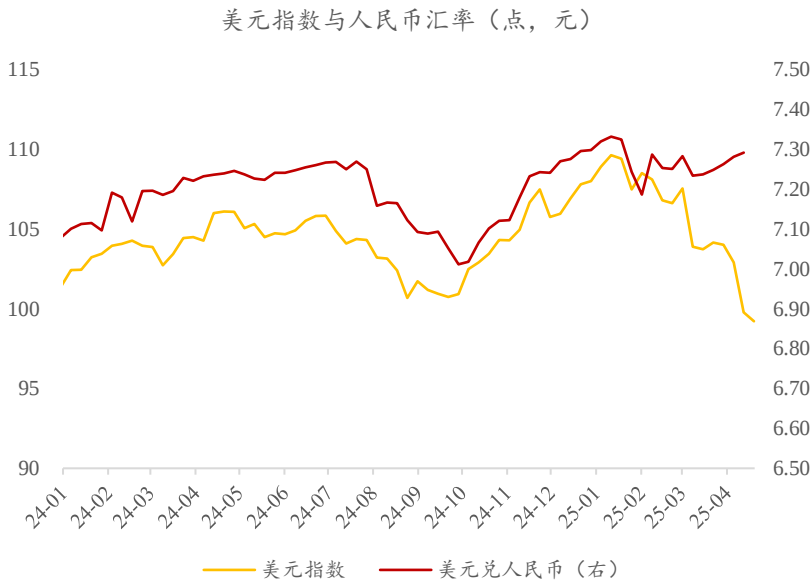
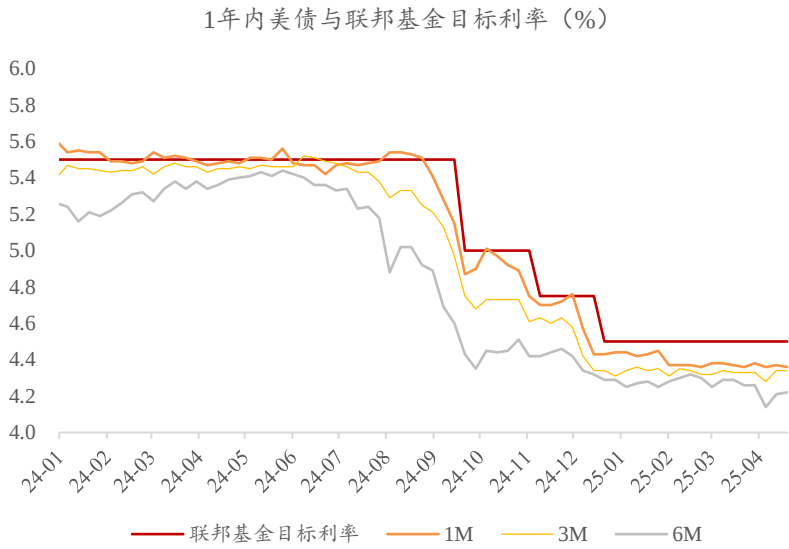


社会消费品零售总额：季调：环比 (%)

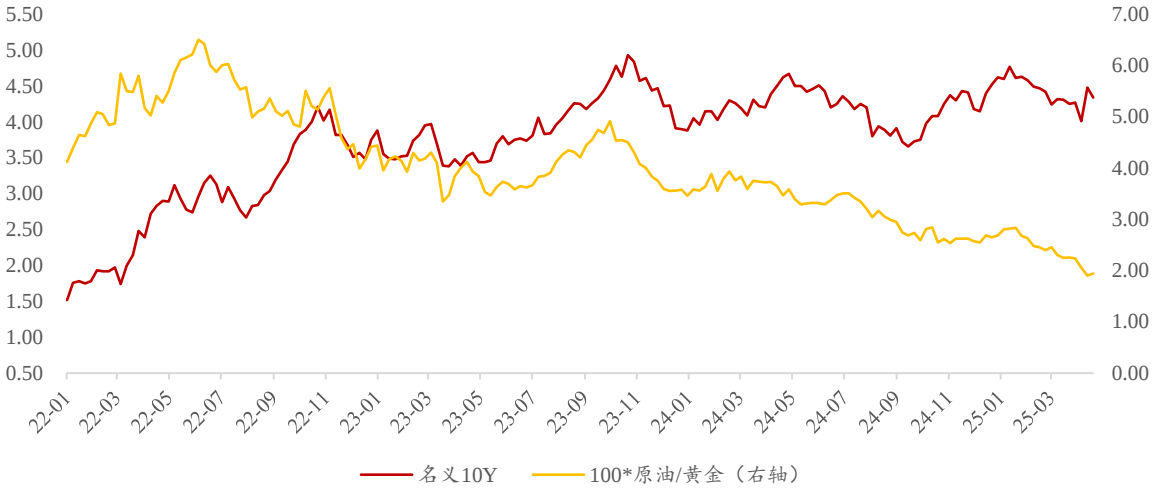


限额以上社零：地产类当月同比 (%)

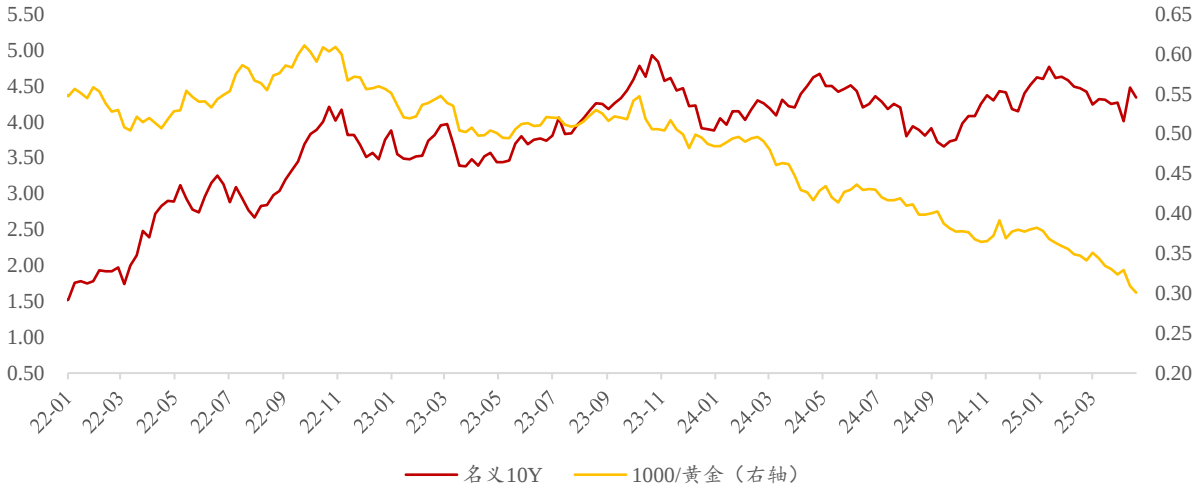




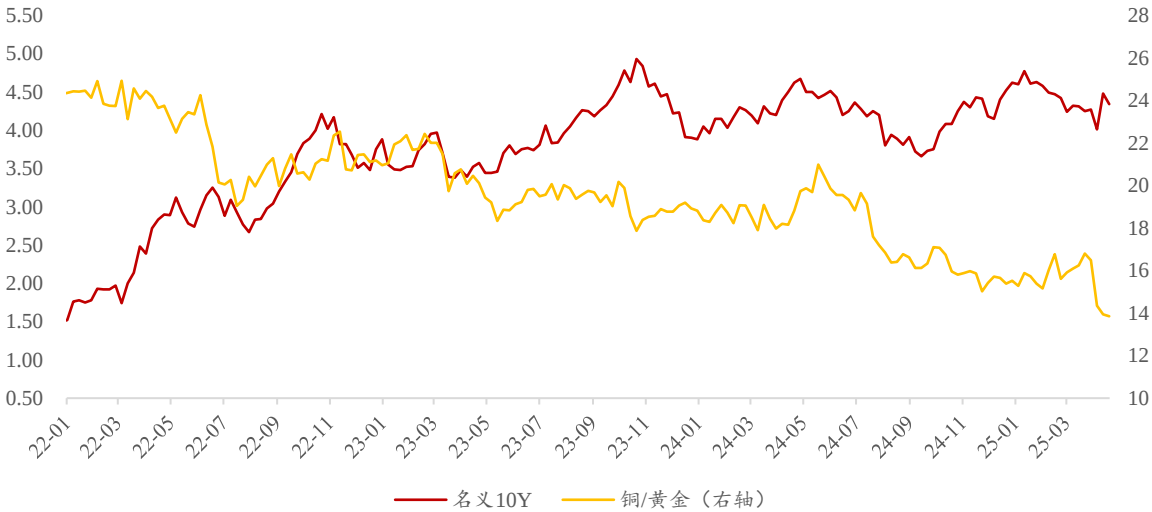
10年期美债与油金比 (%)



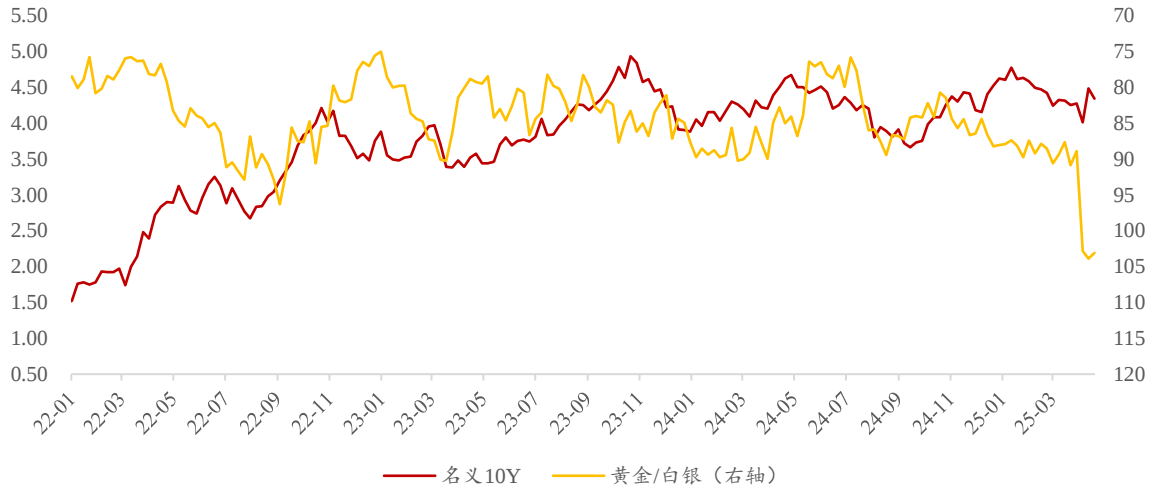
10年期美债与1000/黄金 (%)

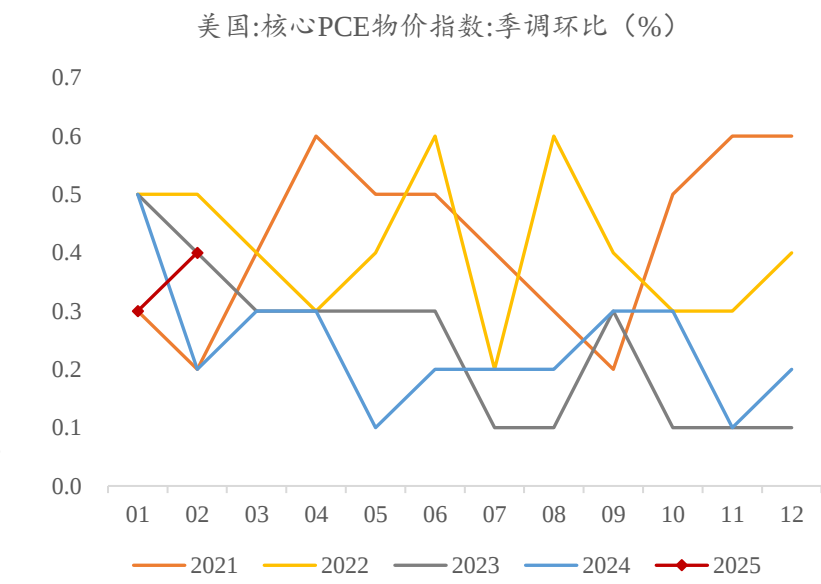
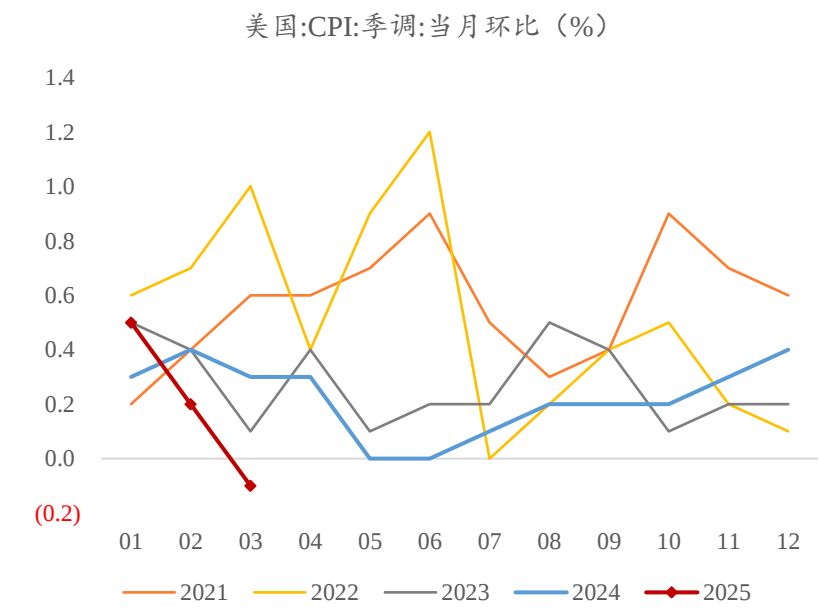
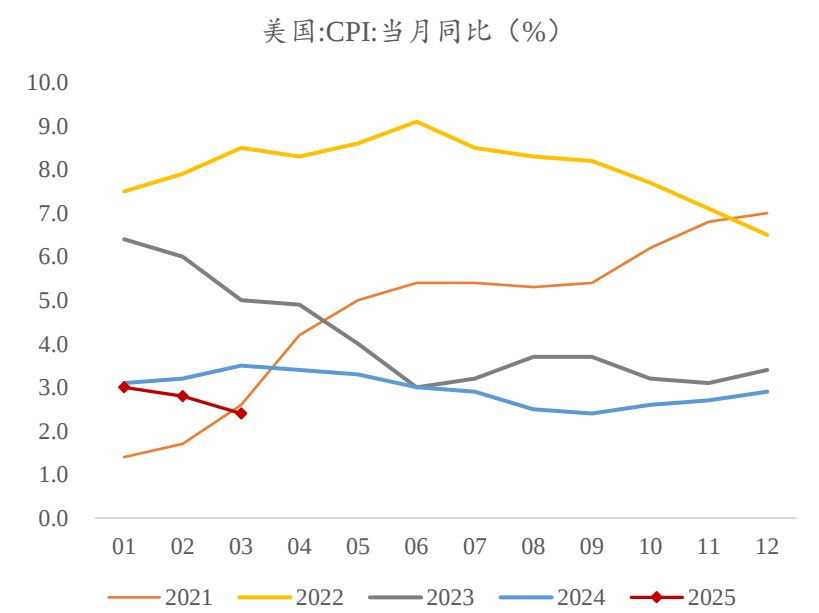
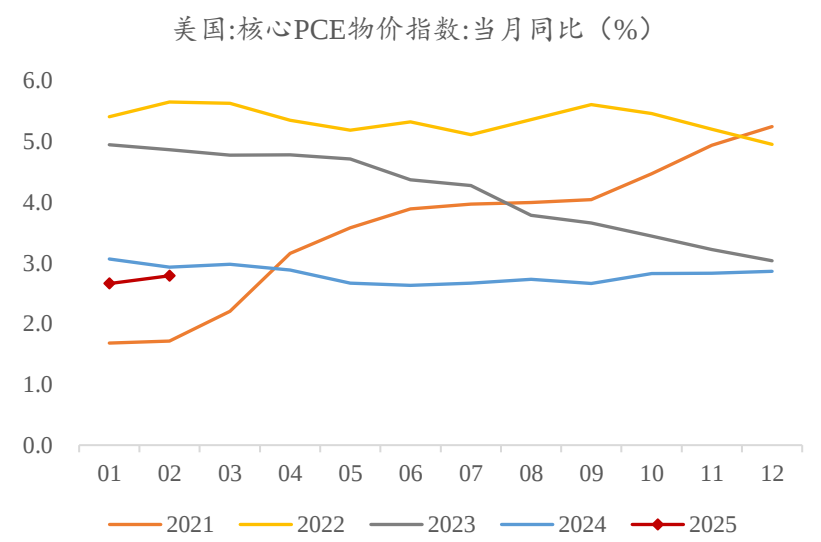
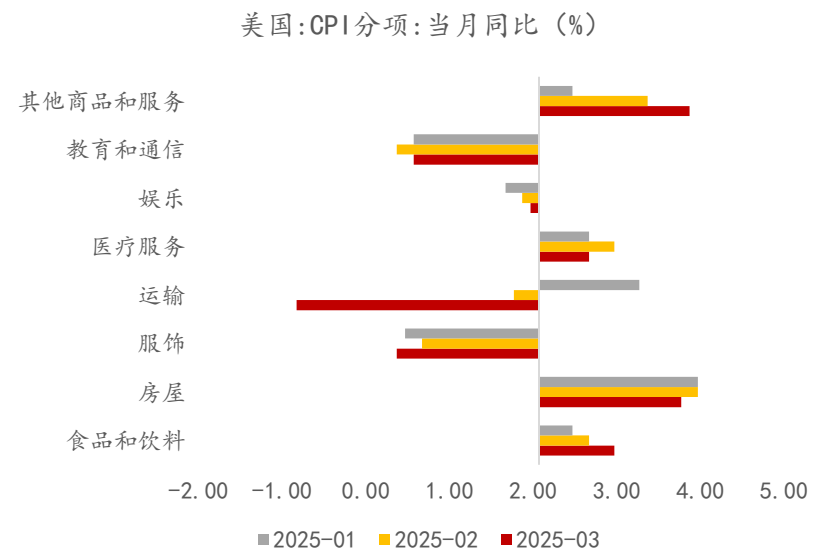
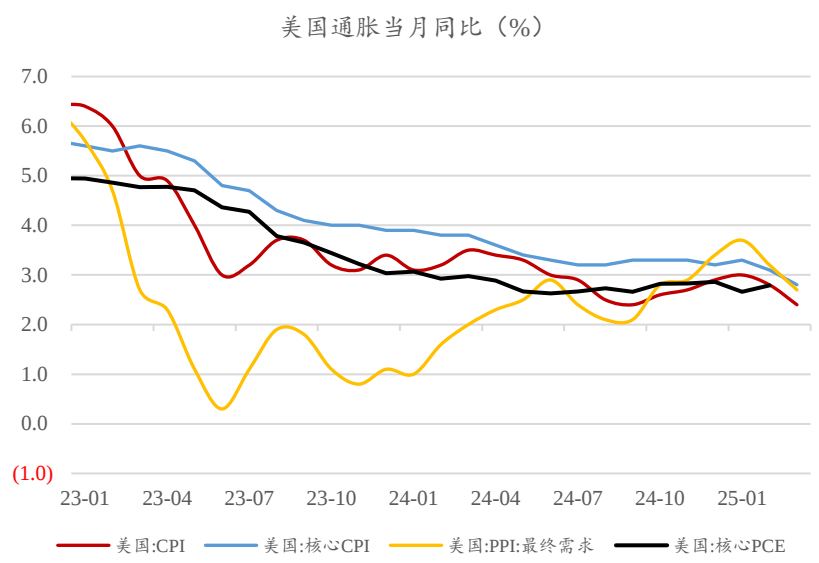


10年期美债与铜金比 (%)

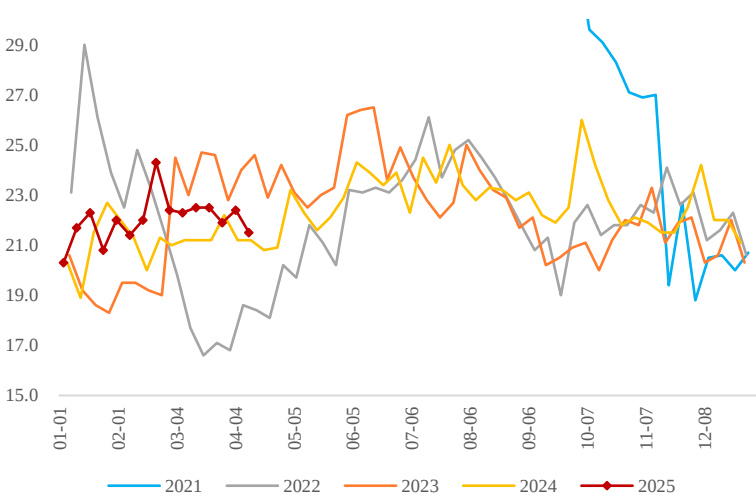


10年期美债与金银比 (%)

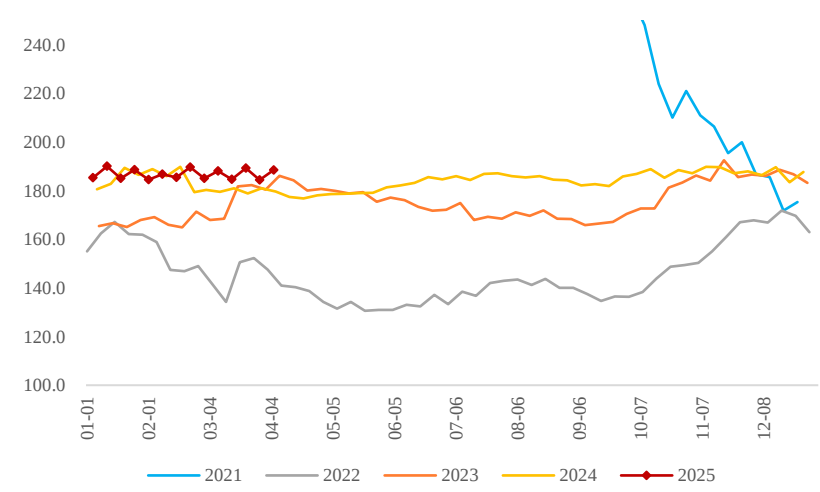




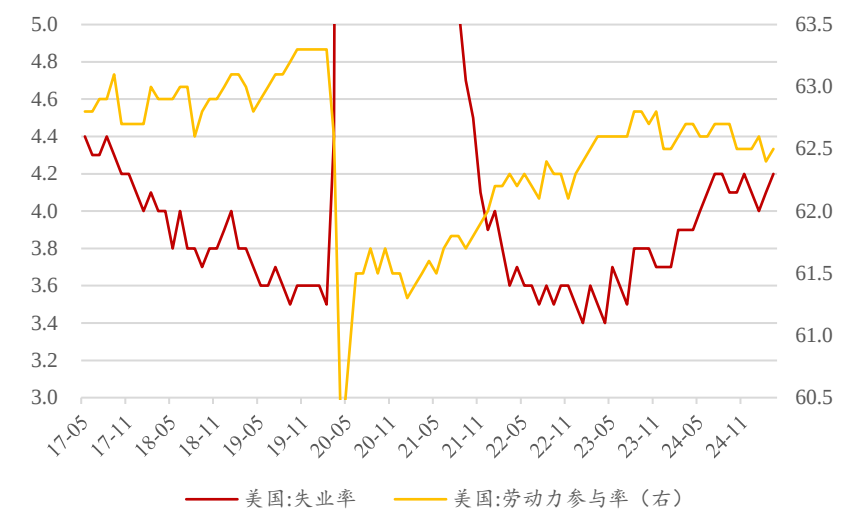
美国:当周初次申请失业金人数:季调 (万人)



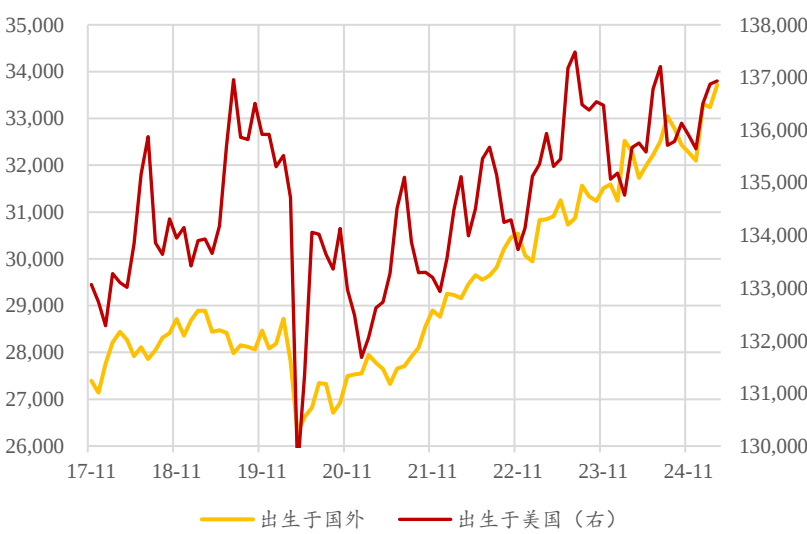
美国:持续领取失业金人数:季调 (万人)



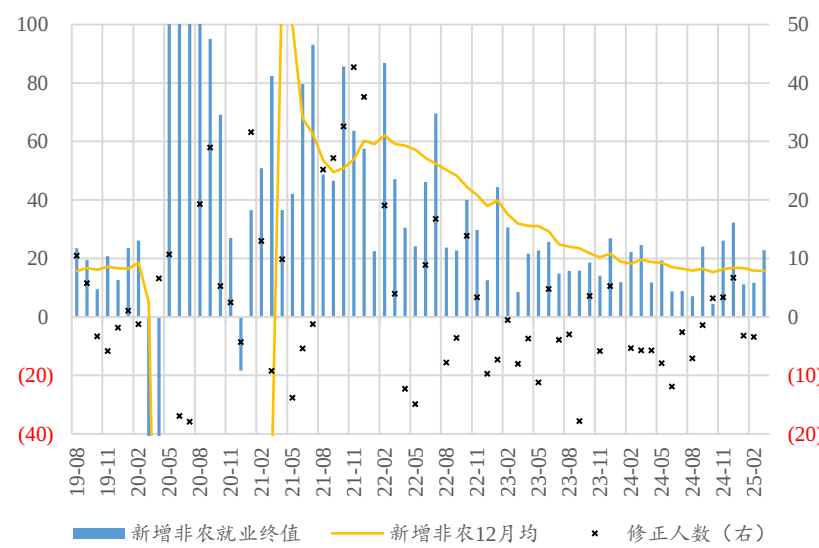
美国失业率与劳动力参与率 (%)



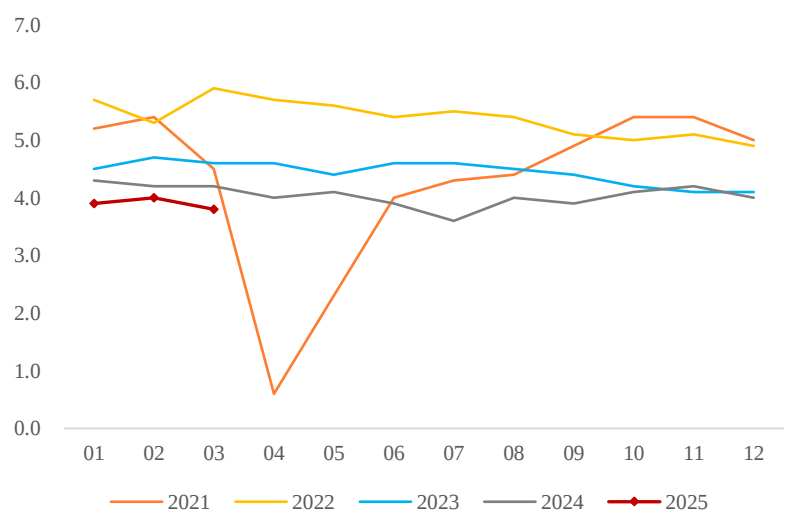
美国:16岁以上劳动力人数 (千人)



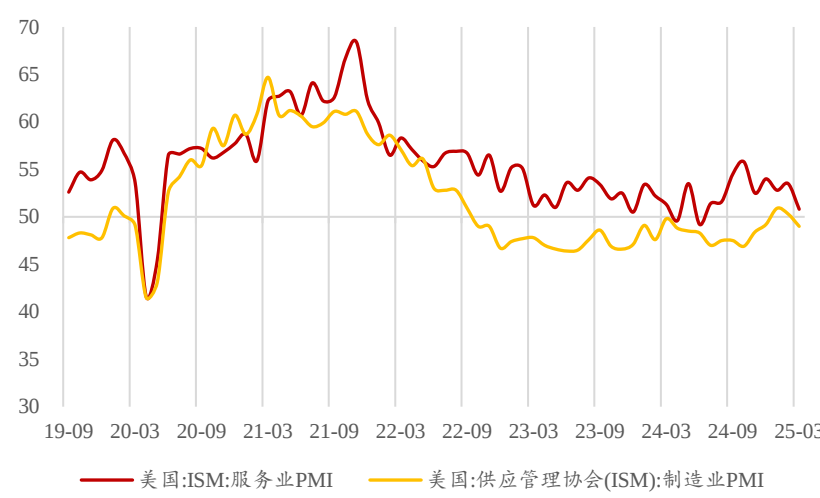
美国非农就业人口 (万人)



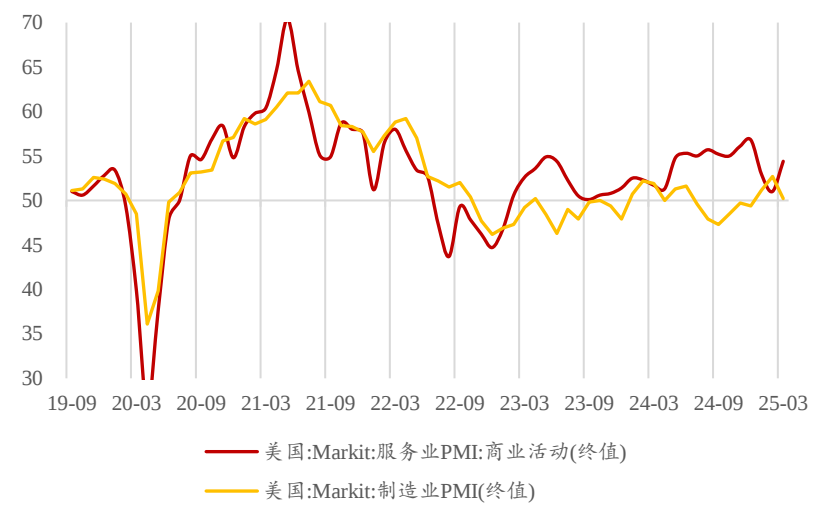
美国:平均时薪:非农就业员工:私营企业:季调:当月同比



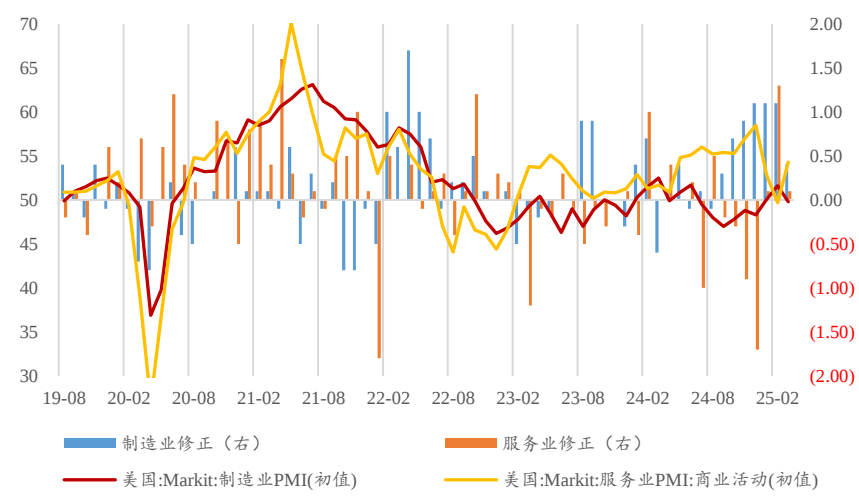
ISM-美国PMI (%)



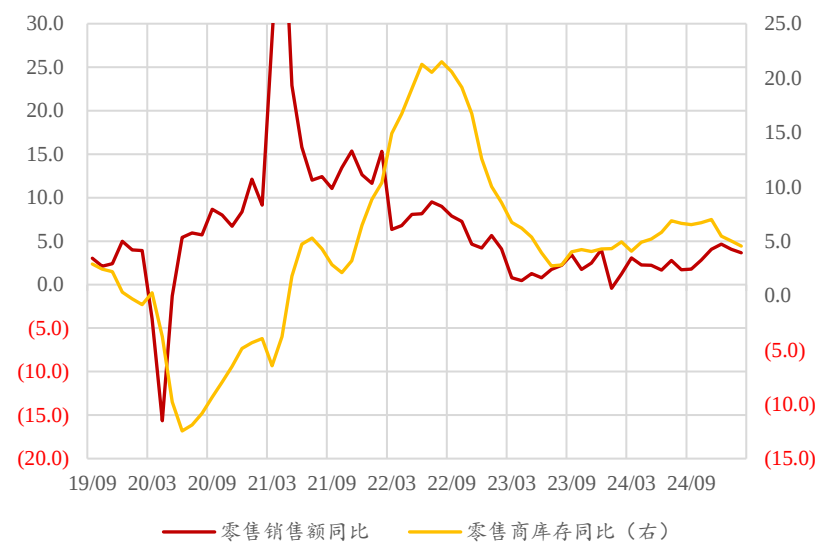
Market-美国PMI终值(%)



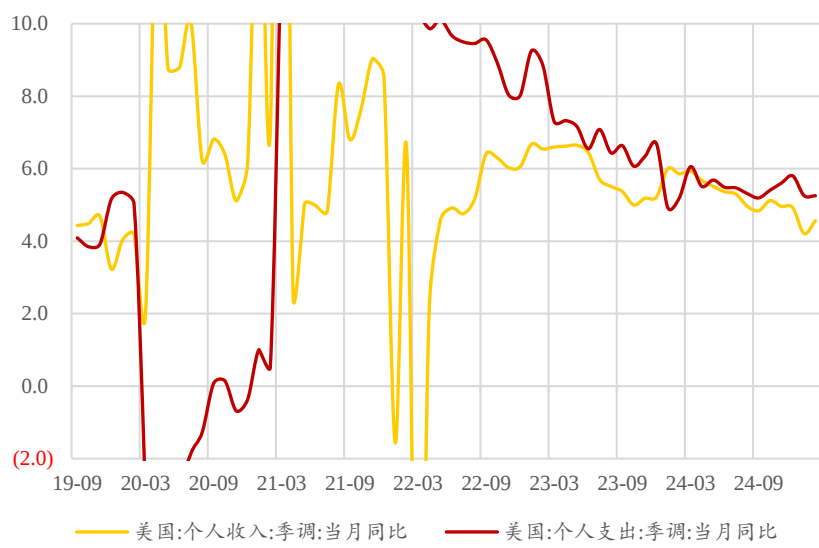
MARKET- 美国PMI初值(%)



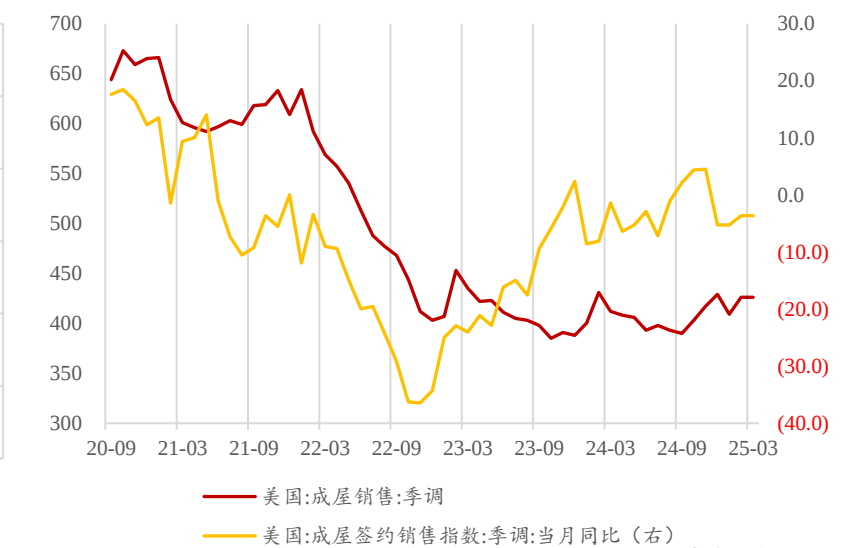
美国零售与库存同比 (%)



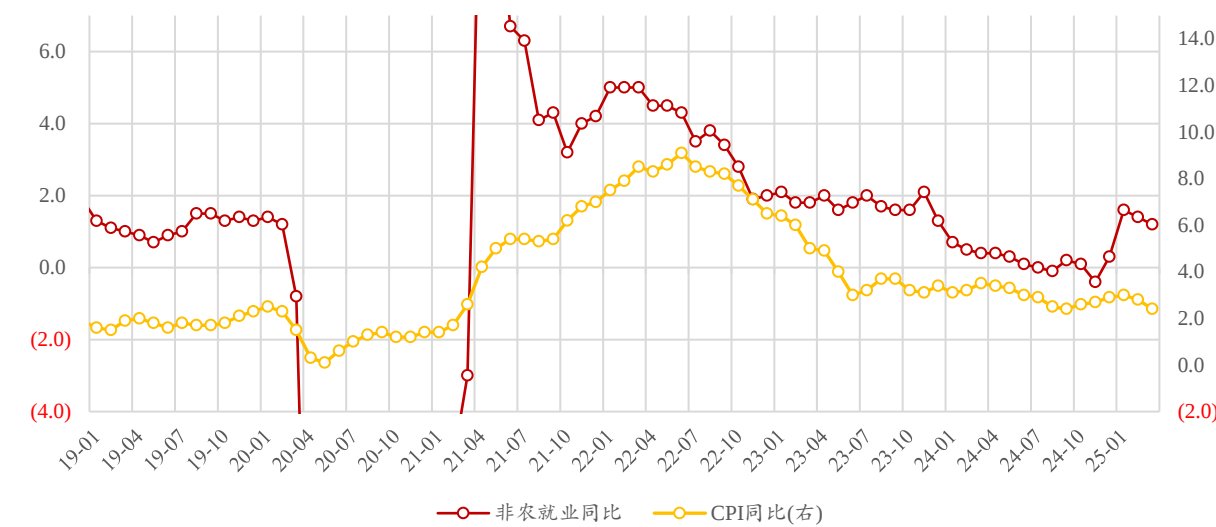
美国居民收入与支出 (%)



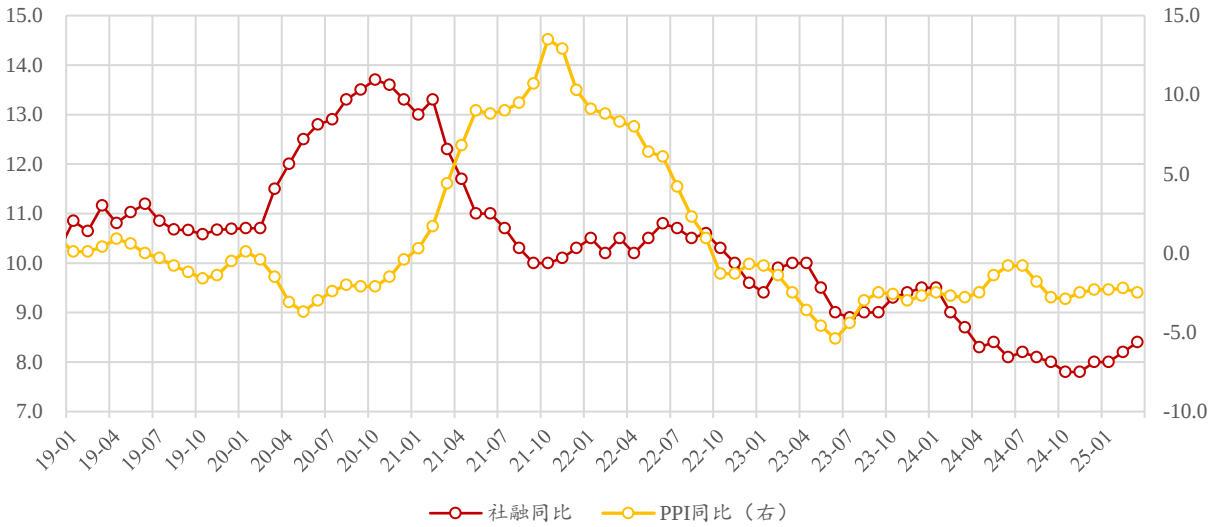
美国地产销售 (万套, %)



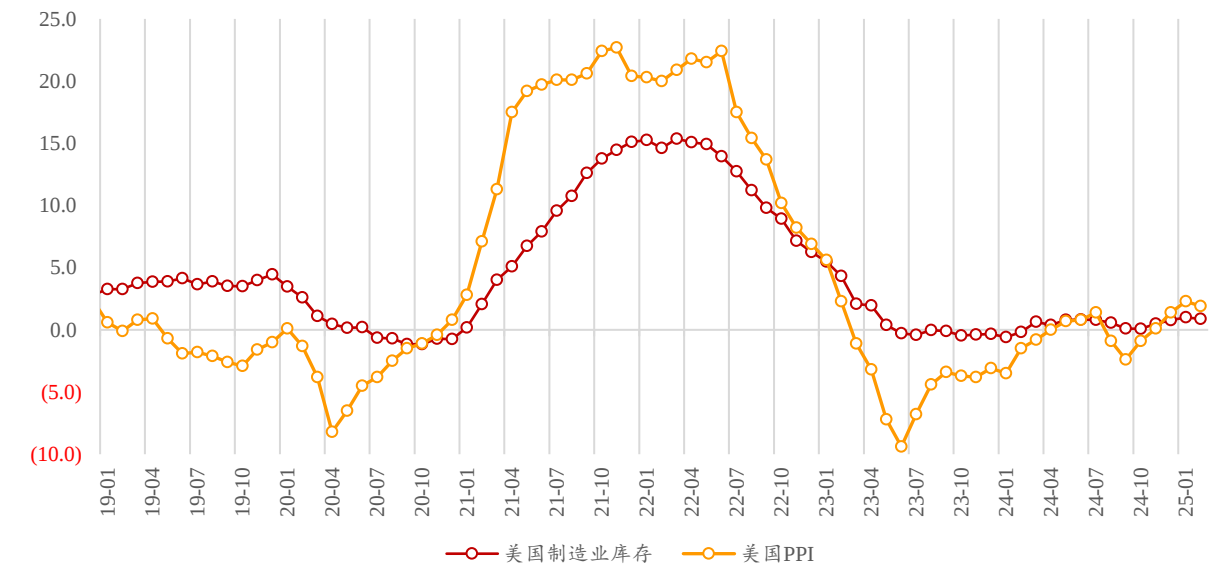
美国就业与通胀 (%)



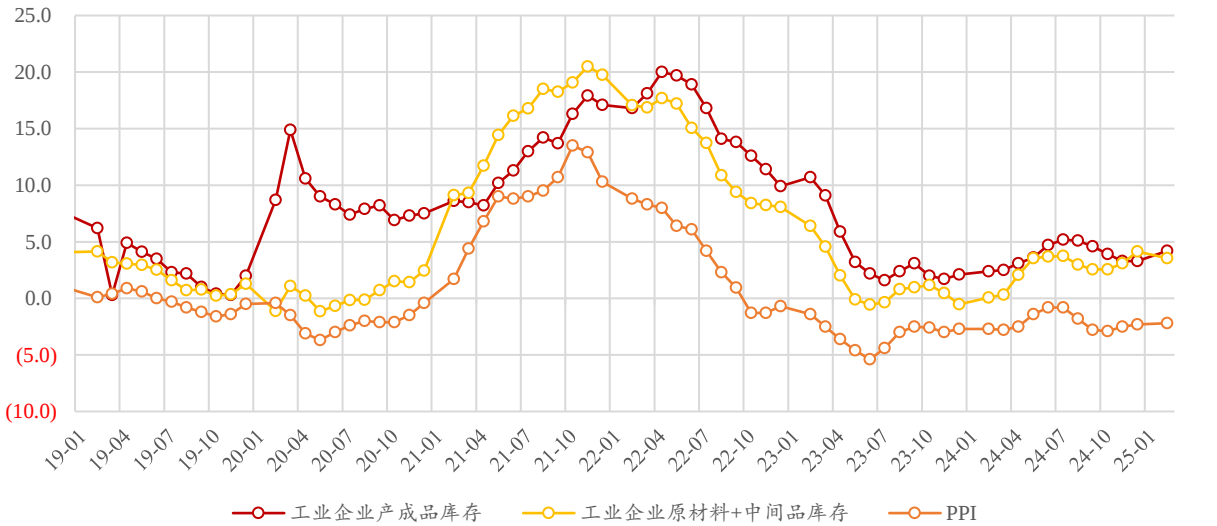
中国社融与通胀 (%)



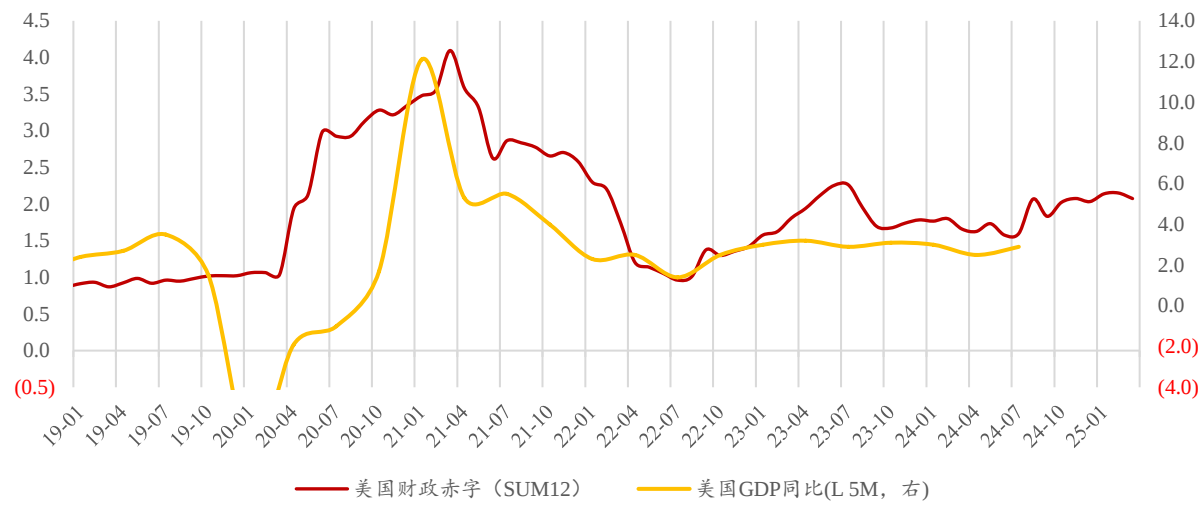
美国制造业库存与通胀 (%)



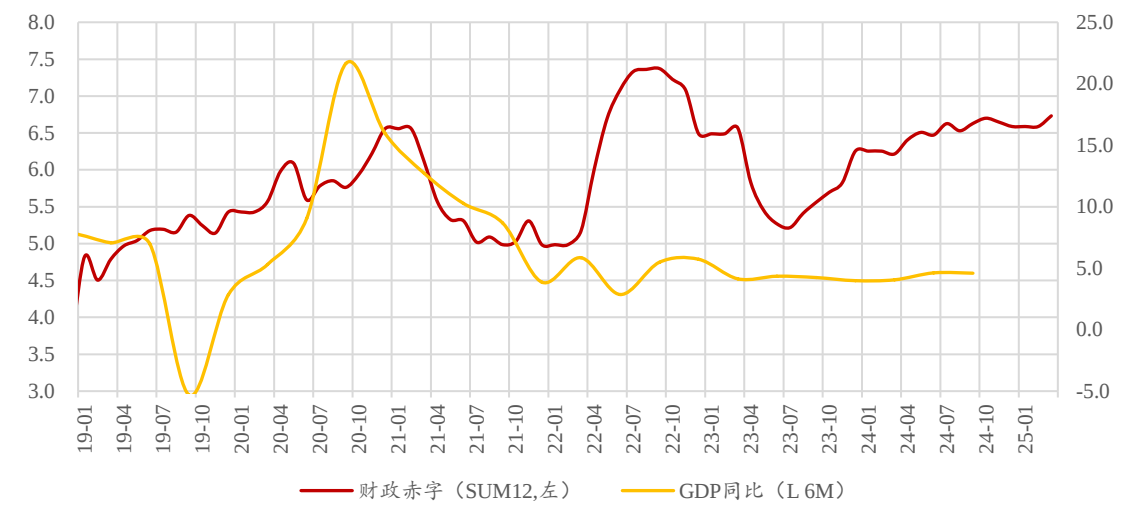
中国工业库存 (%)



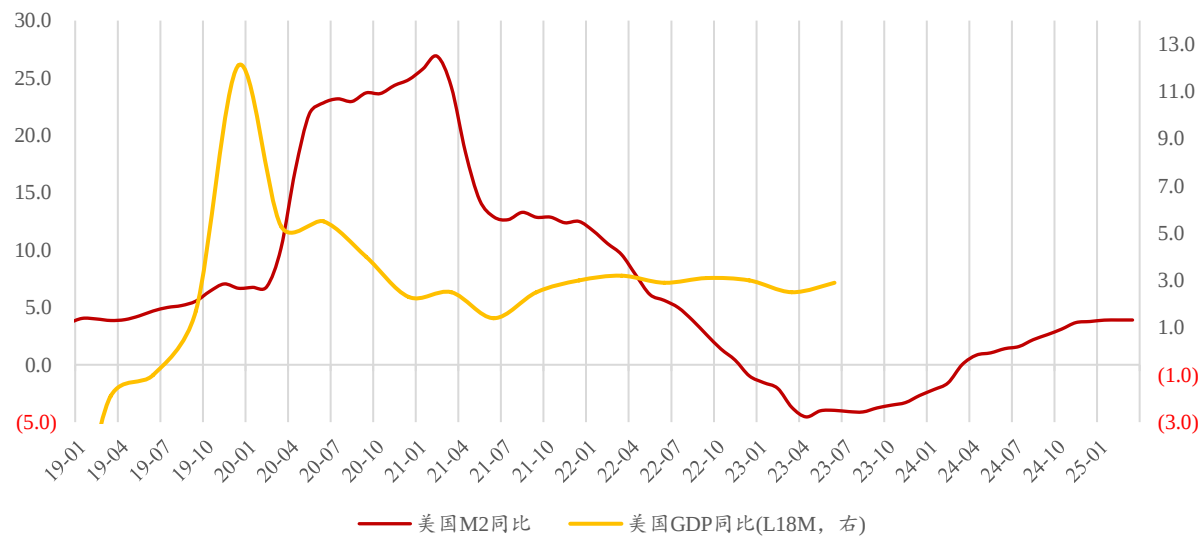
美国财政赤字与GDP (万亿, %)



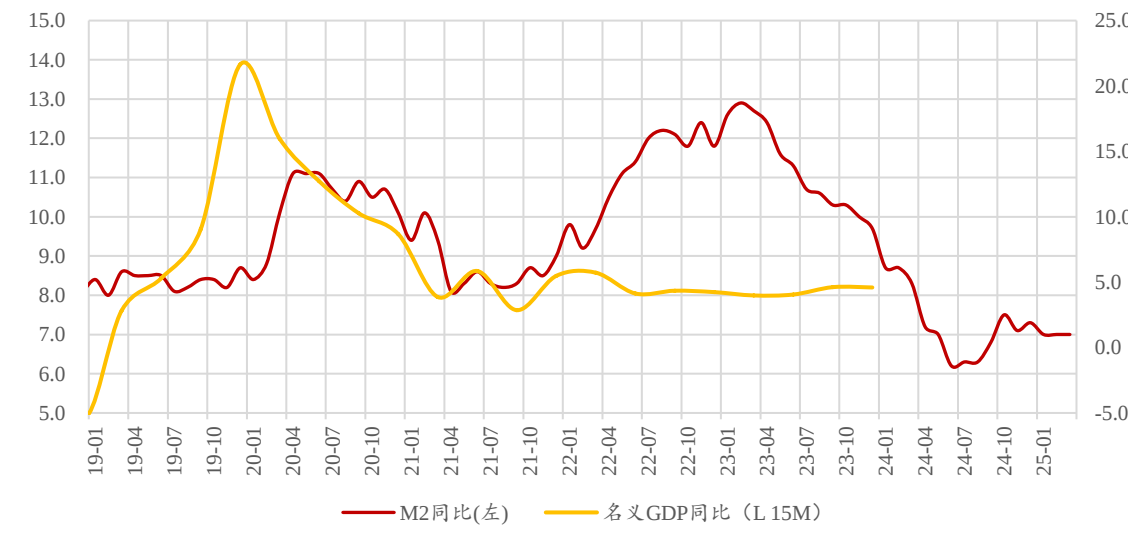
中国财政赤字与名义GDP(万亿, %)



美国M2同比与GDP (%)



中国M2与GDP(%)



中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

顺祝商祺



中泰期货股份有限公司 研究所

姓名：李荣凯

联系电话：13361063969

从业资格号： F3012937

交易咨询证书号： Z0015266

Email: lirk@ztqh.com

地址：山东省济南市经七路86号证券大厦15层

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼20层