



华泰期货
HUATAI FUTURES

关注 4 月政治局会议及政策窗口期

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

商品和股指期货: 整体中性;

短期关税事件冲击全球资产, 关注流动性风险; 后续可以关注三大情绪缓和的信号:

1、美股和黄金止跌; 2、美联储等央行超预期宽松; 3、关税和谈取得进展, 企稳后再关注黄金、商品等抗通胀资产和 A 股的配置机会。

核心观点

■ 市场分析

外部风险有所上升, 但国内趋势保持乐观。3 月我国两会对全年定调较为积极, “实施更加积极的财政政策”“实施适度宽松的货币政策”; 政府工作报告中也将赤字率上调至 4%, CPI 目标下调至 2%, 体现今年的政策目标更加实事求是、更加具备指导意义; 此外 4.4 万亿的专项债限额, 2 万亿的地方债务置换限额, 1.8 万亿的特别国债; 整体政府信用开启扩张阶段, 对商品而言, 后续整治“内卷式”竞争等系列政策也值得关注。中国一季度 GDP 同比增长 5.4%, 延续去年以来持续稳中向好、稳中回升的态势, 中国经济目前依靠内需和创新驱动的新格局正在形成。但考虑到特朗普施加的外部关税压力, 关注后续国内加码宽松的窗口期——4 月 20 日的 LPR 利率, 4 月政治局会议等时间节点。

对等关税加剧滞胀交易。特朗普 4 月 2 日在白宫签署关于所谓“对等关税”的行政令要点如下: 1、宣布美国对贸易伙伴加征 10% 的“最低基准关税”, 并对某些贸易伙伴征收更高关税。2、已面临钢铝关税、汽车关税的产品将不适用对等关税。铜、药品、半导体和木材等也不适用对等关税。后续关税博弈持续: 4 月 9 日, 特朗普批准暂停征收 70 多国的对等关税 90 天。4 月 11 日, 美方宣布对中国关税进一步提到至 145%, 中国也将对美关税由 84% 提高至 125% 作为回应。4 月 12 日, 美方公布备忘录豁免智能手机等电子产品关税, 随后特朗普表示豁免产品即将被征收特定行业关税。4 月 14 日, 特朗普称考虑对美国汽车制造商提供进口零部件关税豁免。重点关注目前美国关税谈判进展: 日美谈判目前双方立场仍存差距, 将进行再次会谈。从美国关税影响来看, 加税会带来需求下降和通胀上升的双重影响, 并最终反噬美国经济本身, 关税将呈现“关税—进口价格—零售价格—通胀”的先后传导逻辑, 进一步令美联储陷入滞胀的政策困境。4 月 16 日, 美联储主席鲍威尔重申关税等特朗普的政策让经济面临很高的不确定性, 美联储要等到形势更明朗再考虑降息、要避免关税持久推升通胀。他表示, 美联储会平衡通胀和就业这两个使命, 同时承认, 若关税推高通胀, 让经济增长放缓, 实现双重使命就面临挑战。鲍威尔还表示, 美联储将继续做该做的工作, 不受政治影

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

响。远端关注海外或将逐步开启滞胀的宏观环境的可能。

商品短期警惕情绪冲击，长期关注滞胀配置。从 2018 年的关税复盘来看，加征关税事件呈现先交易需求下行，后交易通胀上升，对于黑色、有色等工业品需要警惕来自美股调整的情绪冲击，而农产品需求相对稳定，关税带来的价格上行波动概率更大，农产品中关注豆棕价差的变化。能源方面，原油价格下移，IEA 月报下调今年石油需求预期，供应方面，OPEC+ 的增产决策加剧了油市供应过剩，中期基本面供给偏宽松看待。此外关注关税对价格的扰动。目前黄金的确定性较强，去美元化和海外滞胀叙事均支撑金价。

■ 风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

近期重大事件一览

图1： 2025 年 4 月重大事件一览 | 单位：无

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
31 中国3月官方PMI	1 欧元区3月制造业PMI终值 欧洲3月CPI初值 美国3月制造业PMI终值	2 美国3月ADP数据 特朗普公布“对等关税”	3 欧洲央行行长发言 欧元区2月PPI	4 美国3月非农数据	5	6
7	8	9	10 中国3月通胀数据 美国3月CPI数据	11 中国3月金融数据 美国4月密歇根大学消费者信心指数初值	12	13
14 中国3月进出口数据	15 欧元区4月ZEW经济景气指数	16 中国一季度经济数据	17 欧元区利率决议	18	19	20
21 中国4月LPR报价	22 欧元区4月消费者信心指数初值	23 欧元区4月PMI初值 美国4月PMI初值	24	25 中央政治局会议（待定）	26	27
28	29	30 中国4月官方PMI 欧元区一季度GDP初值 美国4月ADP数据 美国一季度GDP初值	1 日本央行利率决议 美国4月制造业PMI终值	2 美国4月非农数据 欧元区4月调和CPI初值	3	4
5 美国4月综合、服务业PMI终值	6 中国4月财新PMI 欧元区3月PPI	备注：1.2025年4月4日—2025年4月6日为清明假期。 2.2025年5月1日—2025年5月5日为劳动节假期 3.每年4月份一般会召开中央政治局会议研究中央经济工作。				

数据来源：Wind 华泰期货研究院

要闻

据海关统计，今年一季度，我国货物贸易进出口 10.3 万亿元，增长 1.3%。其中，出口 6.13 万亿元，增长 6.9%；进口 4.17 万亿元，下降 6%。（新华社）

中国 3 月以美元计价出口同比增长 12.4%， 预估为增长 4.6%；进口同比下降 4.3%。中国 3 月贸易顺差 1,026.4 亿美元，预估为顺差 751.5 亿美元。（华尔街见闻）

关总署新闻发言人吕大良在新闻发布会上表示，当前，我国出口确实面临复杂严峻的外部形势，但是“天塌不下来”。近年来，我国积极构建多元化市场，深化与各方的产业链供应链合作，这不仅赋能了对方发展，也增强了我们自身的韧性。同时，中国内需市场广阔，是重要的大后方。我们将坚定不移办好自己的事，以自身的确定性应对外部环境的不确定性。（中国网）

美东时间 4 月 12 日，美方公布相关备忘录，豁免计算机、智能手机、半导体制造设备、集成电路等部分产品的“对等”关税。随后，外媒报道称，特朗普表示，豁免智能手机等电子产品关税是暂时措施。美国商务部长卢特尼克也表示，将会对半导体单独加征关税。专业人士告诉谭主，中方早已看透美方关税措施的荒谬和胁迫讹诈本质。中方“不予理会”不是“不反制”，更不是“示弱”，而是对美方关税讹诈的洞察和蔑视。若美方真想对话，中方需要看见实实在在的行动。（玉渊谭天）

日本预计本周和美国开始事关重大的关税谈判。日本首相石破茂表示，预计经济再生大臣赤泽亮正本周将作为首席贸易谈判代表首次访问美国。当地媒体报道称此行将是 4 月 16 日至 18 日。（wind）

OPEC 下调了今明两年全球石油需求增长预期，原因是美国总统特朗普的关税冲击对消费造成了影响。该组织将 2025 年和 2026 年的需求增长预期下调了约 10 万桶/日，预计每年将增加 130 万桶/日，即约 1%。尽管哈萨克斯坦表示已与国际石油公司举行谈判以控制供应，但该国再次提高了产量。上个月，它的日产量增加了 3.7 万桶，达到平均日产量 185.2 万桶。这比它承诺的日产量高出 42.2 万桶。（华尔街见闻）

美国商务部在两份公告通知中表示，已开始调查“半导体和半导体制造设备”以及“药品和药品成分，包括成品药”进口对美国国家安全的影响。受此消息影响，周一美股芯片股盘后走低。（华尔街见闻）

美国纽约联储：美国 3 月一年期通胀预期上升至 3.58%，创 2023 年 9 月份以来新高，前值 3.13%。3 月三年期通胀预期持稳于 3%，五年期通胀预期降至 2.9%。3 月失业恐慌情绪创新冠疫情以来最严重程度，美国总统特朗普关税助燃通胀前景。（华尔街见闻）

美联储理事沃勒：如果（美国总统特朗普造成的）关税影响程度偏小，FOMC 可能会

在 2025 年稍晚降息。预计关税的对通胀的影响将是暂时性的。对美国而言，关税是数十年来最沉重的冲击之一。未来的政策具有不确定性，美联储必须保持灵活性。针对（特朗普）不同的关税政策给出两种假设场景。其中一个假设场景是，美国经济增速将放缓至“匍匐前行”，失业率将会上升。如果面临衰退威胁，可能会倾向于提前降息。衰退风险将超过通胀上升的风险。预计美国 3 月 PCE 通胀将大体上持稳于 2.3%，预计核心 PCE 通胀为 2.7%。（华尔街见闻）

美国财长贝森特：没有证据表明主权国家抛售美国国债。仍然具有一个强势美元政策。将在秋季的某个时候讨论下一任美联储主席的事宜。财政部拥有强大的工具箱，可以加大（对美债的）回购力度。（华尔街见闻）

IEA 月报显示，将 2025 年全球石油需求增长预期下调至 73 万桶/日（之前预估为 103 万桶/日），持续升级的贸易紧张局势对经济前景和原油需求构成了负面影响。将 2025 年全球供应增长预期下调 26 万桶/日，至 120 万桶/日，原因是美国和委内瑞拉产量减少；预计 2026 年全球石油供应将增加 96 万桶/日，总供应量将达到 1.052 亿桶/日。（wind）

中国一季度国民经济开局良好。据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，环比增长 1.2%。分产业看，第一产业增加值 11713 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 111903 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 195142 亿元，增长 5.3%。（wind）

中国一季度全国规模以上工业产能利用率为 74.1%，同比上升 0.5 个百分点。分门类看，采矿业产能利用率为 74.6%，比上年同期下降 0.4 个百分点；制造业产能利用率为 74.1%，上升 0.3 个百分点。中国 3 月社会消费品零售总额 40940 亿元，同比增长 5.9%，预期 4.36%，1-2 月累计同比增速为 4%。3 月除汽车以外的消费品零售额 36610 亿元，增长 6.0%。中国一季度社会消费品零售总额 124671 亿元，同比增长 4.6%。中国一季度固定资产投资（不含农户）103174 亿元，同比增长 4.2%，预期增 4.03%，1-2 月累计增速为 4.1%。其中，民间固定资产投资同比增长 0.4%，增速加快 0.4 个百分点。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.15%。（wind）

中国一季度居民人均可支配收入 12179 元，比上年同期名义增长 5.5%，扣除价格因素，实际增长 5.6%；全国居民人均消费支出 7681 元，比上年同期名义增长 5.2%，扣除价格因素影响，实际增长 5.3%。中国一季度城镇调查失业率平均值为 5.3%。3 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，环比下降 0.2 个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为 5.3%；外来户籍劳动力调查失业率为 4.9%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 5.0%。31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%。全国企业就业人员周平均工作时间为 48.5 小时。（wind）

国家统计局称，3月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.1%，涨幅与上月相同。其中，上海和深圳分别上涨0.7%和0.1%，北京和广州分别下降0.2%和0.1%。一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降0.1%转为上涨0.2%。其中，北京、上海、深圳分别上涨0.5%、0.4%和0.3%，广州下降0.2%。（华尔街见闻）

美国白宫当地时间15日表示，美国总统特朗普签署了一项行政命令，对美国依赖进口加工关键矿物及其衍生产品的国家安全风险展开调查。（央视新闻）

美日贸易谈判将在华盛顿启动，日本政府的目标是让特朗普在谈判中取消高额关税，双方可能还会讨论汽车与农业部门的关税，以及汇率问题。韩国财政部表示，韩国财长崔相穆将于下周与美国财长贝森特就包括美国新进口关税在内的贸易问题举行会谈。意大利总理梅洛尼周四将会见美国总统特朗普，寻求缓和美欧贸易紧张局势。（wind）

美元兑日元短线波动不大，现报142.71。特朗普称：“日本今天要来谈判关税，军事支持成本、贸易公平是谈判的一部分。我将与财政部长和商务部长一起出席会议。希望能找到对日本和美国都有利的办法！”（华尔街见闻）

在今天（4月17日）举行的商务部例行新闻发布会上，商务部新闻发言人何咏前表示，将加快出台优化离境退税等政策措施。同时，商务部将坚持“政策+活动”双轮驱动，加快落实提振消费专项行动，加力扩围开展消费品以旧换新，深入实施服务消费提质惠民行动，加快出台优化离境退税等政策措施。（央视新闻）

整体走势：市场全天低开回升，三大指数涨跌互现，沪指录得8连涨。个股涨多跌少，全市场成交额10304亿元，超3100只个股上涨。截止收盘沪指涨0.13%，深成指跌0.16%，创业板指涨0.09%。（华尔街见闻）

日本首席贸易谈判代表、经济再生大臣赤泽亮正：与特朗普、贝森特、Lutnick、Greer进行了会谈。特朗普称与日本的谈判是最优先的。日本希望尽快达成一项广泛的协议。将在一个月内展开下一轮谈判。双方都将努力尽快达成协议。将尝试让领导人达成协议。日本仍要求美国对关税进行评估。感谢特朗普直接与我会面。这次没有讨论汇率问题。（华尔街见闻）

日本媒体称，日本和美国之间的关税谈判于周三在华盛顿开始，双方都表达了善意，但除了同意再次会谈外，几乎没有取得任何进展。日本首相石破茂周四上午在东京表示：“日本和美国的立场仍然存在差距。”他还表示，他正在考虑在适当的时候与特朗普进行直接会谈。石破补充道：“这些讨论进行了很长时间，我听说它们是坦诚和建设性的。”（华尔街见闻）

鲍威尔4月16日讲话要点总结：1、美联储主席鲍威尔几乎对FOMC货币政策前景只

字不提，称 FOMC 准备就绪，正（针对美国总统特朗普的关税政策）等待获得更多确定性。2、如果缺乏价格稳定性，就无法拥有强劲的就业市场。预测数据显示，3 月 PCE 通胀上升 2.3%，核心通胀率为 2.6%。3、劳动力市场似乎是稳固的，大体上处于平衡状态。不知道马斯克政府效率部（DOGE）的裁员规模有多大。充分就业和价格稳定这两大政策目标之间现在还不至于出现（平衡性）冲突。4、即便是在 FOMC 最乐观的假设场景中，美国总统特朗普的关税都超过预期。5、需要有一个稳定币监管框架。预计将在加密数字货币问题上对银行业放松监管。6、银行系统资本状态良好，相当具有韧性。某些中小型银行机构对商业地产（CRE）的集中程度很高。我的个人意见是，美国应当完成落实巴塞尔协议 III。7、美联储的独立性是由美国法律赋予的。（特朗普政府）不可以无缘无故地罢免美联储官员。恐怕美国最高法院的裁决在美联储并不适用。（华尔街见闻）

香港万得通讯社报道，4 月 17 日，欧洲央行将存款机制利率下调 25 基点至 2.25%，将主要再融资利率下调 25 基点至 2.4%，将边际贷款利率下调 25 基点至 2.65%，均符合市场预期。

宏观经济

图2： 粗钢日均产量 | 单位：万吨/每天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图3： 水泥价格指数 | 单位：点



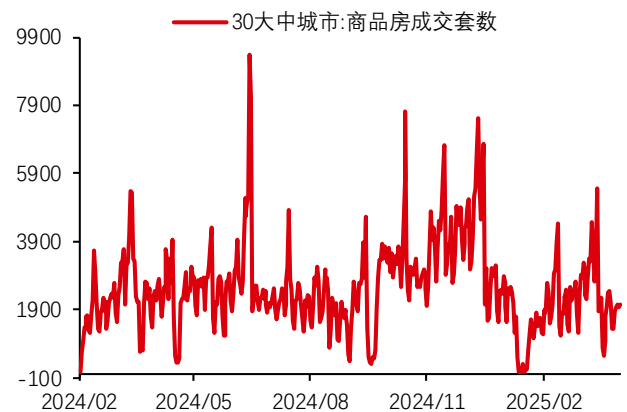
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5： 22个省市生猪平均价格 | 单位：元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4： 30大中城市:商品房成交套数 | 单位：套



数据来源: Wind 华泰期货研究院

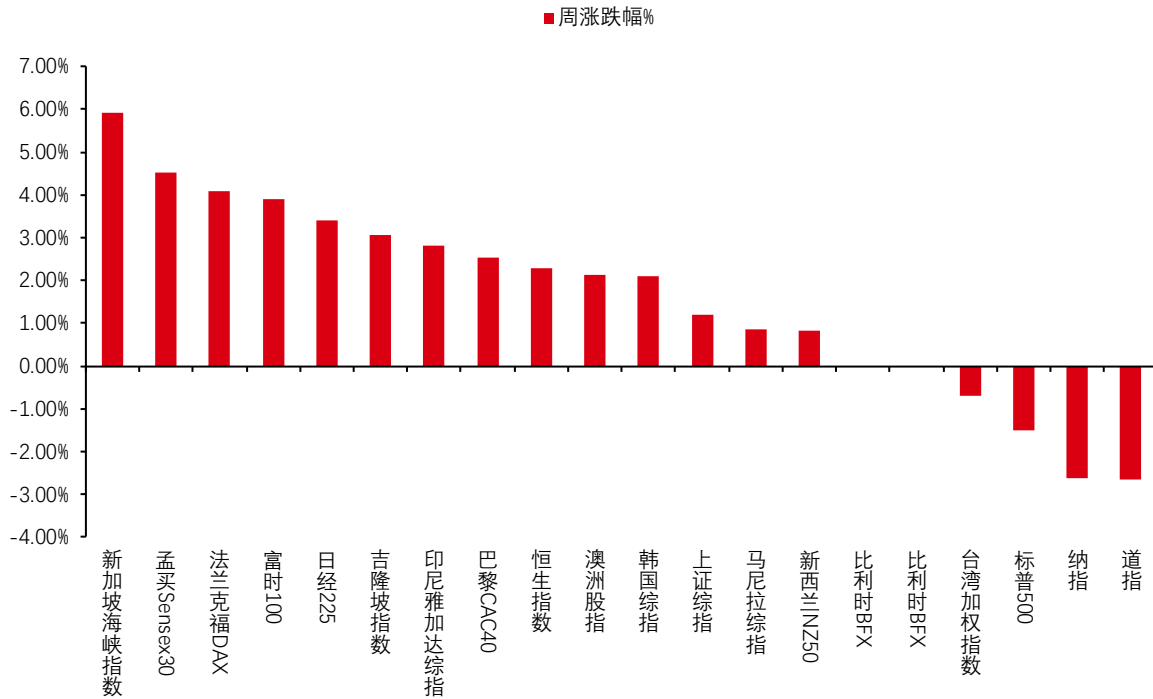
图6： 农产品批发价格指数 | 单位：无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

权益市场

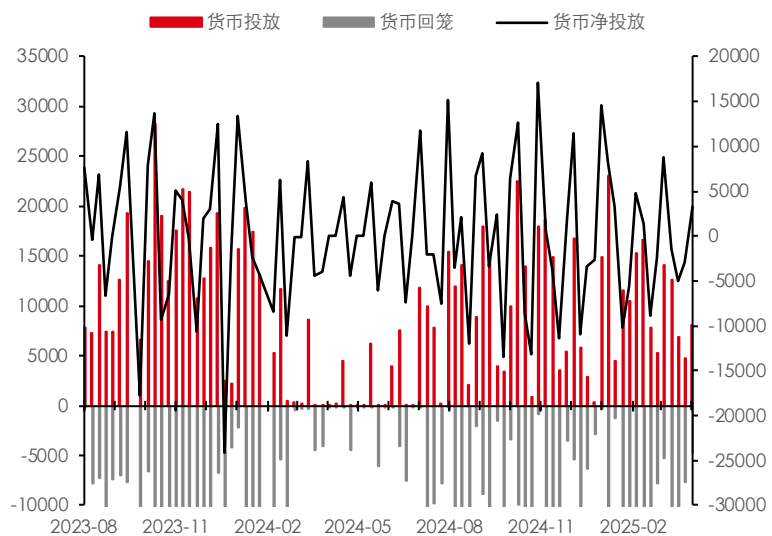
图7： 全球重要股指周涨跌幅 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

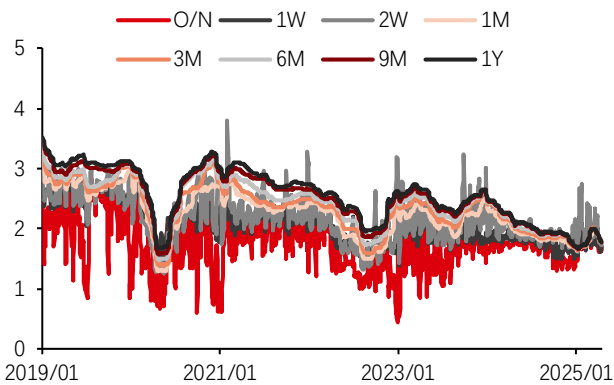
利率市场

图8： 央行公开市场操作 | 单位：亿元



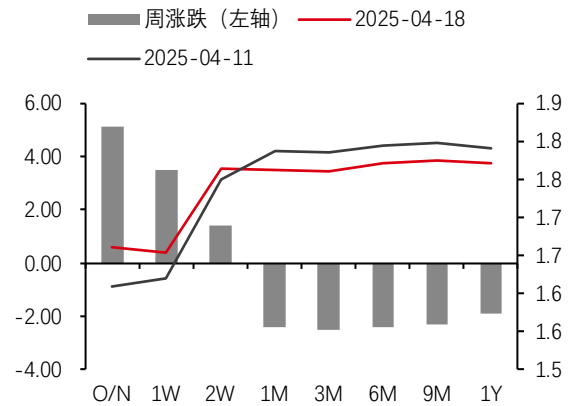
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： SHIBOR 利率 | 单位： %



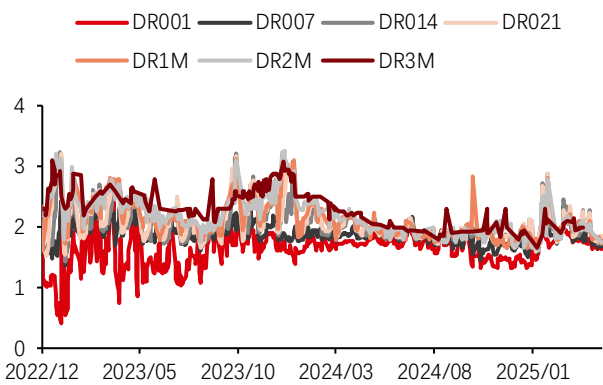
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： SHIBOR 利率周涨跌幅 | 单位： %



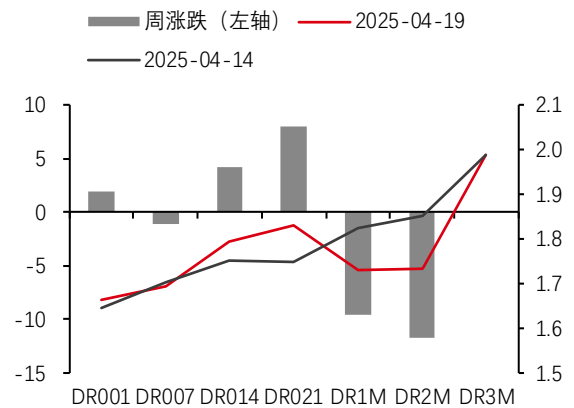
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11： DR 利率 | 单位： %



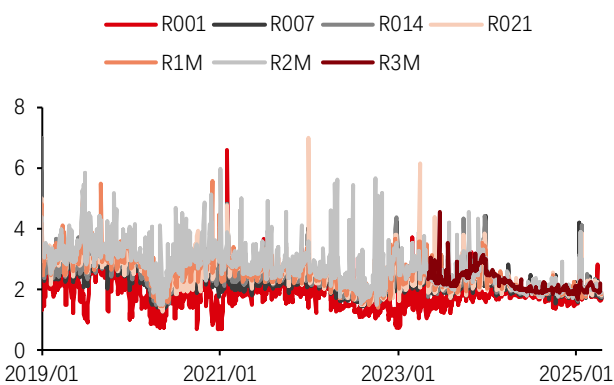
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图12： DR 利率周涨跌幅 | 单位： %



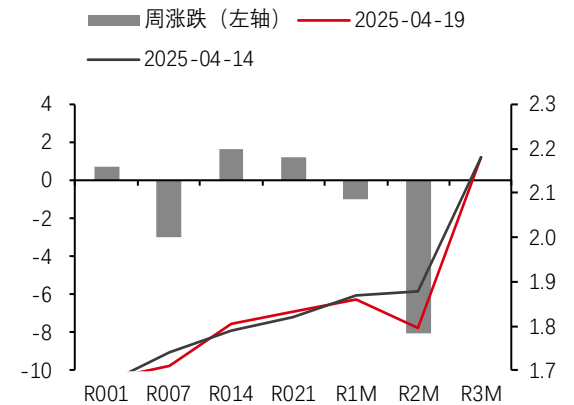
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： R 利率走势 | 单位： %



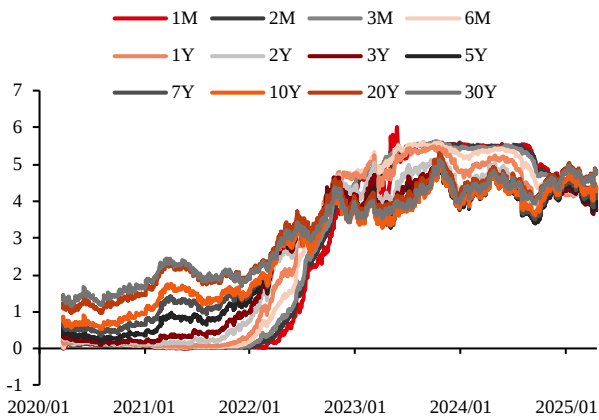
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： R 利率周涨跌幅 | 单位： %



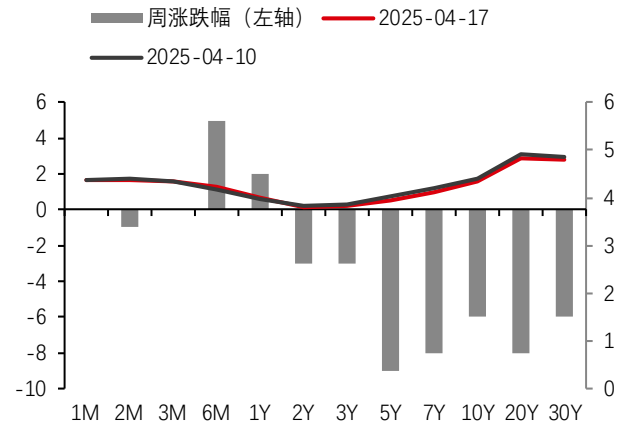
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 各期限美债利率曲线 | 单位：%



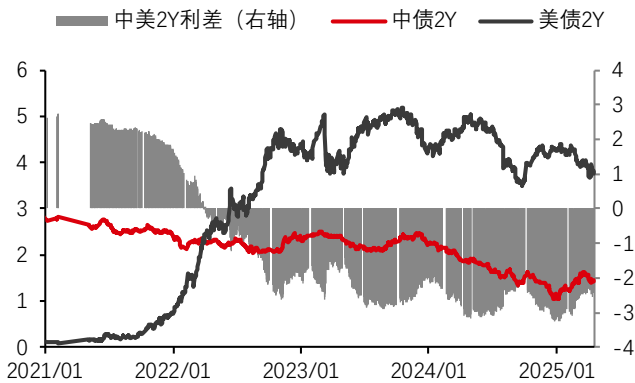
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16： 美债收益率周涨跌幅 | 单位：%



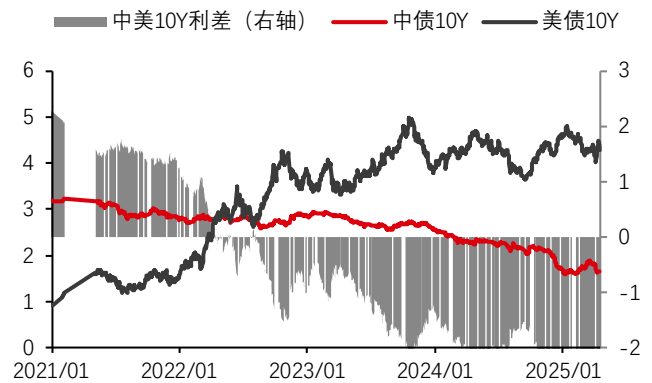
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17： 2年期国债利差 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18： 10年期国债利差 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

外汇市场

图19： 美元指数 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图20： 人民币 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图21： 美元兑日元 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

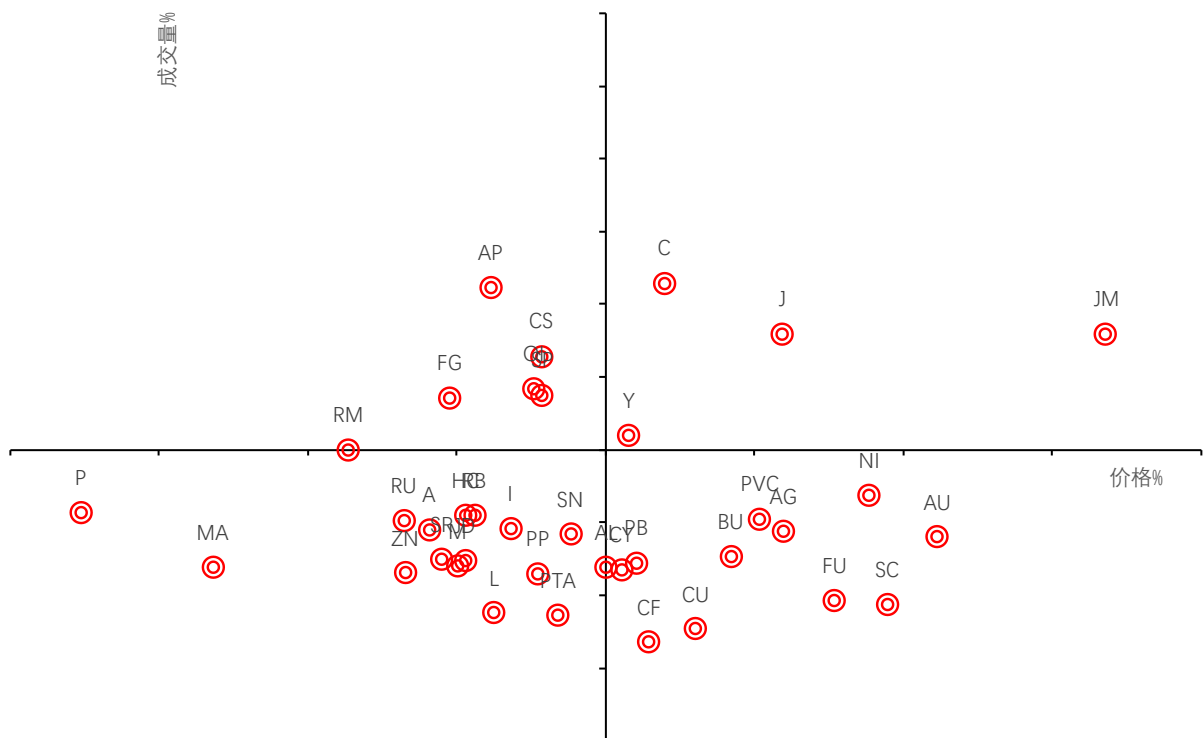
图22： 欧元&英镑 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

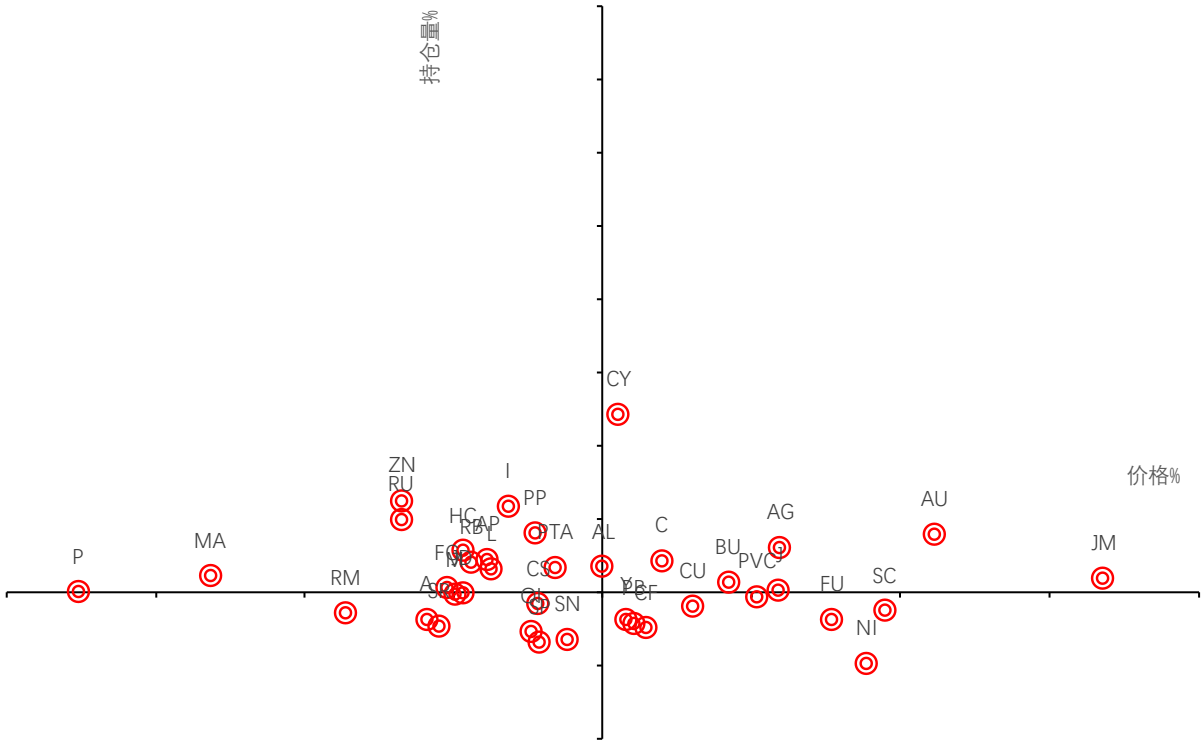
商品市场

图23： 价格% VS 成交量% | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图24： 价格% VS 持仓量% | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

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。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com