

中国一季度国民经济开局良好，关注欧央行利率决议

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3月官方制造业PMI为50.5，较前值录得改善，主要由政策和春旺季共同驱动，呈现环比改善，但同比仍偏弱的格局，行业亦表现分化。中国外贸首季平稳开局，3月出口规模为2.25万亿，同比增长13.5%，环比激增45.7%，主要是由于关税引发的企业“抢出口”效应；而3月进口继续下滑，则反映了国内需求放缓的现状。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。今年以来，政策措施加力扩围，存量政策和增量政策共同显效，中国经济目前依靠内需和创新驱动的新格局正在形成。一季度全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，装备制造业和高技术制造业较快增长。中国一季度城镇固定资产投资同比增长4.1%，高技术产业投资同比增长6.5%。一季度服务零售额同比增长5.0%，继续高于社会消费品零售总额的增速，延续了持续向服务消费转型升级的态势。3月一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二三线城市环比总体降幅收窄。就业形势总体稳定，居民收入平稳增长，农村居民收入增长快于城镇居民。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可能性。

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。对中国、越南、泰国等关税超市场预期。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5日开始征收的10%统一关税保持不变。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。美国商务部在两份公告通知中表示已启动对芯片与药品进口调查。4月15日，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。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，特朗普表示将参加与日本的关税谈判。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。美联储理事沃勒表示，关税对通胀的影响是暂时的，若通胀影响偏小，可能今年稍晚降息。远端关注海外或将逐步开启滞胀的宏观环境的可能。

关注美债和美元的异动。上周长端美债利率快速走高，美债的期限溢价快速走扩，核心在于对年内美债买家的担忧：从今年美国政府到期量来看，Q2到期5.1万亿，Q3到期2.6万亿，Q4到期1.29万亿，今年美国政府债务共到期近9万亿，占总额的26%，其中美联储仅占5683亿；在当前关税事件的背景下，海外买家继续增持美债的概率明显下降，同时美债基差交易的拆仓也加剧了长端美债利率的抬升。和美债利率背离的是，受特朗普政策的不确定性影响，美元一度冲击99的关口。但目前隔夜SOFR利率并未出现明显的攀升，后续继续跟踪美国流动性问题。

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。

策略

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。

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）。

要闻

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）

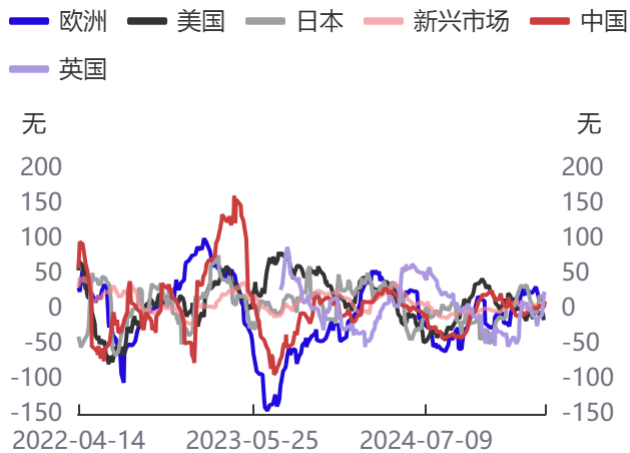
美元兑日元短线波动不大，现报142.71。特朗普称：“日本今天要来谈判关税，军事支持成本、贸易公平是谈判的一部分。我将与财政部长和商务部长一起出席会议。希望能找到对日本和美国都有利的办法！”（华尔街见闻）

图表

图1：花旗经济意外指数	4
图2：30大中城市商品房成交面积（周度）	4
图3：30大中城市城市商品房成交面积（日度）	4
图4：五大上市钢材消费量	4
图5：10Y中美国债利差	5
图6：2Y中美国债利差	5
图7：美元兑主要汇率周环比	5
图8：美元指数走势	6
图9：利率走廊	6

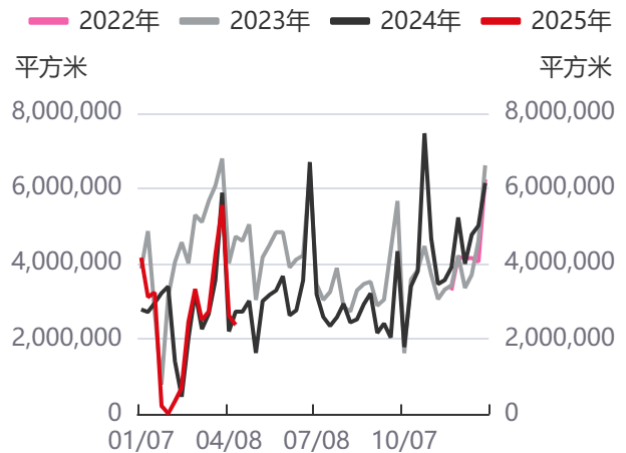
宏观经济

图1：花旗经济意外指数



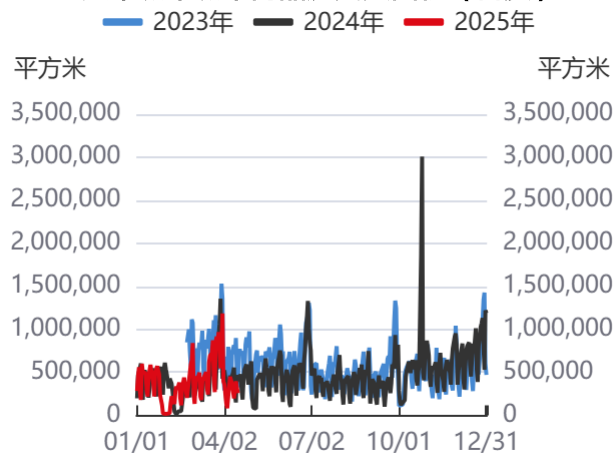
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图2：30大中城市商品房成交面积（周度）



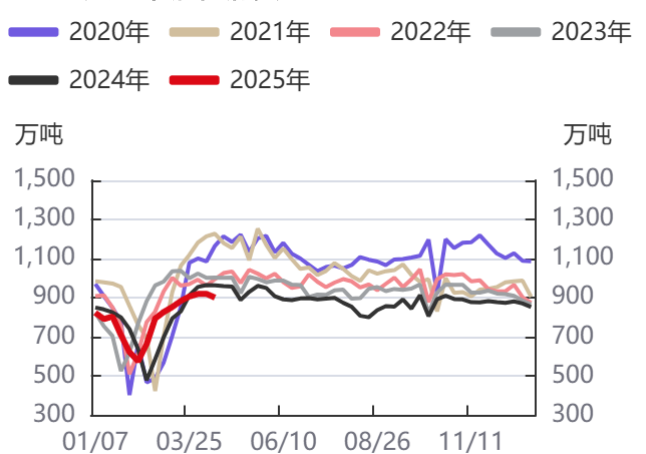
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图3：30大中城市城市商品房成交面积（日度）



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图4：五大上市钢材消费量

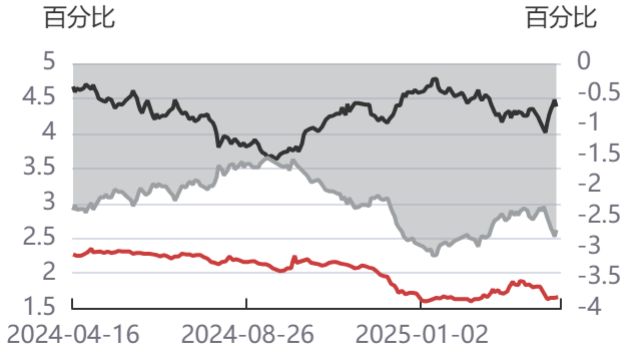


资料来源：同花顺，华泰期货研究院

利率

图5：10Y中美国债利差

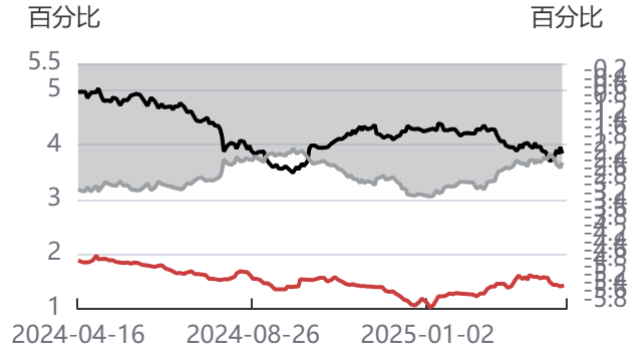
— 10Y中国国债利率(左轴) — 10Y美国国债利率(左轴)
— 10Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：2Y中美国债利差

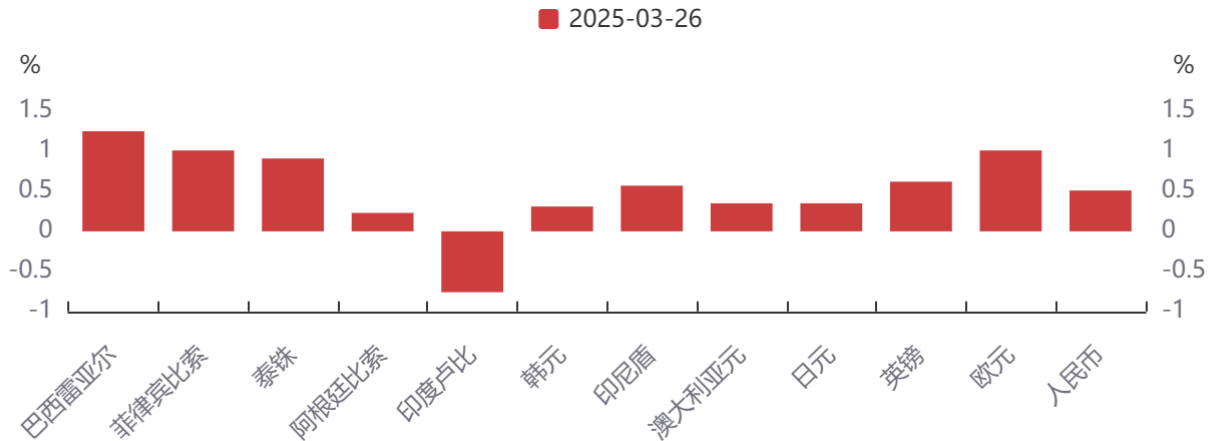
— 2Y美国国债利率(左轴) — 2Y中国国债利率(左轴)
— 2Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

外汇

图7：美元兑主要汇率周环比



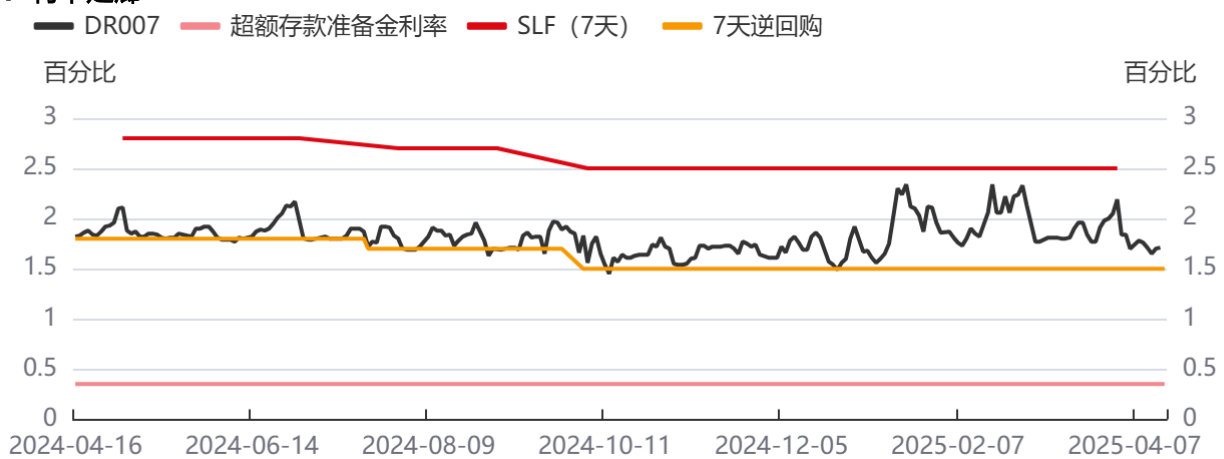
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图8：美元指数走势



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图9：利率走廊



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

本期分析研究员

**蔡劭立**

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

**高聪**

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

**汪雅航**

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

联系人

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

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力。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



华泰期货
HUATAI FUTURES



**华泰期货
研究院**
Huatai Futures Research Institute



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房