

美国通胀预期攀升，关注中国一季度经济数据

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。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。日本经济再生大臣赤泽亮正将于4月16日至18日访问华盛顿，并将与美国财长贝森特、美国贸易代表格里尔会面讨论关税。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。美联储调查结果显示美国3月一年期通胀预期上升至3.58%，创18个月新高，说明关税的价格传导效应将逐渐显现。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。4月14日，美国财长贝森特称，没证据表明主权国家抛售美债，有必要可以加大美债回购，美债市场企稳反弹。

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

通用汽车（GM）涨3.9%，福特汽车（F）涨3.64%，特斯拉（TSLA）仍然跌1.46%。美国总统特朗普宣称，他正在考虑一些措施来帮助汽车制造商。（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）

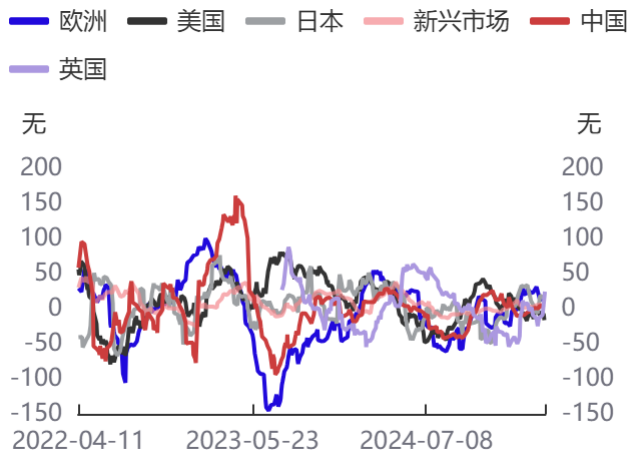
IEA月报显示，将2025年全球石油需求增长预期下调至73万桶/日（之前预估为103万桶/日），持续升级的贸易紧张局势对经济前景和原油需求构成了负面影响。将2025年全球供应增长预期下调26万桶/日，至120万桶/日，原因是美国和委内瑞拉产量减少；预计2026年全球石油供应将增加96万桶/日，总供应量将达到1.052亿桶/日。（wind）

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

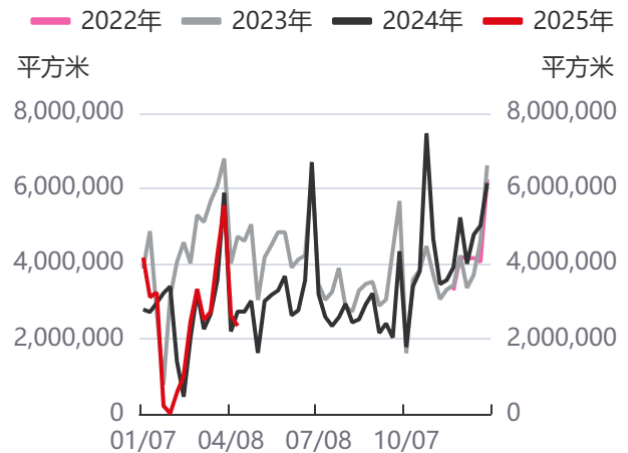
宏观经济

图1：花旗经济意外指数



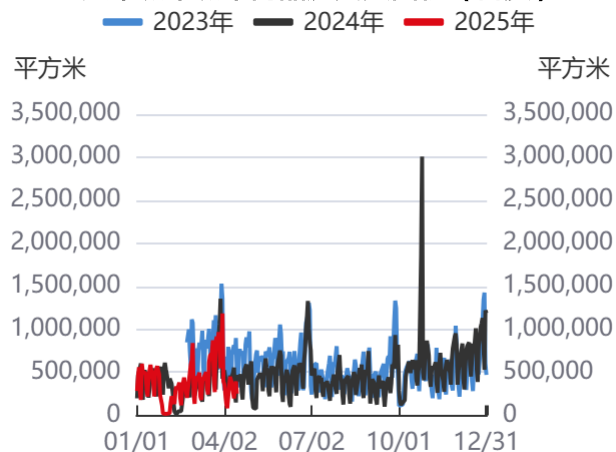
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图2：30大中城市商品房成交面积（周度）



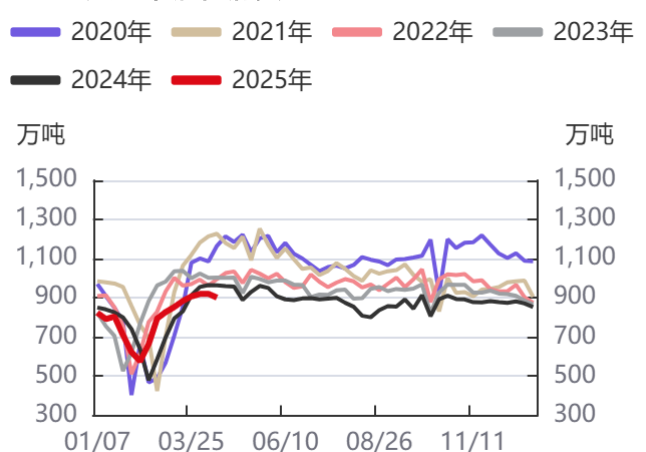
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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

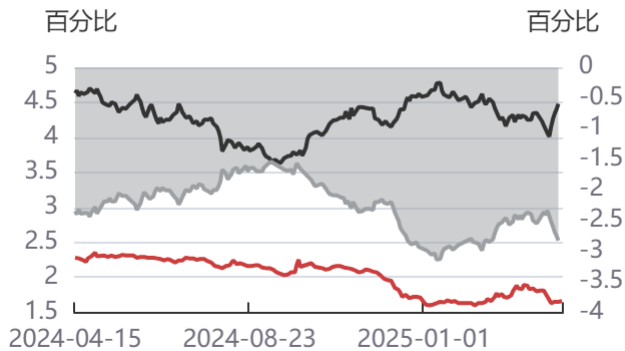


资料来源：同花顺，华泰期货研究院

利率

图5：10Y中美国债利差

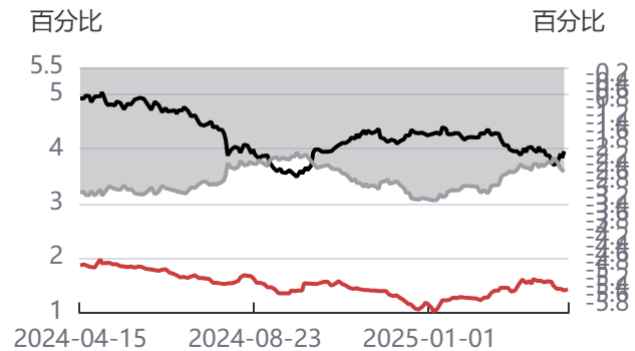
— 10Y中国国债利率(左轴) — 10Y美国国债利率(左轴)
— 10Y中-美国债利差(右轴)



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图6：2Y中美国债利差

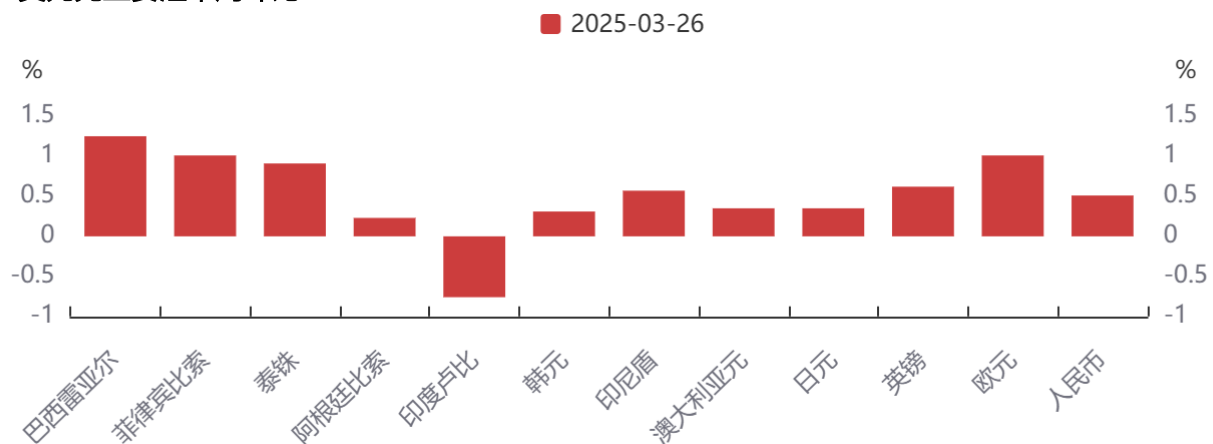
— 2Y美国国债利率(左轴) — 2Y中国国债利率(左轴)
— 2Y中-美国债利差(右轴)



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



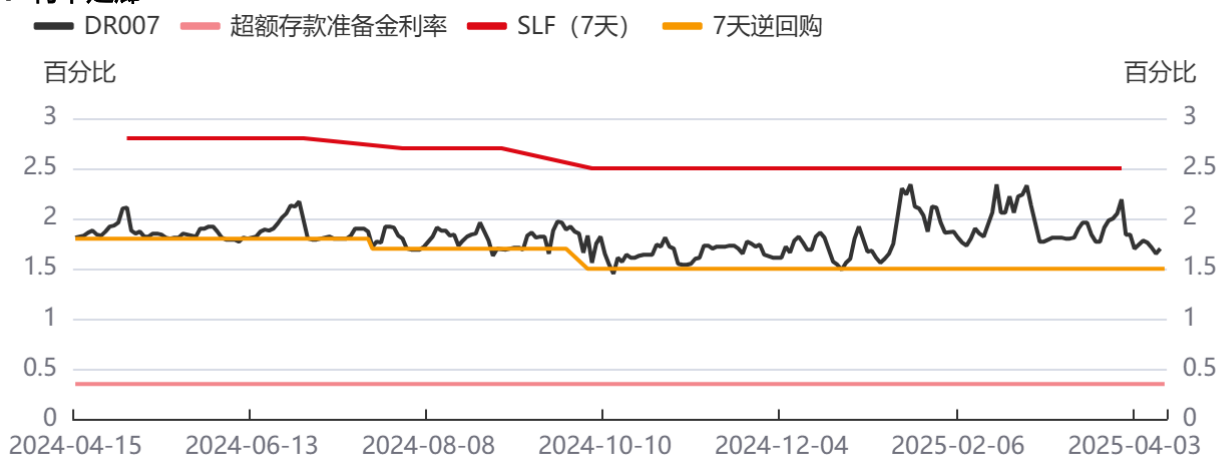
资料来源：同花顺，华泰期货研究院

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