



4 月关税风暴，逆周期升温

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

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

3 月初美元快速回落后处于震荡状态，一方面美国经济数据体现出“不弱”的状态，另一方面中国政策从预期走向落地仍需要时机，市场等待 4 月关税落地。

展望 4 月，随着美国“对等关税”落地，以及中国采取反制措施，宏观不确定性虽然已经落地，但是也加剧了全球经济贸易环境的不稳定性，国内逆周期政策预期加强。市场预期将伴随着经济数据的发布、逆周期政策的落地而变化。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：中美经济数据“不差”。短期经济数据表现好于预期，总量维度 3 月中国 PMI 继续维持节后的景气特征，美国 PMI 尽管有波动但保持景气特征。从滞后指标来看，3 月美国非农就业的继续乐观显示出经济的“韧性”，需要关注的是 4 月关税调整后对于消费的影响，3 月密西根大学消费者信心指数已经跌至 57，随着关税冲击的落地，关注短期的“热”和中期的“冷”。

价格周期：高通胀的降温预期。中美经济结构的差异对于事件冲击的影响不同，4 月关税的落地降低了美国供给的同时降低了中国的需求，在“萧条”落地前市场或将继续交易美国的“胀”和中国的“缩”，关注内外结构的差异带来美元兑人民币汇率层面的压力。

政策周期：海外供给 vs 国内需求。对于宏观总供需而言，关税短期调整的是产品的价格，中期影响的是供需的分配。因而国内政策的短期关注点在于需求冲击预期下的逆周期调节，“择机”进行降准降息将成为 4 月关注的政策选项。

■ 策略

宏观策略继续维持右侧积极的判断。一方面，短期市场的调整或强于预期，另一方面，在政策确定性应对的前提下，我们认为短期市场的调整或为中期资产的配置提供空间。4 月继续调低风险配置至低配，并维持波动率对冲头寸的持有。宏观资产层面，短期市场的压力或继续推动收益率曲线的扁平（ $+1 \times T2506 - 2 \times TS2506$ ）。

■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
经济状态：中美数据暂时“不差”	3
价格因素：高通胀的降温预期	4
政策条件：海外供给 vs 国内需求	5

图表

图 1：中国 3 月制造业 PMI 及变化 单位：%	3
图 2：美国 3 月非农就业并不差 单位：万人	3
图 3：美国 2 月通胀走势 单位：%YOY	4
图 4：中国 2 月通胀走势 单位：%YOY	4
图 5：美联储降息定价 单位：%PCT	5
图 6：3 月中国收益率曲线扁平化 单位：%	5

经济状态：中美数据暂时“不差”

短期经济数据表现好于预期，总量维度 3 月中国 PMI 继续维持节后的景气特征，美国 PMI 尽管有波动但保持景气特征。从滞后指标来看，3 月美国非农就业的继续乐观显示出经济的“韧性”，需要关注的是 4 月关税调整后对于消费的影响，3 月密西根大学消费者信心指数已经跌至 57，随着关税冲击的落地，关注短期的“热”和中期的“冷”。

中国 3 月制造业供需关系小幅改善但未扭转。3 月 PMI 生产指数为 52.6，较上月变化 0.1 。供应商配送时间指数为 50.3，较上月变化-0.7；新订单指数为 51.8，较上月变化 0.7 。新出口订单指数为 49，较上月变化 0.4 。在手订单指数为 45.6，较上月变化-0.4 。3 月供需指数（需求-供给）为-0.8 ，较上月变化 0.6 ，较去年同期变化-1.6 ，较过去三年均值变化-0.5 。

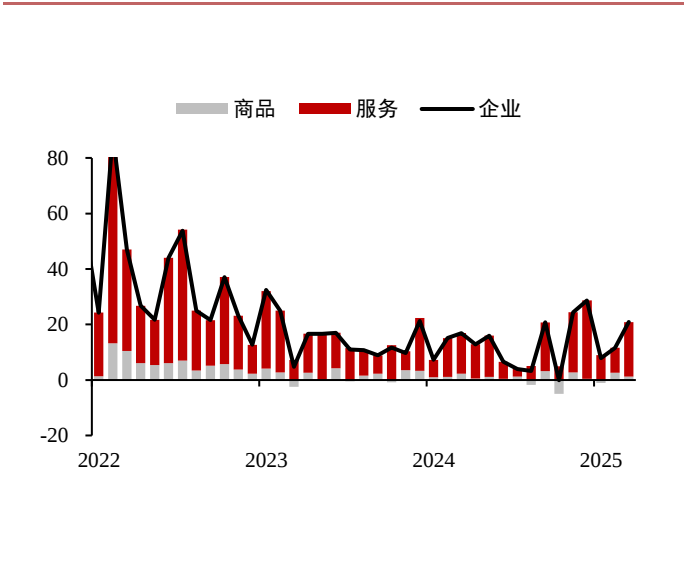
美国 3 月就业增量回升至 20 万以上，总量增速回落至 1.19%，服务就业增速较快。从就业总量上，截止 2025 年 3 月，新增非农就业增加 22.8 万，其中政府增加 1.9 万，企业增加 20.9 万。从行业结构，服务和酒店新增 19.7 万和 4.3 万，保持相对高的增量；零售业 3 月出现 2.4 万的新增就业增量，较上月由负转正。从失业率，3 月失业率出现 0.1pct 的回升，而新增就业高体现出更多劳动力进入市场，表明劳动力供给增加、就业市场仍具吸引力。从就业结构来看，所有族裔就业率均回升。

图 1：中国 3 月制造业 PMI 及变化 | 单位：%

	数值	环比	同比	三年均值
PMI	50.5			
新订单	51.8			
新出口订单	49			
在手订单	45.6			
生产	52.6			
从业人员	48.2			
采购量	51.8			
进口	47.5			
供应商配送	50.3			
购进价格	49.8			
出厂价格	47.9			
活动预期	53.8			
产成品库存	48			
原材料库存	47.2			
供需	-0.8			
利润	-1.9			

数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：美国 3 月非农就业并不差 | 单位：万人



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

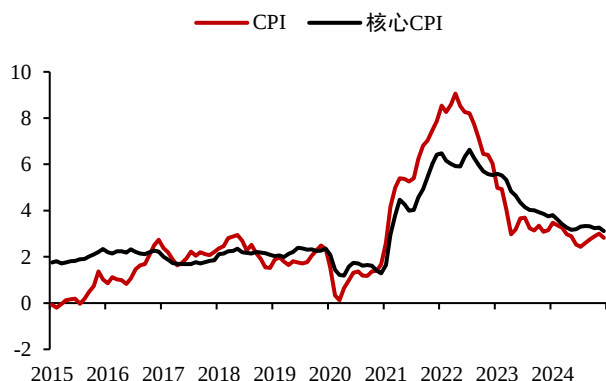
价格因素：高通胀的降温预期

中美经济结构的差异对于事件冲击的影响不同，4月关税的落地降低了美国供给的同时降低了中国的需求，在“萧条”落地前市场或将继续交易美国的“胀”和中国的“缩”，关注内外结构的差异带来美元兑人民币汇率层面的压力。

美国2月CPI同比上涨2.8%，为连续第五个月加速来第一次回落，为2021年4月以来最低，核心CPI同比上涨3.1%，低于预期，显示出通胀压力有所缓解。其中，住房成本环比上涨0.4%，同比增速保持在3.9%，而能源价格环比下降0.9%，同比增速更是由正转负。此外，航空票价下降和汽油价格下跌超2%进一步削弱了通胀压力，导致CPI数据低于市场预期。

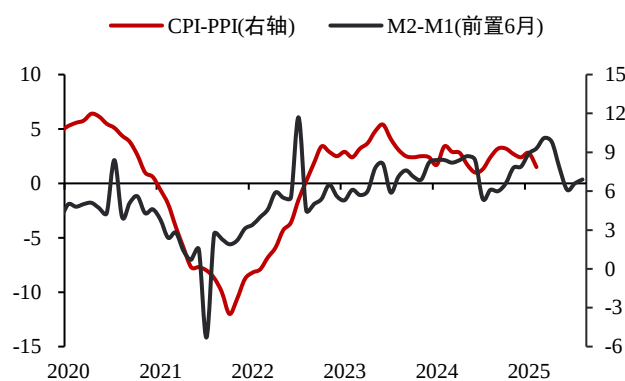
中国2月CPI数据由1月份上升转回落，食品项同比回落3.3%为主要拖累点。从同比来看，2月CPI同比由涨转降主要受到春节错月，导致上年同期对比基数较高。在2月份-0.7%的CPI同比变动中，上年价格变动的滞后影响约为-1.2个百分点，今年价格变动的新影响约为0.5个百分点，扣除春节错月影响2月份CPI同比上涨0.1%，当前物价温和回升的态势没有改变。

图 3：美国 2 月通胀走势 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：中国 2 月通胀走势 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

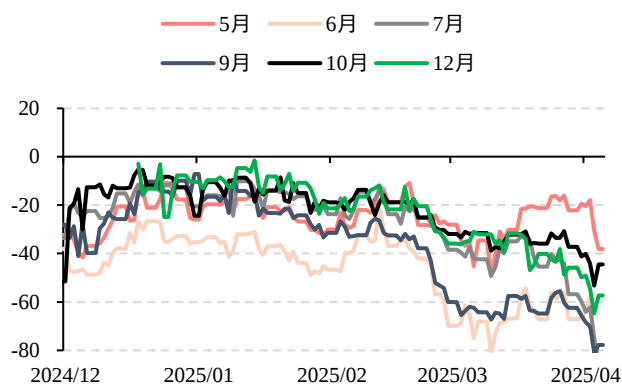
政策条件：海外供给 vs 国内需求

对于宏观总供需而言，关税短期调整的是产品的价格，中期影响的是供需的分配。因而国内政策的短期关注点在于需求冲击预期下的逆周期调节，“择机”进行降准降息将成为4月关注的政策选项。

美国在3月份货币政策会议保持政策不变。一方面，从美国国内角度来看，尽管美股短期压力比较大，但是波动率的上升暂未影响至整体金融环境的收紧，而通胀和就业数据的同样韧性，使得美联储有理由继续保持待机状态。关注4月关税政策落地后，对于美股和经济的进一步的影响。供给影响加大的可能性下我们预计美联储行动仍将面临较大的掣肘。

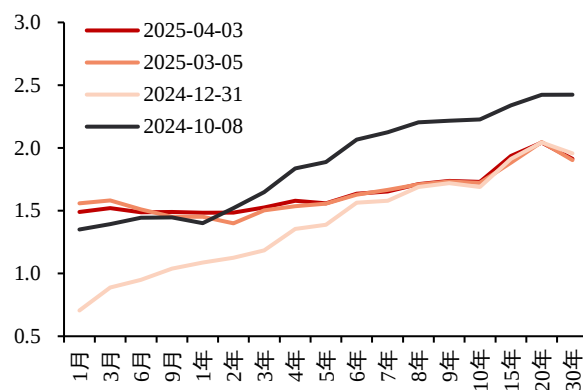
中国在3月份货币政策例会上强调加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。随着4月关税政策影响逐渐显现，需求影响的加大可能性下我们预计国内宏观政策迎来打开的窗口。

图 5：美联储降息定价 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：3月中国收益率曲线扁平化 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 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