

美国“对等关税”公布在即

海外滞胀叙事持续

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

商品期货: 贵金属、黑色建材买入套保;

股指期货: 买入套保。

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 10 日-11 日我国两会圆满闭幕, 两会定调较为积极, “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。美国总统特朗普 3 月 26 日宣布将对所有非美国制造的汽车加征 25% 关税, 且此前表示将在 4 月 2 日宣布“对等关税” (Reciprocal Tariff)。

海外滞胀概率上升。经济层面美国经济下行风险上升, 美国就业市场和零售销售近期出现边际减量, 且 3 月标普美国制造业 PMI 也揭示美国“抢进口”结束, 购进价格上升未能向销售价格传导施压美国企业利润, 补库再度向去库切换。美联储 3 月维持利率不变, 将每月 QT 规模从 600 亿缩减至 400 亿。会后美联储主席鲍威尔表示, 关税导致通胀预期上调, 但长期通胀预期稳定, 经济衰退风险温和上升; 目前市场预期年美联储还将降息两次。从 2018 年的加征关税经验来看, 加税会带来需求下降和通胀上升的双重影响, 叠加德国 3 月 21 日正式通过“债务刹车”改革法案, 并设立 5000 亿欧元特别基金用于基础设施建设, 海外或将逐步开启滞胀的宏观环境, 黄金持续受益。

商品关注供给侧政策。2 月 10 日, 国常会研究化解重点产业结构性矛盾政策措施, 目前已公布的相关政策提及钢铁《钢铁行业规范条件 (2025 年版)》、铜《铜产业高质量发展实施方案 (2025-2027 年)》; 3 月 13 日, 发改委再度强调推动落后低效产能稳步退出, 在钢铁、炼油、合成氨、水泥、电解铝、数据中心、煤电等重点行业实施节能降碳专项行动。黑色板块对政策情绪最敏感, 有色也存在供应偏紧的支撑, 工业品板块后续的核心在于国内实物工作量情况。能源方面, 当地时间 24 日, 特朗普政府签署行政命令, 对进口委内瑞拉石油的国家实施“关税制裁”, 这一关税举措导致国际油价冲高, 油价短期受扰动支撑, 但中期能源基本面供给偏宽松看待。农产品中关注豆棕价差的变化; 此外关注中国反制加拿大关税对菜系的影响, 加拿大作为我国最大的菜籽进口来源国, 其占比高达 96%。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。

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

■ 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” (待定)	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预期指数初值	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	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	3	4
5 美国4月综合、服务业PMI终值	6 中国4月财新PMI	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				
免责声明：本图片中的信息或数据由华泰期货整理分析，均源于可靠的资料。本图片不构成投资建议，投资者依据本图片所做的任何投资决策与本公司无关。华泰期货有限公司保留图片所有权利。						

数据来源：Wind 华泰期货研究院

要闻

香港万得通讯社报道，3月24日，标普全球公布的数据显示，欧元区3月制造业PMI初值48.7，为26个月以来新高，预期48.2，2月终值47.6。欧元区3月服务业PMI初值50.4，预期51，2月终值50.6。欧元区3月综合PMI初值50.4，预期50.8，2月终值50.2。

商务部国际贸易谈判副代表李詠箴表示，目前全国版外资准入负面清单已减少到29项限制措施，下一步将继续推进服务业开放综合试点，推动互联网、文化等领域有序开放，扩大电信、医疗、教育等领域的开放。(香港万得通讯社整理)

欧洲央行执委奇波洛内：美国对欧元区征收的进口关税将削弱经济增长；欧洲央行缩表令银行业放贷承压；关键因素进一步强化了降息的理由，当前经济状况使得进一步放宽货币政策成为可想象的选择，通胀目标可能会比上一次预测的更快实现。(香港万得通讯社整理)

央行宣布从本月起将MLF操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标）。据业内专家预计，采用多重价位中标后，MLF资金成本将总体下降。机构投标MLF通常参考市场化的融资成本，目前国股行1年期同业存单利率在1.95%左右，其他中小型银行利率可能更高一些。据接近央行人士透露，此举有利于降低银行负债成本，缓解净息差压力。(金融时报)

美国3月标普全球制造业PMI初值49.8，为3个月以来新低，预期51.8，2月终值52.7；服务业PMI初值54.3，预期50.8，2月终值51.0；综合PMI初值53.5，2月终值51.6。(wind)

博鳌亚洲论坛旗舰报告指出，联合国、世界银行、国际货币基金组织等国际机构普遍预计，今明两年世界经济将企稳甚至重新扩张。根据论坛研究院的测算，作为世界经济的主要引擎之一，2025年亚洲经济增速预计将增至4.5%，按购买力平价测算的经济总量占世界的比重将增至48.6%。中国、印度、越南、菲律宾、蒙古国、柬埔寨、印度尼西亚等亚洲经济体仍将保持5%以上的较高增速。(香港万得通讯社整理)

日本共同社报道，日本首相石破茂计划制定“强力”措施来缓解通胀的影响，公明党党首齐藤铁夫在与石破茂会面后透露了该消息。相关措施将在国会通过2025财年预算后制定。(wind)

美联储古尔斯比表示，如果投资者的预期与美国家庭的预期开始趋同，美联储将需要采取行动；由于经济不确定性，下一次降息可能需要比预期更长的时间，在面临不确定性时，“观望”是正确的应对策略；市场对通胀的焦虑将是“警示信号”，相信在未来

12 到 18 个月内，借贷成本将“显著降低”。(香港万得通讯社整理)

生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，这标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围。此次扩围后，全国碳排放权交易市场预计将新增 1500 家重点排放单位，覆盖全国二氧化碳排放总量占比将达到 60% 以上，覆盖的温室气体种类扩大到二氧化碳、四氟化碳和六氟化二碳三类。(香港万得通讯社整理)

当地时间 3 月 25 日，美国总统特朗普称在乌克兰问题上取得了很大进展，并表示美国正在与俄罗斯和乌克兰进行深入讨论，且进展顺利。特朗普表示，俄罗斯和乌克兰将就海上停火达成一致，其他国家参与监督停火进程。特朗普表示，将考虑俄罗斯提出的制裁减免请求。(华尔街见闻)

沪深北三大交易所年内的发行上市审核全线启动。3 月 26 日，北交所召开年内首场上市委会议，四川西南交大铁路发展股份有限公司过会。而在受理端，近期，沪深交易所年内受理的首单 IPO 相继出炉，为傲拓科技股份有限公司、华润新能源控股有限公司，分别拟登陆科创板和深市主板；注册批文方面，年内 IPO 批文发放节奏提速，多家企业从提交注册到获得注册批文，用时不足 10 天。(华尔街见闻)

当地时间 3 月 26 日，美国总统特朗普发表声明，宣布对所有进口汽车征收 25% 关税。特朗普说，如果在美国制造汽车，则无需缴纳关税。特朗普在签署相关文件的时宣称，这将是一项“永久性”的措施，市场将会喜欢的。特朗普还称即将（针对加拿大供应的住房建筑材料）推出木材关税。汽车关税将于 4 月 2 日生效，4 月 3 日将开始收取关税。欧盟委员会主席冯德莱恩表示，对美国总统特朗普于 3 月 26 日签署的汽车关税命令表示遗憾。(华尔街见闻)

国家领导人在北京人民大会堂会见国际工商界代表。领导人指出，对外开放是中国的基本国策，中国正在推进高水平对外开放，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，开放的大门只会越开越大，利用外资的政策没有变也不会变。中国致力于高质量发展，绿色化、数字化、智能化转型加快推进，产业配套能力强，是新一轮科技革命和产业变革的最佳应用场景。(香港万得通讯社整理)

国家外汇管理局副局长李斌表示，随着我国经济结构优化，特别是今年以来科技创新亮点不断显现，外资正在持续增持人民币资产。国家外汇管理局副局长李斌说，2 月份以来外资增持人民币资产也在明显增多。2 月份外资净增持境内股票、债券 127 亿美元，3 月份以来延续了这一态势。(香港万得通讯社整理)

宏观经济

图2： 粗钢日均产量 | 单位：万吨/每天



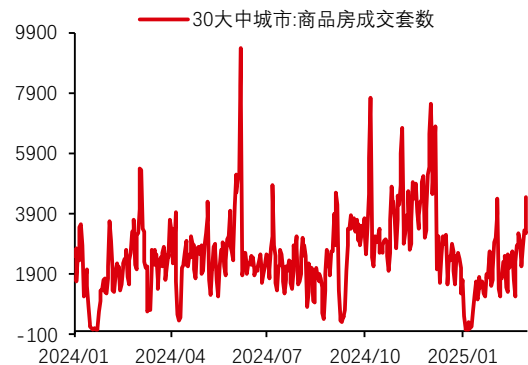
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

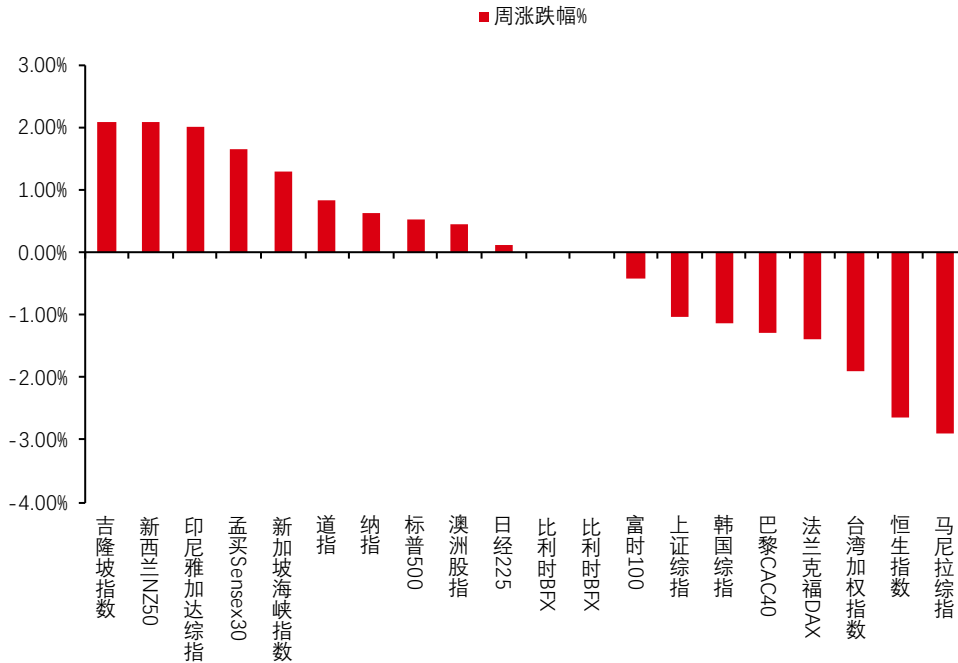
图6： 农产品批发价格指数 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

权益市场

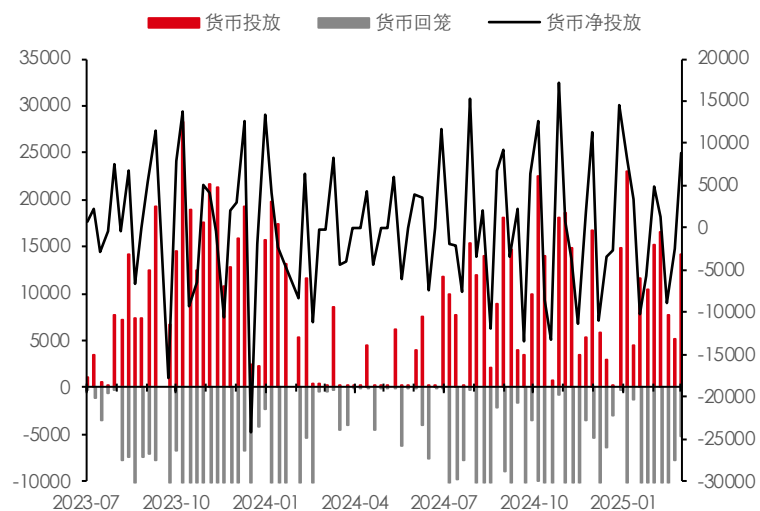
图7： 全球重要股指周涨跌幅 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

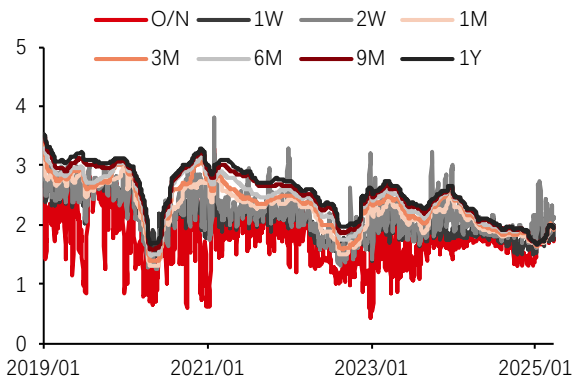
利率市场

图8： 央行公开市场操作 | 单位：亿元



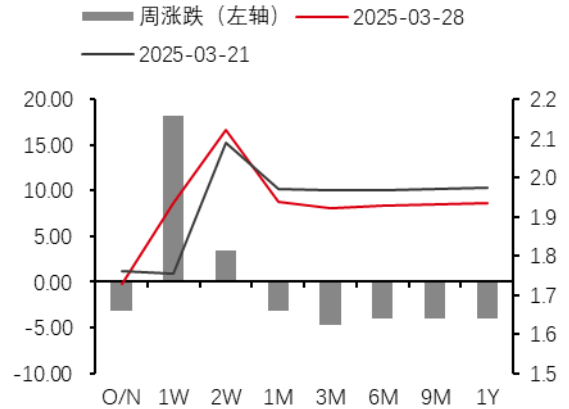
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： SHIBOR 利率 | 单位： %



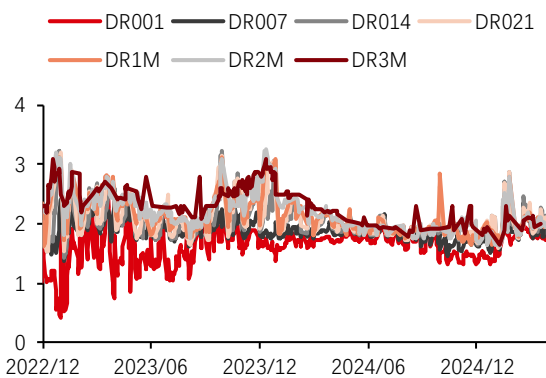
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： SHIBOR 利率周涨跌幅 | 单位： %



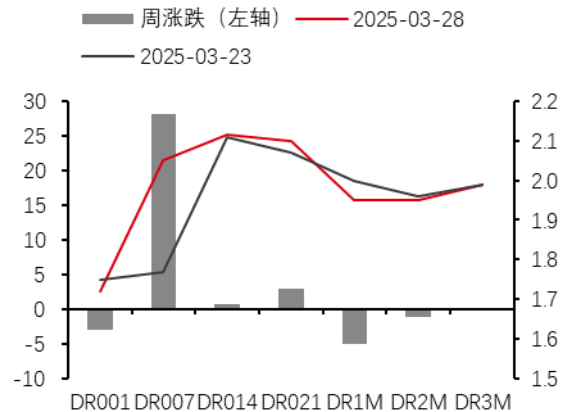
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11： DR 利率 | 单位： %



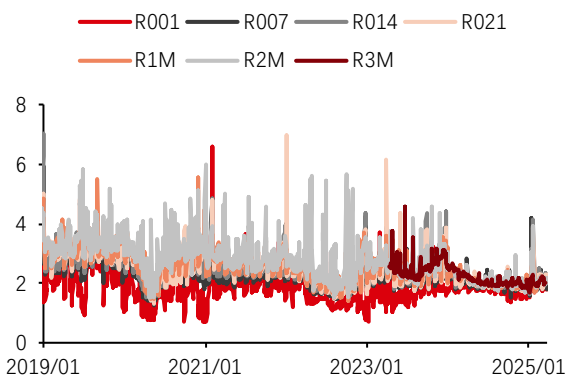
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图12： DR 利率周涨跌幅 | 单位： %



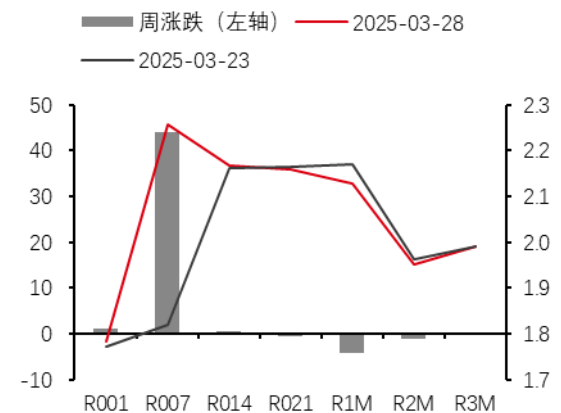
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： R 利率走势 | 单位： %



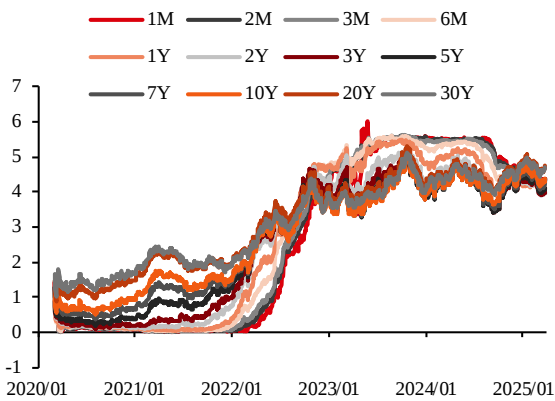
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： R 利率周涨跌幅 | 单位： %



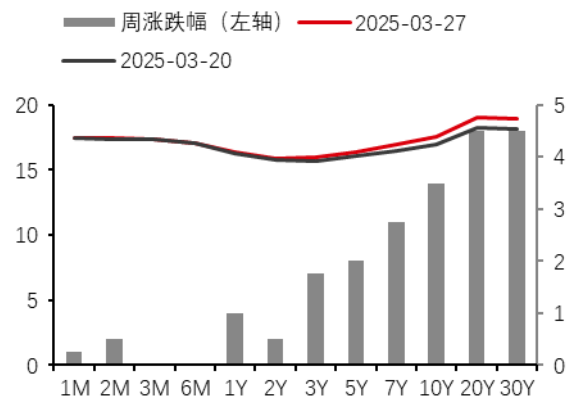
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 各期限美债利率曲线 | 单位：%



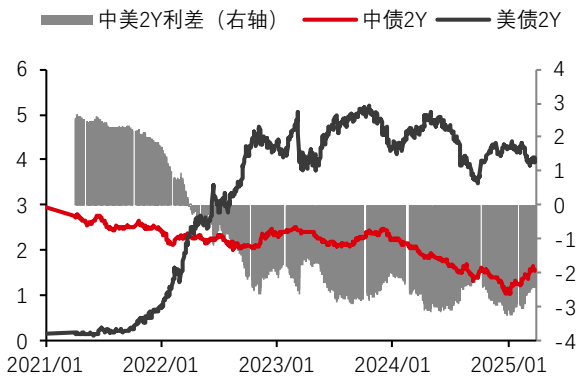
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16： 美债收益率周涨跌幅 | 单位：%



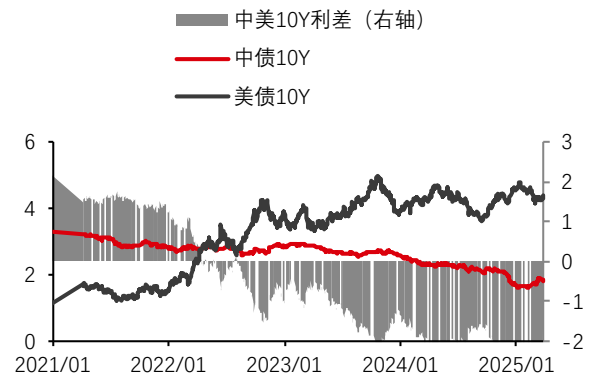
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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



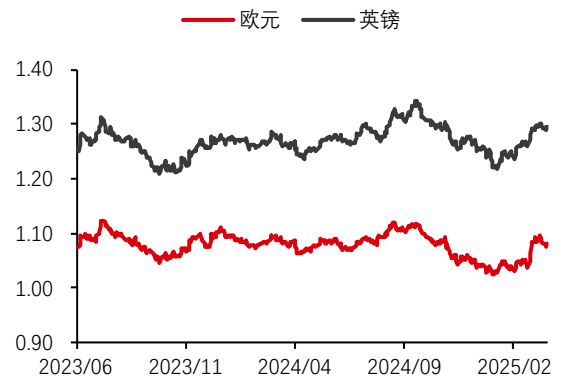
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图21： 美元兑日元 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

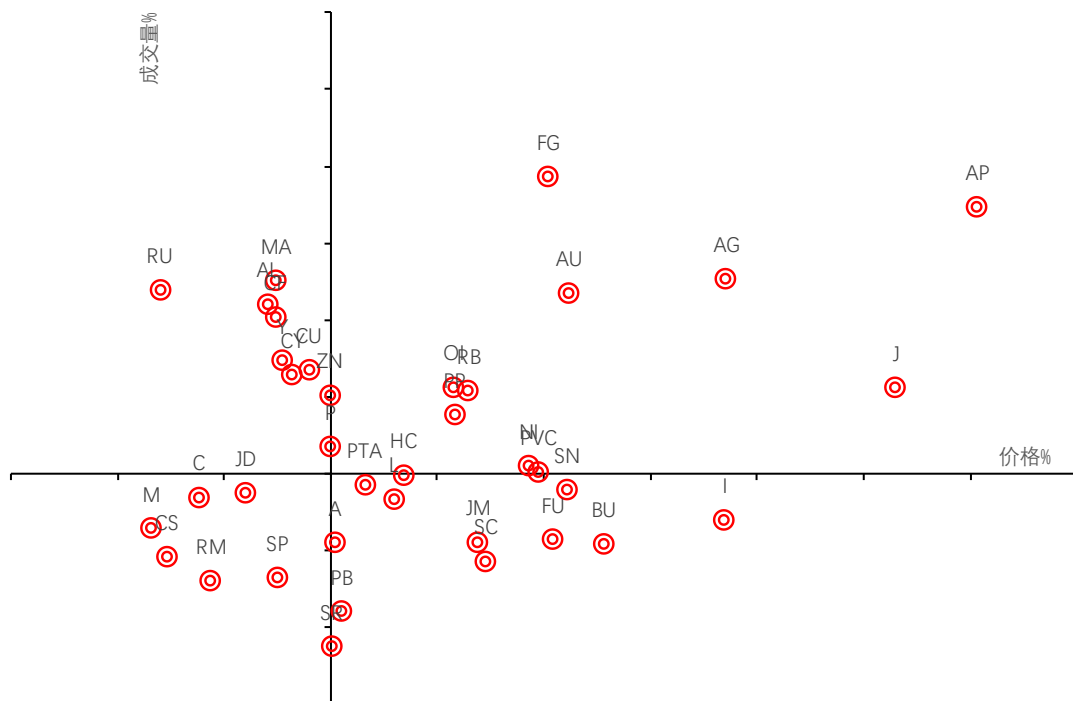
图22： 欧元&英镑 | 单位：无



数据来源：Wind 华泰期货研究院

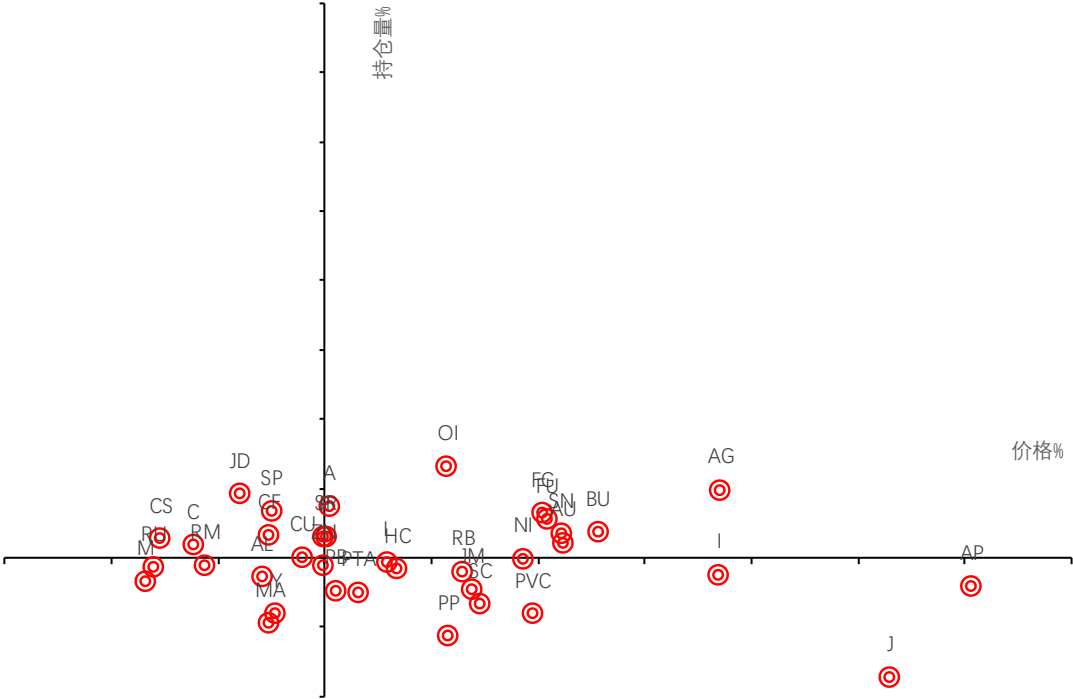
商品市场

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