

扰动情绪主导短期波动，中期逻辑仍在

华泰期货研究院 2025年04月25日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

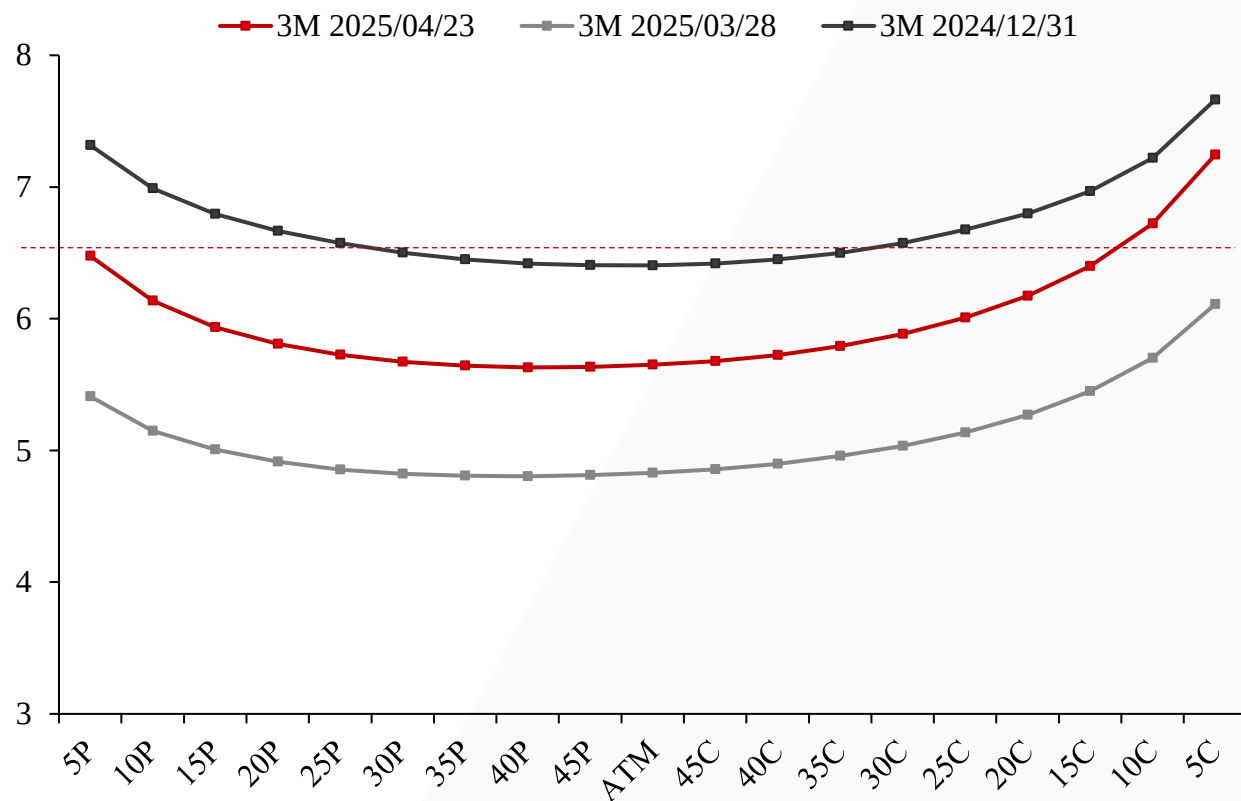


— 量价和政策信号 —



- ◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出美元的升值趋势，Call端波动率显著高于Put端，波动率下降。
- ◆ 美元兑人民币期权波动率回落，市场对美元兑人民币未来波动性的预期减弱。

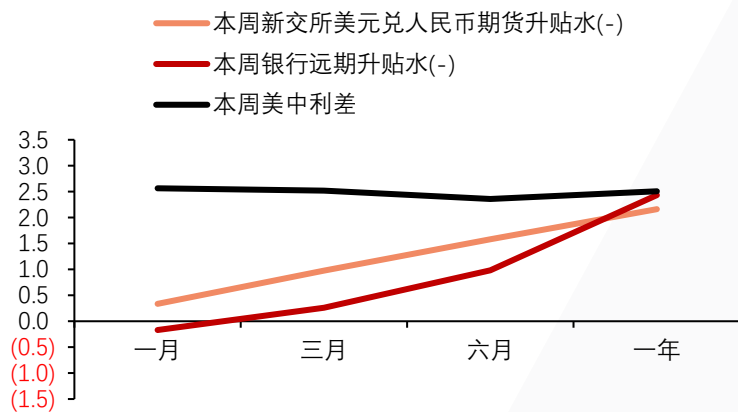
美元兑人民币期权隐含波动率



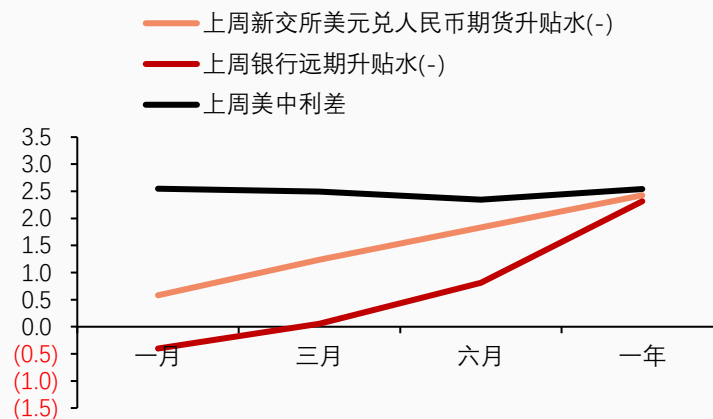
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



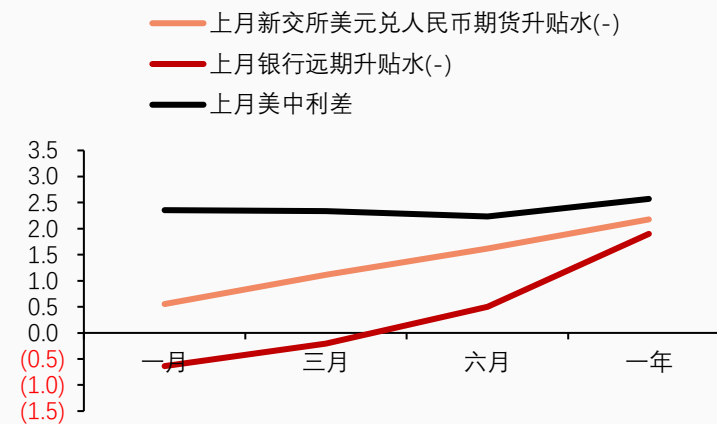
20250422 (%)



20250415 (%)

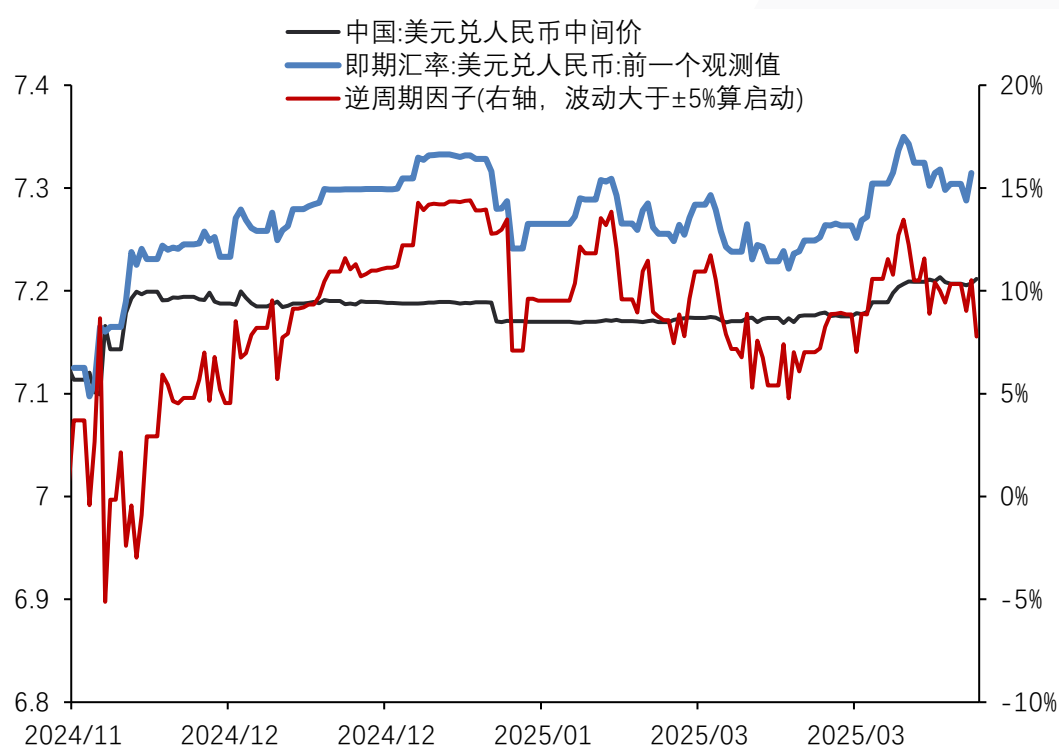


20250325 (%)

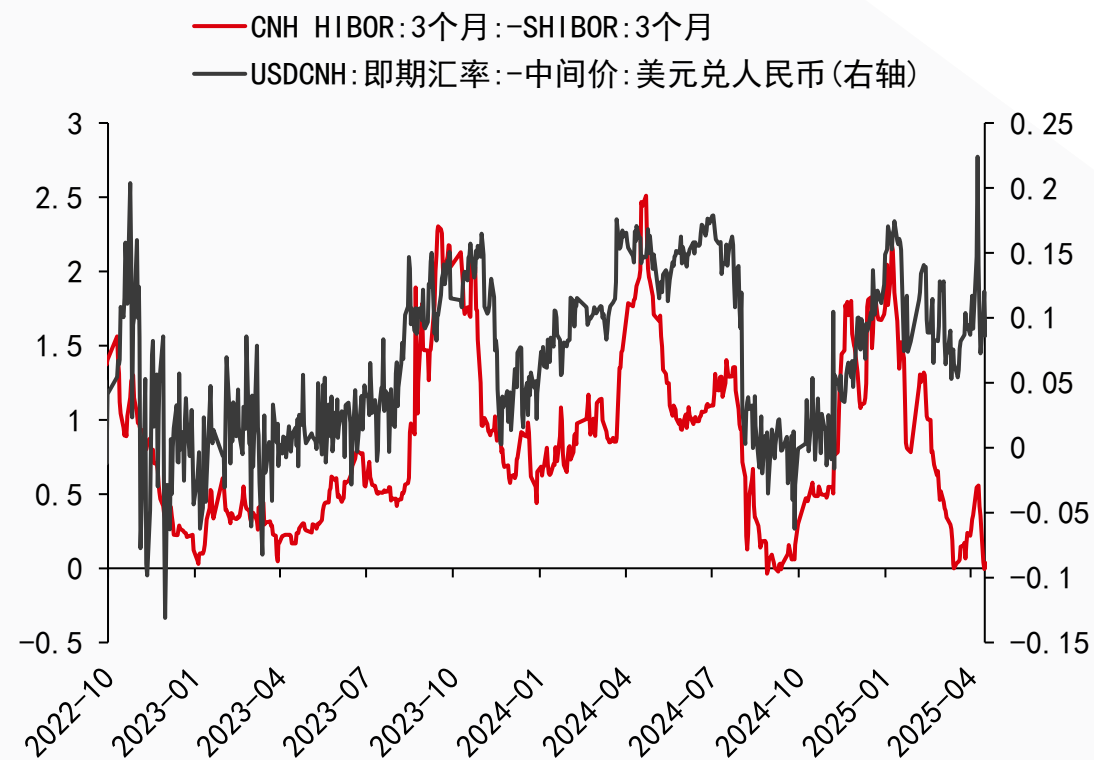


- ◆ 政策逆周期已经启动。政策逆周期因子呈下降趋势。
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差扩大

人民币汇率中间价逆周期因子



离岸在岸人民币利差





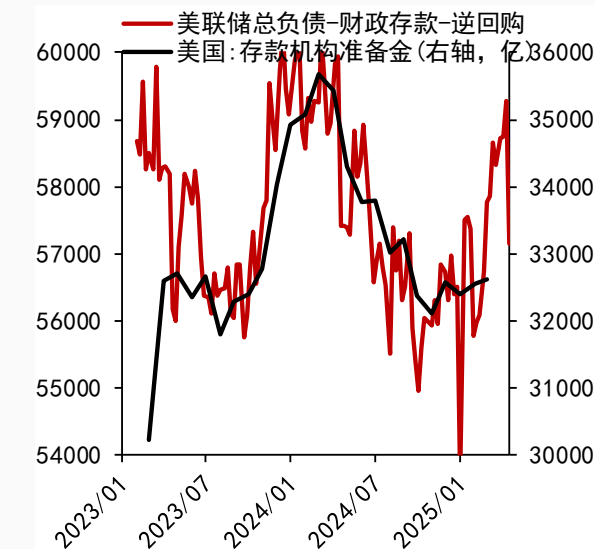
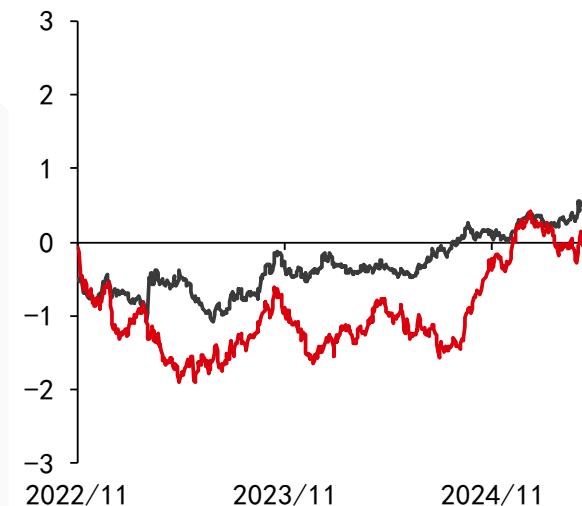
— 基本面及观点 —

【宏观】降息和流动性

- ◆ 美联储到2025年降息计价91.7bp，美降息计价回落；
- ◆ 短端利率持续回升；TGA账户4月16日7387亿（前值3151亿）；美联储逆回购余额547亿美元。

	2025年				2024年												2023年																
	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	最新值	12M变化	衍生品25年12月变动计价							
美国					-0.25	-0.25		-0.50																				0.25		4.5	-1	-91.7bp	
欧元区	-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25										0.25	0.25		0.25	2.4	-2.1	-63.7bp						
日本									0.15						0.20										0.5	0.4	+15bp						
英国			-0.25			-0.25			-0.25													0.25		0.50	4.5	-0.75							
加拿大		-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25												0.25	0.25	3	-2.25	-46.5bp						
澳大利亚			-0.25																0.25						0.25	4.1	-0.25						
新西兰	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50		-0.25																3.5	-2							
瑞典			-0.25	-0.25		-0.50	-0.25		-0.25					-0.25							0.25		0.25		2.25	-1.75							
瑞士		-0.25			-0.50			-0.25			-0.25				-0.25								0.25	0.25	-1.25								
挪威																		0.25		0.25	0.25		0.50	4.5	0								
中国							-0.25			-0.10																		-0.10		-0.10	3.1	-0.35	
中国香港					-0.25	-0.25		-0.50																				0.25		4.75	-1		
韩国			-0.25			-0.25	-0.25																							2.75	-0.75		
印度	-0.25		-0.25																						6	-0.5							
印尼				-0.25				-0.25						0.25							0.25						5.75	-0.5					
泰国			-0.25				-0.25																			0.25	0.25		2	-0.5			
马来西亚																									3	0							
菲律宾	-0.25				-0.25						-0.50									0.25						6	-1						
巴西		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		-0.50	-0.50				-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		14.25	3.5								
俄罗斯							2.00	1.00		2.00								1.00		2.00	1.00	3.50	1.00		21	5							
墨西哥		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25						-0.25										9	-2							
土耳其						-2.50								5.00		2.50	2.50	5.00	5.00	5.00	7.50	2.50	6.50	47.5	-2.5								
南非				-0.25		-0.25		-0.25																						7.5	-0.75		
智利					-0.25		-0.25	-0.25					-0.25	-0.50	-0.75	-1.00				-0.75		-0.50	-0.75	-1.00	5	-1.5							
阿根廷				-3	-3	-5																	-33		15		21		29	-31			

——美债10Y-2Y利差 ——美债10Y-3M利差



【核心图表】美国经济：下行风险上升

- ◆ 就业：好坏参半。美国3月非农略超预期，失业率上升；通胀：回落；
- ◆ 经济：边际下行。财政支出回落，3月制造业回落，服务业回升，3月零售销售回升；

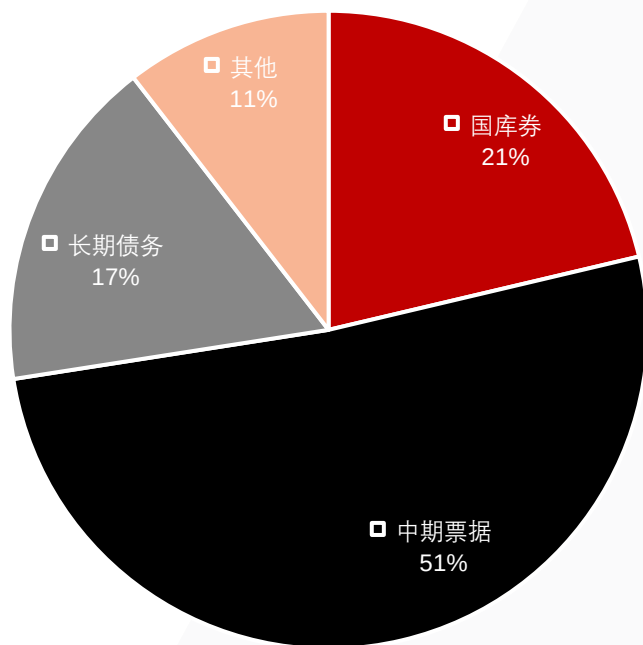
增量的贡献（2024年对实际GDP同比贡献率）		指标名称	单位	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04
		GDP:不变价:同比	%				2.48			2.66			3.04		
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50	47.30	47.90	49.60	51.60	51.30	50.00
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.47	3.28	-0.87	-2.34	2.06	-1.41	0.29	2.09	-3.67	0.96	0.93
		成屋+新建住房销售	万套		493.6	475.4	500.3	482.4	458.7	456.6	458.9	468.6	457.2	478.2	487.6
就业		新增非农就业人数	万人	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20	25.40	14.20	11.40	20.60	27.20	17.50
		失业率（色阶相反）	%	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.30	4.10	4.00	3.90
		非农职位空缺数	万人		756.8	776.2	750.8	815.6	783.9	737.2	786.1	771.1	791	823	791.9
通胀		CPI:当月同比	%	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40
		核心CPI:当月同比	%	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.30	3.40	3.60
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%	4.20	-0.45	4.42	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10	3.12	3.82
		Markit服务业PMI	%	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00	55.20	55.70	55.00	55.30	54.80	51.30
		个人可支配收入:同比	%		4.38	3.90	4.61	5.06	5.32	4.90	5.48	5.76	5.67	5.76	5.85
		个人消费支出:同比	%		5.29	5.40	5.80	5.76	5.48	5.36	5.32	5.37	5.36	5.47	5.18
财政	20.3%	财政收入:同比	%	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80	-19.00	12.73	8.27	19.63	11.46	5.26	21.56
		财政支出:同比	%	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53	24.30	-27.56	254.16	15.53	-16.85	22.44	22.57
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%		4.78	4.37	2.55	6.64	2.12	3.20	4.91	4.94	5.66	3.95	4.52
		进口金额:同比	%		19.70	23.04	12.25	9.72	4.55	9.25	7.49	8.43	7.09	6.04	4.17

美国
经济
热力
图

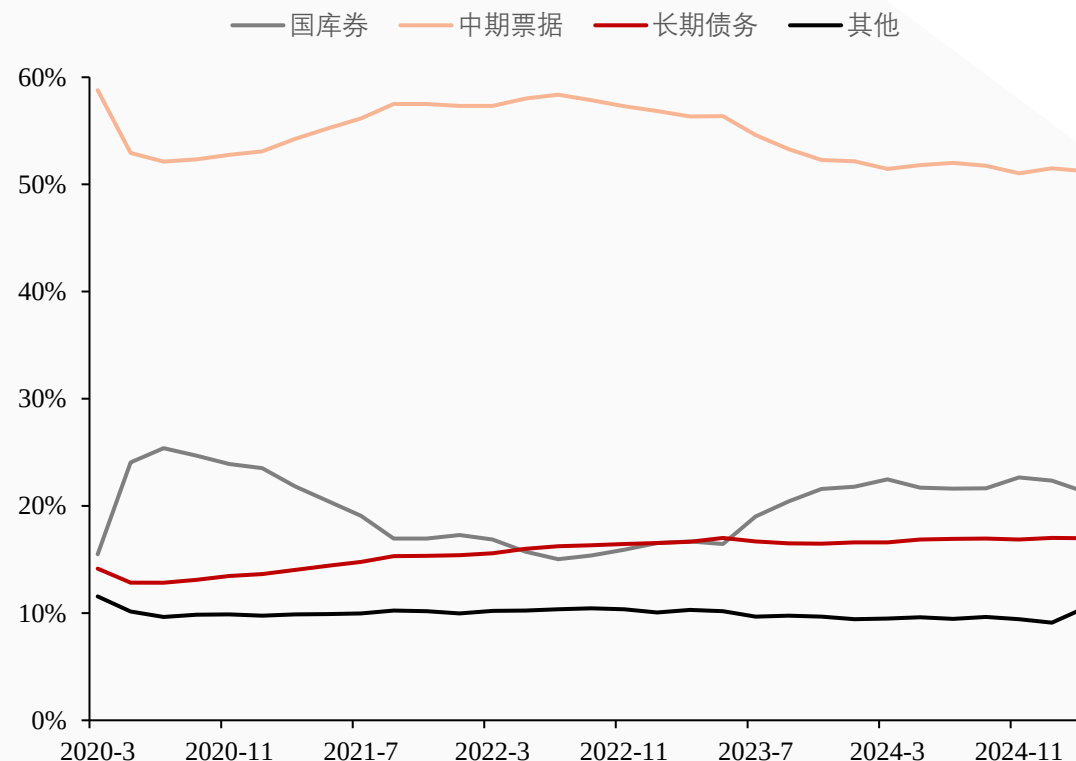
【下一步】美国各期限的债务占比

- ◆ **美债短期化**。截至2025年3月，美国公共债务以中期国债（2-10年期）为主，占比达51.22%，当前债务结构显示短期债务占比显著，约**33%**的流通债务将在未来12个月内到期。
- ◆ **流动性供给**：9300（相当极限）+8890（2024年美国的金融账户顺差1.27亿美元，7折）=18190亿；央行+金融账户+监管
- ◆ **流动性需求**：只算净融资额=1.65万亿（1.9万亿赤字-1月至3月24日累计净融资2577亿）+2400亿=18900亿

2025年3月美国各期限的债务占比 | 单位：%

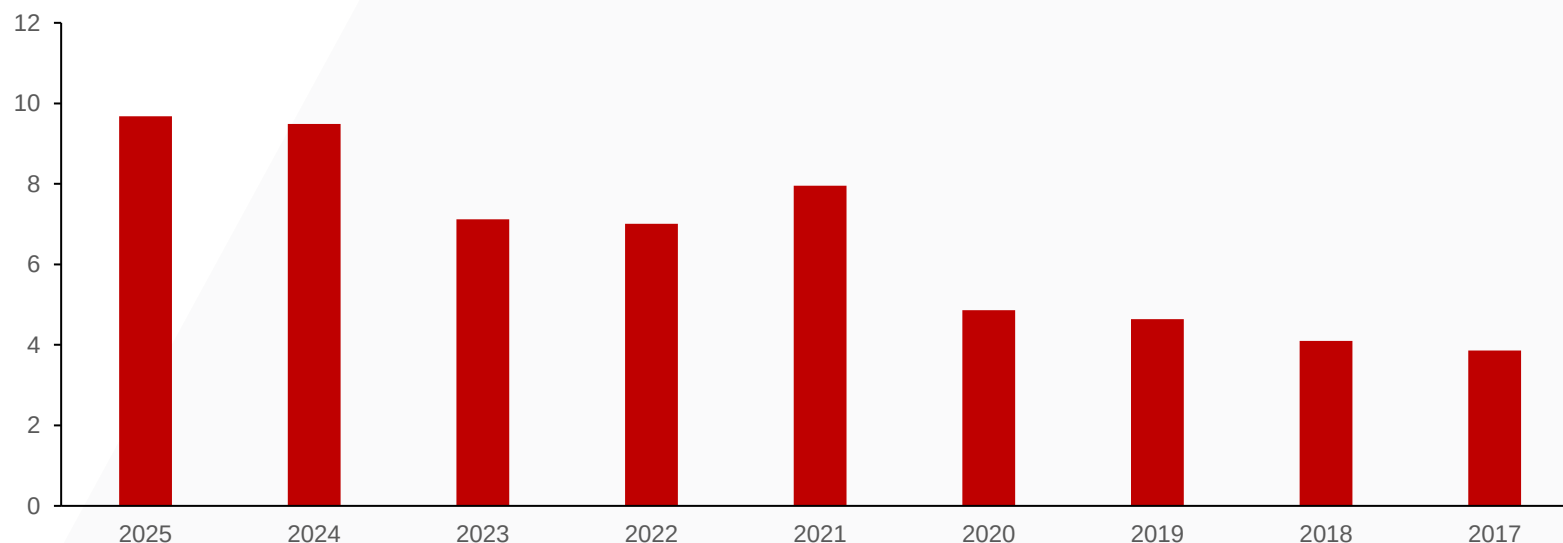


历年美国各期限的债务占比 | 单位：%



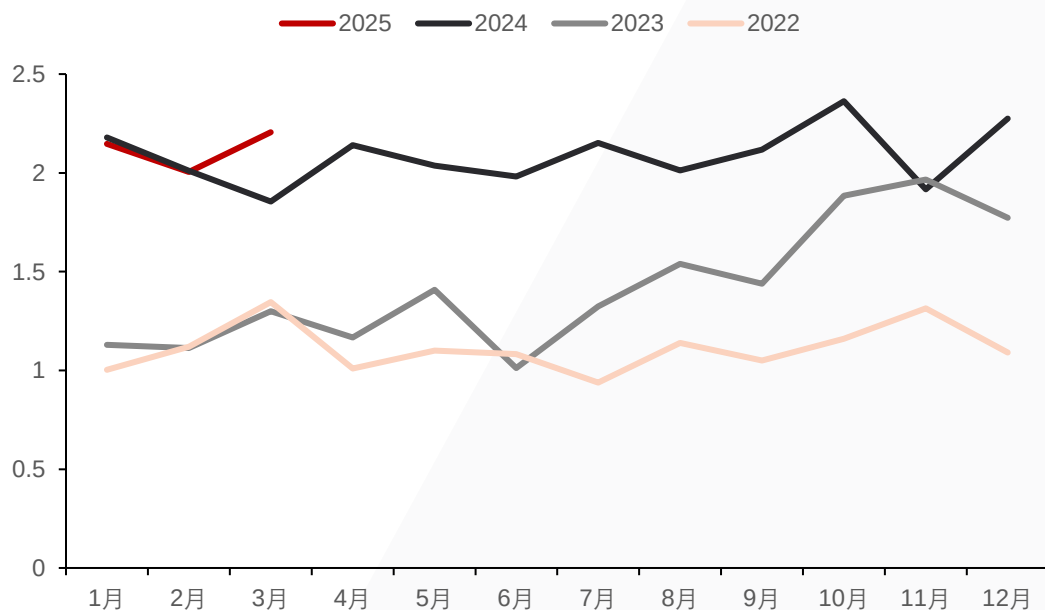
- ◆ 数据来源：彭博，但前面我们提到彭博数据口径<美国财政部口径
- ◆ 天量美债到期是因为短债的滚动续作； 1、观察日期导致数据差异，例如国内的逆回购滚动续作，短期国债每周都会出现到期滚续，从而导致债务即将进入天量到期墙的错觉； 2、以每年同一日作为数据观察日期：2025年美国国债到期规模9.7万亿美元，与2024年到期额9.5万亿美元接近，但远高于2023年以前水平、

美国国债到期额（万亿美元）

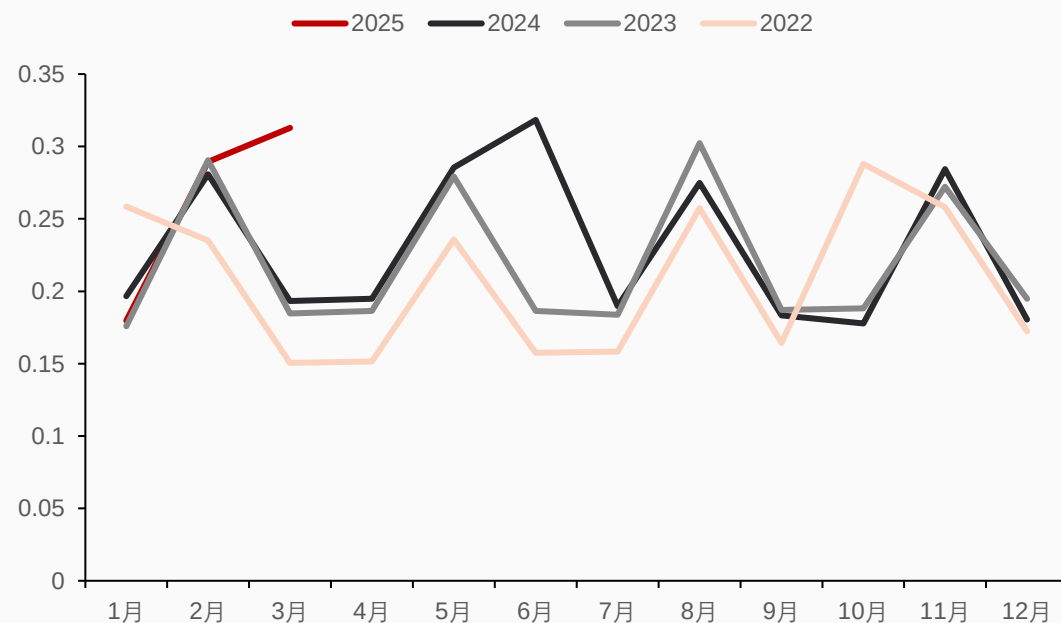


- ◆ 每月1日为数据观察日，债务到期水平相对稳定，2025年3月为2.21万亿美元，略高于2024年同期，但并未大幅提升；2023年10月后短期国债的到期额显著高于历史同期。主要原因在于2023年美国财政部调整国债发行结构，增加了短期国债的发行比例，使得此后短期国债每月滚动到期额均出现提升；
- ◆ 总结：并未出现美债天量到期墙问题，但美债展期压力也确实远高于2023年以前水平，也存在持续的流动性问题。

美国短期国债月度到期额 (万亿美元)



美国长期国债月度到期额 (万亿美元)



【宏观】中国经济：关注高频数据

◆ **经济结构分化：**1-3月工业生产、基建投资、出口、零售增速偏强，未来出口、地产开工仍存在下行拖累；3月信贷略超预期。3月景气度企稳回升。

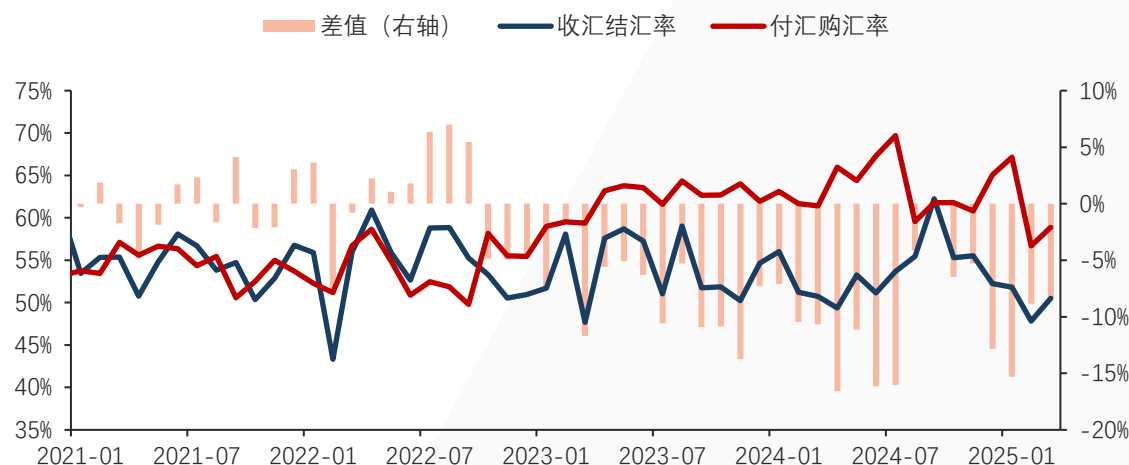
增量的贡献（2024 年对实际GDP同比		指标名称	单位	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04
		GDP:不变价:当季同比	%	5.4			5.4			4.6			4.7		
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	5.8	2.3	6.0	5.9	5.4	5.3	4.3	4.6	4.0	3.5	2.5	1.2
		进口金额:累计同比	%	-7.0	-8.4	-16.5	1.1	1.1	1.7	2.2	2.4	2.8	2.1	3.0	3.3
投资	25.2%	固投:累计同比	%	4.2	4.1		3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2
		地产投资:累计同比	%	-9.9	-9.8		-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8
		制造业投资:累计同比	%	9.1	9.0		9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7
		基建投资:累计同比	%	11.5	10.0		9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	8.1	7.7	6.7	7.8
		制造业PMI	%	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	4.6	4		3.5	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.7	4.1	4.1
		服务业PMI	%	50.3	50	50.3	52	50.1	50.1	49.9	50.2	50	50.2	50.5	50.3
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0
通胀		CPI:当月同比	%	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3
金融		社会融资规模存量:同比	%	8.4	8.2	8	8	7.8	7.8	8	8.1	8.2	8.1	8.4	8.3
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8	8.1	8.5	8.7	8.8	9.3	9.6

中国经济热力图

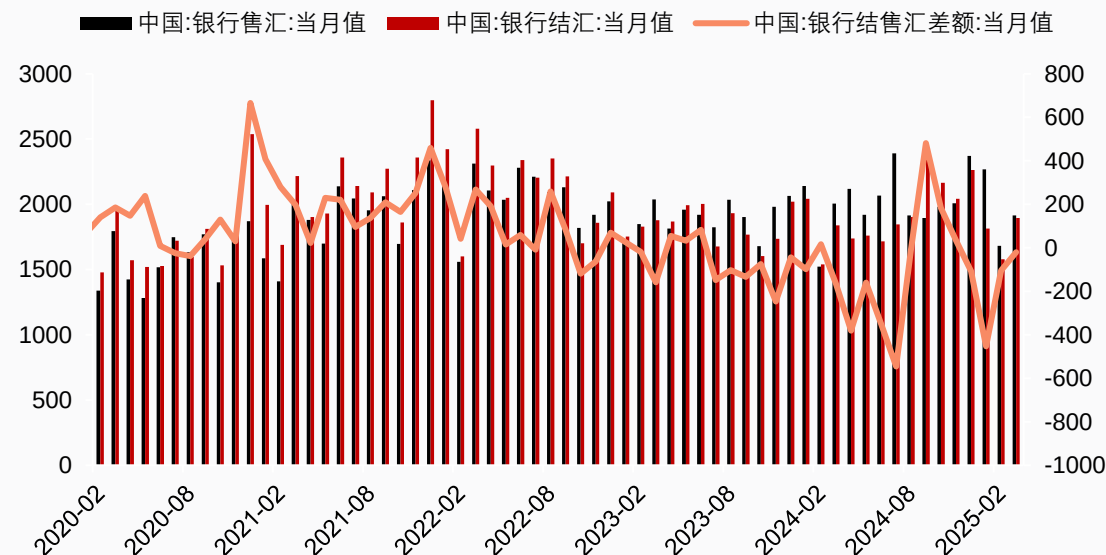
【结售汇】3月结售汇逆差继续收窄

- ◆ **结售汇逆差收窄，跨境资金流动趋稳：**3月银行结售汇逆差收窄至20亿美元，涉外收付款保持顺差（3月顺差482亿美元），跨境资金流动趋稳。
- ◆ **结汇购汇意愿双双回升：**3月市场主体结汇意愿有所增强，结汇率（50.51%）环比小幅提升；同时购汇需求明显回升，付汇购汇率（58.88%），显示市场对人民币汇率预期趋于稳定。

收付汇率 (%)

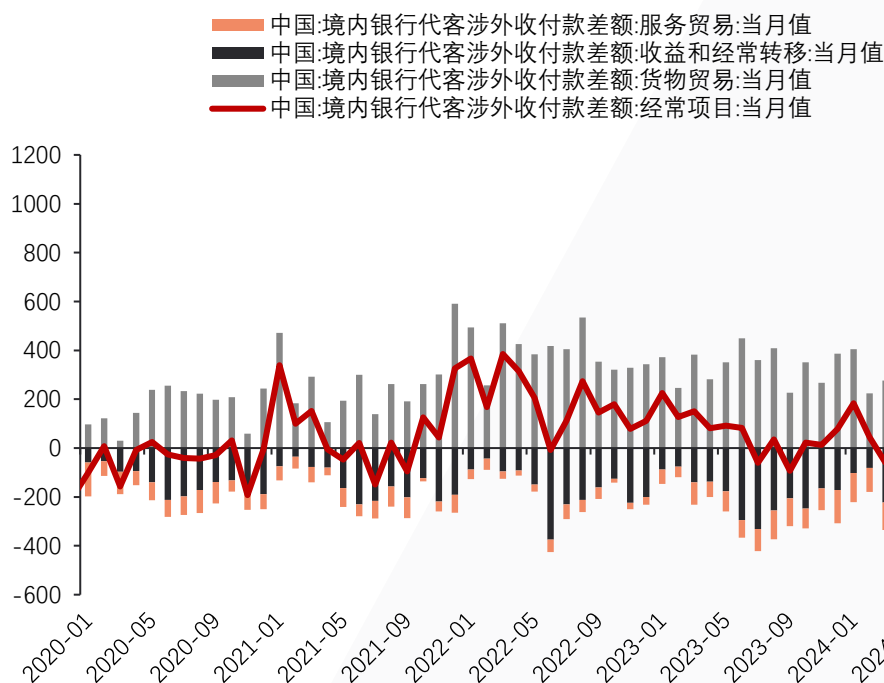


银行结售汇 (亿美元)

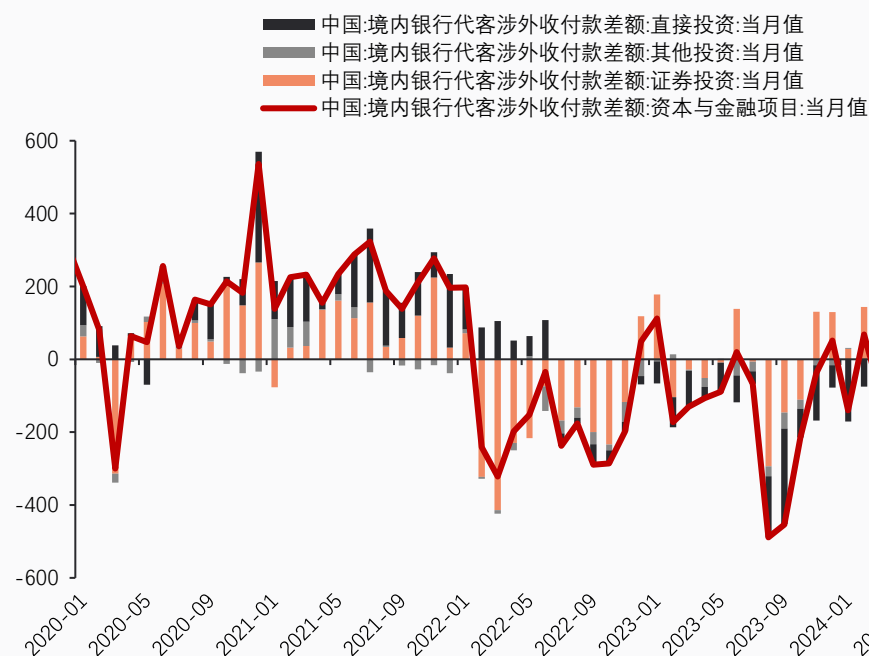


- ◆ **2025年3月我国涉外收支呈现稳健态势：**经常项目受益于货物贸易强劲资金流入，资本项目则由外资持续增持人民币资产主导（2-3月净买入境内债券269亿美元，4月上半月进一步净买入332亿美元）。两大引擎共同推动跨境资金流动保持平稳运行。

银行代客涉外收付款差额分项：经常项目（亿美元）



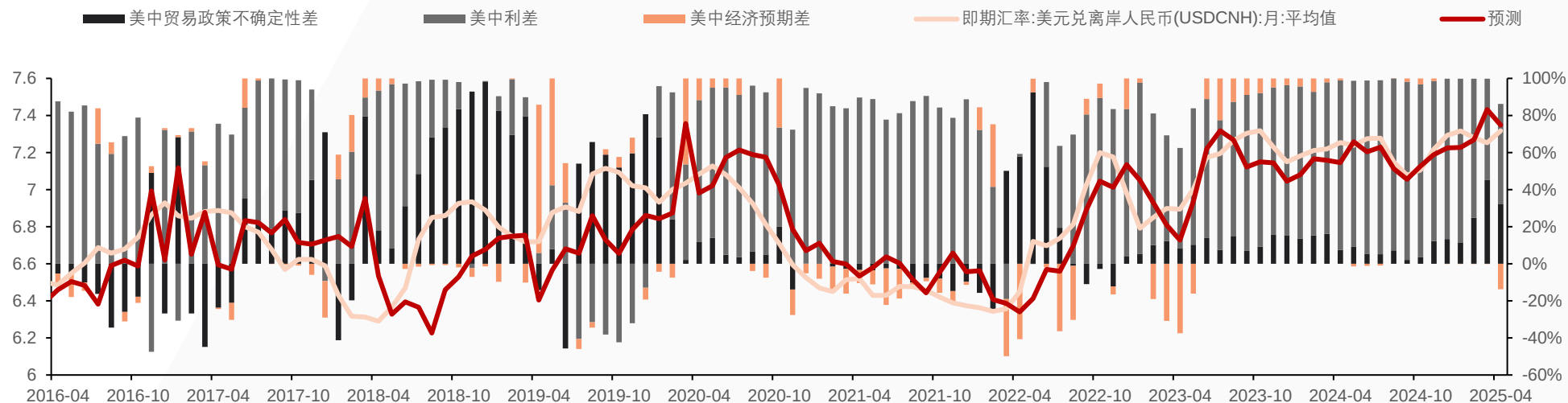
银行代客涉外收付款差额分项：资本与金融项目（亿美元）



【总体观点】美元预计维持低位震荡

- ◆ **现状：1)经济预期差(chā)中性：**中国3月CPI同比微降，核心CPI小幅回升，消费修复缓慢但具韧性，政策空间充足；美国3月ISM服务业PMI大幅下滑，就业指数创五年最大跌幅。通胀放缓叠加经济降温，市场加大年内降息押注；**2)中美利差(chā)中性：**美联储降息预期升温，但美债长端收益率受通胀与信用风险推动上行，利差走势分化。中国政策基调稳定，利率波动有限，稳定性相对更强；**3)贸易政策不确定性中性：**美方扩大关税范围并启动关键矿产“232调查”；中方则加强稀土出口管制，限制重稀土及其合金对美出口，打击关键产业链，地缘博弈升级，市场对全球供应链前景更趋谨慎。近期市场关注美国政府可能调整对华关税政策的讨论，尽管尚无明确决定。此类消息加剧市场情绪波动。中方以稳预期、强内需应对外部扰动。
- ◆ **展望：**美元因经济数据走弱与降息预期在低位波动，叠加关税讨论扰动市场情绪，人民币短期偏强。中期人民币汇率仍将围绕基本面震荡企稳。

人民币汇率拟合模型



- ◆ 基差波动范围：从2022年04月至今的历史来看（近3年），期货主力升贴水的范围在-1100 到900。

UC.SG主力合约—USDCNH价差（单位：bp，基差=现货-期货，图中数值为期货-现货，对应卖套的盈亏）

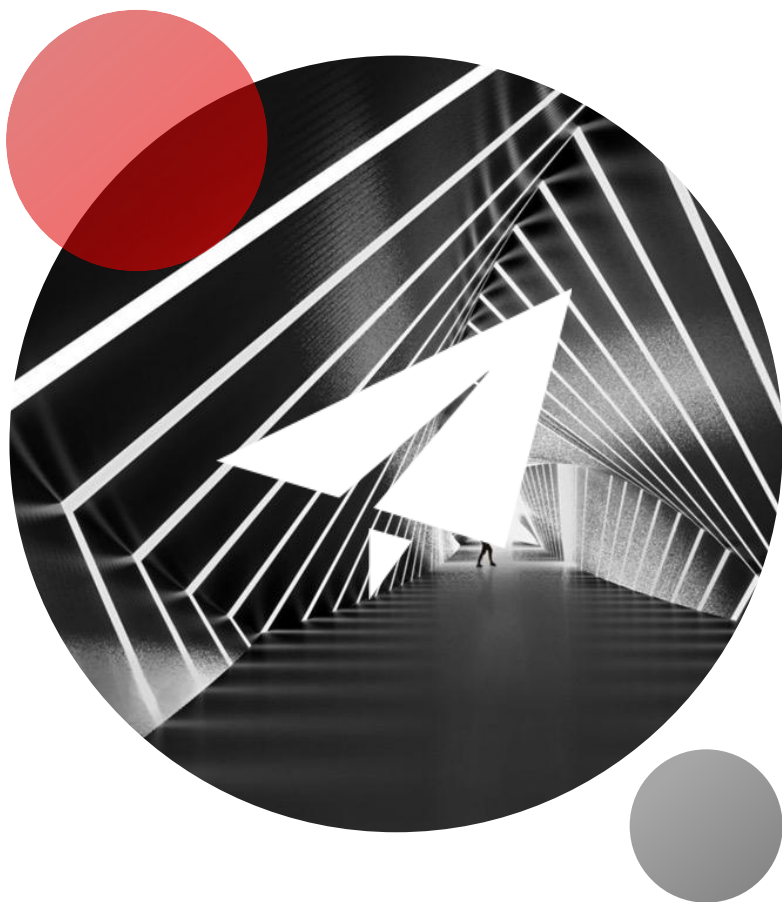


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。



THANKS



华泰期货期赢通
APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com