



扰动钝化下的双向试探

华泰期货研究院 2025年06月13日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

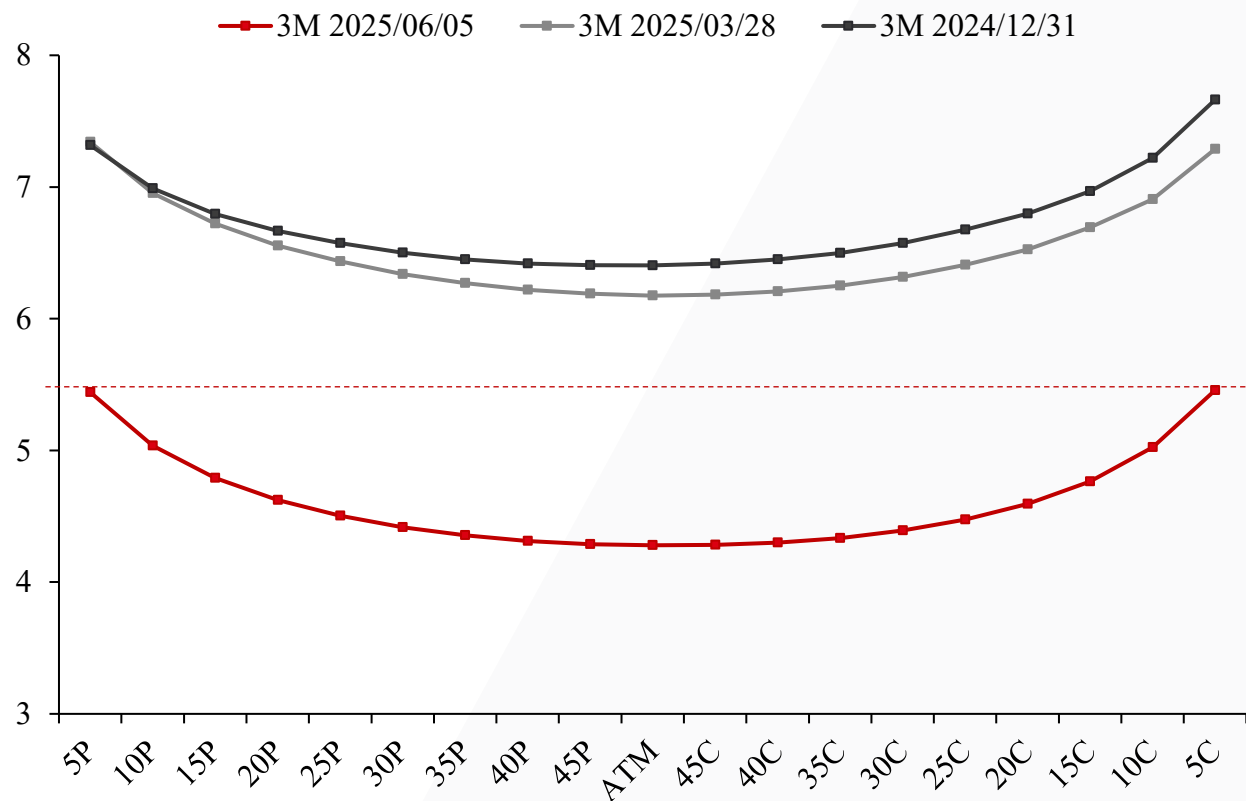


— 量价和政策信号 —

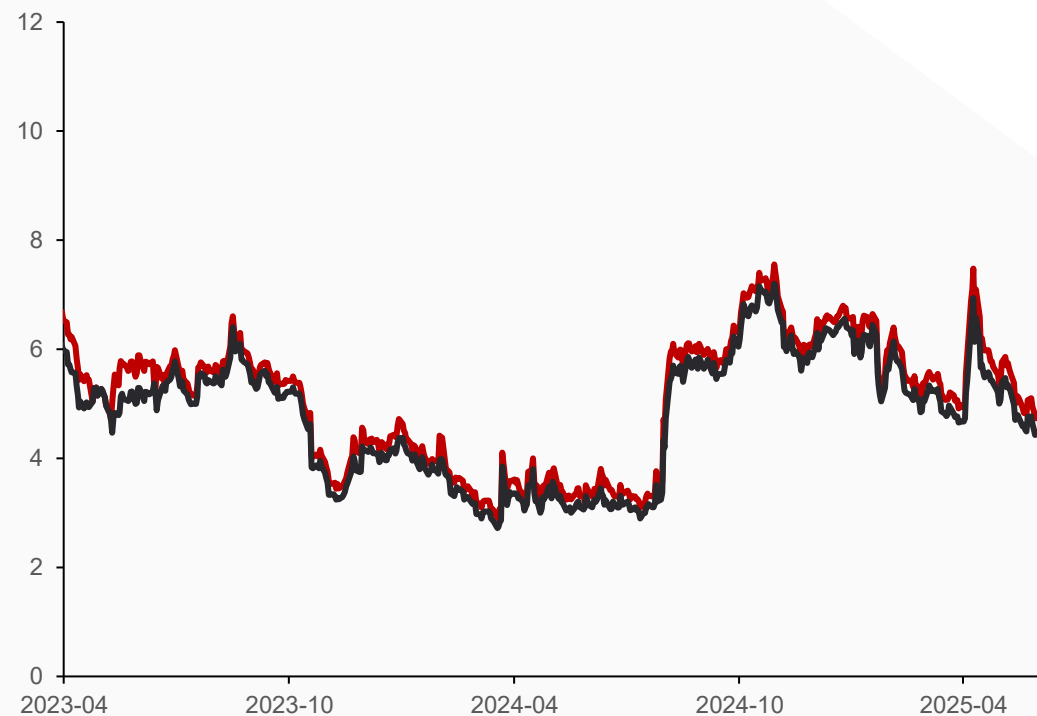


- ◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示Call端波动率与Put端持平。
- ◆ 美元兑人民币期权波动率持续下行，市场对美元兑人民币未来波动性的预期减弱。

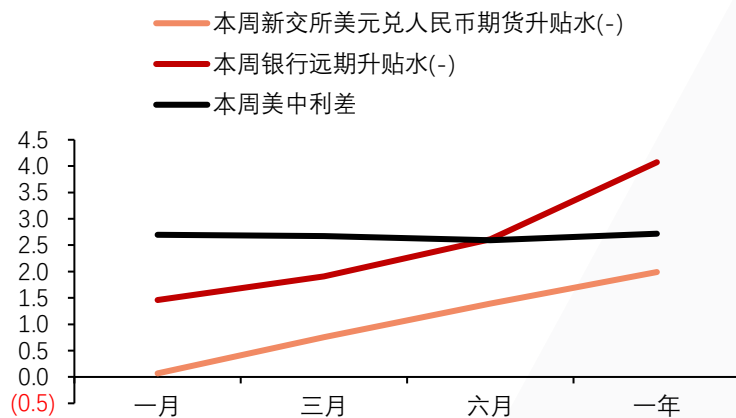
美元兑人民币期权隐含波动率



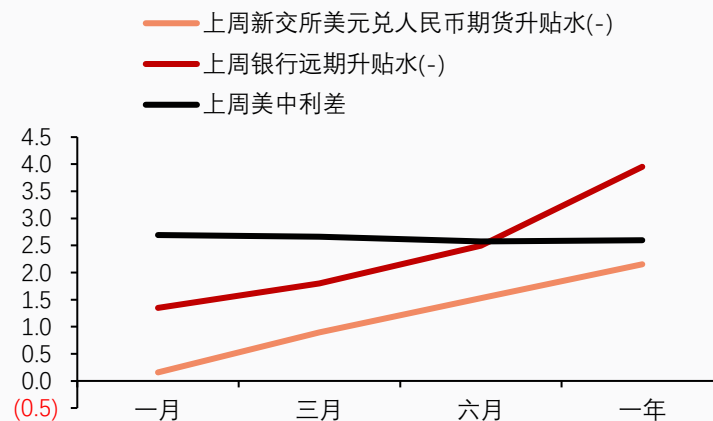
Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



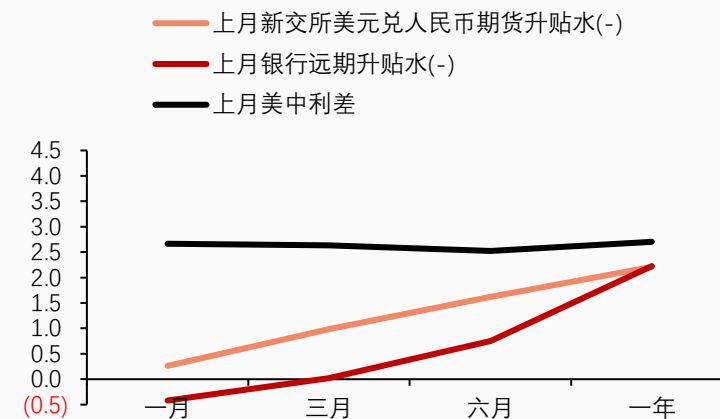
20250610 (%)



20250603 (%)

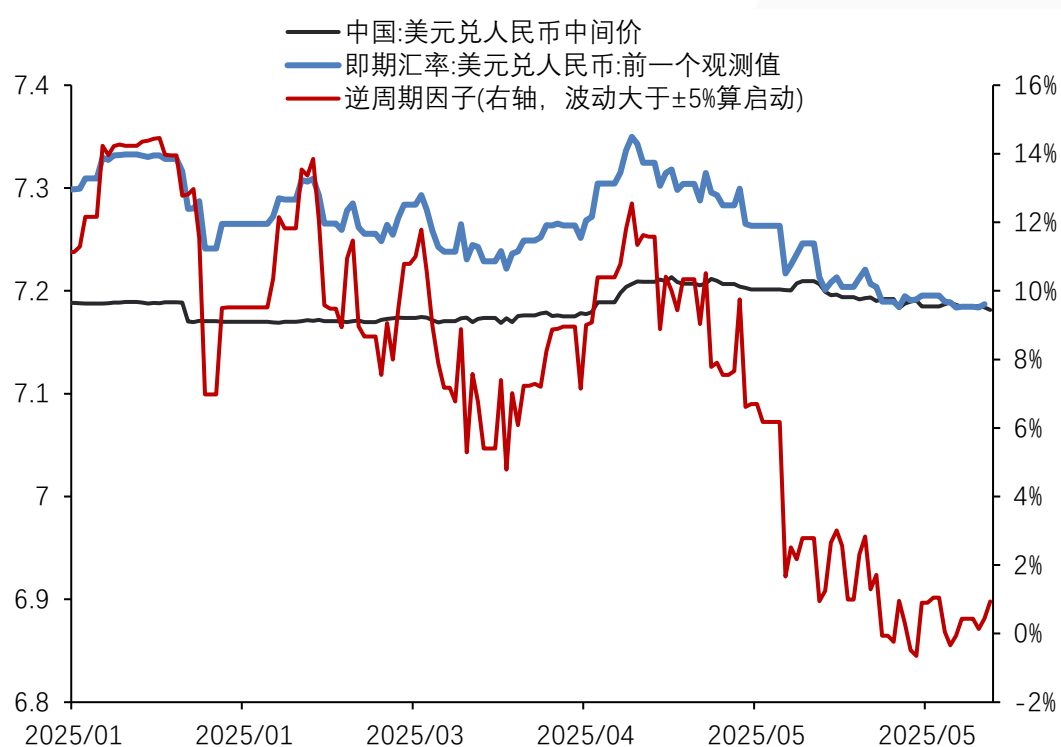


20250513 (%)

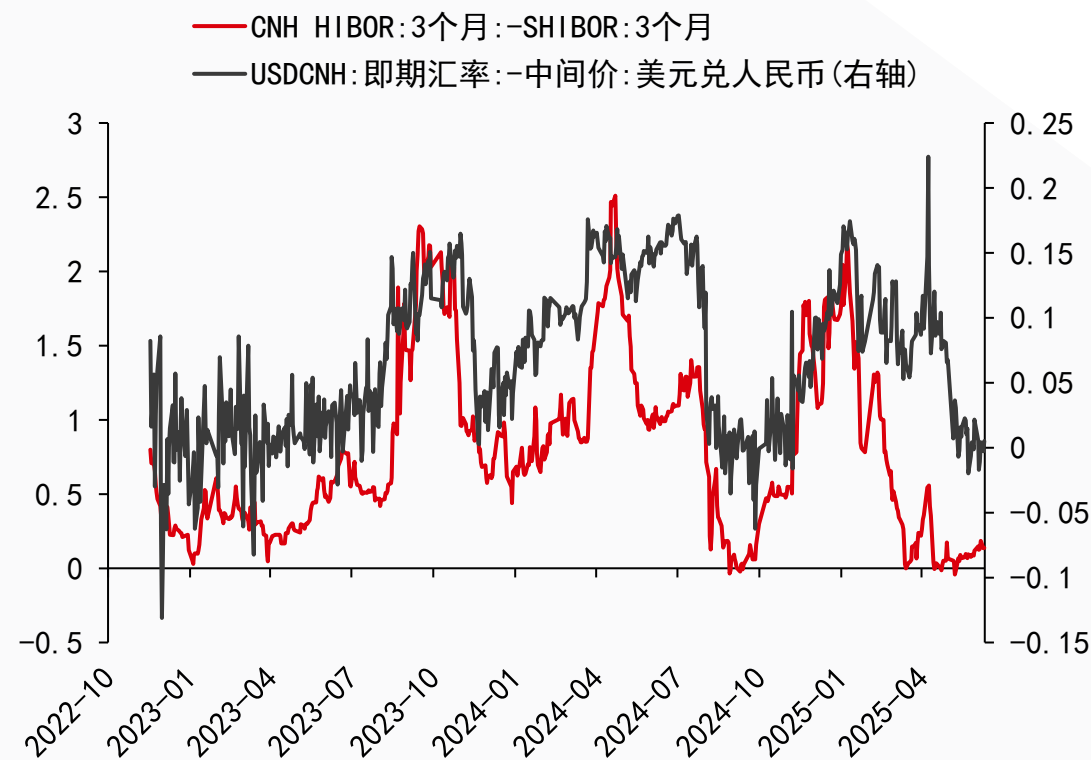


- ◆ 政策逆周期因子在0%左右徘徊。
- ◆ 三个月CNH HIBOR-SHIBOR逆差呈波动趋势，单边趋势不明确。

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43.5bp，美降息计价回落；TGA账户6月4日3761亿；美联储逆回购余额1688亿美元。
- ◆ 美联储公布的褐皮书显示，自上次报告以来，最近几周美国的经济活动略有下滑，表明关税和高度不确定性正在对经济产生连锁反应。华尔街日报记者Nick Timiraos：目前正步入另一个令人不安的夏季。劳动力市场脆弱平衡、消费者支出变化和金融市场冲击——这个三大因素可能会以令人猝不及防的方式出现断裂。

	2025年						2024年												2023年								衍生品25年12月变动计价
	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	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	最新值	12M变化		
美国							-0.25	-0.25		-0.50														4.5	-1	-43.5bp	
欧元区	-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60			-0.25									0.25	0.25	2.15	-2.1	-26bp	
日本						0.25					0.15					0.20								0.5	0.4	+17bp	
英国		-0.25			-0.25			-0.25			-0.25												0.25	4.25	-1		
加拿大				-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25											3	-2	-26bp	
澳大利亚		-0.25			-0.25															0.25				3.85	-0.5		
新西兰		-0.25	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50	-0.25														3.25	-2.25		
瑞典				-0.25	-0.25		-0.50	-0.25		-0.25				-0.25								0.25		2.25	-1.5		
瑞士			-0.25				-0.50			-0.25			-0.25			-0.25								0.25	-1		
挪威																			0.25			0.25	0.25	4.5	0		
中国		-0.10							-0.25			-0.10											-0.10	3	-0.45		
中国香港							-0.25	-0.25		-0.50														4.75	-1		
韩国		-0.25			-0.25			-0.25	-0.25															2.5	-1		
印度	-0.50		-0.25		-0.25																			5.5	-1		
印尼		-0.25			-0.25					-0.25						0.25						0.25		5.5	-0.75		
泰国			-0.25		-0.25				-0.25													0.25	0.25	1.75	-0.75		
马来西亚																								3	0		
菲律宾			-0.25				-0.25						-0.50									0.25		6	-0.5		
巴西		0.50		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25			-0.25		-0.50	-0.50			-0.50	-0.50		-0.50	-0.50	14.75	4.25		
俄罗斯	-1.00								2.00	1.00		2.00							1.00		2.00	1.00	3.50	20	4		
墨西哥		-0.50		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25				-0.25									8.5	-2.5		
土耳其							-2.50								5.00		2.50	2.50	5.00	5.00	5.00	5.00	7.50	47.5	-2.5		
南非		0.20			-0.25		-0.25		-0.25															7.7	-0.55		
智利							-0.25		-0.25	-0.25			-0.25	-0.50	-0.75	-1.00			-0.75		-0.50	-0.75		5	-0.75		
阿根廷						-3	-3	-5						-20	-20	-20			-33		15		21	29	-11		



【核心图表】美国经济：下行风险上升

- ◆ 就业：好坏参半。美国5月非农温和下降，失业率持平；
- ◆ 通胀：回落；
- ◆ 经济：边际下行。财政支出回落，5月景气度分化，4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	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06
		GDP:不变价:同比	%			2.05			2.48		2.66			3.04	
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.00	50.20	50.20	52.70	51.20	49.40	49.70	48.50	47.30	47.90	49.60	51.60
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		0.89	4.92	2.97	3.28	-0.87	-2.34	2.06	-1.41	0.29	2.09	-3.67
		成屋+新建住房销售	万套		474.3	469	494.4	474.4	500.3	482.4	458.7	456.6	458.9	468.6	457.2
就业		新增非农就业人数	万人	13.90	17.70	22.80	15.10	14.30	25.60	22.70	1.20	25.40	14.20	11.40	20.60
		失业率（色阶相反）	%	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.30	4.10
		非农职位空缺数	万人		739.1	720	748	776.2	750.8	815.6	783.9	737.2	786.1	771.1	791
通胀		CPI:当月同比	%		2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.50	2.90	3.00
		核心CPI:当月同比	%		2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.20	3.20	3.30
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		5.22	4.80	-0.14	4.42	4.63	3.99	4.72	0.28	2.09	4.29	-0.10
		Markit服务业PMI	%	53.70	50.80	54.40	51.00	52.90	56.80	56.10	55.00	55.20	55.70	55.00	55.30
		个人可支配收入:同比	%		5.15	4.41	4.19	3.78	4.61	5.06	5.32	4.90	5.48	5.76	5.67
		个人消费支出:同比	%		5.44	5.47	5.70	5.69	5.80	5.76	5.48	5.36	5.32	5.37	5.36
财政	20.3%	财政收入:同比	%		9.53	10.71	9.33	7.54	5.85	9.80	-19.00	12.73	8.27	19.63	11.46
		财政支出:同比	%		4.43	-7.12	6.35	28.58	-3.14	13.53	24.30	-27.56	254.16	15.53	-16.85
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%		8.63	5.81	4.61	4.37	2.55	6.64	2.12	3.20	4.91	4.94	5.66
		进口金额:同比	%		3.38	26.36	19.72	23.04	12.25	9.72	4.55	9.25	7.49	8.43	7.09

美国
经济
热力
图

【宏观】5月就业市场温和放缓

Series	2025/5/31	2025/4/30	2025/3/31	2025/2/28	2025/1/31	2024/12/31	2024/11/30	2024/10/31	2024/9/30	2024/8/31	2024/7/31
U3 失业率	4.2	4.2	4.2	4.1	4	4.1	4.2	4.1	4.1	4.2	4.2
离职者	0.41	0.50	0.51	0.54	0.53	0.56	0.51	0.48	0.49	0.50	0.51
重新就业者	1.34	1.31	1.28	1.30	1.24	1.21	1.30	1.28	1.22	1.27	1.28
新就业	0.43	0.41	0.43	0.39	0.39	0.39	0.41	0.36	0.39	0.42	0.39
永久性失业	1.12	1.12	1.06	1.03	1.00	1.01	1.11	1.08	1.00	1.00	1.01
临时失业	0.51	0.51	0.48	0.48	0.49	0.51	0.47	0.49	0.53	0.51	0.66
兼职	0.39	0.39	0.41	0.44	0.41	0.41	0.44	0.43	0.39	0.46	0.44

Series	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07
总计	139	147	120	102	111	323	261	44	240	71	88
采矿与伐木业	-1.00	2	-1	4	-3	-1	2	-1	2	-1	0
伐木业	-0.40	0.60	-0.30	0.30	-0.10	0.20	0.10	-0.20	0.30	-0.30	0.00
采矿、采石和油气开采	-0.90	1.00	-0.50	4.20	-3.40	-0.80	1.10	-0.40	1.60	-0.40	0.20
建筑业	4.00	7	5	12	-3	15	6	1	30	23	11
楼宇建筑	6.70	3.20	4.40	0.90	2.40	2.90	1.30	-1.00	3.90	4.20	-0.50
重型土木工程建造	3.70	-2.20	2.50	2.40	0.70	6.90	1.40	0.60	6.70	10.60	-2.20
专业贸易承包商	-6.50	6.10	-2.20	8.70	-6.00	5.00	3.50	1.80	18.80	8.40	13.90
制造业	-8.00	5	1	8	-5	-10	20	-50	0	-40	1
耐用品制造:	-7.00	6.00	-2.00	6.00	-7.00	-15.00	27.00	-46.00	1.00	-40.00	0.00
非耐用品制造	-1.00	-1.00	3.00	2.00	2.00	5.00	-7.00	-4.00	-1.00	0.00	1.00
贸易、运输和公用事业	4.00	-8	-8	22	54	81	19	-10	31	-7	-7
批发贸易	2.50	3.60	-4.80	7.10	-4.30	13.00	5.10	6.10	7.10	3.80	7.80
零售贸易	-6.50	-2.70	16.40	-3.80	35.70	34.40	-13.50	-6.60	13.70	-13.30	-14.60
运输与仓储	5.80	-8.10	-20.70	18.30	21.30	34.40	27.70	-9.00	7.10	1.70	0.10
公用事业	2.20	-1.50	1.50	0.80	1.40	-0.80	-0.30	-0.80	2.60	0.80	-0.30
信息	2.00	0	-2	0	-4	17	5	-7	0	-7	-17
电影与录音行业	-0.20	1.00	-1.40	2.60	0.70	7.50	2.80	-1.70	-1.70	-0.70	-1.30
出版业-不含互联网	0.10	-1.00	1.00	1.60	0.60	4.50	-1.30	1.90	1.80	-2.00	-2.00
广播业-不含互联网	0.90	2.20	0.00	0.00	1.90	-4.20	-3.40	-1.00	-0.20	-1.00	-1.60
电信	-3.90	-0.70	-3.40	-1.40	-12.00	6.30	3.80	-5.30	0.40	-3.70	-3.80
计算基础设施、数据处理、网络托管与相关服务	3.20	-1.60	2.40	-1.30	3.70	4.40	2.20	-1.60	-1.00	0.10	-6.50
网页、检索门户、资料库及其他信息服务	1.80	0.20	-0.60	-0.90	0.30	-0.80	0.30	1.10	0.40	0.60	-1.80
金融活动	13.00	3	3	15	14	12	16	3	5	6	-3
金融和保险	8.40	-2.80	4.60	5.80	8.80	5.60	13.70	-2.10	2.30	0.20	-2.80
房地产出租租赁	4.20	5.70	-1.50	9.00	5.70	6.20	2.10	5.40	2.40	6.10	-0.70
专业和商业服务	-18.00	10	-11	15	-35	36	37	-34	-16	-32	-16
专业、科学和技术服务	-1.90	3.10	3.50	-7.20	-2.40	18.30	12.60	-1.40	7.20	-3.90	1.70
公司和企业管理	4.70	2.10	7.40	1.00	-3.70	5.60	-2.50	-1.20	1.80	-4.80	5.20
行政和废物处理	-20.60	4.00	-21.50	21.40	-29.40	12.50	27.30	-31.90	-25.10	-22.90	-22.90
教育与健康服务	87.00	100	65	65	62	83	73	87	98	65	61
私立教育服务	8.70	15.60	-2.20	7.60	-0.80	7.30	-5.90	3.50	19.70	10.60	-0.40
医疗保健和社会援助	78.30	85.10	67.20	57.40	62.10	75.50	78.90	83.90	78.70	53.60	61.50
休闲及餐饮服务	48.00	29	45	-34	-14	47	54	9	51	26	9
艺术、娱乐与休闲	16.60	2.50	8.30	3.10	14.70	3.30	30.10	-1.40	0.70	5.30	-4.10
食宿服务	31.40	26.80	36.60	-36.80	-28.90	43.50	24.50	10.40	49.90	20.30	13.10
其他服务	9.00	-2	17	0	13	7	12	1	7	0	1
维修和维护	2.60	0.10	6.80	-2.00	7.90	-0.10	3.60	2.00	1.20	-0.40	-6.60
个人与洗衣服务	3.20	0.10	4.00	0.00	2.40	5.50	6.70	-0.80	4.70	-1.40	10.90
宗教、慈善、民间、专业和类似组织	3.00	-1.60	6.10	1.80	2.30	2.00	1.70	-0.20	0.90	2.30	-3.50
政府	-1.00	1	6	-5	32	36	17	45	32	38	48
联邦	-22.00	-13.00	-11.00	-13.00	3.00	3.00	-2.00	3.00	4.00	2.00	2.00
州	0.00	3.00	1.00	-10.00	12.00	19.00	9.00	16.00	15.00	9.00	15.00
地方	21.00	11.00	16.00	18.00	17.00	14.00	10.00	26.00	13.00	27.00	31.00

- ◆ 5月非农温和回落：专业和商业服务、医疗、政府是主要贡献，“MAGA”下制造业新增就业持续下降，休闲和餐饮服务为正贡献。失业率中，主动离职减少，重新就业和新就业也有所减少；
- ◆ 5月时薪环比上升0.4%，同比上升3.9%，前值3.9%，加剧远端通胀；
- ◆ 年内重启降息节点再后移。

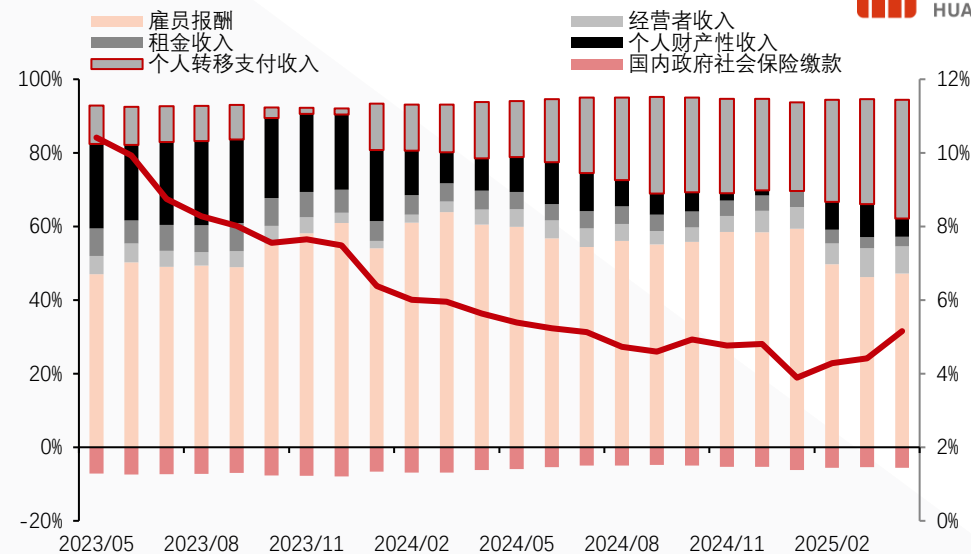
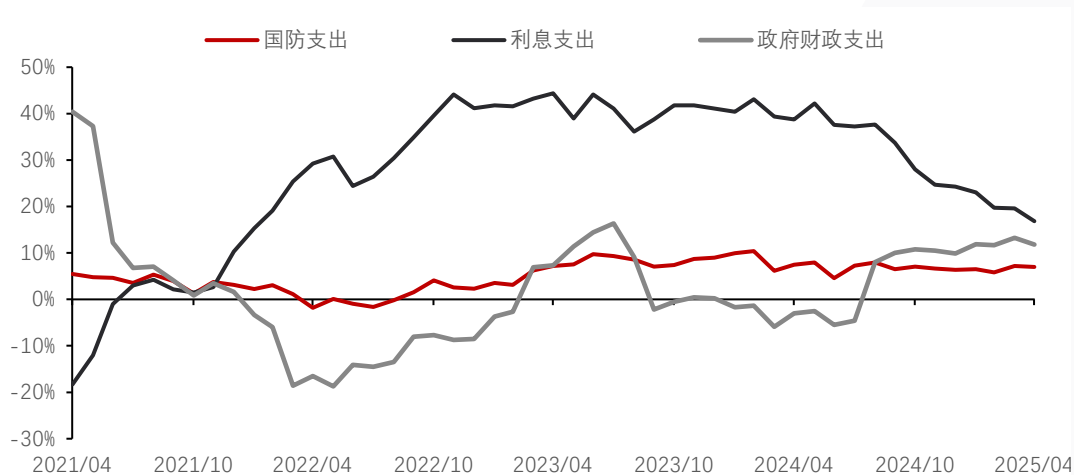
【事件】大而美法案

- ◆ 六大部分：美国国会预算办公室（CBO）2025-2034年间赤字增加2.4万亿美元，并将国家债务上限提高4万亿；
- ◆ 时间节点：2025年7月4日：特朗普要求法案在独立日之前通过，包括众议院、参议院和签署成法，这是特朗普设定的最终目标。
- ◆ 最新进展：目前已提交参议院，共和党内部分歧加剧：马斯克“庞大、离谱、充满政治分肥”。

分类	具体内容	经济影响
税制改革	1.永久延长特朗普2017年《减税与就业法案》（TCJA）的成果。	美国税收基金会（Tax Foundation）的报告称，将使 2025 年至 2034 年的联邦税收收入减少 4.1 万亿美元，长期国内生产总值增长 0.6%。
	2.取消小费、加班费。	
	3.提高标准扣除额至3.2万美元。	
	4.扩大儿童税收抵免至2500美元。	
	5.提高州及地方税（SALT）扣除上限至 40000 美元。	
	6.提升企业所得税减免额度，允许企业对美国境内新建或购置的合格生产财产进行一次性扣除。	
医疗改革	1.削减Medicaid 8000亿美元，引入工作要求和资格审查。	国会预算办公室（CBO）初步估计，在未来10年内，这些改革将为联邦政府节省至少 6250亿美元，但同时可能导致760万美国人失去医疗保险。
	2.对收入超过联邦贫困线100%的受益人征收共付额。	
	3.禁止联邦机构和保险公司为跨性别医疗承保。	
移民政策	1.拨款465亿美元，重启并扩建美墨边境墙。	主要从限制福利获取、增加汇款成本、加强边境管控等方面对移民群体产生影响。
	2.新增1.8万执法人员。	
	3.目标每年驱逐100万非法移民。	
	4.对寻求庇护者征收 1000 美元申请费。	
	5.非美国公民（包括非法移民）向海外汇款征收的是3.5% 的消费税，于 2026 年 1 月 1 日生效。（最初提议为 5%，但在众议院投票前通过修正案降至 3.5%）	
国防预算	1.划拨1500亿美元给五角大楼，强化军事存在以应对大国竞争，包括扩展“金穹”导弹防御系统和舰船建造等。	国防支出增加约 1500 亿美元，同时可能加剧地区军事竞争。
能源政策	1.扩大石油、天然气开采，提振化石燃料行业。	传统能源产业可能受益，但对绿色能源产业发展不利。此前白宫发布的2026财年预算文件中，美国环境保护署（EPA）的预算将削减近55%，从 91 亿美元左右削减至 42 亿美元。
	2.出售公共土地增加收入。	
	3.取消环保税收抵免，大幅削减甚至取消清洁能源与气候项目激励。	
教育与福利	1.削减超过 2600 亿美元的食品援助支出，提高获取食品补助的门槛。	国会预算办公室（CBO）在提交给众议院教育和劳动力委员会的一份报告中估计，众议院法案将从大学入学和负担能力计划中削减近 3.5 亿美元，300 多万学生奖学金资格受影响。
	2.对私立大学捐赠基金投资收益税改为累进税率。	
	3.改革学生贷款。	

【宏观】美国财政回落

◆ 4月财政支出回落：医疗保险、收入保障支出下降，社保、利息支出上升。



	权重/2023年	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
政府支出 (USD, 十亿)		591.769	528.174	603.441	641.935	541.146	668.517	584.221	462.307	686.62	574.119	537.22	670.778	566.669
国防	12.9%	70.10	67.44	64.588	72.086	82.958	75.642	103.49	76.219	83.212	71.072	67.473	78.398	64.49
国际事务	1.0%	3.67	5.33	3.152	2.911	6.182	5.021	6.153	11.639	4.992	8.28	-0.289	5.217	6.68
一般科学、空间和技术	0.6%	3.24	3.31	3.363	2.975	3.879	3.399	3.77	3.647	3.88	3.612	3.633	3.37	3.39
能源	0.2%	1.36	1.26	1.16	1.892	2.394	2.694	1.603	1.563	1.343	-0.404	1.707	1.355	1.66
自然资源和环境	0.8%	4.52	5.57	4.283	6.398	10.257	22.403	5.942	6.789	4.692	4.761	4.852	3.043	5.89
农业	0.5%	6.11	3.96	2.832	3.65	5.187	7.095	7.865	-1.982	1.753	3.818	1.854	1.455	1.52
商业和住房信贷	0.5%	0.39	-3.29	0.627	1.643	-5.58	0.775	1.652	-7.823	2.757	-3.196	-5.532	-15.616	-0.46
交通运输	2.0%	10.64	10.22	9.678	10.465	13.258	11.217	11.417	19.085	12.601	11.514	12.305	11.824	9.96
社区和区域发展	1.3%	8.50	4.00	8.921	8.021	9.053	7.072	6.856	4.709	5.101	4.772	3.654	38.061	4.53
教育、培训、就业和社会服务	4.5%	10.42	11.73	12.012	23.325	13.735	12.339	26.119	20.083	42.027	12.32	89.553	12.994	28.92
保健	13.5%	76.33	79.66	77.387	75.505	81.283	79.58	84.979	87.437	80.818	73.262	75.326	76.714	69.60
医疗保险	12.9%	81.86	25.90	75.035	134.966	26.817	128.777	77.127	24.342	128.679	92.239	21.714	142.28	74.28
收入保障	9.9%	64.80	59.88	105.319	55.576	54.016	63.279	45.204	37.784	67.113	58.665	32.185	60.275	59.37
社保	21.6%	132.09	144.58	128.646	128.088	124.294	124.771	124.876	124.187	124.092	123.242	129.276	122.802	122.48
退伍军人福利与服务	4.8%	28.01	15.76	30.87	33.528	29.965	44.315	30.957	15.576	45.289	28.749	14.113	38.416	31.67
司法部门	1.3%	6.63	8.39	6.643	7.757	8.052	6.356	5.76	9.17	6.389	6.875	6.462	6.556	8.53
一般预算	0.4%	3.20	1.36	3.934	2.782	2.628	3.19	3.277	4.258	1.935	3.537	1.547	6.241	0.07
利息净额	13.1%	89.38	92.88	74.165	80.772	81.816	79.378	80.309	38.267	80.184	80.809	81.135	87.096	84.74
未分配抵销收入	-2.2%	-9.47	-9.76	-9.174	-10.404	-9.048	-8.785	-43.134	-11.59	-10.236	-9.809	-8.748	-9.704	-10.65

【宏观】中国经济：关注高频数据

◆ 经济结构分化：4月数据整体面临外部压力，但关税缓和下，存在新一轮“抢出口”的可能。

增量的贡献（2024 年对实际GDP同比		指标名称	单位	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06
		GDP:不变价:当季同比	%			5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	4.6	4.6	4.0	4.7
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	6.0	6.4	5.7	2.2	6.0	5.9	5.4	5.3	4.3	4.6	4.0	3.5
		进口金额:累计同比	%	-4.9	-5.2	-7.0	-8.4	-16.5	1.1	1.1	1.7	2.2	2.4	2.8	2.1
投资	25.2%	固投:累计同比	%	N/A	4.0	4.2	4.1		3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9
		地产投资:累计同比	%	N/A	-10.3	-9.9	-9.8		-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1
		制造业投资:累计同比	%	N/A	8.8	9.1	9.0		9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5
		基建投资:累计同比	%	N/A	10.9	11.5	10.0		9.2	9.4	9.4	9.3	7.9	8.1	7.7
		制造业PMI	%	49.5	49	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	N/A	4.7	4.6	4		3.5	3.5	3.5	3.3	3.4	3.5	3.7
		服务业PMI	%	50.2	50.1	50.3	50	50.3	52	50.1	50.1	49.9	50.2	50	50.2
		城镇调查失业率（色阶相反）	%	N/A	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0
通胀		CPI:当月同比	%	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2
金融		社会融资规模存量:同比	%	N/A	8.7	8.4	8.2	8	8	7.8	7.8	8	8.1	8.2	8.1
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	N/A	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8	8.1	8.5	8.7	8.8

中国经济热力图

【宏观】：5月进出口

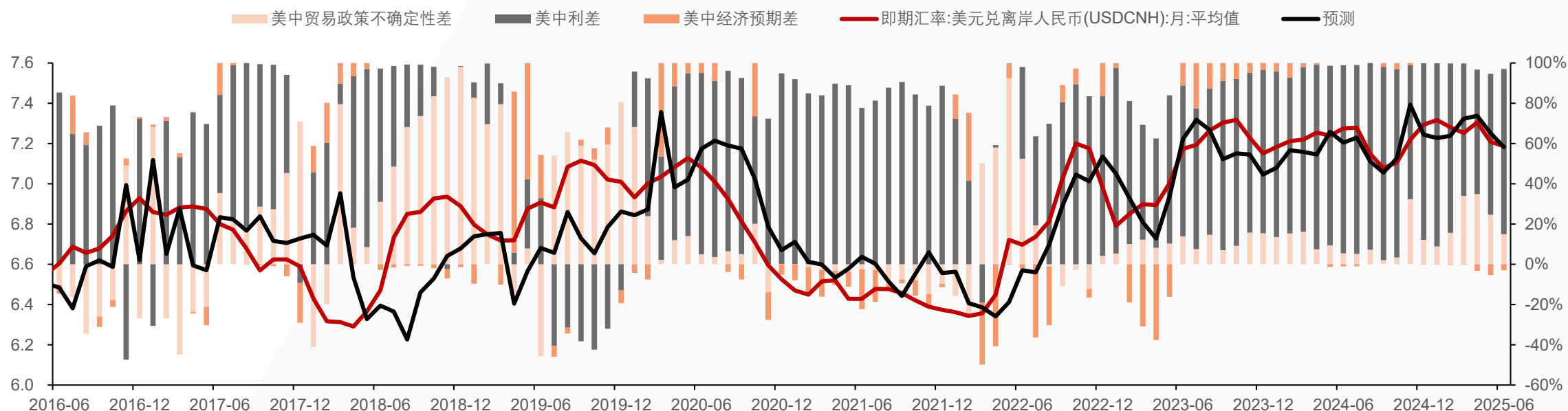
◆ 金融数据超预期：美国出口-34.5%，东盟、印度、南非分别14.82%、15.1%、14.4%；劳动密集型产品增速继续下降，集成电路、汽车出口具备韧性。

								出口商品数量累计同比		2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11
农产品	农产品 (*)									3.5	5	5.7	3	4.1	3.3
	水产品									12.9	14.3	15.6	11.9	12.6	11.6
	粮食									38.9	31.3	20.3	0.7	-13.7	-9.9
	肥料									33.1	37.5	44.5	56	2	0.4
劳动密集型	塑料制品 (*)									-2	-2.1	-2.6	-8.3	5.4	5.6
	箱包及类似容器									7.3	9.5	9.7	2.3	9.6	9.2
	纺织纱线、织物及其制品 (*)									2.5	3.8	4	-2	5.7	4.6
	服装及衣着附件 (*)									-0.5	-1.5	-1.9	-6.9	0.3	-0.2
制造业+机电	鞋靴									0.8	1.1	-0.7	-6.7	3.3	3
	玩具 (*)									-4.5	-5.4	-5.3	-11.1	-1.7	-1.5
	船舶									26.6	33.1	19.3	-0.7	25.1	22.9
	通用机械设备 (*)									8.2	8.9	6.2	-2	14.3	12.9
汽车	机电产品 (*)									8.1	8.3	7.6	4.2	7.5	7
	汽车(包括底盘)									16.8	15.2	16.6	16.8	22.8	22.6
电子	手机									-7.7	-7.1	-7.5	-11.7	1.5	2.7
	音视频设备及其零件 (*)									4.9	6	3.7	-1	4.6	4.7
	集成电路									19.5	20	22	20.1	11.6	11.4
	液晶平板显示模组									10.3	10.4				
地产后周期	陶瓷产品									2.6	3.1	-0.8	-10.1	2.8	3.1
	家用电器									6.1	9.8	13.1	9.4	20.8	21.3
	家具及其零件 (*)									-8.1	-7.8	-8	-15.5	5.8	6.2
贱金属	钢材									8.9	8.2	6.3	6.7	22.7	22.6
	未锻轧铝及铝材									-5.1	-5.7	-7.6	-11	17.4	18.8
其他	中药材及中式成药									0	-1.4	0.8	1.4	-3.3	-4.8
	稀土									2.3	5.1	5.1	-3	6	6.6
	成品油									-11.7	-10	-15.9	-18.1	-7.2	-6.3
	高新技术产品 (*)									6.1	6.4	6.3	5.4	4.8	4.9
	医疗仪器及器械 (*)									6	6.9	6.4	4.4	7.1	6.2
发达国家和地区	美国	28819	-34.52	-9.7	11.95%	-7.2	-0.76%								
	欧盟	49502	12.02	6.4	14.70%	1.5	0.26%								
	日本	13076	6.16	4.4	4.33%	0.4	-0.05%								
	加拿大	4718	20.34	8.7	1.33%	3.1	0.04%								
	韩国	12637	-1.17	-1.3	3.96%	0	0.01%								
新兴市场国家出口	东盟	58374	14.84	12.2	17.82%	0.7	0.17%								
	印度	11134	12.48	15.1	3.64%	-0.7	-0.03%								
	巴西	6448	-7.12	-2.1	1.88%	-1.6	0.04%								
	俄罗斯	8101	-10.84	-6.6	2.62%	-1.3	-0.02%								
	南非	2063	14.44	2.6	0.57%	3.3	0.02%								

【总体观点】美元兑人民币预计维持区间震荡

- ◆ **现状：1) 经济预期差中性：**美国5月非农超预期、通胀仍具不确定性，短期内支撑美元；中国CPI与PPI走弱，内需恢复节奏偏缓，但出口保持韧性，人民币基本面虽承压但仍具支撑点；**2) 中美利差中性：**美债收益率回升、降息路径不明，LPR维持低位，利差扰动汇率预期；**3) 贸易政策不确定性中性：**中美重启谈判并延续既有协议，市场反应理性，人民币阶段性升值显示对关税扰动反应有限。
- ◆ **展望：**人民币短期维持震荡偏稳，美元受通胀预期扰动走弱，市场情绪仍偏谨慎。在外部信号未明前，建议维持中性偏灵活配置，关注中美政策动向。

人民币汇率拟合模型



- ◆ 基差波动范围：从2020年07月至今的历史来看（近5年），期货主力升贴水的范围在-1100 到1200。

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）

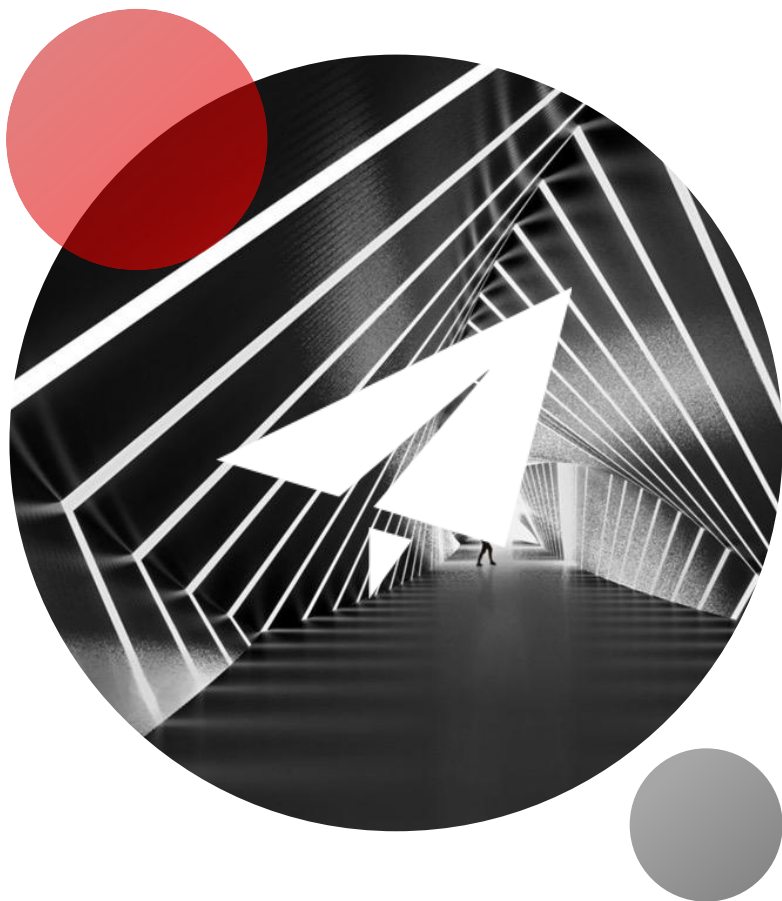


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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