



关税风险减弱，资产价格迎来“喘息”之机

一大类资产配置月报第46期：2025年5月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com
分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com

核心结论：关税风险缓释，美股与国际大宗品价格有望反弹

大类	项目	投资建议	较上期变化	本期：2025-4-25至2025-5-30		上期：2025-3-28至2025-4-25	指数变动	涨跌
				核心观点与逻辑支撑				
股指	上证指数	震荡	→	关税存在缓和迹象同时伴有不确定性，对市场风险偏好冲击减弱，国内政策储备充足视冲击程度而发力，预计维持震荡。		3351.31-->3295.06	-1.68%	
	创业板指	震荡下行	→			2128.21-->1947.19	-8.51%	
	成长(风格.中信)	震荡下行	→			6313.25-->5897.66	-6.58%	
	周期(风格.中信)	震荡	↓	经济基本面边际有所弱化、国内流动性以结构性工具维持合理充裕，但政策端存在加码托底消费的可能性，因而短期内		4742.41-->4527.62	-4.53%	
	金融(风格.中信)	震荡上行	→	建议优先配置金融风格。		8129.33-->8032.01	-1.20%	
债券	消费(风格.中信)	震荡	→			10125.32-->9897.51	-2.25%	
	NASDAQ指数	震荡上行	↑↑	特朗普对关税立场弱化，美股有望引来阶段性反弹。		17322.99-->17382.94	0.35%	
	DJI平均指数	震荡上行	↑			41583.9-->40113.5	-3.54%	
	1Y国债到期收益率 (%)	震荡下行	↓	降息条件较此前明确，但概率不高。长端震荡、短端可能在		1.528-->1.45	-8BP	
大宗商品	10Y国债到期收益率 (%)	震荡	→	降准或结构性降息下有所回落，期限利差5月存扩大可能。		1.813-->1.661	-15BP	
	2Y美债收益率 (%)	震荡下行	↓	关税风险缓释，且美联储降息概率有所上升，实际利率负期		3.89-->3.74	-15BP	
	10Y美债收益率 (%)	震荡下行	↓↓	限利差有望延续小幅收窄，但主要反映在短端利率下降。		4.27-->4.29	2BP	
	布伦特原油 (美元/桶)	震荡	→	在90天暂缓期内关税进一步抬升的风险有所缓解，有望推动		69.36-->63.02	-9.14%	
汇率	COMEX铜 (美元/磅)	震荡上行	↑↑	全球大宗商品价格回升，同时因风险因素缓释黄金价格上行		5.094-->4.829	-5.20%	
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡	↓	可能放缓。但地缘政治风险仍未解除，黄金中长期仍有上行		3090-->3272.2	5.90%	
	南华工业品指数	震荡下行	↓	空间。因而，5月建议超配铜，标配黄金、原油。		3761.81-->3539.28	-5.92%	
	南华螺纹钢指数	震荡下行	→	4月末中央政治局会议延续积极的政策基调，有望加快财政		1130.29-->1071.83	-5.17%	
农产品	南华农产品指数	震荡	→	支出节奏。但考虑到基建项目实物工作量和地产新开工尚未		1076.44-->1087.74	1.05%	
	南华玻璃指数	震荡下行	→	出现明显改善，建议相对低配地产链条下的螺纹钢和玻璃，		1432.09-->1325.98	-7.41%	
	美元指数	震荡上行	→	超配需求相对稳定的农产品。		104.03-->99.58	-4.28%	
	美元兑人民币	震荡下行	↓↓			7.26-->7.28	0.27%	

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。

配置建议：超配关税风险缓释后的美股、国际大宗商品

1

美方对关税立场有所弱化，美联储“按兵不动”

2

政治局会议延续积极定调，充分备足预案

3

国内经济基本面边际走弱

本期：2025-4-25至2025-5-30			大类	项目	本期：2025-4-25至2025-5-30		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
√	√	√	国内股指	上证指数		√	
				创业板指			√
				成长(风格.中信)			√
				周期(风格.中信)		√	
				金融(风格.中信)	√		
				消费(风格.中信)		√	
√			美股股指	NASDAQ指数	√		
				DJI平均指数	√		
√			国债	1Y国债到期收益率 (%)	√		
				10Y国债到期收益率 (%)		√	
√			美债	2Y美债收益率 (%)	√		
				10Y美债收益率 (%)		√	
√			国际大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)		√	
				COMEX铜 (美元/磅)	√		
				COMEX黄金 (美元/盎司)		√	
√			国内大宗商品	南华工业品指数			√
				南华螺纹钢指数			√
				南华农产品指数		√	
				南华玻璃指数			√
√			汇率	美元指数	√		
				美元兑人民币		√	

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

目录

1 配置逻辑：关税风险冲击渐弱

2 权益：谨慎乐观，警惕不确定性

3 利率：短端下行空间优于长端

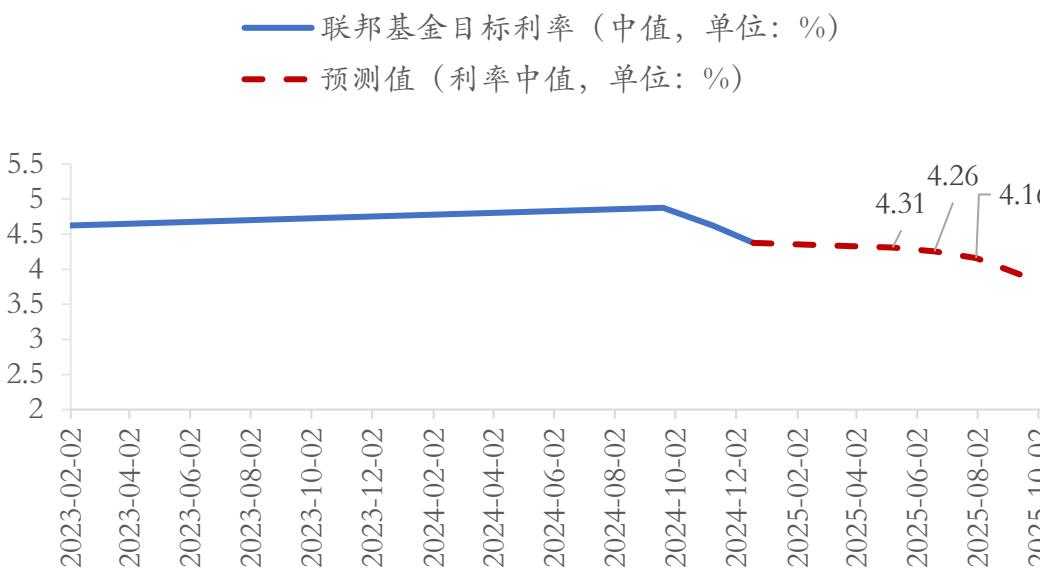
4 大宗：关税风险缓释，但仍拖累需求

5 汇率：关税立场弱化，“修复”美元信用

美国加征关税风险有缓和迹象，5月预计美联储继续“按兵不动”

- 美国加征关税风险有缓和迹象但不确定性仍存。4月10日，美国宣布了90天关税“暂停期”并与主要贸易伙伴开展谈判，4月22日，美国总统特朗普、美国财长贝特森对中国商品关税立场有所松动。但考虑到白宫副新闻秘书库什·德赛表示“关税的决定将直接由总统作出”，结合特朗普本次就职后政策制定波动较大，因而关税风险的不确定性仍存。
- 5月预计美联储继续“按兵不动”，降息仍需更多数据提供支撑。近期，美国总统特朗普对美联储主席鲍威尔频频就降息进行施压，但参考2018-2019年特朗普上一任期对美联储施压的情况看，并不会对美联储货币政策路径产生显著影响，美联储大概率在其政策框架内独立决策。结合4月公布的美国经济数据来看，一方面美国就业市场尚未出现明显走弱迹象，另一方面后续关税对通胀的冲击将逐步显现。因而，预计5月美联储议息会议“按兵不动”，需待关税谈判及其影响逐步明朗后。

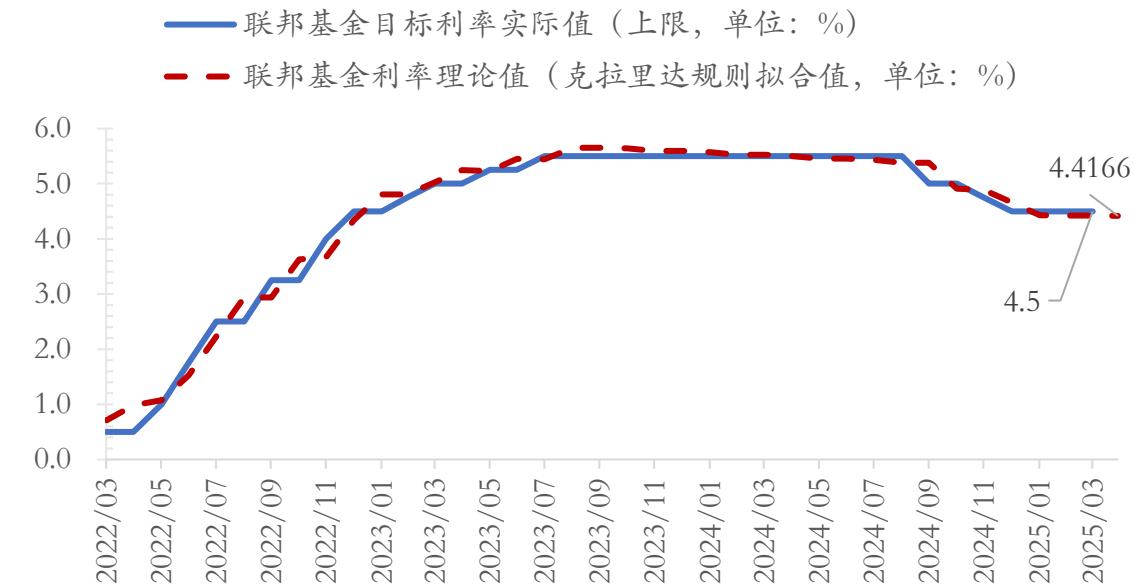
美联储利率观测器显示市场押注美联储6月重启降息



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。

注：预测值=100-期货价格。更新日期：4月25日。

克拉里达规则下，当前理论利率指引偏向于不降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

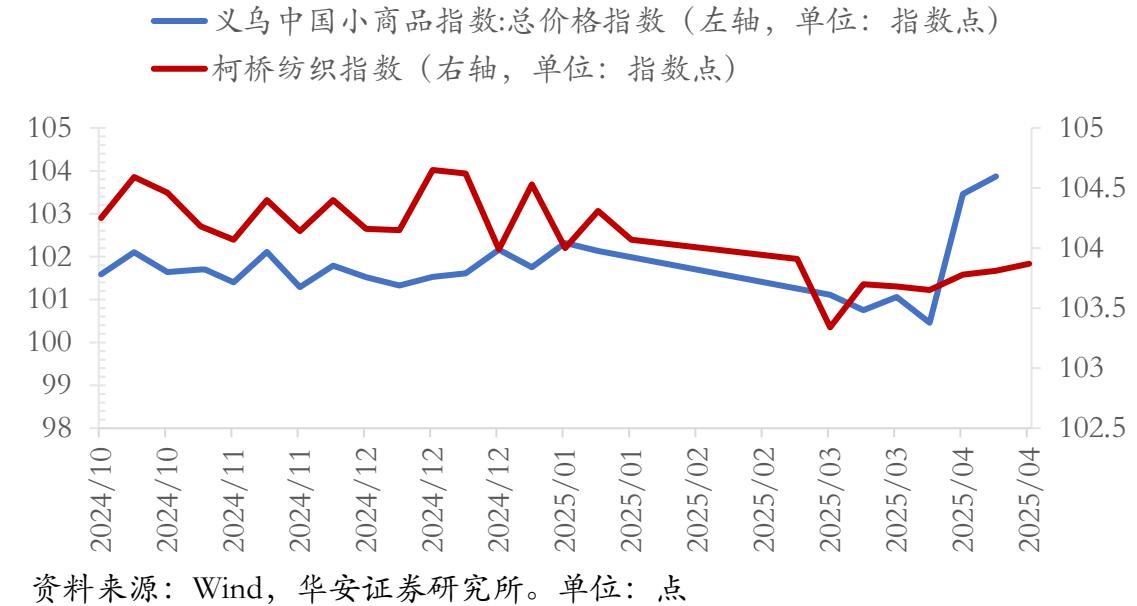
内需在政策支撑下对冲出口边际走弱影响

- 内需在政策支撑下对冲出口边际走弱影响，但仍需密切关注“失速”风险。4月已公布的高频数据显示基本面依然缺乏修复内生动能，经济出口边际走弱影响逐步显现、小幅拖累生产端，服务消费、二三线地产销售放缓态势明显，商品消费在政策支撑下维持较高增速、对冲出口边际走弱的影响。预计4月社零同比增长5.2%左右，固定资产投资累计同比增长4.1%，其中制造业投资累计同比9.0%、基建投资增速5.7%、地产投资增速-10.2%，出口同比3.6%；4月CPI同比-0.3%、PPI同比-3%。
- 政策继续支撑大宗商品消费，但服务类仍需政策发力。4月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.90万辆和4.43万辆，同比分别增长13.79%和11.41%，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高，好于3月的3.13%和7.77%，继续支撑社零增速。商品价格温和改善，义乌小商品价格指数从100.8升至103.9，柯桥纺织指数从103.7小幅回升至103.9。可选服务类消费并无改善迹象：4月电影票房周均收入较去年同期大幅下跌56.9%，放映场次同比下降25.4%。目前来看，政策支持的商品消费有望在消费量上维持较高增速，考虑到近期价格因素有所改善，社零数据有望维持在5%左右，但服务类消费依然偏弱、有待政策发力提振。

乘用车批发与零售同比增速4月有所反弹



4月小商品价格与纺织价格有所回升



目录

1 配置逻辑：关税风险冲击渐弱

2 权益：谨慎乐观，警惕不确定性

3 利率：短端下行空间优于长端

4 大宗：关税风险缓释，但仍拖累需求

5 汇率：关税立场弱化，“修复”美元信用

2.1 国内权益：持盈保泰

- 我们在5月策略月报《持盈保泰》（2025-04-27）中指出，关税存在缓和迹象同时伴有不确定性，但对市场风险偏好冲击减弱，关税加征对出口的冲击尚未兑现、但国内政策储备充足将视冲击程度而发力对冲，市场整体维持震荡，若政策落地时效超预期则可以乐观一些。配置上建议进行“哑铃型”策略，一端稳健红利如银行、保险，另一端成长科技如电子、计算机、传媒、通信，消费行业经过充分轮动后行情近尾声。
- 从因子分析角度来看，经济基本面边际有所弱化、国内流动性以结构性工具维持合理充裕，但政策端存在加码托底消费的可能性，因而短期内建议优先配置金融风格，追求弹性配置成长风格。

上证指数仍相对占优，金融风格压力偏小

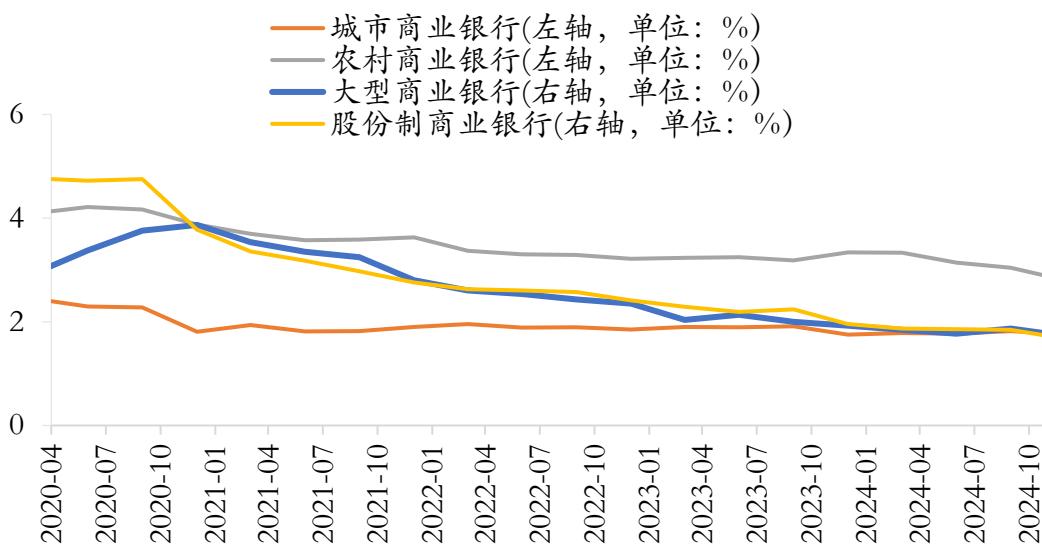
变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	-0.09	-0.40	-0.67	-0.68	-0.39	-0.70	-0.78
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	-0.05	-0.22	-0.57	-0.57	-0.26	-0.33	-0.41
短端利率变动 (2Y美债)	-0.17	0.58	1.43	0.88	0.29	0.91	0.64
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.18	0.15	0.32	0.38	0.43	0.11	0.16
M2同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
社融同比差值变动	0.20	-0.13	-0.54	-0.29	-0.26	-0.32	-0.02
新发基金规模 (自然对数)	6.21	-2.06	-5.85	-5.91	-2.38	-3.02	-4.13
合计		-2.08	-5.87	-6.19	-2.56	-3.35	-4.54

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

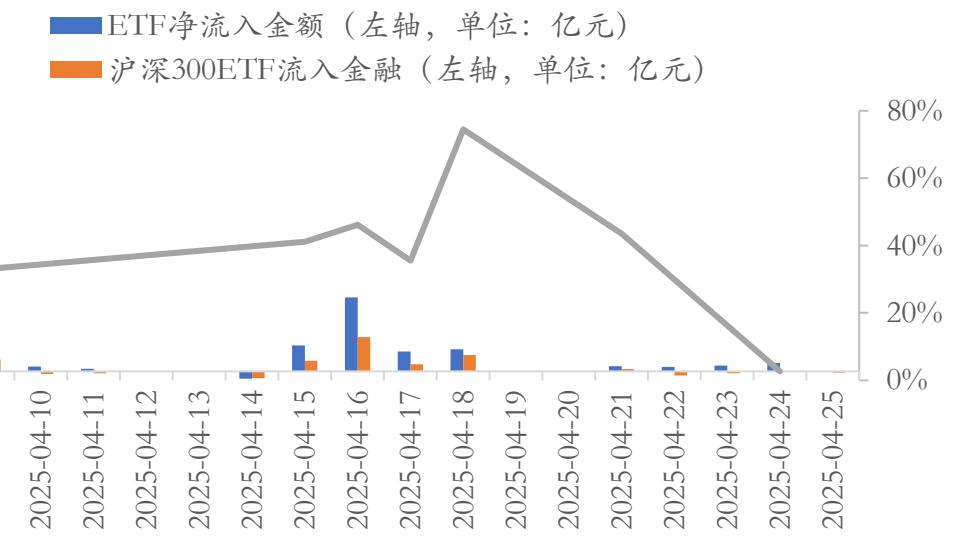
2.1 国内权益 (1) : 短期稳健型配置需求增加的银行保险

- **银行:** 贷款利率持续未调降、存款利率下调, 净息差压力阶段性缓解; 资金快速流入被动指数型基金的背景下, 银行作为权重最大的板块将继续得到有力支撑。银行业绩具有相对更高的确定性和稳定性, 政策利好下信用修复、净息差压力缓解。财政注资后核心资本再迎提升。同时, 稳市措施下资金快速流入被动指数基金, 银行作为权重板块再获大幅加持。
- **保险:** 政策引导行业格局优化, “炒停售”有望出现阶段性催化, 同时中长期资金持续将和股市形成良性循环, 带动业绩改善。保险业监管规范措施持续出台, 推动行业竞争格局优化, 同时调整万能险最低保障了、禁止开发五年期以下的万能险或再次推动“炒停售”催化下的阶段性行情。

银行贷款不良率持续下降



资金快速流入沪深300ETF



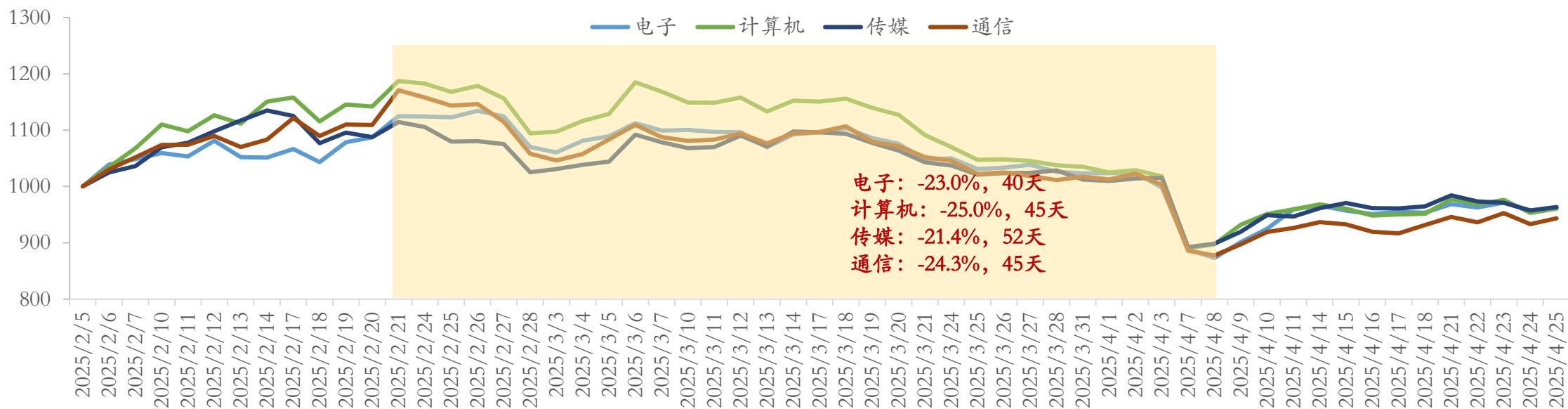
资料来源: Wind, 华安证券研究所。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2.1 国内权益 (2) : 深度回调后再迎政策催化的成长科技

➤ 政府高度重视人工智能，相关扶持政策将加速出台，“自主可控”主题有望持续发酵。4月25日，中共中央召开政治局会议，其中重点提及“人工智能+”，强调“持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的‘科技板’，加快实施‘人工智能+’行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。”同时习近平主席在4月25日下午就加强人工智能发展和监管进行中共中央政治局第二十次集体学习时强调，“党中央高度重视人工智能发展”，“要持续加强基础研究、集中力量攻克高端芯片、基础软件等核心技术，构建自主可控、协同运行的人工智能基础软件系统”。①电子、通信：“两新”全年将持续推进，电子板块业绩底部有支撑；在自主可控以及政策高度重视背景下，上游算力基建国产化以及建设进程将加快，通信等强相关板块有望得到催化。整体而言电子机会大于泛TMT其余板块。②计算机、传媒：AI工程优化、综合应用开发加速，成本持续降低后端侧应用落地概率进一步加大，计算机、传媒有望在相关催化下展现出更高弹性。

泛TMT继续下跌的空间有限



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：标准化处理，以2月5日收盘价为1000点

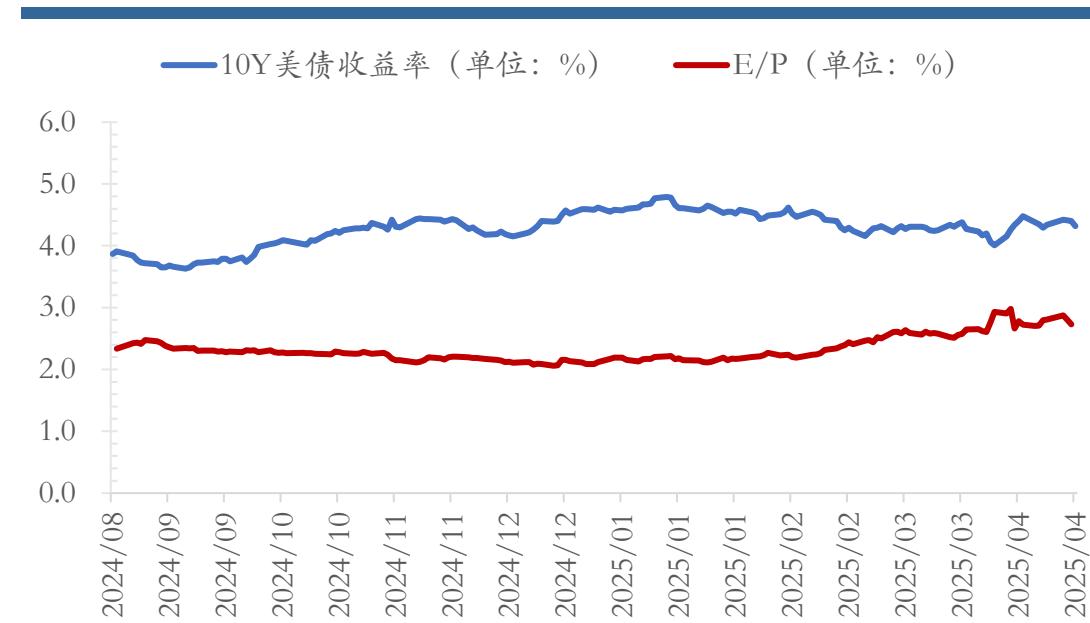
2.2 美股：特朗普对关税立场弱化，美股有望引来阶段性反弹

➤ 特朗普对关税立场弱化，美股有望引来阶段性反弹。4月2日美国宣布对等关税方案严厉程度超市场预期，但4月10日，美国总统特朗普对大部分贸易伙伴提供90天暂缓关税落地的谈判期，90天内将只执行10%的关税税率，同时市场较为关注的对华关税立场有所弱化。短期来看，随着关税风险边际上缓释，叠加美联储降息概率有所回升，利好因素累积，美股有望迎来阶段性反弹。

短端利率下行相对利好纳指

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动 (2Y美债)	-0.17	0.52	0.05
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.18	-0.03	0.10
失业率 (季调) 变动	0.10	0.07	0.03
美国CPI环比	0.20	0.25	-0.07
美国PPI环比	-0.40	1.23	0.77
合计	2.04	0.88	

股息率与10Y美债收益率缺口基本持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

目 录

1 配置逻辑：关税风险冲击渐弱

2 权益：谨慎乐观，警惕不确定性

3 利率：短端下行空间优于长端

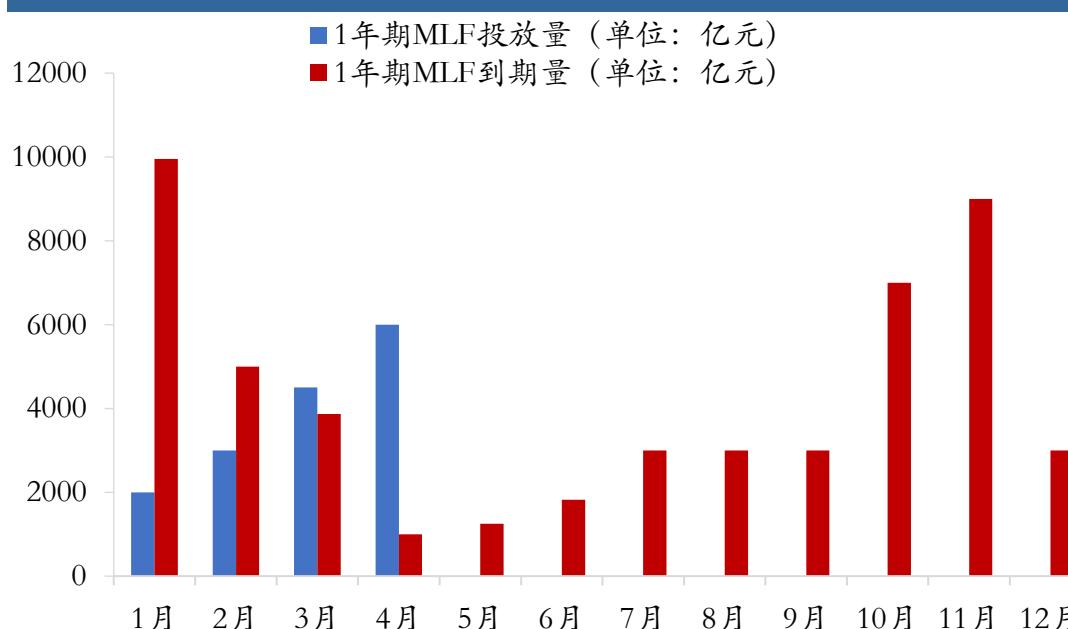
4 大宗：关税风险缓释，但仍拖累需求

5 汇率：关税立场弱化，“修复”美元信用

3.1 国内债券：降息条件较此前明确，但概率依然不高

➤ 降息条件较此前明确，但概率依然不高。一方面，4月14日央行主管《金融时报》对降准降息时点条件做了进一步解释，一是中国宏观经济形势出现某种不利变化，二是扩张性财政政策产生的加息压力，三是当资本市场遭受某种冲击暴跌，而4月特别国债即将发行推升降息概率。另一方面，近期已有部分银行开始下调存款利率，参照过去两年的经验，或表明降息概率也略微提升。4月政治局会议延续了“适时降准降息”的表述，相对弱于选择合适时机“降准降息”，降准概率依然大于降息。

4月1年期MLF超额续作，5月MLF到期压力小



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007回落，短端资金压力缓解

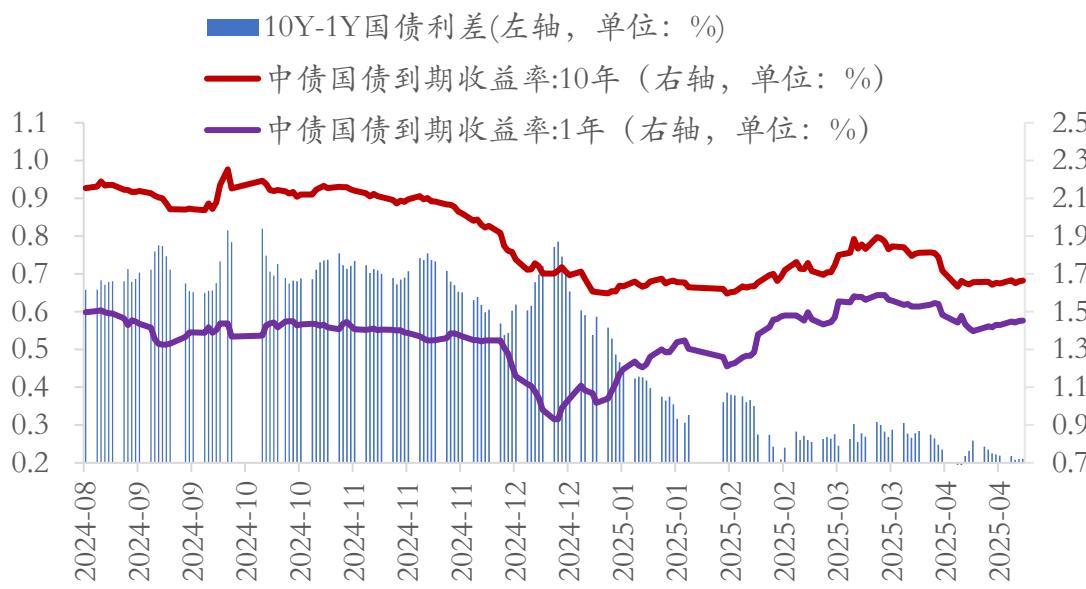


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.1 国内债券：期限利差维持低位，但短端利率存在下行空间

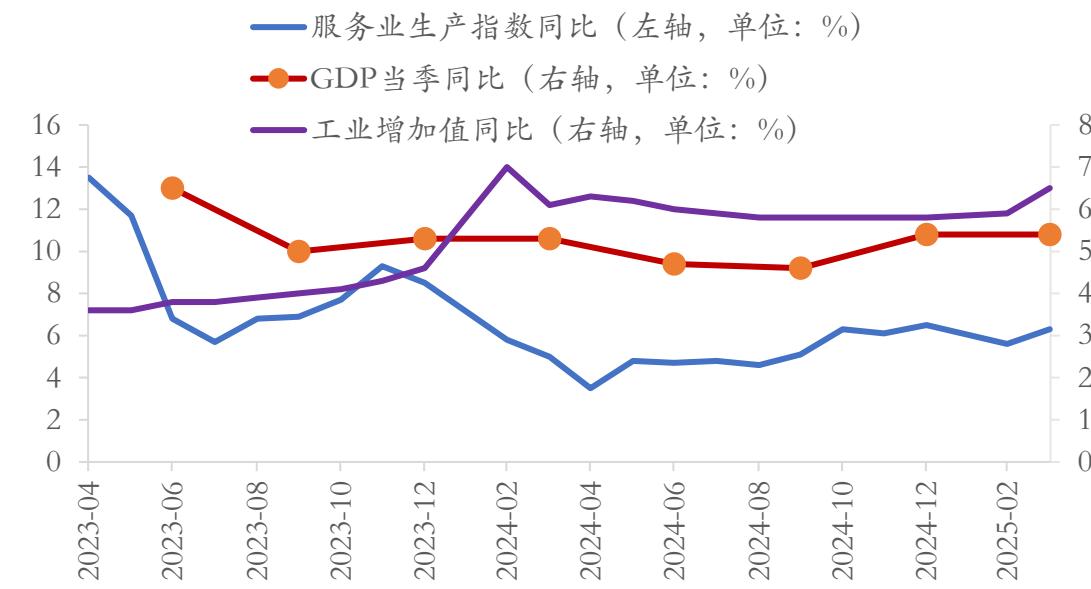
- 期限利差维持低位，但短端利率存在下行空间。自2025年以来降息预期持续落空，汇率压力下央行稳定长端利率诉求较强。4月中央政治局会议公报指出，货币政策依然围绕结构性工具发力，强调“适时降准降息，保持流动性充裕”。具体举措上提出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”，其中比较明确的方向为“设立服务消费与养老再贷款”。因而，全面降息概率不大的情况下，央行维持流动性合理充裕则短端利率下行空间更大。
- 长端震荡、短端可能在降准或结构性降息下有所回落，期限利差5月存扩大可能。

短端利率偏高，期限利差维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

宏观经济数据Q1的GDP增速与去年Q4持平

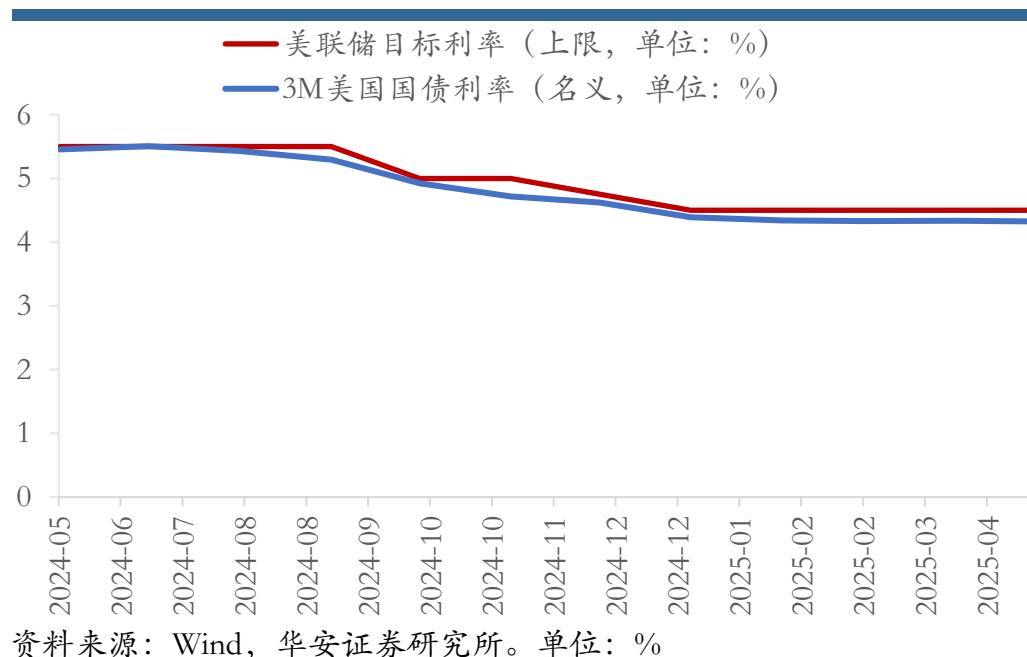


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。

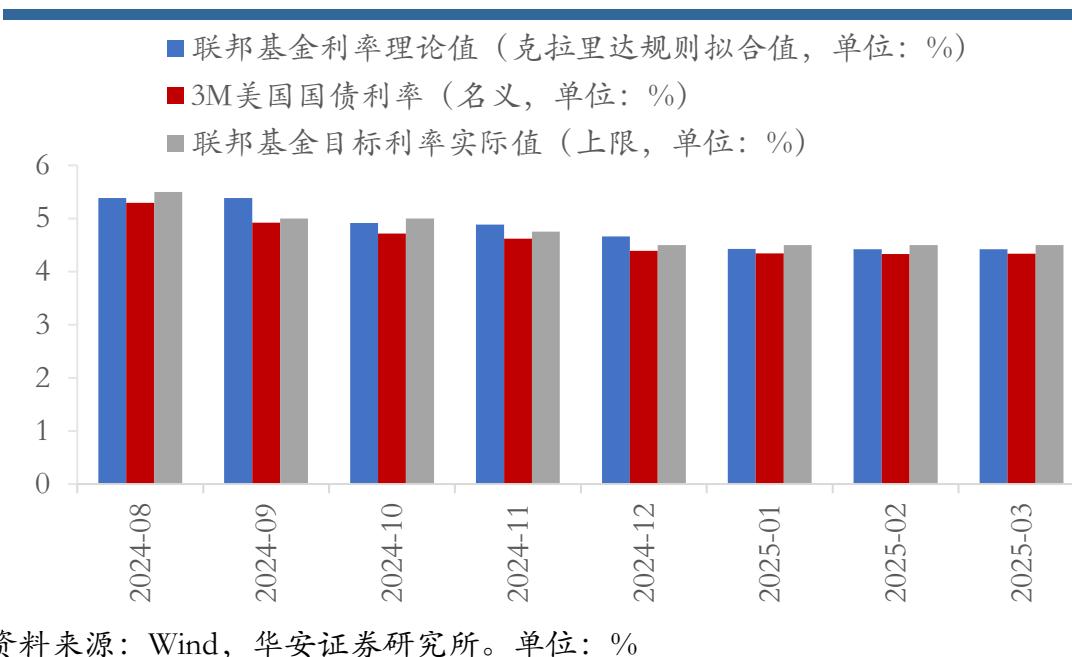
3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）有望逐步下行

- 降息概率回升，短端利率下行空间大于长端。根据伯克南三因素框架判断，5月美债利率走势可能逐步转向6月、7月降息可能性博弈。①美联储6月降息概率大增，短期实际利率在5月中旬开始有望逐步回落。②“对等关税”落地后，通胀与美元信用风险下降依然推升长端利率上行压力。③原油价格波动较大，但内含通胀预期影响有限。
- 美债：短期实际利率（3M名义）有望逐步下行。考虑到美联储6月降息概率大幅提升，短期实际利率在5月议息会议后有望逐步开启下行。

美联储“按兵不动”概率较大，短期实际利率持平



短期实际利率与理论利率指引变化不大



3.2.2 美债：实际利率负期限利差可能延续小幅缩小

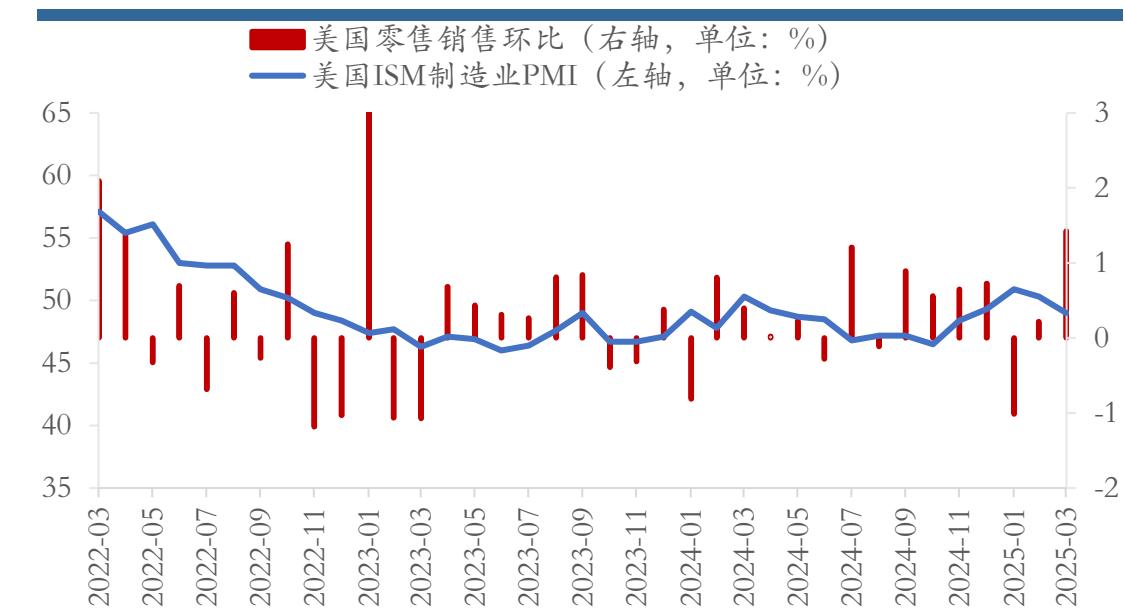
➤ 美债：实际利率负期限利差可能延续小幅缩小。美国经济分析局预计美国三季度衰退概率略有抬升，美国经济放缓风险仍未解除。3月美国ISM-PMI小幅回落至49%，也表明近期美国经济增速放缓压力有所增加。但3月美国零售销售环比大幅增长1.4%，考虑到关税风险缓释，且美联储降息概率有所上升，实际利率负期限利差有望延续小幅收窄，但主要反映在短端利率下降。

美国经济衰退概率小幅抬升



资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

美国零售销售环比反弹、PMI小幅下降

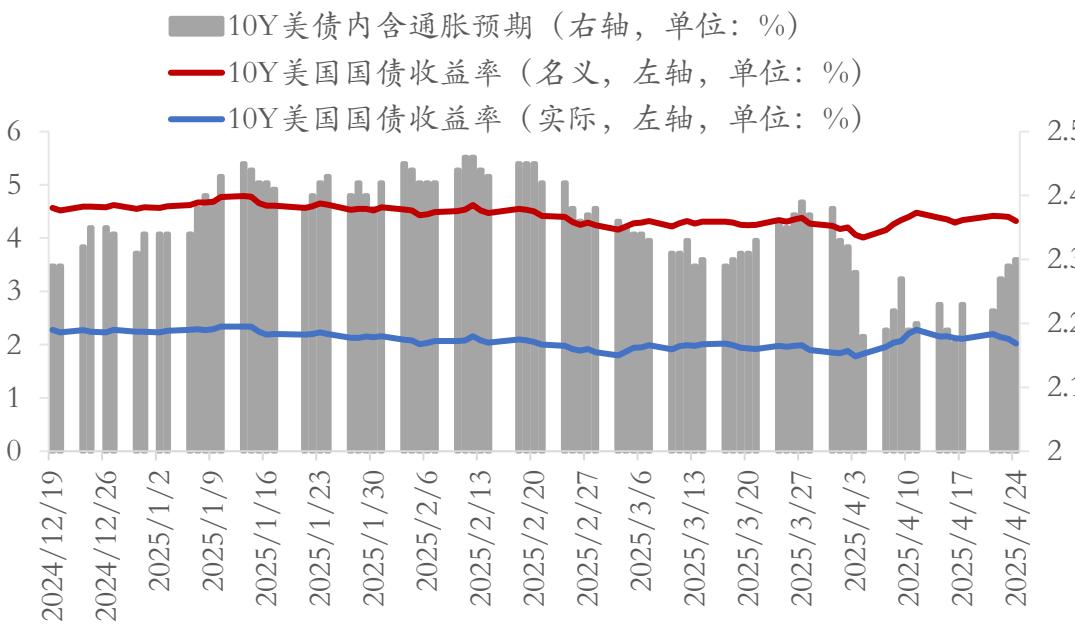


资料来源：Wind, 华安证券研究所。单位：%。

3.2.3 美债：10Y内含通胀预期预计变动有限

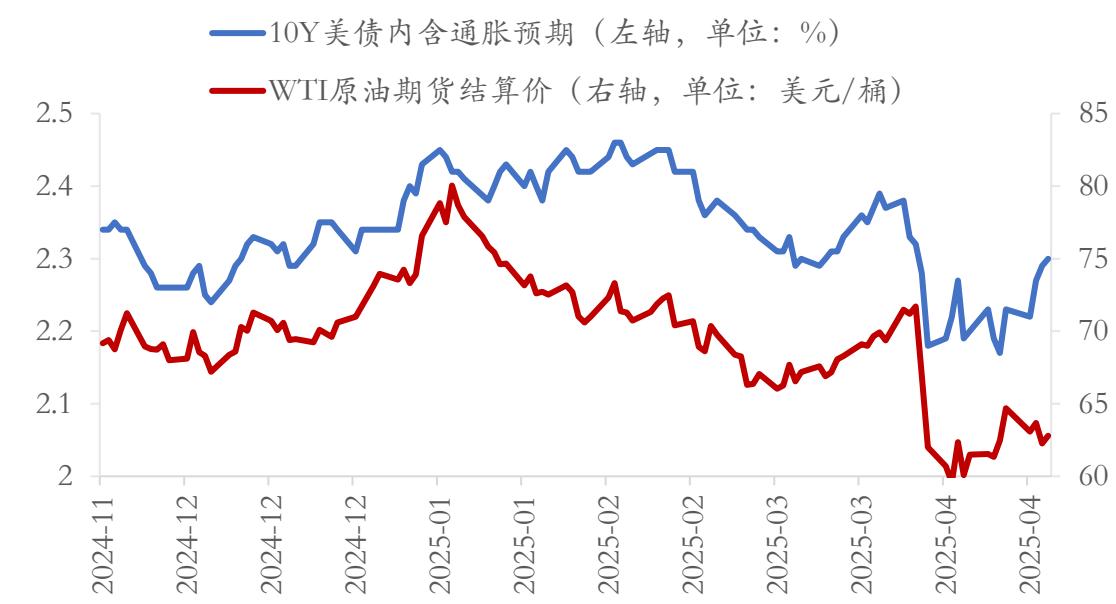
- 美债：10Y内含通胀预期变动有限，但整体可能偏下行。当前10Y内含通胀预期维持在2.3%附近，WTI原油价格低位企稳推动通胀预期企稳。但油价再度上行概率较小，难以再对通胀预期形成明显拉动。2025年4月克利夫兰联储5年通胀预期为2.39%，较上月有所回升。在通胀走势分歧和美联储对关税冲击为“暂时性”的分歧下，预计10Y内含通胀预期变动相对有限。

内含通胀预期整体变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

油价与内含通胀预期维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。

目录

- 1 配置逻辑：关税风险冲击渐弱
- 2 权益：谨慎乐观，警惕不确定性
- 3 利率：短端下行空间优于长端
- 4 大宗：关税风险缓释，但仍拖累需求
- 5 汇率：关税立场弱化，“修复”美元信用

4.1 国际大宗：关税风险缓释，价格仍有修复空间

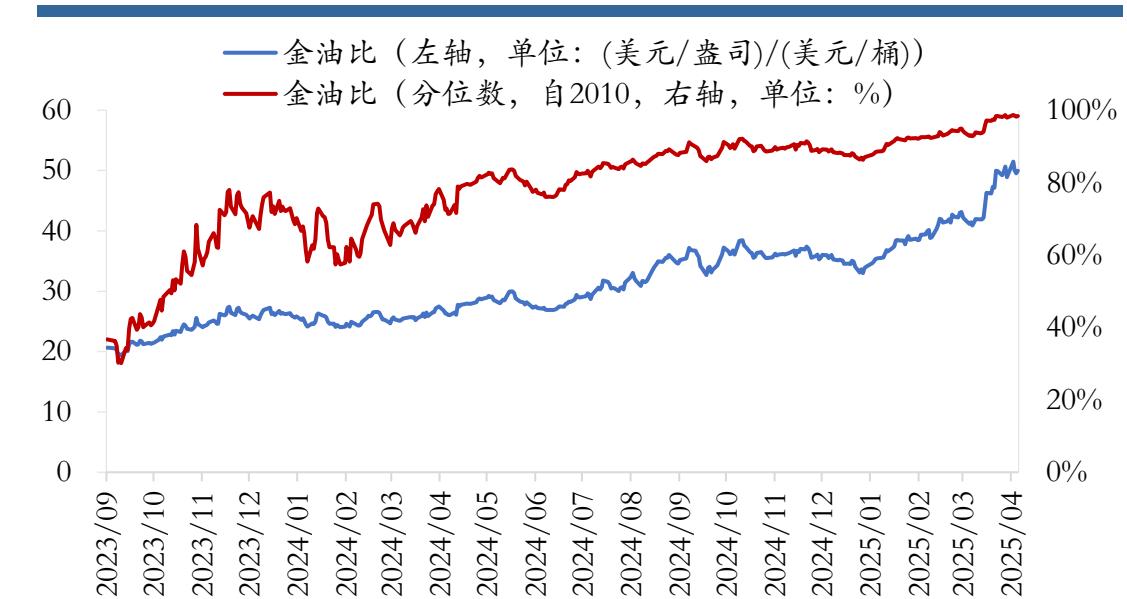
➤ 关税风险缓释，价格仍有修复空间。4月2日美国宣布对等关税方案严厉程度超市场预期，全球需求走弱担忧导致全球大宗商品价格大幅下跌。但4月10日，美国总统特朗普对大部分贸易伙伴提供90天暂缓关税落地的谈判期，90天内将只执行10%的关税税率，推动全球大宗商品价格回升。短期来看，在90天暂缓期内关税进一步抬升的风险有所缓解，有望推动全球大宗商品价格回升，同时因风险因素缓释黄金价格上行可能放缓。但地缘政治风险仍未解除，黄金中长期仍有上行空间。因而，5月建议超配铜，标配黄金、原油。

因子分析看，铜短期内具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	-0.17	-0.81	-0.02	0.72
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	0.18	0.61	0.09	-0.19
美债长期平均实际利率	0.18	-1.94	-0.34	0.24
库存/ETF持仓量变动		1.98	-0.38	0.03
净多头持仓		-0.90	0.01	-2.19
合计		-1.06	-0.64	-1.39

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

地缘政治冲突下，金油比持续攀升

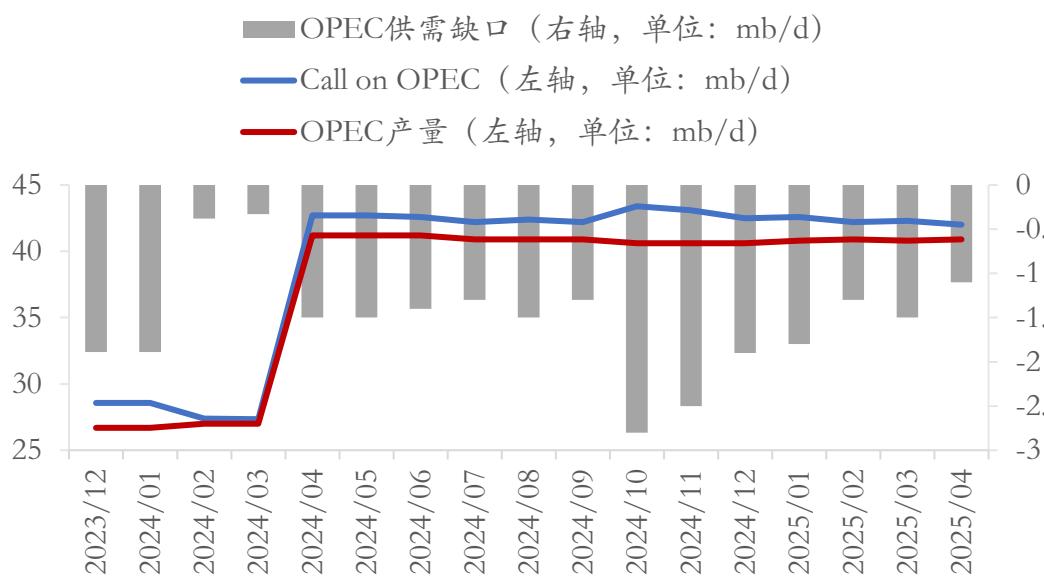


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

4.1 原油：内部分歧阻碍OPEC+减产，油价面临多重掣肘

▶ 原油：内部分歧阻碍OPEC+减产，油价面临多重掣肘。尽管关税风险缓释后，需求担忧也同步缓解。但供给端依然面临严重的过剩风险，一方面美国增产趋势不改，另一方面OPEC+内部存在严重分歧，抑制了价格上行空间。沙特等国提出了新的补偿计划以抵消过度生产，但哈萨克斯坦却无视配额，优先考虑本国产量。从历史上看，如因美国等非OPEC+国家增产导致原油价格跌破60美元/桶等关键水平，可能加剧OPEC+国家内部矛盾，OPEC+国家因争夺市场份额而转向增产，数个OPEC+成员国表示将建议该组织在6月连续第二个月加速增产。这意味着此前经历了多轮推迟的增产计划，可能成为后续矛盾的爆发点。因而，短期看关税风险缓释短暂推动原油价格回升，但油价上行面临多重掣肘。

OPEC+预计其去库能力有所下降



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存基本持平

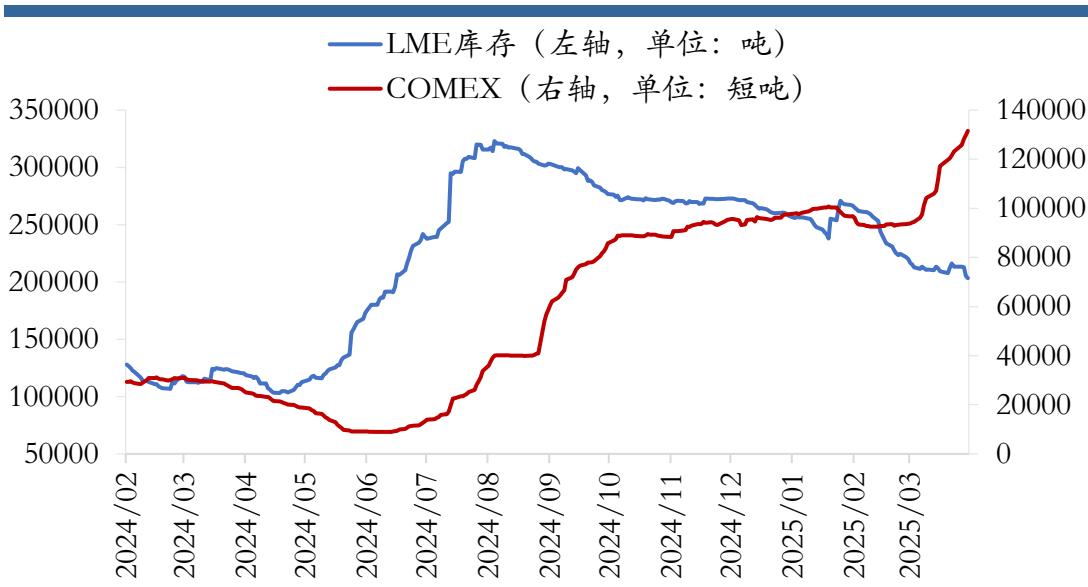


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶

4.1 铜：关税风险阶段性缓释，不确定性可能继续维持补库需求

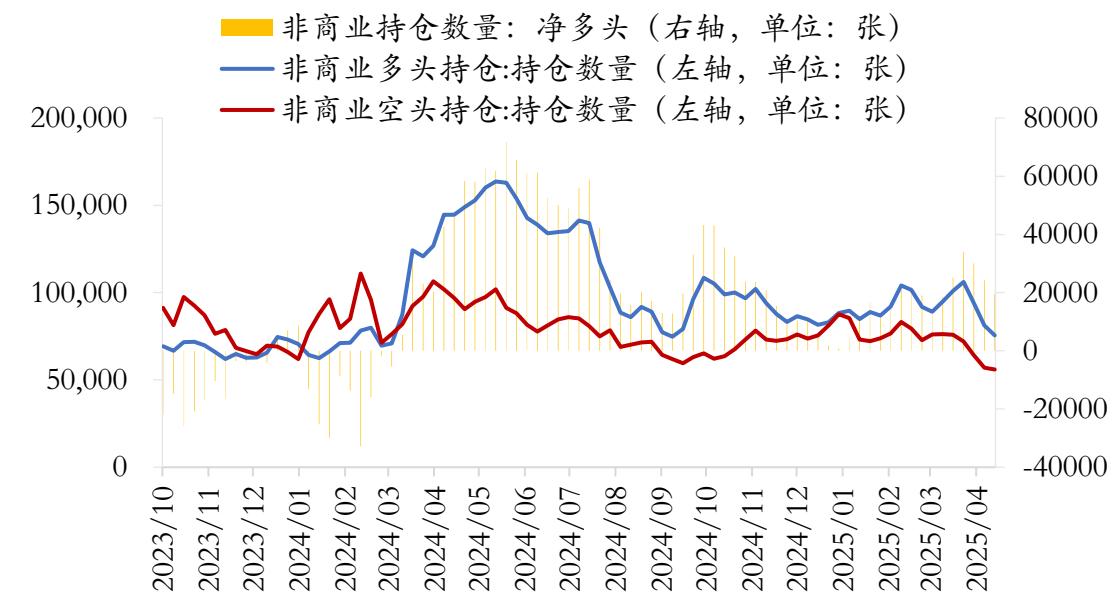
➤ 铜：关税风险阶段性缓释，不确定性可能继续维持补库需求。受美国对铜加征关税的担忧，制造商选择在关税落地前将铜库存转移至美国，加剧非美地区铜库存紧张与供需压力。尽管4月“对等关税”落地，但后续谈判及其不确定性，可能使得铜库存向美国转移以及提前补库需求阶段性维持，从而继续支撑铜价格上涨。因而，5月铜价大概率偏上行。

LME铜库存持续下降，COMEX铜库存继续上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

COMEX铜非商业多头有所下降

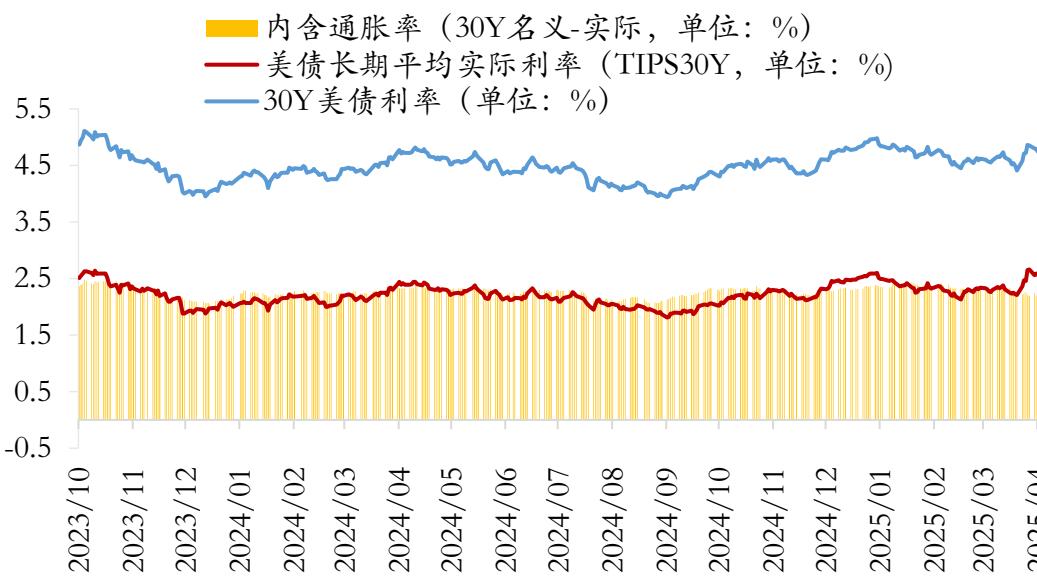


资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.1 黄金：地缘政治风险缓释，但不改金价长期上行

➤ 黄金：地缘政治风险缓释，但不改金价长期上行。随着特朗普正式就职后，加速推出逆全球化举措，市场对美元作为国际结算货币的信心和信用持续弱化，亚洲央行持续购买黄金作为对冲，利好金价上行。随着美国对华关税立场弱化，地缘政治风险有所缓释，叠加此前美方给其他贸易伙伴90天缓冲期，金价上行可能阶段性放缓。但考虑到90天后谈判结果仍有较大的不确定性，且市场较为关注中美双方暂未在谈判上取得明显进展。因而，中长期看，金价仍有进一步上行空间。

美债实际利率整体波动不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量仍在上行通道



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨

4.2 国内大宗：关税对出口拖累逐步显现，关注国内政策发力对冲

有效需求依然偏弱，关税对出口拖累逐步显现，关注国内政策发力对冲。关注国内政策对冲特别是4月中央政治局会议后政策举措。尽管美国总统特朗普表示可能降低对华出口的关税税率，但不确定性仍存，对于国际经贸的严峻形势国内决策层去年就已经做了充分准备。因而，4月末中央政治局会议延续积极的政策基调，有望加快财政支出节奏。我们认为，在外需不确定性走弱的情况下，国内政策发力对冲集中在以下几个方向：①以提高失业保险基金稳岗返还比例、出口转内销等方式对出口企业提供扶持。②继续扩大内需，特别是养老、育儿等服务消费。③稳定房地产市场，加大收储力度。目前来看，考虑到基建项目实物工作量和地产新开工尚未出现明显改善，建议相对低配地产链条下的螺纹钢和玻璃，超配需求相对稳定的农产品。

因子分析显示竣工端如改善，玻璃价格有望获得明显支撑

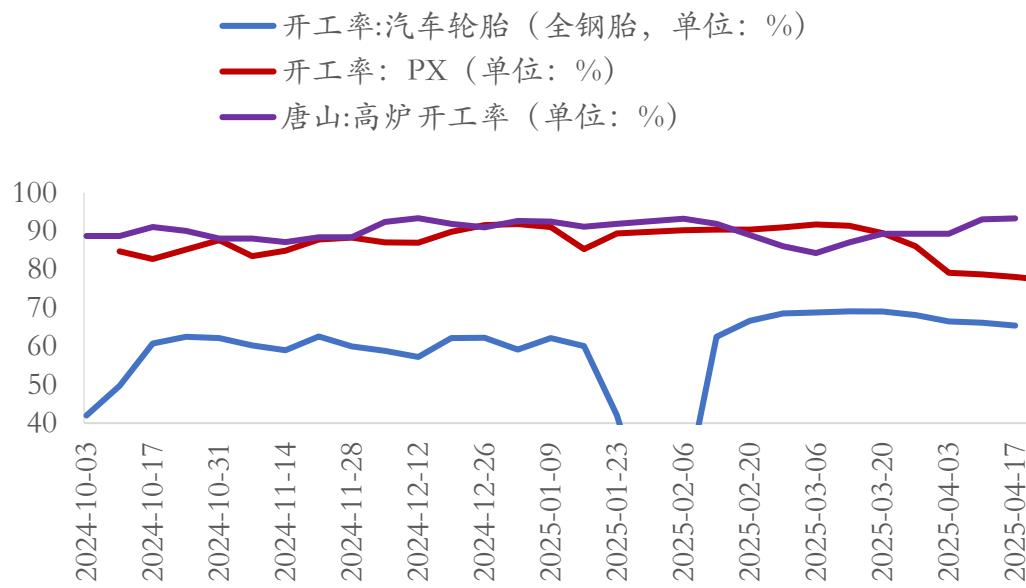
变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动 (1Y国债)	-0.09	0.06	-0.59	0.06	-0.91
长短利差 (10Y-1Y国债)	-0.05	-0.19	0.08	-0.07	-0.30
M2同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
基建投资累计同比变动	0.20	0.09	0.10	0.07	0.30
新开工面积前12个月移动平均同比	-21.38	-1.01	-1.41	-0.98	0.51
竣工面积前12个月移动平均同比	-25.22	4.47	-1.25	0.05	21.43
销售面积前12个月移动平均同比	-7.53	1.43	0.75	1.35	-1.32
合计		4.85	-2.33	0.47	19.72

资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

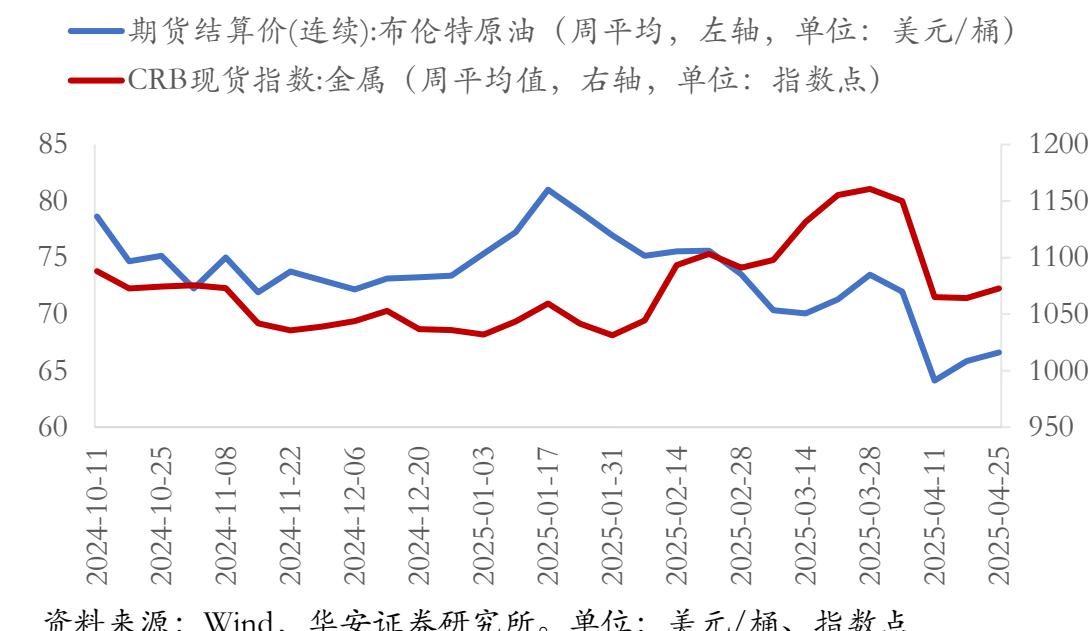
4.2 南华工业品指数：“抢出口”边际继续放缓

➤ 南华工业品指数：“抢出口”边际继续放缓。4月前三周周均集装箱吞吐量为619万标准箱，环比较上月有所改善，同比增速5.06%，较3月增速9.8%明显回落。同时，考虑到4月起美国对华出口商品加征关税逐步落地，“抢出口”边际继续放缓。受出口景气度放缓拖累，生产端有所分化，其中汽车全钢胎开工率回落至66%左右、较上月下降2.8个百分点，油价下行拖累化工产业链推动PX开工率回落至80%下方，仅唐山高炉开工率回升至90%以上。总的看，受“抢出口”边际放缓拖累，生产端有所走弱，可能对工业品价格继续拖累。

开工率分化，PX与钢胎下降，高炉开工率上升



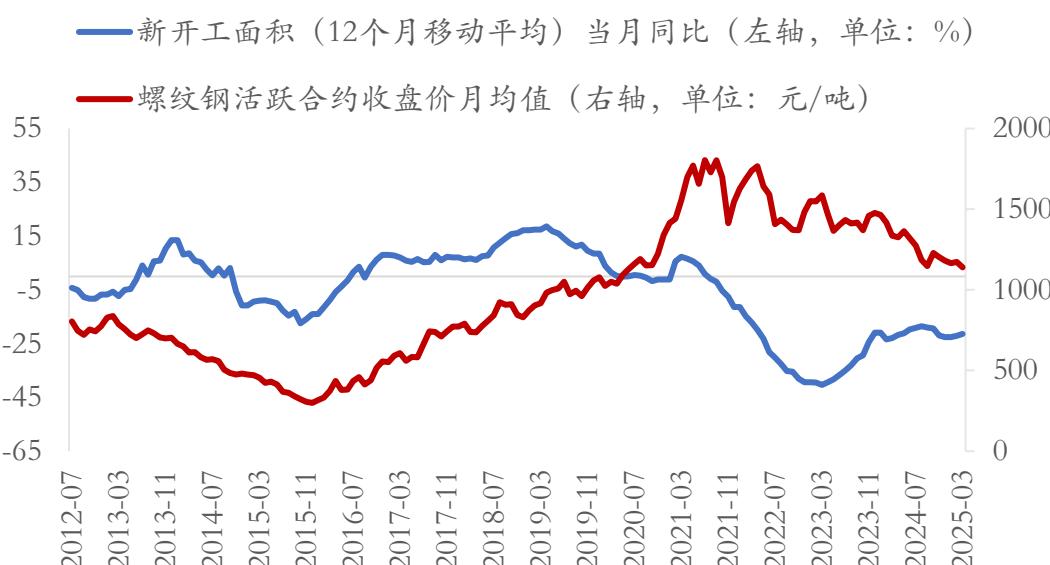
关税担忧持续发酵，能源与有色价格回落



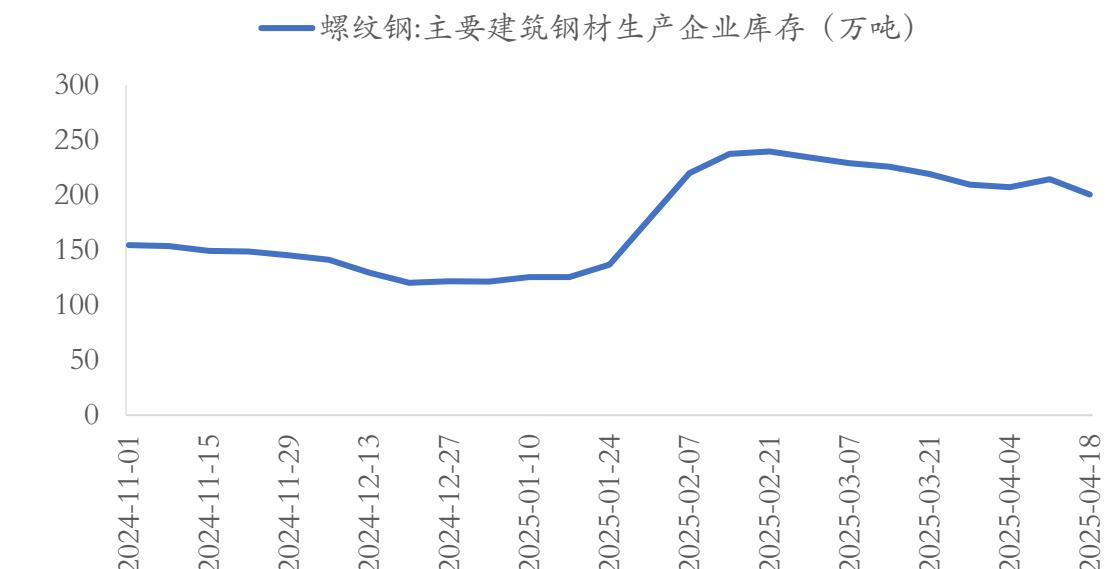
4.2 南华螺纹钢指数：新开工依然偏弱，投资端尚未见发力迹象

➤ **南华螺纹钢指数：新开工依然偏弱，投资端尚未见发力迹象。**4月钢材预估日产量较3月环比略有抬升，可能与后续基建实物工作量形成有关。但4月，建材价格整体有所走弱，或反应当前投资端形成实物工作量有待提速。2025年开年以来，在“严控增量”政策基调下，房地产新开工依旧低迷，从整体施工周期来看，对螺纹钢需求的拖累依然较为突出。后续市场对于需求端预期不强，更加关注钢铁产能调整，但已公布的部分厂商减产计划对市场影响有限，因而螺纹钢指数预计仍震荡偏空，除非产能调整或基建开工明显提速。

新开工降幅持平



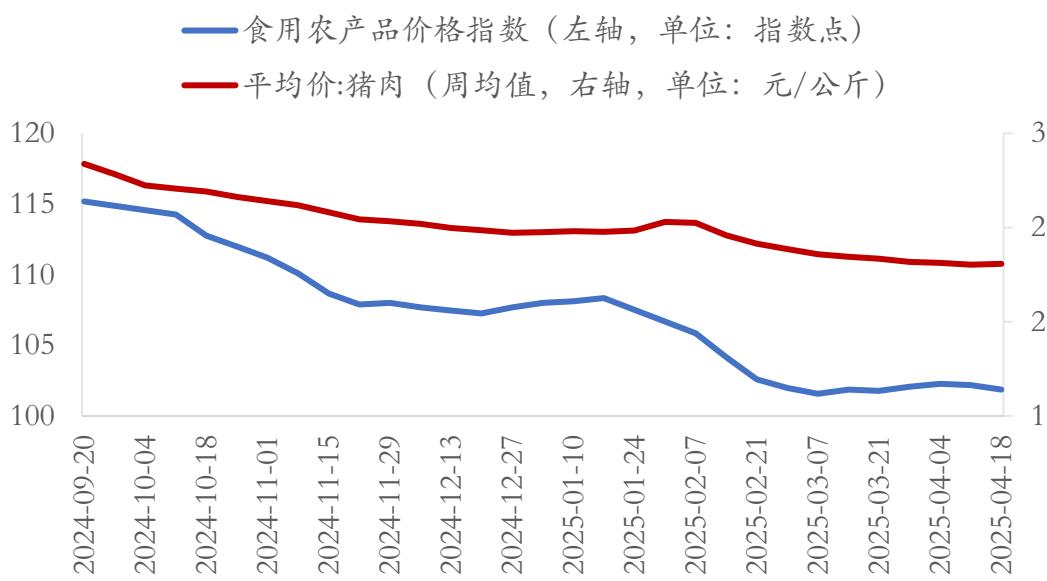
螺纹钢库存水平小幅下降



4.2 南华农产品指数：需求相对稳定，运输成本可能小幅托底

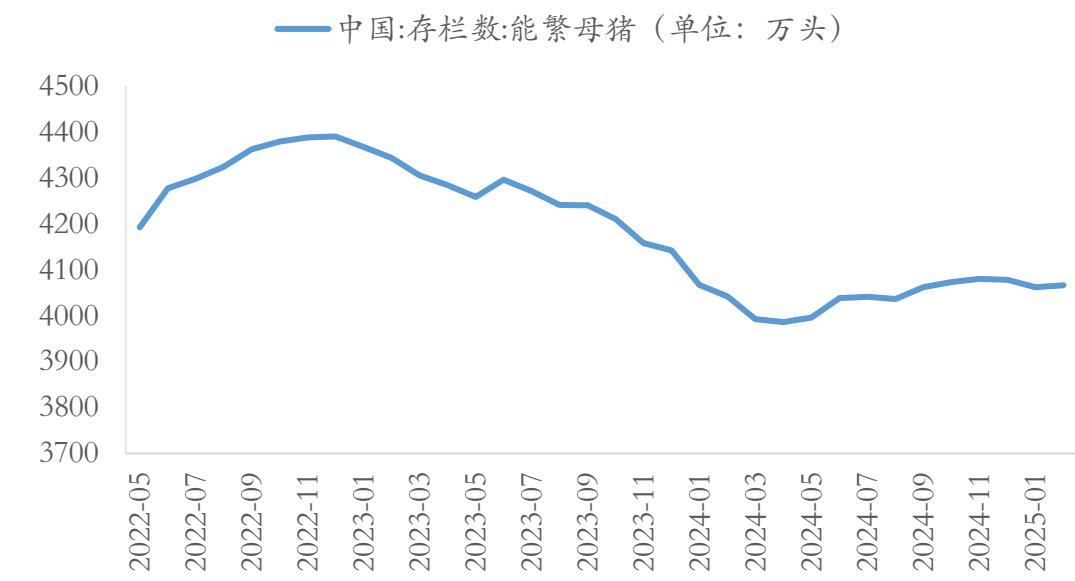
➤ 南华农产品指数：需求相对稳定，但运输成本可能小幅托底。猪肉价格略有下降，4月前三周猪肉平均价26.08元/公斤，节后价格持续下行态势，与去年4月均值同比上涨3.56%、较上月回落约2.2个百分点。进入4月食用农产品价格指数低位略有下降，但能繁母猪存栏量整体变化不大，表明生猪产能持平。但近期，原油价格有所反弹，可能带动运输成本回升。整体上看，需求相对稳定，叠加运输成本可能小幅托底，农产品价格维持震荡。

食品价格维持低位、略有下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量整体变动不大

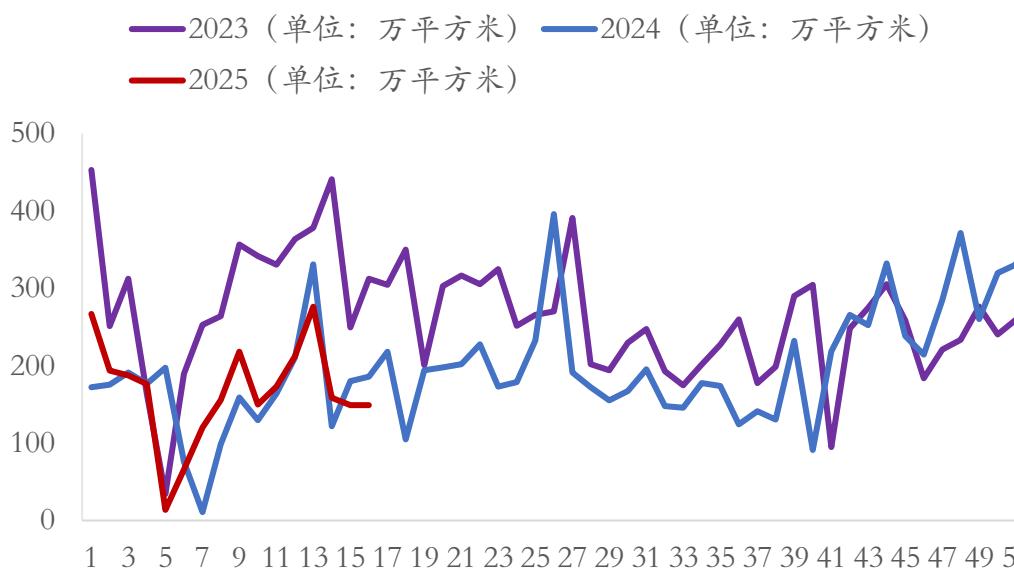


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头

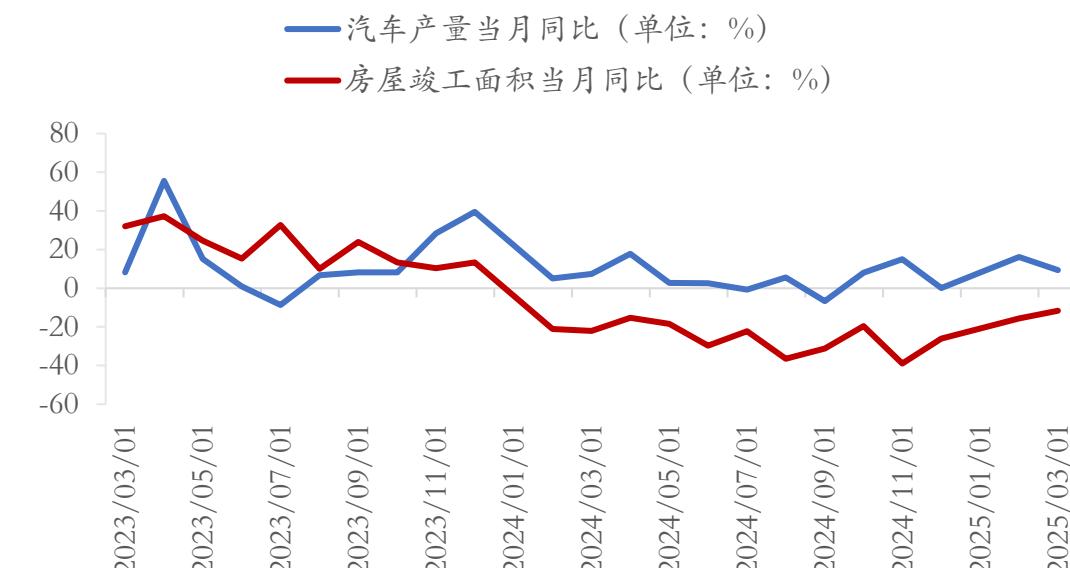
4.2 南华玻璃指数：地产销售走弱，短期内政策加码概率不大

➤ **南华玻璃指数：地产销售走弱，短期内政策加码概率不大。** 2024年Q4受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以较长时间支撑较强的成交量和价格改善。3月份，一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降0.1%转为上涨0.2%，二、三线城市一手住宅销售价格环比分别为持平和下降0.2%，“小阳春”依然集中于核心一线城市。结合我们之前的判断，当前地产需求端调控政策历史横向比较已经是“最松”状态，政策加码概率较小，潜在政策空间在于一线城市下调首付比例（但因一线城市房价环比仍上涨故出台概率依然较小）和下调房贷利率（可能通过下调5年期LPR实现，单独调整加点下限的可能性较小，去年底以来央行持续干预推动房贷利率维持在3%以上）。除非5月之后地产基本面明显下滑，特别是一线城市走弱，则有可能出台新一轮政策。因而，玻璃价格仍缺乏上行动力。

4月30城商品房周销售面积弱于去年同期



竣工面积同比增速改善，汽车产量同比增速收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

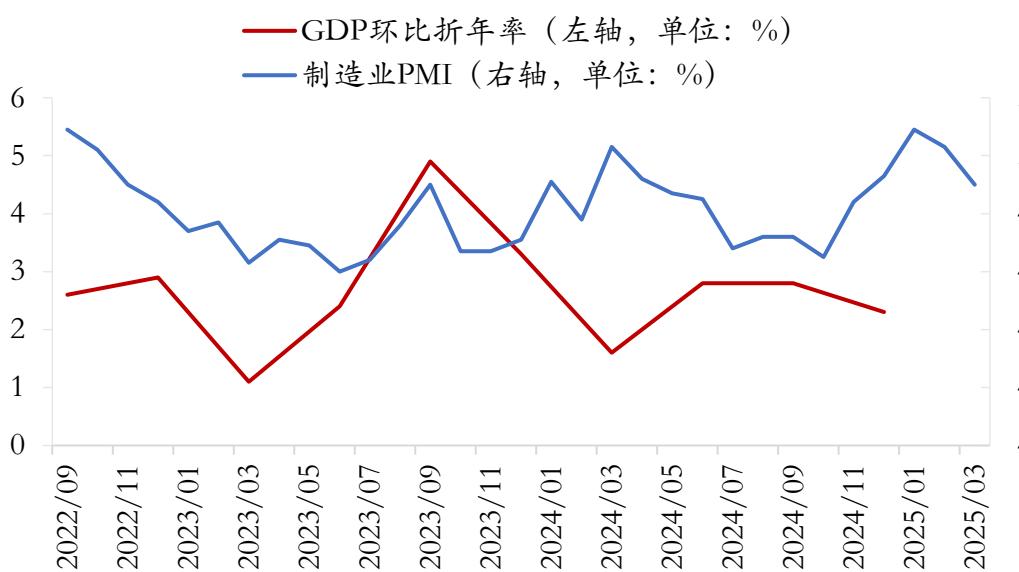
目录

- 1 配置逻辑：关税风险冲击渐弱
- 2 权益：谨慎乐观，警惕不确定性
- 3 利率：短端下行空间优于长端
- 4 大宗：关税风险缓释，但仍拖累需求
- 5 汇率：关税立场弱化，“修复”美元信用

5.1 美元指数：关税立场弱化，“修复”美元信用

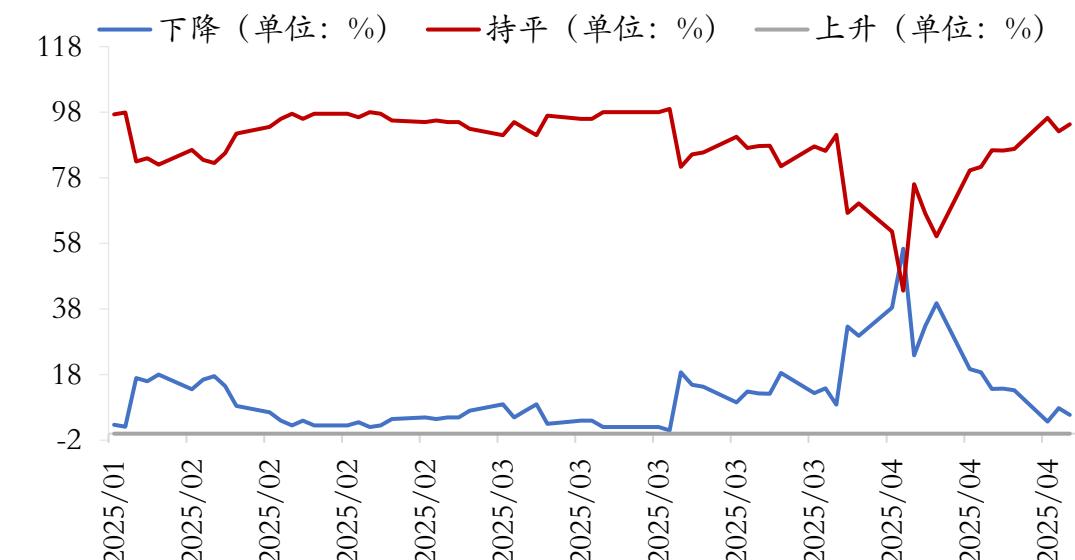
➤ 关税立场弱化，“修复”美元信用。4月10日，美国总统特朗普宣布将加征“对等关税”贸易伙伴中的75个国家实施90天的暂缓措施，通过贸易谈判确定后续关税规模。但随后，美方持续对中国出口商品加征关税，全球经贸摩擦担忧继续升级，削弱美元信用。直至4月22日，美方在对华关税问题上的立场出现松动，表明对华关税税率定为145%过高，美国财长贝森特也坦承眼下中美关税对峙僵局“难以为继”。伴随着美国关税立场弱化，经贸摩擦担忧有所缓和，推动美元“信用”得到修复，如5月经贸摩擦没有进一步抬升势头，则5月美元指数有望小幅回升。

美国PMI快速下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对5月FOMC目标利率降息押注较低

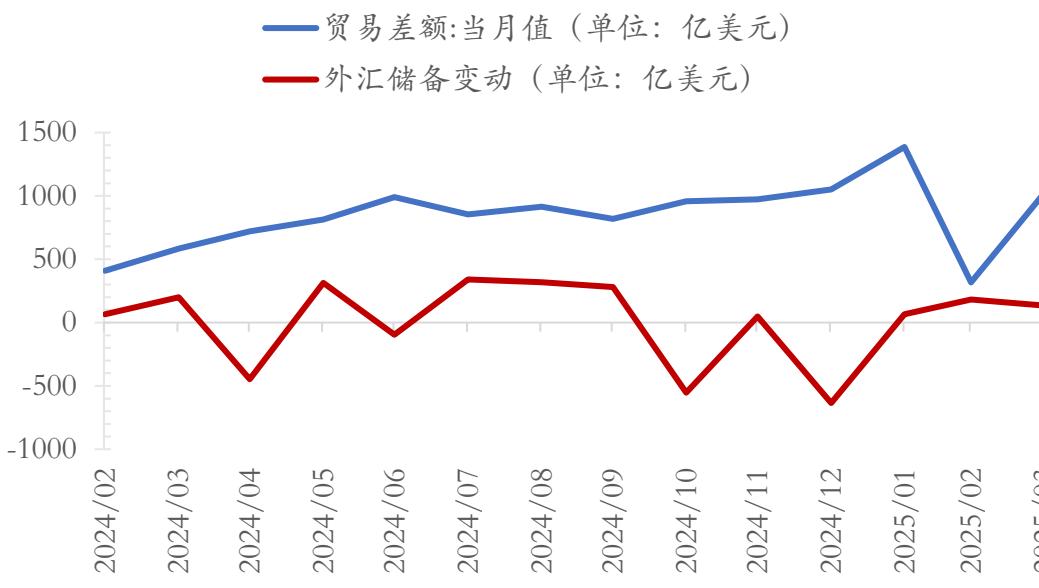


资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具：下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

5.2 人民币：中美关税税率存下降可能，利好人民币回升

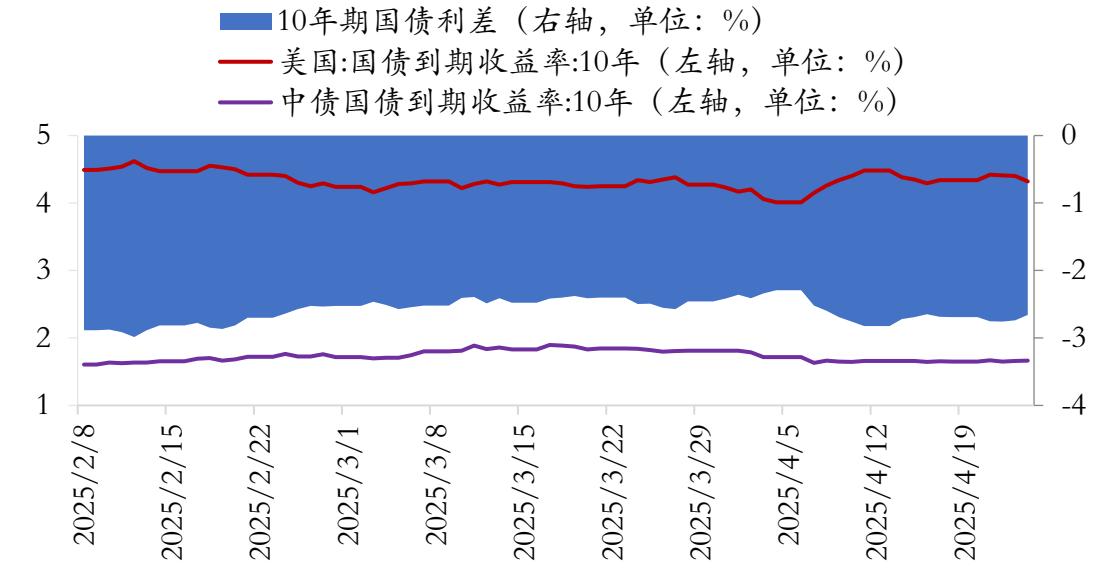
➤ 中美关税税率存下降可能，利好人民币回升。进入4月下旬，关税冲突出现一定的缓和迹象。4月23日，《华尔街日报》表示，特朗普政府正考虑大幅削减对中国进口商品征收的高额关税，在某些情况下削减幅度超过一半。对此，美国不同官员在接受新闻媒体采访时给出了不同的可能方案，如美国对华关税可能将降至约50%至65%区间，或者类似于美国国会众议院“美中战略竞争特别委员会”去年年底提出的“分级征税”方案，即对美国认为不构成国家安全威胁的商品征收35%的关税，而对涉及所谓“美国战略利益”的商品则征收至少100%的关税。如中美经贸摩擦出现一定程度缓和，则利好人民币小幅升值。

3月外汇储备延续小幅净流入



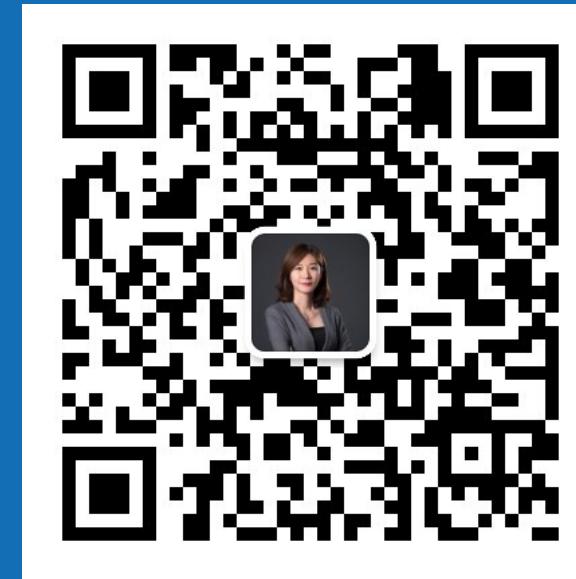
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”4月有所扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

华安策略



感谢关注！

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。