



关税风险继续下降，但需求尚待提振

一大类资产配置月报第47期：2025年6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：关税风险继续下降，美股有望延续反弹反弹

大类	项目	投资建议	较上期变化	本期：2025-5-30至2025-6-27	上期：2025-4-25至2025-5-30	指数变动	涨跌
				核心观点与逻辑支撑			
股指	上证指数	震荡	→	中美关税冲突继续缓和、出口预期修复，经济基本面尽管边际有所走弱但韧性较强，市场存在向上契机。	3295.06-->3347.49	1.59%	
	创业板指	震荡下行	→		1947.19-->1993.19	2.36%	
	成长(风格.中信)	震荡下行	→		5897.66-->6028.81	2.22%	
	周期(风格.中信)	震荡	→		4527.62-->4625.32	2.16%	
	金融(风格.中信)	震荡上行	→	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，政策端存在加码托底消费的可能性但未见新政策加码，因而短期内建议优先配置金融风格。	8032.01-->8267.17	2.93%	
	消费(风格.中信)	震荡下行	↓		9897.51-->10196.47	3.02%	
	NASDAQ指数	震荡上行	→	在“对等关税”最终落地的90天谈判期内，关税风险有望持续缓释，同时美国经济数据维持韧性，美股有望继续反弹。	17382.94-->19113.77	9.96%	
	DJI平均指数	震荡上行	→		40113.5-->42270.07	5.38%	
债券	1Y国债到期收益率 (%)	震荡	↑	5月降息后，短期内再次概率偏低。当前基本面变动不大，叠加央行政策表态，当前利率水平维持不变概率较大。	1.45-->1.455	1BP	
	10Y国债到期收益率 (%)	震荡	→		1.661-->1.671	1BP	
	2Y美债收益率 (%)	震荡	↑	三季度美国经济衰退风险有所回升但关税风险缓释对冲，美联储6月降息概率极低，预计利率维持震荡。	3.74-->3.89	15BP	
	10Y美债收益率 (%)	震荡	↑		4.29-->4.41	12BP	
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡	→	中美在5月中旬发表联合声明，美国司法体系对特朗普“对等关税”存在分歧，关税风险短期内持续缓解，同时因风险因素缓释黄金价格上行可能放缓。综合考虑供求因素，建议	63.02-->60.79	-3.54%	
	COMEX铜 (美元/磅)	震荡上行	→		4.829-->4.667	-3.37%	
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡下行	↓	超配铜，标配原油，低配黄金。	3272.2-->3289.4	0.53%	
	南华工业品指数	震荡下行	→	出口放缓的影响逐步显现，而近期中美谈判等因素向出口传导可能尚需时日，短期内国内需求恐继续维持弱势拖累价格。	3539.28-->3383.03	-4.41%	
	南华螺纹钢指数	震荡下行	→		1071.83-->1023.44	-4.51%	
汇率	南华农产品指数	震荡	→	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。	1087.74-->1059.01	-2.64%	
	南华玻璃指数	震荡下行	→		1325.98-->1161.56	-12.40%	
	美元指数	震荡上行	→	关税弱化，继续“修复”美元信用。美元走强后，制约人民币汇率升值空间。	99.58-->99.44	-0.14%	
	美元兑人民币	震荡	↑		7.28-->7.2	-1.21%	

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，低配黄金

1

美方对关税存在分歧但无加剧风险

2

外部风险缓释后，国内政策可能保持“定力”

3

国内经济基本面边际走弱，后续存改善可能

本期：22025-5-30至2025-6-27			大类	项目	本期：2025-5-30至2025-6-27		
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。

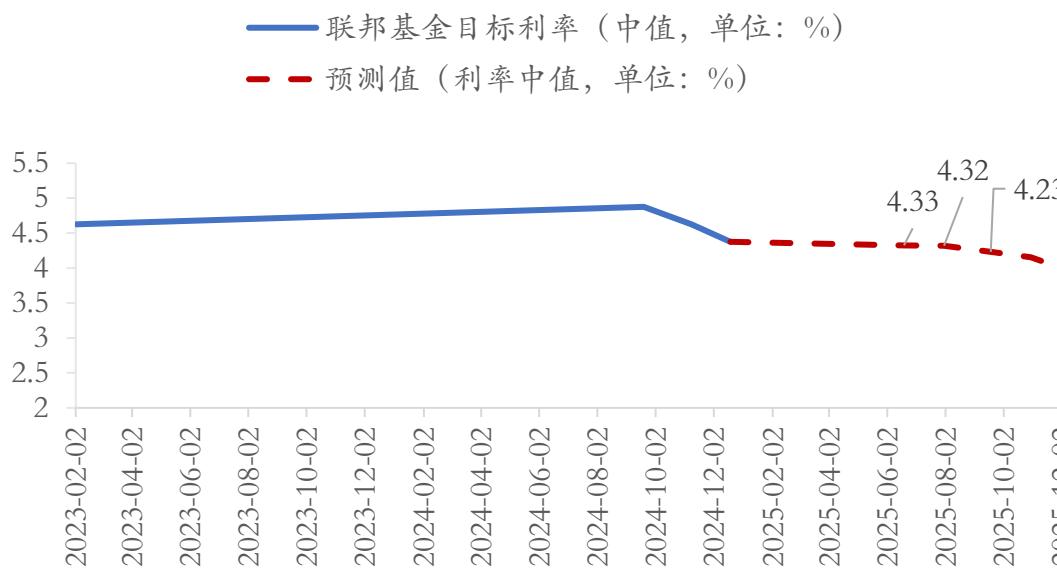
目录

- 1 配置逻辑：关税存在分歧但无加剧风险
- 2 权益：存在向上的契机
- 3 利率：政策端因不确定性维持谨慎
- 4 大宗：需求有待提振，继续拖累价格
- 5 汇率：关税弱化，继续“修复”美元信用

美国加征关税风险有缓和迹象，6月预计美联储继续“按兵不动”

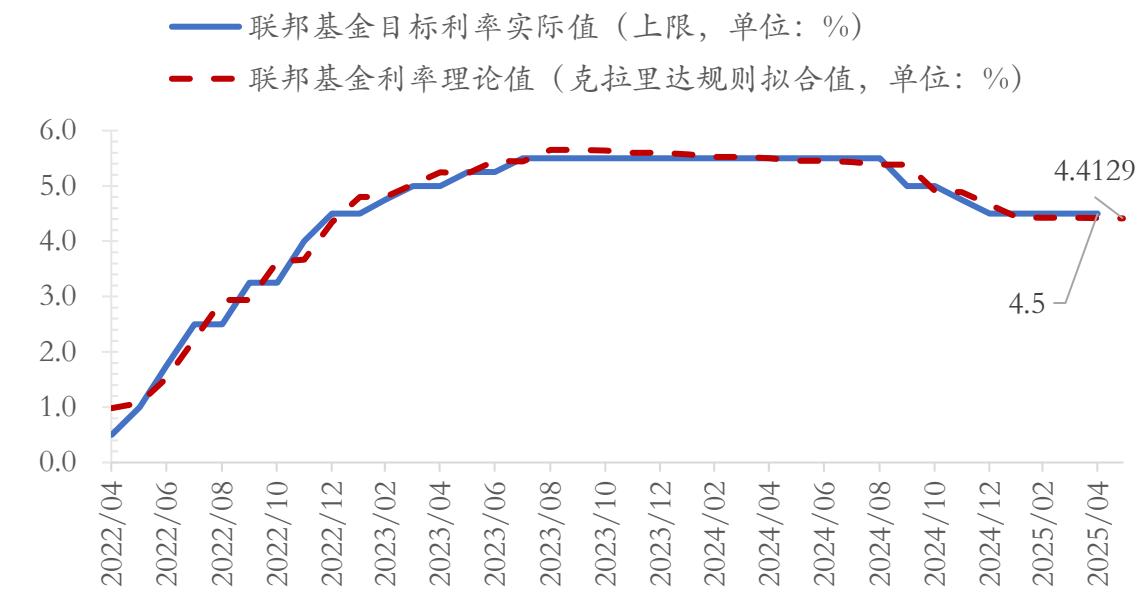
- 关税冲突继续缓和，外部风险持续缓释。当地时间5月28日，美国贸易法庭裁定特朗普对贸易逆差国家实施全面进口税的行为越权。次日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院裁决。因而，美国内部对关税存在较多分歧，短期内美国进一步加征关税风险明显减弱，可能对全球市场风险偏好形成一定提振。但中长期来看，美国国内阻力尚不足以形成有效掣肘，白宫贸易顾问纳瓦罗也明确表示，即使不能在IEEPA框架下征收关税也会选择其他方式。
- 关税政策不确定性推动美联储对降息维持谨慎，预计重启降息窗口推迟至三季度末。5月29日，美联储公布了今年5月份FOMC会议纪要，指出围绕贸易政策的演变以及对经济影响的规模、范围、时机和持久性，都存在相当大的不确定性，故美联储对降息维持谨慎，短期内维持“按兵不动”概率加大。CME显示，市场对6月美联储不降息的押注为98.7%。

美联储利率观测器显示市场押注美联储9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：5月30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：%

外部风险缓释后，国内政策可能保持定力

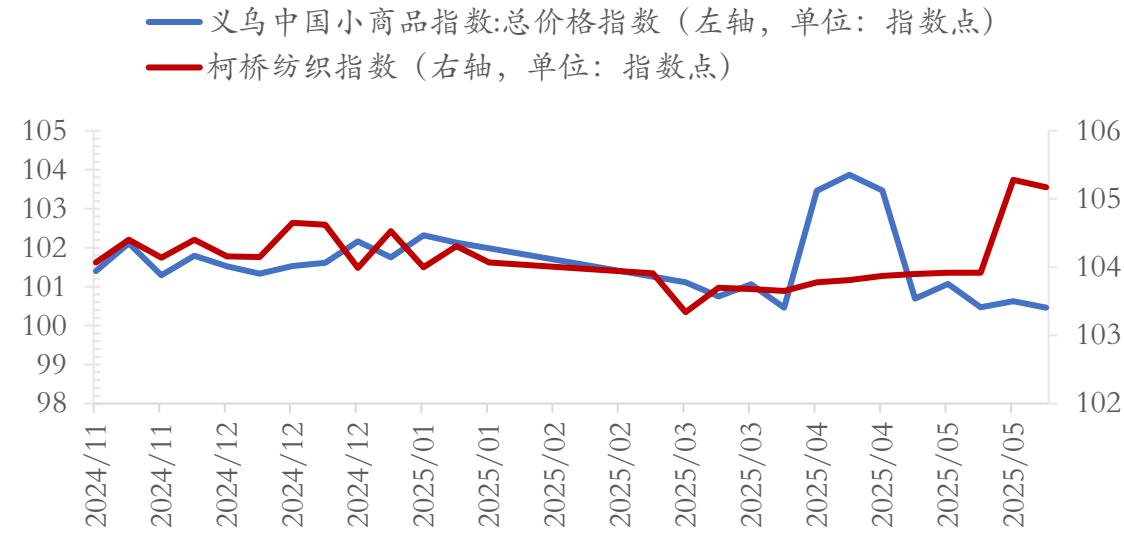
- **基本面边际走弱，后续出口风险缓释与政策落地效果尚待观察。** 5月已公布的高频数据显示基本面边际走弱，中美经贸谈判推动后续出口风险缓释，以及5月以来降息降准等政策落地效果尚待观察，短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计5月社零同比增长4.8%左右，固定资产投资累计同比增长4.0%，其中制造业投资累计同比8.7%、基建投资增速5.8%、地产投资增速-10.2%，出口同比4.5%；5月CPI同比0.1%、PPI同比-3%。
- **外部风险缓释后，国内政策可能保持定力。** 4月宏观经济数据较3月有所放缓，关税影响逐步显现，但总体表现不差，其中消费在政策支撑下维持韧性。中美谈判取得进展后经济数据并未显示政策加码紧迫性，因而当前政策重心在于存量政策落地执行，如5月上旬央行一揽子政策落地，故短期内政策再次加码迫切性下降，预计6月国内政策可能保持定力，对市场风险偏好影响不大。

乘用车批发与零售同比增速较4月波动加剧



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

5月纺织价格有所回升，小商品价格回落

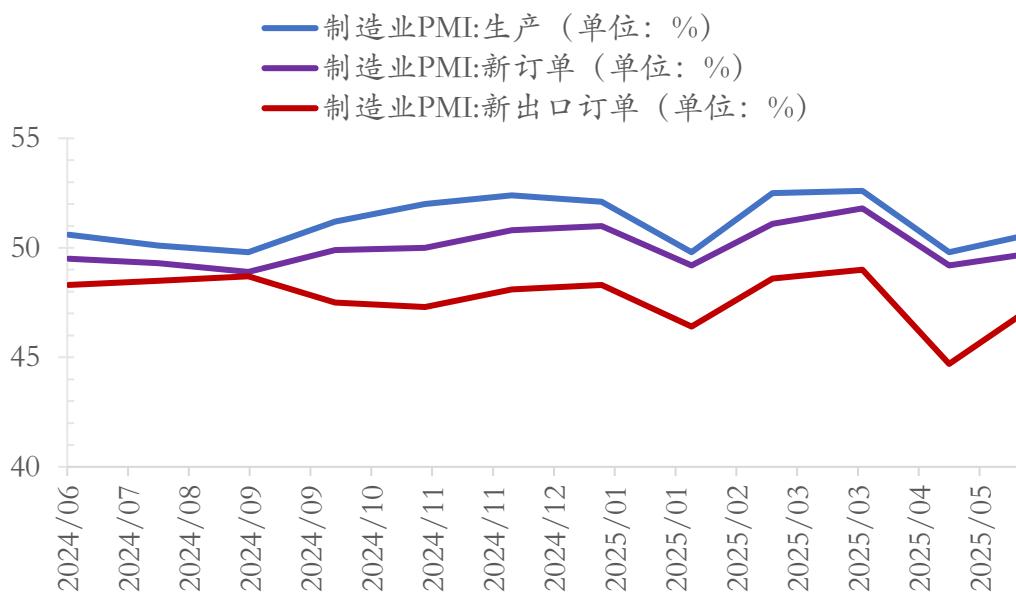


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

中美关税冲突缓和推动PMI温和回升

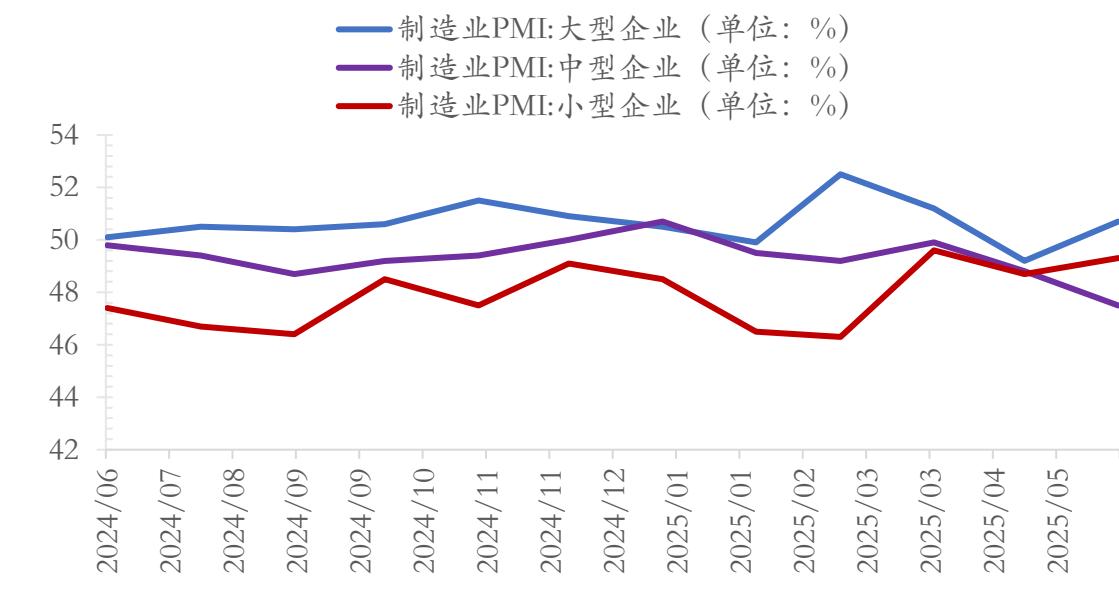
➤ 中美关税冲突缓和推动PMI温和回升。5月制造业PMI为49.5%，较上月回升0.5个百分点，在荣枯线之下企稳。①中美谈判取得积极进展后，外需回升最为明显。5月生产、新订单和出口订单指数分别为50.7%、49.8%和47.5%，生产和需求均有所回升，尤其是新出口订单大幅回升2.8个百分点。②就业压力小幅改善，但从业人员指数仍在低位。5月从业人员为48.1%，较上月回升0.2个百分点。③服务业延续温和改善态势。5月份，服务业PMI为50.2%，较上月回升0.1个百分点。建筑业PMI下降至51%，主要是受地产景气度下行拖累、也表明基建开工也依然偏慢。从不同企业类型的PMI来看，大型企业、小型企业有所改善，但中型企业PMI明显回落。

新出口订单回升较为明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

中型企业PMI回落，大型企业PMI改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

目录

- 1 配置逻辑：关税存在分歧但无加剧风险
- 2 权益：存在向上的契机
- 3 利率：政策端因不确定性维持谨慎
- 4 大宗：需求有待提振，继续拖累价格
- 5 汇率：关税弱化，继续“修复”美元信用

2.1 国内权益：向上的契机

- 我们在6月策略月报《向上的契机》（2025-06-02）中指出，中美关税冲突继续缓和、出口预期修复，经济基本面尽管边际有所走弱但韧性较强，此外市场将逐步转向中央政治局会议、“十五五”规划等政策方向，整体而言市场存在向上契机。配置上，结构性特征仍然突出、行业分化较大，新消费领域机会层出不穷、可继续挖掘景气细分领域，此外银行保险也仍然具备很强的短期稳健型配置需求和中长期战略性投资价值。
- 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。

上证指数相对占优，成长风格压力偏大

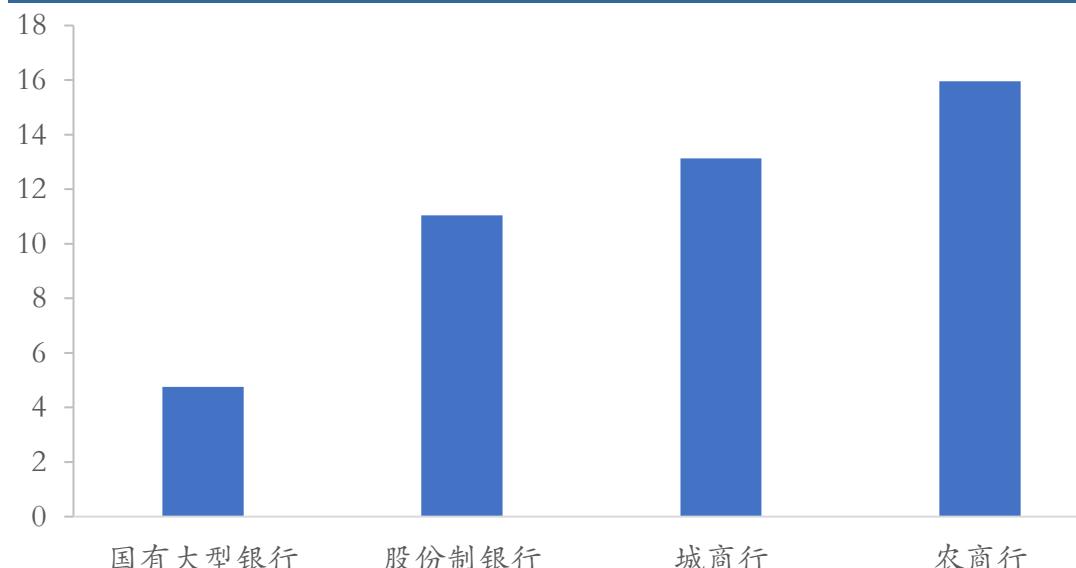
变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	-0.01	-0.02	-0.04	-0.04	-0.02	-0.05	-0.06
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	0.02	0.07	0.20	0.21	0.10	0.11	0.12
短端利率变动 (2Y美债)	0.14	-0.49	-1.23	-0.78	-0.30	-0.77	-0.48
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00
M2同比差值变动	1.00	0.53	1.97	1.29	0.06	-0.65	0.59
社融同比差值变动	0.30	-0.15	-0.71	-0.28	-0.25	-0.44	-0.12
新发基金规模 (自然对数)	6.36	-1.72	-5.27	-5.51	-2.18	-2.46	-3.25
合计		-1.77	-5.07	-5.12	-2.58	-4.26	-3.19

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：银行保险仍具备短期性价比和中长期战略价值

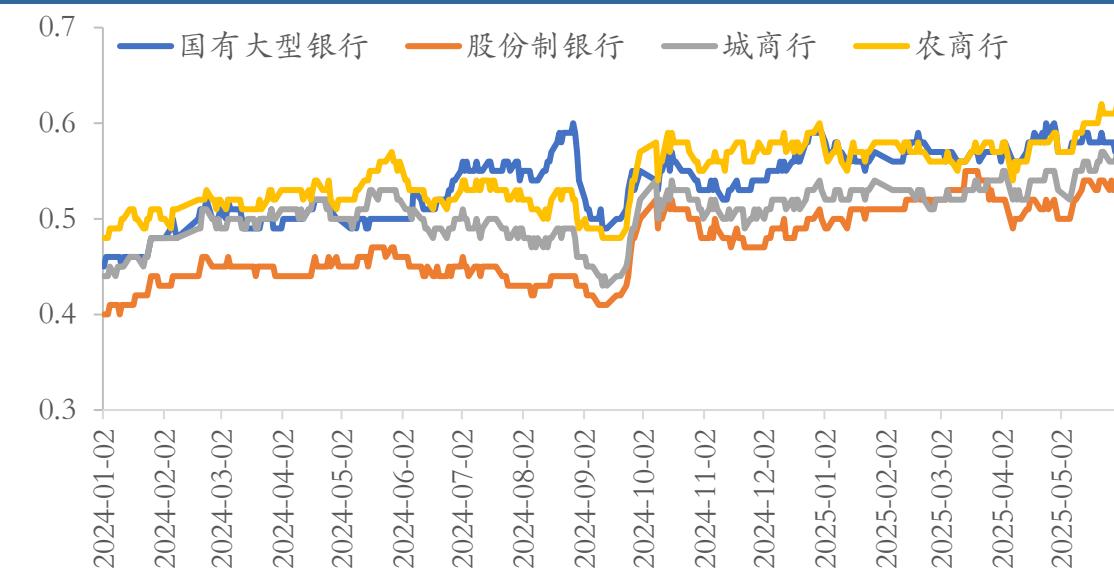
- 银行股在兼具稳定（震荡市中熨平波动属性突出）以及属于典型的中长期资金偏好方向、业绩比较基准修改指引下引导向价值和红利配置方向靠拢等属性下，仍具有较好配置价值。
- 短期市场预计将维持高位震荡行情，银行、保险股符合短期资金的谨慎配置需求。根据我们对6月市场整体的判断来看，由于4月经济数据表现维持一定韧性，刺激政策加码的概率有所降低，在政策继续发力或经济数据持续性好转之前，市场将继续呈高位震荡态势，震荡市中资金仍有谨慎性配置的需求。

自4月8日底部反弹以来银行板块内部出现分化



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：4月8日至5月30日期间涨幅，单位：%

国有大行估值相对其余细分板块持续处偏高水平

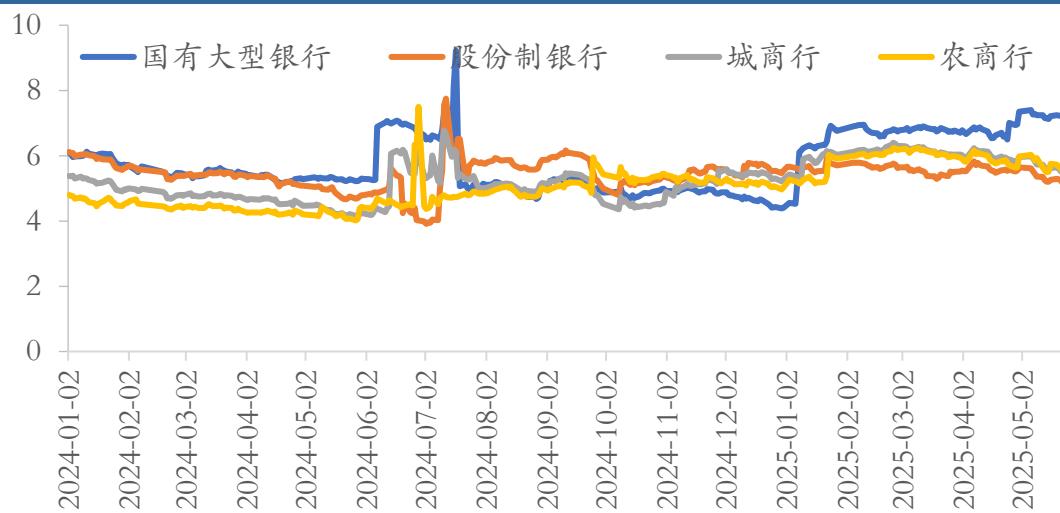


资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各板块PB(LF)近一年走势，单位：倍

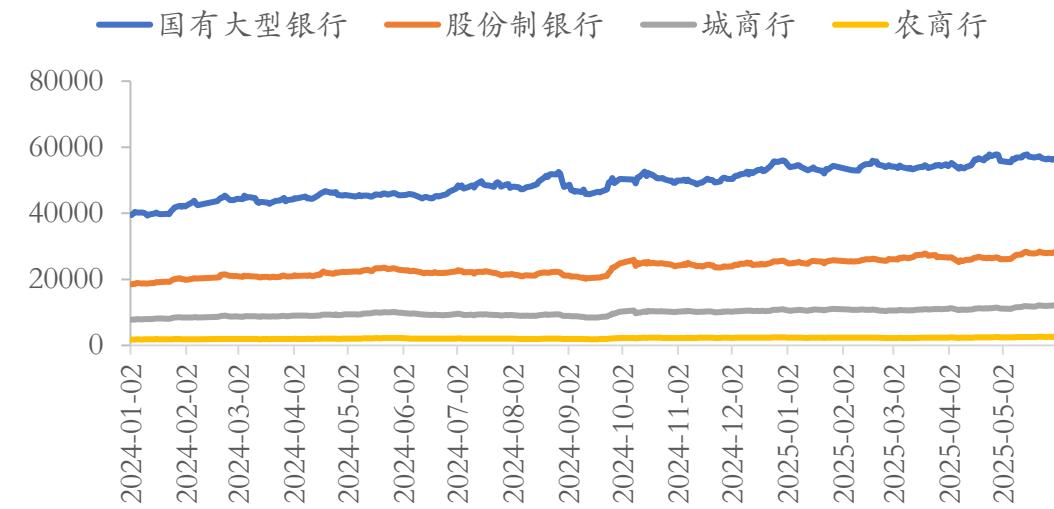
2.1 国内权益：银行保险仍具备短期性价比和中长期战略价值

➤ 动态考虑银行细分领域的估值、股息率以及弹性，当前股份行性价比比较高。自对等关税推出后市场阶段底部反弹以来，银行板块内部也出现了较为明显的分化现象。4月8日至5月30日期间，银行细分子板块中，国有大行、股份行、城商行、农商行分别上涨4.8%、11.0%、13.1%、16.0%。从估值上看，截至5月30日，城商行的市净率已经超过国有大行，而相对偏低的为股份行和城商行；从分红上看，国有大行7.3%的股息率明显超过其余三个板块（5.5%左右）；从市值上看，国有大行>股份行>城商行>农商行，仍能很好的对应大小盘弹性的结论。就股息率来看，即便是财政部注资对国有行的分红会造成一定影响，但国有行的整体分红率仍然较高，但当前估值已经偏高，农商行在小市值属性下弹性较大，但在震荡市中波动较大，且估值也相对较高，配置性价比有所下降，城商行的估值也基本与国有行相近，综合而言股份行仍具备相对优势性价比。

国有大行股息率仍然相对靠前



银行细分行业中市值较小的方向弹性较高



资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各板块股息率（近12个月）近一年变化，单位：%

资料来源：Wind，华安证券研究所。注：所示为各板块总市值（总市值2）近一年变化，单位：亿元

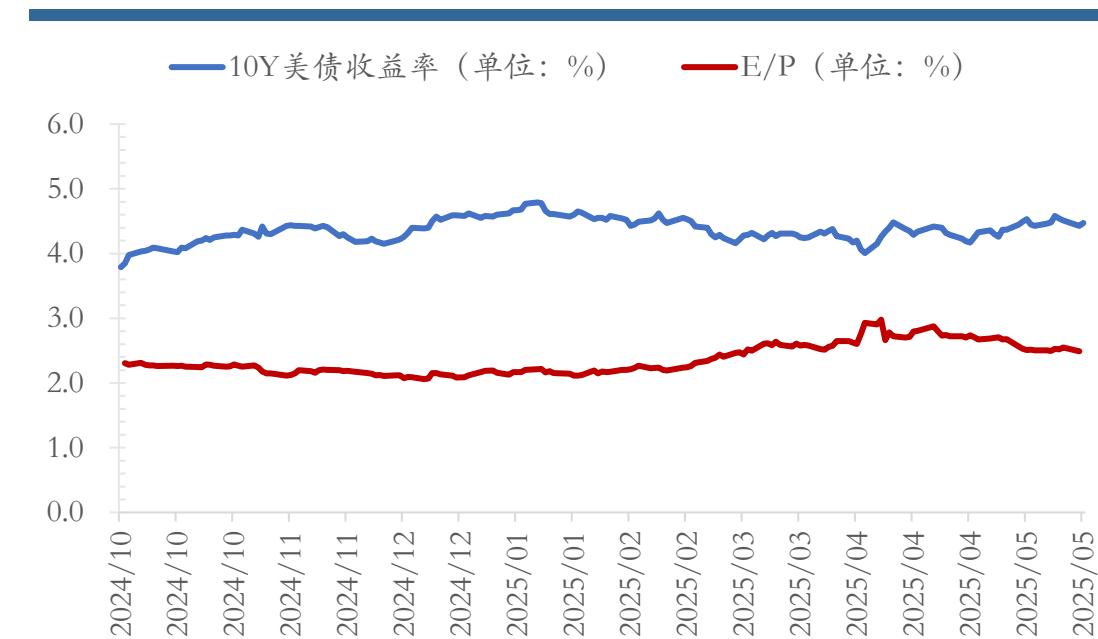
2.2 美股：关税风险减弱，美股有望持续反弹

➤ 关税风险减弱，美股有望持续反弹。美国司法体系内部对特朗普关税存在分歧，或表明后续特朗普进一步加剧关税冲突面临的掣肘可能有所加剧。因而，在“对等关税”最终落地的90天谈判期内，关税风险有望持续缓释。同时，美国经济数据维持韧性下，利好因素不断累积，美股有望继续迎来反弹。

通胀回落利好相对利好纳指

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)	0.14	-0.51	-0.07
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.00	0.00	0.00
失业率（季调）变动	0.00	0.00	0.00
美国CPI环比	0.30	0.60	0.01
美国PPI环比	-0.50	1.88	1.18
合计		1.98	1.12

股息率与10Y美债收益率缺口有所扩大



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：%。

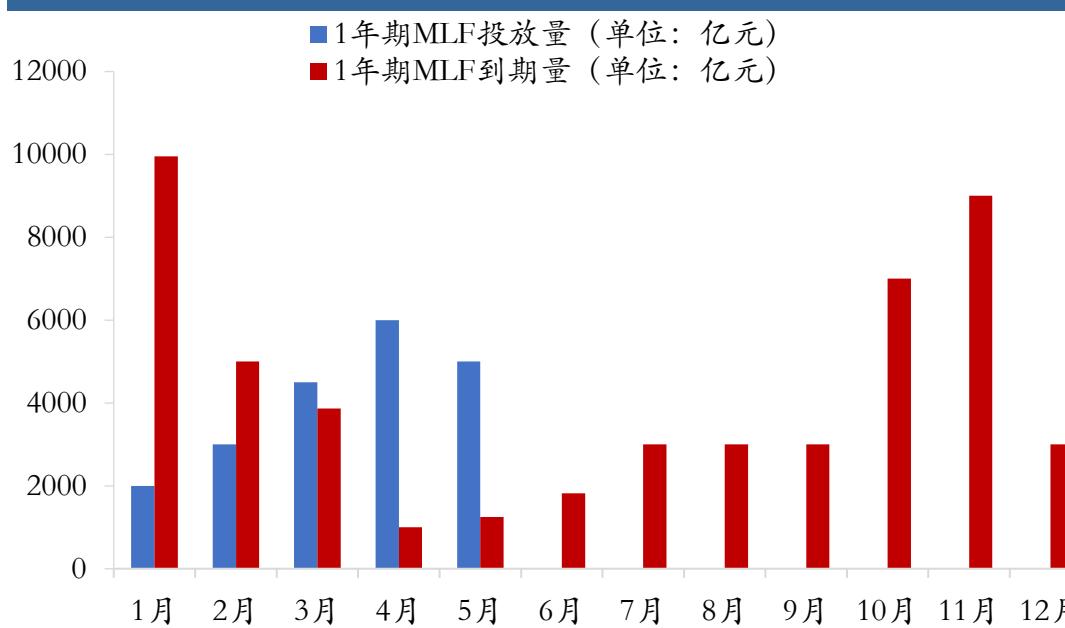
目录

- 1 配置逻辑：关税存在分歧但无加剧风险
- 2 权益：存在向上的契机
- 3 利率：政策端因不确定性维持谨慎
- 4 大宗：需求有待提振，继续拖累价格
- 5 汇率：关税弱化，继续“修复”美元信用

3.1 国内债券：5月降息后，短期内再次概率偏低

➤ 5月降息后，短期内再次概率偏低。央行一季度货币政策执行报告中，政策定调从选择合适时机“调整优化政策力度和节奏”的提法变为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，也表明政策制定整体偏向于谨慎、相机抉择概率提升。5月，央行宣布一揽子系列政策落地，包括降息降准、结构性货币政策工具等，同时维持较高的MLF续作规模维持短期流动性充裕。因而，随着外部关税风险缓释，4月宏观经济数据整体维持韧性，短期内政策加码概率偏低。

连续两个月MLF超额续作，维持流动性充裕



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

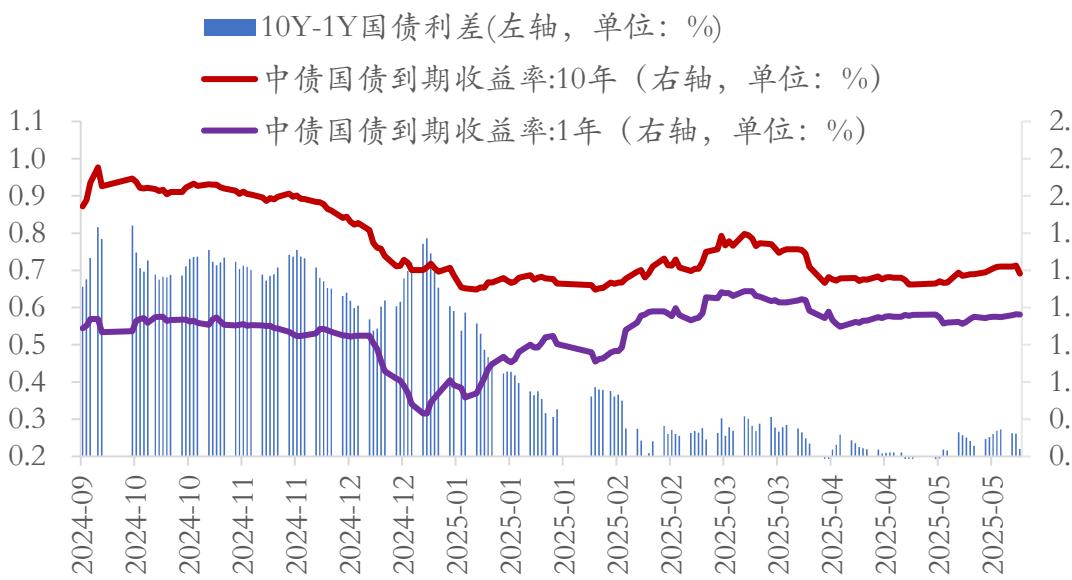


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.1 国内债券：期限利差有望继续维持低位

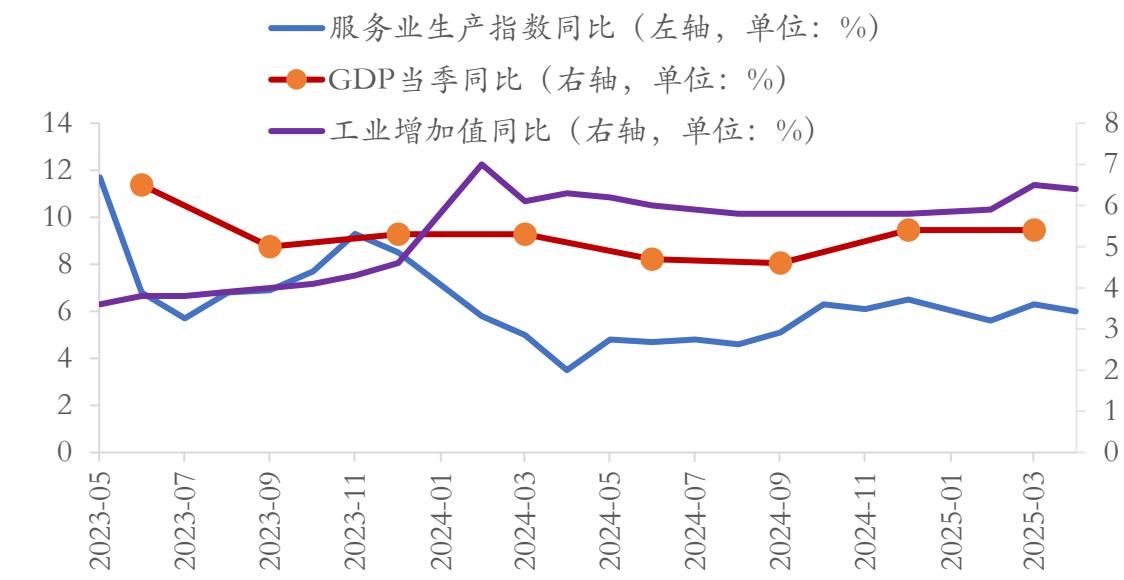
➤ 期限利差有望继续维持低位。央行一季度货币政策执行报告中，在选择合适时机“恢复国债买卖操作”中央行表示“年初国债市场供不应求状况进一步加剧，10年期国债收益率一度跌破1.6%的历史低位。1月中国人民银行宣布阶段性暂停在公开市场买入国债，避免影响投资者的配置需要”。对此，一方面表明10Y国债1.6%可能是央行认为中期利率合意的偏低位置，另一方面央行暂停购买后可能是为了后续配合国债发行预留空间。考虑到当前基本面变动不大，叠加央行政策表态，当前利率水平维持不变概率较大。

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：%。

4月宏观经济数据较一季度边际下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。

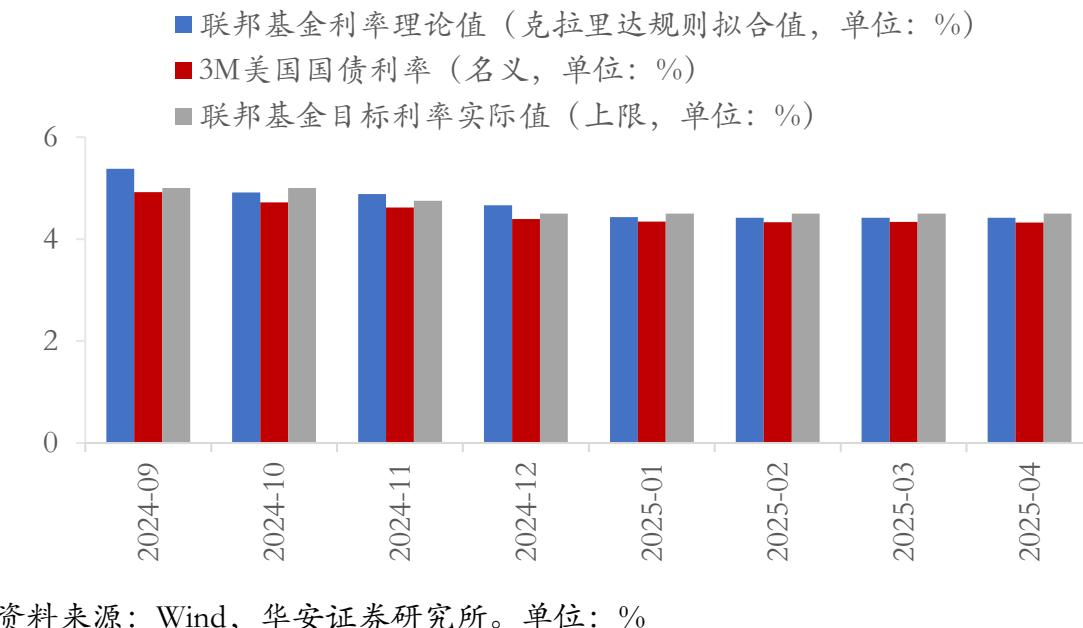
3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）有望维持不变

- 美联储对降息维持审慎，利率变动幅度有限。根据伯克南三因素框架判断，6月美债利率可能维持窄幅波动。①美联储6月降息概率极低，短期实际利率维持不变。②尽管美国经济分析局指出三季度美国经济衰退风险有所回升，但关税风险缓释对冲，长端利率上行压力缓解。③原油价格低位企稳但向上乏力，但内含通胀预期影响有限。
- 美债：短期实际利率（3M名义）有望维持不变。考虑到美联储三季度末之前降息概率下降，因而短期实际利率预计在三季度维持不变。

美联储“按兵不动”概率较大，短期实际利率持平



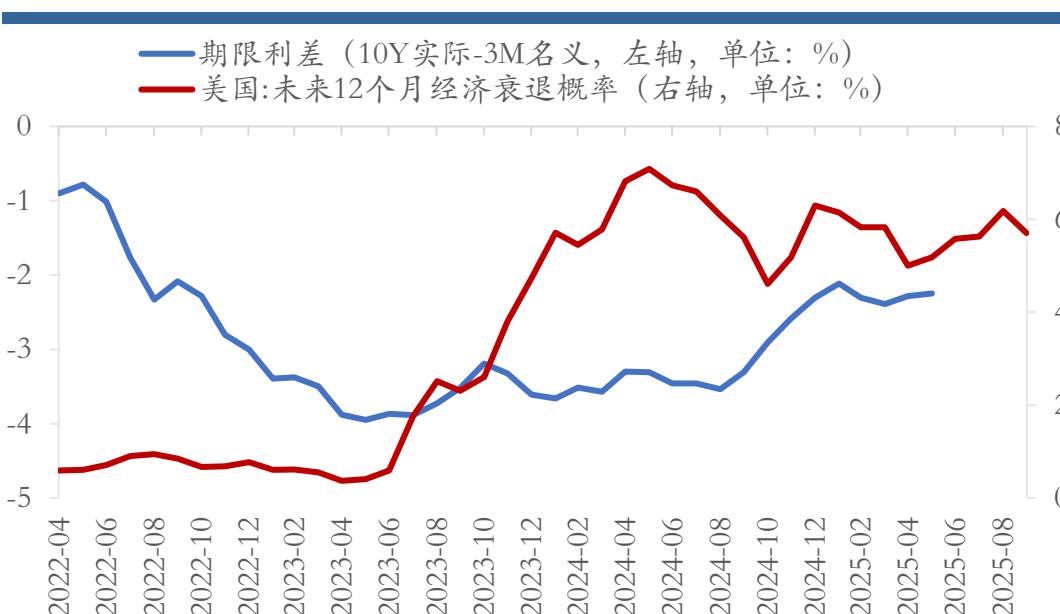
短期实际利率与理论利率指引变化不大



3.2.2 美债：实际利率负期限利差维持震荡

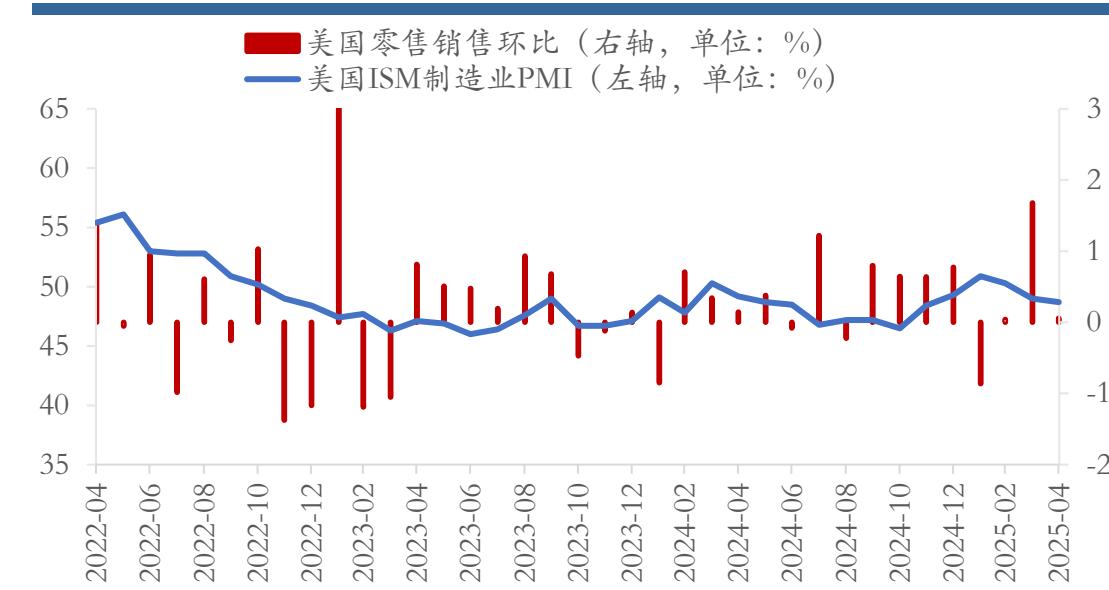
➤ 美债：实际利率负期限利差维持震荡。4月美国ISM-PMI小幅回落至48.7%，也表明近期美国经济增速放缓压力增加。同时，4月美国零售销售环比微增0.1%。考虑到美国经济分析局预计美国三季度衰退概率略有抬升，美国经济放缓风险仍未解除，但关税风险缓释对冲，预计实际利率负期限利差维持震荡。

美国经济衰退概率三季度可能小幅抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

美国零售销售环比、PMI回落

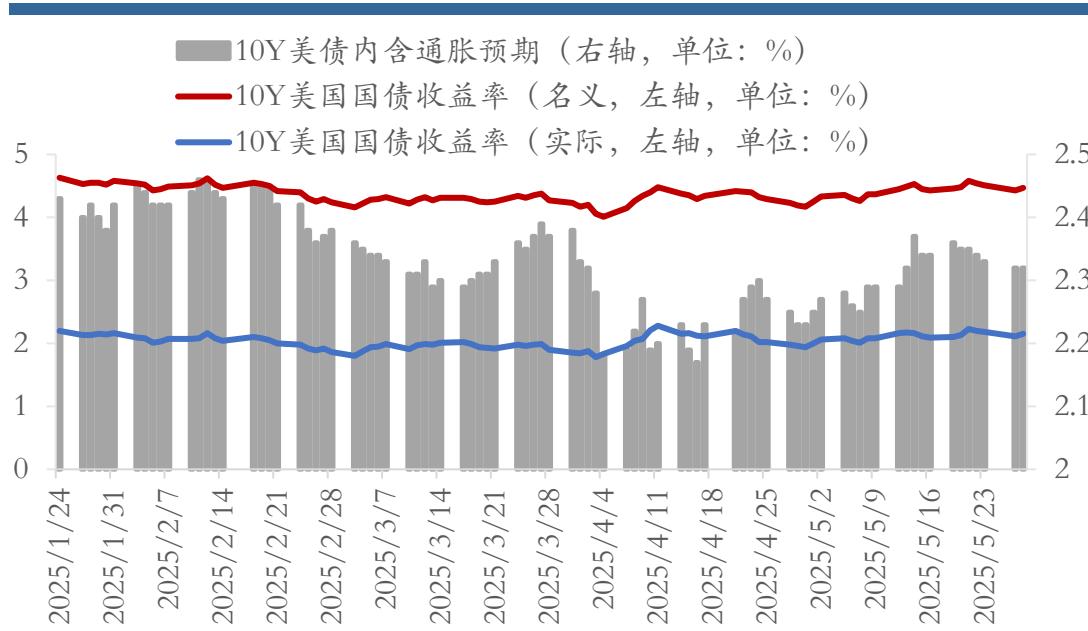


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.2.3 美债：10Y内含通胀预期变动有限

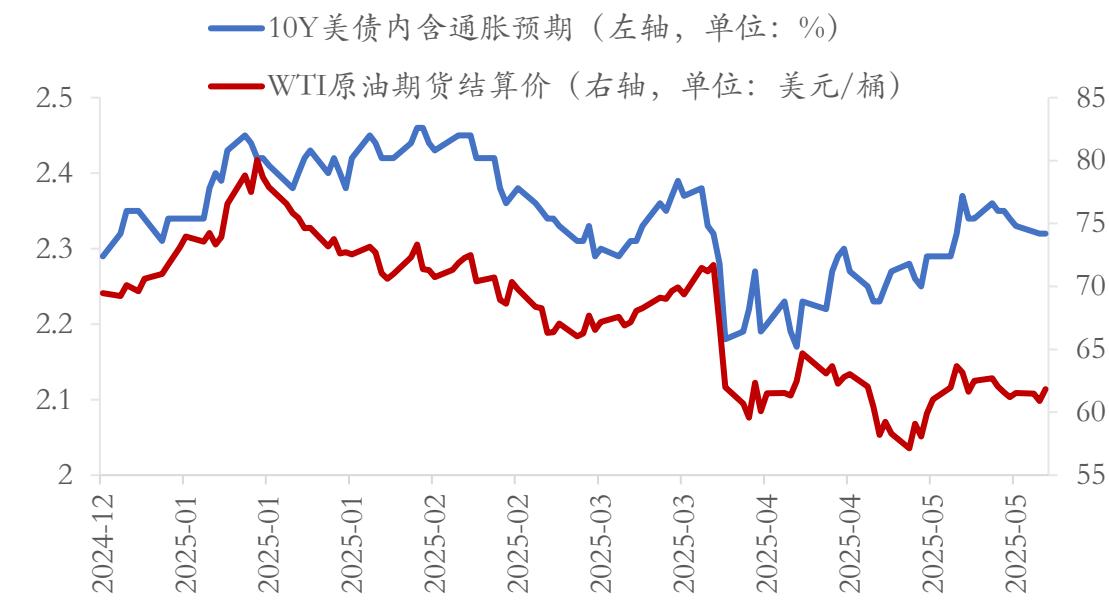
➤ 美债：10Y内含通胀预期变动有限，略偏下行。当前10Y内含通胀预期维持在2.3%附近，WTI原油价格低位企稳推动通胀预期企稳。油价再度上行概率较小，对通胀预期影响不大。2025年4月克利夫兰联储5年通胀预期为2.33%，较上月略有下降。随着油价下降和关税冲击渐渐弱，预计10Y内含通胀预期变动相对有限、略偏下行。

内含通胀预期略有收窄



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：关税存在分歧但无加剧风险
- 2 权益：存在向上的契机
- 3 利率：政策端因不确定性维持谨慎
- 4 大宗：需求有待提振，继续拖累价格
- 5 汇率：关税弱化，继续“修复”美元信用

4.1 国际大宗：关税风险出现新变化，价格走势恐出现分化

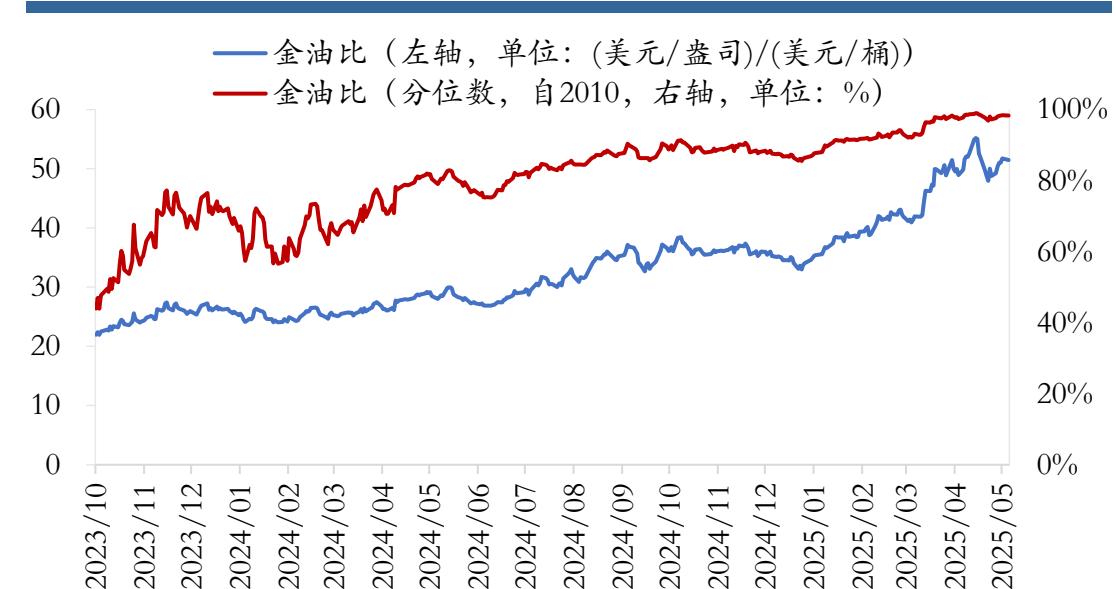
➤ 关税风险出现新变化，价格走势恐出现分化。一方面，中美在5月中旬发表联合声明，取消91%的报复性关税，至此美国与全球主要经济体均只征收10%的关税，其余加征关税采取谈判方式推进。另一方面，美国司法体系对特朗普“对等关税”存在分歧。上述变化表明关税风险短期内持续缓解，有望推动全球大宗商品价格回升，同时因风险因素缓释黄金价格上行可能放缓。因而，综合考虑供求因素，5月建议超配铜，标配原油，低配黄金。

因子分析看，铜具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	0.14	1.16	0.04	-0.65
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	0.00	0.01	0.00	0.00
美债长期平均实际利率	-0.07	-0.18	0.13	-0.12
库存/ETF持仓量变动		0.10	-0.29	-0.01
净多头持仓		-0.57	-0.01	-2.35
合计	0.14	1.16	0.04	-0.65

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。

关税冲突缓解后，金油比存在回落可能

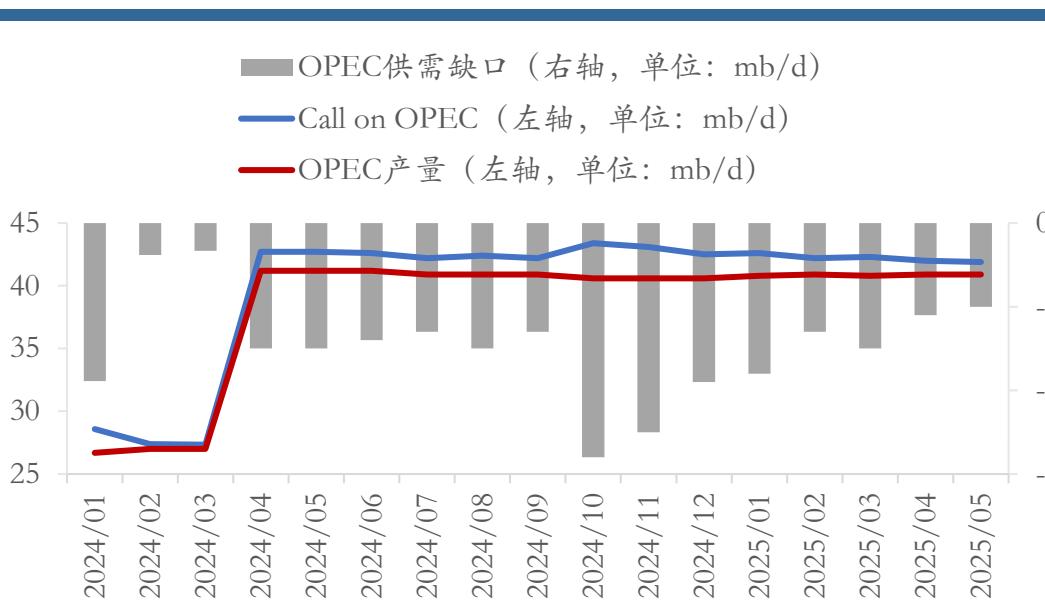


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

4.1 原油：OPEC+产量配额争夺激烈，油价恐继续震荡

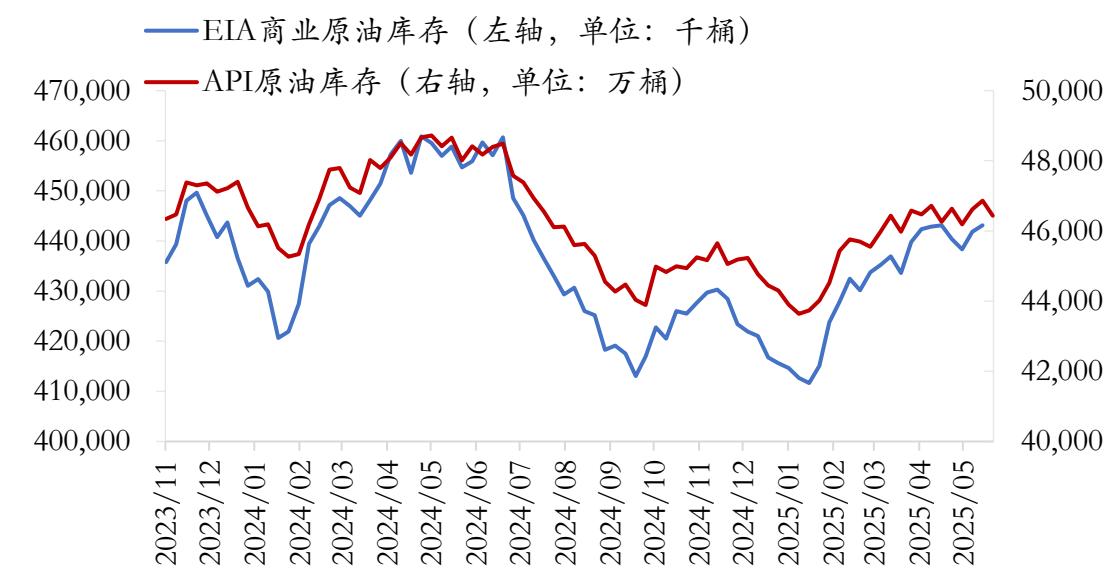
▶ 原油：OPEC+产量配额争夺激烈，油价恐继续震荡。尽管关税风险缓释缓解需求担忧，但供给过剩风险并未解除。一方面美国增产趋势不改，另一方面OPEC+内部分歧严重。特别是OPEC+国家内部对产量配额争夺激烈，并表示为安抚美国情绪短期内维持增产，且此前220万桶/日的自愿减产限制可能逐步解除。从历史上看，如因美国等非OPEC+国家增产导致原油价格跌破60美元/桶等关键水平，可能加剧OPEC+国家内部矛盾，OPEC+国家因争夺市场份额而转向增产，目前该矛盾在OPEC国家之间矛盾较大。因而，短期看油价上行面临多重掣肘，继续震荡概率较大。

OPEC+预计其去库能力持平



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存变动不大

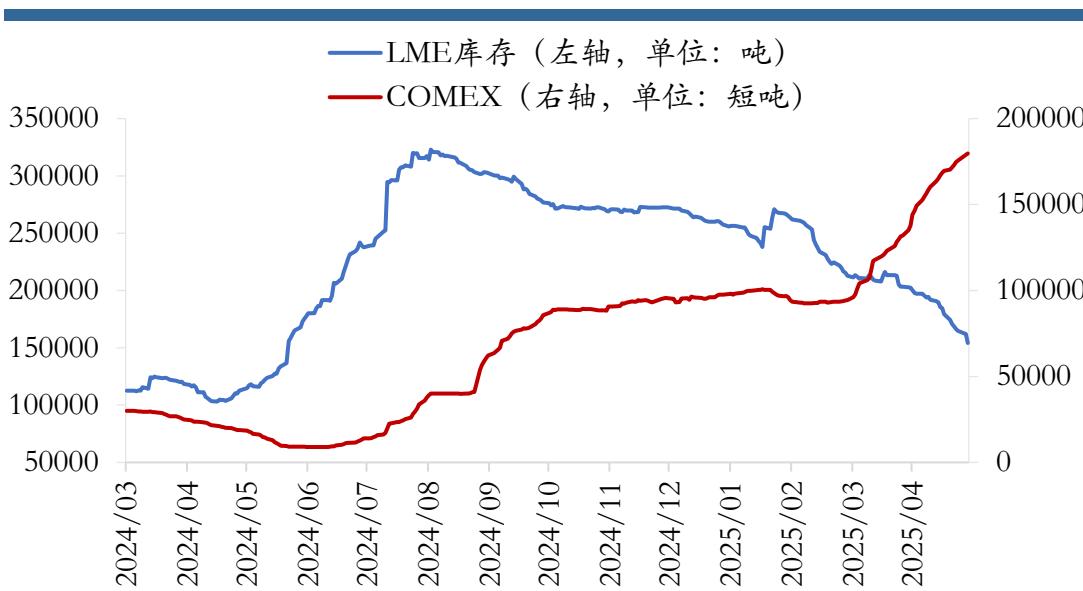


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶

4.1 铜：如全面关税取消，需求端有望迎来转机

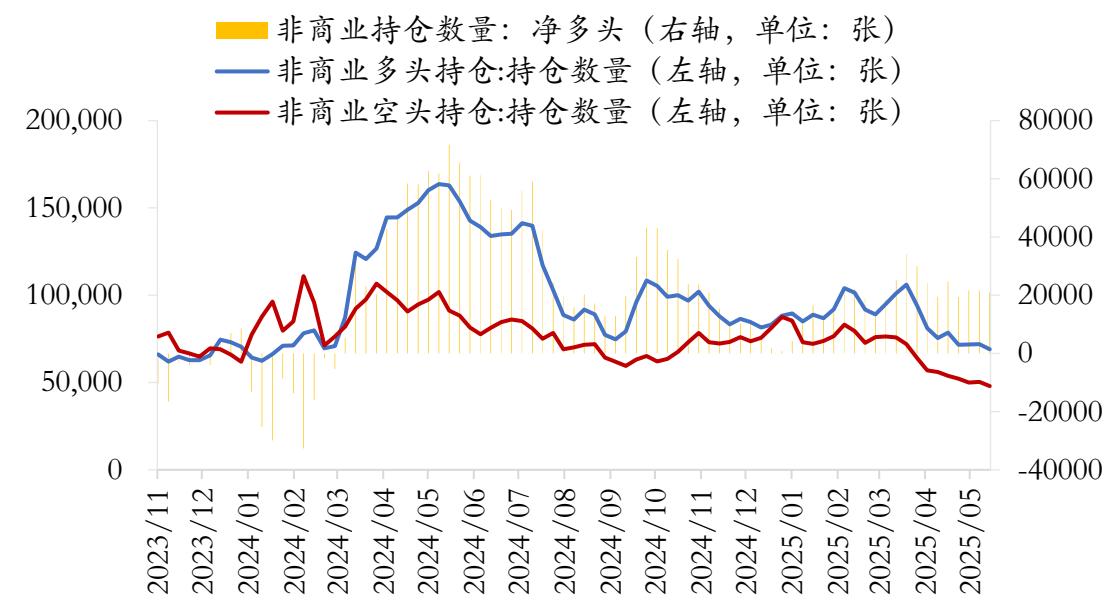
➤ 铜：如全面关税取消，需求端有望迎来转机。此前受美国对铜加征关税的担忧，制造商选择将铜库存转移至美国，加剧非美地区铜库存紧张与供需压力，全球铜库存由欧洲LME转向美国COMEX趋势较为明显。但如美国“对等关税”谈判取得积极进展，则有望推动需求端全面回暖，从而支撑铜价格上涨。目前，COMEX非商业多空头均有所下降，市场博弈力度减弱。因而，5月铜价大概率偏上行，但幅度较为有限。

库存持续从LME转向COMEX



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

COMEX铜非商业多空头均有所下降

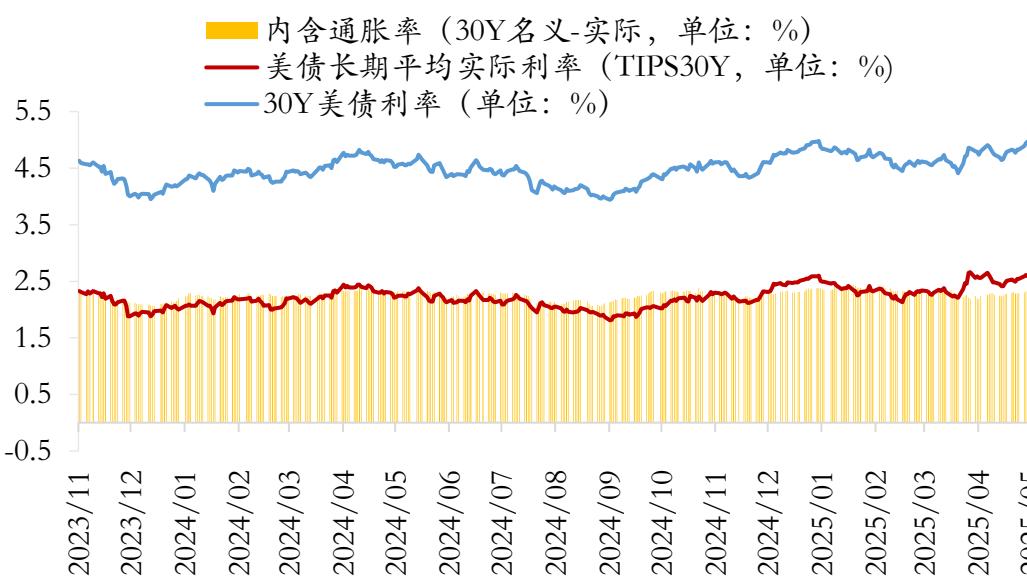


资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.1 黄金：关税风险缓释，存在回调可能

➤ 黄金：关税风险缓释，存在回调可能。随着美国法院裁定特朗普加征“对等关税”越权，尽管最终被美国巡回上诉法院要求搁置，但仍对此前特朗普政府逆全球化举措有所修正，90天谈判期内进一步加剧关税冲突概率不大，也有望推动全球资本市场修复对美元作为国际结算货币的信心和信用。因而，金价上行可能阶段性放缓，甚至由于美元指数走强存在回调风险。但考虑到美国和全球经济体就关税进行谈判结果仍有较大的不确定性，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



ETF持仓量明显回落



4.2 国内大宗：出口放缓影响逐步显现，需求弱势拖累价格

➤ 出口放缓影响逐步显现，需求弱势拖累价格。4月下旬以来，集装箱吞吐量等出口高频数据持续回落，表明出口放缓的影响逐步显现。而近期中美谈判等因素向出口传导可能尚需时日，短期内国内需求恐继续维持弱势拖累价格。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，维持此前判断，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。

地产与总需求继续下行拖累工业品价格

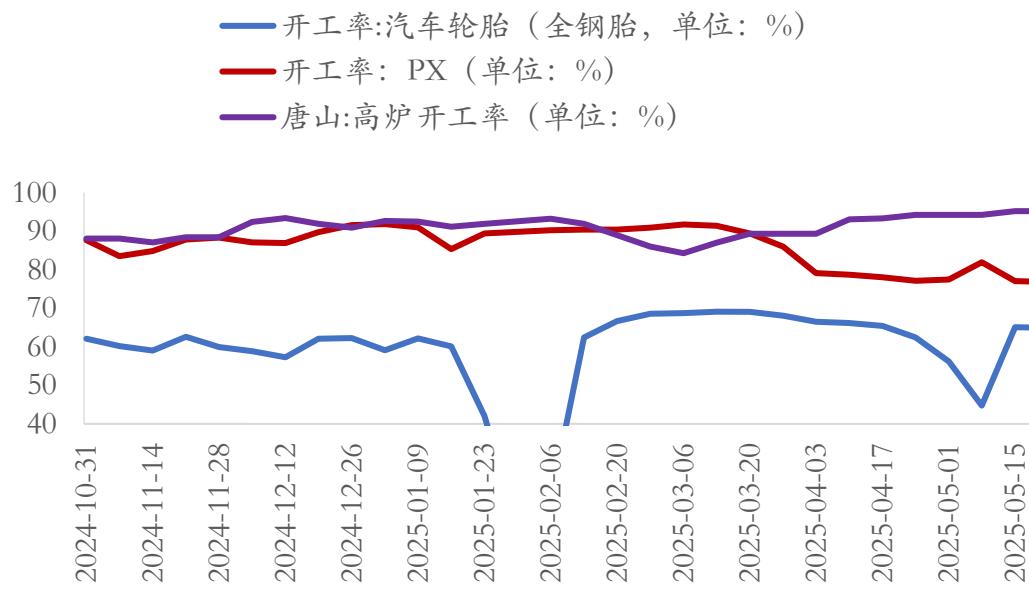
变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动 (1Y国债)	-0.01	0.00	-0.04	0.00	-0.06
长短利差 (10Y-1Y国债)	0.02	0.10	-0.02	0.04	0.09
M2同比差值变动	1.00	-0.90	0.73	-0.92	-0.24
基建投资累计同比变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新开工面积前12个月移动平均同比	-22.18	-1.14	-1.50	-1.04	0.68
竣工面积前12个月移动平均同比	-25.77	4.77	-0.53	0.42	23.14
销售面积前12个月移动平均同比	-6.73	1.39	0.74	1.24	-1.26
合计		4.22	-0.63	-0.26	22.36

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。

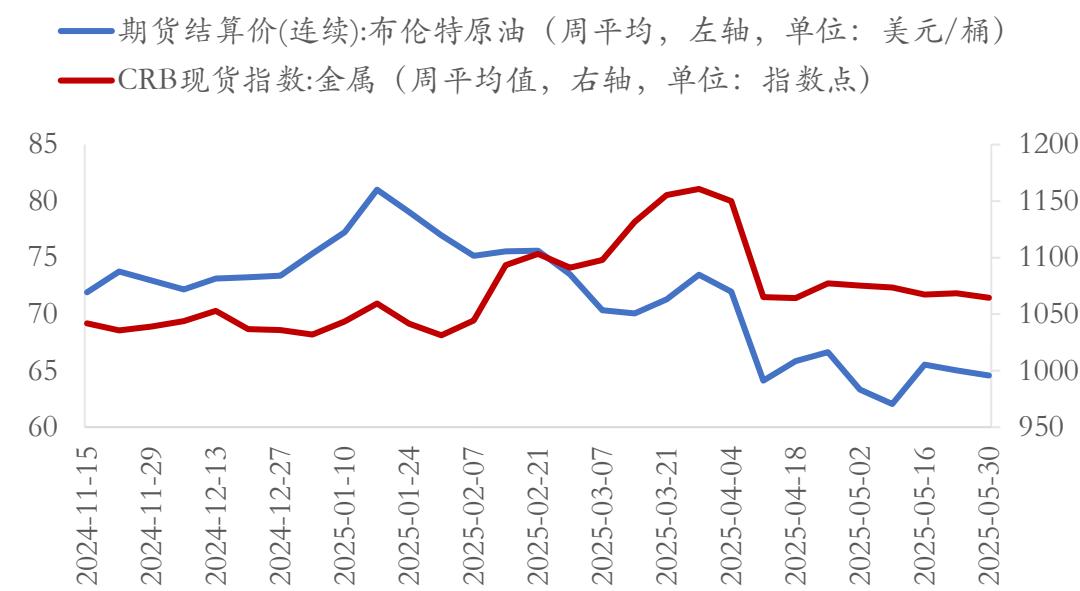
4.2 南华工业品指数：出口边际放缓拖累生产，但后续存在改善可能

➤ 南华工业品指数：出口边际放缓拖累生产端，但后续存在改善可能。5月前两周周均集装箱吞吐量环比较上月有所下降，同比增速较4月明显回落。受出口边际放缓拖累，典型工业品开工率有所分化，其中汽车全钢胎开工率五一假期后反弹回升至65%左右、较上月变化不大，油价下行拖累化工产业链推动PX开工率继续回落，仅唐山高炉开工率维持在95%的较高水平。5月钢材预估日产量持平于280万吨/天，整体变化不大。但考虑到5月中美关税谈判取得积极进展，并且美国法院裁定特朗普“对等关税”无效，后续出口仍有改善可能，但在出口明显改善前工业品价格预计延续偏空。

开工率分化，PX下降、轮胎持平、高炉上升



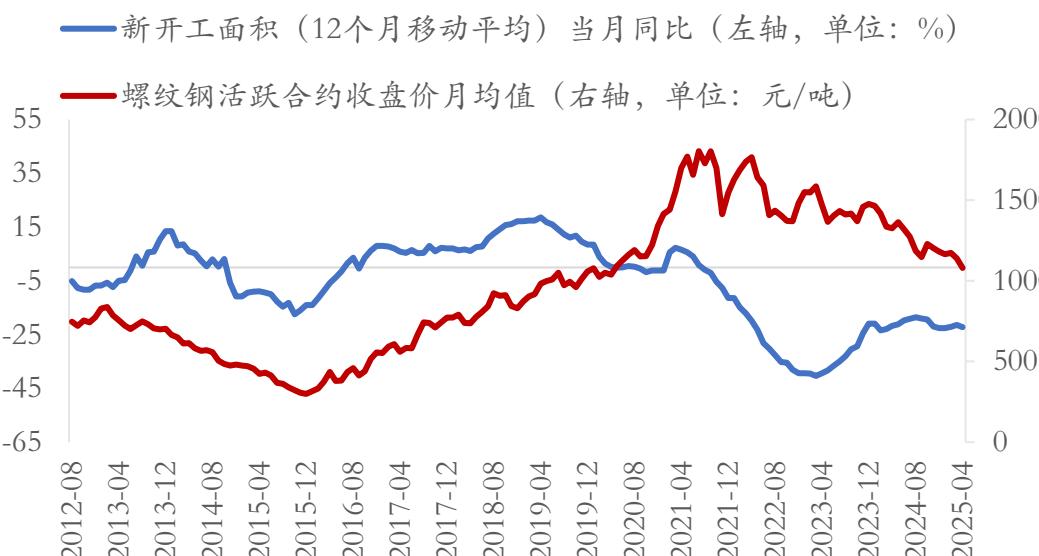
关税边际变化不大，能源与有色价格震荡企稳



4.2 南华螺纹钢指数：新开工偏弱，投资端未见发力

➤ 南华螺纹钢指数：新开工偏弱，投资端未见发力。5月钢材预估日产量较4月环比变化不大，建材价格均有所走弱，或反应当前投资端形成实物工作量有待提速。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，钢铁产能调整并未形成明显利好，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



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

螺纹钢库存水平持平

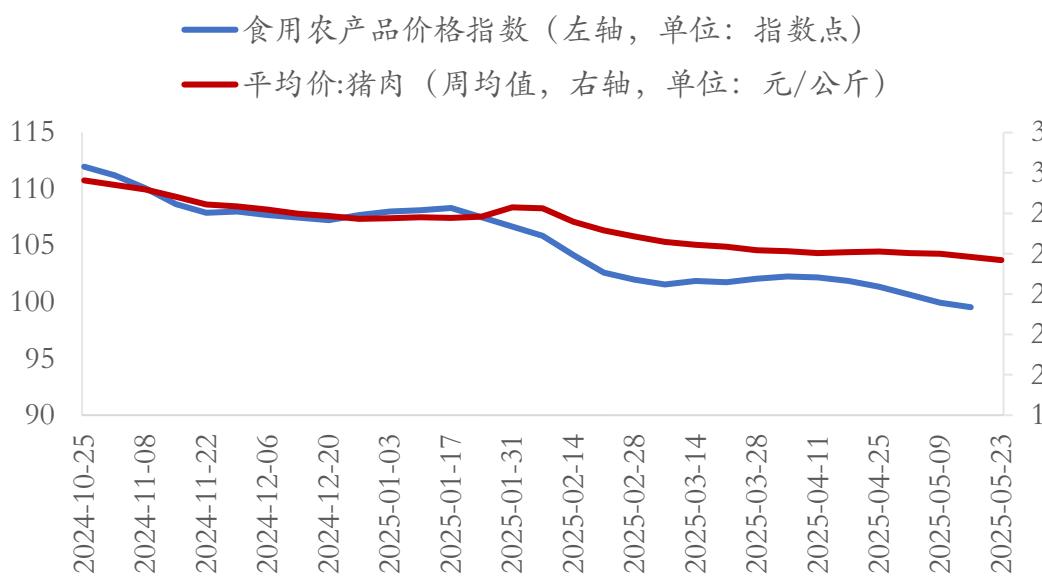


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天。

4.2 南华农产品指数：需求相对稳定

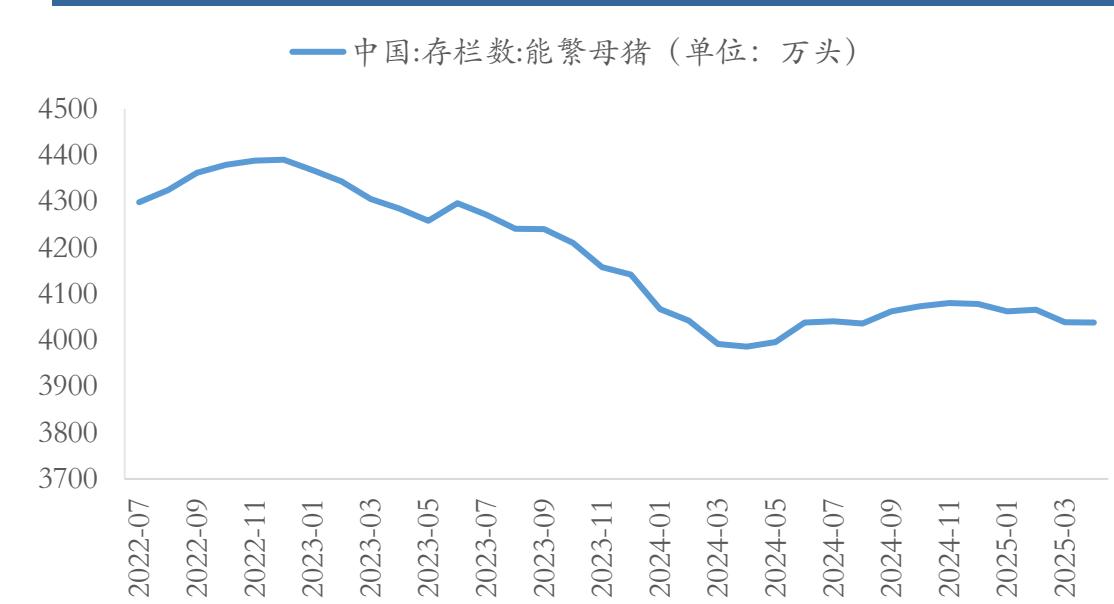
- **南华农产品指数：需求相对稳定。**猪肉价格略有下降，5月前三周猪肉平均价25.84元/公斤，延续缓慢下行态势，与去年同期均值同比上涨2.36%、较上月回落约1.2个百分点。进入5月食用农产品价格指数低位略有下降，能繁母猪存栏量整体变化不大，表明生猪产能持平。整体上看，需求和运输成本相对稳定，预计农产品价格维持震荡。

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

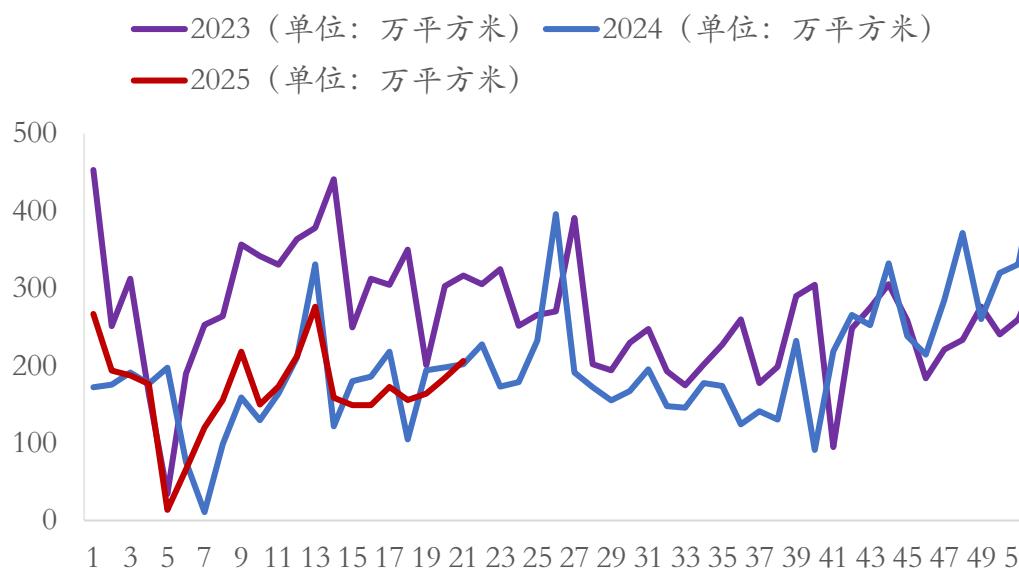


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头

4.2 南华玻璃指数：地产销售小幅改善，但可持续性较弱

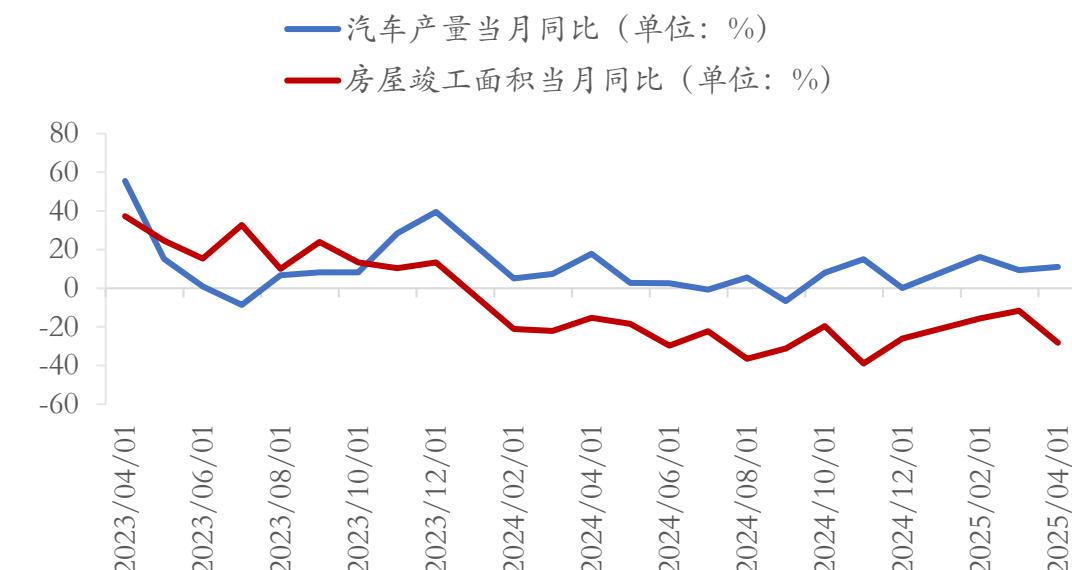
➤ **南华玻璃指数：地产销售小幅改善，但可持续性较弱。** 利率调降幅度不大、效果有限，预计6月中下旬地产可能重新承压。5月上旬央行“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”既降政策利率又降公积金贷款利率，短期内可能推动部分需求有所释放。但房价低迷可能导致购房者观望情绪依然浓厚。4月份，一线城市二手房住宅销售价格环比由3月的上涨0.2%转为下降0.2%，二线城市的新房价格指数依然维持0.0%、持平与前值。考虑到地产销售短暂修复后可能继续走弱，玻璃价格可能继续走弱。

5月30城商品房周销售面积有所改善，追赶2024年



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。

竣工面积同比增速下滑，汽车产量同比增速持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

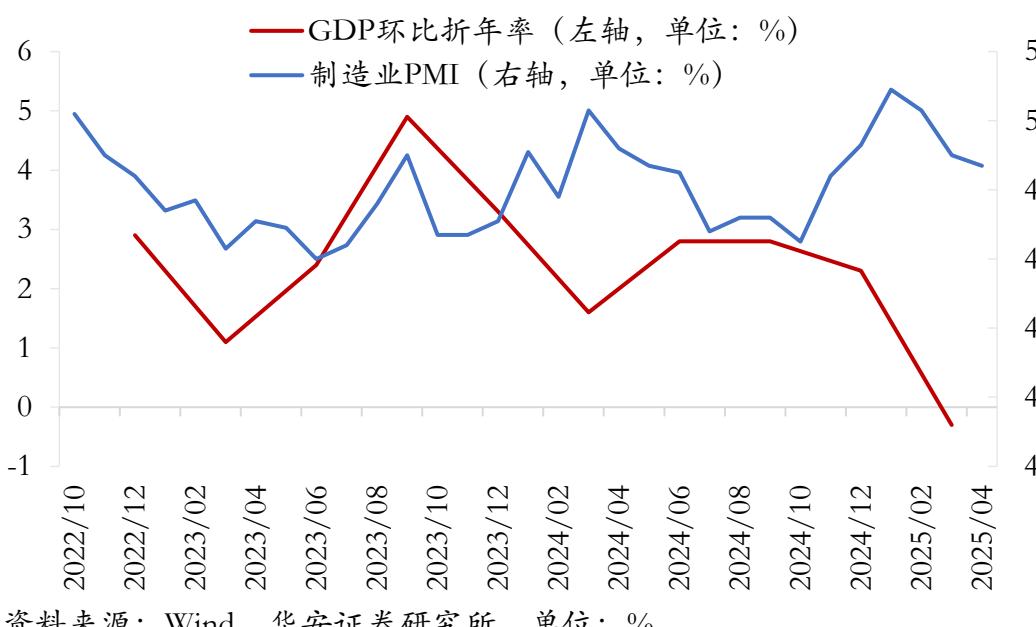
目录

- 1 配置逻辑：关税存在分歧但无加剧风险
- 2 权益：存在向上的契机
- 3 利率：政策端因不确定性维持谨慎
- 4 大宗：需求有待提振，继续拖累价格
- 5 汇率：关税弱化，继续“修复”美元信用

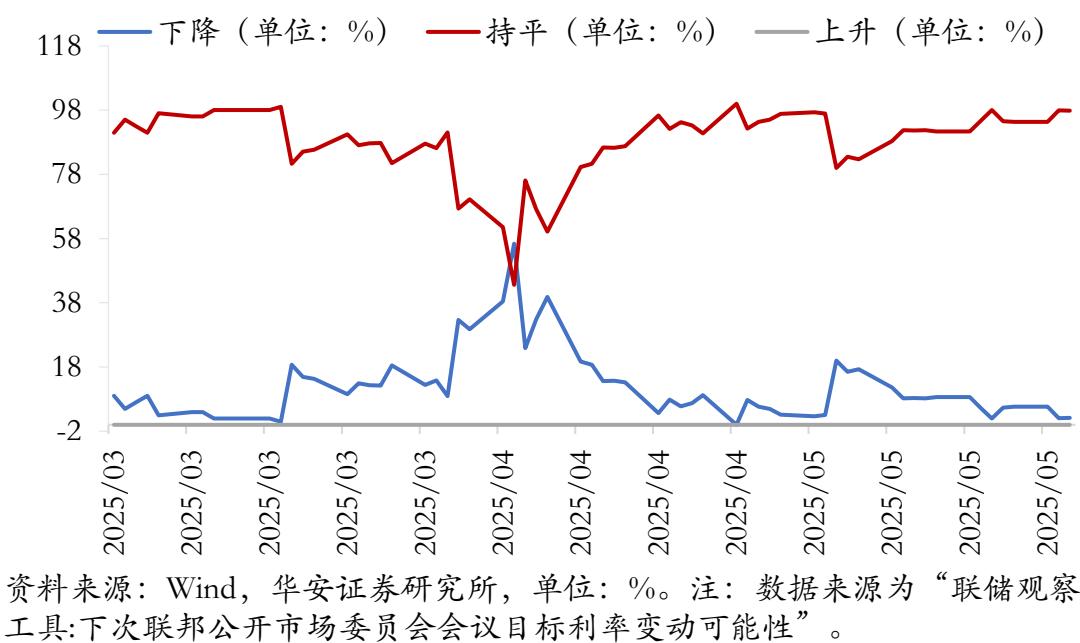
5.1 美元指数：关税弱化，继续“修复”美元信用

➤ 关税弱化，继续“修复”美元信用。进入5月，美国关税立场持续弱化，中美谈判取得积极进展，并且美国内部对于关税放缓存在分歧，可能进一步推动关税风险减弱。因而，美元“信用”有望得到缓慢修复，叠加美联储可能继续推迟年内重启降息时点，美元指数有望继续回升。

一季度自然灾害拖累美国GDP，美国PMI持续回落



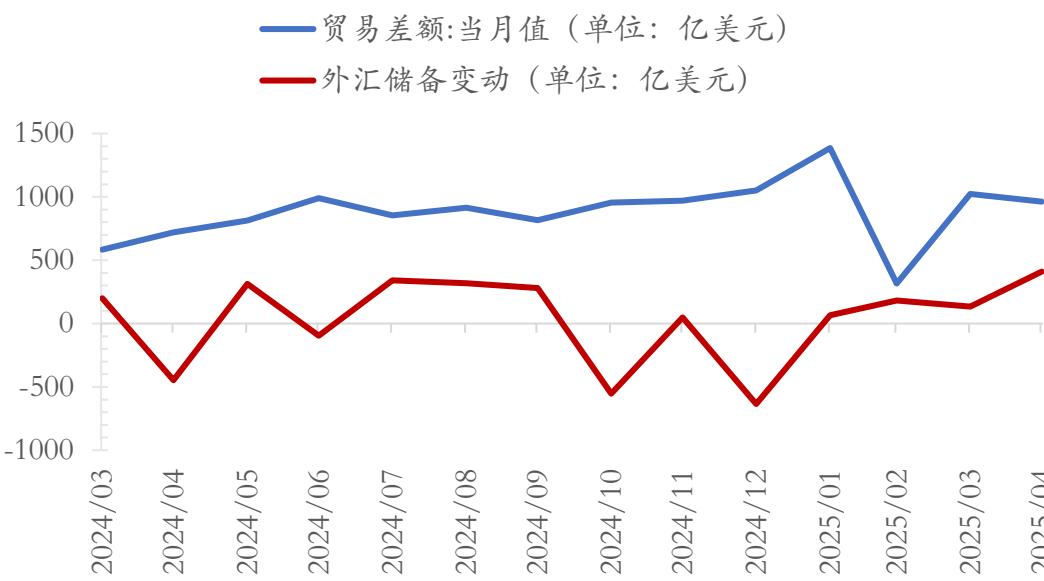
市场押注6月FOMC目标利率持平



5.2 人民币：美元走强后，制约人民币汇率升值空间

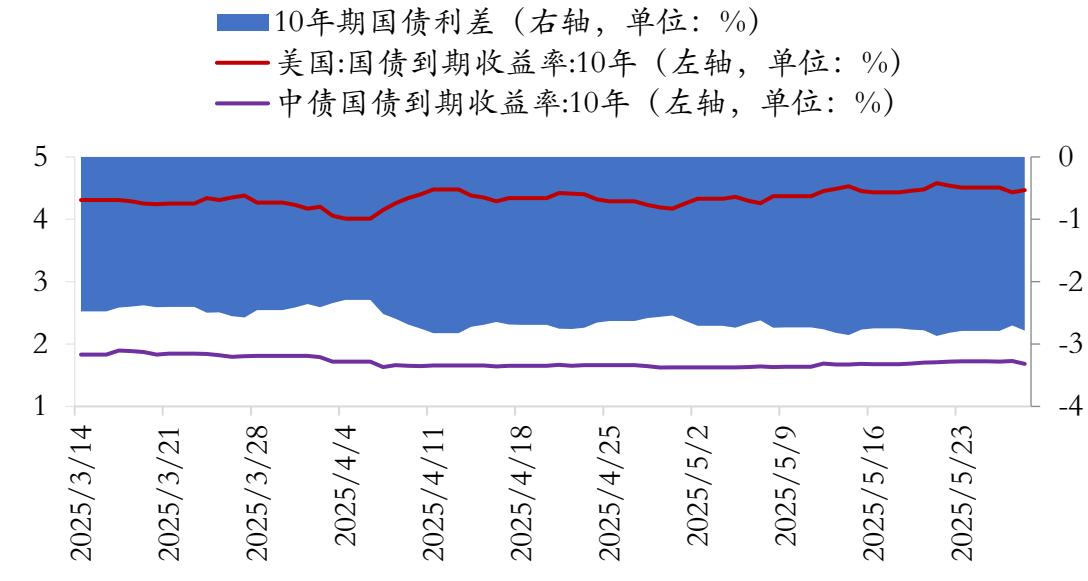
➤ 美元走强后，制约人民币汇率升值空间。进入5月后，中美关税风险缓释，中旬中美发表联合声明，经贸领域谈判取得积极进展，推动人民币汇率企稳回升。但随着关税风险进一步缓解，美元信用得到修复，推动美元有所走强，可能对冲人民币汇率利好因素。因而，人民币汇率中长期可能延续升值态势，但短期内可能受制于美元走强、维持震荡。

4月外汇储备净流入规模提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”变化不大



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。