



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年8月1日

美国关税风险平稳过渡

一大类资产配置月报第49期：2025年8月

分析师：郑小霞

SAC执业证书号：S0010520080001 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：关税风险有望平稳过渡，利好风险资产价格

大类	项目	本期：2025-7-30至2025-8-29			上期：2025-6-27至2025-7-30	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡上行	↑	多个重要事件平稳中过渡，叠加宏微观流动性充裕，市场中 期持续向好的基础将进一步巩固。	3424.23-->3615.72	5.59%
	创业板指	震荡上行	↑↑		2124.34-->2367.68	11.45%
	成长(风格.中信)	震荡上行	↑↑	从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位不利于消费风 格，但利率上行可能引发股债“跷跷板”，可能相对利好成 长风格。	6423.18-->6994.4	8.89%
	周期(风格.中信)	震荡上行	↑		4732.47-->5076.24	7.26%
	金融(风格.中信)	震荡下行	↓↓		8853.99-->9182.51	3.71%
	消费(风格.中信)	震荡	↑		10039.96-->10818.02	7.75%
	NASDAQ指数	震荡上行	↑	当前美国与其他国家关税谈判进展整体顺利，美国关税风险 平稳落地，有利于美股进一步上行。	20273.46-->21129.67	4.22%
	DSJ平均指数	震荡上行	↑		43819.27-->44461.28	1.47%
债券	1Y国债到期收益率（%）	震荡	→	长端短端利率回升，但通胀回归至中枢预期带动下，长端利 率上行幅度预计大于短端，带动期限利差扩大。	1.345-->1.396	5BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡上行	↑		1.646-->1.718	7BP
	2Y美债收益率（%）	震荡	→	美国与其他国家关税谈判整体顺利，“大而美”法案加剧美 国债务负担担忧，长端利率存上行风险。	3.73-->3.94	21BP
	10Y美债收益率（%）	震荡	↑		4.29-->4.38	9BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡下行	→	8月伴随着美国关税谈判逐步落地以及市场对于美联储降息 节奏的分歧有所收敛，预计国际大宗商品价格可能维持窄幅震 荡。OPEC+增产概率更大、价格存在下行压力，铜与黄金走 势面临不确定性，因而建议相对低配原油、铜，标配黄金。	65.52-->70	6.84%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡下行	↓		5.066-->4.596	-9.28%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡	↓		3269.2-->3270.9	0.05%
	南华工业品指数	震荡	↑	下半年整治“内卷式”竞争有望成为政策发力重点领域之一 ，但中央政治局会议未直接点名“反内卷”导致政策博弈有所 弱化，市场转向对政策具体落地的博弈。因而目前来看，国 内大宗商品整体建议标配，关注具体行业政策落地情况。	3533.86-->3758.81	6.37%
	南华螺纹钢指数	震荡	↑		1035.19-->1145.8	10.68%
	南华农产品指数	震荡	→		1078.11-->1098.55	1.90%
	南华玻璃指数	震荡	↑		1205.33-->1408.78	16.88%
汇率	美元指数	震荡上行	↑↑	关税风险缓释利好美元信用修复。中美利差“倒挂”收窄继 续利好人民币回升，但面临美元掣肘升值空间。	97.26-->99.97	2.78%
	美元兑人民币	震荡	↑		7.17-->7.18	0.19%

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：关税风险有望平稳过渡，超配权益和美元

1 美国与其他国家
关税谈判进展整
体顺利

2 国内结构性政策
发力仍是大概率
事件

3 出口维持偏高景
气，内需有待进
一步提振

本期：2025-7-30至2025-8-29			大类	项目	本期：2025-7-30至2025-8-29		
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	✓		
				DSJ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：美国关税风险有望平稳落地

2

权益：持续向上

3

利率：通胀引发向上推力

4

大宗：海外偏弱，关注国内供给端优化

5

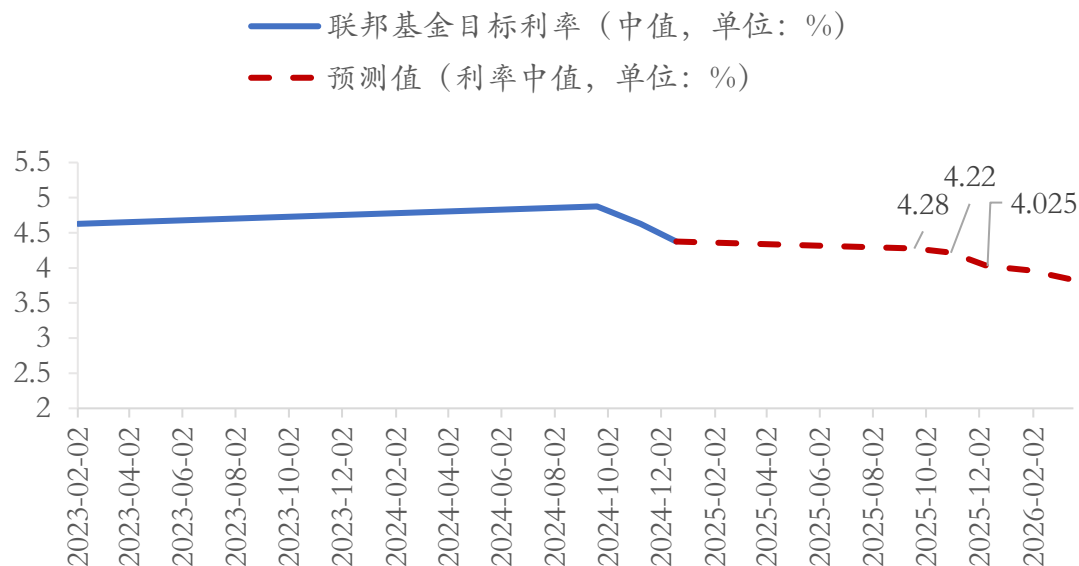
汇率：关税风险缓释利好美元信用修复



美国与欧盟、日本以及其他东南亚国家谈判整体顺利，降息仍待9月

- 当前美国与其他国家关税谈判进展整体顺利。①为避免30%的高关税，美国与欧盟达成15%的关税税率靠拢，并且据英国《金融时报》表示，15%的关税税率包含了特朗普正式就职前欧盟向美国出口商品4.8%的关税。换言之，实际上美国仅向欧盟征收10%的全球基准关税。②7月23日，美国总统特朗普在其社交平台发文表示，日本已同意从美国采购数十亿美元的军事及其他装备，与此相对应的是美国对日本关税税率定在15%。但日本方面表示还有待进一步商讨。③东南亚国家中，美国与印尼、菲律宾达成与越南相似的贸易协议，一方面将关税税率定在20%左右，另一方面对转口贸易设定更高的税率。
- 美联储对降息维持谨慎，维持9月重启降息的判断。7月议息会议后，鲍威尔表示并未确定美联储将在9月份如市场预期般降息。但考虑到美国经济增速放缓风险，9月降息仍为大概率事件，除非美国就业数据超预期回暖。

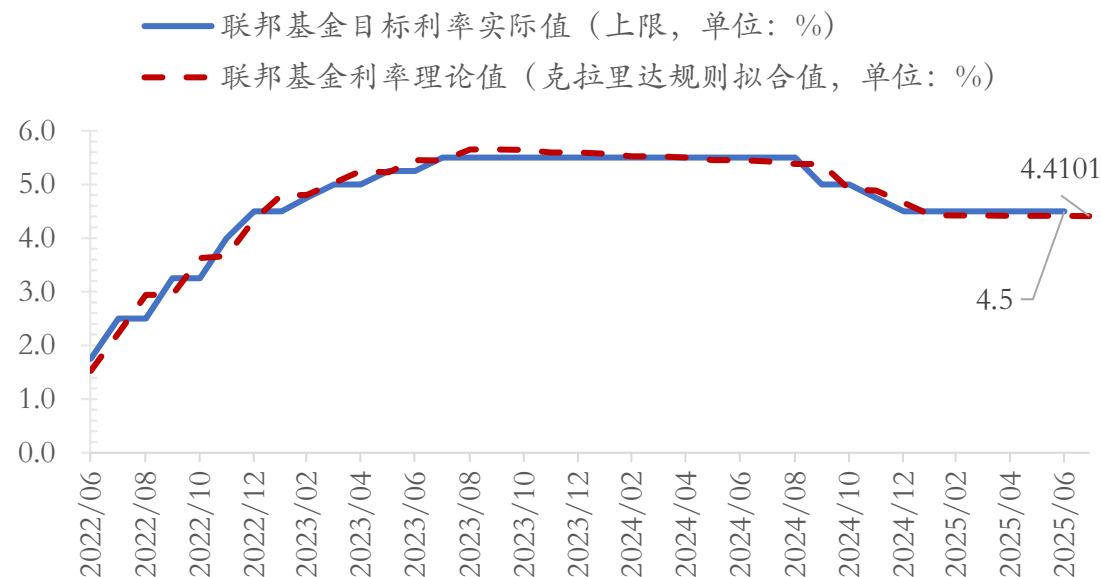
美联储利率观测器显示市场押注年底降息1次



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：7月31日。

克拉里达规则下，理论利率指引尚未给出明确降息信号



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



出口维持偏高景气，内需有待进一步提振

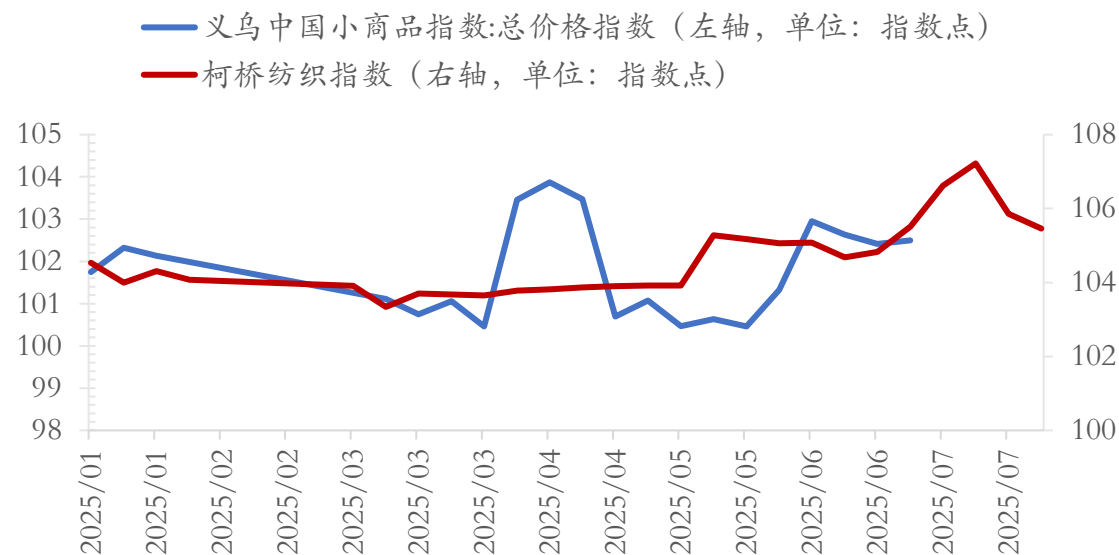
- ▶ 出口维持偏高景气，内需有待进一步提振。中美经贸领域摩擦风险逐步缓释，出口维持偏高景气，但服务消费、房地产等内需依然面临较大下行压力，基本面仍有待进一步提振。预计7月社零同比增长5.1%左右，固定资产投资累计同比增长，其中制造业投资累计同比7.5%、基建投资增速4.8%、地产投资增速-11.5%，出口同比6.2%；6月CPI同比-0.3%、PPI同比-3%。
- ▶ 汽车、家电等大宗商品消费“国补”接力支撑，服务类消费有待提振。7月前四周乘用车批发和零售当周日均销量累计同比分别增长2.77%和14.26%，6月下旬新一轮“国补”资金到位，政策支撑下乘用车同比销量依然偏高。但进入下半年后，基数逐步抬升可能导致消费品“以旧换新”对社零支撑作用放缓。商品价格7月企稳，柯桥纺织指数从105小幅升至106。可选服务类消费并无改善迹象，电影票房收入依然低迷。

乘用车零售同比增速提升、批发同比增速回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

柯桥纺织指数冲高回落



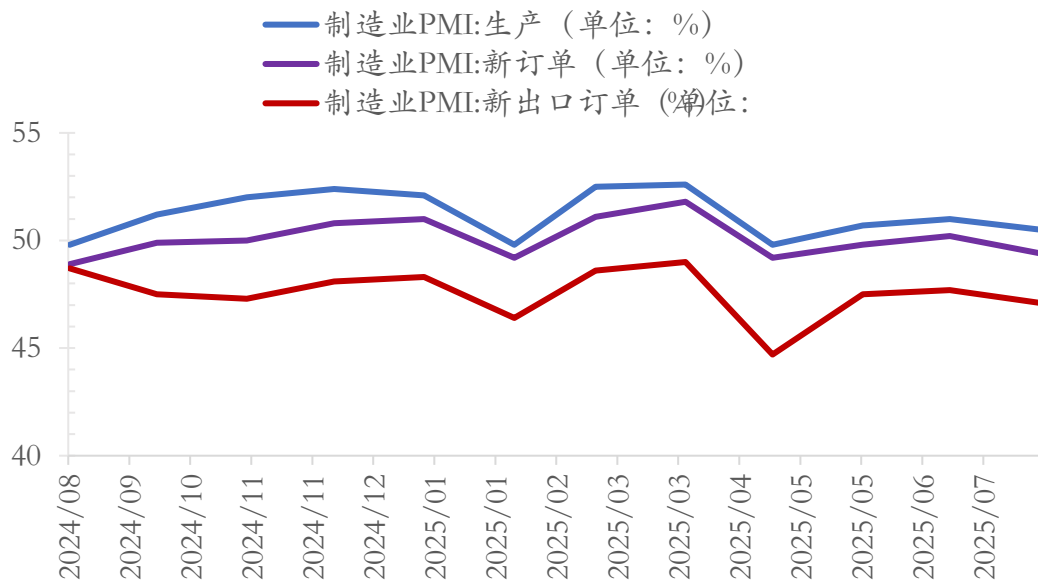
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



结构性压力持续显现，PMI在荣枯线之下回落

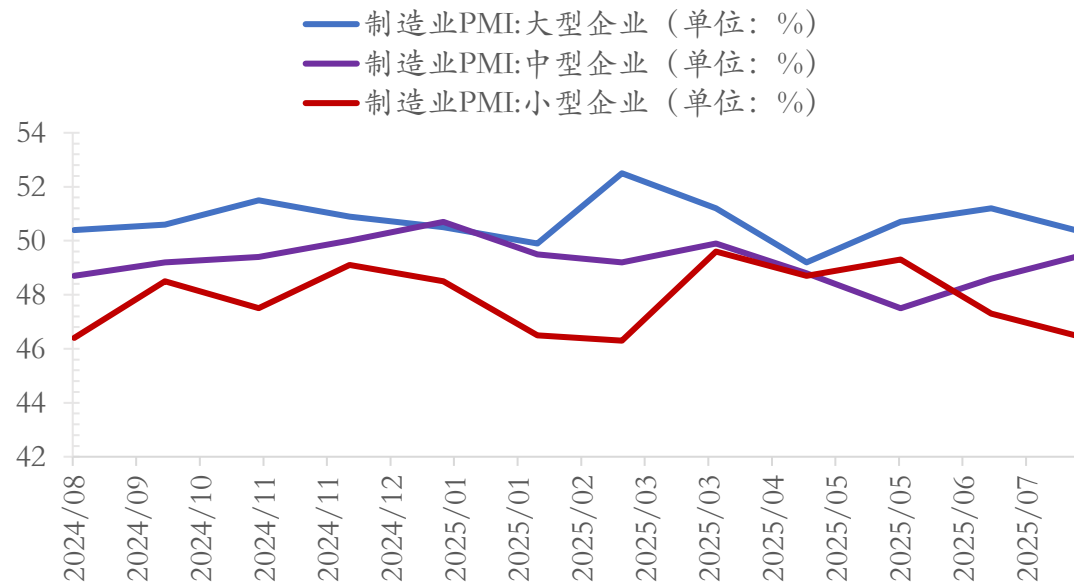
► 结构性压力持续显现，PMI在荣枯线之下下探。7月制造业PMI为49.3%，较上月下降0.4个百分点，在荣枯线之下回落。①生产、新订单均有所下降，新订单指数回落幅度高于新出口订单或表明内需弱于外需。7月生产、新订单和出口订单指数分别为50.5%、49.4%和47.7%。②毕业季结束后就业压力略有放缓，从业人员指数低位有所回升。7月从业人员为48%，较上月回升0.1个百分点，但总体上看结构性就业问题仍存，恐继续影响居民就业和收入修复。③服务业复苏势头不强。7月份，服务业PMI为50%，较上月下降0.1个百分点。从不同企业类型PMI来看，中型企业PMI温和回升，但小型企业PMI较上月下降0.9个百分点，微观市场主体活力依然不强。

生产、新订单均有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

中型企业PMI温和回升，但小企业PMI继续下探



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

- 1 配置逻辑：美国关税风险有望平稳落地
- 2 权益：持续向上
- 3 利率：通胀引发向上推力
- 4 大宗：海外偏弱，关注国内供给端优化
- 5 汇率：关税风险缓释利好美元信用修复



2.1 国内权益：持续向好，但热烈情绪面临业绩考验

- 我们在8月策略月报《持续向好，但热烈情绪面临业绩考验》（2025-07-27）中指出，中央政治局会议、美联储议息会议及后续中美关税谈判等多个重要事件在平稳中过渡，叠加宏观流动性充裕，市场中长期持续向好的基础将进一步巩固。但中报披露在即，业绩面临检验，经济基本面尚不具备全面支撑基础，因此行业尤其个股分化将加剧。配置重视三条主线：①成长科技强者恒强，包括AI、机器人、军工。②景气支撑或业绩超预期领域，如稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品。③政治局会议结构性政策潜在超预期方向，包括服务消费和房地产。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位不利于消费风格，但利率上行可能引发股债“跷跷板”，可能相对利好成长风格。

上证指数相对占优，关注利率上行对应市场风格变化

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）	-0.03	0.09	0.12	0.03	0.13	0.03	-0.04
长短利差变动（10Y-1Y国债）	0.05	-0.02	0.18	0.42	0.06	0.01	0.01
短端利率变动（2Y美债）	-0.01	0.03	0.08	0.06	0.02	0.05	0.02
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.02	0.01	0.03	0.04	0.04	0.00	0.00
M2同比差值变动	0.40	0.49	1.25	0.93	0.30	0.18	0.48
社融同比差值变动	0.20	-0.31	-0.77	-0.29	-0.38	-0.52	-0.36
新发基金规模（自然对数）	6.64	0.40	-1.97	-4.55	-0.34	0.40	-0.23
合计		0.68	-1.09	-3.36	-0.18	0.14	-0.12

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）：成长科技强者恒强，关注算力、AI、机器人、军工

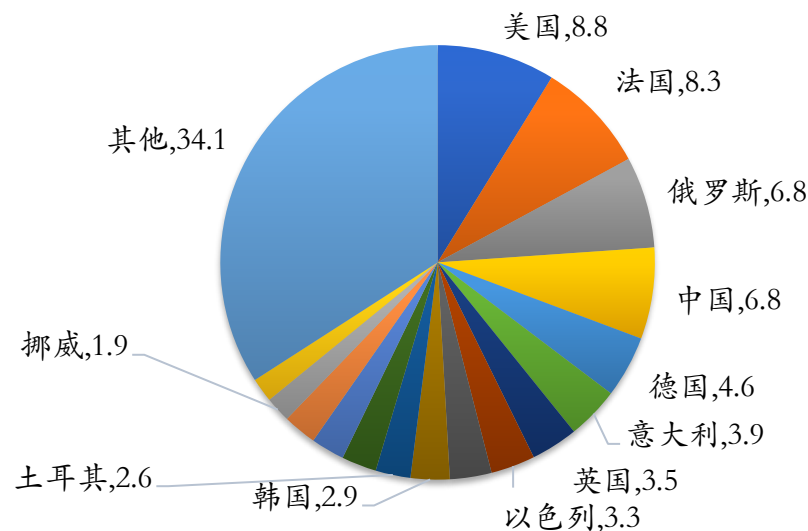
- ▶ **AI算力需求旺盛，带动算力建设需求高增。**互联网大厂加大对于资金投入，AI竞赛进一步升级。2024年腾讯、阿里巴巴资本性支出分别达到960亿元、860亿元，相较2023年同比增速分别高达103%、161%，而2023年同比增速仅分别为-7%、-4%，2024年AI建设投入明显加速，并且在DeepSeek-R1等标志性模型的发布推动下，国内AI大模型建设步伐预计进一步提速。在全球AI竞赛加剧背景下，与AI产业链上游建设相关的板块景气度将持续提升。
- ▶ **国防军工：性能表现被实战验证情形下出口形势向好，且下半年存在十五五规划、阅兵式等重磅催化事件。**国产武器性能得到实战印证，出口有加速预期。地缘政治冲突频发，叠加十五五规划、9月阅兵式等，下半年军工仍存在较多催化事件。

半导体景气度近月以来持续上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。

2020-2024我国武器出口比例排全球第四，仍有较大空间



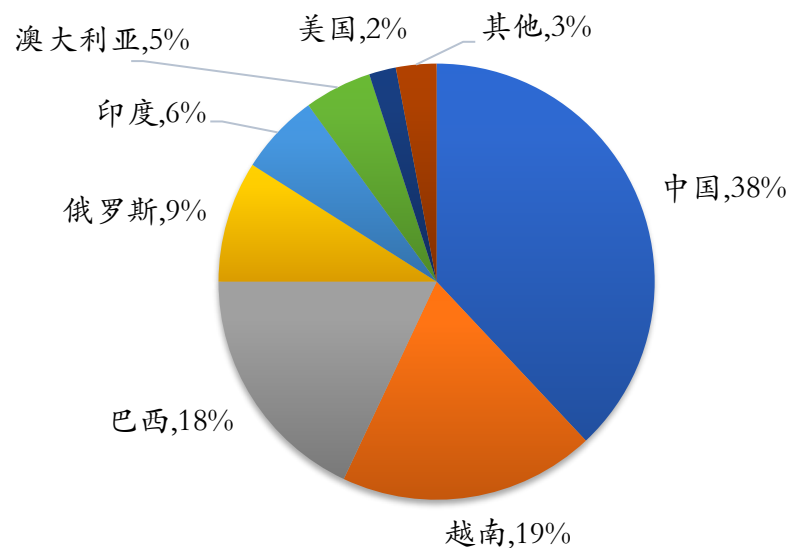
资料来源：SIPRI，华安证券研究所。单位：%。



2.1 国内权益（2）：具有景气支撑或业绩超预期的细分领域，如稀土等

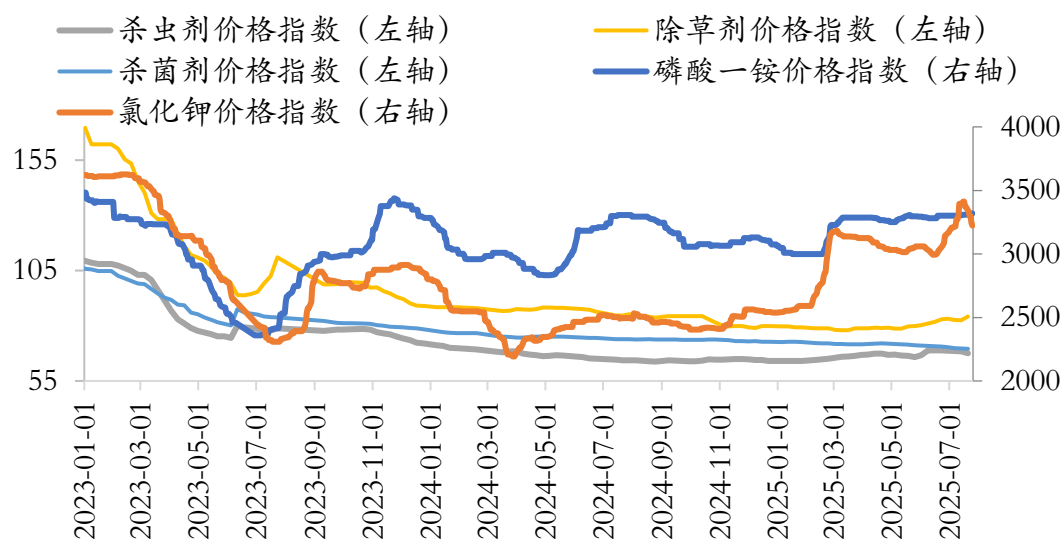
- ▶ 中国在稀土领域具备绝对的全球优势，若贸易形势严峻，稀土作为重要的反制手段将带来事件催化下的估值提升机会。据USGS统计，2023年中国稀土储备占全球38%，远超第二名越南的19%。在稀土冶炼产品上，中国占全球产量的96%，无论是从储备还是产量来看，中国在全球都具备绝对优势。而稀土材料广泛应用于军事、半导体等尖端、关键领域，并且在中美谈判过程中也展现出了筹码优势，后续在中美谈判不断磨合的过程中，稀土有望成为谈判热点领域被反复提及。
- ▶ 工程机械、农化制品、摩托车：反内卷和基建投资加码带动需求增长预期。杀虫剂、除草剂于2025年均呈现出触底反弹迹象，农药品类整体涨价趋势较为明显。考虑到今年干旱、虫害增多，同时基于粮食安全大战略背景下，保粮重要性程度持续提升，这也将带来对农化制品的需求。

2023年全球主要国家稀土矿产品储备占比



资料来源：USGS，《中国稀土形势分析及储备》，华安证券研究所。

农化产品价格仍有明显上涨倾向



资料来源：wind，华安证券研究所。



2.1 国内权益（3）：政治局会议后结构性政策有望超预期的方向

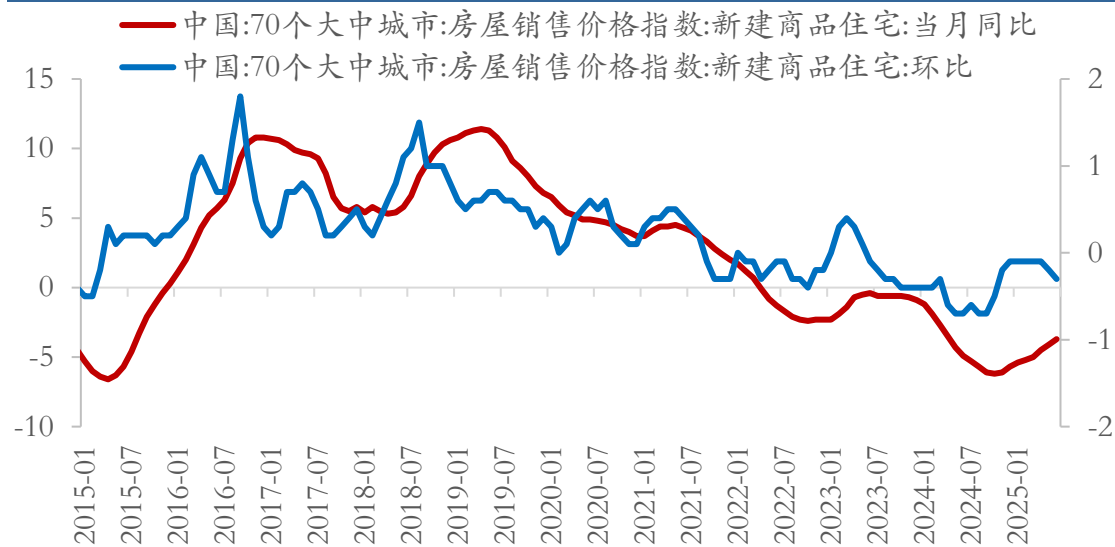
- 促消费政策作为今年首要任务仍有继续发力空间，尤其在服务消费上。社零增速有所回升但绝对增速仍然偏低。截至2025年6月，社零同比增速为4.8%，较5月下降1.6个百分点，虽然今年社零增速整体有所回暖，但6月仍存一定边际下滑压力，PPI、CPI数据也显示内需增长动力不足，7月政治局会议对促消费做出政策性部署。
- 当前房地产仍存较大下行压力，地产政策有望进一步宽松，当前地产受政策催化下的上涨模式仍有空间。房价边际下行压力仍然较大。截至2025年6月，70大中城市房屋销售价格指数同比为-3.7%，环比为-0.3%，二季度房屋价格环比降幅整体较一季度小幅扩大，显示出当前地产下行压力仍然明显，预计7月政治局会议后在地产方面仍有进一步宽松政策落地。

社零增速有所回升但绝对增速偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。

地产销售价格仍存较大下行压力



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。左轴为同比，右轴为环比。



2.2 美股：关税风险平稳落地，美股有望进一步上攻

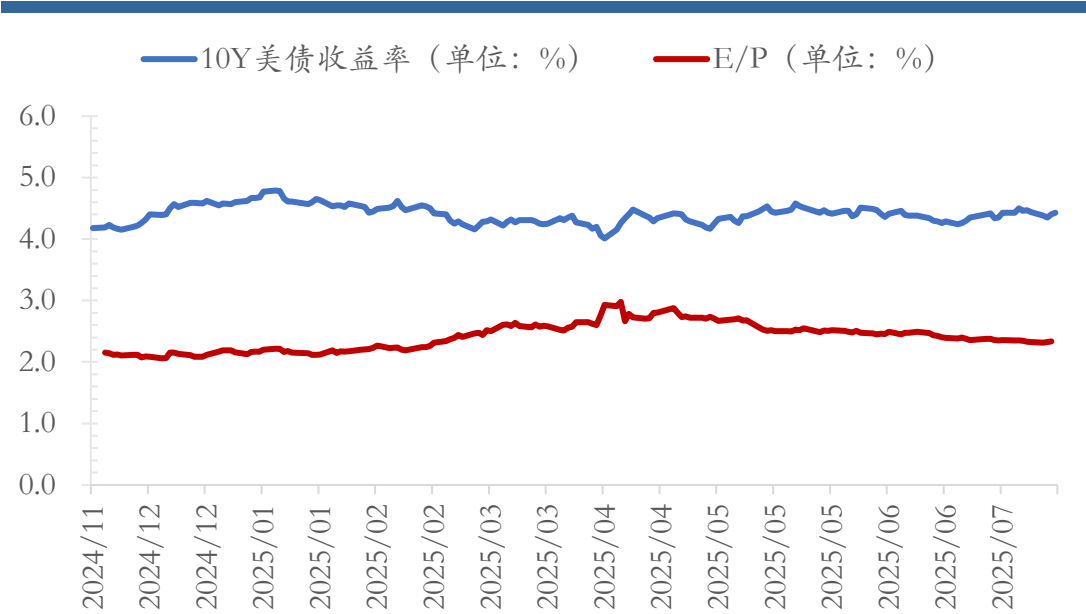
➤ **关税风险平稳落地，美股有望进一步上攻。**当前美国与其他国家关税谈判进展整体顺利，美国与欧盟、日本较为明确向15%关税税率谈判靠拢并取得进展，除汽车产业之外仍存较大分歧点，其余内容达成一致的的概率明显增强。并且，除英国之外，与欧盟、日本等其他发达经济体关税税率仅15%，越南、印尼、菲律宾等东南亚国家的税率在20%左右，整体上处于较低水平。因此，美国关税风险平稳落地，有利于美股进一步上行。因子分析显示，在纳指和道指中相对偏向于纳指。

因子分析显示，纳指具备相对优势

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）	-0.01	0.00	0.00
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.02	0.00	0.01
失业率（季调）变动	-0.10	-0.16	-0.07
美国CPI环比	0.30	0.61	-0.12
美国PPI环比	0.00	0.00	0.00
合计		0.46	-0.18

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。

股息率与10Y美债收益率缺口小幅扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1

配置逻辑：美国关税风险有望平稳落地

2

权益：持续向上

3

利率：通胀引发向上推力

4

大宗：海外偏弱，关注国内供给端优化

5

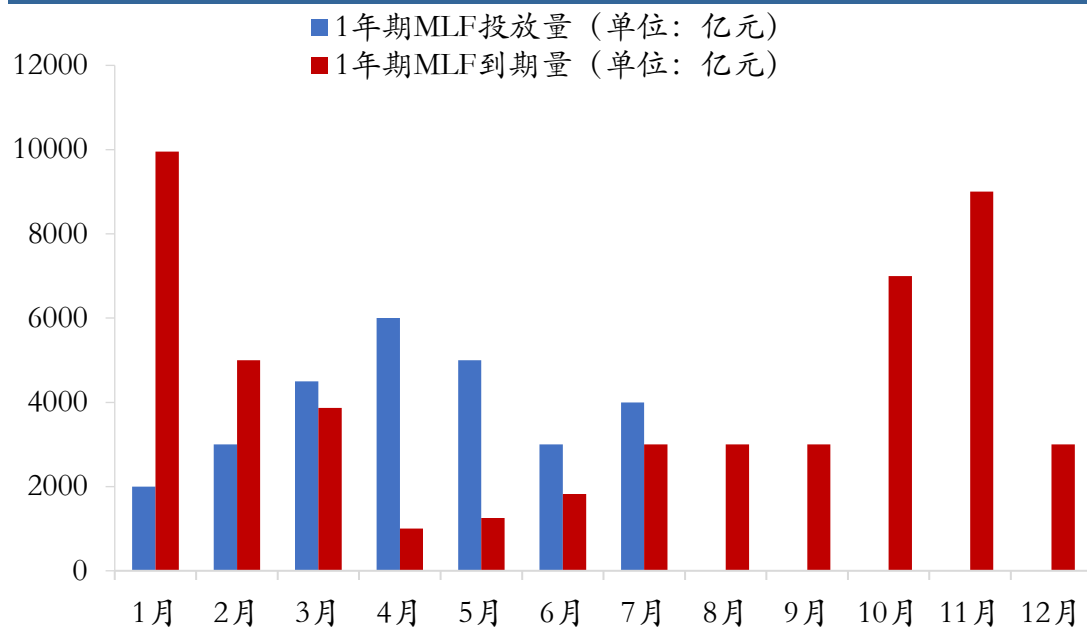
汇率：关税风险缓释利好美元信用修复



3.1 国内债券：政策难以加码宽松，通胀回升预期带动利率上行

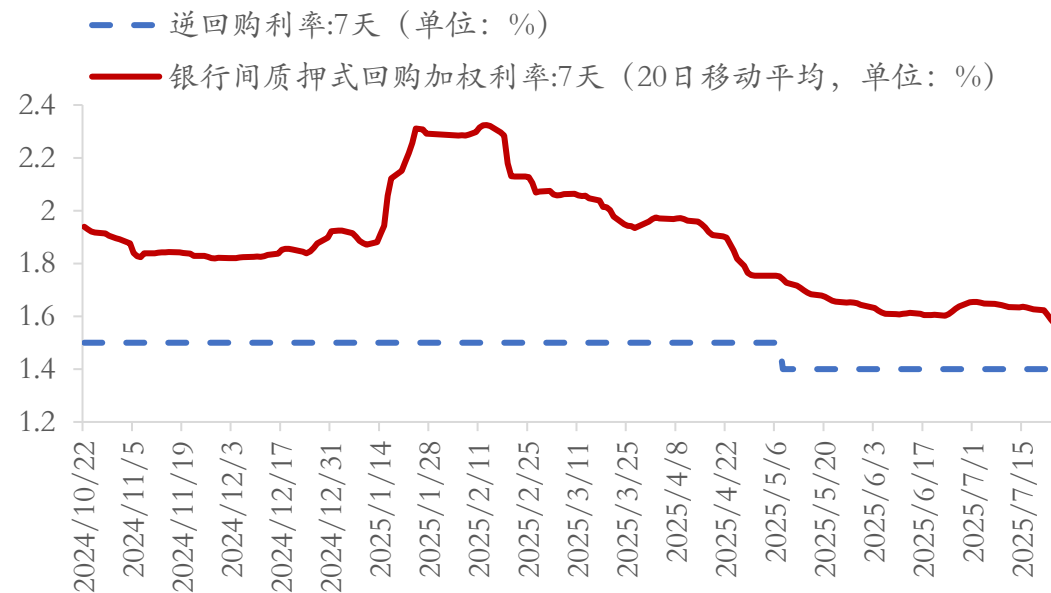
- 政策难以加码宽松，通胀回升预期带动利率上行。短期看，货币政策加码全面宽松的概率不大。一方面，上半年GDP增速达5.3%，加码政策的迫切性不强。另一方面，当前美元兑人民币汇率还在7.1上方，在美联储对降息维持审慎态度的情况下，汇率也掣肘央行全面宽松空间。但近期整治“内卷式”竞争加速推进，工业品价格呈现企稳回升迹象，带动通胀回升预期有所改善，有望带动利率上行。

政策端超额续作维持流动性合理充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007延续下行，短端资金压力偏低



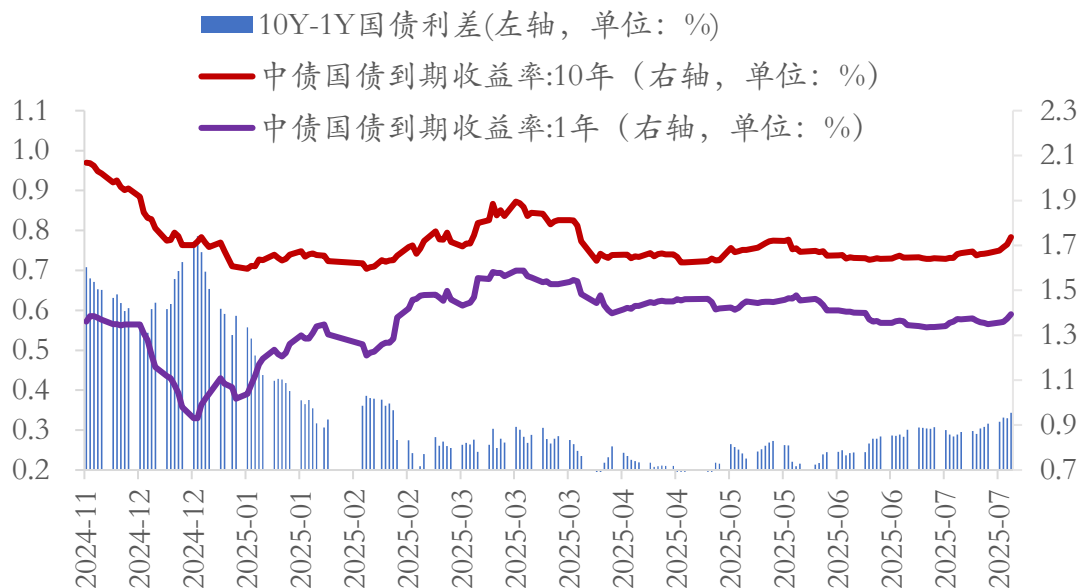
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.1 国内债券：通胀回升预期带动期限利差扩大

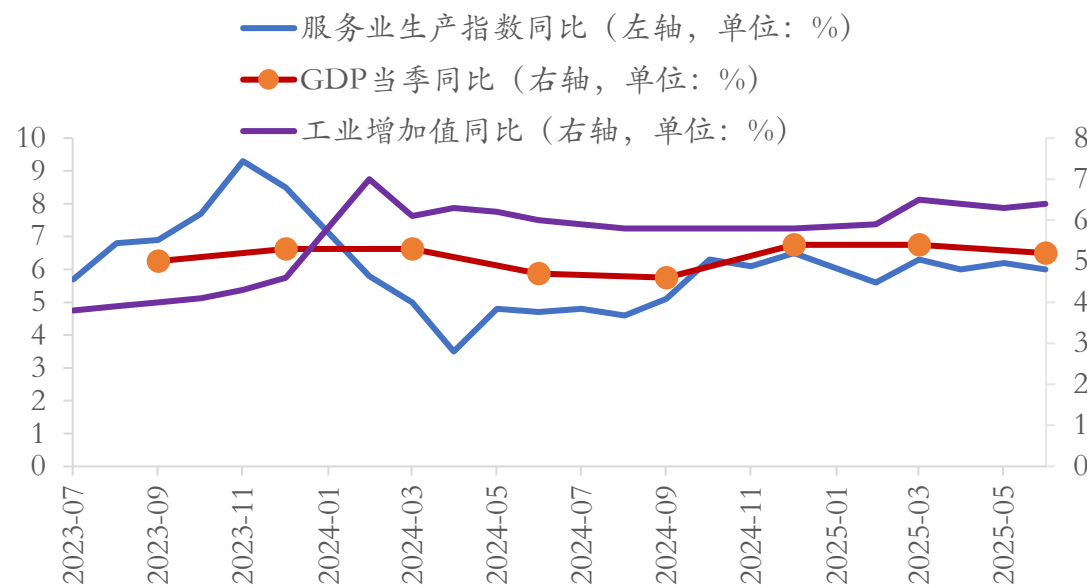
- ▶ **通胀回升预期带动期限利差扩大。**当前经济增速整体稳定，基本面带动期限利差概率较小。考虑到今年3月政府工作报告将全年通胀目标从往年的“3%左右”调整为“2%左右”，伴随着近期整治“内卷式”竞争政策持续加码，工业品、农产品价格有望回升。如对标年初政府工作报告确定目标，下半年大宗商品和通胀还有明显的回升空间。因此，通胀可能成为当前和后续一段时间期限利差的主要影响因素。
- ▶ **长端短端利率回升，但通胀回归至中枢预期带动下，长端利率上行幅度预计大于短端，带动期限利差扩大。**

长端利率回升快于短端，期限利差扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

经济增速整体稳定，基本面带动期限利差概率较小



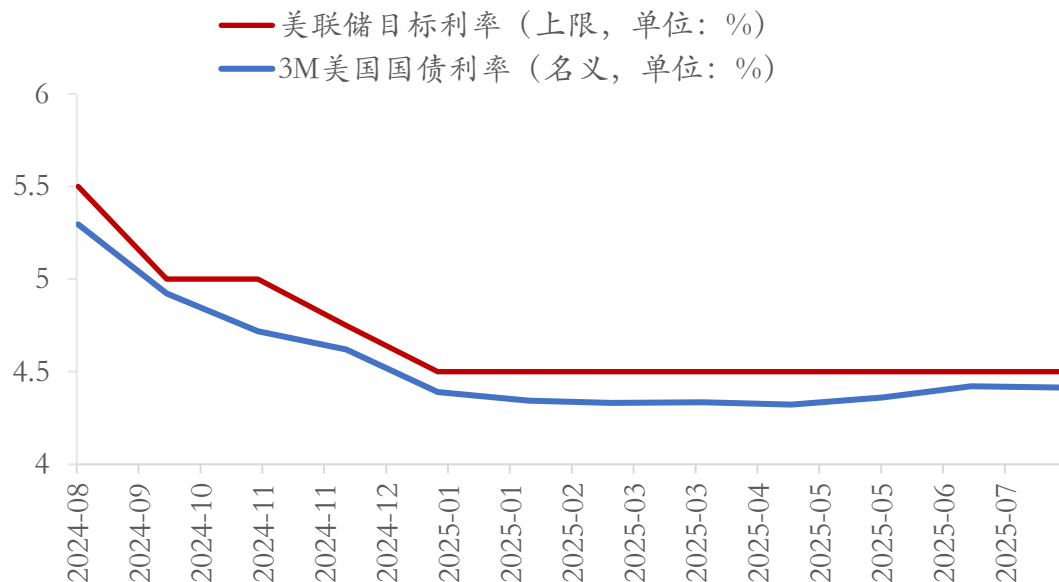
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）持平

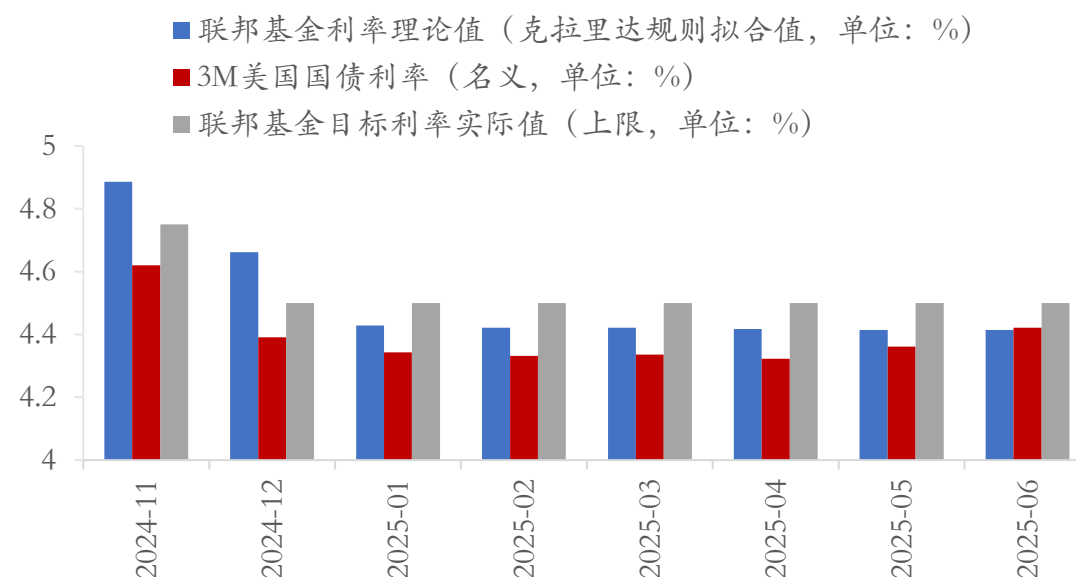
- 美债利率大概率震荡，向上风险不容忽视。根据伯南克三因素框架判断，8月美债利率走势依然主要围绕期限利差和内含通胀预期博弈。①美联储7月议息会议维持利率不变，9月议息会议降息仍保持谨慎，短期实际利率变动有限。②美国与其他国家关税谈判整体顺利，“大而美”法案加剧美国债务负担担忧，长端利率存上行风险。③关税对通胀担忧仍存，通胀恐预期小幅抬升。
- 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平。考虑到美联储三季度末之前降息概率下降，因而短期实际利率预计在三季度维持不变。

美联储谨慎降息，短期实际利率上靠政策利率



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

理论利率下降，但谨慎降息推升短期实际利率



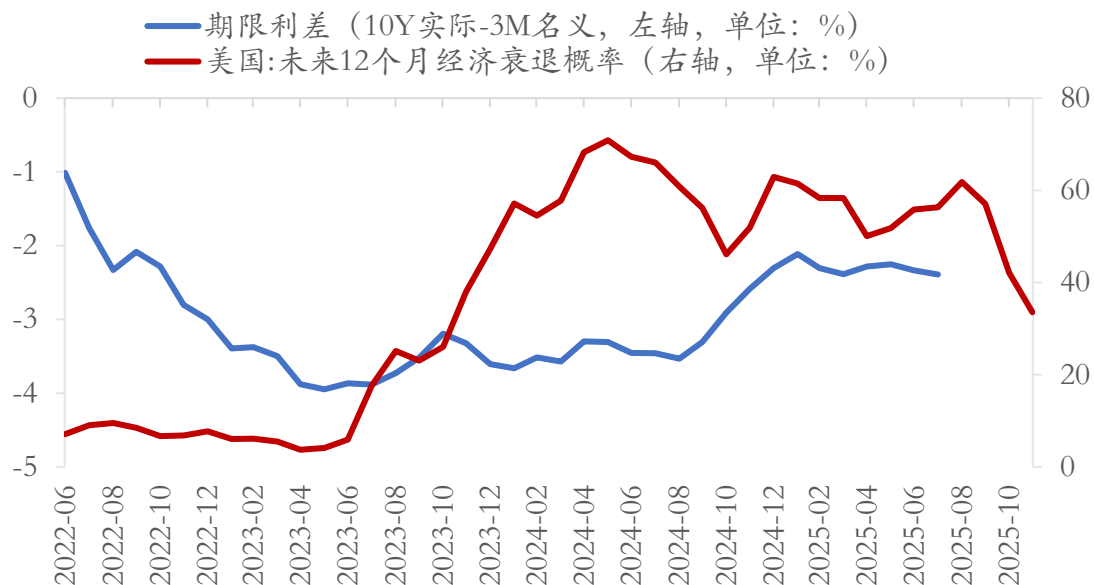
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



3.2.2 美债：实际利率负期限利差收窄可能

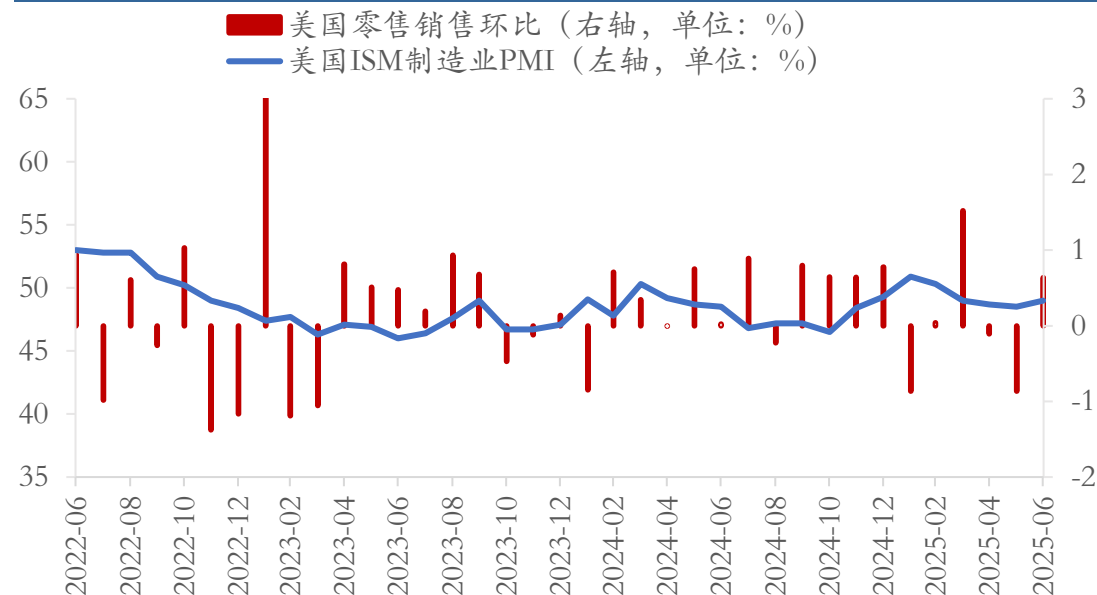
► 美债：实际利率负期限利差收窄可能。一方面，“大而美”法案的推动下，美国财政支出扩张伴随着美债发行和供给增加，同时对美国经济正向刺激而导致利率下行受阻，甚至引发投资者抛售美债导致利率上升，故7月上旬“大而美”法案通过后，美债利率出现了一定程度反弹。另一方面，伴随着“大而美”法案解决债务上限以及近期美国关税谈判进展顺利，美国经济软着陆信心明显增强。6月美国ISM-PMI回升至49%，零售销售额环比增长0.64%，也表明近期美国经济增速放缓压力有所缓解。受此影响，预计实际利率负期限利差存在收窄可能，带动10Y美债利率偏上行，但预计幅度较为有限。

三季度美国经济有望软着陆



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值

美国零售销售额与PMI同步反弹



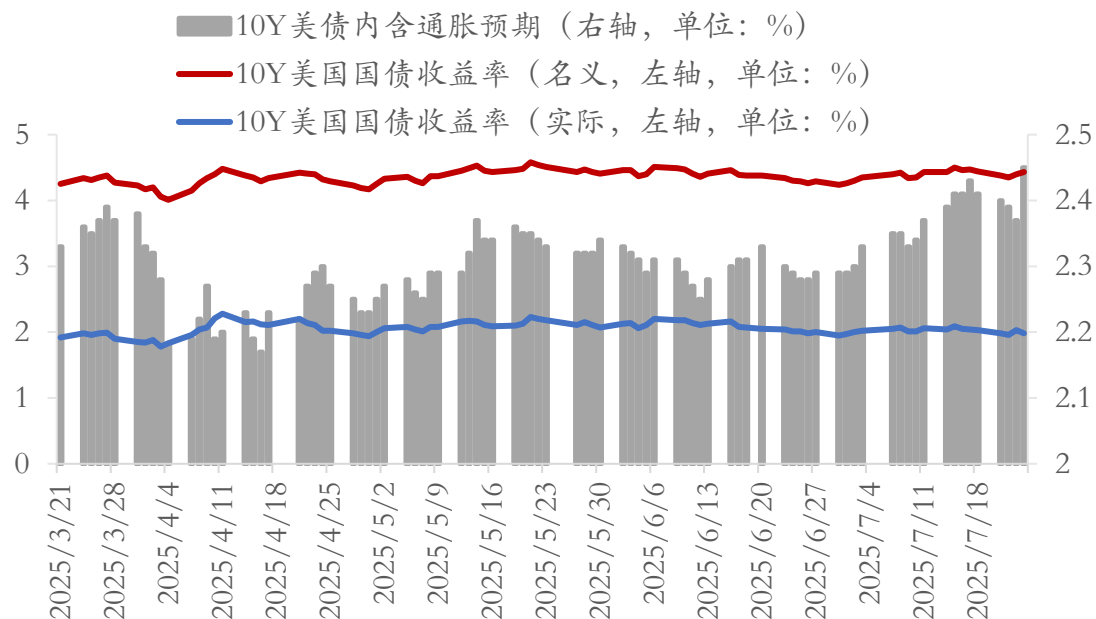
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.2.3 美债：10Y内含通胀预期或延续小幅抬升

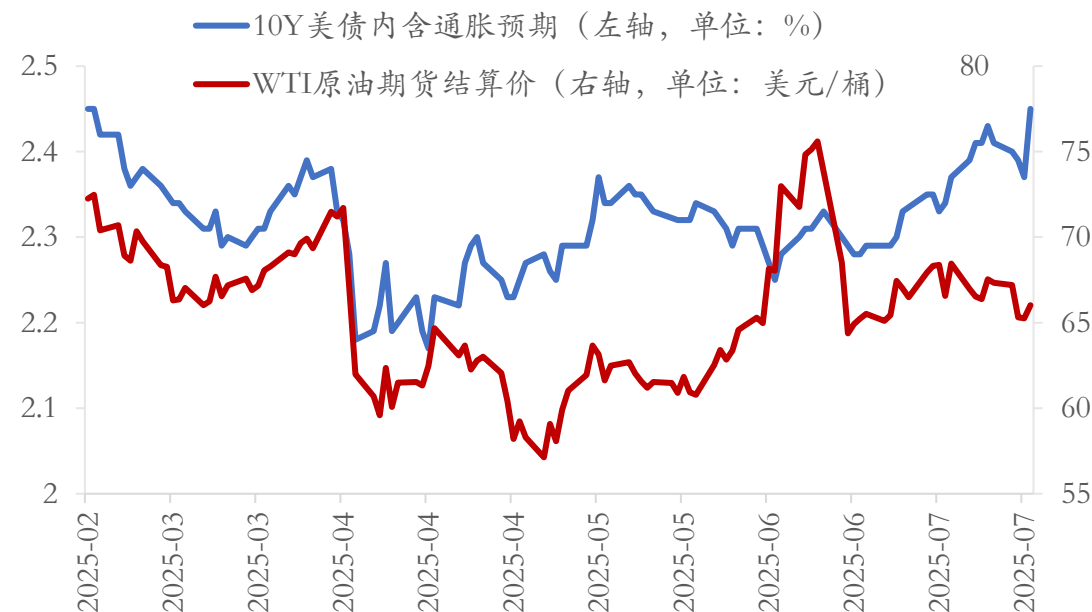
➤ **美债：10Y内含通胀预期或延续小幅抬升。**当前10Y内含通胀预期升至2.4%上方。短期来看，虽然WTI原油价格持续回落，后续大幅抬升拉动通胀预期的概率不大，但关税对通胀的传导作用逐步显现。7月中旬公布的美国通胀数据已受关税影响开始回升，其中6月CPI同比增2.7%、高于前值2.4%和市场预期2.6%，核心CPI同比增2.9%、与预期持平；核心CPI环比增0.2%、略低于市场预期0.3%。考虑到此前美国厂商进口了较多商品作为库存，并且积极通过供应商谈判、调整供应链等稳定价格，因而6月通胀数据相对较为温和。但预计随着库存逐步消化，关税向通胀传导的速度和幅度可能进一步提升。7月密歇根大学5年通胀预期为2.37%，较前两月小幅抬升，预计10Y美债内含通胀预期延续小幅抬升态势。

油价维持低位带动内含通胀预期走弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

关税推升通胀预期，但后续有望回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

1 配置逻辑：美国关税风险有望平稳落地

2 权益：持续向上

3 利率：通胀引发向上推力

4 大宗：海外偏弱，关注国内供给端优化

5 汇率：关税风险缓释利好美元信用修复



4.1 国际大宗：分歧减少下窄幅震荡，但仍需警惕供需与政策扰动

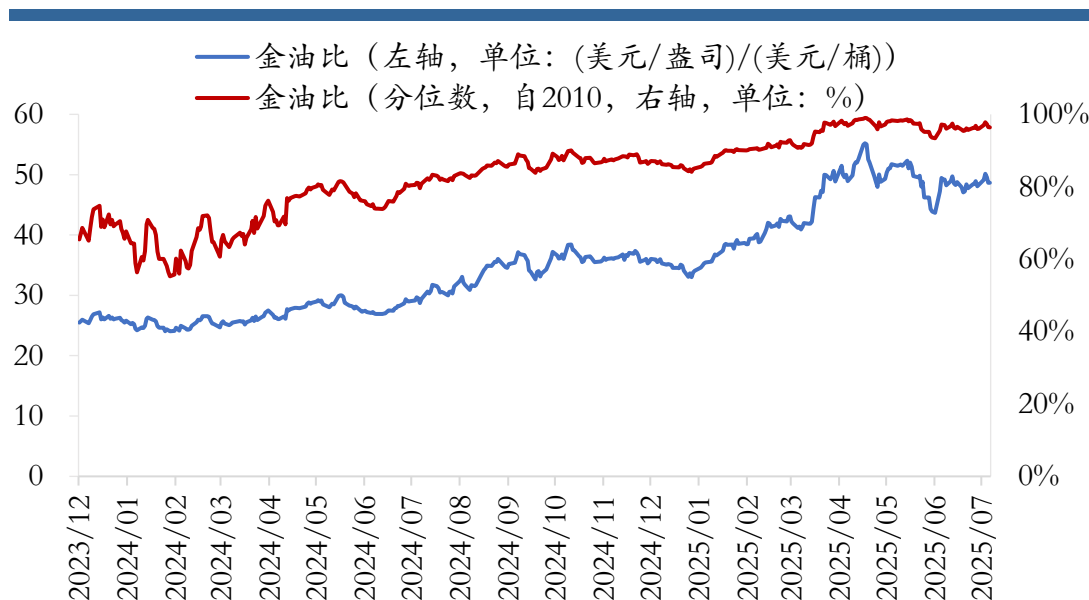
- **供需与政策等扰动恐加剧波动。**8月伴随着美国关税谈判逐步落地以及市场对于美联储降息节奏的分歧有所收敛，国际大宗商品价格可能维持窄幅震荡。但仍需警惕供需与政策变化扰动，例如OPEC+持续扩大增产节奏、铜价格上涨可能引发产能与产量逐步回升、以及美联储货币政策路径变化。具体来看，OPEC+增产概率更大、价格存在下行压力，铜与黄金走势面临不确定性，因而建议相对低配原油、铜，标配黄金。

因子分析看，黄金多头持仓下降

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动 (2Y美债)	-0.01	-0.07	-0.01	0.04
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.02	0.03	0.02	-0.01
美债长期平均实际利率	-0.01	-0.01	0.02	-0.02
库存/ETF持仓量变动		-0.14	-0.74	0.03
净多头持仓		0.31	0.08	-1.85
合计		0.12	-0.63	-1.81

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。

金油比维持震荡，预计仍维持高位



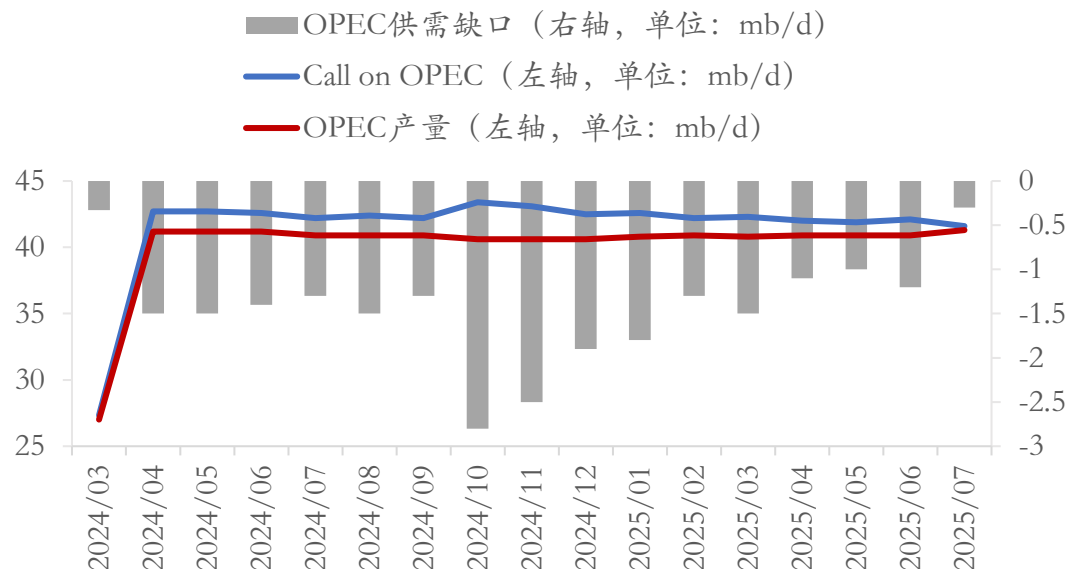
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.1 原油：OPEC+增产担忧持续压制原油价格

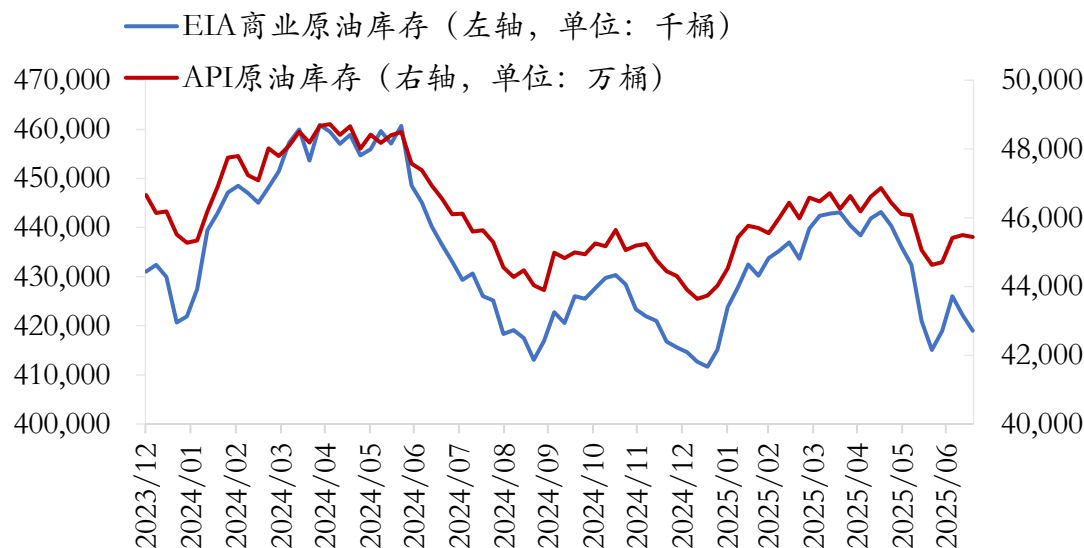
► **原油：OPEC+增产担忧持续压制原油价格。**我们维持之前的判断，在油价接近60美元的情况下，OPEC+为了保持其原油全球份额加快增产速度。自二季度起，OPEC+逐月加快原油产能的释放速度，OPEC+将在8月3日举行的会议上，考虑9月再增加约54.8万桶的日产量，这标志着2023年其宣布削减的日均220万桶产能全部恢复。从需求来看，尽管当前暑期北美原油需求旺季推动6库存有所回落，但需求担忧仍存，国际机构普遍下调今年原油需求预期。总的看，供给增强、需求走弱，原油价格预计以下行为主。

OPEC+预计供需缺口大幅收窄



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

进入6月后原油库存有所回落



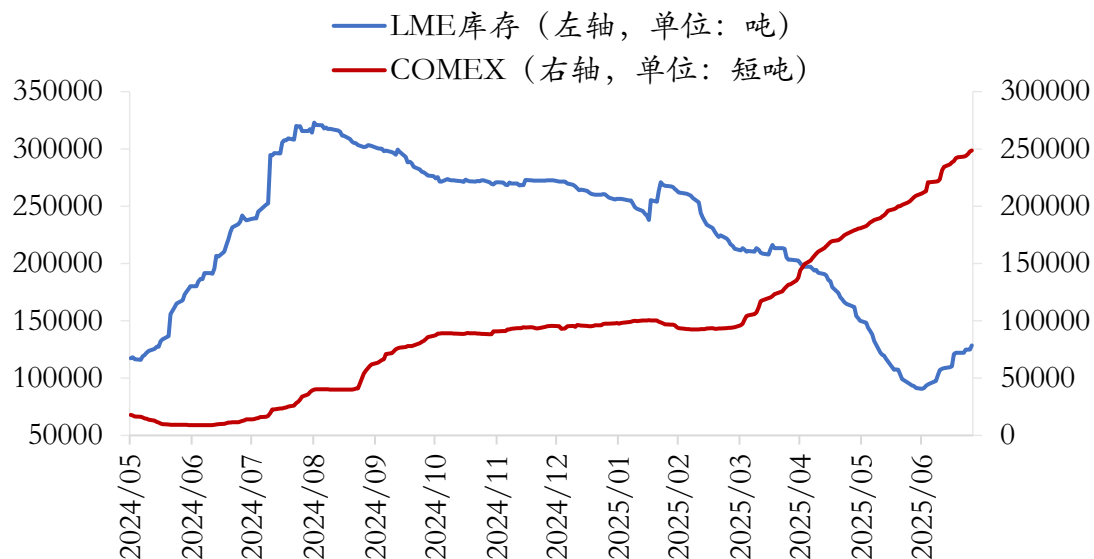
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：关税阶段性落地，利多因素减弱

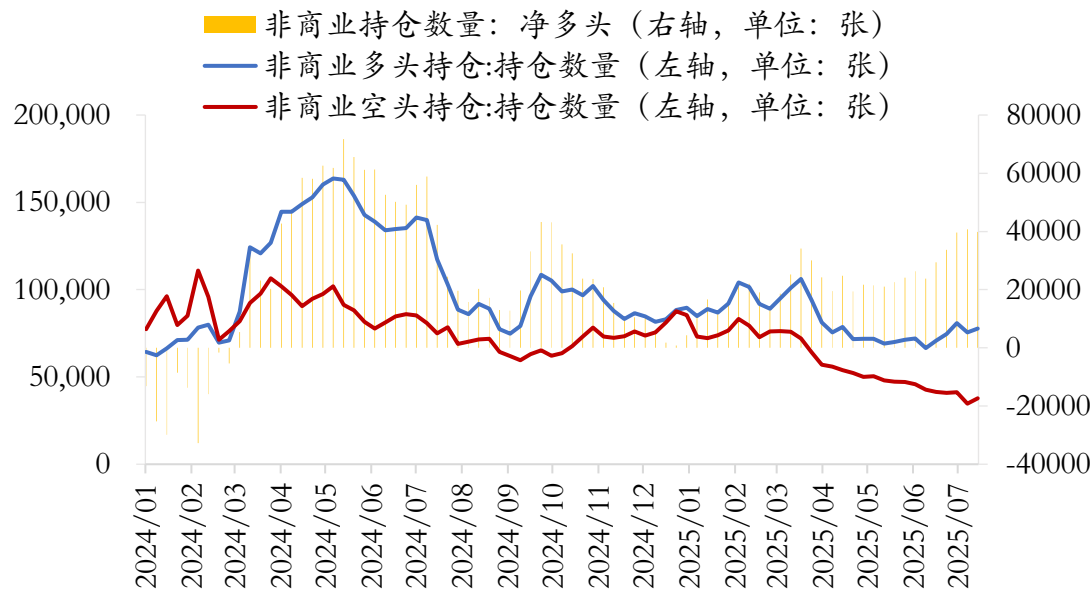
► **铜：关税阶段性落地，利多因素减弱。**美国与主要经济体在国别维度的关税谈判接近尾声，但以商品为维度征收关税担忧仍然存在。如按照特朗普近期表态，自8月1日起对进口半成品铜产品（例如铜管、铜线、铜棒、铜板和铜管）及铜密集型衍生产品（例如管件、电缆、连接器和电气元件）普遍征收50%的关税，但铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铈铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料“互惠条款”或对等关税约束，这意味着库存可能向美国转移阶段性终止，市场转向需求担忧制约铜价；但商品维度关税政策可能变化较大，不确定性仍存。综合来看，对铜建议低配，继续关注关税落地情况。

铜库存均有所回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业空头持续下降



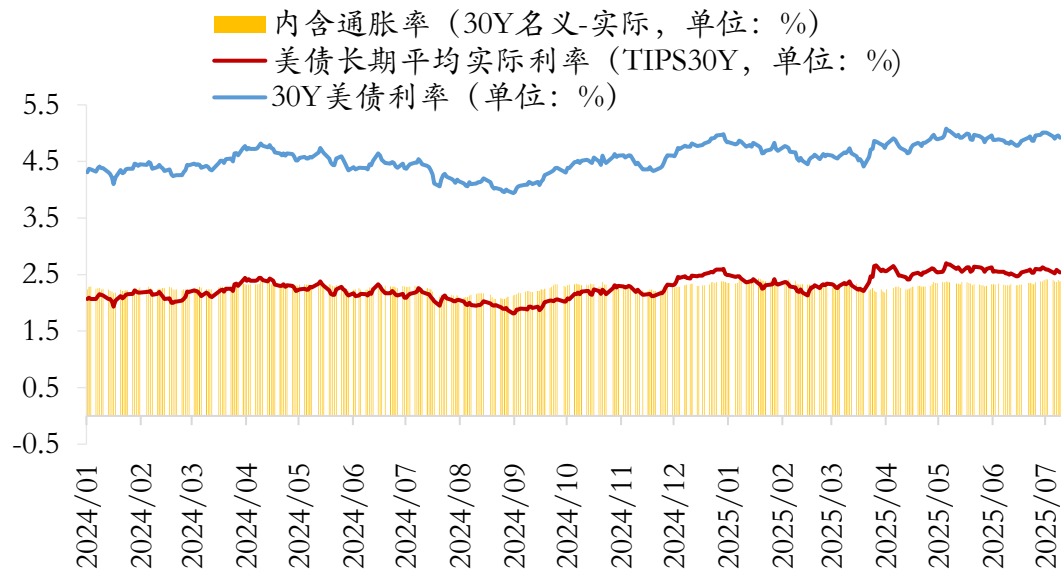
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.1 黄金：关税风险与降息预期回落，金价上行缺乏动力

- **黄金：关税风险与降息预期回落，金价上行缺乏动力。**美国与主要经济体关税谈判进展顺利，同时通胀压力逐步显现，美联储降息预期也持续回落。总的看，地缘政治风险缓释与实际利率企稳，金价上涨缺乏动力。但中长期看，特朗普政府持续推行逆全球化举措，美联储处于降息周期，维持中长期看好黄金价格。

美债实际利率震荡中略有下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量维持高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：整治“内卷式”竞争转入政策落地博弈

- **整治“内卷式”竞争转入政策落地博弈。**近期，多项规范行业竞争的举措密集出台，推升大宗商品价格。7月17日，中央第四督导组聚焦“综合整治新能源汽车行业非理性竞争问题”，前往中国汽车工业协会调研，并与北汽、比亚迪等企业座谈，着力推动解决难点问题。次日，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东，要求平台规范促销、理性竞争，构建多方共赢生态。同日，工信部负责人称将实施十大重点行业稳增长方案，推动钢铁、建材等行业调结构、淘汰落后产能，方案近期将发布。下半年整治“内卷式”竞争有望成为政策发力重点领域之一，但中央政治局会议未直接点名“反内卷”导致政策博弈有所弱化，市场转向对政策具体落地的博弈。因而目前来看，国内大宗品整体建议标配，关注具体行业政策落地情况。

因子分析显示竣工端可能对玻璃价格构成支撑

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）	-0.03	0.01	-0.23	0.02	-0.23
长短利差（10Y-1Y国债）	0.05	0.11	-0.13	0.05	-0.02
M2同比差值变动	0.50	-0.33	-0.02	-0.24	0.09
基建投资累计同比变动	-1.00	-0.74	-1.41	-0.27	-1.55
新开工面积前12个月移动平均同比	-20.69	-0.93	-1.43	-0.90	0.87
竣工面积前12个月移动平均同比	-24.51	0.07	-4.39	-0.51	14.25
销售面积前12个月移动平均同比	-4.81	0.71	0.37	0.85	-1.32
合计		-1.11	-7.25	-0.99	12.09

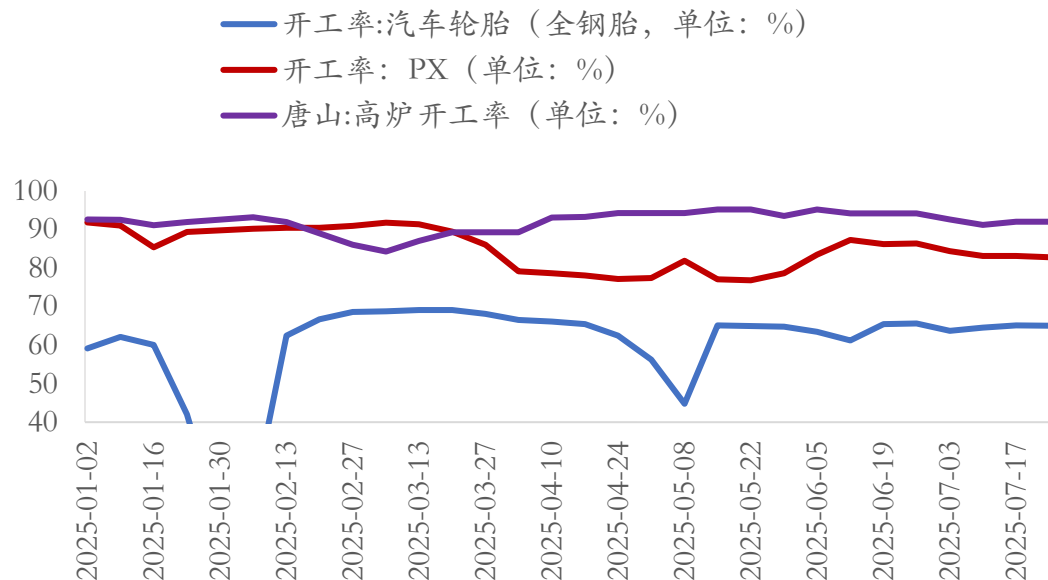
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：整治“内卷式”竞争恐继续带动价格上行

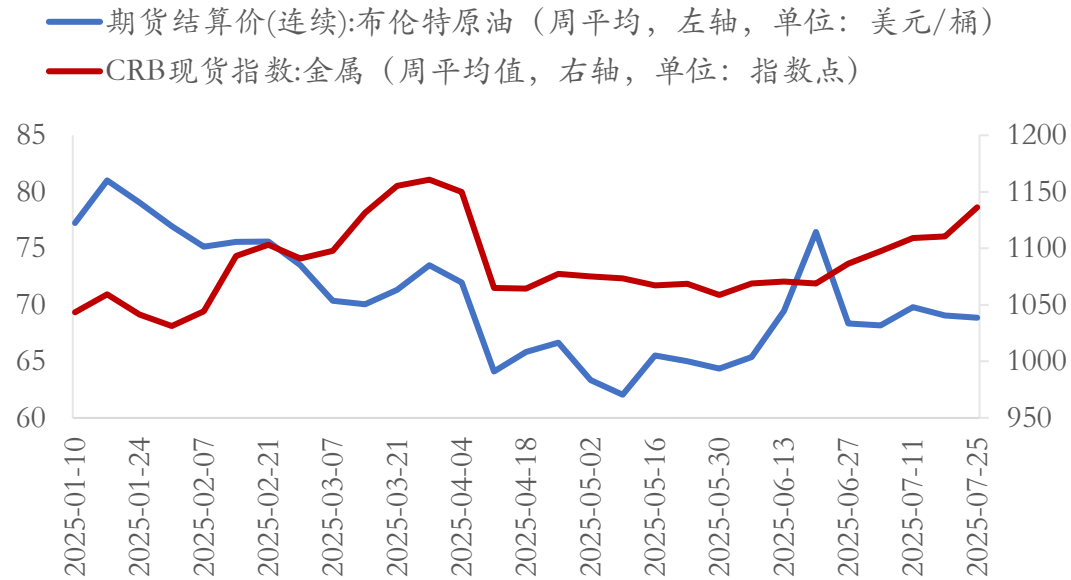
- **南华工业品指数：整治“内卷式”竞争恐继续带动价格上行。**7月前三周周均集装箱吞吐量环比较上月略有提升，尽管出口较高景气预计难以持续，但整治“内卷式”竞争下，生产端供需错配问题有望缓解，带动价格上涨。其中，汽车全钢胎开工率持平于65%左右，PX开工率从86%回落至83%左右，唐山高炉开工率从94%回落至92%。预计南华工业品价格震荡略偏上行，但仍需跟踪后续政策出台与落地。

开工率整体企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

有色金属价格持续回升，原油价格走平



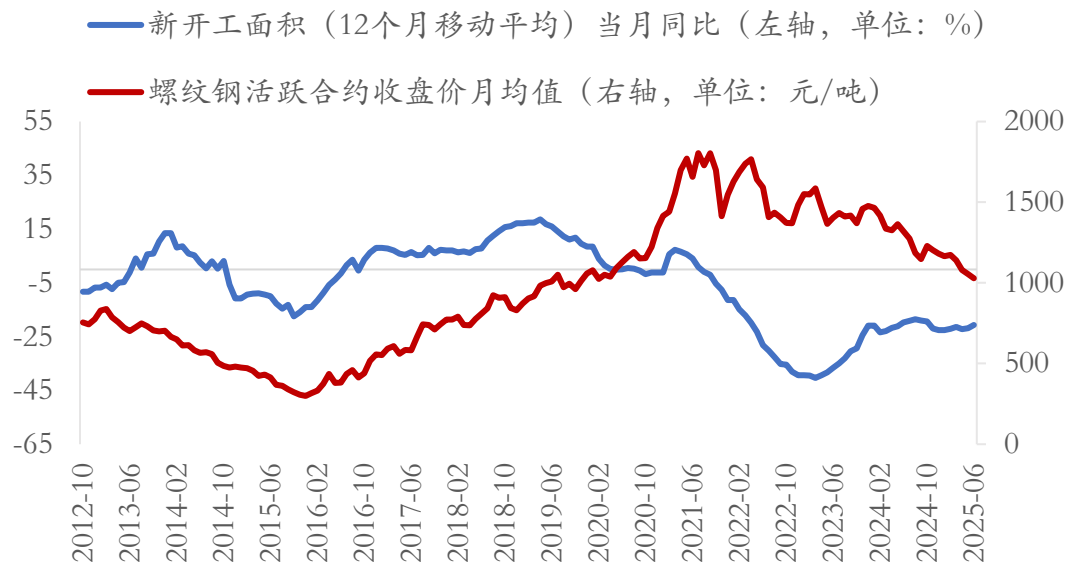
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：整治“内卷式”竞争与焦煤价格上涨拉动

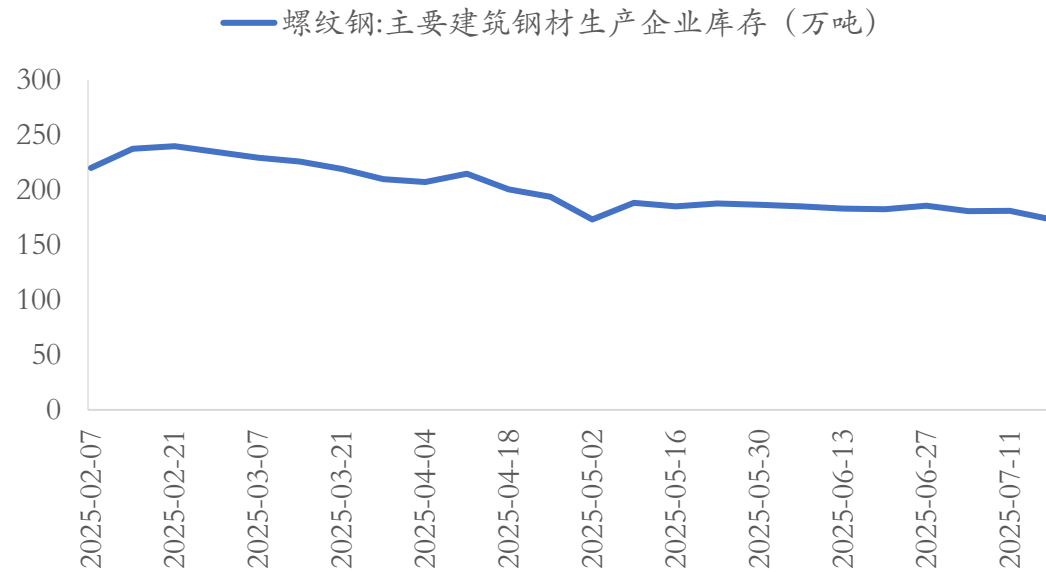
- **南华螺纹钢指数：整治“内卷式”竞争与焦煤价格上涨拉动。** 尽管地产拖累依然明显，但螺纹钢价格上行动力较强。一方面，整治“内卷式”竞争影响下，7月钢材预估日产量为271万吨/天，较上月末小幅下降4万吨/天，同时7月螺纹钢库存稳中有降。另一方面，由于监管机构推动超产煤矿下半年控制产量，预计焦煤价格上涨也拉动螺纹钢价格。因而，螺纹钢指数预计震荡偏上行，但后续仍需关注政策落地节奏。

新开工下行仍处于底部区域



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

7月粗钢库存稳中略有下降



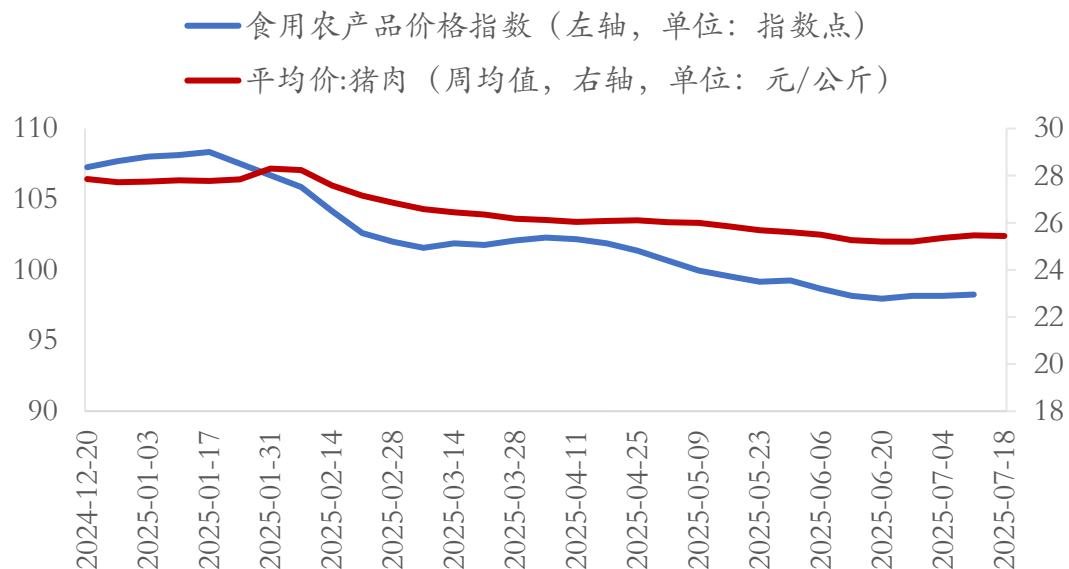
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：前期价格跌幅有限，维持标配

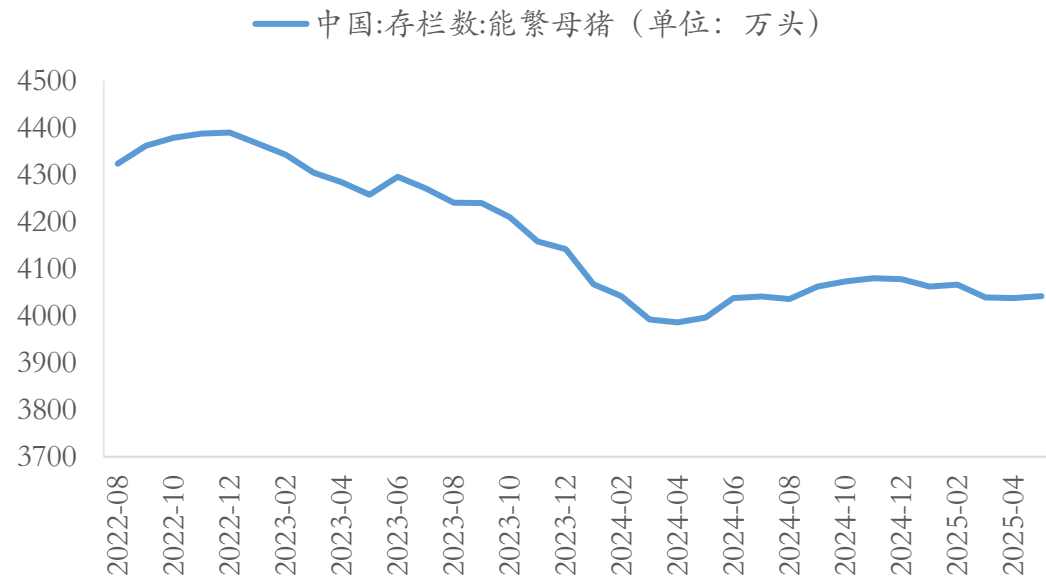
- **南华农产品指数：前期价格跌幅有限，维持标配。**猪肉价格略有下降，7月前三周猪肉平均价25.42元/公斤，较上月环比略有抬升，与去年同期均值同比下跌12.63%、降幅有所扩大。进入7月食用农产品价格指数低位企稳，但同比降幅有所扩大。能繁母猪存栏量整体变化不大、略有下降。整体上看，前期价格跌幅有限，预计农产品价格难以直接受益于整治“内卷式”竞争，故维持标配建议。

7月猪肉价格企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量略有下降



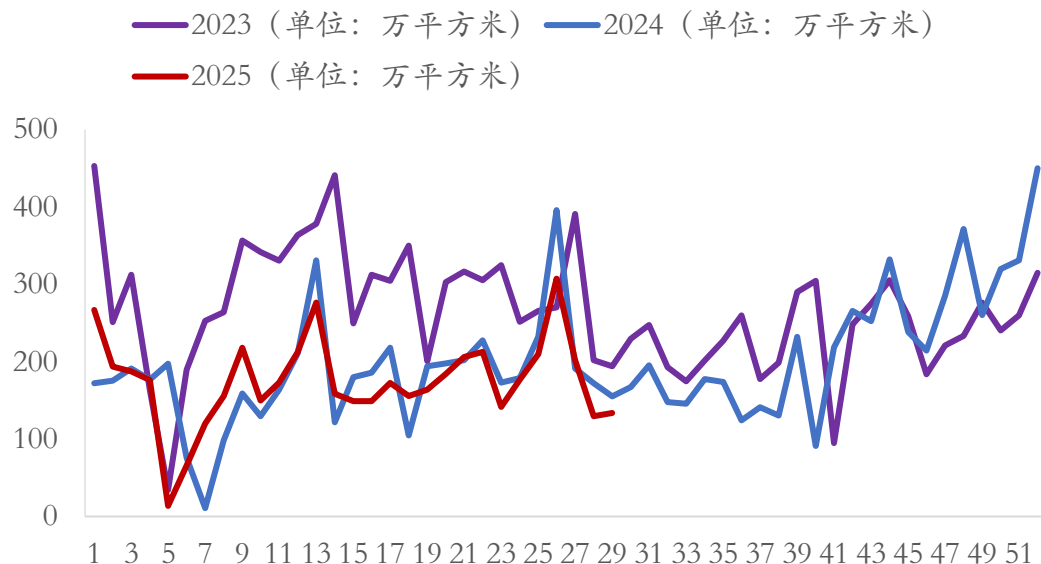
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头



4.2 南华玻璃指数：前期价格跌幅明显，存在价格修复契机

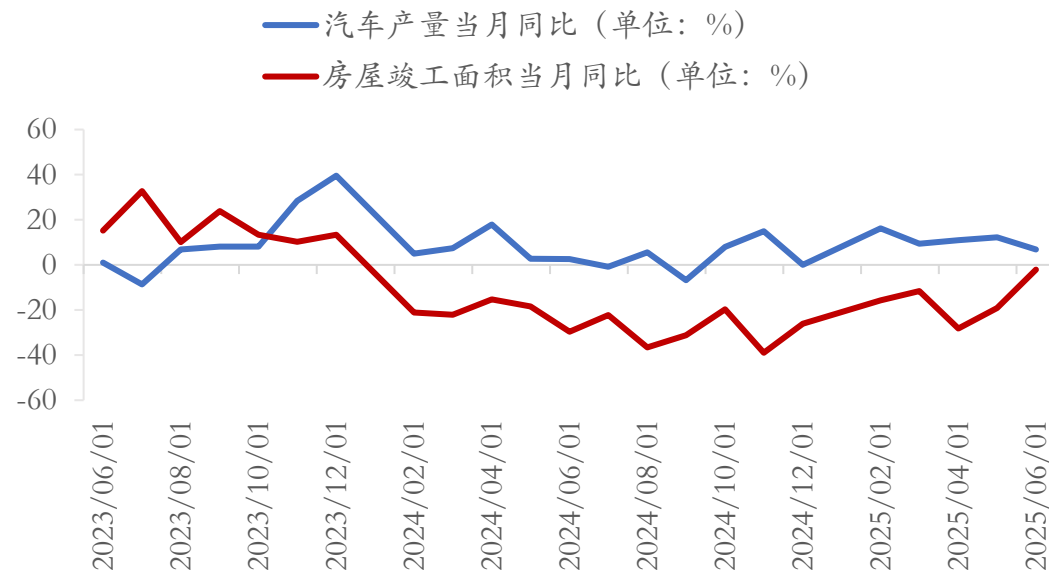
- **南华玻璃指数：前期价格跌幅明显，存在价格修复契机。**进入5月后房价加速下行，7月地产销售同比均明显下滑。我们认为，当前缺乏新一轮政策刺激，预计7-8月地产传统淡季继续承压。6月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%、降幅与上月相同，其中北京、上海、广州和深圳分别下降1.0%、0.7%、0.7%和0.5%，房价仍处于加速下行状态拖累购房者意愿。但考虑到过去几年以来玻璃价格前期跌幅明显，当前整治“内卷式”竞争下合理预期价格向成本价以上回归，因此预计玻璃价格仍有反弹空间，可考虑相对超配。

30城商品房周销售面积依然低于去年



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。

竣工面积同比增速有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

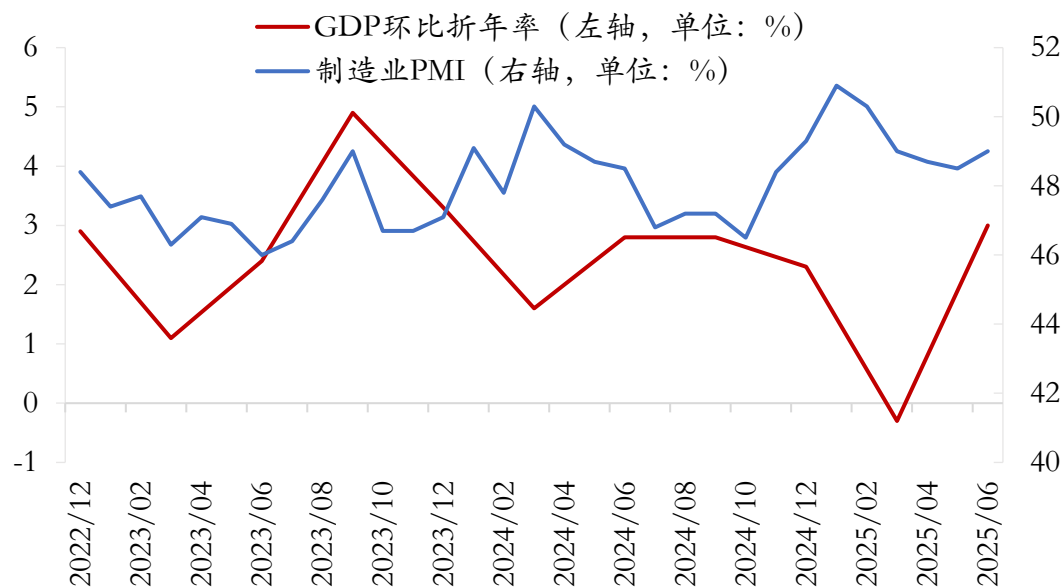
- 1 配置逻辑：美国关税风险有望平稳落地
- 2 权益：持续向上
- 3 利率：通胀引发向上推力
- 4 大宗：海外偏弱，关注国内供给端优化
- 5 汇率：关税风险缓释利好美元信用修复



5.1 美元指数：关税风险缓释利好美元信用修复

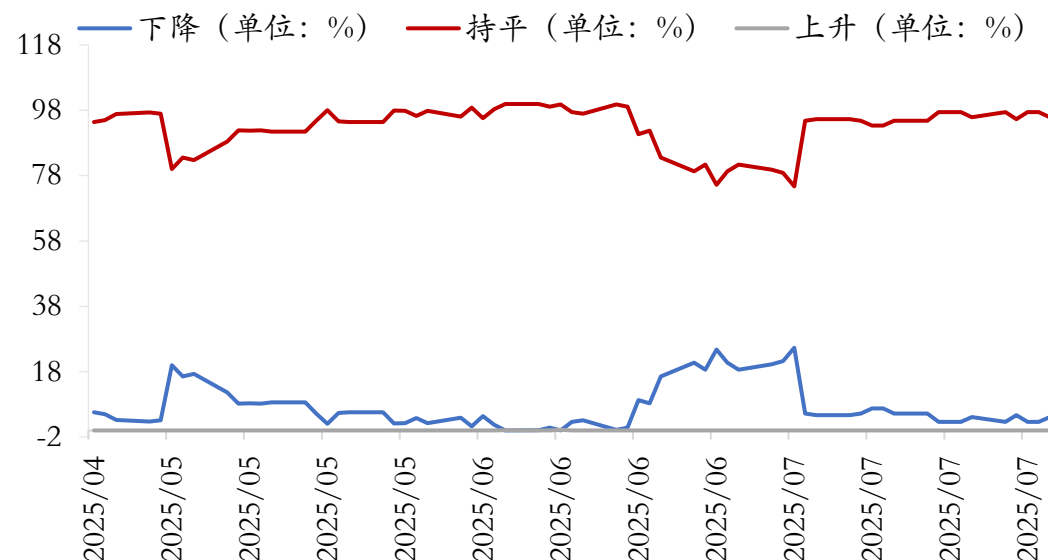
- **关税风险缓释利好美元信用修复。**美国加快与其他经济体在关税领域谈判，整体进展较为顺利且目前谈判进展显示关税税率处于相对偏低水平（美国主要贸易伙伴税率大多在以内）。同时，伴随着关税对美国通胀的影响逐步显现，美债名义利率也有望维持高位。因而，美债名义利率维持震荡，息差逻辑也支撑美元指数震荡偏强。

美国PMI与GDP增速回升



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对7月FOMC目标利率压住持平为主



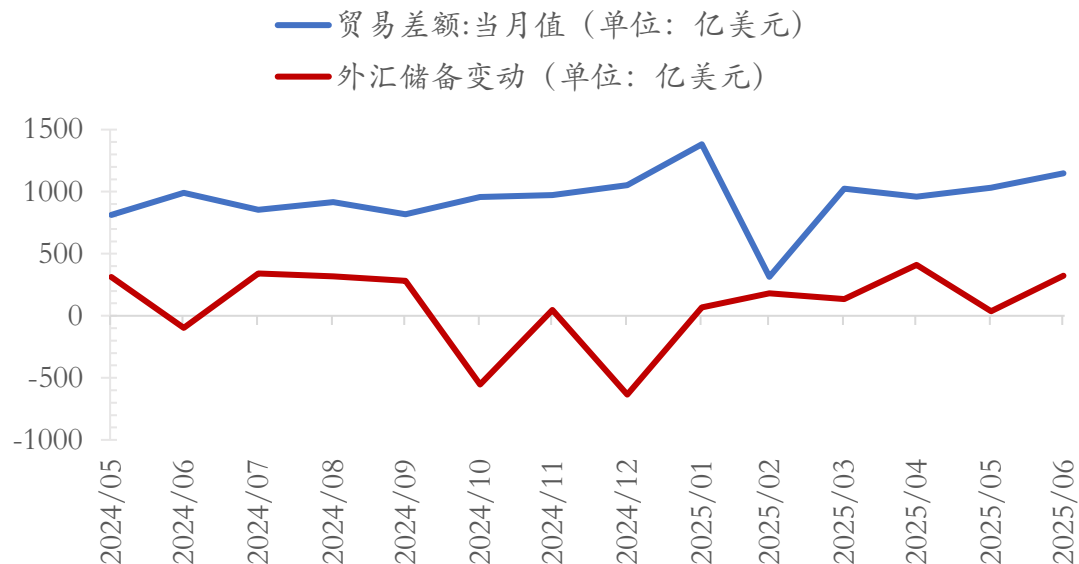
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



5.2 人民币：中美利差“倒挂”收窄继续利好人民币回升

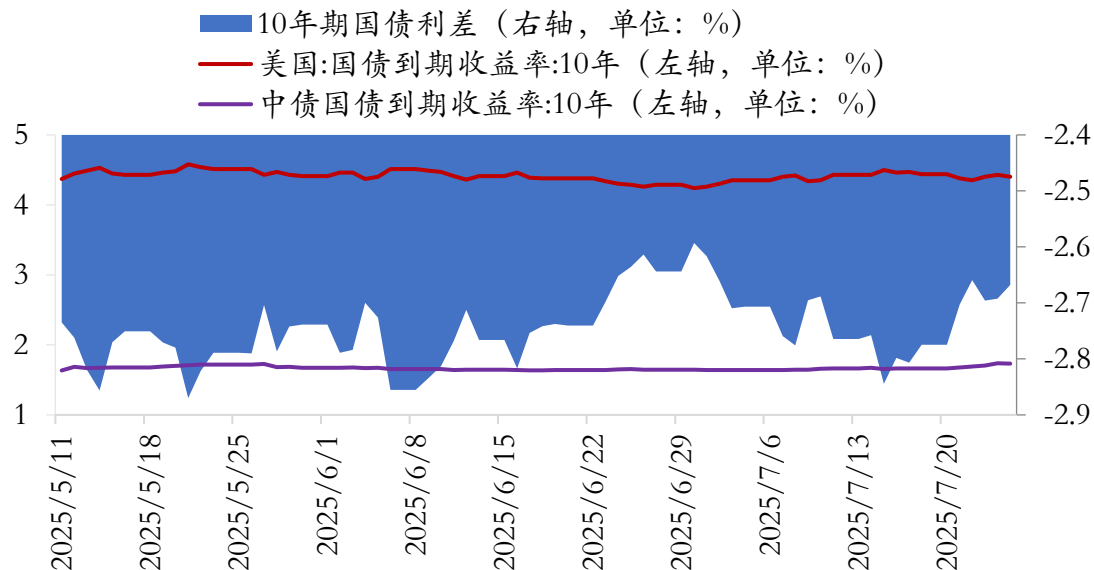
► 中美利差“倒挂”收窄继续利好人民币回升。中美关税谈判将在8月12日之前结束。中美经贸谈判继续释放积极信号。7月28-29日斯德哥尔摩举行新一轮经贸会谈中，双方将继续推动已暂停的美方对等关税24%部分以及中方反制措施如期展期90天。与此同时，伴随着国债收益率回升带动中美利差“倒挂”收窄，也有利于人民币持续回升。但考虑到美元偏强，可能对人民币上方形成掣肘。

6月外汇储备净流入增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”有所收窄



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。