

回顾上半年，美元在关税政策反复下可能只是暂时性走弱。随着 1 月美国债务上限暂停的取消（美国），宏观平衡的要求下在 4 月加码了关税战（全球），5 月发出了信用评级下调的警告（美国），最终到 6 月的地缘热点（中东）预计将开启这轮周期加速下行的序幕。展望下半年，经济周期的下行或将进入尾声。在财政支出法案通过后，8 月联储货币政策框架的再次转型，将启动财政扩张的大幕。三季度在周期下行现实和财政扩张预期之间，关注风险落地的可能加速，风雨过后将现彩虹。

宏观组研究报告

全球宏观：周期还未到最低处

本期分析研究员



徐闻宇

从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454



蔡劭立

从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617



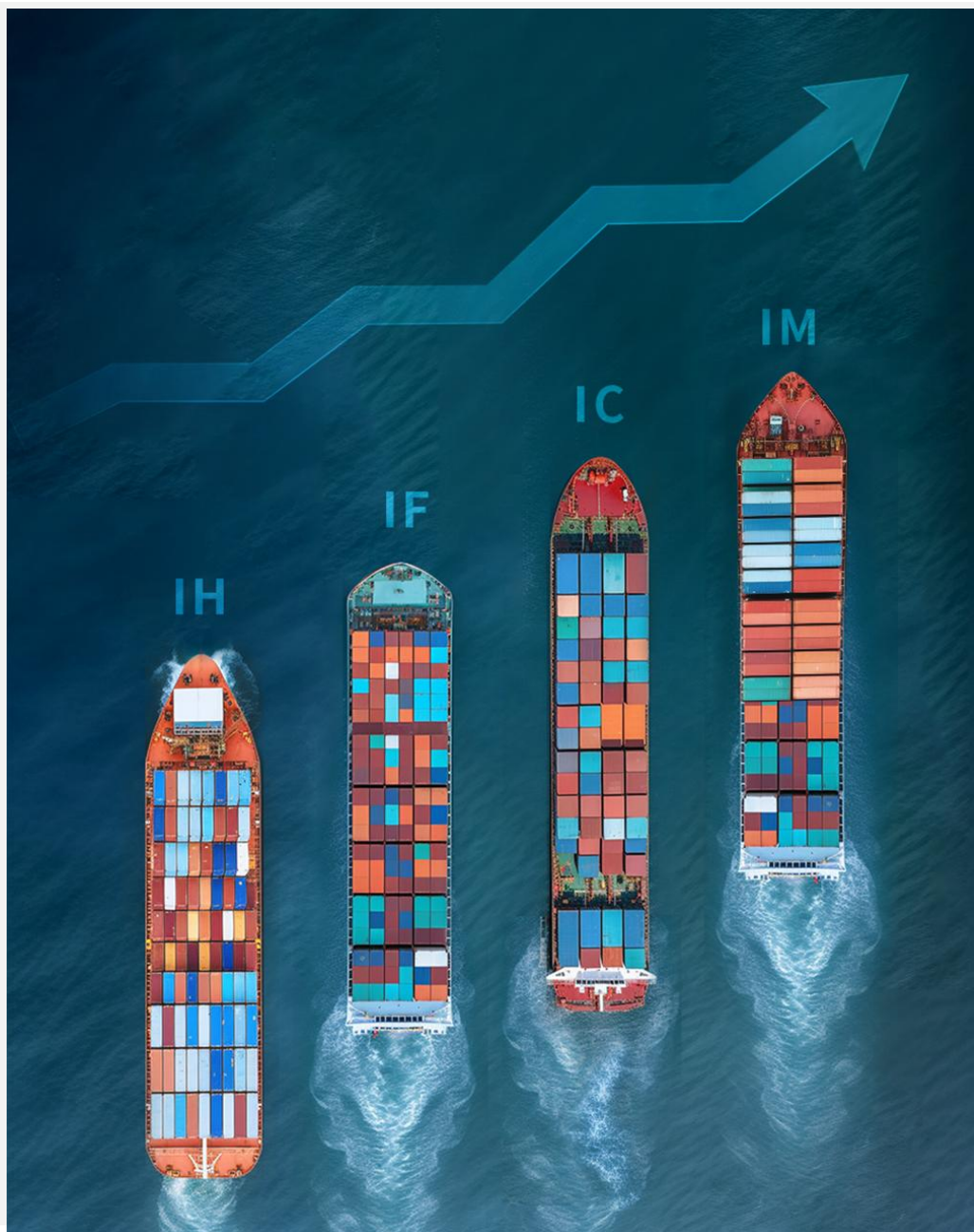
高聪

从业资格号：F3063338
投资咨询号：Z0016648



陈昊宇

从业资格号：F03130939



全球宏观：周期还未到最低处

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

邮箱: xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

电话: 0755-23887993

邮箱: caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

电话: 021-60828524

邮箱: gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

联系人

陈昊宇

邮箱: chenhaoyu@htfc.com

从业资格号: F03130939

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

回顾上半年,随着1月美国债务上限暂停的取消(美国),宏观平衡的要求下在4月加码了关税战(全球),5月发出了信用评级下调的警告(美国),最终到6月的地缘热点(中东)预计将开启这轮周期加速下行的序幕。

展望下半年,经济周期下行或进入尾声。8月联储货币政策框架的再次转型,将启动财政扩张的大幕,在周期下行和财政扩张之间,关注经济加速构成的风险。

核心观点

■ 宏观更新

经济周期: 缓关税不缓周期。我们假设美联储货币政策至少短期内(8月央行年会前)仍延续谨慎的状态,预计货币流动性(-0.42)面临约束的情况很难转变,因而从周期角度而言,我们依然认为在生产和消费等同步指标的短期反弹效应过去后,宏观经济或将重新回到周期的调整状态。

市场周期: 下行期关注人民币资产的空间。2024年11月年报发布以来,真实的经济周期相比较我们的预期表现得更积极。随着二、三季度风险事件的逐渐落地,周期的见底进程预计将加速。我们下修短期经济周期运行,特别是海外经济周期下行速率。特别需要关注三季度宏观需求回落对于资产价格调整形成的冲击可能。

■ 宏观策略

美元: 美元上半年在政策反复下可能只是暂时性走弱,伴随着下半年贸易风险从预期转为现实,美元将转向避险属性驱动的上涨。

黄金: 关税战2.0形成的经济收缩效应仍有待体现,黄金上涨趋于谨慎。

美债: “大美丽”法案继续扩张美债总规模,财政可持续性更多来源于利率预期的改变,关注三季度风险概率的提升,利率从上涨转为中性。

人民币资产: A股长期吸引力上升,风险过后继续战略性做陡收益率曲线。

■ 风险

经济数据短期波动风险,上游价格快速上涨风险。

目录

全球宏观：周期还未到最低处	2
策略摘要	2
核心观点	2
现实的经济状态：缓关税不缓周期	5
经济增长：短期补库带来的韧性	5
通货膨胀：资产价格的破裂声音	6
市场的周期定价：关注人民币资产	8
美债流动性：美国周期的继续承压	9
高能源价格：非美周期的压力测试	13
宏观策略：看空不做空，后扬而先抑	15
海外宏观：政策欲扩，压力将临	15
国内宏观：等待外部压力的释放	16

图表

图 1：华泰宏观热力值 单位：STD	5
图 2：华泰宏观热力值及变动 单位：STD	5
图 3：全球制造业景气度热力图 单位：STD	6
图 4：全球 CPI 热力图 单位：STD	7
图 5：A 股走势和中国经济周期 单位：%YoY	8
图 6：商品走势和美国经济周期 单位：%YoY	8
图 7：美国双赤字规模预期继续扩张 单位：%GDP	9
图 8：美国到期国债规模和结构 单位：万亿美元	9
图 9：全球稳定币的供给规模 单位：十亿美元	10
图 10：USDT 储备资产构成 单位：%PCT	10
图 11：USDC 储备资产构成 单位：%PCT	10
图 12：美联储资产负债表近一年变动 单位：万亿美元	11
图 13：美联储资产负债表近一月变动 单位：万亿美元	11
图 14：道金比进入到调整观察期 单位：盎司/点	12
图 15：道金比变动和美国消费同比 单位：%YoY	12

图 16: 人民银行资产负债表近一年变动 单位: 万亿元.....	13
图 17: 欧央行资产负债表近一年变动 单位: 万亿欧元.....	13
图 18: 十年期利差自 4 月开始走扩 单位: BP.....	13
图 19: TIC 资本净流入美国 单位: 万亿美元.....	13
图 20: 主要经济体信贷增速 单位: %YoY.....	14
图 21: 油价和信贷增速对比 单位: %YoY, 美元/桶.....	14
图 22: 工业企业应收账款和杠杆率 单位: %.....	14
图 23: 行业的变动结构 单位: %YoY.....	14
图 24: 美元指数和 A 股估值 单位: 指数点, %.....	16
图 25: 实际利率和黄金价格 单位: %, 美元/盎司.....	16

因为“无用”的东西才是真正永恒的。

——王宁“泉果无限对话”

现实的经济状态：缓关税不缓周期

华泰宏观热力跟踪显示出短期经济的热度有所回升。截止最新数据（图 2）显示，在关税缓和形成的国际贸易活动预期改善带动下，生产（+0.70）出现了环比意义上的改善，消费（-0.02）尽管仍低于水位，但环比角度也有+0.37 的显著回暖。但是无论是前瞻性的景气度指标（-0.70），还是价格型指标（-0.41），均给出了宏观周期并没有开启明显改善的状态。

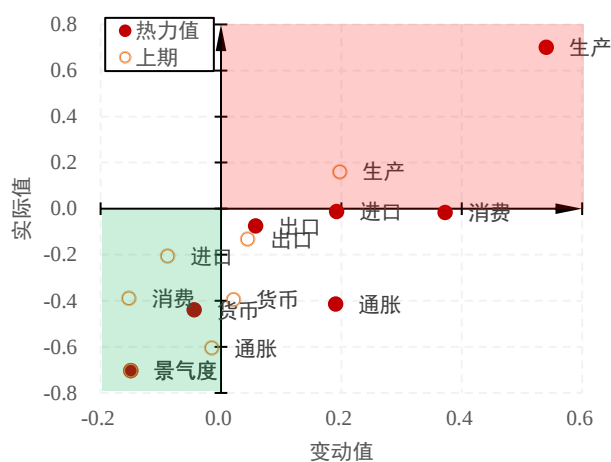
展望未来，在美联储货币政策至少短期内（8 月央行年会前）仍延续谨慎的状态下，我们预计货币流动性（-0.44）面临约束的情况短期或很难转变，因而从周期角度而言，我们依然认为在生产和消费等同步指标的短期反弹效应过去后（特别是生产指标），宏观经济或将重新回到周期的调整状态。

图 1：华泰宏观热力值 | 单位：STD

	实际值	变动值
货币	-0.44	-0.04
景气度	-0.70	-0.15
通胀	-0.41	0.19
消费	-0.02	0.37
进口	-0.01	0.19
出口	-0.07	0.06
生产	0.70	0.54

数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：华泰宏观热力值及变动 | 单位：STD



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

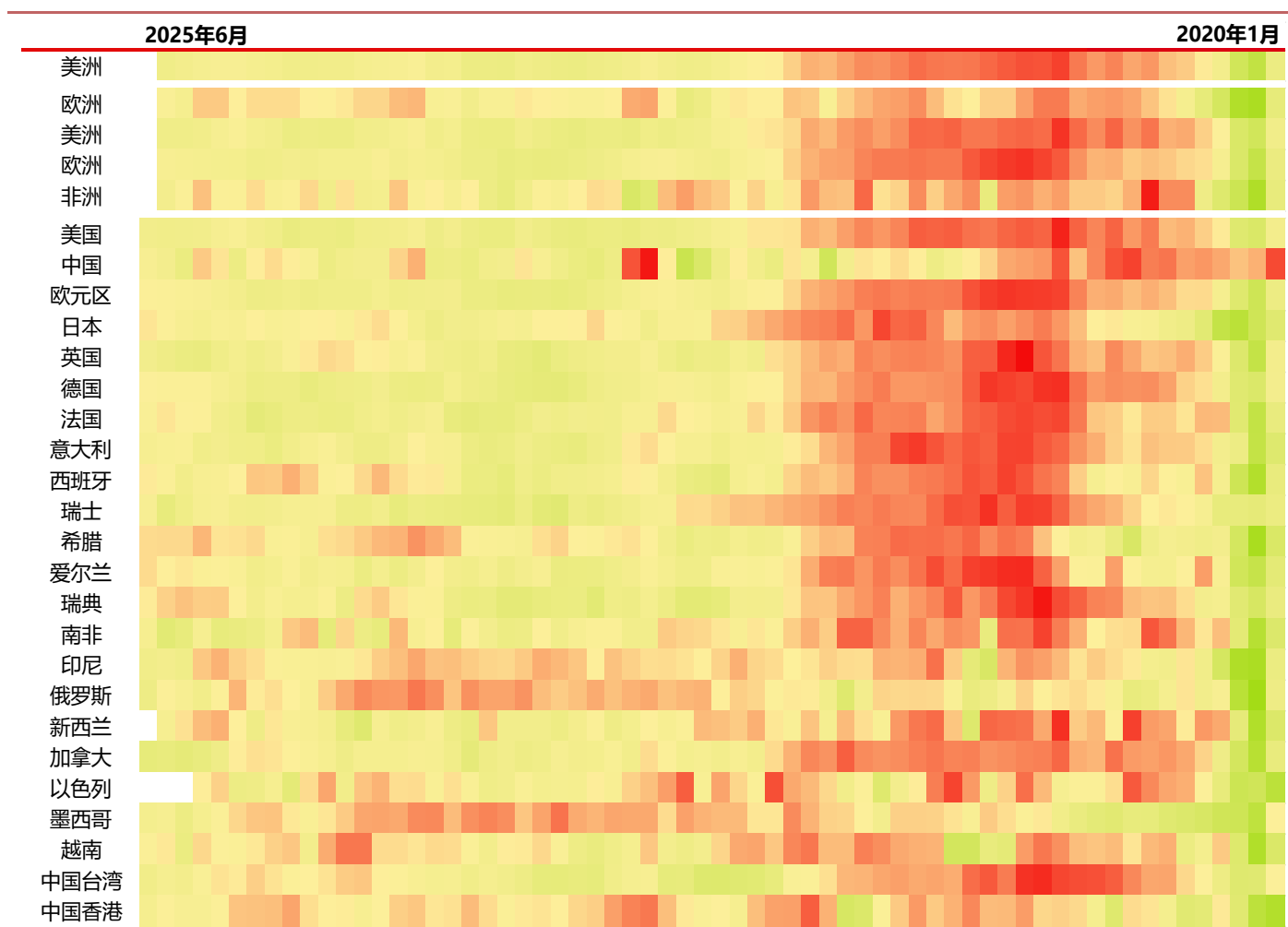
经济增长：短期补库带来的韧性

2022 年年中以来，全球宏观周期持续保持在中性承压的状态之中。截止 2025 年 5 月，全球制造业 PMI 热力值-0.51（-0.09），整体仍处在“不景气”

状态之中。

其中亚洲-0.07 (-0.34), 欧洲-0.33 (+0.35), 非洲-0.51 (-0.73), 美洲-0.70 (-0.24), 从地缘的角度看, 上半年除了欧洲出现景气的上修之外, 全球宏观景气度均出现了不同程度的放缓或回落。

图 3: 全球制造业景气度热力图 | 单位: STD



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

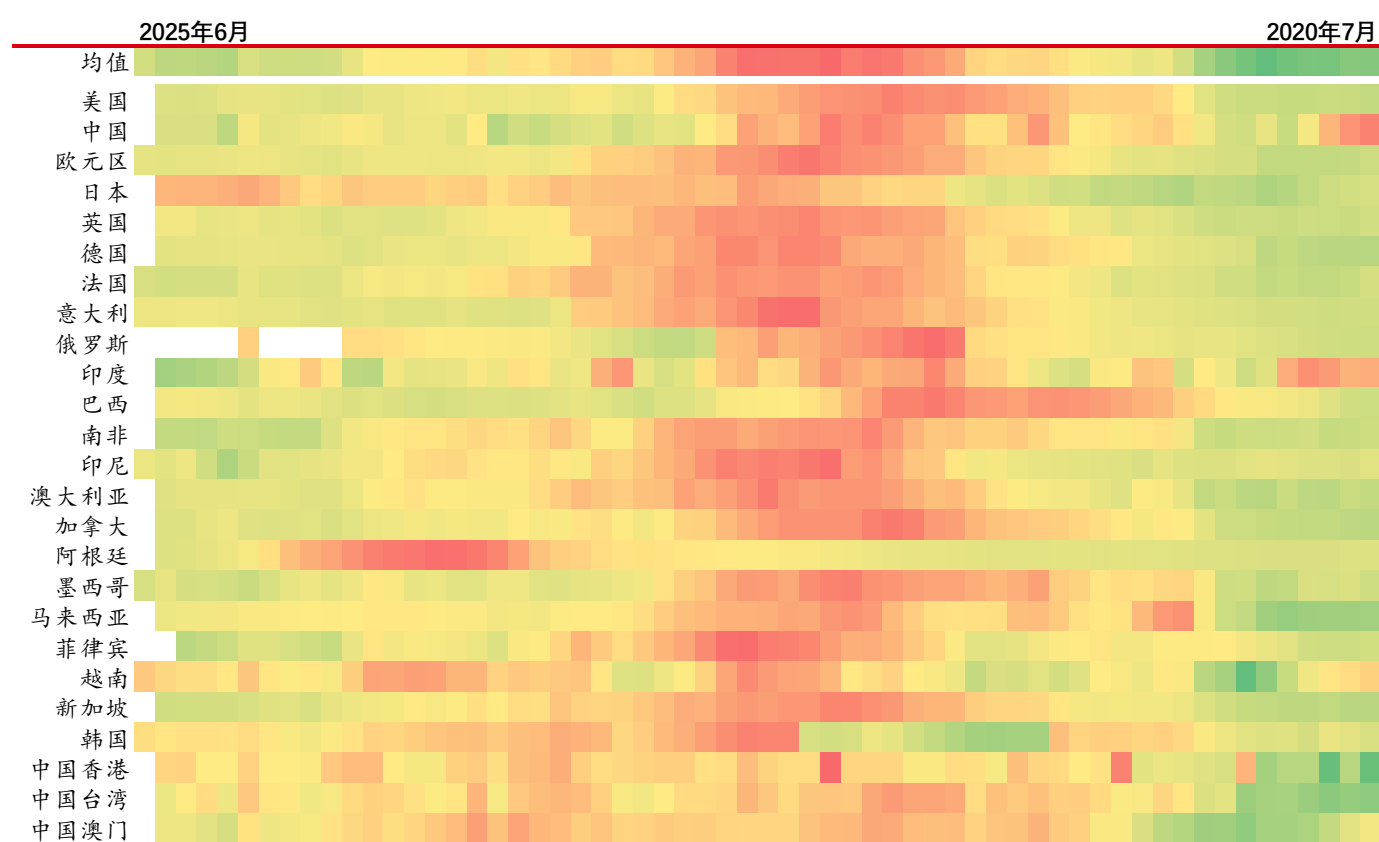
通货膨胀：资产价格的破裂声音

趋势来看, 宏观价格下行状态仍在延续。与 5 月宏观景气度仅仅是小幅回落不同, 自 2024 年 8 月 (也就是美联储转变货币政策, 从持续的“加息暂停”转向“降息”) 开始, 全球通胀热力值就维持在“偏冷”的状态区间。截止

2025 年 5 月为-0.47，环比上行 0.11 个百分点，价格调整风险仍未消除。

短期而言，6 月宏观层面却出现了价格快速上涨的短期现象。1) 6 月 10 日，一只薄荷色 LABUBU 在拍卖中以 108 万元的天价成交；2) 6 月 11 日，以色列对伊朗展开突袭，中东紧张局势快速升温，国际油价向上突破 70 美元/桶。在宏观偏冷的象限内，由于供给约束的影响，资产价格的短期快速上涨却烘托出了周期将要转变的信号。

图 4：全球 CPI 热力图 | 单位：STD



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

古代世界的阶级斗争主要是以债权人和债务人之间的斗争的形式进行的。

——马克思《资本论·第1卷》

市场的周期定价：关注人民币资产

市场下行的定价并没有改变。回顾 2024 年 11 月年报发布以来的市场预期定价和实际经济周期运行，我们发现真实的经济周期相比较市场预期表现得更积极，尤其是美国经济周期在关税战形成的短期“抢出口”带动下尤其如此（图 6）。尽管如此，我们认为随着 2025 年风险事件的逐渐落地，将加速周期的见底。

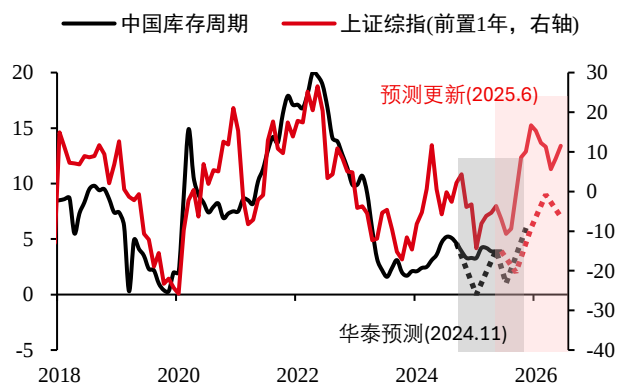
本次半年报我们下修了短期经济周期的运行，特别是海外经济周期的下行速率。特别需要关注三季度宏观需求回落对于资产价格调整形成的冲击可能。

事实上，对于不同经济体其面临的压力是存在差异的——

高利率之下的经济体需要关注债务波动的风险；

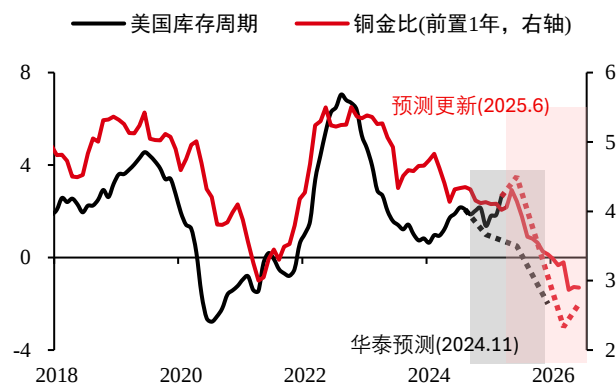
而低利率的经济体则更需要关注真实需求的减少所带来的压力。

图 5：A 股走势和中国经济周期 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：商品走势和美国经济周期 | 单位：%YoY



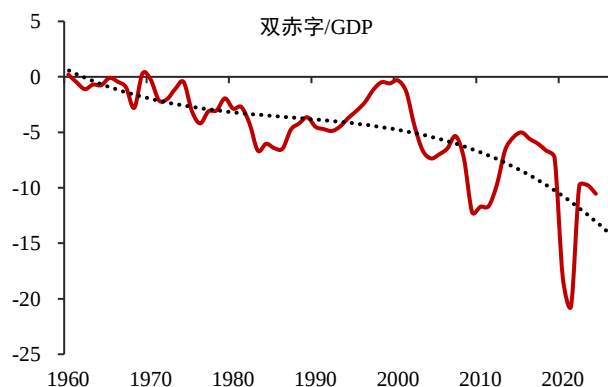
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美债流动性：美国周期的继续承压

美国债务上限重启，问题的解决决定了美元的变动。2025 年 1 月，与特朗普的总统就职形成的党内博弈问题同时开启的是美国的债务上限问题，带来财政扩张约束的同时也引起了上半年对外加征关税弥补缺口形成的宏观市场波动¹。也因此随着德国从“财政整固”走向“财政扩张”，市场对于美欧的宏观预期差推动了美元指数在上半年的大幅回落。

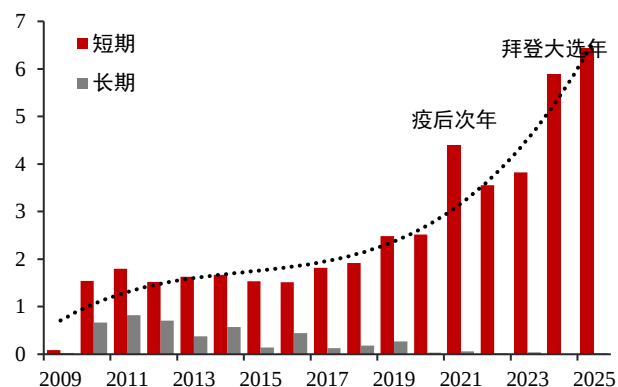
展望未来，下半年的关注点在于债务上限问题的解决，对于稳定美债流动性起到关键作用。（1）从短期来看，年初债务上限问题的重启意味着 2025 年美债的再融资压力上升（图 8），美国国内对于财政资源分配的矛盾短期进一步突出，映射到非经济领域形成 6 月“最美的风景线”。（2）而从长期来看，美国经济的运行逻辑仍然需要双赤字模式的持续扩张（图 7），5 月 18 日减税法案在众议院预算委员会通过，根据 CRFB 测算，到 2034 年现有法案将使美国债务增加 3.3 万亿美元，美债占 GDP 比重将提升至 125%。而规模的扩张背后需要的是扩张路径的可持续性（即降低年度的国债利息负担、提高财政的收入）。

图 7：美国双赤字规模预期继续扩张 | 单位：%GDP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：美国到期国债规模和结构 | 单位：万亿美元



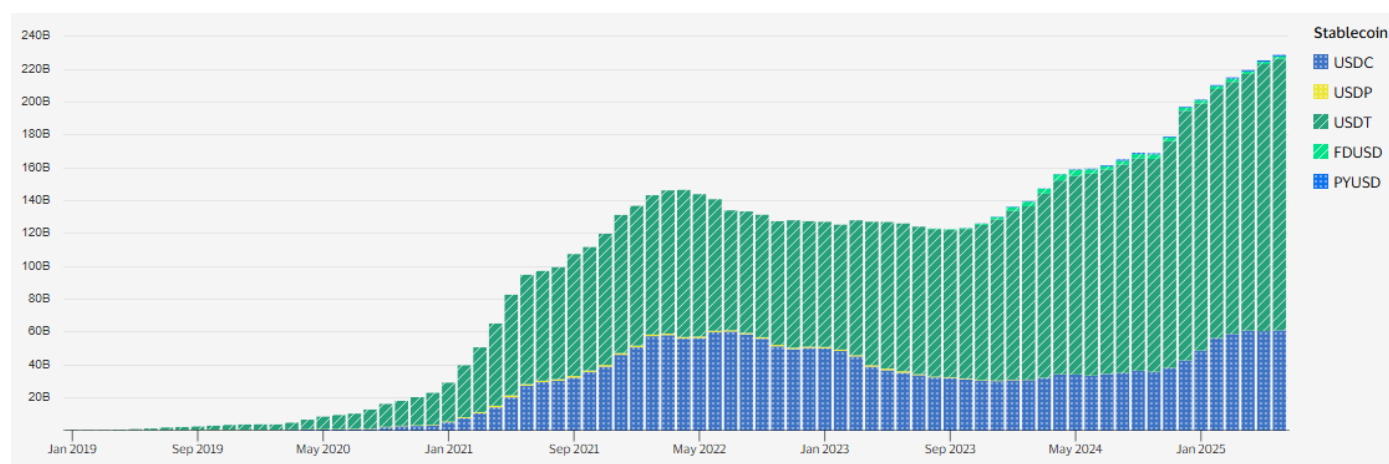
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

短期来看，“稳定币法案”的通过对于改善美债流动性的作用有限。（1）从长期来看，美国参议院上半年通过《指导与建立美国稳定币国家创新法案》，确

¹ 参见华泰期货宏观报告《贸易战 2.0 系列》

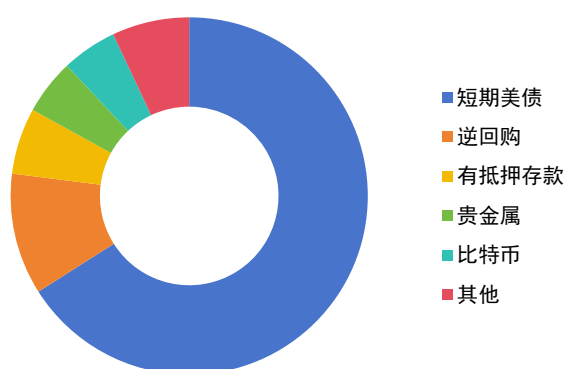
立了稳定币发行方作为准货币市场基金的角色。通过支持美国短期债务市场，将非美元流动性引导至美元。（2）但是从短期来看，当前美国国债总量超过 36 万亿美元，2025 年到期的国债规模近 7 万亿美元需要进行再融资，而稳定币总体量不到 2400 亿美元，尤其从抵押品的角度出发稳定币主要储备短期美债，对于长期美债的问题作用有限。

图 9：全球稳定币的供给规模 | 单位：十亿美元



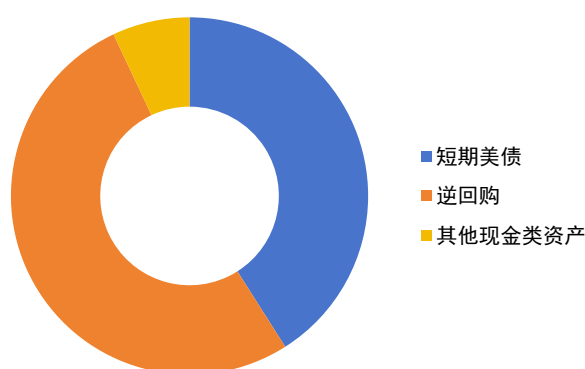
数据来源：Allium 华泰期货研究院

图 10：USDT 储备资产构成 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：USDC 储备资产构成 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美国主权信用评级下调，债务上限问题的解决将提速。5 月 16 日，穆迪将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1，评级展望从负面调整为稳定。我们倾向

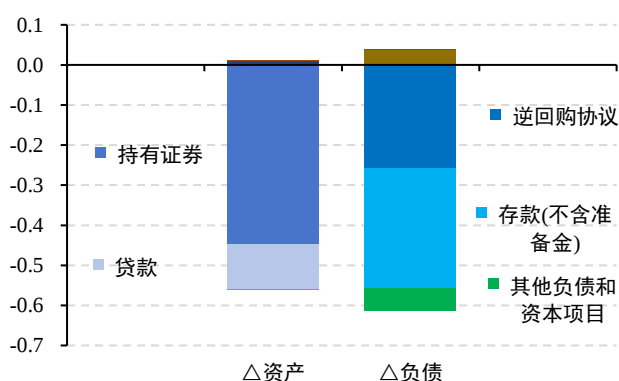
于认为评级下调更多体现的是对于这一基本面状况的确认，宏观风险未消但是边际上收敛²。短期来看，由于主权信用的变化，影响了主权信用背后的美债供需以及超主权性质的资产黄金。

从供给的角度，我们认为下半年的关注点在于美国债务上限的再次上调。(1) 一方面，平衡美国宏观账户的一个路径在于“扩张”财政赤字规模。美国“债务上限”仍会阶段性地提升市场对于美债的“避险情绪”，观察美联储的货币政策行为可能是一个间接的窗口（8月美国 Jackson Holl 年会）。(2) 另一方面，平衡美国宏观账户的另一个路径在于“提升”财政收入。美国对外高压的关税政策在“暂停”后并没有完全扭转，需要关注的是再次背景下市场波动的再次反弹可能。

从需求的角度，我们认为下半年的关注点在于美联储资产负债表政策的转变。

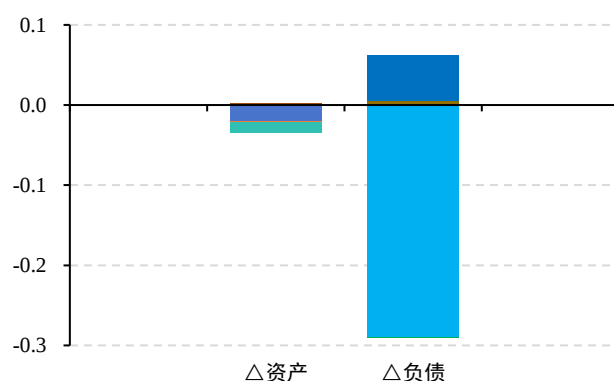
(1) 美国私人部门的资产负债表能否承接未来供给的增加，随着美债收益率曲线的陡峭化，降低了金融机构的再次错配风险，需求相对中性；(2) 美国官方部门（主要是美联储）的资产负债表政策是否转向扩张，当前依然是收缩状态，但边际上再放缓，预计8月可能是观察窗口；(3) 非美经济体对于美债的需求在潜在风险未消的状态下，我们预计海外的美债需求仍存在不稳定性。

图 12：美联储资产负债表近一年变动 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

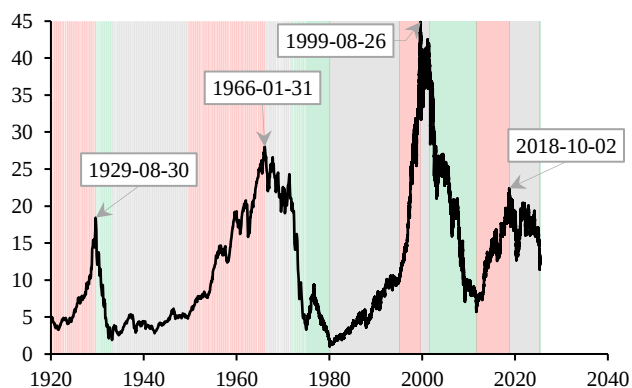
图 13：美联储资产负债表近一月变动 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

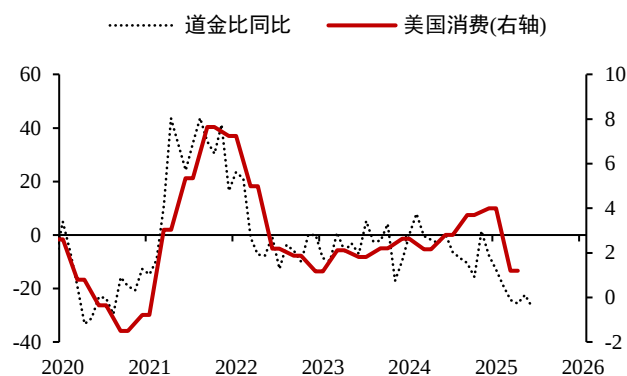
² 参见华泰期货宏观报告《美国评级下调确认，变化可能在8月》

图 14：道金比进入到调整观察期 | 单位：盎司/点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：道金比变动和美国消费同比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

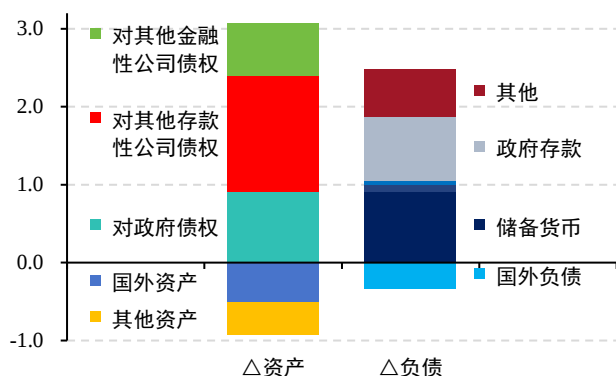
高能源价格：非美周期的压力测试

美债问题的另一面是对于非美经济的影响。

货币市场流动性，中欧之间出现分化。(1) 6月5日，欧央行再次降息 25 个基点，但是“通胀目前已经处于欧央行中期的 2% 目标附近”的偏鹰派政策预期降低了未来继续降息的可能。截止 6 月 6 日的一年内，欧央行资产负债表净收缩 2984 亿欧元，且近一个月没有停止缩表，继续收缩 580.3 亿欧元。

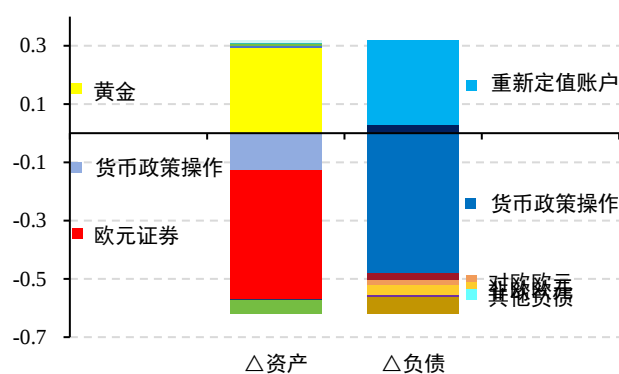
(2) 5 月 8 日，中国央行降息 10 个基点，降准 50 个基点；截止 5 月的一年内，人民银行资产负债表净扩张 2.1 万亿元，而 6 月 5 日和 6 月 13 日，中国央行提前宣布进行买断式逆回购操作分别为 1 万亿元和 4000 亿元。

图 16：人民银行资产负债表近一年变动 | 单位：万亿元



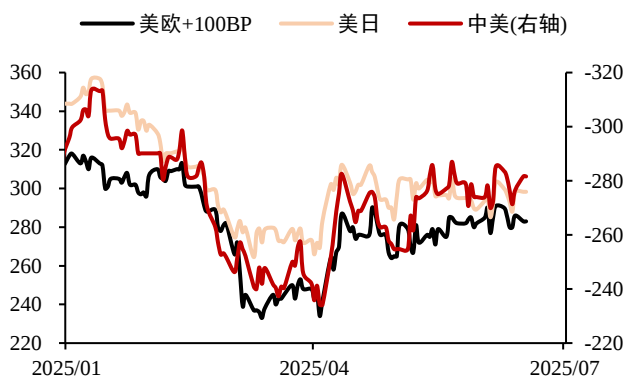
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 17：欧央行资产负债表近一年变动 | 单位：万亿欧元



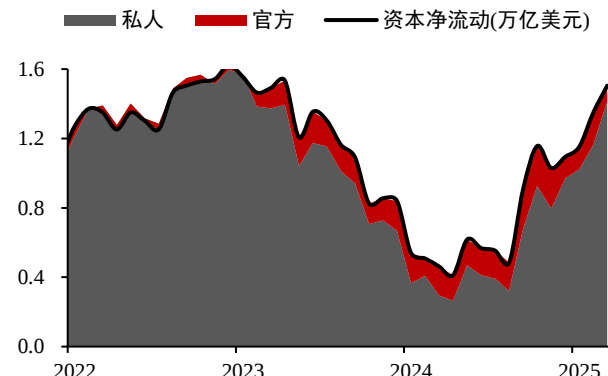
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 18：十年期利差自 4 月开始走扩 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 19：TIC 资本净流入美国 | 单位：万亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

主要问题并不在于通胀本身，而在于与通胀相关的不平衡、不稳定和不平等等现象。

——费舍尔《价格革命》

宏观策略：看空不做空，后扬而先抑

临近年中，我们已经注意到了全球宏观政策的转向——美国财政扩张的逐渐接近落地、中国的“反内卷”行动等，都对应着总需求的扩张。这或许意味着政策能够有效实施、继而驱动的总需求扩张的前提，市场首先需要完成对于通胀预期、对于利率进行一次再平衡的定价——即或者是通过提升总供给或者更有可能是通过降低结构性需求达到总需求降低的目的，驱动海外的供给约束问题得到改善的，以减少供需进一步的错配带来的流动性风险。

美元：美元上半年在政策反复下可能只是暂时性走弱，伴随着下半年贸易风险从预期转为现实，美元将转向避险属性驱动的上涨。

黄金：关税战 2.0 形成的经济收缩效应仍有待体现，黄金上涨趋于谨慎。

美债：“大美丽”法案继续扩张美债总规模，财政可持续性更多来源于利率预期的改变，关注三季度风险概率的提升，利率从上涨转为中性。

人民币资产：A 股长期吸引力上升，风险过后继续战略性做陡收益率曲线。

海外宏观：政策欲扩，压力将临

向外来看，美联储的货币政策仍处在待机观望状态。随着 5 月关税战的阶段性缓和，美股和美元资产的修复改善了美国金融条件。但是财政不确定性因素的仍然存在使得美联储的政策仍处在两难的待机状态。

一方面，美国对外冲突在可见的未来仍然处于持续状态，短期的贸易“抢出口”虽然缓和短期的供需压力，但是并不改变若关税工具再次升级带来的价格压力，是以美联储选择谨慎降息。

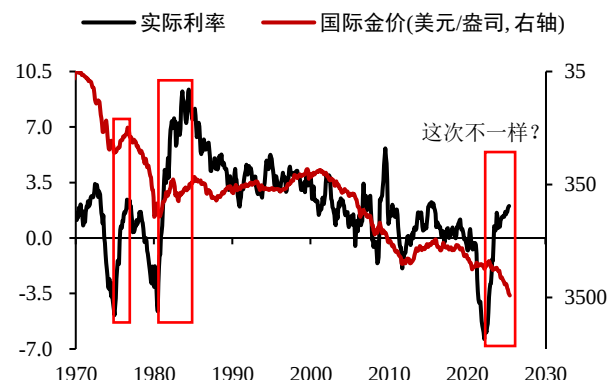
另一方面，美国当前美债市场流动性压力的问题和未来财政再扩张的政策现实，都意味着美联储需要一个相对“低”和“温和”的利率水平，是以美联储在等待能够降息的窗口。

图 24：美元指数和 A 股估值 | 单位：指数点，%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：实际利率和黄金价格 | 单位：%，美元/盎司



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

国内宏观：等待外部压力的释放

向内来看，中国短期实际经济数据的相对“不差”和价格压力的相对“不好”背后是私人部门需求压力的体现。

对于 5 月份的财政政策，似乎仍缺乏经济数据“差”的说服力来驱动政策更为积极，央行尽管在 5 月落地了 10 个基点的降息和 25 个基点的降准，但货币更进一步的扩张似乎也缺少全球流动性环境的支持——美联储等主要央行仍处在不降息的观望状态。

展望三季度的宏观政策，从外部条件来看，随着外部“不降息”的约束逐渐减轻³，我们认为国内的宏观政策将迎来扩张的窗口期；而从内部环境来看，二季度开始的宏观数据随着 7 月份压力的可能再次上升，存在进一步回落的风险。

³ 参见华泰期货宏观报告《国内大循环将启动，宏观策略更积极》

免责声明

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力。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。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房