



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年6月30日

美国关税风险 “二次来袭”

一大类资产配置月报第48期：2025年7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：美国关税风险“二次来袭”，对风险资产价格形成冲击

大类	项目	本期：2025-6-27至2025-7-25			上期：2025-5-30至2025-6-27	
		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	→	6月末上涨后A股处于相对高位，7月9日美国“对等关税”谈判期即将结束，达成协议概率小、恐对市场形成冲击。	3347.49-->3424.23	2.29%
	创业板指	震荡下行	→		1993.19-->2124.34	6.58%
	成长(风格.中信)	震荡下行	→	具体考虑到成长科技累积涨幅高、估值高分位，下跌风险较大。周期品整体景气弱势，可从中观角度切入寻找景气支撑方向。消费品两极分化、预期低迷。金融股优势仍在且有进一步强化的基础	6028.81-->6423.18	6.54%
	周期(风格.中信)	震荡	→		4625.32-->4732.47	2.32%
	金融(风格.中信)	震荡上行	→		8267.17-->8853.99	7.10%
	消费(风格.中信)	震荡下行	→		10196.47-->10039.96	-1.53%
	NASDAQ指数	震荡	↓	关税风险可能再次来袭，不过本次关税风险明显弱于年初特朗普上台之后密集宣布的举措，预计对美股冲击相对有限。	19113.77-->20273.46	6.07%
	DSJ平均指数	震荡	↓		42270.07-->43819.27	3.67%
债券	1Y国债到期收益率（%）	震荡	→	短期内政策加码宽松概率不大，利率维持窄幅波动。下半年增长压力确定性增加，期限利差难以扩大。	1.455-->1.345	-11BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡	→		1.671-->1.646	-2BP
	2Y美债收益率（%）	震荡	→	谈判期临近结束可能引发关税风险“二次”冲击，实际利率期限负利差恐继续扩大，推动长端利率继续下探。	3.89-->3.73	-16BP
	10Y美债收益率（%）	震荡下行	↓		4.41-->4.29	-12BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡下行	↓	后续大宗商品价格逐步从供给端影响重新回到需求端。关税风险冲击美元信用利好黄金价格，同时继续推动铜库存向美国转移、支撑价格，原油随着供给冲击缓解价格有望回落。	60.79-->65.52	7.78%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡	↓		4.667-->5.066	8.56%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡上行	↑↑		3289.4-->3269.2	-0.61%
	南华工业品指数	震荡下行	→	上半年经济增速大概率高于全年增长目标，政策可能保持定力、大幅加码的概率较低，同时内需修复动能依然偏弱。目前来看，需求相对稳定的农产品建议维持标配，工业品建议低配，地产新开工低迷可能继续拖累地产链上游的螺纹钢和玻璃。	3383.03-->3533.86	4.46%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	→		1023.44-->1035.19	1.15%
	南华农产品指数	震荡	→		1059.01-->1078.11	1.80%
	南华玻璃指数	震荡下行	→		1161.56-->1205.33	3.77%
汇率	美元指数	震荡下行	↓↓	关税冲击美元信用，预计美元延续走弱。中美利差“倒挂”收窄利好人民币回升。	99.44-->97.26	-2.19%
	美元兑人民币	震荡下行	↓		7.2-->7.17	-0.37%

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：关税风险潜在冲击下，超配黄金、美债，低配美元

本期：2025-6-27至2025-7-25			大类	项目	本期：2025-6-27至2025-7-25		
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。

1 关税风险恐“二次来袭”，美联储降息预期再起

2 国内政策保持定力、结构性发力

3 国内经济边际变化较小，下行压力累积

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：美国关税风险恐再起

2

权益：扰动在前，提升在后

3

利率：窄幅波动，警惕美债长端上行风险

4

大宗：供给脉冲解除，需求尚待提振

5

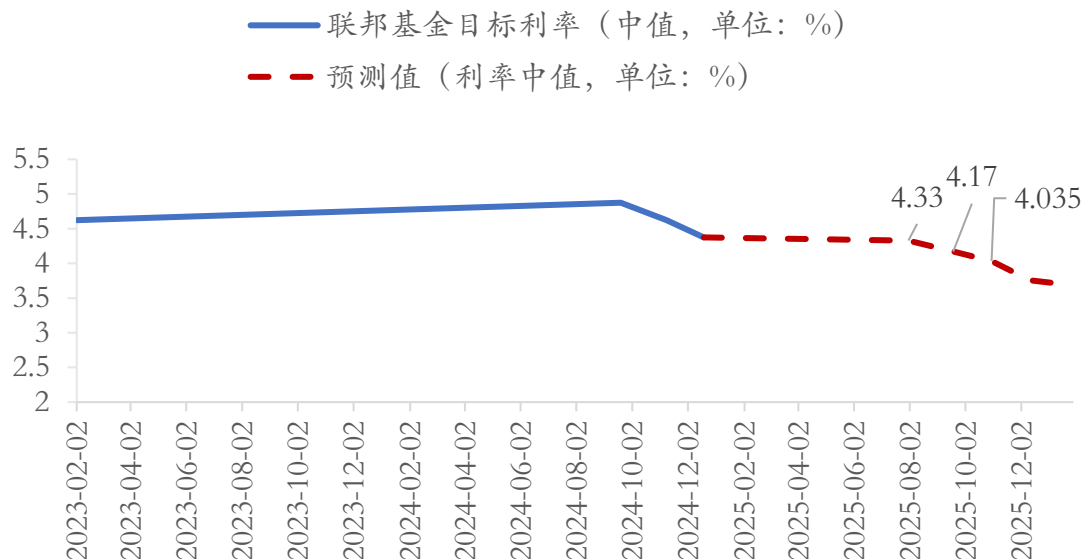
汇率：关税冲击美元信用



美国与除中国外主要经济体谈判期即将结束，密切关注关税动态

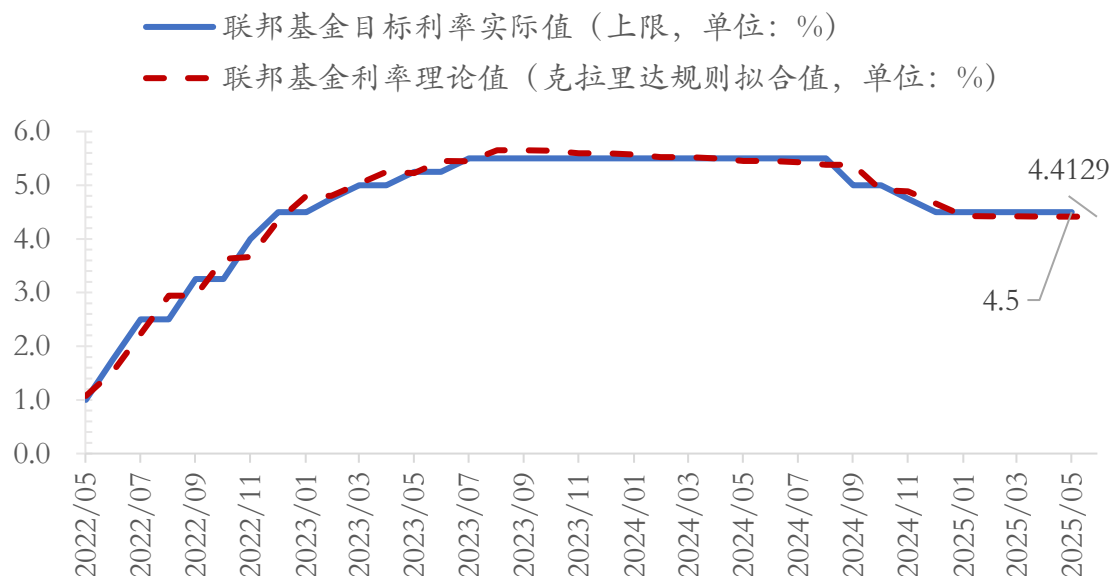
- 美国与除中国外主要经济体谈判还存在不确定性，密切关注关税动态。“对等关税”90天谈判期（除中国外）将在7月上旬结束，但至6月中旬只有英国表明与美国即将达成协议。尚未有明确迹象表明其余国家能于近期达成协议，美国政府可能设定关税税率或延长谈判期。但同时，特朗普还在推动以行业、商品为维度加征关税，如6月12日美国商务部宣布自6月23日起对多种钢制家用电器加征关税。故倾向于认为，后续美国挑起的关税风险可能继续扰动市场。
- 美联储对降息维持谨慎，维持9月重启降息的判断。6月美联储公布的经济预测维持美国经济软着陆的判断，鲍威尔对经济表达了相对乐观的态度，我们认为后续美联储加快降息节奏的核心条件依然是失业率回升至自然失业率上方，当前情况下我们倾向于认为美联储年内仅降息1次25BP，时间点为9月份。

美联储利率观测器显示市场押注年底降息2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：6月27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：%。

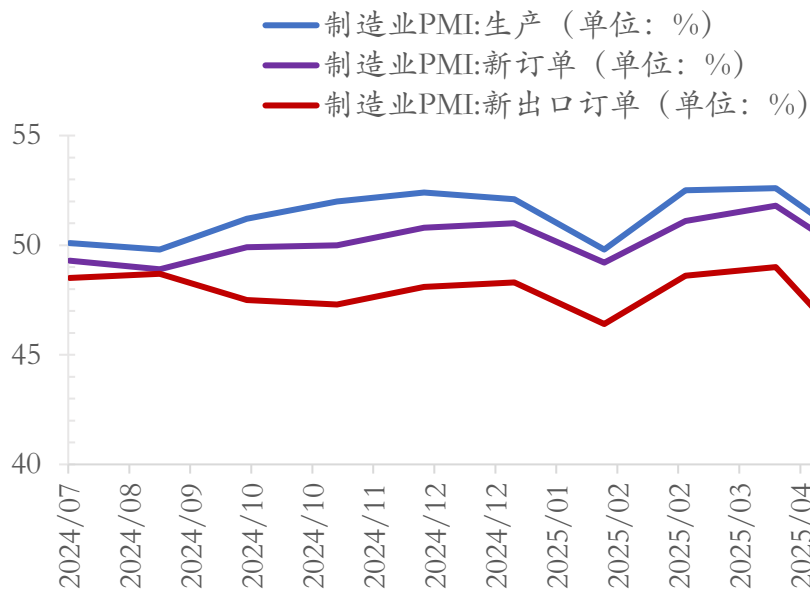


政策效果逐步传导托底经济，PMI在荣枯线之下回升

► PMI在荣枯线之下回升，政策效果逐步传导托底经济。6月制造业PMI为49.7%，较上月提升0.2个百分点，在荣枯线之下企稳。

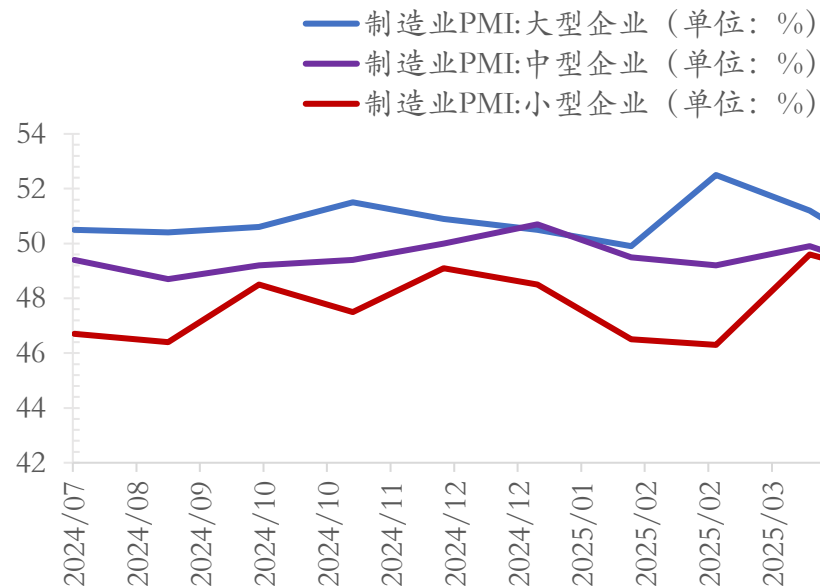
①生产、新订单有所改善，内需强于外需。6月生产、新订单和出口订单指数分别为51%、50.2%和47.7%，生产和需求有所改善，尤其是新订单指数重回荣枯线之上，但企业对出口外需依然信心偏弱。②就业压力仍不容忽视，从业人员指数低位继续下探。6月从业人员为47.9%，较上月下降0.2个百分点，结构性就业问题仍存，恐继续影响居民就业和收入修复。③服务业复苏势头不强。6月份，服务业PMI为50.1%，较上月下降0.1个百分点。从不同企业类型PMI来看，大中型企业PMI温和回升，但小型企业PMI较上月下降2个百分点，微观市场主体活力依然不强。

生产、新订单略有回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

大中型企业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：美国关税风险恐再起

2

权益：扰动在前，提升在后

3

利率：窄幅波动，警惕美债长端上行风险

4

大宗：供给脉冲解除，需求尚待提振

5

汇率：关税冲击美元信用



2.1 国内权益：扰动在前，提升在后

- 我们在7月策略月报《扰动在前，提升在后》（2025-06-29）中指出，6月末上涨后A股处于相对高位，7月9日美国“对等关税”谈判期即将结束，达成协议概率小、恐对市场形成冲击，但流动性存在结构性支撑托底市场，预计市场波动加大。可关注7月下旬中央政治局会议与美联储议息会议存在释放利好带动市场向上可能。较上月配置变化，新增景气支撑领域（稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品）以及地产调控政策有望宽松带来估值修复机会的推荐。同时进一步强化对银行、保险的投资推荐，也继续强调成长科技板块的回调风险。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位、国内流动性未超预期宽松，不利于成长风格和消费风格，短期内金融和周期风格具备相对优势。

上证指数相对占优，风格中成长面临一定压力

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）	-0.05	-0.23	-0.37	-0.37	-0.18	-0.40	-0.50
长短利差变动（10Y-1Y国债）	0.02	0.11	0.27	0.33	0.15	0.14	0.12
短端利率变动（2Y美债）	-0.02	0.08	0.21	0.15	0.06	0.12	0.07
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.01	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03	-0.01	-0.01
M2同比差值变动	-0.10	-0.07	-0.24	-0.18	-0.02	0.01	-0.07
社融同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新发基金规模（自然对数）	6.82	-2.49	-7.00	-8.47	-3.52	-2.99	-3.21
合计		-2.61	-7.16	-8.58	-3.54	-3.13	-3.59

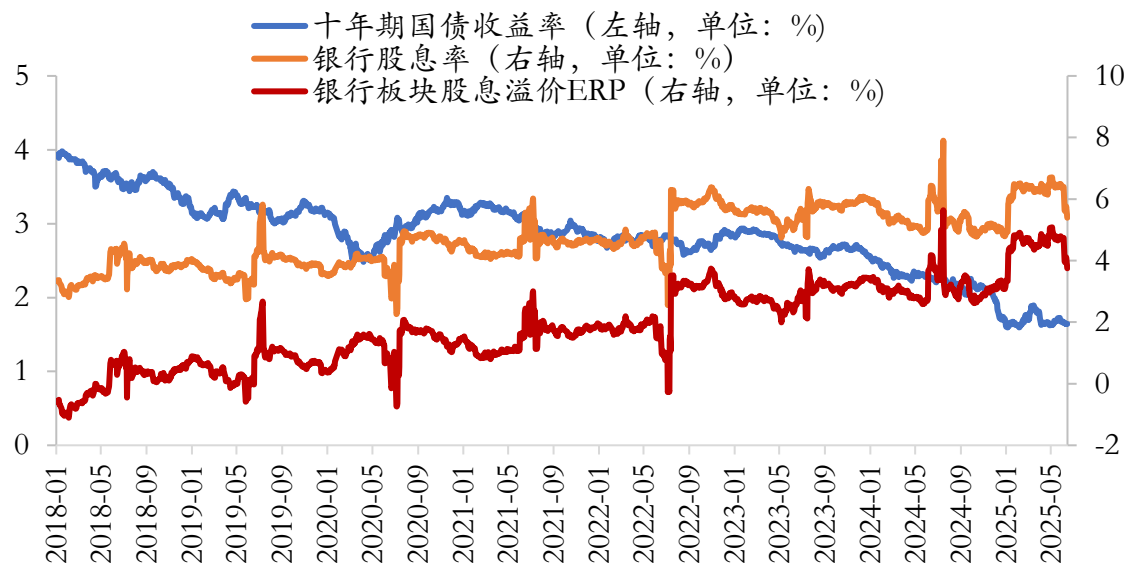
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 国内权益（1）：兼具高股息稳定性和中长期配置价值的银行、保险

- ▶ 银行、保险：公募新规、中长期资金入市、被动基金规模提升均加强了银行保险中长期投资价值。
- ▶ 预计未来无风险利率仍有下行空间，银行稳定高股息优势将继续得以凸显。截至2025年6月20日，银行板块近12个月股息率为5.35%，较2025年最高水平减少了1.36个百分点，但整体来看相较2024年全年5.0-5.3%左右水平有一定提升。和长端利率的差值来看，伴随着银行股息率上行、无风险利率的持续下行，银行板块整体的股息性价比有望持续得到凸显，并且从结构上看，银行个股的股息率方差也相对较小，属于较优质的高股息板块。
- ▶ 预定利率进入动态调整时代，引导保险负债端成本压力下降。2025年1月金融监管总局印发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，建立预定利率与市场利率挂钩及动态机制。

2025年银行板块股息率较2024年有所提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

预定利率预计将继续下调，缓解保险负债端压力

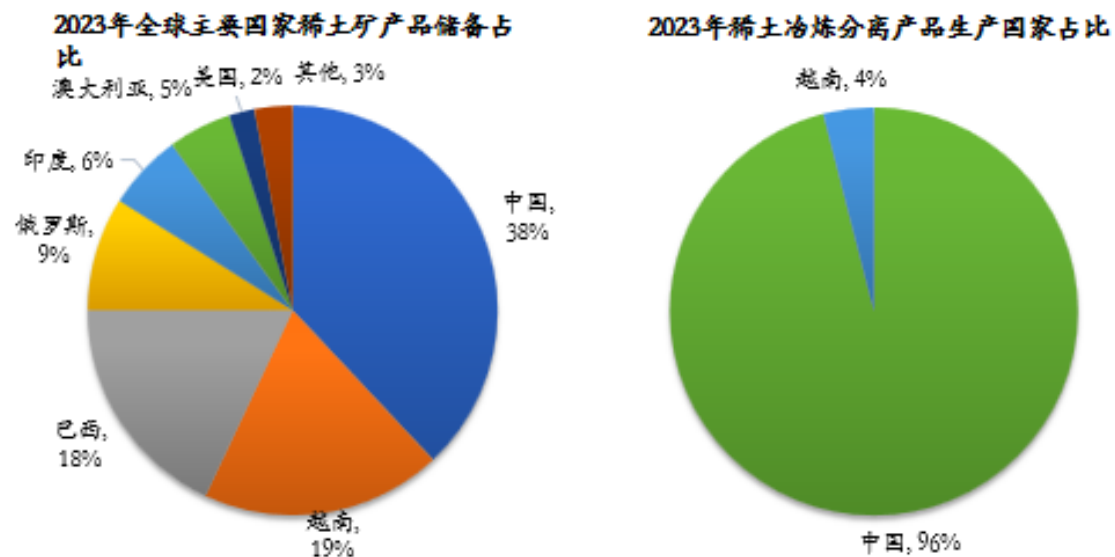


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2.1 国内权益（2）：具有景气支撑的细分领域

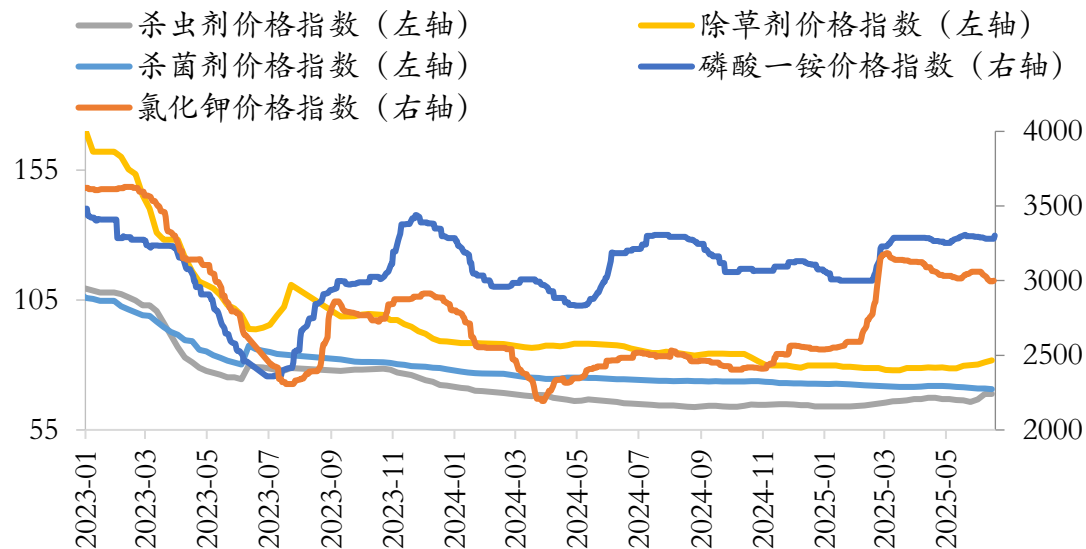
- **稀有金属**：无论贸易形势严峻或缓和，该方向进可攻退可守。中国在稀土领域具备绝对的全球优势，若贸易形势严峻，稀土作为重要的反制手段将带来事件催化下的估值提升机会。
- **贵金属如黄金**：货币储备需求增加，美联储降息周期内实际利率下行。世界贸易形势和地缘政治不确定性增加，全球央行黄金储备需求随之增加，对金价形成较强支撑。
- **工程机械**：正迎景气周期性回升期，景气上行趋势明确。
- **农化制品、摩托车**：农药价格触底回升，摩托车出口持续高增。

中国在稀土储备及冶炼分离领域有绝对优势地位



资料来源：USGS，《中国稀土形势分析及储备》，华安证券研究所。

部分农化产品价格开始上涨



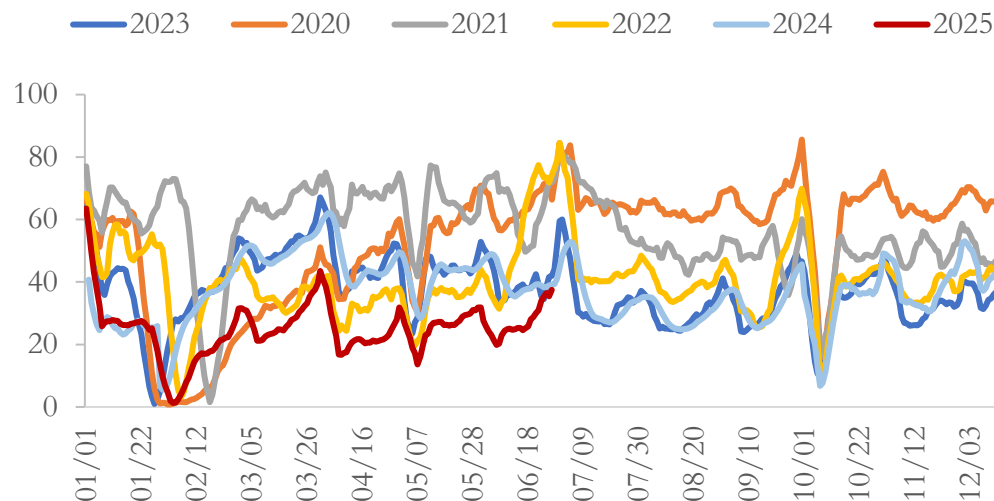
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点。



2.1 国内权益（3）：地产调控政策有望迎来宽松同时带来一波估值修复

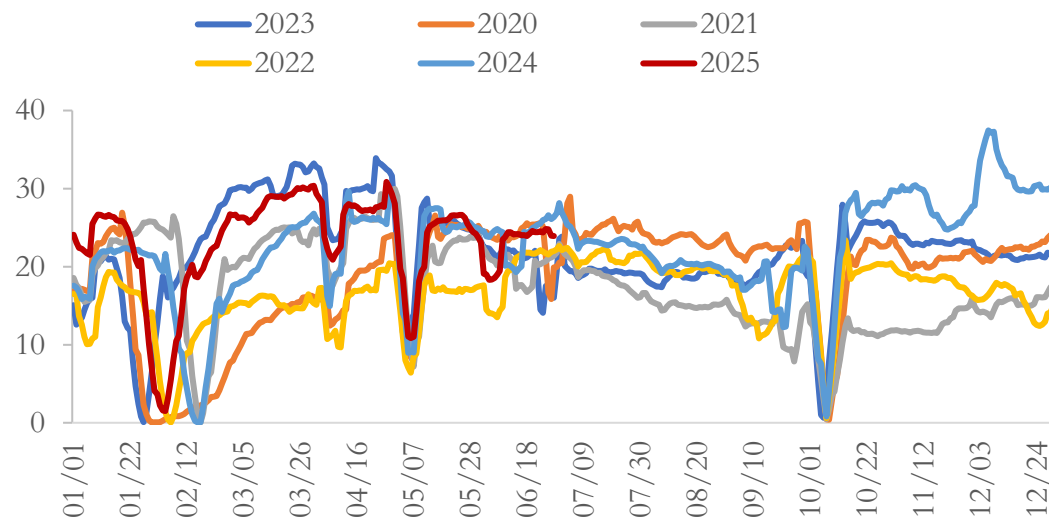
- 7月政治局会议临近，地产有望出现受政策催化的阶段性行情。H2地产行业仍有望演绎第二种模式的机会，即政策宽松后的阶段性估值修复，不满第一种模式出现的条件，同时第三种模式的演绎也有很大的不确定性。H2的地产形势与政策关系可能仍然为，一方面受经济和收入预期、房价预期影响，地产形势依然羸弱，而另一方面在地产调控新阶段、房地产市场供求新变化、打好商品住房烂尾风险处置攻坚战、稳住楼市股市等明确论调下，决策层稳定房地产行业形势的决心不容置疑。因此H2仍将有持续不断的地产宽松政策出炉，直到房地产形势彻底企稳，H2地产宽松政策出炉概率仍然较大。

按年度分类下的三十城新房销售面积



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米。

按年度分类下的十二城二手房成交面积



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米。



2.2 美股：关税冲击恐“二次来袭”，存回调风险

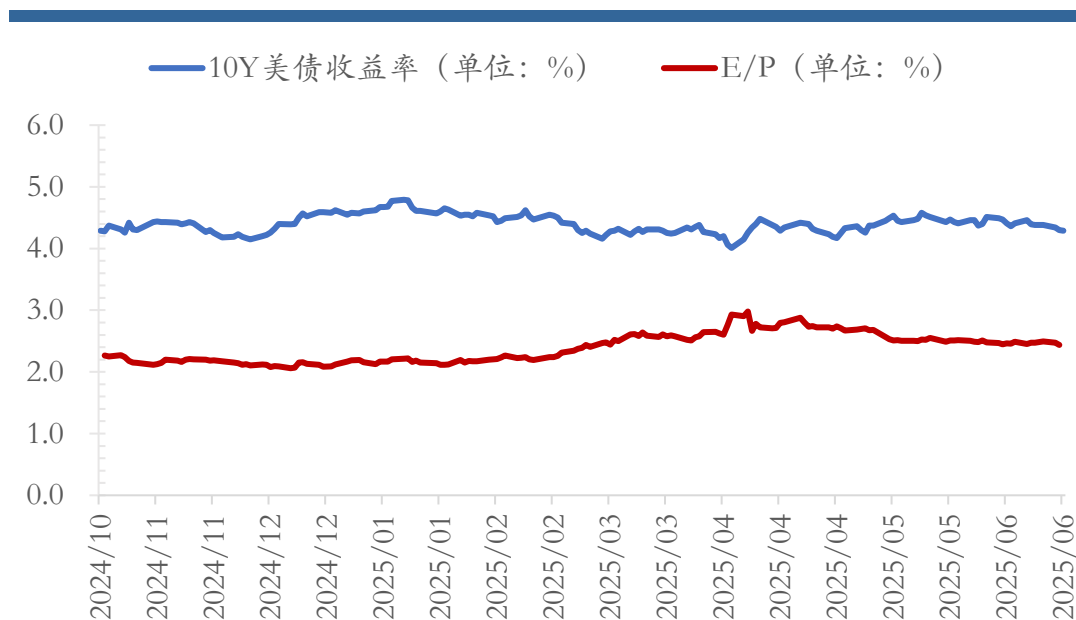
- 关税冲击恐“二次来袭”，存回调风险。临近7月9日重要节点，但目前美国与主要经济体的谈判尚未取得积极进展。以欧盟为例，美国对欧盟产品加征50%关税的期限临近，但欧盟与德国等方面近日表示，要做好对美采取更多关税反制措施的准备。由于欧美在诸多问题上存在分歧，双方恐无法在7月9日之前达成一项全面的贸易协议，关税争端很可能会延续下去。但后续仍存在一定变数，如欧盟参照英美协议蓝本出台阶段性协议、或进一步延长谈判期限。综合考虑当前欧盟官员表态，欧美在7月9日之前达成全面贸易协议的难度不小，因而关税风险可能再次引发美股回调，不过由于本次关税风险明显弱于年初特朗普上台之后密集宣布的关税举措、也难超预期，预计对美股冲击相对有限，故预计7月美股维持震荡，静待后续关税谈判指明方向。

通胀下行相对利好纳指

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）	-0.02	0.02	0.01
长短利差变动（10Y-2Y美债）	-0.01	0.00	-0.01
失业率（季调）变动	0.00	0.00	0.00
美国CPI环比	0.20	0.45	-0.02
美国PPI环比	0.10	-0.56	-0.23
合计		-0.10	-0.24

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美债收益率缺口维持不变



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1

配置逻辑：美国关税风险恐再起

2

权益：扰动在前，提升在后

3

利率：窄幅波动，警惕美债长端上行风险

4

大宗：供给脉冲解除，需求尚待提振

5

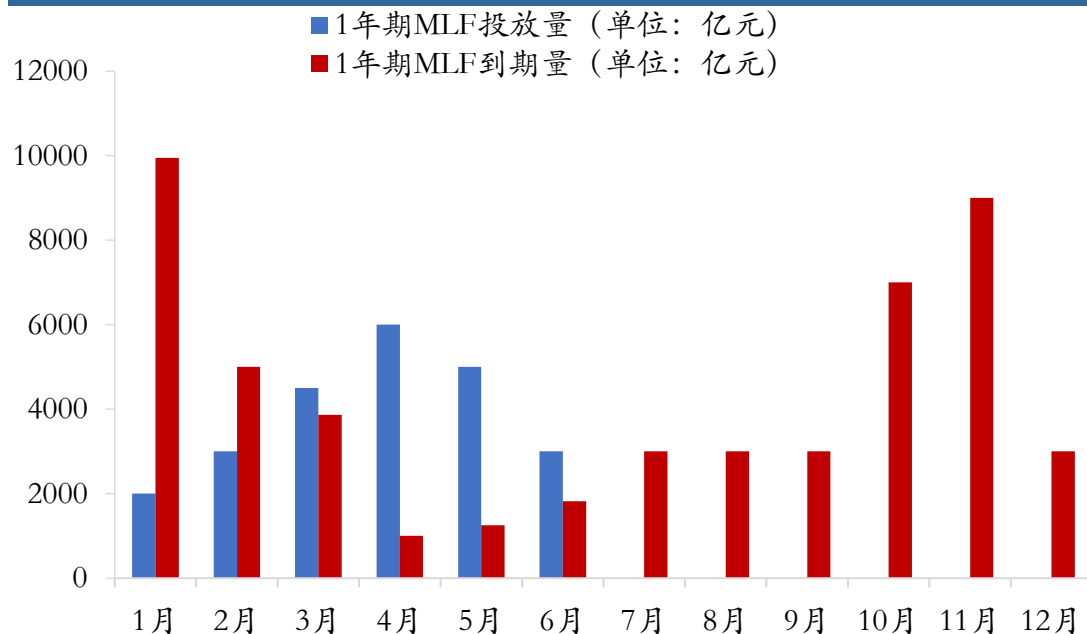
汇率：关税冲击美元信用



3.1 国内债券：短期内政策加码宽松概率不大，利率维持窄幅波动

► **短期内政策加码宽松概率不大，利率维持窄幅波动。**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。但短期看，货币政策加码全面宽松的概率不大。一方面，国内经济数据维持一定韧性，中美发表联合声明后出口边际改善，预计上半年GDP增速有望达到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。故，6月中旬陆家嘴论坛宣布的金融举措中并未有全面宽松政策，而是围绕结构性举措发力。因此，预计利率维持窄幅波动。

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：下半年增长压力确定性增加，期限利差难以扩大

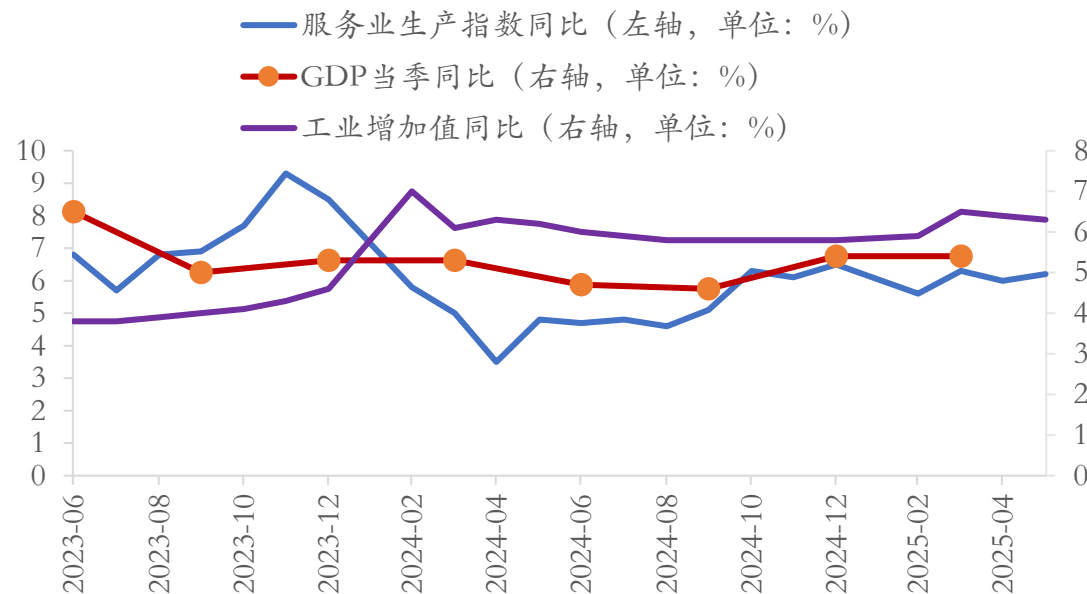
- ▶ **下半年增长压力确定性增加，期限利差难以扩大。**一方面，内需上行依然乏力。居民部门信心依然偏弱，对消费品“以旧换新”等政策依赖度较高。2024年消费品“以旧换新”带动商品消费约1.3万亿元，相当于全年48.8万亿元社零的2.67%。今年1-5月，消费品“以旧换新”带动消费约1.1万亿元，相当于社零20.3万亿元的5.4%。房地产5月以来呈现加速下行态势。另一方面，尽管近期出口有所回暖，但主要是中美关税谈判期海外厂商利用窗口期补库存，后续关税落地后大概率海外厂商将转为去库存，出口压力将逐步显现。因而，下半年增长压力确定性增加，长端利率上行乏力，难以带动期限利差扩大。
- ▶ **长端震荡，期限利差如扩大还需央行加码注入流动性，推动短期利率有所回落。**

短端利率略有回落，期限利差仍在低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

宏观经济数据显示GDP同比增速预计弱于Q1



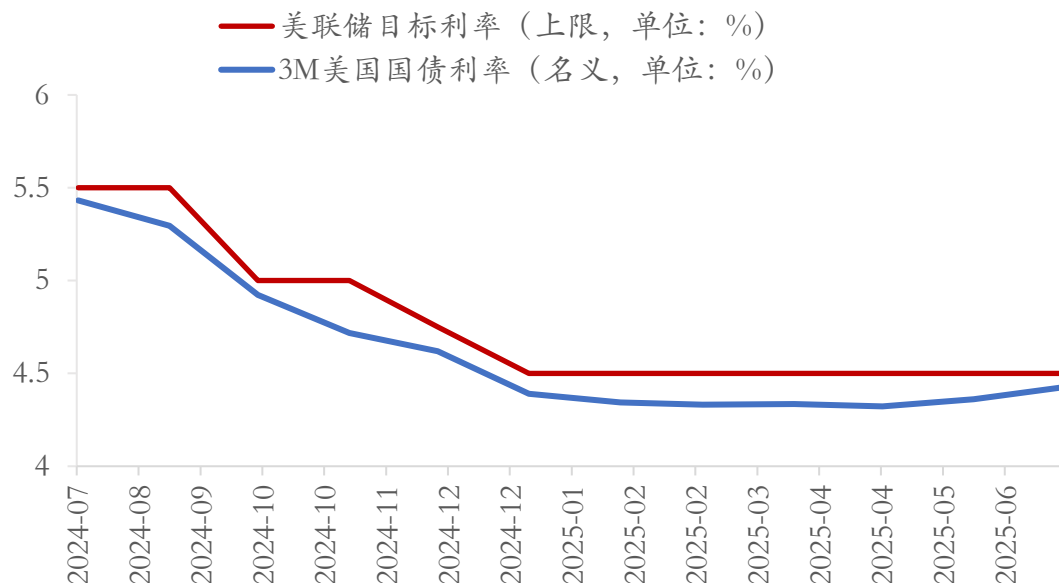
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）持平

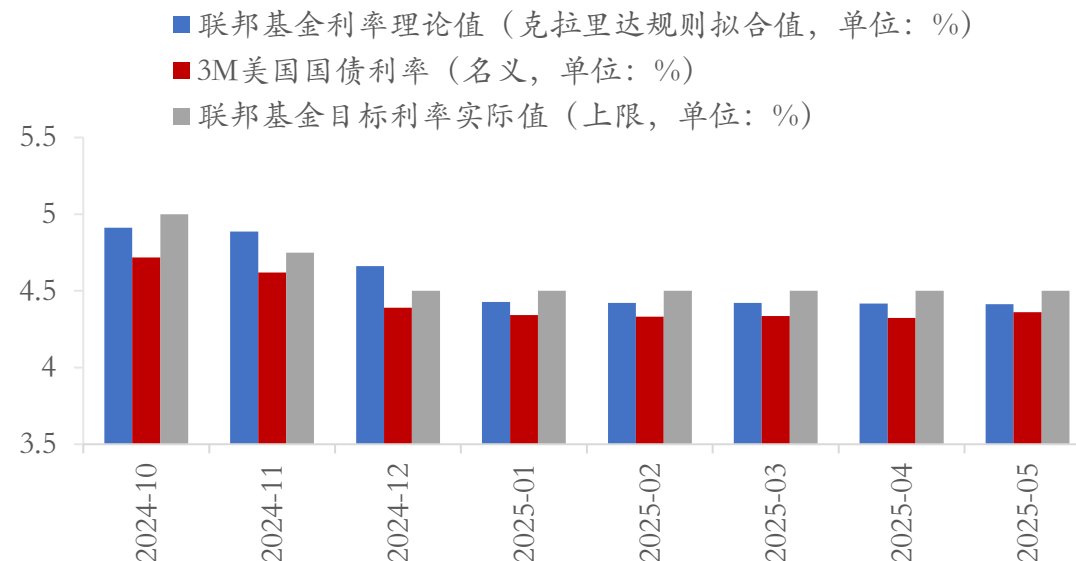
- 美债短端利率延续震荡，长端利率仍有下行空间。根据伯克南三因素框架判断，7月美债利率走势依然主要围绕期限利差博弈。①美联储预计7月议息会议之前维持中性立场，短期实际利率变动有限。②谈判期临近结束可能引发关税风险“二次”冲击，实际利率期限负利差恐继续扩大，推动长端利率继续下探。③关税对通胀的影响逐步传导，通胀预期小幅抬升。但如关税谈判破裂超预期，则需警惕长端利率反弹风险。
- 美债：短期实际利率（3M名义）基本持平。考虑到美联储三季度末之前降息概率下降，因而短期实际利率预计在三季度维持不变。

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：%

降息时点仍存不确定性，短期实际利率小幅回升



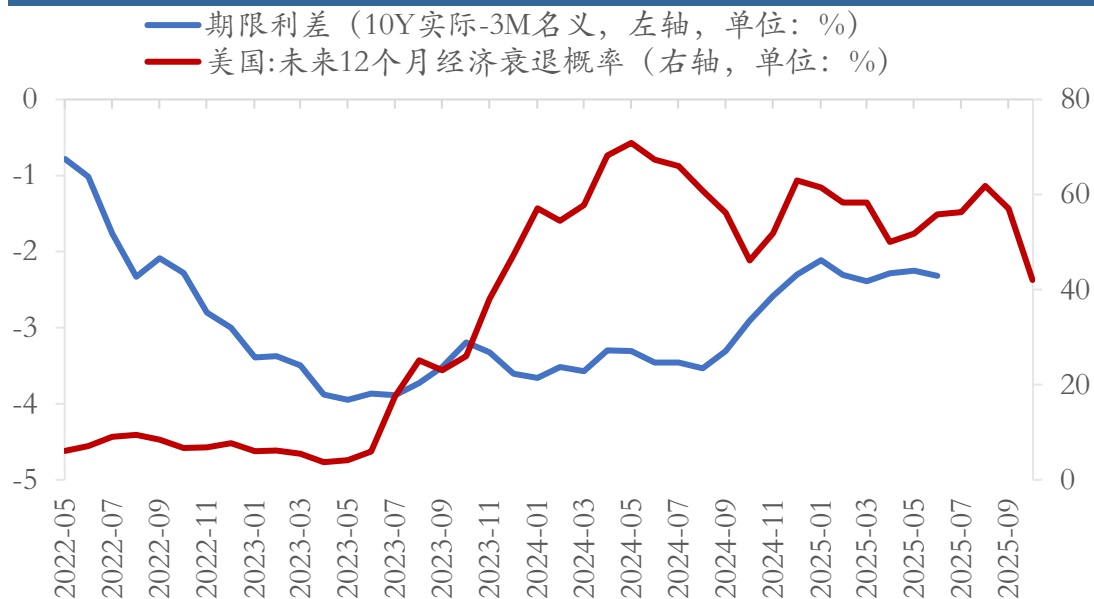
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



3.2.2 美债：实际利率负期限利差存扩大可能

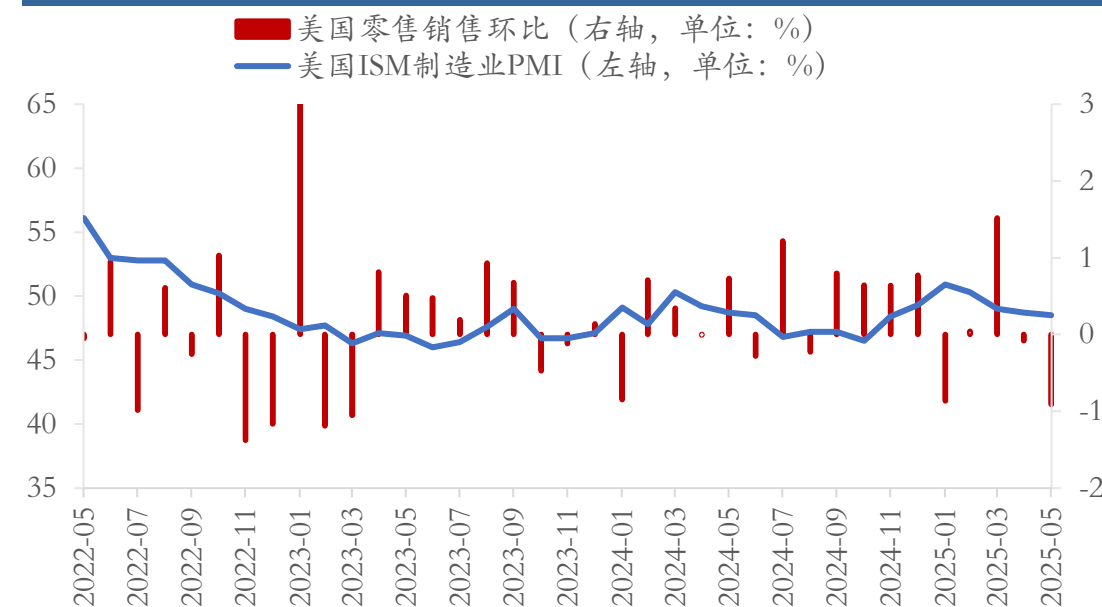
► **美债：实际利率负期限利差存扩大可能。**美国经济分析局预计美国经济衰退概率年内峰值在三季度，叠加近期美国经济数据有所减弱，对全球商品普遍征收10%的关税对美国经济的影響可能在三季度逐步显现。因而，美国经济放缓风险仍未解除。5月美国ISM-PMI超回落至48.5%，零售销售额环比下降0.9%，也表明近期美国经济增速放缓压力有所增加。受此影响，预计实际利率负期限利差恐继续扩大，带动10Y美债利率偏下行。

三季度美国经济衰退概率恐反弹，扩大负期限利差



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同步走弱



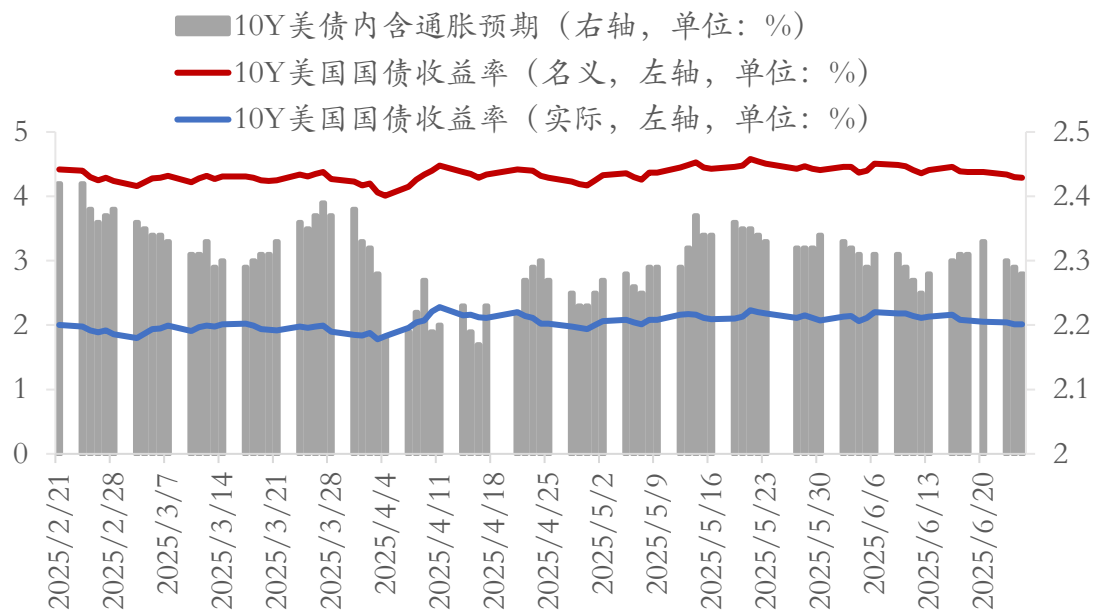
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.2.3 美债：10Y内含通胀预期或小幅反弹

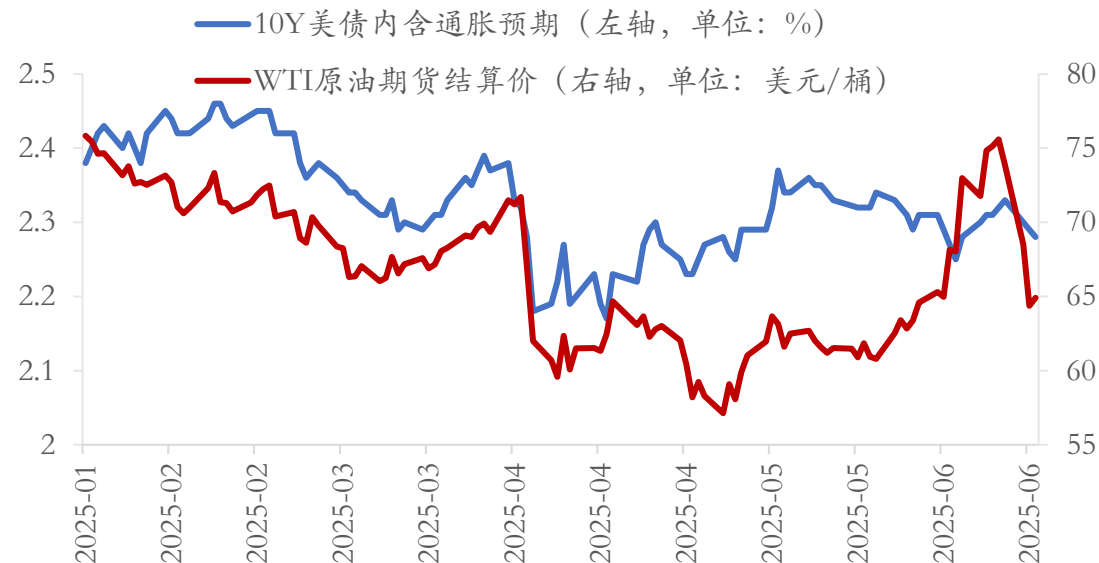
- **美债：10Y内含通胀预期或小幅反弹。**当前10Y内含通胀预期维持在2.3%附近，波动相对较小。短期来看，WTI原油价格在伊以冲突期间短暂冲高后回落，后续大幅抬升拉动通胀预期的概率不大。2025年6月密歇根大学5年通胀预期为2.33%，与前两个月基本持平。但考虑到关税对通胀传导可能逐步显现，可能在7月小幅带动内含通胀预期小幅反弹。

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：%

油价冲高后回落，对内含通胀预期带动作用有限



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

1

配置逻辑：美国关税风险恐再起

2

权益：扰动在前，提升在后

3

利率：窄幅波动，警惕美债长端上行风险

4

大宗：供给脉冲解除，需求尚待提振

5

汇率：关税冲击美元信用



4.1 国际大宗：供给脉冲解除，需求尚待提振

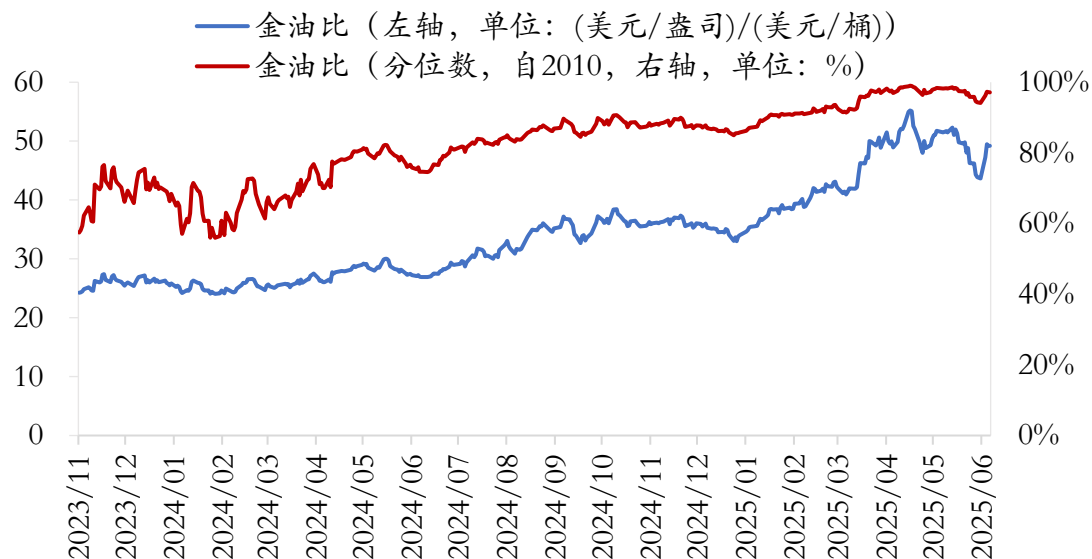
► **供给脉冲解除，需求尚待提振。**6月在能源价格脉冲向上带动下，全球大宗商品价格冲高。伊以冲突对全球能源供应形成明显冲击的担忧虽然尚未完全解除，但冲突急剧爆发的风险已逐步缓解。预计后续大宗品价格逐步从供给端影响重新回到需求端，在美国关税冲击可能“二次来袭”的情况下，需求下行担忧可能继续发酵，拖累国际大宗商品价格。具体来看，关税风险冲击美元信用利好黄金价格，同时继续推动铜库存向美国转移、支撑价格，原油随着供给冲击缓解价格有望回落。因此，建议超配黄金，标配铜，低配原油。

因子分析看，原油库存下行可能对价格有一定支撑

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端				
利率变动 (2Y美债)	-0.02	-0.15	-0.01	0.09
长短利差				
变动 (10Y-2Y美债)	-0.01	-0.02	-0.01	0.01
美债长期平均实际利率	-0.11	-0.26	0.18	-0.24
库存/ETF持仓量变动		1.53	-0.47	0.06
净多头持仓		-0.57	0.03	-1.98
合计		0.52	-0.29	-2.06

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。

金油比略有回落，但后续仍看上行



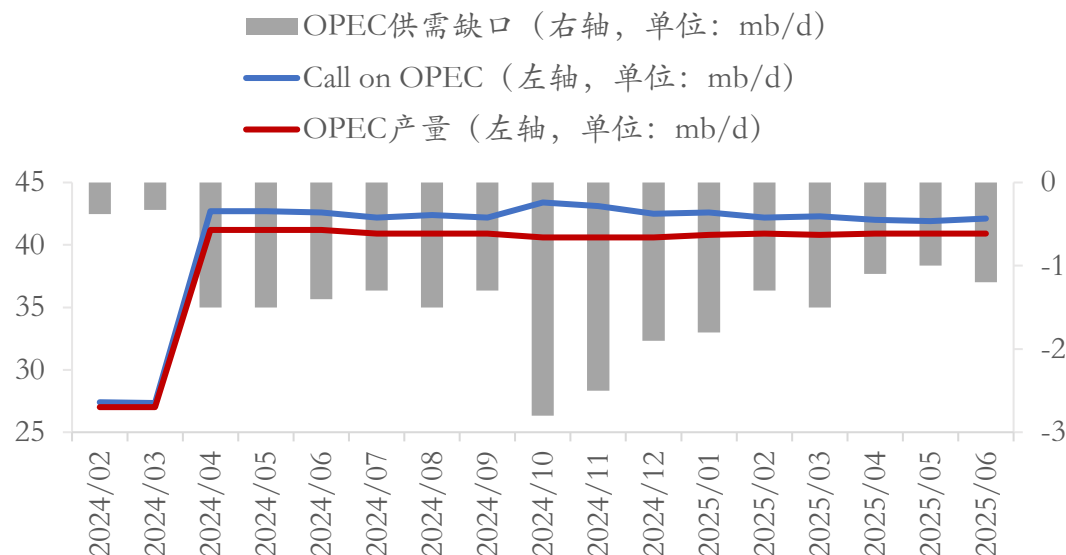
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.1 原油：伊以冲突急剧爆发风险解除

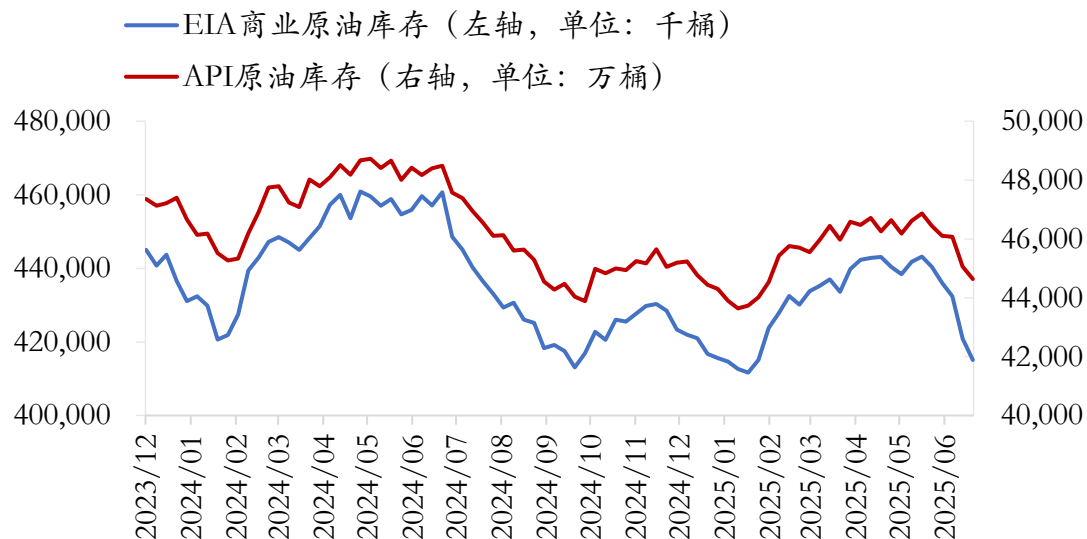
► **原油：伊以冲突急剧爆发风险解除。**6月24日，伊朗和以色列实现全面停火，标志着伊以冲突急剧爆发风险已经解除，供给端中断风险缓释。6月末，OPEC+对增产保持开放态度，俄罗斯正在寻求整个集团都能接受的方案，目前已有八个OPEC+成员表示考虑在8月再次增产。因而，供给端可能持续增产，并且参照历史经验来看，当油价接近60美元/桶时OPEC+国家为了保证本国的财政收入，可能通过增产争取更大的市场份额。但考虑到伊以冲突风险尚未完全解除、存在反复风险，原油价格预计以震荡为主。

OPEC+预计供需缺口小幅扩大



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



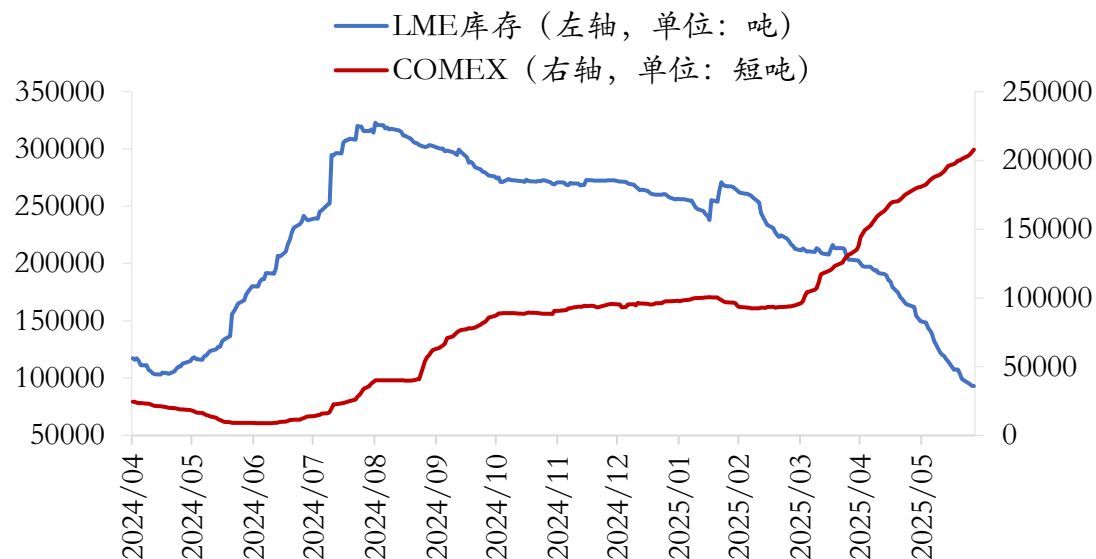
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：关税担忧可能再次推动库存向美国转移

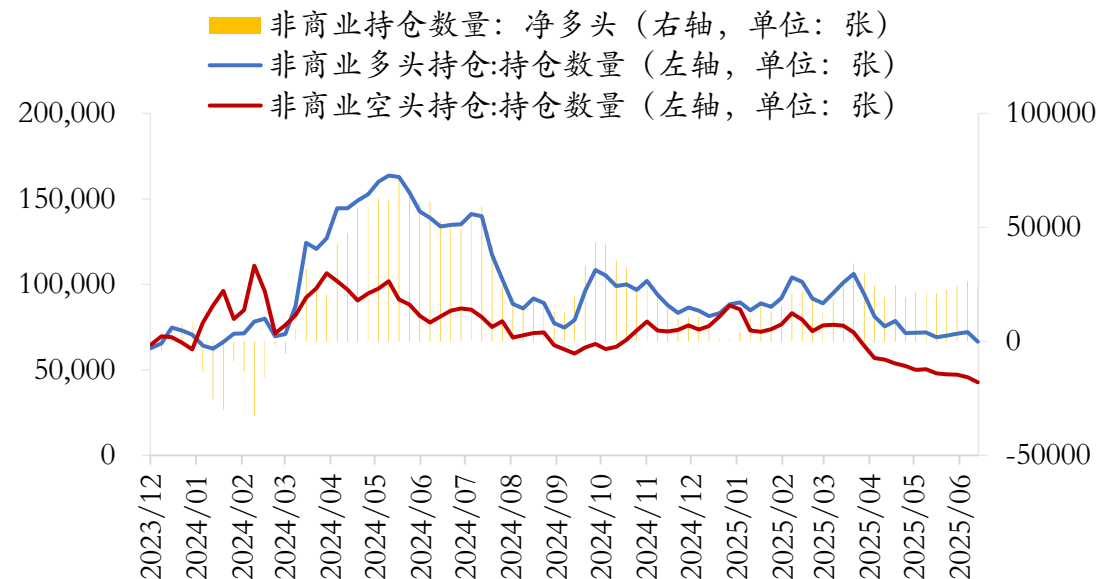
► **铜：关税担忧可能再次推动库存向美国转移。**今年4月后，美国全面征收“对等关税”以及逐步对特定商品征收关税，在谈判缓冲期内全球厂商加速将库存从全球转移到美国以降低关税成本。预计7月上旬谈判期结束后，关税担忧可能继续发酵。如谈判期结束后，美国选择延长谈判，可能再次库存向美国转移，支撑铜价上涨；如谈判期结束后，美国加征关税税率落地（不论是否签署协议），则库存转移缺乏动力，铜价陷入震荡或回落。综合来看，对铜建议标配，待关税谈判结果明确后续方向。

铜库存继续向美国转移



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业多空持仓继续下降



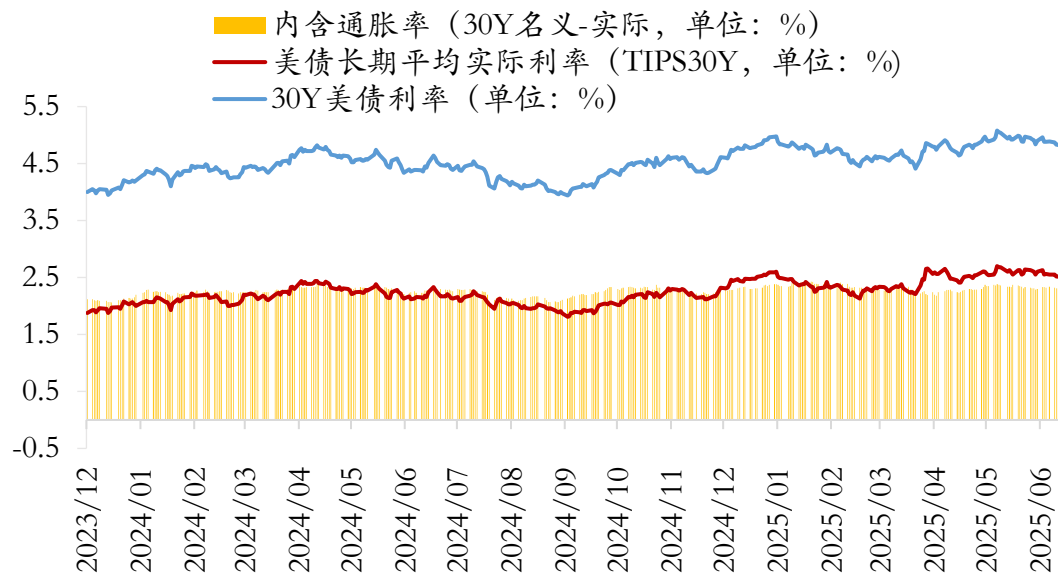
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.1 黄金：关税风险与降息预期或支撑金价上行

- **黄金：关税风险或支撑金价上行。**目前美国与主要经济体（除英国外）在90天谈判期结束后的达成全面协议的概率不大，因而关税冲突可能再度削弱美元作为国际结算货币的信心和信用，提振黄金价格。同时，随着美国经济增长压力逐步显现，推动美债实际利率回落，也支撑金价上涨。因而，7月黄金价格上行概率较大，建议超配。

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持仓量有所回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 吨



4.2 国内大宗：能源上游价格传导减弱，需求有待提振

- **能源上游价格传导减弱，需求有待提振。**6月中下旬，受伊以冲突带动上游能源价格上行，输入性因素推动国内大宗商品价格向上。同时，6月以来中美经贸冲突风险持续缓解，外贸出口景气度边际改善，也支撑国内大宗商品价格。但考虑到，上半年经济增速大概率高于全年增长目标，政策可能保持定力、大幅加码的概率较低，同时内需修复动能依然偏弱。目前来看，需求相对稳定的农产品建议维持标配，工业品建议低配，地产新开工低迷可能继续拖累地产链上游的螺纹钢和玻璃。

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）	-0.05	0.02	-0.39	0.04	-0.52
长短利差（10Y-1Y国债）	0.02	0.07	-0.04	0.03	0.06
M2同比差值变动	-1.10	0.76	-0.29	0.60	0.06
基建投资累计同比变动	-0.20	-0.14	-0.17	-0.06	-0.29
新开工面积前12个月移动平均同比	-21.87	-1.02	-1.47	-0.98	0.77
竣工面积前12个月移动平均同比	-25.85	2.27	-2.21	0.11	20.66
销售面积前12个月移动平均同比	-5.77	0.94	0.42	1.06	-1.31
合计		2.90	-4.14	0.81	19.45

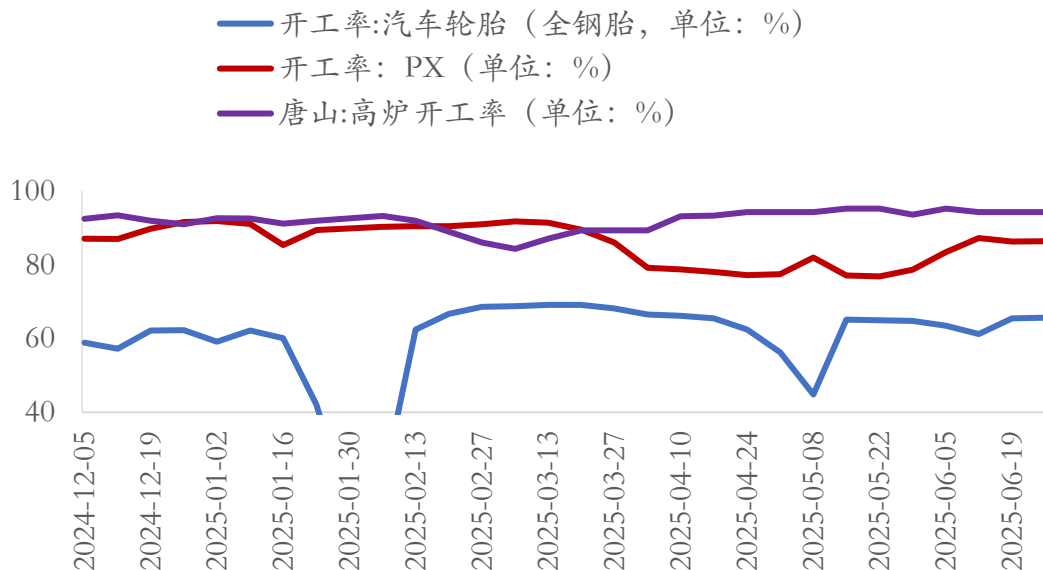
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：出口边际改善，但可持续性仍有待关注

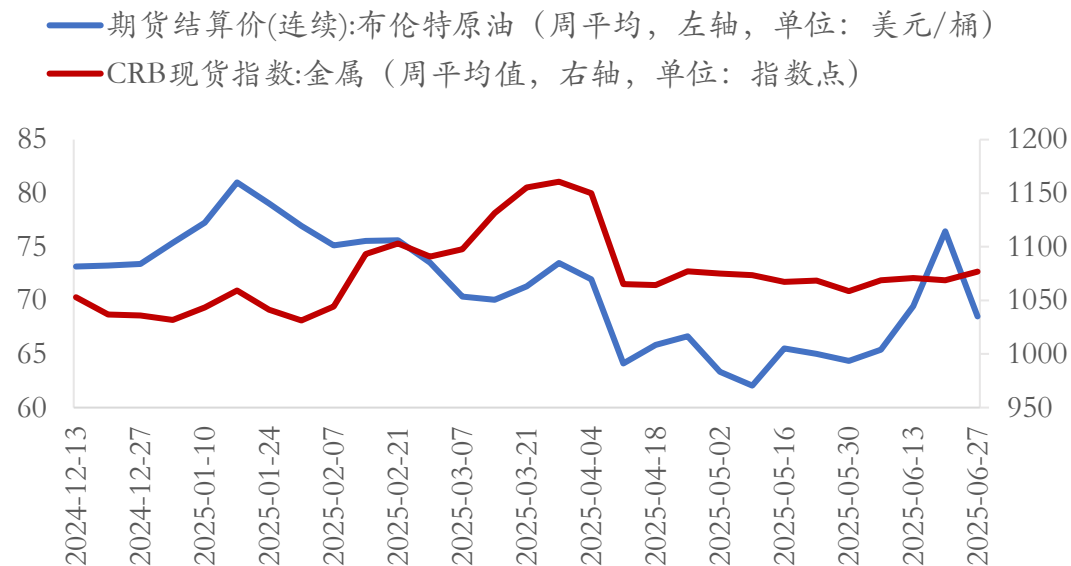
- **南华工业品指数：出口边际改善，但可持续性仍有待关注。**受5月中旬中美联合声明推动关税冲突缓解，叠加后续谈判不确定性情况下，海外企业加速进口弥补库存，6月集装箱吞吐量环比较上月有所回升，带动国内生产端景气度略有改善。同时，上游能源价格改善，也向下游传导价格。其中，汽车全钢胎开工率温和回升至63.4%左右、较上月环比提高4个百分点，PX开工率从78%回升至86%左右，而唐山高炉开工率变动不大、维持在95%的较高水平。但90天谈判期对出口带动作用的可持续性有待观察，特别是如果关税落地则海外厂商逐步从补库存转变为消化库存，因此预计南华工业品价格仍震荡下行。

开工率整体回升，高炉开工率变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

原油价格冲高回落，但金属价格变动不大



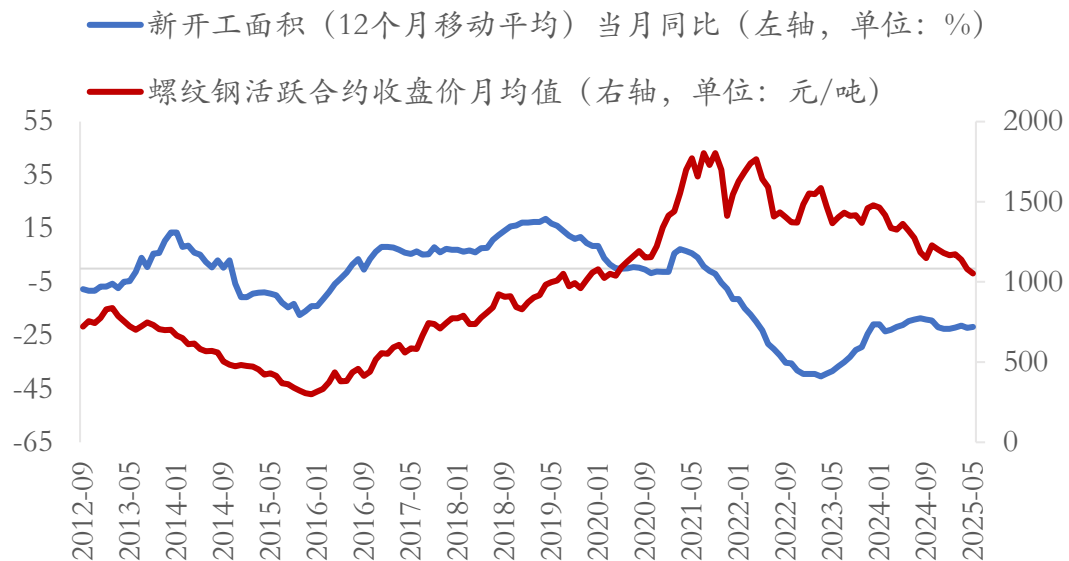
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：地产新开工和基建暂未构成支撑

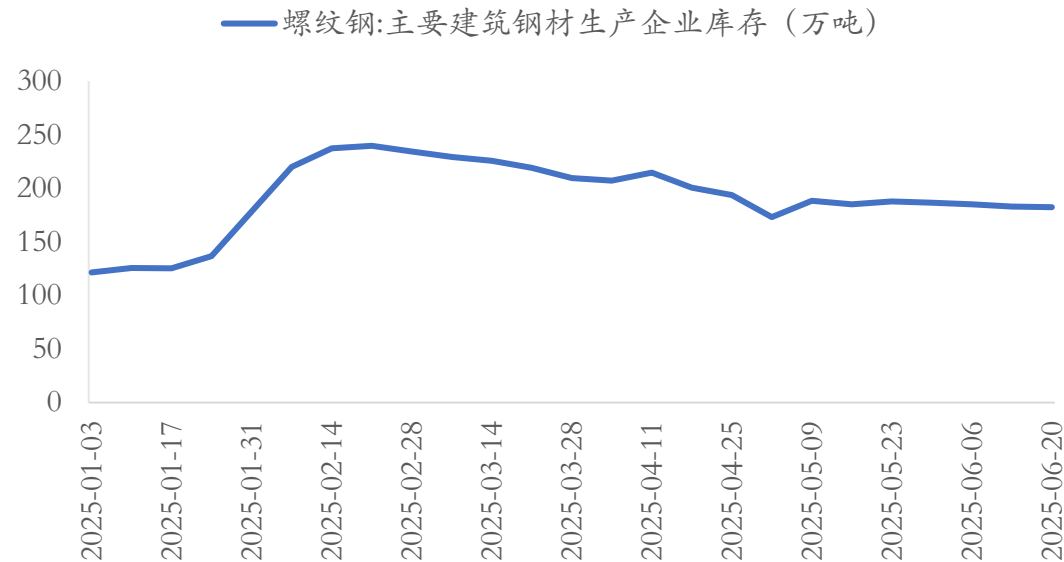
- **南华螺纹钢指数：地产新开工和基建暂未构成支撑。**6月螺纹钢库存稳中有降。在“严控增量”政策基调下，房地产新开工依旧低迷，从整体施工周期来看，对螺纹钢需求的拖累依然较为突出。后续市场对于需求端预期不强，钢铁产能调整并未形成明显利好，因而螺纹钢指数预计仍震荡偏空，除非产能调整或基建开工明显提速。

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。

6月粗钢库存稳中有降



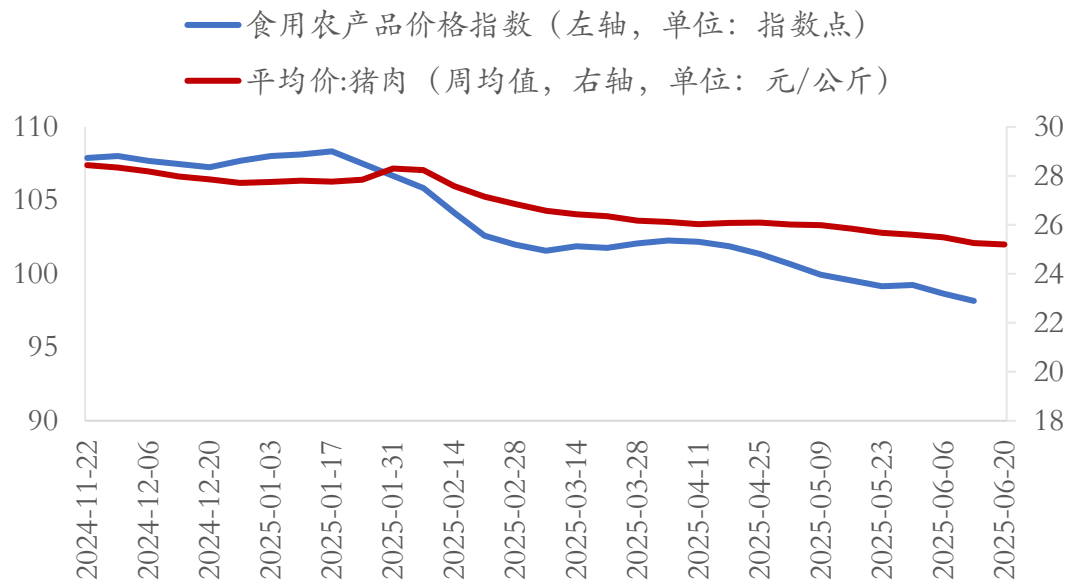
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：需求相对稳定，维持标配

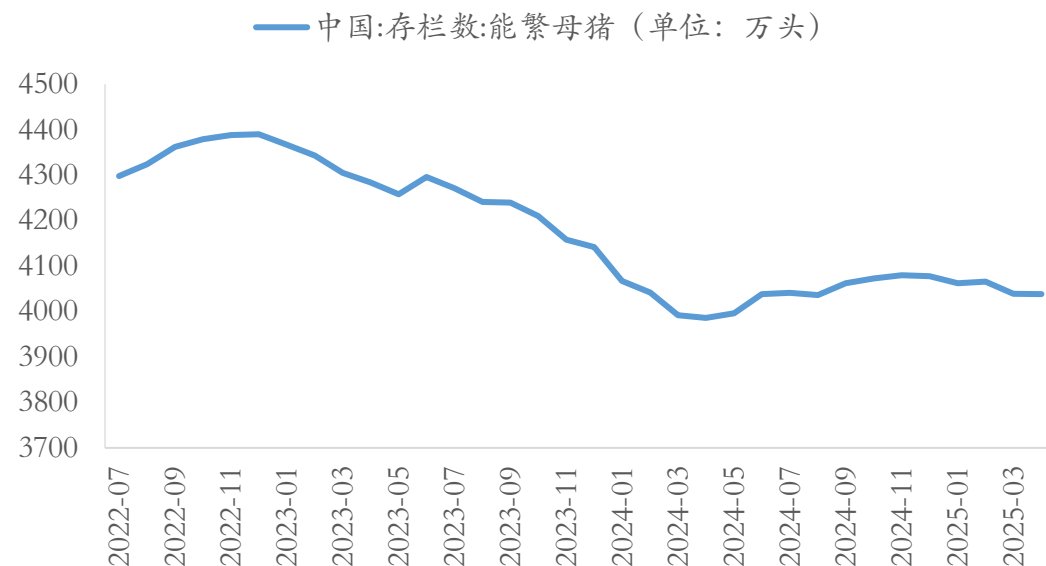
- **南华农产品指数：需求相对稳定，维持标配。**猪肉价格略有下降，6月前三周猪肉平均价25.32元/公斤，延续缓慢下行态势，与去年同期均值同比下跌10.56%、而上月为上涨2.13%。进入6月食用农产品价格指数低位略有下降，能繁母猪存栏量整体变化不大、略有下降。整体上看，需求和运输成本相对稳定，预计农产品价格维持震荡，维持标配。

5月猪肉价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量有所下降



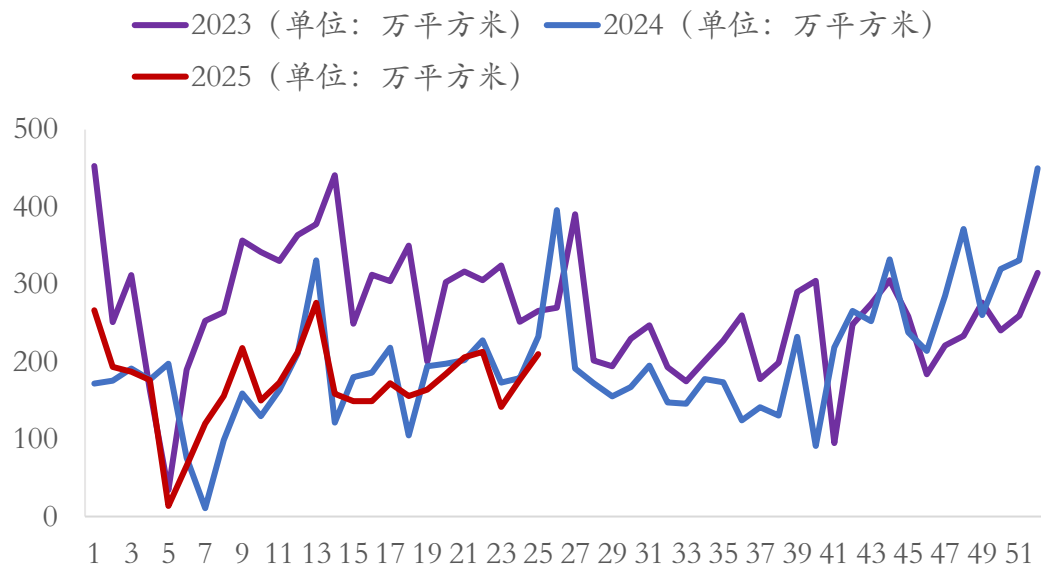
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头



4.2 南华玻璃指数：地产维持下行态势，玻璃价格仍有下行压力

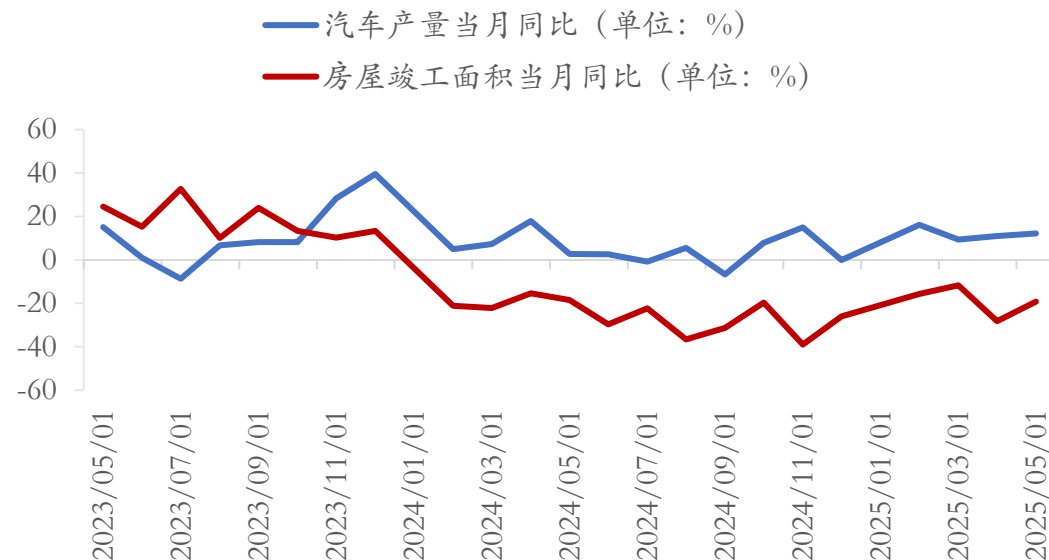
- **南华玻璃指数：地产维持下行态势，玻璃价格仍有下行压力。**进入5月后房价加速下行，地产销售延续落实，一线城市、三线同比均下滑，仅二线城市商品房销售降幅略有收窄。我们认为，当前缺乏新一轮政策刺激，预计7-8月地产传统淡季继续承压。2024年四季度受政策提振信心影响，部分需求得以提前释放，难以支撑较强的成交量和价格改善。以一线城市二手房价环比和二线城市新房价环比三个具有代表性的房价指标来看，2025年春节后房价并未出现改善态势，也表明年内下行压力较为突出。特别是2025年5月，四个一线城市二手房价首次环比全部下跌，北京、上海、广州和深圳分别下降0.8%、0.7%、0.8%和0.5%。因此，预计玻璃价格仍偏震荡下行。

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、汽车产量同比增速有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1

配置逻辑：美国关税风险恐再起

2

权益：扰动在前，提升在后

3

利率：窄幅波动，警惕美债长端上行风险

4

大宗：供给脉冲解除，需求尚待提振

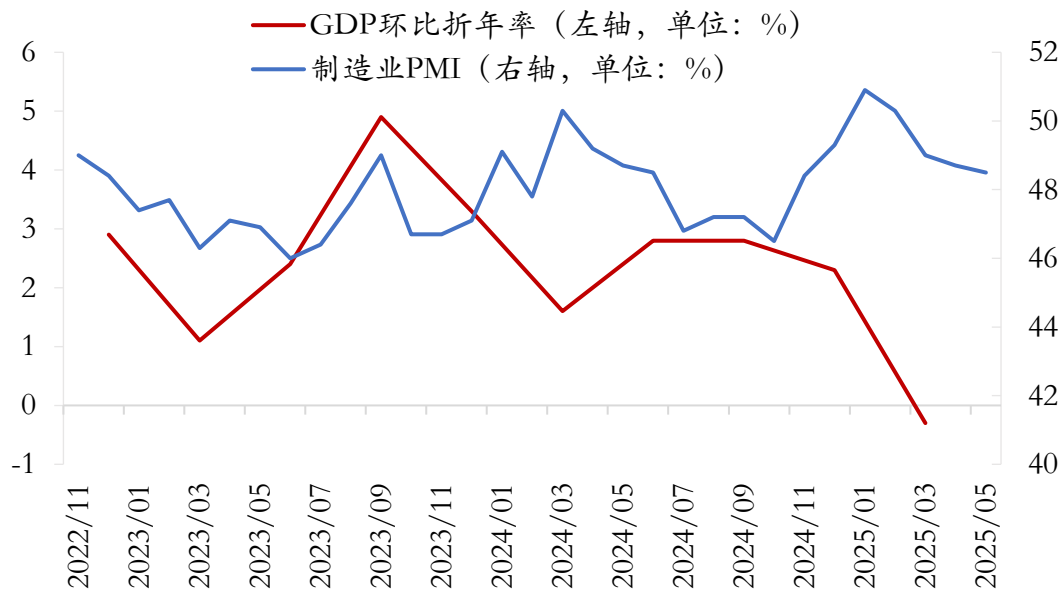
5

汇率：关税冲击美元信用

5.1 美元指数：关税冲击美元信用，预计延续走弱

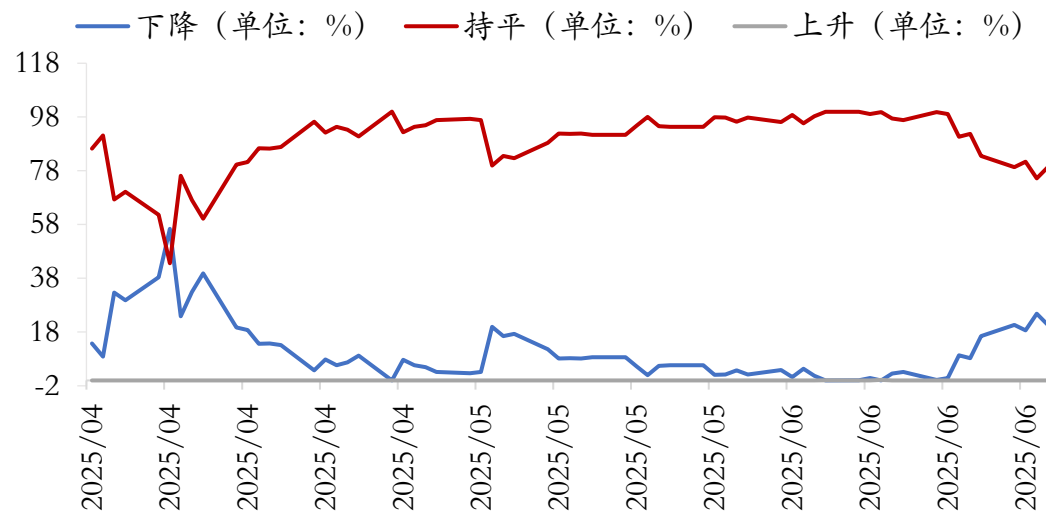
➤ **关税冲击美元信用，预计美元指数延续走弱。**临近7月上旬关税谈判期结束，美国与主要经济体（除英国外）达成协议的概率依然偏低。同时，伴随着关税对美国经济的影​​响逐步显现，美债名义利率也有望逐步回落。6月美联储公布的经济预测维持美国经济软着陆的判断，略微下修了GDP增速预期（下调0.3个百分点至1.4%）、上调了失业率（上调了0.1个百分点至4.5%），指向美国经济下行压力抬升。因而，美债名义利率下行，息差逻辑下也有望推动美元指数下行。

美国PMI略有回落



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对7月FOMC目标利率下降押注增加



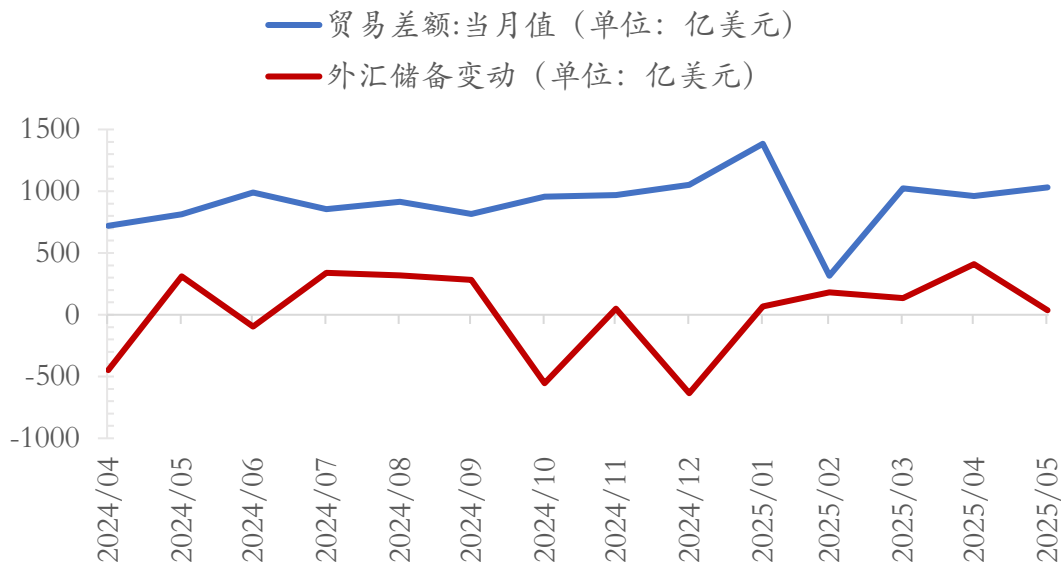
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



5.2 人民币：中美利差“倒挂”收窄利好人民币回升

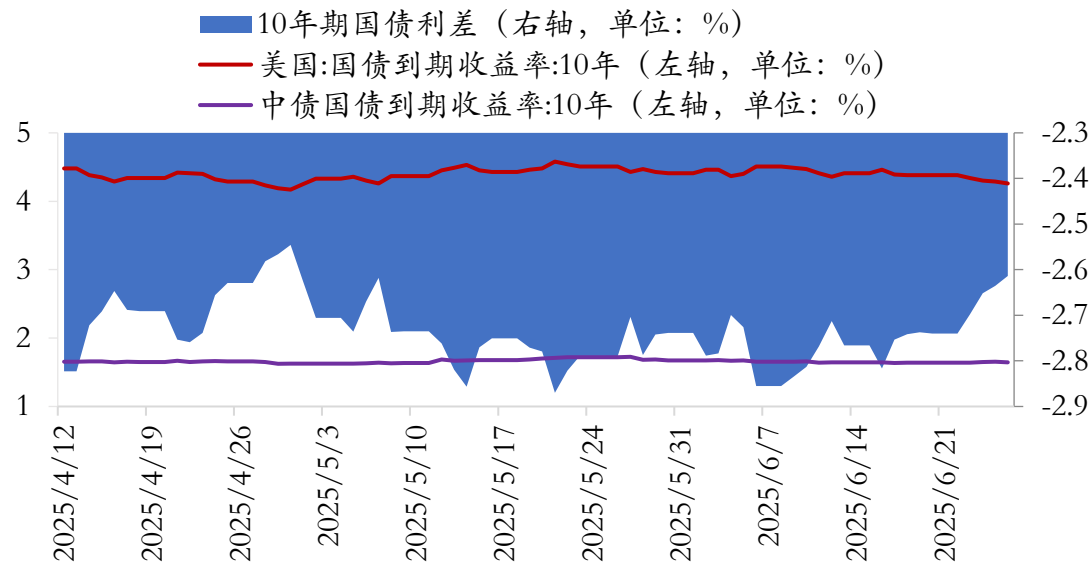
- 中美利差“倒挂”收窄利好人民币回升。在美国与主要经济体谈判中，由于中美联合声明发布的时间较晚，与中国谈判截止时点晚于其他国家，因而7月中美经贸摩擦再起的风险相对偏小。与此同时，伴随着美债收益率回落带动美元走弱以及中美利差“倒挂”收窄，也有利于人民币持续回升。

5月外汇储备基本持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”明显收窄



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。