



研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

5月美元整体呈现出低位震荡形态。“对等关税”的暂停和美国主权信用的下调缓和了短期市场风险。

我们认为暂停关税后的抢出口只是需求在时间上进行置换,并没有改变周期的运行——形成短期供给增加和库存,在需求放缓下的压力将表现更为明显——展望6月,关注市场在空间上逐渐呈现出的置换压力。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期: 缓关税不缓周期, 经济周期下行期仍未结束。在5月中美关税战出现阶段性缓和形成的国际贸易活动改善带动下, 生产短期内快速扩张, 而国内消费需求环比虽有改善, 但仍处在“水位以下”。

价格周期: 经济周期的开启需要全球再分配形成的价格压力得到缓和。尽管5月关税战出现阶段性的缓和, 美股等主要风险资产收复了4月“对等关税”以来的调整空间, 但是实体经济需求的预期依然较弱, 财政扩张的预期和实际消费的谨慎之间仍存在分歧。政策预期在向实际需求传导过程中仍面临不确定, 关注价格的下行扰动因素。

政策周期: 美国货币和中国财政均处在待机状态, 等待宏观压力落地。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。而中国央行尽管在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。

■ 策略

战略上, 宏观策略继续维持右侧积极的判断。一方面, 短期市场的调整或强于预期, 另一方面, 在政策确定性应对的前提下, 我们认为短期市场的调整或为中期资产的配置提供空间。

战术上, 6月继续维持风险配置至低配, 并维持波动率对冲头寸的持有。宏观资产层面, 短期市场的压力或继续推动收益率曲线的扁平(+1×T2509-2×TS2509)。

■ 风险

美联储意外加息, 地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
经济状态：缓关税不缓周期	3
价格因素：短期存下行风险	4
政策条件：仍在落地黎明前	5

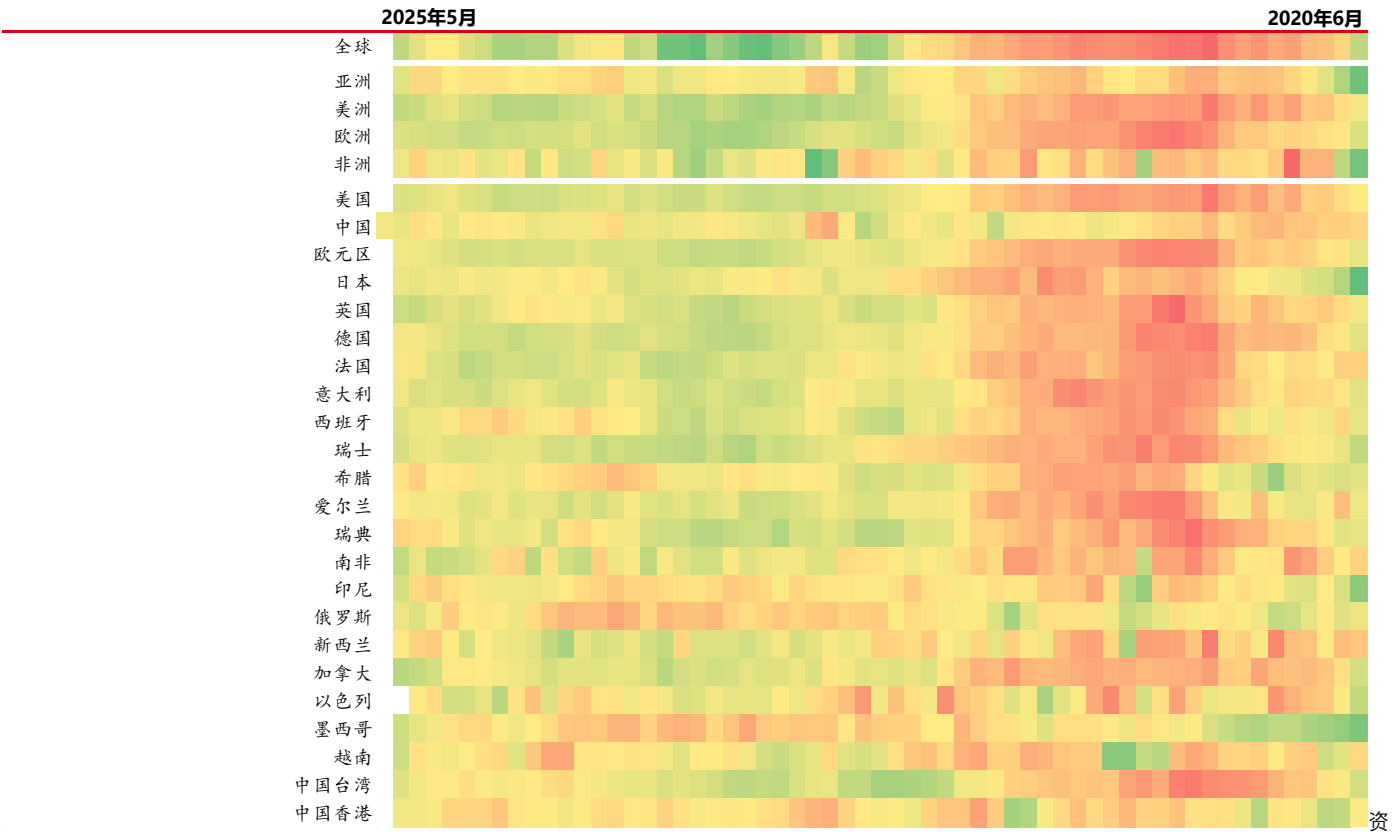
图表

图 1：全球制造业景气度热力图 单位：STD.....	3
图 2：华泰宏观热力值 单位：STD.....	3
图 3：华泰宏观热力值及变动 单位：STD.....	3
图 4：全球 CPI 热力图 单位：STD	4
图 5：美国通胀结构 单位：%YoY.....	4
图 6：中国通胀和货币环境 单位：%YoY.....	4
图 7：美国央行降息定价 6 月不变 单位：%PCT.....	5
图 8：中国财政扩张仍有谨慎 单位：亿元	5

经济状态：缓关税不缓周期

华泰宏观热力跟踪继续显示压力。截止最新数据显示，在关税缓和形成的国际贸易活动改善带动下，生产短期内快速扩张，而国内消费需求环比虽有改善，但仍处在“水位以下”。

图 1：全球制造业景气度热力图 | 单位：STD



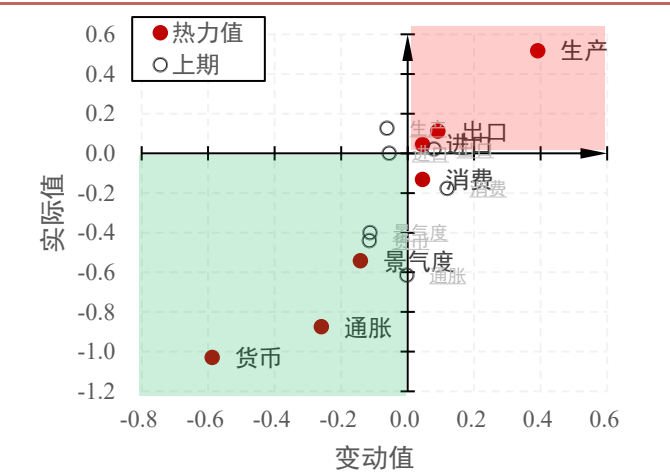
料来源：同花顺 钢联 华泰期货研究院

图 2：华泰宏观热力值 | 单位：STD

	实际值	环比变动
货币	-1.03	-0.59
景气度	-0.54	-0.14
通胀	-0.87	-0.26
消费	-0.13	0.04
进口	0.05	0.04
出口	0.11	0.09
生产	0.52	0.39

数据来源：华泰期货研究院

图 3：华泰宏观热力值及变动 | 单位：STD

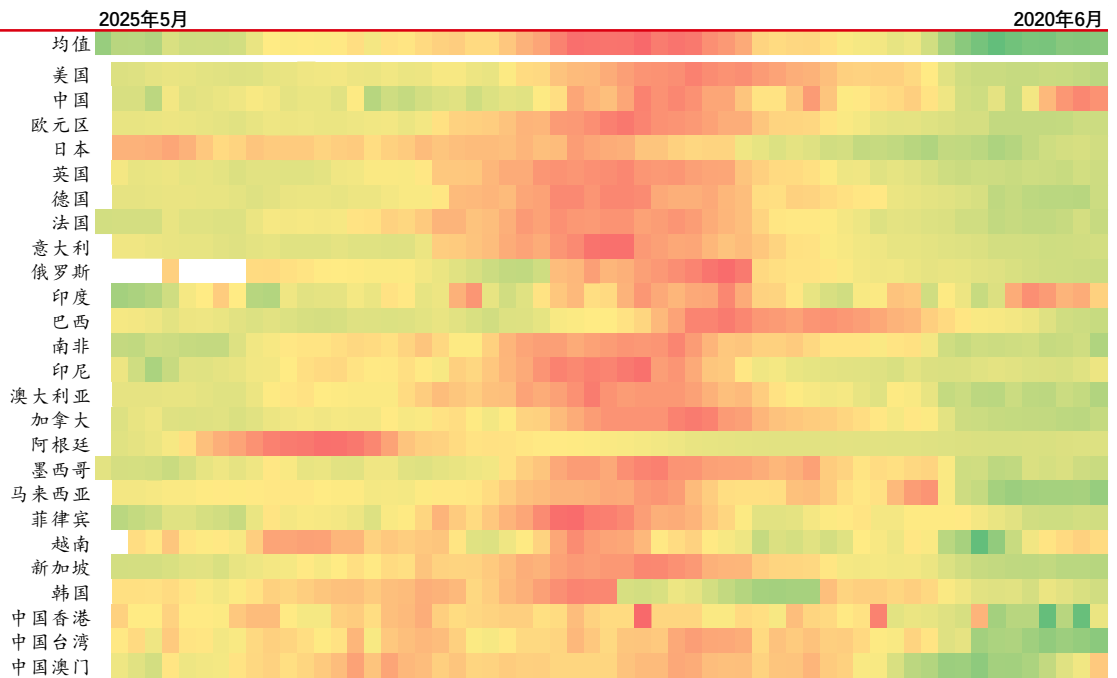


数据来源：华泰期货研究院

价格因素：短期存下行风险

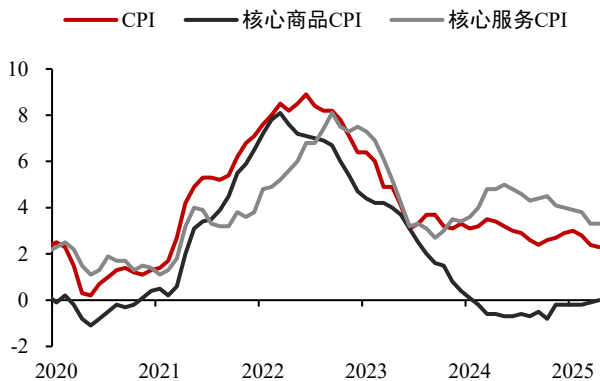
价格下行风险未变。5月通胀热力值为-0.87，环比下行0.26个百分点，价格调整风险短期有所加强。尽管5月关税战出现阶段性的缓和，市场从“Trump交易”的热转向“TACO交易”的不确定性，美股等主要风险资产均收复了4月“对等关税”以来的调整空间，但是实体经济需求的预期依然较弱，财政扩张的预期和实际消费的谨慎之间仍存在分歧。政策预期在向实际需求传导过程中仍面临不确定，关注价格的下行扰动因素。

图 4：全球 CPI 热力图 | 单位：STD



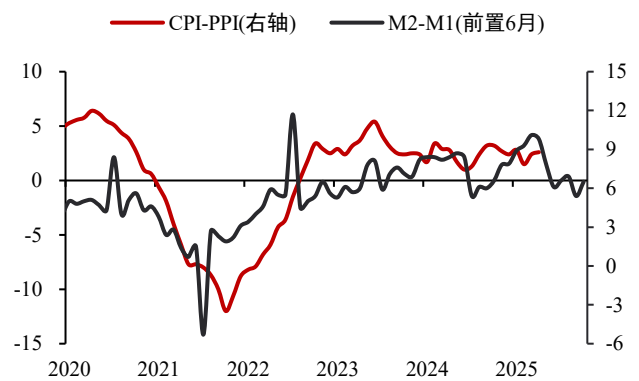
资料来源：同花顺 华泰期货研究院

图 5：美国通胀结构 | 单位：%YoY



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 6：中国通胀和货币环境 | 单位：%YoY



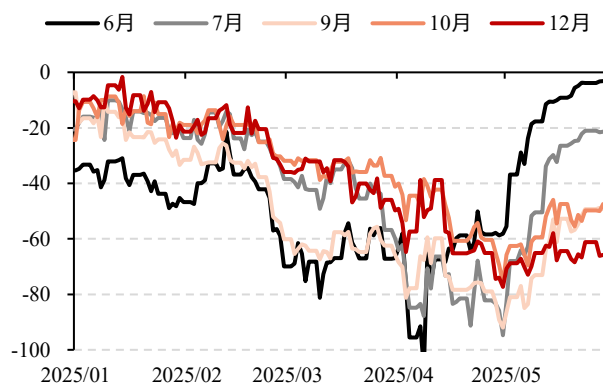
数据来源：同花顺 华泰期货研究院

政策条件：仍在落地黎明前

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。

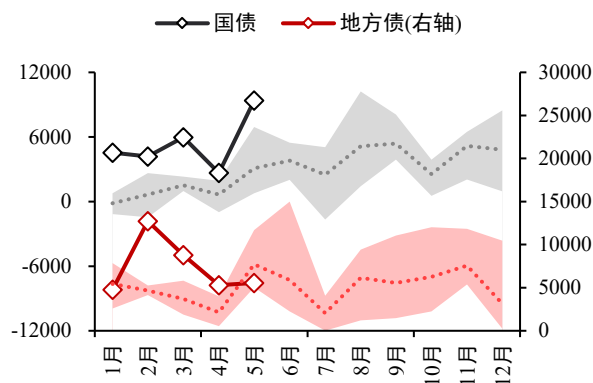
向内来看，中国短期实际经济数据的相对“不差”和价格压力的相对“不好”背后是私人部门需求压力的体现。财政的更为积极似乎仍缺乏经济数据“差”的说服力，央行尽管在 5 月落地了 10 个基点的降息和 25 个基点的降准，但货币更进一步的扩张似乎也缺少全球流动性环境的支持——美联储等主要央行仍处在不降息的观望状态。

图 7：美国央行降息定价 6 月不变 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：中国财政扩张（净融资）仍待扩张 | 单位：亿元



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

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利。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