



5 月关税实际影响待观察

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

4 月美元继续表现为回落的状态，市场在“美元衰落”叙事下继续定价美元资产的走弱。

展望 5 月，我们认为依然处在观察贸易战压力实际影响的时间窗口。一方面，随着进口环境的改变，美国消费并不差的情况下美国 2 个月左右经济库存面临扰动；另一方面，在长期政策的影响下，我们预计等待依然是选项。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：景气指数继续承压。贸易战之下没有赢家，全球经济仍将面临下行的压力。4 月全球制造业景气度在贸易战之下出现了较大降温，环比角度看均跌破了荣枯线——全球降至 49.8，中国降至 49.0，美国降至 48.7。

价格周期：需求引致价格回落。贸易战短期定价的“缩”。（1）贸易战影响下，中国短期仍面临低通胀的压力。（2）市场对于美国价格的预期方向存在差异。联储调查显示美国 3 月一年期通胀预期上升，但实际通胀短期存在一定的压力但较为温和。

政策周期：等实际压力的落地。政治局会议首次明确将中美贸易问题定性为“国际贸易斗争”，这意味着冲突的持续性，需要关注的是从总量角度由于斗争带来短期需求的实际回落压力。5 月关注美联储 5 月议息会议，在油价仍保持低位的情况下，我们预计美联储政策差仍将存在，继续增强全球政策之间的分化预期。

■ 策略

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。5 月继续调低风险配置至低配，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（ $+1 \times T2506 - 2 \times TS2506$ ）。

■ 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：关税压力开始显现..... 3

价格因素：短期仍将面临压力 4

政策条件：关注实际压力落地 5

图表

图 1：美联储降息定价 5 月不变 | 单位：%PCT..... 5

图 2：美元流动性结构相对稳定 | 单位：千亿美元 5

经济状态：关税压力开始显现

贸易战之下没有赢家，全球经济仍将面临下行的压力。4 月全球制造业景气度在贸易战之下出现了较大降温，环比角度看均跌破了荣枯线——全球降至 49.8，中国降至 49.0，美国降至 48.7：

全球：4 月摩根大通全球制造业 PMI 回落至 49.8，前值 50.3。

美国：4 月 ISM 制造业 PMI 指数 48.7，出现五个月来最大幅度的萎缩，订单稀少和关税带来的影响导致产出出现自 2020 年以来最严重的下滑。

中国：4 月制造业 PMI 为 49.0，比上月下降 1.5 个百分点，受外部环境急剧变化等因素影响。

结构来看，表现为中国需求的回落和美国价格的上涨。中国 4 月份新订单指数为 49.2，比上月下降 2.6 个百分点；新出口订单 44.7，比上月下降 4.3 个百分点，显示出需求的压力开始增强。而美国 4 月物价支付指数继续从 3 月的 69.4 上升至 69.8。

表 1：全球 4 月制造业 PMI 回落 | 单位：STD

	2024											2025		
	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr
全球	-0.4	-0.5	-0.2	-0.3	-0.8	-0.8	-1.2	-0.9	-0.7	-0.8	-0.6	-0.4	-0.5	-0.7
中国	0.1	-0.1	-0.6	-0.6	-0.7	-0.9	-0.5	-0.3	-0.2	-0.3	-0.9	-0.2	0.0	-0.9
美国	-0.8	-1.0	-1.1	-1.2	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6	-1.2	-1.0	-0.6	-0.8	-1.1	-1.1
日本	-0.9	-0.4	-0.1	-0.2	-0.6	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.4	-0.7	-0.6	-0.8	-0.8
欧元区	-1.0	-1.1	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-1.3	-1.1	-1.2	-1.2	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5
德国	-1.5	-1.4	-0.9	-1.2	-1.3	-1.4	-1.7	-1.3	-1.3	-1.4	-1.0	-0.8	-0.5	-0.5
法国	-0.9	-1.1	-0.8	-1.1	-1.4	-1.4	-1.2	-1.3	-1.6	-1.8	-1.2	-1.0	-0.4	-0.3
英国	-0.5	-0.7	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.2	-0.6	-1.0	-1.2	-0.9	-1.2	-1.6	-1.9
加拿大	0.9	1.2	0.4	0.8	-0.1	-0.8	-0.2	-0.5	-0.9	-1.6	-1.3	-0.4	-0.1	-
韩国	0.0	-0.2	0.7	0.9	0.6	0.9	-0.7	-0.7	0.3	-0.4	0.2	0.0	-0.3	-1.0
巴西	0.8	1.3	0.4	0.5	0.9	-0.1	0.7	0.6	0.4	-0.1	0.0	0.6	0.3	-
俄罗斯	1.9	1.4	1.4	1.6	1.1	0.6	-0.4	0.0	0.3	0.1	0.9	-0.1	-0.9	-
越南	-0.3	-0.1	-0.1	1.3	1.3	0.5	-1.1	0.1	0.0	-0.3	-0.6	-0.5	-0.1	-
Ave	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.9

资料来源：Wind 华泰期货研究院

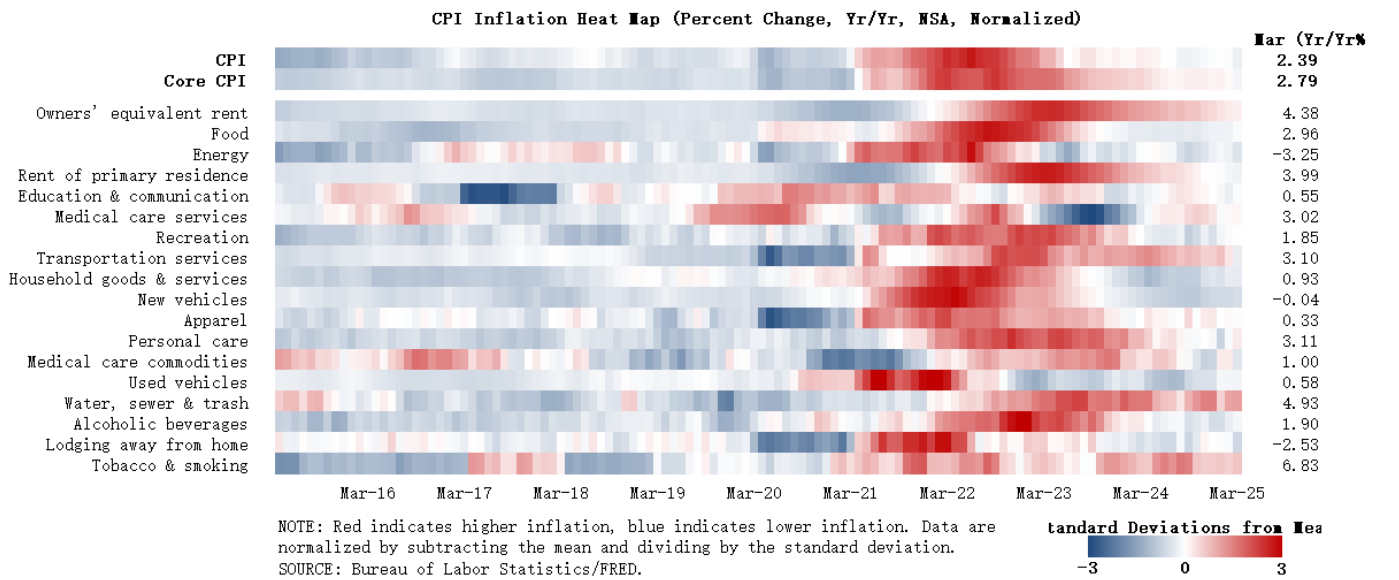
价格因素：短期仍将面临压力

贸易战短期定价的“缩”。

贸易战影响下，中国短期仍面临低通胀的压力。3 月份，CPI 同比下降 0.1%。其中，城市下降 0.1%，农村下降 0.3%；食品价格下降 1.4%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格下降 0.4%，服务价格上涨 0.3%。

同样是贸易战影响，市场对于美国价格的预期方向存在差异。（1）从预期的角度，纽约联储调查显示美国 3 月一年期通胀预期上升至 3.58%，创 2023 年 9 月以来的最高；而密歇根大学调查显示，1 年通胀预期升至 6.7%，创 1981 年 11 月以来新高，5 年通胀预期达到 4.4%，为 1991 年 6 月以来的最高。（2）从现实的角度，短期存在一定的压力但较为温和。美国一季度 GDP 平减指数年化季环比初值为增长 3.7%，超出预期的 3.1%，前值为 2.3%；而 3 月核心 PCE 物价指数环比 0%，预期 0.1%，前值 0.4%。（3）从影响的扰动层面，OPEC+成员国同意将 6 月份的石油供应增加 41.1 万桶/日，降低了油价对于通胀的影响。

表 2：美国 3 月通胀表现仍温和 | 单位：%YoY

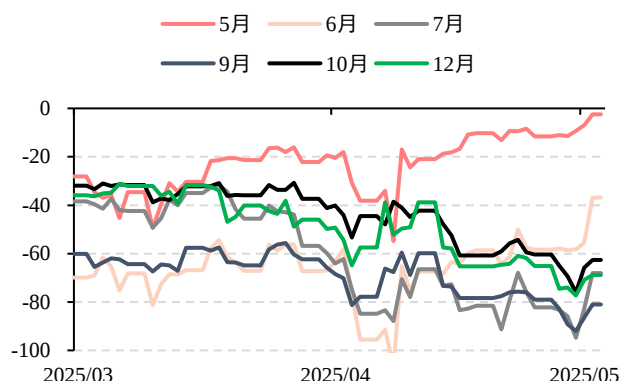


政策条件：关注实际压力落地

4月25日政治局会议首次明确将中美贸易问题定性为“国际贸易斗争”，这意味着冲突的持续性，需要关注的是从总量角度由于斗争带来短期需求的回落压力。在这一背景下，我们认为需要关注是政策逆周期调节力度的增加可能来源于对于需求回落压力的“再次确认”——对应的宏观政策或将从短期“逆周期”转向更长期的经济调节。

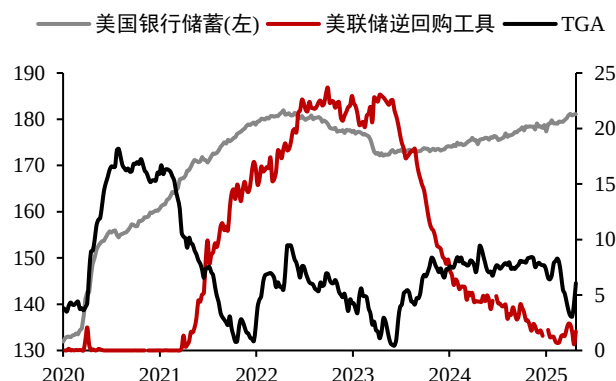
关注美联储5月议息会议。在全球经济环境转变的条件下，我们注意到美元从1月特朗普当选以来出现了持续的调整，人民币的定价也呈现出比较弱势的状态。相反，在经济压力之下的欧洲货币表现出短期的强势，被动增加了经济的压力，虽然美联储已经连续暂停降息，但是欧央行降息的步伐并没有停止。5月份关注这种压力差的延续性，我们注意到4月美国劳动力市场仍保持韧性，“净进口”影响下的GDP虽然回落但是投资和消费仍保持强劲，在油价仍保持低位的情况下，我们预计美联储政策差仍将存在，继续增强全球政策之间的分化预期。

图 1：美联储降息定价 5 月不变 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：美元流动性结构相对稳定 | 单位：千亿美元



数据来源：Bloomberg 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