

地缘迷雾渐晰，经济视角重归

---2025 年下半年海外宏观及大类资产展望

戴璐

投资咨询从业资格号：Z0021475

dailu@gtjt.com

报告导读：

我们预计 2025 年美国 GDP 同比趋势边际放缓，但基准预期下进入衰退概率较小。预计 2025 年美国 GDP 同比趋势边际放缓，其中 2Q 实际 GDP 同比预期录 1.7%，3Q 录 0.9%，4Q 录 0.6%，同比增速低点或在 4Q，预期 2026 年美国 GDP 同比趋势边际反弹，全年实际 GDP 增速 1.5%，或强于今年 1.3%。预期美国 CPI 同比增速在 3Q 较当前水平有所反弹，或升至 2.9% 附近，并在 4Q 至 2026 年初时段有所回落。对比其他经济体，我们预期欧元区 GDP 同比增速在 2Q 录 1.1%，3Q 录 0.8%，4Q 录 0.8%，整体亦呈温和下行态势，但美国经济增速与欧元区经济增速差在今年剩下时间继续缩窄。

全球尚不具备需求-通胀-库存向上的宏观环境：就业端边际放缓而不弱，消费端下半年需求动能可能并无太多想象力；从制造业、库存周期看，下半年或较上半年有温和改善，但空间有限。金融条件指数（FCI）下半年尤其是在 3Q 继续扩张动能有限，使得经济周期改善空间亦有限。若关税政策维持现状、地缘风险整体可控，则下半年美国存在温和降息（1-2 次）+温和财政刺激（减税）的组合，可能形成宏观利多驱动，但“且行且看”，节点可能在 H2 不在近端。Q3 相对谨慎，Q4 和 2026 年适度乐观。

下半年美元指数仍旧偏弱，但预计幅度放缓，目标 95。驱动从估值回归转为 1) 美元和非美增速差收敛；2) 尽管尚未系统性退出或抛售美元资产，但市场正在加大对已有美元资产的对冲需求，对美元套期比例提升。

我们认为 10Y 美债配置或在 3Q 进入年内高点，但配置时点需要耐心，展望下半年乃至 2026 年，我们将 10Y 美债收益率目标锚定在 3.95%、3.42%，下半年存在配置长期美债的入场点，4Q 存在入场美债曲线“牛陡”机会。

目录

1. 2025 年上半年海外宏观主线逻辑梳理及主要大类资产表现回顾.....	3
1.1 2025 年上半年海外宏观主线逻辑梳理.....	3
1.1.1 关税冲击：1Q 烈度低于预期，4.2 骤然升级，2Q 边际回落.....	3
1.1.2 经济动能：美国经济动能边际放缓，预期弱现实存韧性.....	6
1.1.3 二元目标：关税冲击下通胀预期和现实、长期和短期分歧较大.....	6
1.1.4 相对强弱：美-非美增速差缩窄，助力“美国例外”逻辑逆转.....	7
1.2 上半年主要大类资产表现回顾.....	8
2. 2025 年下半年海外宏观经济展望.....	11
2.1 核心结论：美国边际放缓但无衰退风险，美-非美增速差缩窄，3Q 偏谨慎，4Q 适度乐观.....	11
2.1.1 经济增速：下半年美国 GDP 同比增速边际放缓，美-非美增速差缩窄.....	12
2.1.2 通胀趋势：内生性、需求端分项形成拖累，但供给端冲击或在下半年集中显现.....	13
2.1.3 周期定位：缺乏增量需求周期，下半年或较上半年有温和改善但空间有限.....	16
2.2 关税冲击：2H 关税政策预期相对稳定，缓和期需求反弹动能有限.....	22
2.2.1 从两个背景理解关税前方可能性：从供应链依赖度和关税成本承担者看“禁运级”税率并不现实.....	22
2.2.2 法律流程+中美开启对话机制，意味着升级关税变得更难而非更容易.....	23
2.2.3 基于对关税的基准预期，测算对贸易行为的影响.....	24
2.3 财政政策：是增长利多还是债务利空？10 年、3 年、3 个月维度看财政.....	26
2.3.1 10 年、3 年、3 个月维度看“大美丽法案”的影响.....	27
2.3.2 从财政收支角度看关税政策.....	28
2.4 货币政策：3Q 货币政策受通胀约束，4Q 降息落地且对明年降息预期打开.....	29
3. 2025 年下半年主要大类资产表现展望.....	32
3.1 2025 年下半年美元指数走势展望.....	32
3.1.1 中长期视角：为何我们坚持看空美元——极高估值环境下驱动因素走弱.....	32
3.1.2 年内视角：仍旧看弱，但幅度或放缓——驱动从估值回落转为强对强弱边际变化+美元对冲比例提升.....	34
3.2 2025 年下半年美债市场展望.....	36

1. 2025 年上半年海外宏观主线逻辑梳理及主要大类资产表现回顾

1.1 2025 年上半年海外宏观主线逻辑梳理

在我们去年年底发布的年报《周期平稳处，政策起波澜 ---2025 年海外宏观经济和大类资产展望》一文中，我们的预测是 2025 年海外宏观经济基本面周期相对平稳，较 2024 年温和下行，预计美国季环比折年率呈现 1H 边际下行、2H 震荡回升之态。相对强弱方面，尽管美国经济增速 2025 年实际同比增速仍较其他 DM 市场更高，但增速差预期和计价或较为充分，我们一度提醒“特朗普 2.0 交易”或“美国例外”在权益、汇率等资产上出现逆转的可能。通胀延续回落趋势，就业走弱但幅度相对温和。

经济基本面相对平稳、不具备显著衰退风险的背景下，美国主导的政策变量是给予全球资产节奏波动的主线逻辑，在年初报告中我们预计 2025 年全年美国政策将呈现出“先外再内”特征，即 2025 年上半年全球市场主要受到关税政策剧变的冲击，使得全球风险偏好在上半年来大概率受政经政策不确定影响而大概率承压，1H 宜以谨慎、防守配置方式应对。而下半年，关税冲击在资产边际计价方面可能已经相对充分（尽管具体政策并未悉数落地），而美国内部着重减税、放松监管等方面的政策或成为增量信息，使得市场从 1H 低点具备反弹动能。站在年中看，以上逻辑基本兑现，且对于当下时间节点而言以上逻辑整体仍旧可以沿用。

1Q 宏观环境是：1) 美国内外政策存在一定预期差，内政中财政政策扩张不及预期，以“DOGE”为例的财政紧缩倾向压倒财政扩张倾向。外政中关税政策较预期温和（4.2 对等关税之前）；2) 美国经济动能边际有所下行，而非美经济动能有所反弹；3) 美国资产估值较高，美股核心板块遭遇微观增长前景和宏观不确定性的双重打击而从高位回落。

2Q 宏观环境是：1) 4.2 对等关税大超预期骤然升级，全球风险偏好急剧回落，随后先后进入“豁免期”和“谈判期”，风险情绪计价低点反弹，但实际关税税率已然显著提升；2) 关税冲击对非美需求利空，但提升美国成本-通胀，使得“滞胀交易”迅速成型，而后又伴随关税政策进入“豁免期”而边际缓和；3) 美国内外政策剧烈波动，经济政策不确定指数飙升，“美国例外”逆转策略加强至“去美元化”交易。

1.1.1 关税冲击：1Q 烈度低于预期，4.2 骤然升级，2Q 边际回落

上半年特朗普关税政策演变无疑是全球宏观的核心驱动。

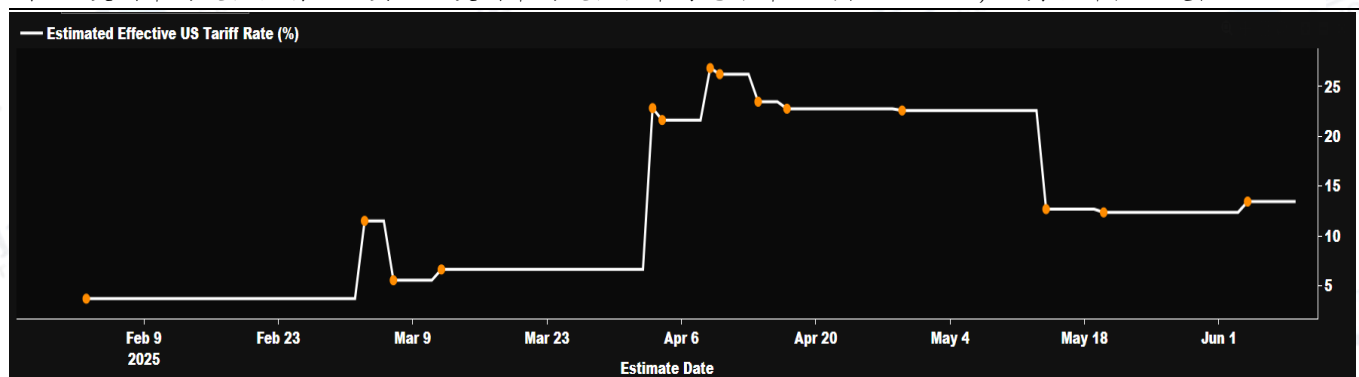
1Q 时间维度看，此阶段美国平均关税税率从 3% 快速提升至 11.5%，随后下行稳定在 6.6%。1 月 20 日入职后，1) 2、3 月份特朗普向中国分别加征两次各 10% 的“芬太尼关税”，2) 向加墨非 USMCA 商品加征 25% 关税；3) 加征钢铝关税 25%。至此，对中国关税事实低于心理预期（竞选时期特朗普在竞选时期曾声称加征 60% 关税），故而非美市场尤其是中国市场出现明显上涨（叠加中国自助科技创新突破逻辑）。

2Q 时间维度看，4.2 对等关税在幅度、概念和范围上都大超预期，再叠加以中国为主的国际反制措施带来螺旋升级，美国平均关税一度飙升至 26.8%，全球避险情绪骤然提升，市场对于未来增长、通胀和政策稳定性极度悲观。随后，美国与各国先后进入谈判期，“对等关税”被延后至 7 月 9 日（ROW）、8 月 12 日（中国），以及对部分国别部分商品进行了一定程度的豁免，最终美国平均关税税率下行并稳定在 13.45% 附近，较峰值大幅回落，但仍显著高于去年底水平。

对全球资产的影响看，我们以彭博全球贸易不确定性指数作为度量关税政策的指标，可以看出在 4 月上旬作为分水岭，呈现出不确定性大幅飙升，而后逐步回落的主线趋势，与此同时，全球主要资产波动率伴随走高而后回落。

对经济的影响测算，按照当前 13.45% 的平均关税水平，我们明显较 4、5 月份下调了关税对于经济的负面冲击，Bloomberg BECO 模型显示按照目前美国静态平均关税税率测算，对美国 GDP (%) 有 -1.5% 拖累，对核心 PCE (%) 有 +0.96% 提升。

图 1：美国平均关税当前已经实施的美国平均关税税率静态水平大约在 13% 左右，4 月初峰值一度在 26% 左右



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 1：当前美国平均关税税率时间表、相关政策和构成拆分一览

日期	目标国家	目标商品	状态	受影响贸易额 (十亿美元) *按照2024年 贸易额测算	受影响贸易占总贸易 比重 (%) *按照2024年贸易 额测算	对平均有效关税率的 冲击 (%)
2月4日	中国	所有商品	已实施，法院挑战中	445	13.60%	1.4
3月4日	中国	所有商品	已实施，法院挑战中	445	13.60%	1.4
3月4日	加拿大、墨西哥	不符合USMCA协定的商品	已实施，法院挑战中	41	1.30%	0.3
3月12日	所有国家	钢铁和铝	已实施	194	5.90%	1
4月3日、5月3日	所有国家	汽车及零部件	已实施	364	11.20%	2
4月5日、9日、10日、 5月14日	中国	10%互惠关税*	已实施，法院挑战中	281	8.60%	0.9
4月5日、10日	所有国家（除中加墨）	10%对等关税*	已实施，法院挑战中	998	30.50%	3.1
6月4日	所有国家（除英国）	钢铁和铝（税率再提升）	已实施	190	5.80%	1.1

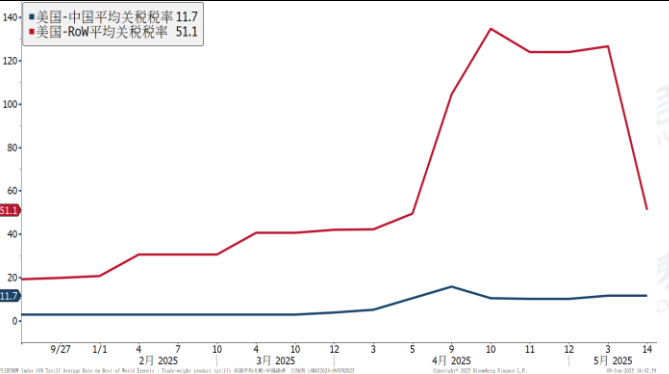
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 2：美国对中国关税时间表、相关政策和构成拆分一览

	美国对华关税调整	中国对美关税调整
4月2日-4月10日：对等关税不断升级	145%（含34%基础关税+50%报复性关税+41%追加惩罚性关税+20%芬太尼关税）	125%（叠加基础关税后，部分商品综合税率达49%-125%）
4月11-4月25：部分豁免边际缓和	美国对原产于中国的部分电子产品豁免125%的“对等关税”，豁免清单所覆盖商品总额约占中国出口19%。	未经官方确认的消息称中国已悄然开始对总额达到约400亿美元得商品(包括药品和工业化学品等)进行关税豁免，占中国对美进口24%。
5月12日：中美会谈联合声明	暂停24%关税（90天） 保留10%基础关税，未提及芬太尼 关税取消4月8-9日行政令加征的84%-104%关税	暂停24%关税（90天） 保留10%基础关税 取消4月5-6号公告加征的84%-125%关税
美国对中国关税现状	232关税范围的产品（行业类关税）= 25%（232）+ 20%(芬太尼关税) 301关税范围的产品（特朗普1.0）= 7.5%至25%不等（301）+ 20%(芬太尼关税) + 10%（对等关税） 同时在301和232关税范围 = 7.5%至25%（301）+ 25%（232）+ 20%(芬太尼关税) 不在301和232关税范围 = 10%(对等关税) + 20%(芬太尼关税) *美国对原产于中国的部分电子产品豁免对等关税 *当前中美在芬太尼问题进展决定芬太尼关税的去留，目前双方承诺采取“Aggressive Actions”治理芬太尼流动	
中国对美国关税现状	从125%下调至10%（90天）	

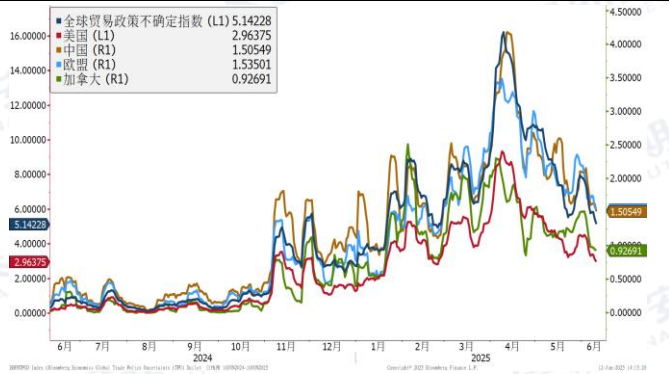
资料来源：国泰君安期货研究

图 2：美国对中国平均关税税率从高位下降至 51%附近，美国对 RoW 平均税率因对等关税豁免回落至 11%附近



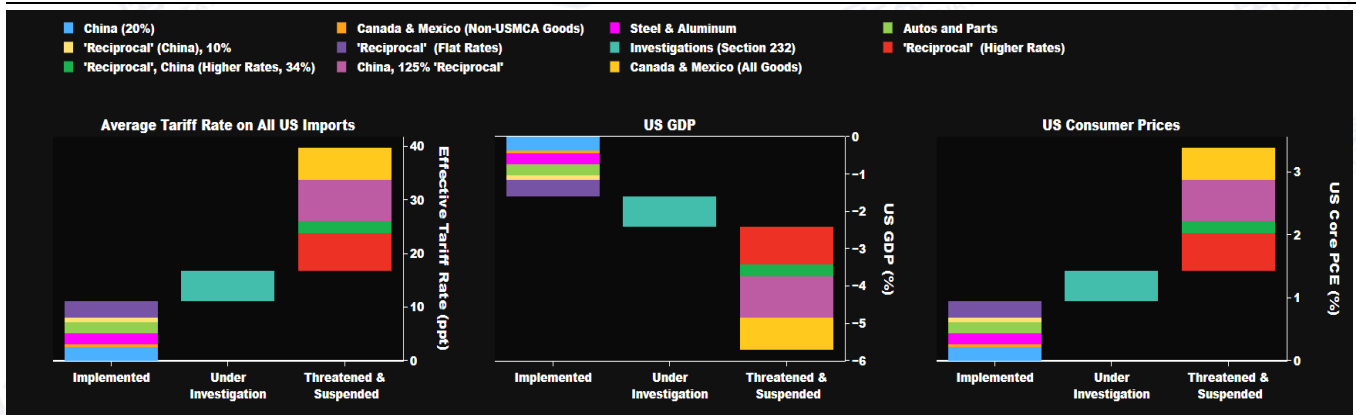
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 3：全球贸易不确定性指数在 4.9 触得极值，而后从高位持续回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 4：按照目前美国静态平均关税税率测算，对美国 GDP（%）有-1.5%拖累，对核心 PCE（%）有+0.96%提升



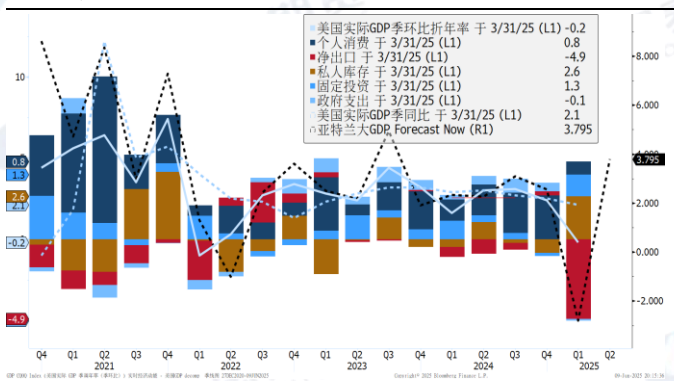
资料来源：Bloomberg BECO，国泰君安期货研究

1.1.2 经济动能：美国经济动能边际放缓，预期弱现实存韧性

美国经济动能自 2024 年下半年以来呈边际下行态势，2025 Q1 受关税政策剧烈扰动，美国 GDP 数据大幅回落，其中“抢进口”导致的净出口分项-4.8%拖累是主要因素，库存分项 2.2%也为 2021 Q4 以来最高读数。国内消费的部分仍旧展示了韧性（即剔除国际贸易和库存因素的 GDP 仍旧超出预期），其中个人消费 1.2%，固定投资 1.3%，但按照最终国内私人消费口径衡量，Q1 同比增长 3%，基本较去年表现持平。

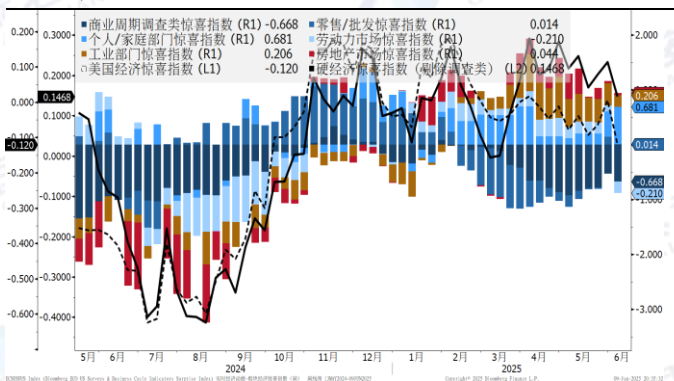
从数据结构上看，呈现出“预期数据差、现实数据韧性”，软数据如调查类、情绪类指标明显大幅走弱，成为经济惊喜指数中的主要拖累项。而去除调查类数据的“硬数据”目前呈现了一定韧性。这一数据结构特征也定调了呈现在资产价格表现上的显著“强现实、弱预期”结构，如大宗商品中普遍呈现出的 Back 结构。

图 5：美国 2025 Q1 实际 GDP 受净出口影响进入负值，但实时 GDP 在 Q2 转正



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 6：美国经济指标中调查类普遍低于预期，硬数据表现维持韧性



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

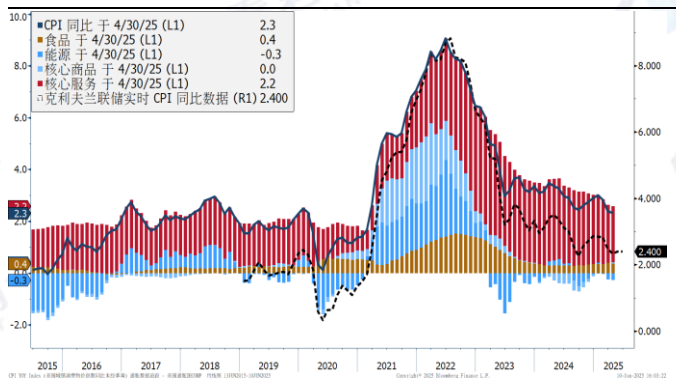
1.1.3 二元目标：关税冲击下通胀预期和现实、长期和短期分歧较大

通胀端，上半年呈现的是通胀预期强、现实通胀稳定，以及短期通胀预期强、长端通胀预期稳定，呈现预期和现实、长端和短端的强烈分化。其中，现实 CPI 同比增速稳定，能源价格偏低、服务通胀下行是主要拖累项。而预期类如消费者通胀预期等抬升剧烈创下历史新高，显示通胀预期强烈的主观性。

从通胀的期限看，10 年期通胀预期相对稳定甚至略有下行，但 1 年期通胀掉期则在关税激烈升级阶段持续攀升，而后伴随关税缓和从阶段性高位回落。尤其 5.12 中美联合申明后美国平均关税税率切实降低，美国通

胀指标呈现以消费预期和短端预期回落，向现实端和长端预期回归。

图 7：上半年通胀趋势相对稳定，能源项和核心服务项有向下拉动



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 8：关税剧变下现实通胀和长端通胀预期稳定，消费者预期和短端预期抬升但近期有所回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.1.4 相对强弱：美-非美增速差缩窄，助力“美国例外”逻辑逆转

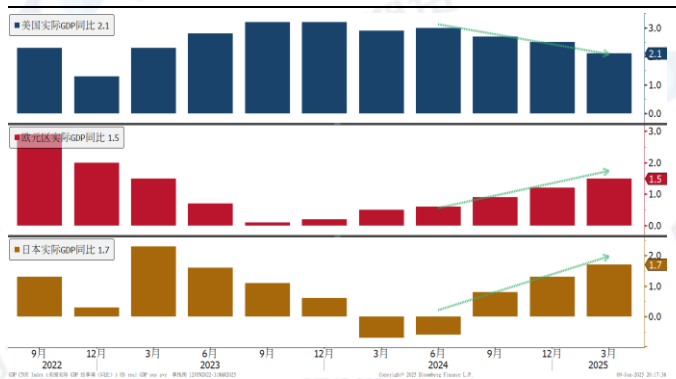
从全球主要经济体相对强弱看，尽管美国经济增长绝对值仍旧在 DM 市场领先，但美国与非美之间增速差正在逐步缩窄，构成上半年“美国例外”逆转、“去美元资产”叙述的重要基本面背景。

从实际 GDP 同比增速上看，尽管 1Q 美国绝对增速录 2.1%，领先 DM 国家，但从过去四个季度看，美国实际 GDP 同比增速边际下行，而欧元区和日本实际 GDP 同比在过去四个季度逐步回升。美国-非美之间的增速差正在缩窄。从经济数据的是否超预期的“二阶导”看，非美亦强于美国，在中、美、欧三大经济体，欧元区和中国目前仍旧在 0 轴之上，意味着经济数据读数超出预期。欧元区经济惊喜指数表现偏强，虽在“关税日”后有所回落，但近期强势反弹。中国经济惊喜指数在去年 9 月底开始，受各项逆周期政策+抢出口贡献下呈震荡反弹态势。从周期指标看，自今年 2 月份开始，美欧 PMI 差快速收敛至负值。

从宏观叙事上看，其一在于欧元区的“困境逆转”之态。我们曾在 2、3 月份的多份报告中——《欧系资产的 Silver Lining：地缘+关税+增长偏弱或已被计价》、《再论欧系资产：“MEGA”交易至今，中期可继续保持欧系资产敞口》——明确提出：欧洲资产有望摆脱两大偏见：1) 偏见一：“欧洲经济增长疲弱，缺乏经济亮点”，而上半年欧洲数据的表现不俗。2) 偏见二：“欧洲主权、财权分散，难以形成合力”。政治方面的偏见往往是主观的。但我们认为当前欧洲确实处在历史性时刻，包括俄乌局势驱动欧洲防御自主化，国防支出刚性提升，且重塑欧洲自主权背景下，新阶段以德国财政支出扩张将压倒“后欧债危机”时的财政紧缩，成为新的“政治正确”。

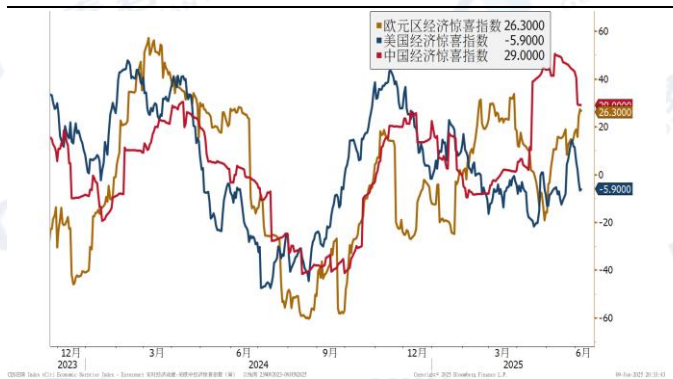
其二在上半年最大的风险点和逆周期政策是否可以匹配。非美经济体宏观风险（关税冲击）和应对政策（货币宽松）可以有效匹配，关税冲击抑制非美需求端，降低通胀预期，此时非美央行以货币边际宽松提供流动性应对，对整体风险偏好形成对冲。而对于美国而言，关税冲击提升成本端-通胀预期，逆周期政策难以有效对冲供给端通胀压力，货币政策进退两难，宏观风险缺乏有效对冲手段。

图 9：近 4 个季度尽管美国实际 GDP 增速领先，但趋势逐步下行，欧元区和日本反而趋势回升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 10：衡量经济数据与预期关系的经济惊喜指数中，欧元区和中国表现强于美国



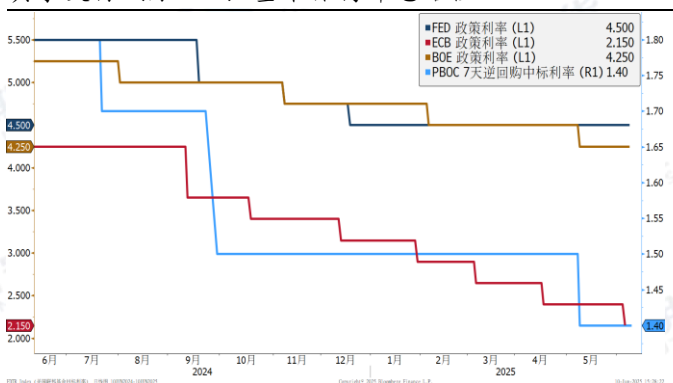
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 11：美欧 PMI 之差急剧收敛并向负值区域加深



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：主要央行中，美联储维持利率不变时间最长，其余央行（除 BOJ）基本保持降息路径



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

1.2 上半年主要大类资产表现回顾

上半年全球宏观主逻辑大致以 4 月 2 日为界，大致呈现两个阶段：

一季度主核心逻辑在于交易特朗普 2.0 政策落地后的预期差，以“美国例外”逆转交易+非美估值反弹为主要特征。具体如下：1）4.2 对等关税前，对中国加征 20% 的“芬太尼关税”、加墨关税和钢铝关税等整体较市场预期更温和。2）美国宏观经济动能边际下行，相对强弱逻辑逊色于非美；3）政策混乱：同样伤害美国经济展望的确定性，包括关税政策对供应链和物价的扰动、财政政策在扩张和紧缩中摇摆、市场对美国政经环境稳定性和确定性出现动摇，并衍生出对美元资产的重估意愿；4）微观动能缺乏：美股估值过高，而宏观缺乏稳定环境，微观企业营收、利润和前瞻指引缺乏进一步叙事，美股持有风险-收益比面临重估，美元资产占全球资产配置比重有所下行。

二季度主要以关税冲击从剧烈升级到边际回落，对风险情绪形成“拐点效应”，以估值回升快于需求回升、权益资产触底反弹为特征。在 4.2-5.12 阶段，海外总量特征偏向滞胀交易，风险资产全线承压，波动率大幅飙升。4 月中旬至今，由于特朗普政府先后对“对等关税”给出豁免期和谈判期，关税冲击和政策不确定性边际持续缓和，全球主要风险资产呈现一致性估值反弹，且权益市场计价的估值反弹明显强于商品市场计价的需求反弹。

表 3：上半年全球宏观主线逻辑及对应的大类资产主策略一览（每季度前更新）

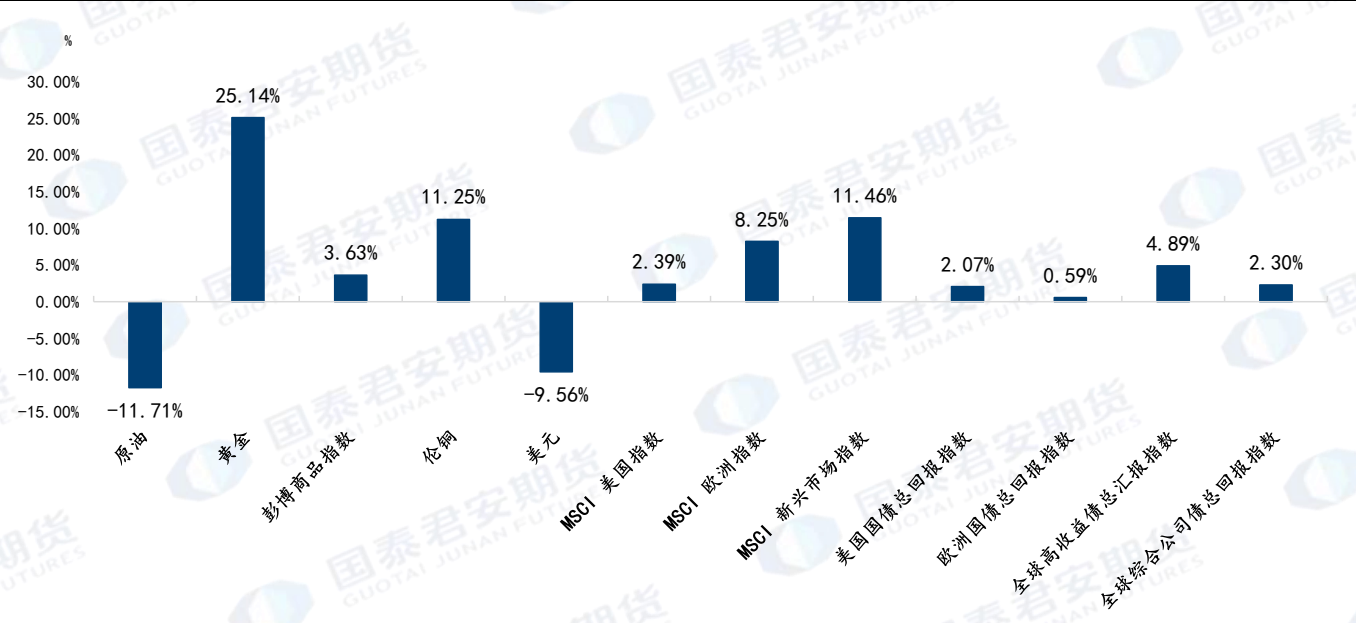
时间	宏观主题	宏观逻辑和大类资产主策略
2024 1Q	经济韧性+地缘冲击+通胀预期反弹	“高增长、高通胀、高利率”格局，且处在地缘冲突-供给扰动-通胀冲击的模式下，通胀预期因子与期限溢价因子驱动利率上行， 以利率防御型资产：美元和大宗商品为主配置策略。
2024 2Q	经济动能边际回落+降息交易范式开启	尽管美国经济趋势性并不显著，但经济动能边际变化成为宏观情绪和配置范式变化的关注点。美国高频、敏感型数据回落， 宏观逻辑和配置范式从利率防御性板块转为利率敏感型板块，商品中“多估值、空需求”。
2024 3Q	宏观、中观和微观在资产上的极致化	延续2Q逻辑，美国宏观经济动能走弱证据更为突出、美股关键板块“盈利焦虑”、日元套系交易逆转、降息节点更为迫近 使得“降息交易范式”组合盈利表现更为极致化。
2024 4Q	美国软着陆+中国变量+大选不确定性	三大经济体经济惊喜指数反弹，降息周期开启但“就业、通胀风险”更为平衡、软着陆概率上升，叠加中国一系列逆周期政策， 应维持周期性上风险情绪，适度做多通胀预期。 大选存在扰动，关注风险冲击后回归的力量。
2025 1Q	关税、地缘和美国财政预期差交易	非美估值反弹、做多非美权益： 对外关税实质落地较计价略温和带来阶段性计价修补，对内财政政策或“先紧后松”，美国经济惊喜回落而通胀惊喜反弹，交易“美国例外”从高估值装药，阶段性逆转。退出“4Q2024做多通胀预期”，美元下跌估值向下修复，长端利率回调曲线区平，多估值代替多通胀，维持结构题材权益及非美敞口，尤其注重“重估中国”引领本轮“多估值”主题
2025 2Q	关税贸易流冲击+滞胀特性+后续边际缓和	海外总量特征偏向滞胀，风险资产承压，选择避险+滞胀环境配置策略： 避险（黄金>债券、商品多金空需求类、多非美避险汇率）、滞胀（供给端商品+滞胀暴露）、脱钩（供应链+需求本土化）。2Q 90天范畴内仍在等待关税政策明朗化，关税对金融资产影响边际减少有利于估值反弹，但客观关税税率已剧烈提升利空实际需求，贸易流边际变化压倒需求端（宏观经济）边际变化资产端侧重微规定价交易。1Q非美（以欧中为首）估值反弹被打断，若短期没有关税斡旋成果，非美逻辑更依赖内生政策变量赋予结构机会（ 无协议：多权益+空工业品 or 有协议：多欧、中权益 ）。

资料来源：国泰君安期货研究

具体落到大类资产表现上，上半年整体呈现风险资产先下后上、非美整体强于美元资产、估值修复快于需求修复、供给因素带来商品强弱分化等特征，具体如下：

- 1) 权益市场整体先后上，“对等关税”日为估值拐点，上半年非美权益表现强于美国权益，1Q 滞胀标的超涨指数、防御好于周期，2Q 相对强弱逆转。
- 2) “美国例外”逆转仍旧延续，“去美元化”成为上半年新的宏观叙事，美元指数在 2Q 美股、美债和信用债反弹过程中并未跟随，上半年美元兑主要对手货币贬值为主。
- 3) 大宗商品在 1Q 关税+滞胀交易下强于权益，载 2Q 估值反弹需求仍旧承压背景下弱于权益，且商品整体呈现持续低库存、大 Back 结构，供给是否具备弹性成为定价最为关键因素之一，内需商品弱于外需商品。
- 4) 美债市场受供给因素扰动更甚，1Q 受关税带来的通胀预期上行影响，2Q 受“大美丽法案”财政政策影响和潜在发债速度提升影响，期限溢价偏高。

图 13：上半年全球主要大类资产涨跌幅一览



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 14：伴随贸易不确定指数冲高回落，全球主要大类资产波动率亦同步冲高回落



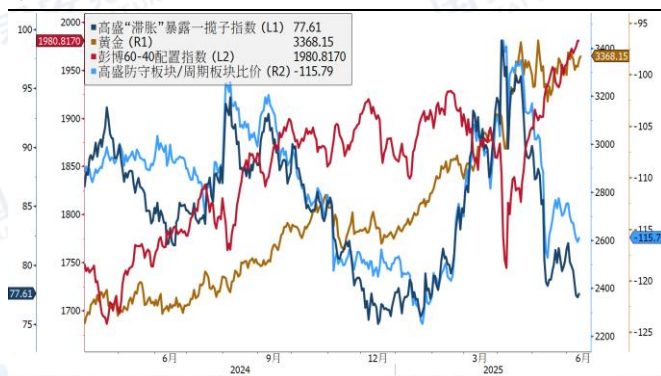
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 15：全球主要宽基指数收复“对等关税”日失地，估值反弹为主要驱动，且非美估值反弹力度更强



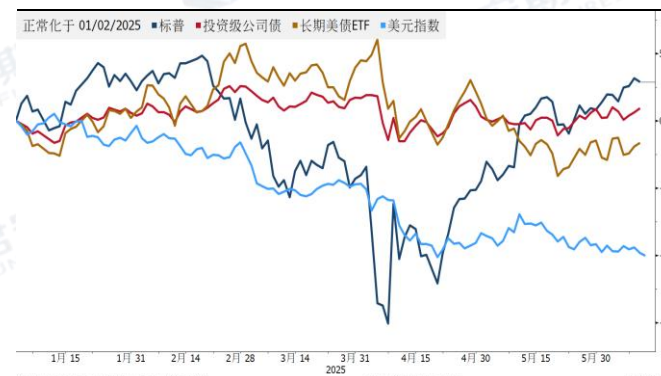
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 16：权益板块特征上，1Q“滞胀”交易标的和防守板块较强，2Q 伴随普遍 Risk-on 清晰以上板块相对回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 17：美国股票基本收复失地 (2.8%)，信用债持平 (0.9%)，国债 (-1.6%) 和美元 (-9.8%) 维持跌势



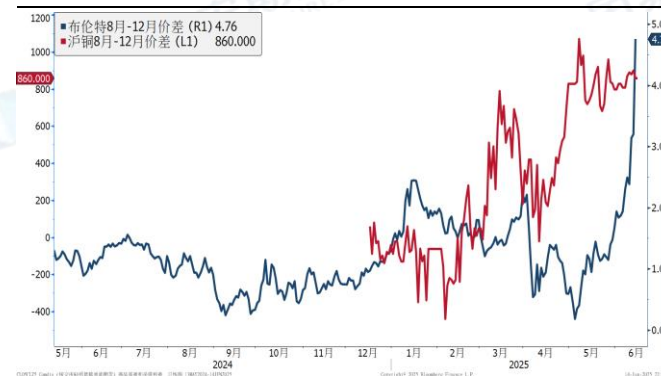
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 18：上半年 1Q 大宗商品强于权益，2Q 权益强于大宗商品



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 19：以原油和铜为例，近月与远月价差急剧拉开，呈现显著 Back 结构



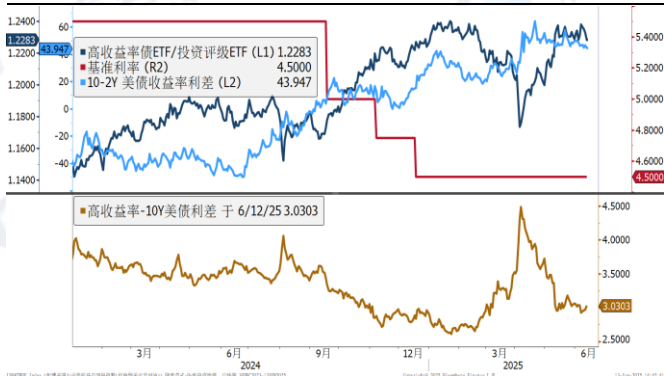
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 20: ACM 模型拆分 10Y 美债收益率驱动可见期限溢价提供主要上行驱动, 且与基本面数据分化



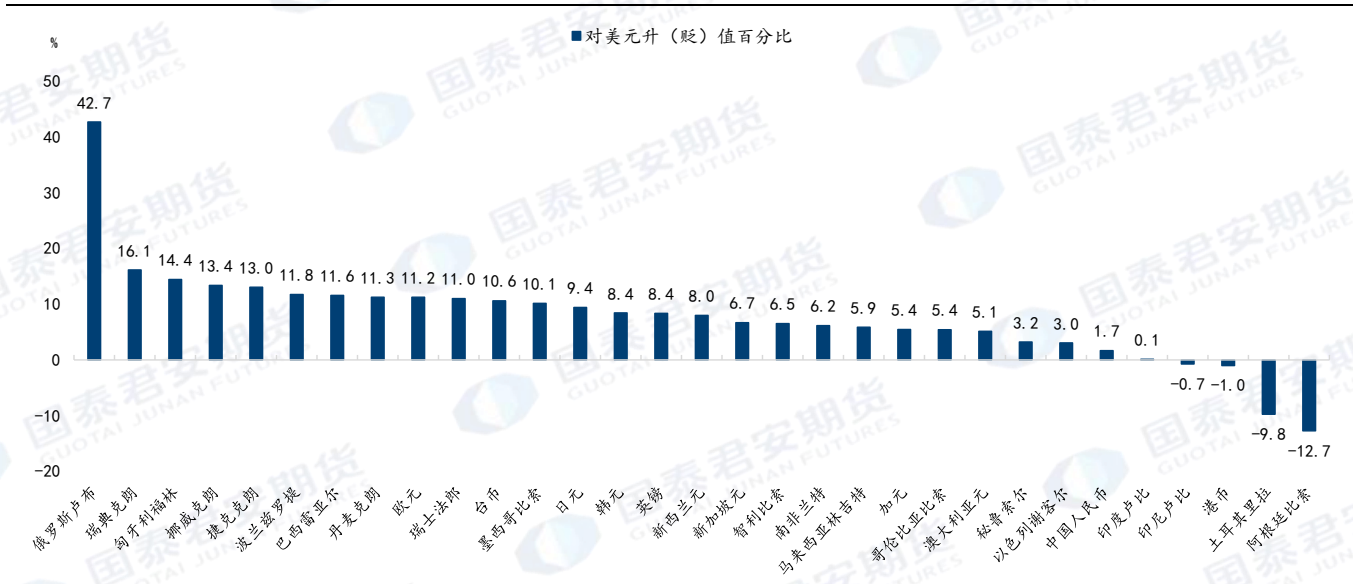
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 21: 1H 高收益债较评级债和国债先弱后强, 目前仍处于估值较高水平, 长短利差震荡走高



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 22: 全球主要汇率上半年兑美元强弱幅度一览



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

2. 2025 年下半年海外宏观经济展望

2.1 核心结论: 美国边际放缓但无衰退风险, 美-非美增速差缩窄, 3Q 偏谨慎, 4Q 适度乐观

我们核心结论如下:

下半年美国 GDP 同比增速边际放缓, 美-非美增速差缩窄, 3Q 偏谨慎, 4Q-2026 年适度乐观: 我们预计 2025 年美国 GDP 同比趋势边际放缓, 但基准预期下进入衰退概率较小。但美国经济增长与非美经济增长差在今年剩下时间继续缩窄, 从相对强弱的角度看, 美欧增速差边际变化或继续成为驱动资产关键因素。

通胀方面, 内生性、需求端分项形成拖累, 但供给端冲击或在下半年集中显现, 我们预期下半年关税对价格传导将在夏季通过核心商品价格继续上行而体现在整体通胀中, 3Q 通胀反弹, 4Q 通胀见顶回落并延续至 2026 年。但近期中东地缘风险为能源-通胀链条带来不确定性。

从需求周期看, 去除关税扰动, 全球尚不具备需求-通胀-库存向上的宏观环境: 就业端, 边际放缓而不请务必阅读正文之后的免责条款部分

弱，消费端；我们认为下半年需求动能可能并无太多想象力；从制造业、库存周期看，下半年或较上半年有温和改善，但空间有限。金融条件指数（FCI）下半年尤其是在 3Q 继续扩张动能有限，使得经济周期改善空间亦有限。

若关税政策维持现状、地缘风险整体可控，则下半年美国存在温和降息（1-2 次）+温和财政刺激（减税）的组合，可能形成宏观利多驱动，但“且行且看”，节点可能在 H2 不在近端。Q3 相对谨慎，Q4 和 2026 年适度乐观。

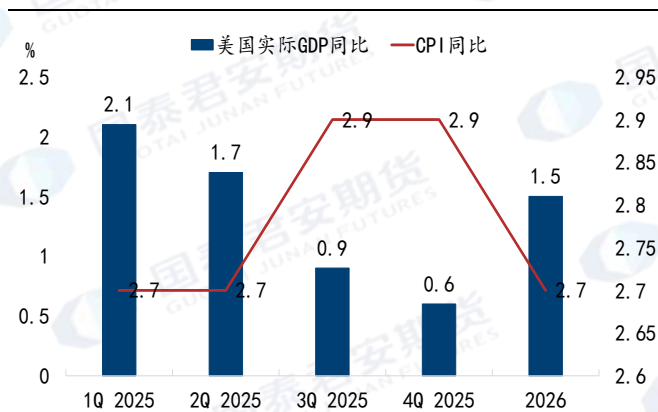
2.1.1 经济增速：下半年美国 GDP 同比增速边际放缓，美-非美增速差缩窄

我们预计 2025 年美国 GDP 同比趋势边际放缓，其中 2Q 实际 GDP 同比预期录 1.7%，3Q 录 0.9%，4Q 录 0.6%，同比增速低点或在 4Q，预期 2026 年美国 GDP 同比增速 1.5%，或强于今年 1.3%。预期美国 CPI 同比增速在 3Q 较当前水平有所反弹，或升至 2.9%附近，并在 4Q 至 2026 年初时段有所回落。

对比其他经济体，我们预期欧元区 GDP 同比增速在 2Q 录 1.1%，3Q 录 0.8%，4Q 录 0.8%，整体亦呈温和边际下行态势，但美国经济增速与欧元区经济增速差在今年剩下时间继续缩窄，从相对强弱的角度看，美欧增速差边际变化或继续成为驱动资产关键因素。

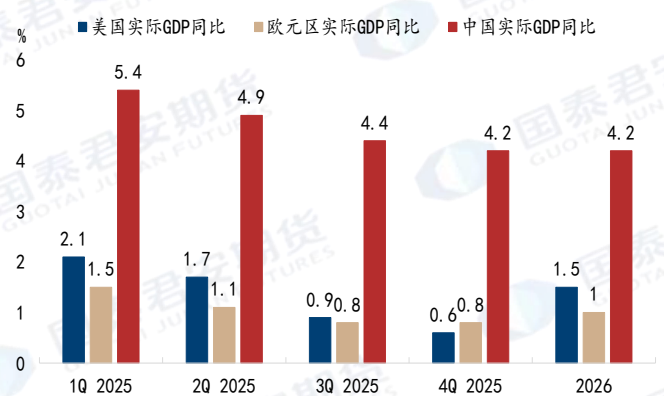
更近的时间维度看，金融条件指数（FCI）可视作领先实时 GDP 约 30 天左右的高频前瞻指标，但当前金融条件指数进一步改善或面临阻力，使得实时 GDP 动能在 3Q 时间维度上倾向于回落：1）利率端：3Q 通胀反弹及美国债务上限移除加快发债或使得美债收益率继续受供给端因素而易上难下；2）信用端：当前美国信用利差已经处在极度位置，信用债估值已然较高难以进一步上行推动 FCI 扩张；3）股票端：经历 2Q 反弹后，美股估值反弹较为充分，基本面和宏观相对中性，企业 Buyback 和动量趋势交易等技术因素或难以进一步推升美股走高。

图 23：2025 年下半年美国 GDP 同比及 CPI 同比预测



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 24：美国实际 GDP 同比增速预测与欧、中经济体对比



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 25：2025、2026 美欧经济增速一致预期差，2025 年美-欧预期增速差快速缩窄

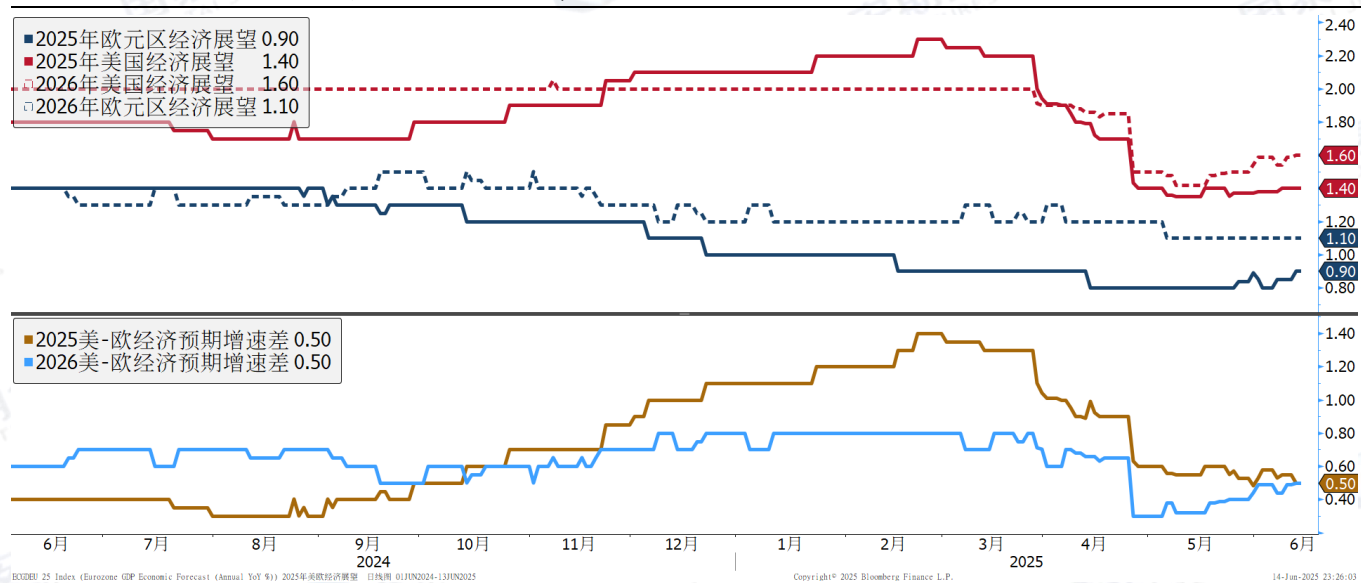


图 26：金融条件指数（FCI）领先实时 GDP 约 30 天左右，但当前金融条件继续改善或面临阻力



2.1.2 通胀趋势：内生性、需求端分项形成拖累，但供给端冲击或在下半年集中显现

我们预期美国 CPI 同比增速将较当前 2.4% 水平，在 3Q 反弹至 2.7% 附近，在 4Q 或呈现 CPI 同比读数高点，并在 4Q 至 2026 年通胀同比趋势有所回落。上半年，受较低的核心服务通胀和油价抑制，整体通胀水平相对稳定。下半年，我们预计关税对价格传导将在夏季通过核心商品价格继续上行而体现在整体通胀中。

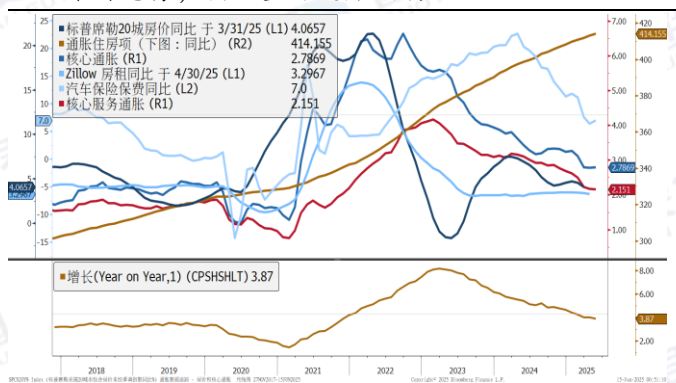
近期，中东地区地缘局势再度升级，以色列-伊朗武装冲突存在加剧和外溢风险，刺激原油价格大幅上涨，使得原本稳定的能源通胀项在近期存在上行风险。根据 Bloomberg BECO Drivers 模型显示，地缘风险在 6 月 13 日为原油带来 6.6 美元/桶的溢价，这一水平略高出去年 4 月份伊以冲突下原油地缘风险溢价 5.5 美元/桶峰值的水平，但远低于 2022 年俄乌冲突下原油地缘溢价峰值 30 美元/桶的水平。展望前方，中东局势仍旧

存在升级风险，尤其考虑若袭击目标扩大至海湾地区的基础设施和石油设施、封锁霍尔木兹海峡（伊朗从未采取此措施）等，油价上行风险可能进一步阔大，令通胀预期再度失控。

用 Bloomberg BECO SHOK 模型测算：1) 原油 100 美元/桶 (+25 美元)，对应美国下半年 CPI 同比增加至 3.43-3.62%；2) 90 美元/桶 (+15) 对应美国 CPI 同比至 3.22-3.33%；3) 原油 80 美元/桶 (+5)，对应美国夏季 CPI 同比增加至 3.0-3.05%。同时原油对汽油带动弹性更大，可能导致居民通胀预期再度攀升。

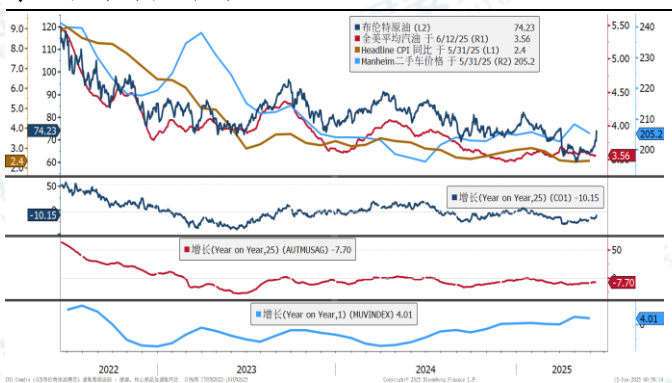
但从更长期的视角看，即考虑前方 1 年时间维度，同时若地缘-原油-通胀局势相对可控，亦或是“地缘-能源-通胀”冲击计价结束，我们仍旧倾向于认为当前市场对于中期通胀的计价偏高，存在向下回归的交易策略机会。在基准预期下，我们对 2026 年通胀预期锚在 2.7% 附近。而目前市场计价预期（1 年远期通胀 Swap）计价 3.0% 附近。故而从节奏上看，我们倾向于下半年供给端通胀冲击计价将会逐步充分，触及年内通胀高点，而后需求端通胀冲击在中期时间维度对通胀给予下行拉动。

图 27：核心项及核心服务项中，关键板块在上半年皆呈现下行态势，贡献整体通胀偏弱



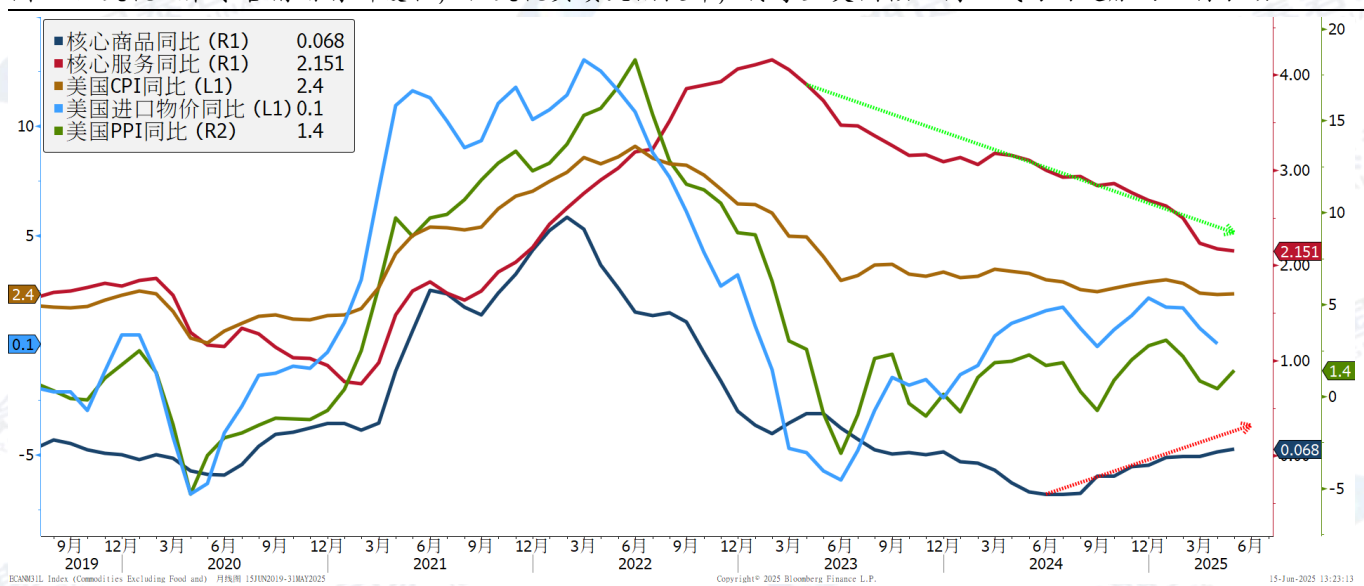
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 28：能源通胀近期，但近期因中东地缘风险攀升或导致能源价格新城



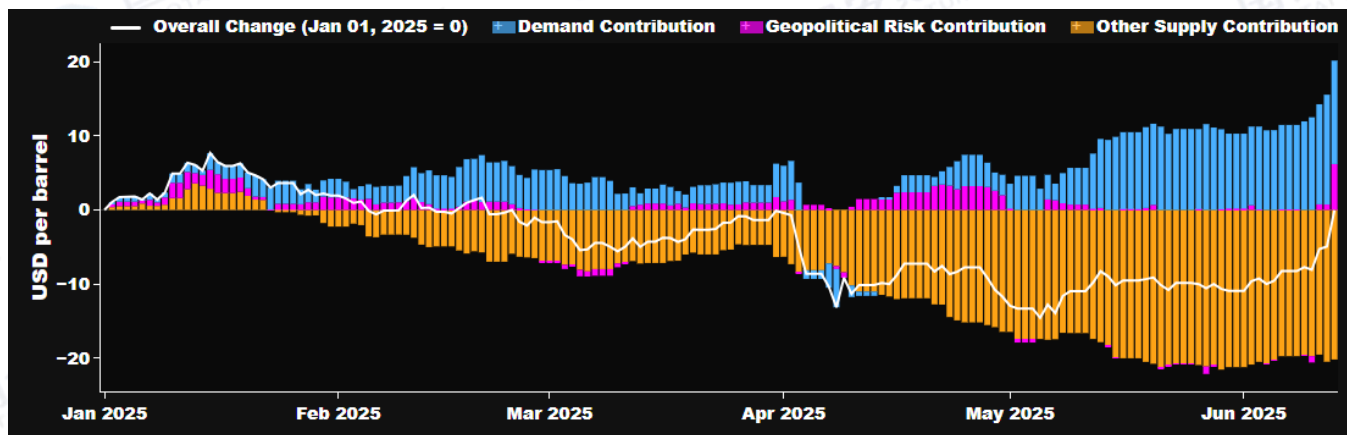
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 29：关税政策尽管情绪有所缓和，但关税实质大幅提升，传导至美国核心商品成为对通胀的上行驱动



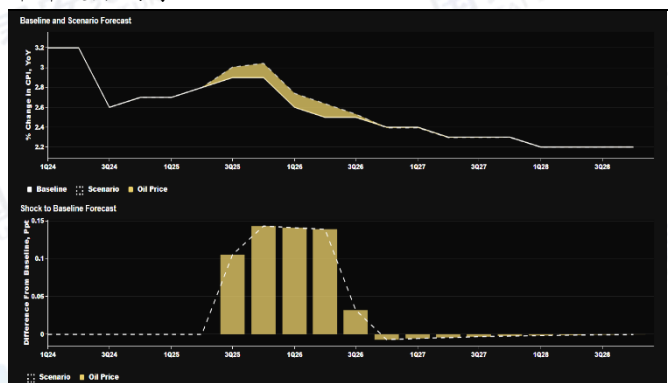
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 30：受中东地区地缘风险升级影响，驱动原油价格快速上涨，风险溢价已经超过去年 4 月份水平



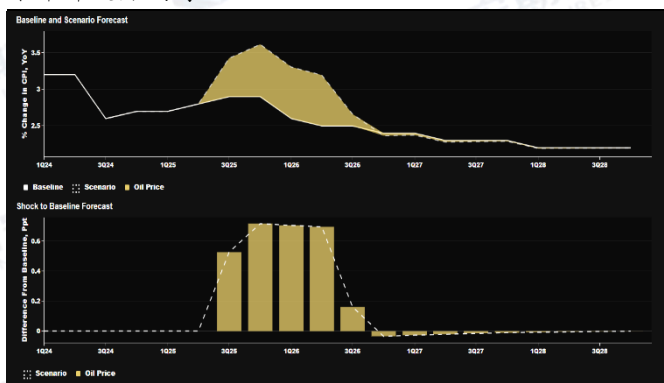
资料来源：Bloomberg BECO，国泰君安期货研究

图 31：原油价格 80 美元/桶 (+5) 情景时，对美国下半年通胀传导至 3.0-3.05%



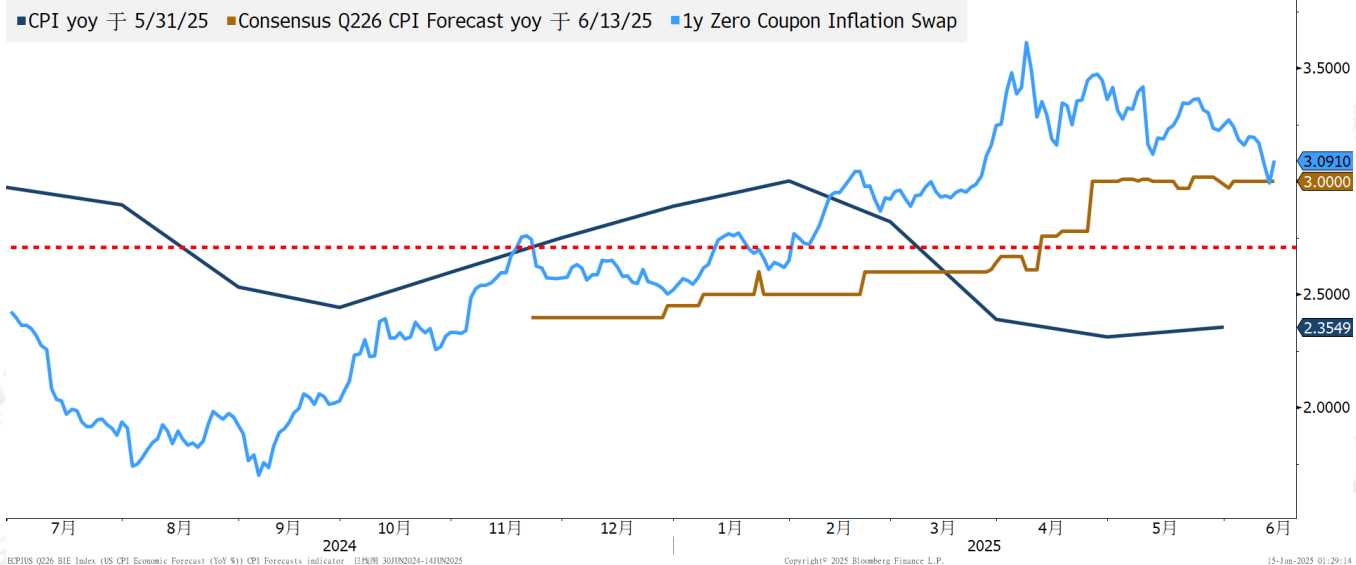
资料来源：Bloomberg BECO，国泰君安期货研究

图 32：原油价格 100 美元/桶 (+25) 情景时，对美国下半年通胀传导至 3.43-3.62%



资料来源：Bloomberg BECO，国泰君安期货研究

图 33：当前 1y 通胀掉期和明年年中通胀预期在 3.0%附近，恐因受关税冲击影响预期偏高，存回归机会



2.1.3 周期定位：缺乏增量需求周期，下半年或较上半年有温和改善但空间有限

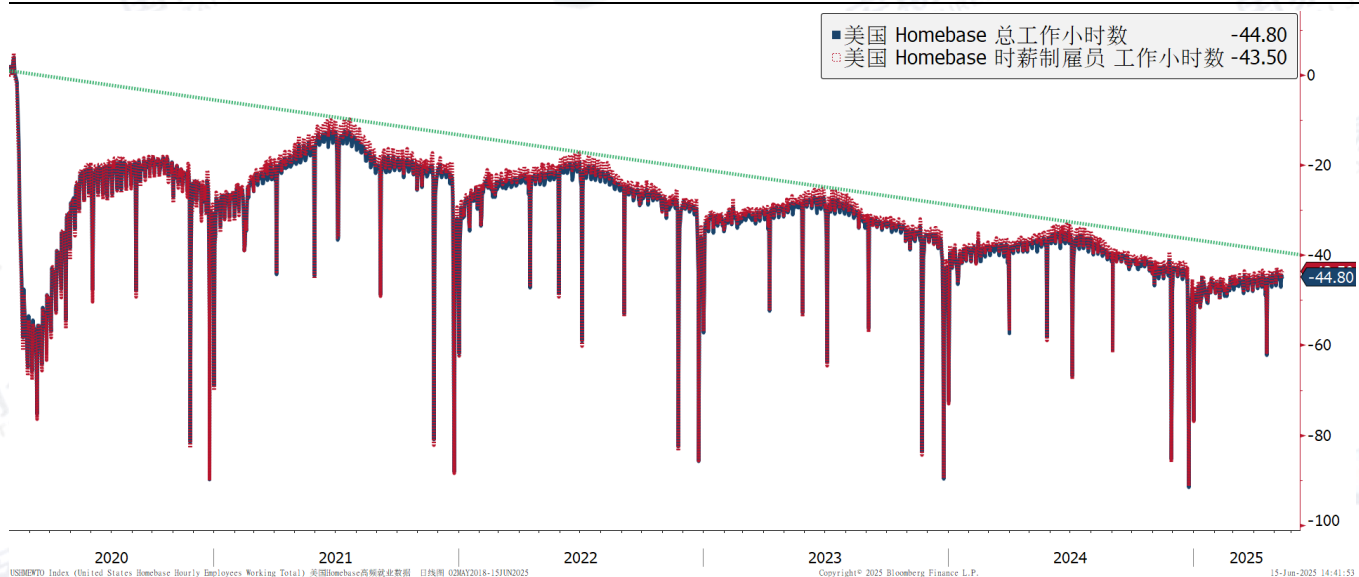
从需求周期看，去除关税扰动，全球尚不存强需求周期环境：**就业端**，边际放缓而不弱，**消费端**；我们认为下半年需求动能可能并无太多想象力；**从制造业、库存周期看**，下半年或较上半年有温和改善，但空间有限。**金融条件指数（FCI）**下半年尤其是在 3Q 继续扩张动能有限，周期改善空间亦有限。

就业端，边际放缓而不弱：5 月就业市场维持韧性，但数据对宏观敏感资产的提振持续性或有限。展望下半年就业数据，中美贸易休战带来的消费者+企业信心改善、以及夏季服务业、旅游业等季节性提振可能为就业带来正贡献，但制造业、贸易运输行业和专业商业服务等更代表经济周期的板块或将维持偏弱。

近期非农月度增幅看依旧维持了韧性，6 个月平均月增 15.7 万人，略高于 2024 年平均 15.3 万。但从需求端数据看，如职位空缺、中小企业雇佣计划、Indeed 网站职位公布数维持下行趋势，时薪同比增速作为就业供需因素的结果也在逐步放缓。从最终需求趋势角度看，就业数据方向仍承压。当然，变量是关税政策和贸易环境稳定后，企业招聘需求可能有触底回升。

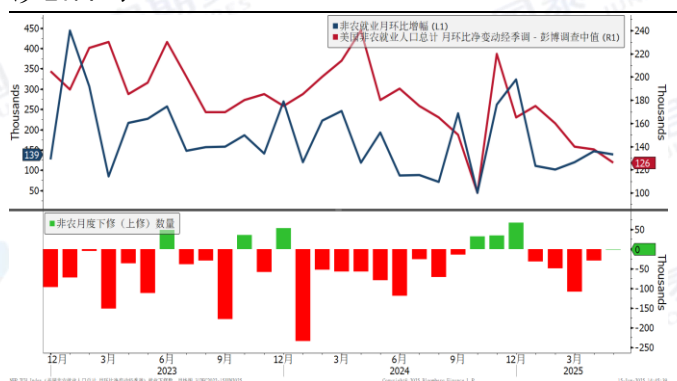
展望下半年，就业数据隐忧在于：1) 前值下修问题，4 月份非农从 177.7 万下修至 14.7 万，1-4 月美国非农月增总共下修 21.9 万人，频繁下修使得市场对非农数据质量更多一份怀疑，使得数据冲击呈点状而不具备持续性。2) 非农与家庭调查和 ADP 的分化，尤其是家庭调查月度增幅呈现减少 69.9 万人的剧烈收缩。3) 就业参与状态 5 月大幅流出，劳动参与率下降，可能会导致失业率“虚假稳定”，这种异常现象可能与移民群体因担心驱逐而退出就业市场有关，4) 高频数据方向亦偏弱，周度持续申请失业金人数升至 195 万，Homebase 日度频率调查工作总工时亦维持趋势回落。

图 38：日度频率美国 Homebase 工作小时数显示趋势下行



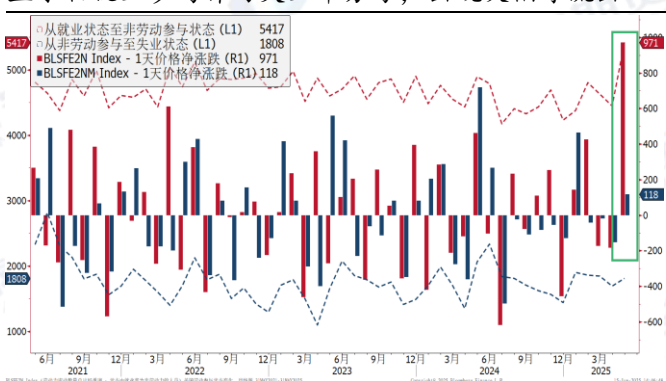
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 39：4 月非农再度下修，今年 1-4 月非农数据总共下修 21.9 万人



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

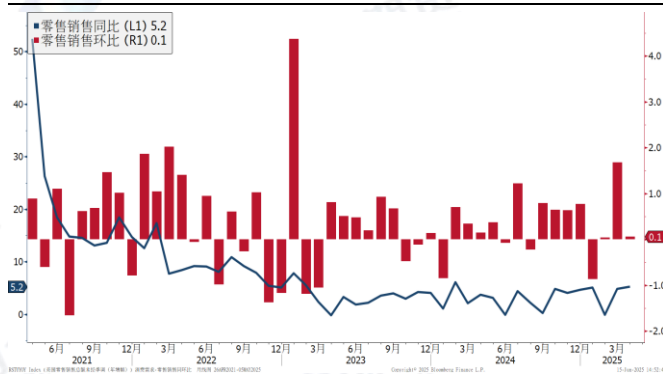
图 40：5 月从就业状态转为非劳动参与状态大幅增加，显示初就业参与作为失业率分母，出现大幅净流出



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

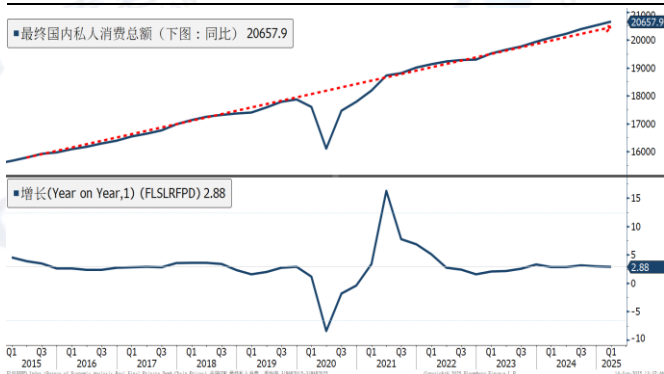
消费端，我们认为下半年需求动能可能并无太多想象力：1）全球经济周期尚不支持强需求向上环境，美国消费同比增速固然稳定，但从需求前置指标如薪资增速、可支配收入、就业需求等指标看，呈现的是边际下行态势（但速度并不快），这意味需求周期本身并没有大幅上行驱动。诚然，下半年存在“温和降息+温和财政扩张”的可能性为需求周期提供动能，但这一可能性“且行且看”，Q2 尚不具备。2）90 天豁免期是否会触发美国抢进口+抢补库，我们认为企业只有在预期后续关税会比当前更高，且具备一定长的准备期（确定供应订单+物流船期）这一逻辑才是顺畅的。事实上，当前中美关税情景后续是否必然会再度升级难以定论。3）从居民资产负债表看，家庭净资产自去年 3Q 开始，同比呈下行态势，主要受资产端下行拖累，个人收入和工资增速温和和放缓，2025 年以来有所反弹，对消费形成支撑。3）个人消费结构上，服务消费可能被耐用品消费挤压，并对总消费影响更大。

图 41：美国零售销售同比动能平稳，环比较前值回落，需求周期上行弹性有限



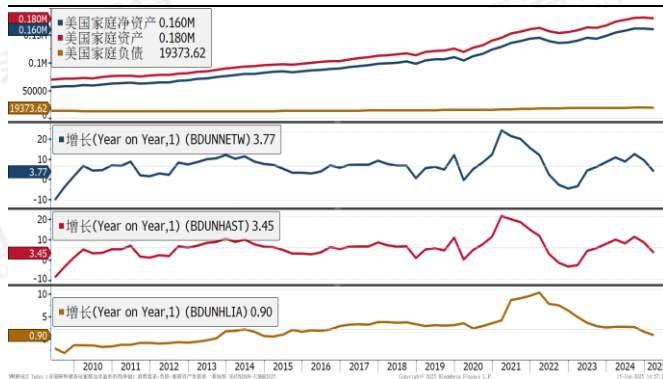
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 42：美国国内私人消费趋势代表的内生性经济动能展现韧性，但或难以出现周期上行



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 43：美国家庭净资产总量同比增幅自去年 3Q 以来下行



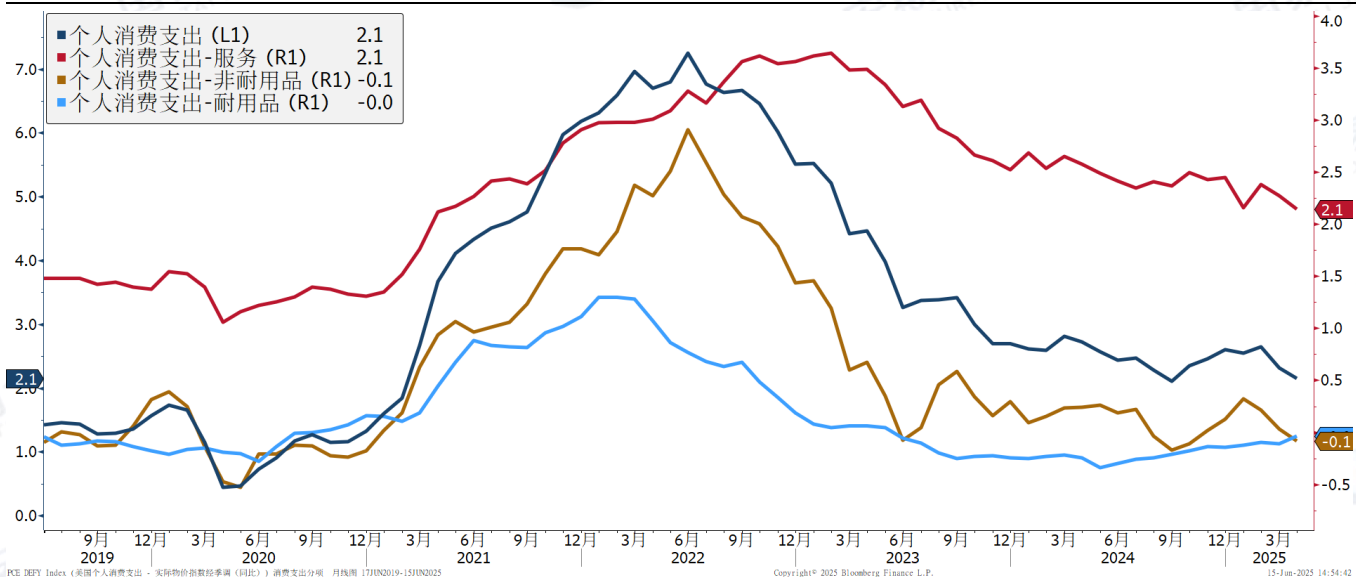
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 44：个人收入和时薪指标边际放缓，但近期表现相对稳定，或对年内消费端构成支撑



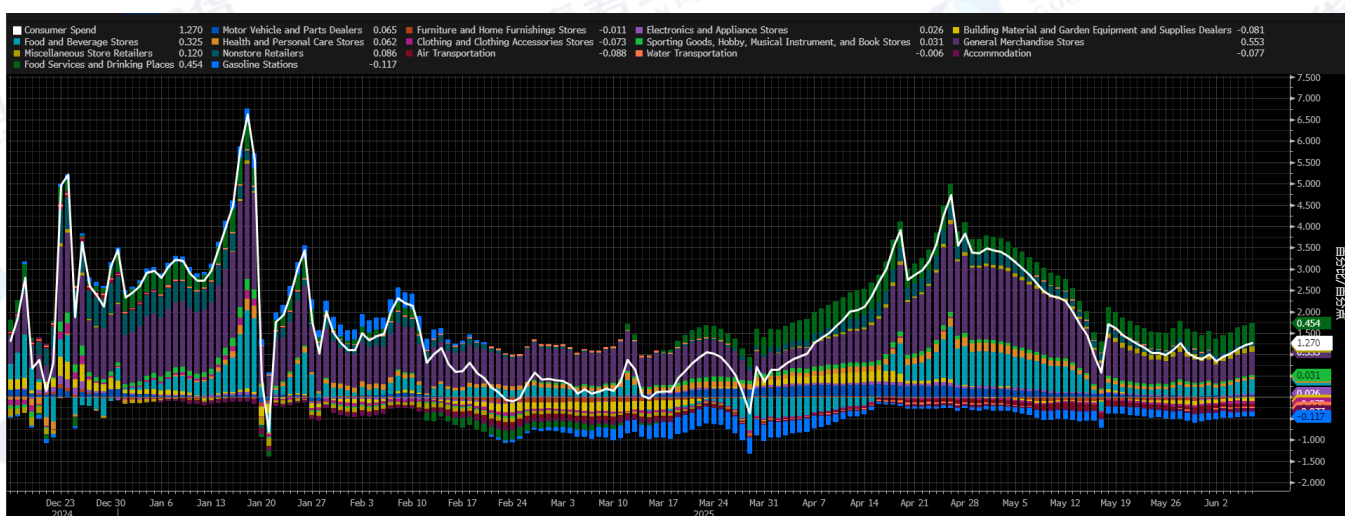
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 45：个人消费结构上，服务消费可能被耐用品消费挤压，并对总消费影响更大



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 46：Bloomberg Second Measure 消费支出同比（日频、28 日平均同比）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

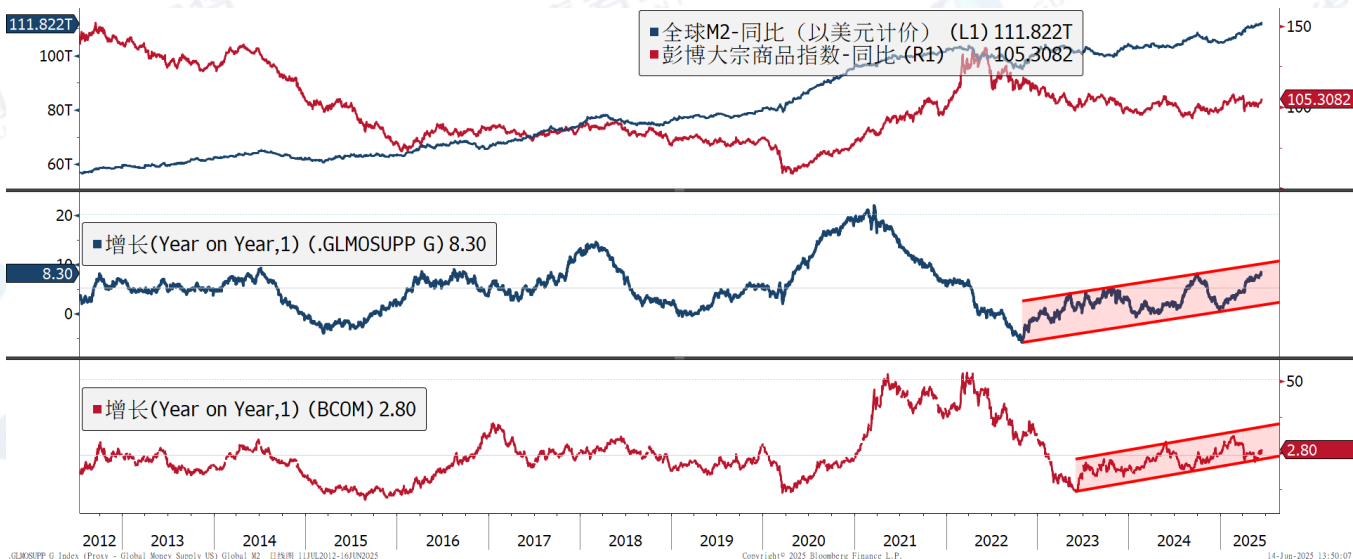
从制造业、库存周期看，下半年或较上半年有温和改善，但空间有限：1）金融条件指标（FCI，衡量股市、利率、信用利差和流动性等）对周期具有领先意义，于 2024 底至 4 月初明显走弱，传导至周期指标走弱，但 4 月中旬有明显反弹，预示着下半年周期指标偏改善。2）全球 M2 同比走势延续震荡反弹，具备中期领先意义（2-3 季度），对以大宗商品同比趋势为代表的周期指标有正向指示。3）消费者信心和企业信心指标是资本开支和新订单的领先指标，后者是库存周期的领先指标，上半年受宏观贸易政策不确定拖累，消费者信心和企业信心大幅走弱，企业资本开支意愿大幅下滑，传导至资本品订单同比作为制造业先行指标疲弱，而近期关税下降后，对消费者和企业信心有所改善，预计下半年“软数据”带动周期数据较上半年改善。4）但正如我们在前文所述，金融条件指数（FCI）下半年尤其是在 3Q 继续扩张动能有限，制造业、库存周期改善空间亦有限。

图 47：金融条件指数于 2024 年底至 4 月初明显走弱，但 4 月中旬后有明显反弹，预示着下半年周期指标偏改善



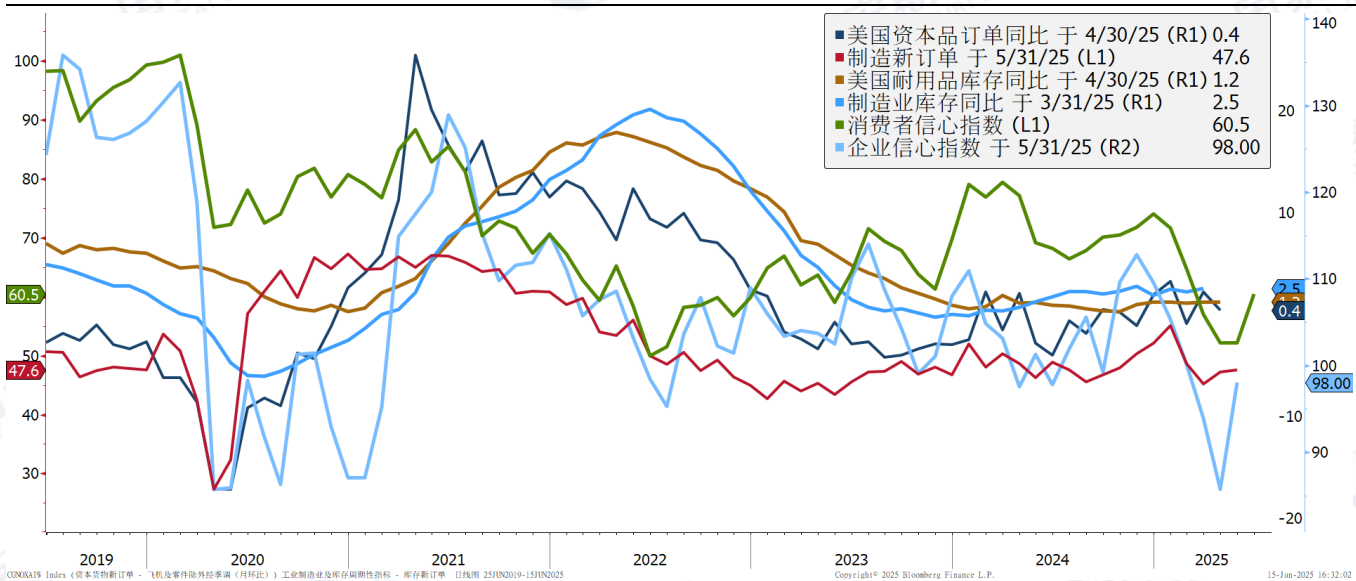
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 48：全球 M2 同比趋势 2025 年亦延续反弹趋势，该指标对大宗商品指数同比具备 2-3 季度领先意义



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 49：贸易环境有所改善后，消费者信心和企业信心指数作为周期前瞻指标，有所企稳反弹



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.2 关税冲击：2H 关税政策预期相对稳定，缓和期需求反弹动能有限

中美日内瓦联合声明后，美国对中国平均关税税率从高位下降至 51% 附近；美国对 RoW 平均关税税率因对等关税豁免回落至 11% 附近。整体看，美国整体加权平均关税税率区间大致在 13% 左右，较峰值 26% 附近有所回落。

我们对于关税方面的政策在年内的基准预期是：中-美之间，我们倾向于认为后续再度升级的概率并不大，美国对中国平均关税年内稳定在 30-50% 区域，4.2-5.12 期间“贸易交锋”之后，双方获得的共识是中-美双方经贸关系难以“剧烈脱钩”，将再度转向“缓慢脱钩”。美-RoW，反而不确定性较高，或难以形成普遍性协定。1H 交易关税冲击情绪为主，关税剧烈升级情形或难再现，2H 关注关税对实际经济的影响，静态关税仍旧偏高，对需求-成本仍有负面影响。

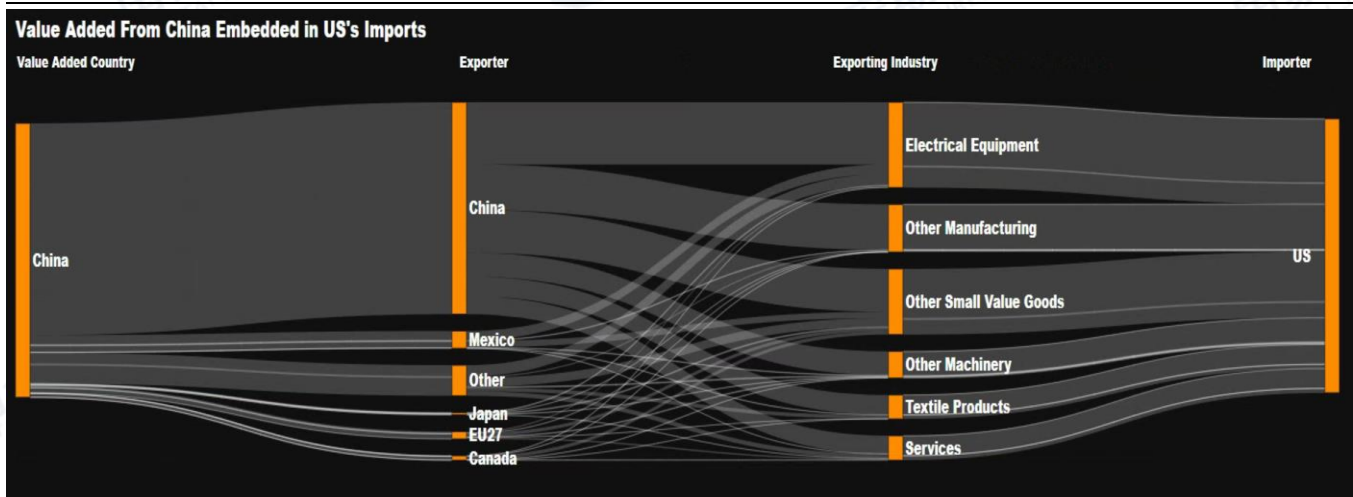
从两个背景理解关税前方可能性：从供应链依赖度和关税成本承担者看“禁运级”税率并不现实

我们对关税前景的判断，首先源于两个客观背景，一是美国贸易流中源自中国价值链增加值理解中美贸易关系，二是从美国消费品涨价的构成上理解本轮贸易战的最后承担者。表明类似 4.2-5.12 期间“禁运级”税率并不现实。

现实背景一：中国直接出口美国价值链增加值约为 4500 亿美元，占比美国进口价值链中中国增加值总额 77%，通过对其地区贸易流的间接增加值，在美国总进口中，中国价值链增加值约为 5840 亿美元。

这意味着中美贸易和供应链连接融合之深，使得中美短时间内的“贸易脱钩”不具备现实意义，也解释了特朗普对中国关税只能“高拿轻放”，边际缓和寻得双方政治和经济诉求的平衡点是必然之径。美财长贝森特表示，中美本次重要成果是建立了“日内瓦机制”，即双方保持沟通，避免再现前期关税不断升级的局面，中美再度从“剧烈脱钩”转为“缓慢脱钩”。

图 50：在美国进口贸易流中来自于中国的价值链增加值占据显著地位，中美“贸易脱钩”短期不具备现实意义

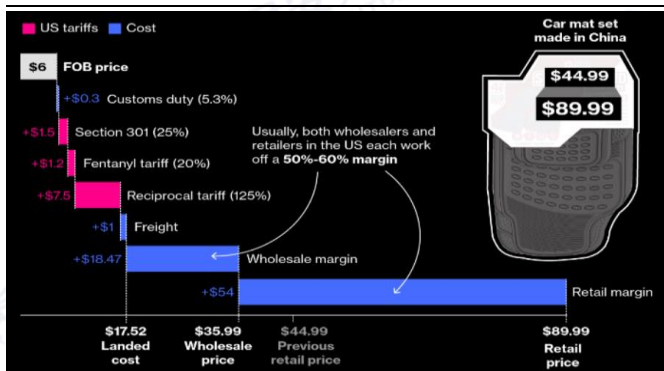


资料来源：Bloomberg BECO，国泰君安期货研究

现实背景二：以下图以汽车脚垫为例，显示在承担 301 关税+芬太尼关税+对等关税后，最终呈现给美国消费者价格从 44.99 美元提升至 89.99 美元，其中到港价格仅为 6 美元，全部完税后为 17.52 美元，而美国批发商和美国零售商为了保持 50%-60% 利润 (Trade Margin)，才使得基数效应（从 7-8 美元上升至 17.52 美元）传导至终端价格如此剧烈，较关税几乎翻倍。而于此同时，高盛周度贸易流调查报告显示，过半美国企业认为前期极端关税的承担方为美国消费者，仅有 5% 认为由制造者（中国）承担——中国制造业利润率已处较低位置。

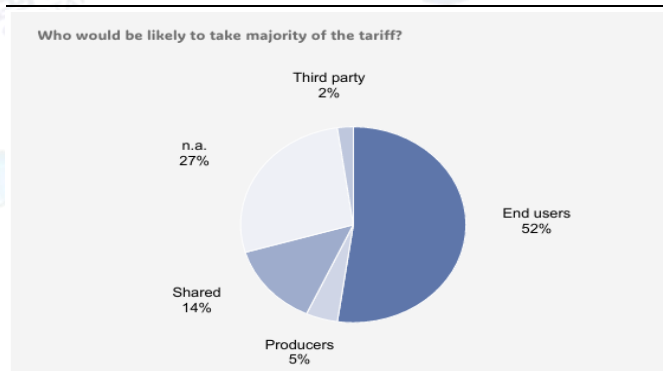
关税成本承担恐怕只能是美国消费者+美国企业，禁运级别关税税率压力较大。关税对非美构成需求冲击，对美国构成成本-通胀冲击，而前期终端消费品提价后的成本分项中，来自关税的占比并不高，更大的比例是未来满足美国批发和零售商的利润需求（远超中国出口制造业利润）。这样的提价逻辑，又认为美国消费者将最终承担，并不符合和当前美国宏观经济趋势判断，价格传导或将不畅，最终企业将会缩减利润空间。

图 51：前期极端关税背景下，美国终端消费涨价传导拆分大部分源自美国零售、批发维持利润的诉求



资料来源：Bloomberg News，国泰君安期货研究

图 52：高盛贸易链调查显示过半的美国企业认为关税成本最终将由消费者承担



资料来源：Goldman Sachs Research，国泰君安期货研究

2.2.1 法律流程+中美开启对话机制，意味着升级关税变得更难而非更容易

关税成为美国政治内部博弈新战场。美国国际贸易法院以越权违宪为核心理由，否定了特朗普政府“芬太尼关税”和“对等关税”两项标志性关税政策。主要判决为 1) IEEPA 适用范围：法院强调，IEEPA 仅适用于

“异乎寻常的紧急威胁”，而“持续 49 年的贸易逆差”不构成紧急状态。2) 国会授权边界：处理贸易逆差应依据《贸易法》第 122 条（关税上限 15%、有效期 150 天），而非 IEEPA。美国国际贸易法院明确要求总统必须依据《1974 年贸易法》第 122 条解决贸易失衡问题，特朗普可能试图援引该条款恢复对等关税

(reciprocal tariffs)。但该法规定：1) 仅允许通过总统公告实施最高 15% 的关税，且有效期不超过 150 天；2) 150 天后若需延续，必须获得国会批准。

白宫上诉程序仍在进行，此次裁决揭开特朗普贸易权力的边界并非不可动摇，为美国内部政治博弈开辟新的战场。意味着特朗普再度升级关税威胁难度在提升。展望前方，我们并不愿对此项裁决给予过高希望：1) 关税是特朗普 2.0 政经改革的基石，政治成本巨大必将全力争取；2) 此裁决下最为受益国家是中国，逻辑上看即便两党党争背景下也难以想象最终对中国去除绝大比例关税。同时我们提醒，尽管我们将普遍关税再度升级的风险有所调低，但不排除后续行业类关税再度反复。

同时，中美目前开启的高层对话机制，也在某种程度上降低了前期因缺乏沟通机制带来的“螺旋升级”的风险。从《人民日报》官方口吻看，“建立中美经贸磋商机制，是日内瓦经贸会谈的重要成果，为双方弥合分歧、深化合作提供了制度保障”、“双方要用好已经建立的经贸磋商机制”等等，都意味着尽管后续贸易谈判依然迷雾重重，但对于资本市场而言，双方保持、重视对话机制畅通，意味着 4.2-5.12 “禁运级”关税升级不再是我们基准预期。

表 4：除去 IEEPA 之外，特朗普若继续寻求普遍关税加征权力，可能使用法律授权路径梳理如下

法律授权依据	授权目的	历史应用案例	实施流程
《贸易法》第301条	防止外国不公平贸易行为	特朗普对价值3700亿美元中国商品加征关税（以“保护美国知识产权”为由）	美国贸易代表办公室（USTR）调查→向总统建议→总统决定→USTR执行
《1962年贸易扩展法》第232条	保护国家安全	特朗普对钢铝分别加征10%/25%关税	商务部调查→听证→向总统建议→总统决定
《国际紧急经济权力法》	应对战时或“异常且特殊”的国安/经济威胁	从未被援引	总统通过行政令对所有应税商品加征关税
《1974年贸易法》第122条	应对美元贬值/贸易逆差	尼克松时期因“国际收支危机”加征10%临时附加税	总统可通过公告实施临时配额或进口附加税（150天内需国会批准）
《1930年关税法》第338条	对歧视美国商品的国家征收最高50%关税	从未被援引	总统在认定他国违规后，可通过公告直接加税
《1974年贸易法》第201条	对进口激增的特定产品实施关税或配额	特朗普2018年对光伏电池和大型洗衣机加征保障关税	美国国际贸易委员会（ITC）调查→向总统建议→总统决定

资料来源：国泰君安期货研究

2.2.2 基于对关税的基准预期，测算对贸易行为的影响

美国“抢进口”视角：2个月消费品超额进口，进口价格变化不显著。自去年9月以来（实体经济开始规划关税风险），美国进口（尤其是消费品）同比增速快速上行。我们采用此期间美国“超额进口”概念作为分析路径：2024年9月至2025年3月期间的美国商品超额进口额 = (202409-202503) 进口额 - (202109-202409 三年月度平均) 进口额 * 7个月 = 3422 亿。

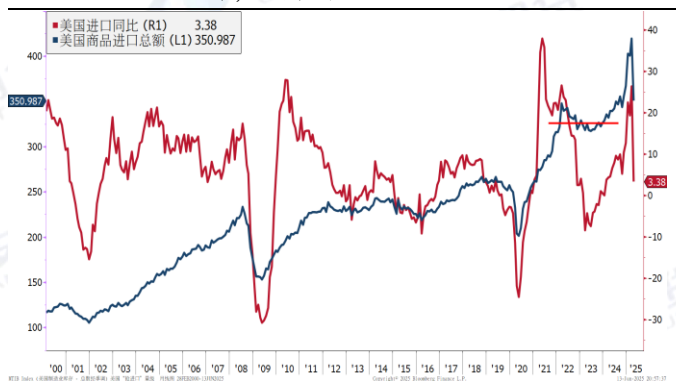
我们大致匡算去年9月至今年3月，美国超额进口总量约 3500 亿美元。这意味着：1) 相对于多出 1 个月的美国商品进口额；2) 相当于 2 个月的美国商品销售额中来自于进口部分（美国零售销售中商品消费占比 70-85%，其中对进口的依赖比重大致在 25-35%）。3) 关税对物价的影响可能会滞后 2-3 个月，在 7 月份左右有所显现。

美国库存视角：过去两个季度美国补库力度大致 2 个月，但未见库销比明显上升。理论上，美国企业的补库的背景是预期未来关税税率会比当前更高，故而两次重要补库时间节点是：1) 2024 年 9 月，特朗普胜率显著领先，特朗普 2.0 交易开启之后，零售端补库力度配合传统补库旺季力度较强；2) 新年假期后至等待 4.2 对等关税之前，批发业和制造业补库力度较强；3) 4.2 后对非中国国家关税豁免期。一方面是企业并未建立未

来关税一定高于当下的预期，整体补库力度有限；其次在缺乏增量需求的背景下，前期约 2 个月的补库缓冲或制约后续旺季补库力度。

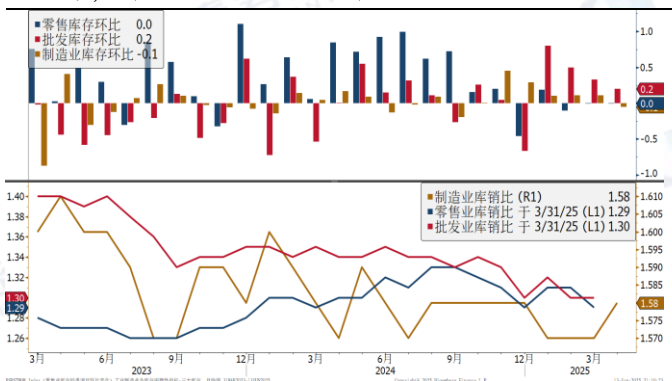
从批发、零售和制造业库存环比变化看（截止 3 月），批发业 2025 年 Q1 库存环比增加，制造业 2024Q4 库存环比增加，零售业变化不显著维持常态季节性补库为主，三者库销比皆有所下行。从零售端分项板块的库存绝对量和同比趋势看，整体没有体现出明显基于关税节奏出现强补库行为。

图 53：自去年 9 月至今年 3 月，美国进口同比和商品进口总额快速上升，4 月断崖回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 54：美国批发、零售和制造业库存环比变化及库销比趋势，库销比显示美国补库力度温和



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

从物流角度看，去年 9 月份至今年 4 月中旬，中国至美国航运以及中国港口货运整体水平明显高于过去同期水平，春节后，中-美乃至中国整体航运反弹力度明显更快，直至中-美航运货运量在 4 月中旬快速回落。5 月初触底有所反弹，背后是美国部分大型零售商与美国政府沟通后在中美日内瓦会谈后提前开启进口。日内瓦联合声明后，中美日频航运改善整体并不显著，从 5 月中旬至月底，受中-美线运力调配时间制约，中美海运量反弹不明显，5 月底至今随着中美运力供给回归，中美海运量亦出现反弹，但需要关注的是反弹力度相对有限，并不能匹配 1Q 力度，同时运力供需有所平衡的状态下，中美海运量高频数据对我国出口需求的指示准确度效果提升。

基本结论：1) 美国自去年 9 月份以来的“超额进口”，较正常情况下多为美国商品消费大约多补了 2 个月的进口库存。2) 2 个月的进口库存为美国消费品物价提供缓冲，关税对物价的显性影响或在；3) 中美联合声明给出 90 期限，此阶段美国“抢进口”力度有限，需求周期平稳总需求增量有限背景下，需求或被前置。

图 55：中国-美国海运物流（日度）、中国港口货运数据（周度）显示当前补库力度有限

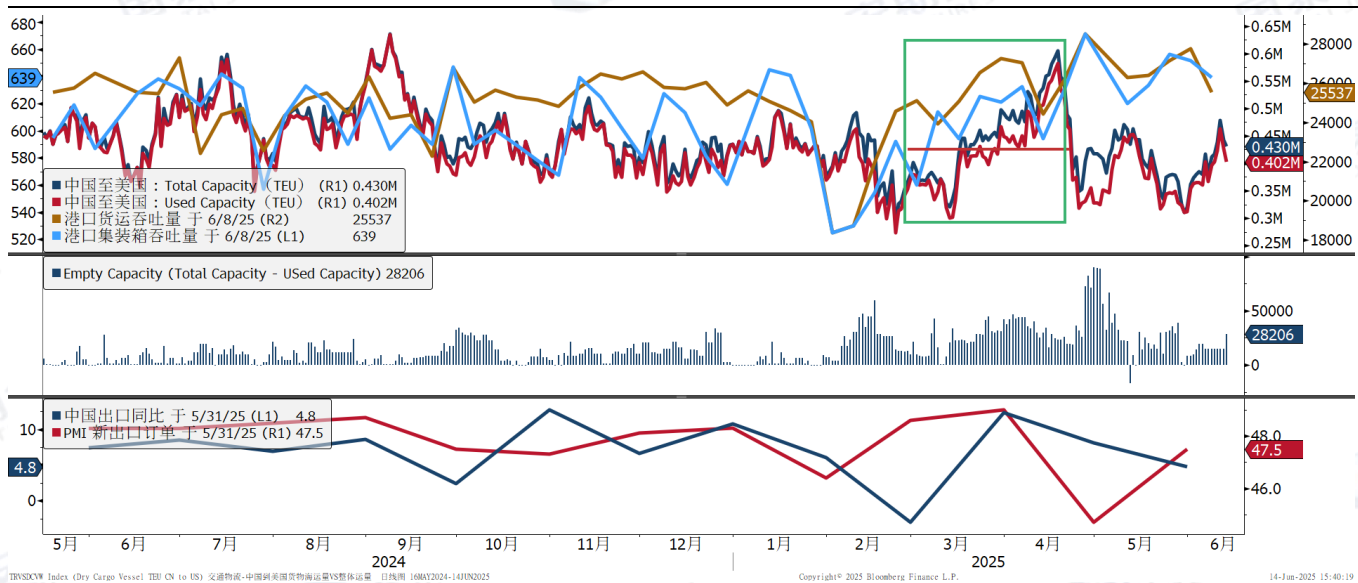
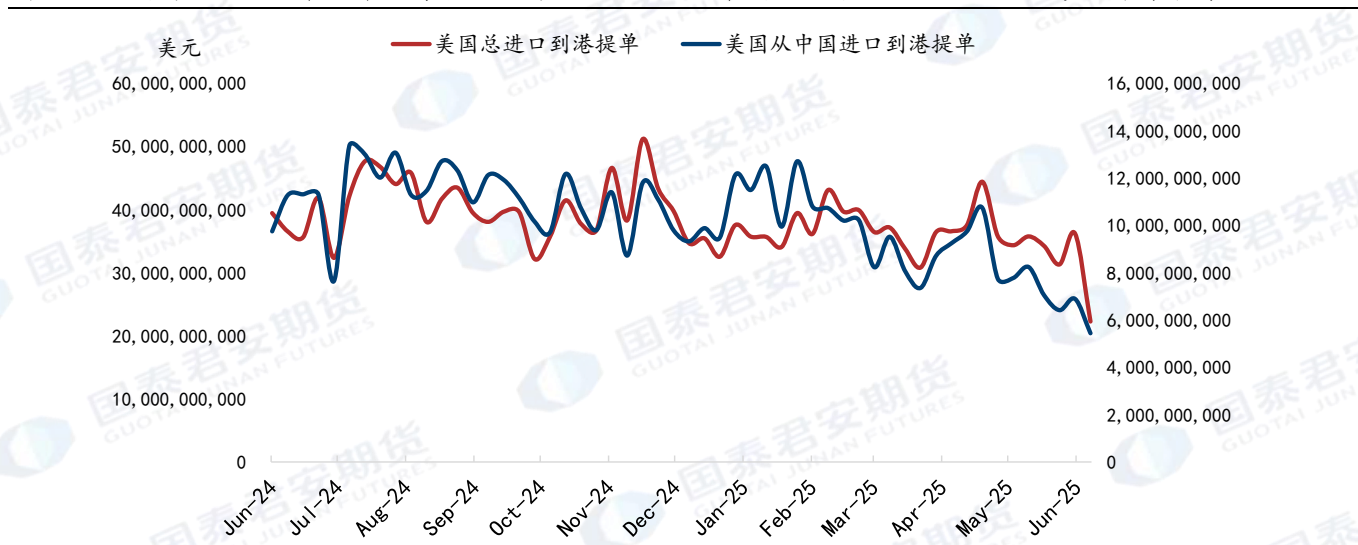


图 56：美国周度进口提单（滞后需求 2-4 周）数据显示至中国和全球进口总量受关税影响皆有所下滑



2.3 财政政策：是增长利多还是债务利空？10 年、3 年、3 个月维度看财政

“大美丽法案”（One big, beautiful bill）是增长的利多还是债务的利空？5 月 22 日“大美丽”财政法案以 215 VS 214 的微弱优势通过众议院，目前继续闯关参议院。

GOP 官方版本并未考虑关税收入（因关税非预算类拨款因素），该法案预计将在 2025-2034 财年使得美国财政赤字增加 2.7 万亿美元，其中核心支出项：1）《减税与就业法案》延期扩围（4.2 万亿），还包括小费、加班工资和汽车贷款利息免税、建立 MAGA 账户、边境执法以及国防开支（8700 亿）；2）MAGA 储蓄账户、小费和加班费、车贷利息免税，这些将持续至 2028 年（6630 亿）；3）边境执法和国防（2110 亿）。核心减支项（2.6 万亿）：削减《通胀削减法案》（IRA）税收抵免、收紧学生贷款、缩减 SNAP、提高联邦医疗补助计划（Medicaid）资格门槛、上调 SALT 等。

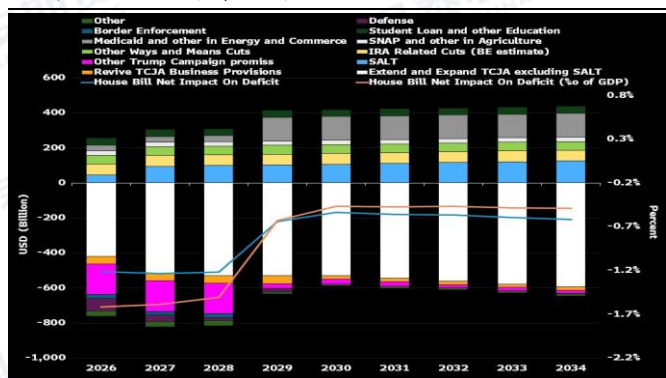
2.3.1 10 年、3 年、3 个月维度看“大美丽法案”的影响

我们从 10 年、3 年、3 个月看美国财政：10 年维度，中性：考虑关税收录和 DOGE 政策后，“大美丽法案”在未来 10 个财年财政赤字扩张力度或较市场预期更小，长期对美债系统性影响、或对长期美债供需期限溢价传导等维度影响有限。

3 年维度，财政边际扩张效应凸显：财政边际扩张动能最大，26-27 年财政力度彰显，部分政策在 28 年到期，3 年时间维度期限溢价或继续提升利率中枢，利率下方空间有限。

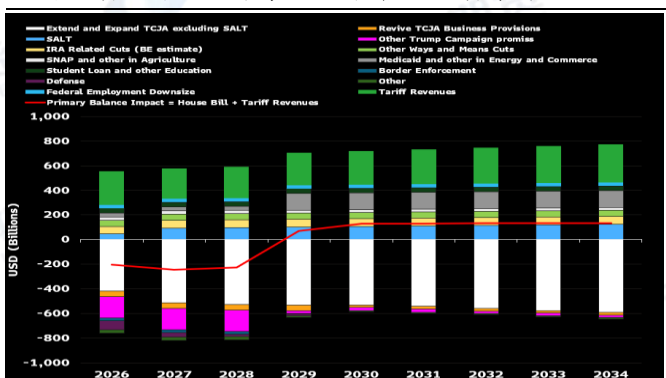
3 个月维度，谨慎：年内美债风险不在“偿债”而在“发债”，债务上限被移除将使得政府融资空间释放，美债在超短期和中长期供给或进一步驱动利率易上难下，但或给出年内阶段性高点，参考 2023 年债务上限移除后 10Y 美债收益率在经济动能相对稳定的情况下直冲 5%。

图 57：“大美丽法案”未考虑关税收入情况下，未来 10 年美国财政赤字预计增加 2.7 万亿



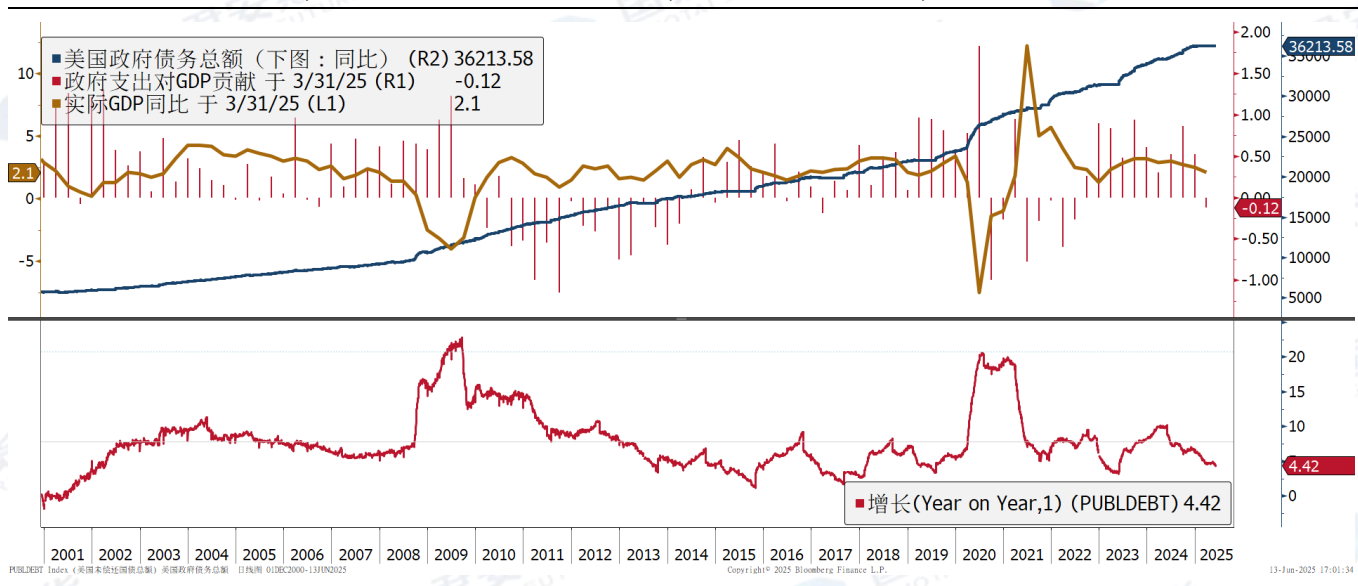
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 58：考虑关税收入和“DOGE”政府收支缩减因素后，美国长期政府收支赤字较当下市场预期有所缩小



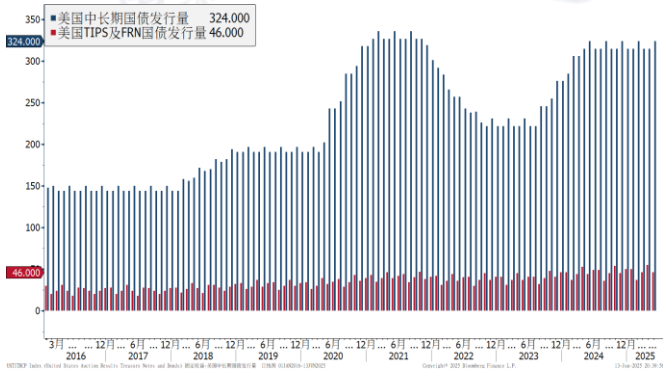
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 59：2025 年财政偏紧，美国债务总额同比趋势放缓，对 GDP 贡献为负数，预计在 2026、2027 年转正



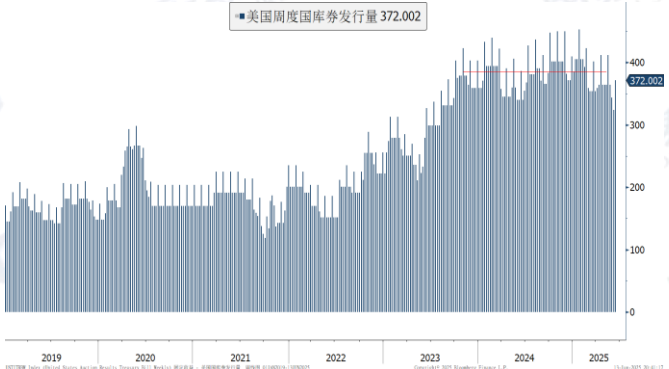
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 60：中长期国债+TIPS&FRN 国债月度发行量



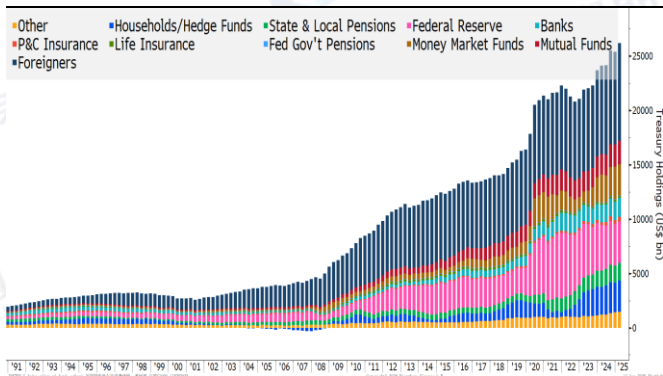
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 61：短期国库券国债周度发行量



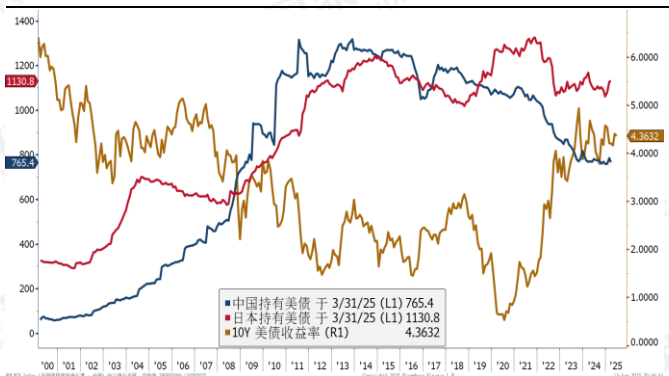
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 62：持有美国国债投资者结构变化趋势，外国投资者占下滑至 1/3，本国持有者占比上升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 63：中、日持有美债（以长期为主）趋势，中国逐渐下滑，日本相对持平



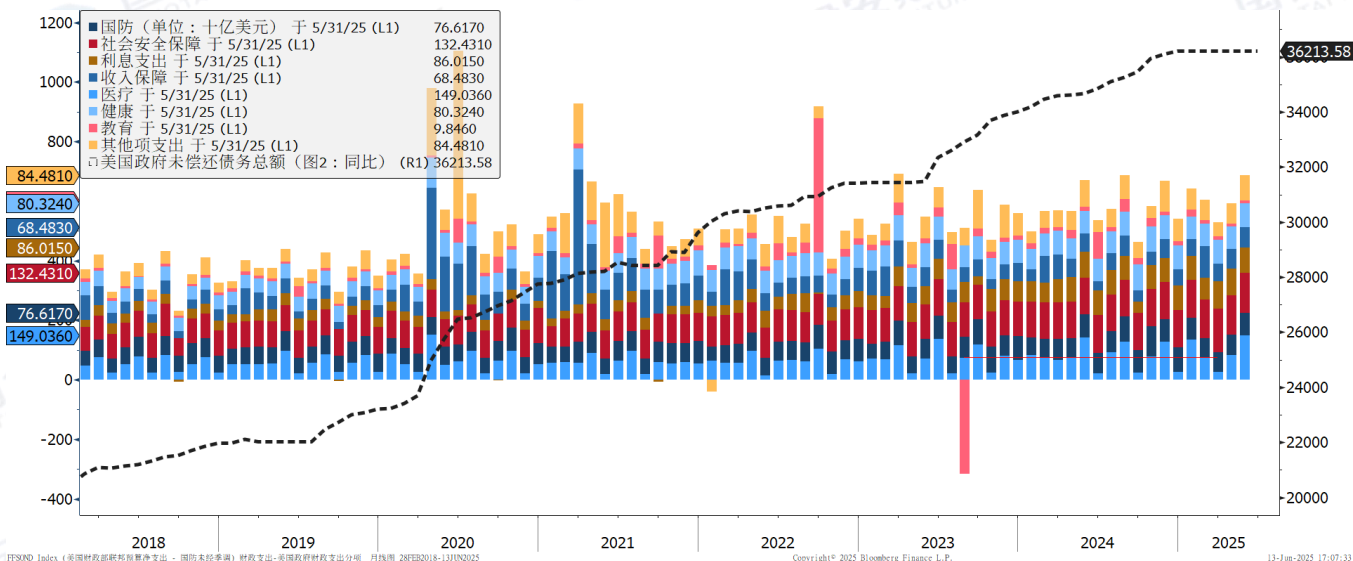
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.3.2 从财政收支角度看关税政策

4、5 月，美国财政收入中关税收入激增，分别录 156 亿美元及 221 亿美元，较关税前平均 70 亿美元有大幅提升，如果当前美国关税水平得以较为稳定的维持在 13%，则未来 10 个财年美国关税收入预计在 2-2.8 万亿美元，对“大美丽法案”形成一定规模的收入弥补。

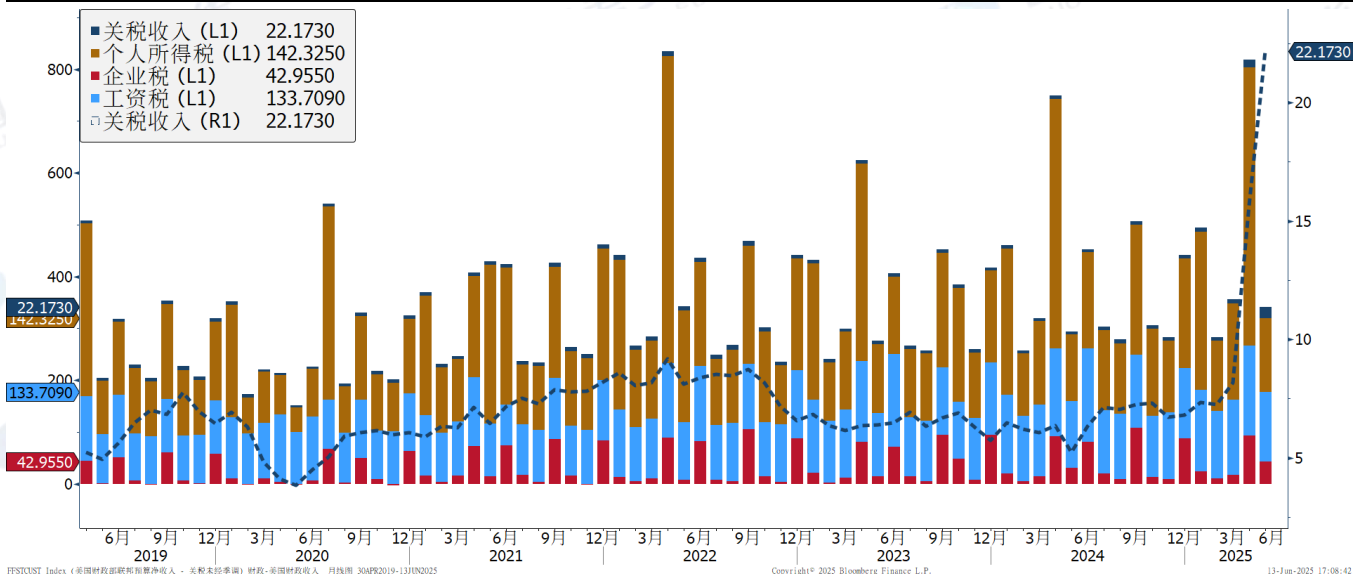
这意味着在特朗普 2.0 财政时代，关税收入更具有现实意义，需要寻求“关税税率-关税收入-经济增长”的三方平衡。一方面，稳定的关税收入对冲财政支出，必然要求关税幅度不能带来剧烈脱钩或美国进口总额迅速回落，否则关税收入缺乏贸易基础也便无从说起。另一方面，关税收入即便翻倍，占比美国财政收入仍旧较小，个人所得税、工资税和企业税等是美国财政收入主要来源，这意味着关税税率需要达到收税和贸易及经济稳定性的平衡，故而 145%-125% 的关税情景在美国财政角度上看并不合理，若因贸易政策导致经济预期和动能下行，并使得就业部门受损，反而会使得权重更大的关键税源减少，也意味着短期情绪性关税抬升同样不符合美国利益——即便仅从财政平衡上考虑。

图 64：美国财政月度支出分项



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 65：美国财政收入主要分项，关税收入在 4 月录约 156 亿，5 月录约 221 亿，关税前去年平均约 70 亿



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

2.4 货币政策：3Q 货币政策受通胀约束，4Q 降息落地且对明年降息预期打开

我们预计美联储年内有 1-2 次降息空间，时间节点可能分布在 9、10、12 月。3Q 口吻或偏鹰，4Q 交易降息重启。

上半年看，美联储货币政策并不是 2025 年海外宏观的主逻辑——市场的利空既非来自基准利率过高，期待利多也难以源自降息预期。美联储的行动路径依赖二元目标实际数据已经是明牌，年内难以给出明确的、趋势性路径。

下半年看，基于上文我们对于美国经济“二元目标”的判断，3Q 美联储受制于通胀数据反弹的约束，口吻或仍旧偏谨慎，尤其是在经历关税冲击后，料美联储将对通胀尤其是短期通胀预期更添一份谨慎。可能使得定请务必阅读正文之后的免责条款部分

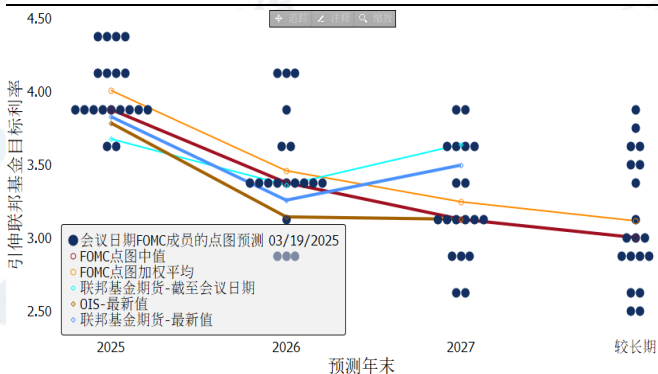
于6月19日FOMC点阵图降息空间缩减至1次25bp，使得3Q降息空间收缩，美债利率整体居高不下。

进入4Q，通胀同比趋势在年内预计逢高回落，赋予美联储再度开启降息的条件，降息交易将变得更具“实感”。同时需要指出的是，我们预计2026年去年通胀同比趋势将持续下行，2026仍是“降息年”。根据美联储点阵图显示2026年基准利率将会降至3.35%，长期利率（更接近均衡利率）为3.0%，OIS市场1年远期和联邦利率基金期货2026年12月分别计价3.34%、3.27%，这意味着2026年美联储在降息通道中仍有近100bp的降息空间，这意味着4Q时间节点是开启降息第二阶段交易、布局长端债券配置和美债曲线牛陡走势的关键节点。

我们在SoFr合约价差中，也发现了明年5月份鲍威尔任期到期时点对美联储降息节奏的信息。近期我们发现担保隔夜融资利率（SOFR）期货出现大量抛售2026年3月合约而买入2026年6月合约的操作，这一操作旨在押注换届后新任主席更为鸽派的货币政策倾向。2026年3月和6月合约之间的价差交易量近期急剧上涨，且以新增开仓带动为主，6月14日交易量超过6万张，为纪录第二高，最高交易量记录出现在4月9日“对等关税日”。

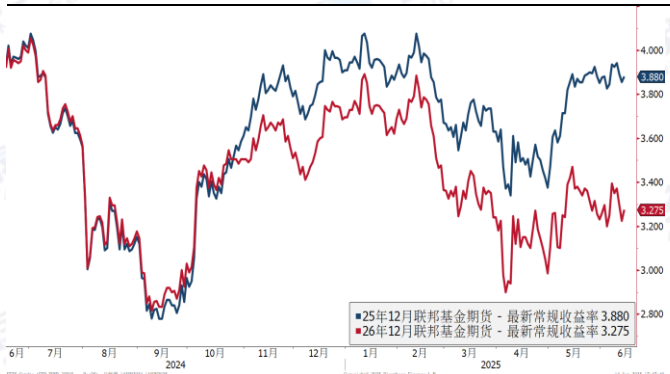
从全球主要央行节奏点看，4Q乃至2026年可能呈现美联储降息空间较其他央行更大。2025年维度，欧央行降息空间已不足25bp。目前美联储基准利率4.5%，较长期基准利率预期（接近均衡利率）3.0-3.25%仍有不小空间。欧央行当前基准利率为2.15%，较长期预期均衡利率1.8-2.0%空间已经不大。从各央行委员近期表态中也可能看到，欧央行官员口吻近期有所转鹰，但美联储态度反而有所转鸽。美联储与其他央行货币政策的相对变化，可能会使得中期范畴内美元指数偏弱。

图 66：美联储3月点阵图显示，2025年仍有中值有2-3次降息，关注6月点阵图变化可能转向1次



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 67：2025 年 12 月联邦期货合约隐含利率为 3.9%，2026 年 12 月合约隐含利率为 3.27%



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 68：全球主要央行 2025 年降息空间一览，欧央行降息空间收缩



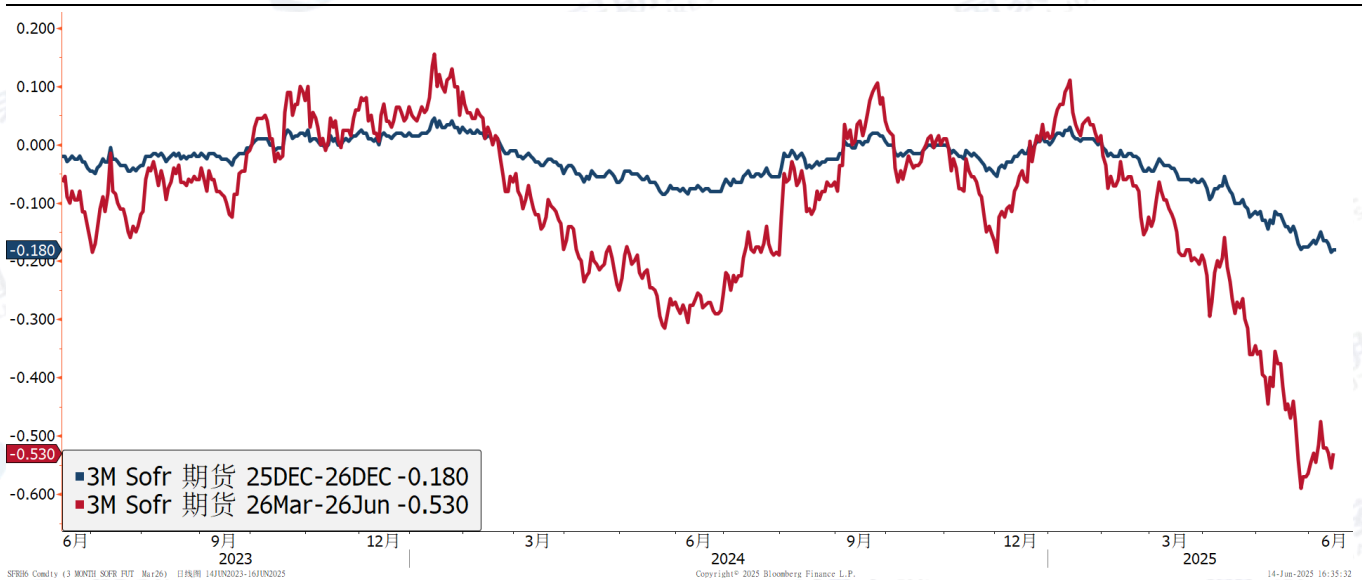
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 69：美联储委员讲话正在向鸽派转变，申明和纪要预计亦将跟随



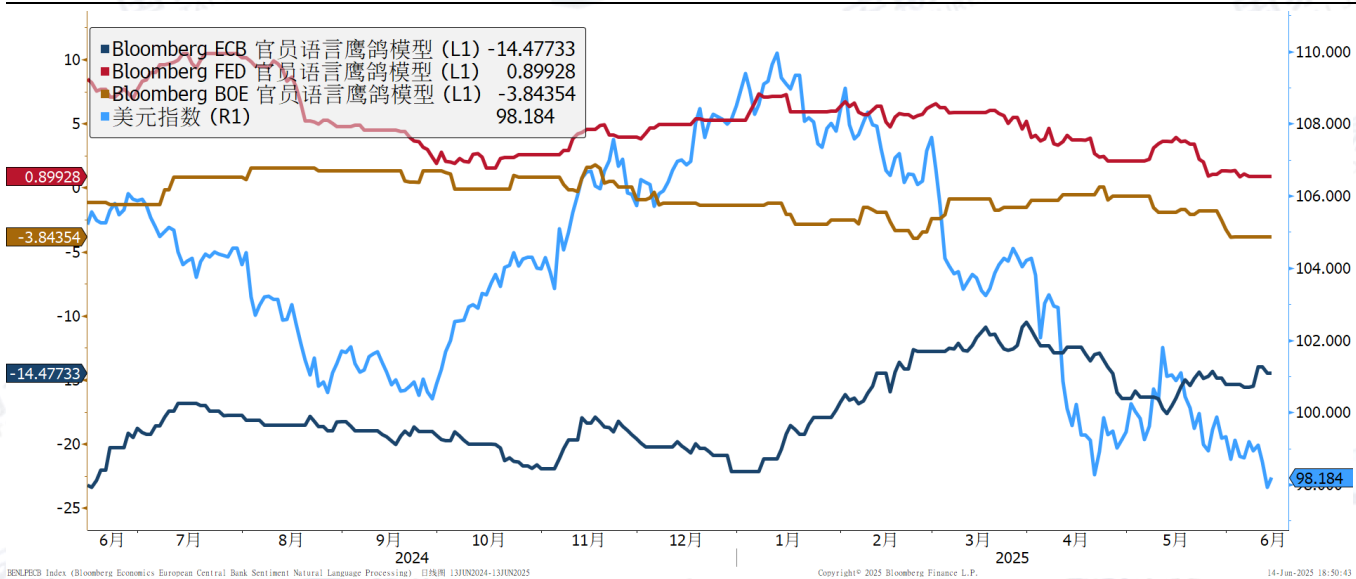
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 70：SOFR 期货结构倒挂加深，且明年 3-6 月价差交易量大幅攀升，押注新主席货币政策态度转鸽



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 71：彭博欧央行、美联储和英央行委员讲话鹰鸽倾向语言模型打分，ECB 有所偏鹰，FED、BOE 有所偏鸽



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

3. 2025 年下半年主要大类资产表现展望

3.1 2025 年下半年美元指数走势展望

维持美元看弱观点。上半年驱动美元走弱的核心原因是美元估值回归，背后逻辑是：1) 美债利率提升源自供给因素而非需求因素驱动，而美元走强需要需求端因素或显著非美风险；2) 混乱的关税政策、受通胀和债务掣肘的货币和财政政策，共同导致美元资产在本就高估值环境下相对脆弱，催生“去美元化”叙事。

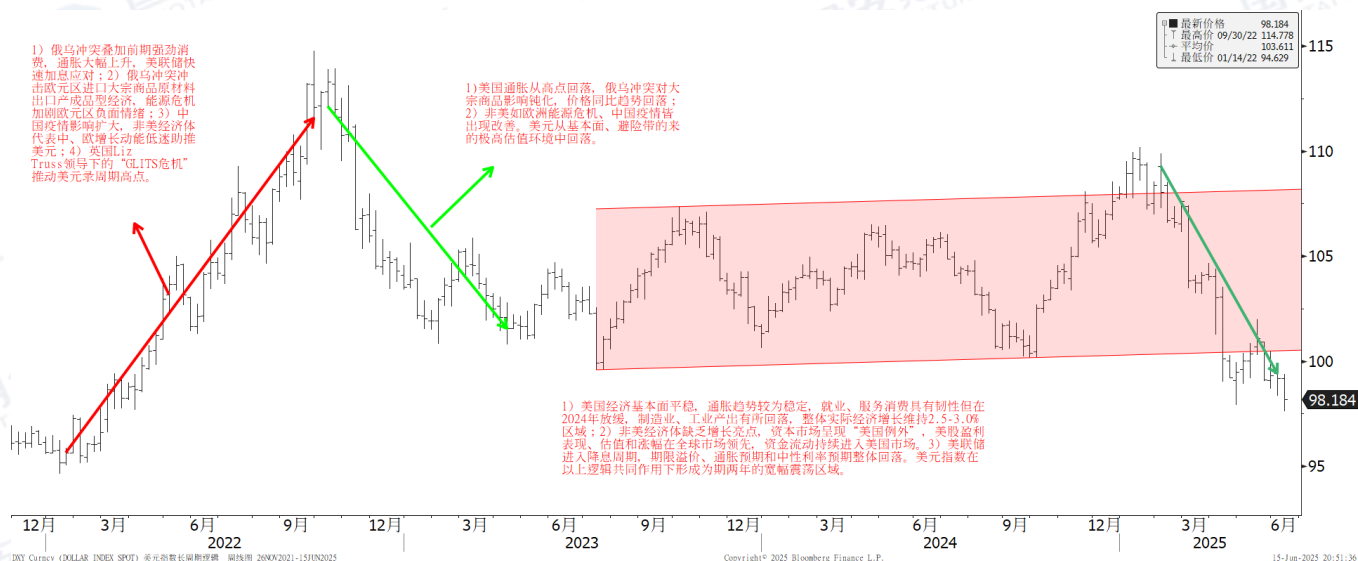
下半年美元指数仍旧偏弱，但预计幅度放缓，目标 95。驱动从估值回归转为 1) 美元和非美增速差收敛；2) 尽管尚未系统性退出或抛售美元资产，但市场正在加大对已有美元资产的对冲需求，对美元套期比例提升。

3.1.1 中长期视角：为何我们坚持看空美元——极高估值环境下驱动因素走弱

我们在年报中指出，美元指数在 2021 年以来的持续走强，正是“美国例外”在 FX 市场延续，但在 2025 年视角看，美元存在估值过高风险，A “Priced-in” Problem。

我们曾指出，美元指数近年来持续较均衡汇率水平高估，主要原因有：1) 美国经济绝对增速在 DM 领先，边际动能在全球更稳定，非美经济体相对疲弱；2) 均衡汇率/理论汇率模型宏观因子中经常账户占比较高，但 2020 年后全球经济环境更为复杂（地缘、供给端冲击、去全球化、新经济等），汇率定价更偏向于代表中短期因素的资本账户定价模式，即利差因素，这使得显示汇率水平偏离均衡汇率模型。3) 美元在地缘、政经环境下存在传统风险溢价，风险因素端美国资本市场受新经济带动具备更好的收益和估值，无风险端美国基准利率和超短利率在全球属于较高水平。以上因素在 2025 年时段，尤其是经历过“特朗普 2.0”交易后的再一次估值拔高后，以上逻辑在汇率市场已经持续定价，“Dollar king”是否延续依赖于以上因素是否在 2025 年加剧。若无，或边际好转，则需要考虑美元向均衡回归。

图 72：“美国例外”逻辑下的美元指数

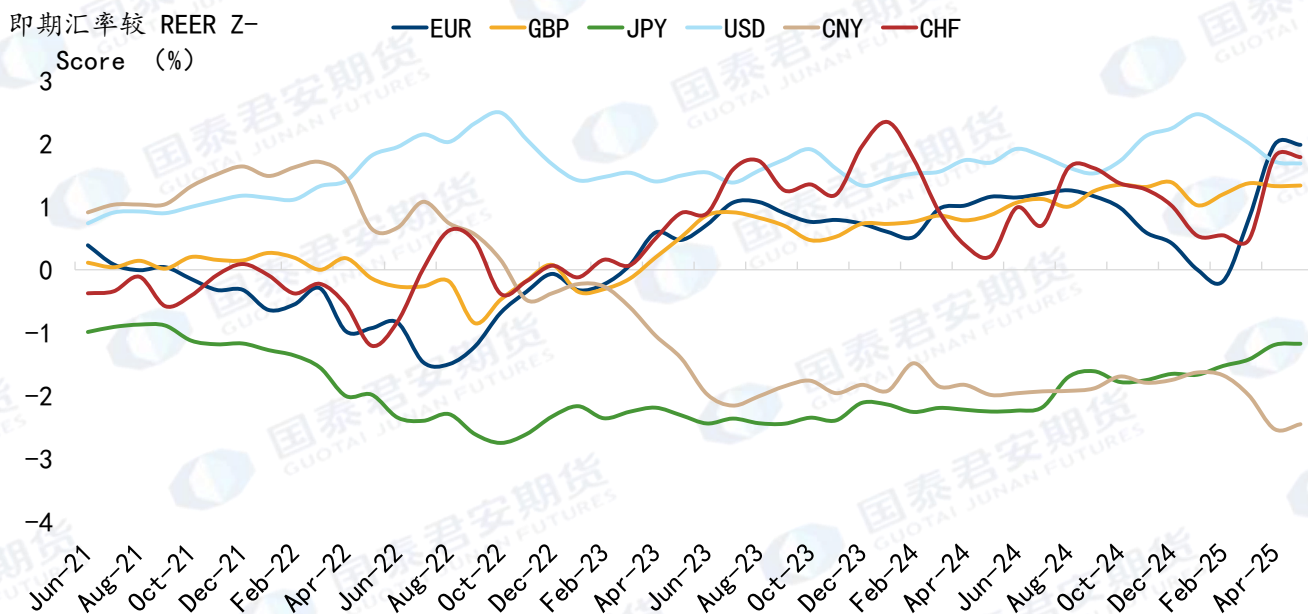


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

在 2025 年年初，美元估值逻辑反转正在逐步展开，美元持续回落如期修复高估值。我们对美元长期估值的方式，是使用即期汇率与均衡有效汇率（REER）的 Z-score 来衡量，核心在于衡量即期与基本面的偏差。今年年初，这一指标录 2.46%，接近 2022 年美元指数触及 115 左右的 2.48%，而年初美与非美市场情绪深深笼罩在“特朗普 2.0”下看“多美国、看空非美”的情绪中，但客观基本面差并不支持美元高估值。

故而，去年 12.19，我们在报告中将看涨美元调整为区间震荡。今年 2.16，明确提出看空美元，旗帜鲜明地看多非美资产尤其是欧系汇率。正是基于我们认为导致美元指数被高估的关键因素正在悉数走弱（上文已经详述“美国例外”逆转的逻辑）。当前，我们仍旧停留在对美元看弱的长期观点中未变。

图 73：美元指数较实际有效汇率 Z-Score 从极高持续回落，呈估值回落趋势



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

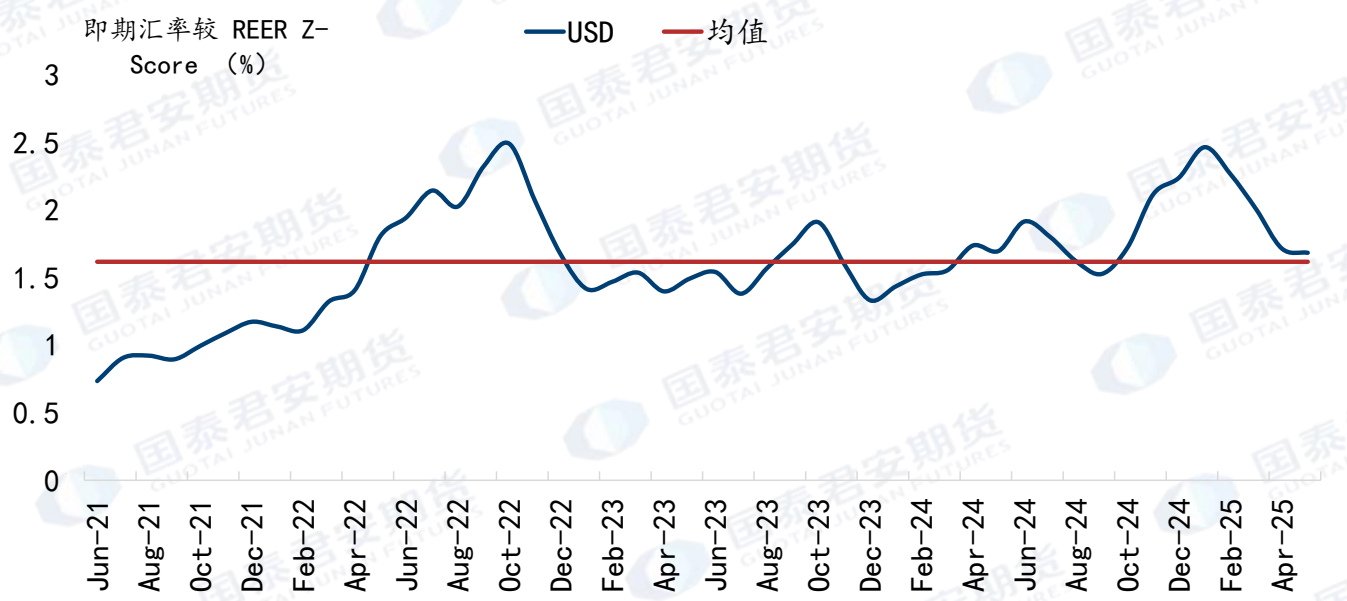
3.1.2 年内视角：仍旧看弱，但幅度或放缓——驱动从估值回落转为强对强弱边际变化+美元对冲比例提升

下半年美元指数仍旧偏弱，但预计幅度放缓，主驱动从估值回归转为 1) 美元和非美增速差收敛；2) 尽管尚未系统性退出或抛售美元资产，但市场正在加大对已有美元资产的对冲需求，对美元套期比例提升。

长期美元指数估值持续回落，回到近年来均值附近，但短期估值偏弱（基于利差）：近期，美元指数走弱，显著与美债收益率、美债与非美利差分化，导致美元在中短期定价模式中估值偏低。背后原因主要有：1) 美债利率提升源自供给因素而非需求因素驱动，而美元走强需要需求端因素或显著非美风险；2) 混乱的关税政策、受通胀和债务掣肘的货币和财政政策，共同导致美元资产在本就高估值环境下相对脆弱；3) 尽管尚未系统性退出或抛售美元资产，但市场正在加大对已有美元资产的对冲需求，对美元套期比例提升。

中长期的“美元信用”、“美债信用”受损，如何体现在资产反应上？通过追踪全球 ETF 流量数据，我们发现北美地区 ETF 净流量大幅减少，美国 ETF 净流量在 2024 年底触及峰值，而在 2025 年快速回落，“美国例外”逻辑逆转，但美元资产占比全球比例仅放缓而未快速下行，相比其他币种资产仍旧占据绝对优势——There is no Alternatives (TINA Trade)。故而我们认为，“去美元化”更现实的逻辑在于系统性提升美元对冲比例，目前看非美资产组合中对美元权益的对冲比例相对于固定收益率类严重偏低，提升美元对冲比例是后续施压美元重要逻辑之一。其次，是我们对美-非美经济增速差继续收敛的判断，以及美欧货币政策潜在空间差异（如前文所述），是我们继续维持偏弱美元的关键因素。

图 74：美元指数估值从极度高估值环境回落，目前已经接近 5 年均值附近，对美元的下行驱动力度恐减缓



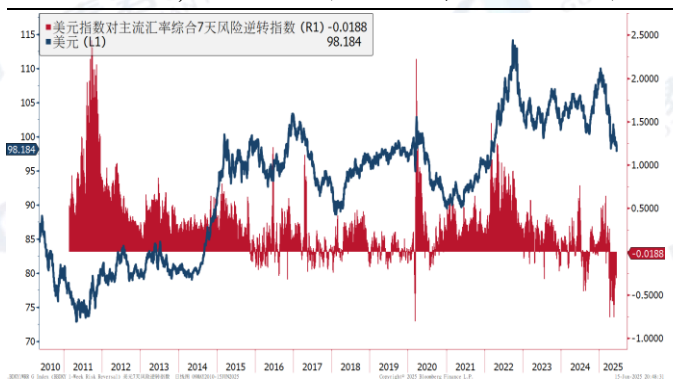
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 75：美元与传统利差逻辑剧烈分化，显示美元走弱计价了中长期估值而非忽视短期估值



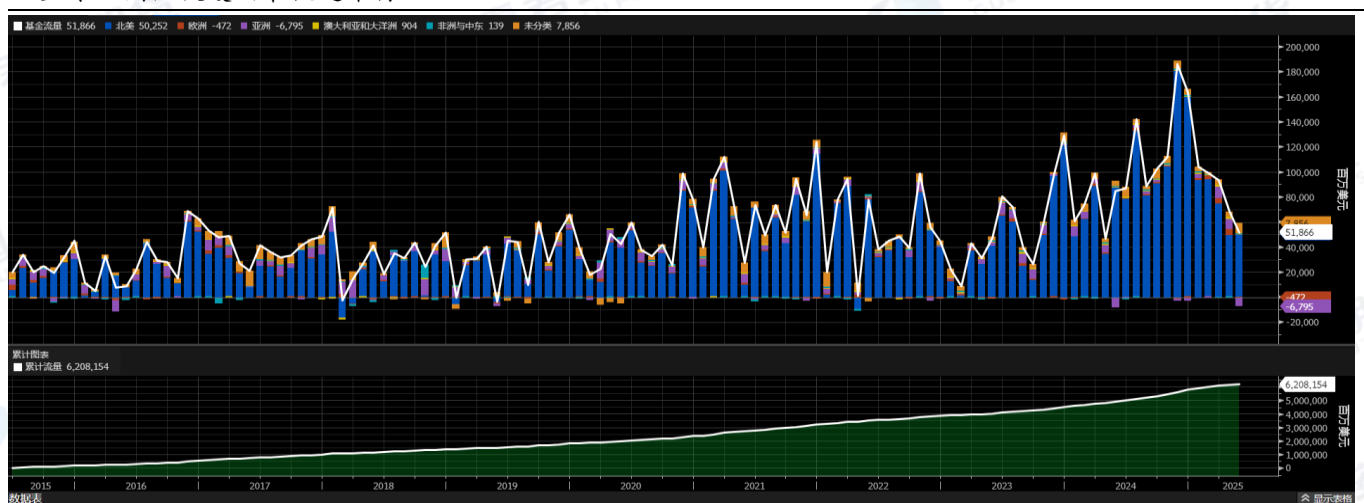
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 76：美元指数对主流汇率综合 7 天风险逆转指数至历史极低位置，对美元对冲比例和需求在迅速提升



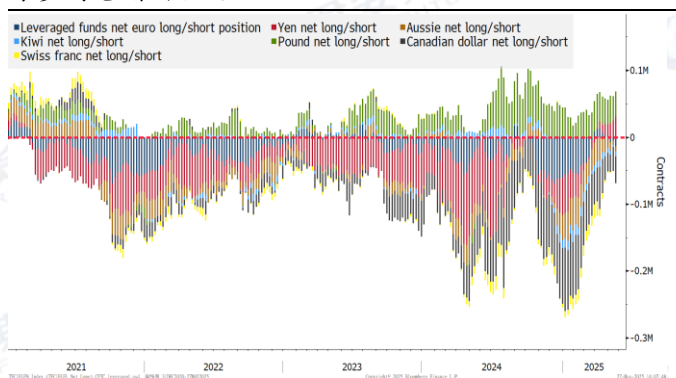
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 77：美国 ETF 净流量在 2024 年底触及峰值，而在 2025 年快速回落，“美国例外”逻辑逆转，但美元资产占比全球比例仅放缓而未快速下行



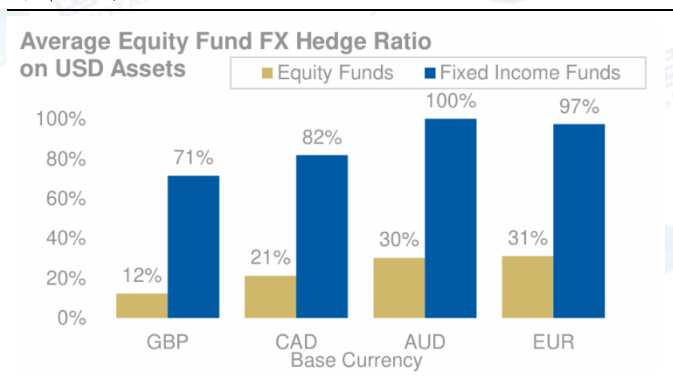
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 78：非美汇率中避险类日元、瑞郎，趋险类在英镑净多持仓情绪较好



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 79：非美资产组合中权益类别在美元资产上的汇率对冲比例仍旧较低



资料来源：Morgan Stanley，国泰君安期货研究

3.2 2025 年下半年美债市场展望

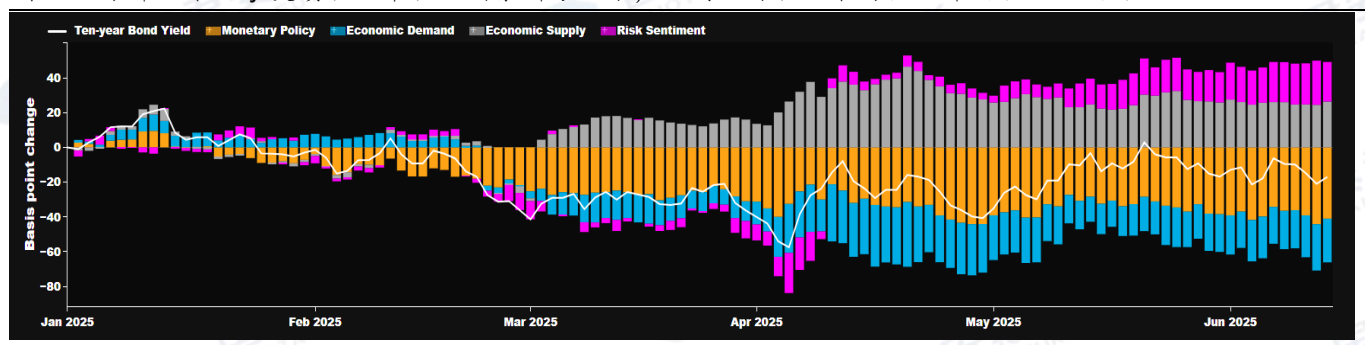
我们认为 10Y 美债配置或在年中进入年内高点，但配置时点不妨多一些耐心，当下观望为主，且需 3Q 警惕利率抬升对宏观情绪的利空：1) 通胀预期因中美关税阶段性缓和已回落，但对因中东地缘风险或仍有一定发酵；2) “大美丽法案” 10 年、3 年、3 个月中，当前主要考虑 3 个月维度债券供给激增带来的利率上行风险，恐将给出阶段性高点配置机会，但当下需保持耐心；3) 境外 DM 市场尤其是日债收益率上升驱动近期或仍有发酵；4) 3Q 通胀预期有所抬升制约美联储行动，近端美国数据依照预测模型仍不弱，基本面难有大驱动。但展望下半年乃至 2026 年，我们将 10y 美债收益率目标锚定在 3.95%、3.42%，下半年存在配置长期美债的入场点，4Q 存在入场美债曲线“牛陡”机会。

供给因素冲击成为上半年 10Y 美债利率上行的主因：自 4 月 2 日，利率上行驱动因素主要来自供给驱动，即关税提升带来成本端通胀预期上升，5 月 12 日后风险情绪因素上升，主要受中美关税降温后风险资产普遍反弹驱动，而后“大美丽法案”+X-date 背景下的债券供给提升和外部 DM 市场（日债、英债）联动等因素，共同驱动 10Y 收益率上升。在此过程中，货币政策和需求因素并非主因，反而形成拖累，这意味着近期 10Y 美债浓厚的“供给冲击”而非健康的需求端因素拉动。*Methodology：驱动因素区分依据为跨资产联动下归因和参考 Proxy 指标。

DM 市场利率普遍上行，也成为美债利率的外部影响因素，包括日债持续上升，背后驱动因素主要来自日央行维持升息路径、偏强的通胀传导（5 月 30 东京 CPI 同比预计进一步上行），而近期 20Y 日债拍卖结果不佳加剧抛售，关注 5.28 40Y 国债、6.3 10Y 国债，6.5 30Y 国债的拍卖状况，警惕拍卖数据不佳进一步导致日债抛售并传导至全球利率上升形成宏观利空。

3Q 时间维度，还有“X-Date”后集中发债的考虑：按照 TGA 账户+非常措施账户总额，对比美国政府月度开支可大致测算，美国政府到 8 月中旬将接近耗尽用于支付账单或偿还债务的资金，故而我们认为在 7、8 月份美国政府债务上限大概率被进一步上提，发债限制移除后国债供给尤其是超短期国债可能会阶段性激增，或将为利率上行进一步提供供给端驱动。

图 80：今年以来 10y 美债收益率驱动因素拆分显示，主要上行驱动来自供给冲击和风险偏好



资料来源：Bloomberg BECO，国泰君安期货研究

图 81：基准利率预期计价（3y-fwd）近期处在低位，硬数据经济指数近期略有回落，但期限溢价仍旧偏强



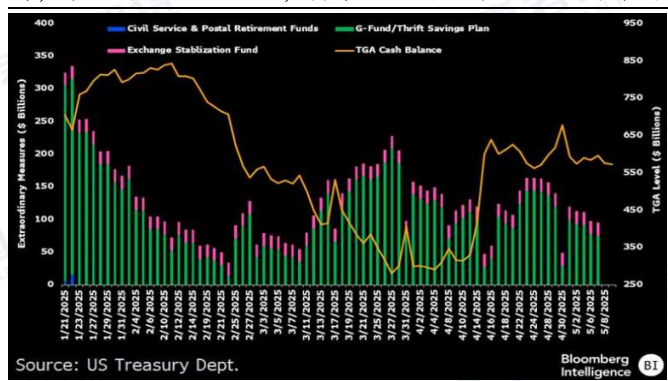
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 82：DM 国家国债市场中，日债、英债受数据、事件冲击打出的“偏差值”急剧扩大，意味着流动性走恶



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 83：美国 TGA 账户+非常规措施账户总额目前逐下滑，考虑月度支出额度，债务上限时间节点在 8 月中旬



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 84：对比 2023 年债务上限移除后，美国财政部债券发行速度加快，导致 10Y 美债期限亦同步上行



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。