

# 年度策略

## 待时而动——2025 年中期海外宏观展望

### 前言：关税难测，藏器于身，待时而动

现阶段的海外宏观环境，影响最大的变量无疑是关税。然而，关税最终会如何演化难以预测，关税对经济的影响程度也难以准确估计。我们认为，相比预测关税前景，更为重要的是深入分析经济内生动能，并进一步厘清关税改变了什么、没改变什么。基于此，可以对关税结果做不同情景假设，分别制定相应的市场应对策略，做到“藏器于身，待时而动”。

### 一、若没有关税，全球经济会怎样？

1. 得益于三大支撑，全球经济内生动能不弱。年度海外展望报告中我们曾指出，在没有关税的情况下，2025 年全球经济有望触底回升，主要得益于三大支撑因素：资产负债表修复、宽货币、宽信用。年初以来欧洲经济的持续反弹已得到验证，美国经济目前仍在下行是因为传导时间还没到。

2. 关税出台之前，市场经济预期已开始改善。市场对美欧经济衰退的预期在 2023 年达到最高点，之后持续降温，2024 年底时美国经济衰退概率已降至 20%，欧洲为 30%。今年 2 月关税出台前，美欧企业信心、消费者信心、投资者信心等指标均出现连续回升，降息预期也大幅下调。

### 二、关税改变了什么？没改变什么？

1. 关税改变了：降息预期 & 市场信心：2 月关税出台后，市场预期的年内美联储降息次数先是从 2 次升至 4 次，之后随着关税缓和再度降至 2 次。由于关税导致衰退预期再度升温，市场风险偏好出现系统性下降，并且对美元资产的信心也明显弱化，大量国际资本从美国撤离。

2. 关税没改变：资产负债表 & 宽财政：从银行信贷、信用利差、企业债违约规模、企业破产数量等高频指标来看，目前美国企业和居民资产负债表依然十分健康，并且信用环境维持宽松。今年美国和欧洲均出台了一揽子财政计划，预计未来三年美欧财政赤字率均将进一步抬升。

### 三、关税可能的结果，及应对策略

1. 市场关税预期及资产计价情况：市场预期在对等关税豁免期内，美国与中国达成贸易协议的概率较大，与其他国家达成贸易协议的概率均很低，但对等关税豁免期大概率会延长。从期货和期权持仓数据来看，当前市场对美元和美债极度看空，对美股和原油中度看空，黄金偏中性。

#### 2. 关税四种情景及对应市场策略：

> 乐观情景：与多个国家达成贸易协议，其余国家的对等关税延长豁免。在此情景下，经济预期将明显改善，带动全球风险偏好出现系统性修复，应做多股票、大宗商品等风险资产，做空国债、黄金等避险资产。

> 中性情景：仅与个别国家达成贸易协议，其余国家对等关税延长豁免。此情景本质上是维持现状，经济前景不确定性的持续时间延长。预计资产价格以震荡为主，在主要国家贸易谈判结果出炉前，市场将保持观望。

> 分化情景：与多个国家达成贸易协议，其余国家的对等关税恢复加征。在此情景下，全球经济的割裂感将进一步加剧，达成协议的国家经济预期改善，未达成协议的国家经济预期恶化。最佳策略是跨国套利，例如做多达成协议国家的股票、做空未达成协议国家的股票。

> 悲观情景：仅与个别国家达成贸易协议，其余国家的对等关税恢复加征。此情景下，市场衰退预期将再度升温，短期内风险资产可能出现大幅回调。但考虑到全球经济的内生动能较为稳健，最终可能不会发生衰退，或只是非常浅的衰退。等悲观情绪充分释放后，风险资产将迎来布局良机。

**风险提示：**1. 贸易谈判结果超预期；2. 关税影响程度超预期；3. 地缘冲突超预期演化。

### 作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

### 相关研究

1、《增量信息有限——美联储 6 月议息会议点评》

2025-6-19

2、《关税为何没有推升美国通胀？——美国 5 月 CPI 点评》 2025-06-12

3、《美国经济将迎来至关重要的两个月——兼评 5 月非农就业》 2025-06-07

4、《三大维度看，美债抛售风险有多大？》 2025-05-21

5、《等待拐点——2025 年海外宏观展望》 2024-11-28

## 内容目录

前言：关税难测，藏器于身，待时而动 .....	3
一、若没有关税，全球经济会怎样？ .....	3
1. 得益于三大支撑，全球经济内生动能不弱 .....	3
2. 关税出台之前，市场经济预期已开始改善 .....	5
二、关税改变了什么？没改变什么？ .....	6
1. 关税改变了：降息预期 & 市场信心 .....	6
2. 关税没改变：资产负债表 & 宽财政 .....	9
三、关税可能的结果，及应对策略 .....	10
1. 市场关税预期及资产计价情况 .....	10
2. 关税两大维度及四种组合情景 .....	12
3. 四种情景对应的市场投资策略 .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 美欧企业部门杠杆率已大幅下降 .....	4
图表 2: 美欧居民部门杠杆率已大幅下降 .....	4
图表 3: 美联储货币政策对经济的影响滞后 1 年左右 .....	4
图表 4: 欧央行货币政策对经济的影响滞后 8 个月左右 .....	4
图表 5: 美国企业信贷条件已明显改善 .....	5
图表 6: 美国居民信贷条件已明显改善 .....	5
图表 7: 2024 年底时，市场预期美欧衰退概率分别降至 20%、30% .....	5
图表 8: 关税出台前，美欧企业信心开始回升 .....	6
图表 9: 关税出台前，美欧消费者信心开始回升 .....	6
图表 10: 关税出台前，美欧投资者信心开始回升 .....	6
图表 11: 关税出台前，美欧降息预期明显下调 .....	6
图表 12: 两种模型测算的关税对美国经济与通胀影响对比 .....	7
图表 13: 若经济企稳回升，美联储仍将以通胀为先 .....	7
图表 14: 年初以来美联储降息预期过山车式变化 .....	7
图表 15: 关税出台后，股市和大宗商品都经历了大跌 .....	8
图表 16: 关税出台后，美股投资者预期明显恶化 .....	8
图表 17: 关税出台后，美股明显跑输其他股市 .....	8
图表 18: 关税出台后，国际资本开始从美国撤离 .....	8
图表 19: 美国银行信贷仍在扩张 .....	9
图表 20: 美国企业债信用利差处在历史低位 .....	9
图表 21: 美国企业债违约规模处在中等水平 .....	9
图表 22: 美国破产企业数量处在中等水平 .....	9
图表 23: 市场预期美国财政赤字率在未来三年进一步提高 .....	10
图表 24: 市场预期德国财政赤字率在未来三年进一步提高 .....	10
图表 25: 市场预期美国与大部分国家无法在豁免期内达成贸易协议 .....	10
图表 26: 市场预期特朗普会延长对等关税豁免期或下调税率 .....	10
图表 27: 当前市场对美股指数处于中度看空状态 .....	11
图表 28: 当前市场对美股波动率处于明显看多状态 .....	11
图表 29: 当前市场对长端美债处于强烈看空状态 .....	11
图表 30: 当前市场对美元指数处于强烈看空状态 .....	11
图表 31: 当前市场对黄金持中性态度 .....	12
图表 32: 当前市场对原油处于中度看空状态 .....	12
图表 33: 关税可能的四种情景划分 .....	13
图表 34: 四种关税情景对应的市场策略 .....	14

## 前言：关税难测，藏器于身，待时而动

回顾 2025 上半年，海外主要国家的经济数据并未出现较大波动，但金融市场却经历了巨震，背后的核心原因是特朗普关税政策。自 1 月底特朗普上任以来，先是在 2 月宣布对中国商品加征 10% 关税，一度令市场认为其态度较为温和；3 月开始关税不断升级，4 月初更是宣布了远超市场预期的“对等关税”，引发恐慌情绪迅速升温；但不久之后，特朗普宣布“对等关税”豁免 90 天，并与大多数国家开启谈判，市场情绪也逐步修复。整体看，上半年全球经济处于“强现实、弱预期”的状态，实际公布的经济数据并不差，但市场始终担忧关税会对全球经济造成巨大冲击，甚至引发衰退，主要资产价格的波动节奏也与关税进展息息相关。

站在当前时点，市场关注点仍普遍集中在关税前景及其影响方面，而很大程度上忽视了对全球经济内生动能的分析。目前美国与大多数国家的贸易谈判仍在进行中，最终结果存在较大的不确定性；与此同时，关税对经济的影响也难以准确估计，不同模型得出的结果差异较大。我们认为，现阶段去预测关税结果及其影响的意义有限，更应关注的是全球经济的内生动能究竟如何，也即没有关税的情况下全球经济会怎样；在此基础上，进一步厘清关税改变了什么、没改变什么、关税可能的结果、每种结果对应的市场策略。在关税形势明朗之前，保持耐心等待和观望，不轻易左侧交易；等关税盖棺定论之后，再根据实际情况采取相应策略，做到“藏器于身，待时而动”。

## 一、若没有关税，全球经济会怎样？

### 1. 得益于三大支撑，全球经济内生动能不弱

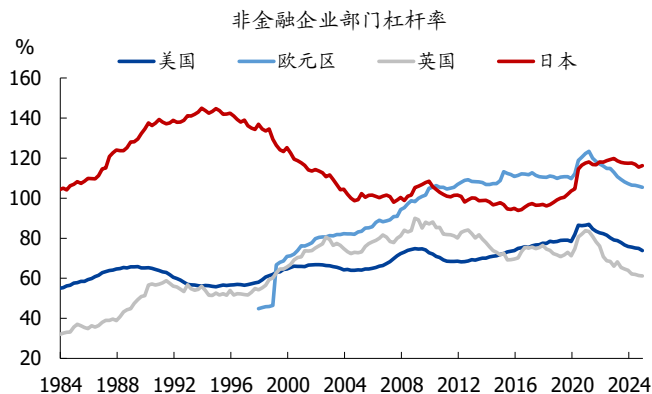
在 2024 年 11 月的报告《等待拐点——2025 年海外宏观展望》中，我们曾判断 2025 年全球经济有望触底回升，其中欧洲经济可能从年初开始回升，美国拐点可能在下半年。该结论是建立在没有关税的情况下，主要基于三大支撑因素：资产负债表修复、宽货币、宽信用。半年之后再回头看，这三大因素虽然出现了一些边际变化，但整体依然成立，具体分析如下：

#### （1）资产负债表修复

资产负债表状况是经济内生动能的基石，若实体经济部门的杠杆率已处在高位，经济下行压力将明显加大，并且存在衰退的风险，即使政策刺激也难取得良好效果；反之，若杠杆率已充分去化，意味着经济内生动能明显修复，此时若叠加货币政策和财政政策持续宽松，则经济有望迎来触底回升。

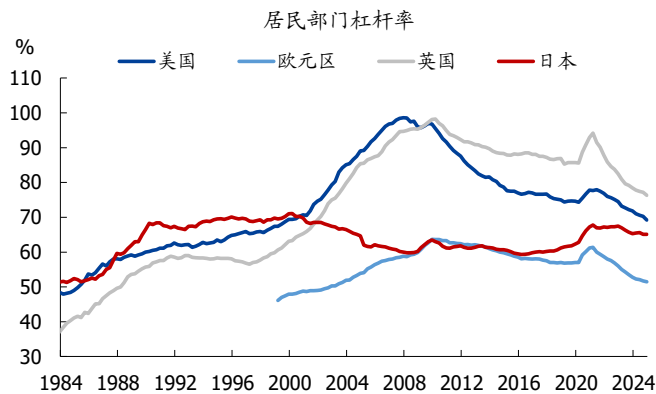
年度海外展望中我们曾指出，2022-2024 年海外主要国家处在去杠杆的阶段，这一过程伴随着债务违约和企业破产增加，对经济形成了明显拖累。在经历三年多的去杠杆之后，截至 2024Q4，美欧非金融企业杠杆率已明显低于 2020 年之前，居民杠杆率更是已降至 2000s 初的水平；日本企业和居民杠杆率在过去几年不降反升，主要原因在于日本之前已经历了二十多年的去杠杆阶段，现在已进入新一轮加杠杆周期。综合看，在海外主要经济体企业和居民资产负债表均较为健康的状态下，全球经济内生动能已明显修复，若没有关税的影响，则全球经济继续大幅下行的风险较低。

图表1: 美欧企业部门杠杆率已大幅下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 美欧居民部门杠杆率已大幅下降



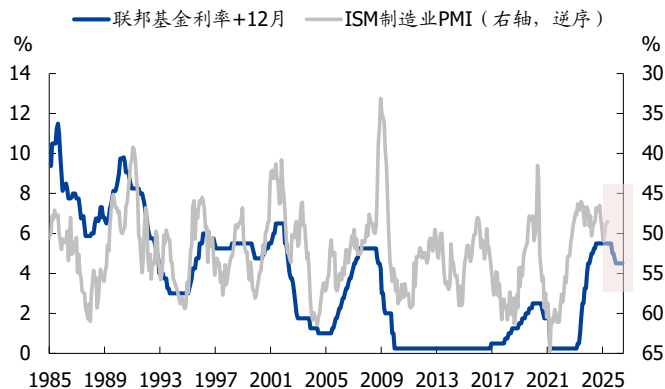
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## (2) 宽货币

2022-2024 年全球经济大幅放缓, 一个很重要的原因是全球央行大幅加息。不过自 2024 年下半年以来, 全球央行已开启降息周期, 截至 2025 年 6 月, 美联储已累计降息 100bp, 欧央行已累计降息 235bp。央行降息会对经济形成提振, 只是政策的传导存在一定时滞。历史上看, 美联储货币政策传导时滞约在 1 年左右, 欧央行则在 8 个月左右。本轮美联储降息始于 2024 年 9 月, 欧央行降息始于 2024 年 6 月, 按历史规律推导, 美国经济可能在 2025Q3 或 Q4 迎来拐点, 而欧洲经济则会在 2025 年初迎来拐点。

从实际表现来看, 欧元区 PMI 自 2025 年初开始连续回升, 已从 2024 年底的 45% 左右升至 5 月的 49.4%, 即将重回扩张区间, 表明这一经验规律依然有效。虽然美联储自 2025 年初开始暂停了降息步伐, 但后续继续降息仍是大概率事件, 只是节奏问题。因此, 货币政策宽松对全球经济的提振效果未来仍将持续显现, 美国经济目前之所以仍在下行, 是因为政策效果的传导时间还没到。

图表3: 美联储货币政策对经济的影响滞后 1 年左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 欧央行货币政策对经济的影响滞后 8 个月左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

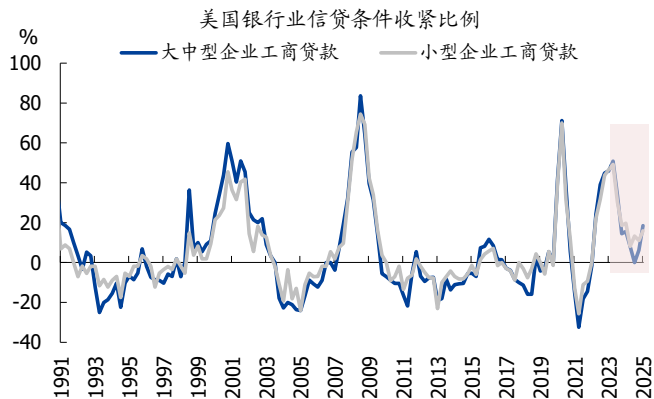
## (3) 宽信用

2022-2023 年, 受央行大幅加息、衰退预期升温、硅谷银行危机等因素影响, 海外信用环境急剧收紧, 一度达到了历次衰退时期的水平。信用环境收紧加快了去杠杆的节奏, 进而对经济形成拖累。但自 2023 年下半年以来, 随着加息停止、硅谷银行危机平息、经济预期改善, 海外信用环境开始逐步转向宽松。



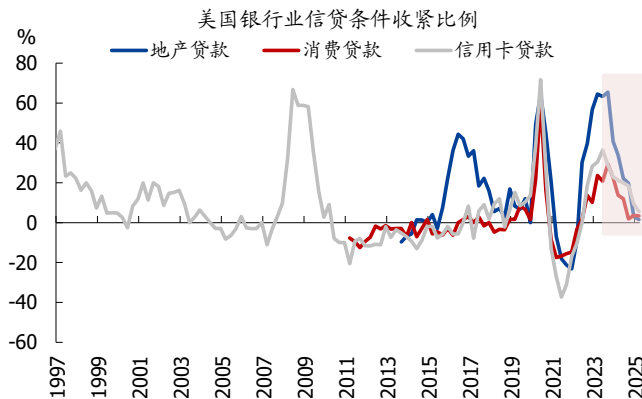
截至 2025Q1，美国居民信贷条件已回到 2020 年之前的水平，并且相较 2024Q4 进一步宽松；企业信贷条件比 2024Q4 有小幅收紧，绝对水平处于中性略偏紧的状态，仍明显好于 2022 和 2023 年。这反映出，关税对企业信贷条件的影响程度明显大于居民信贷，后续若关税未能缓和，不排除企业信贷条件会进一步收紧，具体幅度有待观察。

图表5: 美国企业信贷条件已明显改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 美国居民信贷条件已明显改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 关税出台之前，市场经济预期已开始改善

2022 年以来，关于美欧经济衰退的讨论不绝于耳，但实际经济韧性始终强于预期，进而又衍生出“滚动式衰退”、“阶梯式衰退”等观点。从彭博调查数据看，市场对美国经济衰退预期最强烈是在 2023Q2-Q3，衰退概率最高时达 65%；对欧洲经济衰退预期最强烈是在 2022Q4-2023Q1，衰退概率最高时达 80%。

之后由于公布的经济数据大多好于预期，美国衰退预期从 2023 年下半年开始持续降温，欧洲经济衰退预期从 2024 年初开始持续降温。2024 年底时，市场预期美国经济衰退的概率已降至 20%，欧洲已降至 30%。

图表7: 2024 年底时，市场预期美欧衰退概率分别降至 20%、30%

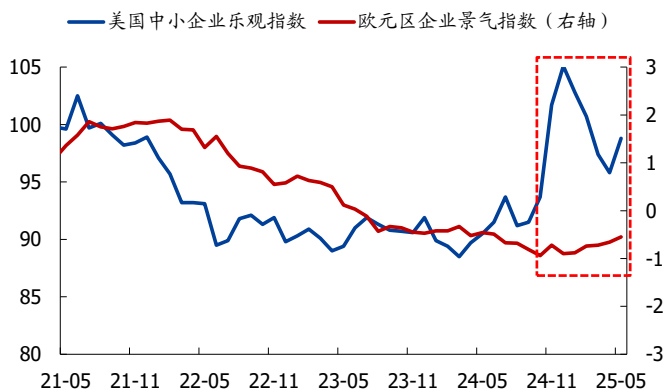


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

除衰退预期降温之外，关税出台前，美欧各类经济软指标也开始走强，市场降息预期也出现明显下调。例如，2024 年中至 2025 年初，美欧企业信心指数、消费者信心指数、投资者信心指数均已出现连续回升；2024 年 9 月时，市场预期 2025 年底美联储将降息至 2.8% 左右，而 2025 年初时这一预期已调整至 4.0% 左右。

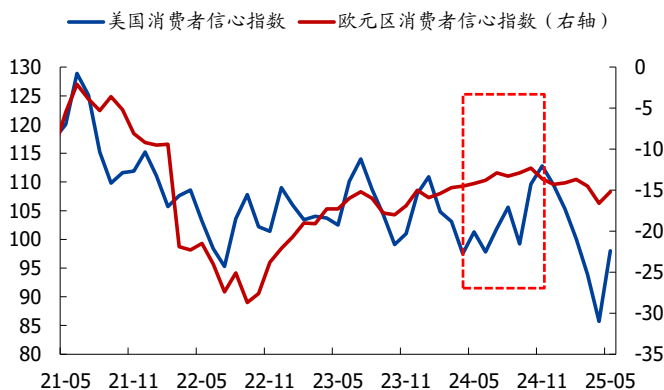
综合分析，在特朗普关税政策出台之前，全球经济已出现了一些回暖迹象，市场也开始朝着经济软着陆、并有望触底回升的方向去交易。然而，关税的出现打乱了这一节奏，下文将重点分析关税改变了什么、没改变什么。

图表8: 关税出台前，美欧企业信心开始回升



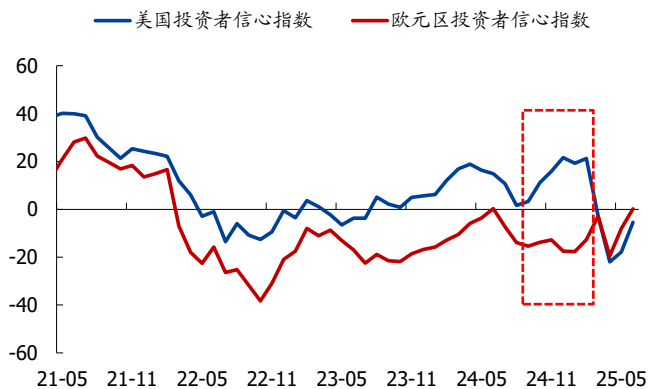
资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

图表9: 关税出台前，美欧消费者信心开始回升



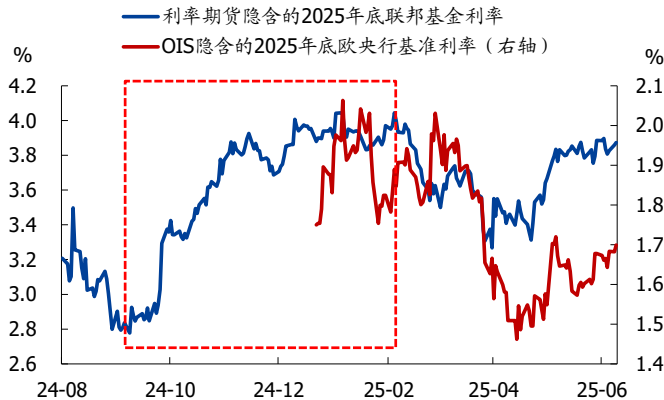
资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

图表10: 关税出台前，美欧投资者信心开始回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 关税出台前，美欧降息预期明显下调



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 二、关税改变了什么？没改变什么？

### 1. 关税改变了：降息预期 & 市场信心

#### (1) 降息预期

关税最直接的影响是加剧经济下行压力并抬升通胀，从而会导致美联储的双重政策目标（充分就业&物价稳定）发生冲突。图表 12 汇总了彭博模型和耶鲁大学模型对关税影响的测算，可以看出，两种模型对通胀的测算结果很接近，但对 GDP 的测算结果差异较大，彭博模型认为关税有很大可能会引发衰退，而耶鲁大学模型基本指向了软着陆。

图表12: 两种模型测算的关税对美国经济与通胀影响对比

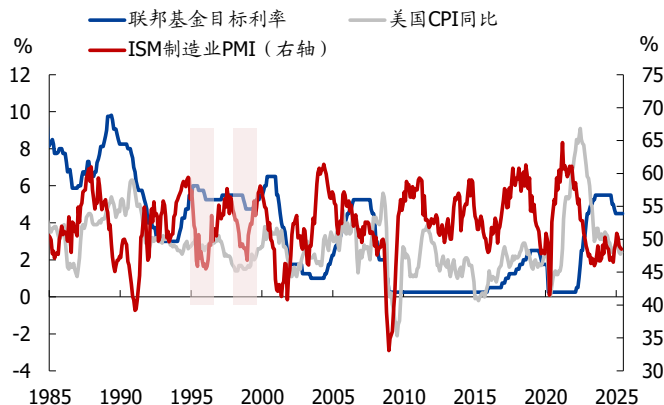
彭博模型		
	美国 GDP 影响	美国通胀影响
4 月中旬关税条件（含对等关税）	-3.0%	1.7%
当前关税条件（不含对等关税）	-1.6%	0.9%
耶鲁大学模型		
	美国 GDP 影响	美国通胀影响
4 月中旬关税条件（含对等关税）	-1.1%	1.6%
当前关税条件（不含对等关税）	-0.6%	1.3%

资料来源: Bloomberg, 耶鲁大学, 国盛证券研究所

历史经验显示, 如果经济陷入衰退, 即使通胀高企, 美联储也会大幅降息来稳定经济, 例如 1990、2001、2008 年; 但如果经济软着陆并且触底回升, 同时通胀存在上行压力, 则美联储降息空间将十分有限, 例如 90 年代中期。从过去三次 FOMC 会议的表态来看, 目前美联储认为经济下行风险整体可控, 通胀上行风险是更大的担忧, 因此对继续降息持谨慎态度, 这也与我们前文对经济内生动能的分析结论相一致。

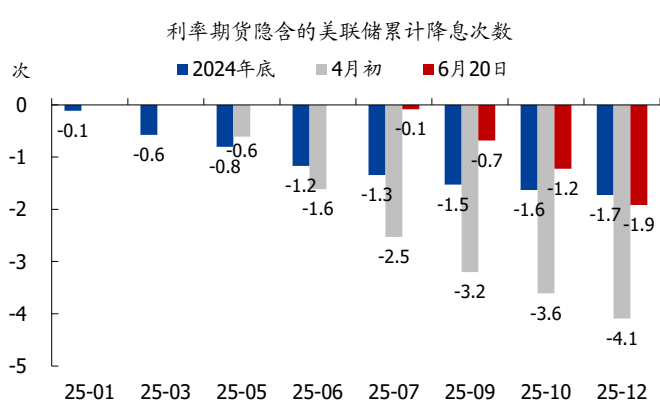
过去几个月, 市场对美联储降息的预期经历了过山车式的变化: 在 2 月关税出台之后, 市场一开始是往“衰退+大幅降息”的方向交易; 但由于对等关税暂时豁免以及经济数据表现良好, 市场从 5 月开始转向了“滞胀+小幅降息”。目前市场降息预期已经重新回到去年底水平, 若后续贸易谈判进展顺利、关税适度下降, 同时经济数据依然表现良好, 市场可能进入“再通胀交易”, 届时美联储降息预期可能进一步下调。

图表13: 若经济企稳回升, 美联储仍将以通胀为先



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 年初以来美联储降息预期过山车式变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## (2) 市场信心

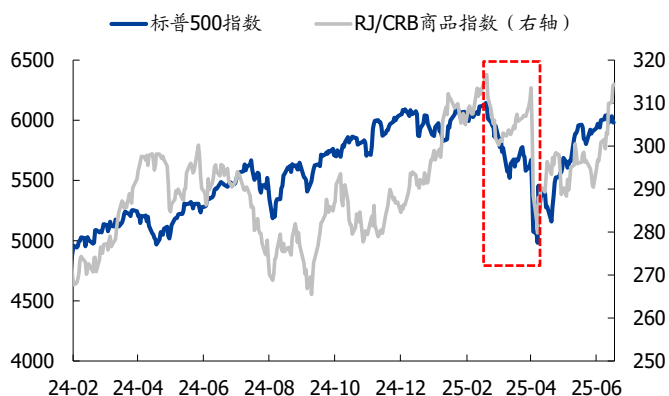
关税的另一大影响, 是在很大程度上打击了市场信心, 主要体现在两个方面: 一是经济预期恶化带动了市场风险偏好系统性下降; 二是美国信用弱化导致美元资产遭到抛售, 具体分析如下:

### > 风险偏好系统性下降

虽然现有的经济数据尚未明显走弱, 但市场预期已经先行转变, 从前文的图表 7-图表 10 也可以看出, 关税出台之后, 市场预期美国经济衰退的概率从去年底的 20% 升至 6 月的 40%, 企业信心、消费者信心、投资者信心也有不同程度的走弱。

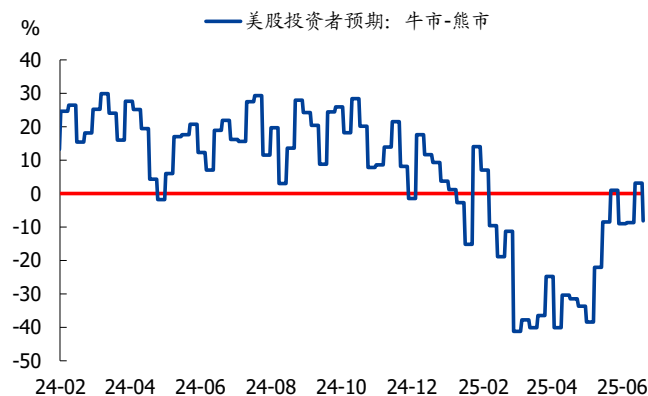
经济预测恶化导致全球股票和大宗商品等风险资产在 2-4 月经历大幅下跌，关税缓和后虽然有明显反弹，但 AAI 调查显示，截至 6 月下旬，投资者预期未来半年美股是熊市的概率仍高于牛市的概率，这与关税出台前投资者始终认为美股是牛市形成了鲜明对比。往后看，若关税不能缓和，市场对经济衰退风险的担忧也难以消退，这会导致风险偏好持续处于低位。

图表15: 关税出台后，股市和大宗商品都经历了大跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 关税出台后，美股投资者预期明显恶化



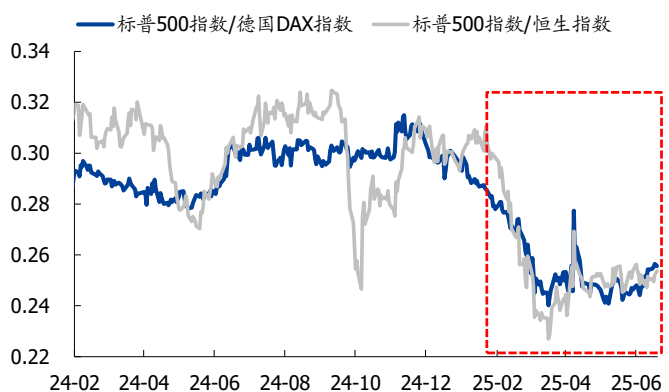
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

### >美元资产的信心减弱

特朗普在关税上的强硬态度引发了大多数国家不满，同时特朗普曾宣称会对实施反制的国家进行制裁，许多国家担心在美资产可能面临被冻结或征税的风险，因此在关税出台以后，大量国际资本开始撤离美国市场。

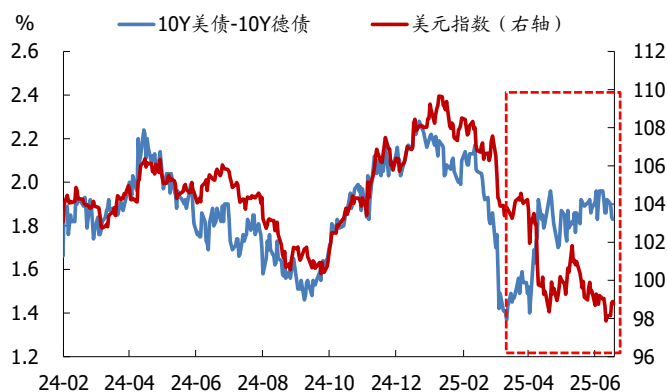
从资产价格表现来看，2月-5月期间，虽然全球股票市场均出现大幅下跌，但美股跌幅明显大于其他市场；与此同时，美债也遭到了抛售，引发美国与其他国家的利差走扩，而美元指数却不涨反跌，表明大量投资者抛售美国资产后选择将美元兑换成其他货币。往后看，若关税不能缓和，市场对美元资产的信心将难以恢复，甚至不排除有些国家会选择抛售美债和美元外汇来作为反制手段。

图表17: 关税出台后，美股明显跑输其他股市



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 关税出台后，国际资本开始从美国撤离



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

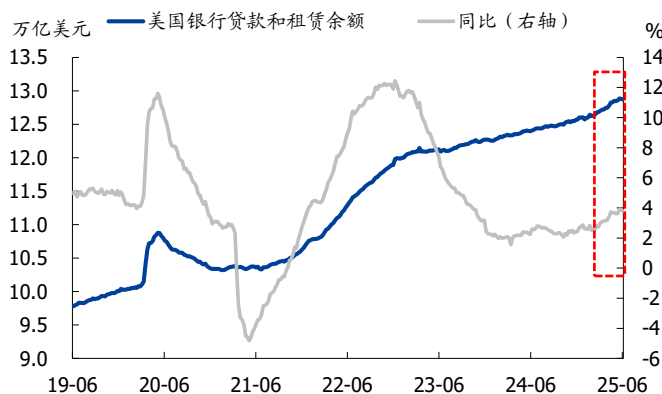


## 2. 关税没改变：资产负债表 & 宽财政

### (1) 资产负债表

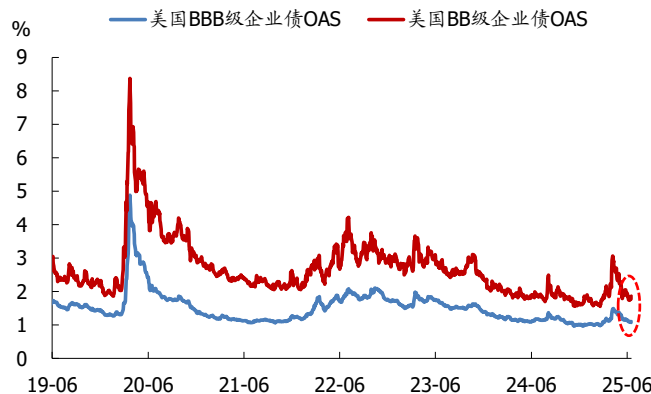
由于关税是 2 月开始出台，而杠杆率数据是季度频率，且目前只更新到 2024Q4，无法直接观测到最新情况。不过资产负债表是个慢变量，短期内基本不会发生实质性变化，此外也可以借助一些高频指标从侧面进行辅助判断。例如，截至 6 月中旬，美国银行业信贷规模仍在扩张，企业债信用利差处在历史低位，企业债违约规模和企业破产数量均处在历史中等水平，以上数据表明，目前美国企业资产负债表依然十分健康，并且信用环境维持宽松。而居民资产负债表通常比企业更加稳定，鉴于美国失业率仍维持低位，可以推断目前美国居民资产负债表也十分健康。

图表19: 美国银行信贷仍在扩张



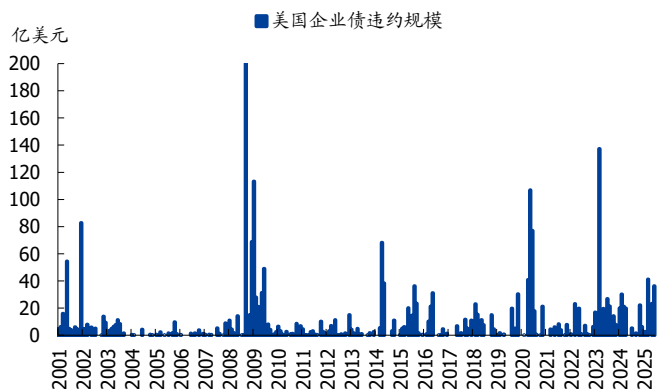
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 美国企业债信用利差处在历史低位



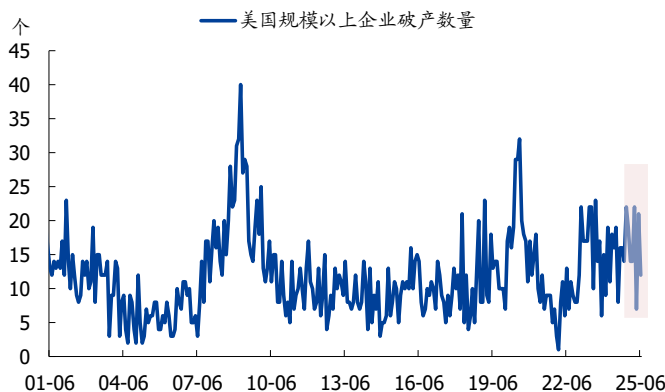
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 美国企业债违约规模处在中等水平



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表22: 美国破产企业数量处在中等水平



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

### (2) 宽财政

由于特朗普竞选时曾承诺大幅削减财政赤字，甚至专门任命马斯克成立“政府效率部”，市场在 2024 年底时普遍预期未来美国财政政策会趋于收紧。然而目前看来，马斯克在美国政府内部的权力并没有想象的大，与特朗普的关系也出现裂痕，已于 5 月底从政府效率部离职；与此同时，特朗普推出“大美丽法案”（Big Beautiful Bill），旨在扩大减税并提高债务上限，该法案已在众议院通过，参议院尚未投票。彭博调查显示，截至 6 月下旬，市场预期 2025-2027 财年美国财政赤字率均将保持在 6.5% 以上的历史较高水平，相比 2023 和 2024 财年小幅抬升。

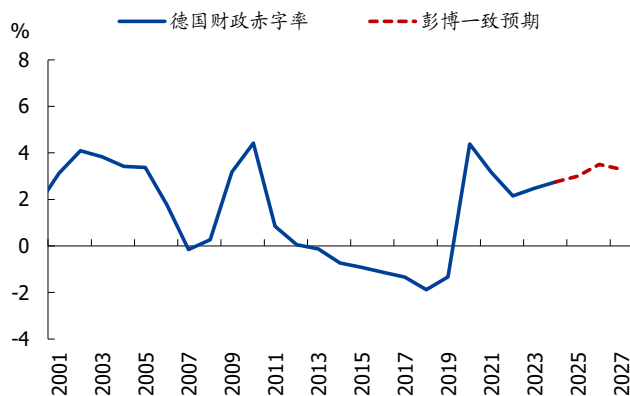
此外，欧洲财政政策也出现了明显的扩张迹象。2025 年 3 月，德国推出一揽子财政支出计划，主要内容包括：取消国防开支限制、允许州政府举债、设立 5000 亿欧元专项基金等；无独有偶，欧盟委员会也推出了“重新武装欧洲”计划，希望通过提供贷款支持、放宽债务约束等方式来增加国防开支。彭博调查显示，截至 6 月下旬，市场预期 2025-2027 财年德国财政赤字率将从 2024 年的 2.8% 抬升至 3.5% 左右。

图表23: 市场预期美国财政赤字率在未来三年进一步提高



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

图表24: 市场预期德国财政赤字率在未来三年进一步提高



资料来源: Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

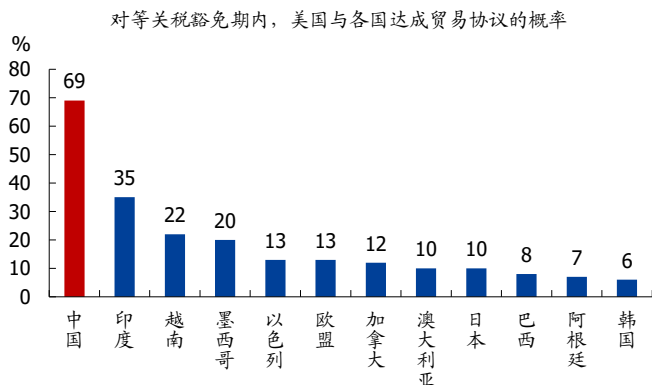
### 三、关税可能的结果，及应对策略

#### 1. 市场关税预期及资产计价情况

##### (1) 关税结果预期

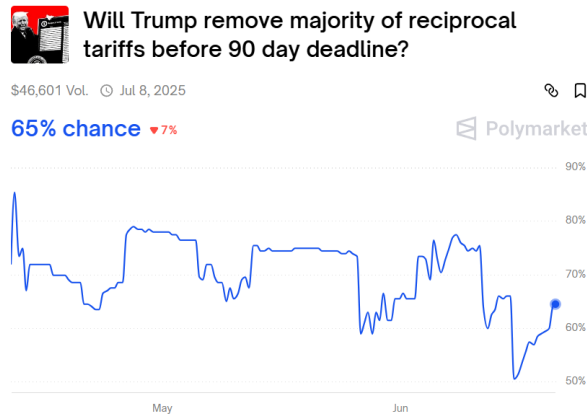
按照特朗普此前宣布的规则，美国对中国的对等关税豁免将持续至 8 月 12 日，对其他国家的豁免将持续至 7 月 9 日。博彩网站 Polymarket 的交易结果显示，截至 6 月 21 日，市场预期美国在豁免期内仅有希望和中国达成贸易协议，概率为 69%，其余国家的概率均低于 40%；不过与此同时，市场也预期有 65% 的概率特朗普会在豁免期结束后继续延长豁免。这一结果反映出，市场认为 90 天对于贸易谈判而言时间太短，而特朗普仍有较强的谈判意愿，因此大概率会延长豁免期继续推进谈判。

图表25: 市场预期美国与大部分国家无法在豁免期内达成贸易协议



资料来源: Polymarket, 国盛证券研究所 注: 截至 2025/6/21

图表26: 市场预期特朗普会延长对等关税豁免期或下调税率



资料来源: Polymarket, 国盛证券研究所 注: 截至 2025/6/21

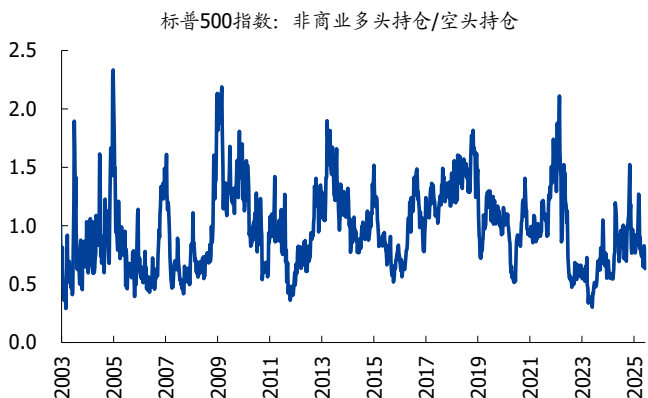
## （2）资产计价情况

要判断当下各类资产所计价的预期状况，可以观察期货和期权的持仓数据。若某类资产非商业多头持仓与空头持仓的比值处在历史低位，表明做空情绪十分强烈，这也意味着当前价格已很大程度上 price-in 了悲观预期，一旦实际情况好于预期，则价格有望迎来明显修复。

我们分别计算了美股、美债、美元、黄金、原油这五类资产的非商业持仓多空比，截至 6 月 10 日的表现如下：

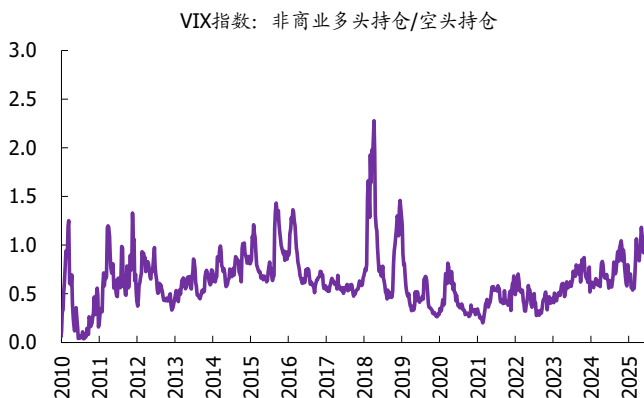
>美股：标普 500 指数多空比处在历史较低水平，反映出市场对美股中度看空，与前文提到的 AAIL 牛熊情绪指标一致。与此同时，VIX 指数多空比处在历史较高水平，反映出市场预期后续美股波动可能明显加大，这很大程度上与关税豁免截止日期临近有关。

图表27：当前市场对美股指数处于中度看空状态



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所 注：截至 2025/6/10

图表28：当前市场对美股波动率处于明显看多状态

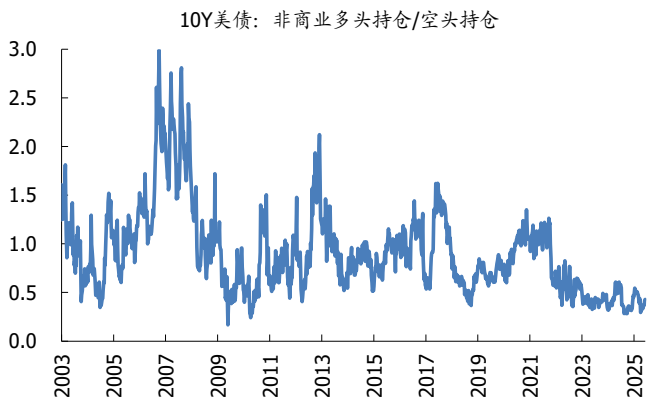


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2025/6/10

>美债：10Y 美债多空比处在历史极低水平，反映出市场强烈看空长端美债，背后是出于对通胀抬升、美联储降息空间收窄、海外国家抛售美债等因素的担忧。

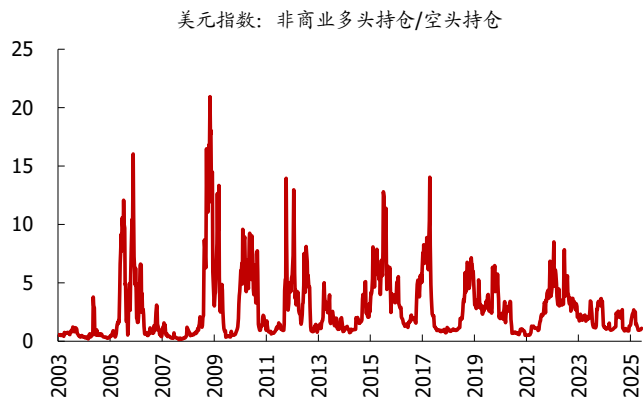
>美元：美元指数多空比几乎处在历史最低水平，反映出市场强烈看空美元，这也与前文提到的欧洲经济出现拐点、美元资产信心弱化、国际资本流出美国相一致。

图表29：当前市场对长端美债处于强烈看空状态



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2025/6/10

图表30：当前市场对美元指数处于强烈看空状态

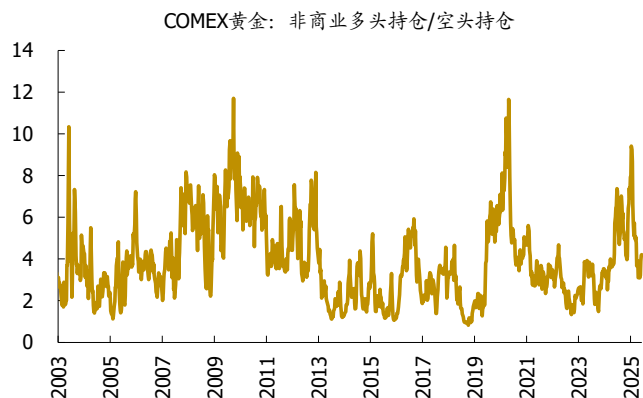


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2025/6/10

**>黄金：**COMEX 黄金多空比大致处在历史中位数附近，反映出市场对黄金持中性态度。由于关税前景尚不明朗，黄金暂时缺乏方向；不过从长期视角来看，在全球去美元化的背景下，无论关税能否缓和，各国央行大概率会持续购金，因此我们对黄金大趋势向上的判断维持不变，只是短期节奏存在变数。

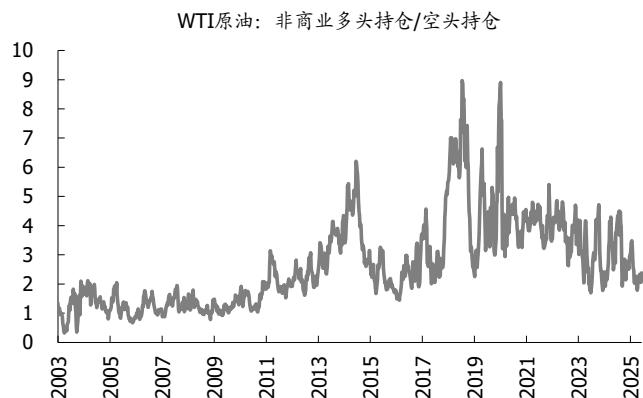
**>原油：**WTI 原油多空比处在历史偏低水平，反映出市场对油价中度看空。今年在关税升级的背景下 OPEC 开始增产，令油价雪上加霜。需注意的是，近期的伊朗-以色列冲突导致油价大幅抬升，而持仓数据仅更新到 6/10，尚未反映伊以冲突的影响。在地缘冲突和关税结果均悬而未决的情况下，后续油价走势高度不确定。

图表31：当前市场对黄金持中性态度



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2025/6/10

图表32：当前市场对原油处于中度看空状态



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：截至 2025/6/10

## 2. 关税两大维度及四种组合情景

由于美国是与各个国家逐一进行贸易谈判，且关税税率调整也可能存在差异，因此无法穷举所有可能的关税结果。我们认为，可以从两大维度对关税进行情景划分：一是达成贸易协议的数量；二是对未达成贸易协议的国家，是否延长对等关税豁免以继续谈判。基于此，可以将关税结果粗略划分为四种情景：

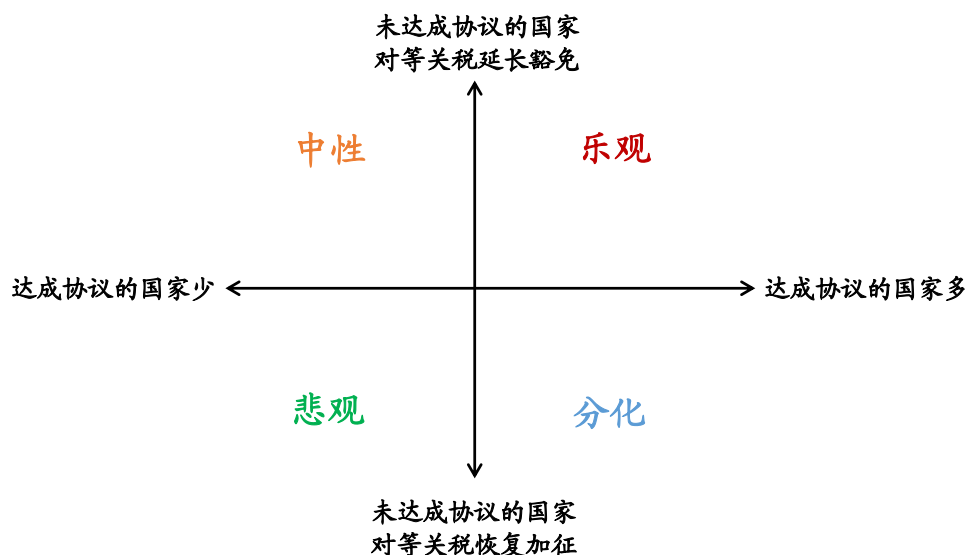
- （1）乐观情景：与多个国家达成贸易协议，其余国家的对等关税延长豁免；
- （2）中性情景：仅与个别国家达成贸易协议，其余国家的对等关税延长豁免；
- （3）分化情景：与多个国家达成贸易协议，其余国家的对等关税恢复加征；
- （4）悲观情景：仅与个别国家达成贸易协议，其余国家的对等关税恢复加征。

以上四种情景只是粗略划分，实际情况可能有一定偏差，例如，针对未达成协议的国家，特朗普可能会根据谈判进度，对某些国家延长对等关税豁免，而对另一些国家停止豁免。这种结果会介于某两种情景之间，可以视豁免范围的大小做近似类比，核心是判断关税缓和的程度有多大。

从目前的情况看，中性情景上演的概率最大，这也是市场的主流预期。此外需注意的是，参考美国与英国谈判的经验，即使达成贸易协议，大概率也会保留 10% 的基准关税以及对个别商品的单独关税。



图表33: 关税可能的四种情景划分



资料来源: 国盛证券研究所绘制

### 3. 四种情景对应的市场投资策略

#### (1) 乐观情景

经济预期将明显改善, 并带动风险偏好系统性修复, 利好股票、大宗商品等风险资产, 利空国债、黄金等避险资产。此外, 美元资产的抛售压力将明显减轻, 再叠加美国经济软着陆预期强化、美联储降息空间收窄, 美元指数有望止跌企稳; 但在全球经济修复、欧洲经济率先反弹的背景下, 美元指数也难大幅走强。

#### (2) 中性情景

本质是维持现状, 经济前景不确定性的持续时间进一步延长。市场大概率继续保持观望, 在主要国家的贸易谈判结果出炉前, 预计主要资产价格仍将以震荡为主, 除非出现类似伊以冲突升级这种外部冲击。

#### (3) 分化情景

全球经济割裂感进一步加大, 达成贸易协议的国家经济预期改善, 而未达成协议的国家经济预期恶化。这种情况下, 全球风险偏好难以系统性修复, 风险资产也难出现趋势性大涨行情, 因此最佳策略是跨国套利, 例如做多达成协议国家的股票、做空未达成协议国家的股票。

#### (4) 悲观情景

衰退预期将再度升温, 全球风险偏好显著承压, 短期内风险资产可能大幅回调, 可参考4月对等关税刚出台时的市场表现。不过, 基于前文对经济内生动能的分析, 我们认为全球经济最终发生衰退的概率并不高, 即便衰退也是非常浅的衰退。再考虑到当前各类资产已对悲观情景有一定计价, 我们认为等市场恐慌情绪充分释放后, 风险资产将迎来布局良机。

图表34: 四种关税情景对应的市场策略

关税情景	具体含义	主线逻辑	市场策略
乐观	与多个国家达成贸易协议，其余国家的对等关税延长豁免。	经济预期改善，风险偏好系统性修复。	做多风险资产，做空避险资产，美元有望止跌企稳。
中性	仅与个别国家达成贸易协议，其余国家的对等关税延长豁免。	本质是维持现状，经济前景不确定性的持续时间延长。	资产价格震荡为主，主要国家谈判结果出炉前保持观望。
分化	与多个国家达成贸易协议，其余国家的对等关税恢复加征。	达成协议的国家经济预期改善，未达成协议的国家经济预期恶化。	跨国套利，例如做多达成协议国家的股票、做空未达成协议国家的股票。
悲观	仅与个别国家达成贸易协议，其余国家的对等关税恢复加征。	衰退预期升温，短期内风险偏好显著承压，但最终可能不会衰退。	短期风险资产可能大幅回调，但之后会迎来布局良机。

资料来源：国盛证券研究所整理

## 风险提示

1. 贸易谈判结果超预期。目前市场普遍预期对等关税豁免期内美国与绝大多数国家无法达成贸易协议，但会延长豁免期。如果出现了超预期的结果，例如达成了多份贸易协议，或者不再延长豁免期，将导致资产定价出现大幅修正。
2. 关税影响程度超预期。关税对经济和通胀的影响机制十分复杂，虽然有不少模型对其进行了测算，但难以保证准确性。若事后证明关税影响程度明显大于或明显小于现有模型的测算结果，将导致资产定价出现大幅修正。
3. 地缘冲突超预期演化。近期伊朗和以色列发生军事冲突，目前尚未形成扩散趋势，因此本文未将其作为核心影响变量进行分析。若后续伊以冲突进一步升级，例如伊朗封锁霍尔木兹海峡，其对全球经济和资产价格的影响程度可能超过关税。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com