

特朗普对等关税能否延续？

2025 年 06 月 02 日

■ **核心观点：**特朗普对欧洲额外加征 50% 关税延期一度提振市场情绪，本周美债利率大幅回落，10 年期美债利率降至 4.402%，美股上涨，黄金收跌 2.03%。本周公布 4 月美国商品贸易数据显示进口环比大幅走弱，特朗普关税政策带来的“抢进口”或开始放缓；同时 FOMC 纪要显示美联储对降息依旧保持谨慎态度。政治方面，虽然特朗普援引 IEEPA 征收对等关税的行为遭美国国际贸易法院（CIT）驳回，但未来特朗普仍可通过 122 条款和 338 条款等贸易法案内容对其他贸易伙伴大范围加征关税，因此本次 CIT 的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。

■ **大类资产：**特朗普对等关税征收依据遭贸易法院驳回，美股美债利率上涨，黄金大跌。本周一美股美债因阵亡将士纪念日休市，全周市场受贸易局势改善整体上行。首先是上周日（5 月 25 日）特朗普宣布同意欧盟请求并将对欧盟额外征收的 50% 关税延期至 7 月 9 日；随后美国国际贸易法院裁定特朗普引用《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为超出法律授权范围并要求其撤回相关指示，不过特朗普随后立刻上诉巡回法院，对等关税暂时得以继续征收。整体来看，全周（5 月 27 日至 30 日）10 年期美债利率降 11.06bps 至 4.402%，2 年期美债利率降 9.36bps 至 3.897%，美元指数升 0.22% 至 99.33；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.88%、2.01%；现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至 3289 美元/盎司，全周收跌 2.03%。

■ **海外经济：**商品进口大幅走弱，“抢进口”效应或开始逐步放缓。调查方面，美国 5 月咨商会消费者信心指数录得 98，预期 85.7，前值 86；现况指数录得 135.9，前值 131.1，预期指数录得 72.8，前值 55.4。通胀方面，美国 4 月核心 PCE 物价指数同比+2.5%，符合预期，前值由+2.6%上修至+2.7%；核心 PCE 物价指数环比+0.1%，持平预期，前值由 0%上修至+0.1%；个人支出环比+0.2%，持平预期，前值+0.7%。贸易方面，美国 4 月商品进口环比-19.8%，创历史最大月度跌幅，商品贸易逆差缩窄至 876 亿美元，远低于市场预期的 1430 亿美元，前值 1620 亿美元。商品进口大幅缩水或表明此前由特朗普关税政策带来的“抢进口”行为正在逐步放缓。货币政策方面，5 月 8 日公布的 5 月美联储 FOMC 纪要显示，与会者一致认为鉴于当前经济增长和劳动力依旧稳健，且当前货币政策的限制性依旧适度，美联储完全有能力等待通胀和经济活动前景更加明朗再采取行动。此外几乎全部（Almost all）与会者认为通胀可能比预期持久。FOMC 纪要内容表明在当前经济形势与关税政策高度不确定性的情况下，美联储依旧倾向于对降息保持谨慎态度。增长方面，截至 5 月 30 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+3.8%；截至 5 月 30 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.42%。

■ **海外政治：**对等关税法律依据遭挑战，但未来贸易局势依旧面临较大的不确定性。美东时间 5 月 28 日，美国国际贸易法院（United States Court of International Trade, CIT）做出裁决，禁止特朗普于 4 月 2 日“解放日”对全球征收对等关税的行政命令。具体来看，法院认为特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为超出了法律本身的授权范围：一方面，美国长期处于贸易赤字状态，因此特朗普以贸易逆差为由并不符合 IEEPA 条款中“异常且特殊的威胁（unusual and extraordinary threat）”的启用条件；另一方面，美国宪法规定国会拥有征收关税的权利，而特朗普在全球范围内大规模征收关税并完全绕开国会授权的行为从一定程度上违反了宪法中对立法和行政的权利范围划分。随后特朗普对该判决结果迅速上诉，巡回法院受理后发布了暂缓执行令（即允许特朗普暂时继续征收对等关税），并要求原告（CIT）于 6 月 5 日，被告（特朗普政府）于 6 月 9 日前进一步提供材料以决定是否对 CIT 的判决结果进行长期暂缓直至巡回法庭对特朗普政府上诉 CIT 一案做出裁决。向前看，虽然本次 CIT 的判决结果为特朗普发布对等关

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《市场进入快速轮动末期，行业风格向稳定板块切换》

2025-05-30

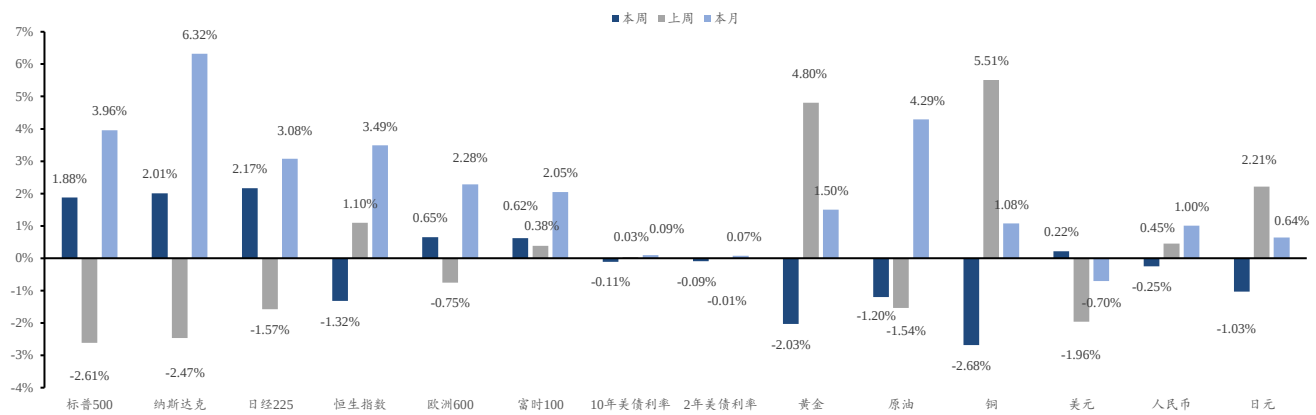
《老龄化进程下的消费变迁和银发经济》

2025-05-30

税以来遇到的最大法律阻碍,但未来对等关税的威胁依旧存在。一方面,即使最终特朗普上诉至最高法院遭驳回后,其仍可能以其他现存的贸易法案加征关税。在我们此前的报告中提到,《1974 年美国贸易法之 122 条款》与《1930 年关税法之 338 条款》均旨在应对外国商品对美进行的非公平贸易行为,如若法院最终禁止特朗普援引 IEEPA 征收对等关税,特朗普或考虑启用 122 条款和 338 条款(详见报告《关税“迷雾”的背后:特朗普关税工具如何落地?》)。另一方面,在对等关税遇到法律争议后,特朗普或重启对重点贸易伙伴的 301 调查并加快相应的贸易协定谈判。因此整体来看,美国国际贸易法院的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和,短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。

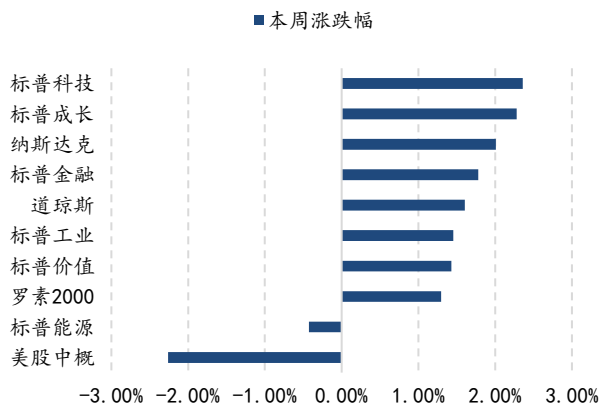
- **风险提示:** 特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

图1: 全球大类资产表现一览



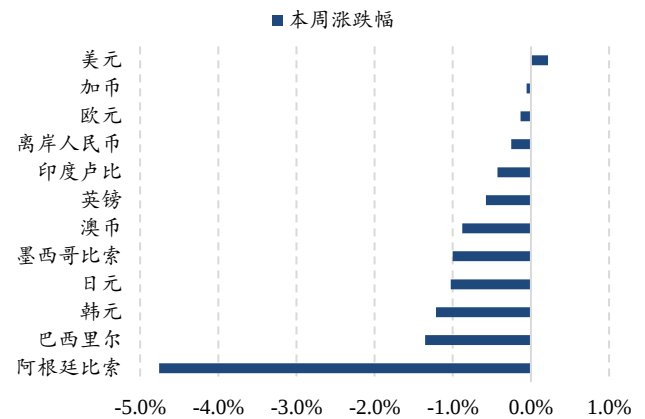
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 美债利率为绝对值变化, 其他为百分比变化幅度

图2: 美股大类和行业指数本周涨跌幅



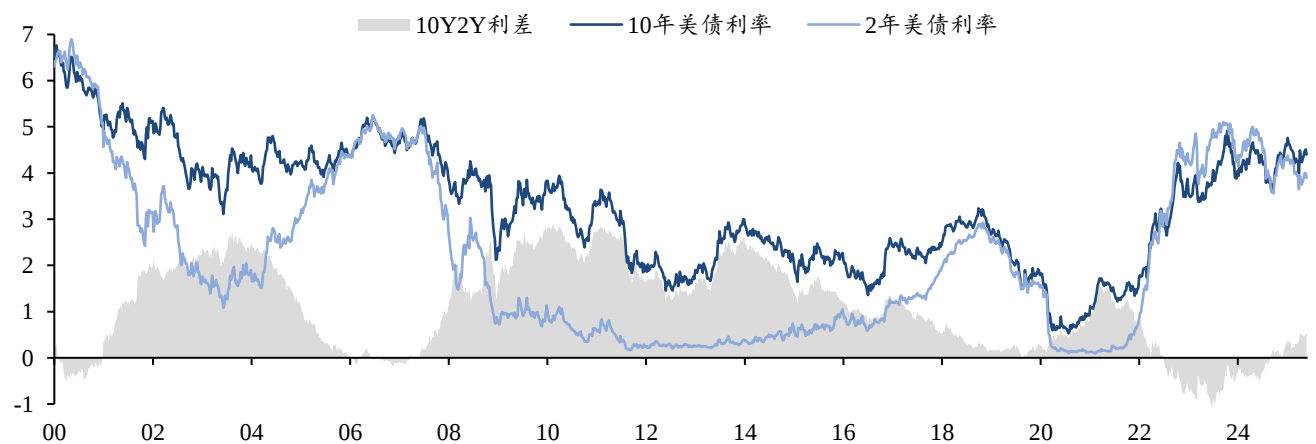
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图3: 主要经济体汇率本周涨跌幅



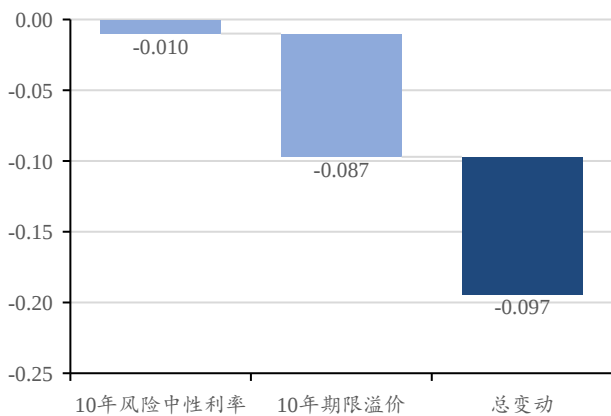
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图4: 10年、2年美债利率与利差



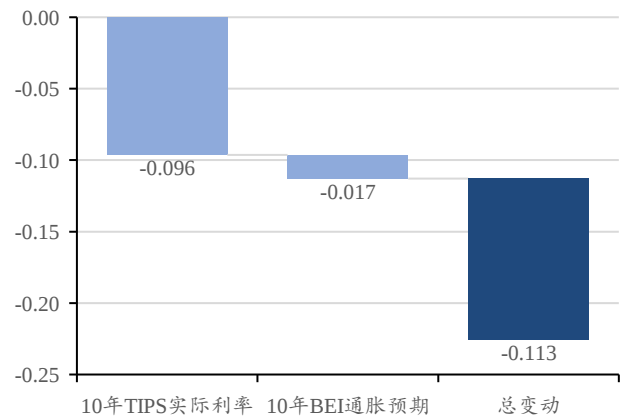
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



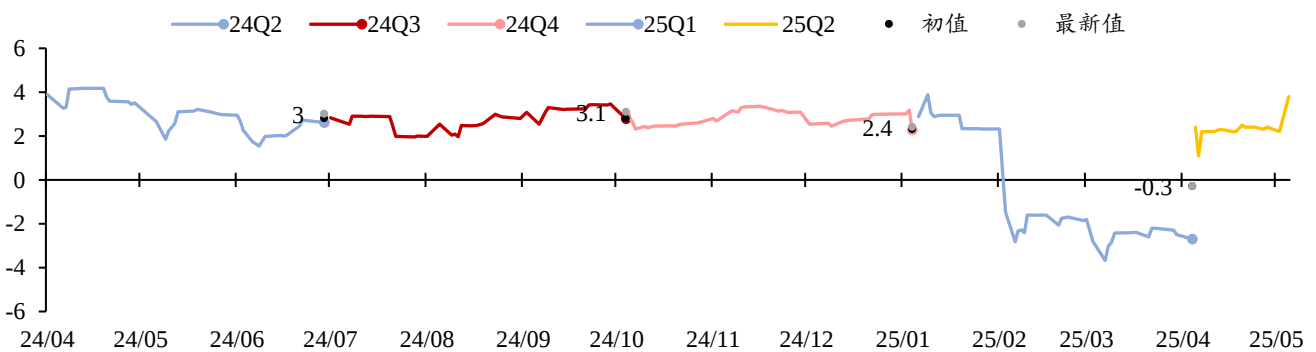
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



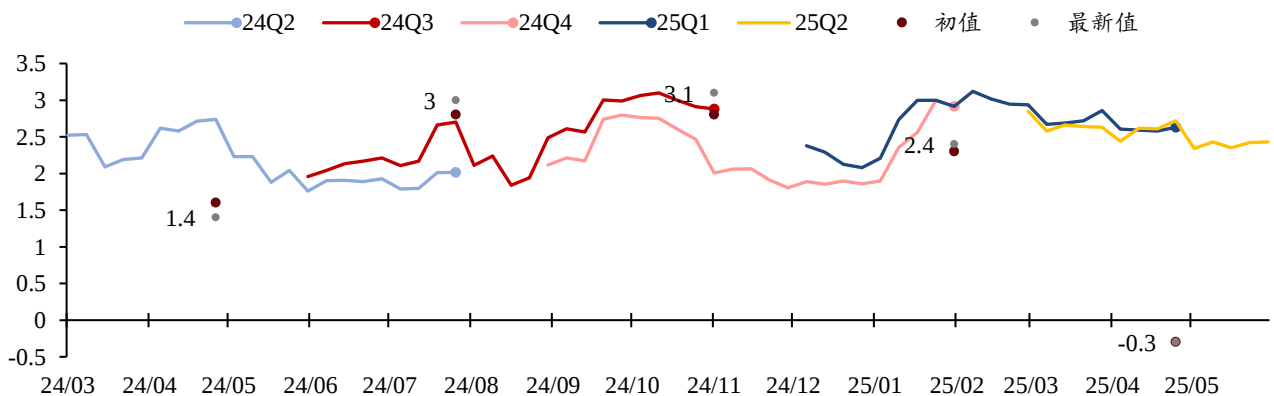
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



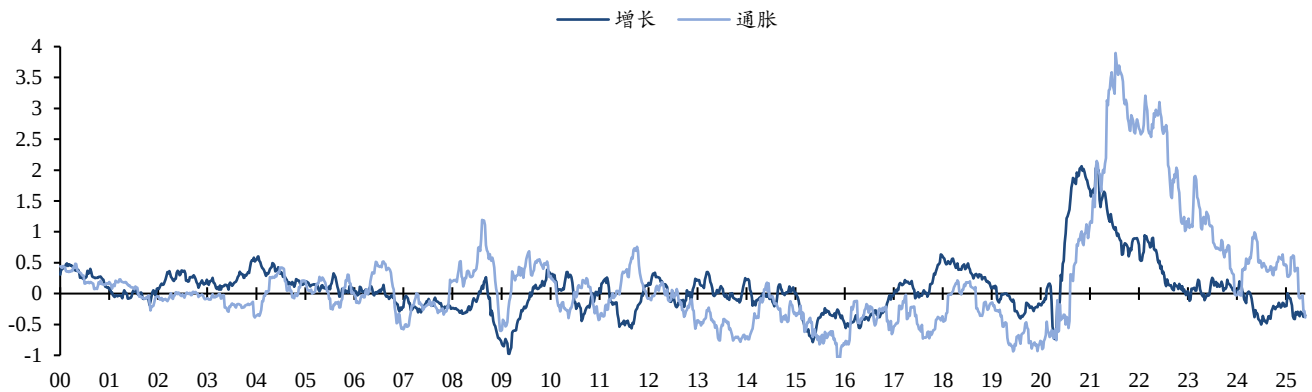
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8：纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9：美国经济意外指数增长与通胀分项



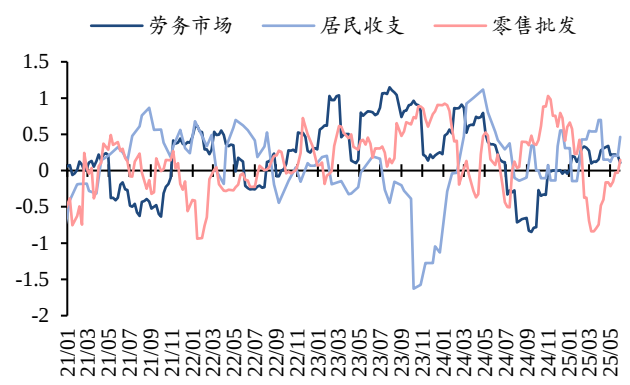
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



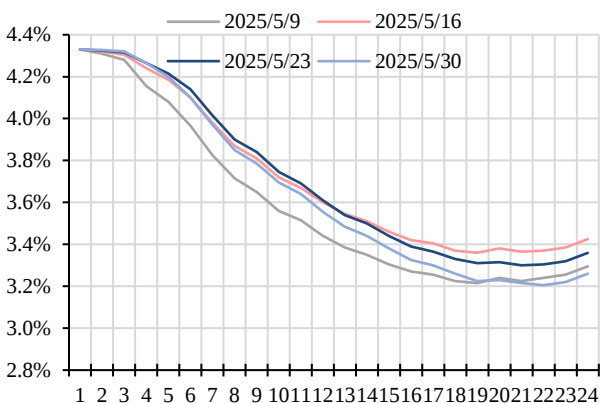
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



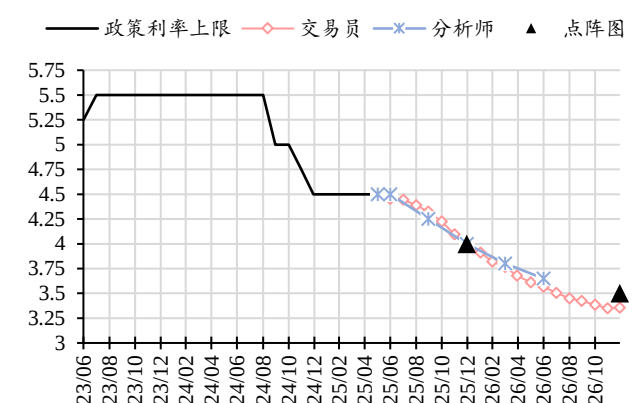
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



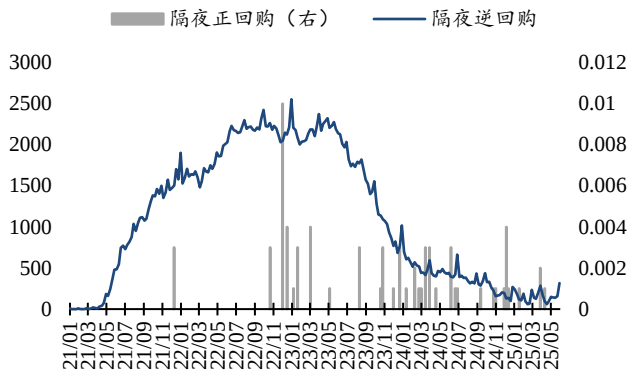
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



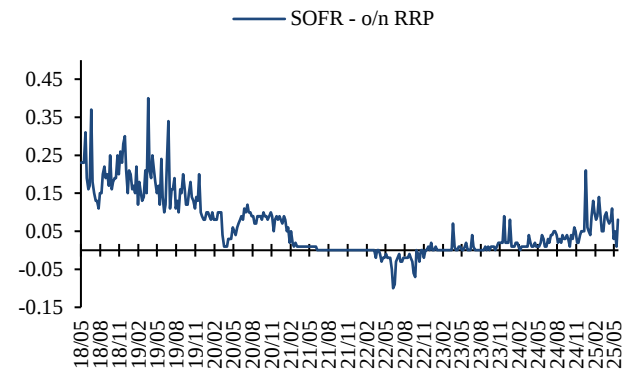
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



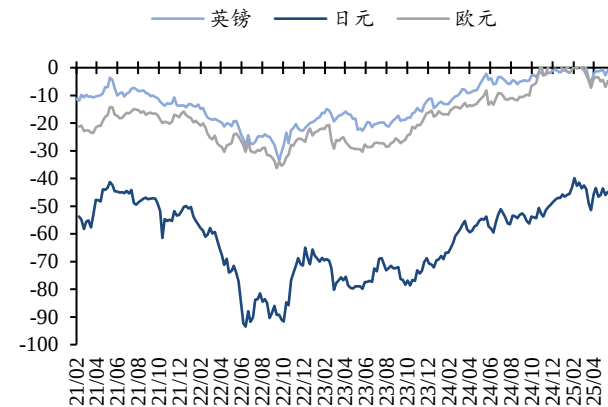
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>