

类别
宏观市场月报

日期
2025 年 5 月 30 日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(国债集运)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：聂嘉怡(股指)
021-60635735
niejiayi@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03124070



中美贸易形势缓和 市场风险偏好回暖

近期研究报告

《宏观专题-20250306-特朗普 2.0 新政阶段性回顾：回归保守价值观、回归丛林法则》

《宏观专题-20250120-特朗普 2.0 与 2025 年宏观市场展望》

《宏观专题-20241015-选情胶着的美国大选会否出现十月惊奇》

《宏观专题-20240930-非典型补库周期与大类资产波动》

《贵金属专题-20240820-金价大涨后的供需基本面变化》

《宏观专题-20240607-美国总统大选对地缘政治和宏观市场的影响》

观点摘要

- 1 月中旬至 3 月份，由于特朗普国内外同时多线激进改革诱发美国经济滞胀风险，而政治经济环境稳定、经济刺激措施前置以及 DeepSeek 横空出世增强中国资产吸引力，财政刺激与再军事化前景增强欧洲资产吸引力，因此美元汇率和美债利率开始走弱、资金转而追逐海外资产。4 月初特朗普公布互惠对等关税细节，对等关税税率远超事前机构主流预估，而且中美对等关税税率螺旋式上升到 125%，因此引发全球金融市场海啸以及全市场资产无差别抛售；随后特朗普宣布将高额对等关税暂缓 90 天以促进谈判，将半导体和智能手机等电子产品从对等关税中豁免，5 月份中国推出包括降准降息在内的一揽子金融政策支持稳市场稳预期，中美对等关税税率也暂时下降至 10% 并开始谈判，贸易形势缓和以及逆周期调节力度加强使得 4 月中旬至 5 月中旬市场风险偏好持续回升；但 5 月中下旬特朗普关税立场再度反复，而中美科技博弈烈度有所上升，因此市场心态渐趋谨慎。
- 在 4 月份超预期对等关税带来的情绪冲击减退后，市场将更多受到全球经贸关系加速重组的灰犀牛进程约束，来自政策环境不确定性和经济增长动能疲软的避险需求将继续支撑黄金和国债等避险资产，而经济增长动能减弱与经济刺激力度加强的多空影响大概率使得股市和工业金属呈现抵抗式下跌。在这种情况下，我们建议 2025 年大类资产配置整体防御但下半年可伺机进攻，上半年加大国债作为对冲经济增长动能转弱的配置力度，保持黄金作为对冲全球政经体系加速重组的配置力度，下半年加大蓝筹股和依赖国内需求的工业金属作为对冲稳增长政策预期的配置力度；而由于中国央行维持宽松货币金融环境稳增长，中国房地产市场下行周期尚未结束，我们建议继续低配货币和房地产。

目录

- 一、2025 年 1-5 月份宏观市场回顾 - 4 -
- 二、宏观环境评述 - 4 -
 - 2.1 中国经济边际走弱但仍显韧性 - 4 -
 - 2.2 美国就业与通胀双风险 - 7 -
 - 2.3 中国加大稳增长支持力度 - 10 -
 - 2.4 中美贸易形势缓和 - 11 -
- 三、资产市场分析 - 13 -
- 四、中期资产配置 - 16 -

一、2025 年 1-5 月份宏观市场回顾

特朗普 2.0 对内以保守价值观整顿联邦政府和改造美国社会，对外循丛林法则推行关税武器化并重构美国地缘战略空间，而以更大民意授权重返白宫的特朗普更加刚愎自用和肆意妄为，因此其政策推行节奏更快且朝令暮改，严重冲击全球政治经济正常秩序，并为金融市场带来巨大的不确定性和避险需求。2024 年 11 月至 2025 年 1 月中旬，市场再次掀起特朗普交易热潮，认为特朗普对内减税降费 and 对外关税武器化将在增强美国经济通胀韧性的同时抑制海外经济增长动能，因此美元汇率、美债利率和美国股市同步走强而海外资产普遍承压。1 月中旬至 3 月份，由于特朗普国内外同时多线激进改革诱发美国经济滞胀风险，而政治经济环境稳定、经济刺激措施前置以及 DeepSeek 横空出世增强中国资产吸引力，财政刺激与再军事化前景增强欧洲资产吸引力，因此美元汇率和美债利率开始走弱、资金转而追逐海外资产。4 月初特朗普公布互惠对等关税细节，对等关税税率远超事前机构主流预估，而且中美对等关税税率螺旋式上升到 125%，因此引发全球金融市场海啸以及全市场资产无差别抛售；随后特朗普宣布将高额对等关税暂缓 90 天以促进谈判，将半导体和智能手机等电子产品从对等关税中豁免，5 月份中国推出包括降准降息在内的一揽子金融政策支持稳市场稳预期，中美对等关税税率也暂时下降至 10% 并开始谈判，贸易形势缓和以及逆周期调节力度加强使得 4 月中旬至 5 月中旬市场风险偏好持续回升；但 5 月中下旬特朗普关税立场再度反复，而中美科技博弈烈度有所上升，因此市场心态渐趋谨慎。

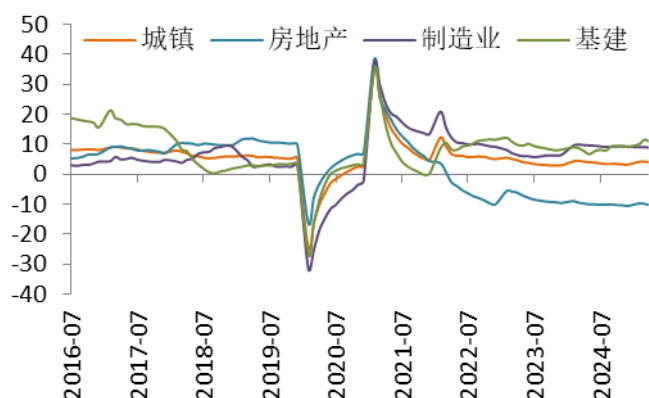
二、宏观环境评述

2.1 中国经济边际走弱但仍显韧性

由于两重两新财政刺激措施、房地产和股市支持措施继续起效，以及关税威胁下的抢出口抢转口行为，2025 年 1-4 月份中国经济边际转弱但仍展现出较强韧性，这意味着在 5 月初全面降息降准之后，近期新增财政政策紧迫性有所下降。投资方面，2025 年 1-4 月份固定资产投资同比增长 4%，增速较前值回落 0.2 个百分点但较 2024 年加快 0.8%，关注海外需求恶化对企业投资意愿的抑制作用。其中房地产投资同比萎缩 10.3%，萎缩程度较前值扩大 0.4 个百分点但较 2024 年收窄 0.3 个百分点，2022 年以来连续四年萎缩 10% 左右；制造业投资同比增长 8.8%，增速较前值回落 0.3 个百分点且较 2024 年放缓 0.4 个百分点，AI 投资热潮难以对冲外需疲软影响；基建投资同比增长 10.85%，增速较前值放缓 0.65 个百分点但较 2024 年加快 2.3 个百分点，警惕基建投资增速见顶可能性。

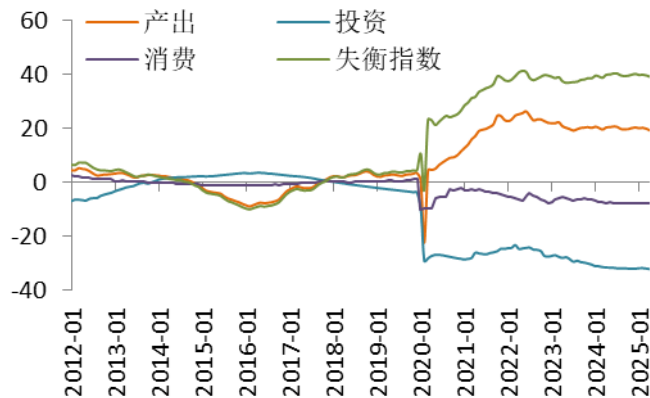
消费方面, 2025 年 4 月份社会零售消费总额同比增长 5.1%, 增速较 3 月份回落 0.8 个百分点; 其中以旧换新类零售额增速下降 3 个百分点至 9.5%, 非以旧换新类零售额增速下降 0.4 个百分点至 4.3%, 两者增速均有边际放缓。分类别看, 家电、文化办公用品、家具以及通讯器材等类别零售额均实现 20% 以上高速增长, 而汽车零售额增速从 5.5% 放缓至 0.7%, 是 4 月份社零消费放缓的主要拖累项; 考虑到 4 月份乘用车零售量同比增速快于 3 月份, 背后可能反映了竞争激烈价格下行以及汽车消费降级的双重影响。

图1: 固定资产投资增速



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图2: 总体供需失衡指数



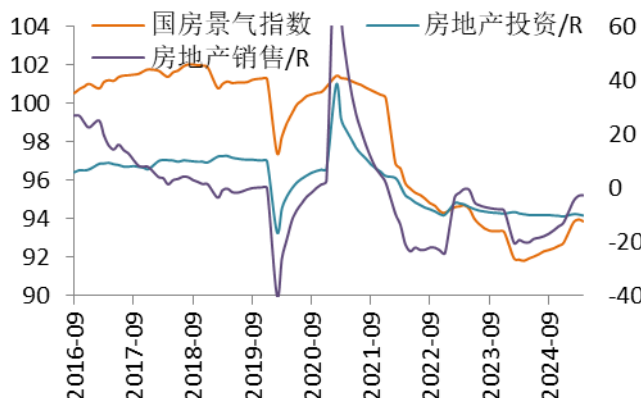
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

产出方面, 4 月份实际工业产出同比增长 6.1%, 较前一月回落 1.6 个百分点; 1-4 月份实际工业产出同比增长 6.4%, 增速较 1-5 月份放缓 0.1 个百分点, 其中采矿业、制造业和公用事业产出分别同比增长 6%、7.1% 和 2%。以 2012 年至 2019 年线性趋势外推为基准, 4 月份工业产出超程度从 19.98 个百分点缩减到 19.36 个百分点, 投资萎缩程度从 31.94 个百分点扩大到 32.16 个百分点, 消费萎缩程度从 7.61 个百分点扩大到 7.78 个百分点, 总体供需失衡指数从 39.76 回落到 39.33, 2021 年四季度以来持续运行于 40 附近的高水平区间, 显示社会经济通缩压力未见显著缓解。

房地产方面, 2024 年 4 月份国房景气指数录得 93.86, 环比回落 0.09, 为 2024 年 5 月份以来首次出现环比下滑。2025 年 1-4 月份新房销售面积同比萎缩 2.8%, 萎缩程度较 1-3 月份收窄 2.8 个百分点; 新房销售额同比萎缩 3.2%, 萎缩程度较 1-3 月份扩大 1.1 个百分点; 竣工面积同比萎缩 16.9 个百分点, 萎缩程度较 1-3 月份扩大 2.6 个百分点; 新开工面积同比萎缩 23.8%, 萎缩程度较 1-3 月份收窄 0.6 个百分点。4 月底新房待售面积 78142 万平方米, 环比减少 522 万平方米, 以近 12 个月滚动平均销售计算的库存去化月数从 8.96 回落到 8.92, 以“待售面积+施工面积-竣工面积”计算的广义库存去化月数为 77.92 (去年同期为 79.11), 房

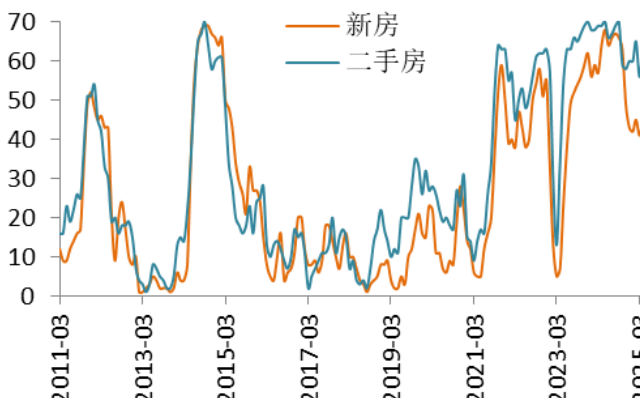
地产库存压力小幅缓解但整体上仍处于高水平区间。

图3：房地产市场形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：房价环比下跌城市数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

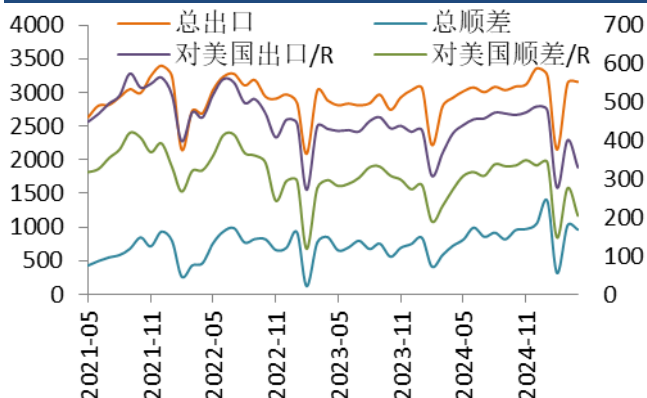
房价方面，4月份七十城新房房价环比萎缩0.1%，连续五个月持平；房价环比下跌城市数从41个上升到45个，为近五个月最大值；二手房房价环比萎缩0.4%，萎缩程度为近六个月最大值，房价环比下跌城市数从56个上升到64个，警惕国际环境恶化影响下房价下行与房地产销售萎缩的正反馈循环是否会重新启动。高频数据方面，百城土地成交面积自2025年11月至12月放量增长后回到之前的低水平区间，成交溢价率自2025年1月至4月短期冲高后也回到之前的低水平区间；十大城市新房销售面积月均429万平方米，三十城月均销售面积878万平方米，2024年10月份以来先升后降大致稳定，暂时未出现销售降温迹象；二手房挂牌量指数和挂牌价指数持续走低。

2025年4月份中国出口同比增长8.1%，增速较3月份放缓4.2个百分点；进口同比萎缩0.2%，萎缩程度较3月份收窄4.2个百分点。1-4月份中国出口累积同比增长6.4%，进口累积同比萎缩5.2%，贸易顺差累积同比增长44.7%。其中对美国 and 俄罗斯累积出口分别萎缩2.2%和5.9%（2024年对美国 and 俄罗斯出口分别增长4.9%和4.1%），对欧盟和东盟累积出口分别增长5.3%和11.2%（2024年对欧盟和东盟出口分别增长3%和12%）。在进口方面，1-4月份大豆、天然气、煤炭和金属矿累积进口同比分别萎缩14.9%、9.2%、5.3%和0.9%而原油累积进口同比增长0.5%，增速快慢与2024年刚好相反。总体上看特朗普政府关税武器化使得中国对美国直接出口出现萎缩，部分通过东盟转口而部分倾销到欧盟，对俄罗斯出口在连年高速增长之后有萎缩迹象。

2025年4月份中国新增社会融资11591亿元，同比多增12249亿元，社会融资存量同比增长8.7%，增速较前一月提高0.3个百分点且达到2024年3月份以

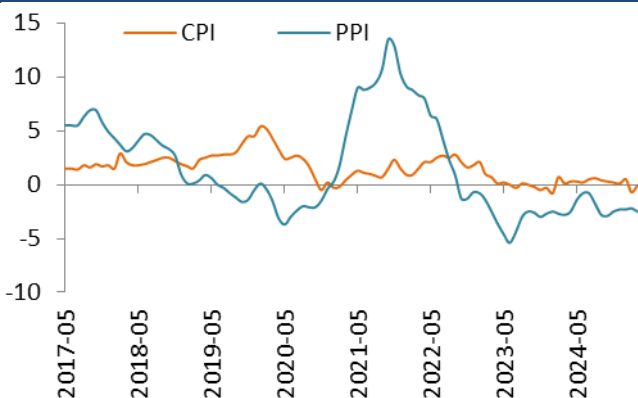
来的最高值。其中人民币贷款新增 884 亿元，同比少增 2465 亿元，显示在外部需求环境恶化情况下企业投资和居民消费意愿显著下降；政府债券融资增长 10979 亿元，同比多增 8577 亿元，显示在外部需求环境恶化情况下决策层加大财政扩张稳增长力度。4 月份中国广义货币 M2 同比增长 8%，增速较前一月加快 1 个百分点且达到 2024 年 4 月份以来最高值；狭义货币 M1 同比增长 1.5%，增速较前一月小幅回落 0.1 个百分点。

图5：中国进出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

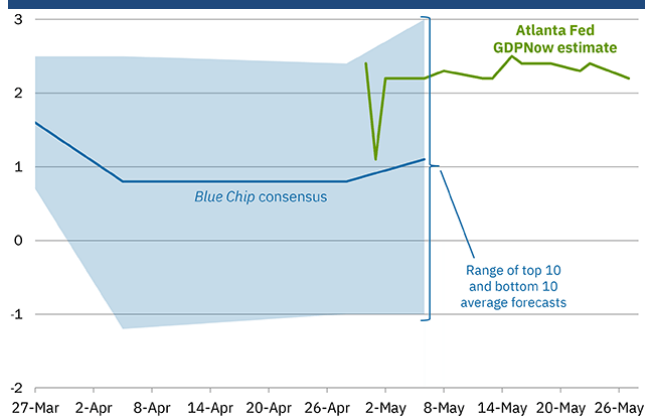
2025 年 4 月份中国 CPI 同比萎缩程度持平于 3 月份的 0.1%，其中食品 CPI 同比萎缩 0.2% 而核心 CPI 同比增长 0.5%。4 月份 CPI 环比从上月的萎缩 0.4% 转为增长 0.1%，主要是食品以及出行服务回升带动。4 月份中国 PPI 同比萎缩程度从 3 月份的 2.5% 扩大到 2.7%，环比萎缩程度则持平于 3 月份的 0.4%，主要是国际输入性因素影响国内相关行业价格下行，其次是国内部分能源价格季节性下降。总体看中国通缩压力未见明显缓解，需要监管层继续加大逆周期调节力度。

2.2 美国就业与通胀双风险

特朗普对内以保守价值观整顿联邦政府和改造美国社会，对外循丛林法则推行关税武器化和重构美国地缘战略空间，国内外同时多线激进改革严重扰乱美国经济社会正常秩序。2025 年一季度美国实际 GDP 环比年率萎缩 0.27%，为 2022 年一季度（背景为美联储迅猛紧缩）之后再次录得环比萎缩；一季度 GDP 平减指数环比年率增长 3.74%，为 2023 年一季度以来最高值；名义 GDP 环比年率增长 3.46%，较前季减少 1.38 个百分点且为疫情冲击后的最小值。从分项看一季度个人消费拉动 1.21 个百分点，较前季减少 1.49 个百分点且为 2023 年三季度以来最低值；固定资产投资拉动 1.34 个百分点，较前季提高 1.54 个百分点且为 2023 年三季度以来最高值；个人消费与固定资产投资加总拉动 2.55 个百分点，接近近八年均值（2.6），意味着特朗普 2.0 新政不确定性对消费投资的负面冲击被高通胀预期带来的需求前

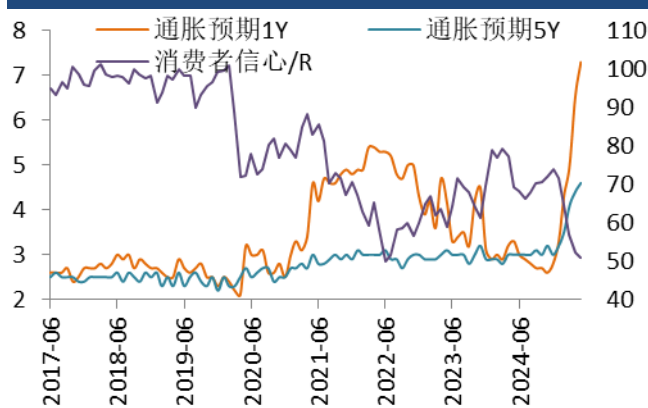
置所抵消。其他方面，净出口拖累 4.83 个百分点，拖累程度至少为 1947 年以来最大值；库存投资拉动 2.25 个百分点，表现出与中国抢出口对应的抢进口行为；政府支出拖累 0.25 个百分点，是 2022 年三季度以来首次转弱，展示出特朗普 2.0 整顿联邦政府对整体经济的拖累。

图7：美国二季度经济增长预估



数据来源：GDPNow，建信期货研究发展部

图8：美国通胀预期与消费者信心

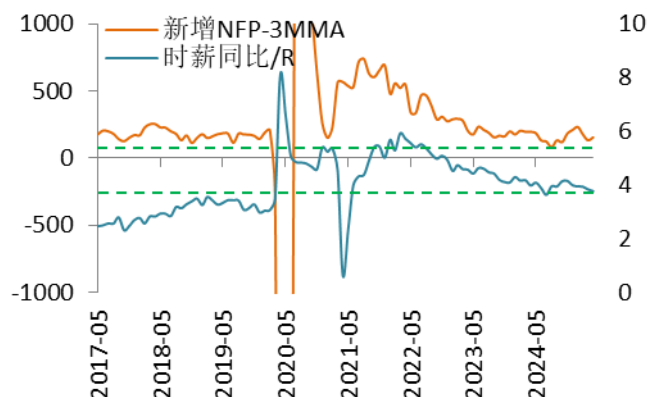


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

5月27日亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预估 2025 年二季度美国实际 GDP 环比年率增长 2.2%，这意味着美国或可摆脱技术性衰退风险。另一方面，特朗普 2.0 关税武器化威胁提振了市场通胀预期并打压消费者信心，这意味着美国经济滞胀风险有增无减。2025 年 5 月份密歇根大学消费者调查报告显示，1 年期通胀预期回升至 7.3%，为 1982 年以来最高值（2022 年阶段性极值为 5.4%）；5 年期通胀预期上升到 4.6%，为 1991 年以来最高值；与此同时消费者信心回落到 50.8%，仅略高于 2022 年 6 月份的 50%。

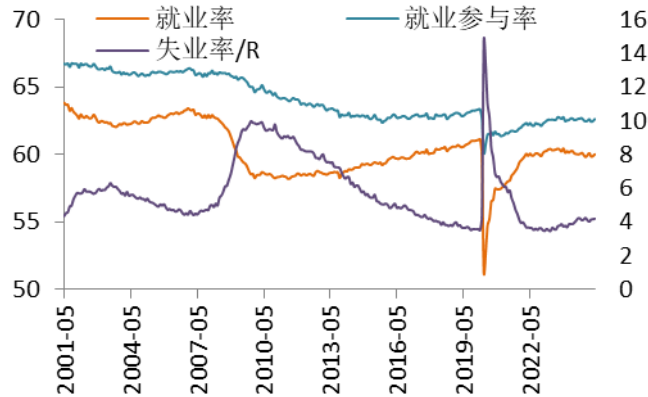
2025 年 4 月份美国新增非农就业 17.7 万，高于市场主流预期的 13.8 万；前两个月合计下修 5.8 万，近三个月移动平均新增 15.5 万，较前值提高 2.2 万（但前三个月平均下修 4.1 万）。分行业看，建筑业、批发业、专业服务和休闲酒店业就业扩张而制造业、零售业和政府部门就业放缓，联邦政府就业近四个月累积减少 2.3 万。薪资方面，3 月份私营非农雇员薪资同比增长 3.77%，为 2024 年 8 月份以来最低值；近 6 个月环比折年率更是回落到 3.27%，是 2020 年 12 月份以来的最低值。2025 年 4 月份美国就业参与率从 62.48% 小幅增至 62.63%，主要表现为壮年劳动力就业参与率的显著回升；U3 失业率从 4.15% 小幅上升至 4.19%，接近 2024 年 11 月份的阶段高点 4.23%，但兼职劳动力持续减少使得广义失业率反而回落。3 月份美国就业市场供需缺口收窄到 11 万，为 2021 年 5 月份以来最低值。总体看美国就业市场疲软迹象增多但整体还算稳健，不确定性笼罩下企业观望情绪浓厚但暂时无意裁员。

图9：美国新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

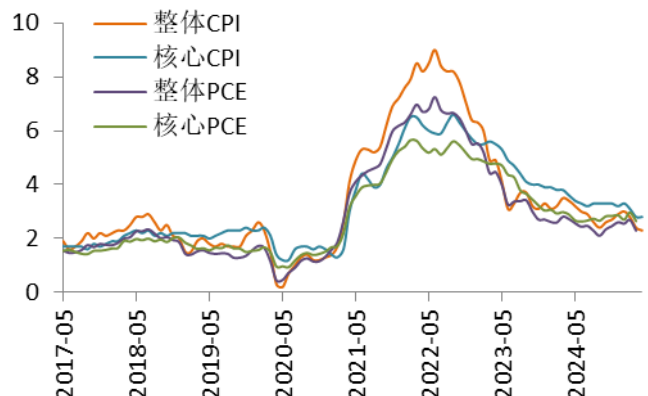
图10：美国就业参与率与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

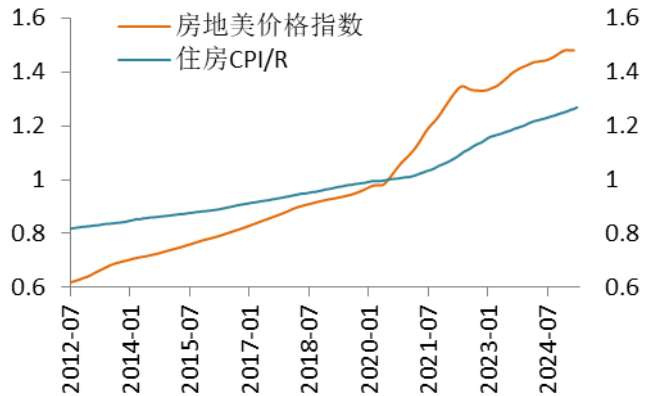
尽管禽流感、加州山火、俄罗斯制裁以及服务业价格季节性调整等短期因素曾推高1月份通胀增速，但2月份开始短期因素开始减退，且特朗普2.0关税武器化抑制全球经济增长动能并部分对冲了关税武器化带来的输入性通胀压力。4月份美国整体CPI和核心CPI分别同比增长2.3%和2.8%，均为2021年4月份以来的最低值；4月份进口物价指数同比增长0.1%，为2024年3月份以来的次低水平。克利夫兰联储Inflation Nowcasting模型最新预估美国5月份整体CPI和核心CPI分别同比增长2.4%和2.84%，意味着5月份过后关税武器化对通胀的推升作用将逐渐体现但仍然温和。

图11：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国房价与住房CPI



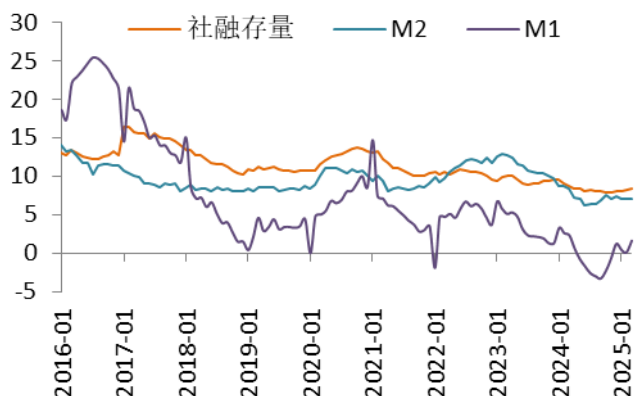
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于高利率环境以及高房价对购买力的侵蚀，近期美国房地产市场持续偏弱而房价上涨速率也开始放缓。2025年5月份NAHB住房市场指数环比回落6个点至34，为2023年1月份以来的最低值；2025年3月份房地美房价指数同比上涨0.15%，增速同样为2023年1月份以来最低值，住房市场的萎缩以及房价走势的疲软或在2025年下半年压力住房CPI。商品CPI回升与服务CPI回落的相互对冲，或使得2025年下半年美国通胀压力难以显著上升。

2.3 中国加大稳增长支持力度

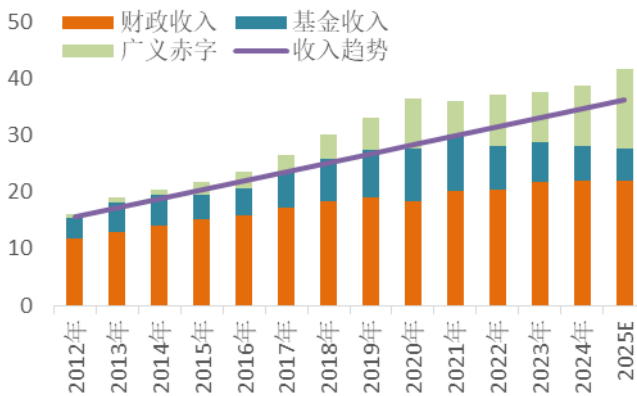
5月7日中国推出一揽子金融政策支持稳市场稳预期，主要内容包括：1、自5月15日起降低法定存款准备金率0.5个百分点(已经执行5%存准率的金融机构除外)，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元；完善存款准备金制度，阶段性汽车金融公司和金融租赁公司存准率从5%下降至0，针对性支持汽车行业等实体经济发展；2、政策利率(7天逆回购利率)从目前的1.5%调降至1.4%，并带动5月份各期限LPR均下降10BP；3、下调结构性货币政策工具利率25BP，各类专项结构性工具利率都从目前的1.75%降至1.5%，抵押补充贷款PSL利率从目前的2.25%降至2%；4、降低个人住房公积金贷款利率25BP，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限利率同步调整；5、科技创新和技术改造再贷款额度从5000亿元增加到8000亿元，持续支持两新政策实施；增加支农支小再贷款额度3000亿元，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放；设立5000亿元服务消费与养老再贷款，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持；6、将5000亿元证券基金保险互换便利和3000亿元股票回购增持再贷款的额度合并使用，坚定支持汇金公司在必要时加大力度增持股票市场指数基金，全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。

图13：中国新增社融与货币供应



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：中国广义财政收支



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年1-4月份中国一般公共预算收入累积同比萎缩0.4%，萎缩程度较1-3月份收窄0.7个百分点，一般公共预算支出累积同比增长4.6%，增速较1-3月份加快0.4个百分点；政府性基金收入累积同比萎缩6.7%，萎缩程度较1-3月份收窄4.3个百分点，一般公共预算支出累积同比增长17.7%，增速较1-3月份加快6.6个百分点。以此增速外推全年，则2025年中国广义财政收入同比萎缩0.5%而广义财政支出同比增长3.1%，广义财政赤字较2024年环比增长3.6万亿元至14.03万亿元；假定2025年名义GDP增长3.6%，则2025年广义财政赤字率将达

到 10%，较 2024 年的 7.73% 增长 2.27 个百分点。

2.4 中美贸易形势缓和

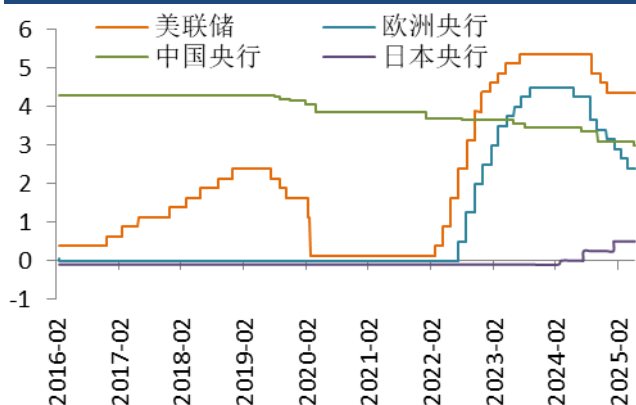
5 月 8 日美英宣布达成经济繁荣协议 (U. S. -UK Economic Prosperity Deal)，以作为美英贸易谈判的基础框架。其中关税措施包括三点：1、美英分别降低对方系列产品的关税税率，包括美英分别为对方牛肉提供 1.3 万吨的免税配额，英国为美国乙醇提供 14 亿升的免税配额，美国对英国航空零部件免税而英国将购买 100 架波音飞机；2、英国出口至美国的前十万辆汽车适用 10% 的互惠税率 (包括相应的配套零部件)，配额外的汽车贸易适用 25% 税率；3、在英国满足钢铝产品供应链安全以及生产设施所有权要求后，美国将为英国钢铝产品制定最惠国税率配额，对后续的药品关税等特定行业关税也将如此处理。经济安全措施包括：加强经济安全合作，通过协调解决第三国 (特朗普暗示针对中国) 的非市场政策，打击逃税计划和从受反倾销税、反补贴税、保障措施等影响经济的国家非法转运货物的计划。最终结果是英国以扩大市场准入以及加强供应链控制换取美国的市场准入以及部分关税豁免，美国对英国产品平均税率由 3.4% 上升到 10%，英国对美国产品平均关税由 5.1% 下降至 1.8%，美国将从中增加收取 60 亿美元的关税收入。我们知道美英是盎格鲁-撒克逊铁杆盟友，而且 2024 年美国对英国存在 118 一亿美元贸易顺差 (美国对英国出口 799 亿美元，从英国进口 681 亿美元)，即使在这种情况下美国对英国的基础对等税率仍然维持，其他经济体特别是对美国存在贸易顺差的经济体能达成什么样的贸易协议可想而知。

4 月 2 日特朗普公布对等关税细节后，中美多轮胆小鬼博弈导致双方对等关税税率均上升到 125%，再叠加 301 调查、芬太尼以及特定行业关税等，如此高的税率导致中美贸易实质性硬脱钩，对中国就业与美国通胀均有严重冲击。5 月 2 日中国商务部称美方近期通过相关方面多次主动向中方传递信息，希望与中方谈起来，对此中方正在进行评估；5 月 7 日早间中国外交部称副总理将于 5 月 9 日-12 日访问瑞士，期间将与美方举行会谈。5 月 11 日中美在两天会谈后达成贸易形势缓和共识，双方对等关税税率自 5 月 14 日起均下调至 34% 并在 90 天内暂时执行 10% 税率，美国将中国小额包裹从价税率从 120% 下调到 54% 而保持从量税 100 美元/件 (6 月 1 日后不再上调)，中国取消 4 月 2 日开始的针对美国的非关税反制措施 (重新接收波音飞机、暂停 4 月 4 日和 4 月 9 日对美国实体的不可靠实体清单和出口管制管控名单措施等)。中美关税战降温是双方努力的结果 (美国通胀压力和民调压力，中国就业压力)，也为双方提供抢出口抢进口的宝贵时间窗口，但后续综合税率难以进一步显著下降。在中美达成贸易形势降温共识后，其他经济体在与美国贸易谈判中的立场有所转变，意图采取更加强硬的态度以尽量维护

国家利益；5月18日贝森特称对于缺乏谈判善意的国家，对等关税税率将恢复到4月2日水平；5月23日特朗普威胁称将于6月1日起将对欧盟对等关税提高到50%，后在与欧委会主席通话后延后到7月9日。

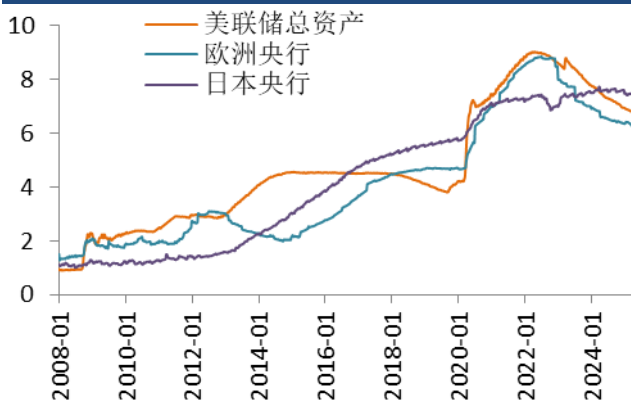
5月28日美国国际贸易法院裁定特朗普根据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)开征芬太尼关税和对等关税的行为超出了IEEPA的授权范围，属于违法行为并永久禁止其执行，特朗普政府要在10日内发布必要行政命令以落实禁制令。法院认为，针对加拿大、墨西哥和中国的芬太尼关税未满足IEEPA第1701节的要求，即特朗普行使权力必须直接应对异常且特别的威胁；芬太尼关税旨在通过施加经济压力促使外国政府打击贩毒，而非直接解决毒品流入问题，缺乏与所称威胁的直接关联，因此不符合IEEPA的法定条件。法院认定，IEEPA不授权特朗普针对贸易逆差实施关税，《贸易扩展法》第122节明确限制了Trump在应对国际收支赤字时的关税权限，而Trump的全球及报复性关税未遵守这些限制，因此属越权行为。法院重申，宪法赋予国会独家制定关税和调节国际贸易的权力，特朗普的行动必须严格遵循国会授权的范围。这是对特朗普2.0关税政策的首个司法判决，目前围绕特朗普关税的法律诉讼共有八件；目前特朗普政府已经决定就此上诉，如果联邦巡回法院以及美国最高法院均支持国际贸易法院的判决，则特朗普政府需要原因其他法律接续IEEPA关税，例如《1974年贸易法》第122条、《1974年贸易法》第301条以及1962年《贸易扩展法》第232条等，但这些法律对特朗普开征关税有相应限制并且需要完成相应的调查流程，因此对市场而言还是存在短期的利多影响。

图15：美欧日中央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美欧日央行总资产



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年5月7日美联储议息会议决定维持政策利率和缩表行动不变，并得到所有投票官员的一致同意，这也符合市场主流预期。我们判断2025年美联储利率政策行动取决于美国政府多项激进改革（联邦机构重组、关税武器化、减税降费）

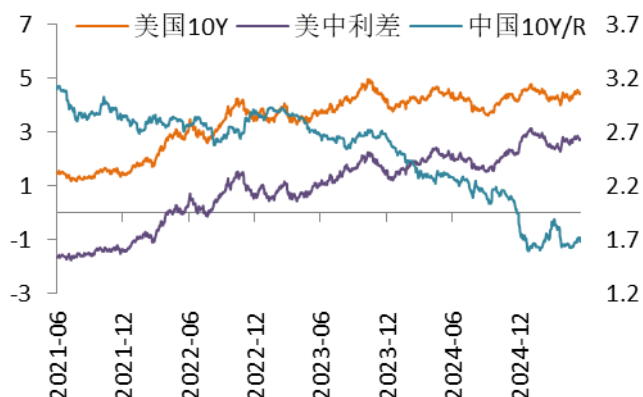
的综合影响，最终落实到总体经济形势、就业市场与通胀等三类指标的综合研判上，年内利率政策行动存在极大不确定性，但降息可能性远大于加息可能。美联储在会议声明中认为，虽然关税威胁下的净出口波动影响数据，但近期指标显示美国经济活动仍稳健扩张，这表明美联储并未过度看重美国一季度实际 GDP 环比萎缩 0.27% 的衰退含义；美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上称进口激增使得 GDP 数据难以解读，而且再次强调 PCE 指标的重要性。市场对美联储降息预期有所降温，目前市场预期 2025 年美联储降息 50BP，其中 9 月 18 日降息概率 54.3% 而 12 月 13 日降息概率 59.3%。

美联储在议息会议声明中对通胀和就业的评估与上次会议基本一致，认为近期失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况仍然稳健，通胀水平略为偏高；但美联储认为美国政府新政使得经济前景的不确定性进一步增加，而更高失业率和更高通胀的风险同时有所上升。然而就业和通胀的风险存在极大不确定性，美国政府新政对通胀的影响可能是短暂的也可能更加持久，目前尚不清楚哪一种风险才是更令人担忧的问题；由于关税威胁的现实冲击尚未到来，通胀还在相当低的水平上横向波动而就业市场也暂时未见显著恶化现象，因此美联储现在没有必要采取行动，需要等待更多数据来确定在实现价格稳定和充分就业两大使命存在潜在冲突时如何抉择。

三、资产市场分析

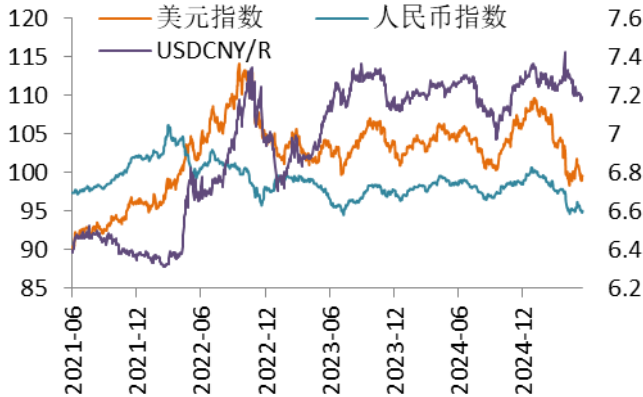
2024 年 10 月份至 2025 年 1 月中旬美元指数从 100.2 上升到 110.2，驱动力先是美联储开启降息进程改善美国经济增长前景，然后是特朗普再次当选美国总统引发追逐美国资产的“特朗普交易”热潮；2025 年 1 月中旬至 4 月下旬美元指数显著调整至 98，因特朗普 2.0 国内外多项激进改革同时推进催生美国经济滞胀风险且引发美元信任危机。4 月下旬至 5 月份美元指数在 98 至 102 之间低位震荡，因特朗普 2.0 新政不确定性有所缓和且美国经济增长展现出一定程度的韧性，但美国国会力推超大规模政府刺激法案引发市场对美国财政可持续性的担忧，以及特朗普坚定推进关税武器化以及国际经贸体系重组使得国际跨境资金重新配置。由于制造业回流必然要求美元汇率贬值作为前置条件，而特朗普恃强凌弱蛮横无理反复无常也损害了美元信用和美国软实力，另一方面美国贸易状况改善以及制造业回流也能增强美元价值，且美联储宽松货币政策以及后续降税减费措施应该能改善美国经济增长前景，我们判断美元指数或在 95-107 之间先抑后扬。特朗普 2.0 关税武器化威胁冲击中国外贸形势并施压人民币汇率，但抢出口抢转口带来的贸易盈余前置短期内为人民币汇率提供支撑，2025 年人民币汇率整体偏多但人民币对美元汇率先扬后抑，核心波动区间为 7.1-7.5。

图17：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

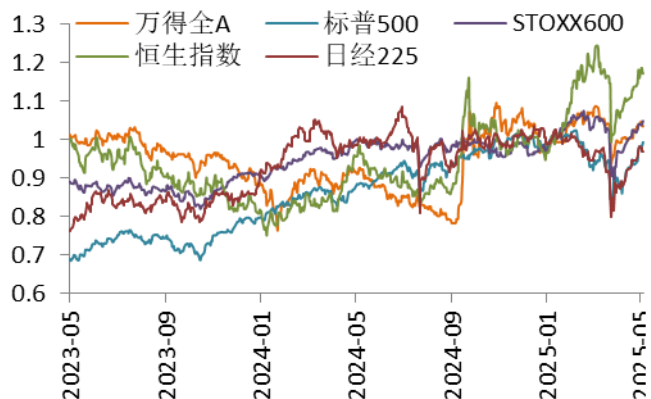
2025 年初中国国债利率顺接 2024 年 10 月中旬以来的下行趋势，1 月 6 日 10 年期国债利率创下 1.59% 和 1.81% 的历史记录，原因是中国股市冲高回落以及特朗普 2.0 关税武器化威胁引发避险需求，且 2024 年底的中央经济工作会议提出 2025 年要实施宽松的货币政策。2 月中旬至 3 月中旬国债利率中幅回弹，3 月 18 日 10 年期国债利率回升至 1.89%，原因是财政刺激前置与关税武器化威胁下的抢出口行为使得岁末年初中国经济温和复苏，DeepSeek 横空出世引发人工智能投资热潮，而中国央行短期有意收紧货币流动性来支持人民币汇率，来自经济增长与金融市场的避险需求减退以及流动性环境收紧全面打压国债市场。但随着中美第二阶段贸易纷争逐步升温，中国经济增长动能放缓迹象陆续增多，5 月初 10 年期国债利率回落到 1.63%；5 月上旬中国央行全面降息降准缓解中国经济疲软担忧，而中美贸易紧张形势降温使得短期经济进一步得到支撑，因此 10 年期国债收益率小幅反弹至 1.7% 附近。由于人口结构老龄化、房地产市场疲软以及国际地缘政治风险等中周期因素继续存在，我们判断 2025 年中国国债利率将延续下行趋势；但中国决策层势必加大经济刺激力度以对冲外部需求冲击，因此国债利率下行速率受到制约；预计 2025 年中国国债利率整体偏弱运行，10 年期国债利率核心运行区间为 1.3-1.9%。

2024 年 9 月中旬至 2025 年 1 月中旬美债十年期利率从 3.63% 上升到 4.79%，驱动因素先是美联储开启降息进程改善美国经济增长前景，然后是特朗普再次当选美国总统引发追逐美国资产的“特朗普交易”热潮；2025 年 1 月中旬至 4 月初美债 10 年期利率回落到 4% 附近，因特朗普 2.0 政府上台后国内外多项激进改革同时推进，新政不确定性前景催生美国经济衰退风险；随后特朗普 2.0 新政混乱情况得到一定程度的改善，但特朗普坚定推行关税武器化以促进贸易平衡引发国际跨境资金重新配置，且美国国会力推超大规模财政刺激法案使得市场愈发担忧美国财政可持续性，因此 4 月份至 5 月份美国 10 年期国债利率震荡回升到 4.5%

附近。由于特朗普重组国际贸易体系一方面增强美国硬实力另一方面削弱美国软实力，美国经济增长动能的增强以海外美债需求的减弱以及美元信用的下降为代价，我们判断 2025 年美债利率大概率高位盘整，10 年期国债利率核心波动区间为 4-5%。

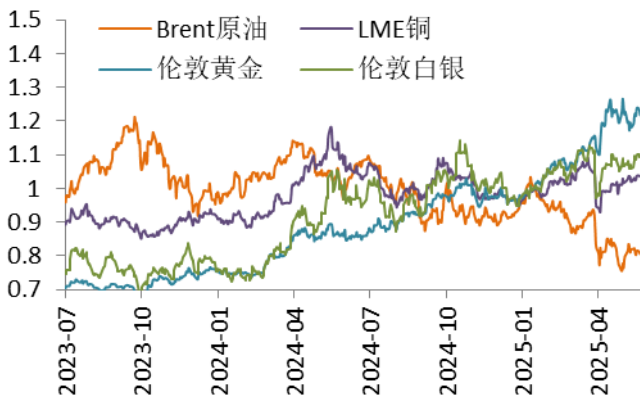
2025 年迄今恒生指数、STOXX600、万得全 A 和标普 500 指数分别上涨 15.9%、8.8%、0.7%和 0.7%而日经 225 指数 5.4%，DeepSeek 横空出世引发中国人工智能投资热潮，但中美贸易纷争抑制 A 股风险偏好，欧洲央行持续降息以及财政扩张预期刺激欧股，特朗普 2.0 整顿联邦机构、关税武器化以及减税降费等措施对美股多空影响大致相互抵消，日本央行持续加息以及特朗普关税武器化抑制日股市场风险偏好与企业盈利前景。国际经贸斗争使得中国外需面临极大不确定性，但决策层也未雨绸缪安排了更为积极的财政政策和宽松的货币政策环境，5 月初中国央行全面降息降准，并强化国家队发挥类平准基金作用的能力，我们判断二季度至三季度中国股市或呈现抵抗式下跌走势。综合基本面因素、市场风险偏好、政策刺激预期和估值因素看，我们判断 2025 年中国股市大概率低位震荡，企业盈利疲软与地缘政治风险使得股市暂不具备全面牛市条件，但市场支持政策以及底线思维也限制了股市下行空间。

图19：中美欧股票指数(2024年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：国际重点商品(2024年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年迄今标普高盛商品指数和南华商品指数分别下跌 1.3%和 5.4%，主要源于特朗普 2.0 关税武器化威胁冲击全球正常生产贸易秩序并引发全球经济疲软担忧，地缘政治风险升温、OPEC+增产以挤出高成本生产者以及人民币兑美元汇率年度升值 2%也起到重要作用。分类别看特朗普 2.0 新政推动全球政经体系进入乱纪元模式并恶化全球经济增长前景，由此引发的避险需求推动贵金属指数上涨 18.3%，关税武器化威胁的需求前置冲击以及供应端扰动使得有色指数上涨 0.3%，关税威胁与反制措施影响下农产品普遍录得年度涨幅，国际 OPEC+增产以及国内

房地产库存压力打压油气化工以及黑色链。从中周期看，环球央行携手宽松和中美财政扩张推动的制造业主动补库周期行将结束，特朗普关税武器化进一步抑制全球经济增长动能并扰乱商品贸易秩序。我们判断 2023 年下半年至 2024 年上半年的大宗商品中级上涨趋势已经结束，2025 年大宗商品特别是工业商品将进一步偏弱下行，但调整幅度受到大周期商品超级牛市的约束。

四、中期资产配置

特朗普蔑视全球政治经贸规则强行按美国优先原则推动国际经贸体系重组并构建有利于美国发展的地缘战略空间，全球化的逆转以及错综复杂的跨国产业链重新部署在中长期内抑制全球经济增长动能，重债压力下的经济长期低迷可能进一步诱发经济危机或甚至局域战争，不同经济体之间合纵连横以及谈判博弈在中短期内带来巨大的波动性与避险需求，关税武器化威胁在诱发需求前置的同时也暗示后期需求坍塌风险；美国外交思路调整以及战略重心转移使得国际地缘政治更加混乱无序，欧洲因应美国战略转移的再军事化可能引发新一轮亚欧大陆的军备竞赛进而推高地缘政治风险。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	超配	内部房地产疲软与外部地缘政治风险将继续拖累中国经济增长前景，国债的避险需求持续呈现；
	信用债	中配	资产荒继续利多固收类资产，但信用利差已然偏低，恐无法覆盖信用风险；
股票	蓝筹股	中配	蓝筹股股债差值处于较高水平，类平准基金有效平抑蓝筹股波动，可作为进攻配置底仓；
	成长股	低配	外部地缘政治风险与内部科技突破需求使得成长股呈现出较大波动性，投资属性减弱而投机属性增强；
商品	原油	低配	全球经济增长动能转弱抑制原油需求，OPEC+欲增产以挤出高成本生产者并增强原油市场主导能力；
	黄金	超配	国际经贸体系加速重组、地缘政治风险持续高涨以及全球经济增长前景疲软等因素持续提振黄金的避险需求
主要风险因素			特朗普 2.0 新政，中美经贸斗争，中国刺激政策

数据来源：建信期货研究发展部

在 4 月份超预期对等关税带来的情绪冲击减退后，市场将更多受到全球经贸关系加速重组的灰犀牛进程约束，来自政策环境不确定性和经济增长动能疲软的避险需求将继续支撑黄金和国债等避险资产，而经济增长动能减弱与经济刺激力度加强的多空影响大概率使得股市和工业金属呈现抵抗式下跌。在这种情况下，我们建议 2025 年大类资产配置整体防御但下半年可伺机进攻，上半年加大国债作为对冲经济增长动能转弱的配置力度，保持黄金作为对冲全球政经体系加速重组

的配置力度，下半年加大蓝筹股和依赖国内需求的工业金属作为对冲稳增长政策预期的配置力度；而由于中国央行维持宽松货币金融环境稳增长，中国房地产市场下行周期尚未结束，我们建议继续低配货币和房地产。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,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,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913

电话:0755-83382269 邮编:518026

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

总部金融机构业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室

电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533 转5

邮箱:khh@ccb.ccbfutures.com

网址: <http://www.ccbfutures.com>