

类别
宏观市场月报

日期
2025 年 5 月 9 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



特朗普对等关税引发全球金融市场海啸

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

- 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引发美国经济滞胀预期，而政治环境稳定、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；而后美国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，并小幅修正汽车行业关税，中美双方也传递谈判信号，因此市场风险偏好持续回升。
- 在 4 月份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正负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贸易体系重组和人民币综合汇率贬值的配置力度，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 1-4 月份宏观市场回顾 - 4 -
- 二、宏观环境评述 - 4 -
 - 2.1 中国经济稳中有忧 - 4 -
 - 2.2 美国经济短期萎缩 - 7 -
 - 2.3 中国以确定性应对不确定性 - 9 -
 - 2.4 特朗普关税武器化 - 11 -
 - 2.5 美联储维稳未降息 - 15 -
- 三、资产市场分析 - 16 -
- 四、中期资产配置 - 19 -

一、2025 年 1-4 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引发美国经济滞胀预期，而政治环境稳定、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，对等关税引发的避险需求以及特朗普政府试图解雇美联储主席的消息推动伦敦黄金一度突破 3500 美元/盎司；而后美国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，并小幅修正汽车行业关税，中美双方也传递谈判信号，因此市场风险偏好持续回升，伦敦黄金也一度跌至 3200 美元/盎司附近。

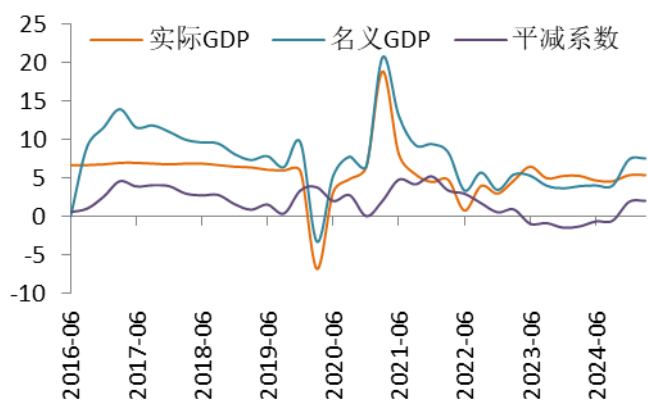
二、宏观环境评述

2.1 中国经济稳中有忧

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行为，DeepSeek 横空出世引发的人工智能投资热潮，2025 年年初中国经济延续了 2024 年四季度以来的稳步复苏格局。2025 年一季度中国实际 GDP 和名义 GDP 分别同比增长 5.4% 和 7.6% 且高于市场主流预期，GDP 平减系数同比增长 2.07% 意味着中国经济初步摆脱通缩风险。消费、投资和净出口分别拉动一季度实际 GDP 同比增速 2.8、0.5 和 2.1 个百分点，相比较看，消费拉动力度较前一季度的 1.6 个百分点显著增长，体现了决策层推动消费对冲外需疲软的政策效果；投资拉动力度较钱一季度的 1.3 个百分点显著回落，虽然基础设施建设投资有所加强，但制造业投资在外需压力下开始减速，而且库存压力使得房地产投资在需求回暖情况下继续萎缩；净出口拉动力度较上一季度的 2.5 个百分点小幅放缓，抢出口行为导致出口需求前置因此在关税威胁下表现出较强的韧性。

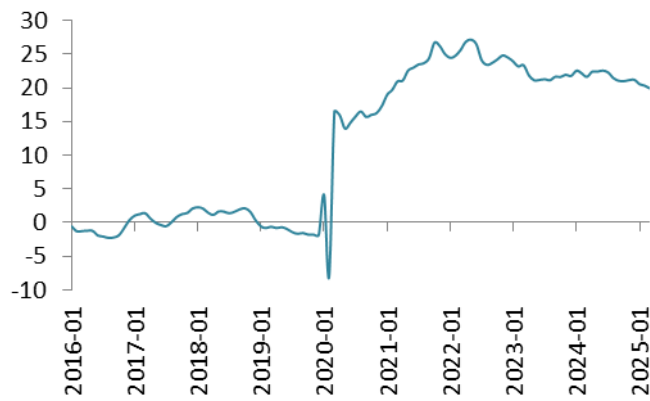
投资方面，2025 年 1-3 月份固定资产投资同比增长 4.2%，增速较 2024 年加快 1%；其中房地产投资同比萎缩 9.9%，萎缩程度较 2024 年收窄 0.7 个百分点；制造业投资同比增长 9.1%，增速较 2024 年放缓 0.1 个百分点；基建投资同比增长 11.5%，增速较 2024 年加快 2.3 个百分点。消费方面，2025 年 1-3 月份社会零售总额同比增长 4.6%，增速较 2024 年全年加快 1.1 个百分点；其中通讯器材、体育娱乐、办公用品消费高增，家电消费回暖但建筑装潢消费继续低迷，汽车消费萎缩程度从 2024 年全年的 0.5% 扩大到 0.8%。产出方面，2025 年 1-3 月份工业产出同比增长 7.7%。2025 年 3 月份中国产出较 2016/19 年线性趋势出超 2.5 个百分点，投资和消费分别较 2016/19 年线性趋势萎缩 24.7 和 8.9 个百分点，供求失衡指数从 2024 年底的 20.8 微降至 19.9，中国经济供过于求状况继续小幅改善但整体上仍较为显著，社会经济存在较大的内在通缩压力。

图1：中国GDP同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国总体供求失衡指数



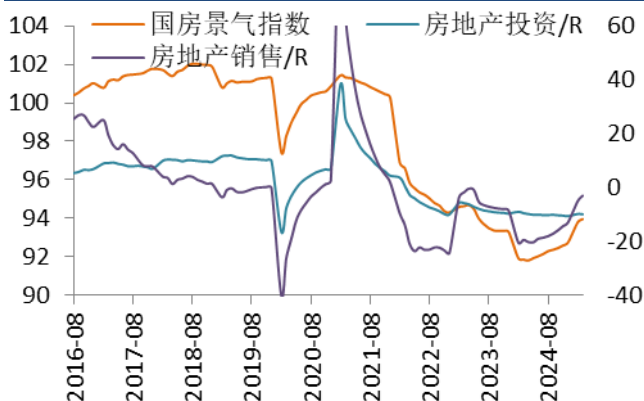
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年 1-3 月份房地产销售面积同比萎缩 3%，萎缩程度较 2024 年全年收窄 9.9 个百分点；竣工面积同比萎缩 14.3%，萎缩程度较 2024 年全年收窄 13.4 个百分点；新开工面积同比萎缩 24.4%，萎缩程度较 2024 年全年扩大 1.4 个百分点；2025 年 3 月份国房景气指数环比回升 0.17 个点至 93.96，为 2023 年 7 月份以来最高值。2025 年 3 月底房地产待售面积 78664 万平方米，较 2024 年同期增长 3337 万平方米，以近 12 个月滚动平均销售计算的去化月数达到 9 个月，较前值减少 0.12 个月；以“待售面积+施工面积-竣工面积”计算的去化月数环比为 77.4 个月，较去年同期减少 0.36 个月；总体上看房地产库存压力边际缓解但仍处历史高位，房地产库存压力使得销售端回暖难以传递到投资建造端。

房价方面，2025 年 3 月份七十城新房平均房价环比萎缩程度持平于上个月的 0.1%，房价环比下跌城市数从上个月的 45 个减少至 41 个；七十城二手房平均房价环比萎缩程度从 0.3% 收窄到 0.2%，房价环比下跌城市数从上个月的 65 个减少

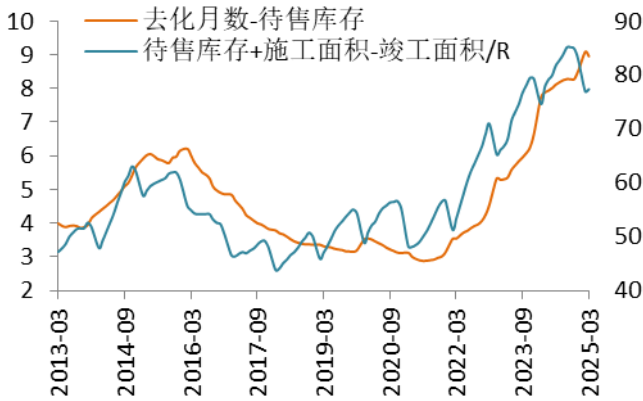
至 56 个。土地方面，近四周百大城市成交土地面积同比下降 6.8%，成交土地溢价率从前四周的 14.1% 下降至 5.9%。新房销售方面，近四周十大城市商品房销售面积同比萎缩 11.9%，十大城市房地产库存去化月数从 3 月底的 18.5 个月上升到 20.1 个月。二手房方面，挂牌量指数和挂牌价指数持续走低但跌幅有所放缓。总体上看房地产政策对房地产市场的刺激作用尚在但边际上开始减弱，观察地缘政治影响下房价调整压力与购房意愿减弱的正反馈循环是否重新启动。

图3：中国房地产市场整体指标



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国房地产库存压力



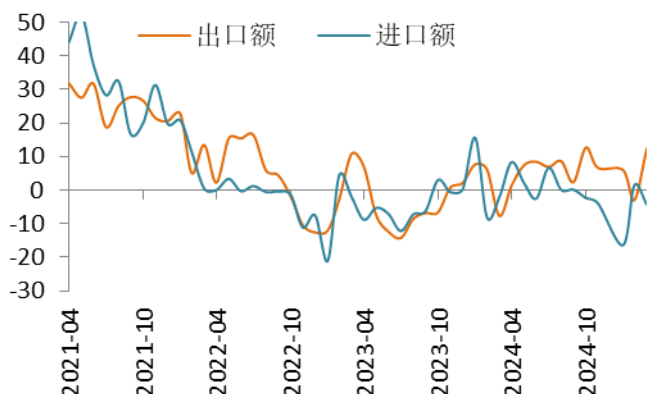
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025 年 3 月份中国 CPI 同比萎缩 0.1%，其中食品 CPI 萎缩 1.4% 而核心 CPI 上涨 0.5%。3 月份 CPI 环比萎缩 0.4%，主要受季节性因素和油价下行影响。一是天气转暖，部分鲜活食品大量上市，食品供应总体充足，3 月份食品价格环比下降 1.4%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点；二是旅游淡季出行人数减少，出行类价格有所下降，其中飞机票和旅游价格分别下降 11.5% 和 5.9%，合计影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点；三是国际油价下行，国内汽油价格环比下降 3.5%，影响 CPI 环比下降约 0.12 个百分点。3 月份中国 PPI 同比萎缩 2.5%，萎缩程度较前一月扩大 0.3 个百分点。3 月份 PPI 环比萎缩 0.4%，主要是国际输入性因素影响国内石油和部分出口行业价格下行。2023 年 3 月份至今 PPIRM 指数与 PPI 指数分别累积下跌 9.3% 和 8.3%，与此同时 CPI 指数大致保持稳定。

2025 年 3 月份中国出口同比增长 12.4% 而进口同比萎缩 4.3%，前三个月出口累积同比增长 5.8% 而进口累积同比萎缩 7%，贸易盈余累积增长 49.2%。分国别看前三个月对美国、欧盟和东盟分别累积出口增长 4.5%、3.7% 和 8.1% 而对俄罗斯出口累积萎缩 6.3%；主要大宗进口货物中，天然气和大豆进口分别累积萎缩 10% 和 7.9%，金属矿和原油分别累积萎缩 3.8% 和 1.5%。中国港口货物吞吐量近四周移动平均同比增长 5.6%，处于 2025 年以来的较低水平区间。总体上看前三个月中国出口受到抢出口行为影响，4 月份出口受到抢转口行为影响，5 月份过后中国出口

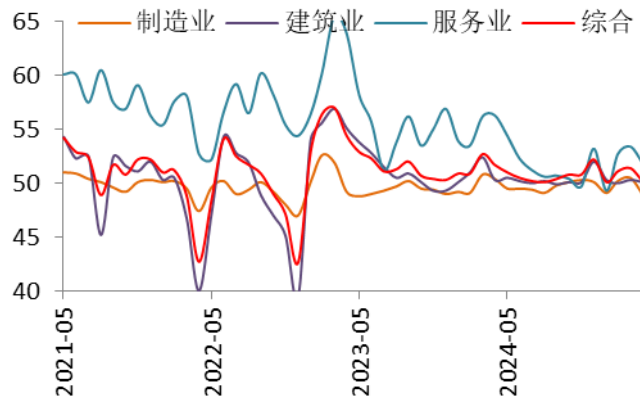
受特朗普关税武器化冲击可能更加明显。

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：中国官方PMI



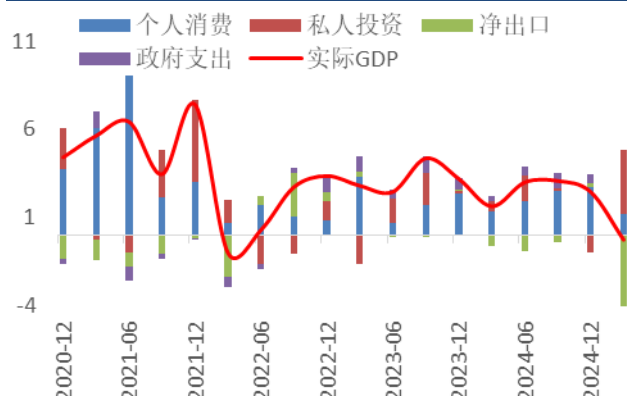
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年4月份中国官方制造业PMI环比回落1.5个百分点至49%，为2023年6月份以来最低值；其中新订单指数环比回落2.6个百分点至49.2%，新出口订单指数环比回落4.3个百分点至44.7%，在手订单指数环比回落2.4个百分点至43.2%，进口指数环比回落4.1个百分点至43.4%，出厂价格指数环比回落3.1个百分点至44.8%，数据表明特朗普关税武器化对中国制造业产生较大影响。4月份服务业PMI环比回落0.2个百分点至50.1%，建筑业PMI环比回落1.5个百分点至51.9%，综合PMI环比回落1.2个百分点至50.2%，仅略高于2024年8月份的50.1%。

2.2 美国经济短期萎缩

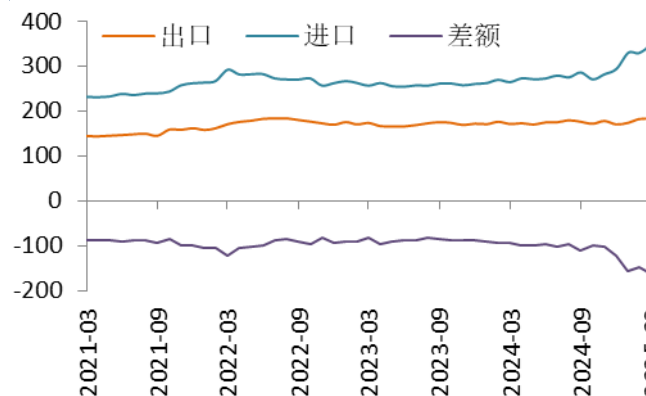
特朗普对内以保守价值观整顿联邦政府和改造美国社会，对外循丛林法则推行关税武器化和重构美国地缘战略空间，国内外同时多线激进改革严重扰乱美国经济社会正常秩序。2025年一季度美国实际GDP环比年率萎缩0.27%，为2022年一季度（美联储迅猛紧缩）之后再次录得环比萎缩；一季度GDP平减指数环比年率增长3.74%，为2023年一季度以来最高值；名义GDP环比年率增长3.46%，较前季减少1.38个百分点且为疫情冲击后的最小值。从分项看一季度个人消费拉动1.21个百分点，较前季减少1.49个百分点且为2023年三季度以来最低值；固定投资拉动1.34个百分点，较前季提高1.54个百分点且为2023年三季度以来最高值；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。

图7：美国季度GDP环比年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

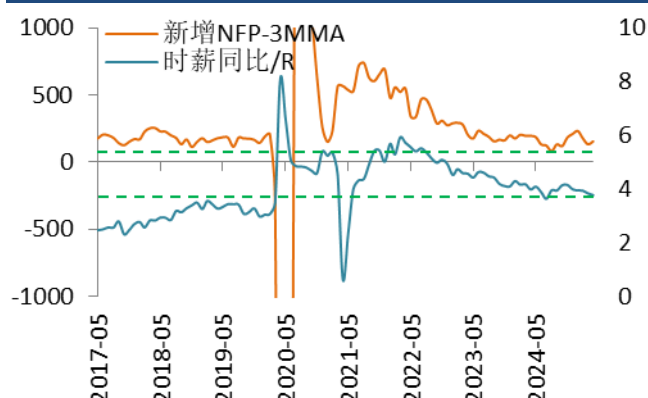
图8：美国商品进出口



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

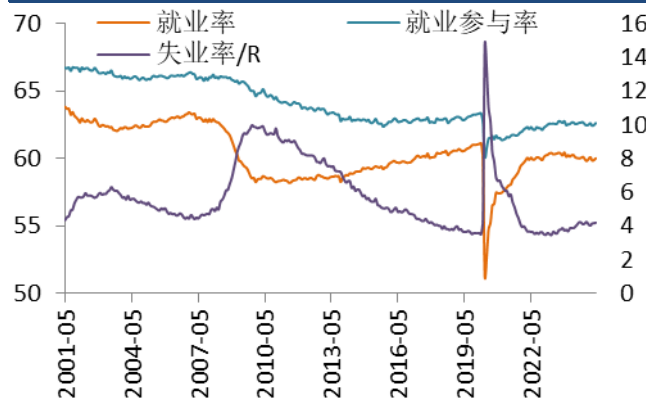
2025年4月份美国新增非农就业17.7万，高于市场主流预期的13.8万；前两个月合计下修5.8万，近三个月移动平均新增15.5万，较前值提高2.2万（但前三个月平均下修4.1万）。分行业看，建筑业、批发业、专业服务和休闲酒店业就业扩张而制造业、零售业和政府部门就业放缓，联邦政府就业近四个月累积减少2.3万。薪资方面，3月份私营非农雇员薪资同比增长3.77%，为2024年8月份以来最低值；近6个月环比折年率更是回落到3.27%，是2020年12月份以来的最低值。2025年4月份美国就业参与率从62.48%小幅增至62.63%，主要表现为壮年劳动力就业参与率的显著回升；U3失业率为4.15%小幅上升至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

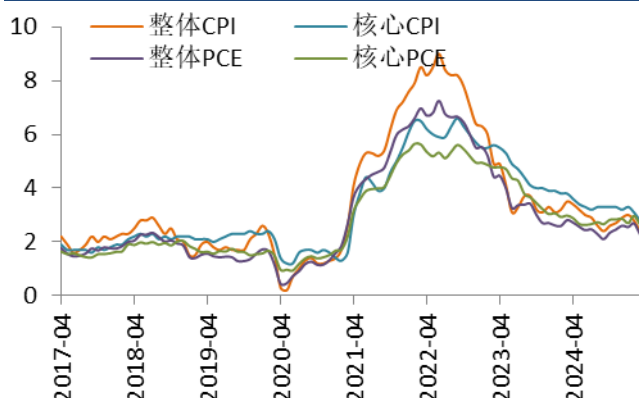


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年年初美国压力缓解但通胀预期走高。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

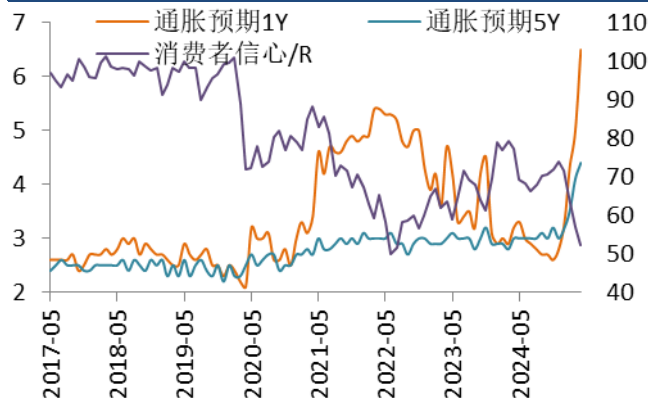
始短期因素开始减退，且特朗普 2.0 新政抑制美国经济增长动能并部分对冲了关税武器化带来的输入性通胀压力。3 月份美国整体 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2.4% 和 2.8%，均为 2021 年 4 月份以来的最低值；整体 PCE 和核心 PCE 分别同比增长 2.29% 和 2.65%，也处于 2021 年 4 月份以来的低水平区间。克利夫兰联储 Inflation Nowcasting 模型最新预估核心 CPI 同比增速先继续回落到 4 月份的 2.76% 然后回升到 5 月份的 2.83%，5 月份过后关税武器化对通胀的推升作用将逐渐体现。

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：消费者信心与通胀预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

虽然新政不确定性抑制美国经济增长动能与现实通胀压力，但关税武器化威胁显然推高市场通胀预期且打压消费者信心，并对美联储重启降息进程构成障碍。2025 年 4 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 6.5%，为 1982 以来最高值（2022 年极值为 5.4%）；5 年期通胀预期上升到 4.4%，为 1992 年以来最高值；与此同时消费者信心回落到 52.2%，仅略高于 2022 年 6 月份的 50%。

2025 年 4 月份美国 ISM 制造业 PMI 环比下跌 0.3 个百分点至 48.7%，为 2024 年 12 月份以来的最小值，供需两端均较为疲软；其中物价指数上升到 69.8%，为 2022 年 6 月份以来的最高值。服务业 PMI 环比回升 0.8 个百分点至 51.6%，其中物价指数上升到 65.1%，为 2023 年 3 月份以来最高值。4 月份摩根大通全球制造业 PMI 环比回落 0.5 个百分点至 49.8%，为 2025 年 1 月份以来的最小值，其中欧元区和日本 Markit 制造业 PMI 环比小幅回升但均长期处于萎缩区间。

2.3 中国以确定性应对不确定性

2025 年 4 月 8 日，国务院批复商务部提出的《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，《工作方案》推动试点工作提速加力并实施新一轮试点任务。试点工作包括：1、加快试点实施节奏，将试点任务在符合条件的试点地区一体化推

进，提升试点工作效率；2、扩大试点范围。将大连、宁波、厦门、青岛、深圳、合肥、福州、西安、苏州等9市纳入试点范围；3、加大压力测试和复制推广力度，各部门拟推出的涉及服务业的开放创新举措，优先在试点地区先行先试，开展压力测试；根据试点任务风险等级，及时在相应范围复制推广。新一轮试点任务包括支持电信服务及相关数字产业开放发展、提高医疗康养领域对外开放和服务保障水平以及推进金融领域国际合作等四十项内容。

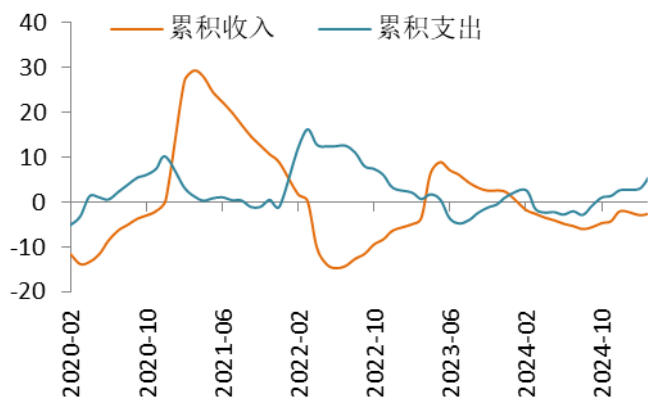
4月25日政治局会议提出：1、经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，要强化底线思维，充分备足预案；2、统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性；3、加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，适时降息降准；4、增强消费对经济增长的拉动作用，尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款；5、加快解决地方政府拖欠企业账款问题，持续巩固房地产市场稳定态势，持续稳定和活跃资本市场；6、既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节。

5月7日国新办举行新闻发布会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。货币政策方面：1、自5月15日起降低存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存准率的金融机构），预计将向市场提供长期流动性约1万亿元，汽车金融公司和金融租赁公司存准率从5%阶段性下降至0；2、政策利率（7天逆回购利率）从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动LPR同步下行约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以及支农支小再贷款利率都从目前的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，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.1%和2.6%；5、增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，增加支农支小再贷款额度3000亿元，设立5000亿元服务消费与养老再贷款；6、将5000亿元证券基金保险公司互换便利和3000亿元股票回购增持再贷款这两个工具的额度合并使用，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并向其提供充足的再贷款支持。

金融监管方面：1、加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度；2、进一步扩大保险资金长期投资试点范围；3、进一步调降保险公司股票投资风险因子；4、尽快推出支持小微企业、民营企业融资一揽子政策；5、制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施；6、将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行。证监会方面：1、近期将出台深化科创板、创业板

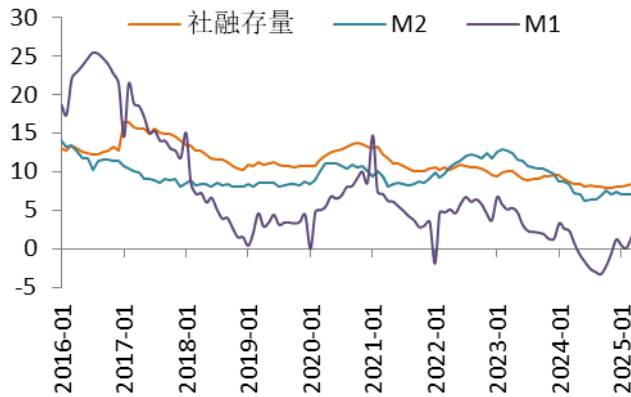
改革政策措施；2、抓紧印发和落实《推动公募基金高质量发展行动方案》；3、全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。

图13：中国广义财政收支增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：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

2025年1-3月份中国广义财政收入同比萎缩2.57%，萎缩程度较1-2月份收窄0.32个百分点；广义财政支出同比增长5.62%，增速较1-2月份加快2.69个百分点；以前三个月增速外推，2025年中国广义财政赤字率将达到9.84%，较2024年扩大2.11个百分点。2025年3月份，中国广义货币供应M2同比增长7%，增速连续3个月持平；M1同比增长1.6%，增速为2024年4月份以来最高值；社会融资存量同比增长8.4%，增速为2024年4月份以来最高值。

2.4 特朗普关税武器化

4月份特朗普关税政策引发全球金融市场大幅波动。目前特朗普2.0时期的关税政策可分为四类，包括边境安全关税、特定行业关税、互惠对等关税以及中国特定关税。

1. 边境安全关税

2月1日，特朗普援引国际紧急经济权力法》(IEEPA)以及《国家紧急状态法》(NEA)，以南部边境紧急状态为由，决定自2月4日起对所有加拿大和墨西哥进口产品征收25%关税，对所有中国进口产品加征10%关税，并取消对中国低货值包裹(低于800美元)的免税待遇。2月3日，特朗普决定对加拿大和墨西哥进口产品的关税延迟至3月4日生效。2月4日，中国方面宣布多项反制措施，包括自2月10日起对美国进口的煤炭和液化天然气加征15%关税以及对原油、农业机械、大排量汽车和皮卡加征10%关税等。

3月4日，美国正式对加拿大和墨西哥进口产品征收25%关税，对中国进口产

品的加征税率则从 10% 上调到 20%。3 月 4 日，中国宣布多项反制措施，包括自 3 月 10 日起对美国进口的小麦、玉米和棉花等加征 15% 关税以及对大豆、猪肉、牛肉和水产品等加征 10% 关税等。加拿大自 3 月 4 日起对价值 300 亿加元的美国进口产品加征 25% 关税。3 月 6 日，特朗普决定对符合美墨加协定（USMCA）优惠条件的加拿大和墨西哥产品不征收边境安全关税，对不属于 USMCA 优惠范围的加拿大能源产品以及加拿大和墨西哥钾肥征收 10% 关税，对不符合 USMCA 优惠条件的其他加拿大和墨西哥产品征收 25% 关税。

2. 特定行业关税

2 月 10 日，特朗普援引 1962 年《贸易扩张法》第 232 条，根据特朗普 1.0 时期针对钢铝产品进口对美国国家安全影响的 232 条款调查结果，决定自 3 月 12 日起对所有进口钢铁产品征收 25% 关税，且对所有进口铝产品关税税率从 10% 上调到 25%；取消特定国家或产品豁免，并扩大钢铝衍生品覆盖范围，以修补之前钢铝关税的漏洞。

3 月 26 日，特朗普继续援引 1962 年《贸易扩张法》第 232 条，从 4 月 3 日起对进口汽车、以及 5 月 3 日起对进口关键汽车零部件（包括发动机、变速器、动力总成和电气零部件等）征收 25% 关税。USMCA 下的汽车进口商将有机会确认其美国成分，25% 关税仅适用于其非美成分；加拿大对等反制；4 月 29 日特朗普修订汽车关税，将汽车从钢铝行业和边境安全等其他关税中豁免，并为关键汽车零部件关税提供两年豁免，第一年、第二年豁免额分别相当于汽车制造商在美国组装汽车价值的 15% 和 10%。

目前加拿大对钢铝关税和汽车关税有大致对等反制措施，欧盟对钢铝关税有小部分反制措施，另有更大部分反制措施因特朗普暂停高额互惠对等关税而暂停。2 月 25 日和 3 月 1 日特朗普分别签署行政令，就铜和木材相关产品进口对国家安全的影响启动第 232 条款调查；4 月 14 日商务部启动对药品和半导体进口展开调查；4 月 15 日特朗普下令对关键矿产进口展开调查；5 月 4 日特朗普称将对所有在美国境外制作的电影加征 100% 关税，5 月 5 日特朗普称将在两周内宣布对药品征收关税。

3. 互惠对等关税

4 月 2 日，特朗普援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）、《国家紧急状态法》（NEA）和 1974 年贸易法第 604 节，以非互惠关税和非关税壁垒导致美国贸易长期失衡并进入国家紧急状态为由开征互惠对等关税，其中 4 月 5 日起对所有国家

征收 10% 的基准互惠对等关税, 4 月 9 日起对与美国贸易逆差最大的国家征收更高的互惠对等关税。行政令允许特朗普在贸易伙伴报复时提高互惠对等关税, 在贸易伙伴补救非互惠贸易安排并在经济和国家安全事务上与美国保持一致时降低互惠对等关税; 已受或未来可能受 232 条款约束的物品、美国没有的能源矿物以及金银不受互惠对等关税约束。加墨继续受现有的边境安全关税约束而不受对等关税约束, 在边境安全关税结束后符合 USMCA 的加墨产品以及能源产品和钾肥免征对等关税, 不符合 USMCA 的加墨产品征收 12% 的对等关税。

在 4 月 2 日至 4 月 11 日多轮博弈之后, 美中对等关税税率从 34% 上升到 84% 最终上升到 125%, 中国坚定完全反制而其他经济体倾向于谈判。4 月 10 日特朗普对除中国外的特定经济体在 90 天内免征高额对等关税(只收 10%) 以提供贸易谈判时间窗口, 4 月 11 日特朗普宣布在对等关税中豁免半导体、智能手机、笔记本电脑等电子产品(留待两个月内开征行业关税, 占 2024 年中国输美的 20%)。4 月 24 日中国未公开对集成电路、血液类制品、半导体相关设备、乙烷乙烯等化工品、航空设备等部分商品在 90 天内豁免对等关税, 总价值约 450 亿美元, 占 2024 年美国输华产品的 30%。

特朗普给出的互惠对等关税税率远超市场机构根据“最惠国适用税率+增值税率”计算出来的主流预测区间并引发市场剧震。美国贸易代表办公室 USTR 公布互惠对等税率计算公式: $\text{互惠对等税率} = (\text{美国出口额} - \text{美国进口额}) / (\text{美国进口额} * \text{进口额对进口价格的弹性} * \text{进口价格对关税的弹性})$, 其中进口额对进口价格的弹性取值 4, 进口价格对关税的弹性定为 0.25, 因此互惠对等税率 $= (\text{美国出口额} - \text{美国进口额}) / \text{美国进口额}$; 美国还假意只征收按上述公式计算出来的互惠对等关税的一半, 自以为是对世界的善意表示。

4. 中国特定关税

2 月 1 日特朗普决定取消中国进口小额包裹(不高于 800 美元)的免税待遇, 2 月 5 日因海关处理能力有限而暂停; 4 月 2 日决定从 5 月 2 日起再次取消, 初定关税税率为从价税 30% 或从量税 25 美元/件(6 月 1 日后提高到 50 美元/件); 4 月 9 日决定将关税税率提高到从价税 120% 或从量税 100 美元/件(6 月 1 日后提高到 200 美元/件);

4 月 17 日, USTR 就针对中国海运物流和造船业的 301 条款调查, 决定分两阶段采取限制措施; 在自 2025 年 4 月 17 日起的第一阶段中, 针对中国船东和航运经营公司, 每船净吨收费从 50 美元逐步递增到 140 美元(前半年免收, 一年递增

30 美元，每年最多对单船收取 5 次)；针对中国建造的船舶，每船净吨收费从 18 美元逐步递增到 33 美元或者每船每集装箱收费从 120 美元逐步递增到 250 美元 (前半年免收，每年最多对单船收取 5 次)；对于非美国建造的汽车运输船，每单位车 (CEU) 收取 150 美元费用 (前半年免收)；在自 3 年后实施的第二阶段中，为了激励美国建造的液化天然气 (LNG) 船舶，实施对通过外国船只运输 LNG 的限制，这些限制将在 22 年内逐步增加；

4 月 21 日，美国敲定对来自东南亚四国的太阳能电池和组件征收反倾销和反补贴关税；国别关税为马来西亚 34.4%、泰国 375.2%、越南 395.5%而“拒不配合调查”的柬埔寨为 3521%；一些中国企业被设定个性化税率，如位于马来西亚的晶科能源被征收 41.56% 的关税、位于泰国的天合能源为 375.19%、位于越南的晶澳太阳能 120%；

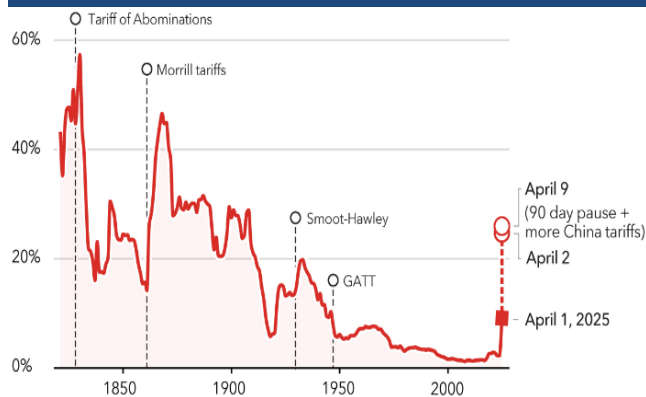
2024 年 12 月 23 日 USTR 对中国基础半导体行业展开 301 条款调查，依例 301 条款调查要在立案调查 1 年时间内由总统决定是否针对调查结果采取行动；2025 年 3 月 3 日 USTR 称将评估与取消中国永久性正常贸易关系地位相关的立法提案；4 月 1 日美国贸易代表在《美国优先贸易政策执行报告》中称中国未遵守中美第一阶段贸易协议。

图15：贸易政策不确定性



数据来源：IMF，建信期货研究发展部

图16：美国平均关税税率



数据来源：IMF，建信期货研究发展部

特朗普关税政策严重扰乱全球经济贸易正常秩序，主流机构纷纷下调经济增长预测。4 月 16 日，世界贸易组织 WTO 在《全球贸易展望和统计》报告将 2025 年全球商品贸易预期从增长 2.7% 下调至萎缩 0.2% 至 1.5% (GDP 增长预期从 2.8% 下调至 2.2-1.5%)，显著低于 2024 年的 3.2% 但可避免如金融危机和新冠疫情那样带来的衰退。4 月 22 日，国际货币基金组织 IMF 在最新一期《世界经济展望中》报告中将 2025 年全球经济增长预期从 3.25% 下调至 2.79%，这也是近 20 年来除受

2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情外的最低增速，其中中国和美国经济增长预期分别从 4.48% 和 2.15% 下调至 3.95% 和 1.83%，主要受到国际贸易紧张形势的影响(但仍预计 2025 年全球贸易量增长 1.7%)。

4 月 25 日《华尔街日报》称特朗普政府计划进行分阶段的谈判，采用一个新的谈判模板为对等关税谈判设定一套通用条款，包括关税和配额(对美产品的税率调整等)、非关税贸易壁垒(对美产品的监管限制)、数字交易(数据流通、平台准入等)、产品原产地规则(供应链溯源要求)、经济安全及其他商业问题(技术转移、投资审查等)等谈判类别；美国在未来两个月，根据新的框架与 18 个经济体展开谈判(每周 6 个，三周后重复，直到 7 月 8 日)，届时未达成协议的经济体将面临对等关税。

2.5 美联储维稳未降息

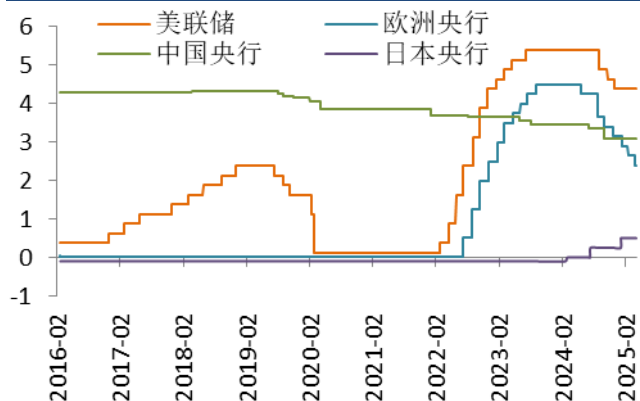
2025 年 5 月 6-7 日美联储召开本年度第三次议息会议，会议决定维持政策利率和缩表行动不变，并得到所有投票官员的一致同意，这也符合市场主流预期。目前，市场预期 2025 年美联储降息 75BP，其中 7 月 31 日会议降息概率 70.4%、9 月 18 日会议降息概率 60.4%、12 月 11 日会议降息概率 73.1%。我们判断 2025 年美联储利率政策行动取决于特朗普 2.0 多项激进改革(联邦机构重组、关税武器化、减税降费等)的综合影响，最终落实到总体经济形势、就业市场与通胀等三类指标的综合研判上，年内利率政策行动存在极大不确定性。

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，而且再次强调仅包括个人消费和私人固定资产投资而排除库存投资、政府支出和净出口的私人国内最终购买(PDFF, Private Domestic Final Purchases)指标的重要性，他也认为美国 GDP 数据可能会被上修。5 月 6 日亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测美国二季度实际 GDP 环比年率增长 2.2%，从而初步摆脱技术性衰退风险。

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。但美联储认为特朗普 2.0 新政特别是高额关税威胁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，特朗普 2.0 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

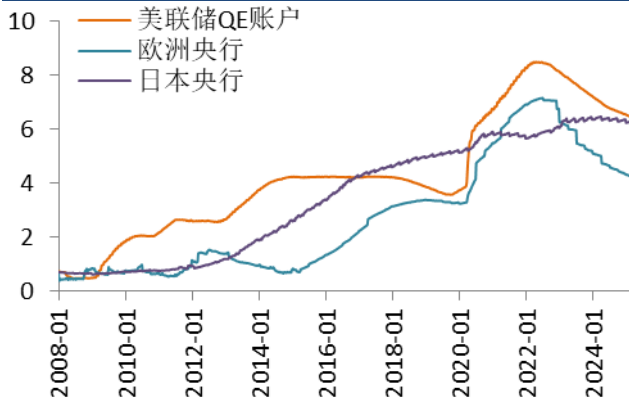
来，通胀还在相当低的水平上横向波动而就业市场也暂时未见显著恶化现象，因此美联储现在没有必要采取行动，需要等待更多数据来确定在在实现价格稳定和充分就业两大使命存在潜在冲突时如何抉择。

图17：美欧日中政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美欧日央行QE账户



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年以来美联储三次降息共100BP，目前联邦基金利率目标区间为4.25-4.5%，2025年已经三次会议连续暂停降息；欧洲央行七次降息共210BP，目前主要再融资利率为2.4%，2025年已经三次会议连续降息；日本央行三次加息共60BP，目前无担保隔夜拆借利率为0.5%，2025年除1月份加息外目前已经连续两次会议按兵不动；中国央行三次降准四次降息，最近是5月7日降准又降息。截至2025年4月30日，美联储本轮缩表2.1万亿美元或25%，央行总资产与美国经济总量比值23.27%仍高于疫情前的19.62%；欧洲央行本轮缩表3.06万亿欧元或28.4%，央行总资产与欧元区经济总量比值41.4%略高于疫情前的39.1%；日本央行QE账户有轻微缩小迹象，虽然日本央行宣称尚未结束QE。

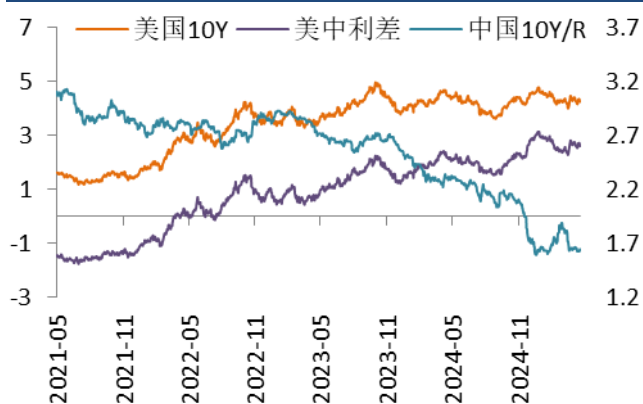
三、资产市场分析

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，决策层开始加大经济

刺激力度而5月上旬中国央行全面降息降准,5月初10年期国债利率回落到1.63%。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%。

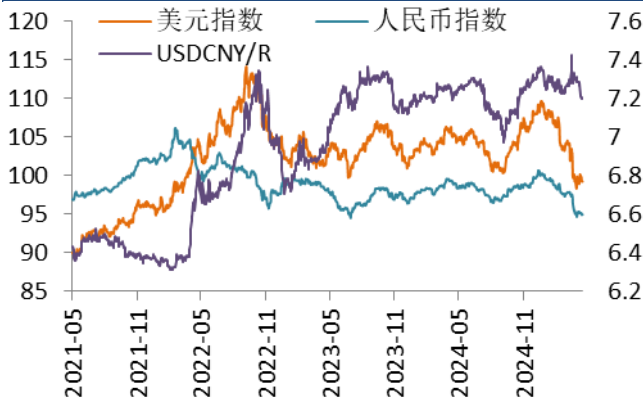
2024年9月中旬至2025年1月中旬美债十年期利率从3.63%上升到4.79%,驱动因素先是美联储开启降息进程改善美国经济增长前景,然后是特朗普再次当选美国总统引发追逐美国资产的“特朗普交易”热潮;2025年1月中旬至4月初美债10年期利率回落到4%附近,因特朗普2.0政府上台后国内外多项激进改革同时推进,新政不确定性前景催生美国经济衰退风险;4月份美债10年期利率在4-4.5%之间运行,因关税武器化既损害美国经济增长动能又推高美国通胀预期,而且肆意破坏国际规则来推动国家贸易体系重组也令市场担忧美债信用。由于特朗普重组国际贸易体系一方面增强美国硬实力另一方面削弱美国软实力,经济增长动能的增强以海外美债需求的减弱为代价,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%。

图19: 中美10年期国债利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图20: 美元和人民币汇率



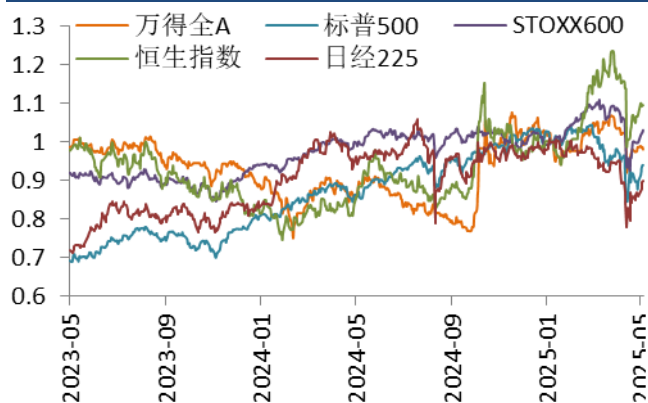
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

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月底特朗普政府澄清并无解雇美联储主席的计划,而美国与其他经济体的贸易谈判正在进行,消息令市场对美国财经纪律失控和特朗普政策不确定性的担忧有所减退,美元指数小幅反弹至100附近。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，因此我们判断美元指数或在 95-110 之间宽幅运行。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，但有迹象表明中国决策层有意维持人民币汇率稳定以捍卫多边贸易体系，我们判断 2025 年人民币汇率整体偏弱但贬值幅度取决于中美博弈因此存在较大不确定性，人民币兑美元汇率年度核心波动区间为 7.1-7.5。

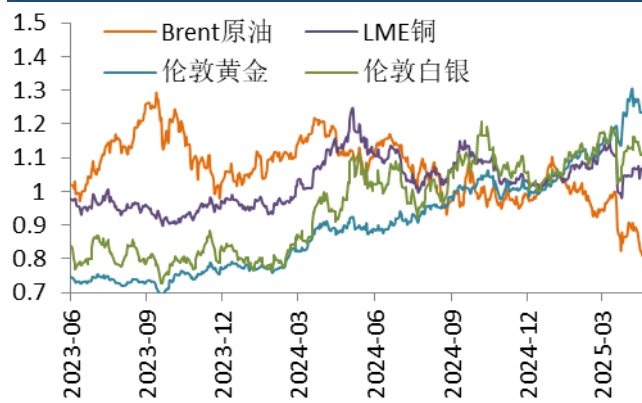
2025 年迄今恒生指数、STOXX600 和万得全 A 分别上涨 13.1%、5.7%和 1%而标普 500 指数和日经 225 指数分别下跌 4.3%和 7.8%，DeepSeek 横空出世引发中国人工智能投资热潮，但中美贸易纷争抑制 A 股风险偏好，欧洲央行持续降息以及财政扩张预期刺激欧股，美国经济滞胀风险打压美股高位回落，日本央行持续加息恶化日股流动性环境。国际经贸斗争使得中国外需面临极大不确定性，但决策层也未雨绸缪安排了更为积极的财政政策和宽松的货币政策环境，5 月初中国央行全面降息降准，并强化国家队发挥类平准基金作用的能力，我们判断二季度中国股市或呈现抵抗式下跌走势。综合基本面因素、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21：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22：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 3.6%和 3.7%，主要源于特朗普 2.0 关税武器化威胁对全球正常生产贸易秩序的冲击，中国加大稳增长力度以及美元汇率贬值也起到重要作用。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引发的避险需求推动贵金属指数上涨 21.4%，关税武器化威胁的抢出口抢进口行为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价格以及黑色链。从中周期看，环球央行携手宽松和美中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 年大宗商品可能进一步偏弱下行，但调整幅度受到大周期商品超级牛市的约束，而人民币汇率贬值与逆周期政策加码或使得国内商品强于国际商品。

四、中期资产配置

特朗普蔑视全球政治经贸规则强推互惠对等关税意图构建以美国为核心的互惠贸易体系，意味着全球政治经济贸易货币体系重组进入快车道，不同经济体之间合纵连横、谈判博弈必然带来巨大的波动性与避险需求，全球分工程度的下降抑制劳动生产率，错综复杂的跨国产业链重新部署抑制经济增长动能，重债压力下的经济长期低迷或诱发经济危机或局域战争，另一方面经济疲软压力与地缘政治风险也要求加大经济刺激力度以及扩张国防支出。

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，隐性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	地缘政治风险以及国际贸易纷争提振黄金避险需求，人民币综合汇率贬值进一步推高国内金价；
主要风险因素			特朗普 2.0 新政，中美贸易纷争，中国刺激政策

数据来源：建信期货研究发展部

在 4 月份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正负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贸易体系重组和人民币综合

汇率贬值的配置力度，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>