



关税政策暂停裁决陷入拉锯

——全球大类资产配置周观察

2025年05月31日

核心观点：

- **经济事件：**5月26日至5月30日，特朗普宣布将进口钢铁关税从25%提高至50%。同时，其关税政策在司法层面陷入拉锯战，联邦法院先是裁定行政令越权，随后又暂停该裁决。与此同时，特朗普向美联储施压要求降息，声称高利率“让亚洲大国占便宜”，而鲍威尔则重申货币政策需依据数据进行决策。
- **商品市场：**(1) 黄金：本周黄金价格显著回调。地缘风险降温，特朗普关税政策被法院叫停，叠加美欧延长关税谈判期限，市场风险偏好回升，避险资金流向权益资产。同时，美联储鹰派信号、美元指数走强、美债收益率反弹，以及美国经济数据分化，都令黄金短期承压。不过，全球央行持续购金、去美元化趋势，以及地缘潜在风险和未来美联储可能的降息周期，为黄金中长期走势提供稳固支撑。(2) 原油：本周原油价格延续跌势。OPEC+周末会议讨论7月增产，市场预期日增41万桶，且特朗普称美伊核谈接近协议，伊朗原油重返市场预期升温，供应过剩预期强化。需求端因全球经济缓慢复苏而支撑不足，中长期油价仍面临下行压力。
- **债券市场：**(1) 美债：本周美债收益率高位震荡。周初因美债拍卖稳健、短期债务发行规模削减而小幅回落，后因日本国债拍卖遇冷、美国减税法案推进受阻，收益率再度上行。美国法院裁定特朗普关税政策越权，以及美联储会议纪要强调谨慎，均降温了降息预期。中长期看，美债收益率风险溢价将维持高位，美国财政前景堪忧，全球去美元化趋势加速，特朗普政策不确定性和美联储降息路径延后，均在一定程度抑制收益率下行空间。(2) 中债：本周中债收益率温和下行。央行逆回购净投放对冲资金扰动，外部贸易摩擦风险暂缓，5月PMI边际改善且市场预期央行重启国债操作，支撑利率走低。中长期看，中债收益率将窄幅震荡、中枢缓降，需关注关税暂停期后贸易摩擦动向。
- **汇率市场：**(1) 美元指数：本周美元指数震荡上行。美法院暂停特朗普关税、美欧贸易谈判乐观，叠加美联储鹰派信号、欧央行降息预期升温及日债标售疲弱，推升美元。但美国经济存滞胀风险，上行基础不稳。中长期看，美元中枢趋弱。(2) 美元兑日元：本周美元兑日元震荡上行。日本央行鹰派言论短暂提振日元，但财政部拟削减超长期国债发行致加息押注缩减，叠加美欧贸易缓和、美联储鹰派信号，美元走强压制日元。中长期美元兑日元或先强后弱，美日货币政策分化或推动日元回升。
- **权益市场：**美国法院裁定暂停特朗普关税政策，显著提振风险偏好，推动美股上涨；此外英伟达财报超预期，其数据中心业务营收同比激增73%至391亿美元，AI芯片需求爆发带动科技股全线走强。当前美股面临多重压力：其一，特朗普关税政策反复或持续扰动市场预期；其二，美联储政策正陷入两难境地，关税反复或导致美国面临通胀超预期与经济增长放缓的滞胀格局；其三，美股估值风险显著积聚，科技股虚高问题尤为突出，叠加美国36万亿美元债务上限争议，或触发美股的螺旋式下跌。
- **风险提示：**海外降息不确定风险；特朗普新政策不确定风险；地缘因素扰动风险；市场情绪不稳定风险；国内政策落地效果不及预期风险。

分析师

杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

相关研究

- 2025-05-29, 上市公司并购重组迎来哪些新变化?
- 2025-05-21, 低利率时代欧洲资产配置启示
- 2025-05-12, 关税缓和信号下哪些板块有望受益?
- 2025-05-08, 美联储5月议息会议点评报告：在通胀与衰退预期之间美联储如何抉择
- 2025-05-07, 关键时间节点的发布会：一揽子金融政策稳市场稳预期
- 2025-05-05, 年报和一季报有哪些亮点?
- 2025-05-04, “五一”假期事件梳理及市场展望
- 2025-04-25, 4月中央政治局会议解读：“持续稳定和活跃资本市场”聚焦哪些方面?
- 2025-04-24, 公募基金一季度持仓释放哪些信号?
- 2025-04-08, 中国版平准基金横空出世提振市场信心
- 2025-04-08, 汇金入市，坚定看多
- 2025-04-06, 港股2025年二季度投资展望：从估值修复到盈利兑现
- 2025-04-03, “对等关税”冲击市场配置预期
- 2025-04-03, 2025年二季度A股投资展望：风格切换，均衡配置
- 2025-03-23, 港股市场2025年以来行情拆解
- 2025-03-23, “东升西落”核心假设有哪些?
- 2025-03-20, 美联储3月议息会议点评：美联储按下缩表减速键，3月决议如何重塑资产定价逻辑
- 2025-03-17, 《提振消费专项行动方案》解读：消费潜力释放指引投资方向

目录

Catalog

一、 全球大类资产表现	2
二、 大宗商品	3
(一) 黄金市场	3
(二) 原油市场	3
三、 债券市场	4
(一) 美债收益率	4
(二) 中债收益率	5
四、 汇率市场	5
(一) 美元指数	5
(二) 欧元兑美元	6
(三) 英镑兑美元	6
(四) 美元兑日元	7
(五) 美元兑人民币	7
五、 权益市场	8
六、 风险提示	9

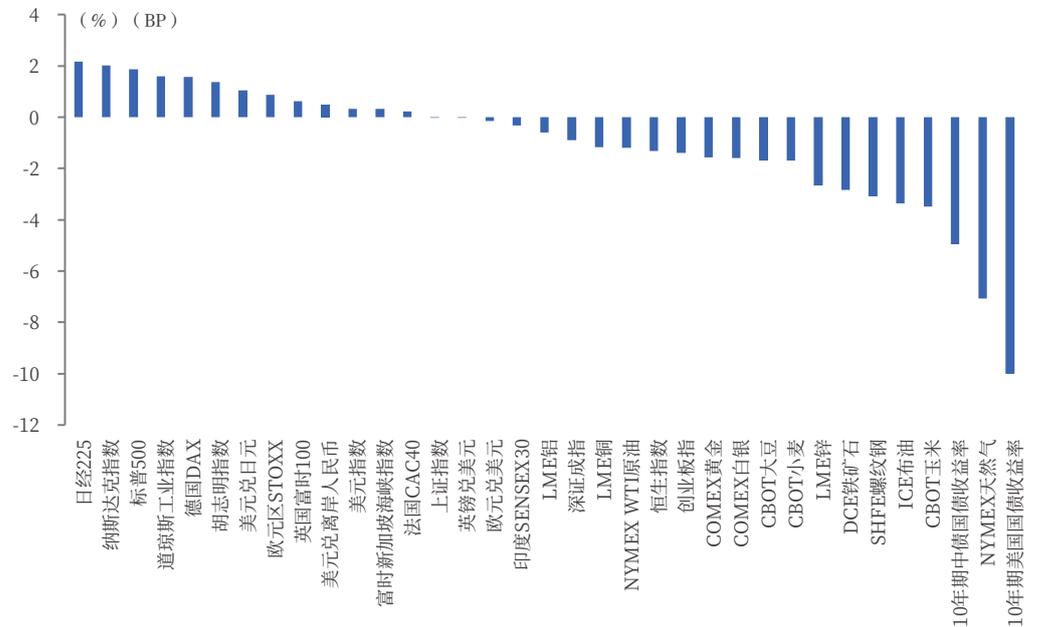
一、全球大类资产表现

2025年5月26日至5月30日，特朗普宣布将进口钢铁关税从25%提高至50%，引发市场震动。同时，其关税政策在司法层面陷入拉锯战，联邦法院先是裁定行政令越权，随后又暂停该裁决。货币政策方面，特朗普向美联储施压要求降息，声称高利率“让亚洲大国占便宜”，而鲍威尔则重申货币政策需依据数据进行决策。美财长表示中美贸易谈判“迟滞”，欧盟则获得关税延期至7月9日，印度在贸易谈判中提出削减关税但保留农产品保护。国内，5月制造业PMI回升至49.5%，高技术制造业已连续4个月保持扩张态势。

从资产表现来看，日股美股领跑权益市场，债券受益于避险需求与央行宽松，大宗商品受供需失衡与政策扰动持续调整，外汇市场美元因相对利率优势维持韧性，但非美货币内部分化加剧。

具体来看，日经225涨2.17%、纳斯达克指数涨2.01%、标普500涨1.88%、道琼斯工业指数涨1.60%、德国DAX涨1.56%、胡志明指数涨1.38%、美元兑日元涨1.05%、欧元区STOXX涨0.86%、英国富时100涨0.62%、美元兑离岸人民币涨0.48%、美元指数涨0.32%、富时新加坡海峡指数涨0.31%、法国CAC40涨0.23%、上证指数跌0.03%、英镑兑美元跌0.04%、欧元兑美元跌0.14%、印度SENSEX30跌0.33%、LME铝跌0.61%、深证成指跌0.91%、LME铜跌1.18%、NYMEX WTI原油跌1.20%、恒生指数跌1.32%、创业板指跌1.40%、COMEX黄金跌1.57%、COMEX白银跌1.59%、CBOT大豆跌1.70%、CBOT小麦跌1.71%、LME锌跌2.67%、DCE铁矿石跌2.84%、SHFE螺纹钢跌3.08%、ICE布油跌3.35%、CBOT玉米跌3.48%、10年期中债国债收益率下行4.96BP、NYMEX天然气跌7.06%、10年期美国国债收益率下行10.00BP。

图1：2025年5月26日至2025年5月30日全球大类资产表现（债券变动单位为BP，其余资产为%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、大宗商品

(一) 黄金市场

本周黄金价格显著回调。周内美伊冲突缓和、俄乌谈判信号释放，地缘风险短期降温叠加特朗普关税政策被美国联邦法院叫停，美欧同意延长关税谈判期限，推动市场风险偏好回升，避险资金流向权益资产。美联储会议纪要释放鹰派信号打压降息预期，美元指数走强及美债收益率反弹进一步削弱无息资产黄金的吸引力。此外美国经济数据的分化，消费者信心跃升但耐用品订单疲软放大了市场波动，黄金短期承压明显。

尽管短期承压震荡，黄金中长期支撑逻辑依然稳固。全球央行持续的购金需求及去美元化趋势未变，主权货币信用风险持续凸显黄金的储备价值。与此同时，地缘潜在风险与未来美联储降息周期可能重启的流动性宽松环境，将从实际利率下行和通胀对冲需求维度提供支撑。

图2: 美国通胀指数国债收益率与伦敦金现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 标准普尔500波动率指数与COMEX黄金



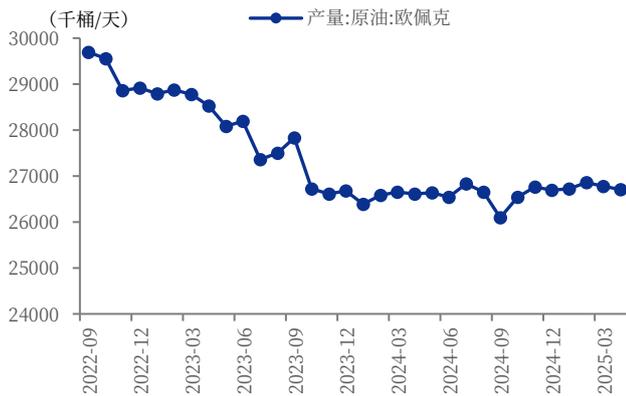
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 原油市场

本周原油价格延续跌势。供应过剩预期强化，OPEC+计划于周末会议讨论7月增产事宜，市场普遍预期将连续第三个月提高产量41万桶/日，叠加特朗普称美伊核谈判“接近达成协议”，推升伊朗原油重返市场预期，进一步压制油价。需求端支撑不足，尽管夏季出行旺季临近提振短期消费，但美国一季度GDP萎缩0.2%、核心耐用品订单下滑，经济疲软信号抑制需求增长空间。

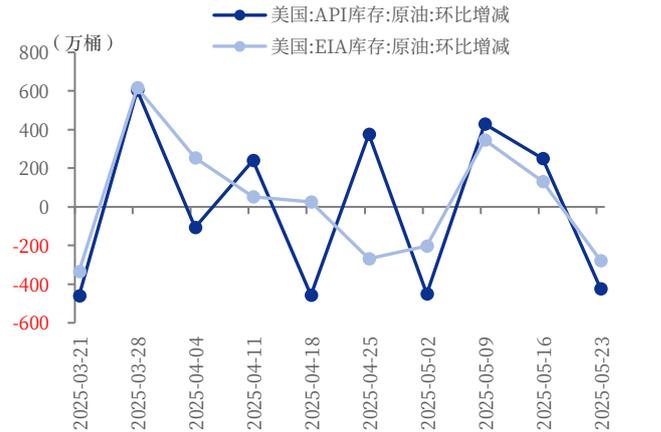
原油中长期仍面临下行压力。OPEC+战略转向“增产保份额”，叠加美国页岩油潜在产能释放，全球供应过剩量或进一步扩大。同时，需求端受制于贸易摩擦与经济放缓，原油价格难改震荡下探趋势，关注地缘风险及美联储降息周期或提供阶段性反弹动能。

图4: 欧佩克原油产量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美国 API 与 EIA 原油库存环比增减



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

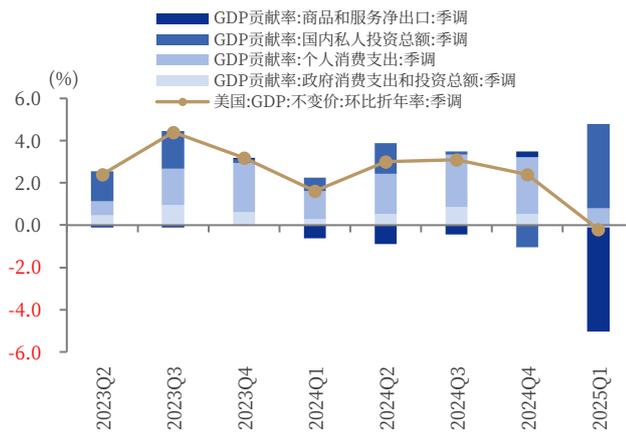
三、债券市场

(一) 美债收益率

本周美债收益率高位震荡。周初因美债拍卖表现稳健、短期债务发行规模削减,美债收益率一度小幅回落。但随后日本 40 年期国债拍卖遇冷和市场预期美国减税法案将在在参议院推进受阻,推动美债收益率再度上行。此外,美国法院裁定特朗普关税政策越权,叠加美联储会议纪要强调“经济不确定性加剧需保持谨慎”,降息预期进一步降温。值得关注的是,30 年与 10 年期美债利差持续走扩,市场对长期财政可持续性 & 通胀风险存疑,超长债期限溢价攀升难以逆转。

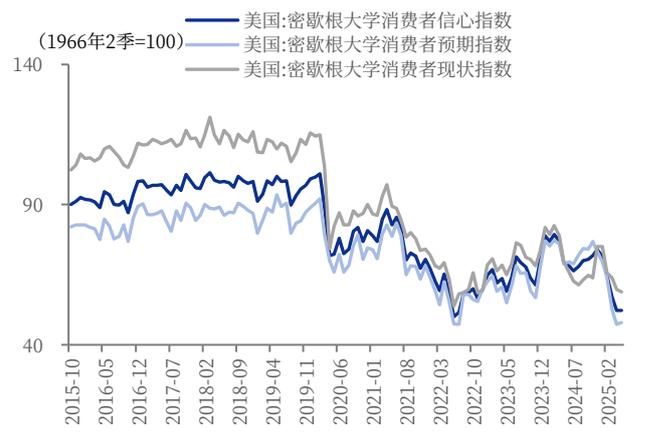
中长期看,美债收益率风险溢价或将维持高位,中枢难现大幅回落。美国财政前景堪忧,叠加全球去美元化趋势加速,特朗普政策不确定性持续和美联储降息路径延后,将进一步抑制收益率下行空间。

图6: 美国 GDP 环比折年率及主要分项贡献率



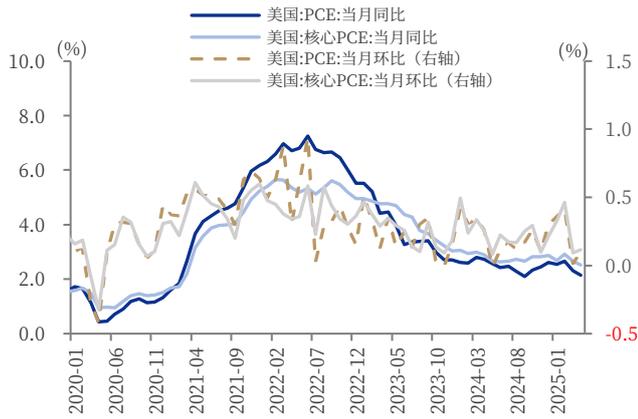
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 美国密歇根大学消费者信心、预期及现状指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 美国 PCE 与核心 PCE 同环比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 美国成屋销量季调折年数及其环比



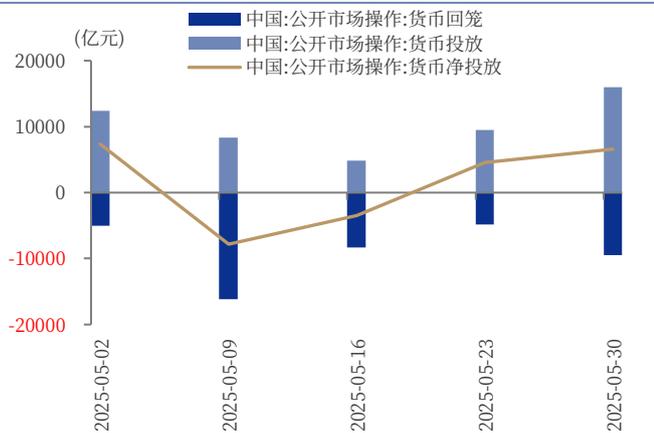
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 中债收益率

本周中债收益率温和下行。央行连续逆回购净投放资金，有力对冲月末税期与跨月扰动，资金利率中枢维持低位，短端利率下行带动债市情绪改善。同时，外部压力边际缓解，美国法院裁定暂停特朗普关税政策，短期内贸易摩擦升级风险暂缓，为国内流动性宽松创造外部条件。5月中国PMI录得49.5%，环比上升0.5个百分点，经济呈现边际改善特征，市场对央行未来重启国债买卖操作仍有期待，支撑长端利率小幅走低。

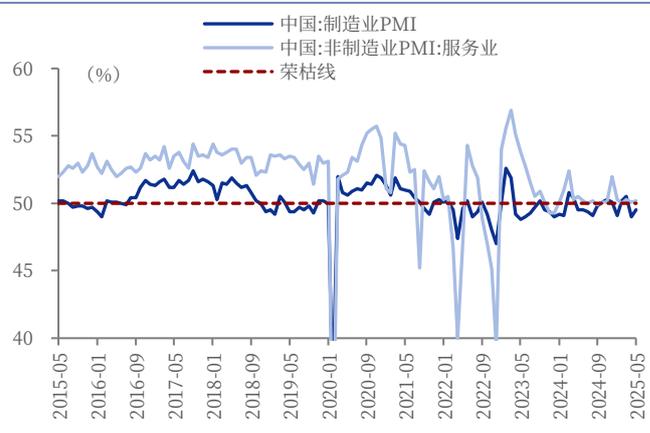
中长期看，中债收益率仍将延续窄幅震荡、中枢缓降的态势。货币政策维持适度宽松基调，但财政发力与政府债供给放量或阶段性推升利率。整体而言“资产荒”背景下债市仍具韧性，当前建议关注关税暂停期结束后贸易摩擦是否会再升温。

图10: 中国公开市场操作投放、回笼及净投放



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 中国制造业与非制造业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、汇率市场

(一) 美元指数

本周美元指数震荡上行。周初因美国法院裁定暂停特朗普关税政策，叠加美欧贸易谈判乐观情绪，市场风险偏好回升。随后美联储5月会议纪要释放鹰派信号，指出经济不确定性加剧需保

持政策谨慎，降息预期降温进一步支撑美元。同时，欧洲央行降息预期升温压制欧元，间接推高美元，同时日债标售疲弱引发的避险资金回流亦形成助力。但美国一季度 GDP 萎缩与核心 PCE 高企暴露滞胀风险，叠加劳动力市场数据走弱，显示美元上行基础并不稳固。

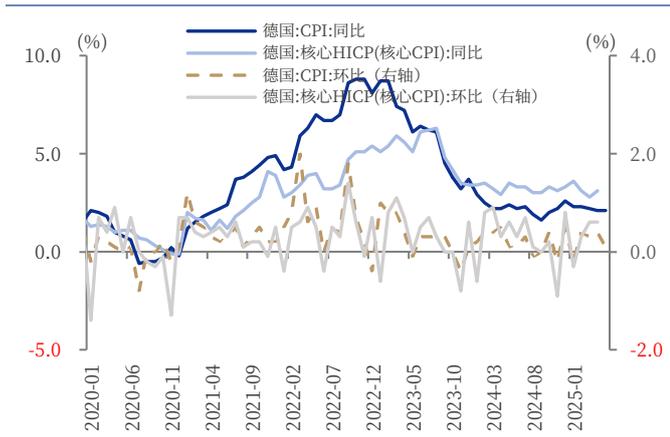
中长期看，美元指数将面临信用弱化与政策博弈的双重压制而中枢趋弱。一方面，美国债务风险持续发酵，叠加特朗普关税政策反复加速全球去美元化，美元长期避险属性削弱。另一方面，美国财政赤字扩大与通胀黏性可能延缓美联储降息，短期或支撑美元；但若经济“滞胀”风险兑现或贸易摩擦升级压制增长，美元存在下探空间。

(二) 欧元兑美元

本周欧元兑美元震荡下行。欧洲央行明确释放 6 月降息信号，市场预期其宽松周期将早于美联储启动，导致美欧利差预期扩大，欧元吸引力减弱。同时，欧元区基本面持续低迷，削弱欧洲经济复苏预期。尽管周初特朗普暂停对欧关税的消息短暂提振风险偏好，但美元在鹰派美联储会议纪要及强劲经济数据支撑下强势反弹，美元指数重返高位，间接压制欧元。

中长期看，欧元兑美元或呈现先抑后扬的震荡回升趋势。短期受制于欧洲央行降息落地及美联储延迟降息周期，汇率仍将承压。中长期来看，德国财政扩张计划逐步发力，或推动欧元区经济边际改善；而美国财政赤字恶化及美元信用削弱可能驱动资本转向欧元资产。

图12: 德国 CPI 与核心 HICP 同环比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 德国 GFK 消费者信心指数

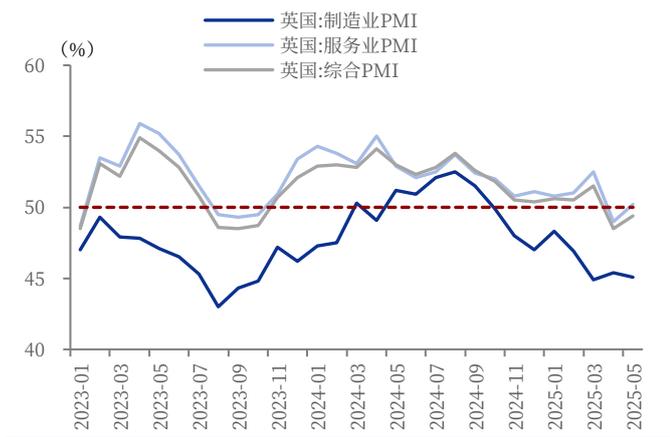


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 英镑兑美元

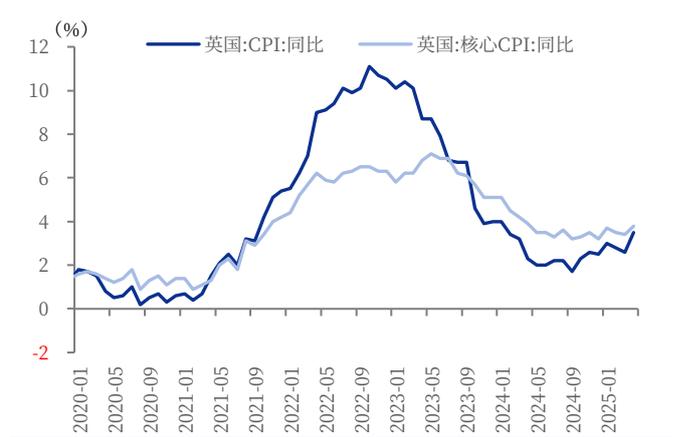
本周英镑兑美元延续跌势。周中美国法院裁定暂停特朗普关税政策，显著提振市场风险偏好，推动美元指数大幅反弹，间接压制英镑汇率。同时，英国基本面持续疲软，英国工业联盟数据显示服务业信心跌至两年半新低，反映内需不振与经济前景低迷；尽管英国通胀压力高企且央行鹰派立场提供利差支撑，但美联储鹰派信号强化美元吸引力。

图14: 英国制造业、服务业及综合 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 英国 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 美元兑日元

本周美元兑日元震荡上行。日本央行行长鹰派言论短暂提振日元，但日本财政部拟削减超长期国债发行以稳定债市引发市场缩减加息押注，导致日元回调压力增大。同时，美国法院暂停特朗普关税政策，叠加美欧贸易局势缓和，推动市场风险偏好回升，美元指数反弹，削弱日元避险吸引力。此外，美联储5月会议纪要释放鹰派信号，强化美元支撑，进一步压制日元。

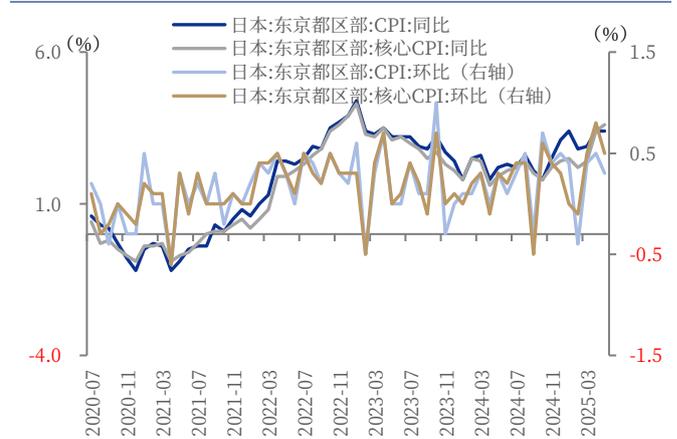
中长期看，美元兑日元或先强后弱。短期受制于美联储降息推迟预期及日本债市干预风险，美元兑日元或短暂走高；然而随着美日货币政策分化，即日本央行在通胀粘性下料维持加息节奏，而美联储或因经济放缓启动降息周期，美日利差收窄或推动日元回升。

图16: 日本消费者信心指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 日本东京都区部 CPI 与核心 CPI 同环比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 美元兑人民币

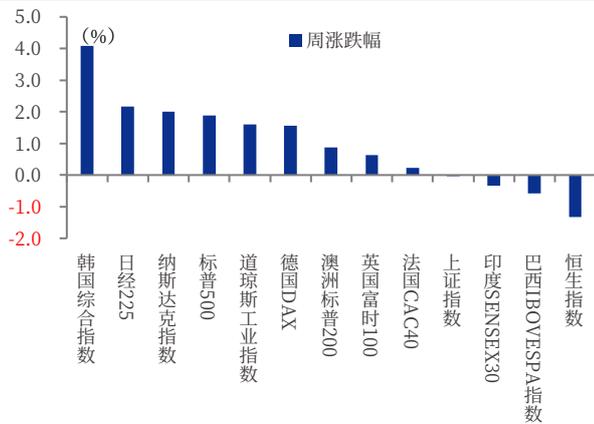
本周美元兑人民币震荡上行。尽管中美经贸会谈取得进展为人民币提供长期支撑，但周内美国法院裁定暂停特朗普关税政策，显著提振市场风险偏好，推动美元指数反弹，间接压制人民币汇率。同时美联储官员释放“不急于降息”信号，强化美元吸引力。国内方面，降息降准政策落地后进入观察期，市场对流动性宽松的短期担忧与国债资金拨付的滞后效应形成博弈，而贸易摩擦反复放大汇率弹性，共同导致汇价阶段性承压。

中长期来看，美元兑人民币中枢或温和下移。国内经济韧性及逆周期政策深化或夯实汇率基础，叠加全球去美元化趋势，人民币或逐步回升。尽管存在美国延迟降息周期、地缘与贸易风险反复扰动的问题，但中国外汇储备稳定与汇率弹性机制增强可有效缓冲波动。

五、权益市场

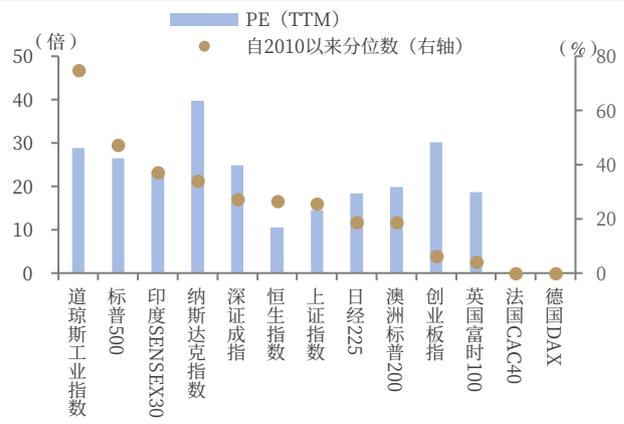
2025年5月26日至5月30日，美国法院裁定暂停特朗普关税政策，显著提振风险偏好，推动美股上涨；此外英伟达财报超预期，其数据中心业务营收同比激增73%至391亿美元，AI芯片需求爆发带动科技股全线走强。出口导向型市场同步受益，韩国受央行降息及半导体出口提振，日本因日元贬值及英伟达供应链利好上涨。欧洲则受欧盟关税暂缓支撑。

图18: 全球主要宽基指数周度涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

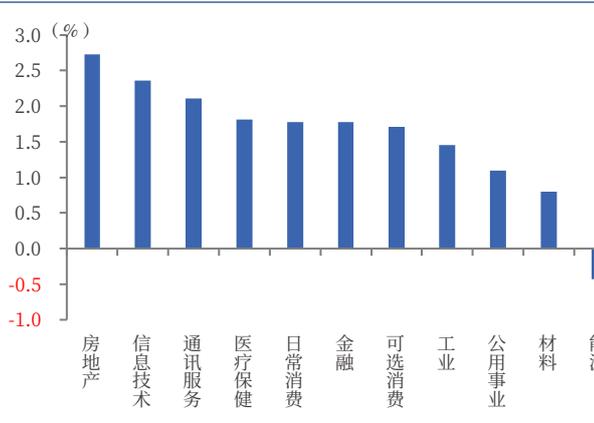
图19: 全球主要宽基指数估值及其分位数 (截至5月30日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

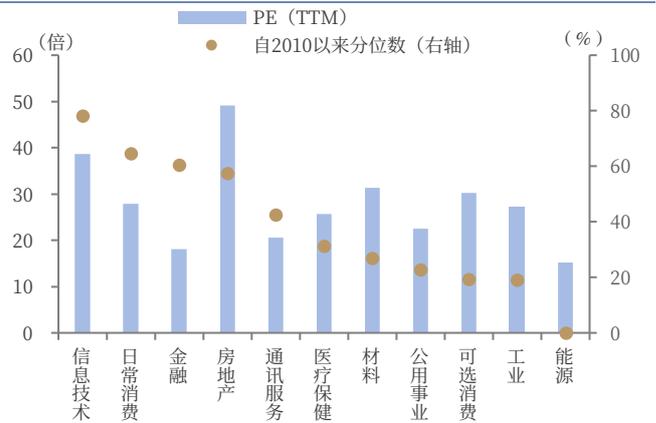
当前美股面临多重压力: 其一, 特朗普关税政策反复或持续扰动市场预期; 其二, 美联储政策正陷入两难境地, 关税反复或导致美国面临通胀超预期与经济增长放缓的滞胀格局; 其三, 美股估值风险显著积聚, 科技股虚高问题尤为突出, 叠加美国36万亿美元债务上限争议, 或触发美股的螺旋式下跌。

图20: 美国主要宽基指数周度涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 美国主要行业指数估值及其分位数 (截至5月30日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

海外降息不确定风险;特朗普新政策不确定风险;地缘因素扰动风险;市场情绪不稳定风险;
国内政策落地效果不及预期风险。

图表目录

图 1: 2025 年 5 月 26 日至 2025 年 5 月 30 日全球大类资产表现 (债券变动单位为 BP, 其余资产为%)	2
图 2: 美国通胀指数国债收益率与伦敦金现	3
图 3: 标准普尔 500 波动率指数与 COMEX 黄金	3
图 4: 欧佩克原油产量	4
图 5: 美国 API 与 EIA 原油库存环比增减	4
图 6: 美国 GDP 环比折年率及主要分项贡献率	4
图 7: 美国密歇根大学消费者信心、预期及现状指数	4
图 8: 美国 PCE 与核心 PCE 同环比	5
图 9: 美国成屋销量季调折年数及其环比	5
图 10: 中国公开市场操作投放、回笼及净投放	5
图 11: 中国制造业与非制造业 PMI	5
图 12: 德国 CPI 与核心 HICP 同环比	6
图 13: 德国 GFK 消费者信心指数	6
图 14: 英国制造业、服务业及综合 PMI	7
图 15: 英国 CPI 与核心 CPI 同比	7
图 16: 日本消费者信心指数	7
图 17: 日本东京都区部 CPI 与核心 CPI 同环比	7
图 18: 全球主要宽基指数周度涨跌幅	8
图 19: 全球主要宽基指数估值及其分位数 (截至 5 月 30 日)	8
图 20: 美国主要宽基指数周度涨跌幅	8
图 21: 美国主要行业指数估值及其分位数 (截至 5 月 30 日)	8

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院首席策略分析师。清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn