

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《海外宏观周报：关税扰动下，联储
降息仍需等待》 - 2025.06.24

宏观研究

内外利好共振，成长风格迎来布局窗口

● 投资要点

从6月PMI指数来看，制造业景气度延续回升态势，供需两端步入扩张区间，增长动能有所增长，供需缺口收窄，显示经济韧性仍强。重点关注三点边际变化：**一是**尽管美关税政策仍存在不确定性，但随着中美经贸磋商机制首次会议释放相对积极信号，以及市场对特朗普关税可持续性的关注，叠加年内美联储降息预期走高，有效缓解了市场担忧，市场情绪有所回暖，支撑需求和生产景气度回暖；**二是**市场主体景气度有所分化，大型企业和中型企业景气度延续修复，而小型企业景气度有待改善，冲击就业市场，就业市场景气度有所放缓；**三是**短期就业市场景气度有所放缓，居民就业预期和收入预期或边际走弱，或对有效需求产生一定制约，6月PPI同比增速或延续下跌态势，尚未显示筑底信号。此外，非制造业保持高景气度，特别是建筑业扩张动能有所加强，或与财政前置发力，实物工作量加速形成有关。

站在当前时点，我们维持前期判断，美关税政策对经济冲击的阴霾逐渐消退，市场风险偏好正逐步修复，叠加9月美联储降息预期升温，或存在内外利好共振，利好资本市场，基于DDM模型来看，成长风格占优。(1) 基于美国经济自身脆弱性，美国经济面临经济放缓、通胀以及潜在债务风险制约，制约美国关税谈判，美关税政策再度加码的概率或相对有限，美国对我国关税政策或不会超过豁免期水平，甚至有望进一步松动。尽管美国对我国关税政策豁免期90天，截至日期在8月31日，但我们理解，7月9日美国对其他主要贸易伙伴的关税政策豁免期结束后的表态，或代表了美国关税政策整体态度，结合近期美国持续释放利好信息，我们判断，美关税政策再度加码的概率相对较低，即使延长豁免期，市场亦会对美关税政策免疫，预计市场风险偏好会进一步修复。(2) **9月美联储降息概率升温**。根据美联储研究报告，借鉴2018年-2019年关税对通胀影响，关税向通胀传导或存在3个月左右的时滞。6月美国通胀数据已经开始反应关税影响，7月和8月通胀数据或是美联储重点观察的数据。若数据不再持续走高，或给美联储调整货币政策提供信心，美联储主席鲍威尔在众议院的证词亦表达这个意思。同时，美总统特朗普对美联储持续施压。我们判断，美联储降息预期进一步升温，如美联储委员鲍曼等释放7月降息利好信息，但我们判断9月降息概率高于7月。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1	6月供需两端改善，市场主体景气度分化拖累就业	4
1.1	内外需改善，市场情绪修复和外贸订单提前是主因	4
1.2	生产延续回暖态势，市场主体景气度有所分化	5
1.3	小型企业景气度放缓冲击就业市场，就业景气度环比放缓	6
1.4	供需缺口小幅收窄，PPI 增速或尚未筑底	7
2	非制造业景气度保持韧性，建筑业扩张动能增强	7
3	展望：静待市场风险偏好回暖	9
	风险提示	10

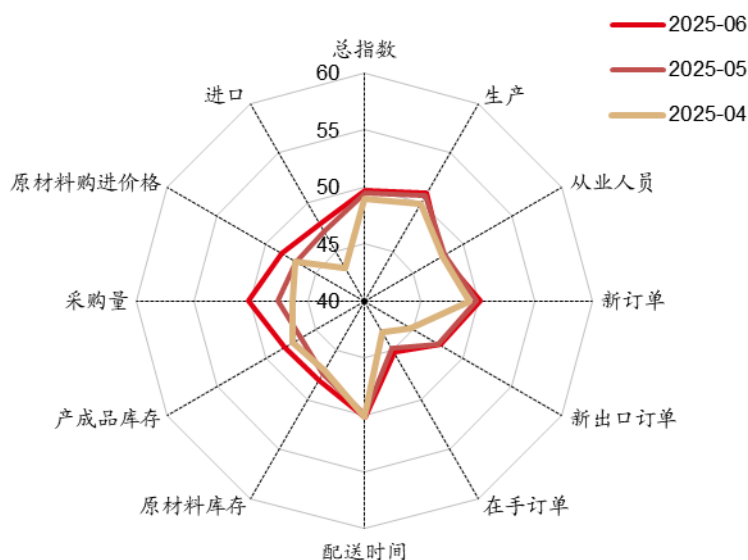
图表目录

图表 1: PMI 分项	4
图表 2: 内外需边际改善 (%)	6
图表 3: 大中小型企业景气度 (%)	6
图表 4: 制造业 PMI: 从业人员 (%)	6
图表 5: 制造业 PMI 分解 (%)	6
图表 6: 供需失衡或进一步加剧 (%)	7
图表 7: PMI 出厂价格和 PMI 产成品库存 (%)	7
图表 8: 螺纹钢开工率 (%)	8
图表 9: 70 大中城市房屋销售价格指数同比增速 (%)	8
图表 10: 非制造业保持高景气度 (%)	9
图表 11: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	9

1 6月供需两端改善，市场主体景气度分化拖累就业

6月制造业景气度虽然处于荣枯线之下，但边际延续改善态势，其中，供需两端均步入扩张区间，就业景气度边际放缓成为拖累项。6月制造业PMI为49.7%，较前值上涨0.2pct，好于季节性水平，较近五年（不包含2020年）同期环比变动均值0.14%高0.6pct，我们理解，6月12日中美经贸磋商机制首次会议就解决双方彼此经贸关切取得新进展，市场对未来担忧或有所缓解，提振市场信心。

图表1：PMI分项



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.1 内外需改善，市场情绪修复和外贸订单提前是主因

6月内外需景气度回升。6月制造业PMI新订单指数为50.2%，较上月上升0.4pct，再次步入扩张区间；新出口订单指数为47.7%，较上月上升0.2pct，我们理解，在美国关税政策并未显著变化的背景下，或是外贸圣诞旺季的大幅提前导致出口景气度回升，如6月中旬义乌商家提前接到了美国的圣诞订单，这或是市场应对不确定性的缩影，亦是中国制造在全球难以被替代的例证¹。

我们理解，6月制造业景气度回升主要源自于市场预期回暖和外贸订单提前。在前期报告中，我们强调，5月制造业景气度回落或是市场基于未来不确定性，

¹ <https://export.shobserver.com/baijiahao/html/932335.html>

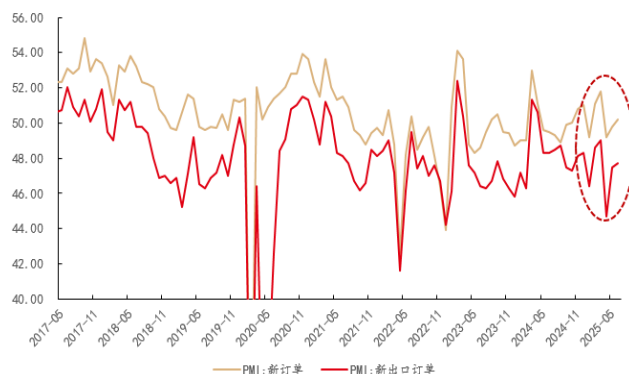
短期市场微观主体采取谨慎策略，以订单驱动生产，进而对生产、投资产生收缩压力，但实质性需求并未明显收缩，如 5 月出口和社零增速表现稳固。随着中美经贸磋商机制首次会议释放相对积极信号，以及市场对特朗普关税可持续性的关注（详见报告《“以旧换新”蓄动力，“过境免签”新亮点》），叠加年内美联储降息预期走高，有效缓解了市场担忧，进而制造业景气度有所回升。此外，从 5 月社零数据可以看出，以旧换新政策效果持续显现，或缓解了市场对外贸转内需的担忧，亦提振市场信心。

1.2 生产延续回暖态势，市场主体景气度有所分化

6 月制造业 PMI 生产指数为 51%，较上月回升 0.3pct。根据国家统计局信息，从行业看，食品及酒饮料精制茶、专用设备等行业生产指数和新订单指数连续两个月位于扩张区间，相关行业供需释放较快；非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数继续低于临界点，市场活跃度仍显不足。

值得注意的是，虽然 6 月制造业 PMI 生产指数延续回升态势，但与中国企业经营状况指数（BCI）放缓有所背离。从中国企业经营状况指数来看，6 月中国企业经营状况指数（BCI）为 49.31，较 5 月下降 0.99；6 月 BCI 企业前瞻指数为 54.63，较前值下降 2.65；BCI 企业利润前瞻指数为 43.78，较前值下降 2.86；BCI 企业投资前瞻指数为 53.39，较前值下降 0.14。我们理解，或与统计对象差异有关，BCI 调查对象以中小企业为主，而 PMI 涵盖企业类型更为全面，大、中、小型企业基本全面覆盖，两者的差异体现了，市场主体修复的不均衡性，大、中型企业修复好于小型企业。6 月大型、中型企业 PMI 指数为 51.2%和 48.6%。较前值分别上升 0.5pct 和 1.1pct，而小型企业 PMI 指数为 47.3%，较前值下降 2pct。

图表2：内外需边际改善（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：大中小型企业景气度（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.3 小型企业景气度放缓冲击就业市场，就业景气度环比放缓

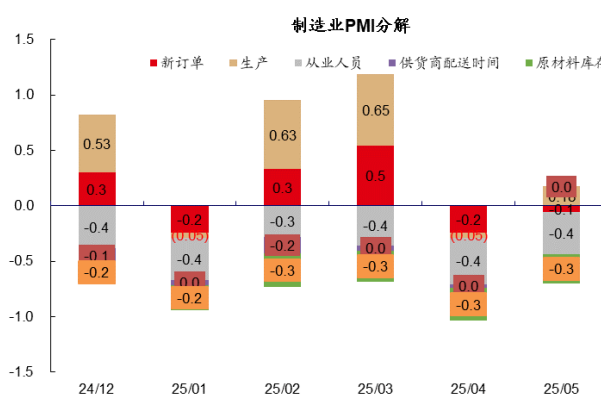
6月供需两端均边际改善，步入扩张区间，但6月PMI仍处于收缩区间，其中主要拖累项是从业人员分项。6月PMI从业人员为47.9%，较前值下降0.2%，对PMI指数的贡献为-0.4。我们理解，小型企业承载了社会大部分就业，而小型企业具有较高脆弱性，低于外部风险的抵御能力相对较弱，面对外部美国关税政策影响以及由此带来外贸转内需的冲击，部分企业短期更为谨慎，不排除短期迅速收缩生产规模，即使短期市场预期有所修复，但小型企业或因更为谨慎，或仍处于观望阶段，尚未正式恢复全面正常生产，而大中型企业抵御能力相对较强，且存在“尾大不掉”的问题，并未因短期外部冲击而收缩生产，在市场预期好转时，或率先收益。在此背景下，短期就业或因外部冲击导致出现边际放缓迹象，但亦无需过度悲观，或仅为短期数据波动。鉴于未来不确定性逐步消退，我们理解，就业市场景气度或将逐步回升。

图表4：制造业PMI：从业人员（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：制造业PMI分解（%）



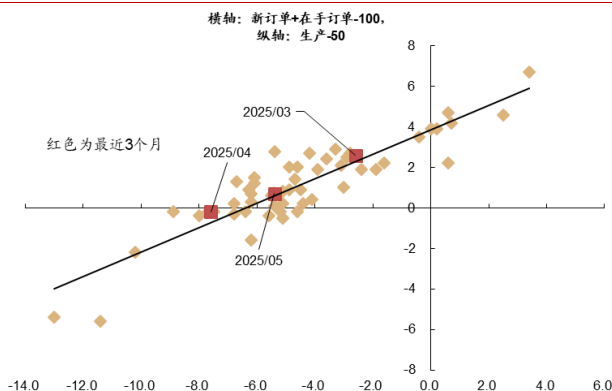
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.4 供需缺口小幅收窄，PPI 增速或尚未筑底

6 月供需两端改善，需求端改善好于供给端，供需缺口小幅收窄。6 月 PMI 新订单与 PMI 生产的差值为-0.8%，较前值-0.9%收窄 0.1pct。

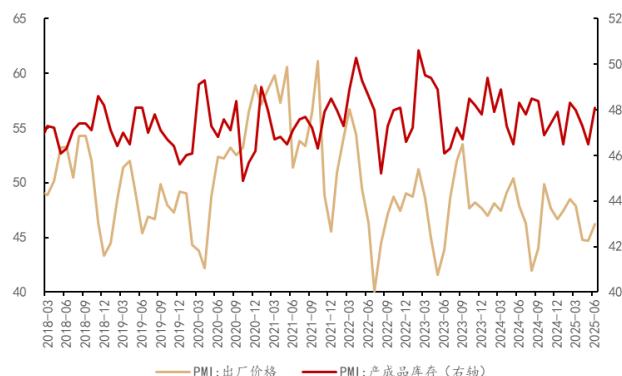
根据 PMI 产成品出厂价格估算，6 月 PPI 同比增速或在-3.4%左右，降幅较 5 月-3.3%或有所扩大。

图表6：供需失衡或进一步加剧（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：PMI 出厂价格和 PMI 产成品库存（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 非制造业景气度保持韧性，建筑业扩张动能增强

6 月份，非制造业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点，非制造业总体延续扩张态势。其中，建筑业和服务业景气度均处于扩张区间。

(1) 建筑业景气度处于扩张区间，扩张动能有所增强，我们理解，专项债发行节奏提速或是支撑建筑业景气度的主要因素，实物工作量开始加速形成。

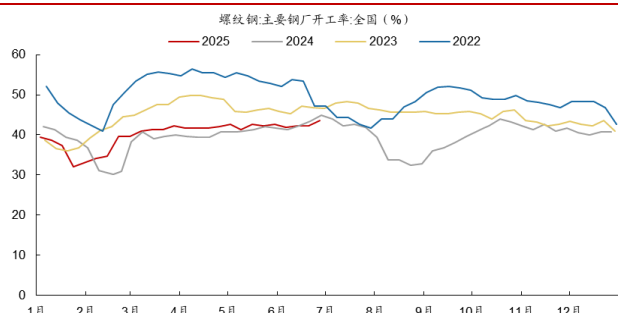
6 月建筑业景气度为 52.8%，较前值回升 1.8pct，扩张动能有所增强，为年内阶段性高点。PMI 建筑业：新订单为 44.9%，较前值回升 1.6pct。我们理解，建筑业景气度保持韧性，应是财政前置发力支撑，基建投资回暖，实物工作量加速形成，房地产投资拖累作用尚未消除。

一方面，今年新增专项债发行节奏较去年有所提速，叠加化债政策持续推进，以及清理拖欠企业账款，部分建筑业企业资金流改善，推动建筑业景气度回暖。螺纹钢开工率环比回升，库存环比下降，显示需求边际回暖。截至 6 月 27 日，6 月主要钢厂螺纹钢开工率周均为 42.55%，较 5 月同期开工率上升 0.33 个百分点，且 6 月开工率基本呈现逐周回升特点，说明螺纹钢供应增加。而库存呈现下

降态势，截至6月27日，6月主要钢材品种库存合计均值为919.41万吨，较5月同期下降6.18%，降幅较为明显，说明需求确实有所增长。**挖掘机销量保持高速增长**。根据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025年1—5月，共销售挖掘机10.17万台，同比增长17.4%；其中国内销量57501台，同比增长25.7%。

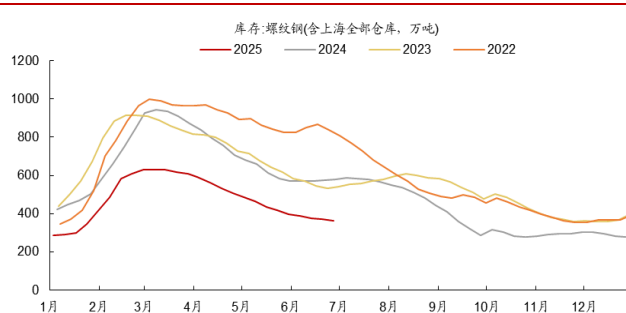
另一方面，房地产投资尚未回暖，对建筑业拖累仍在。我们提示，房价止跌企稳回升是房地产投资的前置变量，当前房价尚未止跌企稳回升，市场信心恢复仍需时日。在此背景下，房地产投资难以迅速反弹，进而影响建筑业整体景气度。尽管政策层面积极发力，但传导至实体经济仍需一定周期，短期内建筑业扩张动能或继续承压。仅从70大中城市房屋销售价格指数同比增速边际改善均值线性外推，一线城市房价有望年底止跌企稳，二线城市房价止跌企稳时间或在明年6月份，三线城市房价止跌企稳或在后年。若以上预期兑现，年内房地产投资降幅或难言企稳。

图表8：螺纹钢开工率（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：螺纹钢库存（万吨）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

（2）6月服务业延续高景气度，扩张动能有所放缓。

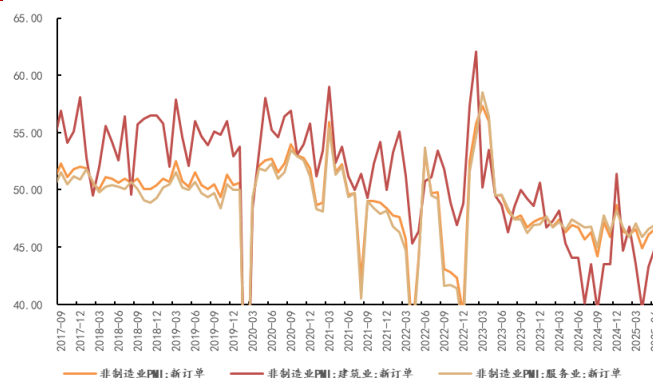
6月服务业PMI为50.2%，较前值小幅回落0.1pct。我们理解，或存在“五一”小长假后部分需求自然回落，具有季节性特点。根据统计局统计，从行业看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均位于60.0%以上高位景气区间，业务总量增长较快。随着五一、端午节效应消退，与居民出行消费相关的零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数不同程度回落，市场活跃度有所减弱。从市场预期看，业务活动预期指数为56.0%，继续位于较高景气区间，表明多数服务业企业对行业未来发展较为乐观。

图表10：非制造业保持高景气度（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：非制造业 PMI 分项走弱（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：内外利好共振，结构性行情可期

从 6 月 PMI 指数来看，制造业景气度延续回升态势，供需两端步入扩张区间，增长动能有所增长，供需缺口收窄，显示经济韧性仍强。重点关注三点边际变化：**一是**尽管美关税政策仍存在不确定性，但随着中美经贸磋商机制首次会议释放相对积极信号，以及市场对特朗普关税可持续性的关注，叠加年内美联储降息预期走高，有效缓解了市场担忧，市场情绪有所回暖，支撑需求和生产景气度回暖；**二是**市场主体景气度有所分化，大型企业和中型企业景气度延续修复，而小型企业景气度有待改善，进而冲击就业市场，就业市场景气度有所放缓。6 月制造业 PMI 生产指数回升与 6 月中国企业经营状况指数（BCI）放缓有所背离，亦有所体现；**三是**短期就业市场景气度有所放缓，居民就业预期和收入预期或边际走弱，或对有效需求产生一定制约，6 月 PPI 同比增速或延续下跌态势，尚未显示筑底信号。此外，非制造业保持高景气度，特别是建筑业扩张动能有所加强，或与财政前置发力，实物工作量加速形成有关。

站在当前时点，我们维持前期判断，美关税政策对经济冲击的阴霾逐渐消退，市场风险偏好正逐步修复，叠加 9 月美联储降息预期升温，或存在内外利好共振，利好资本市场，基于 DDM 模型来看，成长风格占优。（1）基于美国经济自身脆弱性，美国经济面临经济放缓、通胀以及潜在债务风险制约，制约美国关税谈判，美关税政策再度加码的概率或相对有限，美国对我国关税政策或不会超过豁免期水平，甚至有望进一步松动。尽管美国对我国关税政策豁免期 90 天，截至

日期在 8 月 31 日，但我们理解，7 月 9 日美国对其他主要贸易伙伴的关税政策豁免期结束后的表态，或代表了美国关税政策整体态度，结合近期美国持续释放利好信息，我们判断，美关税政策再度加码的概率相对较低，即使延长豁免期，市场亦会对美关税政策免疫，预计市场风险偏好会进一步修复。(2) **美联储降息概率升温，不排除 7 月降息可能，但 9 月降息概率仍大于 7 月。**根据美联储研究报告，借鉴 2018 年-2019 年关税对通胀影响，关税向通胀传导或存在 3 个月左右的时滞。6 月美国通胀数据已经开始反映关税影响，7 月和 8 月通胀数据或是美联储重点观察的数据。若数据不再持续走高，或给美联储调整货币政策提供更多信心，美联储主席鲍威尔在众议院的证词亦表达这个意思。同时，美总统特朗普对美联储持续施压。我们判断，美联储降息预期进一步升温，如美联储委员鲍曼等释放 7 月降息利好信息，但我们判断 9 月降息概率高于 7 月。据 CME“美联储观察”：美联储 7 月维持利率不变的概率为 81.9%，降息 25 个基点的概率为 18.1%。美联储 9 月维持利率不变的概率为 7.5%，累计降息 25 个基点的概率为 76%，累计降息 50 个基点的概率为 16.4%。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048