



研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@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

宏观观点

海外宏观周报：降息预期升温，美股表现积极

● 核心观点：

本周五，美国将公布6月非农就业报告，鉴于近期多项相关数据如申领失业金人数、经济评议会劳动力市场调查等均显示就业市场明显有所走弱，这份非农报告或将体现就业市场继续放缓，这将压制未来服务通胀，并为美联储进一步降息打开空间。从上周美联储理事鲍曼鸽派发言后的市场表现来看，美股对降息预期升温的反应相当积极，如果非农就业数据延续近期温和走弱的态势，短期内有望进一步提振股市表现。

美国国债长端利率的调整可能已基本到位。目前，期限溢价处于历史高位。其次，30年期国债与30年期隔夜指数掉期(OIS)利差显示，美国财政状况也已被投资者充分定价。上周末，“大而美法案”获得美国参议院程序性投票通过。此前该法案已在众议院通过，目前进入参议院的最终审议阶段。随着减税法案即将尘埃落定，预计30年期国债与30年期OIS利差有望收窄。

美联储方面，尽管之前措辞较为鹰派的鲍曼近期转鸽，但大多数委员对降息的态度仍偏谨慎，鲍威尔认为“6月和7月的数据将反映关税通胀”，暗示美联储仍需等待更多数据，7月末的会议上可能不会降息。我们仍维持美联储将于9月开启连续降息的判断。

● 风险提示：

就业市场超预期强劲；关税暂缓期结束后，关税率大幅提高，商品通胀压力明显加剧。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	7
3 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美国初请失业金人数 (万人)	4
图表 2: 美国续请失业金人数 (万人)	4
图表 3: 美国 PCE 物价指数增速小幅反弹 (%)	5
图表 4: 4 月美国 FHFA 房价指数下跌 (%)	5
图表 5: 5 月美国成屋销量小幅增加, 新屋销售有所放缓	5
图表 6: 本周重要数据与事件	6
图表 7: 市场定价年内降息次数上升至 3 次	8

1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

地缘方面，上周中东局势缓和，以色列与伊朗实现停火，市场情绪积极。北约在海牙峰会上提出大幅增加国防和安全开支，承诺到 2035 年将目标从 GDP 的 2% 提高到 5%。其中，至少 3.5% 的 GDP 将用于核心国防，其余部分则分配给安全及与国防相关的关键基础设施。各盟国需提交年度计划，展示实现该目标的可信、循序渐进的路径。西班牙在峰会前就对增加开支表示反对，该国 2024 年仅将 GDP 的 1.24% 用于国防，尚未达到此前的 2% 目标。

周四，美国财长贝森特表示，请求国会将备受争议的“资本税”条款（即 899 条款）从“大而美法案”税收方案中删除。此举缓解了华尔街此前对该税收提案可能带来影响的担忧。

周末，“大而美法案”获得美国参议院程序性投票通过。此前该法案已在众议院通过，目前进入参议院的最终审议阶段。

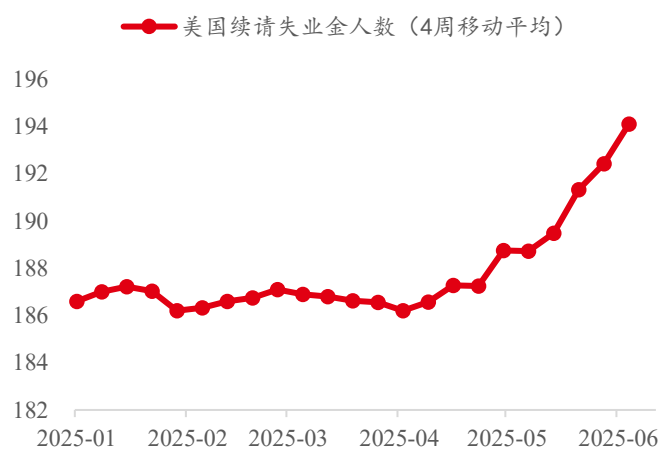
经济数据方面，5 月美国 PCE 同比增速为 2.34%，环比增速为 0.14%，核心 PCE 同比增速为 2.68%，环比增速为 0.18%，小幅高于市场预期。6 月 21 日当周初请失业金人数为 23.6 万人，6 月 14 日当周续请失业金人数为 197.4 万人，处于年内最高水平，显示美国劳动力市场持续降温。

图表1：美国初请失业金人数（万人）



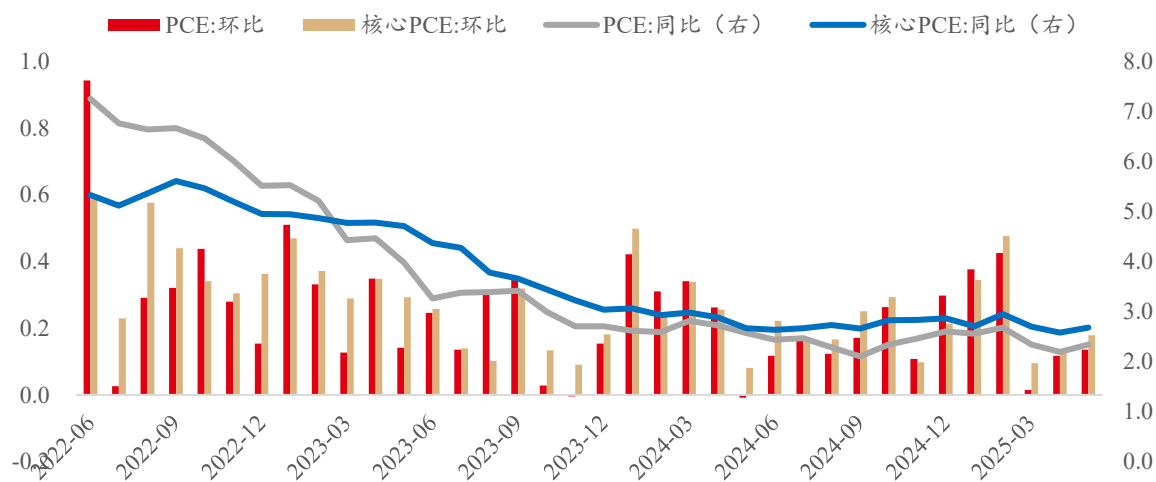
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国续请失业金人数（万人）



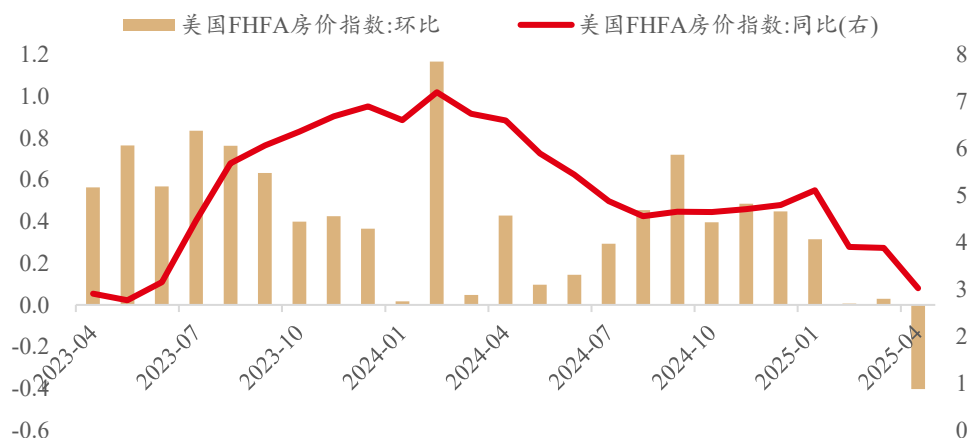
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：美国 PCE 物价指数增速小幅反弹（%）



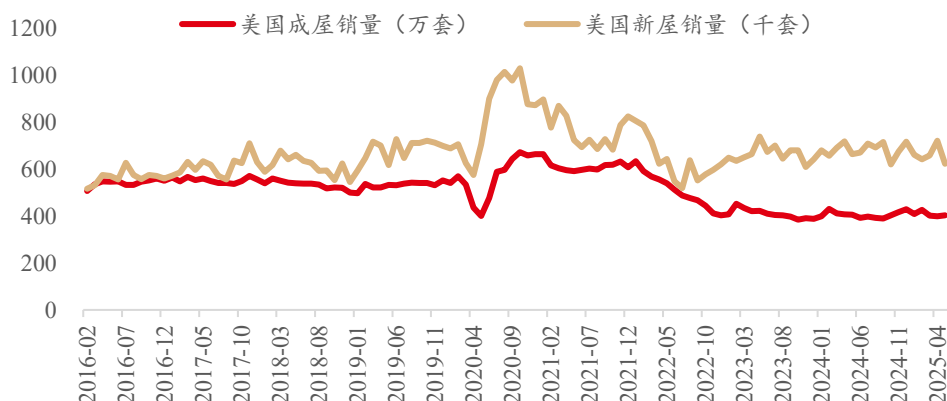
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：4月美国 FHFA 房价指数下跌（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：5月美国成屋销量小幅增加，新屋销售有所放缓



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表6：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/6/30 14:00		英国第一季度 GDP 年率终值	1.30%	
2025/6/30 21:45		美国 6 月芝加哥 PMI	40.5	42.8
2025/6/30 22:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就美国经济前景发表讲话			
2025/6/30 22:30		美国 6 月达拉斯联储商业活动指数	-15.3	
2025/7/1 1:00	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话。			
	欧洲央行行长拉加德发表讲话。			
2025/7/1 15:50		法国 6 月制造业 PMI 终值	47.8	
2025/7/1 15:55		德国 6 月制造业 PMI 终值	49	
2025/7/1 16:00		欧元区 6 月制造业 PMI 终值	49.4	49.4
2025/7/1 16:30		英国 6 月制造业 PMI 终值	47.7	
2025/7/1 17:00		欧元区 6 月 CPI 年率初值	1.90%	
2025/7/1 17:00		欧元区 6 月 CPI 月率初值	0.00%	
2025/7/1 21:45		美国 6 月标普全球制造业 PMI 终值	52	
2025/7/1 22:00		美国 6 月 ISM 制造业 PMI	48.5	48.5
2025/7/1 22:00		美国 5 月 JOLTs 职位空缺(万人)	739.1	
2025/7/1 22:00		美国 5 月营建支出月率	-0.40%	0.10%
2025/7/2 17:00		欧元区 5 月失业率	6.20%	6.20%
2025/7/2 19:30		美国 6 月挑战者企业裁员人数(万人)	9.3816	
2025/7/2 20:15		美国 6 月 ADP 就业人数(万人)	3.7	
2025/7/3 15:50		法国 6 月服务业 PMI 终值	48.7	
2025/7/3 15:55		德国 6 月服务业 PMI 终值	49.4	
2025/7/3 16:00		欧元区 6 月服务业 PMI 终值	50	50
2025/7/3 16:30		英国 6 月服务业 PMI 终值	51.3	
2025/7/3 17:30	欧洲央行公布 6 月货币政策会议纪要。			
2025/7/3 20:30		美国 6 月失业率	4.20%	4.20%
2025/7/3 20:30		美国 6 月季调后非农就业人口(万人)	13.9	12.9
2025/7/3 20:30		美国至 6 月 28 日当周初请失业金人数(万人)	23.6	
2025/7/3 20:30		美国 6 月平均每小时工资年率	3.90%	3.90%
2025/7/3 20:30		美国 6 月平均每小时工资月率	0.40%	0.30%
2025/7/3 20:30		美国 5 月贸易帐(亿美元)	-616	-672

2025/7/3 21:45	美国 6 月标普全球服务业 PMI 终值	53.1	
2025/7/3 22:00	美国 6 月 ISM 非制造业 PMI	49.9	50.3
2025/7/3 22:00	美国 5 月工厂订单月率	-3.70%	
2025/7/3 23:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就美国货币政策发表讲话。		
2025/7/4 14:45	法国 5 月工业产出月率	-1.40%	
2025/7/4 17:00	欧元区 5 月 PPI 月率	-2.20%	
2025/7/5 23:45	英国央行行长贝利发表讲话。		

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 美联储主席鲍威尔

强调经济仍“稳健”，但关税可能推高物价并对经济造成压力。承认关税对通胀的影响可能比 4 月预测更温和，但仍警告“今年加征关税可能推高价格”。目前不降息的原因是，美联储内部和外部的预测都预计今年通胀将有所上升。认为 6 月和 7 月的数据将反映关税通胀。大多数委员认为今年晚些时候降息是合适的。

2. 美联储理事鲍曼

数据显示贸易政策转变并未产生太大影响。若通胀压力受控，支持最早在 7 月会议上降息。近期贸易谈判的进展降低了经济前景的不确定性。明确表示“是时候考虑调整利率了”，但最终取决于通胀走势。

3. 明尼阿波利斯联储主席卡什卡里

仍预计 2025 年两次降息，首次可能在 9 月；若关税影响滞后，降息后可能暂停。需权衡过早降息与通胀反弹风险。

4. 芝加哥联储主席古尔斯比

失业数据支持就业市场稳定，但需关注关税对供应链的冲击及潜在滞胀风险。建议等待局势明朗后再行动。强调美联储独立性。

2. 美联储理事沃勒：

预计关税不会显著推高美国通胀水平，美联储应该在 7 月份降息，由此降低借贷成本，并有效缓解劳动市场的放缓现象。

图表7：市场定价年内降息次数上升至 3 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	81.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	74.8%	8.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	57.7%	28.1%	2.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	47.3%	34.7%	8.3%	0.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.9%	41.5%	22.4%	4.7%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.6%	35.5%	30.3%	12.0%	2.1%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.5%	23.5%	33.7%	24.2%	8.7%	1.5%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	15.8%	28.8%	28.8%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.7%	8.0%	20.0%	28.8%	24.7%	12.6%	3.6%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	3.8%	12.0%	22.9%	27.5%	20.7%	9.6%	2.6%	0.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.9%	4.3%	12.7%	23.2%	27.0%	19.9%	9.1%	2.4%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.6%	13.0%	23.3%	26.8%	19.6%	8.9%	2.4%	0.3%	0.0%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

就业市场超预期强劲；关税暂缓期结束后，关税率大幅提高，商品通胀压力明显加剧。

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