

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观策略

海外市场周观察（20250616~20250622）

2025 年 6 月 24 日

宏观策略/定期报告

山证宏观策略团队

分析师：

范鑫

执业登记编码：S0760523070002

邮箱：fanxin@sxzq.com

投资要点：

➤ 美国：6 月 FOMC 反映出关税影响

(1) 央行动态

6 月 FOMC 会议保持政策利率水平不变，符合市场预期。虽然就业市场呈现出疲弱趋势，但美联储表示仍然需要观察关税对于通胀的影响。最新 SEP 反映出了美联储考虑关税影响的经济预期，即经济增速预期下调，通胀预期上调：相较 3 月，上调了对于 2025 年核心 PCE 的预期（同比增速由 2.8% 上调至 3.1%），上调了失业率预期（由 4.4% 上调至 4.5%），下调了经济增速预期（由 1.7% 下调至 1.4%）。截止 6 月 23 日，根据 CME FedWatch 工具，市场预计美联储 9 月将降息 25bp，12 月再降 25bp，较上周基本保持不变

(2) 重点数据

1) 宏观数据

就业市场数据疲软迹象依旧，6 月 14 日当周初请失业金人数略有下行，但依然维持高位，2 个月移动平均依旧呈现出上行趋势。5 月零售销售增速明显下行，零售销售同比增 3.29%（前值 5.00%），核心零售销售同比增 4.57%（前值 5.29%）。地产市场呈现出降温趋势，30 年期抵押贷款利率约为 6.81%，对需求形成一定压制，5 月新屋开工大幅下行至 125.6 万套。

2) 市场表现

6 月 20 日当周，美股三大股指涨跌不一，道指几乎持平，纳斯达克指数涨 0.21%，标普 500 跌 0.15%。美元指数反弹，周涨 0.63%。黄金现货价格回落，周跌 1.91%，布油延续上涨，周涨 0.80%，10Y 美债收益率延续下行。

➤ 非美国国家：5 月日本核心 CPI 同比增速上行，欧元区 HICP 下行

日本 5 月核心 CPI 同比增速上行至 3.7%（前值 3.5%），反映日本通胀整体仍有支撑，有利于日本央行继续推进货币政策正常化。欧元区 5 月 HICP 同比环比增速均下行，欧盟 6 月 ZEW 经济景气指数大幅回升。

➤ 周观点：全球多元化配置趋势是弱美元的主要推动力

从 6 月 FOMC 释放的信息看，美联储仍在观察关税政策对通胀的影响，避免过早、过快降息再度推升通胀，但我们认为，美国通胀下半年大幅回升的概率较低，经济增速放缓会在下半年加速显现，因此，当前的市场或许低估了美联储 2025 年降息的次数，在美元超配回归、美国财政可持续性风险突出的背景下，美元资产配置意愿降低是美元下行的核心。

➤ 风险提示

海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

目录

一、 美国.....	4
1、 货币政策路径.....	4
2、 重要经济数据.....	6
3、 市场表现.....	7
二、 非美国国家.....	8
1、 日本.....	8
2、 欧洲.....	8
风险提示.....	9

图表目录

图 1： CME FedWatch 货币政策概率预期（截止 6 月 23 日 10:00）	4
图 2： 6 月 FOMC 经济预期.....	4
图 3： 6 月 FOMC 点阵图.....	5
图 4： 6 月 14 日当周初请失业金人数维持高位（人）	6
图 5： 经济政策不确定性指数回落.....	6
图 6： 5 月零售销售同比增速下行（%）	6
图 7： 5 月零售销售环比负增（%）	6
图 8： 30 年期抵押贷款利率延续回落（%）	7
图 9： 5 月新屋开工数大幅下行（千套）	7
图 10： 美股、金银现货、原油、美元指数涨跌幅（%）	7

图 11: 10Y 美债收益率 (%)	7
图 12: 5 月 CPI 同比回落, 核心 CPI 延续上行 (%)	8
图 13: 日本 40Y 超长债收益率再度反弹 (%)	8
图 14: 欧元区 6 月 ZEW 经济景气指数回升.....	8
图 15: 欧盟 5 月 HICP 同比环比均下行 (%)	8

一、美国

1、货币政策路径

图 1：CME FedWatch 货币政策概率预期（截止 6 月 23 日 10:00）

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%	16.5%	83.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	57.1%	32.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	35.2%	44.2%	15.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	25.2%	41.2%	25.0%	5.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	11.2%	30.8%	35.4%	17.9%	3.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	20.7%	33.0%	27.0%	10.9%	1.7%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.0%	24.0%	31.4%	22.7%	8.4%	1.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	6.0%	17.0%	27.7%	27.1%	15.6%	4.9%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	9.8%	20.6%	27.5%	23.1%	11.9%	3.4%	0.4%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.2%	5.0%	13.2%	22.8%	26.1%	19.6%	9.2%	2.5%	0.3%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.6%	6.0%	14.4%	23.2%	25.3%	18.3%	8.4%	2.2%	0.2%
2026/12/9	0.1%	0.8%	3.2%	9.0%	17.5%	23.9%	22.8%	14.8%	6.2%	1.5%	0.2%

资料来源：CME FedWatch，山西证券研究所

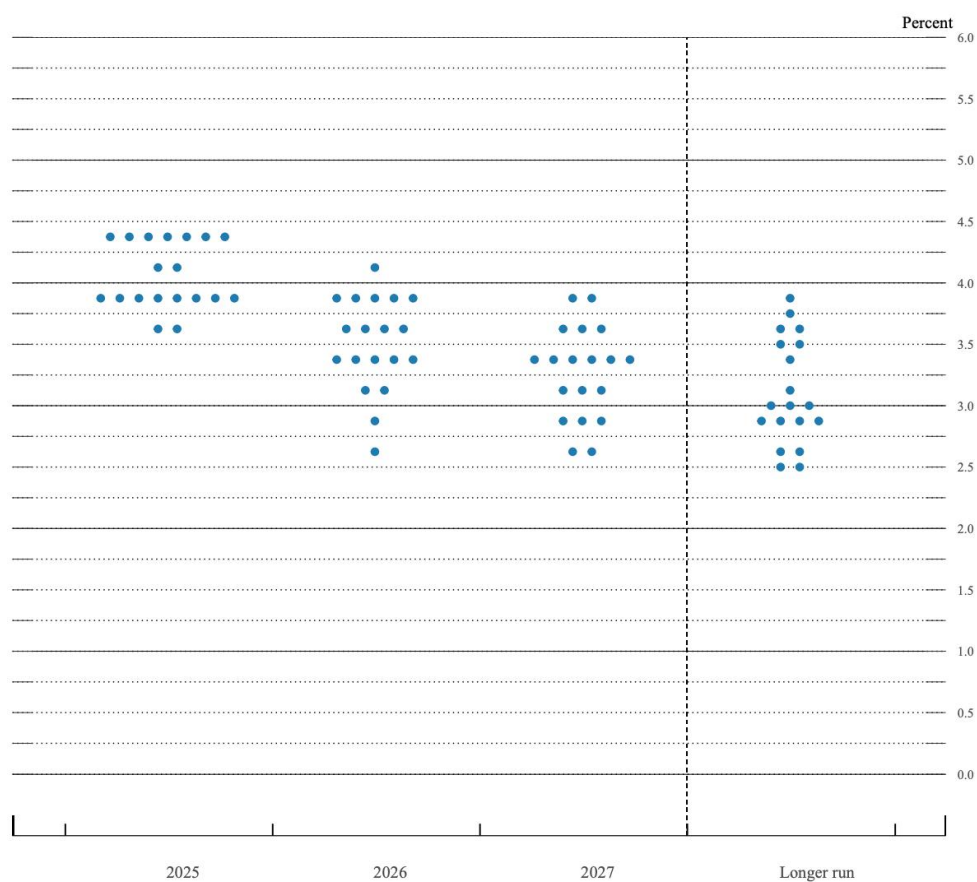
图 2：6 月 FOMC 经济预期

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7	3.5-4.5
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1		2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
March projection	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9

资料来源：FED，山西证券研究所

图 3：6 月 FOMC 点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：FED，山西证券研究所

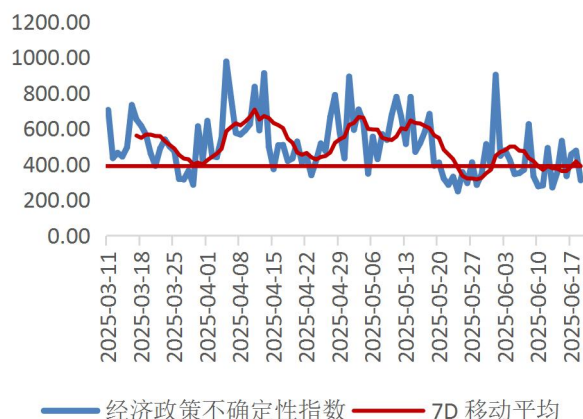
2、重要经济数据

图 4：6 月 14 日当周初请失业金人数维持高位(人)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：经济政策不确定性指数回落



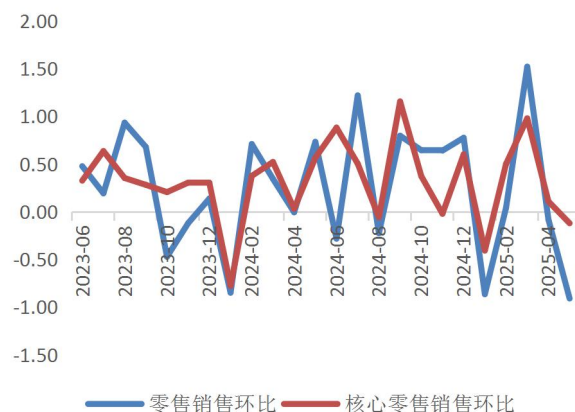
资料来源：Fred，山西证券研究所

图 6：5 月零售销售同比增速下行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：5 月零售销售环比负增（%）



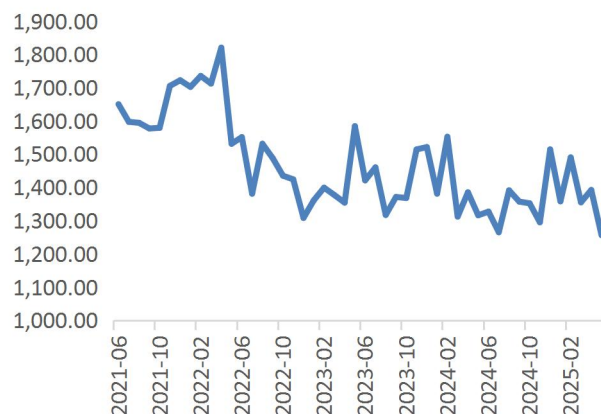
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：30 年期抵押贷款利率延续回落（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

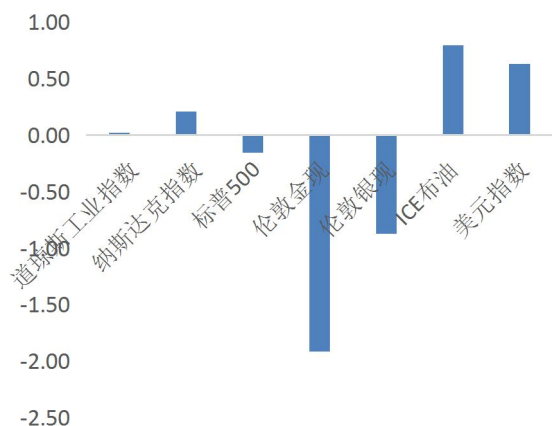
图 9：5 月新屋开工数大幅下行（千套）



资料来源：wind，山西证券研究所

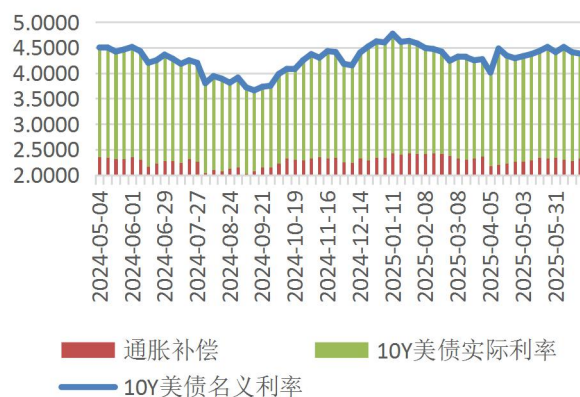
3、市场表现

图 10：美股、金银现货、原油、美元指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：10Y 美债收益率（%）

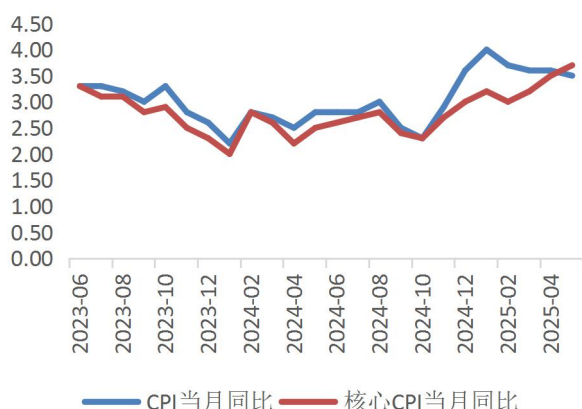


资料来源：wind，山西证券研究所

二、非美国国家

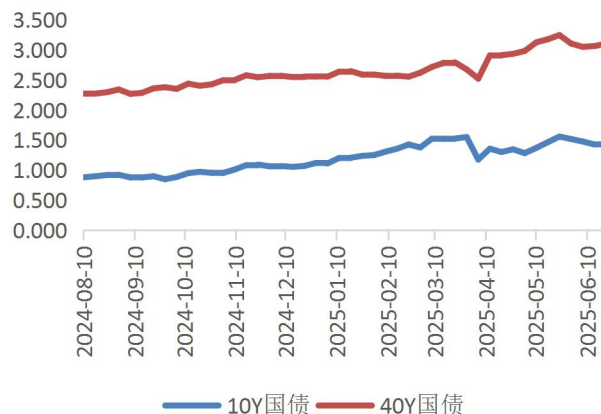
1、日本

图 12：5 月 CPI 同比回落，核心 CPI 延续上行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

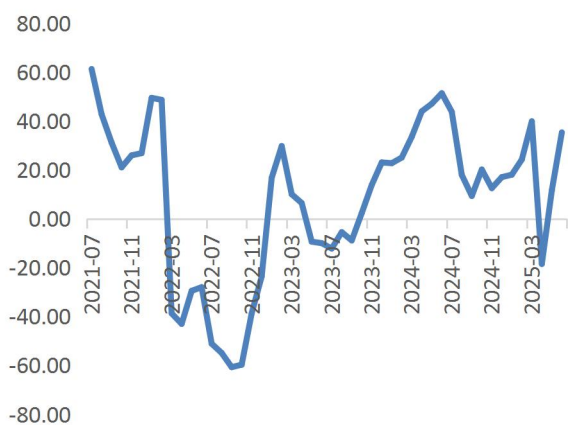
图 13：日本 40Y 超长债收益率再度反弹（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

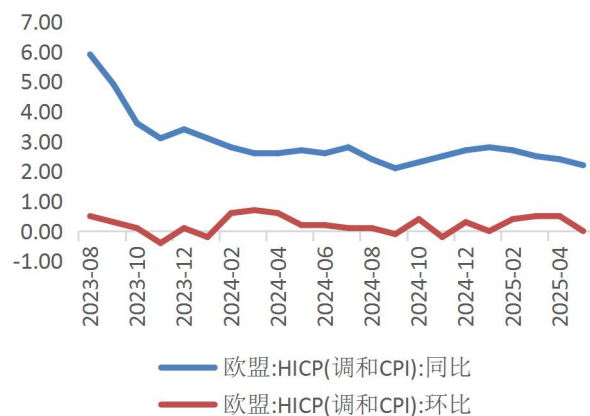
2、欧洲

图 14：欧元区 6 月 ZEW 经济景气指数回升



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：欧盟 5 月 HICP 同比环比均下行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

风险提示

海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层