

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

《“以旧换新”蓄动力，“过境免签”新亮点》 - 2025. 06. 17

宏观观点

海外宏观周报：关税扰动下，联储降息仍需等待

● 核心观点：

上周美联储召开议息会议，决定继续维持联邦基金目标利率在4.25%-4.5%区间。当前，关税上调可能带来的阶段性扰动仍是美联储进一步降息的主要掣肘。预计下一次降息将在9月份开启，若届时能够确认关税对通胀的影响为一次性的价格调整，不具备持续性，美联储可能会在四季度连续降息。

历史经验表明，美元熊市多发生在美国货币政策相对其他主要经济体更宽松、经济增速下滑、财政赤字扩大等宏观背景下，典型的美元熊市周期通常有20%-40%的下跌空间，持续时间往往长达5-6年，目前贬值幅度尚未到位。当前继续看空美元的理由主要包括：1) 美国经济相对走弱，2) 国际投资者的美元头寸面临套保压力，3) 其他主要经济体的货币政策和财政空间更为积极，4) 美元指数和利差的背离指示风险溢价抬升，投资者对美元资产信心下降。

展望未来，美元贬值趋势下，全球资金配置向非美市场倾斜，欧洲降息接近尾声，财政政策接续发力，以本土市场为主的欧洲内需板块当前估值相对合理，更具吸引力。美股方面，近期顺周期板块相对于防御板块的走势出现停滞，市场风险偏好下降，不建议投资者短期内追高。

● 风险提示：

中东局势进一步升级导致油价持续高企，通胀出现反弹；欧洲经济复苏不及预期。

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.....	5
2 美联储观点跟踪.....	7
3 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美国 5 月零售销售额出现下滑 (%)	4
图表 2: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 3: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 4: 日本 5 月核心 CPI 增速超预期 (%)	5
图表 5: 本周重要数据与事件	5
图表 6: 市场定价年内还有 2 次降息	8

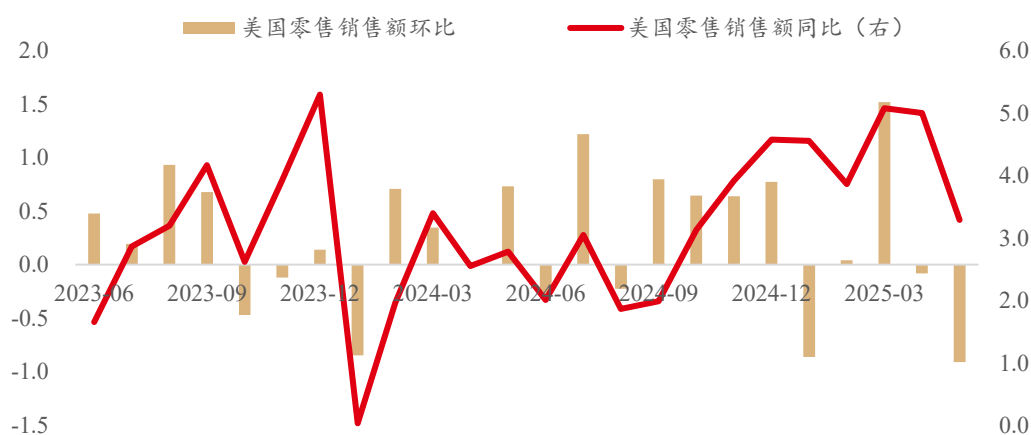
1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周，中东局势持续占据新闻头条，北京时间周日凌晨，美国总统特朗普通过社交媒体发帖称，“我们成功打击了福尔多、纳坦兹和伊斯法罕三处伊朗核设施。”打击发生后，美国政府表示没有计划进一步发动打击或改变政权，但警告如果伊朗不寻求和平，将采取进一步行动。虽然这些袭击会延缓伊朗的核计划，但也可能使伊朗当局更加坚定地追求核武器以实现威慑，加剧中东地区的不稳定。本周伊朗方面的回应至关重要。

经济数据方面，5月美国零售和食品服务销售额环比下降0.91%，为年内最大跌幅，同比增速亦回落至3.29%，较3月高点（5.08%）明显放缓，前期受到商品价格走高支撑的可选消费出现降温迹象，且服务消费动能未能有效接力，反映在利率和关税政策不确定性高企的环境下，居民边际消费倾向继续承压，后续消费对经济的支撑或趋于减弱。申领失业金数据显示美国劳动力市场持续降温，6月14日当周初请失业金人数录得24.5万人，6月7日当周续请失业金人数为194.5万人，均处于年内高位。

图表1：美国5月零售销售额出现下滑（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国初请失业金人数（万人）



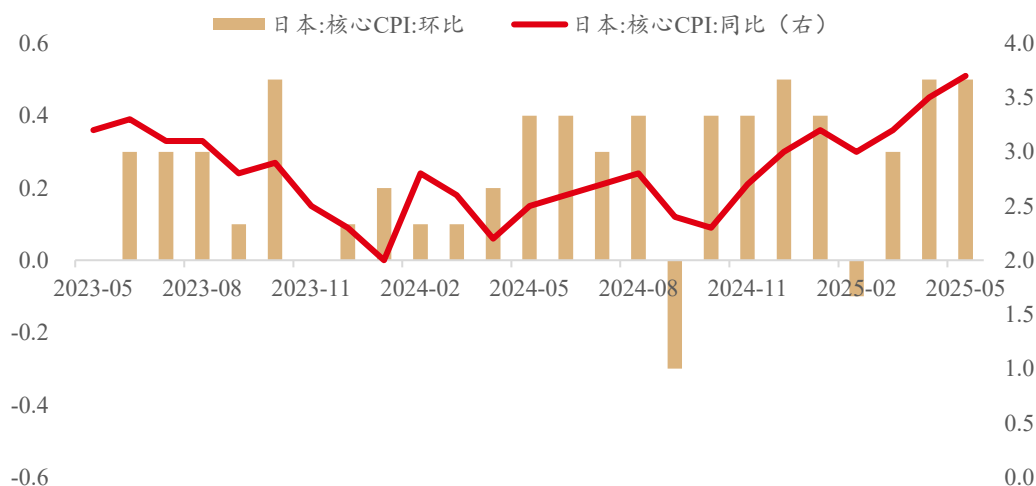
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：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4：日本5月核心CPI增速超预期（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表5：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/6/23 1:15	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利参加西部经济协会国际第 100 届年会的货币政策简介专题小组讨论			
2025/6/23 15:15		法国 6 月制造业 PMI 初值		
2025/6/23 15:30		德国 6 月制造业 PMI 初值		

2025/6/23 16:00	欧元区 6 月制造业 PMI 初值		
2025/6/23 16:30	英国 6 月制造业 PMI 初值		
2025/6/23 16:30	英国 6 月服务业 PMI 初值		
2025/6/23 21:45	美国 6 月标普全球制造业 PMI 初值		
2025/6/23 21:45	美国 6 月标普全球服务业 PMI 初值		
2025/6/23 22:00	美国成屋销售总数年化（万户）	400	
2025/6/24 1:10	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参加《密尔沃基商业杂志》2025 年年中展望会议的主持问答环节		
2025/6/24 16:00	德国 6 月 IFO 商业景气指数	87.5	88.3
2025/6/24 18:00	英国 6 月 CBI 工业订单差值	-30	
2025/6/24 20:30	美国第一季度经常帐（亿美元）	-3039	
2025/6/24 21:00	美国 4 月 FHFA 房价指数月率	-0.10%	
2025/6/24 21:00	美国 4 月 S&P/CS20 座大城市末季调房价指数年率	4.07%	
2025/6/24 21:15	2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克就货币政策发表讲话		
2025/6/24 22:00	美国 6 月谘商会消费者信心指数	98	99.4
2025/6/24 22:00	美国 6 月里奇蒙德联储制造业指数	-9	
2025/6/24 22:00	美联储主席鲍威尔在众议院金融服务委员会发表年度货币政策报告证词		
2025/6/24 22:00	英国央行行长贝利出席上议院经济事务委员会会议		
2025/6/25 0:30	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话		
2025/6/25 7:50	日本央行公布 6 月货币政策会议审议委员意见摘要		
2025/6/25 22:00	美国 5 月新屋销售总数年化（万户）	74.3	70
2025/6/26 14:00	德国 7 月 GfK 消费者信心指数	-19.9	-19
2025/6/26 18:00	英国 6 月 CBI 零售销售差值	-27	
2025/6/26 19:00	英国央行行长贝利在英国商会全球年会发表主旨演讲		
2025/6/26 20:30	美国至 6 月 21 日当周初请失业金人数（万人）	24.5	
2025/6/26 20:30	美国第一季度实际个人消费指出季率终值	1.20%	
2025/6/26 20:30	美国第一季度核心 PCE 物价指数年华季率终值	3.40%	
2025/6/26 20:30	美国 5 月耐用品订单月率	-6.30%	4.50%
2025/6/26 22:00	美国 5 月成屋签约销售指数月率	-6.30%	

2025/6/26 2:30	欧洲央行行长拉加德发表讲话		
2025/6/27 7:30	日本 5 月失业率	2.50%	2.50%
2025/6/27 14:45	法国 6 月 CPI 月率初值	-0.10%	
2025/6/27 17:00	欧元区 6 月工业景气指数	-10.3	
2025/6/27 17:00	欧元区 6 月经济景气指数	94.8	95.5
2025/6/27 20:30	美国 5 月核心 PCE 物价指数年率	2.50%	2.60%
2025/6/27 20:30	美国 5 月个人支出月率	0.20%	0.30%
2025/6/27 20:30	美国 5 月核心 PCE 物价指数月率	0.10%	0.10%
2025/6/27 21:15	2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克和美联储理事丽莎·库克出席“美联储倾听”的活动		
2025/6/27 22:00	美国 6 月密歇根大学消费者信心指数终值	60.5	

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 6 月议息会议：

本次会议上，美联储决定继续维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，符合预期。点阵图释放的信息略偏鹰派，尽管仍然维持了 25 年 2 次降息预期不变，但支持年内不降息的人数升至 7 人，同时 26 年降息次数从 2 次减为 1 次。声明中对于美国未来的经济不确定性担忧有所缓和，但表示目前仍处于风险高位。

经济预测方面，GDP 增速预期小幅下调，2025 年中位数预期为 1.4%，显示出对经济动能的温和担忧；核心 PCE 通胀预期小幅上调，2025 年 PCE 预期上调至 3.0%，主因是对关税影响的担忧。失业率预期为 4.5%，小幅上调了 0.1%。相较于发布于 3 月的上一份经济预测，此次预测体现出美联储虽然仍预期经济软着陆，但滞胀风险有所上升。

发布会上记者提问聚焦关税政策对美国通胀的影响，鲍威尔表示虽然整体通胀已显著回落，但近期关税上调可能带来阶段性扰动存在滞后情况，目前观察到部分商品价格出现上涨迹象，但预计这类冲击仍将是暂时性的。在回应市场关注的政治干扰问题时，鲍威尔明确重申美联储的独立性，强调利率决策将基于对经

济与通胀前景的专业评估，不受外部政治因素所驱动，尤其不会因总统呼吁“大幅降息”而调整政策立场。

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6：市场定价年内还有2次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	10.3%	89.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	64.7%	28.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	37.9%	45.2%	13.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	21.7%	41.7%	28.3%	6.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.0%	28.8%	37.0%	20.5%	4.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.8%	18.7%	32.8%	28.9%	12.4%	2.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.8%	22.8%	31.7%	24.1%	9.4%	1.5%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.8%	5.1%	15.6%	27.1%	28.0%	17.0%	5.5%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.5%	3.0%	10.5%	21.5%	27.6%	22.3%	11.1%	3.1%	0.4%
2026/9/16	0.1%	0.9%	4.3%	12.3%	22.5%	26.7%	20.5%	9.8%	2.6%	0.3%
2026/10/28	0.2%	1.3%	5.4%	13.7%	23.1%	25.9%	19.0%	8.8%	2.3%	0.3%
2026/12/9	0.2%	1.5%	5.6%	14.0%	23.2%	25.7%	18.8%	8.6%	2.3%	0.3%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

中东局势进一步升级导致油价持续高企，通胀出现反弹；欧洲经济复苏不及预期。

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