



宏观研究报告

2025年6月16日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

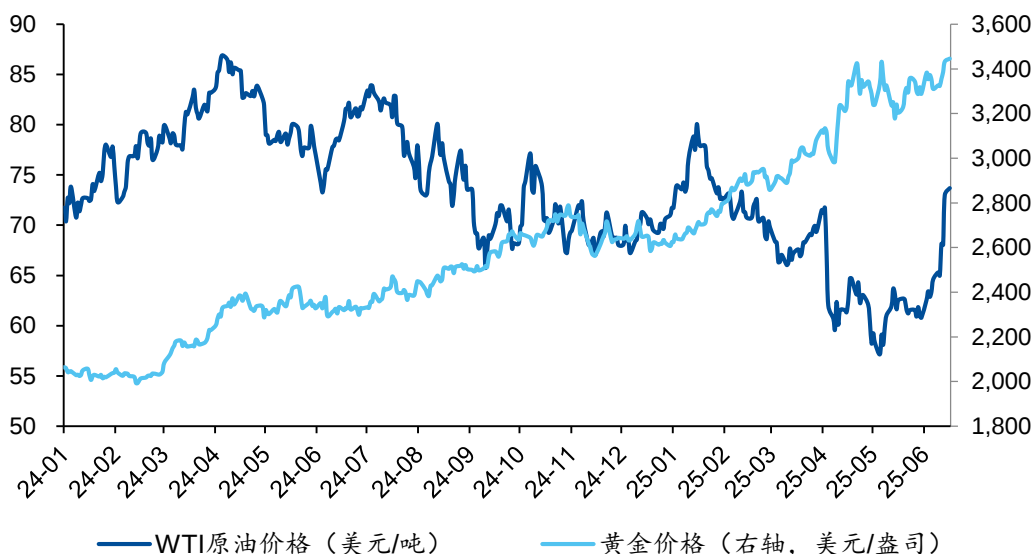
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

中东冲突升级，美国通胀回落

受地缘冲突影响，油价大幅上升

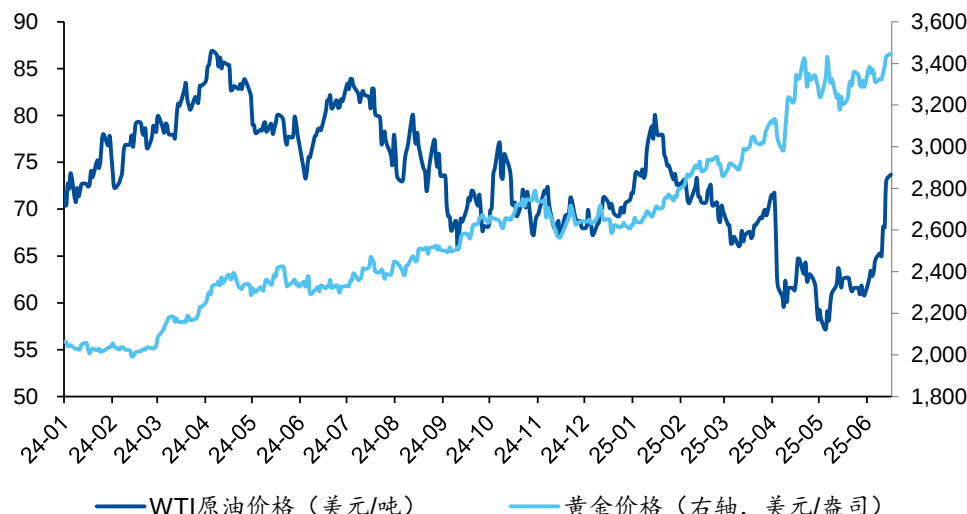


资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

- 以色列和伊朗的冲突在周末加剧，油价快速上扬。受以色列和伊朗周末持续攻击对方领土影响，布伦特原油价格在亚洲早盘一度上涨 5.5%。以色列上周对伊朗核设施和军事领导人发动空袭，随后又对波斯湾的南帕尔斯大型天然气田发动袭击，迫使其关闭了一个生产平台。
- 上周公布的数据显示，关税并未对价格产生显著影响，美国通胀数据进一步放缓，CPI、PPI 及通胀预期均显著低于预期，推动年内降息预期再度升温。5 月 CPI 数据的放缓主要受到能源价格和部分商品价格下降的推动。核心 CPI 的低增幅反映出服务价格的上涨压力有所减弱，这可能与消费者需求趋于平稳或企业成本控制有关。值得注意的是，核心通胀在年初连续两个月保持强劲后，过去三个月已连续低于预期，表明潜在通胀增速正在进一步放缓，甚至超过了关税带来的上行风险。
- 综合来看，上周公布的数据整体指向通胀降温，这为美联储提供了更大的政策灵活性，虽然市场仍预计美联储将在 2025 年 6 月会议上维持当前利率不变，但对 2025 年下半年降息的预期升温，期货市场隐含年内降息次数再次超过两次。
- 带给市场更多惊喜的，是 30 年期国债收益率逼近二十年高点之际，高达 220 亿美元 30 年期国债拍卖亮眼，尤其是海外买家需求强劲。投资者愿意在相对较低的利率水平下接收全部债券。结合本周三进行的 10 年期美债拍卖，可以看到市场整体并未表现出对美债信心的明显动摇。
- 本周美联储将议息，并公布最新的经济预测(SEP)。目前而言，市场几乎可以断定美联储将再次按兵不动，但是否暗示会在第三季度降息，将成为本次会议的焦点议题。总体而言，美国距离下一次降息，似乎已经不再遥不可及。

以色列和伊朗的冲突在周末加剧，油价快速上扬。受以色列和伊朗周末持续攻击对方领土影响，布伦特原油价格在亚洲早盘一度上涨 5.5%。以色列上周对伊朗核设施和军事领导人发动空袭，随后又对波斯湾的南帕尔斯大型天然气田发动袭击，迫使其关闭了一个生产平台。

图 1: 受地缘冲突影响，油价大幅上升



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

与此同时，上周公布的数据显示，关税并未对价格产生显著影响，美国通胀数据进一步放缓，CPI、PPI 及通胀预期均显著低于预期，推动年内降息预期再度升温。CPI 数据显示，5 月份美国通胀压力进一步放缓，核心通胀的低增幅尤其引人注目。2025 年 5 月 CPI 月环比上涨 0.1%，低于市场预期的 0.2% 以及前值的 0.2%。同比上涨 2.4%，符合市场预期，略高于 4 月的 2.3%。核心 CPI 月环比上涨 0.1%，显著低于预期的 0.3% 和前值的 0.2%；同比为 2.8%，低于预期的 2.9%，与前值持平。进一步看，5 月 CPI 数据的放缓主要受到能源价格和部分商品价格下降的推动。核心 CPI 的低增幅反映出服务价格的上涨压力有所减弱，这可能与消费者需求趋于平稳或企业成本控制有关。值得注意的是，核心通胀在年初连续两个月保持强劲后，过去三个月已连续低于预期，表明潜在通胀增速正在进一步放缓，甚至超过了关税带来的上行风险。

稍晚公布的 PPI 数据同样超预期降温，5 月 PPI 同比上涨 2.6%，预期值 2.6%；核心 PPI 同比增长 3.0%，创下 2024 年 8 月以来的最低水平，低于预期的 3.1%。5 月 CPI 和 PPI 数据低于预期的表现对金融市场和货币政策预期产生了显著影响。与 CPI 类似，过去几个月的 PPI 保持着略显温和走势，虽然 5 月 PPI 数据可能并不能完全体现关税对通胀的实质性影响。但就目前而言，通胀表现依然温和，服务业甚至略显疲软。与此同时，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值 60.5，创 2024 年 1 月以来最大单月升幅，且高于预期值 53.6 及前值 52.2；1 年通胀预期初值 5.1%，创下 2001 年 10 月以来的最大单月降幅，预期值为 6.4%，前值为 6.6%。

综合来看，上周公布的相关数据整体指向了通胀降温，这为美联储提供了更大的政策灵活性，虽然市场仍预计美联储将在 2025 年 6 月会议上维

持当前利率不变，但对 2025 年下半年降息的预期升温，期货市场隐含年内降息次数再次超过两次。

带给市场更多惊喜的，是在投资者对长债愈发谨慎、30 年期国债收益率逼近二十年高点之际，高达 220 亿美元 30 年期国债拍卖亮眼，尤其是海外买家需求强劲。本次 30 年期美债拍卖的得标利率为 4.844%，为今年 1 月以来最高，较拍卖截止前市场水平低约 1.5 个基点。这意味着投资者愿意在相对较低的利率水平下接收全部债券。结合本周三进行的 10 年期美债拍卖，可以看到市场整体并未表现出对美债信心的明显动摇。

需要注意的是，来自于财政端的压力始终存在。美国 5 月财政赤字略超 3,160 亿美元，同比减少 9%。本财年至今（2024 年 10 月 1 日-2025 年 5 月 31 日），美国财政赤字总额高达 1.4 万亿美元，同比增长 14%。和去年相比，整体赤字的规模扩大了 14%。虽然 5 月略有改善，但这更多是基数波动的影响，大趋势还是没有变，赤字总体还是在稳步恶化。目前联邦债务规模已达 36.2 万亿美元，加权平均利率维持在 3.28% 的高位，5 月利息支出 920 亿美元，占当月赤字的 29%，成为赤字增长的最大单一驱动因素。税收收入增长 15%，其中关税收入激增 270% 至 230 亿美元，但这些增收被刚性支出的扩张所吞噬，医保、社保和军费开支持续攀升，财政空间进一步被高企的利息负担挤压。

本周美联储将议息，并公布最新的经济预测(SEP)。目前而言，市场几乎可以断定美联储将再次按兵不动，但是否暗示会在第三季度降息，将成为本次会议的焦点议题。总体而言，美国距离下一次降息，似乎已经不再遥不可及。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com