



宏观研究报告

2025年6月10日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

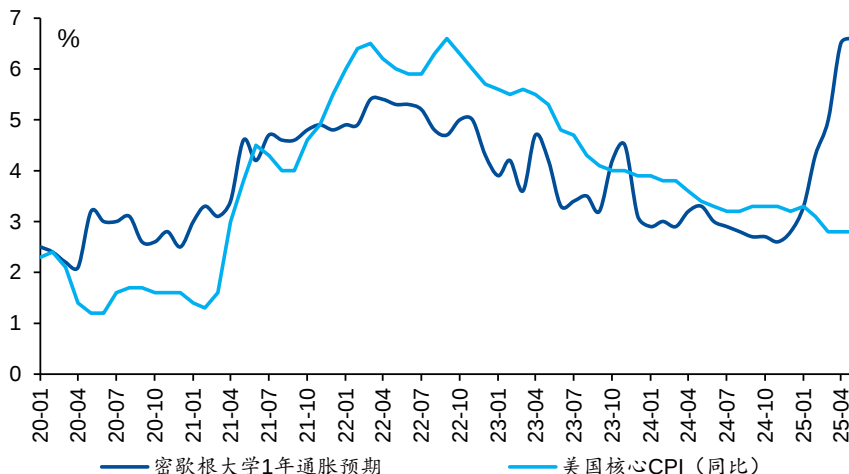
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

大数据显示，美国通胀更让市场困扰

调查类通胀预期与实际通胀出现“脱锚”



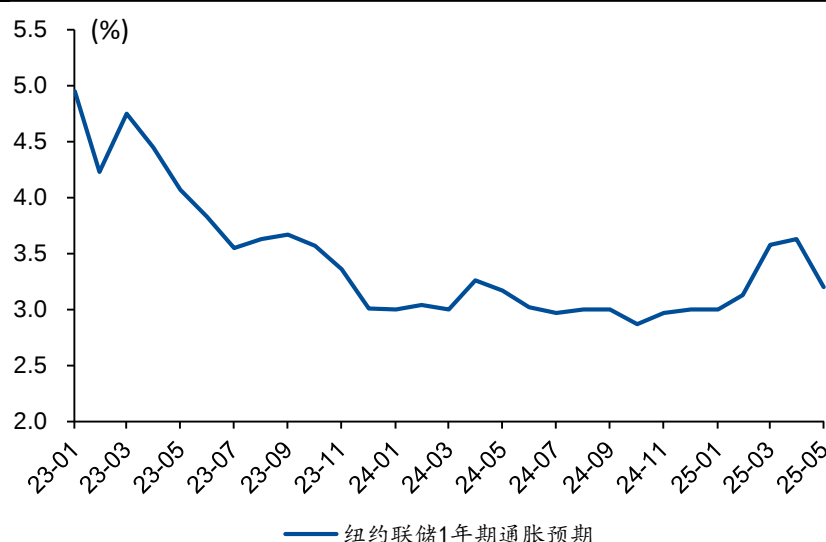
资料来源：圣路易斯联储, 国泰君安国际

- 根据彭博的大数据分析，本周以来，关于全球宏观的关键词是以下几个：贸易谈判、美国通胀以及美丽大法案。中美贸易谈判于伦敦时间周一下午开始，相信在本周的任何时点上，都可能发布牵动市场的重磅消息，但从全球股市的强劲走势中可以看出，市场对于结果却似乎并不担忧。明天晚间，美国将公布 5 月的通胀数据，尽管这一数据大概率不会对本月的 FOMC 产生太大影响，但市场仍然捕捉到了若干可能的变量。
- 昨晚公布的纽约联储 1 年期通胀数据显示，其 5 月终值为 3.2%，显著低于市场预期值 3.5% 以及前值 3.63%。尽管这一数据传统上而言并不关键，但公布后却成为了过去 24 小时最受关注的宏观事件之一，在很大程度上说明投资者对于未来通胀走势的关注。
- 市场对于通胀预期关注的另一个原因，是调查类通胀预期与实际通胀走势的“脱锚”。今年以来，密歇根大学调查显示的 1 年期通胀预期快速攀升，而美国的实际通胀走势却较为平稳。市场对此的通用解释，是关税尚未完全落地，或者是落地后仍然需要一定的传导期。这样的解释固然有自身的逻辑，但如果本周公布的通胀数据仍然表现温和，那么调查类通胀的有效性将被质疑。
- 与通胀预期相关的，除了关税之外，是美国的财政赤字。根据无党派的美利坚国会预算办公室（CBO）的最新估计，《美丽大法案》将在未来 10 年内增加大概 2.4 万亿美元的赤字。本周美国国债将举行 30 年期的拍卖，拍卖结果也被认为是市场对于美债需求的晴雨表。与此同时，CBO 也预计，债务上限也就是一般而言的 ‘X day’ 大概会在 8 月被触及。
- 美国经济的多面性也体现在资产定价中。美股走出颓势，在很大程度上表明对于经济基本面的乐观心态。但通胀、财政等显而易见的风险仍然让市场担心，这从美元和美债的定价也可见一斑。很显然，市场对于通胀的关注，反映的正心中最大的不确定。

根据彭博的大数据分析，本周以来，关于全球宏观的关键词是以下几个：**贸易谈判、美国通胀以及美丽大法案**。中美贸易谈判于伦敦时间周一下午开始，相信在本周的任何时点上，都可能发布牵动市场的重磅消息，但从全球股市的强劲走势中可以看出，市场对于结果却似乎并不担忧。明天晚间，美国将公布 5 月的通胀数据，尽管这一数据大概率不会对本月的 FOMC 产生太大影响，但市场仍然捕捉到了若干可能的变量。

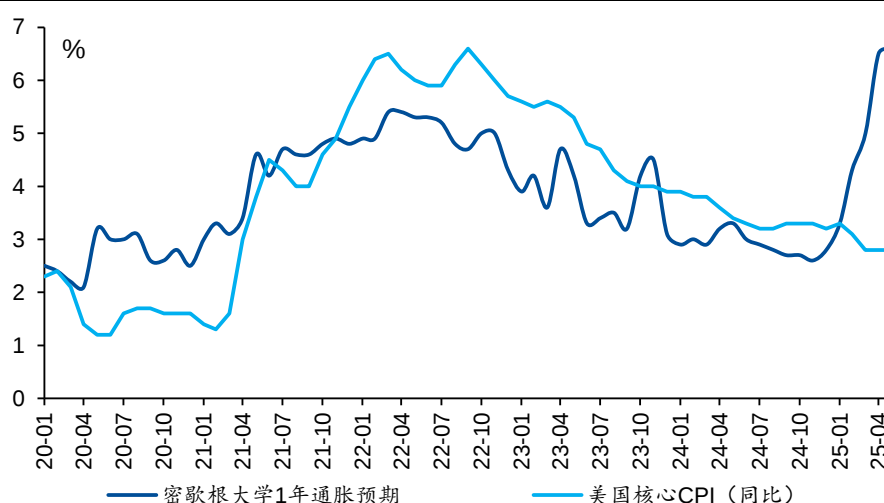
昨晚公布的纽约联储 1 年期通胀数据显示，其 5 月终值为 3.2%，显著低于市场预期值 3.5% 以及前值 3.63%。尽管这一数据传统上而言并不关键，但公布后却成为了过去 24 小时最受关注的宏观事件之一，在很大程度上说明投资者对于未来通胀走势的关注。

图 1：纽约联储通胀预期2024年以来首度下行



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图 2：调查类通胀预期与实际通胀出现“脱锚”



资料来源：圣路易斯联储，国泰君安国际

市场对于通胀预期关注的另一个原因，是调查类通胀预期与实际通胀走势的“脱锚”。从图 2 中我们会发现，从今年以来，密歇根大学调查显示的 1 年期通胀预期快速攀升，与此同时，美国的实际通胀走势却较为平

稳。市场对此的通用解释，是关税尚未完全落地，或者是落地后仍然需要一定的传导期。这样的解释固然有自身的逻辑，但如果本周公布的通胀数据仍然表现温和，那么调查类通胀的有效性将被质疑，尤其在纽约联储的最新通胀预期数据（这也是一个调查类数据）显著降温的情形下。具体来看，纽约联储表示，5月通胀预期的改善是广泛性的，不同年龄、学历和收入群体的预期都在下降。同时，多数商品类别的通胀预期都有所下降，但食品价格是唯一例外。受访者预计未来一年食品价格将上涨5.5%，比4月份提高了0.4%，创下2023年10月以来的最高水平。相较之下，其他主要消费领域的涨价预期则普遍回落，受访者预计汽油价格涨幅将放缓至2.7%，下降0.8个百分点。医疗保健、大学教育和租金上涨的预期也环比下降。

与通胀预期相关的，除了关税之外，是美国的财政赤字。由于美丽大法案即将通过，市场对于美国财政赤字的担忧溢于言表。根据无党派美国国会预算办公室（CBO）的最新估计，这份美丽大法案将在未来10年内增加大概2.4万亿美元的赤字——根据基准预测，到2034年的10年间收入将减少3.67万亿美元，支出将减少1.25万亿美元。本周美国国债将举行30年期的拍卖，拍卖结果也被认为是市场对于美债需求的晴雨表。与此同时，CBO也预计，债务上限也就是一般而言的‘X day’大概会在8月被触及。当然，经过过去几次的债务上限危机后，市场对于债务上限被触及并没有太多的担忧，也倾向于认为美国财政部会在‘X day’到来前搞定债务上限问题。

美国经济的多面性也体现在资产定价中。美股走出颓势，在很大程度上表明对于经济基本面的乐观心态。但通胀、财政等显而易见的风险仍然让市场担心，这从美元和美债的定价也可见一斑。很显然，市场对于通胀的关注，反映的正是心中最大的不确定。

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