

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（20250602~20250608）

2025 年 6 月 11 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：5 月就业数据出现分化

（1）央行动态

本周公布多项就业数据，其中，美联储重点关注的非农就业数据表现出较强韧性，因此，市场对于美联储的政策预期变化不大，截止 6 月 9 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

美国就业数据表现分化。ADP 新增就业、家庭调查新增就业、初请失业金人数均显示劳动力市场走弱，但 5 月非农就业数据呈现出较强韧性。5 月 ADP 新增就业大幅降至 3.7 万人（4 月为 6 万人，1-4 月平均值为 11.9 万人），家庭调查显示 5 月就业人数为-69.6 万人，不增反降。与此同时，更加高频的每周初请失业金人数显示，5 月 31 日当周初请失业金人数延续上行至 24.7 万人，均反映出美国就业市场走弱。而 5 月新增非农就业 13.9 万人，依旧呈现出韧性，失业率也维持在 4.2% 不变，平均工时也未出现明显下降。PMI 数据方面，5 月制造业与服务业景气度均在枯荣线之下，其中，制造业 PMI 进一步下滑至 48.5，服务业 PMI 自 24 年 7 月以来首次跌破 50。

➤ 非美国国家：日本上修 25Q1 GDP 增速，欧洲央行再度降息 25bp

日本将 25Q1 的名义与实际 GDP 环比折年率均上调了 0.5 个百分点，从 4 月的核心 CPI（同比增 3.5%，较 3 月走升 0.3 个百分点）数据看，日本的通胀数据表现良好，与此同时，失业率维持在较低水平，为日本央行的加息之路奠定了基础。欧洲方面，欧元区 5 月核心 CPI 下行至 2.3%，反映出降通胀进展顺利，欧洲央行如期降息 25bp。

➤ 周观点：美国就业市场温和降温，维持年内至少再降息 3 次的判断

虽然非农新增就业数据整体表现较好，但我们认为其中的一些细节叠加其他就业数据共同反映出美国就业市场实际已经在温和降温。5 月新增就业完全由服务业贡献，商品制造新增就业为负值，制造业的拖累十分明显，伴随着关税政策影响显现，叠加周度初请失业金数据显示出的失业人数上行趋势，我们认为就业数据会进一步走软。基于此，我们倾向于认为美联储将于 7 月再度开始降息，下半年降息至少 3 次，美元依然存在下行空间。

➤ 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.....	4
二、 非美国国家.....	7
1、 日本.....	7
2、 欧洲.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图 1: CME FedWatch 货币政策概率预期 (截止 6 月 9 日 10:30)	4
图 2: 5 月 31 日当周初请失业金人数延续上行 (人)	4
图 3: 经济政策不确定性指数回落.....	4
图 4: 5 月 ADP 新增就业人数大幅收缩 (人)	5
图 5: 5 月新增非农就业完全由服务业拉动 (千人)	5
图 6: 5 月新增非农就业制造业拖累明显 (千人)	5
图 7: 5 月失业率持平 4 月 (%)	5
图 8: 解雇与裁员率、辞职率未出现明显波动 (%)	6
图 9: 家庭调查显示 5 月新增就业为负数 (千人)	6
图 10: 5 月 ISM 制造业与服务业 PMI 均跌破枯荣线.....	6
图 11: 亚特兰大联储维持 25Q2GDP 增速预测 (%)	6
图 12: 日本上修 25Q1GDP 环比折年率 (%)	7

图 13: 日本 4 月失业率不变, 核心 CPI 走高 (%)	7
图 14: 欧元区 5 月核心 HICP 下行 (%)	7
图 15: 欧盟零售销售指数同比环比均上行 (%)	7

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 9 日 10:30）

	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
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.9%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	54.5%	36.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	31.6%	45.4%	18.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	21.5%	40.3%	28.5%	6.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.5%	28.1%	36.1%	20.8%	4.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.1%	18.5%	32.0%	28.7%	12.9%	2.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	8.3%	21.7%	31.2%	25.0%	10.4%	1.8%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.7%	4.1%	13.2%	25.2%	28.9%	19.6%	7.2%	1.1%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.3%	5.7%	15.4%	25.9%	27.2%	17.4%	6.1%	0.9%
2026/9/16	0.1%	0.5%	2.6%	8.6%	18.5%	26.3%	24.2%	14.0%	4.5%	0.6%
2026/10/28	0.1%	0.9%	3.8%	10.6%	20.1%	25.9%	22.2%	12.1%	3.8%	0.5%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.3%	11.3%	20.5%	25.6%	21.5%	11.5%	3.5%	0.5%

资料来源：CME FedWatch，山西证券研究所

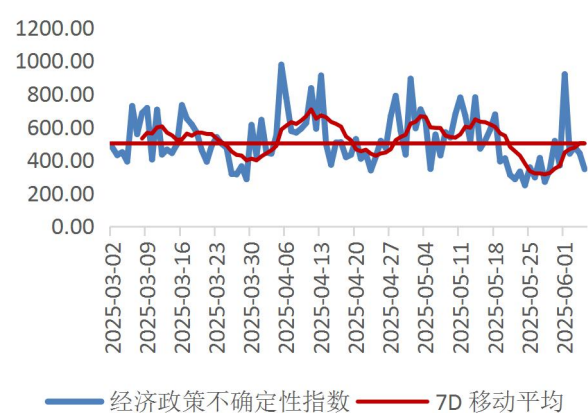
2、重要经济数据

图 2：5 月 31 日当周初请失业金人数延续上行(人)



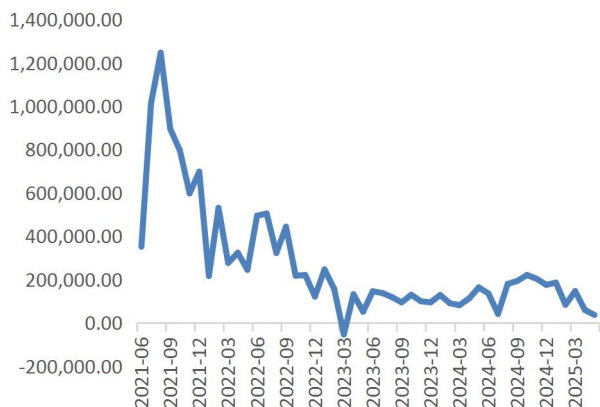
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：经济政策不确定性指数回落



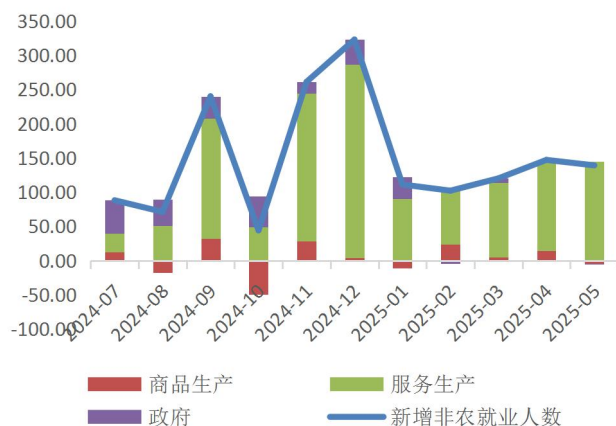
资料来源：Fred，山西证券研究所

图 4：5 月 ADP 新增就业人数大幅收缩（人）



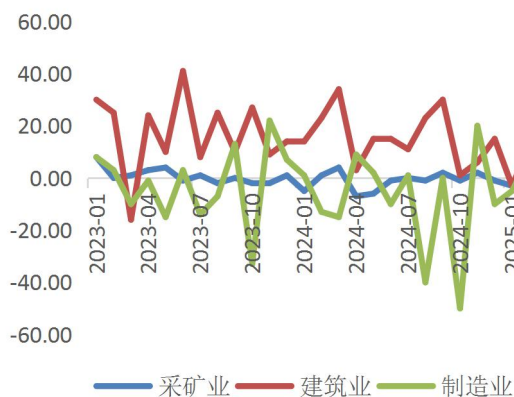
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：5 月新增非农就业完全由服务业拉动（千人）



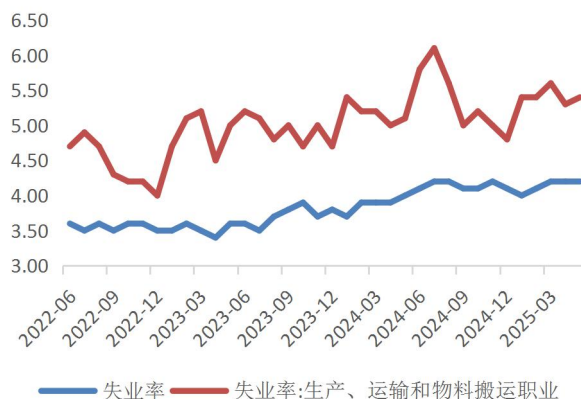
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：5 月新增非农就业制造业拖累明显（千人）



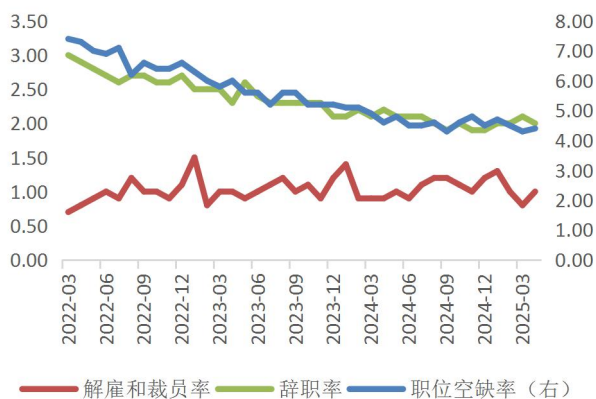
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：5 月失业率持平 4 月（%）



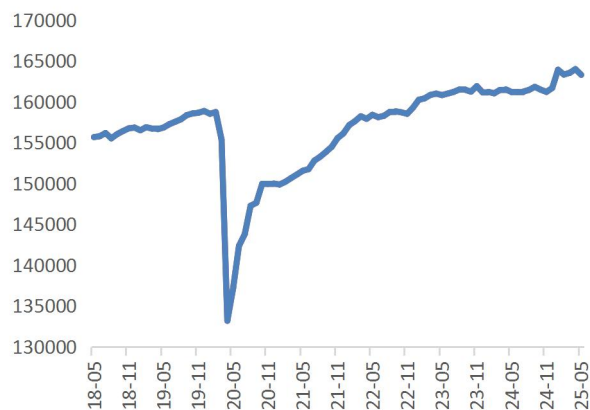
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：解雇与裁员率、辞职率未出现明显波动（%）



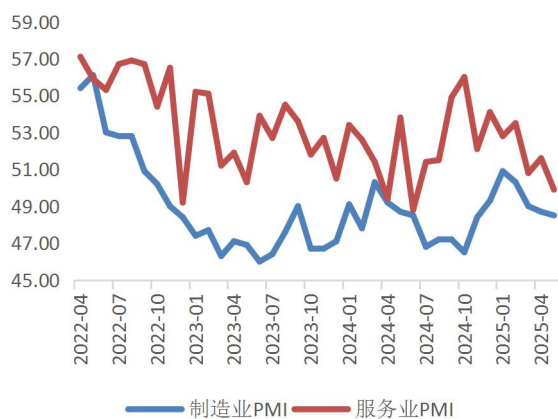
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：家庭调查显示 5 月新增就业为负数（千人）



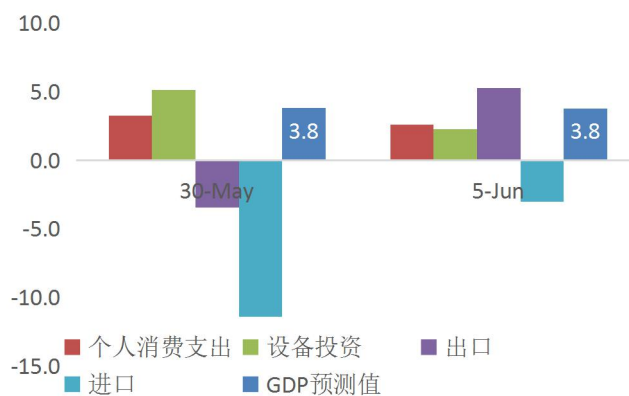
资料来源：Fred，山西证券研究所

图 10：5 月 ISM 制造业与服务业 PMI 均跌破枯荣线



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：亚特兰大联储维持 25Q2 GDP 增速预测（%）

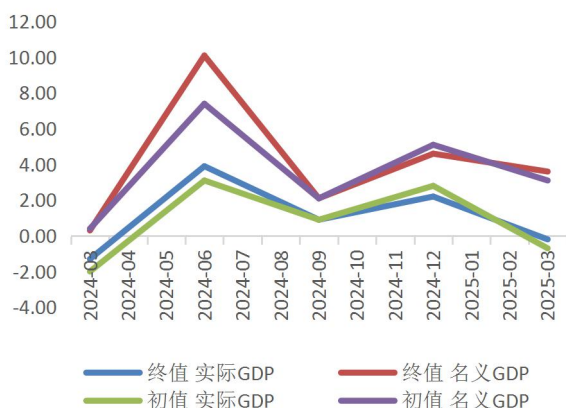


资料来源：亚特兰大联储，山西证券研究所

二、非美国国家

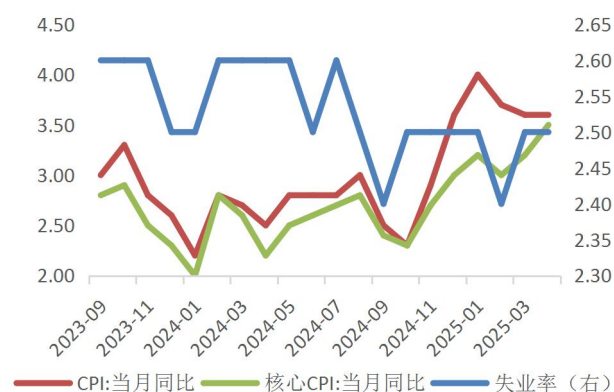
1、日本

图 12：日本上修 25Q1GDP 环比折年率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

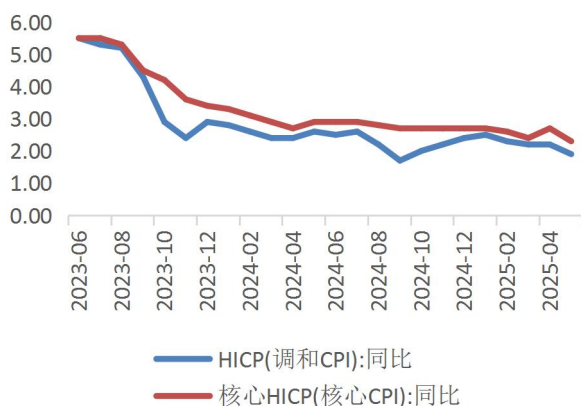
图 13：日本 4 月失业率不变，核心 CPI 走高（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

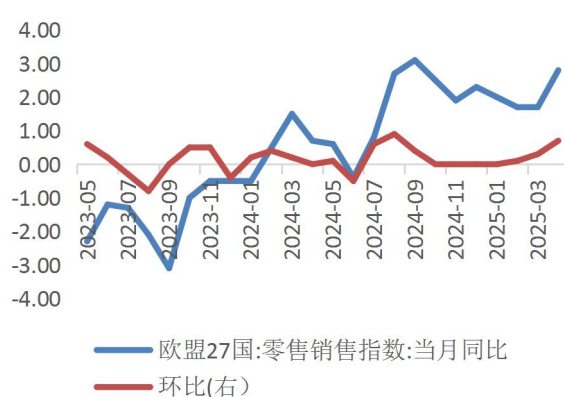
2、欧洲

图 14：欧元区 5 月核心 HICP 下行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：欧盟零售销售指数同比环比均上行（%）



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，本报告的任一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