



國證國際
S D I C S I

美股策略

市场进入观察期 贸易战反复不定

国证国际证券（香港）有限公司 • 研究部

2025年6月

分析师：
黄焯伟 Steve (中央編號：ASG163)
stevewong@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

目录

- 上周总结：贸易战反复不定
- 市场隐忧：去美元化倾向持续
- 美国宏观：就业数据参差，结构存隐忧
- 未来一周（6月9日-6月13日）：重点关注物价通胀数据

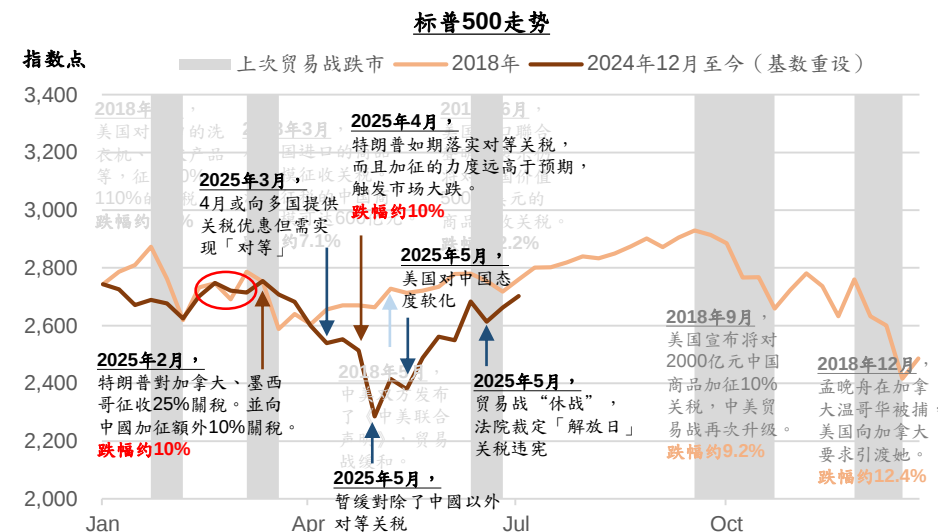




上周总结：贸易战反复不定

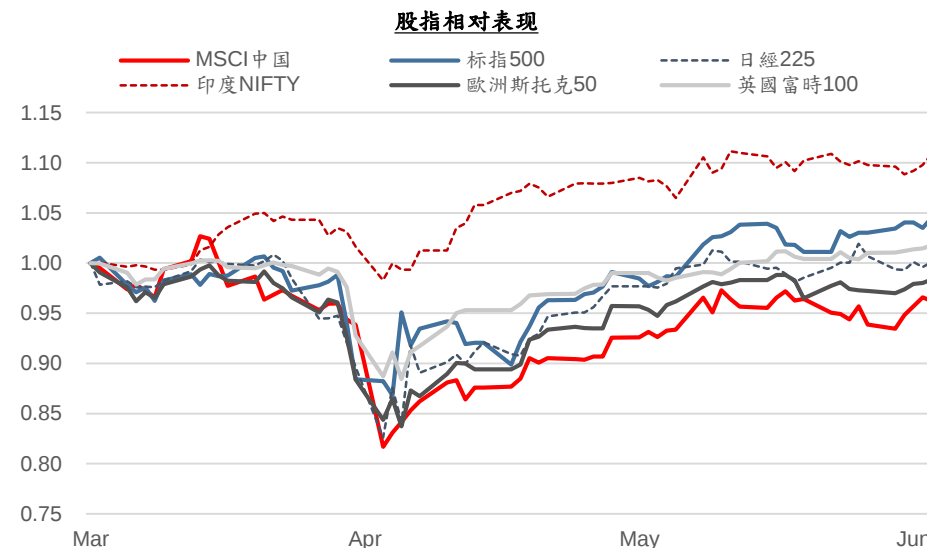
- 上周中美贸易战缓和迹象明显，推动美股持续反弹，标普500指数一周上升1.5%，纳指100上升2.0%，罗素2000上升3.2%。
- 中国外交部宣布，国务院副总理何立峰将访英并与美方举行中美经贸磋商机制首次会议。这次会议由中美首脑通话后启动，被视为真正谈判的开始。
- 然而，相比之前的谈判由美国财长贝森特主导，这次加上商务部长卢特尼克以及贸易代表葛里尔，变数可能提升。贝森特相对温和，主张通过谈判解决争端，避免市场剧烈波动。卢特尼克则非常激进，其主管贸易管制、出口限制和产业政策，包括技术封锁，其主张对华全面施压，推动芯片等出口管制和高关税。这次情况更为复杂，预期双方可能会出现持续拉锯。

标普500的近期表现对应贸易战大事件



来源：彭博、国证国际整理

主要市场股指近期走势



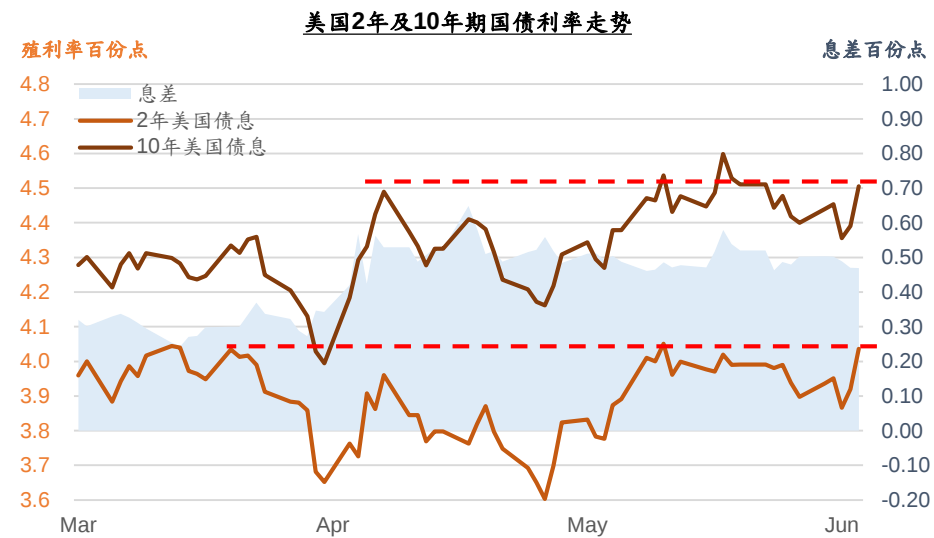
来源：彭博、国证国际整理



市场隐忧：全球流动性也正呈现去美元化倾向

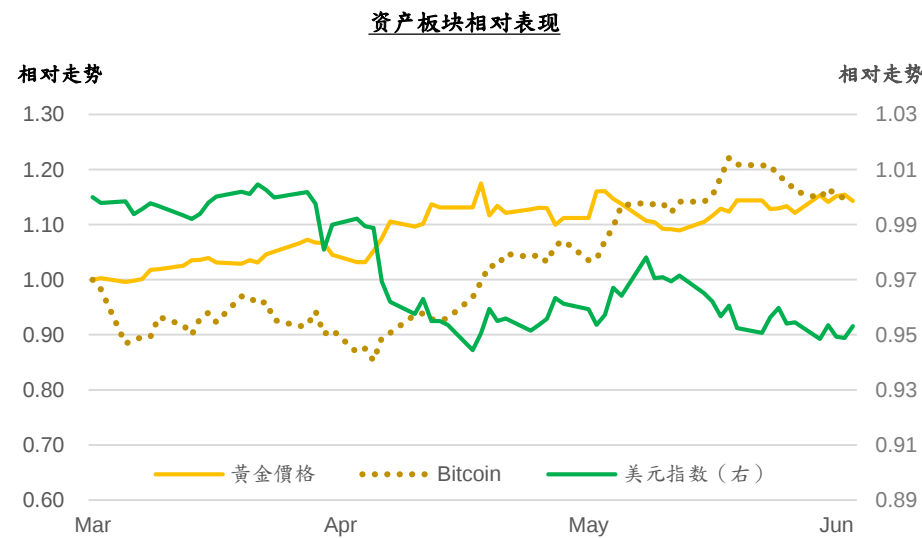
- 虽然美债利率近期已反弹至3、4月水平，但美元指数仍持续回落，反映出部分海外投资者对美元资产的信心减弱。
- 这一趋势可能标志着全球资本的重新配置：过去几年，在疫情与全球经济不均衡复苏背景下，资金大多集中流入以美国为核心的市场。但随着欧洲、亚洲（尤其是日本）经济开始从低谷中恢复，全球流动性也正呈现“去美元化”倾向，逐步回流至非美元市场，例如日本、欧洲乃至港股。
- 这种流动性的重配置，尤其是在不同区域风险偏好与增长预期发生变化的背景下，估值模型和资金供给或将受到影响。黄金等避险资产价格反覆做好，包括数字资产亦突破新高。

美国国债长短期利差近期走势



来源：彭博、国证国际整理

黄金及美元指数走势



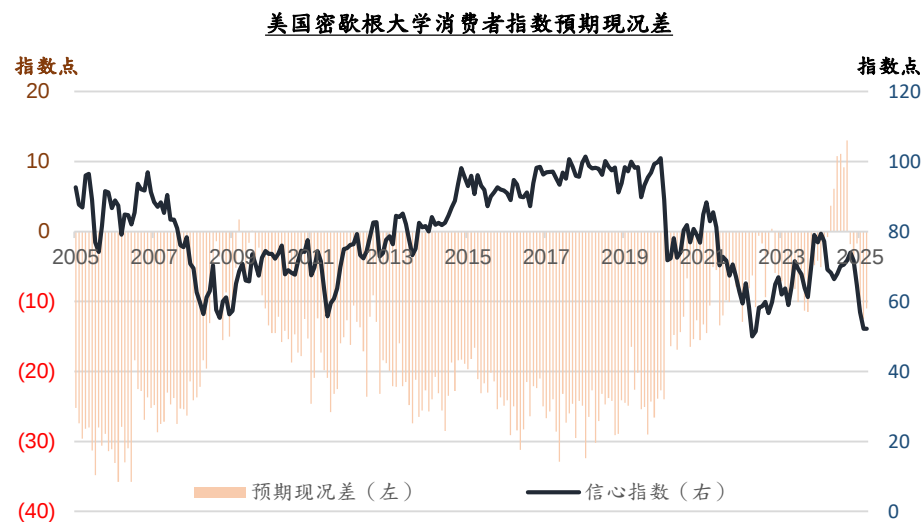
来源：彭博、国证国际整理



美国宏观：随着贸易战降温，消费者信心有所改善

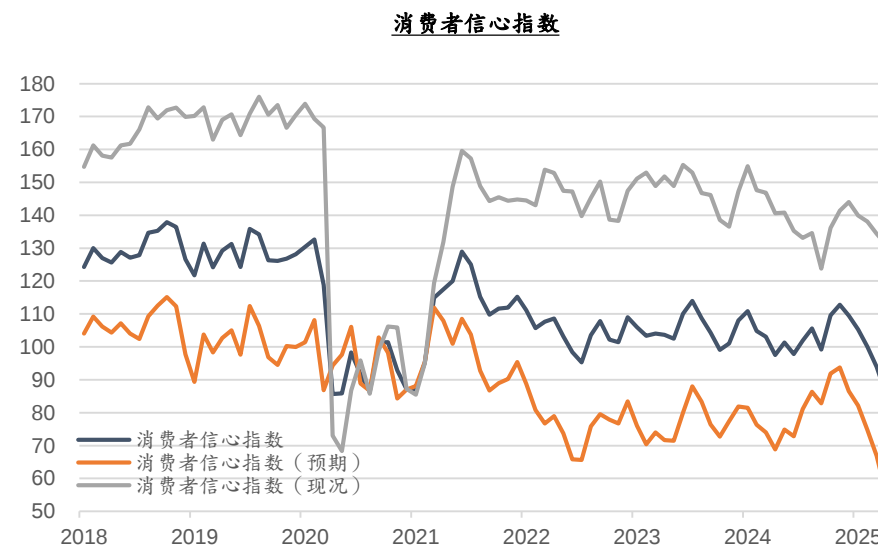
- 贸易暂时休战期间，根据美国咨商会5月调查，受中美关税互降影响，消费者信心指数由4月的85.7大幅回升至98，为去年11月以来首次上升，显示贸易谈判进展提振了市场情绪。消费者未来几个月对服务类支出意愿增加，尤其外出就餐及娱乐活动支出明显回暖。美国密歇根大学5月消费者情绪指数终值52.2，与4月相同，高于市场预期及初值，当中现况指数跌至58.9，但高于初值；展望指数升至47.9，高于初值。
- 尽管如此，根据美国咨商会调查，超过三成消费者仍选择储蓄以应对未来不确定性，且对劳动市场的看法仍较为谨慎。情绪和通胀预期仍将对贸易战消息极其敏感。

美国密歇根大学消费者预期之走势



来源：彭博、国证国际整理

美国咨商会消费者指数走势



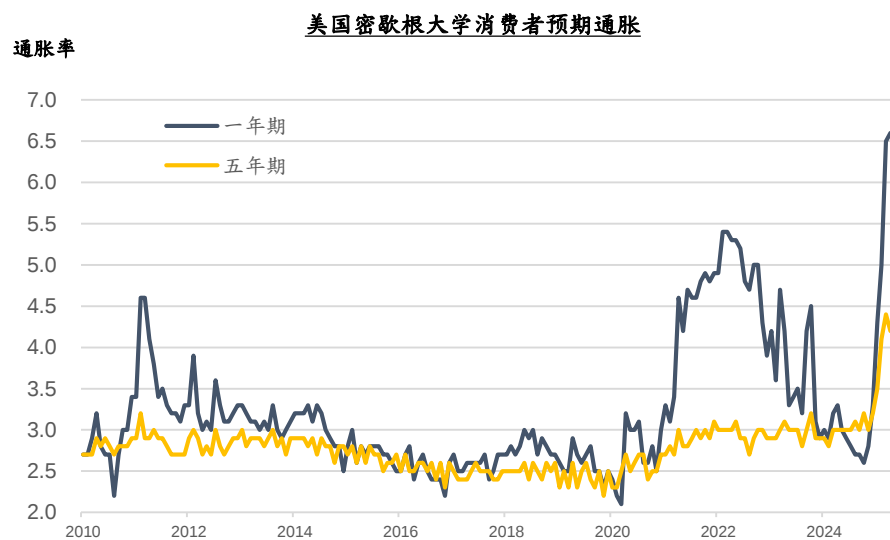
来源：彭博、国证国际整理



美国宏观：通胀数据胜预期，但短期通胀压力仍在

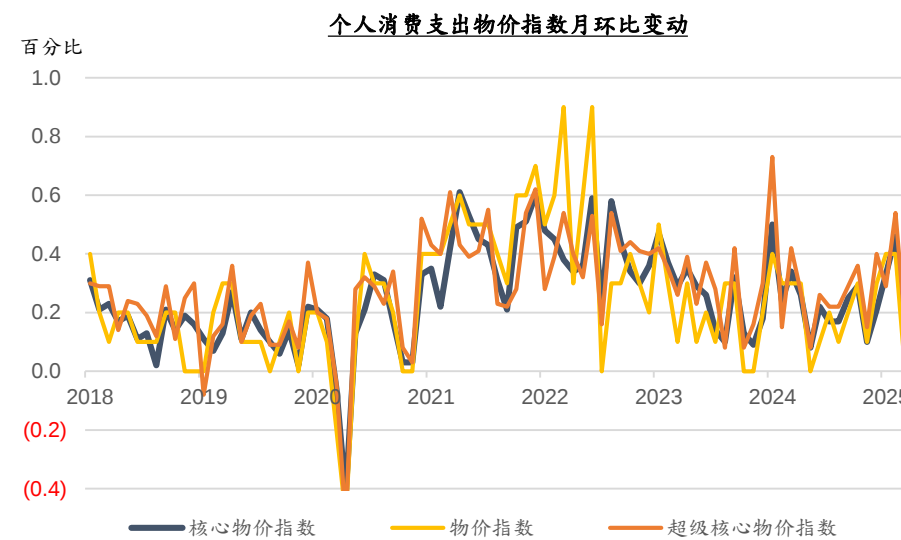
- 美国4月个人消费支出（PCE）物价指数按月升0.1%，核心PCE按月升0.1%，按年增加2.5%，符合预期。物价通胀率比3月略为回落。
- 超级核心PCE通胀率（扣除住房以外的核心服务）按月跌0.02%（前值为+0.2%）。金融服务、保险以及娱乐服务的通缩，抵消医疗保健价格的上涨。
- 密歇根大学5月份消费者调查的最终结果显示，长期通胀预期降至4.2%，为自去年12月以来的首次下降，但短期通胀预期仍然环比升温，5月一年期通胀预期预期从4月的6.5%微升至6.6%。

美国密歇根大学消费者通胀预期之走势



来源：彭博、国证国际整理

美国个人消费支出价指数走势



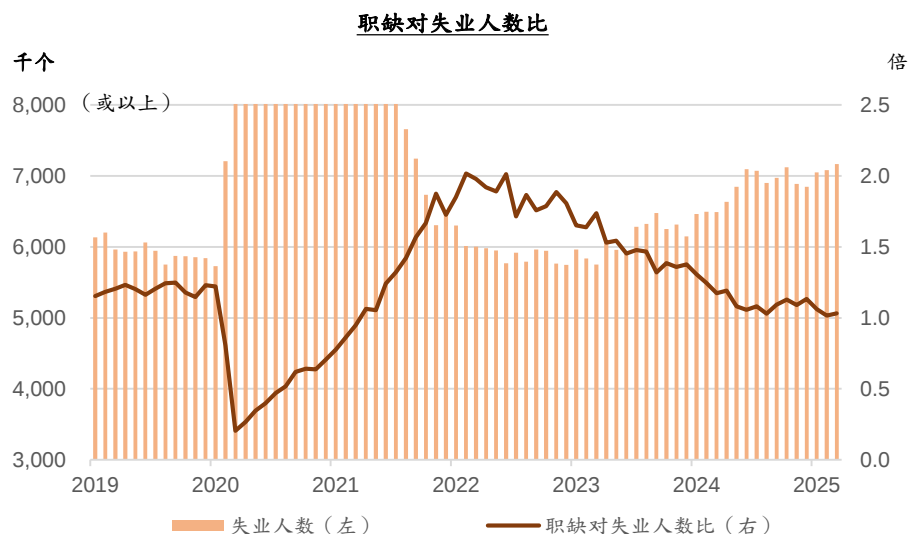
来源：彭博、国证国际整理



美国宏观：就业数据参差，结构存在隐忧

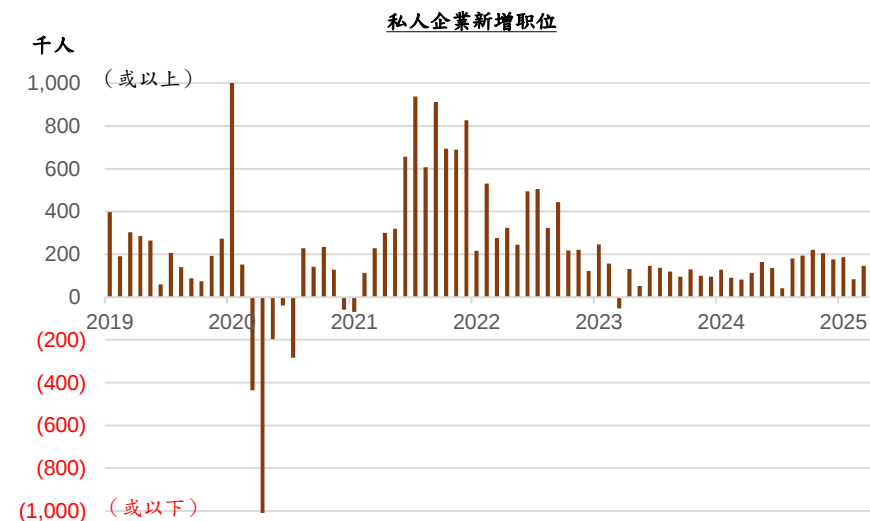
- 美国公布4月JOLTS职位空缺报告，职缺总数意外上升19.1万，达到739万个。3月数据亦被上修至720万。然而，细项显示劳动市场内部正逐步降温。职位空缺的增长主要集中于专业及商业服务、医疗和社会救助行业，这些行业的空缺数量依然最为充裕。但与可选消费关联性较大的行业，如休闲和酒店业、餐饮业，以及制造业及地方政府工作等领域的职位空缺均出现明显下降。
- 美国5月就业市场与服务业数据显现经济放缓迹象。人力资源公司ADP数据显示，5月私营部门新增职位仅3.7万个，创2023年3月以来最低，大幅低于预期的11.1万，4月数据亦下修至6万个。招聘放缓主要集中在制造业、建筑业及金融服务业，与制造业PMI持续收缩形成呼应。小型企业受压尤甚，大型企业招聘亦趋谨慎，反映企业对经济前景及贸易政策的高度观望。

美国职位空缺情况对比失业人数



来源：彭博、国证国际整理

ADP私营部门新增就业情况



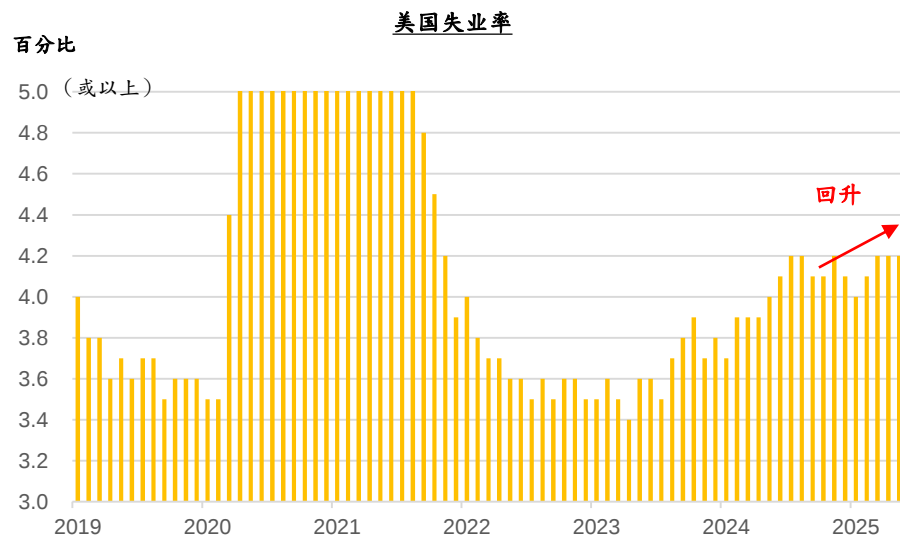
来源：彭博、ADP、国证国际整理



美国宏观：就业数据参差，结构存在隐忧（续）

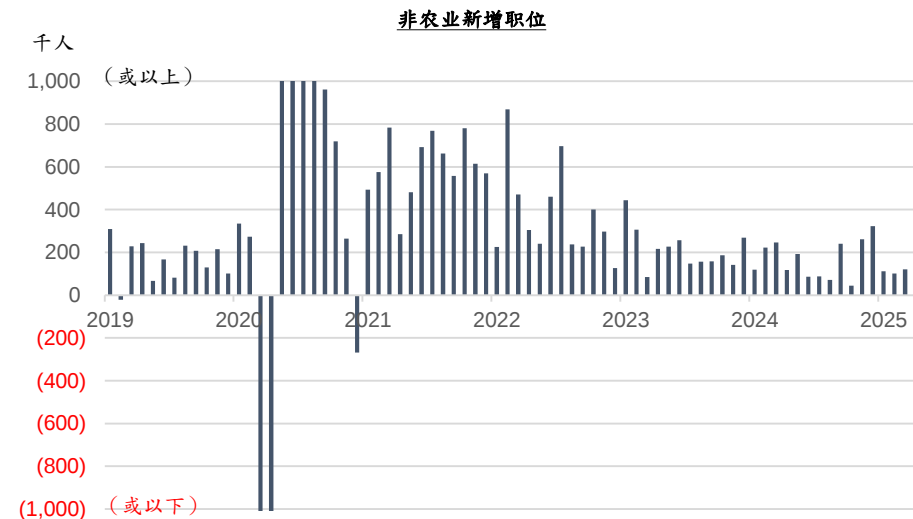
- 美国5月非农就业新增职位降至13.9万个，略高于市场预期的13万个，休闲餐饮及贸易运输等主要行业的就业增长强于预期，5月数据仍然表现韧性。
- 但我们看到失业人数自1月开始持续上升，失业率从4月的4.187%，微升至4.244%。3、4月份数据亦被下修，两月共下修超过7万个新增职位。
- 报告细节亦显示，劳动参与率大幅下降，家庭调查中的就业人数反而减少，这意味失业率的平稳并非因就业机会充足，而是部分劳动者退出市场，可能与对遣返政策的担忧有关，值得继续关注。

美国失业率情况



来源：彭博、国证国际整理

美国非农业新增职位



来源：彭博、国证国际整理



美国宏观：美国采购经理指数跌破荣枯线

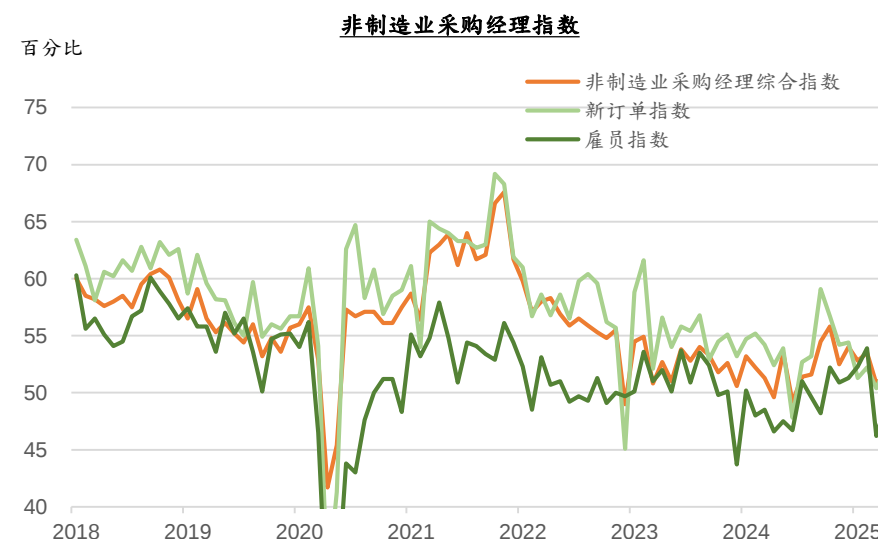
- 5月美国供应管理协会（ISM）采购经理指数（PMI）数据显示，制造业和服务业均面临明显压力，景气进一步恶化。美国5月ISM制造业PMI意外下滑至48.5，低于市场预期，并连续第三个月处于50以下之收缩区间，反映制造业持续走弱。新订单指数虽小幅回升，但仍低于50的荣枯线，进出口订单双双下滑，就业指数持续低迷，价格指数虽略有回落，但连续三个月高于69，反映成本压力依然沉重。整体来看，制造业正受制于外部需求疲弱与高成本双重夹击，行业前景充满挑战。
- 服务业同样不容乐观。5月ISM非制造业PMI降至49.9，低于预期的52.0，并自2024年6月以来首次跌破荣枯线。新订单指数剧降至46.4，需求动能显著萎缩，商业活动指数降至低点50，是继疫情以来的最低水平，产出增长陷入停滞。虽然就业指数回升至50.7，结束连续两个月收缩，但价格支付指数飙升至68.7，创2022年11月以来新高，显示关税传导下服务业通胀压力加剧。

ISM制造业采购经理指数



来源：彭博、国证国际整理

ISM非制造业采购经理指数



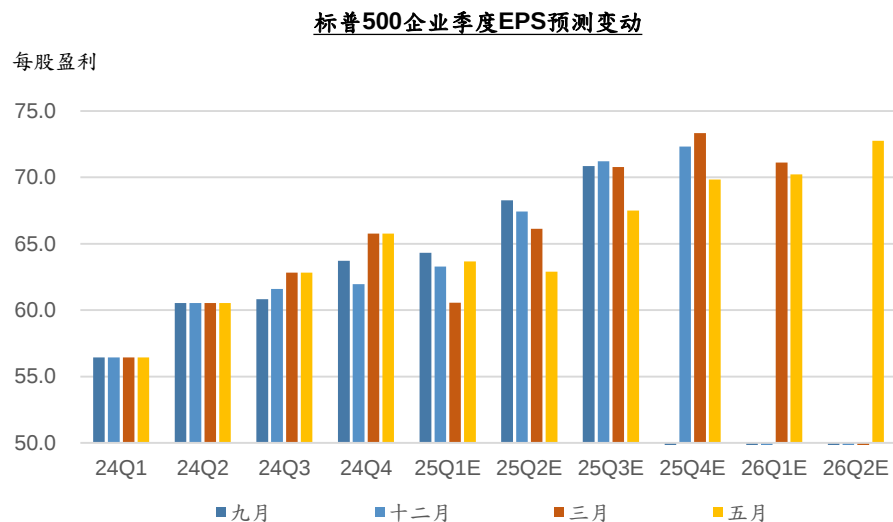
来源：彭博、国证国际整理



美国宏观：企业盈利增长预期正在下调

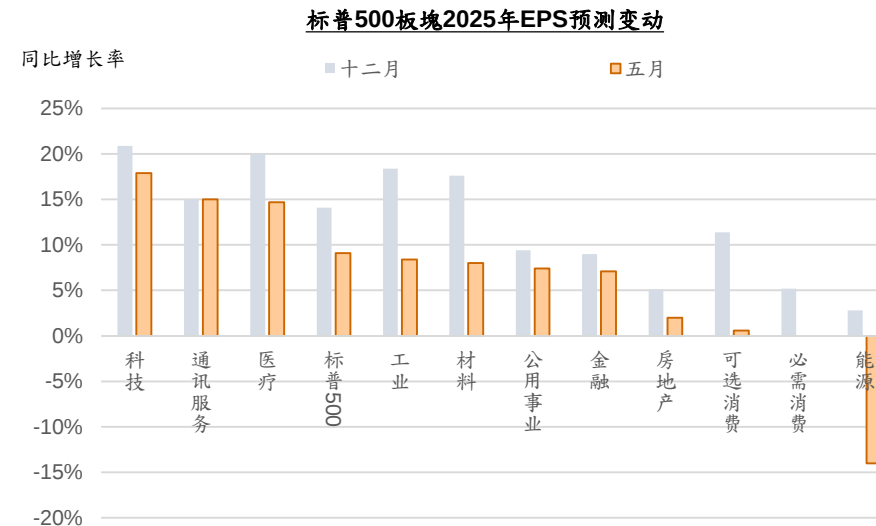
- 第一季度业绩仍然未见弱态，标普500大型企业盈利同比增幅13.3%，不但高于贸易战发动后市场下调的预期值，还略高于去年底时的预期值。
- 然而，鉴于市场对通胀和关税的担忧，市场将标准普尔 500 指数公司第二季度的每股收益预期下调。在4月和5月，标普500每股盈利预测被下调，下调幅度约4.0%，高于过去平均水平。在过去五年（20 个季度）中，每季度前两个月的每股盈利预测平均下降幅度为 2.6%、过去十年为 2.5%。

标普500每股盈利同比增长率预期



来源：Factset、国证国际整理

标普500企业2025年盈利预测之变动



来源：Factset、国证国际整理



本周重点：重点关注物价通胀数据

- 周二：5月NFIB中小企业乐观程度指数，预期95.8，前值95.8；
- 周三：5月消费者报告，核心CPI环比增幅预期0.30%，前值0.20%；同比增幅预期2.90%，前值2.80%；
- 周四：5月生产者报告，核心PPI环比增幅预期0.30%，前值-0.40%；同比增幅预期3.10%，前值3.10%；
- 周五：6月密歇根大学消费者信心指数初值，预期53.5，前值52.2。密歇根大学1年通胀，预期6.50%，前值6.60%。
- 目前美国宏观数据显示，虽然当下经济依然稳定，但实际生产、投资及消费意愿有所放缓，这主要与企业和消费者在前期提前购买、囤货以应对关税上调有关，导致近期广义需求上升，市场情绪偏向观望。
- 2025年以来，美国加征的新一轮关税已推高多类商品价格，消费者一年期通胀预期升至6.6%，部分进口商品涨幅更为明显。这种价格压力，迭加企业成本上升，对消费及投资意愿构成压制。
- 尽管4月通胀率回落至2.5%，但市场普遍预期未来几月随关税效应逐步反映，通胀率可能再度走高。在经济数据仍具韧性的背景下，联储局大概率将维持现有政策利率不变，并强调需观察后续通胀走势。若未来物价数据高于预期，将进一步限制联储局放宽货币政策的空间，稳定经济与压制通胀之间的政策权衡将持续主导市场预期。

多谢！

国证国际 研究部

免责声明

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010

请参阅本报告尾部免责声明