

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

《美关税不确定下，日元资产的演化路径》 - 2025.06.09

宏观观点

海外宏观周报：美元处于“微笑曲线”中间

● 核心观点：

周五公布的美国非农就业数据印证了美国经济仍处于温和走弱的趋势中。虽然5月新增就业人数高于预期，失业率维持稳定，缓解了此前ADP就业数据引发的衰退担忧。但这份就业报告也释放出一些边际走软的信号：前两个月的非农就业人数再次出现下修；在失业人口中，主动离职者的数量明显下降；同时近几周初请失业金人数也反映了未来可能出现的失业率反弹，只是由于劳动参与率下降的关系，并没有反映在本次非农报告上。

关税虽然从此前极高的水平有所下降，但谈判过程仍然冗长且进展缓慢，而对经济造成的负面影响已难以避免。美国乃至全球经济温和走弱的可能性正在上升，美元目前正处于“微笑曲线”的中间阶段。所谓美元微笑曲线，是指美元通常在美国经济极为强劲或陷入严重衰退时（因避险需求）走强，而在经济温和放缓时则表现最为疲弱。从历史上看，美元指数的强弱与新兴市场的强弱是负相关的，弱美元下，新兴市场股市具有较高的配置价值。

● 风险提示：

美国经济严重衰退或大幅走强，引发美元向微笑曲线两侧移动，从而升值。

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.....	7
2 美联储观点跟踪.....	8
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数.....	5
图表 2: 美国失业率.....	5
图表 3: 美国平均时薪增速.....	5
图表 4: 美国劳动参与率 (%).....	5
图表 5: 美国主动离职者人数减少 (千人).....	5
图表 6: 美国初请失业金人数 (万人).....	6
图表 7: 美国续请失业金人数 (万人).....	6
图表 8: 美国 5 月 ISM 服务业、制造业 PMI 均低于荣枯线.....	6
图表 9: 欧元区通胀持续降温 (%).....	6
图表 10: 本周重要数据与事件.....	7
图表 11: 市场定价年内还有 2 次降息.....	9

1 海外宏观数据跟踪

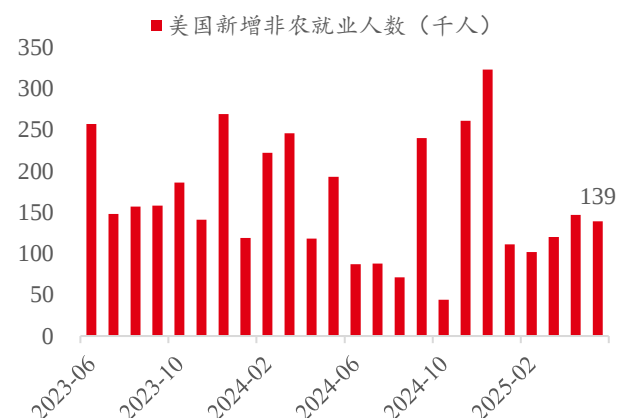
1.1 上周重要事件与数据跟踪

贸易方面，6月3日，美国总统特朗普签署行政令，将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从25%提高至50%，此举引发了包括欧盟、加拿大、日本等多国的强烈反对。中美两国元首于周四通话，通话持续约一个半小时，聚焦于贸易议题。双方贸易团队将于本周在伦敦举行会面。

特朗普“大而美丽”法案第899条也受到市场关注，该条款旨在对来自对美国企业或个人征收“歧视性”或“不公平”税收的国家的投资者加征税收，特朗普政府将其视为与关税类似的“谈判筹码”。目前，该法案已通过众议院，将在参议院进行讨论。899条款若通过并大规模实施，将对跨境投资、美元资产需求产生深远影响。

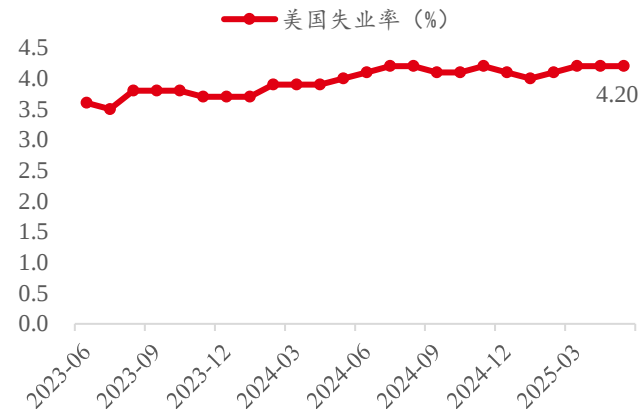
经济数据方面，周五公布的5月美国非农就业人数增加13.9万，好于13万的市场预期。失业率维持4.2%，劳动参与率下降0.2%至62.4%，平均时薪环比增长0.4%，高于预期的0.3%和4月的0.2%。但这份就业报告也释放出一些边际走软的信号，比如前两个月的非农就业人数再次出现下修，4月下修至14.7万，3月下修至12万，两个月合计下修9.5万。在失业人口中，主动离职者的数量明显下降。同时近几周初请失业金人数也反映了未来可能出现的失业率反弹，但由于劳动参与率下降的关系，并没有反映在本次非农报告上。总体而言，美国劳动力市场仍维持了温和放缓的趋势，在接下来的两次议息会议中，美联储或将继续观望。

图表1：美国新增非农就业人数



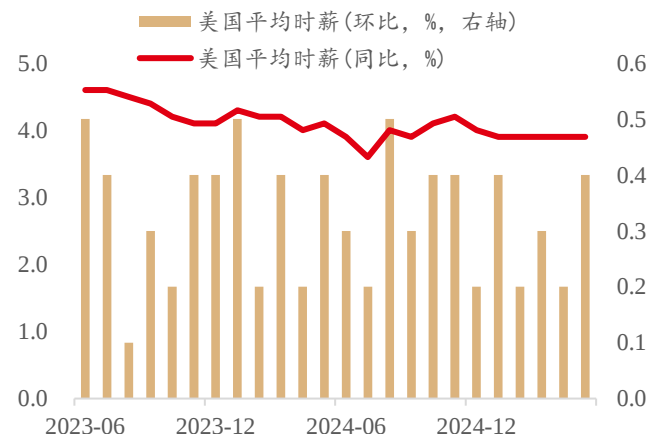
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率



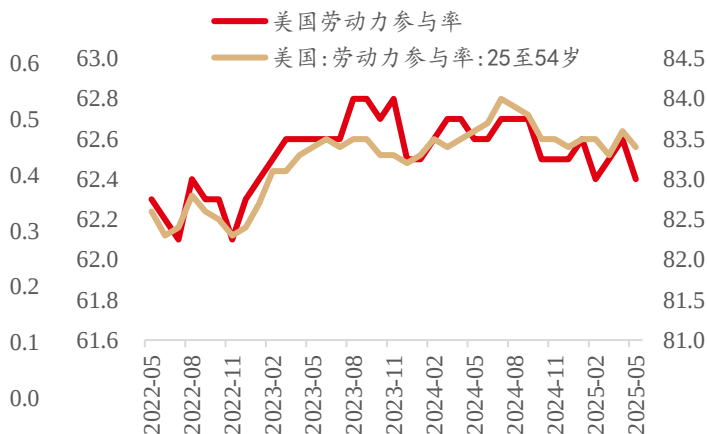
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国平均时薪增速



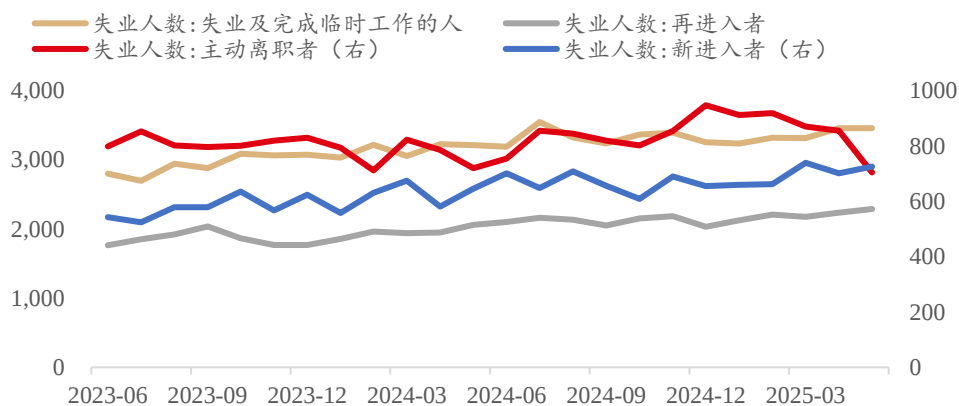
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国劳动参与率（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国主动离职者人数减少（千人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国初请失业金人数（万人）



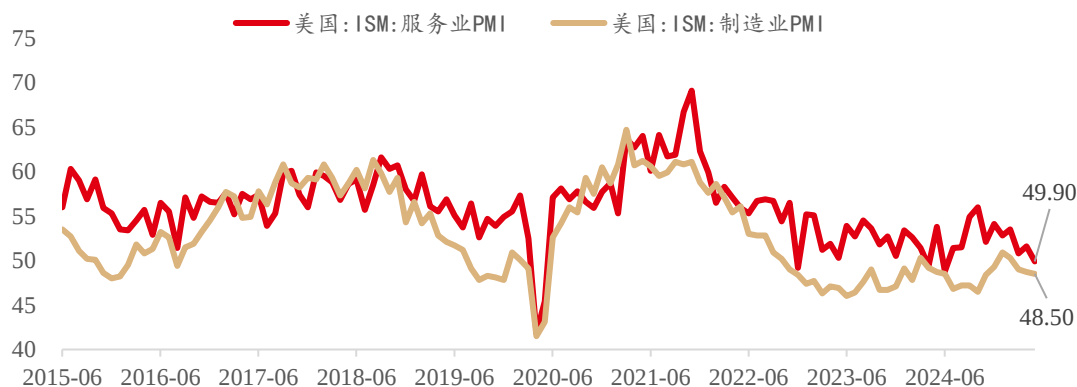
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：美国续请失业金人数（万人）



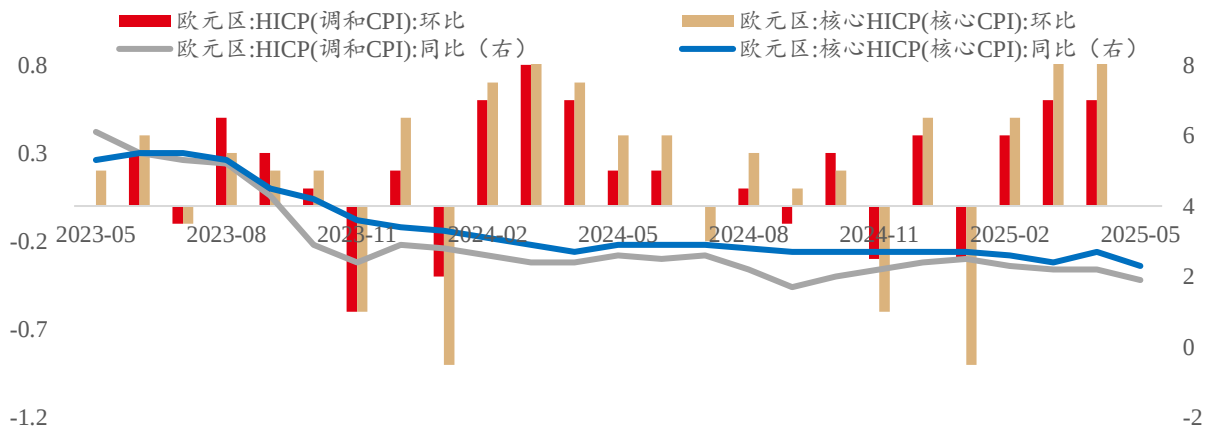
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：美国 5 月 ISM 服务业、制造业 PMI 均低于荣枯线



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：欧元区通胀持续降温（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表10：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/6/9 7:50		日本 4 月贸易帐(亿日元)	5165	-958
2025/6/9 22:00		美国 4 月批发销售月率	0.60%	0.30%
2025/6/9 23:00		美国 5 月纽约联储 1 年通胀预期	3.63%	
2025/6/10 16:30		欧元区 6 月 Sentix 投资者信心指数	-8.1	
2025/6/10 18:00		美国 5 月 NFIB 小型企业信心指数	95.8	95.9
2025/6/11 20:30		美国 5 月未季调 CPI 年率	2.30%	2.50%
2025/6/11 20:30		美国 5 月季调后 CPI 月率	0.20%	0.20%
2025/6/11 20:30		美国 5 月季调后核心 CPI 月率	0.20%	0.30%
2025/6/11 20:30		美国 5 月未季调核心 CPI 年率	2.80%	2.90%
2025/6/12 1:00		美国至 6 月 11 日 10 年期国债竞拍-得标利率	4.34%	
2025/6/12 1:00		美国至 6 月 11 日 10 年期国债竞拍-投标倍数	2.6	
2025/6/12 14:00		英国 4 月三个月 GDP 月率	0.70%	
2025/6/12 14:00		英国 4 月季调后商品贸易帐(亿英镑)	-198.69	
2025/6/12 14:00		英国 4 月工业产出月率	-0.70%	
2025/6/12 20:30		美国至 6 月 7 日当周失业金人数(万人)	24.7	
2025/6/12 20:30		美国 5 月 PPI 年率	2.40%	
2025/6/12 22:30		美国 5 月 PPI 月率	-0.50%	0.20%
2025/6/13 0:00	美联储发布美国季度金融账户报告			
2025/6/13 17:00		欧元区 4 月季调后贸易帐(亿欧元)	279	
2025/6/13 17:00		欧元区 4 月工业产出月率	2.60%	
2025/6/13 22:00		美国 6 月一年期通胀率预期初值	6.60%	
2025/6/13 22:00		美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值	52.2	52

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 美联储主席鲍威尔：

在6月2日的讲话中，鲍威尔重申当前货币政策立场将继续依据经济数据的实际表现做动态调整。他强调“美联储将不受政治干预，专注于实现法定的双重目标”，即实现充分就业与物价稳定。尽管讲话中并未直接谈及降息时点，但市场解读其表态为中性偏鹰，强调政策独立性和“尚无明确转向宽松的理由”。

2. 美联储副主席杰斐逊：

杰斐逊近期指出，美国劳动力市场表现仍具韧性，同时通胀正在稳步回落。他认为，当前的货币政策已对经济形成制约，若后续数据继续改善，美联储可以适时调整政策路径。他表示“我们必须在控制通胀与维护就业之间取得平衡”。

3. 芝加哥联储主席古尔斯比：

古尔斯比近期在发言中明确表达对当前美国政府关税政策的担忧，认为贸易壁垒可能成为通胀新的上行风险。他同时指出，若未来数月通胀持续回落且就业保持稳定，美联储应“认真考虑降息的空间与时点”。

4. 圣路易斯联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆在近期讲话中表示，美国经济增长动能已有放缓迹象，而通胀仍未完全回落至目标水平。他指出“必须继续努力将通胀控制在2%的长期目标下”，并强调当前不宜过早放松货币政策，体现出他对通胀反弹的担忧以及维持紧缩政策的必要性。

图表11：市场定价年内还有 2 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	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%	2.6%	97.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	16.3%	83.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.8%	51.8%	39.2%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.2%	29.0%	45.9%	20.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.3%	39.3%	30.6%	8.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.2%	25.9%	36.4%	23.1%	5.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	16.2%	30.7%	30.4%	15.1%	3.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.3%	6.9%	19.5%	30.6%	26.9%	12.4%	2.3%
2026/6/17	0.0%	0.5%	3.4%	11.5%	23.6%	29.3%	21.6%	8.7%	1.5%
2026/7/29	0.1%	1.1%	4.9%	13.9%	24.7%	27.8%	19.1%	7.3%	1.2%
2026/9/16	0.4%	2.0%	7.1%	16.5%	25.4%	25.6%	16.2%	5.8%	0.9%
2026/10/28	0.6%	2.8%	8.6%	17.9%	25.5%	24.2%	14.6%	5.0%	0.7%
2026/12/9	0.6%	2.8%	8.6%	17.9%	25.5%	24.2%	14.6%	5.0%	0.7%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

美国经济严重衰退或大幅走强，引发美元向微笑曲线两侧移动，从而升值。

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