

2025 年 6 月 9 日

美国就业平稳，联储保持定力

民银国际研究团队

应习文

电 话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (6/3): 通胀下行与经济韧性, 去美元化暂时缓和
- 海外宏观周报 (5/26): 美国股债汇再次齐跌的原因
- 海外宏观周报 (5/19): 如何看待美国实际通胀与预期分化
- 海外宏观周报 (5/12): 美联储保持定力, 硬指标证据不足
- 海外宏观周报 (5/5): 五一期间海外市场数据与时间综述

主要大类资产走势:

	2025-06-06	周变动
美国国债收益率10Y	4.51	10.0 bp
美国国债收益率2Y	4.04	15.0 bp
日本国债收益率10Y	1.48	-5.1 bp
日本国债收益率2Y	0.76	-0.3 bp
德国国债收益率10Y	2.55	2.0 bp
德国国债收益率2Y	1.84	6.0 bp
标普500指数	6000.36	1.50 %
纳斯达克指数	19529.95	2.18 %
道琼斯工业指数	42762.87	1.17 %
日经225指数	37741.61	-0.59 %
伦敦富时100指数	8837.91	0.75 %
巴黎CAC40指数	7804.87	0.68 %
德国DAX指数	24304.46	1.28 %
伦敦现货黄金	3339.90	1.90 %
英国布伦特原油现货	68.34	6.80 %
美元指数	99.2031	-0.24 %
欧元兑美元	1.1395	48 pips
英镑兑美元	1.3526	73 pips
美元兑日元	144.8585	7970 pips
美元兑人民币	7.1847	-106 pips

【一周综述】

美国就业数据好于预期, 但整体仍处在缓慢降温之中。5 月份美国季调后非农就业增加 13.9 万人, 好于预期令市场忧虑缓解。劳动参与率意外下降 0.2 个百分点至 62.4%, 退出劳动力市场的人口增加缓解了失业人口的上升压力, U3 失业率维持 4.2%。不过, 包含“气馁工人”的失业率较上月回升 0.1 个百分点至 4.5%, 而就业率下降 0.3 个百分点至 59.7%。市场紧张程度反弹, 4 月职位空缺数升至 739.1 万人, 劳动力市场缺口升至 22.5 万人。5 月薪资维持 3.9%, 意味着薪资—通胀的黏性依旧。整体而言, 美国劳动力市场的数据差强人意, 并不漂亮, 为此特朗普继续施压降息并表示很快提名下届美联储主席人选。对此美联储保持定力, 市场仍预计 9 月和 12 月可能分别降息 25 个 BP。

【交易模式】

就业平稳市场忧虑下降, 通胀与繁荣交易再现

【关键数据】

美国: 就业数据保持平稳, 职位空缺率与劳动力缺口上升, 非农数据好于预期但前值下修, 失业率与时薪保持平稳, 制造业订单减少, 建造支出环比下降, 进口下降逆差减少。欧洲: 通胀全面回落, 零售销售同比回升, 失业率小幅回落, 德国贸易顺差收窄。日本: 家庭消费支出减速, PMI 上修, 景气动向指数回落。

【重要事件】

美国: 中美领导人通话, 特朗普与马斯克关系恶化。欧洲: 欧央行如期降息但已接近尾声。日本: 日美两国政府举行第五轮部长级谈判。其他地区: 印度与俄罗斯降息, 韩国大选落幕。

【本周关注】

美国 CPI、PPI 及通胀预期

目 录

【一周综述】	1
美国就业平稳，联储保持定力	1
【交易模式】	3
就业平稳市场忧虑下降，通胀与繁荣交易再现	3
【关键数据】	4
美国：就业数据保持平稳，进口下降逆差回归常态	4
欧洲：通胀全面回落，零售销售回升	6
日本：家庭消费支出减速，景气动向指数回落	8
【重要事件】	10
美国：中美领导人通话，特朗普与马斯克关系恶化	10
欧洲：欧央行如期降息但已接近尾声	12
日本：日美两国政府举行第五轮部长级谈判	13
其他地区：印度与俄罗斯降息，韩国大选落幕	14
【本周关注】	16
美国 CPI、PPI 及通胀预期	16

【一周综述】

美国就业平稳，联储保持定力

刚刚过去的一周全球市场波澜不惊。特朗普与马斯克的争吵一度掀起局部波澜，但周五原本预期走弱的美国非农就业数据最终保持平稳，**市场担忧平复的同时也给了美联储保持定力的理由**。不过美国与各国的贸易谈判仍未有较大进展，特朗普表示很快将提名新的美联储主席，未来的不确定性依旧很高。

美国就业数据好于预期，但整体仍处在缓慢降温之中。6月6日发布的数据显示，5月份美国季调后非农就业增加13.9万人。由于此前美国ISM服务业PMI意外走弱，以及两天前有“小非农”之称ADP就业大幅走低，**市场原本对该数据保持忧虑**。不过尽管13.9万人的成绩不算好，但略高于市场预期的13万人，令市场忧虑情绪缓解。**但美国就业的长期趋势依旧在下行**，3月和4月的非农就业分别下修3万人和6.5万人，合计下修9.5万人，今年1-5月美国新增非农就业全部低于15万人，也低于去年全年16.8万人的均值，且月度数据多次下修，反映了不小的就业压力。而在周三公布的褐皮书中，**各地联储也报告出现了企业用工需求降温的迹象**。

劳动力供给减少，支撑失业率保持平稳。尽管新增就业情况趋势性放缓，但美国劳动力供给同样受到特朗普移民冲击影响。5月美国劳动参与率意外下降0.2个百分点至62.4%，主因美国劳动力人口较上月下降625万人。这部分被视为退出劳动力市场的人口缓解了失业人口的上升压力，令失业人口仅增加约7.1万人。5月U3失业率维持在4.2%的水平，永久性失业和暂时性失业结构相对稳定。不过包含“气馁工人”的失业率较上月回升0.1个百分点至4.5%，也反映出退出劳动力市场的人数在增加。另一方面，**就业率较上月下降0.3个百分点至59.7%，比失业率更能反映就业人数的下行**。

市场紧张程度反弹，薪资保持平稳。由于劳动参与率的下行，4月经测算的劳动力缺口出现扩大。JOLTS调查数据显示，4月职位空缺数反弹至739.1万人，高于预期的710万人，3月也上修至720万人，职位空缺率亦反弹至4.4%，高于3月的4.3%。**当月美国劳动力市场缺口为22.5万人，高于3月的11.7万人，劳动力市场的紧张程度反弹**。此外，尽管解雇率升高0.1个百分点至1.1%，但离职率下行0.1个百分点至2.0%，雇佣率则上升0.1个百分点至3.5%。**劳动力市场的紧张程度依旧在支撑薪资增速**。5月美国非农时薪同比连续4个月保持

3.9%的水平,反映劳动力市场相对均衡,同时也意味着薪资—通胀的黏性依旧,关税等政策的不确定性尚未对居民收入以及潜在的消费造成太大影响。

从行业看,服务业表现好于制造业,与特朗普的制造业回归政策背离。从新增非农就业来看,商品生产合计下降 0.5 万人,其中制造业减少 0.8 万人,而服务业则增加 14.5 万人,教育医疗、休闲酒店分别增加 8.7 万人和 4.8 万人,依旧是服务业就业主力。从职位空缺来看,制造业职位空缺减少了 1.6 万个,而服务业则增加了 21.3 万个。

整体而言,美国劳动力市场的数据仅是差强人意,并不漂亮,为此特朗普继续施压并表示很快提名下届美联储主席人选。就业数据发布后,特朗普再次敦促美联储降息,并表示很快会提名新的美联储主席人选。据媒体透露,前美联储理事凯文·沃什是热门人选,在本届美国政府组阁期间,其曾一度被传或上任财政部长。2006 年,35 岁的凯文·沃什成为最年轻的美联储理事,在特朗普第一任期内,沃什曾是美联储主席一职的主要竞争者,但随后败于鲍威尔。鉴于鲍威尔的表现令特朗普不满,特朗普也曾表达对沃什落选的惋惜。若特朗普真如预期提前公布美联储主席人选,这位“影子”联储主席的表态将影响市场并削弱鲍威尔的影响,但市场对这种影响美联储独立性的做法存有较大争议。

此外,上周美国与各国的贸易谈判依旧进展艰难。日美两国政府举行第五轮部长级谈判,但日本谈判代表赤泽亮正会后表示“尚未找到一致点”。韩国总统李在明当选后与特朗普通话,韩美谈判即将进入关键阶段。美欧代表在法国巴黎的会见保持口头上的“富有成效”,但欧盟也对美国加征钢铝关税至 50% 表示失望且留有反制后手。中美领导人历史性通话,但贸易谈判仍充满摩擦和分歧。在关税政策、下一届美联储候选人可能提前发布的巨大不确定下,美联储依旧保持定力,上周联储官员发言谨慎,市场仍预计 9 月和 12 月可能分别降息 25 个 BP。

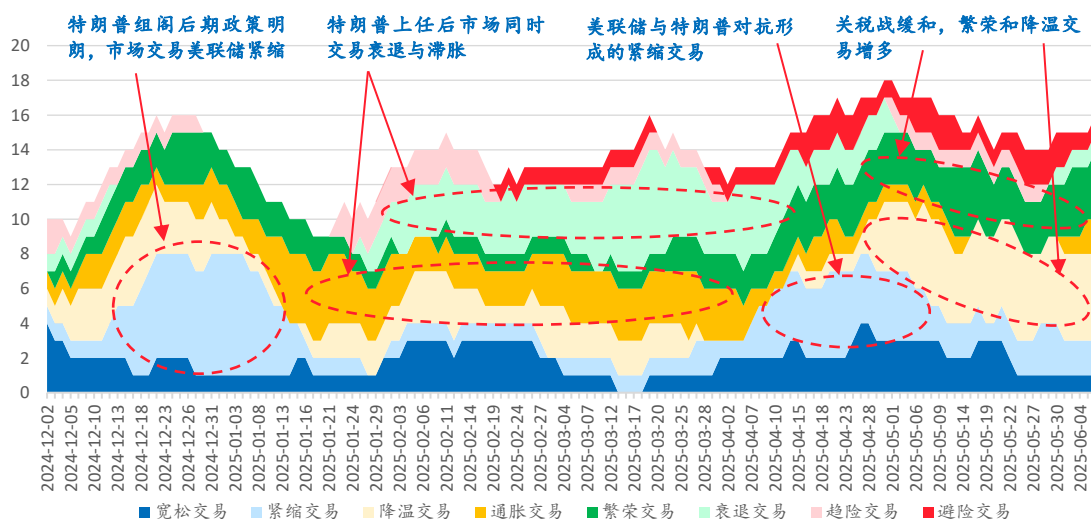
【交易模式】

就业平稳市场忧虑下降，通胀与繁荣交易再现

表 1：近两周各交易日交易模式

5 月 26 日	5 月 27 日	5 月 28 日	5 月 29 日	5 月 30 日
不确定	降温交易	紧缩交易	降温交易	衰退交易
6 月 2 日	6 月 3 日	6 月 4 日	6 月 5 日	6 月 6 日
通胀交易	繁荣交易	降温交易	通胀交易	繁荣交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

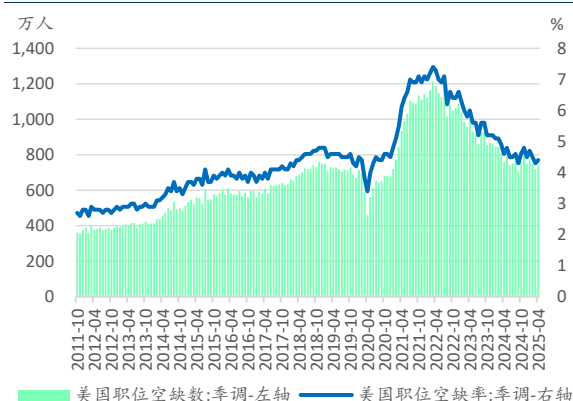
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：就业数据保持平稳，进口下降逆差回归常态

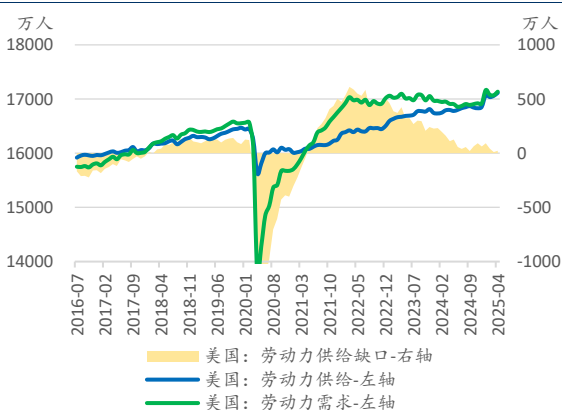
4 月职位空缺率与劳动力缺口上升。4 月季调后非农职位空缺数为 739.1 万人（预期 710 万人，前值由 719.2 万人修正为 720 万人），职位空缺率为 4.4%（预期 4.3%，前值 4.3%）。经测算，4 月美国劳动力市场缺口为 22.5 万人（前值由 10.9 万人上修至 11.7 万人）。

图 2：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

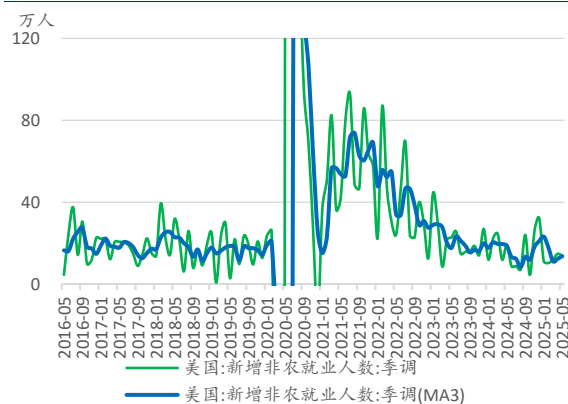
图 3：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

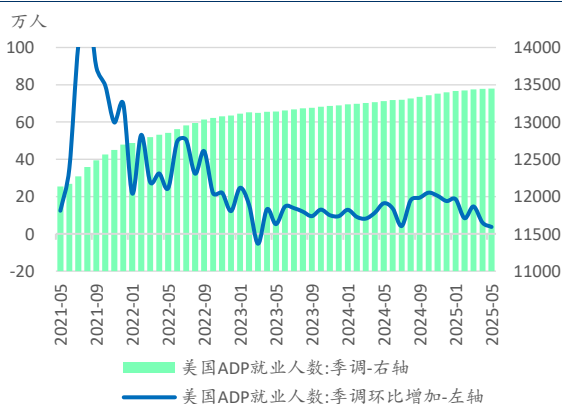
5 月非农数据好于预期但前值下修。5 月美国新增非农就业 13.9 万人（预期 13 万人），4 月由 17.7 万人下修至 14.7 万人，3 月由 18.5 万人下修至 12.0 万人，新增非农就业 3 个月移动平均 13.5 万人（前值 12.3 万人）。5 月 ADP 就业新增 3.7 万人（预期 11.4 万人，前值由 6.2 万人下修至 6.0 万人）。

图 4：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

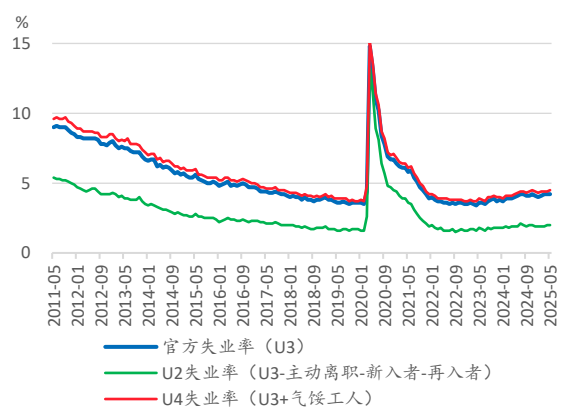
图 5：美国 ADP 就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP 研究所，Wind

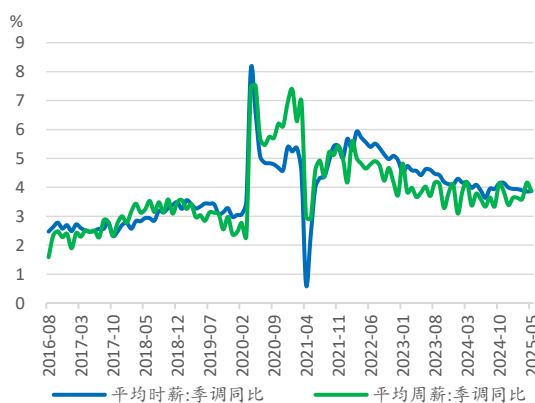
失业率保持平稳。5月美国季调后 U3 失业率 4.21%（前值 4.23%），U2 失业率 2.03%（前值 2.02%），其中含永久性失业贡献 1.12%（前值 1.12%），暂时失业与完成临时工作贡献 0.90%（前值 0.90%），U4 失业率 4.5%（前值 4.4%），其中含气馁工人贡献 0.3%（前值 0.2%），U6 失业率 7.8%（前值 7.8%）。劳动参与率 62.4%（前值 62.6%），就业率 59.7%（前值 60.0%）。

图 6：美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 7：美国非农平均时薪与周薪涨幅



数据来源：美国劳工部，Wind

5 月平均时薪增速保持平稳。美国私人非农企业季调后平均时薪同比+3.9%（前值+3.9%），平均周薪季调同比+3.9%（前值+4.2%）。

其他月度数据：制造业订单减少，建造支出环比下降，进口下降逆差减少，ISM PMI 指数回落。4 月全部制造业订单季调环比-3.7%（前值+3.4%），同比+0.9%（前值+4.9%）。建造支出季调环比+0.9%（前值-0.8%），同比-0.5%（前值+1.2%），住宅建造支出环比-0.9%（前值-1.1%），同比-4.7%（前值-1.2%）。出口季调同比+8.6%（前值+5.8%），进口同比+3.4%（前值+26.4%），贸易差额-616.2 亿（前值-1383.2 亿）；商品出口同比+10.1%（前值+7.4%），进口+2.2%（前值+31.1%），商品贸易差额-874.1 亿（前值-6125.7 亿）。5 月标普全球制造业 PMI 终值 52.0（初值 52.3，前值 50.2），服务业 PMI 终值 53.7（初值 52.3，前值 50.8），综合 PMI 终值 53.0（初值 52.3，前值 50.6）；ISM 制造业 PMI 为 48.5（前值 48.7），非制造业 PMI 为 49.9（前值 51.6）。

周度数据：亚特兰大联储 6 月 5 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年二季度美国 GDP 预计季调年化环比+3.8%（上周+3.8%），5 月 31 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+1.75%（前值由+1.88%上修至+2.03%），当周红皮书商业零售同比+4.9%（前值+6.1%），当周初领失业金 24.7 万人（前值由 24.0 万下修至 23.9 万），前周续领失业金 190.4 万人（前值由 191.9 万下修至 190.7 万）。

万)。6月4日美联储资产负债表较上周-3.59亿美元(前值-154.82亿),联储银行准备金周较上周+679.24亿美元(前值+102.49亿),逆回购协议-1.84亿美元(前值+99.68亿)。

表 3: 美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年			2025年					短期趋势
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
房地产	建造支出-季调环比	1.6	0.4	0.3	0.1	-0.7	-0.8	-0.4		↗
	建造支出-住宅-季调环比	3.4	0.3	0.3	0.2	-1.9	-1.1	-0.9		↗
	建造支出-非住宅-季调环比	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	-0.5	-0.1		↗
进出口	出口金额-季调同比	2.7	7.2	3.2	4.1	3.5	5.8	8.6		↗
	进口金额-季调同比	5.3	10.3	12.7	22.5	19.3	26.4	3.4		↘
	贸易差额-季调-亿美元	-742.5	-797.5	-969.5	-1302.7	-1220.1	-1383.2	-616.2		↗
	商品: 出口金额-季调同比	-1.9	4.8	-0.7	2.1	3.2	7.4	10.1		↘
	商品: 进口金额-季调同比	3.6	10.0	12.9	25.5	22.6	31.1	2.2		↘
	商品: 贸易差额-季调-亿美元	-1000.9	-1060.0	-1228.2	-1561.5	-1472.4	-1625.7	-874.1		↗
订单	全部制造业新订单-季调环比	0.0	-0.3	0.4	0.3	0.5	3.4	-3.7		↘
	全部制造业新订单-季调同比	1.2	-0.9	-1.8	3.2	3.0	4.9	0.9		↘
就业	新增非农就业-万人	4.4	26.1	32.3	11.1	10.2	12.0	14.7	13.9	↘
	新增ADP就业-万人	22.1	20.4	17.6	18.6	8.4	14.7	6.0	3.7	↘
	劳动力供需缺口-万人	64.3	91.0	62.2	91.3	42.8	11.7	22.5		↗
	失业率(U3)-季调	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	→
	失业率(U2)-季调	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	→
	失业率(U4)-季调	4.4	4.5	4.4	4.3	4.4	4.4	4.4	4.5	↗
	就业率	60.0	59.8	60.0	60.1	59.9	59.9	60.0	59.7	↘
	劳动参与率	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	↘
	职位空缺率-季调	4.6	4.8	4.5	4.7	4.5	4.3	4.4		↗
	雇佣率-季调	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5		↗
	离职率-季调	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0		↘
	裁员率-季调	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1		↗
	时薪增速-季调同比	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	↘
	周薪增速-季调同比	4.1	3.8	3.4	3.6	3.6	3.6	4.2	3.9	↘
PMI 指数	周工作时长-小时	34.3	34.3	34.2	34.1	34.2	34.3	34.3	34.3	→
	标普全球制造业PMI	48.5	49.7	49.4	51.2	52.7	50.2	50.2	52.0	↗
	标普全球服务业PMI	55.0	56.1	56.8	52.9	51.0	54.4	50.8	53.7	↗
	标普全球综合PMI	54.1	54.9	55.4	52.7	51.6	53.5	50.6	53.0	↗
	ISM制造业PMI	46.5	48.4	49.3	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	↘
周度数据	ISM非制造业PMI	56.0	52.1	54.1	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	↘
	周	18 Apr.	25 Apr.	2 May	9 May	16 May	23 May	30 May	6 Jun.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	-2.2	-2.5	2.2	2.3	2.4	2.4	3.8	3.8	→
	纽约联储周度经济指数	2.66	2.31	2.55	2.07	1.91	2.03	1.75		↘
	红皮书商业销售-同比	7.4	6.1	6.9	5.8	5.4	6.1	4.9		↘
	当周初次申请失业金人数-万人	22.3	24.1	22.9	22.9	22.6	23.9	24.7		↗
	持续领取失业金人数-万人	190.8	187.2	186.7	189.3	190.7	190.4			↘
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-3.03	-1.83	-176.53	16.20	23.81	-245.44	-154.82	-3.59	↗
	联储银行准备金周变动-亿美元	-2035.00	-719.30	-2086.38	2003.42	350.96	480.50	102.49	679.24	↗
存款机构逆回购协议周变动-亿美元		-1218.25	1325.62	871.32	-1075.68	-53.41	149.30	99.68	-1.84	↘

数据来源: Wind, 民银国际汇总整理

说明 1: 黄色单元格为新发布, 绿色为下修, 红色为上修, 深灰色为修正值持平于初值

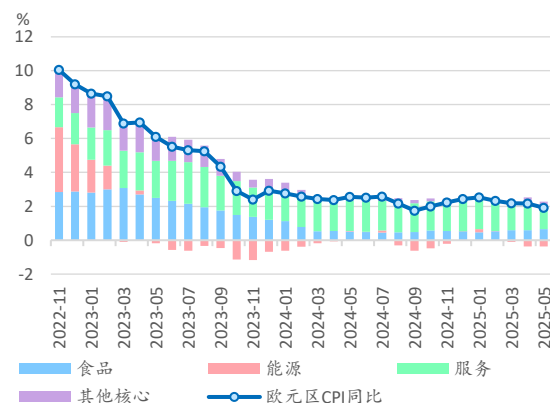
说明 2: 箭头方向表示较上期变化, 红色箭头表示升温(经济回暖, 通胀上升, 失业下降), 绿色表示降温

欧洲: 通胀全面回落, 零售销售回升

欧元区通胀全面回落。欧元区 5 月 CPI 同比+1.9% (预期+2.0%, 前值+2.2%), 环比 0.0% (前值+0.6%); 核心 CPI 同比+2.3% (预期+2.4%, 前值+2.7%); 环比 0.0% (前值+1.0%)。主要分项方面, 食品同比+3.3% (前值+3.0%), 能源同比-3.6% (前值-3.6%), 服务同比+3.2% (前值+4.0%)。法国 CPI 同比+0.7%

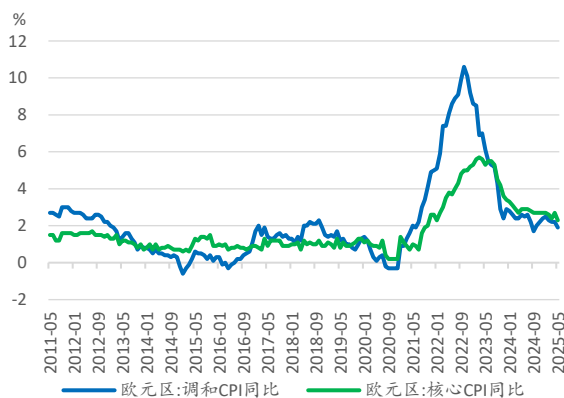
(前值+0.8%)，核心同比+1.5% (前值+1.9%)；德国 CPI 同比+2.1% (前值+2.1%)，核心同比+2.7% (前值+3.1%)。

图 8：欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

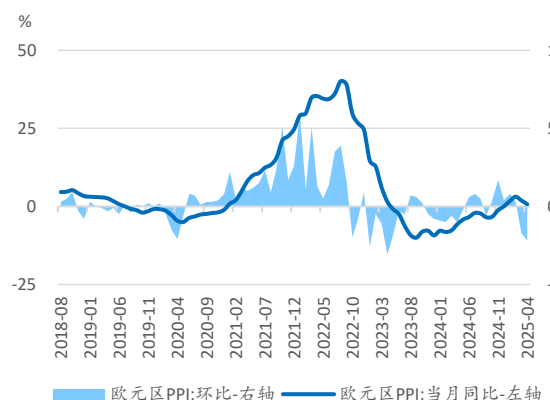
图 9：欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

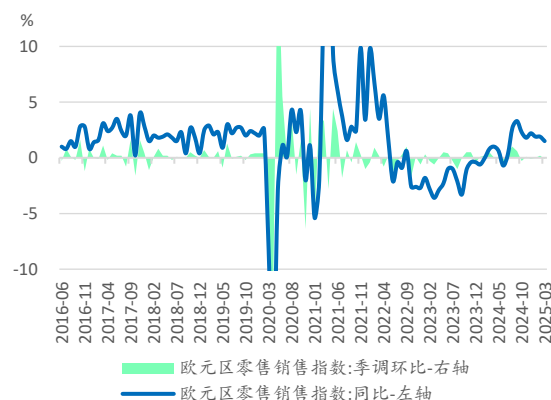
欧元区 4 月 PPI 同比下行，环比大幅下降。欧元区 4 月 PPI 同比+0.7% (前值+1.9%)，环比-2.2% (前值-1.7%)。

图 10：欧元区 PPI：同比与环比



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 11：欧元区零售销售指数：同比与环比



数据来源：欧盟统计局，Wind

欧元区零售销售同比回升。欧元区 4 月零售销售季调环比+0.1% (前值+0.4%)，同比+2.3% (前值+1.9%)。4 月德国零售销售指数同比+2.2% (前值+5.2%)，法国零售销售指数同比+2.8% (前值+2.4%)。

其他数据：失业率小幅回落，德国贸易顺差收窄。4 月欧元区 20 国季调失业率为 6.2% (前值 6.3%)，欧盟 27 国季调失业率 5.9% (前值 5.9%)，法国失业率 7.1% (前值 7.4%)。5 月欧元区制造业 PMI 终值 49.0 (初值 49.4，前值 49.0)，服务业 PMI 终值 50.1 (初值 48.9，前值 51.0)，综合 PMI 终值 50.4 (初值 49.5，前值 50.4)；英国、法国 PMI 终值上修，德国下修。德国 4 月出

口季调同比-2.0%（前值+2.5%），进口季调同比+3.8%（前值+2.3%），贸易差额+146 亿欧元（前值+213 亿）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年			2025年					短期趋势
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
消费	欧元区零售销售指数-季调环比	-0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.1		↗
	欧元区零售销售指数-同比	2.3	1.8	2.2	1.9	1.9	1.9	2.3		↗
	德国零售销售指数-同比	6.2	4.4	3.1	5.1	1.0	2.2	5.2		↗
	法国零售销售指数-同比	2.9	2.1	1.6	2.6	1.4	2.4	2.8		↗
进出口	德国出口金额-季调同比	-3.0	-2.3	1.5	0.1	0.2	2.5	-2.0		↘
	德国进口金额-季调同比	1.8	-1.3	1.3	8.7	4.5	2.3	3.8		↗
	德国商品贸易差额季调-亿欧元	133.0	192.0	216.0	163.0	180.0	213.0	146.0		↘
通胀	欧元区CPI-同比	2.0	2.2	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	1.9	↘
	欧元区CPI-季调环比	0.3	-0.3	0.4	-0.3	0.4	0.6	0.6	0.0	↘
	欧元区核心CPI-同比	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.7	2.3	↘
	欧元区核心CPI-季调环比	0.2	-0.6	0.5	-0.9	0.5	1.0	1.0	0.0	↘
	德国CPI同比	2.0	2.2	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	↘
	德国核心CPI同比	3.3	3.1	3.3	3.6	3.1	2.8	3.1	2.7	↘
	法国CPI同比	1.2	1.3	1.3	1.7	0.8	0.8	0.8	0.7	↘
	法国核心CPI同比	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	1.5	↘
	欧元区PPI同比	-3.3	-1.2	0.1	1.7	3.0	1.9	0.7		↘
	欧元区PPI环比	0.4	1.7	0.4	0.8	0.3	-1.7	-2.2		↘
就业	欧元区20国失业率	6.2	6.2	6.2	6.3	6.3	6.3	6.2		↘
	欧盟27国失业率	5.8	5.8	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9		→
	法国失业率	7.3	7.3	7.2	7.3	7.4	7.4	7.1		↘
PMI	欧元区制造业PMI	46.0	45.2	45.1	46.6	47.6	48.6	49.0	49.4	↗
	欧元区服务业PMI	51.6	49.5	51.6	51.3	50.6	51.0	50.1	49.7	↘
	欧元区综合PMI	50.0	48.3	49.6	50.2	50.2	50.9	50.4	50.2	↘
	英国制造业PMI	49.9	48.0	47.0	48.3	46.9	45.3	45.4	46.4	↗
	英国服务业PMI	52.0	50.8	51.1	50.8	51.0	52.5	49.0	50.9	↗
	英国综合PMI	51.8	50.5	50.4	50.6	50.5	51.5	48.5	50.3	↗
	法国制造业PMI	44.5	43.1	41.9	45.0	45.8	48.5	48.7	49.8	↗
	法国服务业PMI	49.2	46.9	49.3	48.2	45.3	47.9	47.3	48.9	↗
	法国综合PMI	48.1	45.9	47.5	47.6	45.1	48.0	47.8	49.3	↗
	德国制造业PMI	43.0	43.0	42.5	45.0	46.5	48.3	48.4	48.3	↘
	德国服务业PMI	51.6	49.3	51.2	52.5	51.1	50.9	49.0	47.1	↘
	德国综合PMI	48.6	47.2	48.0	50.5	50.4	51.3	50.1	48.5	↘

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

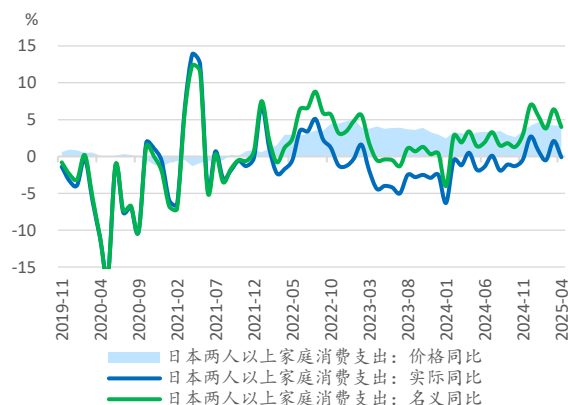
日本：家庭消费支出减速，景气动向指数回落

多人家庭消费支出减速。日本 4 月多人家庭消费支出名义同比+4.0%（前值+6.4%），实际同比-0.1%（前值+2.1%），价格平减指数同比+4.1%（前值+4.2%）。

PMI 上修，综合 PMI 回至 50% 上方。4 月制造业 PMI 终值 49.5（初值 49.0，前值 48.7），服务业 PMI 终值 51.0（初值 50.8，前值 52.4），综合 PMI 终值 50.2（初值 49.8，前值 51.2）。

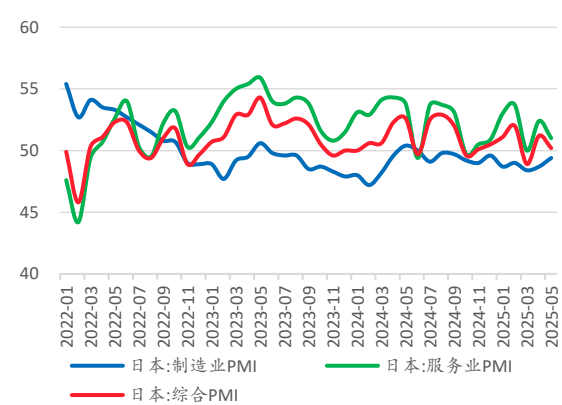
其他数据：景气动向指数回落。4 月景气动向指数先行指标 103.4（前值 107.6），同步指标 115.5（前值 115.8）。

图 12：日本两人以上家庭消费支出



数据来源：日本统计局，Wind

图 13：日本 PMI



数据来源：标普全球，Wind

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总									
大类	月份	2024年			2025年				
		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
消费	多人家庭消费支出-名义同比	1.3	3.0	7.0	5.5	3.8	6.4	4.0	
	多人家庭消费支出-实际同比	-1.3	-0.4	2.7	0.8	-0.5	2.1	-0.1	
	多人家庭消费支出-价格平减指数	2.6	3.4	4.2	4.7	4.3	4.2	4.1	
PMI	制造业PMI	49.2	49.0	49.6	48.7	49.0	48.4	48.7	49.4
	服务业PMI	49.7	50.5	50.9	53.0	53.7	50.0	52.4	51.0
	综合PMI	49.6	50.1	50.5	51.1	52.0	48.9	51.2	50.2
景气指数	景气动向指数：先行指标	108.7	107.7	107.9	108.1	107.8	107.6	103.4	
	景气动向指数：同步指标	115.9	115.2	116.4	116.3	117.1	115.8	115.5	

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：中美领导人通话，特朗普与马斯克关系恶化

中美两国领导人6月5日互通电话。中方在电话中表示，日内瓦会谈之后，中方严肃认真执行了协议，美方应实事求是看待取得的进展，撤销对中国实施的消极举措；双方应增进外交、经贸、军队、执法等各领域交流，增进共识、减少误解、加强合作；美国应当慎重处理台湾问题，避免极少数“台独”分裂分子把中美两国拖入冲突对抗的危险境地；欢迎特朗普再次访华。美方对中方邀请表示谢意，称美中关系十分重要，乐见中国经济保持强劲增长；美中合作可以做成很多好事；美方将继续奉行一个中国政策；两国日内瓦经贸会谈很成功，达成了好的协议，美方愿同中方共同努力落实协议；美方欢迎中国留学生来美学习。不过中美之间经贸谈判实际进展有限，冲突与摩擦较多，美方出台对华芯片管制，宣布撤销中国留学生签证，并称中方违反中美日内瓦经贸会谈共识，中国商务部和外交部先后进行了驳斥，称施压和胁迫不是同中方打交道的正确方式，督促美方尊重事实，停止散布虚假信息，纠正有关错误做法，以实际行动维护双方达成的共识。

特朗普与马斯克公开骂战至关系破裂。6月开始，特斯拉 CEO 马斯克一再公开抨击特朗普政府的大规模支出法案，他呼吁美国民众联系立法者，否决该法案，称该法案将使预算赤字大幅增至 2.5 万亿美元，使美国公民背负难以承受的债务负担。美国总统特朗普直言马斯克“疯了”，他突然掉头攻击法案，是因为撤销拜登的电动汽车税收抵免；没有马斯克支持，大选也会赢得宾州。马斯克则还击称，之前没给他看过法案；削减电动车激励却不减油气补贴“非常不公平”，即便如此也应“瘦而美”，从来没什么“大漂亮”法案，特朗普没有他支持不会赢得大选。马斯克并称，特朗普的关税将导致下半年美国经济衰退；特朗普应该被弹劾，考虑建立一个新的政党，可能命名为“美国党”。在特斯拉股票大幅下跌后，马斯克一度在社交媒体上暗示有意缓和关系，但“特马”闹翻后僵局仍未打破，特朗普似乎没有和解意愿。他称暂时没有兴趣与马斯克谈话，还考虑卖掉他的红色特斯拉。

美国白宫宣布提高进口钢铝关税至 50%。美国总统特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从 25% 提高至 50%，该关税政策自美国东部时间 2025 年 6 月 4 日凌晨 00 时 01 分起生效。美国从英国进口的钢铝关税仍将维持在 25%，以便两国在 7 月 9 日的最后期限之前制定新的关税或配额。

美国总统特朗普再次敦促鲍威尔应当降息，美联储官员表态偏中性。特朗普表示，应将利率下调整整一个百分点；欧洲已连续降息十次，而美国尚未采取任何降息措施；美联储的“太迟先生”是个灾难。芝加哥联储主席古尔斯比（A. Goolsbee）表示，截至目前，美联储已收到极佳的通胀报告，关税对经济的直接影响出乎意料地有限；仍认为在未来 12 到 18 个月内，利率有望下降；如果度过颠簸时期，可以重回降息之路。圣路易斯联储主席穆萨莱姆（A. G. Musalem）表示，关税可能推高 CPI 一至两个季度，关税引发持续通胀的可能性为“五五开”；官员们可能受益于有利的情形，即贸易和财政政策的不确定性“在 7 月消失”；存在一种同样可能的情况，即关税对价格的影响可能会持续更久；政治干预可能会使央行降低利率变得更加困难。

特朗普表示将很快公布新任美联储主席任命。当地时间 6 月 6 日，美国总统特朗普在接受记者采访时表示，下一任美联储主席的任命结果将很快公布，他对人选已有相当明确的认识。现任美联储主席鲍威尔的任期至 2026 年 5 月结束。

特朗普签署多道行政命令，涉及航空、网络安全和无人机等领域。1. 签署行政令以确保美国领空主权和安全空域。该命令设立了“恢复美国领空主权联邦工作组”，以审查并提出应对无人机系统威胁的解决方案。2. 签署行政令确保美国在无人机研发、商业化和出口领域继续保持领导地位，推进电动空中出租车发展，允许先进无人机操作。3. 签署行政令以加强国家网络安全，行政令指示联邦政府推进安全软件开发。4. 签署行政命令，旨在推动美国超音速航空发展。该命令指示美国联邦航空管理局（FAA）废除陆上超音速飞行禁令，制定临时的基于噪声的认证标准，并废除其他阻碍超音速飞行的法规。

美联储公布的“褐皮书”显示，美国经济活动自上次报告以来略有下降。报告称，自 4 月下旬以来，经济活动整体出现小幅下降，半数辖区经济活动出现轻微或温和下降。所有辖区经济和政策不确定性均处于高位，这导致企业和家庭决策变得迟疑和谨慎。制造业活动轻度下降。消费者支出情况混杂不一，大多数辖区出现小幅下降或没有变化，但一些辖区对预计受关税影响物品的支出增加。企业和消费者面临政策不确定性上升、物价压力加大的压力，整体经济前景仍显悲观。关税政策成为推高成本的关键因素，部分企业计划在未来三个月内提高价格以转嫁成本压力，方式包括调整利润率、加收附加费或全面涨价。

美国财长称美国绝不会债务违约。美国财政部长贝森特 6 月 2 日表示，在参议院审议众议院通过的包括提高债务上限条款在内的全面税收和支出法案之际，

美国绝不会债务违约。贝森特还敦促国会在7月中旬之前提高联邦政府的债务上限，以避免出现会颠覆全球市场的违约事件。

普京与特朗普再通电话。美国总统特朗普4日在社交媒体上说，他当天与俄罗斯总统普京进行了长约75分钟的通话，双方讨论了俄乌冲突和伊朗核问题。特朗普说，他与普京讨论了乌克兰对俄战略轰炸机的袭击，以及俄乌双方正在展开的“各种相互袭击”。普京“态度非常坚决地”表示将对俄机场遭袭事件作出回应。俄总统助理乌沙科夫同日表示，两国领导人在通话中同意继续就乌克兰问题进行接触。

美国恢复处理哈佛国际学生签证。美国国务院于6日晚上7点55分发出电报，指示全球各地使领馆恢复为准备赴哈佛大学就读的国际学生办理签证，撤销了5日发出的拒绝此类申请的指示。

欧洲：欧央行如期降息但已接近尾声

欧洲央行连续第八次降息。欧洲中央银行宣布，将欧元区三大关键利率分别下调25个基点，符合市场预期。这是该行自去年6月以来第八次降息。本次降息后，欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别降至2.00%、2.15%和2.40%。这是对通胀放缓以及特朗普贸易战对欧元区经济增长威胁的回应。欧洲央行当天在新闻公报中表示，欧元区通货膨胀率当前已处于中期目标2%附近。据欧洲央行最新预测，欧元区总体通胀率2025年为2.0%，2026年为1.6%，2027年为2.0%。欧洲央行同时预测，2025年欧元区实际GDP增速将达到0.9%，2026年和2027年将分别达到1.1%和1.3%。欧洲央行行长拉加德（C. Lagarde）表示，欧洲央行一年来第八次下调利率后，该行正接近其降息周期尾声。拉加德预计通胀率将稳定在2%，经济增长风险偏向下行。欧洲央行官员预计在7月下次制定政策时将暂停降息行动。

德国总理默茨与特朗普在白宫会晤。美国总统特朗普5日与来访的德国总理默茨在白宫举行会晤，双方讨论了乌克兰局势以及美欧贸易等问题。默茨表示，德国已做好准备在欧盟未来的贸易谈判中发挥更大的领导作用；应寻求尽快结束俄乌冲突的途径，呼吁美方向俄方施压来实现这一目标。

美欧贸易谈判仍在持续。6月2日，欧盟委员会新闻发言人表示，欧盟对美国关税特朗普宣布从6月4日起将钢铁和铝关税从25%提高至50%深表遗憾，这

一决定进一步加剧了大西洋两岸的经济不确定性。发言人称谈判仍在继续，双方已同意加快谈判进程。欧盟贸易专员塞夫科维奇于6月4日在法国巴黎会见美国贸易代表格里尔，随后他表示会谈“富有成效”，双方正在朝着正确的方向稳步推进。据报道，美国和欧盟正力争在7月9日“对等关税”暂缓期结束前达成贸易协议。

欧央行官员表示降息已接近尾声，抗击通胀战役已胜利。爱沙尼亚央行行长穆勒（M. Müller）表示，欧央行正接近本轮降息周期的尾声，很欣慰看到年均物价涨幅接近2%的目标，甚至可以说已基本实现，但经济复苏力度仍然偏弱；政策制定者当前面临的不确定性远超寻常水平。克罗地亚央行行长武伊契奇（B. Vujcic）表示，欧洲央行的降息行动已接近尾声；如果六月经预测得以实现，当前货币政策立场是合适的；持续比对最新数据与预测模型至关重要，通胀超预期上行或GDP增长意外疲软（反之亦然）都将影响欧洲央行对利率适宜水平的判断。法国央行行长维勒鲁瓦（F. Villeroy De Galhau）表示，欧洲打赢了抗击通胀的战役，法国通胀率现已低于1%，欧洲整体为1.9%，预测今年将达2%。

英国恢复“战备状态”。英国政府将在发布新一轮《战略国防评估报告》的同时，宣布大幅扩建其核动力攻击型潜艇舰队，并加速推进军工产业现代化。此举被外界普遍解读为英国在地缘安全压力加剧背景下，全面进入“备战状态”。英国首相斯塔默说，他将“恢复英国的战备状态”，以此作为武装部队的核心目标，并将提高英国的武器生产能力。

欧元区将新增成员：保加利亚。欧洲央行正式批准保加利亚最早于2026年1月1日使用欧元的申请，使其成为欧元区第21个成员国。

日本：日美两国政府举行第五轮部长级谈判

日美两国政府举行第五轮部长级谈判。围绕特朗普政府的高关税政策，日美两国政府于美国当地时间6月6日下午在华盛顿举行了第五轮部长级谈判。赤泽亮正与美方负责谈判的财政部长贝森特会谈了约45分钟，与美国商务部长卢特尼克会谈了约110分钟。赤泽亮正会后表示，讨论取得进一步进展，但尚未找到一致点；希望“尽快”达成协议，但在G7峰会召开时，日美可能还在继续谈判。G7峰会定于6月15至17日召开，日美正在协调届时举行首脑会谈。

日本首相石破茂与美国总统特朗普最近进行了两次电话会谈，外界预期两人可能会在 G7 峰会期间宣布达成协议。

日本 30 年期国债拍卖结果出炉，投标倍数为 2023 年以来新低。日本拍卖 30 年期国债，投标倍数为 2.92，低于 3.39 的 12 个月均值水平，也为 2023 年以来最低投标倍数，尾差扩至 0.49，最低中标价 91.45 日元，低于预期。2 天前日本 10 年期国债拍卖需求意外高于预期，投标倍数从上月的 2.54 大幅跃升至 3.66，远超过去一年的平均水平。日本央行公布 5 月 20 日至 21 日举行的第二十二次“债券市场小组”会议纪要。纪要显示，中长期区间内，供需状况持续收紧；在超长期债券方面，供需状况显著恶化，利率大幅上升；关于超长期国债区的供需状况，还应关注投资者对财政政策的投机行为所带来的影响；市场流动性相应收紧，尤其是在超长期债券市场，供需失衡情况显著；市场参与者一直特别关注超长期区间市场流动性显著下降的问题。

日本或讨论进一步放缓削减债券购买规模的计划。美国财政部在提交给国会的汇率报告中表示，日本央行应继续收紧货币政策，这将支持“日元弱势正常化”和双边贸易再平衡。对于该报告，日本财务大臣加藤表示，货币政策由日本央行决定，将继续实施合适的债券政策。知情人士透露，日本央行可能在本月晚些时候的政策会议上讨论进一步放缓债券购买规模的计划。目前每季度削减 4000 亿日元的规模可能调整为每季度削减 2000 亿至 4000 亿日元，从明年 4 月起实施，并覆盖大约一年的时间。

日本政府储备米库存告急。日本政府近期为平抑高涨米价向市场投放多批储备米，剩余库存量大幅减少。农林水产大臣小泉进次郎 6 日表示，如果储备米耗尽仍未有效遏制米价上涨，从国外紧急进口大米也是选项之一。日本政府 1995 年建立储备米制度，用于在发生灾害、大规模歉收等情况下向市场投放。截至 2024 年 6 月底，日本政府共有约 91 万吨储备米。今年 3 月以来，农林水产省为平抑米价向市场投放四批储备米，投放完毕后预计库存量将减至约 30 万吨。

其他地区：印度与俄罗斯降息，韩国大选落幕

印度与俄罗斯超预期降息。继 6 月 5 日欧洲央行降息之后，6 日印度央行将基准利率下调 50 个基点至 5.5%，降息幅度大超市场预期的 25 个基点，为连续第三次降息，同时将存款准备金率下调 100 个基点至 3%，而市场预期为 4%。

同日俄罗斯央行近三年来首次降息，将关键利率下调 100 个基点至 20%，市场预期为维持在 21% 不变。

加拿大央行连续第二次维持基准利率在 2.75% 不变，符合市场预期。加拿大央行称，4 月除税后年度通胀率为 2.3%，略高于预期，第二季度经济或较弱；央行密切关注美国关税调整对出口需求的影响、成本传导至消费者价格的速度及通胀预期变化。

OECD 发布下调全球经济展望。经济合作与发展组织（OECD）星期二（6 月 3 日）发布最新一期经济展望报告，预计 2025 年和 2026 年全球经济增速均为 2.9%，较今年 3 月预测值分别下调 0.2 和 0.1 个百分点。2025 年和 2026 年，美国经济预计将增长 1.6% 和 1.5%，较今年 3 月预测值分别下调 0.6 和 0.1 个百分点。G20 总体通胀率将从 2024 年的 6.2% 降至 2025 年的 3.6% 和 2026 年的 3.2%。但美国会是例外，2025 年和 2026 年总体通胀率预计为 3.2% 和 2.8%，较今年 3 月预测值分别上调 0.4 和 0.2 个百分点。

李在明赢得韩国总统大选。当地时间 6 月 4 日，韩国中央选举管理委员会召开全体会议，表决通过了大选投票结果的议案，李在明当选韩国第 21 届总统，任期自当地时间 6 月 4 日 6 时 21 分正式开始。评论认为，李在明可能会摒弃尹锡悦政府的“价值观外交”，转向更加平衡的外交策略。作为共同民主党候选人李在明在竞选过程中展现出了与现任尹锡悦政府截然不同的对华态度，引发广泛关注。他明确表示“韩国无法承受疏远中国的代价”，并强调中国是韩国“重要的贸易伙伴和对朝鲜半岛安全产生影响的国家”，若胜选将“稳定地处理韩中关系”。胜选后，韩国新任总统李在明与美国总统特朗普进行首次交谈，韩国总统发言人在声明中称，两位总统同意尽快争取就韩美关税磋商达成双方都满意的协议。

俄乌土耳其第二轮和平谈判结束，双方战事仍在继续。俄罗斯和乌克兰两国代表团在土耳其伊斯坦布尔结束关于和平解决俄乌冲突的第二轮直接谈判，双方同意交换被俘人员。6 月 7 日，俄罗斯国防部发布战报称，过去一夜，俄军使用远程高精度武器和无人机对乌军工设施发动了集群打击，并命中了既定目标。同一天，乌克兰武装部队总参谋部表示，乌军继续在波克罗夫斯克、红利曼等地与俄军交战，并击落一架俄军苏-35 战机。

【本周关注】

美国 CPI、PPI 及通胀预期

6 月 9 日	日本一季度 GDP 修正值 日本 4 月经常账户
6 月 10 日	日本 4 月营建订单
6 月 11 日	美国 5 月 CPI
6 月 12 日	美国 5 月财政赤字 美国 5 月 PPI
6 月 13 日	欧元区 4 月贸易账 美国 6 月密歇根大学调查数据

免责声明

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司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。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。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）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、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。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。

民银证券及其高级职员、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。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队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。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，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，及（8）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。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

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，应咨询独立的专业意见。民银集团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），民银证券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。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。