

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《5月制造业生产活力提升，稳需求政策发力空间打开》 - 2025.06.03

宏观研究

美关税不确定下，日元资产的演化路径

● 核心观点

(1) 美国关税政策成为9月日本加息关键变量，利差交易平仓或冲击全球资产

近三年日本通胀居高不下，一直维持在日本央行2%的通胀目标水平之上，特别是进入2025年以来，日本CPI同比增速处于3.5%以上水平，日本核心CPI同比增速亦保持在3%以上，成为制约日本内需的重要因素。日本通胀的根源在哪？是大米等食品价格推升，还是工资-通胀螺旋自我强化机制的确立？这不仅决定了日本通胀的可持续性，亦会影响日本央行货币政策的操作。

日本通胀高企，工业产品是主要支撑，大米等农产品并非主要推动力。从商品和服务两个维度来看，日本商品价格高涨是日本通胀高企的主要推动力。从细分商品种类看，日本工业产品价格上涨是日本商品涨价的主要因素，虽然大米等食品价格显著上涨，但对日本商品价格上涨的贡献相对有限。进一步拆分工业产品，食品产品价格上涨明显，是推升工业产品价格上涨的主要分项，纺织品、石油产品价格并未显著走高，其他工业产品价格小幅上升。日本通胀上涨的内在机制，或是工资通胀螺旋机制强化，以及日元利差交易平仓增加流动性，共同推升日本通胀水平。

向后看，未来日本央行是否加息以及加息的可能时机将取决于日本的经济和物价发展。日本经济基本面保持韧性，通胀或亦难以快速回落，短期均不会成为掣肘日本央行货币政策的因素。基于此角度分析，年内日本央行加息预期仍在。

目前影响日本央行货币政策的最大不确定性因素是美国关税政策，6月和7月日本央行或维持货币政策不变。通过梳理近期日本与美国贸易谈判来看，日本与美国尚未形成较为统一的共识。汽车是日本的重要支撑产业，日本汽车产业在GDP中的占比达到8%，贡献了日本工业总产值的40%；日本钢铁产量在全球钢铁产量的占比为5.1%。若美国对日本关税政策不调整，或对日本经济基本面产生较为明显负向冲击。基于此，鉴于日本与美国贸易谈判尚未形成有效共识，美国关税政策影响的不确定性仍高，或成为日本央行货币政策的重要掣肘因素，6月和7月日本央行或维持货币政策不变。若此预期兑现，日元利差交易进一步平仓压力或有所减弱，对通胀的推升作用有所减弱。

情形一：假设其他条件不变，若美国90天关税豁免期结束后，日本与美国贸易谈判并未达成共识，但考虑美国经济自身存在放缓的风险，美国或延续关税豁免期政策。

若以上预期兑现，市场对美国关税政策淡化，对美国特朗普政府公信力会产生质疑，进而对美国关税政策的可持续性存疑。在此背景

下,短期因美国关税政策仍会存在,海外经济放缓制约日本经济修复,但市场主体对美国关税担忧降低,市场信心修复,或并不会显著改善日本经济温和复苏态势。短期海外经济放缓对企业利润构成压力,预计经济增长速度将边际放缓,进口价格推升通胀的压力预计将会减弱,且日本增加大米等农产品供应,日本通胀或逐步放缓。基于此,9月日本央行货币政策操作仍存在较大不确定性。

情形二:若美国 90 天关税豁免期结束后,美国与日本并未达成共识,且美国恢复全部加征对等关税。市场对美国经济担忧上升,或交易美国经济衰退,日元资产吸引力或明显上升。

在该种情形下,日本经济面临下行压力,企业盈利能力放缓,或制约日本工资上涨速度,抑制通胀上升。日本央行需权衡外部冲击对经济影响与通胀变化。根据一季度日本经济数据,美国高昂关税对日本经济的冲击已有明显痕迹:日本第一季度实际 GDP 环比下降 0.2%,按年率计算下降 0.7%,这是日本自去年第一季度以来首次出现季度性负增长;日本 4 月份出口增长放缓,汽车、钢铁、船舶等出口显著减少,导致日本 4 月意外出现 1158 亿日元的贸易逆差。因此,美国若恢复全部对等关税,日本经济或继续承压,通胀亦存在放缓风险,日本央行加息概率或有所放缓。

与之对应,美国经济滞胀特点或较明显增大,美国减税政策对经济提振或相对有限,市场对美国经济担忧或明显上升。鉴于关税对通胀的一次性影响,美联储 9 月降息概率有所上升,美债收益率或下降。美国权益市场或交易经济放缓,短期或存在向下调整压力。

此时,跨国资本或重新配置资产,日元资产吸引力会较为明显上升,海外流动性或回流日本,推升日本资产价格上升。

情形三:若美国 90 天关税豁免期结束前,日本与美国贸易谈判达成较为合理条件,即美国对日本关税政策不高于豁免期水平,美国关税政策影响的不确定性明显下降,日元升值,日本央行 9 月加息概率或有所下降。

若此预期兑现,日元升值,降低进口商品价格,叠加日本加大大米等农产品供给,日本通胀下降预期上涨,反而降低日本央行 9 月加息的可能性。与之对应,美国经过与主要经济体贸易谈判达成共识,为美国经济修复争取到有力条件,美国经济或得到更为有力支撑,叠加美国对内减税“大而美”法案锦上添花,此时美元资产重新获得较高吸引力,日本资产吸引力或有所下降。

(2) 美关税政策仍是主要矛盾,全球货币政策分化

在政策环境方面,全球货币政策分化,欧洲和我国货币政策保持适度宽松,美国和日本 6 月货币政策或维持不变。欧洲央行 6 月降息落地,6 月美联储货币政策维持不变;日本央行短期收紧货币政策概率有所下降;我国货币政策坚持适度宽松总基调,央行择机恢复在公开市场买入国债。

在非政策环境方面,美国关税政策仍是当前影响宏观经济的核心矛盾,全球经济下行压力有所增大,美国经济滞胀风险渐增,欧元区

经济弱复苏承压，日本经济维持温和复苏，我国经济基本面长期向好，短期或因外部冲击，存在小幅波动。一是美国经济不确定性进一步上升，5月服务业景气度有所放缓，关税政策对通胀影响逐步显现，全年美国经济滞胀风险渐增。二是欧洲经济不确定性有所上升，欧盟与美国经贸访谈并不顺利，同时美国提高进口钢铝关税至50%，欧元区弱复苏承压。三是日本经济温和修复面临挑战，日本国内通胀高企，日本消费乏力，同时美国关税政策影响有所显现，日本出口表现不佳。四是我国经济长期向好基本面不变，稳增长政策加速落地，政策效果持续显现。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 资产表现.....	6
2 美关税政策成 9 月日本加息关键变量，日元利差交易平仓或冲击全球资产	6
2.1 日本通胀高企：工业产品是主要支撑，农业产品影响不容忽视.....	7
2.2 日本通胀上涨的内在机制：工资通胀螺旋机制强化，日元利差交易平仓增加流动性	9
2.3 日本央行货币政策展望和资产价格分析	11
3 国内外宏观热点.....	13
3.1 国外宏观热点.....	13
3.2 国内宏观热点.....	32
4 本周宏观环境分析：美关税政策仍是主要矛盾，全球货币政策分化.....	36
风险提示	37

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	6
图表 2: 日本 CPI 同比增速 (%)	7
图表 3: 日本 CPI 环比增速 (%)	7
图表 4: 日本商品和服务价格同比增速 (%)	7
图表 5: 日本商品和服务价格同比增速贡献率 (%)	7
图表 6: 日本细分商品价格同比增速 (%)	8
图表 7: 日本细分商品价格对 CPI 同比增速贡献率 (%)	8
图表 8: 日本农产品价格与食品产品同比增速 (%)	9
图表 9: 日本农产品价格与食品产品同比增速 (%)	9
图表 10: 日本劳动力人数与 CPI 同比增速 (%)	10
图表 11: 日本 GDP 增速与 CPI 同比增速 (%)	10
图表 12: 日本春斗工资增速与 CPI 同比增速 (%)	10
图表 13: 薪资增速与通胀增速格兰杰因果检验	10
图表 14: 日本与美国贸易谈判进展	13
图表 15: 本周宏观环境变化	36

1 资产表现

6月第1周(5.31-6.6), DR007和6个月同业存单(股份制银行)到期收益率小幅下行, 央行维持流动性充裕, 6月6日开展1万亿元买断式逆回购; 国债市场方面, 短端和长端利率小幅下行; 全球主要经济体股票市场有所分化, 上证指数、深证成指微跌, 纳斯达克综指和标普500上涨, 日经指数下跌; 商品市场走势分化, 黄金、白银、原油价格上涨, 铝、锌、玉米等价格下跌; 外汇市场方面, 美元指数回落, 人民币汇率升值。

图表1: 大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅						
			202501	202502	202503	202504	202505	年初至今	本周(5.31-6.6)
货币市场 (bp)	DR007	%	-11.83	26.33	6.26	-39.02	-13.41	-44.89	-10.07
	同业存单(股份制银行)到期收益率:6M	%	21.33	27.79	-18.68	-14.96	-5.38	9.26	-2.7
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	9.03	17.46	14.12	-12.11	1.8	26.07	-4.23
	国债到期收益率:10年	%	-4.11	9.59	9.12	-19.13	4.83	-1	-1.3
	美国:国债收益率:2年	%	-3	-23	-10	-29	29	-21	15
	美国:国债收益率:10年	%	0	-34	-1	-6	24	-7	10
股票市场	上证综指	点	-3.02%	2.16%	0.45%	-1.70%	2.09%	1.00%	1.13%
	深证成指	点	-2.48%	4.48%	-1.01%	-5.75%	1.42%	-2.22%	1.42%
	创业板指	点	-3.63%	5.16%	-3.07%	-7.40%	2.32%	-4.77%	2.32%
	科创50	点	-3.42%	12.95%	-5.20%	-1.01%	-3.50%	0.27%	1.50%
	恒生指数	点	0.82%	13.43%	0.78%	-4.33%	5.29%	18.61%	2.16%
	纳斯达克综指	点	1.64%	-3.97%	-8.21%	0.85%	9.56%	1.13%	2.18%
	标普500	点	2.70%	-1.42%	-5.75%	-0.76%	6.15%	2.02%	1.50%
	日经225	点	-0.81%	-6.11%	-4.14%	1.20%	5.33%	-5.40%	-0.59%
	越南指数	点	-0.14%	3.19%	0.11%	-6.16%	8.67%	4.98%	-0.20%
	印尼雅加达综指	点	0.41%	-11.80%	3.83%	3.93%	6.04%	0.47%	-0.87%
	韩国KOSPI指数	点	4.91%	0.61%	-2.04%	3.04%	5.52%	17.19%	4.24%
	巴黎CAC40指数	点	7.72%	2.03%	-3.96%	-2.53%	2.08%	5.75%	0.68%
	伦敦富时100指数	点	6.13%	1.57%	-2.58%	-1.02%	3.27%	8.14%	0.75%
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	6.92%	1.37%	9.94%	4.97%	0.09%	25.91%	0.57%
	COMEX白银	美元/盎司	10.07%	-1.55%	9.53%	-5.79%	0.99%	23.30%	9.18%
	LME铜	美元/吨	2.80%	4.63%	3.31%	-4.85%	4.55%	12.51%	1.79%
	LME铝	美元/吨	3.24%	1.52%	-4.51%	-4.51%	1.66%	-3.38%	-0.55%
	LME锌	美元/吨	-8.84%	2.10%	2.20%	-8.34%	1.47%	-11.60%	-0.08%
	布伦特原油	美元/桶	2.84%	-4.66%	2.13%	-15.55%	1.24%	-10.95%	4.02%
	WTI原油	美元/桶	1.13%	-3.82%	2.47%	-18.56%	4.43%	-9.96%	6.23%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	4.63%	-3.16%	0.25%	1.97%	0.80%	5.99%	1.51%
外汇市场	CBOT玉米	美分/蒲式耳	5.23%	-6.16%	1.05%	2.02%	-5.03%	-3.65%	-0.34%
	美元指数		0.03%	-0.88%	-3.14%	-4.37%	-0.20%	-8.55%	-0.24%
	美元兑人民币(即期汇率)		-0.46%	0.26%	-0.44%	0.16%	-0.93%	-1.56%	-0.15%

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2 美关税政策成9月日本加息关键变量, 日元利差交易平仓或冲击全球资产

近三年日本通胀居高不下, 一直维持在日本央行2%的通胀目标水平之上, 特别是进入2025年以来, 日本CPI同比增速处于3.5%以上水平, 日本核心CPI同

比增速亦保持在 3% 以上，成为制约日本内需的重要因素。日本通胀的根源在哪？是大米等农产品分项价格推升，还是工资-通胀螺旋自我强化机制的确立？这个问题不仅决定了日本通胀的可持续性，亦会影响日本央行货币政策的操作。

2.1 日本通胀高企：工业产品是主要支撑，农业产品影响不容忽视

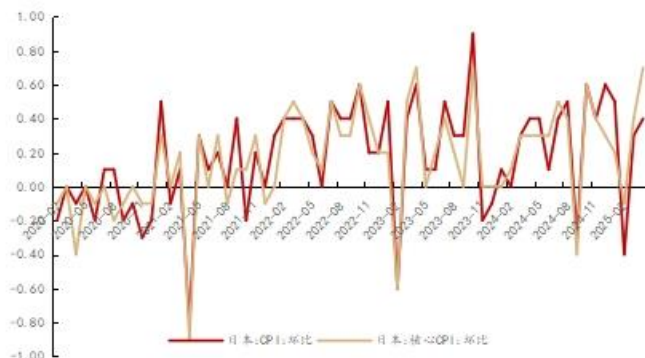
4 月日本 CPI 同比增速为 3.6%，持平前值水平，环比增速 0.4%，物价持续上涨；核心 CPI 同比增速为 3.5%，较前值高 0.3pct，环比增速为 0.7%，涨幅高于 CPI 整体水平，显示核心通胀上涨更为明显。

图表2：日本 CPI 同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：日本 CPI 环比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

从商品和服务两个维度来看，日本商品价格高涨是日本通胀高企的主要推动力。4 月日本商品价格同比增速 5.6%，远高于 CPI 同比增速 3.6%；服务价格同比增速为 1.3%，较为明显低于 CPI 同比增速 3.6%。从 CPI 同比增速贡献率来看，4 月商品价格变动对 CPI 同比增速贡献率为 2.97%，较前值上升 0.42pct，且年内呈现上升趋势；服务价格变动对 CPI 同比增速贡献率为 0.6%，较前值下降 0.05pct，年内整体保持稳定。

图表4：日本商品和服务价格同比增速 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：日本商品和服务价格同比增速贡献率 (%)

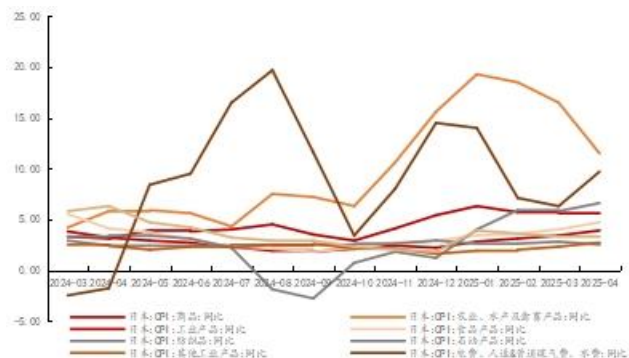


资料来源：Wind，中邮证券研究所

从商品大类看，日本工业产品价格上涨是日本商品涨价的主要因素。4月日本商品价格同比增长5.6%，其中，农业、水产及禽畜产品价格同比增长11.5%，远高于商品价格整体同比增速；工业产品价格同比增速为3.9%，低于商品价格整体同比增速。从同比贡献率来看，4月日本商品价格变动对CPI同比增速贡献率为2.97%，其中，农业、水产及禽畜产品价格变动对CPI同比增速贡献率为0.9%，而工业产品价格变动对CPI同比增速贡献率为1.51%，是主要贡献源；电费、人造和管道煤气费、水费以及出版物价格同比变动对CPI同比增速贡献率为0.95%。

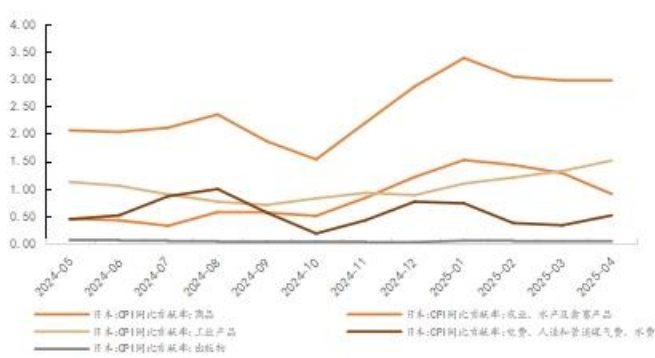
进一步拆分工业产品，食品产品价格上涨明显，是推升工业产品价格上涨的主要分项，纺织品、石油产品价格并未显著走高，其他工业产品价格小幅上升。4月日本食品产品、纺织品、石油产品、其他工业产品同比增速分别为4.7%、2.5%、6.6%和2.7%，较前值变动分别为0.7pct、-0.3pct、0.8pct和0.4pct；4月日本食品产品、纺织品、石油产品、其他工业产品对CPI同比增速贡献率分别为0.78%、0.09%、0.21%和0.42%。

图表6：日本细分商品价格同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：日本细分商品价格对CPI同比增速贡献率（%）

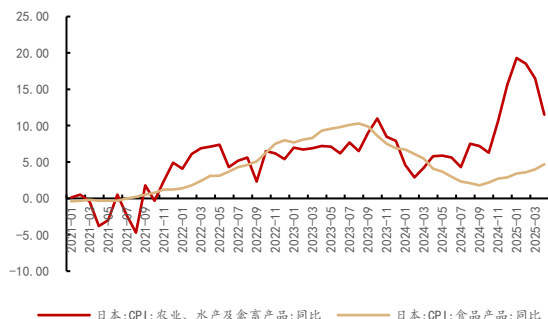


资料来源：Wind，中邮证券研究所

考虑食品产品的原材料是农产品，而农产品价格持续走高，亦或成为推动食品价格走高的重要因素，若考虑农产品价格对食品价格影响，农产品价格变动对CPI同比增速影响有所增加，不容忽视。在CPI分项中，农业、水产及禽畜产品价格与食品产品价格存在较高相关性，两者相关系数为0.4221。在2021.1-2025.4样本期内，在其他条件不变的情况下，农业、水产及禽畜产品价格对食品产品价格影响系数为0.2817，两者拟合优度为0.1781。若考虑农业、水产及禽畜产品价格对食品产品价格的影响，那么农业、水产及禽畜产品价格变动对CPI同比增速贡献率最终会超过1%。综上所述，农产品价格变动亦是当前日本通胀走高的重要影响。目前日本新闻频繁报告日本大米价格飙升，4月大米价格同比上

涨了 98.4%，此部分影响或随着供应增加而逐步下降，4 月日本农业、水产及禽畜产品同比增速已经边际放缓。

图表8：日本农产品价格与食品产品同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：日本农产品价格与食品产品同比增速（%）

Dependent Variable: SPCP Method: Least Squares Date: 06/08/25 Time: 14:16 Sample: 2021M01 2025M04 Included observations: 52				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.568428	0.649083	3.957010	0.0002
NCP	0.281721	0.085569	3.292326	0.0018
R-squared	0.178164	Mean dependent var	4.198077	
Adjusted R-squared	0.161728	S.D. dependent var	3.307003	
S.E. of regression	3.027800	Akaike info criterion	5.091252	
Sum squared resid	458.3787	Schwarz criterion	5.166300	
Log likelihood	-130.3726	Hannan-Quinn criter.	5.120024	
F-statistic	10.83941	Durbin-Watson stat	0.081397	
Prob(F-statistic)	0.001828			

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 日本通胀上涨的内在机制：工资通胀螺旋机制强化，日元利差交易平仓增加流动性

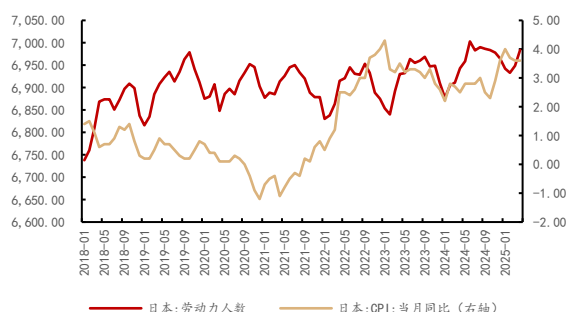
3.2.1 日本工资通胀螺旋机制自我强化

每年春季，日本工会都会与企业展开一场关于工资涨幅的谈判，这一活动被称为“春斗”。近四年，日本春斗工资增速呈现持续上涨态势，2025 年日本春斗工资增速（答复涨薪）为 5.32%，为近 20 年最高涨幅。我们理解，近四年日本春斗工资增速保持连续上涨，并非因日本人口老龄化导致，近四年日本劳动力人数并未减少，反而从 2021 年初 6877 万人增加至 2025 年 4 月的 6984 万人，或是因日本经济温和复苏，日本通胀高企，日本居民切实感受到了价格的压力，而这种压力又进一步强化了通胀高企的预期，居民会要求企业提高工资水平，与此同时，在通胀走高预期下，居民或提前采购耐用品，以避免未来支付更高的价格，叠加居民工资上涨，或适度增加消费支出，会刺激市场需求，进一步推动物价上涨，这就形成了薪资增长与通胀预期之间的正反馈循环机制。

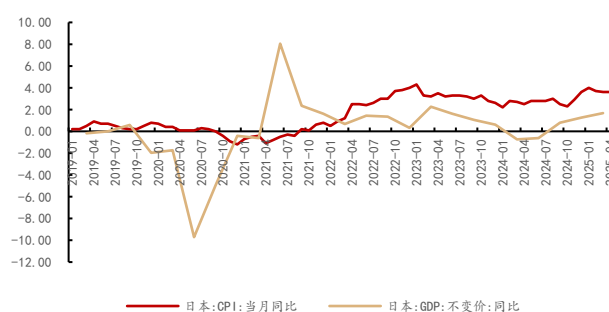
为了验证以上假设是否成立，鉴于数据可获得性，我们利用日本工薪家庭总收入同比增速与日本 CPI 同比增速指标，采用格兰杰因果检验方法，检验工资-通胀螺旋是否成立。若日本工薪家庭总收入同比增速与日本 CPI 同比增速互为因果，即日本工薪家庭总收入同比增速是日本 CPI 同比增速的原因，且日本 CPI 同比增速亦是日本工薪家庭总收入同比增速原因，那么我们可近似认为日本形成了工资-通胀螺旋机制。

通过实证分析可知，在样本期间 2021.1-2025.4, 日本工薪家庭总收入同比增速与日本 CPI 同比增速互为因果，即日本 CPI 同比增速走高是日本工薪家庭总收入同比增速上涨的原因，同时日本工薪家庭总收入同比增速上涨亦是日本 CPI 同比增速走高的原因，符合我们假设。

图表10：日本劳动力人数与 CPI 同比增速（%）



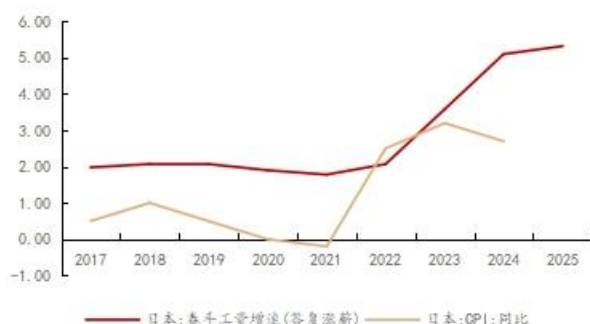
图表11：日本 GDP 增速与 CPI 同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：日本春斗工资增速与 CPI 同比增速（%）



图表13：薪资增速与通胀增速格兰杰因果检验

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/07/25 Time: 14:26
Sample: 2021M01 2025M04
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statisti...	Prob.
CPI does not Granger Cause WAGE	50	0.74968	0.4783
WAGE does not Granger Cause CPI		0.40733	0.6679

资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

3.2.1 日元利差交易平仓引发流动性回流

受此前日元持续贬值与日本央行延续极度宽松货币政策影响，全球日元利差交易模式日益多元化。一是日本本土投资者与投资机构先借入低息日元，再兑换成外币投资海外高收益债券与股票，赚取较高的利差回报；二是越来越多海外投资机构也纷纷效仿，借入低息日元放大资金杠杆，投资日本股市，或同样兑换成外币投资海外高收益债券与股票。

日元利差交易或导致日本流动性外流，而随着日本央行货币政策回归正常化，日元利差交易规模下降，流动性回流日本，推升日本资产价格，资产价格走高向商品价格走高传导。随着日本央行自 2024 年 3 月开启加息周期，2024 年 3 月日本政策目标利率由-0.1%提升至 0.1%，结束了 8 年的负利率时代，2024 年 8 月和

2025 年 1 月日本央行连续两次加息，日本政策目标利率上升至 0.5%。据市场不完全统计，目前日元利差交易规模或超万亿美元。若年内日本央行进一步加息，日元利差交易或进一步平仓，日本流动性增加，相当于间接增加货币供给，或加剧日本通胀。

2.3 日本央行货币政策展望和资产价格分析

未来日本央行是否加息以及加息的可能时机将取决于日本的经济和物价发展。日本央行行长表示，尽管日本经济存在一些疲软迹象，日本经济正温和复苏，企业利润正在改善，企业信心稳固，海外经济放缓对企业利润构成压力，预计经济增长速度将放缓，进口价格推升通胀的压力预计将会减弱。但我们理解，日本工资与物价螺旋上升机制形成，短期趋势不会突然改变，短期日本经济基本面保持韧性，短期日本经济基本面和通胀均不会成为掣肘日本央行货币政策的因素。基于此角度分析，年内日本央行加息预期仍在。

目前影响日本央行货币政策的最大不确定性因素是美国关税政策，6 月和 7 月日本央行或维持货币政策不变。通过梳理近期日本与美国贸易谈判来看，日本与美国尚未形成较为统一的共识。汽车是日本的重要支撑产业，日本汽车产业在 GDP 中的占比达到 8%，贡献了日本工业总产值的 40%；日本钢铁产量在全球钢铁产量的占比为 5.1%。若美国对日本关税政策不调整，或对日本经济基本面产生较为明显负向冲击。基于此，鉴于日本与美国贸易谈判尚未形成有效共识，美国关税政策影响的不确定性仍高，或成为日本央行货币政策的重要掣肘因素，6 月和 7 月日本央行或维持货币政策不变。若此预期兑现，日元利差交易进一步平仓压力或有所减弱，对通胀的推升作用有所减弱。

情形一：假设其他条件不变，若美国 90 天关税豁免期结束后，日本与美国贸易谈判并未达成共识，但考虑美国经济自身存在放缓的风险，美国或延续关税豁免期政策。

若以上预期兑现，市场对美国关税政策淡化，对美国特朗普政府公信力会产生质疑，进而对美国关税政策的可持续性存疑。在此背景下，短期因美国关税政策仍会存在，海外经济放缓制约日本经济修复，但市场主体对美国关税担忧降低，市场信心修复，或并不会显著改善日本经济温和复苏态势。短期海外经济放缓对企业利润构成压力，预计经济增长速度将边际放缓，进口价格推升通胀的压力预

计将会减弱，且日本增加大米等农产品供应，日本通胀或逐步放缓。基于此，9月日本央行货币政策操作仍存在较大不确定性。

情形二：若美国 90 天关税豁免期结束后，美国与日本并未达成共识，且美国恢复全部加征对等关税。市场对美国经济担忧上升，或交易美国经济衰退，日元资产吸引力或明显上升。

在该种情形下，日本经济面临下行压力，企业盈利能力放缓，或制约日本工资上涨速度，抑制通胀上升。日本央行需权衡外部冲击对经济影响与通胀变化。根据一季度日本经济数据，美国高昂关税对日本经济的冲击已有明显痕迹：日本第一季度实际 GDP 环比下降 0.2%，按年率计算下降 0.7%，这是日本自去年第一季度以来首次出现季度性负增长；日本 4 月份出口增长放缓，汽车、钢铁、船舶等出口显著减少，导致日本 4 月意外出现 1158 亿日元的贸易逆差。因此，美国若恢复全部对等关税，日本经济或继续承压，通胀亦存在放缓风险，日本央行加息概率或有所放缓。

与之对应，美国经济滞胀特点或较明显增大，美国减税政策对经济提振或相对有限，市场对美国经济担忧或明显上升。鉴于关税对通胀的一次性影响，美联储 9 月降息概率有所上升，美债收益率或下降。美国权益市场或交易经济放缓，短期或存在向下调整压力。

此时，跨国资本或重新配置资产，日元资产吸引力会较为明显上升，海外流动性或回流日本，推升日本资产价格上升。

情形三：若美国 90 天关税豁免期结束前，日本与美国贸易谈判达成较为合理条件，即美国对日本关税政策不高于豁免期水平，美国关税政策影响的不确定性明显下降，日元升值，日本央行 9 月加息概率或有所下降。

若此预期兑现，日元升值，降低进口商品价格，叠加日本加大大米等农产品供给，日本通胀下降预期上涨，反而降低日本央行 9 月加息的可能性。与之对应，美国经过与主要经济体贸易谈判达成共识，为美国经济修复争取到有力条件，美国经济或得到更为有力支撑，叠加美国对内减税“大而美”法案锦上添花，此时美元资产重新获得较高吸引力，日本资产吸引力或有所下降。

综上，在以上三种情形中，情形二中，日元资产具有较高吸引力；情形三种，美元资产吸引力较高；情形一种，日本央行货币政策和汇率均存在较高不确定性。

图表14：日本与美国贸易谈判进展

日期	日本与美国贸易谈判	美国回应
2025.4.7	日本首相石破茂与美国总统特朗普通电话	特朗普表示日本需要开放市场，并委托财长贝森特与日本进行贸易谈判。
2025.4.15	日本首席贸易谈判代表访问美国进行会谈	特朗普表示与日本贸易代表谈判卓有成效。
2025.5.2	日本媒体报道，美国和日本之间的第二轮关税谈判无果而终；日本财务大臣加藤胜信表示日本持有的巨额美债成为一个筹码。	美国对日本提出的框架协议以“对等关税”为中心，包括不愿意降低汽车、钢铁和铝的关税。美国拒绝对日本予以“对等关税”全面豁免。
2025.5.16	日本拟寻求第三轮对美贸易谈判，重点争取汽车关税豁免。	
2025.5.20	日本首席贸易谈判代表赤泽亮正表示，日本政府要求美国政府取消关税的立场没有改变，日本不会仓促达成一项可能损害国家利益的贸易协议。	
2025.5.31	日本首席贸易谈判代表赤泽亮正表示，与特朗普政府新一轮关税谈判取得进展，有望在下月达成协议。双方同意在6月的七国集团（G7）峰会前再举行一轮谈判。	美国财长贝森特在谈判中向日方强调了应对关税和非关税措施，扩大投资的重要性。
2025.6.5	日本首席贸易谈判代表赤泽亮正表示，日本将继续强烈敦促美国重新考虑其一些列关税措施。 《日经亚洲》当天报道称，日方将在与美关税谈判中提出针对中国的一揽子合作方案，重点聚焦因中美紧张局势而中断的中国稀土和美国液化天然气供应链，日方希望以此为重点与美国展开合作。	

资料来源：新浪财经，中邮证券研究所

3 国内外宏观热点

3.1 国外宏观热点

ISM 调查：美国 5 月服务业意外收缩 通胀升温

美国 5 月服务业出现近一年来首次萎缩，企业投入价格上涨，表明美国经济仍有可能经历一段非常缓慢的增长和高通胀时期。美国供应管理协会（ISM）周三表示，美国非制造业 PMI 降至 49.9，跌破 50 大关，也是自 2024 年 6 月以来的最低水平。新订单指数从 4 月份的 52.3 降至 46.4，可能是由于与关税相关的领先优势带来的提振减弱。服务业客户认为，库存相较需求过高，这对短期内的经济活动来说不是好兆头。供应商的交货表现继续恶化，工厂交货时间延长，表明供应链紧张，可能会因供应短缺而推高通胀。企业也在寻求将关税转嫁给消费者。服务投入支付价格指数从 4 月份的 65.1 飙升至 68.7，为 2022 年 11 月以来

的最高水平，进一步强化了这一点。多数经济学家预计，关税对通胀和就业的冲击可能会在夏季所谓的硬经济数据中显现出来。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833829836542428914&wfr=spider&for=pc>

美国服务业活动近一年来首次萎缩 需求急剧回落

美国上个月的服务业活动近一年来首次落入萎缩区间，原因是需求急剧回落，而随着关税上调对整个经济产生影响，价格上涨加速。供应链管理学会 (ISM) 周三表示，服务业指数 5 月份下降 1.7 点，至 49.9 点。低于 50 表明处于萎缩状态，最新数据低于接受调查的绝大多数经济学家预测值，只有两个预测值除外。新订单萎缩最大，支付价格指数达到 2022 年底以来最高，显示美国加征进口税对需求和通胀的影响更为明显。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834012352863179900&wfr=spider&for=pc>

美国 4 月工厂订单量下降 3 月因关税上调预期而大幅增长

4 月美国工厂订单降幅超过预期，此前 3 月买家因关税大幅上调而加速采购。4 月份新订单从 3 月份的 6,174 亿美元降至 5,946 亿美元，降幅为 3.7%。接受调查的经济学家预计订单将下降 3.3%。在 3 月，工厂订单增长了 3.4%，因为买家在新关税的预期下加大了采购。4 月未交割订单金额大致持平，为 1.409 万亿美元。库存连续第七个月增长，达到 5,868 亿美元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833921946335250243&wfr=spider&for=pc>

美国 4 月扣除运输的工厂订单月率-0.5%，前值由-0.20%修正为-0.40%。

美国 4 月工厂订单月率录得-3.7%，为 2024 年 1 月以来最大降幅。美国 4 月扣除运输的工厂订单月率 -0.5%，前值由-0.20%修正为-0.40%。美国 4 月耐用品订单月率终值-6.3%，预期-6.3%，前值-6.30%。

<https://news.fx678.com/202506032200035587.shtml>

调查：三分之四的制造企业和服务企业已部分转嫁关税成本

纽约联储调查显示，企业对关税前景非常不确定。转向国内来源可能削弱了部分关税的影响。三分之四的制造企业和服务企业已部分转嫁关税成本。三分之一的工厂企业和约 45% 的服务企业将所有的关税增长都转嫁了出去。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834007795273191580&wfr=spider&for=pc>

美国年初至今商品和服务贸易逆差同比扩大 65.7%

美国人口普查局和美国经济分析局今天宣布，年初至今，美国商品和服务贸易逆差比 2024 年同期增加了 1793 亿美元，即 65.7%。出口额增长 584 亿美元，即 5.5%。进口额增加了 2378 亿美元，即 17.8%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834092851809589885&wfr=spider&for=pc>

美国 4 月贸易逆差收窄幅度创出纪录 进口骤降 16.3%

美国 4 月贸易逆差以创纪录的幅度显著收窄，主要由于进口额出现史上最大幅度的下滑，显示部分企业在关税上调前大规模提前采购商品的现象戛然而止。美国商务部周四公布的数据显示，4 月商品和服务贸易逆差较之前一个月缩窄 55.5%，报 616 亿美元，为 2023 年以来的最低水平，完全逆转了第一季度出现的显著扩大，预估中值为逆差 660 亿美元。4 月份商品和服务进口创纪录下跌 16.3%，而出口增长了 3%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834145227742325407&wfr=spider&for=pc>

经济不确定性日益增加 美国劳动市场或在走弱

月度报告显示，美国雇主再次减少了招聘，表明在经济不确定性日益增加的情况下，劳动力市场可能正在走弱。根据周三发布的 ADP 全国就业报告，上个月仅创造了 37,000 个就业岗位，是两年多来最弱的，低于 4 月份的 62,000 个。ADP 首席经济学家内拉·理查森表示：“在经历了今年的强劲开局后，招聘正在失去动力。”ADP 的报告显示，薪资增长强劲，表明雇主没有利用较低的工作机会来压低薪资。ADP 称，5 月私营部门新增就业岗位绝大多数来自服务业，尤其是休闲和酒店业。相比之下，制造业和自然资源/采矿业的工作岗位减少了。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833462038336111190&wfr=spider&for=pc>

美国企业新增就业岗位数量创两年新低 且低于所有预期

美国企业招聘速度放缓至两年来的最低水平，表明雇佣需求减弱。据 ADP Research 的数据，美国上月新增私营部门就业岗位 3.7 万个，低于接受彭博调查的所有经济学家的预期。“今年开局强劲，但招聘势头正在减弱。”ADP 首席经济学家 Nela Richardson 周三在一份声明中表示。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834001467115145369&wfr=spider&for=pc>

美国 ADP 就业人数大幅低于预期 美元指数下挫

美国 5 月 ADP 民间就业报告仅增长 3.7 万人，远低于预期的 11.4 万。4 月份的数据被下调了 2 万至 6 万。3.7 万是自 2023 年 3 月以来的最低水平。ADP 报告并不是周五就业数据的可靠指引，但这并没有阻止空头回归美元，数据公布后，美元指数 DXY 短线跌幅扩大至 20 点。小非农数据公布后，美元指数 DXY 失守 99，日内跌幅 0.27%。现货黄金一度走高 6 美元，最高至 3354.6 美元/盎司。

<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2025-06-04/doc-ineyxinc9234702.shtml>

中长期美债收益率普遍跌约 10 个基点，美国经济数据疲软和油价下跌带来双重冲击

周三（6 月 4 日）纽约尾盘，美国 10 年期基准国债收益率下跌 9.86 个基点，报 4.3552%，日内至北京时间 20:00 在 4.46% 附近高位横盘震荡，20:15 发布 ADP 就业数据（小非农）之后开始加速下行，00:52 刷新日低至 4.3473%。两年期美债收益率跌 8.46 个基点，报 3.8665%，日内交投于 3.9676%-3.8562% 区间。20 年期美债收益率跌 10.61 个基点，报 4.8812%；30 年期美债收益率跌 10.35 个基点，报 4.8775%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834034844227011707&wfr=spider&for=pc>

美国购房申请指数降至五周低点

美国购房抵押贷款申请降至五周低点，尽管利率已经从 1 月底以来的最高水平有所回落。截至 5 月 30 日当周，美国抵押贷款银行家协会 (MBA) 购房申请指数下降 4.4%，至 155，该周包含阵亡将士纪念日假期。根据周三公布的数据，30 年期抵押贷款合约利率下降 6 个基点，至 6.92%。MBA 报告还显示，再融资指标下降 3.5%，为连续第四次下滑。尽管上周住房融资成本有所缓解，但需要持续下降才能帮助住房市场恢复动能。尽管购房者发现随着更多卖家挂牌出售房产，他们有更多选择，但要价仍处于高位，抵押贷款利率仍接近 7% 而非 6%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833998290936265770&wfr=spider&for=pc>

美国会预算办公室：特朗普关税将削减赤字 也将拖累经济

当地时间 6 月 4 日，美国国会预算办公室发布的一份分析报告显示，美国总统特朗普的关税政策将在 10 年内削减赤字 2.8 万亿美元，但同时将导致经济萎缩、通胀率上升并降低美国家庭的整体购买力。根据报道，美国国会预算办公室在一封致民主党国会领导层的信中，概述了特朗普政府对世界各国征收广泛关税

的计划将如何影响美国家庭。其中一项预测显示，美国家庭将减少从那些被加征关税的国家购买商品。此外，国会预算办公室估计，关税政策将导致 2025 年和 2026 年美国年均通胀率上升 0.4 个百分点。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834034975162195615&wfr=spider&for=pc>

美国国会预算办公室称共和党税收法案将使财政赤字增加 2.4 万亿美元

根据无党派的美国家国预算办公室 (CBO) 的最新估计，在众议院通过的总统唐纳德·特朗普税收和支出法案版本将在未来十年内使美国预算赤字增加 2.42 万亿美元。CBO 周三公布了其对“美丽大法案”的评估，结果显示，相对于基线预测，到 2034 年的十年间，收入将减少 3.67 万亿美元，支出将减少 1.25 万亿美元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834031447130851588&wfr=spider&for=pc>

美联储“褐皮书”显示经济前景悲观 关税推升物价及生产成本

当地时间 6 月 4 日，美联储发布的最新一期全国经济形势调查报告（简称“褐皮书”）显示，美国经济活动自上次报告以来略有下降，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。经济增速放缓 地区表现分化：报告显示，六个联邦储备区报告经济活动小幅下降，三个地区保持稳定，另有三个地区实现微弱增长。制造业活动有所减弱，消费者支出表现不一，部分地区的企业因关税影响提前增加相关商品采购。住宅房地产市场基本持平，但多数地区的新屋开工和建筑活动停滞或放缓。就业市场疲软 部分行业出现裁员：就业市场整体变化不大，多数地区报告就业水平持平，仅少数地区出现小幅增减。劳动力需求普遍下降，表现为工时缩短、招聘冻结甚至裁员。尽管部分行业出现零星裁员，但未形成广泛趋势。工资水平保持温和增长，但生活成本上升持续对薪资构成压力。通胀压力加大 企业酝酿涨价：物价水平继续温和上涨，企业普遍预计未来成本将加速上升，部分甚至预测“显著或大幅增长”。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。经济前景仍不明朗：褐皮书指出，受政策不确定性和成本压力影响，企业对未来经济走势持谨慎态度，整体预期与上一期相比未现改善。美联储将继续关注经济数据，为下一步

政策调整提供依据。据悉,“褐皮书”是美联储根据 12 个地区联储的经济调查汇总而成,每年发布 8 次,为货币政策决策提供参考。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834027171135235627&wfr=spider&for=pc>

特朗普敦促国会取消债务上限制度,称这样做可以防止美国发生经济灾难

美国总统特朗普表示:“我很高兴地宣布,这么多年过去了,我终于同意(参议院民主党成员)伊丽莎白·沃伦参议员在某些问题上的观点了。债务上限应该彻底取消,以防止经济灾难的发生。它太具破坏性,不应该被那些想利用它的政客们掌控,尽管它可能对我们国家,甚至间接地影响到全世界,造成可怕的后果。至于沃伦参议员关于 4 万亿美元的第二次声明,我也很喜欢,但这必须在一个尽可能短的时间内完成。让我们团结起来,共和党和民主党,一起行动起来!”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834020440724777409&wfr=spider&for=pc>

马斯克呼吁扼杀特朗普的法案 美众议长:他大错特错 我给他打电话谈 他也不接

据美媒报道,6 月 4 日,在马斯克批评美国总统特朗普的减税和支出法案后,美国众议院议长迈克·约翰逊表示:我认为马斯克大错特错。因为当这项“大而美”法案成为法律时,每个美国人都会过得更好。我昨晚给马斯克打了电话,他没接。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834061520439895750&wfr=spider&for=pc>

NASA 局长提名被撤销,当事人艾萨克曼暗示:是因为他与马斯克关系密切

据美国彭博社、Axios 新闻网报道,美国白宫宣布撤销对美国富豪贾里德·艾萨克曼出任下一任美国国家航空航天局(NASA)局长的提名后,艾萨克曼在一档 4 日发布的播客节目中暗示,美国总统特朗普撤销这一提名是因为他与美国企业家、政府效率部前负责人埃隆·马斯克关系密切。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834054694019307110&wfr=spider&for=pc>

美法官称国务院裁员计划违反其禁令 将在 6 月 13 日前举行听证

当地时间 6 月 4 日,美国加利福尼亚州地区法官苏珊·伊尔斯顿表示,她曾在 5 月 22 日发布一项禁令,暂时阻止了包括国务院在内的约 20 个美国联邦机构按照特朗普的指示执行大规模裁员和重组计划。但国务院上周告知国会仍计划在本月通知约 2000 名员工被裁员,并将重组或裁减 300 多个办公室。伊尔斯顿认

为，国务院目前正在实施的措施已经违反了她发布的禁令，她命令双方下周就此事提交简报，并表示她将在 6 月 13 日之前举行听证会。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834060292013471837&wfr=spider&for=pc>

美国参议院确认 Bowman 出任美联储监管副主席 显示美国政府将放松监管

美国参议院周三确认美联储理事 Michelle Bowman 为监管副主席，这进一步表明，在特朗普总统的领导下，监管将转向放松。Bowman 是第五代银行家，也是共和党人，她长期以来的发言一直强调需要更“量身定制”的监管。她暗示监管重点将发生重大变化，她与银行业的关系比她的前任 Michael Barr 更加友好。Barr 今年早些时候辞去该职。在银行监管、压力测试改革和资本规则等议题上，她经常与 Barr 意见相左。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834040192691876178&wfr=spider&for=pc>

美国财政部半年度报告：未把任何国家列为汇率操纵国

美国财政部向国会提交了关于美国主要贸易伙伴宏观经济和外汇政策的半年度报告。报告中，财政部审查和评估了截至 2024 年 12 月的四个季度中美国主要贸易伙伴的政策，这些贸易伙伴占美国对外货物和服务贸易的 78% 左右。审查发现，截至 2024 年 12 月的四个季度，美国没有主要贸易伙伴操纵其货币与美元之间的汇率。当前，财政部的主要贸易伙伴“监测名单”上有 9 个经济体，其中包括：日本、韩国、新加坡、越南、德国、爱尔兰和瑞士等。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834134872573036325&wfr=spider&for=pc>

美联储官员卡什卡利：经济面临不确定性之际，美联储必须耐心观望。

劳动力市场出现一些放缓迹象。我们仍然没有完全回到 2% 的通胀目标。经济面临不确定性之际，美联储必须耐心观望。债券和股票市场发出截然不同的信号。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834042019214693096&wfr=spider&for=pc>

美联储古尔斯比：关税相关的经济放缓可能在一段时间内尚未在数据中体现出来。所有指标显示经济稳定，充分就业。

我们必须拭目以待关税对通胀产生的影响是大还是小，预计在一个月內直接关税对价格的影响将显现。关税相关的经济放缓可能在一段时间内尚未在数据中体现出来。所有指标显示经济稳定，充分就业。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-04/doc-ineyvraw3254884.shtml>

美联储理事库克：由于关税措施，我预期通胀将上升，经济活动将放缓。关税可能导致类似滞胀的经济环境。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-04/doc-ineyvrat0944450.shtml>

美联储官员 Bostic：不急于降息 希望在通胀方面看到更多进展

亚特兰大联邦储备银行行长 Raphael Bostic 表示，他并不急于调整利率，并补充称尽管近来物价数据令人鼓舞，但他仍希望在通胀方面看到“更多”进展。

“就我们需要看到的进展而言，仍有很长的路要走，”Bostic 周二在与记者的通话中表示，“我还没有断言在通胀问题上取得了胜利。”Bostic 周二还发布了关于经济的最新文章。他在文中重申自己的立场，即在他进一步了解关税和其他政策将如何落实并影响整个经济之前，他认为没有必要调整利率。“我仍然认为，货币政策的最佳策略是保持耐心，”Bostic 在周二发表的文章中表示，“由于经济总体保持稳健，我们有足够的空间观望加剧的不确定性将如何影响就业和物价。因此，我并不急于调整我们的政策立场。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833928425600309550&wfr=spider&for=pc>

美联储理事 Kugler：当前主要关注通胀 而非经济增长的潜在放缓

美联储理事 Adriana Kugler 表示，她现在主要关注的是通胀，而不是经济增长的潜在放缓，原因是特朗普的关税政策可能对价格造成上行压力。她表示，她目前更加关注通胀，因为关税对价格的影响将是“一阶效应”。美联储理事 Kugler 她周四表示，“将来，随着价格上涨，消费者和企业会做出反应，需求会下降，这时你可能会看到经济活动和就业方面更显著地放缓。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834134219911713759&wfr=spider&for=pc>

美联储官员 Schmid：评估关税影响时需要保持灵活性

堪萨斯城联邦储备银行行长 Jeff Schmid 表示，他和他的同事在评估关税将如何影响经济时需要保持灵活性。Schmid 为周四在堪萨斯城一场活动事先准备好的讲稿中表示：“虽然关税可能会推高价格，但幅度尚不确定，而且可能在一段时间内不会完全显现出来。同样，对经济增长和就业的拖累程度也尚不明确。”他指出，尽管数据显示经济依然强劲，而且接近美联储最大就业和物价稳定的双重目标，但前景“非常不明朗”。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834135382559111525&wfr=spider&for=pc>

经济学家：美联储可能在 12 月大幅降息

荷兰国际集团经济学家奈特利说，美联储可能要等到 12 月才会降息，但会选择大幅降息 50 个基点。该经济学家表示，由于关税的通胀影响，美联储不会立即降息。然而，关税对价格的影响将是一次性的。这将使央行能够在晚些时候通过降息来提振放缓的经济。美国货币市场目前定价 9 月份降息的可能性很大。然而，奈特利表示，美联储也可能会等待更长时间，而不是选择在 12 月进行大规模的降息。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-03/doc-ineyvkuw5183563.shtml>

高盛首席亚太经济学家：美元料将进一步贬值，外国投资者构成净利空

高盛集团首席亚太经济学家 Andrew Tilton 谈到美元前景，预计“美元将进一步贬值”，因为按照高盛的汇率模型，美元相比长期公允价值仍被高估大约 15%。“我们也看到有迹象显示，外国投资者可能至少在一定程度上略微减少对美国的投资配置，这也净利空美元，” Tilton 补充道。他还指出，美国的决策者似乎也希望美元贬值。Tilton 谈到，亚洲国家面临本币升值、央行减少市场干预的一定压力，这有可能是美国与亚洲国家商讨贸易问题时的一个要点。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833924146779408057&wfr=spider&for=pc>

美联储 6 月维持利率不变的概率为 97.5%

据 CME “美联储观察”：美联储 6 月维持利率不变的概率为 97.5%，降息 25 个基点的概率为 2.5%。美联储 7 月维持利率不变的概率为 67.3%，累计降息 25 个基点的概率为 32.0%，累计降息 50 个基点的概率为 0.8%。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/06/05063250866887.shtml>

前美国财长萨默斯：特朗普计划将带来债务激增 削弱美国实力

前美国财长劳伦斯·萨默斯表示，总统唐纳德·特朗普标志性的税收和支出计划将加重美国的债务负担，最终将削弱美国作为全球头号强国的地位。“这让我们变得脆弱，”萨默斯表示，美国作为世界上最大的债务国，以美元计，其债务累积速度快于历史上所有其他国家，这正在危及它的地位。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834136389423815679&wfr=spider&for=pc>

从本周数据来看，美国贸易政策对美国经济影响的不确定性仍在，美国 5 月服务业景气度有所放缓，这与我们前期判断一致，关税政策影响或率先在服务业

体现，或主要是因主要贸易伙伴反制，如电影、旅游等，同时预期通胀走高，居民预算约束趋严。美国关税政策对通胀影响或存在一定时滞，关税对通胀影响或逐步显现，根据调查数据，美国三分之四的制造企业和服务企业已部分转嫁关税成本，可适度关注 6 月和 7 月美国通胀数据变化。整体来看，我们理解，美国经济滞胀特征或逐步兑现。鉴于美国通胀预期走高，美联储 6 月大概率维持货币政策不变，考虑关税对通胀的影响或是一次性的，若美国经济滞胀特点加速显现，不排除 9 月美联储降息可能。

英国财政大臣同意为伦敦以外城市交通项目投资 210 亿美元

英国财政大臣里夫斯(Rachel Reeves)周三承诺为伦敦以外城市的交通项目投资 156 亿英镑（约合 211 亿美元）。这些城市长期以来一直投资不足。里夫斯在英格兰西北部罗奇代尔的讲话中宣布了她 6 月 11 日支出审查报告(Spending Review) 中的首批投资项目。该报告将确定政府部门直至 2029 年的预算。英国国家统计局数据显示，该国 2024/25 财年预算赤字占国内生产总值的 5.3%，高于上一财年的 4.8%。2024/25 年度预算赤字比英国预算责任办公室预估高出 150 亿英镑(约 1454 亿元人民币)。

<https://finance.sina.com.cn/stock/bxjj/2025-06-05/doc-ineyyrfp8591802.shtml>

英国央行行长贝利：若通胀有跌破目标的风险 央行可能加快降息

英国央行行长安德鲁·贝利表示，如果官员们发现面临通胀率跌破 2% 目标的威胁，就需要放弃谨慎的降息方式，采取更积极的行动。贝利周二称，他目前认为英国央行没有理由放弃逐步降息的政策，但他也暗示，未来对不确定性的应对措施可能会发生变化。贝利对议会财政委员会表示，“如果你认为锚，也就是通胀目标的完整性受到威胁，”那么保持谨慎是“不合理的”，“显然，在这种情况下，我认为答案是应该采取更积极的行动。”

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-03/doc-ineyvenv3139450.shtml>

德国政府批准旨在刺激经济增长的税收方案

德国政府表示，德国内阁周三批准了首个 2025 至 2029 年规模达 460 亿欧元的税收减免计划，以支持企业并重振低迷的经济。该计划旨在通过为企业提供更

有利的折旧选择等措施促进投资，包括在三年内每年 30% 的“超级折旧”，以减轻企业的税收负担。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-04/doc-ineyxcee2541126.shtml>

受关税不确定性影响 德国 4 月工程订单下降 6%

德国机械设备制造业联合会周三表示，德国工厂和设备制造商 4 月份订单下降了 6%，并将订单下滑归咎于美国总统特朗普的关税政策及其导致的市场不确定性。VDMA 在一份声明中表示，4 月份国内订单下降 4%，国外订单下降 7%，其中非欧元区国家的订单下降尤其严重，达 13%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833987281299725227&wfr=spider&for=pc>

德国 5 月服务业 PMI 终值 47.1，预期 47.2，前值 47.2。德国 5 月综合 PMI 终值 48.5，预期 48.6，前值 48.6。

<https://finance.eastmoney.com/a/202506043421763017.html>

法国 5 月服务业 PMI 终值 48.9，预期 47.4，前值 47.4。法国 5 月综合 PMI 终值 49.3，预期 48，前值 48。

<https://finance.eastmoney.com/a/202506043421775448.html>

西班牙 4 月季调后工业产出年率 0.6%，前值由 1.00%修正为 0.9%。西班牙 4 月末季调工业产出年率 -5.7%，前值 8.50%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833980894713401271&wfr=spider&for=pc>

欧洲天然气价格预示冬季供应风险加剧

未来这个冬季的欧洲天然气价格正在变得更加昂贵，这表明对今年较冷月份供应紧张和存储风险的担忧正在增强。尽管目前储气工作在持续推进，交付期为 11 月至次年 3 月的基准期货价格在过去一个月内上涨约 7%，这表明交易员仍然预计欧洲可能会经历一个严冬。尽管严格的储气目标已有所放松，但储气规则的不确定性仍未消除。与此同时，海运燃料的竞争加剧以及可能出现的异常寒冷天气，继续对欧洲构成风险。上个供暖季，燃料库存出现了异常强劲的消耗，而补充库存的过程也并不容易。“冬季天然气供应将比当前市场定价显示的更为紧张，”法国巴黎银行能源策略主管 Aldo Spanjer 在本周的报告中表示。“除非看到俄罗斯天然气供应大幅恢复 —— 我们认为这种可能性不大 —— 或者出现不利于

市场的天气事件和/或全球经济衰退，否则我们认为今年夏季与冬季天然气价格之间存在权衡。”

<https://finance.sina.com.cn/world/2025-06-05/doc-ineyxtzx9026413.shtml?from=bdmp>

欧盟称与美国的贸易谈判仍取得进展

欧盟委员会副主席谢夫乔维奇在与美国贸易代表格里尔会晤后表示，欧盟和美国在贸易谈判中正朝着“正确的方向”前进。“我们的目标是保持这种势头，”谢夫乔维奇说，“我相信我们能够取得积极成果。”他补充道，“但我们也准备好捍卫我们的利益，尽最大努力重新平衡我们的贸易关系。”当被问及特朗普最近提高钢铝关税时，谢夫乔维奇表示，这对谈判没有帮助，并敦促美国和欧盟共同努力解决产能过剩问题。据欧盟委员会估计，特朗普征收的关税目前涵盖了 3800 亿欧元（合 4330 亿美元），约占欧盟对美国出口的 70%。

<https://finance.sina.cn/2025-06-04/detail-ineyximy4289378.d.html>

欧洲央行正式批准保加利亚加入欧元区

当地时间 4 日，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。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833997694629869579&wfr=spider&for=pc>

欧盟委员会：目前有 9 个国家处于过度赤字状态，将奥地利列入过度赤字制度。

三分之一的欧盟成员国——大约占该联盟一半人口——目前已违反其财政规则，奥地利是最新加入这一行列的国家。布鲁塞尔官员周三公布了欧盟委员会点名的九个国家名单，这是自欧元区债务危机以来被警告国家数量最多的一次。这些国家的共同问题是其预算赤字超过了国内生产总值的 3%。被点名的国家将面临布鲁塞尔方面对其公共财政的更严格审查。依据所谓的“过度赤字程序”，如果不能达成与欧盟委员会商定的财政目标，这些国家最终可能面临罚款。名单扩大凸显了该地区面临的整体财政挑战，目前各国正承担昂贵的重新军备成本以应对俄罗斯的威胁，此外，经济增长乏力和人口老龄化已经给预算造成压力。比利时、法国、匈牙利、意大利、马耳他、波兰、斯洛伐克和罗马尼亚是另外八个因财政违规而受到布鲁塞尔谴责的国家。

<https://finance.sina.cn/2025-06-04/detail-ineyxptw4178526.d.html>

欧元区 5 月服务业 PMI 终值 49.7，预期 48.9，前值 48.9。欧元区 5 月综合 PMI 终值 50.2，预期 49.5，前值 49.5。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833984830274675530&wfr=spider&for=pc>

欧元区 5 月 CPI 同比增长 1.9%，预期 2%，前值 2.20%；环比增长 0%，预期 0%，前值 0.60%。

<https://www.cls.cn/detail/2047538>

欧元区 4 月 PPI 月率-2.2%，预期-1.8%，前值由-1.60%修正为-1.7%。欧元区 4 月 PPI 年率 0.7%，预期 1.2%，前值 1.90%。

https://t.10jqka.com.cn/pid_457480558.shtml

欧元区 5 月通胀降幅超预期 欧洲央行本周降息似成定局

周三发布的一份报告显示，欧元区 5 月份消费者价格调和指数(HICP)同比降幅降至 1.9%，低于欧洲央行设定的 2%的目标。该指数是衡量欧元区成员国通胀状况的一项关键指标。这是自 2024 年 9 月以来的最低水平，并且似乎为政策利率连续第八次下调 25 个基点至 2%铺平了道路。欧洲央行管理委员会定于周四召开议息会议。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/06/05114750871474.shtml>

欧盟 2026 年预算拟定 1932.6 亿欧元，将用于援乌等事务

当地时间 6 月 4 日，欧盟委员会提出的提案将 2026 年欧盟预算设定为 1932.6 亿欧元，并预计在“下一代欧盟”(NextGenerationEU)框架下拨款 1053.2 亿欧元。2026 年预算草案将继续为欧盟的政治优先事项提供关键资金。其中包括通过“乌克兰基金”向乌克兰提供稳定且可预测的资金，以及加强对安全和防务、庇护和移民的资金支持。此外，资金还将用于提升成员国竞争力、国防、经济适用房、水资源恢复力和能源转型等领域。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834007391345871942&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行一如预期再次降息 以帮助经济应对关税压力

欧洲央行一年来第八次下调利率，此前通胀率降至 2%以下，且经济反复受到美国关税的冲击。存款利率下调 25 个基点至 2%，与接受调查的所有分析师预测一致。“当前通胀率处于管理委员会设定的 2%中期目标附近，”欧洲央行在声明中表示。“尽管围绕贸易政策的不确定性预计将对企业投资和出口构成压力，尤

其是在短期内，但政府在国防和基础设施领域的投资增长将在中期内越来越多地支持经济增长。”

<https://finance.sina.com.cn/world/2025-06-05/doc-ineyzssw3285474.shtml>

欧洲央行决议基调鸽派 未给出降息周期结束的信号

欧洲央行决议释放了相当鸽派的信号，支撑德国国债，但进一步上行空间料有限。欧洲央行基本将今年的 HICP 通胀预期从 2.3% 下调至 2%，明年下调幅度相同，调降至 1.6%。央行还维持此前表态，称将继续采取“依赖数据、且逐次会议做出决策”的办法，以确定恰当的货币政策立场。本质上来讲，央行未暗示将暂停宽松政策，也未向市场参与者给出降息周期结束的信号。德国两年期国债收益率当日下跌 2 个基点，但如前所述，市场已充分消化了这一结果。

<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2025-06-05/doc-ineyzstc6275292.shtml>

欧洲央行拉加德：随着今天降息 正接近一个政策周期的尾声

欧洲央行行长拉加德表示，她认为“我们正在接近一个货币政策周期的尾声，这一周期是为了应对多重冲击而展开的。她还表示：“我们现在处于一个不同的时期，有着不同的参与者、不同的伙伴、不同的政策，我们将继续进行分析、评估和衡量，确保实现我们 2% 的中期通胀目标”。拉加德还表示，她不会排除进一步上调经济增长预期。

<https://finance.sina.com.cn/world/2025-06-05/doc-ineyzwyu3190188.shtml>

欧洲央行管委穆勒：同意拉加德的看法，宽松周期几乎结束。我们可以对目前的通胀水平感到满意。下次加息取决于经济发展。很难判断下一次利率调整的方向是什么。面临高于平均水平的不确定性。现在的利率水平支持投资和贷款增长。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834155230837356239&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行官员据悉预测 7 月会议将暂停降息脚步

据知情人士透露，欧洲央行官员预计 7 月会议将暂停降息行动。消息人士称，鉴于特朗普关税政策带来的不确定性，在经历八次降息后，目前认为接下来最可能暂停降息。部分官员认为降息周期或许已经结束，而另一些人则支持再降息一次，时间可能在 9 月份。知情人士强调，政策制定者的想法仍可能发生变化，尤其是在 7 月 9 日美欧贸易谈判截止日期临近之际。下一次利率会议定于 7 月 23

日至 24 日召开。交易员们减少了对进一步降息的押注，认为今年年内再降息 25 基点已不再是板上钉钉。

<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2025-06-05/doc-ineyzwyu3225629.shtml>

机构：欧洲央行夏季暂停降息的可能性非常大

富兰克林邓普顿欧洲固定收益部门负责人 David Zahn 表示，欧洲央行将利率下调 25 个基点至 2%，原因是通胀率降至 1.9%，为一年多来首次低于目标水平。尽管政策立场仍保持谨慎，但物价上涨压力放缓和经济增长疲软支持了这一举措。随着欧洲央行评估贸易风险和国内经济的韧性，该行夏季暂停降息的可能性非常大。从长期来看，财政政策的调整 and 外部阻力将促使政策展望转向更为中性的立场。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-05/doc-ineyzssz8184710.shtml>

经济学家：GDP 增长和通胀预测下调，欧洲央行 7 月或继续降息

Saltmarsh 经济公司经济学家 Marchel Alexandrovich 表示，欧洲央行再次降息 25 个基点，并将利率推至 1.5% 至 2.5% 中性区间的中点。此外，最新的季度经济预测显示，2025 年和 2026 年的 GDP 增长前景将略有放缓，总体通胀水平将下降。根据这些预测，管委会应该能够在 7 月 24 日的下一次会议上再次降息。当然，该行反应将部分取决于特朗普的 90 天关税暂停期在 7 月初结束后会发生什么。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-05/doc-ineyzssw3281620.shtml>

从本周数据来看，欧元区经济弱复苏面临考验，欧元区通胀放缓，PPI 同比增速跌幅进一步扩大，服务业景气度不及预期和前值，背后或是美国关税冲击影响有所显现。欧元区 9 个成员国处于过度赤字状态，以来财政发力提振欧元区经济，或有待进一步观察。面对外部不确定性，本月欧洲央行继续降息，未来降息预期有所下降。

日本罗森与全家部分门店上架储备米，将陆续覆盖全国

6 月 5 日消息，日本便利店罗森和全家开始在东京和大阪部分门店销售其采购的政府储备米。罗森表示，随后自 6 月 14 日起，将在除冲绳县以外的约 1.38

万家门店上架 1 至 2 公斤规格的政府储备米。全家也陆续将销售范围拓展至全国。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834061142764363693&wfr=spider&for=pc>

日本 4 月基本薪资加速增长 或支持日本央行年内再次加息

日本基本薪资加速增长，这对正在寻求加息机会的日本央行而言是一个积极信号。根据日本厚生劳动省周四发布的数据，4 月基本薪资同比增长 2.2%，高于前一个月修正后的 1.4% 增幅。名义薪资增长 2.3%，低于经济学家预期的 2.6%。一项更稳定、能避开抽样误差并排除奖金与加班费的薪资指标显示，全职员工薪资同比上升 2.5%，连续第 20 个月维持在 2% 或以上。但不利的一面是，实际现金收入同比下降 1.8%，降幅大于市场预期的 1.6%。名义薪资的增长是日本央行长期以来追求的“良性经济循环”的关键组成部分。在考量未来政策路径的过程中，决策者正在寻找薪资上升推动由需求带动的物价上涨的更多证据。若整体条件允许，周四的薪资数据可能支持日本央行年内再次加息。名义薪资的增长是日本央行长期以来追求的“良性经济循环”的关键组成部分。在考量未来政策路径的过程中，决策者正在寻找薪资上升推动由需求带动的物价上涨的更多证据。若整体条件允许，周四的薪资数据可能支持日本央行年内再次加息。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834048308268718562&wfr=spider&for=pc>

日本 4 月经通胀调整后的实际工资同比下降 1.8%。由于通货膨胀的影响，日本 4 月实际工资连续第四个月大幅下滑。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/06/05073550867039.shtml>

日本 5 月服务业 PMI 终值 51，初值 50.8。日本 5 月综合 PMI 终值 50.2，初值 49.8。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/06/04083150842651.shtml>

日本央行将考虑明年放慢缩减购债规模的步伐

四位熟悉日本央行想法的消息人士称，日本央行正考虑从下一财年开始放慢缩减购债规模的步伐，此举将暗示其重点是避免债券市场出现大规模动荡。上月，日本超长期国债收益率飙升至创纪录高位，反映出投资者对日本不断恶化的公共财政状况的担忧。消息人士称，日本央行内部尚未达成共识，一些人认为央行应专注于减少在债券市场的干预，因此倾向于维持目前的步伐。日本央行将在 6 月

16日至17日的下次政策会议上做出最终决定，届时将对当前持续至3月的缩债计划进行评估，并提出2026年4月以后的后续计划。

<https://finance.sina.cn/2025-06-04/detail-ineyxinc9222631.d.html>

美国财政部：日本央行应继续收紧政策

美国财政部当地时间周四表示，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。美国财政部在提交给国会的汇率报告中称，“日本央行应继续收紧政策，以应对包括经济增长和通胀在内的国内经济基本面，支持日元兑美元走弱的正常化，以及双边贸易亟需的结构性再平衡。”“财政部还强调，政府投资工具，如大型公共养老基金，应出于风险调整后的回报和多元化目的投资海外，而不是出于竞争目的而瞄准汇率，”该报告在谈到日本时表示。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834146297050084642&wfr=spider&for=pc>

从本周数据来看，日本经济维持温和复苏态势，但增速或有所放缓。一方面，美国关税政策影响仍在，美日谈判并未形成预期共识，谈判存在较大不确定性；另一方面，日本通胀高企，或制约日本内需。6月和7月日本央行或维持货币政策不变，9月或是日本央行加息的重要时间点。

加拿大央行：预计第二季度加拿大经济将明显弱于第一季度 正谨慎行事

加拿大央行：预计第二季度加拿大经济将明显弱于第一季度，出口和库存的增长势头将出现逆转。4月份除税后年度通胀率为2.3%，略高于预期。将密切关注美国关税削减对出口需求的影响、成本上涨传导至消费者价格的速度以及通胀预期的变化。正谨慎行事，特别关注加拿大经济面临的风险和不确定性。将支持经济增长，同时确保通胀保持在可控范围内。将继续评估通胀压力的下行和上行时机及其强度。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832848997865600162&wfr=spider&for=pc>

加拿大央行行长麦克勒姆：市场对维持利率不变已达成“明确共识”。将密切关注通胀预期。近期通胀数据表现出一定的坚挺。国内支出可能将持续低迷。消费者支出放缓但仍在增长。经济表现较为疲软，但并未出现明显的急剧下滑。货币政策委员会将谨慎行事，重点关注风险。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-06-04/doc-ineyxptz9127326.shtml>

俄副外长：俄方要求美英就乌袭击俄军用机场作出明确回应

综合俄罗斯《生意人报》、塔斯社等媒体 4 日报道，俄罗斯副外长里亚布科夫在一场记者会上称，俄方要求美国和英国就乌克兰袭击俄军用机场作出明确回应，以防止局势进一步升级。《生意人报》说，里亚布科夫认为，西方国家没有对此作出明确回应，可能表明它们参与了袭击的准备工作。他补充称，至于俄方如何就乌方袭击行动作出回应，将由俄国防部决定。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834006312681501080&wfr=spider&for=pc>

调查显示，多家银行将 2025 年油价预期下调至 60 美元以下

根据律师事务所 Haynes Boone LLP 的一项调查，由于欧佩克+的产量增加和原油需求增长持平，银行正在将今年的平均油价预期下调至 60 美元/桶以下。对 28 家银行的调查显示，WTI 原油今年的平均价格预计为 58.30 美元。这一预测比银行在去年 12 月的预期低 5.8%。WTI 原油周二收于 63.41 美元。“看到油价预期跌破 60 美元，我们并不感到意外，” Haynes Boone 合伙人 Kim Mai 在接受采访时说。“价格预期总是比市场价格低一点，因为银行的预测比较保守。”

<https://finance.sina.cn/2025-06-04/detail-ineyxptv0059466.d.html>

美特使：乌克兰的战争风险大幅上升

据路透社 6 月 4 日报道，美国总统特朗普的乌克兰问题特使称，在乌克兰军队使用无人机袭击了深入俄罗斯境内几个空军基地，并破坏了可携带核弹头的轰炸机后，乌克兰的战争风险正在“大幅上升”。乌克兰称，它上周末袭击了西伯利亚和俄罗斯远北地区的机场，打击了距离冲突前线最远 4300 公里的目标。报道称，特朗普的特使基思·凯洛格在接受福克斯新闻频道采访时说：“我告诉你，风险等级正在大幅上升——我说的是这个周末发生的事情。”凯洛格说：“在国家安全领域，人们必须明白：当你攻击对手国家生存体系的组成部分、即他们的三位一体、核三位一体时，这意味着你的风险等级会上升，因为你不知道对方会做什么。你不确定。”

https://mil.sohu.com/a/901464406_114911

稳定币第一股 Circle 上市在即

全球第二大稳定币 USDC（美元币）的发行商 Circle Internet Group, Inc.（下称“Circle”）将在纽约证券交易所上市，市场推测的时间点指向 6 月 5 日

或6日。相较于全球最大稳定币USDT（泰达币）发行商Tether，Circle的最大优势就是合规透明。随着美国GENIUS法案落地，未来合规稳定币的体量会越来越大，Circle需要把握先发优势。当前，USDC流通量超过610亿美元，USDT约1500亿美元，但去年USDC体量增长了40%，远超USDT的10%。目前Circle的盈利模式颇为简单，即“吃利息”。代币化服务机构Hashkey Tokenisation联席合伙人李炼炫表示，USDC当前有很强的竞争力，不仅比USDT合规，背靠全球最大储备货币美元，而且Circle出入金免除赎回费（用户往往先把USDT换成USDC，再换法币）。即使未来合规稳定币越来越多，USDC也将维持其优势，尤其是网络效应的优势。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834003607122471383&wfr=spider&for=pc>

哈梅内伊称美国无权干涉伊朗铀浓缩

伊朗最高领袖哈梅内伊今天（4日）表示，通过不懈努力，伊朗最终实现了完整的核燃料循环。核工业不仅仅是能源开发，更是伊朗的基础工业，确保伊朗不会受制于人。哈梅内伊还表示，铀浓缩是解决核问题的关键，美国说伊朗不应该拥有核工业完全是胡言乱语。美国无权干涉伊朗是否应该进行铀浓缩，伊朗不需要寻求美国的同意。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833987427954808767&wfr=spider&for=pc>

韩国央行警告：韩国经济有重蹈日本覆辙的风险。

韩国央行周四警告称，韩国经济与日本过去的停滞越来越相似，需要大胆的结构性和创新，以防止长期的低增长。韩国央行在最新的研究报告中表示，韩国“在许多领域都在追随日本脚步”，并指出私营部门不断增加的债务是主要担忧之一。韩国央行表示：“为了搞活经济，必须从日本的历史经验中吸取教训，进行结构革新和创造性破坏，彻底改变与发展水平相比已经过时的陈旧经济框架。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834061520439713857&wfr=spider&for=pc>

韩国一季度GDP同比初值0%，预期-0.1%，前值-0.1%。韩国一季度GDP环比初值-0.2%，预期-0.2%，前值-0.2%。

https://news.sohu.com/a/888251113_130887

特朗普：与普京电话长谈 俄方强调将回应乌方袭击

美国总统特朗普在社交媒体最新发文：“我刚刚通过电话与俄罗斯总统普京完成了通话。通话时长约 1 小时 15 分钟。我们讨论了乌克兰对俄罗斯停靠在机场的飞机发动的袭击，以及双方近期发生的各类其他袭击事件。这是一次良好的对话，但并非能立即促成和平的对话。普京总统非常坚决地表示，他必须对最近发生的机场袭击事件作出回应。我们还讨论了伊朗问题，事实上，伊朗在核武器相关决策上的时间已所剩无几，必须尽快作出决定！我向普京总统表明，伊朗不能拥有核武器，在这一点上，我相信我们达成了共识。普京总统表示，他将参与与伊朗的讨论，并可能有助于推动该问题迅速达成结论。在我看来，伊朗在这一极其重要的问题上一一直拖延决策，我们需要在极短时间内得到明确答复。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834027010212279349&wfr=spider&for=pc>

俄罗斯经济部：俄罗斯 4 月份国内生产总值同比增长 1.9%，俄罗斯 1 月至 4 月国内生产总值同比增长 1.5%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834016256565669938&wfr=spider&for=pc>

沙特希望欧佩克+进一步“超大幅度”增产

据知情人士透露，沙特希望欧佩克+在未来几个月继续加速石油增产，因为沙特更加重视夺回失去的市场份额。知情人士称，沙特欧佩克+中占据越来越大的主导地位，希望该组织在 8 月和可能的 9 月至少增加 41.1 万桶/日的产量。一位知情人士表示，沙特渴望尽快解除减产，以利用北半球夏季的需求高峰。欧佩克+已经同意在 5 月、6 月和 7 月将日产量提高 41.1 万桶，尽管他们最近的会议在这一战略上出现了一些分歧。俄罗斯领导的一派希望暂停增产，但最终沙特的观点占了上风。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834012446980183291&wfr=spider&for=pc>

经合组织下调全球经济增长预期

经济合作与发展组织（经合组织）今天（6 月 3 日）发布最新一期经济展望报告指出，由于贸易壁垒以及经济和贸易政策的不确定性显著增加，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。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833952300311705511&wfr=spider&for=pc>

3.2 国内宏观热点

习近平同美国总统特朗普通电话

6月5日晚，国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。习近平指出，校正中美关系这艘大船的航向，需要我们把好舵、定好向，尤其是排除各种干扰甚至破坏，这尤为重要。根据美方提议，两国经贸牵头人在日内瓦举行会谈，迈出了通过对话协商解决经贸问题的重要一步，受到两国各界和国际社会普遍欢迎，也证明对话和合作是唯一正确的选择。双方要用好已经建立的经贸磋商机制，秉持平等态度，尊重各自关切，争取双赢结果。对此，中方是有诚意的，同时也是有原则的。中国人一向言必行、行必果，既然达成了共识，双方都应遵守。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。习近平强调，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。特朗普表示十分尊重习近平主席，中美关系十分重要。美方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。习近平欢迎特朗普再次访华，特朗普表示诚挚感谢。两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834100465940831581>

人力资源社会保障部：根据形势变化及时推出增量储备政策

人力资源社会保障部就业促进司副司长陈勇嘉在“中国经济圆桌会”大型全媒体访谈节目中表示，人力资源社会保障部将不断完善稳就业的政策工具箱，根据形势变化及时推出增量储备政策，为全力巩固经济发展和社会稳定的基本面提供有力支撑。陈勇嘉介绍，今年以来，人力资源社会保障部出台了一系列稳就业的政策举措，**通过提高稳岗扩岗贷款额度、拓宽扩岗补助政策支持范围、延续实施稳岗返还和技能提升补贴政策等，充分释放政策红利。**一季度，共发放稳岗资金35.2亿元，支出就业补助资金238亿元，发放稳岗扩岗专项贷款1563亿元。加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容，加大对重点群体就业创业的支持力度，千方百计增加岗位供给；开展“技能照亮前程”培训行动，推出养老服务、家政、长期照护等专项培训计划，不断提高劳动者的技能水

平；印发新一轮青年就业 17 条政策举措，针对农民工特别是脱贫人口明确“两稳定、一防止”目标任务，全力保障重点群体就业……“经过各方的共同努力，今年就业开局温和、总体平稳。1 至 4 月份城镇新增就业稳步增长，快于时序进度；城镇调查失业率均值 5.2%，低于调控目标。”陈勇嘉说。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834066112428161922&wfr=spider&for=pc>

国家发展改革委：不断完善稳就业稳经济的政策工具箱

国家发展改革委综合司副司长丁琳在“中国经济圆桌会”大型全媒体访谈节目中表示，国家发展改革委将不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，加强各种工具的系统集成、协同配合，根据需要及时推动出台实施。目前，各方面正在按照党中央、国务院决策部署，加快推动稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措落实落细，大部分政策举措将按计划在 6 月底前落地。丁琳表示，国家发展改革委将进一步加强政策协同，打好“组合拳”。扩大国内需求是若干举措发力的重点之一。丁琳表示，将用好服务消费与养老再贷款支持相关领域发展；加快消费品以旧换新资金下达，推动简化补贴申领流程；扩大“一老一小”、家政等领域多元化服务供给；持续推进城市更新，加快完善消费基础设施，积极向民间资本推介优质项目，提振民间投资积极性。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834059412224763754&wfr=spider&for=pc>

深圳离境退税业务再创新高

深圳海关昨日透露，端午节小长假期间，离境退税 394 票，退税货值 943.8 万元，同比增长 5.2 倍。其中，国产品退税 150 票，占比 38.1%，同比增长 9.7 倍，国货出口增势强劲。6 月 1 日，离境退税票数 178 票，创单日新高。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834052840999172834&wfr=spider&for=pc>

浙江发行首批存量房专项债 未来或迎规模扩容

近日，浙江省成功发行了首批存量房专项债，引起市场关注。根据浙江省财政厅发布的《2025 年浙江省政府专项债券（十三至二十期）信息披露文件》（下称《文件》），此次专项债券的发行规模为 552.67 亿元，其中 16.53 亿元专项用于收购存量商品房。业内人士称，此次专项债中用于收购存量商品房的部分仅占总规模的 3%，但这一举措具有显著的创新性和重要的政策导向作用。随着相关项目运作模式的不断完善，未来可能会进一步提高专项债券在该领域的配置比例。

展望未来，市场机构认为，二季度可能会成为地方债集中发行的高峰期，需警惕在“自审自发”等政策推动下，地方债发行速度加快可能带来的超预期影响。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833912793420032690&wfr=spider&for=pc>

2025 年端午节假期国内出游 1.19 亿人次 同比增长 5.7%

经文化和旅游部数据中心测算，端午节假期 3 天，全国国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%；国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833901559228641807&wfr=spider&for=pc>

大连市：27 项具体举措提振消费

为更好发挥消费对经济发展的基础性作用，日前，大连市人民政府办公厅关于印发《大连市大力提振消费若干措施》的通知。《若干措施》共分主要目标、促进居民增收减负、提质惠民服务消费、提升消费品质、更新升级大宗消费、优化消费环境和保障措施 7 个方面，共 27 条具体举措。主要目标是，2025 年，全市实现社会消费品零售总额增长高于全国平均增速，开展 1200 场以上各类特色化提振消费活动，举办各级各类体育赛事 500 余场以上，举办重大会展活动超 400 场次，全年举办音乐会、演唱会等 20 场次以上，提升 1 至 2 个核心商圈、10 个夜间消费集聚区，评定 20 个以上“大连优品”，全年接待游客和旅游收入增长 10% 以上，消费品以旧换新带动汽车、家电、家装等领域销售增量超过 40 亿元。

https://www.dl.gov.cn/art/2025/6/5/art_7548_2443455.html

北京公积金新政：抵押房屋可正常评估

北京住房公积金管理中心发布《关于进一步完善提高住房公积金个人住房贷款服务质效工作的通知》，明确取消抵押物评估对房屋抵押状态限制的规定，推动贷款购房“一件事”办理，并新增“电话贷款，服务直达”模式。《通知》称，取消抵押物评估对房屋抵押状态限制的规定。进一步构建高效、便捷的二手房贷款购房流程，房屋存在抵押的，可正常开展评估工作并出具《北京住房公积金管理中心住房公积金个人住房贷款评估核查确认书》。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1834147524131660830&wfr=spider&for=pc>

商务部：中方愿不断扩大南亚国家朋友圈

就接下来在扩大中国与南亚国家经贸合作方面有哪些考虑，商务部副部长鄯东在国新办新闻发布会上表示，要发挥企业主体作用。在中国—南亚国家经贸合

作蓬勃发展中，工商界是重要的参与者、推动者、实践者。中方愿加强与南亚各国重要商协会、贸易投资促进机构的广泛联系，开展贸易投资促进活动，不断扩大南亚国家朋友圈，为企业家朋友搭建交流信息、创新合作的平台，继续鼓励和支持中国企业赴南亚国家考察对接，挖掘双方经贸合作潜力，共同将合作愿景转换为具体行动。要共同坚持多边主义。要践行真正的多边主义，共同反对单边主义、保护主义，维护以世贸组织为核心的多边贸易体制。共同倡导平等有序的世界多极化和普惠包容的经济全球化，为世界发展注入更多的稳定性和确定性。

<https://finance.eastmoney.com/a/202506063423919518.html>

4 本周宏观环境分析：美关税政策仍是主要矛盾，全球货币政策分化

在政策环境方面，全球货币政策分化，欧洲和我国货币政策保持适度宽松，美国和日本6月货币政策或维持不变。欧洲央行6月降息落地，6月美联储货币政策维持不变；日本央行短期收紧货币政策概率有所下降；我国货币政策坚持适度宽松总基调，央行择机恢复在公开市场买入国债。

在非政策环境方面，美国关税政策仍是当前影响宏观经济的核心矛盾，全球经济下行压力有所增大，美国经济滞胀风险渐增，欧元区经济弱复苏承压，日本经济维持温和复苏，我国经济基本面长期向好，短期或因外部冲击，存在小幅波动。（1）美国经济不确定性进一步上升，5月服务业景气度有所放缓，关税政策对通胀影响逐步显现，全年美国经济滞胀风险渐增。（2）欧洲经济不确定性有所上升，欧盟与美国经贸访谈并不顺利，同时美国提高进口钢铝关税至50%，欧元区弱复苏承压。（3）日本经济温和修复面临挑战，日本国内通胀高企，日本消费乏力，同时美国关税政策影响有所显现，日本出口表现不佳。（4）我国经济长期向好基本面不变，稳增长政策加速落地，政策效果持续显现。

图表15：本周宏观环境变化

		环境分项	环比上周	分析
非政策环境	外部	贸易摩擦	负面	特朗普贸易政策增大全球贸易不确定性。
		全球经济环境	中性	1. 美国经济不确定性进一步增大，滞胀特点显现，高企债务的可持续性承压。 2. 短期欧元区经济弱复苏面临挑战，关注欧盟积极财政政策落地情况，但9个成员国处于过度赤字状态，积极财政政策效果有待进一步观察。 3. 日本经济维持温和复苏，但通胀高企制约日本内需，出口动能放缓。 4. 海外通胀保持阶段性较高水平。
	内部	宏观数据韧性	中性	1. 消费延续持续修复态势，基建投资稳步回暖。
		人民币汇率	中性	1. 人民币汇率小幅升值。
政策环境	外部	全球货币环境	正面	1. 6月美联储或维持利率不变。 3. 欧洲央行6月降息落地，未来继续降息预期降温。 5. 日本央行6月或7月加息概率下降。
	内部	中国政策方向	正面	1. 央行择机恢复在公开市场买入国债。
		流动性	中性	1. DR007和6个月同业存单（股份制银行）到期收益率小幅下行。

资料来源：中邮证券研究所

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

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