

国内流动性延续宽松，欧洲央行如期降息

摘要

● 一周大事记

国内：央行发布买断式逆回购，AI赋能新型工业化。6月3日，经文化和旅游部数据中心测算，端午节全国国内出游1.19亿人次，同比增长5.7%，今年端午出行整体或受部分地区降雨天气影响，但新消费成为增长亮点；同日，中国5月财新制造业PMI录得48.3，较4月下降2.1个百分点，5日，5月财新服务业PMI录得51.1，较4月上升0.4个百分点，随着未来更多财政政策相继落地，国内内需有望提振，制造业景气度也有望逐步回升；同日，工信部党组书记、部长李乐成主持召开会议，系统部署人工智能与新型工业化融合发展路径，有望改变我国工业发展范式，为新型工业化带来新的活力；4日，中证报头版文章报道，业内人士认为，货币政策在“适度宽松”的方向上还有发力空间，6日，中国人民银行开展期限3个月的一万亿元买断式逆回购操作，保持流动性合理充裕；同日，香港财经事务及库务局局长许正宇表示，香港证监会正考虑为专业投资者引入虚拟资产衍生品交易，并会制订稳健的风险管理措施，有关措施将进一步丰富香港市场的产品选项。

海外：韩国新任总统李在明就职，美国5月ISM服务业萎缩。当地时间6月2日，美国ISM发布数据显示，5月ISM制造业PMI指数为48.5，不及预期和前值，ISM服务业PMI指数录得49.9，大幅不及预期，另外小非农ADP就业数据也爆冷，如果非农数据证实就业疲软趋势，美联储可能面临更大的政策调整压力；当地时间3日，欧元区5月调和CPI同比初值为1.9%，当地时间5日，欧洲央行如期降息25个基点，并下调2025和2026年的通胀率预测，市场提高对欧洲央行今年再度降息的预期；当地时间4日，李在明正式确定当选第21届韩国总统，着手提振韩国经济，李在明政府或将在半导体竞赛、劳工改革、对华政策三大战场面临持续考验；当地时间4日，沙特希望OPEC+在8月、甚至可能在9月，每天增加至少41.1万桶原油产量，短期内在OPEC+增产、全球需求趋弱下，国际油价或将延续震荡偏弱态势。

● **高频数据：**上游：本周布伦特原油现货均价周环比上升4.01%，铁矿石价格周环比下降0.55%，阴极铜价格周环比下降0.04%；中游：本周螺纹钢价格周环比下降0.83%，水泥价格周环比下降1.29%，动力煤价格周环比下降0.27%；下游：房地产销售周环比下降40.21%，5月第五周全国乘用车市场日均零售同比增长6%；物价：蔬菜价格周环比上升0.99%，猪肉价格周环比下降0.29%。

● **下周重点关注：**中国5月CPI、PPI同比、贸易数据、社融数据（待定）、日本一季度名义GDP季环比终值（周一）；欧元区6月Sentix投资者信心指数、美国5月NFIB小型企业信心指数（周二）；美国5月CPI同比、EIA公布月度短期能源展望报告、日本5月国内企业商品物价指数（周三）；美国5月PPI同比、日本二季度BSI大型制造业信心指数（周四）；欧元区、日本4月工业产出同比、美联储公布《美国季度金融账户报告》（周五）。

● **风险提示：**政策落地节奏不及预期，海外经济超预期波动。

西南证券研究院

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁

邮箱：panyj@swsc.com.cn

相关研究

1. 应时而变——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略（2025-06-05）
2. 关税博弈缓和下，制造业景气度回升——5月PMI数据点评略（2025-06-03）
3. 工企盈利改善，美关税政策“过山车”（2025-05-30）
4. “低利率时代”息差收窄，美国PMI超预期扩张（2025-05-25）
5. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解（2025-05-22）
6. 生产仍具韧性，地产和消费边际走弱——2025年4月经济数据点评（2025-05-20）
7. 关税博弈阶段性缓和，美国通胀仍在下行（2025-05-17）
8. 政府债支撑社融，信贷呈现“小月”走势——4月社融数据点评（2025-05-15）
9. “抢转口”支撑出口韧性——4月贸易数据点评（2025-05-12）
10. 政策“组合拳”再现，德国政局有波折（2025-05-09）

目 录

1 一周大事记.....	1
1.1 国内：央行发布买断式逆回购，AI 赋能新型工业化	1
1.2 海外：韩国新任总统李在明就职，美国 5 月 ISM 服务业萎缩.....	4
2 国内高频数据	6
3 下周重点关注	10

1 一周大事记

1.1 国内：央行发布买断式逆回购，AI 赋能新型工业化

(1) 端午出行数据或受降雨天气影响，新消费成为增长亮点

6月3日，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%。

点评：今年端午节假期期间，预计全社会跨区域人员流动量累计约6.54亿人次，日均2.18亿人次，同比增长2.5%，略低于节前预期。从交通方式来看，铁路日均客运量增长最快，较去年同期增长4.3%，公路和民航日均客运量也有小幅增长，分比同比增加2.4%和1.7%。端午小长假中亲子、宠物和演出等新消费成为新亮点。本次端午恰好与儿童节时间重叠，亲子出游比例提升，携程平台上，亲子家庭旅游订单占比达35%，端午期间国内亲子酒店搜索热度同比去年同期上升45%。多娃家庭、有娃家庭结伴出行也成为小长假出游新趋势，越来越多的酒店和景区开发“多孩友好”产品，满足精细化需求；携宠出行成为新趋势，携程酒店数据显示，端午期间宠物友好酒店热度同比去年增长超过20%，可携带宠物酒店占比近20%，且相较普通酒店，宠物友好酒店平均房价溢价近30%；演唱会带动城市旅游，端午节期间，上海演唱会票房收入同比增长156.27%，北京演唱会票房收入同比增长130%，携程数据显示，演唱会拉动晋城、德州、常州的酒店热度至酒店热度上升帮TOP3。或因亲子出行以及对情绪附加值的付费意愿增强，端午节期间的品质旅游需求提升，飞猪数据显示，人均消费增长8.8%，包含住宿、玩乐、餐饮等权益的国内酒店套餐同比大增约20%，定制游预订量同比增长超50%。此外，出入境游展现双向蓬勃升温态势，其中免签政策带来的入境人数增加值得关注。端午节期间日均196.9万人次出入境，较去年端午节同期增长2.7%，适用免签政策入境外国人同比增59.4%。观影需求方面，截至6月2日21时，2025年端午档票房4.59亿，较2024年端午档票房增长2成，电影市场热度回升，或为暑期档提供有力支撑。总的来看，今年端午出行整体或受部分地区降雨天气影响，但新消费成为增长亮点，旅游相关服务消费有望持续扩容，为经济增长提供支撑。

(2) 财新制造业5月PMI发出放缓信号，服务业景气度则边际提升

6月3日，标普全球公布的数据显示，中国5月财新制造业PMI 48.3，较4月前值(50.4)下降2.1个百分点，为2024年10月以来首次跌至临界点以下；5日公布数据显示，5月财新服务业PMI录得51.1，较4月上升0.4个百分点。

点评：5月财新中国制造业PMI 48.3，是近八个月来首次跌入收缩区间，且为2022年10月以来的指数最低值。从分项数据看，5月市场景气度转差，供给和需求均转为明显收缩。需求端，新订单指数跌至荣枯线以下，且为2022年10月以来最低；生产端，生产指数亦结束了此前持续一年半的扩张，降至2022年12月以来最低。美国关税冲击导致的外需低迷或是供求收缩的重要原因，5月“抢出口”趋势或弱于特朗普1.0关税战的关税政策落地前的窗口期，新出口订单指数续刷新2023年8月以来最低点，其中投资品供需下降幅度较其他品类更加明显，进一步表明出口企业或因担心外需萎缩而削减设备更新和产能扩张。5月美国关税出现多次反转，企业家对未来发展的乐观情绪有所升温，生产经营预期指数继续位于扩张区间，并从4月该指数历史第三低值反弹近3个百分点。短期内中美关税边际缓和或对我国进出口形势改善形成支撑，但鉴于关税政策仍存在较高不确定性，后续仍可能对我国进出口贸易产生扰动。此外，官方PMI生产指数止跌回升，而财新PMI生产指数下降，或表

明在关税战期间大型企业风险偏好更高，当中美贸易摩擦阶段性缓和时更倾向于参与“抢出口”。官方 PMI 数据也印证了这一情况，5 月大型企业 PMI 回升至扩张区间，而中小型企业 PMI 已分别连续 5 个月和 13 个月处于收缩状态。另外，5 月财新服务业 PMI 数据与官方服务业 PMI 数据趋势一致，均显示服务业处于扩张区间，且经营扩张速度正在加快。从分项数据看，与制造业不同，服务业呈现出供需扩张加速态势。受节日假期消费及政策拉动等因素影响，服务业需求释放回暖信号。随着中美关税博弈边际缓和、未来更多财政政策相继落地，国内需求有望得到提振，制造业景气度也有望逐步回升。

(3) 工信部部署 AI 赋能新型工业化，或将助推制造业智能化转型

6 月 3 日，工业和信息化部党组书记、部长李乐成主持召开会议，从夯实产业基础、塑造应用优势、强化标准引领、壮大产业生态、统筹发展和安全五大方面系统部署人工智能与新型工业化融合发展路径，旨在通过战略协同与生态构建，推动制造业智能化转型，提升国际竞争力。

点评：会议明确要从战略规划、政策标准、技术创新、场景应用、安全治理等多维度协同推进，具体来看：一是夯实产业基础，强化算力供给与行业大模型布局，完善数据集与软硬件适配；二是推动大模型在制造业场景落地，加速生产全流程智能化转型；三是分级分类制定标准，强化政府与市场协同；四是培育企业生态，支持中小企业创新，建设开源社区与财税激励体系；五是统筹发展与安全，加强技术攻关与伦理治理。这一部署既是落实国家“人工智能+”战略的关键举措，也是应对全球工业竞争加剧的必然选择。从背景看，一方面，我国制造业面临资源约束趋紧、国际技术封锁等压力，亟需通过人工智能技术提升全要素生产率；另一方面，北京、广东等地已率先出台智能工厂补贴、算力基建扶持等政策，中央与地方形成政策联动效应。此举或将在多层面产生影响，产业层面，人工智能将从单点应用转向全产业链渗透，推动制造业从规模竞争转向质量与效率竞争；经济层面，政策倾斜或将引导万亿级社会资本进入人工智能赛道，加速技术商业化进程，同时通过中小企业赋能培育新经济增长点；国际竞争层面，通过主导行业标准制定与开源生态建设，有望打破西方在工业软件、高端装备领域的技术垄断，重塑全球工业智能化规则。同时，政策实行需要注意以下挑战：技术层面，工业场景对人工智能模型的可靠性、实时性要求极高，行业知识库缺失可能制约专用大模型落地；数据层面，跨企业数据共享机制尚未成熟，“数据孤岛”或延缓协同创新进程；伦理层面，生成式人工智能引发的知识产权争议、工业数据泄露风险需通过立法与监管跟进化解。近年来，我国制造业高端化、智能化、绿色化水平显著提升，已培育 421 家国家智能制造示范工厂，建设超 4000 家 5G 工厂。重点工业企业数字化研发设计工具普及率已达到 80.1%、关键工序数控化率达到 62.9%。未来随着“人工智能+制造”行动逐步落地，有望改变我国工业发展范式，提高工业生产效率，为新型工业化带来新的活力。

(4) 央行国债买卖操作有望重启，央行月初发布买断式逆回购操作

6 月 4 日，中证报头版文章报道，综合考虑内外部因素，业内人士认为，货币政策在“适度宽松”的方向上还有发力空间，中国人民银行将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性合理充裕。

点评：当前国内流动性环境呈现“总量充裕、结构优化”的特征。2025 年一季度 M2 同比增长 7%，社会融资规模存量同比增长 8.2%，显示基础货币投放保持相对合理节奏。5 月降准释放 1 万亿元长期流动性，叠加 MLF 加量续作和买断式逆回购操作，央行通过“降准+中期工具+短期操作”的组合拳，构建了多层次流动性供给体系。5 月，银行间市场利率中枢

下移，DR007 平均值较 4 月平均值下行 14BP 至 1.6%，反映资金面整体宽松。当前央行流动性管理正从“量价齐松”转向“精准滴灌”。结构性工具持续发力，5 月 7 日整体结构性工具扩容 1.1 万亿元，其中包括新增 5000 亿元支持“两新”政策的科技创新和技术改造再贷款，新增 3000 亿元支农支小再贷款以支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放，新增 5000 亿元服务消费与养老再贷款以引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，通过结构性工具引导资金流向实体经济薄弱缓解，精准匹配经济转型升级的融资需求。展望 6 月，虽然财政支出有望对资金面形成主要支撑，但是压力仍然存在，首先 6 月将发行 6 期附息国债、7 期贴现国债和 2 只储蓄国债，此外，还将续发 3 只超长期特别国债和新发 1 只，虽然整体政府债预期到期规模较 5 月增加 5564.9 亿元，但整体政府债供给压力仍存，其次存款利率下调或引发的“存款搬家”效应，可能推升存单利率并加大银行中长期负债压力，这或成为央行可能在货币政策“适度宽松”的方向上继续发力的部分动因，通过持续为银行体系补充合理充裕流动性，保障信贷投放对经济回升向好的支持力度。此外，本次中证报提及人民银行国债卖操作有望适时重启。2025 年第一季度中国货币政策执行报告提出，人民银行将视市场供求状况择机恢复国债（买卖）操作。2020-2024 年上半年国债净融资额分别为 10962.21 亿元、5448.15 亿元、6109.53 亿元、9633.16 亿元和 15530.06 亿元，而下半年国债净融资额分别为 29391.10 亿元、17834.52 亿元、19638.05 亿元、31614.92 亿元和 29313.51 亿元，可见下半年国债净融资额往往高于上半年，从供求状况来看，在下半年恢复国债买卖并于货币财政政策配合，更有利于加强整体市场流动性。6 月 5 日，央行发布公告称，将于 6 月 6 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 10000 亿元买断式逆回购操作，期限为 3 个月（91 天）。央行此举打破月末公告当月买断式逆回购操作惯例，于月初公告大规模买断式逆回购操作，或与近月银行同业存单到期规模持续处于高峰期有关。总体而言，下半年在央行的精准调控下，市场流动性有望保持合理充裕。

（5）香港拟引入虚拟资产衍生品交易，丰富投资选择助力虚拟资产市场增长

6 月 4 日，香港财经事务及库务局（以下简称“香港财库局”）局长许正宇表示，香港证监会正考虑为专业投资者引入虚拟资产衍生品交易，并会制订稳健的风险管理措施。有关措施将进一步丰富香港市场的产品选项，同时确保交易以有序、透明且安全的方式进行。

点评：截止 2024 年末，加密市场总市值突破 3.9 万亿美元，Gate 研究院预计 2025 年加密市场总市值有望达到 7 万亿美元（较 2024 年增长约 79%）。比特币是当前全球虚拟资产市场中最重要资产之一，比特币市值占全球虚拟资产总值 57.7%（截止 2024 年三季度末）。在全球范围内，加密货币衍生品交易已占据重要地位，2024 年 11 月，Crypto 衍生品市场占比达到 74.8%，远超现货市场。香港引入虚拟资产衍生品交易对市场将造成重要影响，一方面以比特币、稳定币等虚拟资产为基础的衍生品能够满足投资者多样化的投资策略需求，投资者可以利用衍生品进行套期保值，降低持有虚拟资产现货的价格风险；也可以通过杠杆交易，在高风险的价格波动中获取更大收益。5 月 30 日，《稳定币条例》正式成为香港法例，今年年底前，合规的香港稳定币有望正式落地。加密衍生品交易有望吸引更多资金流入，提升稳定币市场活跃度，推动稳定币市场规模扩大；另一方面，有助于巩固香港国际金融中心地位，当前香港虚拟资产交易以现货为主，衍生品交易的引入，填补了市场产品空白，使香港与国际成熟市场接轨。此外，香港财库局局长许正宇还表示鉴于虚拟资产市场最新发展情况，香港财库局将发表第二份发展虚拟资产政策宣言，还将进一步优化基金、单一家族办公室和附带权益的优惠税制，包括将虚拟资产纳入可享受税务宽减的合资格交易。税收优惠等政策将进一步强化其成为亚洲加密货币交易中心的竞争力，提升在数字金融领域的话语权，加速香港数字金融版图的布局。但需要注意的是虚拟资产与衍生品均为高风险产

品，且虚拟资产市场相对新兴，不同的虚拟资产流动性存在差异，监管难度大，存在监管套利空间，若香港成功引入虚拟资产衍生品交易，预计将推动相关金融创新，结合传统金融服务优势与虚拟资产领域技术创新，催生新型金融产品和服务模式。同时，政策鼓励企业探索虚拟资产技术在实体经济中的应用，如供应链金融、绿色债券等领域，将提高实体经济活动的安全性和灵活性，推动实体经济数字化转型。整体而言，香港若成功引入虚拟资产衍生品交易，将丰富市场投资选择，助力虚拟资产市场规模增长，增强香港在虚拟资产领域竞争力。

1.2 海外：韩国新任总统李在明就职，美国 5 月 ISM 服务业萎缩

(1) 美国：ISM 制造业 PMI 连续三月萎缩，小非农就业数据爆冷

当地时间 6 月 2 日，根据美国供应管理协会 (ISM) 发布的官方数据，美国 5 月 ISM 制造业 PMI 指数为 48.5，不及预期和前值。订单量连续第四个月萎缩，进口指数创 2009 年以来新低，出口指数创五年新低，物价支付指数仍高企。

点评：5 月美国 ISM 制造业 PMI 连续第三个月萎缩，创 2023 年 11 月以来新低，凸显行业整体动能持续弱化。核心矛盾集中于三大维度：其一，全球供应链遭遇历史性冲击。进口指数单月暴跌 7.2 点至 39.9，创 2009 年金融危机后最低水平，而出口指数同步跌至五年谷底。这一断崖式下滑直接印证了特朗普政府关税政策的破坏性影响——对比今年初企业“抢进口”行为，当前进口收缩反映贸易商已转向防御性策略。供应链紊乱进一步体现为供应商交付指数攀升至 2022 年 6 月以来峰值，采购经理面临空前交付延迟困境；其二，滞胀风险实质性升温。需求端持续恶化，新订单指数连续第四个月萎缩，但积压订单降幅收窄至 2022 年 9 月以来最缓，暗示生产活动被动放缓。与此同时，成本压力顽固高企，物价支付指数仅微降至 69.4，连续 6 个月位于 65 上方，表明原材料涨价持续挤压中下游利润空间。这种“弱需求+高成本”组合已触发典型滞胀信号，尤其对纸制品、木材等七个进口依赖型行业造成毁灭性打击，而石油、塑料等资源类行业因通胀传导受益逆势扩张；其三，数据背离揭示深层隐忧。标普全球公布的美国 5 月制造业 PMI 终值虽升至 52.0，但增长主要由企业“恐慌性补库”驱动。另外，当地时间 6 月 4 日，ISM 公布的数据显示，美国 5 月 ISM 服务业 PMI 指数 49.9，大幅不及预期的 52，4 月前值为 51.6，将近一年来首次陷入萎缩。其中，新订单指标大幅下跌 5.9 点，为 2024 年 6 月以来最大降幅，支付价格指数跳升至 68.7，为 2022 年 11 月以来最高。ISM 服务业 PMI 指数萎缩主要反映服务业企业普遍面临的不确定性，企业倾向于推迟或减少订单，直到关税影响更加明确。当地时间 6 月 4 日，ADP Research 公布的数据显示，美国 5 月 ADP 就业人数增加 3.7 万人，为自 2023 年 3 月以来的最低水平，远逊预期的 11.4 万人，前值为 6.2 万人，反映出雇主对新增员工需求的显著减弱。数据公布后，美元指数、美债收益率、美股期货短线走低，现货黄金短线小幅走高，油价几近持平。如果非农数据证实就业疲软的趋势，美联储可能面临更大的政策调整压力。

(2) 欧元区：5 月通胀超预期回落，欧央行如期降息 25bp

当地时间 6 月 3 日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区 5 月调和 CPI 同比初值为 1.9%，为八个月来首次低于欧央行 2% 目标水平，也是 2021 年中期以来仅有的第二次，且略低于预期 2% 和前值 2.2%。环比初值 0%，持平预期，前值为 0.6%。

点评：欧元区 5 月调和 CPI 同比初值降至 1.9%，八个月来首次跌破欧央行 2% 目标，核心通胀同步降温至 2.3%，其中服务业价格涨幅骤降至 3.2%，成为拖累通胀的主因。这一变化部分受复活节时间错位影响，但更关键的是工资增长显著放缓，缓解了劳动密集型行业

的成本压力。数据公布后，市场对欧央行 6 月 5 日降息 25 个基点的预期进一步巩固，欧元兑美元小幅走软至 1.1408 附近，且交易员押注年内或再降息一次。然而，政策路径的分歧与外部风险正在积聚。一方面，通胀超预期回落加剧了通缩担忧，部分分析师预测通胀率可能在 2025 年内持续低于目标，直至 2026 年才回升；另一方面，欧央行内部对后续行动的共识正在瓦解。鸽派主张延续宽松以支持疲软经济，而鹰派则警惕中期通胀风险，尤其是欧洲国防和基建支出激增、美国潜在关税冲击可能推高成本。贸易局势成为核心变量，若 7 月 9 日前美欧未能就关税问题达成协议，美国对欧盟商品的关税税率可能从 10% 飙升至 50%，此举将重创欧元区出口并可能迫使欧央行扩大宽松。短期政策与长期风险的平衡愈发艰难。尽管失业率持稳于 6.2% 的历史低位，但 2025 年工资增幅预计低于 2% 目标所需水平体现薪资增长前景黯淡，而消费者通胀预期却逆势创 14 个月新高升至 3.1%，凸显预期管理困境。当地时间 6 月 5 日，欧洲央行将三大关键利率下调 25 个基点，符合市场预期。其中，存款利率下调至 2.0%，边际贷款利率下调至 2.40%，主要再融资利率下调至 2.15%，均符合市场预期。这是欧洲央行 2024 年 6 月以来的第八次降息。经济预测方面，欧洲央行预计 2025 年 GDP 增速为 0.9%，此前预计为 0.9%，预计 2026 年 GDP 增速为 1.1%，此前预计为 1.2%，预计 2027 年 GDP 增速为 1.3%，此前预计为 1.3%；通胀率预测方面，欧洲央行预计 2025 年通胀率为 2%，此前预测为 2.3%，预计 2026 年通胀率为 1.6%，此前预测为 1.9%，预计 2027 年通胀率为 2%，此前预测为 2%，预计 2025 年核心 CPI 增速为 2.4%，此前预计为 2.2%，预计 2026 年核心 CPI 增速为 1.9%，此前预计为 2.0%，预计 2027 年核心 CPI 增速为 1.9%，此前预计为 1.9%。由于欧洲央行对通胀率的指引下调，市场对今年欧洲央行继续降息的预期升温。

(3) 韩国：新任总统李在明就职，新政府或将面临持续考验

当地时间 6 月 4 日，韩国中央选举管理委员会于上午召开全体会议，正式确定共同民主党候选人李在明当选第 21 届韩国总统。当天上午正式宣誓就职的韩国新任总统李在明下达首个行政命令，要求组建“紧急经济检查工作组”，着手提振韩国经济。

点评：韩国政坛迎来关键转折点，6 月 4 日李在明正式就任第 21 届总统，其就职首日抛出的“经济振兴三支柱”——半导体国家战略、劳工市场改革、对华关系再定位，迅速成为市场焦点。其一，新政府经济蓝图直指韩国结构性矛盾，李在明宣布将设立万亿韩元规模的“半导体超级基金”试图强化产业链控制力，此举被视为对美国芯片法案的“防御性反击”，而其拟推行的“灵活工时+最低工资分级制”劳工政策既迎合年轻人对工作弹性的诉求，又试图避免中小企业成本飙升；其二，地缘政治变量成为政策试金石，李在明暗示调整对美政策并研究重启中韩自贸协定升级谈判，现代汽车随即推迟赴美建厂计划，三星电子则加速西安工厂产能扩建，市场普遍预期若 7 月美韩关税谈判未达成妥协，韩国对华出口依赖度或上升，进一步重塑东亚产业链格局；其三，韩国经济数据暗藏隐忧，一季度 GDP 环比萎缩 0.3% 的阴影未散，5 月出口同比降幅扩大至 8.7%，显示全球需求疲软持续冲击外向型经济，叠加家庭债务占 GDP 比重已达 104.3%，李在明提出的“房贷利率补贴”计划虽能缓解短期压力，但可能加剧金融系统脆弱性，若美联储维持高利率至年底，韩国房价或面临较大回调风险。政策分歧已现端倪，执政党内部对财政扩张规模存在争议，部分议员呼吁将 2025 年预算赤字率控制在 3% 以内，而经济班底则主张突破 4% 红线，这种博弈将直接影响 6 月国会审议的《经济创新法案》最终版本，可以预见李在明政府将在半导体竞赛、劳工改革、对华政策三大战场面临持续考验，其政策组合的实际效果将成为判断韩国能否突破“中等收入陷阱”的关键变量。

(4) 原油：沙特希望激进增产争夺份额，油价应声下挫

当地时间 6 月 4 日，沙特希望 OPEC+ 实施更多超大规模的石油增产，从而获得市场份额。沙特希望 OPEC+ 在 8 月、甚至可能在 9 月，每天增加至少 41.1 万桶原油产量，以利用北半球夏季的需求高峰。

点评：此轮增产决策距 OPEC+ 确认 7 月增产 41.1 万桶/日仅一周，凸显沙特战略转向的果断性，导致 WTI 原油日内跌 1.5% 至 62.45 美元/桶，布伦特原油同步跌至 64.63 美元/桶。这一激进转向的深层动因呈现三重逻辑，其一，财政压力倒逼沙特需油价达 96.2 美元/桶才能实现预算平衡，而当前布伦特油价仅 64 美元/桶，增产成为弥补收入缺口的现实选择；其二，市场份额争夺战中，沙特针对美国页岩油产量回升至 1340 万桶/日，采取“降价+增产”组合策略，7 月对亚洲售价下调 0.2 美元/桶，直击页岩油完全成本线；其三，OPEC+ 内部权力博弈加剧，尽管俄罗斯、伊拉克反对，沙特仍推动 8 月、9 月继续增产 41.1 万桶/日，或受到阿联酋等国已获增产配额的影响，加速抢占市场份额。需求端则面临美联储降息推迟与夏季出行高峰的矛盾预期，OPEC 与 IEA 需求预测分歧高达 119 万桶/日，或放大油价波动率。未来博弈焦点或集中于三大变量，其一，沙特与页岩油的“囚徒困境”若持续，Diamondback 等企业已下调 2025 年产量预期，但油价跌破 60 美元将导致双方“双输”；其二，7 月 9 日美欧关税大限若未达成协议，美国对欧盟商品税率将从 10% 飙升至 50%，冲击全球需求；其三，OPEC+ 内部配额争夺战中，伊拉克、哈萨克斯坦等国可能效仿阿联酋要求放宽限制，削弱减产协议执行力。预计短期内在 OPEC+ 增产、全球需求趋弱下，国际油价或将延续震荡偏弱态势。

2 国内高频数据

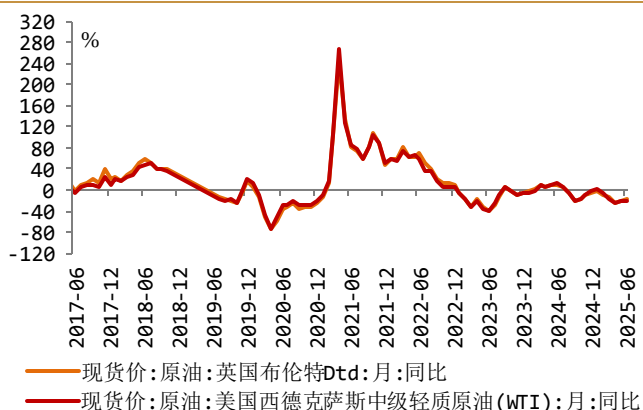
上游：原油价格周环比上升，铁矿石、阴极铜价格周环比下降。截至 6 月 5 日，本周布伦特原油现货均价周环比上升 4.01%，铁矿石价格周环比下降 0.55%，阴极铜价格周环比下降 0.04%。

表 1：上游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：上游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		上周环比增速
	现货价：原油：英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025-06-05	67.26		64.66		4.01%
	现货价：原油：美国WTI (美元/桶)	2025-06-05	63.04		61.19		3.02%
	期货结算价(活跃合约)：铁矿石 (元/吨)	2025-06-05	699.50		703.40		-0.55%
	期货结算价(活跃合约)：阴极铜 (元/吨)	2025-06-05	78036.67		78068.00		-0.04%
	南华工业品指数	2025-06-05	3411.56		3421.95		-0.30%
	CRB现货指数：综合	2025-06-04	571.81		556.80		2.70%
	CRB现货指数：工业原料	2025-06-04	562.02		559.98		0.36%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速
	现货价：原油：英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025-06-05	67.26	64.36	4.50%	-5.27%	-18.77%
	现货价：原油：美国WTI (美元/桶)	2025-06-05	63.04	60.94	3.45%	-3.17%	-19.95%
	期货结算价(活跃合约)：铁矿石 (元/吨)	2025-06-05	699.50	714.32	-2.07%	-1.10%	-15.00%
	期货结算价(活跃合约)：阴极铜 (元/吨)	2025-06-05	78036.67	77990.53	0.06%	1.97%	-2.03%
	南华工业品指数	2025-06-05	3411.56	3470.45	-1.70%	-2.14%	-16.90%
	CRB现货指数：综合	2025-06-04	553.23	543.45	1.80%	0.23%	1.56%
	CRB现货指数：工业原料	2025-06-04	562.02	561.36	0.12%	0.09%	1.60%

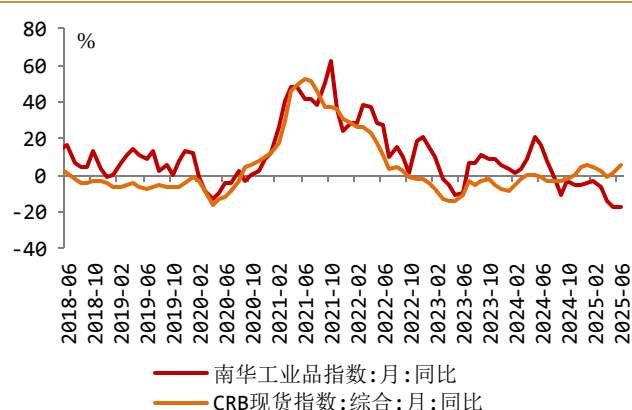
数据来源：wind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体

图 1: 布伦特原油、WTI 原油期货价格同比降幅收窄
(更新至 2025 年 6 月 5 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 2: CRB 现货指数增速转正、南华工业品指数同比降幅收窄
(更新至 2025 年 6 月 4 日、2025 年 6 月 5 日)



数据来源: wind、西南证券整理

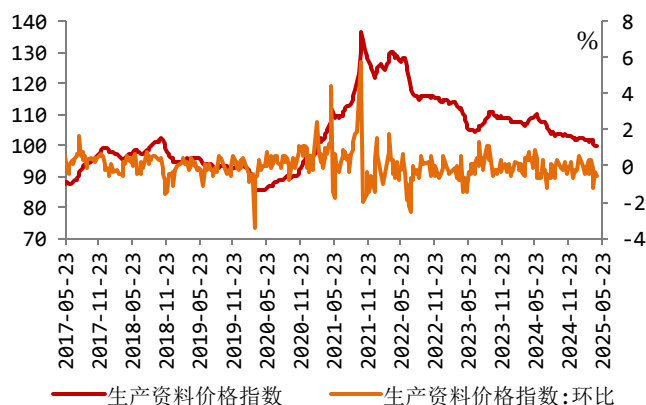
中游: 螺纹钢、水泥、动力煤价格周环比下降。截至 6 月 5 日, 本周螺纹钢价格周环比下降 0.83%, 水泥价格周环比下降 1.29%, 动力煤价格周环比下降 0.27%。

表 2: 中游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪: 中游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速/增减
	生产资料价格指数	2025-05-23	98.05		98.64		-0.60%
	PTA 产业链负荷率: PTA 工厂 (%)	2025-04-17	75.64		76.77		-1.13 百分点
	唐山: Cussteel: 高炉开工率 (%)	2025-06-06	95.21		93.53		1.68 百分点
	螺纹钢: HRB400 20mm: 全国: 价格 (元/吨)	2025-06-05	3209.67		3236.60		-0.83%
	水泥价格指数: 全国	2025-06-05	114.28		115.77		-1.29%
	秦皇岛港: 平仓价: 动力末煤(Q5500): 山西产 (元/吨)	2025-06-05	609.33		611.00		-0.27%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速/增减	上月环比增速/增减	月初至今同比增速/增减
	生产资料价格指数	2025-05-23	98.64	100.35	-1.70%	-1.25%	-9.54%
	PTA 产业链负荷率: PTA 工厂 (%)	2025-04-17	77.00	77.29	-0.29 百分点	-3.75 百分点	1.76 百分点
	唐山: Cussteel: 高炉开工率 (%)	2025-06-06	95.21	94.50	0.71 百分点	2.00 百分点	1.31 百分点
	螺纹钢: HRB400 20mm: 全国: 价格 (元/吨)	2025-06-05	3209.67	3298.53	-2.69%	-0.59%	-13.27%
	水泥价格指数: 全国	2025-06-05	114.28	118.96	-3.94%	-5.79%	-2.60%
	秦皇岛港: 平仓价: 动力末煤(Q5500): 山西产 (元/吨)	2025-06-05	609.33	618.84	-1.54%	-6.38%	-29.60%

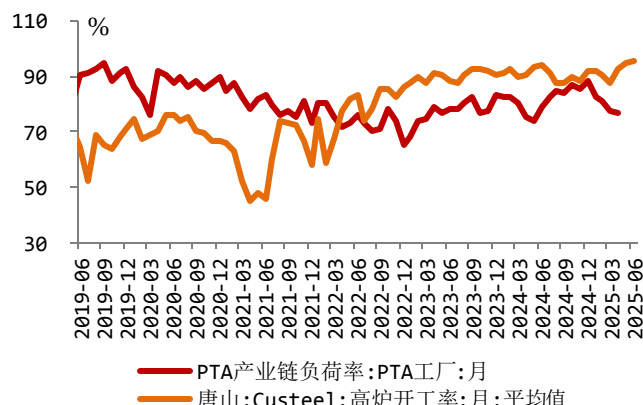
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体。

图 3: 生产资料价格指数降幅扩大
(更新至 2025 年 5 月 23 日)



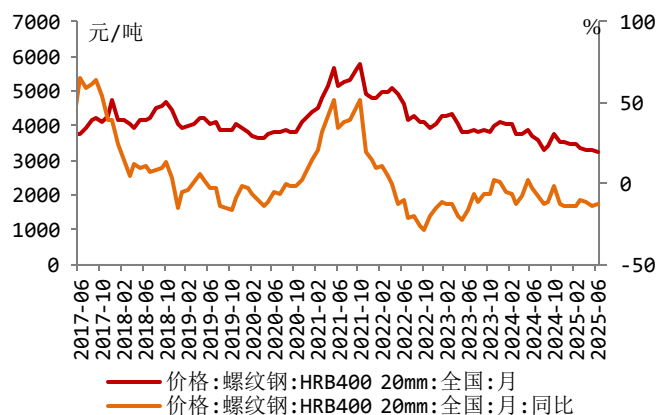
数据来源: wind、西南证券整理

图 4: PTA 产业链负荷率企稳、高炉开工率增速加快
(更新至 2025 年 4 月 17 日、2025 年 6 月 6 日)



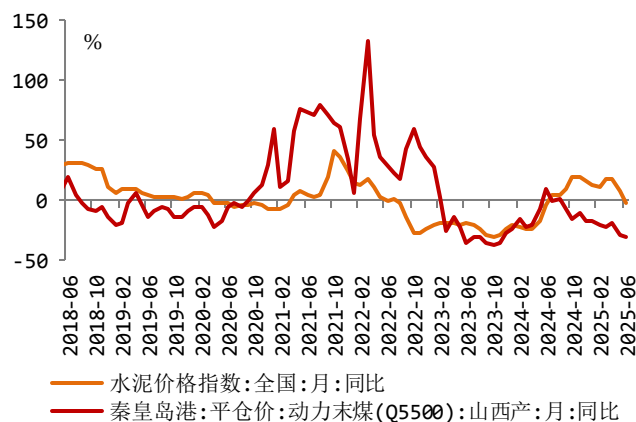
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格同比降幅收窄
(更新至 2025 年 6 月 5 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 6：水泥价格同比增速转负、动力煤价格同比降幅扩大
(更新至 2025 年 6 月 5 日)



数据来源: wind、西南证券整理

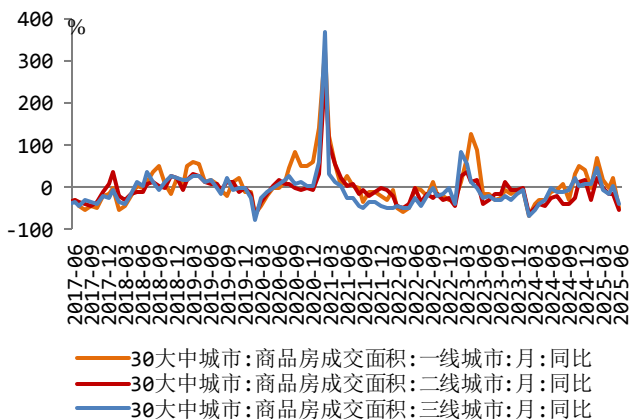
下游：房地产销售周环比下降，乘用车日均零售销量同比增长。截至 6 月 5 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 40.21%，一线城市成交面积周环比下降 38.68%，二线城市成交面积周环比下降 40.12%，三线城市成交面积周环比下降 42.05%。5 月第五周全国乘用车市场日均零售 9.5 万辆，同比去年 5 月同期增长 6%，较上月同期下降 7%。5 月 1-31 日，全国乘用车市场零售 193 万辆，同比去年 5 月增长 13%，较上月增长 10%，今年以来累计零售 880.2 万辆，同比增长 9%。

表 3：下游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：下游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速/ 增减
	30大中城市:商品房成交面积(万m²)	2025-06-05	77.49		129.60		-40.21%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万m²)	2025-06-05	20.22		32.97		-38.68%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万m²)	2025-06-05	39.24		65.53		-40.12%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万m²)	2025-06-05	18.03		31.11		-42.05%
	100大中城市:成交土地占地面积(万m²)	2025-06-01	1273.03		991.37		28.41%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市(万m²)	2025-06-01	71.27		56.28		26.63%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市(万m²)	2025-06-01	480.94		387.33		24.17%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市(万m²)	2025-06-01	720.82		547.77		31.59%
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	2025-06-01	3.63		9.95		-6.32百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市(%)	2025-06-01	0.04		0.00		0.04百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市(%)	2025-06-01	7.24		13.24		-6.00百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市(%)	2025-06-01	3.19		2.93		0.26百分点
	全国乘用车市场日均零售(万辆)	2025-05-31	9.50		6.10		-7.00%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比 增速	上月环比增速	月初至今同比 增速
	30大中城市:商品房成交面积(万m²)	2025-06-05	17.81	25.57	-30.35%	11.82%	-47.25%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万m²)	2025-06-05	4.67	7.80	-40.09%	8.71%	-49.46%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万m²)	2025-06-05	8.39	11.73	-28.45%	4.16%	-49.96%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万m²)	2025-06-05	4.74	6.04	-21.43%	36.35%	-38.73%
	100大中城市:成交土地占地面积(万m²)	2025-06-01	1273.03	1051.43	21.08%	-7.34%	-14.74%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市(万m²)	2025-06-01	71.27	50.65	40.70%	12.43%	59.59%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市(万m²)	2025-06-01	480.94	410.80	17.07%	10.46%	-9.34%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市(万m²)	2025-06-01	720.82	589.98	22.18%	-17.80%	-21.47%
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	2025-06-01	3.63	6.58	-2.95百分点	-1.54百分点	0.65百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市(%)	2025-06-01	0.04	4.89	-4.85百分点	0.98百分点	-1.38百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市(%)	2025-06-01	7.24	7.28	-0.04百分点	-1.81百分点	4.19百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市(%)	2025-06-01	3.19	2.81	0.39百分点	-1.91百分点	-0.70百分点
	全国乘用车市场零售(万辆)	2025-05-31	193.00	179.10	10.00%	-8.00%	13.00%

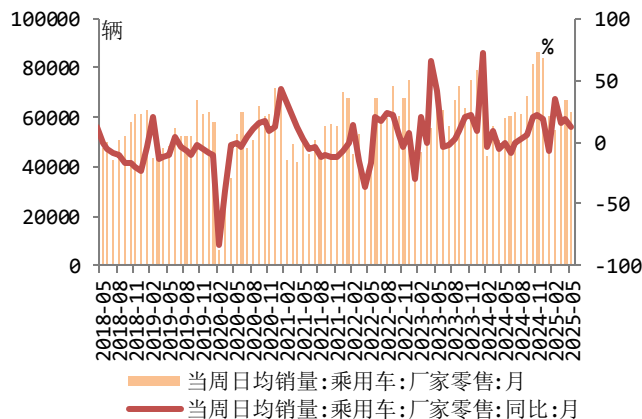
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体, 商品房成交面积采用合计值。

图 7：一、三线城市商品房成交同比转负，二线城市商品房成交同比降幅扩大（更新至 2025 年 6 月 5 日）



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：乘用车日均零售销量同比增速放缓（更新至 2025 年 5 月 31 日）



数据来源: wind、西南证券整理

物价：蔬菜价格周环比上升、猪肉价格周环比下降。截至 6 月 5 日，本周蔬菜价格周环比上升 0.99%，猪肉价格周环比下降 0.29%。

表 4：物价高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：物价							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值	上周均值	本周环比增	上周环比增	
	农产品批发价格 200 指数	2025-06-05	113.64	114.11	-0.42%	9.15%	
	平均批发价: 28 种重点监测蔬菜 (元/公斤)	2025-06-05	4.34	4.29	0.99%	1.27%	
	平均批发价: 猪肉 (元/公斤)	2025-06-05	20.68	20.74	-0.29%	-0.30%	
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速
	农产品批发价格 200 指数	2025-06-05	113.72	115.05	-1.16%	-3.40%	0.56%
	平均批发价: 28 种重点监测蔬菜 (元/公斤)	2025-06-05	4.34	4.30	0.96%	-8.61%	-0.83%
	平均批发价: 猪肉 (元/公斤)	2025-06-05	20.68	20.82	-0.68%	0.17%	-14.96%

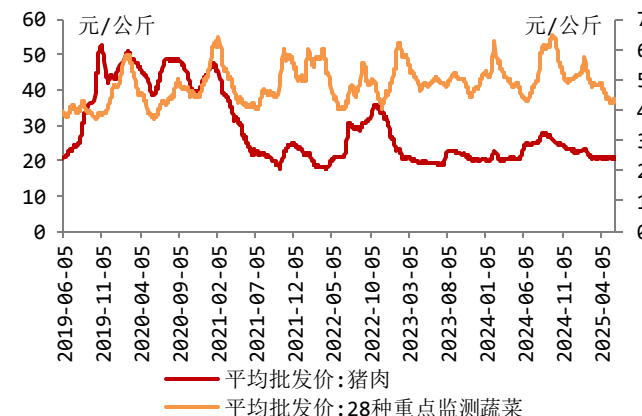
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体。

图 9：农产品价格指数下降（更新至 2025 年 6 月 5 日）



数据来源: wind、西南证券整理

图 10：蔬菜价格降幅收窄、猪肉价格降幅扩大（更新至 2025 年 6 月 5 日）



数据来源: wind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一 (6.9)	周二 (6.10)	周三 (6.11)	周四 (6.12)	周五 (6.13)
中国	中国 5 月 CPI、PPI 同比 —— 中国 5 月贸易帐 中国 1-5 月社会融资规模增量 (待定)				
海外	日本 4 月贸易帐 美国 4 月批发销售环比、 5 月纽约联储 1 年通胀预期	欧元区 6 月 Sentix 投资者信心指数 美国 5 月 NFIB 小型企业信心指数	美国 5 月 CPI 同比、环比 EIA 公布月度短期能源展望报告 日本 5 月国内企业商品物价指数	美国 5 月政府预算、PPI 同比、环比 日本二季度 BSI 大型制造业信心指数	德国、法国 5 月 CPI 环比终值、欧元区 4 月工业产出同比 日本 4 月工业产出同比 美联储公布《美国季度金融账户报告》、美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值

数据来源：华尔街见闻、金十数据，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn