

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观策略

海外市场周观察（20250526~20250601）

2025 年 6 月 4 日

宏观策略/定期报告

山证宏观策略团队

分析师：

范鑫

执业登记编码：S0760523070002

邮箱：fanxin@sxzq.com

投资要点：

➤ 美国：关税政策不确定性再升

（1）央行动态

本周虽然初请失业金人数再度冲高，但并未突破 40 万人的警戒水平，4 月美国个人消费支出等硬数据显示美国经济依旧在温和放缓，因此，市场对于美联储的政策预期变化不大，截止 6 月 3 日，根据 CME FedWatch 工具，市场预计美联储 9 月将降息 25bp，12 月再降 25bp，较上周基本保持不变。

（2）重点数据

5 月 24 日当周，初请失业金人数冲高至 24 万人，两个月移动平均也显示出上升趋势，暗示美国就业市场出现降温迹象。25Q1 实际 GDP 环比折年率-0.2%（上修 0.1 个百分点），其中，净出口拖累 4.9 个百分点，贸易政策带来的扭曲十分明显，消费者支出从 1.8%下修至 1.2%。亚特兰大联储 5 月 30 日将 25Q2 的 GDP 预测上修至 3.8%（5 月 23 日预测为 2.4%），个人支出预期再度下调，但预计 Q1 净出口的拖累将在 Q2 形成较大幅度的反向对冲。4 月个人支出同比增 3.2%，延续上行，反应美国经济整体依旧平稳运行。核心 PCE 同比增 2.5%，同样延续下行，未明显反映出关税的影响。此外，周内美国贸易法庭裁决特朗普关税令违法，随后又因政府上诉而暂缓实行，美国经济政策不确定指数再度冲高。

➤ 非美国国家：日本长债收益率回落

受拍卖结果不佳影响，5 月 22 日日债收益率突破历史新高，而 5 月 26 日当周市场抛售情绪有所缓和，日本 10 年、20 年、30 年、40 年国债收益率均有所回落，市场对于日本长债的需求疲弱或将使日债收益率维持高位。

➤ 周观点：美国的通胀问题已不是关键，预计美联储年内降息至少 3 次

伴随着关税政策不确定性的上升，市场对于美国通胀的关注度再度提升，而 5 月 FOMC 纪要也显示参会者普遍担忧通胀会更久。我们倾向于认为，关税造成的美国通胀上升风险有限，一方面，就业市场已经开始呈现出放缓倾向，而财政对于居民的转移支付力度也明显下降，消费端承接“成本转移”的空间有限，另一方面，此前物价飙升在很大程度上是受房租价格上涨推动，而这一重要权重指标已经基本恢复至疫情前水平。我们认为，“美国例外论”的消退以及政策不确定性维持高位使得美元资产的整体吸引力下降，美元当前依旧存在高估，美债收益率年内居高难下。

➤ 风险提示

海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

目录

一、 美国.....	3
1、 货币政策路径.....	3
2、 重要经济数据.....	3
二、 非美国国家.....	5
1、 日本.....	5
2、 欧洲.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图 1: CME FedWatch 货币政策概率预期 (截止 6 月 3 日 10:30)	3
图 2: 5 月 24 日当周初请失业金人数创新高 (人)	3
图 3: 经济政策不确定性指数再度冲高.....	3
图 4: 25Q1 实际 GDP 环比折年率负增, 个人消费支出大幅放缓 (%)	4
图 5: 4 月核心 PCE 同比增速延续下行 (%)	4
图 6: 4 月个人消费支出同比延续上行 (%)	4
图 7: 上调 2025Q2 的 GDP 增速预测 (%)	5
图 8: 5 月消费者信心指数持平 4 月.....	5
图 9: 日本长债收益率回落 (%)	5

一、美国

1、货币政策路径

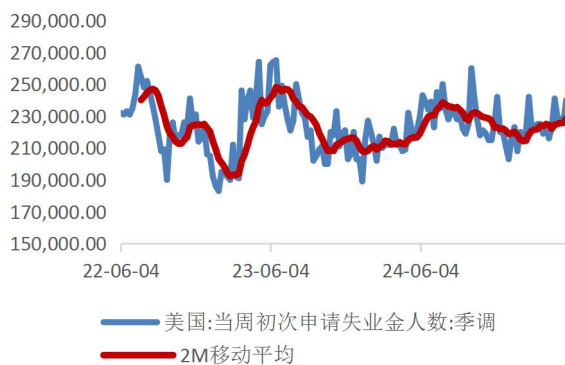
图 1：CME FedWatch 货币政策概率预期（截止 6 月 3 日 10:30）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	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%	4.7%	95.3%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	23.4%	75.6%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	14.5%	54.9%	29.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.3%	37.0%	41.0%	13.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.5%	26.7%	39.6%	23.2%	4.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	13.9%	31.9%	33.1%	15.9%	2.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	8.5%	23.4%	32.5%	24.0%	9.0%	1.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.4%	12.8%	26.1%	30.0%	19.6%	6.8%	1.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.2%	1.6%	7.1%	18.1%	27.6%	25.9%	14.5%	4.5%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	2.8%	9.6%	20.2%	27.2%	23.4%	12.3%	3.6%	0.4%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.0%	4.5%	12.2%	21.9%	26.3%	20.6%	10.1%	2.8%	0.3%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.6%	5.7%	13.7%	22.6%	25.4%	19.0%	9.0%	2.4%	0.3%
2026/12/9	0.1%	0.7%	3.0%	8.5%	16.8%	23.6%	23.2%	15.5%	6.7%	1.7%	0.2%

资料来源：CME FedWatch，山西证券研究所

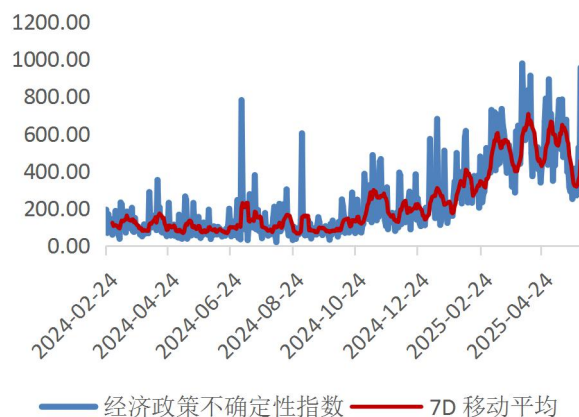
2、重要经济数据

图 2：5 月 24 日当周初请失业金人数创新高（人）



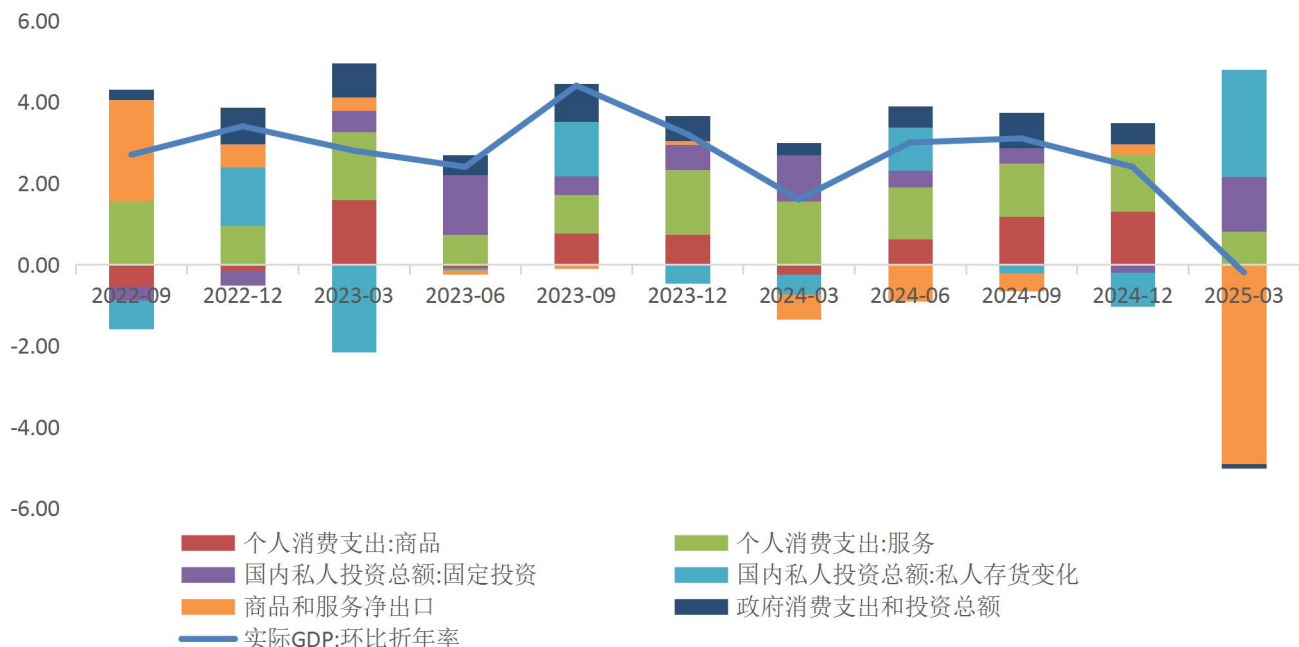
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：经济政策不确定性指数再度冲高



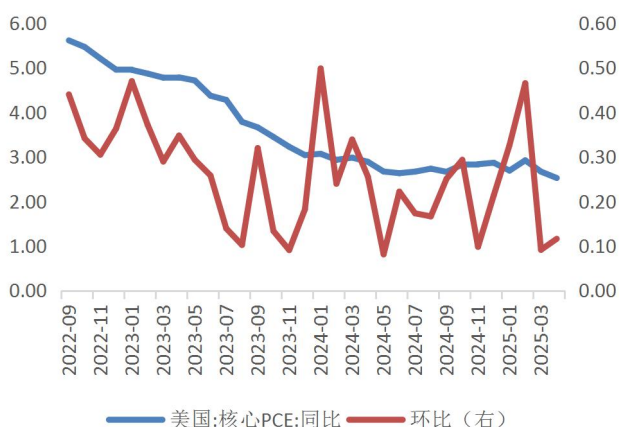
资料来源：Fred，山西证券研究所

图 4：25Q1 实际 GDP 环比折年率负增，个人消费支出大幅放缓（%）



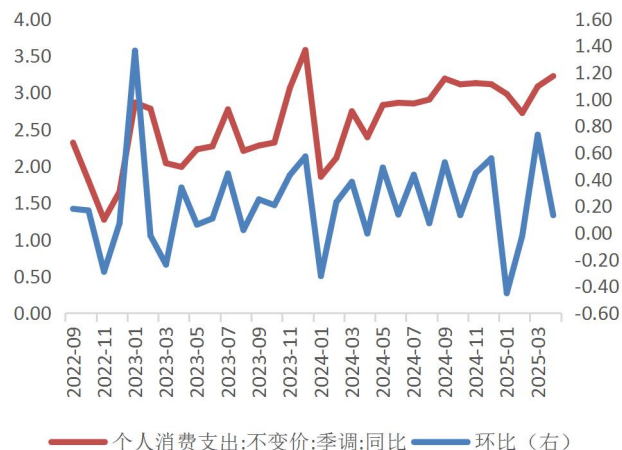
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：4 月核心 PCE 同比增速延续下行（%）



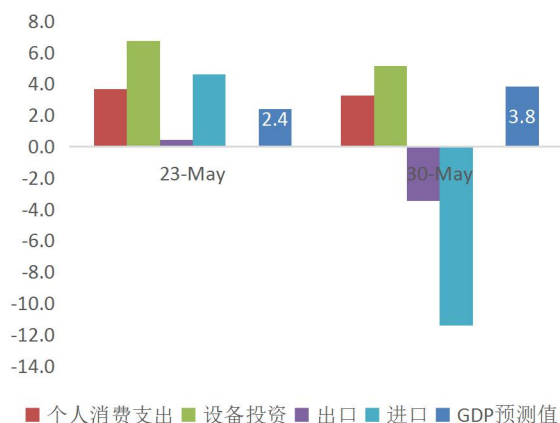
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：4 月个人消费支出同比延续上行（%）



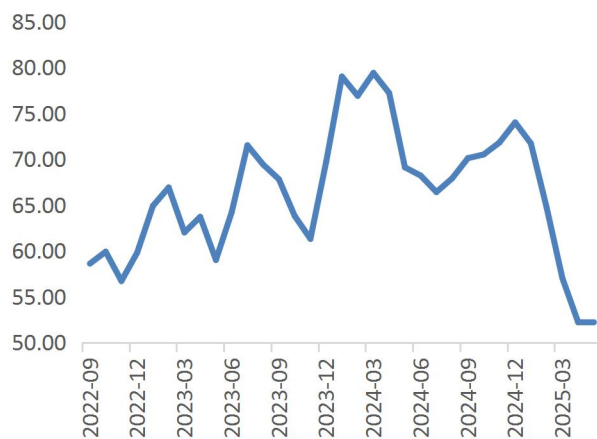
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：上调 2025Q2 的 GDP 增速预测（%）



资料来源：亚特兰大联储，山西证券研究所

图 8：5 月消费者信心指数持平 4 月



资料来源：wind，山西证券研究所

二、非美国国家

1、日本

图 9：日本长债收益率回落（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2、欧洲

本周无重要宏观数据

风险提示

海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层