

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

《费用下行支撑盈利改善，关税分担恐
倒压上游价格》 - 2025.05.28

宏观观点

海外宏观周报：资产价格切换或带来投资机会

● 核心观点

近期市场最吸引投资者关注就是美股在“解放日”后的大幅反弹和长端美债收益率的上行。前者的主要原因是关税降级、宏观经济韧性和一季度美股盈利超预期，而后者的主要原因是降息预期的偏鹰调整和美债供给导致的期限溢价上升。但近期我们观察到这两类资产背后的逻辑在发生变化。首先是关税的负向冲击很有可能再起，上一轮“贸易战”中美博弈、拉扯了2年之久才达成最终协议，并且近期的初请失业金人数、资本品订单等指标均指示了私人部门“抢跑”退去后宏观经济走弱的风险。其次，当前的降息预期偏悲观，从海外投资者的观点看，大多数认为今年降息的概率较低，同时减税法案在众议院通过也让市场对于财政向美债施加的供给压力有了充分的定价。

更重要的是，经历了本轮的反弹，美股已经处在了较高的位置上，当前无论是宏观经济还是海外资金均无法充分支持美股再创新高，而长端美债在经历大幅下跌后也有了一种利空出尽的迹象。相对位置的调整已经让海外机构投资者开始讨论阶段性止盈美股，并且重建美债多头仓位——宏观上的变化以及投资者视角的调整在当前阶段形成了共振，因为我们建议投资者在近期关注美债的投资机会，和美股调整的风险，资产价格的相对变化或将来临。

● 风险提示：

美国经济韧性超预期；美联储降息幅度小于预期，降息节奏慢于预期；海外投资者对美股投资需求超预期；AI对美国劳动生产率提升幅度超预期。

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.....	9
3 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国 4 月 PCE (%)	4
图表 2: 美国 5 月密歇根大学消费者信心指数	5
图表 3: 美国 5 月通胀预期 (%)	5
图表 4: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 5: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 6: 美国 3 月 FHFA 房价指数 (%)	5
图表 7: 美国 3 月标普/CS 房价指数:20 个大中城市 (%)	5
图表 8: 美国 5 月成屋签约销售指数 (%)	6
图表 9: 美国 5 月达拉斯联储商业活动指数	6
图表 10: 欧元区 5 月经济景气指数	6
图表 11: 本周重要数据与事件	7
图表 12: 市场定价年内还有 2 次降息	10

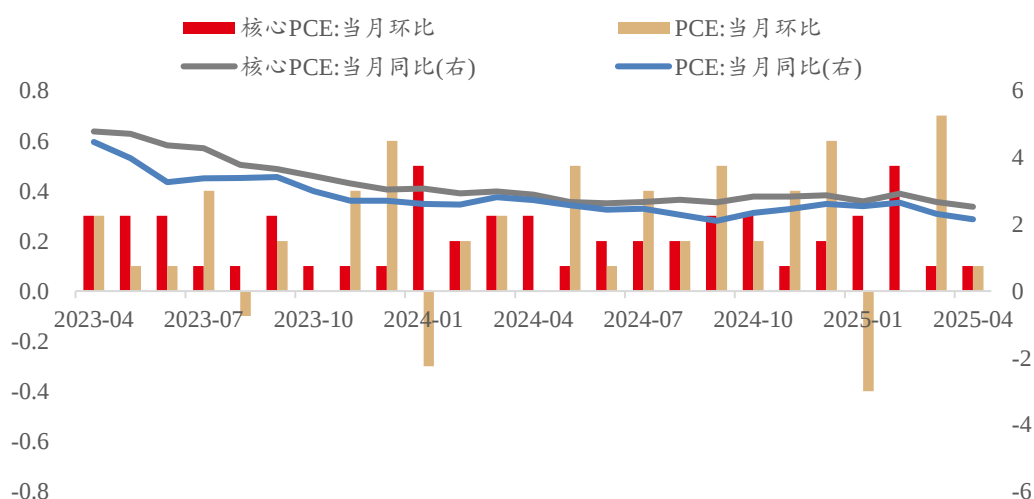
1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

关税方面，美国国际贸易法院推翻了特朗普总统关于对等关税的行政措施，但随后特朗普政府提起上诉，联邦巡回上诉法院批准了白宫的请求，暂时中止国际贸易法院要求特朗普政府停止征收关税的裁决。诉讼程序将继续推进，下一次听证会定于6月5日举行。

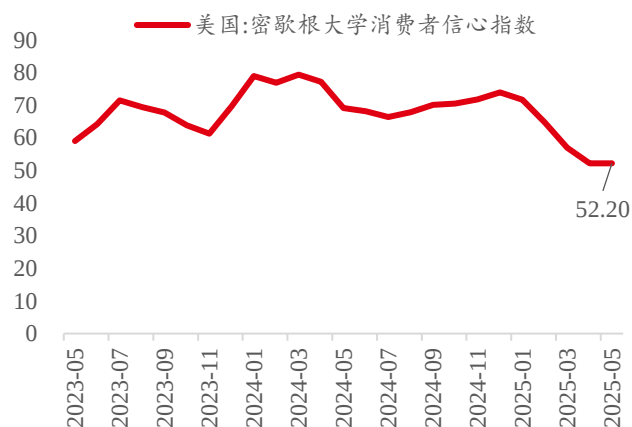
特朗普邀请美联储主席鲍威尔于5月29日在白宫举行会面，讨论经济增长、就业和通胀等经济议题。这是特朗普第二任期开始后两人的首次会面。特朗普表示鲍威尔不降息是“错误的”，继续施压要求降低利率以刺激经济。鲍威尔则强调美联储的货币政策决定基于“谨慎、客观和非政治性分析”，未透露未来政策路径。可以看出，两人的会面并未取得实质性的进展。

图表1：美国4月PCE(%)



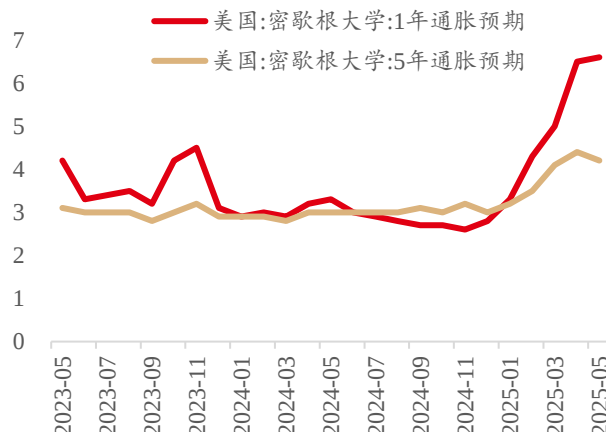
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国5月密歇根大学消费者信心指数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国5月通胀预期(%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国初请失业金人数(万人)



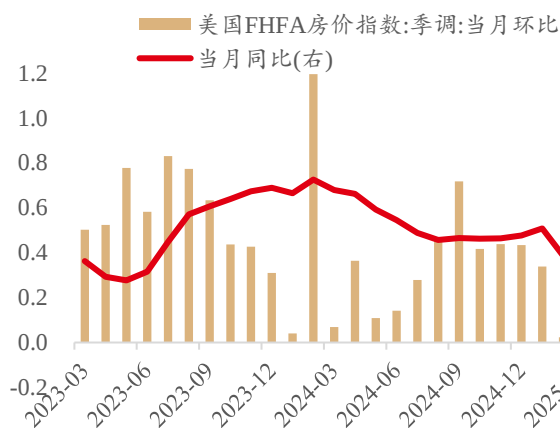
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：美国续请失业金人数(万人)



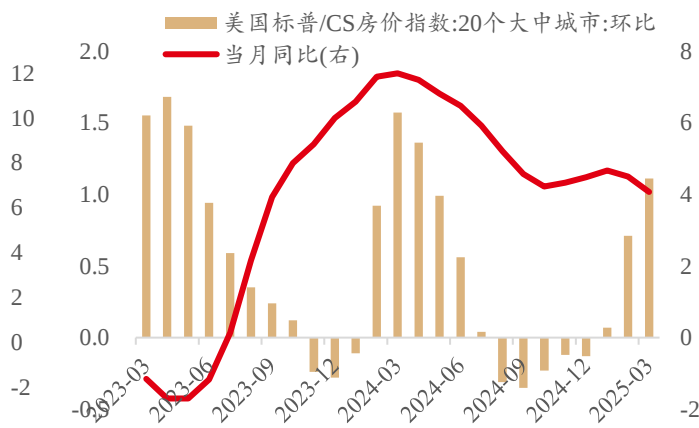
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国3月FHFA房价指数(%)



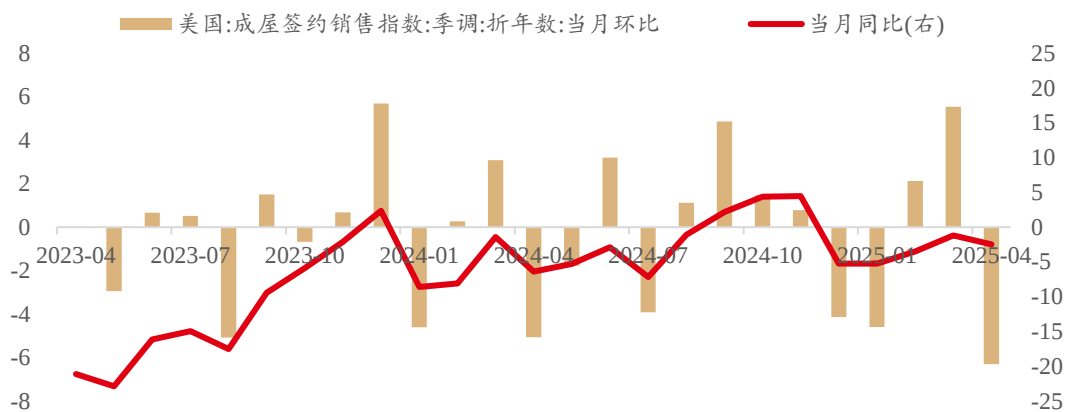
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：美国3月标普/CS房价指数:20个大中城市(%)



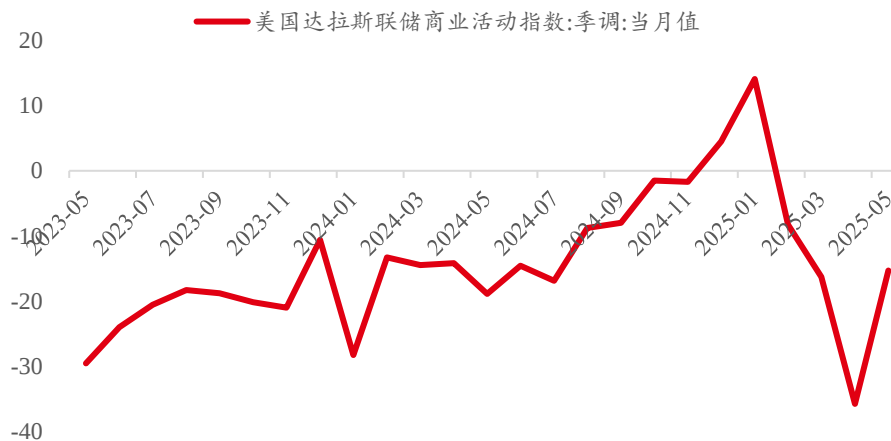
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：美国5月成屋签约销售指数(%)



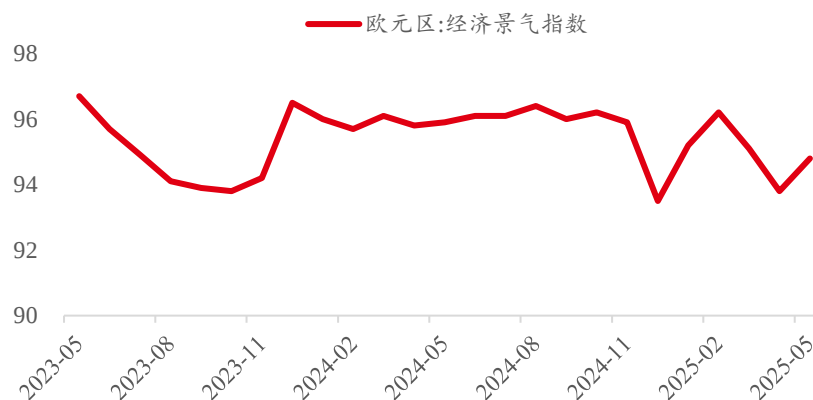
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：美国5月达拉斯联储商业活动指数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：欧元区5月经济景气指数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表11：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	预测值	前值
2025/6/2 15:50		法国 5 月制造业 PMI 终值	49.5	49.5
2025/6/2 15:55		德国 5 月制造业 PMI 终值	48.8	48.8
2025/6/2 16:00		欧元区 5 月制造业 PMI 终值	49.4	49.4
2025/6/2 16:30		英国 5 月制造业 PMI 终值		45.1
2025/6/2 17:30	英国央行货币政策委员曼恩发表讲话。			
2025/6/2 21:45		美国 5 月标普全球制造业 PMI 终值	52.2	52.3
2025/6/2 22:00		美国 5 月 ISM 制造业 PMI	48.7	48.7
		美国 4 月营建支出月率	0.40%	-0.50%
2025/6/2 22:15	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根在该行主办的第 11 届地区银行业会议参加主持人对话。			
2025/6/3 0:45	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参与一场问答活动。			
2025/6/3 1:00	美联储主席鲍威尔在一场活动上致开幕词。			
2025/6/3 5:30	英国央行货币政策委员曼恩发表讲话。			
2025/6/3 15:50	日本央行行长植田和男发表讲话。			
2025/6/3 17:00		欧元区 5 月 CPI 年率初值	2.10%	2.20%
		欧元区 5 月 CPI 月率初值		0.60%
		欧元区 4 月失业率	6.20%	6.20%
2025/6/3 22:00		美国 4 月 JOLTS 职位空缺(万人)	710	719.2
		美国 4 月工厂订单月率	-3.10%	3.40%
2025/6/4 0:45	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参与一场问答活动。			
2025/6/4 3:30	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根在美联储倾听社区领袖的圆桌会议致开幕词并主持讨论。			
2025/6/4 15:50		法国 5 月服务业 PMI 终值	47.4	47.4
2025/6/4 15:55		德国 5 月服务业 PMI 终值	47.2	47.2
2025/6/4 16:00		欧元区 5 月服务业 PMI 终值	48.9	48.9

2025/6/4 16:30		英国 5 月服务业 PMI 终值		50.2
2025/6/4 20:15		美国 5 月 ADP 就业人数(万人)	11.8	6.2
2025/6/4 20:30	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克、美联储理事丽莎·库克出席“美联储倾听”的活动。			
2025/6/4 21:45		美国 5 月标普全球服务业 PMI 终值		52.3
2025/6/4 22:00		美国 5 月 ISM 非制造业 PMI	52	51.6
2025/6/4 待	美国财长贝森特主持金融稳定监管委员会 (FSOC) 会议。			
2025/6/5 2:00	美联储公布经济状况褐皮书。			
2025/6/5 15:45	英国央行货币政策委员格林发表讲话。			
2025/6/5 16:30	英国央行副行长布里登发表讲话。			
2025/6/5 17:00		欧元区 4 月 PPI 月率		-1.60%
2025/6/5 19:30		美国 5 月挑战者企业裁员人数(万人)		10.5441
2025/6/5 20:15	欧洲央行公布利率决议。			
		欧元区至 6 月 5 日欧洲央行存款机制利率	2.00%	2.25%
		欧元区至 6 月 5 日欧洲央行主要再融资利率	2.15%	2.40%
2025/6/5 20:30		美国至 5 月 31 日当周初请失业金人数(万人)		24
		美国 4 月贸易帐(亿美元)	-1173	-1405
2025/6/5 20:45	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会。			
2025/6/5 22:00		美国 5 月全球供应链压力指数		-0.29
2025/6/6 0:00	美联储理事库格勒在纽约经济俱乐部发表讲话。			
2025/6/6 1:30	2026 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就经济前景发表讲话。			
2025/6/6 14:00		德国 4 月季调后工业产出月率	-0.50%	3.00%
		德国 4 月季调后贸易帐(亿欧元)		212
2025/6/6 14:45		法国 4 月工业产出月率		0.20%
		法国 4 月贸易帐(亿欧元)		-62.48
2025/6/6 17:00		欧元区第一季度 GDP 年率修正值		1.20%

2025/6/6 22:30	欧元区第一季度季调后就业人数季率终		0.30%
	值		
	欧元区 4 月零售销售月率		-0.10%
	美国 5 月失业率	4.20%	4.20%
	美国 5 月季调后非农就业人口 (万人)	13	17.7
	美国 5 月平均每小时工资年率		3.80%
2025/6/7 15:30	美国 5 月平均每小时工资月率	0.30%	0.20%
	日本央行副行长内田真一在日本金融学会发表讲话。		

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 5 月货币政策会议纪要：

美联储官员一致认为经济前景不确定性增加，采取谨慎货币政策，美联储等待更多明确信息以调整策略。美元走软主要受贸易政策担忧影响，资产价格相关性发生变化。美元资产失去避险地位或对美国产生长期影响。

会议强调通胀预期的重要性，并关注通胀和就业的双重风险，长期通胀预期有上升的风险，未来劳动力市场可能出现疲软。关税政策比预期更大且更广泛，对经济的拖累超出预期，可能推动通胀持续并超预期。工作人员认为美国经济衰退可能性与市场主流预期相符。

2. 芝加哥联储主席古尔斯比：

若关税可通过协议或其他方式得以避免，降息依然可能；如果政治因素左右利率，将会再度引发通胀，美联储可能采取政府不愿看到的措施。当下经济环境向滞胀发展但未达到滞胀，央行不愿看见滞胀的发生。

3. 美联储理事库格勒：

目前需要更好地了解美国资产的避险地位，审视美国资产潜在的角色转变，美国资产需求可能下降。

图表12：市场定价年内还有 2 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
18/6/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	97.8%
30/7/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	22.0%	77.6%
17/9/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.3%	57.8%	27.6%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.1%	38.5%	41.0%	12.3%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.7%	29.4%	40.3%	20.8%	3.7%
28/1/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	15.2%	33.7%	32.5%	14.0%	2.2%
18/3/2026	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.8%	23.1%	33.2%	24.6%	9.0%	1.3%
29/4/2026	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.1%	27.3%	29.7%	18.1%	5.8%	0.7%
17/6/2026	0.0%	0.1%	1.4%	6.8%	17.9%	27.9%	26.4%	14.6%	4.4%	0.5%
29/7/2026	0.0%	0.5%	2.8%	9.6%	20.4%	27.5%	23.4%	12.0%	3.4%	0.4%
16/9/2026	0.1%	1.0%	4.4%	12.3%	22.2%	26.5%	20.6%	9.9%	2.6%	0.3%
28/10/2026	0.3%	1.6%	5.7%	13.8%	22.9%	25.6%	18.9%	8.8%	2.3%	0.3%
9/12/2026	0.3%	1.5%	5.5%	13.6%	22.6%	25.5%	19.1%	9.1%	2.5%	0.3%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

美国经济韧性超预期；美联储降息幅度小于预期，降息节奏慢于预期；海外投资者对美股投资需求超预期；AI 对美国劳动生产率提升幅度超预期。

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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