

欧洲宏观月报

永安期货研究中心宏观团队
2025年5月30日

Contents

目录

- 01 综述
- 02 宏观动态
- 03 经济数据
- 02 资产表现

01 综述

整体评估	5月欧美关税呈现缓和态势，欧洲通胀降温，6月欧央行降息预期仍存，资产的风险偏好有所修复。	
基本面	经济	5月欧洲通胀超预期降温，总体通胀今年以来首次低于2%，核心通胀的同步降温，主要因为能源和服务业价格的下降，强化了欧央行的降息预期。5月PMI数据延续制造业修复，服务业维持在枯荣线之下。受到关税缓和影响，经济调查数据修复。
	政策	财政政策方面，默茨当选总理，德国的财政扩张改革有望延续，6月预计首先推出减税计划。货币政策方面，市场预期6月欧央行继续降息。
	资产	5月份美欧利差继续缩小，英镑涨幅在G7货币中排名靠前，德国DAX指数修复至关税前水平。
主要矛盾	支撑欧洲资产吸引力提升的理由有三：第一，财政一体化推进困难是这些年欧元资产相对承压的重要原因，但今年以来欧洲展现出更加团结的态度。第二，中美关系紧张，欧洲在中间存在一定战略机遇。第三，美债信用问存疑，德国等高等级的欧洲债券资产或被视为美债的部分替代。	
策略	美国财政可持续性担忧+迟迟不来的降息，欧洲宽财政预期+宽货币延续使得中期来看欧洲资产吸引力上升，短期由于关税谈判的风险持谨慎乐观。	

02 宏观动态

关税事态较上月有所缓和

- 5月以来，由于特朗普对多数国家推迟对等关税90天，市场的关注点转向各国和谈进展，重要时间点有5月8日英美达成首份贸易协议，5月12日中美日内瓦联合声明，5月29日美国贸易法庭裁决特朗普多项关税政策无效等。市场目前将10%作为关税底线，谈判从关税转向更多非关税壁垒问题，市场预期最终的关税可能在15%左右。
- 美国：当地时间5月29日，国际贸易法院裁定禁止执行特朗普4月2日发布的“总统IEPA”行政命令，停止对所有国家的10%及以上的普遍关税+对华芬太尼关税，6月7日前落实。但并不影响通过301条款、232条款颁布的关税及调查。特朗普已经向上级法院申请“暂缓实施”，双方需要在6月初提供书面辩护文件。往后看，特朗普争取暂缓令（巡回法庭），并同步向上层法院（最高法）上诉来维权，而特朗普“大政府”使得他的赢面较大。
- 中国：中美日内瓦经贸会谈后5月12日发布联合声明，保留10%和芬太尼关税，24%关税暂停90天，取消升级阶段的91%关税。双方转向非关税壁垒问题，美国限制向中国出口部分半导体、化学、航空技术以及签证发放，中国限制向美国出口关键矿产等。
- 英国：当地时间5月8日，英美达成全球首份贸易协议，保留了10%的基准关税，降低对美出口汽车、钢铝关税（10万辆配额征收10%关税，超出则收25%的232关税），同时扩大对美国农产品、波音飞机购买等。
- 日本：4月22日进行了第一轮和谈，预期在6月中旬在加拿大七国集团首脑峰会进行第二轮和谈，可能新增对美钢铁投资，购买美国芯片，分享造船技术等非关税壁垒问题。
- 欧盟：当地时间5月23日，特朗普宣布拟对所有欧盟商品加征50%关税，但在欧盟请求下于5月25日撤回，同意将谈判截止期延至7月9日。这是典型的高压谈判操作，欧盟将加快与美国谈判进度。欧盟力推“零对零”关税提议，美国提交的要求清单涉及增值税、欧盟食品安全标准及数字服务税等非关税壁垒问题。

899条款：冲击欧洲对美投资信心

- 美国近期通过了899条款，涉及欧洲企业在美国的利润是否受到新的税收的影响：哪怕在美国设的是子公司，但主要母公司是属于欧盟的，也可能被纳入这个所谓的899条款的涵盖范围。
- 一旦这个机制授权美国MoF去执行，一定会对欧洲企业在美的投资信心构成重大影响。因为它的税率是逐年上调的，最高可累计到20%，而且适用范围又这么广，最终可能会侵蚀到包括欧洲企业在美国的利润。他的立法过程特别低调，现在看起来市场和企业界还没有充分的应对好它，这是一个欧洲企业及其关注的过程。

“899” 条款

若某国被美国财政部认定存在“不公平税收”行为，则该国的实体——包括企业、居民甚至这些个人或企业持有的海外受控公司，在美国境内的投资和经营活动都可能将面临更高的税率。上述企业和个人在美国获得的股息、利息和特许权使用费等联邦所得税税率将逐渐提高。首年为现行适用税率加5%，之后逐年增加5%，最高可增加20%。据美国国会预算办公室称，如果该法案获得参议院批准，未来十年将为美国政府增加1160亿美元的税收收入。

欧洲的财政蓄势待发

- 5月6日，经过两轮投票，默茨当选德国总理，在经济层面，默茨提出的核心政策是“财政扩张”，特别是要重振国防工业，起效可能在2025下半年或2026年，**据日经中文网报道，默茨可能在6月出台书面政策。**
- 额度上包括**5000亿欧元基建+5000亿欧元国防**，未来10年德国财政增支或达万亿级别，空间较大。
- 国防方面，超过GDP 1%的相关开支均被豁免受限，目前德国军费支出占GDP比重约为2.1%，2026年或达到2.5%，2028年渐次达到3.5%，后续3年额外增支或超1000亿欧元。
- 基建方面，设立5000亿欧元的基础设施投资基金，其中1000亿用于气候生态，其余用于民防、交通等新旧基建，分12年拨付。
- 影响方面，预计2025年GDP贡献在0.3%左右，2026-2027达到1.2%左右，滞后效应导致**短期较难抵消整体的贸易冲击带来的下行压力。**



德国的财政计划

- 1、打破国防开支约束，超过GDP 1%的国防开支将排除在“债务刹车”计算范围外。
- 2、放宽地方债务限制，允许州举债至GDP的0.35%。
- 3、设立5000亿预算外专项基金，将在10年内使用。

英国和欧盟签署合作协议

- 当地时间5月19日，英国欧盟峰会上（2020年英国脱欧以来的第一次英欧峰会），英国与欧盟签署突破性协议，协议有望改善英国经济增长前景，但代价是英国需接受欧盟规则及其法院的监督权。

NEWS > TRADE

EU and UK ink post-Brexit deal on security, fisheries and energy

The partnership agreement comes nearly a decade after the UK voted to leave the European Union.

SHARE



Negotiators worked late into the night on Sunday to strike the accord. | Pool photo by Andy Rain/EPA-EFE

合作协议主要内容

- 1、防务与安全合作协议
- 2、共同应对地缘政治挑战的联合声明
- 3、关于其他一系列问题的“共同谅解”文件
(减少贸易壁垒、
延长渔业权至2038年、
能源农业等合作)

地缘：中东停战困难

- **巴以**：胡塞武装袭击以色列造成50多人死亡，当地时间6月4日下午4点，联合国安理会就一份涉及加沙地带停火和人道主义的决议草案进行表决，**美国独家否决，该草案未获通过**。据悉，哈马斯愿意开启新一轮加沙停火间接谈判。
- **俄乌**：6月2日，俄罗斯与乌克兰第二轮直接谈判在伊斯坦布尔举行，据悉，俄方当天向乌方转交了关于乌克兰问题的备忘录，乌方表示预计将用**一周时间研究该文件并协调进一步举措**。而日前乌克兰实施了代号“**蛛网**”的**特别军事行动**，使用无人机对俄罗境内军用机场、桥梁等进行打击，局势再次升级。
- **印巴**：4月底以来，巴基斯坦与印度在巴控克什米尔发生交火，以印度在空中战败而告终，5月31日，印度国防参谋长阿尼尔·乔汉首次承认，印度在近期印巴冲突中损失了战斗机。

俄方备忘录

(三个章节，两种停火方案，31项具体条款)

第一章节：“关于彻底解决乌克兰危机的建议”

第二章节：停火方案

第三章节：后续步骤和实施日期。

OIS定价欧央行6月再降息25BP



- 欧洲央行4月降息25BP，连续第七次降息，更多是出于对关税担忧。
- 5月末OIS欧央行降息定价次数较月初整体下调，但仍预计6月降息25BP，主要因为贸易战有所缓和。此外，欧洲近月降息概率大于美国，这意味着两者的利差可能依然维持高位。展望前路，特朗普关税政策、油价下跌、财政扩张的背景下，欧洲经济下行的风险大于通胀上升。欧洲央行的降息步伐相比美国更加积极，目前OIS定价6月欧央行降息概率大于美联储。

图1 ECB月初降息定价

图2 FED月末降息定价

图3 ECB月末降息定价

地区: 欧元区 »		工具: 隔夜指数掉期 »			
目标利率	2.2500	定价日期	05/07/2025		
有效利率	2.1670	当前隐含隔夜利率	2.166		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
06/05/2025	-0.922	-92.2%	-0.230	1.935	0.250
07/24/2025	-1.528	-60.6%	-0.382	1.783	0.250
09/11/2025	-1.998	-46.9%	-0.499	1.666	0.250
10/30/2025	-2.255	-25.8%	-0.564	1.602	0.250
12/18/2025	-2.544	-28.8%	-0.636	1.530	0.250
02/05/2026	-2.622	-7.8%	-0.655	1.510	0.250
03/19/2026	-2.466	+15.6%	-0.616	1.549	0.250

地区: 美国 »		工具: 隔夜指数掉期 »			
目标利率	4.50	定价日期	05/30/2025		
有效利率	4.33	当前隐含隔夜利率	4.330		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
06/18/2025	-0.036	-3.6%	-0.009	4.321	0.250
07/30/2025	-0.252	-21.6%	-0.063	4.267	0.250
09/17/2025	-0.792	-54.0%	-0.198	4.132	0.250
10/29/2025	-1.320	-52.8%	-0.330	4.000	0.250
12/10/2025	-1.984	-66.4%	-0.496	3.834	0.250
01/28/2026	-2.404	-42.0%	-0.601	3.729	0.250
03/18/2026	-2.896	-49.2%	-0.724	3.606	0.250
04/29/2026	-3.294	-39.9%	-0.824	3.506	0.250

地区: 欧元区 »		工具: 隔夜指数掉期 »			
目标利率	2.2500	定价日期	05/30/2025		
有效利率	2.1610	当前隐含隔夜利率	2.170		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
06/05/2025	-0.984	-98.4%	-0.246	1.924	0.250
07/24/2025	-1.272	-28.7%	-0.318	1.852	0.250
09/11/2025	-1.794	-52.2%	-0.448	1.721	0.250
10/30/2025	-1.977	-18.3%	-0.494	1.675	0.250
12/18/2025	-2.261	-28.4%	-0.565	1.604	0.250
02/05/2026	-2.352	-9.1%	-0.588	1.582	0.250
03/19/2026	-2.392	-4.0%	-0.598	1.572	0.250
04/30/2026	-2.390	+0.2%	-0.597	1.572	0.250

03 经济数据

PMI:制造业继续修复，服务业有所拖累



■ 5月PMI数据延续制造业修复，服务业维持在枯荣线之下。5月欧洲PMI50.2（前值50.1），制造业PMI49.4（前值49），服务业PMI 49.7（前值49.7）。

图1 欧元区PMI

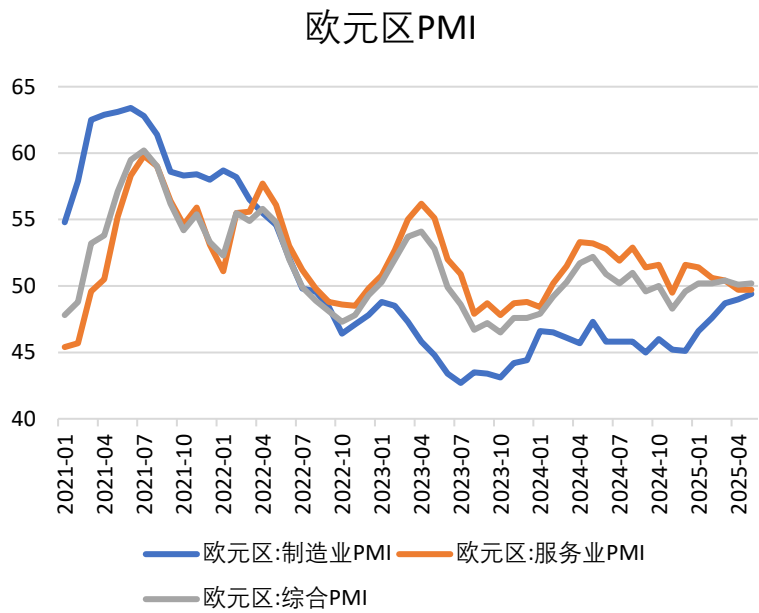


表1 欧元区分国家PMI

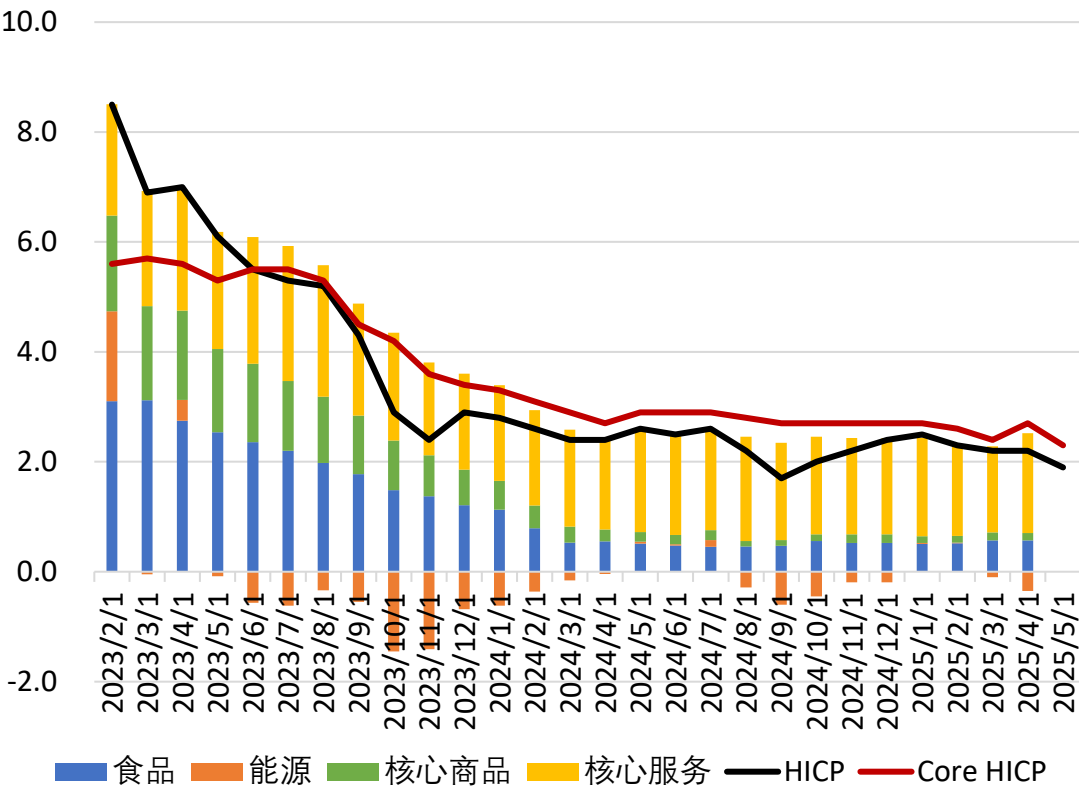
时间	2025年5月	2025年4月	2025年3月	2025年2月	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月
综合PMI									
欧元区	50.2	50.1	50.4	50.2	50.2	49.6	48.3	50	49.6
德国	48.5	49.7	50.9	50.4	50.1	48	47.2	48.6	47.5
法国	49.3	47.3	47	45.1	48.3	47.5	45.9	48.1	48.6
意大利	52.5	50.5	51.9	51.9	49.7	47.7	51	49.7	50.8
西班牙	51.4	54	55.1	55.1	56.8	53.2	55.2	56.3	53.5
英国	50.3	48.2	52	50.5	50.9	50.4	50.5	51.8	52.6
美国	53	50.6	53.5	51.6	52.4	55.4	54.9	54.1	54
制造业PMI									
欧元区	49.4	49	48.7	47.6	46.6	45.1	45.2	46	45
德国	48.3	48.4	48.3	46.5	45	42.5	43	43	40.6
法国	49.8	48.7	48.9	45.8	45	41.9	43.1	44.5	44.6
意大利	49.2	49.3	47.4	47.4	46.3	46.2	44.5	46.9	48.3
西班牙	50.5	48.1	49.7	49.7	50.9	53.3	53.1	54.5	53
英国	46.4	45.4	44.6	46.9	48.3	47	48	49.9	51.5
美国	52	50.2	49.8	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3
服务业PMI									
欧元区	49.7	49.7	50.4	50.6	51.4	51.6	49.5	51.6	51.4
德国	47.1	48.8	50.2	51.1	52.5	51.2	49.3	51.6	50.6
法国	48.9	46.8	46.6	45.3	48.9	49.3	46.9	49.2	49.6
意大利	53.2	52	53	53	50.7	49.2	52.4	50.5	51.4
西班牙	51.3	54.7	56.2	56.2	57.3	53.1	54.9	57	54.6
英国	50.9	48.9	53.2	51	51.2	51.1	50.8	52	52.4
美国	53.7	50.8	54.3	51	52.8	56.8	56.1	55	55.2

通胀:能源价格下跌，服务价格上涨

- 4月欧元区HICP同比2.2%，核心HICP同比2.7%。从分项数据来看，能源主要因为关税+4月份欧佩克增产预期导致油价下跌。服务业中餐饮、航空客运、住宿、娱乐等价格同比较3月均有所上涨。展望未来，短期来看，价格跌到成本线附近，叠加交易夏天旺季需求，油价可能小幅反弹；中长期来看，欧佩克7月可能继续增产，加上关税导致的全球需求减缓仍然对油价形成压制。
- 5月HICP同比1.9%（预期2%），核心HICP同比2.3%（预期2.4%），主要因为能源和服务业都有所降温。影响方面，欧元区通胀8个月以来首次低于2%，核心通胀的同步降温强化了欧央行的降息预期。

图1欧元区通胀分项贡献

图2 5月欧元区通胀分项贡献



	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
		2025	May 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25
All-items HICP	1000.0	2.6	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	1.9e	0.0e
All-items excluding: energy	906.0	2.8	2.7	2.6	2.6	2.5	2.8	2.5e	0.1e
energy, unprocessed food	863.4	2.9	2.7	2.7	2.6	2.5	2.7	2.4e	0.1e
energy, food, alcohol & tobacco	712.8	2.9	2.7	2.7	2.6	2.4	2.7	2.3e	0.0e
Food, alcohol & tobacco	193.3	2.6	2.6	2.3	2.7	2.9	3.0	3.3e	0.5e
processed food, alcohol & tobacco	150.6	2.8	2.9	2.6	2.6	2.6	2.4	2.9e	0.6e
unprocessed food	42.7	1.8	1.6	1.4	3.0	4.2	4.9	4.4e	0.1e
Energy	94.0	0.3	0.1	1.9	0.2	-1.0	-3.6	-3.6e	-1.2e
Non-energy industrial goods	256.3	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6e	0.1e
Services	456.5	4.1	4.0	3.9	3.7	3.5	4.0	3.2e	-0.1e

欧元区5月经济景气度修复



■ 5月ZEW调查数据修复，而更高频的花旗经济意外指数显示景气度预期基本回到关税前。

图1 美欧经济意外指数重新收敛

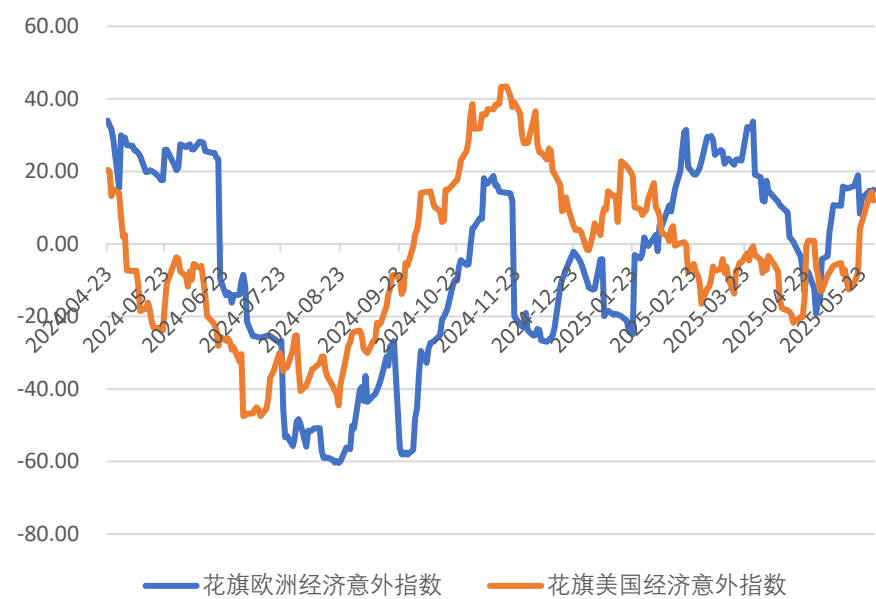
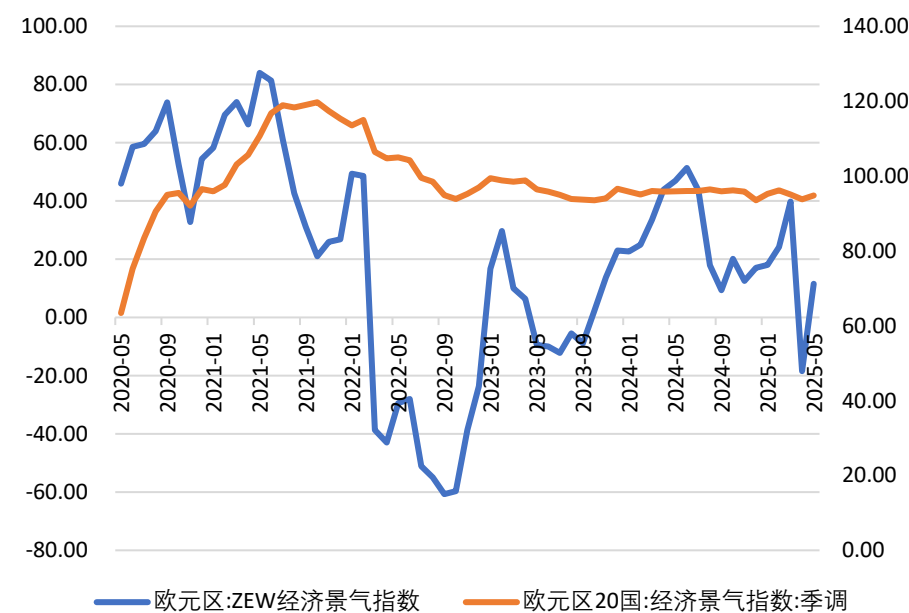


图2 欧元区ZEW经济景气度指数跳水



04 资产表现

5月以来非美货币延续升值

- 5月以来，非美货币继升值，绝对涨幅较4月下降。**英镑在G7货币涨幅中排名前列**，主要因为（1）通胀超预期，（2）英美达成全球首份关税协议，（3）英国和欧盟签署合作协议。
- 3月以来，德美利差与汇率走出背离，可能反映了资金从美元流入欧洲的趋势。展望来看，特朗普政策处于混乱状态，全球秩序重构+美国政策高度不确定性的环境可能会持续，美元可能仍趋势性偏弱，利好非美资产。

图1 5月以来欧元继续升值

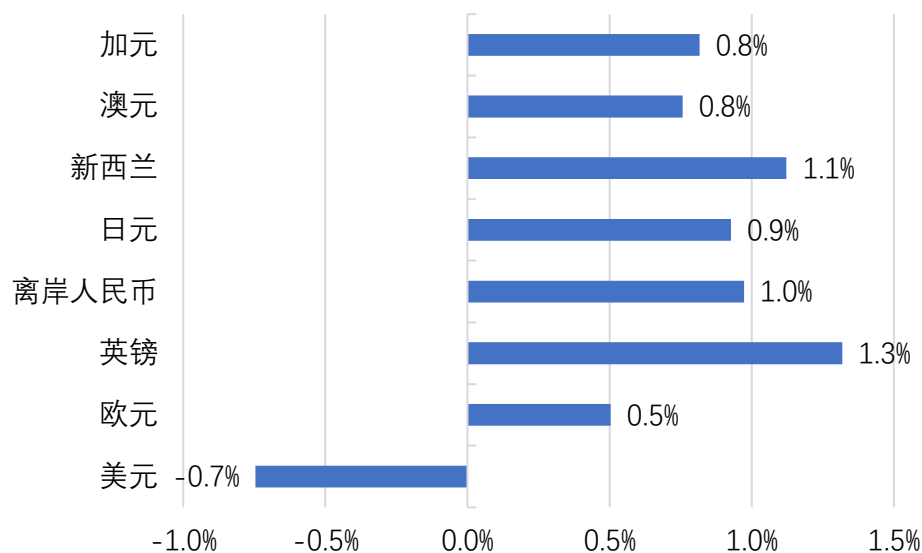
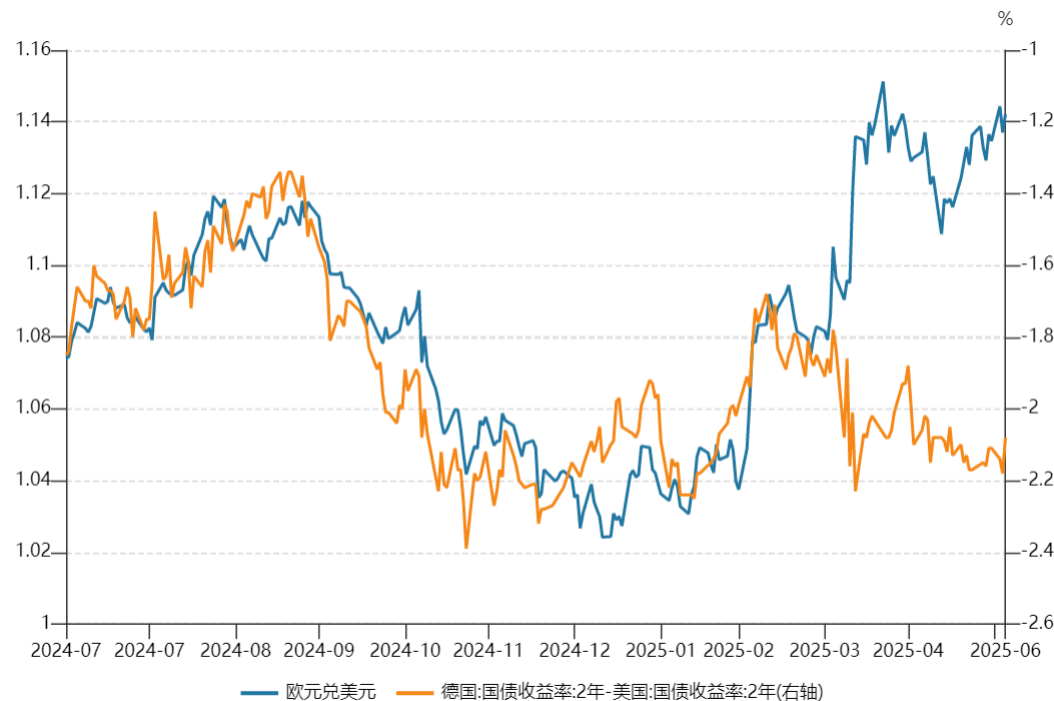


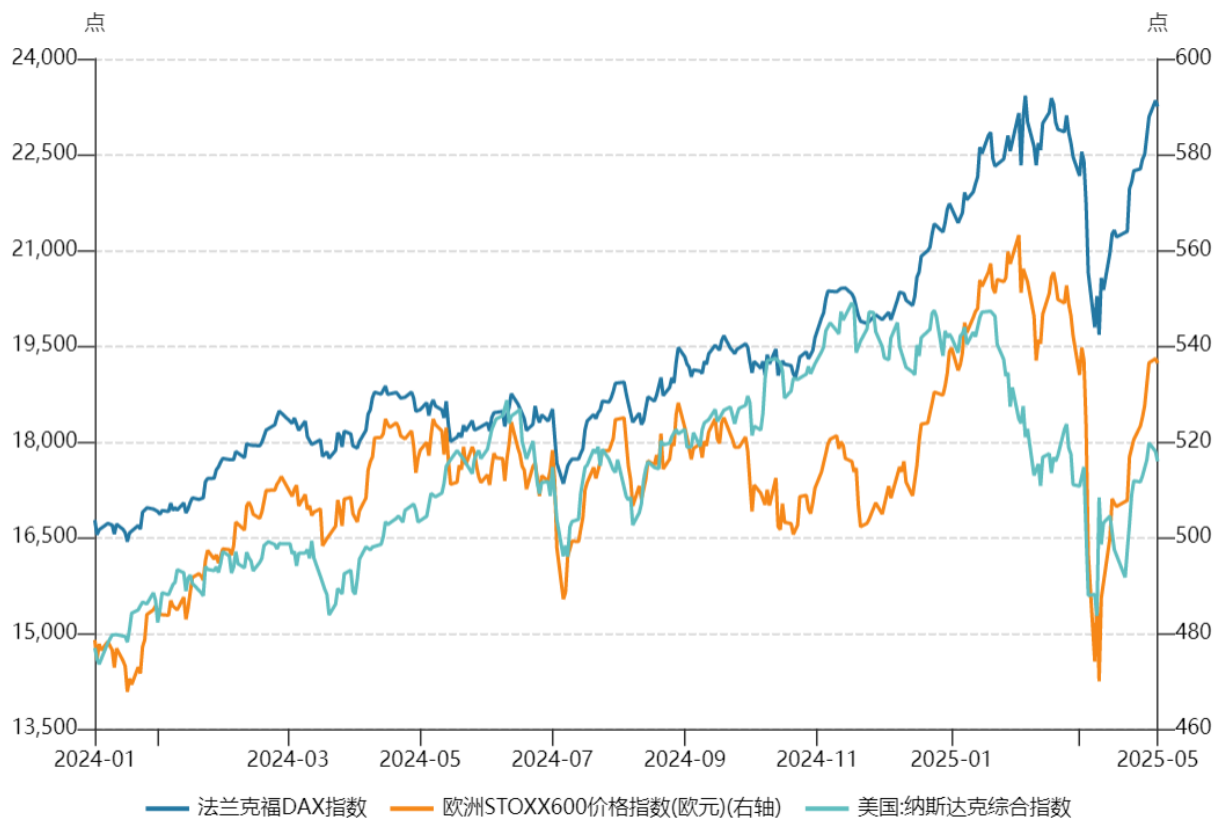
图2 美德十年期国债收益率和汇率



欧洲股市下跌基本修复

■ 5月份，关税对欧洲股市的影响边际钝化，而通胀下降、降息、财政扩张、英美和谈等多重利好因素都构成了欧洲股市5月上涨的动力。

图1 欧洲主要股指



谢谢
THANKS



免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我们对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。