

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

《4 月经济呈供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充》 -
2025.05.20

宏观观点

海外宏观周报：市场开始关注美国减税

● 核心观点

美国关税再度出现反复，但目的更多是出于特朗普“交易的艺术”。5月23日，特朗普威胁自6月1日起对欧盟商品征收50%关税，此时距离90天暂缓期满还有一个多月。同日美国财长贝森特表示，4月初提出的90天暂停是基于真诚的谈判。特朗普认为欧盟的提议质量不高，希望这样做能激励欧盟采取行动。北京时间26日凌晨，特朗普表示已与欧盟委员会主席冯德莱恩通话，同意将50%关税的实施期限推迟至7月9日，即4月9日开始的90天暂缓期结束时。

周四，美国国会众议院以215票赞成、214票反对、1票弃权，通过了财政和税改“和解法案”。国会预算办公室的最新预测显示，这项法案将在未来十年内使美国政府债务增加2.4万亿美元，而当前债务规模已经超过36万亿美元。预计该法案在参议院将面临进一步修订，争议焦点或集中在医疗保险条款以及州和地方税扣除方面。国会领导人希望能在7月4日前将最终方案提交给总统特朗普，以便在财政部资金消耗殆尽之前及时提高债务上限。财政部此前曾警告，资金最早可能在8月枯竭。

虽然预计和解法案有望推动宏观叙事从关税转向财政刺激，但对赤字的担忧令市场情绪复杂。受此影响，上周美元指数进一步走弱。我们回顾历史美元周期发现，在贬值阶段，权益资产表现良好，其中非美股市明显优于美股；大宗商品如铜、黄金、原油等亦呈现上涨趋势。

● 风险提示：

美国削减赤字超预期，财政前景改善。

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.....	8
3 风险提示.....	11

图表目录

图表 1: 美元贬值周期下, 非美股市跑赢美股	5
图表 2: 美国房屋销售情况	5
图表 3: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 4: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 5: 欧元区 4 月 CPI (%)	6
图表 6: 日本 4 月核心 CPI (%)	6
图表 7: 本周重要数据与事件	7
图表 8: 市场定价年内还有 2 次降息	10

1 海外宏观数据跟踪

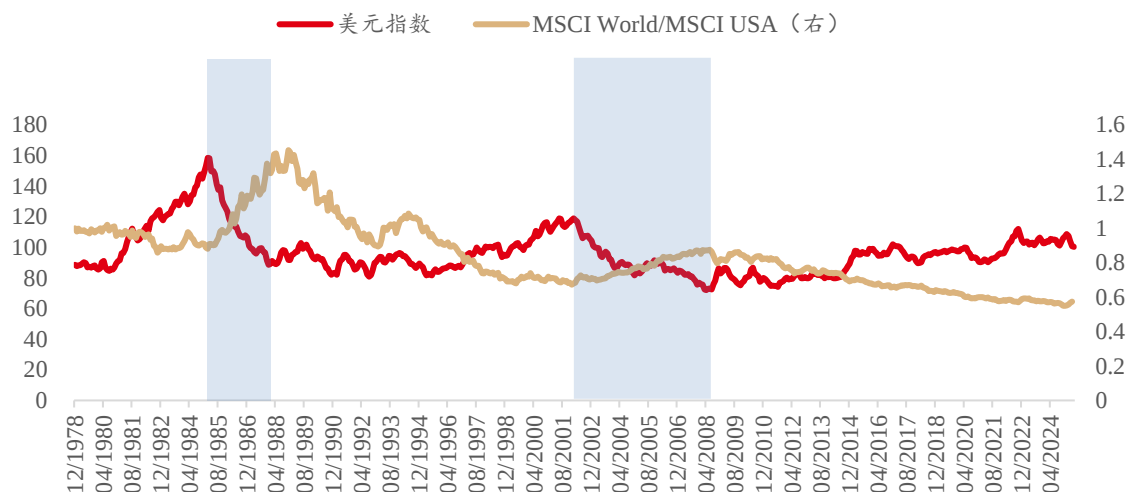
1.1 上周重要事件与数据跟踪

美国关税再度出现反复，但目的更多是出于特朗普“交易的艺术”。5月23日，特朗普威胁自6月1日起对欧盟商品征收50%关税，此时距离90天暂缓期满还有一个多月。同日美国财长贝森特表示，4月初提出的90天暂停是基于真诚的谈判。特朗普认为欧盟的提议质量不高，希望这样做能激励欧盟采取行动。北京时间26日凌晨，特朗普表示已与欧盟委员会主席冯德莱恩通话，同意将50%关税的实施期限推迟至7月9日，即4月9日开始的90天暂缓期结束时。

周四，美国国会众议院以215票赞成、214票反对、1票弃权，通过了财政和税改“和解法案”。国会预算办公室的最新预测显示，这项法案将在未来十年内使美国政府债务增加2.4万亿美元，而当前债务规模已经超过36万亿美元。预计该法案在参议院将面临进一步修订，争议焦点或集中在医疗保险条款以及州和地方税扣除方面。国会领导人希望能在7月4日前将最终方案提交给总统特朗普，以便在财政部资金消耗殆尽之前及时提高债务上限。财政部此前曾警告，资金最早可能在8月枯竭。

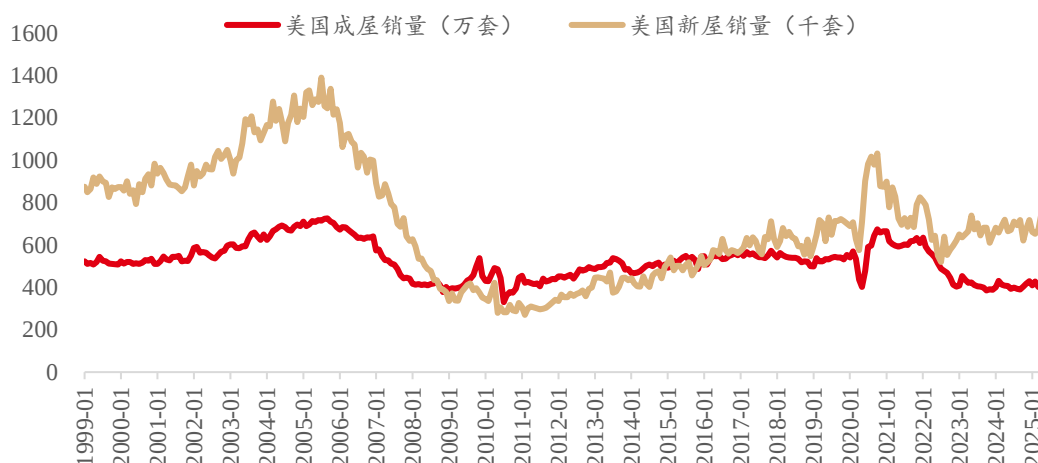
虽然预计和解法案有望推动宏观叙事从关税转向财政刺激，但对赤字的担忧令市场情绪复杂。受此影响，上周美元指数进一步走弱。我们回顾历史美元周期发现，在贬值阶段，权益资产表现良好，其中非美股市明显优于美股；大宗商品如铜、黄金、原油等亦呈现上涨趋势。

图表1：美元贬值周期下，非美股市跑赢美股



资料来源：Wind, curvo, 中邮证券研究所

图表2：美国房屋销售情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：美国初请失业金人数 (万人)



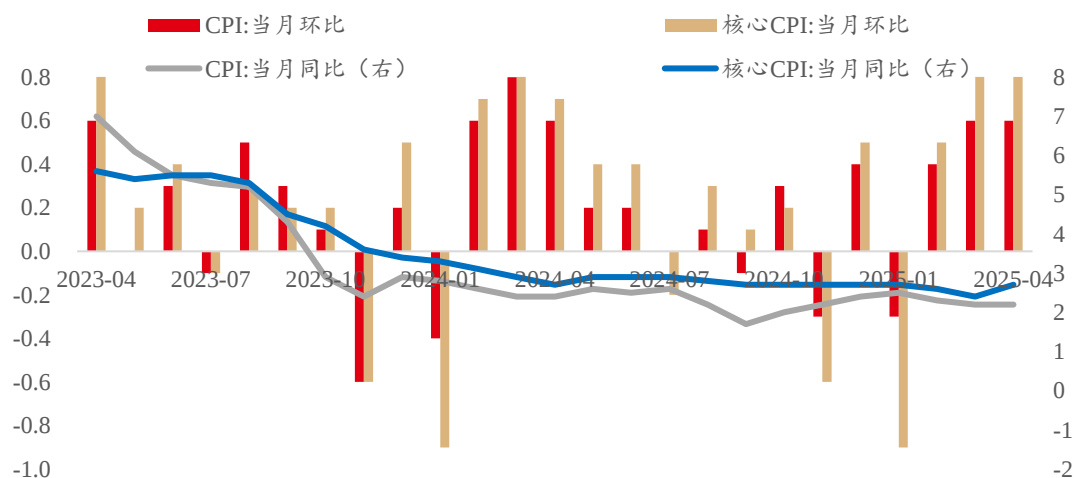
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：美国续请失业金人数 (万人)



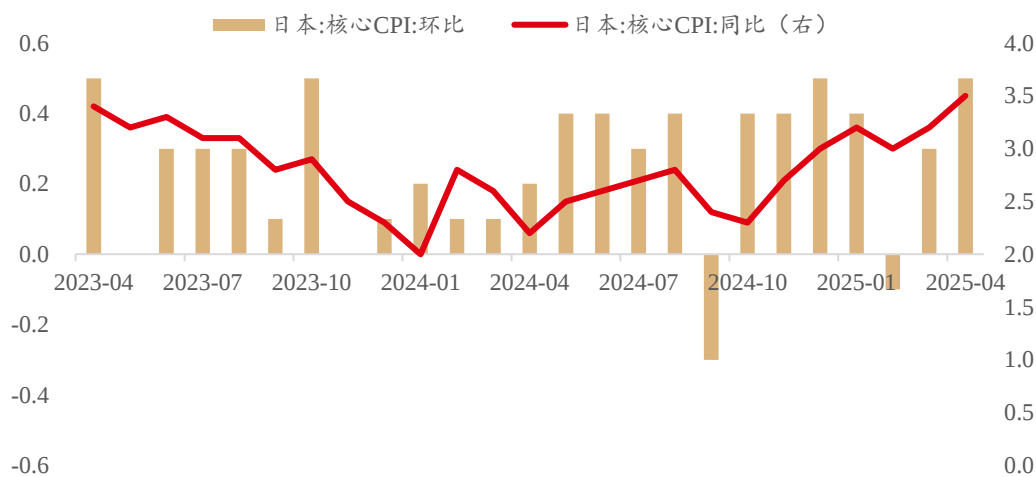
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：欧元区 4 月 CPI（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：日本 4 月核心 CPI（%）



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7：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	预测值	前值
2025/5/26 5:20	美联储主席鲍威尔在普林斯顿大学毕业典礼发表毕业致辞。			
2025/5/26 21:00	欧洲央行行长拉加德在柏林赫尔蒂学院发表讲话。			
2025/5/26 21:30	欧洲央行管委内格尔发表讲话。			
2025/5/27 8:00	日本央行行长植田和男在央行主办的"货币政策的新挑战"会议上致开幕词，随后国际清算银行(BIS)总经理卡斯滕斯发表演讲。			
2025/5/27 15:00	欧洲央行管委维勒鲁瓦在 ACPR 年度报告发布会上发表讲话并出席发布会。			
2025/5/27 16:00	2026 年 FOMC 票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利参加日本银行金融研究所会议的政策小组讨论并发表演说。			
2025/5/27 17:00		欧元区 5 月工业景气指数		-11.20
		欧元区 5 月经济景气指数	94.20	93.60
2025/5/27 20:30		美国 4 月耐用品订单月率	-8.10%	9.20%
2025/5/27 21:00		美国 3 月 FHFA 房价指数月率		0.10%
		美国 3 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数年率		4.50%
2025/5/27 22:00		美国 5 月谘商会消费者信心指数	88.00	86.00
2025/5/27 22:30		美国 5 月达拉斯联储商业活动指数		-35.80
2025/5/28 待定	美国副总统万斯在“比特币 2025”大会上发表讲话。			
2025/5/28 0:00	欧洲央行管委内格尔发表讲话。			
2025/5/28 8:00	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯参加日本央行金融研究所会议的小组讨论。			
2025/5/28 16:00	2026 年 FOMC 票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利在庆应义塾大学参加对谈与问答活动。			
2025/5/28 22:00		美国 5 月里奇蒙德联储制造业指数		-13
2025/5/29 2:00	美联储公布 5 月货币政策会议纪要。			
2025/5/29 20:30		美国至 5 月 24 日当周初请失业金人数(万人)		22.70
	2027 年 FOMC 票委、里奇蒙德联储主席巴尔金参加一场炉边谈话。			

		美国第一季度实际 GDP 年化季率修正值	-0.30%	-0.30%
2025/5/29 22:00		美国 4 月成屋签约销售指数月率		6.10%
2025/5/29 22:40	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参与一场问答。			
2025/5/30 4:00	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利参加奥克兰扶轮社与经济相关的炉边谈话。			
2025/5/30 7:30		日本 4 月失业率	2.50%	2.50%
2025/5/30 8:25	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根为一场活动致开幕词，并参与对话。			
2025/5/30 20:30		美国 4 月核心 PCE 物价指数年率	2.50%	3%
		美国 4 月个人支出月率	0.20%	0.70%
		美国 4 月核心 PCE 物价指数月率	0.10%	0.00%
2025/5/30 21:45		美国 5 月芝加哥 PMI	45.50	44.60
2025/5/30 22:00		美国 5 月密歇根大学消费者信心指数终值		50.80
		美国 5 月一年期通胀率预期终值		7.30%
2025/5/31 0:20	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克为一场活动致欢迎辞。			
2025/5/31 7:30	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比参加一场问答活动。			

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 美联储副主席杰斐逊：

中央银行已准备好提供流动性，确保金融稳定；降低道德风险和维护货币储备是关键。当下贴现窗口稳健，未来将继续保持稳定状态。当下美联储政策处于良好状态，但面临来自政府政策的风险；控制通胀十分重要，需警惕持续的价格上涨。现在判断政策如何影响劳动力市场为时尚早，建议等待并观察政策发展再做判断。

2. 纽约联储主席威廉姆斯：

当前经济数据较好，就业接近充分，劳动力市场处于平衡，通胀缓慢下降。美元作为全球储备货币地位稳固，投资者对美国市场依然看好，核心固收市场运行良好。

消费韧性强，但消费者谨慎情绪和贸易不确定性可能对经济带来负面影响。美联储缩表之路依然漫长，缩表不会影响市场价格。货币政策略有限制性但处于良好位置，预计 6、7 月后经济逐渐明朗。

3. 圣路易联储主席穆萨莱姆：

货币政策目前状况良好，通胀预期稳定时应平衡应对通胀与失业。如果通胀预期变得不稳定，美联储应优先考虑物价稳定，保持政策灵活。美联储做出政策决定不考虑政治因素，其独立性是保持通胀预期稳定的关键。

美国经济潜力依然存在，劳动力市场稳定，通胀依然高于 2% 的目标，长期通胀预期依然稳定。贸易局势和关税可能导致劳动力市场走软，对通胀的影响期限仍待观察。在高度不确定性下，企业和家庭决策受影响，对经济前景影响重大。劳动力增长仍持续，部分行业出现劳动力短缺。

4. 芝加哥联储主席古尔斯比：

50% 的欧盟关税将对供应链造成严重冲击，企业普遍担忧持续的关税可能扰乱供应链，导致价格上涨。最高法院似乎承认了美联储独立的重要性。短期内美联储需要等待局势明朗后再做行动。美联储将关注长期收益率的上升对实际经济活动产生直接影响和关税对经济可能产生的滞涨影响。

当下无需过度担忧金融稳定，利率仍处于历史区间内。美国财政稳定性出现危机会使利率走高。美国经济在市场波动下依然强劲。如果关税和不确定性不对通胀构成威胁利率最终可能会下降，因此在未来 10 到 16 个月内仍有可能降息。

5. 亚特兰大联储主席博斯蒂克：

尽管通胀未达预期目标，但美国国债市场表现良好。穆迪评级下调可能对美国经济和金融市场产生广泛影响，包括资金成本和国债需求。国债市场的进一步不稳定将增加不确定性。随着美联储寻求更多透明度，不确定性上市会导致美联储政策的进一步推迟。美国经济活动将放缓，就业市场尚未出现大变化，企业需求依然强劲，足以支撑其现有员工规模。美联储需要对前景更加确定后进行决策。

关税政策的不确定性和延长过渡期可能影响消费者行为和经济前景，具体影响还需观察。消费者的财务状况恶化，可能不及疫情前水平，家庭对价格更加敏感。目前美国的关税水平有所改善但仍处高位，前景依然不明确。

预计今年可能只降息一次，因为了解关税政策需要时间。

6. 克利夫兰联储主席哈玛克：

经济情绪数据令人担忧，巨大不确定性对经济活动造成沉重压力。白宫税收法案使预测变得复杂，特朗普政府贸易、移民等政策的净效应仍不明朗，但未来的政策措施可能抵消贸易政策的影响。

目前美联储不会做出行动应对贸易政策带来的影响，但在通胀及失业方面可能面临挑战。通胀预期保持在相当稳定的水平，如果发生变化，美联储可能会采取行动。未来可能出现滞涨。

7. 美联储理事沃勒：

市场关注财政政策，期待财政纪律加强。当前经济表现良好，政策方向正确。关税影响尚不明显，若关税接近 10%，下半年经济仍能保持稳定。关税被视为一次性价格上涨，对通胀影响有限，市场关注财政政策，期待财政纪律有所加强。若关税下降，预计美联储将在下半年降息。

图表8：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
2025/6/18					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	94.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	23.9%	74.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.8%	47.7%	40.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.5%	30.9%	43.6%	18.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	22.6%	39.3%	27.1%	6.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	12.1%	29.6%	34.2%	18.4%	3.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	7.3%	21.4%	32.0%	25.8%	10.6%	1.7%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.9%	11.4%	24.5%	30.2%	21.4%	8.0%	1.2%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.3%	6.2%	16.4%	26.7%	26.8%	16.2%	5.4%	0.8%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	18.6%	26.7%	24.6%	13.9%	4.4%	0.6%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.8%	10.7%	20.5%	26.2%	22.1%	11.7%	3.5%	0.5%
2026/10/28	0.2%	1.1%	4.4%	11.6%	21.0%	25.9%	21.2%	11.0%	3.3%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.3%	11.4%	20.8%	25.7%	21.3%	11.3%	3.5%	0.5%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

美国削减赤字超预期，财政前景改善。

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