

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

《外需波动影响信贷，加速改善可期》
- 2025. 05. 16

宏观观点

海外宏观周报：预算法案再成焦点

● 核心观点

上周贸易动态趋于平静，美股趋于上涨，而美债表现不佳，市场关注点逐渐转向国会预算法案。

特朗普“大而美丽的法案”(One Big Beautiful Bill)在争议中艰难推进。上周五上午，共和党在众议院预算委员会关键投票中失败，周末议员们再次召开会议投票表决该法案，最终以 17 票赞成，16 票反对勉强通过，为后续在众议院全体投票扫清了程序障碍。众议院议长约翰逊在福克斯新闻周日节目中表示，众议院和参议院领导人正在“密切协调”最终法案文本，力争在阵亡将士纪念日前取得立法进展。

此外，5 月 16 日，穆迪将美国的主权信用评级从最高级别的 Aaa 下调一级至 Aa1，也向长期美债投资者敲响警钟。这是三大评级机构中最后一个下调美国评级的机构。穆迪指出，美国政府债务持续增长，2024 年联邦赤字占 GDP 的比例达到 6.4%。穆迪还警告称，特朗普政府提出的延长 2017 年减税法案可能在未来十年内增加 4 万亿美元的赤字。

从目前披露的预算草案内容和政治动态来看，新一届政府削减开支的意愿和能力似乎有限，意味着美国长期财政赤字问题恐无法得到根本性解决，评级下调是债务可持续性恶化的“果”而不是“因”。预计美债收益率曲线将进一步陡峭化。

● 风险提示：

预算案削减赤字超预期，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.....	9

图表目录

图表 1: 美国 CPI 各分项情况.....	5
图表 2: 美国 PPI 增速 (%)	5
图表 3: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 4: 美国续请失业金人数 (万人)	6
图表 5: 美国零售销售增速 (%)	6
图表 6: 本周重要数据与事件.....	7
图表 7: 市场定价年内还有 2 次降息.....	9

1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

5月16日，穆迪将美国的主权信用评级从最高级别的Aaa下调一级至Aa1。这是三大评级机构中最后一个下调美国评级的机构。穆迪指出，美国政府债务持续增长，2024年联邦赤字占GDP的比例达到6.4%。穆迪还警告称，特朗普政府提出的延长2017年减税法案可能在未来十年内增加4万亿美元的赤字。

特朗普“大而美丽的法案”(One Big Beautiful Bill)在争议中艰难推进。上周五上午，共和党在众议院预算委员会关键投票中失败，周末议员们再次召开会议投票表决该法案，最终以17票赞成，16票反对勉强通过。众议院议长约翰逊在福克斯新闻周日节目中表示，众议院和参议院领导人正在“密切协调”最终文件。

5月13日至16日，特朗普总统对沙特阿拉伯、卡塔尔和阿联酋进行了为期四天的访问，旨在加强与海湾国家的经济和战略合作。白宫表示，特朗普在此次旅行中从中东获得了总共2万亿美元的投资。

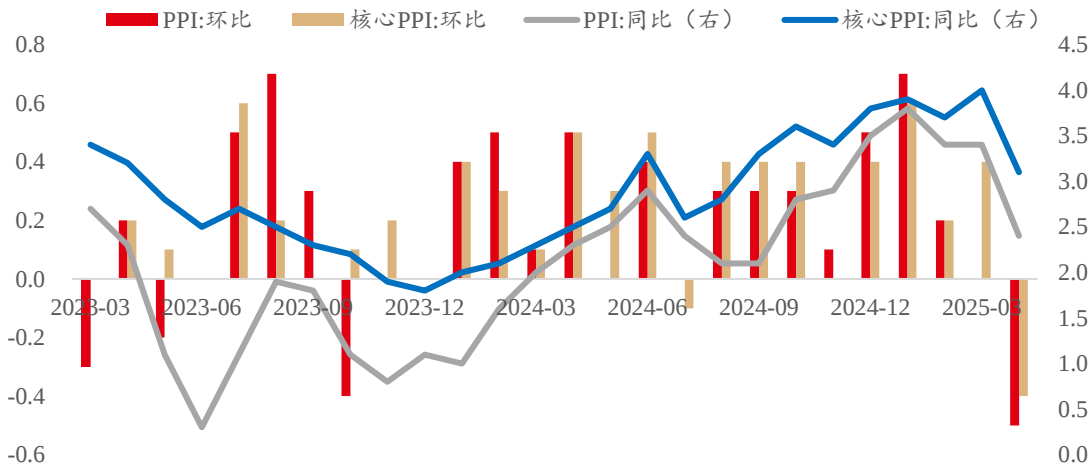
经济数据方面，4月美国核心和总体CPI均环比上涨0.2%，略低于0.3%的市场预期。关税对4月价格的影响相对温和，尽管服务业通胀将继续放缓，但预计未来几个月关税对价格的影响将在商品，尤其是汽车领域显现。4月份美国零售销售额环比仅上涨0.1%，同比增长5.2%，显示消费在关税政策的不确定性下接近停滞。

图表1：美国 CPI 各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-04
CPI	100	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	-0.1	0.2	2.3
食品	13.7	0.2	0.4	0.3	0.4	0.2	0.4	-0.1	2.8
家庭食品	8.1	0.1	0.5	0.3	0.5	0.0	0.5	-0.4	2.0
非家用食品	5.6	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	3.9
能源	6.3	0.0	0.2	2.6	1.1	0.2	-2.4	0.7	-3.7
能源类商品	3.2	-1.0	0.5	4.3	1.9	-0.9	-6.1	-0.2	-11.5
汽油	3.0	-0.9	0.6	4.4	1.8	-1.0	-6.3	-0.1	-11.8
燃油	0.1	-2.3	-1.4	2.1	6.2	0.8	-4.2	-1.3	-9.6
能源服务	3.1	0.7	-0.1	0.8	0.3	1.4	1.6	1.5	6.2
电力	2.4	1.2	-0.4	0.3	0.0	1.0	0.9	0.8	3.6
燃气服务	0.8	0.5	0.5	2.8	1.8	2.5	3.6	3.7	15.7
核心 CPI	80.0	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	2.8
核心商品	19.4	0.0	0.2	0.0	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.1
新交通工具	4.4	0.0	0.6	0.5	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.3
二手汽车和卡车	2.4	1.2	1.3	0.8	2.2	0.9	-0.7	-0.5	1.5
服装	2.5	-0.9	0.1	0.1	-1.4	0.6	0.4	-0.2	-0.7
医疗护理商品	1.5	-0.2	-0.1	0.0	1.2	0.1	-1.1	0.4	1.0
核心服务	60.7	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	0.1	0.3	3.6
住所	35.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	4.0
运输服务	6.4	0.4	0.1	0.5	1.8	-0.8	-1.4	0.1	2.5
医疗护理服务	6.7	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.5	2.7

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国 PPI 增速 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国初请失业金人数（万人）



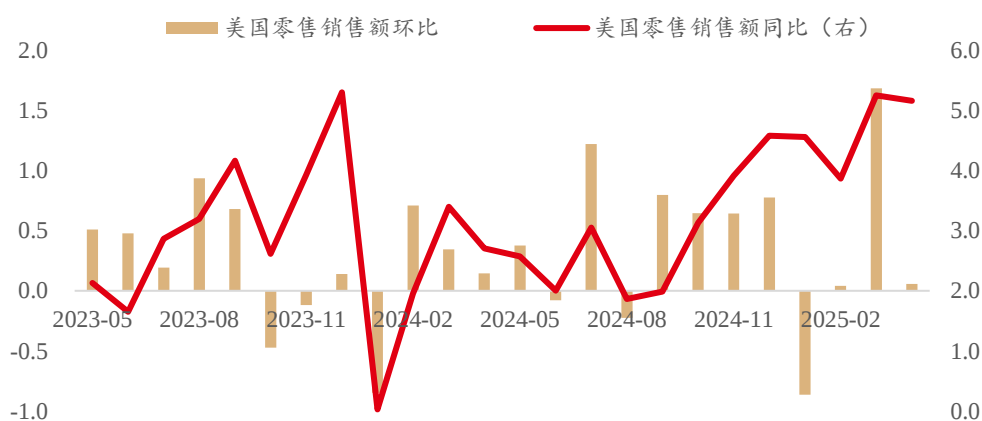
资料来源：Wind，中邮证券研究所

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：美国零售销售增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表6：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	预测值	前值
2025/5/19 5:20	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在纽约州亨普斯特德霍夫斯特拉大学研究生毕业典礼上发表毕业演讲。			
2025/5/19 17:00		欧元区 4 月 CPI 年率终值	2.20%	2.20%
2025/5/19 17:00		欧元区 4 月 CPI 月率终值	0.60%	0.60%
2025/5/19 20:45	美联储副主席杰斐逊发表讲话。			
2025/5/19 20:45	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。			
2025/5/19 22:00		美国 4 月谘商会领先指标月率	-0.90%	-
2025/5/20 16:00		欧元区 3 月季调后经常帐(亿欧元)		343
2025/5/20 22:00		欧元区 5 月消费者信心指数初值	-16	-16.7
2025/5/21 1:00	2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就经济前景和货币政策发表讲话。			
2025/5/21 7:00	2027 年 FOMC 票委博斯蒂克主持会议，2026 年 FOMC 票委哈玛克、2027 年 FOMC 票委戴利发表主旨讲话。			
2025/5/22 0:00	2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金出席名为"美联储倾听"的活动。			
2025/5/22 16:00		欧元区 5 月制造业 PMI 初值	49.3	49
2025/5/22 19:30	欧洲央行公布 4 月货币政策会议纪要。			
2025/5/22 20:30		美国至 5 月 17 日当周初请失业金人数(万人)	23	22.9
2025/5/22 21:45		美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值	50.5	50.2
2025/5/22 21:45		美国 5 月标普全球服务业 PMI 初值	51.5	50.8
2025/5/22 22:00		美国 4 月成屋销售总数年化(万户)	410	402
2025/5/23 2:00	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在货币政策实施研讨会上发表主旨演讲。			
2025/5/23 7:30		日本 4 月核心 CPI 年率	3.40%	3.20%
2025/5/23 22:00		美国 4 月新屋销售总数年化(万户)	69	72.4

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 美联储主席鲍威尔：

美联储正在重新评估其货币政策框架，这次审查是自 2020 年以来的首次，每五年进行一次。鲍威尔指出，当前的政策框架是在通胀持续低迷和利率接近零的环境下制定的，鉴于过去五年的重大经济变化，需要重新考虑货币政策的目标和方法。尽管近期通胀数据有所缓解，但鲍威尔强调，由于特朗普政府的新关税可能导致通胀上升，美联储将继续保持谨慎，等待更明确的经济数据再决定是否调整利率。

2. 美联储副主席杰斐逊：

最新的通胀数据显示美国正在持续朝着美联储 2% 的通胀目标迈进，但未来的通胀走势仍面临不确定性，主要源于新一轮进口关税可能推高物价。关税是否会对通胀形成持续的上行压力，还取决于贸易政策的具体执行方式、对消费品价格的传导程度、供应链的应对能力以及整体经济表现。关于货币政策，当前 4.25% 至 4.5% 的“适度限制性”政策利率区间为应对未来可能出现的经济变化提供了良好位置。当前企业与家庭的信心均有所下滑，需要密切关注经济活动在实际数据中是否出现疲软的迹象。美国经济增长将在今年有所放缓，但仍将保持正增长。

3. 美联储理事巴尔：

美国经济基础稳固，但与关税相关的供应链中断可能导致经济增长放缓和通胀上升。他强调小企业的重要性，以及它们在供应链和整体经济中的作用。贸易政策给前景蒙上了阴影，增加了不确定性。对小企业来说，潜在的供应链中断“尤其严重”，部分原因是它们获得信贷的机会较少。如果企业倒闭，可能会进一步扰乱供应链。

4. 芝加哥联储主席古尔斯比：

美联储不应应对股票市场的波动和经济政策声明作出反应，且目前的经济数据依然保持稳定。由于宏观环境不确定，消费者和企业可能会减少支出和投资计划。他认为当前的经济环境过于嘈杂，警告不要过早从短期波动中得出结论。

中美贸易协议达成后，市场预期通胀和经济增长风险下降，降息时间表推迟。

图表7：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%	11.8%	88.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	33.9%	62.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	20.1%	49.6%	28.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.4%	35.5%	38.5%	13.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.9%	27.3%	37.5%	22.0%	4.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.6%	15.8%	31.5%	31.2%	14.9%	2.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.4%	23.2%	31.4%	23.5%	9.1%	1.4%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.5%	3.6%	12.7%	25.2%	29.5%	20.1%	7.3%	1.1%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.6%	6.7%	16.9%	26.6%	26.3%	15.7%	5.2%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.5%	8.4%	18.6%	26.6%	24.5%	13.9%	4.4%	0.6%
2026/9/16	0.1%	0.9%	3.7%	10.6%	20.2%	26.1%	22.3%	12.0%	3.6%	0.5%
2026/10/28	0.2%	1.2%	4.5%	11.6%	20.9%	25.7%	21.1%	11.0%	3.3%	0.4%
2026/12/9	0.5%	2.2%	6.7%	14.5%	22.4%	24.3%	18.0%	8.6%	2.4%	0.3%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

预算案削减赤字超预期，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