



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

《汇率压力降低放行货币政策，结构性投资机会将再次展开》 -
2025. 05. 09

宏观观点

海外宏观周报：市场静待贸易靴子落地

● 核心观点

贸易问题持续占据头条，美英双方达成了一项有限的协议，降低了部分产品的关税并提高了配额，但 10% 的基础关税仍然存在。作为极少数对美逆差的英国尚且如此，意味着美国对其他国家征收的 10% 基础关税更难取消，这部分关税或将长期存在。

中美谈判的细节尚未披露。美国财政部长斯科特·贝森特周日表示，在日内瓦周末的会谈中，美国与中国取得了“实质性进展”，并将于美国时间的周一宣布更多细节。参与谈判的美国贸易代表贾米森·格里尔表示，“这是非常有建设性的两天，也许分歧不像人们之前认为的那么大。”特朗普在社交媒体上写道，“今天与中国在瑞士举行了非常好的会晤，讨论了很多事情，达成了很多共识。以一种友好而具有建设性的方式进行了全面的重新谈判。”在日内瓦会议之前，特朗普还表示他愿意将对中国的关税降低到 80%。

关税形势降温是近几周风险资产反弹的主要推动力，后续或将“买预期，卖事实”，美股面临阶段性回调风险。

此外，上周的美联储议息会议上，鲍威尔表示维持利率不变，符合市场预期。在高度不确定的贸易政策背景下，美联储选择“等待观察”而非预防性降息，需要等到数据实际走弱后才会进一步调整，预计 6 月议息会议上美联储仍将按兵不动。

● 风险提示：

贸易谈判过程反复。

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.....	6
2 美联储观点跟踪.....	8
3 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国联邦基金目标利率 (%)	4
图表 2: 美国服务业和制造业 PMI	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: 美国预期通胀率 (%)	5
图表 6: 全球供应链指数处于低位	6
图表 7: 欧元区 PPI (%)	6
图表 8: 本周重要数据与事件	7
图表 9: 市场定价年内还有 3 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

贸易问题持续占据头条，美英双方达成了一项有限的协议，降低了部分产品的关税并提高了配额，但 10% 的基础关税仍然存在。

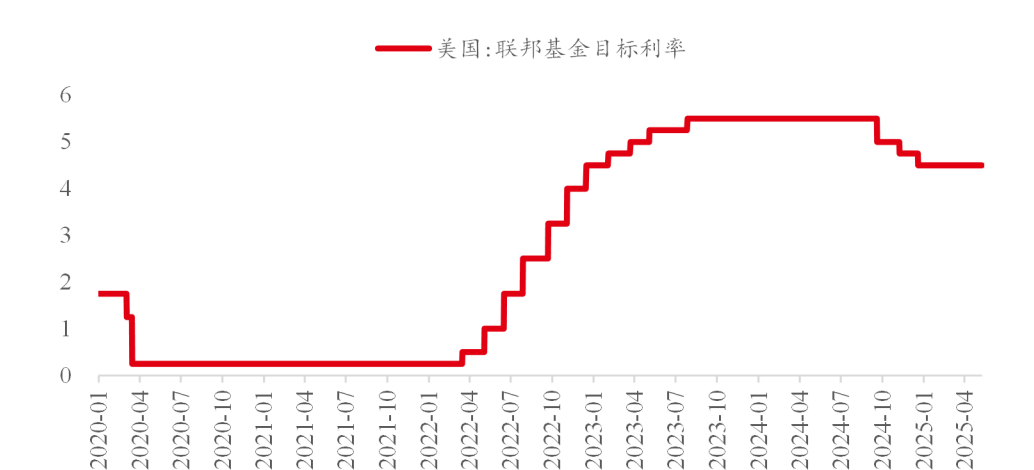
中美谈判的细节尚未披露。美国财政部长斯科特·贝森特周日表示，在日内瓦周末的会谈中，美国与中国取得了“实质性进展”，并将于美国时间的周一宣布更多细节。参与谈判的美国贸易代表贾米森·格里尔表示，“这是非常有建设性的两天，也许分歧不像人们之前认为的那么大。”

特朗普在社交媒体上写道，“今天与中国在瑞士举行了非常好的会晤，讨论了很多事情，达成了很多共识。以一种友好而具有建设性的方式进行了全面的重新谈判。”在日内瓦会议之前，特朗普还曾表示他愿意将对中国的关税降低到 80%。关税形势降温是近几周风险资产反弹的主要推动力。

此外，上周的美联储议息会议上，鲍威尔表示维持利率不变，符合市场预期。在高度不确定的贸易政策背景下，美联储选择“等待观察”而非预防性降息，需要等到数据实际走弱后才会进一步调整。

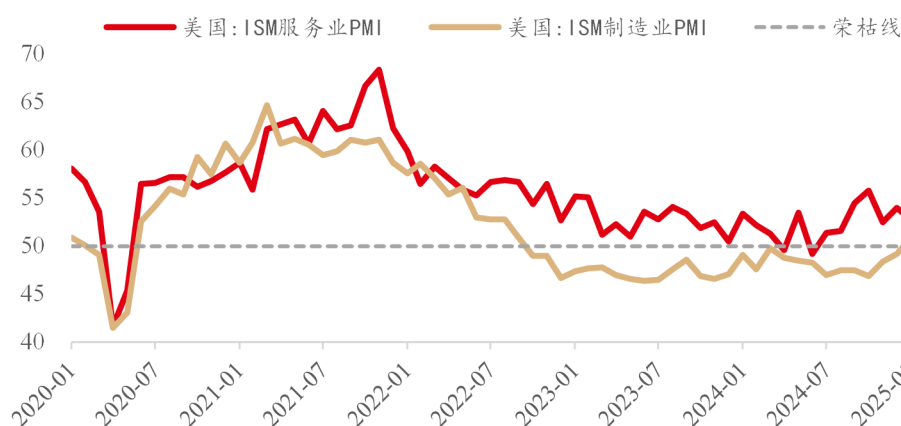
经济数据方面，4 月美国服务业 PMI 上升至 51.6，制造业 PMI 下降至 48.7。一年期、三年期预期通胀率有所上升，但五年期预期通胀率有所下降。4 月全球供应链压力指数处于低位。

图表1：美国联邦基金目标利率（%）



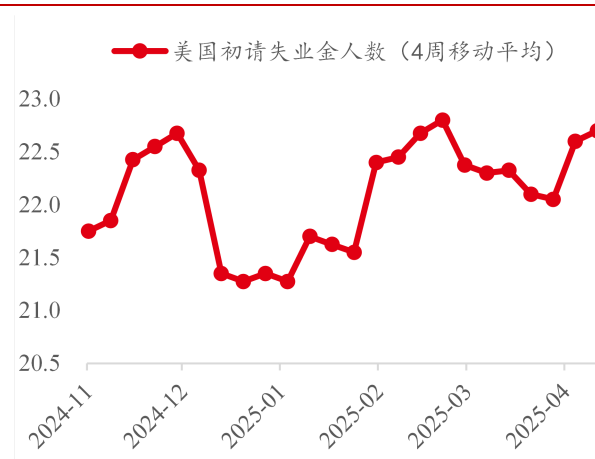
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：美国服务业和制造业 PMI



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）



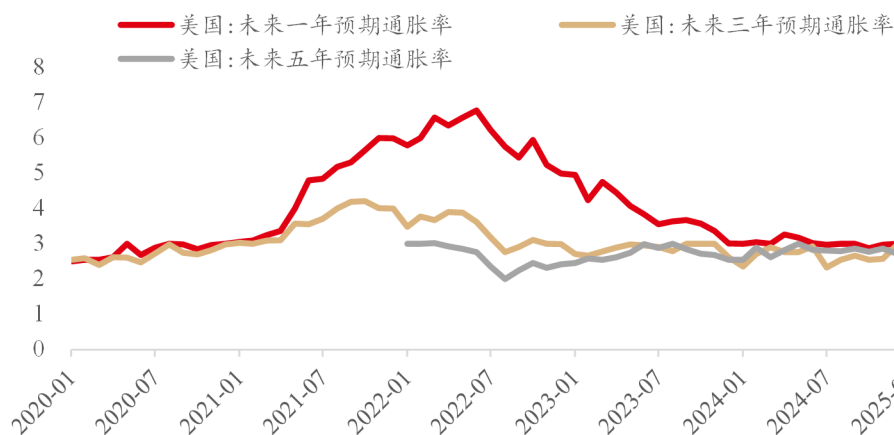
资料来源：Wind，中邮证券研究所

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：美国预期通胀率（%）



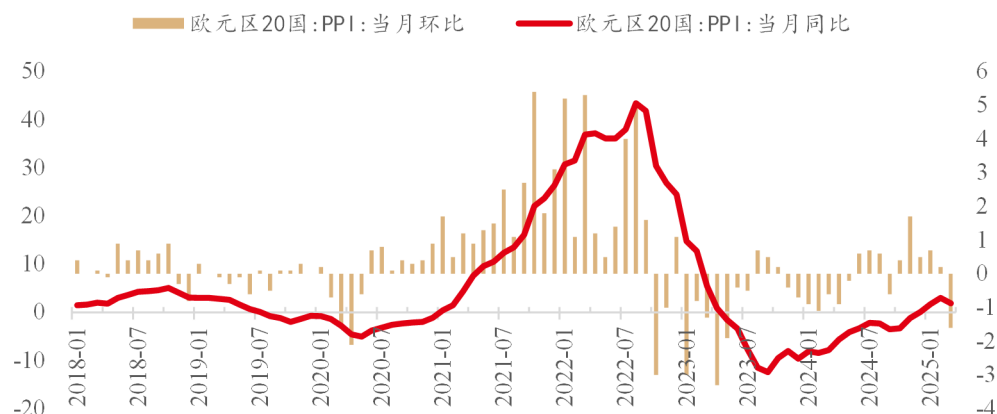
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：全球供应链指数处于低位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：欧元区 PPI (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

展望接下来的一周，周二将公布 CPI 和 NFIB 小企业信心指数。周四将公布纽约联储制造业指数、费城联储制造业指数、零售销售、PPI、工业生产、初请失业金人数和 NAHB 房产市场指数。周五将以住房开工总数、密歇根大学消费者信心指数以及通胀预期数据收尾。

图表8：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	预测值	前值
2025/5/12 7:50		日本 3 月贸易帐(亿日元)	5368	7129
2025/5/12 22:25	美联储理事库格勒发表讲话			
2025/5/13 17:00		欧元区 5 月 ZEW 经济景气指数	-	-18.5
2025/5/13 18:00		美国 4 月 NFIB 小型企业信心指数	94.3	97.4
2025/5/13 20:30		美国 4 月季调后核心 CPI 月率	0.30%	0.10%
2025/5/13 20:30		美国 4 月末季调核心 CPI 年率	2.80%	2.80%
2025/5/13 20:30		美国 4 月末季调 CPI 年率	2.40%	2.40%
2025/5/13 20:30		美国 4 月季调后 CPI 年率	0.30%	-0.10%
2025/5/13 23:00	英国央行行长贝利发表讲话			
2025/5/15 5:40	2027 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利参加一场炉边谈话			
2025/5/15 17:00		欧元区第-季度 GDP 年率修正值	1.20%	1.20%
2025/5/15 17:00		欧元区第一季度季调后就业人数季率终值	-	0.10%
2025/5/15 17:00		欧元区 3 月工业产出月率	1.50%	1.10%
2025/5/15 20:30		美国至 5 月 10 日当周初请失业金人数(万人)	-	22.80%
2025/5/15 20:30		美国 4 月零售销售月率	0.10%	1.50%
2025/5/15 20:30		美国 4 月 PPI 年率	-	2.70%
2025/5/15 20:30		美国 4 月 PPI 月率	0.20%	-0.40%
2025/5/15 20:30		美国 5 月纽约联储制造业指数	-8	-8.1
2025/5/15 20:30		美国 5 月费城联储制造业指数	-9.6	-26.4
2025/5/15 21:15		美国 4 月工业产出月率	0.20%	-0.30%
2025/5/15 22:00		美国 5 月 NAHB 房产市场指数	-	40
2025/5/15	美联储召开第二届 Thomas Laubach 研究会议			
2025/5/16 17:00		欧元区 3 月季调后贸易帐(亿欧元)	-	210
2025/5/16 20:30		美国 4 月新屋开工总数年化(万户)	136.8	132.4
2025/5/16 22:00		美国 5 月一年期通胀率预期初值	-	6.50%
2025/5/16 22:00		美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值	53	52.2

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

上周美联储召开议息会议后解除静默期，委员们讲话密集。他们的观点基本不会偏离周四 FOMC 会议的信息，即宽松政策需要进一步等待观察，美联储需要评估关税驱动的调查数据恶化是否会波及硬性数据。以下是委员们近期发言的要点：

1. 纽约联储主席威廉姆斯（常任票委）：

目前关于“预防性降息”的讨论是“不合时宜的”，因为当前经济形势仍存在不确定性。估计实际中性利率水平约在 0.75% 至 1% 之间。因此，当前的货币政策仍“略显紧缩”。当前数据呈现出“积极但滞后”的实际支出与“令人担忧”的前瞻性调查之间的分化：实际的消费者支出表现尚可，但我们正从企业和其他渠道听到越来越多的反馈，称消费者开始削减部分非必要支出。美联储政策正处于良好位置以观察后续发展。

2. 美联储理事巴尔（常任票委）：

特朗普政府的激进贸易政策可能通过制造出长期持续的通胀压力和更高的失业率，使美联储货币政策决策陷入非常艰难的处境。不过，在进一步了解这些关税举措将如何影响美国经济之前，美国基准利率已处于非常合适的稳健水平。预计从今年晚些时候开始，特朗普所主导的关税政策将不可避免地导致美国通胀加速上升，并使美国以及海外的重要经济体的 GDP 增长放缓。由于美国经济“基础强劲”，美联储的政策制定者们能够长时间保持耐心。回溯性指标显示通胀下降且失业率稳定。“而软数据中的前瞻性指标则令我们感到担忧，我们只能拭目以待。”

3. 美联储理事库克（常任票委）：

美国总统特朗普正在推进的贸易政策可能会抑制美国生产力，并可能迫使美联储在一个效率下降的经济环境中提高利率，以遏制通胀。预计近期贸易政策的变化及其带来的不确定性将在短期内拖累生产力。考虑到双重使命（物价稳定和充分就业）预计都将面临压力，因此有充分的理由将货币政策维持在目前的水平上。

4. 美联储理事库格勒（常任票委）：

受特朗普新关税政策影响，美国企业和消费者在关税生效前集中采购，推动 2022 年以来首次出现 GDP 转负。她警告：“前期抢购潮过后，未来消费支出可能面临回调压力。”不过她也指出，就业市场、居民收入等核心指标仍显示经济具备韧性。由于美国经济依然稳健，同时关税带来的不确定性上升，当前应维持利率不变。

5. 圣路易斯联储主席穆萨莱姆（2025 年票委）：

在明确特朗普政府的关税政策是会导致持续通胀还是仅仅一次性价格调整之前，美联储不应承诺进一步降息。目前认为两种通胀方式都有可能出现。理论上，关税应该会促使价格一次性飙升，类似于征税；但在最近的高通胀之后，这种影响可能会持续更长时间，而且由于新关税影响到中间产品等，这种影响也可能更加持久。现在忽视关税对通胀的影响，或者放松政策，都有低估通胀水平和持续时间的风险。如果关税持续，但通胀是短暂的，通胀预期仍然稳定，经济活动明显放缓，降息仍然是合适的。

图表9：市场定价年内还有 3 次降息

	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%	17.2%	82.8%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	51.1%	40.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	39.3%	43.1%	11.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	26.1%	41.6%	24.0%	4.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.6%	36.4%	29.9%	11.1%	1.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.9%	25.7%	33.8%	22.4%	7.3%	0.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	16.8%	29.5%	28.4%	15.3%	4.3%	0.5%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	7.5%	19.7%	29.3%	25.4%	12.8%	3.4%	0.4%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	3.3%	11.3%	22.7%	28.1%	21.5%	9.8%	2.5%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.2%	12.5%	23.3%	27.4%	20.2%	9.0%	2.2%	0.2%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.7%	11.2%	21.6%	26.7%	21.4%	10.8%	3.3%	0.5%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.8%	6.5%	15.1%	23.5%	24.7%	17.4%	8.0%	2.3%	0.4%
2026/12/9	0.2%	1.4%	5.1%	12.6%	21.0%	24.3%	19.5%	10.7%	3.9%	0.9%	0.1%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

贸易谈判过程反复。

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