

中美博弈暗流涌动，“进一步退半步”渐进式特征或为常态

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师：

王娜

从业资格证号：F3055965

投资咨询证书号：Z0001999

联系人：

吴昕玥

从业资格证号：F03124129

相关研究报告：

2024 年中期宏观经济展望：

虚云散尽见真章，厚积薄发
待春雷

2024 年宏观经济展望：行稳
方致远，温和渐进修复

国联期货宏观 9 月展望：内
生动能亟待改善，政策加码
正当时

宏观专题：透过金融数据探
寻资金运转逻辑与效率

目 录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

1. 本周宏观观察

1.1 中美博弈暗流涌动，“进一步退半步”渐进式特征或为常态

2025年6月5日晚，中国国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话，这是自今年1月以来的首次元首直接沟通。此次通话历时约90分钟，释放出阶段性缓和信号，但中美关系的结构性矛盾并未消解。从通话背景、核心诉求及后续展望来看，中方展现出高度战略定力，而美方迫于其内部经济与政治压力，展现出更迫切的需求，为双方后续博弈定下基调。

此次通话的核心议题聚焦于经贸问题，中方重申推动中美关系重回正轨的前提是“落实日内瓦协议，撤销对中国实施的消极举措”，习近平主席强调中方始终严肃执行日内瓦共识，要求美方“实事求是看待进展”，停止对华单边措施，并明确反对美方在关税、留学生签证等问题上的反复。

从成果来看，双方承诺继续落实好日内瓦共识，并同意尽快举行新一轮会谈，预计中美可能会在1-2周内举行下一轮会谈。此外，习近平主席发出访华邀请，特朗普表态期待访问，为后续中美高层互动创造叙事空间。但需注意，目前美方尚未实质性取消对华科技围堵等限制，我国也保留稀土管制等反制措施，表明博弈本质仍是“以时间换空间”的权宜之计，中美关系的改善或呈现“进一步退半步”的渐进式特征，尚有很长的路要走，任何期待短期突破的线性思维都不符合大国博弈的基本逻辑。

对于市场而言，此次通话短期内或能提振风险偏好。但中长期来看，全球市场需要适应中美博弈从明面上的“关税战”向基本面和供应链等“暗劲较量”的转变。

1.2 中国央行月初“亮明牌”，流动性管理兼顾市场预期管理

本周中国央行打破操作惯例，于6月5日提前公告次日开展1万亿元3个月期买断式逆回购操作，同时官网新设“各项工具流动性投放情况”专栏，系统性披露月度流动性投放数据。这一操作的时机选择与机制创新传递出多重政策信号。

首先，本次月初的流动性投放一方面为对冲年终阶段性流动性压力，另一方面为配合财政发力。6月份4万亿元同业存单到期规模为历史峰值，叠加商业银行半年度监管考核带来的季节性资金需求，市场流动性缺口压力显著。央行选择3个月期这一中期操作品种，既有效覆盖了关键时点的资金缺口，又避免了短期流动性工具的频

繁滚动操作。更深层次看，此次操作时点恰为 30 年期特别国债招标前夕，央行流动性释放为政府债券发行提供了稳定的环境。

其次，此次操作的技术细节表明央行流动性管理兼顾了市场预期管理。买断式逆回购自 2024 年 10 月创设以来，操作公告惯例为月末汇总披露当月操作；本次改为操作前一日预告规模与期限，模式更趋透明化，有望提升政策传导效率。通过提前公布操作规模与期限，参与机构能够更准确地预判流动性状况，从而优化资产负债管理策略。配合新设立的流动性投放数据专栏，央行升级了信息披露体系，有助于稳定市场对未来流动性的预期，并降低政策实施过程中的摩擦成本。

展望后续政策走向，鉴于月末资金缺口压力持续存在，不排除央行在 6 月底前适时运用多种流动性管理工具予以应对。除常规的 7 天期逆回购操作外，为有效延长流动性支持期限，央行亦可能考虑投放中长期限工具，例如适时开展 6 个月期买断式逆回购或中期借贷便利（MLF）等操作。

1.3 关税阴云与债务漩涡下，美国经济增长动能有所衰减

本周美国多项经济数据走弱明显，劳动力市场与经济活动同步放缓。5 月 ADP 就业人数仅增长 3.7 万人，创 2023 年 3 月以来的最低水平，同时初请失业金人数创下去年 10 月 5 日当周以来新高，表明美国就业市场正加速降温。同时，美国 5 月制造业 PMI 跌至 49.9%，自 2024 年 6 月以来首次陷入萎缩区间，其中新订单分项大幅下滑，显示需求端正受成本上升的压制。美联储褐皮书进一步确认经济疲软态势，全美十二个辖区均报告经济活动下滑，且 122 次提及“关税”对成本和供应链的冲击，凸显美国经济的内生增长动能正在持续弱化。

疲软数据强化了市场对美联储降息的预期，随着经济放缓趋势的深化，9 月美联储降息概率正在提升。一方面，劳动力市场疲软和经济增长动能持续衰减可能迫使美联储调整降息节奏，另一方面，美国联邦债务已突破 36 万亿美元，据纽约联储数据，按当前利率展期，2025 年美国国债利息支出将突破 1.2 万亿美元，财政压力与经济失速风险或形成共振，倒逼货币政策宽松。

在此背景下，黄金作为避险资产受到三重支撑，预计短期内走势偏向上行：首先，美国经济数据走弱直接推升避险需求与美联储降息预期，为金价提供短期支撑；其次，特朗普政府力推的《One Big Beautiful Bill》（OBBB）法案中的减税和提高政府债务上限条款或进一步加剧美国财政失衡，法案一旦落地，8-9 月美国政府或开启大规模

发债，进一步削弱美元资产信用，并提升黄金吸引力。再次，美国政府政策不确定性加速“去美元化”进程，全球央行与机构增持黄金对冲货币信用重估。从中长期来看，我们认为本轮黄金强势的核心支撑仍未发生改变，美元信用货币地位已然撼动，全球多边格局将是大势，黄金作为投资组合长期战略资产配置的一部分仍具备配置价值。

对于美元来说，OBBB 法案隐含的债务可持续性担忧，叠加特朗普政府贸易政策的反复性，加剧了美元信用折价，**美元对负面数据的敏感度明显高于正面数据，导致美元短期内仍然承压，预计将延续偏弱震荡。**同时，任何弱于预期的硬数据都有可能引发美元加速下行，需警惕美元“不对称”下行风险。

2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1：国内重点事件表

货币	● 央行 6 月 6 日开展 10000 亿元买断式逆回购操作。中国人民银行：2025 年 6 月 6 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 10000 亿元买断式逆回购操作，期限为 3 个月（91 天）。 ● 央行官网开设中央银行各项工具操作情况栏目。央行在官网开设中央银行各项工具操作情况栏目，并更新了 2025 年 5 月中央银行各项工具流动性投放情况。该栏目公布了三大类九种工具的月度投放和回笼情况。根据该栏目公布数据，2025 年 5 月准备金净投放 10000 亿元，常备借贷便利（SLF）净投放 5 亿元，中期借贷便利（MLF）净投放 3750 亿元，中央国库现金管理净投放 2400 亿元。 ● 央行：5 月开展了 7000 亿元买断式逆回购操作。央行公告，为保持银行体系流动性充裕，2025 年 5 月中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 7000 亿元买断式逆回购操作。 ● 本周货币投放：本周，中国央行共开展 9309 亿元逆回购操作，因本周共有 16026 亿元 7 天期逆回购到期，因此本周实现净回笼 6717 亿元，另外 6 日央行开展 10000 亿元买断式逆回购操作。
景气水平	● 5 月份中国制造业采购经理指数为 49.5%，景气水平改善。据国家统计局网站消息，5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，供应商配送时间指数位于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。 ● 据财新：6 月 3 日公布的 5 月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得 48.3，较 4 月下降 2.1 个百分点，2024 年 10 月来首次跌至临界点以下。 ● 据财新：5 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 51.1，较 4 月上升 0.4 个百分点，显示服务业经营扩张速度加快。
消费	● 央行数据显示，2025 年端午假期，银联、网联共处理支付交易 140.5 亿笔、金额 4.8 万亿元，较去年端午假期分别增长 13%、3.4%。其中，处理境外来华人员支付交易笔数、金额较去年同期分别增长 118.6%和 58.8%。 ● 中国端午节假期国内游客人均消费支出 359.1 元同比增 0.2%。根据中国文化和旅游部公布的数据计算，今年端午节三天假期期间，国内人均出游花费为 359.1 元人民币，人均花费较上年同期增长 0.2%，较“五一”假期下降 37.5%。根据 2019 年官方公布的端午节旅游数据测算，今年的端午节人均消费恢复至 2019 年同期的 87.6%。
房地产	● 中指研究院：6 月核心城市新房销售或得到一定支撑。端午小长假期间，多地延续之前促销活动，但市场整体表现平淡，当前居民就业收入预期偏弱仍是制约购房需求释放的首要因素。6 月，随着年中销售节点的来临，房企推盘节奏及促销力度有望加大，叠加“好房子”产品入市，核心城市新房销售或得到一定支撑，但各城市之间、新老项目之间分化行情仍将延续。

进出口

- **中美元首通话内容：双方要用好已经建立的经贸磋商机制，争取双赢结果。**对此，中方是有诚意的，同时也是有原则的。习近平欢迎特朗普再次访华，特朗普表示诚挚感谢。两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。美方愿同中方共同努力落实协议。美方欢迎中国留学生来美学习。
- **加拿大总理卡尼：加方愿重启加中关系，期待同中方恢复高层交往和外交、经贸等领域对话机制。**国务院总理李强 6 月 6 日上午应约同加拿大总理卡尼通电话。卡尼表示，中国是加拿大第二大贸易伙伴。加中关系过去几年出现波折，加方愿重启加中关系，期待同中方恢复高层交往和外交、经贸等领域对话机制，加强贸易、农业、能源、环保等领域务实合作。面对当前国际形势，加方愿同中方加强沟通协调，共同维护国际金融贸易体系，为促进全球可持续发展作出贡献。

数据来源：WIND、国联期货研究所

3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美 国

- **美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 录得 49.9，为 2024 年 6 月以来新低。**美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 49.9，预期 52，前值 51.6。
- **美国 ADP 就业人数大幅低于预期。**美国 5 月 ADP 民间就业报告仅增长 3.7 万人，远低于预期的 11.4 万。4 月份的数据被下调了 2 万至 6 万。3.7 万是自 2023 年 3 月以来的最低水平。数据公布后。
- **美国初请数据高于预期。**美国至 5 月 31 日当周初请失业金人数录得 24.7 万人，高于市场预期的 23.5 万人，为去年 10 月 5 日当周以来新高。
- **美国 4 月空缺职位意外大增，支持美联储就业市场状况良好的说法。**尽管经济不确定性加剧，但对工人的需求仍然健康。美国劳工统计局周二公布的数据显示，就业空缺从 3 月份修正后的 720 万个增加到 739 万个，高于 710 万个的预期。职位空缺的增加是由专业和商业服务、医疗保健和社会救助等私营行业推动的。
- **马斯克暗示特朗普应该被弹劾。**美国总统特朗普威胁要取消政府与亿万富翁马斯克旗下公司的合同，马斯克则暗示特朗普应该被弹劾，总统和他的前顾问之间的兄弟情破裂，爆发了一场充满敌意的公开争吵。几个小时内，二人在各自的社媒平台上展开了一场口水战。特斯拉股价重挫 14.3%，市值损失约 1500 亿美元。
- **美联储褐皮书：关税提高物价压力，美国经济活动下滑。**自上次报告以来，价格以适度的速度上涨。然而，少数地区报告显示经济前景已恶化，而另一些地区则表明前景有所改善。十二个联邦储备区的报告显示，自上次报告以来，经济活动略有下降。

欧 洲

- **欧洲央行一如预期降息，但暗示宽松周期将暂停。**欧洲央行一如预期降息 25 个基点，但暗示在通胀率终于回到央行 2% 的目标后，其长达一年的宽松周期将暂停。自去年 6 月以来，欧洲央行已降息八次。目前欧元区通胀率略低于 2%，欧洲央行总裁拉加德表示，该行处于 "良好的位置"，投资者认为这意味着即使不结束宽松政策，也会暂停降息。
- **欧元区 5 月商业增长停滞，服务业步履蹒跚。**欧元区 5 月商业活动几乎没有扩张，受需求下滑拖累，服务业自去年 11 月以来首次萎缩。欧元区 5 月综合 PMI 从 4 月份的 50.4 降至 50.2，高于 49.5 的初步估计，但为 2 月份以来的最低水平。
- **德国 5 月服务业萎缩加剧，创两年半来最大降幅。**5 月份服务业 PMI 从 4 月份的 49.0 降至 47.1，为 2022 年 11 月以来的最低水平，因需求减弱和不确定性加剧。调查发现，经济活动和新业务都在加速下滑，而创造就业的步伐也在放缓。
- **法国服务业低迷有所缓解，但乐观情绪减弱。**数据显示，法国 5 月服务业 PMI 从 4 月的 47.3 升至 48.9。该指数仍低于 50 荣枯线，但好于初步预估的 47.4。综合 PMI 从 4 月份的 47.8 升至 49.3。然而，服务业企业预期指数从 4 月份的 52.3 降至 50.2，为 5 年来最低水平。

关税政策

- **特朗普称 6 月 4 日起把进口钢铁关税提高至 50%。**美国白宫当天在社交媒体上发布公告称，“从下周起，美国进口钢铁关税将从 25%提高至 50%。”
- **特朗普最新金属关税生效，欧盟和美国代表报告贸易对话进展迅速。**美国和欧盟代表表示，双方贸易谈判进展迅速，美国新的金属关税导致全球经济再次受扰，这增加了谈判的紧迫性。美国总统特朗普将钢铁和铝进口关税提高一倍的措施于周三生效，同一天，美国要求贸易伙伴提交“最佳方案”，以避免其他惩罚性关税在 7 月生效。
- **日本与美国开启新一轮贸易谈判。**日本代表团正试图通过承诺在美国生产更多汽车以及加强在稀土领域的合作，以争取美国关税豁免。石破茂与特朗普最近进行了两次电话会谈，外界预期两人可能会在 G7 峰会期间宣布达成协议。
- **消息人士：美加贸易协议可能在下周 G7 峰会前达成。**据《多伦多太阳报》报道，在特朗普派往加拿大的新任大使 Pete Hoekstra 发表演讲之后，美加贸易协议可能在下周随时达成。

数据来源：WIND、国联期货研究所

4. 下周重点数据/事件

表 3: 下周重点

6.9 星期一	9:30 中国 5 月 CPI、PPI 同比
	(待定) 中国 5 月进出口同比(按美元计)
	(待定) 中国 1 至 5 月社会融资规模增量(亿人民币)
	(待定) 中国 1 至 5 月新增人民币贷款(亿人民币)
	(待定) 中国 5 月 M0/M1/M2 货币供应同比
6.10 星期二	(暂无)
6.11 星期三	20:30 美国 5 月 CPI 和核心 CPI 同环比
6.12 星期四	20:30 美国 6 月 7 日当周首次申请失业救济人数(万人)
	20:30 美国 5 月 PPI 和核心 PPI 同环比
6.13 星期五	22:00 美国 6 月一年期通胀率预期初值
	22:00 美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦A9楼（200080）

电话：021-60201600

传真：021-60201600