

# 伊以冲突地缘风险交易的前景

——海外札记 20250617

报告发布日期

2025年06月20日

## 研究结论

- **伊以冲突爆发之前，市场的宏观聚焦已经逐步从关税转向关税之外。**围绕关税的交易弹性下降，围绕其他叙事的讨论上升。
- **在这样的趋势下面，伊以冲突带来了地缘风险交易的一个超预期和催化剂，市场乐于给出风险溢价。**所以会看到，本周地缘交易反应弹性很大，当周原油盘中最大涨幅20%，WTI原油价格上冲至70美元/桶以上，已基本修复年内跌幅。同时因为原油关系到通胀，通胀关系到利率，所以油的避险情绪后续有可能会蔓延到股票和债券——如果油继续涨，风险资产将继续回调。
- **短期来看，不能排除避险情绪升温/反复。**在冲突爆发的早期阶段，市场可能还没能力锚定这波冲突的可能性区间。短期，冲突各方处在打击报复和“放狠话”的阶段，风险溢价很容易被继续推动上升。
- **中期来看，本轮伊以冲突较难构成宏观和市场环境逆转的决定性变量。**地缘事件总是在从0接近1的过程被持续低估，在突破1的瞬间变成预期的拥挤和超调。往后看，三方面理由要关注目前避险交易反转的可能性：1) 基于当前中东地缘的客观现实，伊朗这些年一直在不论以色列、美国的挑衅当中反击偏弱。本次冲突中伊朗的行动比较理性克制，尽量避免与美国直接交锋，也不希望为美国介入并增加进攻性军事力量提供借口。2) 从美国视角来说，目前美国仍然处在治理能力透支的状态，特朗普先前纵容以色列的根本意图还是极限施压，施压服务于跟伊朗的谈判、协议。但是在以色列袭击之后，伊朗中止了谈判。因此当前冲突烈度超出了美国的合意范围，将来要关注大国冲突管控对局势产生的对冲作用。目前战局来看，以方领导人缺乏立即停火的动机，压力之下，伊朗方面正通过阿拉伯中间人传递信号，希望与美国和以色列展开对话，寻求结束敌对状态，并重启有关其核计划的谈判。3) 在伊以冲突当中，市场的风暴眼是原油。原油是典型的事件冲击交易超调品种，以俄乌冲突为例，2022年2月冲突爆发后WTI原油价格在两周内飙升33%突破120美元/桶，随后高位震荡，6月初开始趋势回落，油价大约在冲突开始后5个月回到冲突前的水平。考虑到本次伊以冲突烈度明显小于俄乌冲突，叠加今年基本面的增产和需求偏弱格局，导致高油价大概率是一个短期现象。
- **伊以冲突将强化Q3前后的风险发酵，但中期仍需逐步关注事件和市场反转。**通胀叙事有可能成为接下来一段时间的宏观风险，一方面是关税政策带来的潜在滞后性通胀上行冲击，另外伊以冲突进一步升级可能导致油价上行风险，但我们倾向于认为内生需求不足背景下，关税和当前地缘冲突带来的通胀冲击较为可控，乐观看待任何通胀风险导致的市场动荡，在通胀性质得到确认之后（商品通胀上行并未带动同期的服务通胀），都有可能成为“逢低买入”的机会。对于避险资产（如黄金）来说，通胀风险发酵则可能是下半年的又一个潜在买点。
- 往后看，随着市场对于关税战形势交易的逐步淡化，2025年下半年美国宏观交易预计将会看向新的叙事主线——围绕基本面（美国经济步入后周期着陆）和美联储（引领全球货币政策宽松周期），地缘政治波动风险可能对Q3风险资产定价构成小幅额外扰动，市场或先承受压力测试，再逐步迎来上行驱动。
- **市场表现：**20250607-20250614，本周受地缘局势影响，市场避险情绪升温，美国三大股指本周均下跌，纳指、标普500分别收跌0.63%和0.39%。通胀数据超预期回落驱动市场重启美联储降息预期，美债收益率回落。近期中东地缘紧张局势推动国际油价飙升，布油收涨13.1%，带动商品价格普遍回升，黄金+3.17%。
- **数据&事件：**美国5月CPI、PPI继续温和走低，未显现关税影响。

**风险提示** 经济基本面不确定性。政策不确定性。

## 证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524100001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

## 相关报告

"TACO" 信仰淡化关税风险定价：——海外札记 20250603	2025-06-04
“大美丽法案”初探：——海外札记 20250526	2025-05-28
更多关税后的美国经济表现浮现：——海外札记 20250519	2025-05-21

## 目录

伊以冲突地缘风险交易的前景 .....	4
市场表现复盘（20250607-20250614） .....	6
数据与事件回顾 .....	8
1. 美国 5 月 CPI、PPI 继续温和走低，未显现关税影响 .....	8
风险提示 .....	10

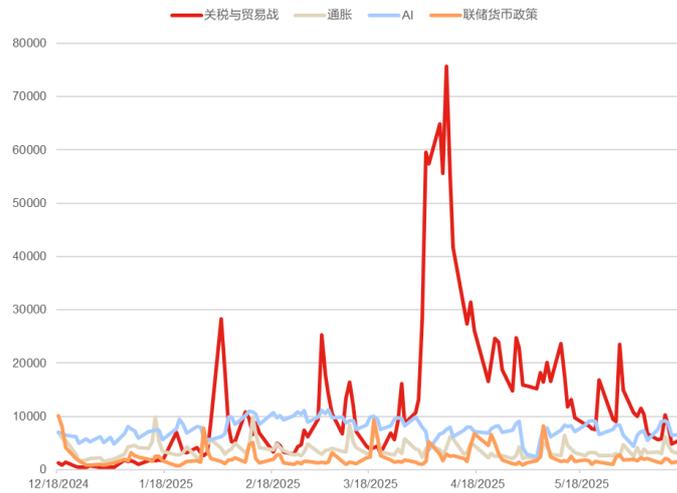
## 图表目录

图 1: 彭博相关主题新闻报道数量 .....	4
图 2: GPR 地缘政治风险指数 .....	4
图 3: 10 年期美债收益率 (%) vs WTI 原油价格 (美元/桶) .....	5
图 4: CPI 能源分项同比 vs 汽油零售价同比 (%) .....	5
图 5: WTI 原油价格 (美元/桶) 和 NYMEX 天然气价格 (美元/百万英热单位) .....	6
图 6: 行情复盘 (%) .....	7
图 7: 全球大类资产月度涨跌幅排序 (%) .....	7
图 8: 美国 CPI 同环比增速 (%) .....	9
图 9: 期货隐含美联储货币政策路径 (%) .....	9
图 10: 美国 PPI 环比增速 (%) .....	10

## 伊以冲突地缘风险交易的前景

伊以冲突爆发之前，市场的宏观聚焦已经逐步从关税转向关税之外。围绕关税的交易弹性下降，围绕其他叙事的讨论上升。

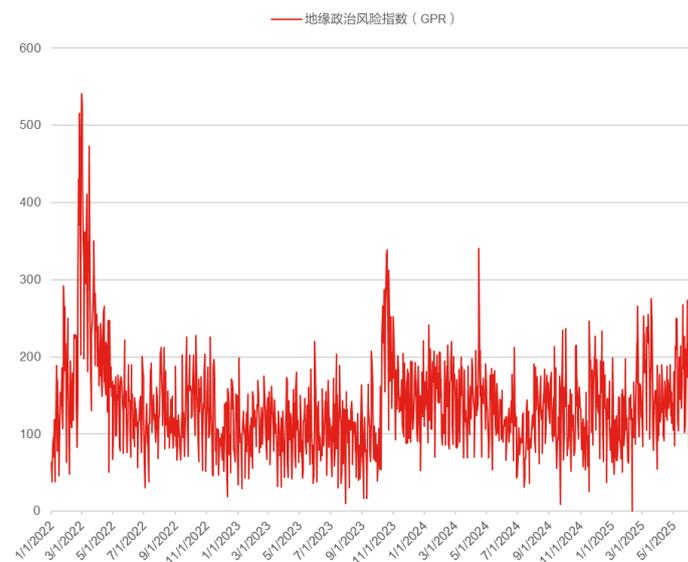
图 1：彭博相关主题新闻报道数量



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

在这样的趋势下面，上周伊以冲突带来了地缘风险交易的一个超预期和催化剂，市场乐于给出风险溢价。所以会看到，本周地缘交易反应弹性很大，当周原油盘中最大涨幅 20%，WTI 原油价格上冲至 70 美元/桶以上，已基本修复年内跌幅。同时因为原油关系到通胀，通胀关系到利率，所以油的避险情绪后续有可能会蔓延到股票和债券——如果油继续涨，风险资产将继续回调。

图 2：GPR 地缘政治风险指数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：10 年期美债收益率（%）vs WTI 原油价格（美元/桶）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：CPI 能源分项同比 vs 汽油零售价同比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

**短期来看，不能排除避险情绪升温/反复。**在冲突爆发的早期阶段，市场可能还没能力锚定这波冲突的可能性区间。短期，冲突各方处在打击报复和“放狠话”的阶段，风险溢价很容易会被继续推动上升。

#### 6 月伊以军事冲突时间线：

6 月 13 日凌晨，以色列发动代号“狮子的力量”军事行动，攻击伊朗本土多个核设施、军事基地及关键人物目标。袭击导致伊朗伊斯兰革命卫队总司令萨拉米、伊朗武装部队总参谋长巴盖里、伊朗最高领袖高级顾问沙姆哈尼、多名核科学家及高级指挥官身亡。以色列总理内塔尼亚胡发表电视讲话称，此次行动旨在“彻底摧毁伊朗核能力”，将持续数日，直至消除这一威胁为止。

同日，内塔尼亚胡发布视频声明称，以色列已摧毁了伊朗纳坦兹的铀浓缩设施。他认为现在“必须假设伊朗会作出回应，只要有必要，行动就会继续”。

6 月 13 日晚间，伊朗展开代号“真实诺言-3”的报复行动，向以色列发射逾 200 枚弹道导弹及无人机，重点打击特拉维夫国防部大楼、海法炼油厂等目标。伊朗最高领袖哈梅内伊发表讲话称，伊朗武装力量将对以色列实施打击，以色列犹太复国主义政权绝不会逃脱对其战争罪行的制裁。

截止目前以色列和伊朗仍在持续互相发动空袭，冲突呈现升级和扩大趋势。双方均对对方的军事行动发出警告和施压。16 日内塔尼亚胡发表声明称，以色列空军控制了伊朗首都德黑兰上空，这“改变了整个战役”。伊朗伊斯兰革命卫队总司令高级顾问瓦希迪同日表示，革命卫队已为与以色列的长期全面战争做好准备，同时伊朗方面威胁正在严肃考虑是否封锁霍尔木兹海峡。

伊朗与美国第六轮核问题间接谈判原定于 15 日在阿曼举行，因伊以冲突爆发搁置。

**中期来看，本轮伊以冲突较难构成宏观和市场环境逆转的决定性变量。**地缘事件总是在从 0 接近 1 的过程被持续低估，在突破 1 的瞬间变成预期的拥挤和超调。往后看，三方面理由要关注目前避险交易反转的可能性：1）基于当前中东地缘的客观现实，伊朗这些年一直在不论以色列、美国的挑衅当中反击偏弱。本次冲突中伊朗的行动比较理性克制，尽量避免与美国直接交锋，也不希望为美国介入并增加进攻性军事力量提供借口。2）从美国视角来说，目前美国仍然处在治理能力透支的状态，特朗普先前纵容以色列的根本意图还是极限施压，施压服务于跟伊朗的谈判、协议。但是在以色列袭击之后，伊朗中止了谈判。因此当前冲突烈度超出了美国的合意范围，将来要关注大国冲突管控对局势产生的对冲作用。目前战局来看，以方领导人缺乏立即停火的动机，压力之下，伊朗方面正通过阿拉伯中间人传递信号，希望与美国和以色列展开对话，寻求结束敌

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

对状态，并重启有关其核计划的谈判。3) 在伊以冲突当中，市场的风暴眼是原油。原油是典型的事件冲击交易超调品种，以俄乌冲突为例，2022年2月冲突爆发后 WTI 原油价格在两周内飙升 33% 突破 120 美元/桶，随后高位震荡，6月初开始趋势回落，油价大约在冲突开始后 5 个月回到冲突前的水平。考虑到本次伊以冲突烈度明显小于俄乌冲突，叠加今年基本面的增产和需求偏弱格局，导致高油价大概率是一个短期现象。

图 5: WTI 原油价格 (美元/桶) 和 NYMEX 天然气价格 (美元/百万英热单位)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**伊以冲突将强化 Q3 前后的风险发酵，但中期仍需逐步关注事件和市场反转。** 通胀叙事有可能成为接下来一段时间的宏观风险，一方面是关税政策带来的潜在滞后性通胀上行冲击，另外伊以冲突进一步升级可能导致油价上行风险，但我们倾向于认为内生需求不足背景下，关税和当前地缘冲突带来的通胀冲击较为可控，乐观看待任何通胀风险导致的市场动荡，在通胀性质得到确认之后（商品通胀上行并未带动同期的服务通胀），都有可能成为“逢低买入”的机会。对于避险资产（如黄金）来说，通胀风险发酵则可能是下半年的又一个潜在买点。

往后看，随着市场对于关税战形势交易的逐步淡化，2025 年下半年美国宏观交易预计将会看向新的叙事主线——围绕基本面（美国经济步入后周期着陆）和美联储（引领全球货币政策宽松周期），地缘政治波动风险可能对 Q3 风险资产定价构成小幅额外扰动。

## 市场表现复盘（20250607-20250614）

20250607-20250614，本周受地缘局势影响，市场避险情绪升温，美国三大股指本周均下跌，纳指、标普 500 分别收跌 0.63% 和 0.39%。通胀数据超预期回落驱动市场重启美联储降息预期，美债收益率回落。

近期中东地缘紧张局势推动国际油价飙升，布油收涨 13.1%，带动商品价格普遍回升，黄金 +3.17%，白银 +0.64%。

图 6: 行情复盘 (%)

	期间 20250607-20250614	近一个月 20250514-20250614	YTD 20241231-20250614
ICE布油连续	13.10	12.83	1.61
COMEX黄金连续	3.17	6.31	31.87
LME铝连续	2.14	0.52	-1.88
韩国KOSDAQ	1.67	5.05	13.37
费城半导体指数	1.47	3.67	1.71
欧元兑美元	1.37	3.27	10.99
长期美债	1.10	1.50	0.90
比特币	0.90	0.43	11.33
美国企业债指数	0.66	1.63	2.70
COMEX白银连续	0.64	9.88	23.66
CRB商品指数	0.62	0.74	2.03
MSCI新兴市场	0.60	2.87	10.35
美债全收益指数	0.58	0.96	2.57
中期美债	0.46	0.83	3.00
恒生指数	0.42	3.39	19.22
英镑兑美元	0.35	2.02	8.14
日经225	0.25	-0.91	-5.16
中国国债总价指数	0.18	-0.04	-0.14
英国富时100	0.14	2.88	8.98
中国企业债总价指数	0.03	0.20	-0.74
美元兑离岸人民币	0.02	-0.10	-1.71
美元兑在岸人民币	0.00	0.00	-0.62
上证指数	-0.25	0.06	-0.89
沪深300	-0.25	-0.82	-3.37
MSCI全球	-0.25	2.12	5.44
MSCI发达市场	-0.35	2.04	4.89
标普500	-0.39	1.54	1.19
LME铜连续	-0.47	0.50	8.28
美元兑日元	-0.52	-2.30	-8.12
罗素3000指数	-0.57	1.31	0.77
纳斯达克指数	-0.63	2.09	-0.41
中证1000	-0.76	-0.73	-0.65
恒生科技	-0.89	-0.57	16.42
美元指数	-1.07	-2.81	-9.15
印度SENSEX30	-1.30	-0.04	3.67
道琼斯工业指数	-1.32	0.14	-0.88
美元兑瑞郎	-1.34	-3.36	-10.22
法国CAC40	-1.54	-2.40	5.07
科创50	-1.89	-3.64	-4.67
德国DAX	-3.24	-0.52	18.12
NYMEX天然气连续	-4.60	-1.01	-8.28

数据来源: wind, 东方证券研究所

图 7: 全球大类资产月度涨跌幅排序 (%)

2025-06-14	2025-05-31	2025-04-30	2025-03-31	2025-02-28	2025-01-31	2024-12-31	2024-11-30	2024-10-31	2024-09-30	2024-08-29	2024-07-31	2024-06-28	2024-05-31	2024-04-30	2024-03-29
布油 18.67	纳指 9.46	欧债 6.93	黄金 9.03	港股 13.43	欧股 8.58	日债 4.03	标普500 3.76	A股 6.23	日债 4.88	日债 6.91	黄金 6.71	纳指 5.95	纳指 4.70	铜 12.51	黄金 10.38
黄金 3.25	标普500 6.31	黄金 5.94	铜 3.41	美债 5.18	黄金 8.15	港股 3.58	纳指 3.28	布油 3.52	美债 3.96	港股 4.61	日债 4.93	标普500 4.30	标普500 3.15	港股 7.39	布油 5.99
MSCIem 1.7	日债 5.93	日债 5.26	欧债 1.94	欧股 3.43	布油 3.39	欧股 2.89	A股 1.34	美元 3.46	美国信用 1.90	黄金 4.19	美债 4.24	日债 4.02	美债 3.18	A股 3.13	铜 5.01
欧债 1.55	港股 5.82	国债 1.36	布油 1.55	铜 2.55	标普500 2.26	布油 2.82	美债 -1.82	黄金 3.22	黄金 1.79	欧债 3.97	美债 3.18	布油 3.62	港股 2.07	黄金 2.63	欧股 4.09
港股 1.35	MSCIem 4.64	纳指 0.71	日债 -0.18	A股 2.19	铜 1.73	国债 2.18	美元 1.59	国债 0.59	欧债 1.66	铜 3.34	美国信用 2.36	MSCIem 2.66	日债 1.46	美元 1.72	标普500 3.64
纳指 1.2	欧股 3.97	美国信用 -0.03	美国信用 -0.29	美国信用 2.04	MSCIem 1.39	美元 2.18	美国信用 1.34	纳指 -0.13	国债 1.05	欧债 3.22	铜 0.80	美债 2.44	美国信用 1.45	MSCIem 0.53	日债 2.96
标普500 1.1	A股 1.35	标普500 -0.21	国债 -0.58	日债 1.96	欧股 0.92	A股 1.08	国债 0.88	标普500 -0.57	纳指 0.96	标普500 2.86	标普500 0.72	美国信用 1.06	欧债 1.34	国债 0.22	A股 2.96
铜 0.83	铜 0.6	MSCIem -0.7	美债 -0.89	日债 1.08	日债 0.8	纳指 1.31	日债 0.67	港股 -1.53	标普500 0.61	欧股 2.59	MSCIem 0.27	美元 1.04	国债 0.36	布油 -1.24	纳指 2.71
日债 0.73	美元 0.23	美债 -1.09	A股 -1.54	黄金 0.78	纳指 0.72	黄金 -0.02	布油 -0.1	日债 -1.35	铜 0.14	美国信用 2.42	A股 -0.24	国债 0.84	欧债 0.05	美国信用 -1.73	MSCIem 2.46
国债 0.5	美国信用 -0.01	标普500 -2.16	MSCIem -2.01	MSCIem 0.14	美国信用 0.55	MSCIem -0.39	欧债 -0.27	美国信用 -2.43	美元 -0.26	MSCIem 2.18	欧股 -0.60	欧股 -0.38	MSCIem -0.23	欧债 -2.18	美国信用 1.29
美国信用 0.42	欧债 -0.08	日债 -2.9	港股 -2.52	美元 -0.54	国债 0.5	美国信用 -1.94	欧债 -1.67	欧债 -4.3	MSCIem -1.16	纳指 2.15	日债 -0.61	黄金 -1.25	黄金 -0.42	欧股 -3.19	美债 1.23
欧股 0.4	国债 -0.6	欧股 -3.21	美元 -2.88	国债 -0.98	美元 0.45	标普500 -1.95	日债 -2.72	铜 -4.36	港股 -2.35	布油 0.88	纳指 -1.45	欧股 -1.77	铜 -0.66	标普500 -4.16	欧债 0.91
美债 0.34	黄金 -0.61	美元 -4.22	欧股 -4.1	标普500 -1.92	美债 0.42	铜 -2.45	MSCIem -4.26	MSCIem -4.68	欧股 -2.46	国债 0.06	美元 -1.77	日债 -2.42	A股 -0.84	美债 -4.24	美元 0.55
美元 -1.23	布油 -1.06	港股 -5.58	标普500 -4.26	布油 -3.7	欧债 0.2	欧债 -3.42	黄金 -4.53	欧股 -4.73	A股 -4.22	日债 -0.42	港股 -2.10	港股 -2.81	日债 -0.92	日债 -4.39	国债 0.09
欧股 -1.5	日债 -2.36	铜 -6.84	纳指 -6.71	纳指 -4.24	日债 -0.81	日债 -1.36	港股 -4.7	美债 -5.21	日债 -4.64	A股 1.35	铜 -2.90	A股 4.09	美元 -0.97	纳指 -4.41	港股 0.03
日债 -1.66	美债 -2.87	布油 -16.11	日债 -6.9	日债 -5.97	A股 -4.6	美债 -5.32	铜 -5.48	日债 -6.41	布油 -9.31	美元 -2.96	布油 -4.90	铜 -5.42	布油 -6.69	日债 -4.50	日债 -1.15

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 数据与事件回顾

### 1. 美国 5 月 CPI、PPI 继续温和走低，未显现关税影响

美东时间 2025 年 6 月 11 日，美国劳工部公布 2025 年 5 月 CPI 数据：名义 CPI 同比 2.4%，较前值 2.3% 小幅回升，符合预期值 2.4%；环比 0.1%，低于预期值 0.2%。核心 CPI 同比录得 2.8%，低于预期 2.9%，较上月持平；环比 0.1%，大幅低于预期值 0.3%。本期 CPI 数据整体低于市场预期。

分项来看，4 月食品通胀同比小幅回升，能源价格环比下跌。核心商品价格通胀明显上行，核心服务同比持平，整体核心通胀持平。

核心商品同比增速+0.3%，环比价格来看，关税影响体现在部分商品中，家具和家居用品+0.3%，医疗保健品+0.6%，其它商品环比仍通缩，包括服饰-0.4%，二手车-0.5%。

美国通胀的最主要支撑项核心服务仍在降温趋势中，同比录得 3.7%，环比 0.2%。其中价格粘性较强的居住分项同比增速较前值 4% 下降至 3.9%，较前值持平，主要居所租金和业主等价租金同比增速分别为 3.8% 和 4.2%，延续了连续降温的趋势。2025YTD 居民消费数据显示一些最高弹性消费需求如飞行服务、旅行住宿表现疲软（弱于往年同期），意味着居民内生消费动能仍然不足，预计将继续对核心通胀构成拖累，也将一定程度上抵消未来潜在的商品通胀上升。

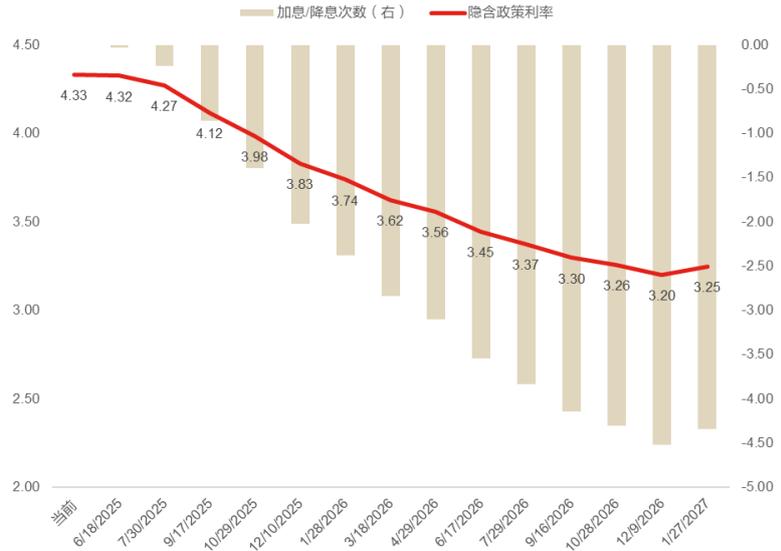
截止目前关税政策对通胀数据尚未构成严重冲击，通胀预期并未失控，6 月密歇根大学 1 年期通胀预期较前值 6.6% 回落至 5.1%，市场对美联储年内降息次数定价回到 2 次。

图 8: 美国 CPI 同环比增速 (%)

	CPI 同比						CPI 环比					
	May-25	Apr-25	Mar-25	Feb-25	Jan-25	Dec-24	May-25	Apr-25	Mar-25	Feb-25	Jan-25	Dec-24
所有	2.4	2.3	2.4	2.8	3	2.9	0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.4
食品	2.9	2.8	3	2.6	2.5	2.5	0.3	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.3
家用食品	2.2	2	2.4	1.9	1.9	1.8	0.3	-0.4	0.5	0.0	0.5	0.3
谷物和烘焙制品	1	0	1.1	0.3	0.4	0.8	1.1	-0.5	-0.1	0.4	-0.4	1.0
肉禽鱼蛋	6.1	7	7.9	7.7	6.1	4.2	-0.4	-1.6	1.3	1.6	1.9	0.4
水果蔬菜	-0.5	-0.9	-0.7	-0.2	0.3	1	0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	0.1
非家用食品	3.8	3.9	3.8	3.7	3.4	3.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3
能源	-3.5	-3.7	-3.3	-0.2	1	-0.5	-1.0	0.7	-2.4	0.2	1.1	2.4
能源商品	-11.6	-11.5	-9.5	-3.2	-0.5	-3.9	-2.4	-0.2	-6.1	-0.9	1.9	3.9
燃油	-8.6	-9.6	-7.6	-5.1	-5.3	-13.1	0.9	-1.3	-4.2	0.8	6.2	2.1
汽车燃料	-11.9	-11.7	-9.8	-3.2	-0.4	-3.8	-2.6	-0.1	-6.2	-0.9	1.8	4.0
汽油 (所有类型)	-12	-11.8	-9.8	-3.1	-0.2	-3.4	-2.6	-0.1	-6.3	-1.0	1.8	4.0
能源服务	6.8	6.2	4.2	3.3	2.5	3.3	0.4	1.5	1.6	1.4	0.3	0.8
电	4.5	3.6	2.8	2.5	1.9	2.8	0.9	0.8	0.9	1.0	0.0	0.2
公用事业 (管道) 燃气服务	15.3	15.7	9.4	6	4.9	4.9	-1.0	3.7	3.6	2.5	1.8	2.8
核心	2.8	2.8	2.8	3.1	3.3	3.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2
核心商品	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.5	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.0
家具和家居用品	0.6	0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-0.9	0.3	0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.2
服饰	-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4	1.2	-0.4	-0.2	0.4	0.6	-1.4	0.1
运输产品	1	0.8	0.3	0.1	0.2	-1.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.8	0.5
新车	0.4	0.3	0	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.4
二手车和卡车	1.8	1.5	0.6	0.8	1	-3.3	-0.5	-0.5	-0.7	0.9	2.2	0.8
医疗保健品	0.3	1	1	2.3	2.3	0.5	0.6	0.4	-1.1	0.1	1.2	0.0
休闲商品	-1.3	-1.8	-2.3	-2.4	-1.9	-1.5	0.4	0.4	-0.3	-0.7	0.3	-0.5
教育和通讯商品	-3.8	-5.3	-5.7	-6.9	-6.6	-6.1	0.1	0.3	0.5	-0.2	0.1	-1.3
酒精饮料	1.5	1.8	1.9	1.7	1.4	1.4	-0.1	0.0	0.2	0.5	0.3	-0.3
核心服务	3.6	3.6	3.7	4.1	4.3	4.4	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3
居住	3.9	4	4	4.2	4.4	4.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3
主要居所租金	3.8	4	4	4.1	4.2	4.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
业主等价租金	4.2	4.3	4.4	4.4	4.6	4.8	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
外宿	-0.9	-1.4	-2.5	2	2.2	2.6	-0.1	-0.1	-3.5	0.2	1.4	-0.5
水、下水道和垃圾回收服务	5.2	4.9	4.9	4.9	4.4	5.2	0.2	0.3	0.2	1.0	0.7	0.1
医疗护理服务	3	3.1	3	3	2.7	3.4	0.2	0.5	0.5	0.3	0.0	0.2
运输服务	2.8	2.5	3.1	6	8	7.3	-0.2	0.1	-1.4	-0.8	1.8	0.5
机动车保养与维修	5.1	5.6	4.8	5.8	5.9	6.2	-0.1	0.7	0.8	0.3	0.5	0.2
机动车辆保险	7	6.4	7.5	11.1	11.8	11.3	0.7	0.6	-0.8	0.3	2.0	0.5
机票	-7.3	-7.9	-5.2	-0.7	7.1	7.9	-2.7	-2.8	-5.3	-4.0	1.2	3.0
休闲服务	3.7	3.6	4.3	4.3	3.8	2.7	-0.1	-0.3	0.1	0.8	1.4	0.3
教育和通讯服务	1	1.2	1.6	1.6	1.7	1.8	0.1	-0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
超级核心 (核心服务-居住)	2.86	2.74	2.86	3.78	4.02	4.05	0.1	0.2	-0.2	0.2	0.8	0.2

数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

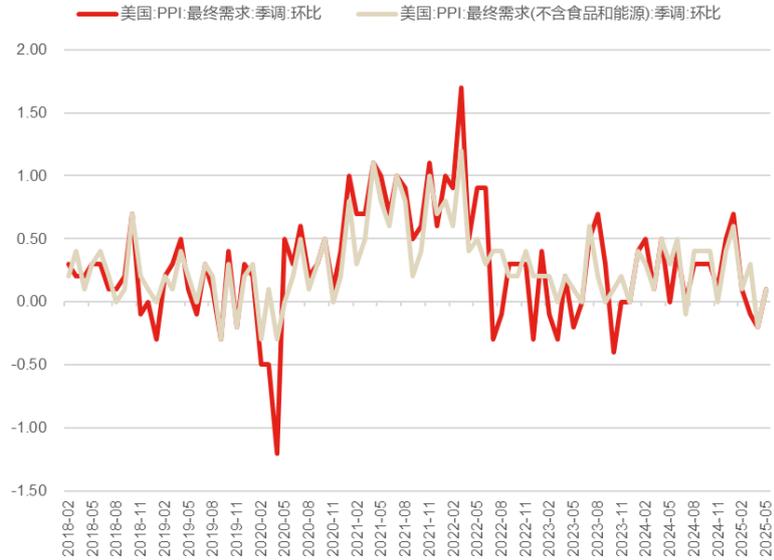
图 9: 期货隐含美联储货币政策路径 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

12日公布的PPI数据同样显示当前关税政策对美国通胀影响仍然温和。5月PPI环比上涨0.1%，低于预期值0.2%。核心PPI上涨0.1%，低于预期值0.3%，其中商品价格(不含食品和能源)上涨0.2%，服务价格上涨0.1%。

图 10: 美国 PPI 环比增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

## 风险提示

**经济基本面走向的不确定性。**若美国经济基本面中就业、消费等环节出现非线性恶化，美国经济硬着陆带动全球陷入衰退，恐慌情绪蔓延，市场或转向衰退交易。

**政策不确定性。**根据其第一任期经验，特朗普政府的政策节奏、幅度仍具有较大的不确定性，不能够完全排除后续关税谈判等方面的变化。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。