

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

《破内卷困局，离不开扩内需支撑》 -
2025. 07. 08

宏观观点

海外宏观周报：美国通胀无虞为降息扫清障碍

● 核心观点：

上周美国CPI数据基本符合预期，通胀对降息的约束进一步解除，美股随即全线走高。但市场关注的焦点更在于同一时间公布的失业金申领数据。初请失业金人数超预期上行，其中大部分增量由德克萨斯州贡献，论证更加广泛的企业裁员正在发生还需要更多证据。导致当前美国就业市场走弱的核心原因依然是较低的招聘而非裁员。7月的JOLTS数据显示招聘率和解雇率依然维持低位，说明就业市场尚未进入深度衰退。

通胀方面，疫情后显著走高的租房空置率显示住房市场疲软，不断走低的新租约价格增速也指示未来住房通胀或持续降温。与就业市场较为相关的娱乐、保洁、私人护理等通胀分项未来有望随就业市场松动而持续回落。在就业市场已经松动的基础上，移民流入的收紧大概率不会对工资产生显著抬升。从历史上看，只有当就业市场偏紧的情况下，移民的流入流出才对工资有显著影响。

综合来看，就业市场持续降温，预计通胀也难以对美联储降息构成阻碍。我们维持年内美联储将降息3次的判断。

● 风险提示：

就业市场意外强劲复苏，通胀持续超预期，美联储降息节奏可能推迟；就业市场恶化幅度超出预期，或出现金融风险事件，美联储可能加快降息节奏。

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.....	8

图表目录

图表 1: 美国 8 月 PPI 增速明显回落 (%)	4
图表 2: 美国 8 月 CPI 各分项情况.....	5
图表 3: 二手车价格同比增速 (%)	5
图表 4: 机票分项波动较大 (%)	5
图表 5: 美国核心商品 CPI 增速 (%)	6
图表 6: 美国新租户租金指数大幅回落 (%)	6
图表 7: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 8: 美国续请失业金人数 (万人)	6
图表 9: 美国密歇根大学消费者信心指数.....	6
图表 10: 美国密歇根大学通胀预期 (%)	6
图表 11: 本周重要数据与事件.....	7
图表 12: 市场定价年内还有 3 次降息.....	8

1 海外宏观数据跟踪

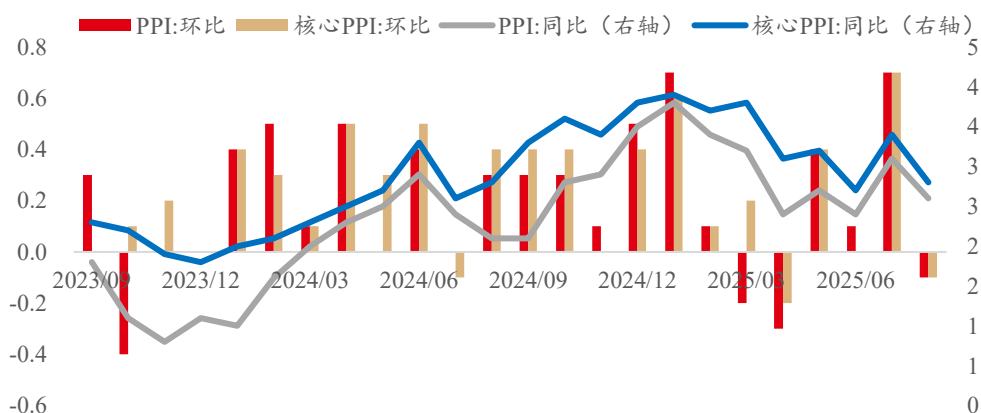
1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周美国劳工统计局公布的 2025 年非农就业基准变动初值大幅下修 91.1 万人，高于市场预测，成为自 2002 年以来的最大下修。下修幅度最大的行业是休闲和酒店业（-17.6 万）、专业和商业服务业（-15.8 万）以及零售贸易业（-12.62 万）。该数据与持续走高的申领失业金人数共同反映出劳动力市场走弱的趋势，为美联储在本周重新开启降息周期提供了充分的理由。

美股层面，因甲骨文宣布与 OpenAI 达成总额达 3000 亿美元的长期合作协议，公司股价飙升 43%，成为历史上少见的单日大幅拉升。叠加近期科技巨头密集释放 AI 积极进展，推动投资者情绪向好，美股科技板块普遍走强。

此外，美国公布的 8 月 CPI 数据环比上涨 0.4%，略高于市场 0.3% 的预期，核心 CPI 环比上涨 0.3%，与预期基本一致。从结构上来看，涨幅较大的是二手车和波动较大的机票分项，根据前瞻指标显示二手车价格的上涨或只是暂时的，无需担忧。受关税影响，核心商品通胀有所抬头，但增速尚且可控。展望未来，伴随就业走弱，核心服务缺乏上行动能。其中，新租户租金大幅回落，指示 CPI 中的住房租金增速或将进一步下行。通胀担忧的缓解也为美联储降息扫清了障碍。

图表1：美国 8 月 PPI 增速明显回落（%）



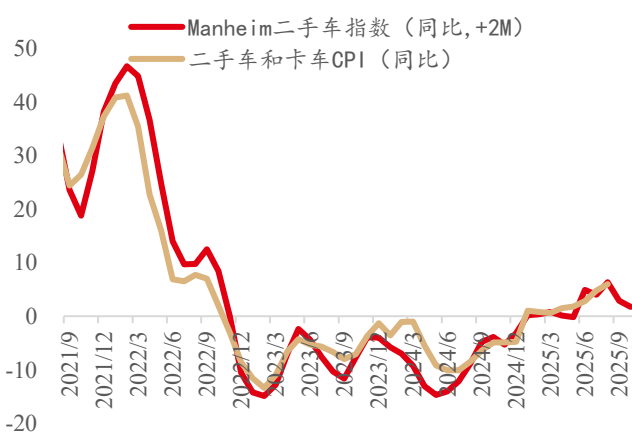
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国 8 月 CPI 各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	
CPI	100	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.4	2.9
食品	13.6	0.2	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.0	0.5	3.2
家庭食品	8.0	0.0	0.5	-0.4	0.3	0.3	-0.1	0.6	2.7
非家用食品	5.7	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	3.9
能源	6.4	0.2	-2.4	0.7	-1.0	0.9	-1.1	0.7	0.2
能源类商品	3.2	-0.9	-6.1	-0.2	-2.4	1.0	-1.9	1.7	-6.2
汽油	3.0	-1.0	-6.3	-0.1	-2.6	1.0	-2.2	1.9	-6.6
燃油	0.1	0.8	-4.2	-1.3	0.9	1.3	1.8	-0.3	-2.9
能源服务	3.3	1.4	1.6	1.5	0.4	0.9	-0.3	-0.2	7.2
电力	2.5	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	-0.1	0.2	5.5
燃气服务	0.8	2.5	3.6	3.7	-1.0	0.5	-0.9	-1.6	13.8
核心CPI	79.9	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	3.1
核心商品	19.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	1.2
新交通工具	4.3	-0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.3	0.7
二手汽车和卡车	2.4	0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.5	1.0	4.8
服装	2.5	0.6	0.4	-0.2	-0.4	0.4	0.1	0.5	-0.2
医疗护理商品	1.5	0.1	-1.1	0.4	0.6	0.1	0.1	-0.3	0.0
核心服务	60.6	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	3.6
住所	35.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	3.7
运输服务	6.3	-0.8	-1.4	0.1	-0.2	0.2	0.8	1.0	3.5
医疗护理服务	6.8	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.7	-0.2	3.5

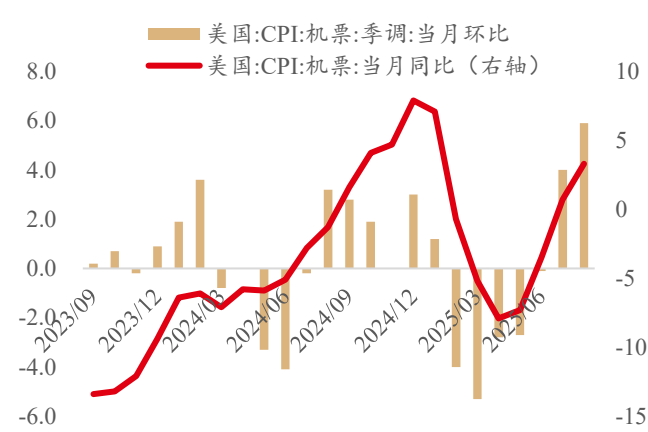
资料来源：iFinD，BLS，中邮证券研究所

图表3：二手车价格同比增速 (%)



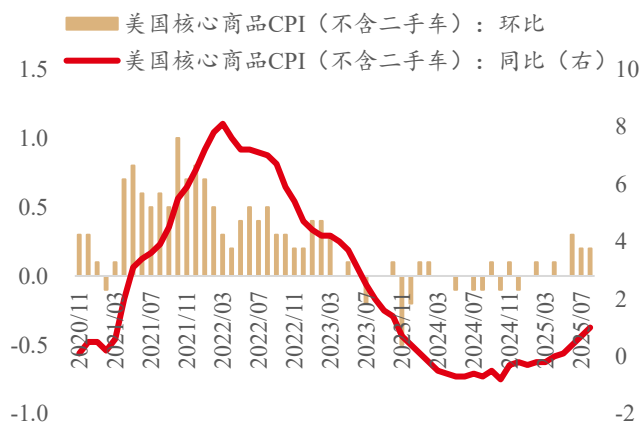
资料来源：Macromicro，中邮证券研究所

图表4：机票分项波动较大 (%)



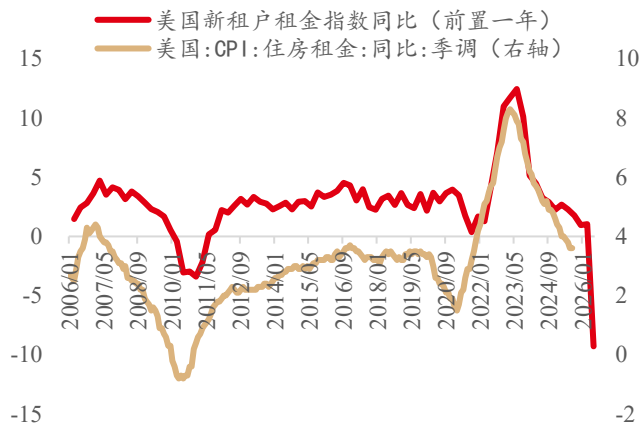
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国核心商品CPI增速(%)



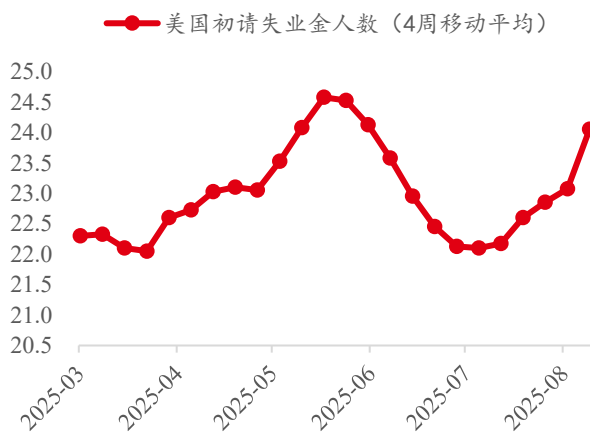
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国新租户租金指数大幅回落(%)



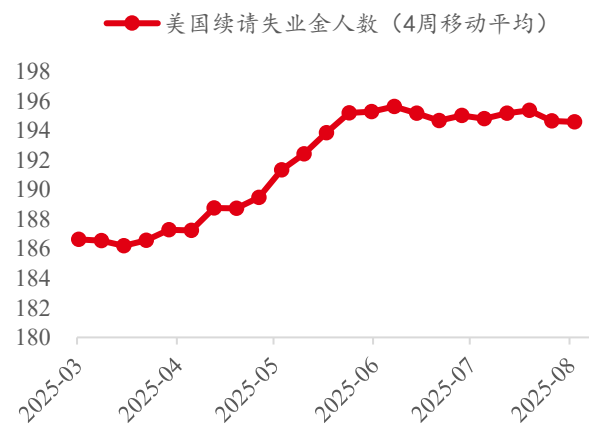
资料来源：BLS，iFinD，中邮证券研究所

图表7：美国初请失业金人数(万人)



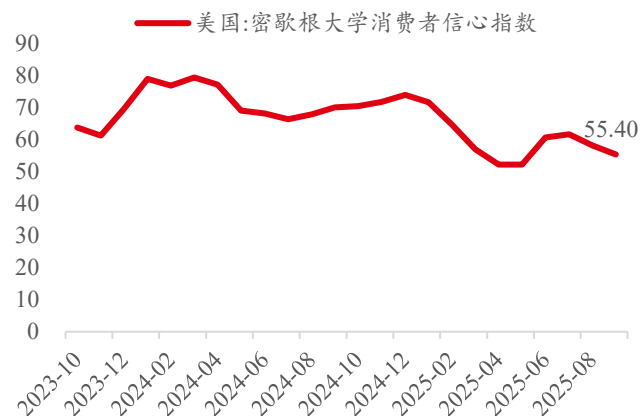
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：美国续请失业金人数(万人)



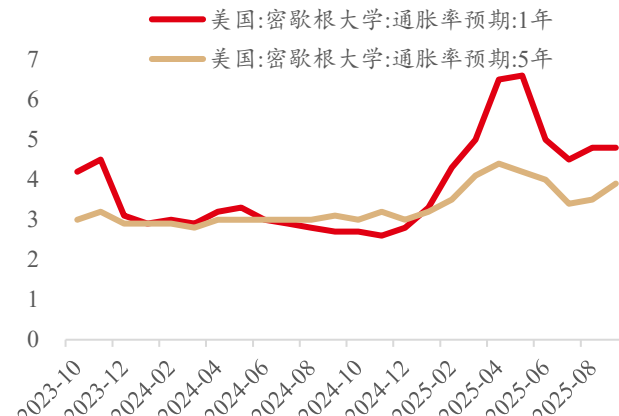
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：美国密歇根大学通胀预期(%)



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11：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/9/15 17:00		欧元区 7 月季调后贸易帐(亿欧元)	28	
2025/9/15 20:30		美国 9 月纽约联储制造业指数	11.9	3
2025/9/16 14:00		英国 7 月三个月 ILO 失业率	4.70%	
2025/9/16 14:00		英国 8 月失业率	4.40%	
2025/9/16 14:00		英国 8 月失业金申请人数(万人)	-0.62	
2025/9/16 17:00		德国 9 月 ZEW 经济景气指数	34.7	25
2025/9/16 17:00		欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数	25.1	
2025/9/16 17:00		欧元区 7 月工业产出月率	-1.30%	0.50%
2025/9/16 20:30		美国 8 月零售销售月率	0.50%	0.30%
2025/9/16 20:30		美国 8 月进口物价指数月率	0.40%	
2025/9/16 21:15		美国 8 月工业产出月率	-0.10%	0.00%
2025/9/16 22:00		美国 9 月 NAHB 房产市场指数	32	
2025/9/16 22:00		美国 7 月商业库存月率	0.20%	0.20%
2025/9/17 4:30		美国至 9 月 12 日当周 API 原油库存(万桶)	125	
2025/9/17 14:00		英国 8 月 CPI 月率	0.10%	
2025/9/17 14:00		英国 8 月零售物价指数月率	0.40%	
2025/9/17 17:00		欧元区 8 月 CPI 年率终值	2.10%	2.10%
2025/9/17 17:00		欧元区 8 月 CPI 月率终值	0.20%	0.20%
2025/9/17 20:30		美国 8 月新屋开工总数年化(万户)	142.8	137.5
2025/9/17 20:30		美国 8 月营建许可总数(万户)	136.2	137
2025/9/17	美国总统特朗普对英国进行国事访问。			
2025/9/18 2:00		美国至 9 月 17 日美联储利率决定(上限)	4.50%	4.25%
2025/9/18 2:00	美联储 FOMC 公布利率决议和经济预期摘要。			
2025/9/18 2:30	美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会。			
2025/9/18 16:00		欧元区 7 月季调后经常帐(亿欧元)	358	
2025/9/18 19:00		英国至 9 月 18 日央行利率决定	4.00%	4.00%
2025/9/18 19:00	英国央行公布利率决议。			
2025/9/18 20:30		美国至 9 月 13 日当周初请失业金人数(万人)	26.3	
2025/9/18 20:30		美国 9 月费城联储制造业指数	-0.3	3
2025/9/18 22:00		美国 8 月谘商会领先指标月率	-0.10%	0.00%
2025/9/19 7:01		英国 9 月 Gfk 消费者信心指数	-17	
2025/9/19 7:30		日本 8 月核心 CPI 年率	3.10%	2.70%
2025/9/19 14:00		德国 8 月 PPI 月率	-0.10%	
2025/9/19 14:00		英国 8 月季调后零售销售月率	0.60%	

2025/9/19 14:30	日本央行行长植田和男召开货币政策新闻发布会。			
2025/9/19	日本至 9 月 19 日央行目标利率		0.50%	0.50%
2025/9/19	日本央行公布利率决议。			

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

美联储将召开利率决议，上周进入缄默期，无票委公开发言。

图表12：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
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	93.4%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	79.0%	15.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	74.0%	19.8%	1.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	38.7%	47.6%	10.7%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	21.7%	43.4%	28.0%	5.3%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.2%	28.0%	39.0%	21.4%	3.8%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.2%	4.4%	19.3%	34.4%	28.8%	11.2%	1.7%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.4%	8.5%	23.5%	32.8%	23.9%	8.5%	1.3%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.5%	4.0%	14.0%	26.9%	29.5%	18.3%	5.9%	0.8%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.1%	5.5%	16.0%	27.3%	27.8%	16.4%	5.1%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.7%	7.0%	17.6%	27.4%	26.2%	14.8%	4.5%	0.6%	0.0%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

就业市场意外强劲复苏，通胀持续超预期，美联储降息节奏可能推迟；就业市场恶化幅度超出预期，或出现金融风险事件，美联储可能加快降息节奏。

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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，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等。

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