

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：美国就业降温支持联储连续降息

● 核心观点：

上周五公布的美国非农就业数据全面遇冷，结合7月JOLTS招聘和离职数据，指示就业市场进一步松动。进一步地，职位空缺率连续两个月下降，同时职位空缺数与失业人数之比降至1以下，说明就业市场需求走弱的速度要快于供给收缩，从贝弗里奇曲线上看，已经接近曲线斜率将快速变平的节点，即职位空缺率小幅恶化将导致失业率大幅走高。这意味着美联储在后续议息会议上连续降息的可能性有所提高，美债收益率曲线或进一步陡峭化。

从历史上看，降息周期中美股往往表现较好，当前股市盈利增长稳健，业绩指引上修，继续看多美股，建议逢低做多。历史上美元指数表现较弱的时期，现价-中间价的差值较小，反而是在美元指数强势、人民币面临贬值压力时，中间价引导现价升值，差值较大。今年4月以来，美元指数持续走弱，但人民币现价与中间价的差值并未显著下降，显示人民币或存在升值预期。

● 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。

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.....	7
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国新增非农就业人数 (千人)	4
图表 2: 美国失业率 (%)	4
图表 3: 美国平均时薪增速 (%)	5
图表 4: 美国劳动力参与率 (%)	5
图表 5: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 6: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 7: 欧元区 CPI 增速 (%)	5
图表 8: 贝弗里奇曲线已经接近斜率快速变化的拐点	6
图表 9: 本周重要数据与事件	6
图表 10: 市场定价年内还有 3 次降息	9

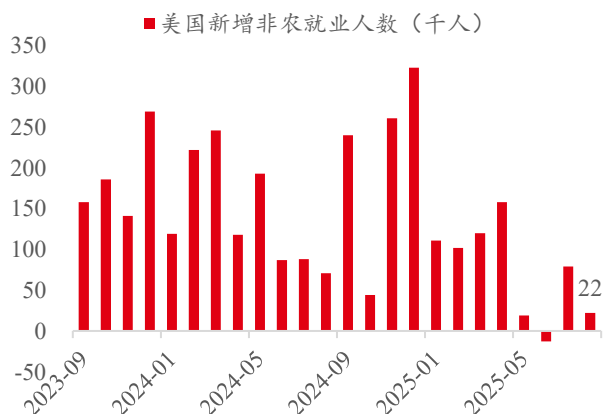
1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

由于投资者对全球多个主要经济体的财政状况越来越感到担忧，上周二全球债券市场出现抛售。受财政担忧和政治不稳定的推动，法国 10 年期国债收益率周二上涨 0.05 个百分点至 3.58%，反对党要求总统马克龙解散会议并提前选举，执政党的财政整顿政策举步维艰。英国也同样面临市场对财政可持续性的质疑，30 年期国债收益率上周一度达到 5.75%，系 1998 年以来的最高点。伴随首相石破茂辞职的消息传出，日元出现下跌，日本 30 年期国债收益率创下有记录以来的新高。

经济数据方面，上周五公布的美国非农就业数据全面遇冷，8 月新增非农就业人数仅为 2.2 万人，大幅度低于预期的 7.5 万人；失业率在年初回落后重新呈现出上行趋势，8 月达到 4.3%，系 2022 年以来的最高值。平均时薪环比仍维持稳定，同比呈现出下降趋势；劳动参与率 8 月小幅反弹 0.1% 至 62.3%。初请失业金人数仍趋于上升，续请失业金人数则维持高位。就业数据不及预期推动 9 月份美联储降息成为市场共识，部分交易员甚至押注降息 50bps。截至周五下午，利率期货市场显示本月降息 50 个基点的可能性为 10%，降息 25 个基点的可能性为 90%。欧元区通胀呈现稳步放缓趋势，整体 HICP 同比增速从 2023 年三季度的高位持续回落，至 2025 年 8 月录得 2.1%。核心 HICP 同比连续第 4 个月稳定在 2.3% 的水平，接近通胀目标，显示价格压力未出现明显抬升。

图表1：美国新增非农就业人数（千人）



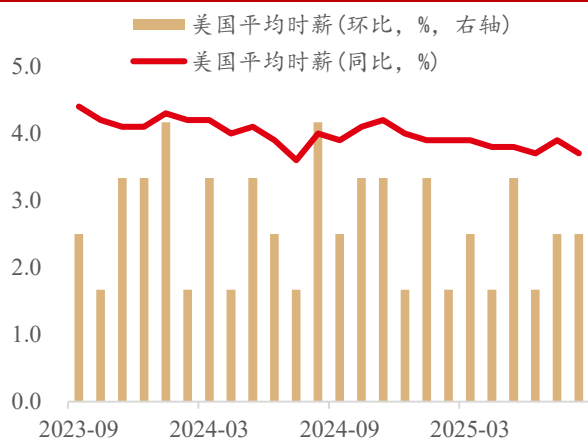
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国失业率（%）



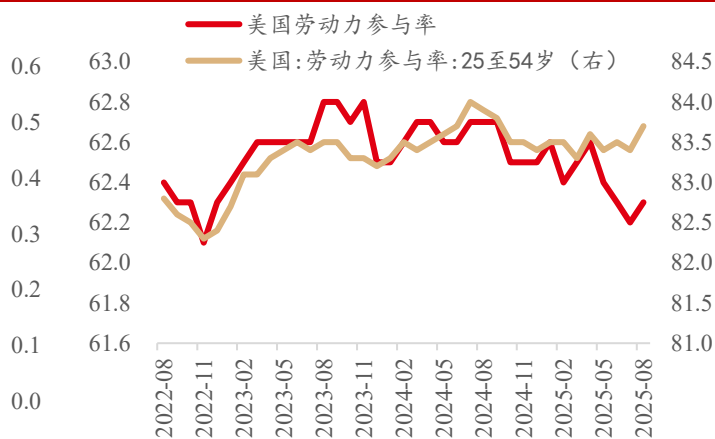
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国平均时薪增速（%）



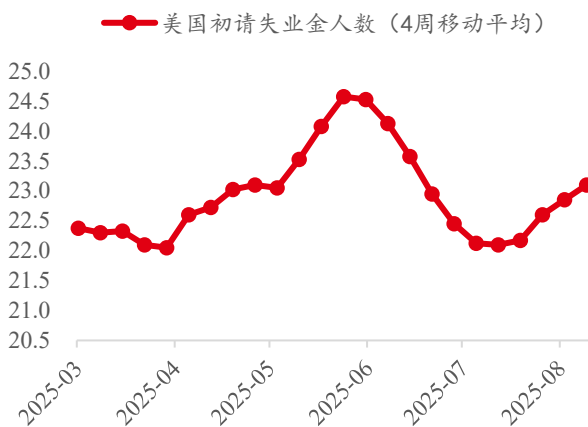
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：美国劳动力参与率（%）



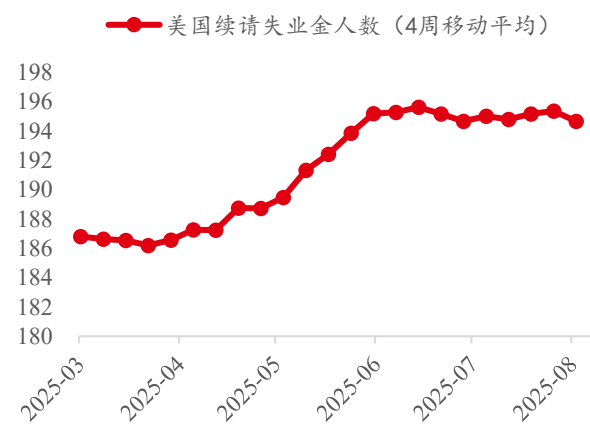
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：美国初请失业金人数（万人）



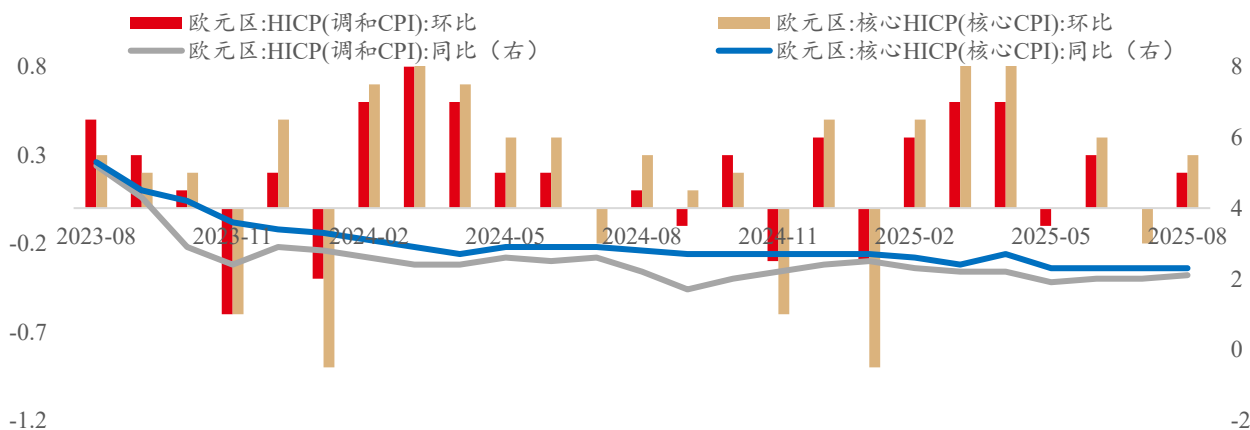
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国续请失业金人数（万人）



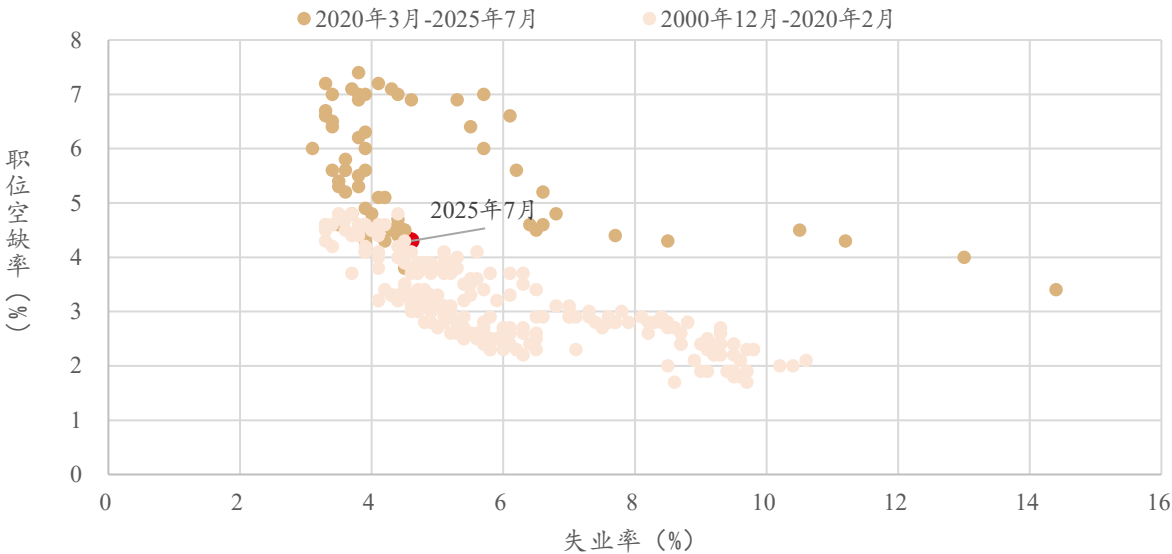
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：欧元区 CPI 增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：贝弗里奇曲线已经接近斜率快速变化的拐点



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表9：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/9/8 7:50		日本 7 月贸易帐(亿日元)	4696	1146
2025/9/8 14:00		德国 7 月季调后工业产出月率	-1.9%	1.3%
2025/9/8 14:00		德国 7 月季调后贸易帐(亿欧元)	149	
2025/9/8 16:30		欧元区 9 月 Sentix 投资者信心指数	-3.7	
2025/9/8 23:00		美国 8 月纽约联储 1 年通胀预期	3.09%	
2025/9/8	法国政府就预算问题举行信任投票			
2025/9/9 14:45		法国 7 月工业产出月率	3.8%	
2025/9/9 18:00		美国 8 月 NFIB 小型企业信心指数	100.3	
2025/9/9 22:00		美国 2025 年非农就业基准变动初值(万人)	-59.8	
2025/9/9 22:00	美国劳工统计局发布非农年度基准修正数据			
2025/9/10 1:00	苹果公司秋季新品发布会			
2025/9/10 20:30		美国 8 月 PPI 年率	3.3%	
2025/9/10 20:30		美国 8 月 PPI 月率	0.9%	0.3%
2025/9/10 22:00		美国 7 月批发销售月率	0.3%	
2025/9/11 1:00		美国至 9 月 10 日 10 年期国债竞拍-得	4.26%	

	标利率		
2025/9/11 1:00	美国至 9 月 10 日 10 年期国债竞拍-投标倍数	2.35	
2025/9/11 20:15	欧洲央行公布利率决议		
2025/9/11 20:15	欧元区至 9 月 11 日欧洲央行存款机制利率	2%	2%
2025/9/11 20:15	欧元区至 9 月 11 日欧洲央行主要再融资利率	2.15%	2.15%
2025/9/11 20:30	美国 8 月末季调 CPI 年率	2.7%	2.9%
2025/9/11 20:30	美国 8 月季调后 CPI 月率	0.2%	0.3%
2025/9/11 20:30	美国至 9 月 6 日当周初请失业金人数(万人)	23.7	
2025/9/11 20:30	美国 8 月季调后核心 CPI 月率	0.3%	0.3%
2025/9/11 20:30	美国 8 月末季调核心 CPI 年率	3.1%	3.1%
2025/9/11 20:45	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会		
2025/9/11 14:00	德国 8 月 CPI 月率终值	0.1%	
2025/9/11 14:00	英国 7 月三个月 GDP 月率	0.3%	
2025/9/11 14:00	英国 7 月制造业产出月率	0.5%	
2025/9/11 14:00	英国 7 月季调后商品贸易帐(亿英镑)	-221.56	
2025/9/11 14:00	英国 7 月工业产出月率	0.7%	
2025/9/11 14:45	法国 8 月 CPI 月率终值	0.4%	
2025/9/11 22:00	美国 9 月一年期通胀率预期初值	4.8%	
2025/9/11 22:00	美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值	58.2	59.3

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 纽约联储主席威廉姆斯：

9 月 4 日威廉姆斯在纽约经济俱乐部发表讲话，他谈到货币政策适度紧缩，适合当前经济。对于美联储的双重目标，一方面，需要确保关税的影响不会蔓延到更广泛和持久的通胀上升中，另一方面，维持过于紧缩的政策立场太久可能会对充分就业使命带来风险。

他表示到目前为止，关税虽然导致核心商品通胀上升，但似乎不会推动长期通胀上升，关税影响或将持续到明年中期。预计 2025 年通胀率为 3%至 3.25%，在 2027 年回到美联储 2%的目标。同时他提到了对就业市场降温幅度超出预期的担忧，劳动力市场一直受到移民劳动力变化的挑战，尽管科技投资一直非常强劲，但就业市场呈现出降温的趋势，4.2%的失业率被认为是较好且相对较低的水平。

威廉姆斯表示国债和融资市场运行非常良好，未看到债券市场出现异常波动。债券市场目前更关注经济基本面。金融体系中仍存在“非常高的储备水平”，筹备回购便利机制随时准备在需要时帮助管理流动性问题。

2. 美联储理事沃勒：

沃勒表示，美国 10 年期国债收益率已基本稳定。他重申，已明确主张在下次会议上启动降息，可能会看到多次降息，但具体是每次会议都降息，还是隔次会议降息，将取决于经济数据的表现。他强调，美联储无需遵循固定的降息节奏。他指出，尽管未来可能会经历一段时期通胀的轻微波动，但这不会是持久性的，预计六个月后通胀率将更接近 2%的长期目标。美联储有能力根据数据随时调整降息节奏。

此外，沃勒还就外界关注的理事库克案件作出回应。他表示，该案目前正在法院审理中，不对此发表评论，相信法院将很快决定案件的后续走向。沃勒表示，当前尚未与财长贝森特就美联储主席职位问题进行过任何讨论。

3. 芝加哥联储主席古尔斯比：

古尔斯比表示，对于在 9 月 16 至 17 日美联储会议上支持何种政策行动需要参考下周公布的通胀数据，目前尚未作出决定。近期通胀报告显示服务领域出现价格回升，美联储需要确认这仅是暂时波动而非更严峻的征兆。他指出美国整体仍有望维持充分就业水平，但是目前就业市场可能正逐步放缓，且若裁员规模扩大则可能导致经济进一步恶化。古尔斯比警告称当前一系列经济冲击正加剧美国陷入滞胀格局的风险，他坚决捍卫美联储的独立性，认为其对于应对复杂宏观环境及保持政策公信力至关重要。

4. 圣路易斯联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆对即将到来的议息会议持审慎态度，认为当前适度紧缩的政策取向与经济基本面相匹配，预计经济增长在下半年大体上与上半年的 1.4% 水平相近。他指出就业增长放缓幅度可能超出预期，主要受移民人数减少拖累劳动力供给的影响，但整体市场仍接近充分就业状态，预计将实现有序降温。与此同时，他下调了通胀风险，认为部分高于目标的通胀压力源于关税政策，其影响预计将在未来 2 至 3 个季度内逐步显现，之后逐渐减弱。穆萨莱姆还谈到尽管人工智能相关投资强劲，未来会对美国经济产生正向影响；但是农业与房地产部门遭受严峻挑战的现状依旧不可忽视。

图表10：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%	10.0%	90.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	71.6%	20.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	64.3%	26.5%	2.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	38.7%	43.4%	13.1%	1.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	23.9%	41.4%	25.9%	6.1%	0.4%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.1%	30.3%	35.8%	18.7%	4.1%	0.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	6.6%	22.8%	33.7%	25.0%	9.5%	1.7%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	2.3%	11.5%	26.1%	31.1%	20.4%	7.2%	1.2%	0.1%
2026/9/16	0.1%	0.9%	5.7%	16.8%	27.9%	27.2%	15.6%	5.0%	0.8%	0.0%
2026/10/28	0.2%	1.8%	7.6%	18.7%	27.8%	25.2%	13.7%	4.3%	0.7%	0.0%
2026/12/9	0.3%	2.2%	8.4%	19.4%	27.6%	24.4%	13.0%	4.0%	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。

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