

【全球宏观经济2025年9月报告】

对等关税落地 静待降息来临

宏观金融与航运团队 陈臻 Z0018730

2025年8月30日

- ◆ 多个经济体公布了二季度GDP，除泰国因节假日因素环比锐减之外，其他经济体均实现同比和环比双增长，未出现或避免了技术性衰退。二季度GDP经季调后上修至5.93万亿美元，环比折年率3.3%，高于初值3%和预期3.1%。其中，投资和消费者支出上修是主因，但政府支出下修和进口上修则部分抵消前两项利好。受关税政策影响，欧洲经济降速，欧元区和英国二季度GDP同比和环比增速均低于前值。
- ◆ 经过三轮延期后，8月8日对等关税正式落地。英国、巴西和福兰克群岛仅被征收10%关税，是最低一档。15%无疑是最多的一档，包含40个经济体，其中包括欧盟、日韩、新西兰、以色列等美国重要盟友。这也意味着美国将“解放日”10%基准关税提升到了5个百分点。自5月以来，美国先后与英国、越南、印尼、菲律宾、日本、欧盟、韩国签订贸易协议。七个国家累计将对美国投资1.45万亿美元，向美国订购8650亿美元能源、100亿美元+50架波音飞机、45亿美元农产品、军工装备以及对美开放全部或大部分本国市场（零关税）。8月中美双方仅确认将24%对等关税以及部分301法案商品的关税豁免期延长90天。
- ◆ 今年全球经济增速预期2.5-2.6%，明年预期2.6-2.7%，低于1980-2024年3.34%平均增速。美国经济增速有望好于预期，主要得益于贸易协定与大而美法案。相较而言，贸易协议对美国经济长期推动作用有可能远胜于大而美法案。大而美法案本质是“劫贫济富+加大杠杆”，更像是美国内部财富从时间和层级两个维度的再分配。贸易协议不仅实实在在赚取了别国的真金白银，还能实现制造业回流。在消费和投资刺激下，三季度美国实际GDP可能进一步提速，预计环比增速可能达到0.87%。今年关税政策有望为美国政府带来1万亿美元财政收入，不过贸易协议和大而美法案的副作用也十分显著，将通过国内和国外两条路径推升美国通胀，四季度美国通胀或突破3%。与美国签订贸易协议后，下半年欧盟经济将稳定发展，主要通过服务业，而实体产业前景并不乐观，很有可能再度衰退。一方面，欧盟将对俄罗斯发起19轮制裁，彻底断绝俄罗斯廉价和稳定能源转从美国和中东进口高价能源，将使欧盟工业商品承受高成本劣势。另一方面，美国是欧盟第一大出口贸易国，然而从8月起将被征收15%关税，是以往的三倍，钢铝将被征收更高关税。欧盟还将投资6000亿美元，开放本经济体20万亿美元市场，接受美国汽车和工业标准。此消彼长将使得欧盟对美国制造业生产优势和贸易顺差锐减。日本三季度经济将继续稳定复苏，有望保持1-1.5%的同比增速。印度被美国累计加征50%关税之后，将迎来严峻挑战。倘若贸易谈判失败，9月之后出口和GDP增速必将明显下降。
- ◆ 在白宫施压下，美联储大概率将在9月议息会议降息25BP，四季度再降息1轮。欧洲央行此轮降息或已结束，未来1年至多再降息一轮。英国基准利率较高，英国央行后期还将降息1-2轮。为了防止经济复苏步伐放缓，预计日本央行年底前不会加息，可能会在明年一季度开启。瑞士外贸极为依赖美国进口，如今被美国加征39%高昂关税，将迫使瑞士银行进一步降息稳定经济。目前瑞士基准利率已经降至0%，这就意味着今年年底前全球将再现负利率。



CONTENT 目录

第一部分 全球：对等关税落地 多数央行按兵不动

第二部分 美国：央行年会超预期放鸽 三大股指创历史新高

第三部分 欧洲：二季度GDP降速 英国央行降息25BP

第四部分 亚洲：日本经济稳步复苏 韩国连续三轮保持利率不变

第五部分 新兴经济体：7月出口抢运 制造业整体萎缩

第六部分 全球宏观经济综合展望

1、二季度主要经济体实际GDP

2025年二季度全球主要经济体实际GDP								
经济体	二季度GDP（万亿本币）	同比	环比	美元兑本币汇率	二季度GDP（万亿美元）	占比	地理位置	经济发展水平
美国	5.9260	2.1%	0.8%	1.0000	5.9260	100.0%	北美洲	发达经济体
中国	32.3489	5.2%	5.5%	7.1915	4.4982	75.9%	亚洲	发展中国家
欧盟	3.3804	1.5%	0.2%	0.8817	3.8339	64.7%	欧洲	发达经济体
日本	140.7470	1.3%	0.3%	144.5472	0.9737	16.4%	亚洲	发达经济体
英国	0.6492	1.2%	0.3%	0.7487	0.8672	14.6%	欧洲	发达经济体
韩国	575.5226	0.6%	0.6%	1,399.8230	0.4111	6.9%	亚洲	发达经济体
墨西哥	6.4326	0.0%	3.2%	19.4984	0.3299	5.6%	北美洲	发展中国家
印度尼西亚	3396.3026	5.1%	4.0%	16,507.1961	0.2057	3.5%	亚洲	发展中国家
瑞士	0.1461	1.2%	1.4%	0.8241	0.1773	3.0%	欧洲	发达经济体
新加坡	0.1448	4.5%	1.4%	1.3008	0.1113	1.9%	亚洲	发达经济体
菲律宾	5.8424	5.5%	6.7%	56.2571	0.1039	1.8%	亚洲	发展中国家
马来西亚	0.4195	4.7%	1.1%	4.3103	0.0973	1.6%	亚洲	发展中国家
泰国	2.7713	2.8%	-7.3%	33.0848	0.0838	1.4%	亚洲	发展中国家
越南	1643.3167	8.8%	9.2%	24,955.8571	0.0658	1.1%	亚洲	发展中国家
哥伦比亚	248.8664	2.1%	2.7%	4199.1603	0.0593	1.0%	南美洲	发展中国家
智利	53.6635	3.5%	0.4%	947.2474	0.0567	1.0%	南美洲	发展中国家

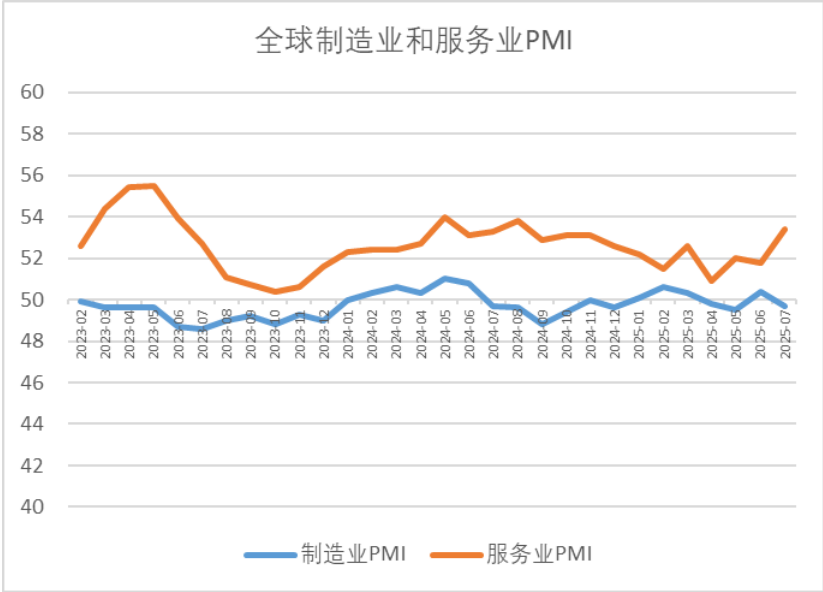
来源：Wind、方正中期研究院整理

- 截至8月底，已有多个经济体公布了二季度GDP，除泰国因节假日因素环比锐减之外，其他经济体均实现同比和环比双增长，未出现或避免了技术性衰退。
- **美国**：二季度GDP经季调后上修至5.93万亿美元，环比折年率3.3%，高于初值3%和预期3.1%。其中，投资和消费者支出上修是主因，但政府支出下修和进口上修则部分抵消前两项利好。整体来看，在政府收紧银根情况下，投资和消费依然强劲，拉动美国经济保持稳定增长。
 - **中国**：依然是世界第二，二季度同比和环比分别增长5.2%和5.5%，占美国GDP比重76%。二季度中国遭受美国关税打压，4月至5月中旬中国出口至美国货物量锐减。不过，中国通过扩大对其他经济体出口贸易部分弥补了美国贸易缺口，同时在5月中旬与美互降关税后一度引发抢运潮。此外，适度放宽国内财政和货币政策，因此整体二季度依然能保持较快发展。
 - **欧洲**：虽然对等关税豁免90天，但是钢铝和汽车关税分别提升至50%和25%，令**欧盟**经济降速。毕竟，钢铝和汽车是欧盟两大支柱企业，而美国是欧盟最大出口贸易国。二季度欧盟实际GDP环比增长0.17%，创近6个季度新低。**英国**4-5月GDP环比均下降，但6月环比反弹，避免英国二季度出现负增长。瑞士经济保持稳步发展，真正的挑战是在三季度，8月8月起被美国征收39%高额对等关税，而瑞士对于美国出口依赖度极高。
 - **日韩**：**日本**二季度保持低速回暖，GDP同比和环比分别录得1.3%和0.3%。随着关税战来袭，日本央行推迟了加息步伐。**韩国**一季度GDP出现同比和环比双负增长，二季度实现逆袭，同比和环比增速均达到0.6%，主要得益于对美抢出口以及服务行业稳定发展。
 - **东盟**：**越南**二季度同比和环比增速分别达到8.8%和9.2%，在东盟国家中增速最快。越南近几年依托相对低廉的土地和人口成本优势，吸纳了大量海外投资，尤其中美贸易战升级后，越南制造进一步填了部分美国市场，同时转口贸易也推升出口贸易额。**菲律宾**也保持了较高增速，二季度同比和环比分别录得5.5%和6.7%。**新加坡**、**印尼**和**马来西亚**稳定发展，同比增速保持4%以上。**泰国**增速趋缓，环比受节假日影响大幅下滑，同比仅增长2.8%。随着美国严查商品原产地，未来东盟出口贸易量将明显减少。
 - **美洲**：墨西哥受到关税影响显著，同比0增长。哥伦比亚和智利相对稳定。

2、两大产业再度分化

2025年全球及主要经济体制造业PMI																						
日期	全球	发达经济体								新兴经济体												
		北美洲		欧洲		亚洲			大洋洲	亚洲							欧洲/亚洲		南美洲	北美洲	非洲	
		美国	加拿大	欧元区	英国	日本	韩国	新加坡	新西兰	中国	印度	印尼	越南	泰国	菲律宾	马来西亚	缅甸	俄罗斯	土耳其	巴西	墨西哥	南非
2025-01	50.1	50.9	51.6	46.6	48.3	48.7	50.3	50.9	51.8	49.1	57.7	51.9	48.9	49.6	52.3	48.7	47.4	53.1	48.0	50.7	49.1	42.5
2025-02	50.6	50.3	47.8	47.6	46.9	49.0	49.9	50.7	53.9	50.2	56.3	53.6	49.2	50.6	51.0	49.7	48.5	50.2	48.3	53.0	47.6	46.0
2025-03	50.3	49.0	46.3	48.6	44.9	48.4	49.1	50.6	52.7	50.5	58.1	52.4	50.5	49.9	49.4	48.8	49.8	48.2	47.3	51.8	46.5	50.3
2025-04	49.8	48.7	45.3	49.0	45.4	48.7	47.5	49.6	53.2	49.0	58.2	46.7	45.6	49.5	53.0	48.6	45.4	49.3	47.3	50.3	44.8	41.4
2025-05	49.5	48.5	46.1	49.4	46.4	49.4	47.7	49.7	47.5	49.5	57.6	47.4	49.8	51.2	50.1	48.8	47.6	50.2	47.2	49.4	46.7	43.1
2025-06	50.4	49.0	45.6	49.5	47.7	50.1	48.7	50.0	49.2	49.7	58.4	46.9	48.9	51.7	50.7	49.3	49.0	47.5	46.7	48.3	46.3	45.3
2025-07	49.7	48.0	46.1	49.8	48.0	48.9	48.0	49.9	52.8	49.3	59.1	49.2	52.4	51.9	50.9	49.7	49.5	47.0	45.9	48.2	49.1	48.0
2025-08				50.5	47.3	49.9																

2025年全球及主要经济体服务业PMI												
日期	全球	发达经济体							新兴经济体			
		北美洲		欧洲			亚洲	大洋洲	亚洲		欧洲/亚洲	南美洲
		美国	欧元区	英国	瑞典	瑞士	日本	新西兰	中国	印度	俄罗斯	巴西
2025-01	52.2	52.8	51.3	50.8	49.9	57.2	53.0	50.0	50.3	56.5	54.6	47.6
2025-02	51.5	53.5	50.2	51.0	50.9	56.8	53.7	48.6	50.0	59.0	50.5	50.6
2025-03	52.6	50.8	51.0	52.5	49.6	50.6	50.0	48.5	50.3	58.5	50.1	52.5
2025-04	50.9	51.6	50.1	49.0	48.8	52.4	52.4	48.2	50.1	58.7	50.1	48.9
2025-05	52.0	49.9	49.7	50.9	50.6	56.3	51.0	44.3	50.2	58.8	52.2	49.6
2025-06	51.8	50.8	50.5	52.8	54.3	48.5	51.7	47.6	50.1	60.4	49.2	49.3
2025-07	53.4	50.1	51.0	51.8	48.8	41.8	53.6	48.9	50.0	60.5	48.6	46.3
2025-08			50.7	53.6			52.7					



来源：Wind、方正中期研究院整理

- 7月全球两大产业再度分化。其中，全球服务业PMI录得53.4，创近11个月新高，从2023年以来均处于荣枯线以上；全球制造业PMI录得49.7，再度重返荣枯线以下。
- 发达经济体长期处于“制造业萎缩、服务业扩张”状态。不过，欧元区8月超预期达到扩张区。
- 新兴经济体受到关税影响较为明显，多个新兴经济体制造业也出现衰退迹象。
- 印度经济强势，两大产业长期处于60的强扩张区。

3、多数央行选择按兵不动

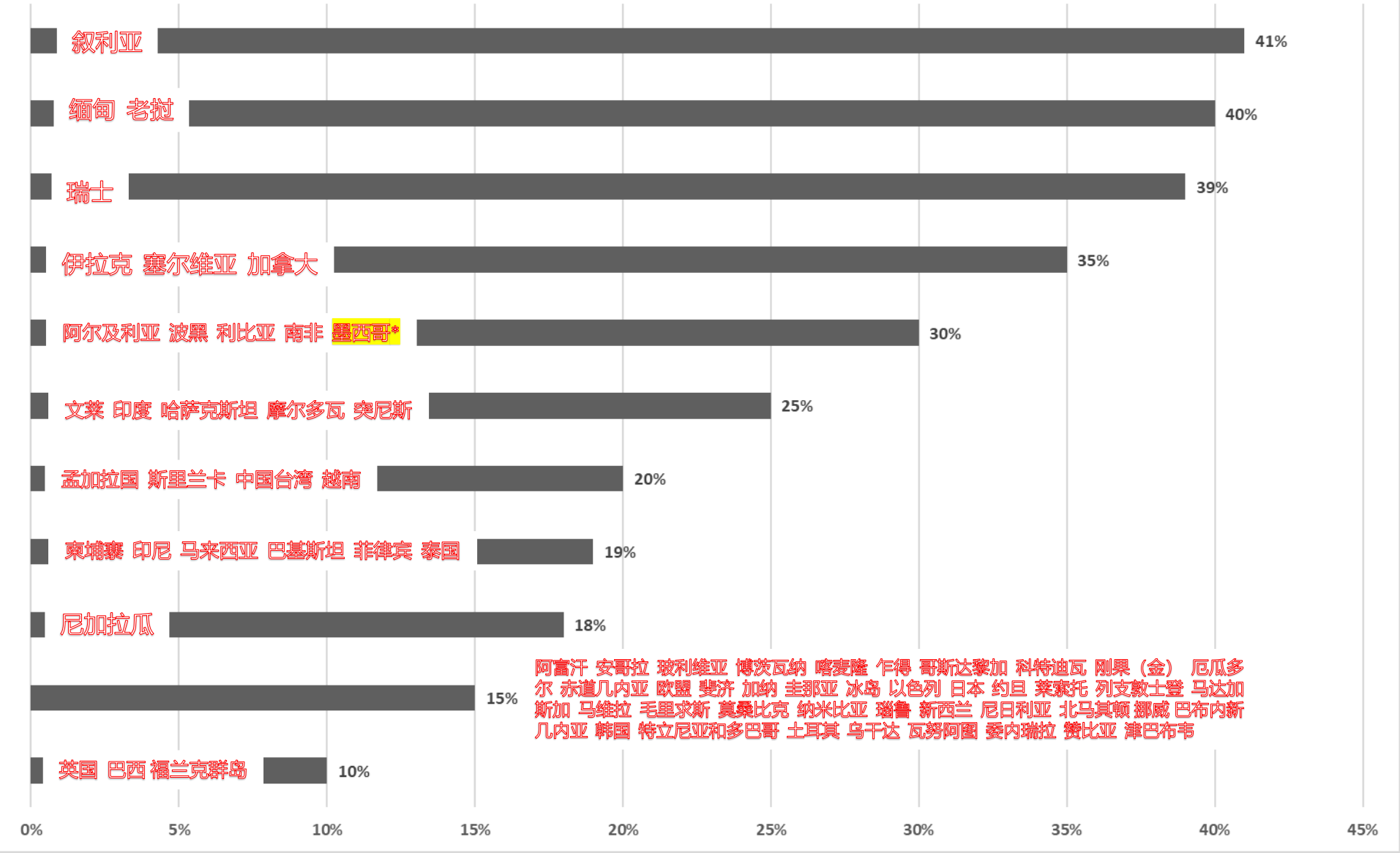
7-8月绝大多数央行仅有1次议息会议，部分央行召开两轮。综合来看，全球主要央行已从连续降息逐步转向谨慎降息。

- **降息：**土耳其央行降息幅度最大，达到300BP，主要因为土耳其恶性通胀持续趋缓。不过，7月通胀率依然达到33.52%，因此基准利率还是达到43%，是所有主要央行中最高的。俄罗斯经济遭受西方国家制裁影响严重，目前主要靠国内军工产业来支撑GDP数据。因此随着通胀率终于重回个位数，俄罗斯央行选择大幅降息200BP刺激经济发展。印尼央行加快了利率回调步伐，是主要央行中唯一在7-8连续两轮降息的。英国央行降息25BP至4%，主要为了刺激本国经济体发展，在主要发达经济体央行中依然偏高。
- **维持：**美联储在7月31日的议息会议继续按兵不动，连续5轮未降息，并且鲍威尔讲话偏鹰，直接导致白宫通过各种手段和途径施压美联储。8月22日杰克逊霍尔全球央行年会，鲍威尔迫于压力超预期放鸽。欧洲央行在连续降息8轮之后选择维持现有利率政策不变。欧元区失业率维持历史低位，通胀水平达到2%长期目标，是欧洲央行选择维持现有利率不变的底气。日本一季度GDP出现负增长，且受到贸易政策影响较大，同时通胀率不断回落，日本央行暂未加息，静观其变。瑞士被美国征收39%对等关税，并且对美国出口依赖度较高，不过目前基准利率已经处于零利率，因此瑞士央行选择静观其变，避免过早出现负利率。韩国央行连续三轮维持现有利率不变，不过行长发表鸽派言论，表示将坚持宽松的货币政策。
- **加息：**7-8月在主要央行中无加息。

7-8月全球主要央行货币政策			
货币政策	经济体	累计变动幅度（BP）	最新利率
降息	土耳其	300	43.00%
	俄罗斯	200	18.00%
	墨西哥	25	7.75%
	南非	25	7.00%
	印度尼西亚	50	5.00%
	波兰	25	5.00%
	英国	25	4.00%
	澳大利亚	25	3.60%
	新西兰	25	3.00%
	马来西亚	25	2.75%
	泰国	25	1.50%
未变化	阿根廷	0	29.00%
	哈萨克斯坦	0	16.50%
	巴西	0	15.00%
	墨西哥	0	8.00%
	冰岛	0	7.50%
	匈牙利	0	6.50%
	罗马尼亚	0	6.50%
	菲律宾	0	5.75%
	印度	0	5.50%
	以色列	0	4.50%
	美联储	0	4.25-4.5%
	挪威	0	4.25%
	捷克	0	3.50%
	加拿大	0	2.75%
	韩国	0	2.50%
	欧元区	0	2.00%
	瑞典	0	2.00%
	丹麦	0	1.75%
	日本	0	0.50%
	瑞士	0	0.00%
加息			

4、美国8月8日正式向全球落地对等关税

美国对各国发布的最新对等关税税率（从2025年8月8日起征）



来源：公开资料、方正中期研究院整理

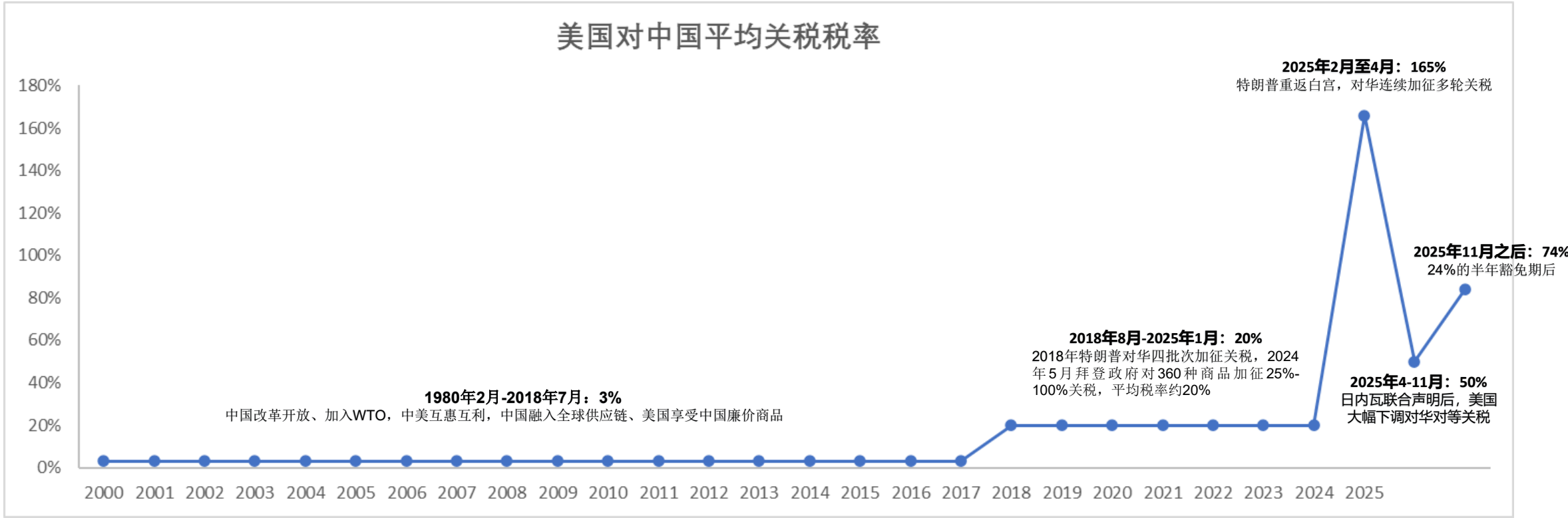
- 4月2日特朗普向全球发送征税函，随后在4月9日宣布90天豁免期。经过多轮磋商，特朗普在7月9日和8月1日先后两次延长豁免期，最终于8月8日落地实施，并且调整了绝大多数经济体的对等关税税率。
- 英国、巴西和福兰克群岛仅被征收10%关税，是最低一档。英国是“独立日”后首个与美国达成贸易协议的国家。巴西一度被美国征收最高的50%对等关税，特朗普给出的理由是现任巴西总统卢拉对于前总统博索纳罗的政治迫害。经过磋商后，美国将关税恢复至最初10%。
- 15%无疑是最多的一档，包含40个经济体，其中包括欧盟、日韩、新西兰、以色列等美国重要盟友。这也意味着美国将“解放日”10%基准关税提升到了5个百分点。
- 东盟和南亚国家主要集中于19%-25%，缅甸和老挝则被征收高达40%关税。印度除了被征收25%对等关税之外，从8月27日零时起还会被征收25%俄油二级关税，累计达到50%。
- 美国对北美两大邻国均征收高关税，加拿大35%、墨西哥30%。与墨西哥谈判较为顺利，特朗普宣布对墨西哥缓征90天。加拿大则选择硬刚美国，甚至一度想拉拢欧盟和日本一起反制美国，因此被美国重点针对，并且为了防止加拿大出口贸易商转口避税，特意补充“为逃避加拿大35%的关税而转运的货物将被征收40%的转运关税”。倘若对两国关税真的完全落地，北美自贸区将名存实亡。
- 叙利亚被征收41%，是目前最高对等关税。
- 在两轮征税函名单中均未出现俄罗斯，主要是为了俄乌停火创造更为良好的谈判氛围。

美国达成的贸易协定						
国家	签订日期	美国给予的关税优惠	本国付出的代价			
			对美订单	市场开放程度	对美投资	产品标准
英国	5月8日初步 6月16日敲定	整体维持10%， (免关税：钢铝、1.3万吨牛肉免税、 部分飞机零件，前10万辆汽车从 27.5%降至10%)	100亿美元波音飞机	乙醇关税降至0%、 1.3万吨牛肉免税	——	——
越南	7月2日	从46%下调至20%、转口贸易40%	——	所有市场零关税	——	——
印尼	7月15日	从32%下调至19%	价值150亿美元能源、价值45 亿美元农产品、50架波音飞机	所有市场零关税、对美提供关键矿产	——	——
菲律宾	7月22日	从20%下调至19%	——	所有市场零关税	——	——
日本	7月22日	从25%下调至15%	——	降低汽车和农产品市场限制	5000亿美元，其中90% 利润留存美国	——
欧盟	7月27日	从30%下调至15%	军工装备以及7500亿美元能源	20万亿美元市场	6000亿美元	接受美国汽车和工业 标准
韩国	7月31日	从25%下调至15%	1000亿美元能源	所有市场零关税	3500亿美元 (其中1500亿美元作为 美韩造船合作专用资金)	
合计			8650亿美元能源、100亿美元 +50架波音飞机、45亿美元农 产品、军工装备		1.45万亿美元	

- 自5月以来，美国先后与英国、越南、印尼、菲律宾、日本、欧盟、韩国签订贸易协议。
- 英国和越南均是特朗普在7月发布征税函之前签署的，其他五大经济体是在收到征税函后加快了与美国谈判的步伐，实现关税二次下调。
- 虽然这些经济体获得了关税下降，但付出了对美大额订单、部分或完全市场开放、巨额投资、高比例利润留存、接受美国产业标准等高昂代价。
- 美国与这些经济体的贸易协议或成为其他国家谈判的模板。

	美国对于中国关税政策改善	中国对于美国关税政策改善	是否发布联合声明
瑞士日内瓦贸易会谈	取消91%对等关税	取消91%对等关税	5月12日发布
	24%关税获得90天豁免期	24%关税获得90天豁免期	
英国伦敦贸易会谈	放宽对于中国芯片设计软件、飞机发动机、乙烷出口	放宽稀土出口管制	未发布
瑞典斯德哥尔摩	24%关税延长90天豁免期	24%关税延长90天豁免期	8月12日发布

中美瑞典斯德哥尔摩谈判不及预期，双方仅确认将24%对等关税延期90天，并未就10%基准关税、20%芬太尼、301、232、反倾销反补贴等一系列不平等关税豁免达成一致。



来源：公开资料、方正中期研究院整理

适用法规条例	日期	关税税率	针对中国商品类型	进展
芬太尼	2月4日	10%	所有	征收
	3月3日	10%		征收
对等关税	4月2日	34%	绝大多数	保留10%、180天豁免期24%
	4月8日	50%		5月14日已取消
	4月9日	41%		
301法案	4月17日	从2025年10月14日逐年累加	中国船东及中国船厂建造船舶的港使费	最终裁决
最低免税额	5月2日	120%或200美元/件	不超过800美元的低价值小额包裹	下调至54%从价税或100美元/件从量税，并有90天豁免期
普通关税政策	5月19日	20%-100%	港口岸桥起重机、集装箱、底盘及零部件等货物装卸设备	最终裁决
反倾销+反补贴	5月20日	普征6.55%，另有两家721.03%	活性阳极材料	初步肯定性裁决
	6月11日	294.43%	熔渣桶	最终裁决
	6月12日	504.07%	硬木及装饰性胶合板	调查
	6月16日	160.79%	制动鼓	最终裁决
	6月17日	普征519.23%，另有2家1157.23%	低速个人交通工具	最终裁决
		普征86.24%，另有7家33.27%-301.83%	临时钢栅栏	最终裁决
	6月18日	反倾销198.51%	L-赖氨酸	调查
	未开启	200%	所有	如果不保障美国稀土磁体供应

特朗普上诉中级法院

历经三个月调查裁定

特朗普决定上诉高级法院

下级法院

中级法院

高级法院

5月28日美国纽约国际贸易法院裁定

否则了美国总统特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)实施的一揽子关税政策(芬尼太税及4月初开始实施的全球对等关税)的权力,认为侵犯了国会管理贸易的权力。

8月29日美国联邦巡回上诉法院裁定

否决了美国总统特朗普实施大部分关税政策的权力。多数法官一致认为,《国际紧急经济权力法》赋予总统“监管”进口的权力并不包括通过行政命令征收关税的权限,因此我们维持下级法院的判决。**法院将裁决的生效时间推迟至10月中旬。**

美国联邦最高法院

一共有9位大法官,至少需要5票赞成才可以需要通过某项裁定。

美国联邦最高法院9名大法官名单及任命总统

法官	任命总统	总统党派
约翰·罗伯茨 (首席大法官)	小布什	共和党
克拉伦斯·托马斯		
塞繆尔·阿利托		
尼尔·戈萨奇	特朗普	
布雷特·卡瓦诺		
艾米·科尼·巴雷特		
索尼娅·索托马约尔	奥巴马	民主党
埃琳娜·卡根		
凯坦吉·布朗·杰克逊	拜登	

* 9名法官皆为无党派人士

来源: 公开资料、方正中期研究院整理

- 中级法院裁定有利于宏观情绪的好转,推动与对美贸易品种的预期改善。不过,即便中级法院已经裁定特朗普的关税违法,并不意味着这些关税将立即失效,需要注意两个时间:其一,中级法院裁定生效时间是10月中旬;其二,特朗普已经提起上诉最高法院。根据中级法院三个月的调查取证裁定周期,最高法院也有可能经历长达三个多月的诉讼周期。
- 从9名最高法官任命情况来看,其中三位是特朗普亲自任命的,另有三位是同为共和党小布什任命的,因此特朗普并非毫无胜算。

2025年1-8月全球大类资产涨跌情况										
资产类别	具体市场	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	累计
大宗商品	COMEX黄金	7.3%	0.5%	10.6%	5.4%	-0.1%	-0.2%	1.2%	2.5%	30.0%
	COMEX白银	10.3%	-2.4%	9.9%	-5.2%	0.6%	9.5%	1.5%	5.2%	32.0%
	LME3个月锌	-7.7%	1.3%	1.6%	-7.3%	0.9%	4.1%	0.1%	0.9%	-6.7%
	LME3个月镍	-0.3%	2.6%	2.0%	-2.6%	-1.5%	-0.7%	-1.4%	0.9%	-1.0%
	LME3个月铜	3.2%	3.3%	3.7%	-6.0%	4.1%	4.0%	-2.7%	2.4%	12.0%
	NYMEX天然气	-15.4%	24.3%	8.2%	-18.9%	3.3%	-0.2%	-10.3%	-11.8%	-24.7%
	布伦特原油	2.8%	-4.7%	2.1%	-15.5%	1.2%	5.8%	7.3%	-7.3%	-9.9%
	CBOT大豆	3.4%	-1.9%	-1.1%	3.0%	-0.2%	-1.4%	-3.6%	5.9%	3.9%
	NYBOT 2号棉花	-3.6%	-0.9%	2.4%	-1.2%	-1.5%	4.5%	-1.2%	-0.8%	-2.5%
股市	标准普尔500	2.7%	-1.4%	-5.8%	-0.8%	6.2%	5.0%	2.2%	2.0%	9.9%
	道琼斯	4.7%	-1.6%	-4.2%	-3.2%	3.9%	4.3%	0.1%	2.9%	6.8%
	纳斯达克	1.6%	-4.0%	-8.2%	0.9%	9.6%	6.6%	3.7%	2.0%	11.6%
	伦敦金融时报100	6.1%	1.6%	-2.6%	-1.0%	3.3%	-0.1%	4.2%	1.5%	13.4%
	巴黎CAC40	7.7%	2.0%	-4.0%	-2.5%	2.1%	-1.1%	1.4%	-0.8%	4.5%
	法兰克福DAX	9.2%	3.8%	-1.7%	1.5%	6.7%	-0.4%	0.7%	0.4%	21.3%
	上证A股	-3.0%	2.2%	0.4%	-1.7%	2.1%	2.9%	3.7%	8.3%	15.4%
债市	美国10年期国债收益率	0.0%	-7.4%	-0.2%	-1.4%	5.8%	-3.9%	3.1%	-2.5%	-7.0%
	欧元区10年期公债收益率	3.4%	-2.4%	12.7%	-8.1%	2.1%	2.6%	3.1%	2.9%	16.1%
汇率	美元指数	0.0%	-0.9%	-3.1%	-4.4%	-0.2%	-2.7%	3.4%	-1.8%	-9.4%
	欧元兑美元	0.1%	0.1%	4.3%	4.7%	0.2%	3.9%	-3.2%	2.0%	12.4%
	美元兑日元	-1.3%	-2.9%	-0.4%	-4.6%	0.7%	0.0%	4.7%	-2.2%	-6.2%
	美元兑人民币	-0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.4%	-1.0%
	美元兑卢布	-3.6%	-10.5%	-4.6%	-2.5%	-3.8%	0.0%	4.3%	-1.4%	-20.6%
波动率	VIX	-5.3%	19.5%	13.5%	10.9%	-24.8%	-9.9%	-0.1%	-12.6%	-15.7%
	纳斯达克100波动率	1.0%	12.7%	12.0%	9.6%	-24.9%	-6.3%	-1.7%	-5.4%	-8.7%
海运	欧线集运	-21.8%	35.0%	2.8%	-34.1%	31.8%	-13.7%	-3.7%	-5.9%	-26.2%
	BDI	-26.3%	67.2%	30.0%	-13.5%	2.3%	5.0%	34.5%	1.9%	104.7%

来源：Wind、方正中期研究院整理



CONTENT 目录

第一部分 全球：对等关税落地 多数央行按兵不动

第二部分 美国：央行年会超预期放鸽 三大股指创历史新高

第三部分 欧洲：二季度GDP降速 英国央行降息25BP

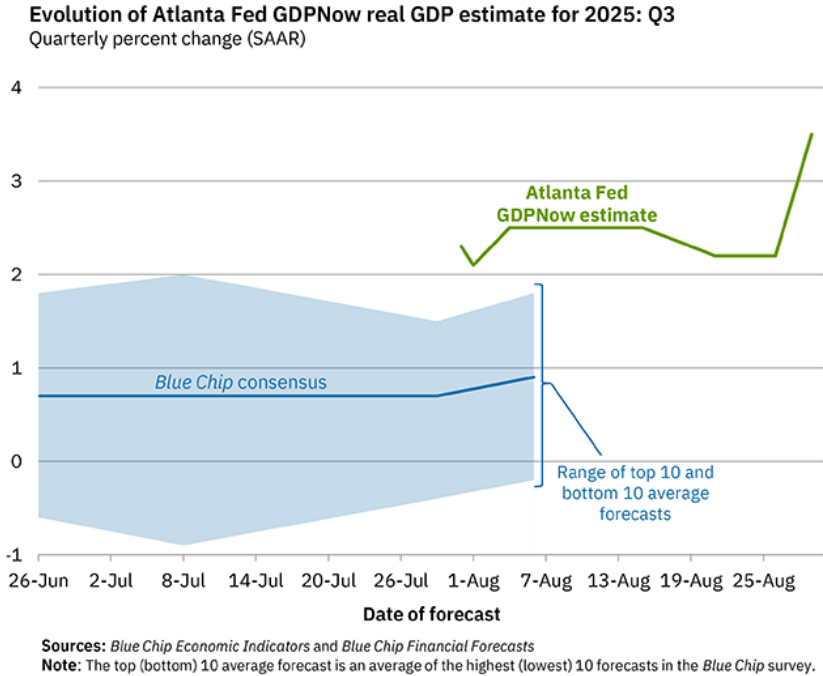
第四部分 亚洲：日本经济稳步复苏 韩国连续三轮保持利率不变

第五部分 新兴经济体：7月出口抢运 制造业整体萎缩

第六部分 全球宏观经济综合展望

1.1 GDP：二季度上修 三季度有望进一步提速

2025年二季度美国实际GDP及各分项增速				
指标名称	实际GDP（万亿美元）	占比	同比	环比
GDP	5.93	100%	2.1%	0.8%
个人消费	4.09	69.0%	2.4%	0.4%
商品	1.40	23.6%	3.5%	0.6%
耐用品	0.53	8.9%	4.6%	0.6%
非耐用品	0.87	14.7%	3.0%	0.6%
服务	2.70	45.5%	1.9%	0.3%
国内私人投资	1.10	18.5%	0.4%	-3.6%
固定资产投资	1.09	18.5%	2.9%	0.8%
非住宅类	0.91	15.4%	4.2%	1.4%
建筑	0.16	2.8%	-3.4%	-2.3%
设备和器械	0.36	6.0%	7.7%	1.8%
知识产权产品	0.39	6.6%	5.2%	3.1%
住宅类	0.20	3.3%	-1.3%	-1.2%
私人存货变化	-0.01	-0.1%	-145.8%	-120.5%
净出口	-0.26	-4.3%	-0.6%	-24.3%
出口	0.66	11.1%	2.0%	-0.3%
进口（负项）	0.92	15.4%	1.3%	-8.5%



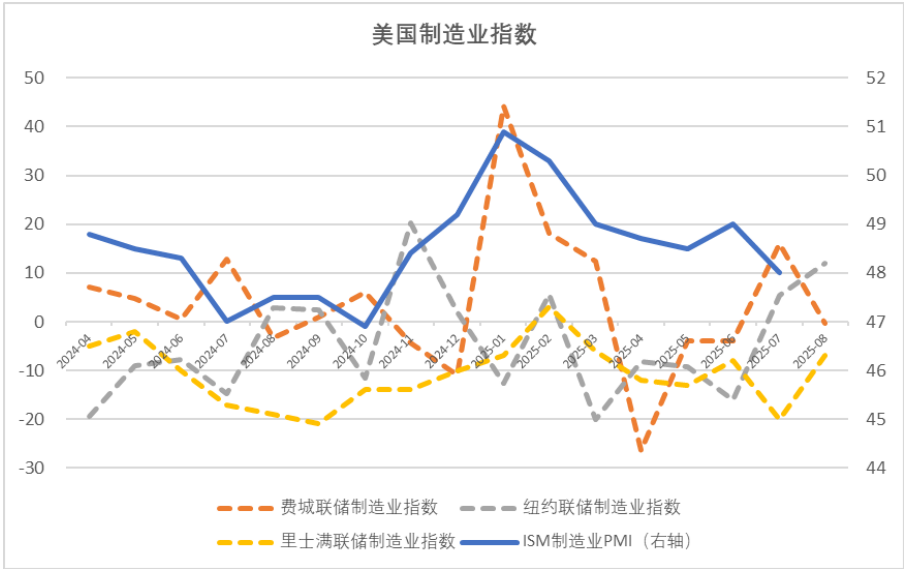
来源：Federal Reserve of Atlanta、Wind、方正中期研究院整理

- 美国二季度GDP经季调后上修至5.93万亿美元，环比折年率3.3%，高于初值3%和预期3.1%。其中，投资和消费者支出上修是主因，但政府支出下修和进口上修则部分抵消前两项利好。整体来看，在政府收紧银根情况下，投资和消费依然强劲，拉动美国经济保持稳定增长。
- 根据亚特兰大联储GDPNow模型推测，美国三季度实际GDP环比折年率有望达到3.5%，主要得益于个人消费和投资提速所致，不过净出口负项规模可能扩大。

1.2 产业：制造业萎缩加速 服务业扩张趋缓

同花顺iFinE		2025年美国ISM制造业PMI									方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES	
指标名称	制造业PMI	新订单	产出	就业	物价	进口	自有库存	订单库存	客户库存	新出口订单		
2025-07	48.00	47.10	51.40	43.40	64.80	47.60	48.90	46.80	45.70	46.10		
2025-06	49.00	46.40	50.30	45.00	69.70	47.40	49.20	44.30	46.70	46.30		
2025-05	48.50	47.60	45.40	46.80	69.40	39.90	46.70	47.10	44.50	40.10		
2025-04	48.70	47.20	44.00	46.50	69.80	47.10	50.80	43.70	46.20	43.10		
2025-03	49.00	45.20	48.30	44.70	69.40	50.10	53.40	44.50	46.80	49.60		
2025-02	50.30	48.60	50.70	47.60	62.40	52.60	49.90	46.80	45.30	51.40		
2025-01	50.90	55.10	52.50	50.30	54.90	51.10	45.90	44.90	46.70	52.40		

同花顺iFinD		2025年美国ISM服务业PMI									
指标名称	服务业PMI	就业	库存	物价	新订单	进口	商业活动	订单库存	供应商交付	库存景气	新出口订单
2025-07	50.10	46.40	51.80	69.90	50.30	45.90	52.60	44.30	51.00	53.20	47.90
2025-06	50.80	47.20	52.70	67.50	51.30	51.70	54.20	42.40	50.30	57.10	51.10
2025-05	49.90	50.70	49.70	68.70	46.40	48.20	50.00	43.40	52.50	62.90	48.50
2025-04	51.60	49.00	53.40	65.10	52.30	44.30	53.70	48.00	51.30	56.10	48.60
2025-03	50.80	46.20	50.30	60.90	50.40	52.60	55.90	47.40	50.60	56.60	45.80
2025-02	53.50	53.90	50.60	62.60	52.20	49.60	54.40	51.70	53.40	54.70	52.10
2025-01	52.80	52.30	47.50	60.40	51.30	49.80	54.50	44.80	53.00	53.50	52.00



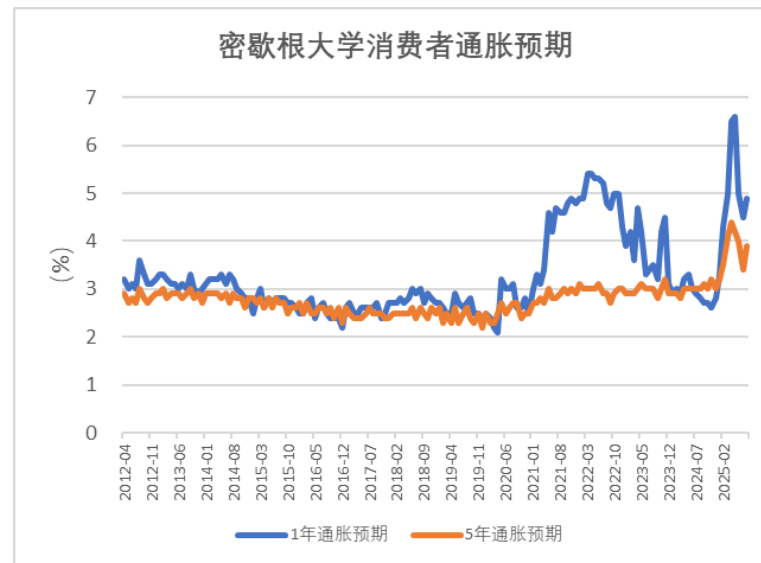
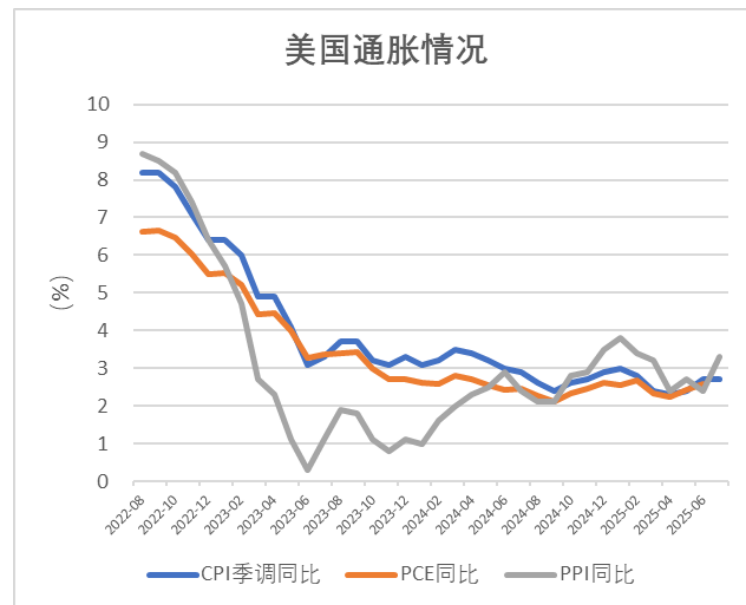
- 服务业扩张趋缓：7月ISM服务业PMI录得50.1，低于前值50.8，毕竟荣枯线。不过，今年前7个月仅5月短暂萎缩之外，其他月份均扩张。
- 制造业持续萎缩：7月ISM制造业PMI录得48，连续5个月低于荣枯线，创近9个月新低。
- 通胀：依然严峻，无论制造业还是服务业的物价PMI均处于64-70的强扩张区，可能导致未来PPI反弹。
- 就业：不断降温，7月制造业和服务业就业PMI分别录得43和46.4，尤其制造业连续半年低于荣枯线，创近10个月新低。
- 新订单：制造业连续半年低于荣枯线。服务业新订单PMI录得50.3，明显低于前值51.3，趋近荣枯线。

整体来看，贸易政策不确定性导致经济前景不明甚至减速，制造业持续萎缩，服务业扩张趋缓，市场推迟订单签订，进一步引发企业削减员工规模。此外，高额关税导致企业成本提升，提升通胀压力。

1.3 通胀：反弹不及预期

2025年美国季调CPI分项同比增速 (%)								
月份		2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
总项	CPI	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00
	核心CPI	3.00	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30
分项	商品	0.80	0.70	0.00	-0.10	0.10	0.60	0.80
	服务	3.80	3.80	3.70	3.70	3.70	4.10	4.20
细项	食品与饮料	2.80	2.90	2.80	2.70	2.90	2.50	2.40
	能源	-1.30	-0.60	-3.10	-3.50	-3.20	-0.30	0.80
	住宅	3.90	4.10	4.00	4.00	3.70	3.80	3.80
	服装	-0.10	-0.50	-0.90	-0.70	0.30	0.50	0.50
	交通运输	0.20	-0.10	-1.20	-1.40	-0.80	1.60	3.10
	医疗保健	3.50	2.80	2.50	2.70	2.60	2.90	2.60
	娱乐	2.40	2.10	1.80	1.60	1.80	1.80	1.60
	教育与通信	0.40	0.50	0.30	0.20	0.60	0.30	0.50

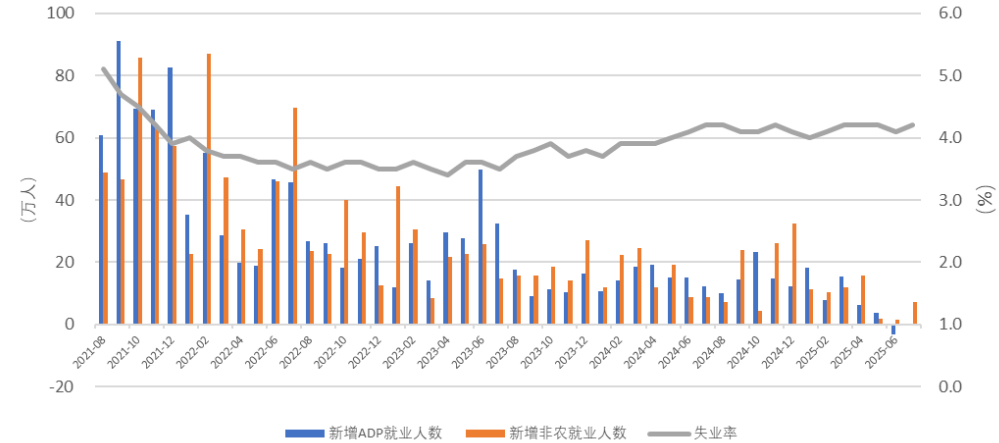
- 7月季调CPI同比增长2.7%，与前值持平，低于预期2.8%；环比增长0.2%，低于前值0.3%。其中，商品CPI同比增长0.8%，高于前值0.7%；服务CPI同比增长3.8%，与前值持平。具体至分项来看，能源和服装两大行业CPI继续长期保持负增长，大幅拉低美国通胀水平；交通运输CPI同比增速由负转正，微增0.2%，主要由于夏季外出旅行增多；特朗普最为看重的食品与饮料CPI同比增速录得2.8%，低于前值2.9%；住宅通胀黏性较强，虽然CPI同比增速放缓0.2BP至3.9%，但依然是所有项目中绝对增速最快的；医疗保健物价反弹力度最大，达到3.5%，创2023年10月以来新高。
- 不过，随着8月8日美国正式落地对等关税，民众对于未来通胀预期显著回升。密歇根大学公布消费者对于未来1年和5年通胀预期分别提升至4.9%和3.9%，高于前值4.5%和3.4%。



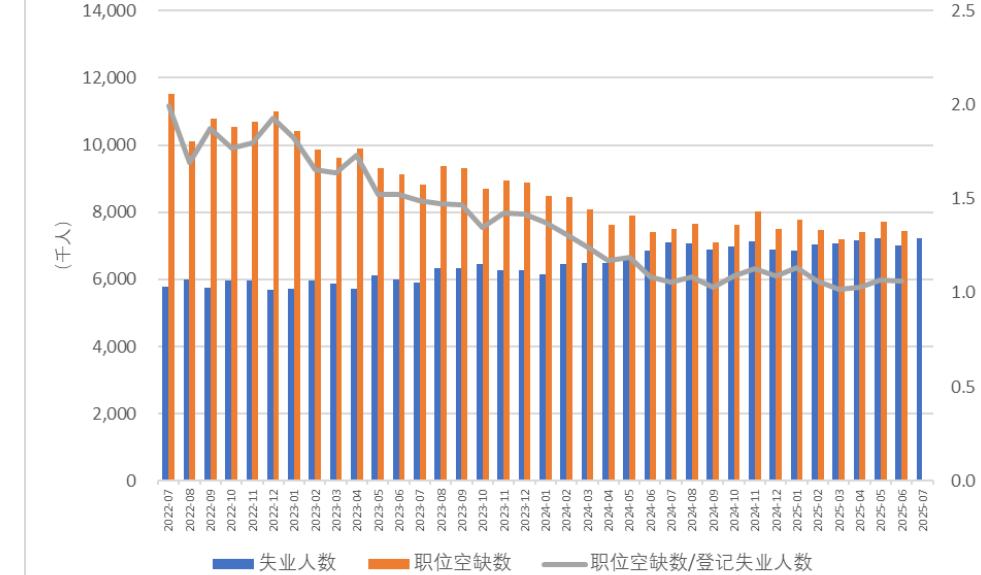
来源：iFinD、Wind、方正中期研究院整理

1.4 就业：持续降温

美国新增就业人数



美国职位空缺数与失业人数比值



美国新增非农就业人数



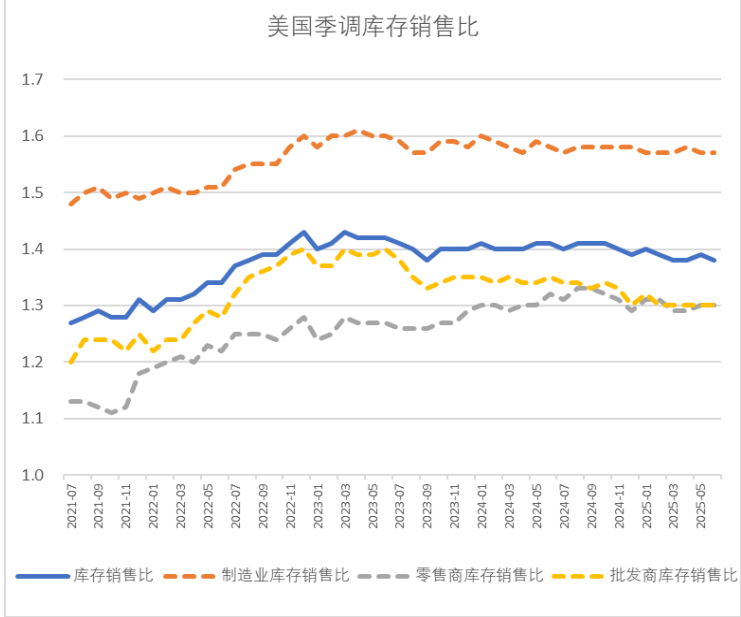
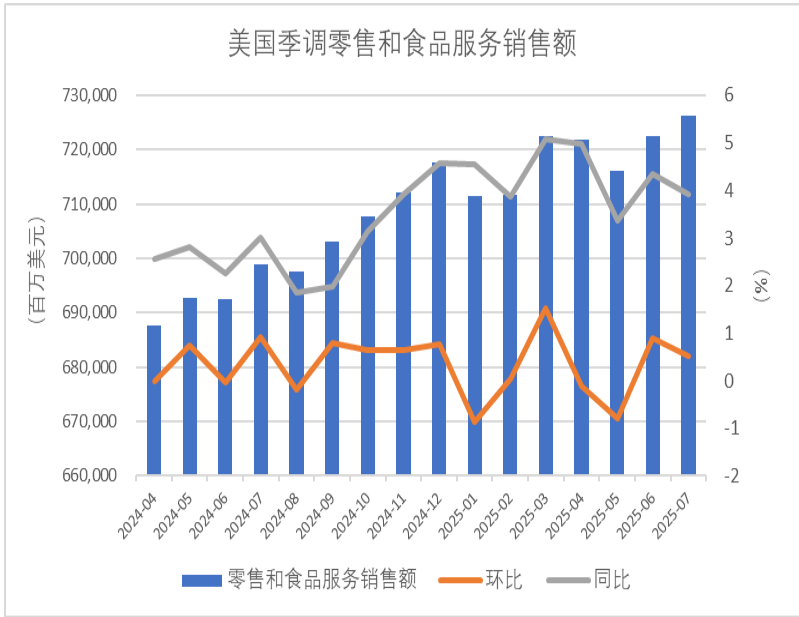
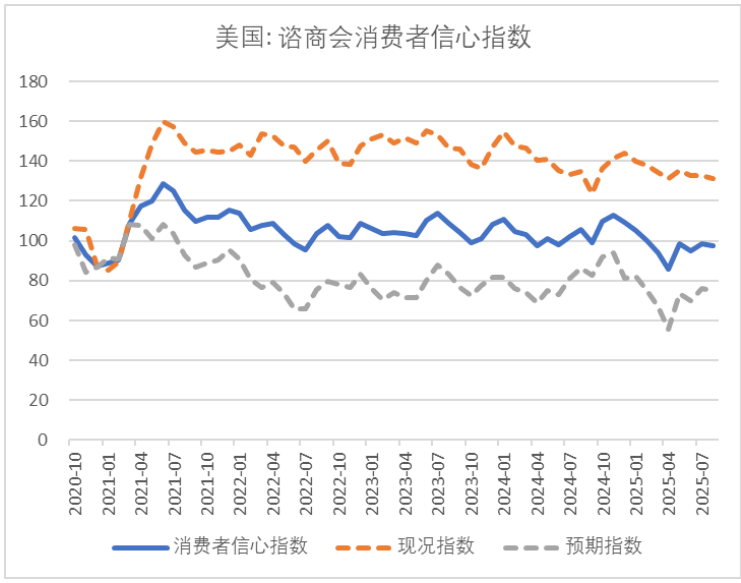
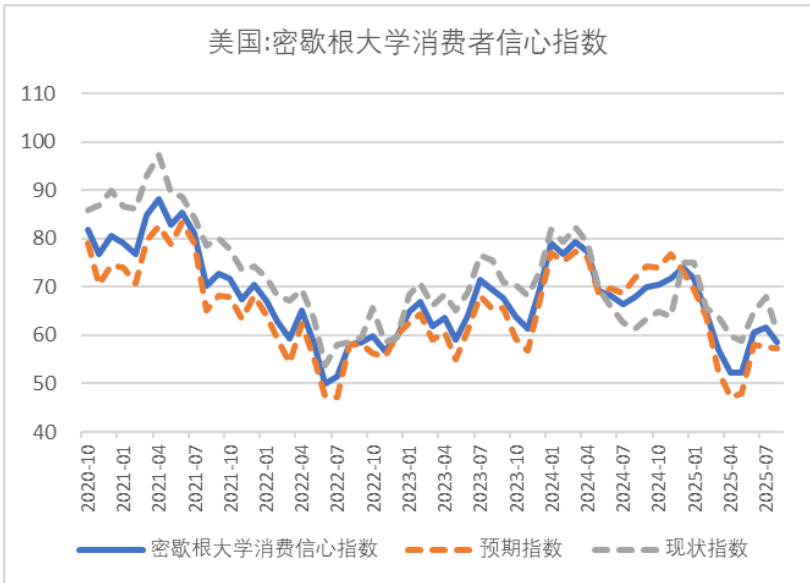
单位：万人	2025年7月	2025年6月
新增非农就业人数	7.3	1.4
私人	8.3	0.3
服务生产	9.6	1.6
金融活动	1.5	-0.2
专业和商业服务	-1.4	-1.1
运输仓储业	0.4	0.1
休闲和酒店业	0.5	0.4
零售业	1.6	-1.4
信息业	-0.2	0.0
批发业	-0.8	-0.8
公用事业	0.0	0.0
医疗保健和社会救助	7.9	5.2
其他服务业	0.2	-0.5
商品生产	-1.3	-1.3
制造业	-1.1	-1.5
建筑业	0.2	0.3
采矿业	-0.4	-0.1
政府	-1.0	1.1
联邦政府	-1.2	-0.9
州政府	0.5	1.0
地方政府	-0.3	1.0

源于Wind、方正中期研究院整理

- 7月美国新增非农就业人数录得7.3万，远低于预期10.6万，同时断崖式下修5-6月数据至1.9万和1.4万。其中，7月专业和商业服务、信息业、批发业、商品生产、政府就业人数出现下降。失业率从4.1%反弹至4.2%，恢复至3-5月水平。素有“小非农”之称的ADP在7月就业人数与前值相一致。
- 6月美国职位空缺数录得743.7万人，低于前值771.2万人和预期751万人。其中，私营企业锐减32.5万个空缺岗位，政府部门新增5万个空缺岗位。6月职位空缺数与登记失业数之比录得1.06，低于前值1.066。
- 可以看出，美国整体劳动力市场继续呈现供不应求的局面，但在持续降温。

1.5 消费：零售和信心回升 库销比下降

- ✓ **零售**：随着中美5月12日日内瓦谈判结果超预期，多家金融机构大幅下调未来1年美国衰退概率，促使美国民众消费意愿回升。6-7月零售和食品服务消费总额连续两个月反弹。
- ✓ **库销比**：最近一年整体回调，从去年中期1.41逐步下降至今年6月1.38。零售企业依然有补库空间。
- ✓ **消费信心**：8月对等关税落地后，民众消费再度回落。8月密歇根大学消费者信心指数和谘商会消费者信心分别回落至58.6和97.4。



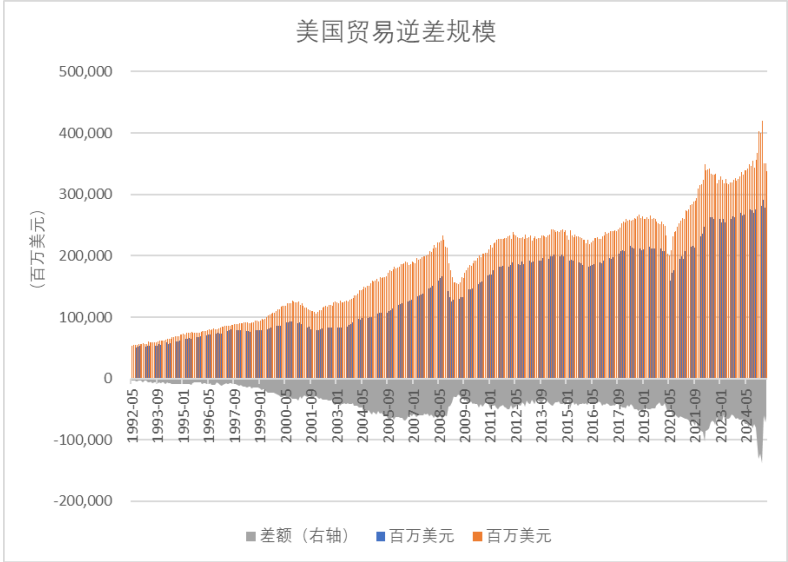
来源：Wind、iFinD、方正中期研究院整理

1.6 外贸：贸易逆差创近21个月新低 持续降低中国商品占比

2010-2025年美国商品进口来源国占比													
	墨西哥	加拿大	中国	德国	爱尔兰	越南	日本	韩国	印度	英国	法国	巴西	荷兰
2025年6月	16.9%	11.2%	7.2%	4.2%	2.5%	6.7%	4.5%	4.3%	3.5%	2.0%	1.8%	1.4%	0.9%
2025年5月	17.5%	11.4%	7.7%	5.0%	5.1%	6.0%	4.5%	4.3%	3.6%	1.8%	1.9%	1.6%	1.4%
2025年4月	15.8%	11.1%	9.6%	5.0%	4.1%	5.6%	5.1%	3.7%	3.8%	1.8%	2.5%	1.2%	1.3%
2025年3月	18.1%	13.5%	11.1%	5.9%	11.6%	5.6%	5.1%	4.6%	4.2%	2.7%	2.9%	1.5%	1.5%
2025年2月	15.7%	13.2%	11.9%	4.8%	5.8%	4.5%	4.2%	3.4%	3.2%	2.1%	1.8%	1.3%	1.0%
2025年1月	15.7%	14.5%	15.7%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.0%	3.1%	2.3%	1.9%	1.4%	1.2%
2024	14.8%	13.4%	14.2%	5.2%	2.8%	4.4%	4.7%	4.2%	2.8%	2.2%	1.8%	1.4%	0.9%
2023	15.2%	13.5%	13.8%	5.1%	2.7%	3.7%	4.7%	3.7%	2.7%	2.1%	1.9%	1.3%	1.2%
2022	13.8%	13.4%	16.4%	4.5%	2.5%	3.9%	4.5%	3.5%	2.6%	2.0%	1.8%	1.2%	1.1%
2021	13.4%	12.5%	17.7%	4.7%	2.6%	3.6%	4.7%	3.3%	2.6%	2.0%	1.8%	1.1%	1.2%
2020	13.8%	11.5%	18.4%	4.9%	2.8%	3.4%	5.1%	3.2%	2.2%	2.1%	1.8%	1.0%	1.2%
2019	14.2%	12.7%	17.9%	5.1%	2.5%	2.6%	5.7%	3.1%	2.3%	2.5%	2.3%	1.2%	1.2%
2018	13.4%	12.5%	21.1%	4.9%	2.2%	1.9%	5.6%	2.9%	2.1%	2.4%	2.1%	1.2%	1.0%
2017	13.3%	12.7%	21.4%	5.0%	2.1%	2.0%	5.8%	3.0%	2.1%	2.3%	2.1%	1.3%	0.8%
2016	13.3%	12.6%	21.0%	5.2%	2.1%	1.9%	6.0%	3.2%	2.1%	2.5%	2.1%	1.2%	0.7%
2015	13.0%	13.0%	21.3%	5.5%	1.7%	1.7%	5.8%	3.2%	2.0%	2.6%	2.1%	1.2%	0.7%
2014	12.4%	14.6%	19.6%	5.2%	1.4%	1.3%	5.6%	2.9%	1.9%	2.3%	2.0%	1.3%	0.9%
2013	12.2%	14.5%	19.2%	5.0%	1.4%	1.1%	6.0%	2.7%	1.8%	2.3%	2.0%	1.2%	0.8%
2012	12.0%	14.1%	18.5%	4.7%	1.4%	0.9%	6.4%	2.6%	1.8%	2.4%	1.8%	1.4%	1.0%
2011	11.7%	14.1%	17.8%	4.4%	1.8%	0.8%	5.8%	2.5%	1.6%	2.3%	1.8%	1.4%	1.0%
2010	11.9%	14.3%	18.8%	4.3%	1.7%	0.8%	6.2%	2.5%	1.5%	2.6%	2.0%	1.2%	1.0%

来源：Wind、iFinD、方正中期研究院整理

✓ 特朗普关税政策再见成效，6月美国贸易逆差继续缩减至601.77亿美元，创2023年10月以来新低。其中，商品贸易逆差规模收窄11.7%，服务贸易顺差规模扩张0.2%。需要警惕的是，中国占美国进口商品比重继续下滑。6月中国对美国商品出口贸易额录得189.49亿美元，占美国进口商品比重为7.2%，今年以来逐月回落，而在今年1月依然能达到7.2%。墨西哥和加拿大继续保持美国商品供应前两位，虽有微降，但6月依然分别能达到16.9%和11.2%，对美国形成巨额贸易顺差，这也是特朗普对北美两国分别征收30%和35%高额关税的原因。与此同时，越南对美商品出口占比大幅攀升，从今年1月4.9%连续攀升至6月6.7%，已经逼近中国7.2%，主要由于产业外迁和转口贸易所致。随着美国持续打压中国外贸以及产业链“中国+1”战略，或许在今年下半年越南对美商品出口占比就会超越中国。



2、鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会超预期放鸽

鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会之前均保持鹰派立场，强调就业市场整体良好，坚定认为关税对于通胀预期的推升效应，因此杰克逊霍尔年会开始前高盛就给予市场发出过警示——鲍威尔可能为过热的降息预期降温。不过，在白宫数次施压之下，此次杰克逊霍尔央行年会鲍威尔却超预期放鸽，承认就业市场面临下行压力，淡化关税对于通胀持久性和反弹幅度的影响，明确调整货币政策框架——删除了“关于低利率环境的表述”，回归灵活通胀目标制，取消补偿策略。

鲍威尔此次讲话分为两部分：第一部分讨论当前经济形势，第二部分对于货币政策框架公开评估和修订。

估计当前经济形势

- **就业**：劳动力供给和需求双双显著放缓所导致的奇特平衡状态。7月失业率依然处于4.2%的历史低位，其他劳动力市场状况指标（包括离职、裁员、职位空缺与失业人数之比、名义工资增长）也变化不大或仅温和走软。
 - 出现这种不寻常的原因是——从需求端来看，过去三个月平均每月新增就业岗位放缓至仅3.5万个，低于2024年期间的每月16.8万个。从供给端来看，随着移民数量的急剧下降，今年的劳动力增长已显著放缓，劳动力参与率在近几个月也有所下降。
 - 整体判断，就业的下行风险正在上升。如果这些风险成为现实，可能以裁员急剧增加和失业率上升的形式迅速显现。
- **通胀**：关税对消费价格的影响现在已清晰可见。预计这些影响将在未来几个月内累积，但其时间和幅度存在高度不确定性。
 - 情况1：关税影响将是短暂或一次性。“一次性”并不意味着“一次完成”。关税上调需要时间才能传导至整个供应链和分销网络。并且，关税税率仍在不断变化，可能会延长调整过程。
 - 情况2：关税影响是持久性的。既有可能是工资-物价螺旋上升，也有可能是对于长期通胀预期的提升。不过，鉴于目前就业市场和各项指标调研，这两种可能性落地概率并不高。

➤ **GDP**：今年上半年GDP（1.2%）仅为去年（2.5%）的一半，主要由于消费和产出放缓。

货币政策框架评估和修订

- **修改1**：删除“有效利率下限是经济格局决定性特征”的措辞。修订后重申“委员会准备好使用其全部工具来实现其充分就业和价格稳定的目标，特别是在联邦基金利率受到有效利率下限约束的情况下”。
- **修改2**：回归了灵活通胀目标制的框架，并取消了“弥补”策略。
- **修改3**：删除我们将致力于减轻与充分就业之间的“不足”这个词。委员会意识到，就业有时可能会高于对充分就业的实时评估，而不必然对价格稳定构成风险。
- **修改4**：修改阐明在就业和通胀目标不互补的时期的方法。委员会将考虑偏离目标的程度以及每个目标回归的不同时间跨度。

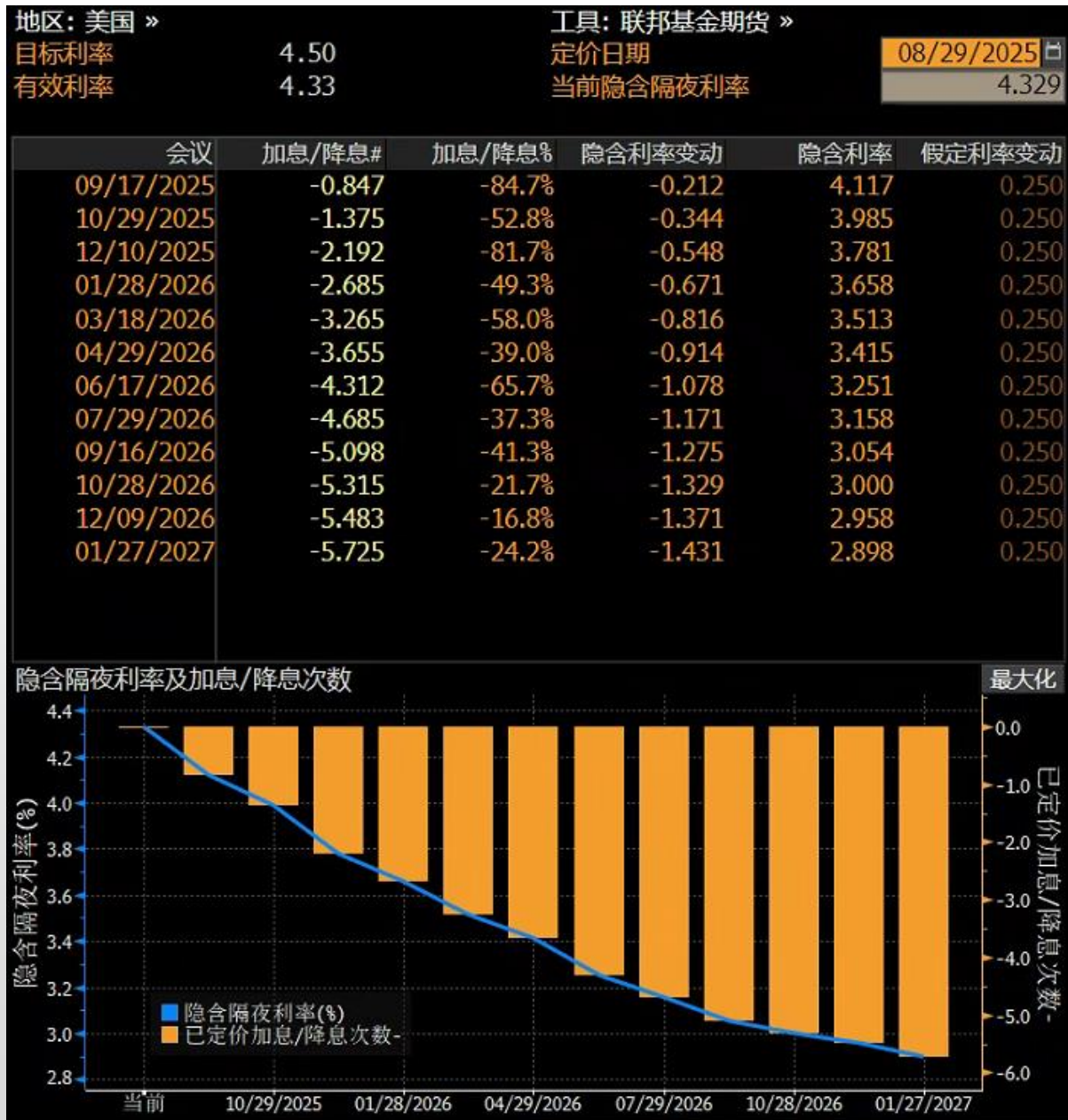
2025年美联储票委对于货币政策的观点

人名	职位	最新观点	立场	备注
鲍威尔	美联储主席/理事	承认就业市场面临下行压力，淡化关税对于通胀持久性和反弹幅度的影响	鹰派转鸽派	多次被特朗普和贝森特点名抨击，甚至威胁因美联储大厦翻新预算超标可能起诉鲍威尔
威廉姆斯	美联储副主席/纽约联储主席	失业率仍处于低位，通胀下行缓慢。目前利率水平适度紧缩，即使美联储降息，货币政策在短期内仍具有一定紧缩性。最终降息与否还是要根据经济数据而定，每次议息会议都是实时的。	中性	
巴尔	美联储理事			
库克	美联储理事			特朗普因抵押贷款欺诈罢黜库克
杰斐逊	美联储理事			
米兰	美联储理事	不认为关税会导致通胀，倡议美联储的货币决策权不应受到干预。	鸽派	特朗普本届总统期间任命，接替提前辞职的原美联储理事库格勒。 下任美联储主席热门人选。
鲍曼	美联储理事	在7月议息会议中投下“维持利率不变”的反对票，支持在今年剩余三次议息会议中均降息。	鸽派	特朗普首任总统期间任命。 下任美联储主席热门人选。
沃勒	美联储理事	在7月议息会议中投下“维持利率不变”的反对票。支持9月降息25BP，不过并不赞同降息50BP，除非8月经济数据大幅疲软且通胀控制超预期良好。鉴于劳动力市场持续疲软，预计3-6月还将进一步降息。	鸽派	
柯林斯	波士顿联储主席	预计通胀将持续上升至年底，明年恢复早前的下降趋势。如果劳动力市场前景恶化，短期内可能适宜降息，不能等到通胀完全明朗才考虑降息。	鸽派	
古尔斯比	芝加哥联储主席	尽管近期部分通胀数据呈现缓和迹象，但服务业价格的意外飙升构成“危险信号”，他希望这一现象只是暂时的，而非通胀反弹的前兆。	中性	
穆萨莱姆	圣路易斯联储主席	美国仍接近充分就业，通胀率继续高于美联储2%的目标，不支持9月降息50BP。	鹰派	
施密德	堪萨斯城联储主席	通胀趋势更接近于3%而非2%，通胀风险高于就业风险。当前政策处于合适位置，如果现在调整政策利率，确实需要非常明确的数据。	鹰派	

- ✓ 白宫对于鲍威尔的态度有上中下三策：上策是迫使鲍威尔主动降息，中策是迫使鲍威尔辞职，下策是直接解雇鲍威尔。鉴于下策将严重损害美联储独立性的形象，威胁美元信誉，已被白宫否决。目前白宫更倾向于通过各种施压，令鲍威尔和其他美联储官员改变固有想法，支持更为宽松的货币政策。
- ✓ 在现任7位美联储理事中，至少有三位理事是特朗普的心腹，分别是特朗普首任总统期间任命的鲍曼和沃勒，这两位理事在7月议息会议中就要求开启降息；另一位是特朗普在8月初刚亲自任命的斯蒂芬·米兰，此人在特朗普从政期间多次担任要职。倘若库克被成功罢黜，特朗普大概率将委任支持降息的美联储理事。原本表态鹰派的美联储主席兼理事鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会中超预期放鸽，妥协之意溢于言表。
- ✓ 与此同时，白宫正在提前下任美联储主席筛选工作，计划在9月从12名候选人中缩小氛围，将最终名单提交给特朗普做最终决定。



9月降息悬念不大 全年降息2轮概率最高



源于Bloomberg

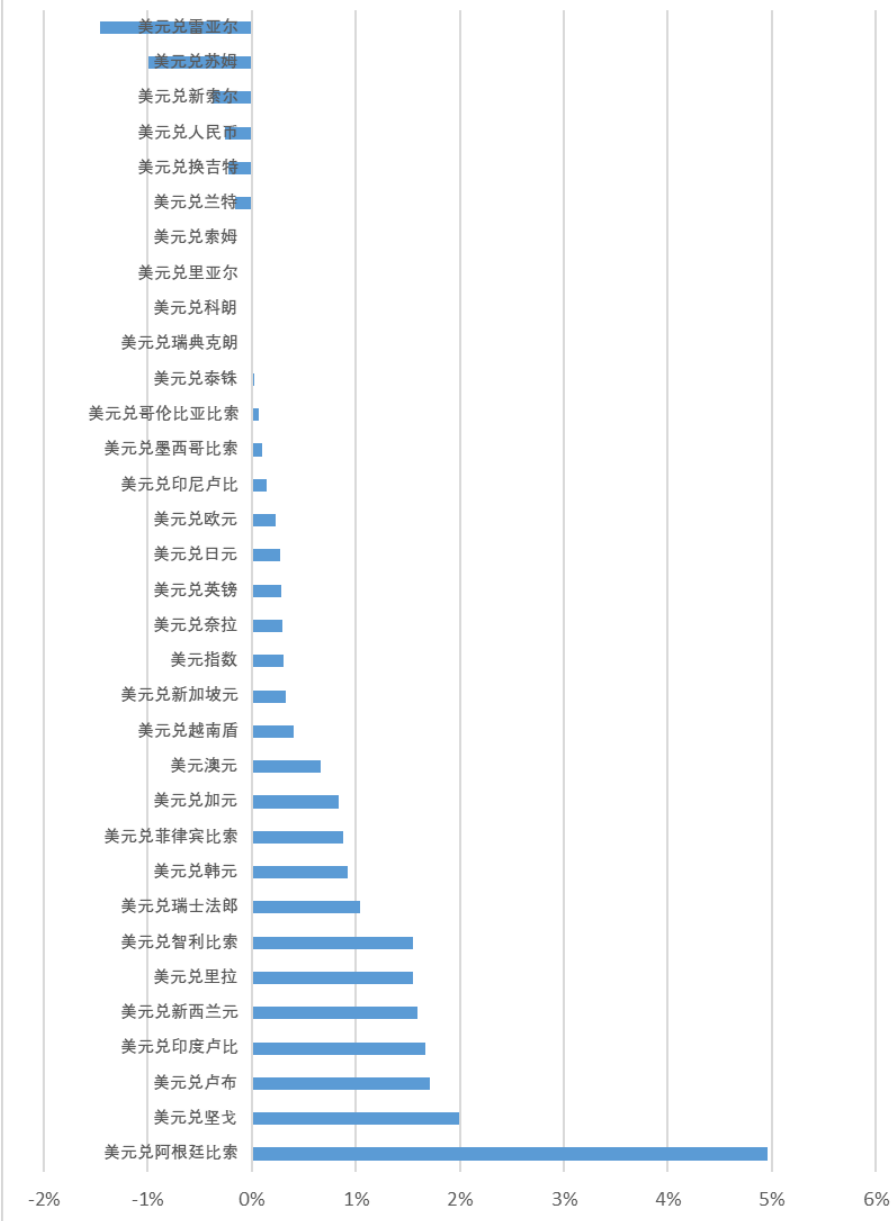
✓ 9月降息前瞻:

- 确定4张赞同票: 两名理事——鲍曼和沃勒在7月美联储议息会议已投下“维持现有利率”的反对票, 认为7月就应该降息。堪萨斯城联储主席柯林斯均表态鸽派, 支持尽早降息。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会中鲍威尔超预期放鸽, 大概率支持9月降息。
- 预计2张反对票: 圣路易斯联储主席穆萨莱姆和堪萨斯城联储主席施密德表态鹰派, 均认为关税对于通胀长期影响较大, 支持维持现状不变。
- 另有6票不确定: 8月刚被提名的斯蒂芬·米兰是否能赶在9月议息会议前上任。美联储理事库克是否会在9月议息会议前被罢黜。纽约联储主席威廉姆斯和芝加哥联储主席古尔斯比表态中性。两位理事巴尔和杰克逊最近一个月并未表态。

✓ 今年累计降息2轮概率最高, 达到47.7%; 降息1轮和3轮概率分别为14.4%和36.7%。

3、美元和外汇：均值环比上涨 趋势震荡下挫

8月美元兑其他货币汇率涨跌幅



8月1日-8月29日美元指数整体可以分为三轮行情：

- ◆ 8月1日-8月13日：7月美国非农就业数据远不及预期，5-6月非农数据被断崖式下修，同时7月CPI反弹不及预期。期间多位美联储委员放储鸽派言论，特朗普钦定米兰为新人联储理事，此人在特朗普执政期间多次担任要职，公开支持降息。市场对于美联储降息预期大幅升温，造成美元指数冲高至101.2571点后大幅跳水，回调至97.626点。
- ◆ 8月14日-8月22日：7月PPI超预期反弹后，多位美联储委员发声反对降息，高盛预测鲍威尔将在杰克逊霍尔全球央行年会中发表鹰派言论，美元指数反弹至98.834点。
- ◆ 8月23日-8月30日：鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会中超预期放鸽，令市场大跌眼镜，市场对于未来降息预期陡增。

8月美元指数均值环比上涨，令美元兑绝大多数货币升值。不过，随着下半月美元指数再度回调，美元回吐前值升值幅度。人民币是8月为数不多兑美元升值的货币，主要得益于外贸继续增长、国内刺激政策等。



源于Bloomberg

8月美债收益率经历两轮大幅跳水，第一次是在8月1日非农数据断崖式下调，第二次是在8月22日鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会中超预期放鸽。2年期美债收益率从8月初3.9571%回调至3.6085%，月内跌幅8.8%。

美国三大股指纳斯达克、标普500、道琼斯工业均在8月创历史新高，主要有两方面因素。其一，美国与多个经济体签署了明显有利于本国的贸易协定，获得大额订单、吸纳巨额投资、开放他国市场，有利于本国经济发展；其二，降息预期显著升温，美元指数趋势性走弱。



源于Wind



CONTENT 目录

第一部分 全球：对等关税落地 多数央行按兵不动

第二部分 美国：央行年会超预期放鸽 三大股指创历史新高

第三部分 欧洲：二季度GDP降速 英国央行降息25BP

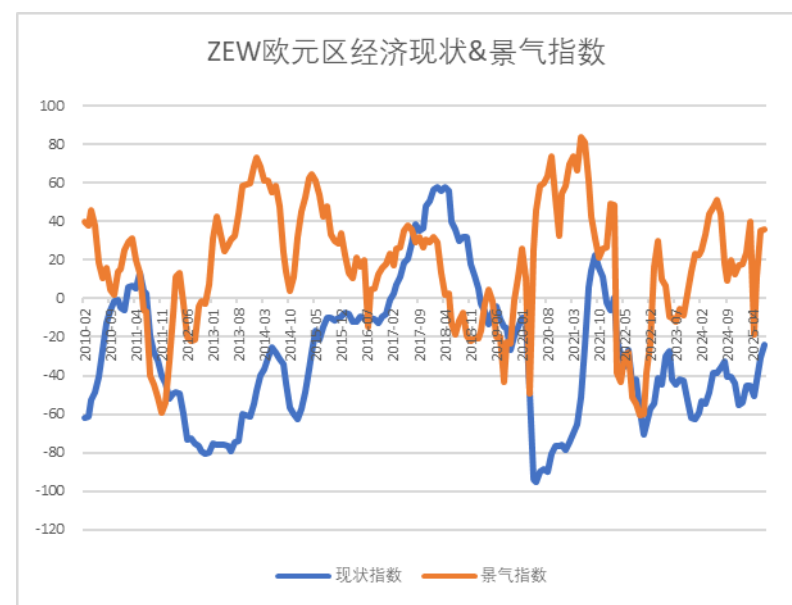
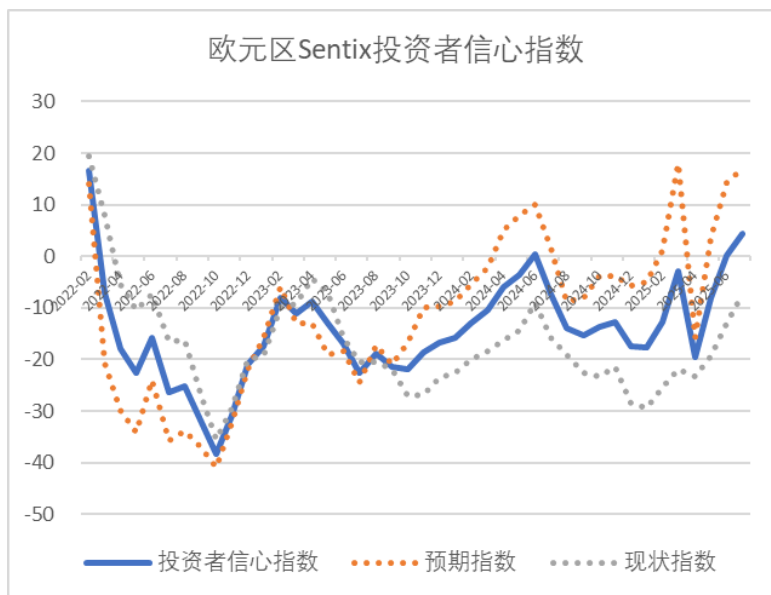
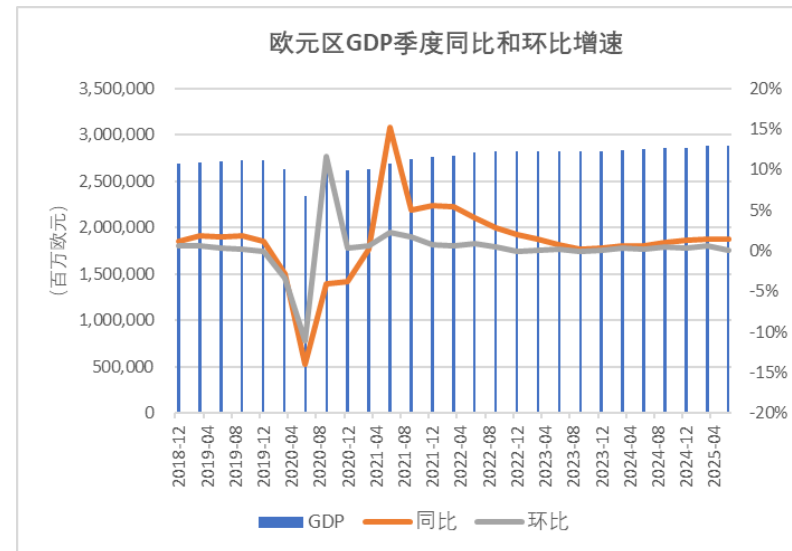
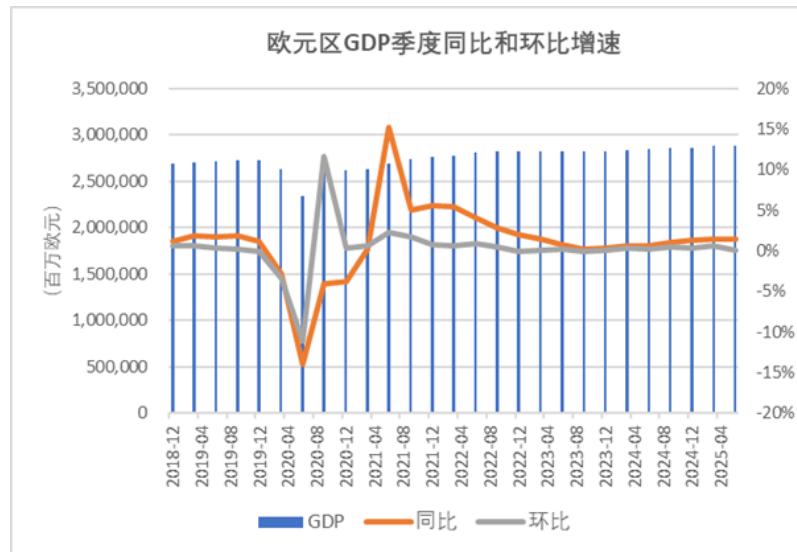
第四部分 亚洲：日本经济稳步复苏 韩国连续三轮保持利率不变

第五部分 新兴经济体：7月出口抢运 制造业整体萎缩

第六部分 全球宏观经济综合展望

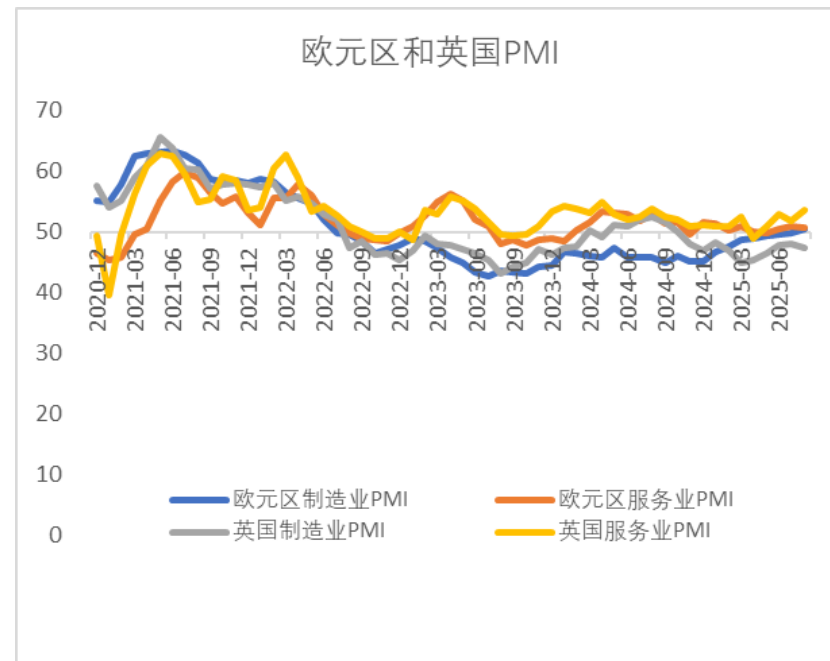
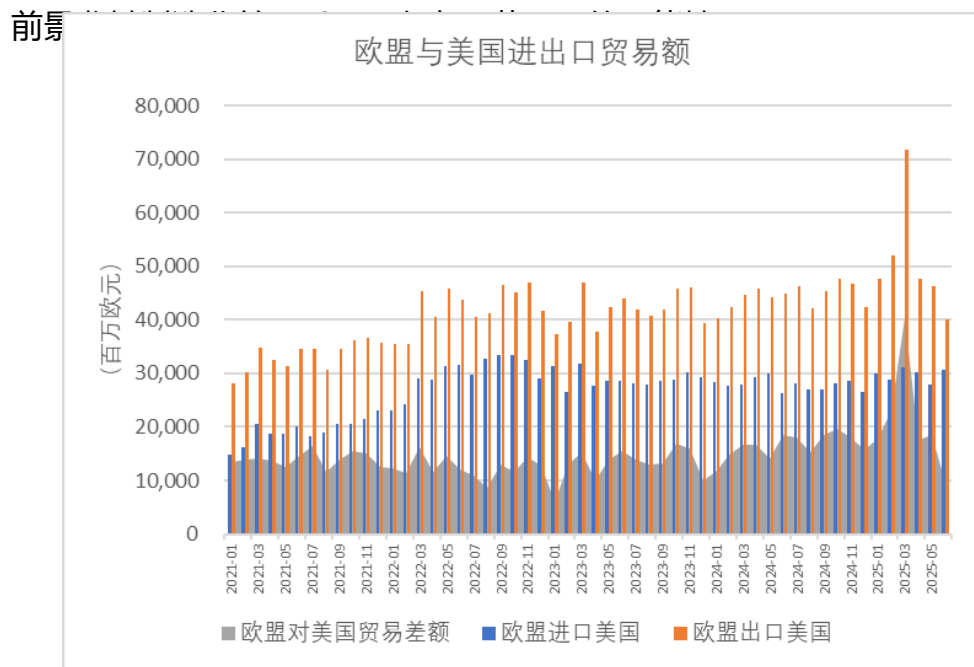
二季度欧洲GDP降速 8月欧元区多项景气指标回调

- ◆ 二季度欧元区实际GDP录得2.88万亿欧元，同比和环比增长1.4%和0.1%，低于前值1.5%和0.6%；英国实际GDP录得0.65万亿英镑，同比和环比增长1.2%和0.3%，低于前值1.3%和0.7%。
- ◆ 鉴于7月底欧美贸易协定对于欧盟较为不利，8月欧元区多项经济指标均出现回调。8月欧元区**ZEW经济现状和景气指数**分别录得-31.2和25.1，均低于前值-24.2和25.1。8月**Sentix欧元区投资者信心指数**录得-3.7，近三个月首次跌入负值，其中现状和预期指数分别录得-13和6，均低于前值-7.3和17。8月**欧元区经济景气指数**录得95.2，低于前值95.7和96。其中，消费者信心指数录得-15.5，为近4个月新低；零售信心指数录得-6.5，为近半年新高；服务业信心指数录得3.6，低于前值4.1；工业信心指数录得-10.3，为近17个月新高；营建信心指数录得-3.5，为近4个月新低。由此可见，欧美贸易协议整体利空欧元区经济，但对各大行业影响不一。



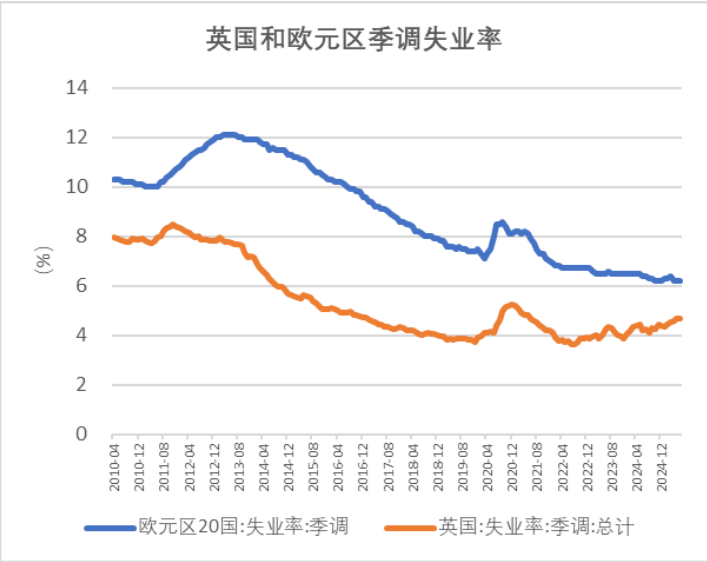
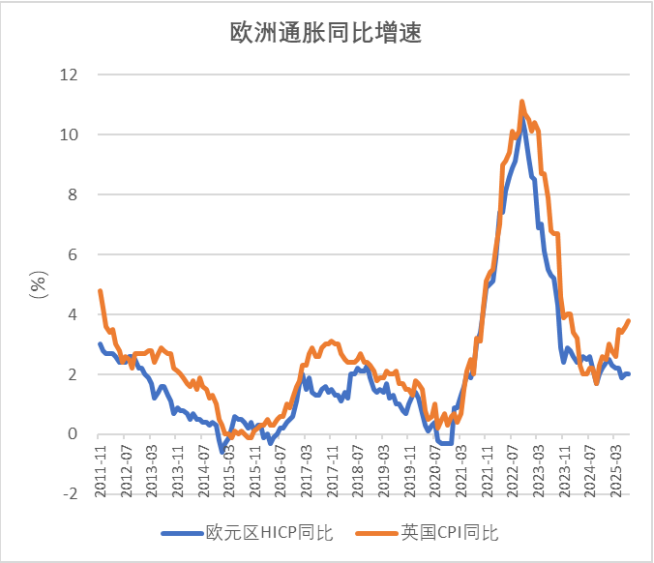
来源：Wind、iFinD、方正中期研究院整理

- ◆ 6月欧盟贸易逆差录得71.84亿欧元，创今年新低。其中，出口贸易额录得3435.99亿欧元，同比增长2.3%，环比下降0.5%；进口贸易额录得3364.15亿欧元，同比和环比分别增长2.6%和0.3%。具体至国家来看，关税战引发对美国贸易逆差骤降是导致欧盟贸易逆差大幅缩水最重要的原因。6月欧盟对美国出口贸易额录得401.71亿欧元，同比和环比锐减10.3%和13.3%；对美国进口贸易额录得305.93亿欧元，同比和环比大幅增长16.4%和9.9%。因此，该月欧盟对美国贸易顺差锐减至95.76亿欧元，同比和环比分别下降48.3%和48.2%，几近腰斩。未来欧盟对美国贸易逆差还有进一步收窄趋势，甚至出现贸易逆差的风险，主要因为7月底欧美签订的贸易协议对于欧盟极为不利。根据协议，欧盟在未来三年将从美国进口7500亿欧元能源，平均每年2500亿欧元。值得一提的是，去年欧盟对美国贸易顺差1976.2亿欧元，今年上半年为1272.3亿美元，因此仅能源进口这一项就将彻底扭转欧美贸易平衡。此外，欧盟还需从美国进口大批军工装备、开放本经济体20万亿美元、对美投资6000亿美元、接受美国汽车和工业标准。而且，虽然美国对欧盟关税税率从原先虚高的25%下调至15%，但是仍比当下高出两倍之多，并且钢铝产品依然被征收50%关税。
- ◆ 8月欧元区制造业PMI录得50.5，自2022年7月以来首度重返扩张区间；服务业录得50.7，虽低于前值51，但连续三个月高于荣枯线。欧洲央行行长拉加德因此淡化关税对欧元区经济的影响。她声称，企业将适应美国提高的关税政策，关税对欧洲GDP的影响可能不大，欧洲经济具有韧性，但并未达到繁荣。不过，欧元区经济前景



2025年欧元区HICP分项同比增速											
	合计	食物和非酒精饮料	服装鞋类	居住、水、电、气及其他燃料	能源	家具、家用设备及住房日常维护	保健	交通	通信	娱乐和文化	
2025-07	2.0%	3.2%	0.2%	1.9%	-2.4%	0.7%	2.4%	0.5%	-2.8%	0.8%	
2025-06	2.0%	2.9%	-0.3%	1.9%	-2.6%	0.5%	2.5%	0.3%	-2.9%	1.2%	
2025-05	1.9%	2.9%	0.1%	2.2%	-3.6%	0.5%	2.7%	-0.8%	-3.5%	1.3%	
2025-04	2.2%	2.7%	0.2%	2.3%	-3.6%	0.3%	3.3%	0.0%	-3.0%	2.3%	
2025-03	2.2%	2.6%	0.3%	2.9%	-1.0%	0.3%	3.3%	-0.2%	-2.8%	1.6%	
2025-02	2.3%	2.2%	0.1%	2.7%	0.2%	0.1%	3.4%	1.0%	-3.2%	2.3%	
2025-01	2.5%	1.6%	-0.1%	3.1%	1.9%	-0.1%	3.4%	2.0%	-3.1%	2.8%	

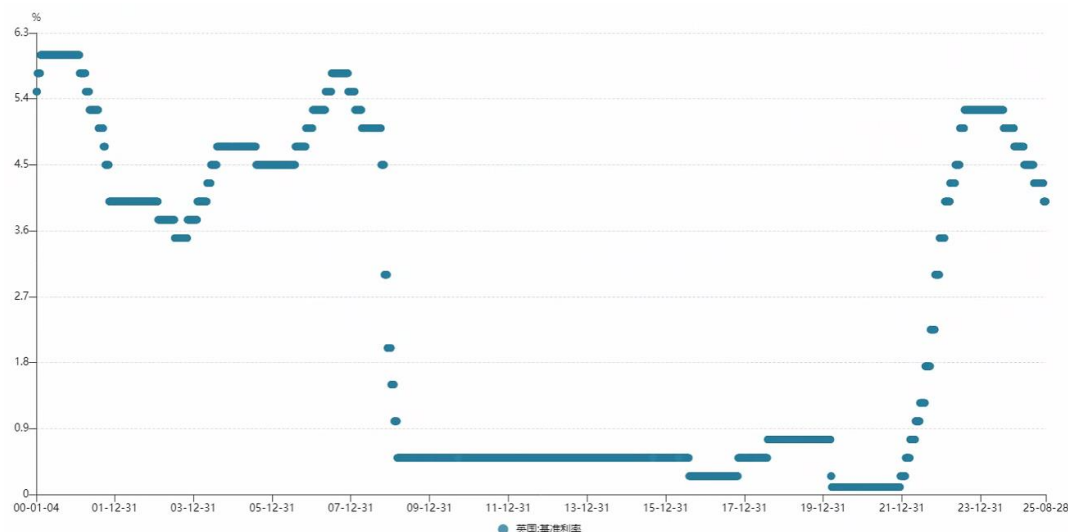
2025年英国CPI分项同比增速												
	合计	食品和非酒精饮料	住房、供水和燃料	服装鞋类	家具和家用设备	交通	通信	娱乐	教育	商品和服务业	烟草	
2025-07	3.8%	4.9%	7.4%	0.3%	0.7%	3.2%	6.1%	3.4%	7.5%	2.2%	8.0%	
2025-06	3.6%	4.5%	7.5%	0.5%	0.9%	1.7%	4.9%	3.3%	7.5%	2.7%	7.9%	
2025-05	3.4%	4.4%	7.7%	-0.3%	0.8%	0.7%	4.5%	3.2%	7.5%	2.8%	7.8%	
2025-04	3.5%	3.4%	7.8%	-0.4%	-0.5%	3.3%	5.8%	3.1%	7.5%	2.5%	7.9%	
2025-03	2.6%	3.0%	1.8%	1.1%	0.5%	1.2%	6.0%	2.4%	7.5%	3.1%	8.4%	
2025-02	2.8%	3.3%	1.9%	-0.6%	0.2%	1.8%	7.3%	3.4%	7.5%	3.0%	9.4%	
2025-01	3.0%	3.3%	2.1%	1.8%	0.5%	1.7%	5.9%	3.8%	7.5%	2.8%	9.4%	



- ◆ 通胀：7月欧元区HICP同比上升2%，与前值持平；环比实现零增长，低于前值0.3%。英国CPI同比上升3.8%，2024年2月以来新高。英国“住房、供水和燃料”、“通信”、“教育”、“烟草”四大板块通胀水平居高不下。
- ◆ 就业：6月欧元区和英国失业率分别录得6.2%和4.7%，均与前值一致。7月英国申领失业金人数录得169.5万人，为2024年月以来新低。

英国央行降息25BP 欧洲央行本轮降息或已结束

- ◆ 当地时间7月24日欧洲央行召开7月议息会议，决定维持三大关键利率不变（隔夜存款利率2%、主要再融资利率2.15%、隔夜贷款便利利率2.4%），这是欧洲央行从去年6月起连续降息8轮25BP之后首次停止降息步伐，主要得益于经济韧性、就业强劲和通胀稳定。8月28日欧洲央行公布7月会议纪要显示，大多数委员认为通胀前景风险大致均衡，部分委员认为通胀风险偏向下行。环境仍然极度不确定，利率大致处于中性区间，维持当前政策利率水平将有更多时间观察贸易谈判进展。利率互换显示欧洲央行此轮降息或已结束，未来一年至多再降息1轮。
- ◆ 8月7日英国央行以5-4的投票结果降息25BP至4%。这一决定基于过去两年通胀显著回落的背景，同时考虑到经济已出现闲置产能，但委员会仍强调需警惕潜在的持续性通胀压力，未来政策调整将取决于去通胀进程的实际表现。利率掉期显示未来一年英国央行将降息1-2轮。



来源：Bloomberg、Wind

地区：欧元区 »			工具：隔夜指数掉期 »		
目标利率	2.0000		定价日期	08/29/2025	
有效利率	1.9250		当前隐含隔夜利率	1.925	
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/11/2025	-0.027	-2.7%	-0.007	1.919	0.250
10/30/2025	-0.105	-7.8%	-0.026	1.899	0.250
12/18/2025	-0.371	-26.6%	-0.093	1.833	0.250
02/05/2026	-0.466	-9.5%	-0.117	1.809	0.250
03/19/2026	-0.662	-19.6%	-0.165	1.760	0.250
04/30/2026	-0.699	-3.7%	-0.175	1.751	0.250
06/11/2026	-0.788	-8.9%	-0.197	1.728	0.250
07/23/2026	-0.779	+0.9%	-0.195	1.731	0.250



CONTENT 目录

第一部分 全球：对等关税落地 多数央行按兵不动

第二部分 美国：央行年会超预期放鸽 三大股指创历史新高

第三部分 欧洲：二季度GDP降速 英国央行降息25BP

第四部分 亚洲：日本经济稳步复苏 韩国连续三轮保持利率不变

第五部分 新兴经济体：7月出口抢运 制造业整体萎缩

第六部分 全球宏观经济综合展望

- ◆ 二季度日本实际GDP录得140.75万亿日元，同比和环比增长分别录得1.3%和0.3%，最近四个季度均保持同比和环比双正增长。其中，“家庭消费”占GDP总量达到52%，同比和环比增速分别为1.1%和0.1%。日本经济稳步复苏，产业发展，扩大了用工需求，促使失业率连续下降，7月失业率降至2.3%，创2020年以来新低。用工需求扩大带动工资收入攀升，二季度日本家庭月均收入达到152万日元，同比大幅增长10.6%，是拉动日本家庭的基础。不过，4月关税战爆发后日本消费者信心一度明显回落，导致今年二季度家庭消费同比GDP增速低于去年同期的1.9%。“政府消费”GDP占比21.2%，占据第二大权重，同比下降0.2%，环比持平，可以看出日本政府财政支出略有收紧。“住宅投资”和“非住宅投资”保持稳定增长，均保持2.9%的同比增速。
- ◆ 自从4月9日美国宣布对中国以外所有经济国家对等关税豁免90天之后，日经指数就触底震荡反弹，叠加经济复苏以及加息后资本回流，连创历史新高，8月19日达到迄今新高43876.42点。不过，鉴于贸易政策的不确定性，日本央行并未急于加息，预计明年一季度开启第四轮加息。

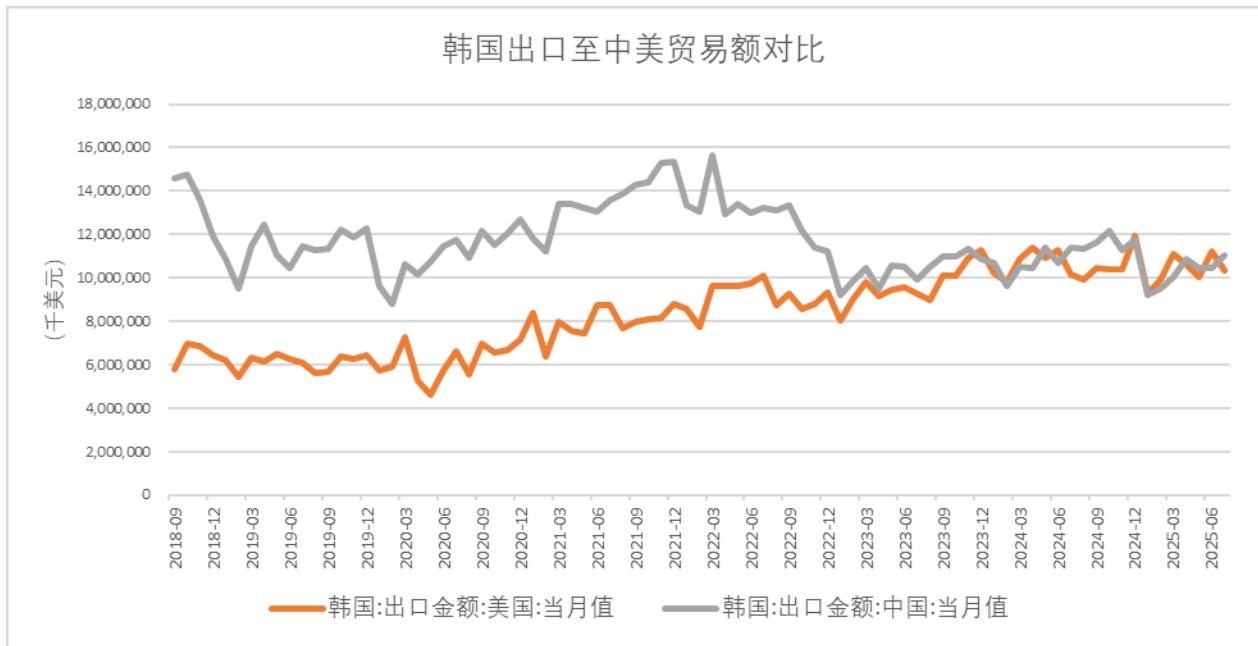
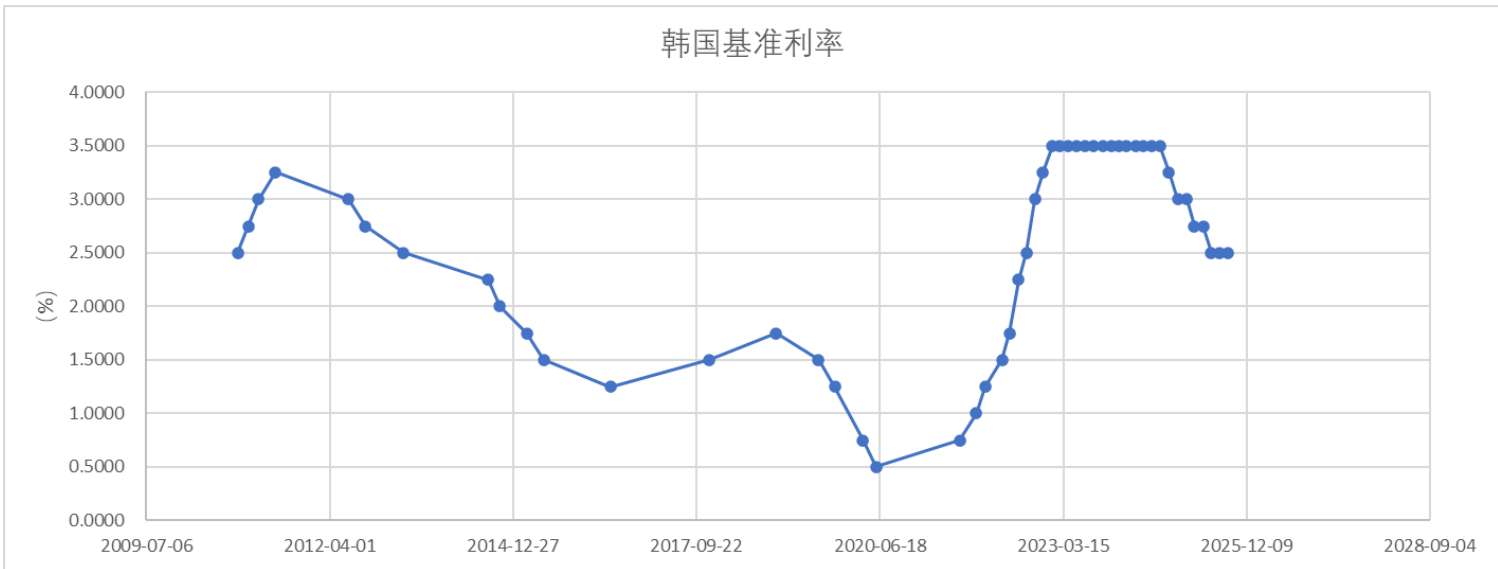
2025年二季度日本实际GDP及分项占比				
单位：万亿日元	二季度GDP	占比	同比	环比
GDP总量	140.75	100%	1.3%	0.3%
私人消费	75.20	53.4%	1.2%	0.2%
家庭消费	73.18	52.0%	1.1%	0.1%
私人住宅投资	4.72	3.4%	2.9%	0.8%
私人非住宅投资	23.62	16.8%	2.9%	1.3%
私人存货增加	0.26	0.2%	13.3%	-61.4%
政府消费	29.82	21.2%	-0.2%	0.0%
公共投资	6.49	4.6%	-1.1%	-0.5%
商品和服务净出口	0.79	0.6%	56.4%	105.3%
出口	29.47	20.9%	5.0%	2.0%
进口（负项）	28.68	20.4%	4.0%	0.6%

来源：同花顺期货通、方正中期研究院整理

东京日经225指数



- ◆ 8月28日韩国央行公布议息会议决议，连续三轮维持2.5%基准利率保持不变。不过，央行行长李昌镛发出鸽派讲话，将维持降息立场以缓解经济增长面临的下行风险。
- ◆ 韩国经济整体向好。二季度GDP同比和环比分别增长0.6%，高于一季度-0.3%和-0.2%，避免技术性衰退。7月失业率降至2.5%，创近10个月新低。物价相对平稳，7月CPI同比和环比增长2.09%和0.18%。
- ◆ 中国长期都是韩国最大出口国，但2023年底之后逐步被美国超越，期间多有反复，7月韩国对中国出口贸易额再度超过美国。从大趋势来看，自2022年3月韩国对华出口贸易额达到1564亿韩元历史峰值之后逐步回调。一方面，中国本土品种兴起，无论手机、家电还是汽车，全面赶超韩国，韩国原先在华热销的三星、LG逐步淡出大众视野。另一方面，近几年韩国紧跟美国步伐，对于中国整体呈强硬态度，不利于两国贸易的推进。中日韩自贸区迟迟无法落地，失去了商业契机。6月李在明担任最新一届韩国总统，多次表态不会单独导向美国，将均衡包括中俄在内的各国关系，或许会对中韩经贸迎来新的发展机会。





CONTENT 目录

第一部分 全球：对等关税落地 多数央行按兵不动

第二部分 美国：央行年会超预期放鸽 三大股指创历史新高

第三部分 欧洲：二季度GDP降速 英国央行降息25BP

第四部分 亚洲：日本经济稳步复苏 韩国连续三轮保持利率不变

第五部分 新兴经济体：7月出口抢运 制造业整体萎缩

第六部分 全球宏观经济综合展望

- 自4月关税战开启之后，部分新兴经济体制造业由盛转衰，其中包括印尼、俄罗斯、巴西和南非。泰国和印度逆势扩张。今年以来马来西亚、土耳其、墨西哥、缅甸始终处于萎缩状态。
- 7月多个新兴经济体对外出口边际大幅走强。一方面，三季度是出口传统旺季，欧美国家重要节假日均集中于四季度，需要提前发运备货。另一方面，特朗普多次威胁将从8月上旬落地对等关税，导致多国抢出口。
- 印度制造业依然继续强势扩张，7月达到59.1，创2024年4月新高，不过8月之后将先后巨大挑战。8月8月美国开始对印度征收25%对等关税，8月27日对印度进口商品加征25%俄油二级关税，两项关税累计达到50%。印度成为全球首个因购买俄罗斯原油而被加征关税的国家，印度对此极度不满。美国给出了不对中国加征俄油二级关税的理由——中国购买俄罗斯原油基本是自用，并且俄乌冲突前后进口量相对稳定。反观印度，不仅在俄乌冲突之后大肆新增俄罗斯原油，而且还将大部分原油倒卖至其他国家（主要以欧洲为主），赚取超额利润。据BIMCO数据，印度目前从俄罗斯进口的原油占其总进口量的40%，今年迄今为止的日均进口量高达160万桶，较2021年暴增1000%。这不仅使欧美对俄制裁效果锐减，而且还分噬了美国在欧洲的能源订单。欧美既损失大批作战人员又付出高昂军费，但印度却坐收渔翁之利。此前，美国还希望通过印度作为亚太战略西南地区的支点，牵制中国。但是，随着印度与巴基斯坦空战惨败以及印度政府对于外资撤离时的横征暴敛，令美国重新审视这一战略伙伴的价值，特朗普甚至公开蔑称印度为“死亡经济体”。9月之后，印度对美出口或将锐减，影响印度下半年的经济增速。不过，好在印度是世界人口第一大国且人口结构年轻化，内需旺盛，可以消化对美出口富余商品。

2025年全球主要新兴经济体对外出口贸易额月度环比													
板块	南亚/东南亚							欧洲/亚洲		南美/北美			非洲
国家	印度	越南	马来西亚	印尼	泰国	菲律宾	文莱	土耳其	俄罗斯	阿根廷	巴西	墨西哥	南非
2025-07	6.0%	7.0%	15.4%			3.8%		21.8%		3.1%	11.5%	5.0%	
2025-06	-9.3%	-0.3%	-3.9%	-4.8%	-7.7%	-3.4%		-17.5%	-0.9%	4.7%	-3.2%	-2.7%	-1.9%
2025-05	0.6%	5.7%	-5.2%	18.7%	21.1%	7.8%	-11.9%	19.4%	-2.7%	3.0%	0.1%	2.1%	5.5%
2025-04	-8.3%	-2.8%	-2.7%	-10.8%	-13.3%	0.2%	-7.0%	-11.2%	-1.3%	-6.0%	4.0%	-1.9%	-2.8%
2025-03	13.7%	23.8%	16.1%	5.9%	10.6%	-0.3%	11.1%	12.9%	8.8%	-2.3%	26.4%	12.8%	3.8%
2025-02	1.3%	-3.2%	-3.7%	2.4%	5.7%	3.3%	-8.1%	-2.0%	6.4%	1.6%	-10.3%	10.6%	10.0%
2025-01	-4.2%	-9.5%	-11.3%	-8.7%	2.1%	15.8%	6.4%	-9.6%	-24.1%	-1.4%	2.0%	-14.2%	-6.5%

2025年全球主要新兴经济体制造业PMI												
板块	南亚/东南亚							欧洲/亚洲		南美/北美		非洲
国家	印度	印尼	越南	马来西亚	泰国	菲律宾	缅甸	俄罗斯	土耳其	墨西哥	巴西	南非
2025-01	57.7	51.9	48.9	48.7	49.6	52.3	47.4	53.1	48.0	49.1	50.7	42.5
2025-02	56.3	53.6	49.2	49.7	50.6	51.0	48.5	50.2	48.3	47.6	53.0	46.0
2025-03	58.1	52.4	50.5	48.8	49.9	49.4	49.8	48.2	47.3	46.5	51.8	50.3
2025-04	58.2	46.7	45.6	48.6	49.5	53.0	45.4	49.3	47.3	44.8	50.3	41.4
2025-05	57.6	47.4	49.8	48.8	51.2	50.1	47.6	50.2	47.2	46.7	49.4	43.1
2025-06	58.4	46.9	48.9	49.3	51.7	50.7	49.0	47.5	46.7	46.3	48.3	45.3
2025-07	59.1	49.2	52.4	49.7	51.9	50.9	49.5	47.0	45.9	49.1	48.2	48.0

来源：Wind、方正中期研究院整理



CONTENT 目录

第一部分 全球：对等关税落地 多数央行按兵不动

第二部分 美国：央行年会超预期放鸽 三大股指创历史新高

第三部分 欧洲：二季度GDP降速 英国央行降息25BP

第四部分 亚洲：日本经济稳步复苏 韩国连续三轮保持利率不变

第五部分 新兴经济体：7月出口抢运 制造业整体萎缩

第六部分 全球宏观经济综合展望

- 今年全球经济增速预期2.5-2.6%，明年预期2.6-2.7%，低于1980-2024年3.34%平均增速。
- 美国经济增速有望好于预期，主要是两大驱动因素。其一，与多个经济体签订的对美国有利的贸易协议。其二，大而美法案。相较而言，贸易协议对美国长期推动作用有可能远胜于大而美法案。大而美法案本质是“劫贫济富+加大杠杆”，更像是美国内部财富从时间和层级两个维度的再分配。贸易协议不仅实实在在赚取了别国的真金白银，还能实现制造业回流。在消费和投资刺激下，三季度美国实际GDP可能进一步提速，预计环比增速可能达到0.87%。今年关税政策有望为美国政府带来1万亿美元财政收入，不过贸易协议和大而美法案的副作用也十分显著，将通过国内和国外两条路径推升美国通胀，四季度美国通胀或突破3%。与美国签订贸易协议后，下半年**欧盟**经济将稳定发展，主要通过服务业，而实体产业前景并不乐观，很有可能再度衰退。一方面，欧盟将对俄罗斯发起19轮制裁，彻底断绝俄罗斯廉价和稳定能源转从美国和中东进口高价能源，将使欧盟工业商品承受高成本劣势。另一方面，美国是欧盟第一大出口贸易国，然而从8月起将被征收15%关税，是以往的三倍，钢铝将被征收更高关税。欧盟还将投资6000亿美元，开放本经济体20万亿美元市场，接受美国汽车和工业标准。此消彼长将使得欧盟对美国制造业生产优势和贸易顺差锐减。**日本**三季度经济将继续稳定复苏，有望保持1-1.5%的同比增速。**印度**被美国累计加征50%关税之后，将迎来严峻挑战。倘若贸易谈判失败，9月之后出口和GDP增速必将明显下降。
- 在白宫施压下，**美联储**大概率将在9月议息会议降息25BP，四季度再降息1轮。秋季下任美联储主席人选可能诞生，基本可能肯定将会遵从特朗普要求大幅度降息，明年6月继任后美联储将会加快降息步伐，美元指数将提前回调。美债收益率整体表现或略强于美元，主要因为大而美法案将提升5万亿美元联邦债务上限，其中主要通过发行美债来弥补。美债违约风险溢价将推升美债收益率。**欧洲央行**此轮降息或已结束，未来1年至多再降息一轮。英国基准利率较高，**英国央行**后期还将降息1-2轮。为了防止经济复苏步伐放缓，预计**日本央行**年底前不会加息，可能会在明年一季度开启。**瑞士**外贸极为依赖美国进口，如今被美国加征39%高昂关税，将迫使瑞士银行进一步降息稳定经济。目前瑞士基准利率已经降至0%，这就意味着今年年底前全球将再现负利率。
- 今年年底前还有两大不确定因素：其一，关税政策。诸多国家尤其是被征收高关税的国家（比如：瑞士、加拿大、墨西哥、印度、南非）将加快与美国谈判的步伐。特朗普很有可能借机讹诈，按照此前贸易协议作为模板，要求别国付出包括开放市场、订购美货、对美投资、接受美国产业标准等苛刻代价。中美也会持续开展谈判，并且此次谈判将从贸易层面提升至战略层面，涉及俄罗斯原油等第三国商品。期间倘若其他主要国家与美签订贸易协议，美国将以更强硬姿态面对与中国谈判；反之，则会以相对克制和理性态度谈判。其二，地缘局势。诸多西方国家是否真的如约在9月正式承认巴勒斯坦国、伊朗和朝鲜核问题、俄乌冲突、胡塞武装引发的红海危机等。

免责声明

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢 谢！

方正中期期货有限公司

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室