

2025 年 8 月 25 日

短期转鸽，长期中性，评鲍威尔杰克逊霍尔讲话

民银国际研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (8/18): 通胀数据反复如何影响美联储降息
- 海外宏观周报 (8/11): 盘点美联储主席候选人
- 海外宏观周报 (8/4): 重新审视关税、美国经济及降息路径
- 海外宏观周报 (7/28): “赢学”与全球股市的盛宴
- 海外宏观周报 (7/21): 关税影响下各国通胀的最新变化

主要大类资产走势:

	2025-08-22	周变动
美国国债收益率10Y	4.26	-7.0 bp
美国国债收益率2Y	3.68	-7.0 bp
日本国债收益率10Y	1.62	5.4 bp
日本国债收益率2Y	0.86	4.0 bp
德国国债收益率10Y	2.75	2.0 bp
德国国债收益率2Y	1.97	3.0 bp
标普500指数	6466.91	0.27 %
纳斯达克指数	21496.53	-0.58 %
道琼斯工业指数	45631.74	1.53 %
日经225指数	42633.29	-1.72 %
伦敦富时100指数	9321.40	2.00 %
巴黎CAC40指数	7969.69	0.58 %
德国DAX指数	24363.09	0.02 %
伦敦现货黄金	3334.25	-0.04 %
英国布伦特原油现货	68.48	0.74 %
美元指数	97.7244	-0.12 %
欧元兑美元	1.1723	19 pips
英镑兑美元	1.3527	-29 pips
美元兑日元	146.9400	-2230 pips
美元兑人民币	7.1805	-18 pips

【一周焦点】

鲍威尔杰克逊霍尔会议讲话对于短期政策的表态传达了相对市场预期更为鸽派的信息，解除了市场忧虑。一是鲍威尔对于劳动力市场的评判转向关注下行风险；二是倾向于认为关税对于通胀的影响是一次性的；三是直言需要调整政策立场，言下之意是认为短期就业下行风险大于通胀上行风险。对于长期货币政策框架的五年修订，鲍威尔发表了四方面内容，一是删除了表明有效利率下限是经济格局决定性特征的措辞；二是回归了灵活通胀目标制的框架，并取消了平均通胀制的“弥补”策略；三是将与充分就业之间的不足表述修正为偏离，对待就业问题更加中性；四是阐明美联储在就业和通胀目标不互补的时期的方法。我们预计 9 月大概率降息 25bp，基准路径下 10 月将按兵不动，而 12 月将再次降息 25bp。

【交易模式】

市场围绕杰克逊霍尔年会的紧缩和宽松交易重现

【关键数据】

美国: 美国新屋开工大超预期，成屋销售量升价降，标普 PMI 数据超预期。**欧洲:** 英国通胀压力进一步加大，德国二季度 GDP 下修，PPI 同比降幅扩大，欧元区营建产出下滑，贸易顺差减少，PMI 回升，消费者信心下降。**日本:** 通胀小幅回落，制造业 PMI 回暖。

【重要事件】

美国: 鲍威尔重要讲话，特朗普继续扩大关税清单。**欧洲:** 美欧就贸易框架达成一致。**日本:** 日韩首脑会晤，日议员喊话加息。**其他地区:** 新西兰及印尼降息，多国暂停向美发包裹。

【本周关注】

美国新屋销售、耐用品订单、PCE 数据

目 录

【一周焦点】	1
短期转鸽，长期中性，评鲍威尔杰克逊霍尔讲话.....	1
【交易模式】	3
市场围绕杰克逊霍尔年会的紧缩和宽松交易重现.....	3
【关键数据】	4
美国：房地产数据喜忧参半，PMI 超预期	4
欧洲：英国通胀压力加大，欧洲 PMI 多数回升	5
日本：通胀小幅回落，制造业 PMI 回暖	6
【重要事件】	8
美国：鲍威尔重要讲话，特朗普继续扩大关税清单.....	8
欧洲：美欧就贸易框架达成一致.....	10
日本：日韩首脑会晤，日议员喊话加息.....	11
其他地区：新西兰及印尼降息，多国暂停向美发包裹.....	12
【本周关注】	13
美国新屋销售、耐用品订单、PCE 数据	13

【一周焦点】

短期转鸽，长期中性，评鲍威尔杰克逊霍尔讲话

一年一度的全球央行年会，于当地时间 8 月 22 日在美国怀俄明州小镇杰克逊霍尔拉开帷幕，美联储主席鲍威尔在当地时间 8 月 23 日上午的讲话成为全球关注的焦点。随着近期美国非农数据大幅下修，市场对于美联储 9 月重启降息预期上升，但仍存疑虑。一方面失业率保持稳健，显示劳动力市场仍不够松弛，同时近期美国零售销售、PMI 和部分房地产数据回暖；另一方面，未来数月特朗普新一轮关税政策对于通胀的冲击或继续显现，近期黏性通胀、PPI 和进口价格指数也存在上升势头。在特朗普的持续施压下，鲍威尔是否选择“硬刚”一度令市场担心。在会议召开前的三个交易日，标普 500 和纳指已连续下跌。

最终，鲍威尔对于短期政策的表态传达了相对市场预期更为鸽派的信息，解除了市场忧虑。全球市场也随之大幅回升，宽松交易再现。

一是鲍威尔对于劳动力市场的评判转向关注下行风险。鲍威尔指出，美国劳动力市场已从先前过热的状态降温，更紧的移民政策导致了劳动力增长的突然放缓。虽然劳动力市场看似处于平衡状态，但这是一种由劳动力供给和需求双双显著放缓所导致的奇特平衡状态。这种不寻常的情况表明，就业的下行风险正在上升——而如果这些风险成为现实，它们可能以裁员急剧增加和失业率上升的形式迅速显现。

二是鲍威尔倾向于认为关税对于通胀的影响是一次性的。鲍威尔指出，关税对消费价格的影响现在已清晰可见，并将在未来几个月内累积。一个合理的基准情景是，其影响将是相对短暂的——即物价水平的一次性变动。当然，“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。鉴于劳动力市场并非特别紧张且面临日益增加的下行风险，关税引发的物价上涨不太可能形成工资-物价动态螺旋。此外，基于市场和调查的指标来看，长期通胀预期仍保持良好锚定。

三是鲍威尔直言需要调整政策立场，言下之意是认为短期就业下行风险大于通胀上行风险。鲍威尔指出，在短期内，通胀风险偏向上行，而就业风险偏向下行，这是一个充满挑战的局面。货币政策框架要求美联储在双重使命的两方面

进行平衡。尽管如此，在政策处于限制性区域的情况下，基线前景和不断变化的风险平衡可能需要美联储调整政策立场。

对于第二个主题，鲍威尔在美联储货币政策框架审查结果的发言上则回归中性，也符合市场预期。2020 年的货币政策框架是在长期“大缓和”后期供给曲线（或者菲利普斯曲线）极为平坦，劳动力市场长期松弛和通胀预期长期偏低挑战下做出的，但很快在疫情之后转变为劳动力市场紧张、通胀预期回升和供给曲线陡峭化问题。因此，本次调整使得长期货币政策框架回归更加中性的表述，主要涉及四方面内容。

一是删除了表明有效利率下限（ELB）是经济格局决定性特征的措辞。由于后疫情时期的重新开放带来的不是低通胀和有效利率下限难题，而是全球经济体 40 年来最高的通胀，因此删除有效利率下限，并改为更加平衡的“货币政策策略旨在广泛的条件下促进充分就业和稳定物价”。

二是回归了灵活通胀目标制的框架，并取消了平均通胀制的“弥补”策略。在 2020 年的框架中，为了防止通胀到达 2% 目标后政策立刻转向而使经济重回低通胀陷阱，美联储制定了平均通胀制的补偿策略，允许通胀在长期低于目标后，可以暂时高于目标一段时间。但后疫情时代的高通胀显然打破了这一设定，也使得美联储重新回归 2% 的灵活通胀目标锚定。

三是重新使用与充分就业之间的“偏离”（deviation），而非“不足”（shortfall）表述，以使货币政策对待就业问题更加中性。这种改变表明了货币政策既要应对劳动力市场偏冷，即失业率偏高问题，也要考虑劳动力市场过于紧张引发的价格上升风险。

四是阐明美联储在就业和通胀目标不互补的时期的方法。美联储将会考虑偏离目标的程度，以及预计每个目标回归到与双重使命相符水平的时间跨度。经修改的表述与 2012 年的原始措辞更为一致，而非 2020 年那样偏向修复就业。

展望下一步，随着鲍威尔短期倾向于鸽派，预计 9 月降息 25bp 将是大概率事件，但 10 月是否能连续降息将取决于 8、9 月的通胀和就业数据。在我们预设的基准路径下（关税二次影响温和而就业继续软着陆），10 月将按兵不动，而 12 月将再次降息 25bp。

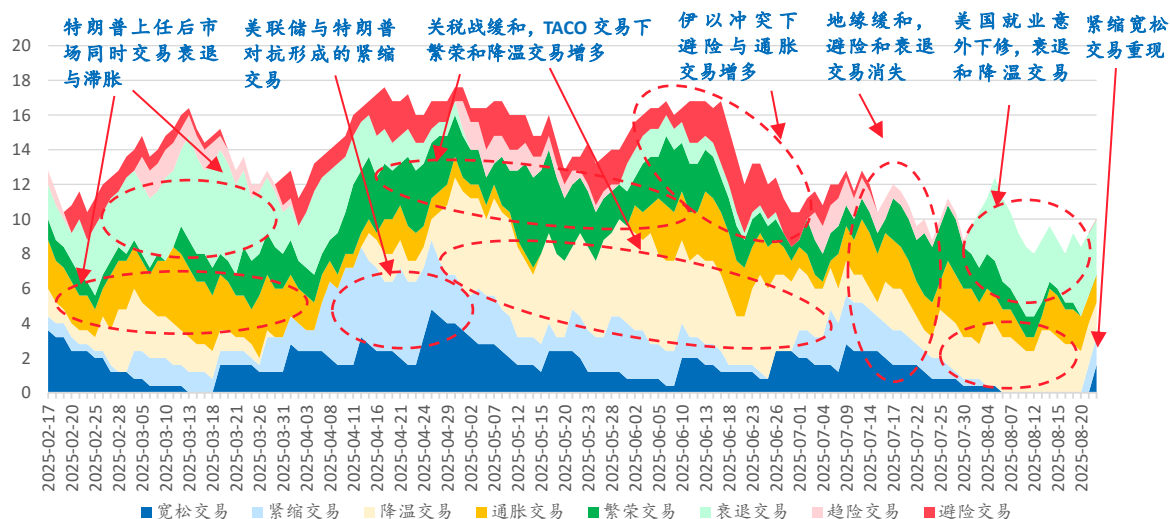
【交易模式】

市场围绕杰克逊霍尔年会的紧缩和宽松交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

8 月 11 日	8 月 12 日	8 月 13 日	8 月 14 日	8 月 15 日
不确定	不确定	降温交易	通胀交易	不确定
8 月 18 日	8 月 19 日	8 月 20 日	8 月 21 日	8 月 22 日
不确定	衰退交易	不确定	紧缩交易	宽松交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次，权重根据日期远近调整）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

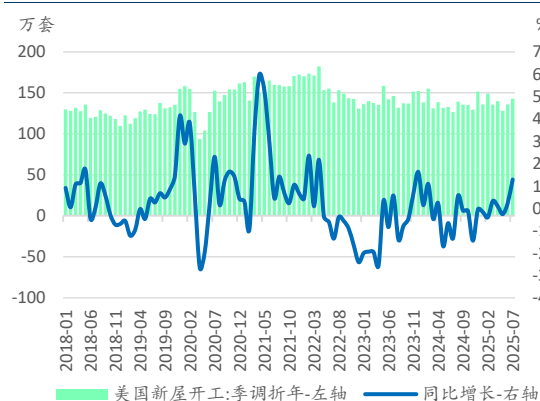
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：房地产数据喜忧参半，PMI超预期

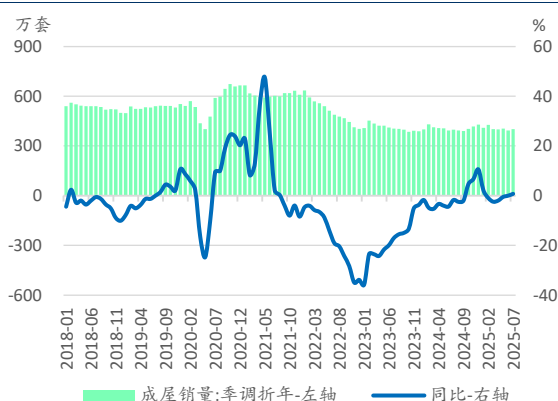
美国新屋开工大超预期。7月私人住宅新屋开工数量季调折年后为142.8万套（预期129万套，前值135.8万套），季调环比+5.2%（前值+5.9%）；营建许可年化总数135.4万套（预期136.8万套，前值139.3万套），季调环比-2.8%（前值-0.1%）。8月NAHB住房市场指数为32（前值33）。

图2：美国月度新屋开工数量与增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

图3：美国月度成屋销售:季调折年



数据来源：美地产经纪商协会，Wind

成屋销售量升价降。7月美国成屋销售季调折年401万套（预期392万套，前值393万套），季调环比+2.0%（前值-2.7%），同比+0.2%（前值+1.4%）；成屋售价中位数42.24万美元（前值43.27万美元），环比-2.4%（前值+2.1%），同比+0.2%（前值+1.4%）。

其他数据：标普PMI数据超预期。7月费城联储制造业指数-0.3（前值15.9）；标普全球制造业PMI初值53.3（预期49.7，前值49.8），服务业PMI初值55.4（预期54.2，前值55.7），综合PMI初值55.4（预期53.5，前值55.1）。

周度数据：亚特兰大联储8月19日更新的GDPNow预测数据显示，三季度美国GDP预计季调年化环比+2.3%（上周为+2.5%）。8月16日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.54%（前值保持+2.50%不变），当周红皮书商业零售同比+5.9%（前值+5.7%），当周初领失业金23.5万人（前值保持22.4万不变），前周续领失业金197.2万人（前值由195.3万下修至194.2万）。8月15日美联储资产负债表较上周-252.00亿美元（前值+27.72亿），联储银行准备金周较

上周-307.11 亿美元（前值-20.26 亿），财政部一般账户（TGA）较上周+105.94 亿（前值+511.54 亿），逆回购协议-31.35 亿美元（前值-436.74 亿）。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2025年								短期趋势
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
房地产	新屋开工-季调环比	-10.3	9.7	-9.1	3.2	-8.3	5.9	5.2		↓
	营建许可-季调环比	-1.4	-0.4	1.9	-4.0	-2.0	-0.1	-2.8		↓
	成屋销量-季调环比	-4.7	4.4	-5.9	-0.5	1.0	-2.7	2.0		↑
	成屋售价-中位数-同比	3.9	3.4	2.6	1.8	1.6	1.4	0.2		↓
	NAHB/富国银行住房市场指数	47.0	42.0	39.0	40.0	34.0	32.0	33.0	32.0	↓
PMI 指数	标普全球制造业PMI	51.2	52.7	50.2	50.2	52.0	52.9	49.8	53.3	↑
	标普全球服务业PMI	52.9	51.0	54.4	50.8	53.7	52.9	55.7	55.4	↓
	标普全球综合PMI	52.7	51.6	53.5	50.6	53.0	52.9	55.1	55.4	↑
	费城联储制造业指数	44.3	18.1	12.5	-26.4	-4.0	-4.0	15.9	-0.3	↓
周度数据	周	4 Jul.	11 Jul.	18 Jul.	25 Jul.	1 Aug.	8 Aug.	15 Aug.	22 Aug.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.6	2.5	2.4	2.4	2.1	2.5	2.5	2.3	↓
	纽约联储周度经济指数	2.63	2.34	2.23	2.58	2.59	2.50	2.54		↑
	红皮书商业销售-同比	5.9	5.2	5.1	4.9	6.5	5.7	5.9		↑
	当周初次申请失业金人数-万人	22.8	22.1	21.7	21.9	22.7	22.4	23.5		↑
	持续领取失业金人数-万人	195.1	194.6	193.6	196.8	194.2	197.2			↑
	美联储资产负债表周变动-亿美元	23.14	-26.39	-15.58	-151.37	-17.35	27.72	-252.00		↓
	联储银行准备金周变动-亿美元	854.97	330.37	-166.54	-586.86	306.76	-20.26	-307.11		↓
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	-611.84	10.37	214.53	859.08	448.69	511.54	105.94		↑
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-213.65	-350.88	-76.79	-413.25	-798.06	-436.74	-31.35		↓

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

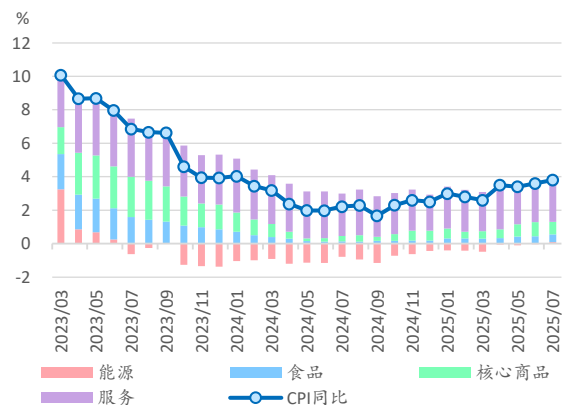
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

欧洲：英国通胀压力加大，欧洲 PMI 多数回升

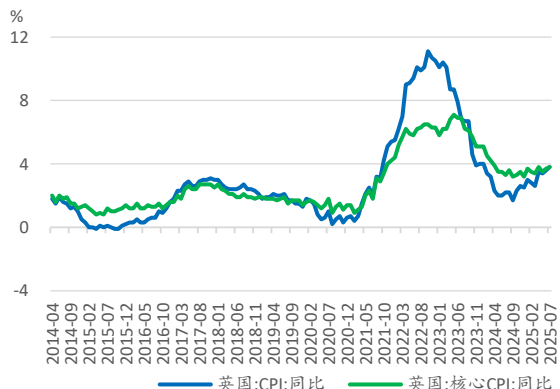
英国通胀压力进一步加大。英国 7 月 CPI 同比+3.8%（预期+3.7%，前值+3.6%），环比+0.1%（前值+0.3%）。核心 CPI 同比+3.8%（预期+3.7%，前值+3.7%），环比+0.2%（前值+0.4%）。分项中，食品同比+4.6%（前值+4.4%），能源同比+1.4%（前值-0.7%），服务同比+5.0%（前值+4.7%）。

图 4：英国 CPI 同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图 5：英国 CPI 与核心 CPI



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：德国二季度 GDP 下修，欧元区营建产出下滑，贸易顺差减少，PMI 回升，消费者信心下降，德国 PPI 同比降幅扩大。德国二季度 GDP 修正值季调环比-0.3%（初值-0.1%，前值+0.3%），同比-0.2%（初值 0.0%，前值+0.3%）。欧元区 6 月营建产出季调环比-0.8%（前值-2.1%），同比+1.7%（前值+3.6%）；出口同比+0.4%（前值+0.9%），进口同比+6.8%（前值-0.7%），贸易差额+70.5 亿欧元（前值+164.7 亿）。德国 7 月 PPI 同比-1.5%（前值-1.3%），环比-0.1%（前值+0.1%）。欧元区 8 月制造业 PMI 初值 50.5（前值 49.8），服务业 PMI 初值 50.7（前值 51.0），综合 PMI 初值 51.1（前值 50.9）。8 月欧元区消费者信心指数为-15.5（前值-14.7），欧盟 27 国为-14.8（前值-14.5），英国 GFK 消费者指数为-17（前值-19）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2025年								短期趋势
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
整体经济	德国GDP-季调环比			0.3			-0.3			↓
	德国GDP-同比			0.0			-0.2			↓
消费	欧元区20国消费者信心指数	-14.1	-13.6	-14.5	-16.6	-15.1	-15.3	-14.7	-15.5	↓
	欧盟27国消费者信心指数	-13.2	-12.9	-13.9	-15.9	-14.5	-14.8	-14.5	-14.8	↓
	英国GFK消费者信心指数	-22.0	-20.0	-19.0	-23.0	-20.0	-18.0	-19.0	-17.0	↑
进出口	欧元区20国出口金额-同比	3.0	6.3	14.0	-1.1	0.9	0.4			↓
	欧元区20国出口金额-季调环比	2.0	4.8	3.7	-8.4	-0.8	-2.4			↓
	欧元区20国进口金额-同比	8.2	6.1	9.7	0.0	-0.7	6.8			↑
	欧元区20国进口金额-季调环比	2.8	1.6	1.2	-3.8	-1.3	3.1			↑
	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	-2.3	234.5	357.1	109.3	164.7	70.5			↓
工业生产	欧元区营建产出-季调环比	0.7	-1.2	0.0	4.5	-2.1	-0.8			↑
	欧元区营建产出-同比	0.4	-0.4	-1.2	4.7	3.6	1.7			↓
通胀	英国CPI同比	3.0	2.8	2.6	3.5	3.4	3.6	3.8		↑
	英国核心CPI同比	3.7	3.5	3.4	3.8	3.5	3.7	3.8		↑
	德国PPI同比	0.5	0.7	-0.2	-0.9	-1.2	-1.3	-1.5		↓
PMI	欧元区制造业PMI	46.6	47.6	48.6	49.0	49.4	49.5	49.8	50.5	↑
	欧元区服务业PMI	51.3	50.6	51.0	50.1	49.7	50.5	51.0	50.7	↓
	欧元区综合PMI	50.2	50.2	50.9	50.4	50.2	50.6	50.9	51.1	↑
	英国制造业PMI	48.3	46.9	45.3	45.4	46.4	47.7	48.0	47.3	↓
	英国服务业PMI	50.8	51.0	52.5	49.0	50.9	52.8	51.8	53.6	↑
	英国综合PMI	50.6	50.5	51.5	48.5	50.3	52.0	51.5	53.0	↑
	法国制造业PMI	45.0	45.8	48.5	48.7	49.8	48.1	48.2	49.9	↑
	法国服务业PMI	48.2	45.3	47.9	47.3	48.9	49.6	48.5	49.7	↑
	法国综合PMI	47.6	45.1	48.0	47.8	49.3	49.2	48.6	49.8	↑
	德国制造业PMI	45.0	46.5	48.3	48.4	48.3	49.0	49.1	49.9	↑
	德国服务业PMI	52.5	51.1	50.9	49.0	47.1	49.7	50.6	50.1	↓
	德国综合PMI	50.5	50.4	51.3	50.1	48.5	50.4	50.6	50.9	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

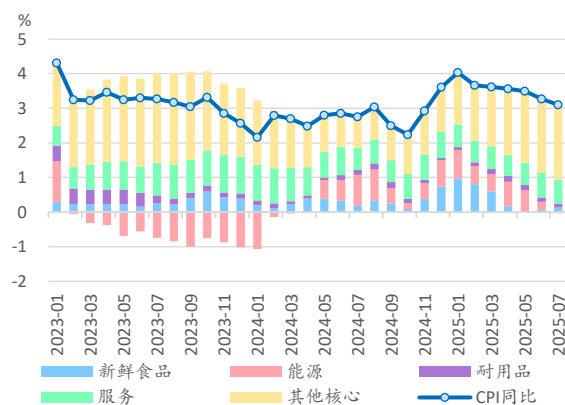
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：通胀小幅回落，制造业 PMI 回暖

通胀连续第二个月放缓但略高于预期。7 月日本 CPI 同比+3.1%（前值+3.3%），环比+0.2%（前值-0.1%）；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比+3.1%（预期+3.0%，前值+3.3%），环比+0.2%（预期+0.1%，前值 0.0%）；不包括生鲜食品和能源

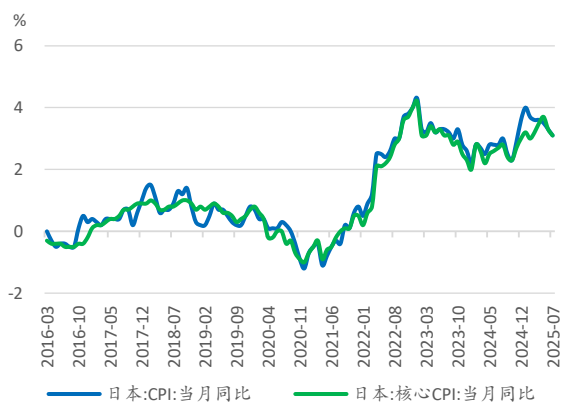
的 CPI 同比上涨+3.4%（前值+3.4%）。主要分项中，食品同比+7.4%（前值+7.1%），能源同比-0.3%（前值+2.9%），不含租金服务同比+2.1%（前值+2.1%），估算租金+0.3%（前值+0.2%），耐用品+1.4%（前值+1.7%）。

图 6：日本 CPI 同比涨幅结构



数据来源：日本统计局，Wind

图 7：日本 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：日本统计局，Wind

其他数据：进出口均转跌，核心机械订单反弹，制造业 PMI 回暖。7 月出口同比-2.6%（前值-0.5%），进口同比-7.5%（前值+0.3%），贸易差额-1175 亿日元（前值+1521 亿）。6 月核心机械订单季调环比+3.0%（前值-0.6%），同比+7.6%（前值+6.2%）。8 月制造业 PMI 初值 49.9（前值 48.9），服务业 PMI 初值 52.7（前值 53.6），综合 PMI 初值 51.9（前值 51.6）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总										
大类	月份	2025 年								短期趋势
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
进出口	出口-同比	7.3	11.4	4.0	2.0	-1.7	-0.5	-2.6		↓
	进口-同比	16.3	-0.7	1.9	-2.1	-7.6	0.3	-7.5		↓
	贸易差额-亿日元	-27417.3	5854.9	5542.8	-1283.5	-6424.7	1521.2	-1175.5		↓
工业生产	核心机械订单-季调环比	-3.5	4.3	13.0	-9.1	-0.6	3.0			↑
	核心机械订单-季调同比	3.3	1.7	11.4	4.5	6.2	7.6			↑
通货膨胀	CPI-同比	4.0	3.7	3.6	3.6	3.5	3.3	3.1		↓
	CPI-季调环比	0.5	-0.4	0.3	0.4	0.3	-0.1	0.2		↑
	核心CPI-同比	3.2	3.0	3.2	3.5	3.7	3.3	3.1		↓
	核心CPI-季调环比	0.2	-0.1	0.4	0.7	0.4	0.0	0.2		↑
PMI	制造业PMI	48.7	49.0	48.4	48.7	49.4	50.1	48.9	49.9	↑
	服务业PMI	53.0	53.7	50.0	52.4	51.0	51.7	53.6	52.7	↓
	综合PMI	51.1	52.0	48.9	51.2	50.2	51.5	51.6	51.9	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：鲍威尔重要讲话，特朗普继续扩大关税清单

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表重磅讲话。他谨慎地释放了未来可能降息的信号，同时强调高度的不确定性正使货币政策制定变得更加困难。鲍威尔在讲话的书面稿中提到，税收、贸易和移民政策的“重大变化”，导致美联储在实现“充分就业”和“物价稳定”这双重目标之间的风险平衡正在发生转变。虽然劳动力市场依然稳健，经济展现出“韧性”，但下行风险正在上升。目前美联储基准利率已经低了一个百分点，而失业率依然处在低位，这使得“我们能够谨慎推进，逐步考虑调整政策立场”。此外，鲍威尔的讲话还涉及美联储对政策框架的五年回顾和新修订的框架声明，鲍威尔解释今年的评估考虑了过去五年经济状况的演变，声明删除有效利率下限的措辞，回归灵活通胀目标制的框架，并取消了“弥补”策略，再次确认将坚持 2% 的长期通胀目标。

芝加哥联储主席古尔斯比（A. Goolsbee）称赞鲍威尔，称在他担任美联储主席的 8 年时间里，美联储官员反对的次数低，这与 FOMC 成员对经济数据的看法是否一致关系不大，更多地取决于鲍威尔促成共识的能力。圣路易斯联储主席穆萨莱姆（A. G. Musalem）表示，关注的是整个利率路径而非单次会议决策，下一份就业报告可能影响降息合理性，但需视具体内容而定；利率路径可能包括暂停降息，并指出通胀高于目标且存在持续高企风险；就业市场风险上升但尚未成为现实，若加剧或需调整政策利率。

美联储公布的 7 月会议纪要。几乎全体决策者支持暂不降息，只有两人反对。在对通胀和就业的风险以及关税对通胀的影响方面联储官员均存在分歧，不过多数还是认为，通胀上升的风险比就业下行的风险高。多人认为，关税的影响需要一些时间才会全面显现。与会者指出，在《GENIUS 法案》通过之后，稳定币的使用可能会增加，并可能有助于提升支付系统的效率；稳定币可能会推高对其支撑资产的需求，其中包括美国国债。

特朗普喊话美联储理事库克，称其必须立即辞职。美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook）必须立即辞职。如果她不主动辞职，他将动用权力将其解职。此前，美国联邦住房金融局

(FHFA) 局长普尔特指控库克在两笔抵押贷款中存在欺诈行为，并呼吁司法部对其展开调查。库克曾于 8 月 20 日发表声明称，不会“被胁迫辞职”。

美国商务部宣布, 将 407 个产品类别纳入钢铁和铝关税清单, 适用税率为 50%。此次新增清单涵盖范围广泛，包括风力涡轮机及其部件、移动起重机、铁路车辆、家具、压缩机与泵类设备等数百种产品。

美国总统特朗普表示, 正在对进入美国的家具产品展开一项重大关税调查。未来 50 天内，这项调查将完成，届时从其他国家进入美国的家具产品将被征收关税，具体税率尚未确定。

美国政府入股英特尔公司, 持股 9.9%。8 月 22 日，英特尔公司宣布与美国联邦政府达成协议，后者将向英特尔普通股投资 89 亿美元，以每股 20.47 美元的价格收购 4.333 亿股英特尔普通股，相当于该公司 9.9% 的股份。投资资金来自《美国芯片与科学法案》剩余的 57 亿美元未支付拨款，以及“安全飞地”项目的 32 亿美元拨款。英特尔表示，加上收到的 22 亿美元芯片法资金，这笔投资总额达到 111 亿美元。此次交易后，美国政府将超越先锋集团，成为英特尔最大单一投资者。此前有消息人士称，特朗普政府考虑入股接受芯片法案资金的公司，不过并不打算入股台积电、美光科技等正增加美国投资的公司。台积电考虑退还美政府资金，避免“补贴换股份”。

美欧乌领导人白宫会晤, 期间与普京通话 40 分钟。美国总统特朗普于美东时间 8 月 18 日下午先与泽连斯基会晤，随后再与到访的欧盟委员会主席冯德莱恩、法国总统马克龙、德国总理默茨、英国首相斯塔默、意大利总理梅洛尼及北约秘书长吕特举行更大范围会议，讨论俄乌冲突。**乌克兰承诺向美国购买价值 1000 亿美元的武器装备（由欧洲出资），以换取其与俄罗斯达成和平协议后美国向其提供安全保障；美乌还将另签 500 亿美元无人机合作生产协议。**俄称特朗普与普京通话持续约 40 分钟。据欧洲媒体报道，**美国总统特朗普一度“中断了在白宫与欧洲多国及欧盟、北约领导人的会谈，致电俄罗斯总统普京”，通话结束后会议继续进行。**俄罗斯总统助理乌沙科夫表示，普京和特朗普的谈话“坦诚且颇具建设性”。特朗普向普京通报了与乌克兰总统泽连斯基以及欧洲领导人的会晤情况。普京与特朗普在通话中表态支持俄乌双方代表团进行直接谈判。

白宫会谈后，特朗普称已安排好俄乌会晤。特朗普当地时间 8 月 19 日接受采访时表示，在实现美俄乌三方会晤之前，他希望俄乌领导人首先进行双边会晤；他已“大致安排好”普京和泽连斯基的会晤，两人可能相处得比他想象的要好一些。特朗普还表示，美方将帮助乌克兰进行防卫，但不会向乌克兰派出地面部队。特朗普同时重申，乌克兰不会获准加入北约。消息人士透露，美国白宫正计划在匈牙利首都布达佩斯举行美国、俄罗斯和乌克兰总统之间的三边会晤。特朗普与匈牙利总理欧尔班 18 日讨论了乌克兰加入欧盟的事宜，并探讨了布达佩斯作为泽连斯基与普京会晤地点的可能性。

标普全球评级公司近日宣布，维持美国的主权信用评级在 AA+/A-1+，评级展望为稳定。该机构表示，尽管近期财政政策导致赤字压力上升，但美国政府新近推行的关税政策预计将带来可观的财政收入，从而在一定程度上缓解财政恶化的风险。惠誉确认美国 AA+ 评级，前景展望稳定。惠誉预计美国 2025 年政府预算赤字占 GDP 比重将收窄至 6.9%，2026 年恐将反弹至 7.8%，2027 年料将进一步扩大至 7.9%。同时，惠誉表示，美国尚未针对庞大的赤字采取“实质性的行动”。

欧洲：美欧就贸易框架达成一致

美欧发表联合声明称，美国与欧盟已就一项贸易协定的框架达成一致。框架内容要点有 19 项，涵盖农产品、汽车、飞机等工业品、芯片半导体、能源、欧盟对美投资、放宽环境保护法规限制、网络安全协议、数字贸易壁垒等多方面内容。欧盟将取消对美国所有工业产品的关税，并对包括坚果、乳制品、新鲜及加工果蔬产品、加工食品、种子、大豆油及肉类产品等在内的美国水产品及农产品提供优惠市场准入。美国承诺对欧盟原产商品适用以下两者中较高的关税税率：美国最惠国（MFN）关税税率或由 MFN 关税与互惠关税组成的 15% 关税税率，意味着对大多数欧盟商品征收关税税率将不超过 15%，涵盖汽车、药品、半导体芯片和木材。欧盟还计划到 2028 年前采购 7500 亿美元的美国液化天然气、石油和核能产品，另采购 400 亿美元的美国人工智能芯片。欧盟还计划大幅增加从美国采购军事和国防装备。

欧洲央行行长拉加德表示，本季度欧元区经济增长可能会放缓，尽管近期与美国达成的协议降低了不确定性，但全球贸易形势仍不明朗。美国对大多数欧洲商品征收的 15% 关税略高于欧洲央行 6 月份假设的水平，但“远低于”该央行

所设想的极端税率。对药品和半导体行业的特定关税仍不明朗，不确定性依然存在。

默茨称德国经济面临“结构性危机”。德国总理默茨表示，解决德国的经济难题比他最初预想的要艰巨得多。默茨指出，由于能源成本持续居高不下以及美国的贸易关税，德国经济正面临“结构性危机”。他指出，大众汽车第二季度税后利润下降了 36%，这只是众多信号中的一个而已。默茨说：“我们经济的很大一部分已不再具有真正的竞争力，这是一个关于价格竞争力的问题。”

日本：日韩首脑会晤，日议员喊话加息

日本首相石破茂在首相官邸与韩国总统李在明举行日韩首脑会谈。在此次会谈中，日本首相石破茂计划推动日韩首脑间的信任关系建设，并确认将通过首脑互访的“穿梭外交”机制，保持密切沟通。在经济与人文交流等领域，预计双方也将探讨进一步合作，其中包括正在协调的扩大工作度假签证制度，使申请人最多可获得两次签证。此外，会谈议题还可能涉及人口急剧减少、少子化等话题。

日本资深议员喊话央行加息。日本自民党资深议员、前外务大臣河野太郎公开呼吁日本央行加快升息步伐，改善财政状况，以应对疲软日元推高通胀、冲击家庭生活的挑战。他认为，曾被视为日本出口经济福音的弱势日元，如今已成为侵蚀企业利润率、伤害退休人员的致命通胀根源。逆转日元弱势、寻求适度走强是对抗生活成本上涨的最佳策略。**日本央行行长植田和男**称，除非出现重大负面需求冲击，否则劳动力市场预计将保持紧张，并对工资构成上行压力；目前工资正在上涨，劳动力短缺已成为最紧迫的经济问题之一，将继续密切监测劳动力市场的发展情况，并将其纳入货币政策考量。

日美两国政府计划就具体落实 5500 亿美元对美投资展开密切磋商。由于投资对象涉及半导体、医药品、钢铁、造船等重要领域，双方将设立核查国家利益的机制。

日本拟未来 10 年对印度民间投资 10 万亿日元。日本政府相关人士透露，配合印度总理莫迪访日，政府正在协调将未来 10 年对印度的民间投资目标设为 10 万亿日元（约合人民币 4867 亿元）规模。

其他地区：新西兰及印尼降息，多国暂停向美发包裹

新西兰联储将基准利率下调 25 个基点至 3.00%，符合市场预期。尽管该行上调了通胀预期，但其最新预测显示年内仍有较大概率再进行两次 25 基点的降息。

印尼央行意外降息 25 个基点，将 7 天逆回购利率下调至 5%，为年内第四次降息。印尼央行表示，此次降息将有助于稳定印尼盾汇率，并推动经济增长。

瑞典央行维持基准利率在 2% 不变，符合市场预期。瑞典央行仍预计今年有一定可能会继续降息。

多国暂停向美国发送包裹。受美国关税政策影响，德国、法国、意大利、韩国、西班牙、瑞典、挪威、印度等国的邮政公司纷纷宣布，暂停向美国发送包裹。美国总统特朗普 7 月 30 日签署行政令，从 8 月 29 日起暂停对价值 800 美元及以下的进口包裹给予免税待遇。

印度总理莫迪拟进行商品及服务税改革。面对特朗普威胁对印商品加征 50% 关税，莫迪计划将四个税档 5%、12%、18% 和 28% 下调和简化成两档 5%、18%，以提振经济同时应对关税冲击。此前消息称，美国贸易谈判代表取消原定 8 月 25 至 29 日到印度举行会谈的行程，导致两国在 8 月 27 日的期限前达成协议的希望落空。

韩国政府今年将推出总额为 45.8 万亿韩元的支持计划。计划重点支持电池、半导体和关键矿产等关键产业，以增强供应链弹性。

【本周关注】

美国新屋销售、耐用品订单、PCE 数据

8 月 25 日	美国 7 月芝加哥全国活动指数 美国 7 月新屋销售
8 月 26 日	美国 7 月耐用品订单
8 月 27 日	德国 9 月 GFK 消费者信心指数
8 月 28 日	欧元区 8 月经济景气指数 美国二季度 GDP 修正值
8 月 29 日	日本 7 月失业率 日本 7 月零售销售 美国 7 月 PCE 数据 美国 8 月密歇根大学调查数据终值

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。