

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

《出口韧性、“反内卷”，引领 PPI 边际改善》 - 2025. 08. 25

宏观观点

## 海外宏观周报：美联储降息预期升温

### ● 核心观点：

杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔意外放鸽，表示“风险平衡正在发生转变”，强调就业风险。鲍威尔指出，虽然劳动力市场似乎处于平衡状态，但这一平衡是供给和需求同时放缓的结果，这种不寻常的情况表明，就业的下行风险正在上升。通胀方面，鲍威尔认为关税对通胀的影响相对短暂，仅仅是价格水平的一次性变化。此外，鲍威尔还宣布完成了联储第二次公开货币政策框架评估，废除 2020 年以来的平均通胀目标制，恢复到 2%通胀目标的框架，但仍保留就业方面的目标，将减轻与最大就业率的“短缺”而不是“偏差”，即更重视就业的下行风险。在鲍威尔明确传递降息预期后，交易员将 9 月降息概率推升至约 90%，纳斯达克与标普 500 指数随之上涨。

就业数据显示，劳动力市场未来仍将面临下行压力。当新增就业人数中枢下移时，季节性调整倾向于视为短期波动，因此会先高估数据，后续再进行下修。此外，医疗服务行业支撑了大部分的新增就业岗位，其他行业普遍走弱，而医疗服务行业新增非农就业与 ADP 新增就业差距不断拉大，指示未来存在下修数据的风险。此外，招聘率下降、解雇率维持低位，也印证了就业市场供需双弱的格局。

综合上述分析，我们认为未来几个月的就业市场数据将成为美联储决策的关键，仍预期 9 月将降息 25 个基点。

### ● 风险提示：

若就业数据大幅好转，且后续关税成本大幅向消费终端传导，导致通胀持续超预期，可能影响美联储降息节奏。

## 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.....   | 6  |
| 2 美联储观点跟踪.....       | 7  |
| 3 风险提示.....          | 10 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图表 1: 美国成屋、新屋销量处于长期低位.....      | 5 |
| 图表 2: 美国 NAHB 住房市场指数进一步下行.....  | 5 |
| 图表 3: 美国初请失业金人数 (万人) .....      | 5 |
| 图表 4: 美国续请失业金人数 (万人) .....      | 5 |
| 图表 5: 日本 CPI 同比增速有所回落 (%) ..... | 6 |
| 图表 6: 本周重要数据与事件.....            | 6 |
| 图表 7: 市场定价年内还有 2 次降息.....       | 9 |

## 1 海外宏观数据跟踪

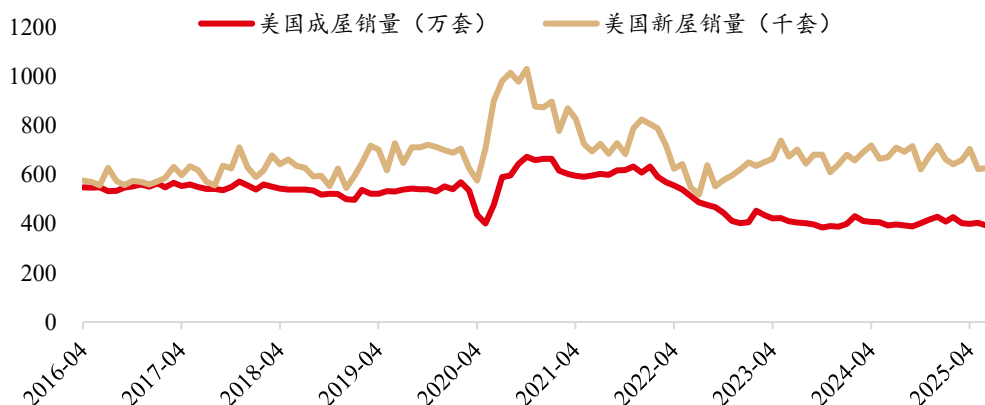
### 1.1 上周重要事件与数据跟踪

杰克逊霍尔全球央行年会于8月21日至23日在美国怀俄明州的山区杰克逊霍尔召开，美联储主席鲍威尔在演讲中释放偏鸽派的政策信号，指出虽然通胀持续上行的风险仍然存在但相对有限，更值得担忧的是就业市场所面临的下行压力。在鲍威尔明确传递降息预期后，交易员将9月降息概率推升至约90%，纳斯达克与标普500指数随之上涨。此外，在会上鲍威尔还宣布完成了联储第二次公开货币政策框架评估，废除2020年以来的平均通胀目标制，恢复到2%通胀目标的框架。2020年以来的货币政策框架更适应低利率时代，但应对疫情后的高通胀环境需要更新策略。

继欧盟、日本等主要经济体陆续与美国达成贸易框架协议后，8月22日加拿大总理马克·卡尼宣布取消将取消自3月份以来对多种美国商品征收的25%关税，以缓解与白宫之间的经济紧张关系。尽管对钢铁和铝关税仍将保留，加拿大政府决定与美国同步，对《美墨加贸易协定》（USMCA）涵盖的商品实行豁免。目前，加美贸易中超过85%的商品享受免关税，新关税政策背景下的贸易不确定性进一步缓解。

经济数据方面，美国8月NAHB房价指数进一步下降至32，持续低迷并接近十年低点；7月成屋销售数量虽重回400万关口上方，但仍位于长期低位。由于美国的房贷合同以固定利率为主，在利率高企的背景下，消费者购房意愿不足，导致美国房地产市场呈现供需双弱的格局。就业市场方面，初请失业金以及续请失业金的人数均出现小幅上升趋势，对应了鲍威尔对于就业市场的担忧，降息预期得到数据支持。日本CPI在经历年初的短暂上涨后，近期有所回落。

图表1：美国成屋、新屋销量处于长期低位



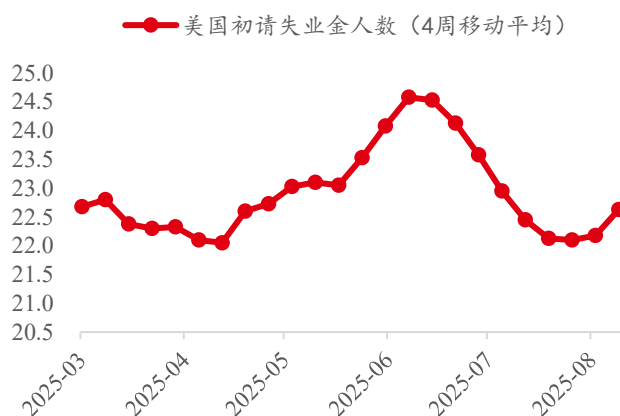
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国 NAHB 住房市场指数进一步下行



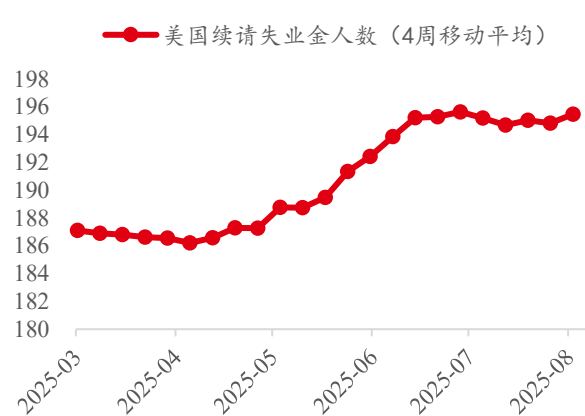
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国初请失业金人数（万人）



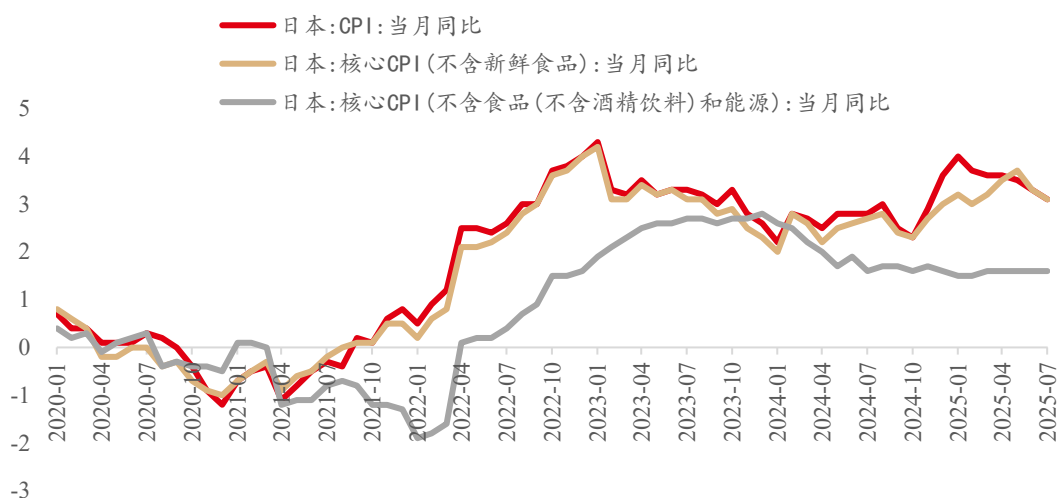
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：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5：日本CPI同比增速有所回落（%）



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6：本周重要数据与事件

| 时间              | 事件                            | 数据                            | 前值    | 预测值  |
|-----------------|-------------------------------|-------------------------------|-------|------|
| 2025/8/25 16:00 |                               | 德国 8 月 IFO 商业景气指数             | 88.6  | 88   |
| 2025/8/25 22:00 |                               | 美国 7 月新屋销售总数年化(万户)            | 62.7  | 62.5 |
| 2025/8/25 22:30 |                               | 美国 8 月达拉斯联储商业活动指数             | 0.9   |      |
| 2025/8/26 20:30 |                               | 美国 7 月耐用品订单月率                 | -9.4% | -4%  |
| 2025/8/26 21:00 |                               | 美国 6 月 FHFA 房价指数月率            | -0.2% |      |
| 2025/8/26 21:00 |                               | 美国 6 月 S&P/CS20 座大城市末季调房价指数年率 | 2.79% |      |
| 2025/8/26 22:00 |                               | 美国 8 月谘商会消费者信心指数              | 97.2  | 98   |
| 2025/8/26 22:00 |                               | 美国 8 月里奇蒙德联储制造业指数             | -20   |      |
| 2025/8/27 14:00 |                               | 德国 9 月 GfK 消费者信心指数            | -21.5 |      |
| 2025/8/27 18:00 |                               | 英国 8 月 CBI 零售销售差值             | -34   |      |
| 2025/8/28 0:45  | 2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金发表讲话 |                               |       |      |
| 2025/8/28 17:00 |                               | 欧元区 8 月工业景气指数                 | -10.4 |      |
| 2025/8/28 17:00 |                               | 欧元区 8 月经济景气指数                 | 95.8  |      |
| 2025/8/28 19:30 | 欧洲央行公布 7 月货币政策会议纪要            |                               |       |      |
| 2025/8/28 20:30 |                               | 美国至 8 月 23 日当周初请失业金人数         | 23.5  |      |

|                 | (万人)                 |       |      |
|-----------------|----------------------|-------|------|
| 2025/8/28 20:30 | 美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值 | 3%    | 3.1% |
| 2025/8/28 22:00 | 美国 7 月成屋签约销售指数月率     | -0.8% | 0.3% |
| 2025/8/29 6:00  | 美联储理事沃勒就货币政策发表讲话     |       |      |
| 2025/8/29 7:30  | 日本 7 月失业率            | 2.5%  | 2.5% |
| 2025/8/29 14:45 | 法国 8 月 CPI 月率初值      | 0.2%  |      |
| 2025/8/29 14:45 | 法国第二季度 GDP 年率终值      | 0.7%  |      |
| 2025/8/29 15:55 | 德国 8 月季调后失业人数(万人)    | 0.2   |      |
| 2025/8/29 15:55 | 德国 8 月季调后失业率         | 6.3%  |      |
| 2025/8/29 20:00 | 德国 8 月 CPI 月率初值      | 0.3%  |      |
| 2025/8/29 20:30 | 美国 7 月核心 PCE 物价指数年率  | 2.8%  | 2.9% |
| 2025/8/29 20:30 | 美国 7 月个人支出月率         | 0.3%  | 0.5% |
| 2025/8/29 20:30 | 美国 7 月核心 PCE 物价指数月率  | 0.3%  | 0.3% |
| 2025/8/29 21:45 | 美国 8 月芝加哥 PMI        | 47.1  |      |
| 2025/8/29 22:00 | 美国 8 月密歇根大学消费者信心指数终值 | 58.6  |      |
| 2025/8/29 22:00 | 美国 8 月一年期通胀率预期终值     | 4.9%  |      |

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

## 2 美联储观点跟踪

### 1. 美联储主席鲍威尔：

8 月 22 日，鲍威尔在 Jackson Hole 发表讲话，指出尽管美国经济在广泛的政策调整背景下展现出显著韧性，但短期内通胀风险趋于上行，而就业市场风险则倾向下行，美联储的风险平衡或将发生转变。新型贸易关税正推动全球贸易格局重构，同时移民政策的收紧导致劳动力供给增长骤然放缓。从更长远视角审视，税收、财政支出与监管政策的结构性变动也可能对经济增长路径及全要素生产率产生深远影响。然而，这些政策最终的落地形态及其对经济的持续效应，仍存在显著不确定性。

尽管从数据层面出发，当前劳动力市场正处于平衡状态，但工人供给和需求双双显著放缓，就业的下行风险正在累积，若就业情况一旦失控，可能引发大规模企业裁员，进而导致失业率急剧攀升，对经济稳定构成严峻挑战。

尽管关税对消费者价格的影响更多体现为一次性水平上移，而非持续推高通胀，但其传导需通过供应链与分销网络逐步实现，且受税率仍可能变动的影响，传导时间存在进一步延长的可能。

最后，鲍威尔强调货币政策并未预设固定路径，联邦公开市场委员会（FOMC）将依据数据表现及其对经济前景与风险平衡的综合评估作出决策。此外，鲍威尔还宣布完成了联储第二次公开货币政策框架评估，废除 2020 年以来的平均通胀目标制，恢复到 2% 通胀目标的框架，但仍保留就业方面的目标，将减轻与最大就业率的“短缺”而不是“偏差”，即更重视就业的下行风险。

## **2. 芝加哥联储主席古尔斯比：**

关税上调似乎远未结束，持续通胀风险依然存在。虽然近期一些通胀数据好于预期，但服务业通胀上升是一个“危险”的数据点，这或许不是由关税推动的，应对滞胀冲击是非常具有挑战性的。美联储仍有时间收集更多数据，9 月 FOMC 会议是一场“很实时”的会议。

## **3. 波士顿联储主席柯林斯：**

尽管美国经济增长步伐有所放缓，当前整体经济基本面仍展现出相对稳健的态势。柯林斯预计，通货膨胀率将在今年年底前继续保持上升趋势，随后于 2026 年恢复此前既有的下行通道。她同时指出，就业市场趋势弱于预期的风险正在加大，而新关税措施可能进一步挤压消费者购买力，从而抑制整体消费支出。倘若劳动力市场前景出现恶化，美联储或在短期内采取降息行动。柯林斯强调，货币政策不应等待所有不确定性完全消散之后再作出反应，而需依据实时数据和经济动态进行灵活调整。

## **4. 堪萨斯城联储主席施密德：**

施密德于 8 月 21 日明确表示，当前通胀风险已超过就业市场风险，成为货币政策关注的重点。尽管劳动力市场整体“稳固”，前期有所降温且受移民政策收紧影响，但供需仍趋于平衡，市场情绪偏向乐观。施密德强调，当前货币政策处

于适当位置，任何利率调整都需依赖明确数据支持，并须审慎评估降息对通胀预期的影响，“通胀最后一英里”挑战尤其显著。

随着美联储逐渐接近双重使命目标，利率决策难度加大。施密德指出，当前争论焦点在于政策是否过于紧缩，他个人认为策略偏紧缩但仍处于正确路径。最新数据也显示，消费者与企业物价加速上升，企业成功转嫁进口成本，同时就业市场持续放缓，近三月月均新增就业仅 3.5 万个，表明劳动力需求正在减弱。

## 5. 美联储理事沃勒：

沃勒在怀俄明州区块链研讨会的讲话中未提及货币政策。他表示，支付系统演进是技术进步的故事，美联储正研究代币化及人工智能在支付领域的应用，并有望通过深化与行业创新者的合作获益。他呼吁拥抱人工智能和稳定币正在推动的“技术驱动革命”，将其作为提振美国经济的一种方式。当前的技术形态或许具有新颖性，但利用技术创新构建新型支付服务并非全新叙事，而是金融体系演进中的连续过程。

图表7：市场定价年内还有 2 次降息

|              | CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|--------------|-------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 200-225                                               | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 |
| 2025/9/17    |                                                       |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 87.2%   | 12.8%   |
| 2025/10/29   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 44.7%   | 49.0%   | 6.2%    |
| 2025/12/10   | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 35.8%   | 48.2%   | 14.8%   | 1.2%    |
| 2026/1/28    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 18.6%   | 42.2%   | 30.8%   | 7.8%    | 0.6%    |
| 2026/3/18    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 10.6%   | 32.0%   | 35.7%   | 17.7%   | 3.7%    | 0.3%    |
| 2026/4/29    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 0.0%    | 3.7%    | 18.1%   | 33.3%   | 29.4%   | 12.8%   | 2.5%    | 0.2%    |
| 2026/6/17    | 0.0%                                                  | 0.0%    | 2.2%    | 12.1%   | 26.9%   | 31.1%   | 19.8%   | 6.8%    | 1.1%    | 0.1%    |
| 2026/7/29    | 0.0%                                                  | 0.7%    | 5.4%    | 17.0%   | 28.3%   | 27.3%   | 15.5%   | 4.9%    | 0.8%    | 0.0%    |
| 2026/9/16    | 0.3%                                                  | 2.7%    | 10.2%   | 21.6%   | 27.9%   | 22.4%   | 11.1%   | 3.2%    | 0.5%    | 0.0%    |
| 2026/10/28   | 0.7%                                                  | 4.1%    | 12.3%   | 22.8%   | 26.9%   | 20.3%   | 9.7%    | 2.7%    | 0.4%    | 0.0%    |
| 2026/12/9    | 0.7%                                                  | 3.9%    | 11.9%   | 22.2%   | 26.6%   | 20.7%   | 10.3%   | 3.1%    | 0.5%    | 0.0%    |

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

### 3 风险提示

若就业数据大幅好转，且后续关税成本大幅向消费终端传导，导致通胀持续超预期，可能影响美联储降息节奏。

## 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：<br>报告发布日后的 6 个月内的<br>相对市场表现，即报告发布日后<br>的 6 个月内的公司股价（或行<br>业指数、可转债价格）的涨跌<br>幅相对同期相关证券市场基准<br>指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市<br>场以沪深 300 指数为基准；新<br>三板市场以三板成指为基准；<br>可转债市场以中信标普可转债<br>指数为基准；香港市场以恒生<br>指数为基准；美国市场以标普<br>500 或纳斯达克综合指数为基<br>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<br>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