

JH 会议，9 月降息预期再度高企

2025 年 08 月 24 日

► 宏观经济指标点评

就业：初请失业金人数多于预期。本周美国初请失业金人数为 235 千人，高于预测值 226 千人，较前值增长 11 千人。**景气：8 月 Markit 制造业 PMI 创三年来新高。**8 月美国 Markit 制造业 PMI 为 53.3，远高于预期值 49.7，高于前值 49.8，为 2022 年 5 月以来最高水平。Markit 服务业 PMI 为 55.4，高于预期值 54.2，低于前值 55.7。美国 PMI 数据公布后，美元指数短线走高，日内涨 0.22%。**地产：7 月成屋销售超预期回升。**美国 7 月成屋销售年化总数为 401 万户，高于预期值 392 万户，高于前值 393 万户。同比去年 7 月 395 万套来看，销售量基本持平。

► 主要海外市场利率回顾

美国：受鲍威尔演讲影响美债利率有所下行。本周（2025 年 8 月 15 日-2025 年 8 月 22 日，下同）美债 1 年期，10 年期利率分别下行 6bp，7bp 至 3.87%，4.26%。美联储主席鲍威尔 22 日在怀俄明州杰克逊霍尔举行的年度经济研讨会上发表讲话，暗示美联储仍可能在未来数月降息。发表讲话后，市场对美联储 9 月份降息预期升至近 90%，导致当天美债利率有所下行。

欧日：日债继续上行，欧债小幅波动。本周日债 1 年期，10 年期利率分别上行 3.5bp，6bp 至 0.71%，1.62%，10 年期利率为 2008 年 10 月以来新高。日本财务省近期计划将下一财年国债利息支付暂定利率定为 2.6%，为 17 年来最高水平。本周欧债利率小幅波动，德债 1 年期，10 年期利率分别上行 3bp，2bp 至 1.97%，2.75%。英债 1 年期，10 年期利率下行 0.8bp，0.12bp 至 3.89%，4.67%。

► 其他大类资产点评

权益：受数据影响日本股市下跌。本周俄罗斯 MOEX 指数下行 3.83%，上周五美俄总统于阿拉斯加会晤并未取得突破性进展，先前因市场对会晤良好预期导致的上涨回落。本周日经 225 指数下行 1.72%，据周三日本财务省数据显示，日本 7 月份出口同比下降 2.6%，高于预期值 2.1%，为连续第三个月下降，美国关税政策对日本出口影响开始显现。

大宗：原油价格受库存影响上行，焦煤指数回调。本周布伦特原油上涨 2.85% 至 67.73 美元/桶，受美国原油库存减少影响。本周 EIA 原油库存变动减少 6.014 百万桶，高于预期减少 0.8 百万桶。焦煤指数在经历了前期的大涨后，本周有所回落，焦炭指数，焦煤指数分别下行 2.09%，2.40%。

外汇：日英汇率回调，卢布下跌。本周英镑（兑人民币，下同）汇率先升后落，最终下行 1.12%，日元汇率下行 0.73%，二者在经历过 8 月上旬的持续走强后有所回调。本周卢布汇率下行 0.99%。

► **风险提示：**关税引发供应链断裂、美联储独立性受到破坏。

**分析师 徐亮**

执业证书：S0100525070004

邮箱：xliang@mszq.com

研究助理 黄涵静

执业证书：S0100125070011

邮箱：huanghanjing@mszq.com

相关研究

- 1.信用债周策略 20250824:当前怎么看待信用债 ETF-2025/08/24
- 2.转债周策略 20250823: 转债强赎对正股影响几何? -2025/08/24
- 3.城投债投资框架之四: 短期定价的关键变量与高频数据-2025/08/21
- 4.债券择券系列: 基于 250210 的个券交易热度与性价比观测-2025/08/20
- 5.海外宏观利率攻略系列: 如何通过 FOMC 发言预测货币政策落地? -2025/08/19

目录

1 本周海外宏观利率回顾.....	3
1.1 宏观经济指标点评	3
1.2 主要海外市场利率回顾	3
2 其他大类资产点评.....	4
3 市场跟踪	6
4 风险提示	11
插图目录	12

1 本周海外宏观利率回顾

1.1 宏观经济指标点评

就业：初请失业金人数多于预期。本周美国初请失业金人数为 235 千人，高于预测值 226 千人，较前值增长 11 千人。

景气：8 月 Markit 制造业 PMI 创三年来新高。8 月美国 Markit 制造业 PMI 为 53.3，远高于预期值 49.7，高于前值 49.8，为 2022 年 5 月以来最高水平。Markit 服务业 PMI 为 55.4，高于预期值 54.2，低于前值 55.7。美国 PMI 数据公布后，美元指数短线走高，日内涨 0.22%。

地产：7 月成屋销售超预期回升。美国 7 月成屋销售年化总数为 401 万户，高于预期值 392 万户，高于前值 393 万户。同比去年 7 月 395 万套来看，销售量基本持平。

1.2 主要海外市场利率回顾

美国：受鲍威尔演讲影响美债利率有所下行

本周（2025 年 8 月 15 日-2025 年 8 月 22 日，下同）美债 1 年期，10 年期利率分别下行 6bp，7bp 至 3.87%，4.26%。美联储主席鲍威尔 22 日在怀俄明州杰克逊霍尔举行的年度经济研讨会上发表讲话，暗示美联储仍可能在未来数月降息。发表讲话后，市场对美联储 9 月份降息预期升至近 90%，导致当天美债利率有所下行。

欧日：日债继续上行，欧债小幅波动

本周日债 1 年期，10 年期利率分别上行 3.5bp，6bp 至 0.71%，1.62%，10 年期利率为 2008 年 10 月以来新高。日本财务省近期计划将下一财年国债利息支付暂定利率定为 2.6%，为 17 年来最高水平。本周欧债利率小幅波动，德债 1 年期，10 年期利率分别上行 3bp，2bp 至 1.97%，2.75%。英债 1 年期，10 年期利率下行 0.8bp，0.12bp 至 3.89%，4.67%。

2 其他大类资产点评

权益：受数据影响日本股市下跌

本周俄罗斯 MOEX 指数下行 3.83%，上周五美俄总统于阿拉斯加会晤并未取得突破性进展，先前因市场对会晤良好预期导致的上涨回落。本周日经 225 指数下行 1.72%，据周三日本财务省数据显示，日本 7 月份出口同比下降 2.6%，高于预期值 2.1%，为连续第三个月下降，美国关税政策对日本出口影响开始显现。

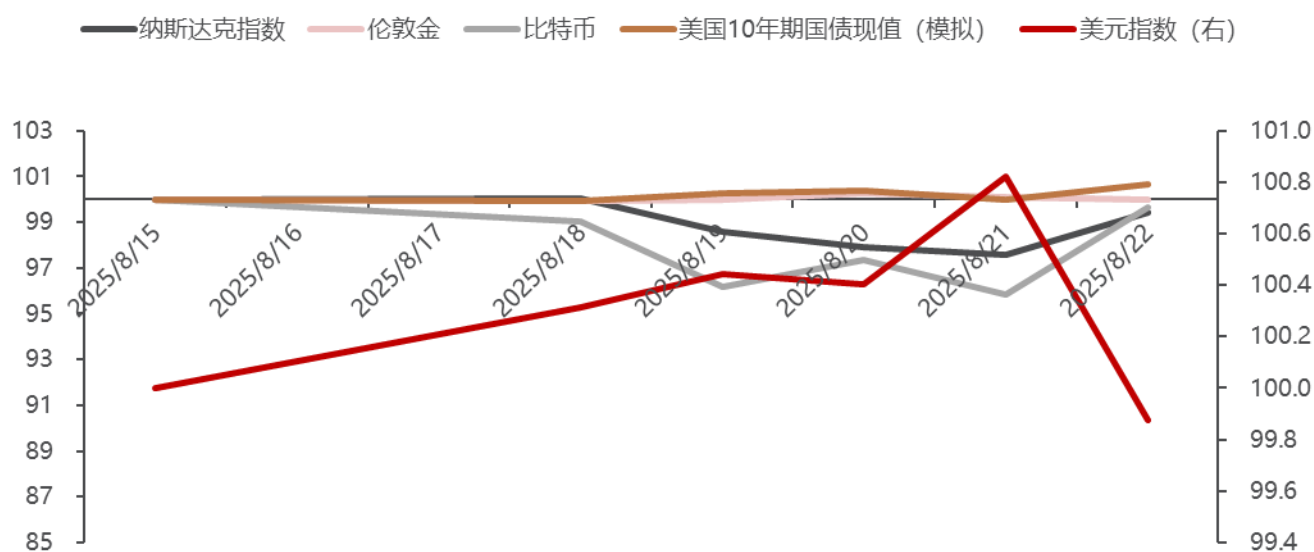
大宗：原油价格受库存影响上行，焦煤指数回调

本周布伦特原油上涨 2.85% 至 67.73 美元/桶，受美国原油库存减少影响。本周 EIA 原油库存变动减少 6.014 百万桶，高于预期减少 0.8 百万桶。焦煤指数在经历了前期的大涨后，本周有所回落，焦炭指数、焦煤指数分别下行 2.09%、2.40%。

外汇：日英汇率回调，卢布下跌

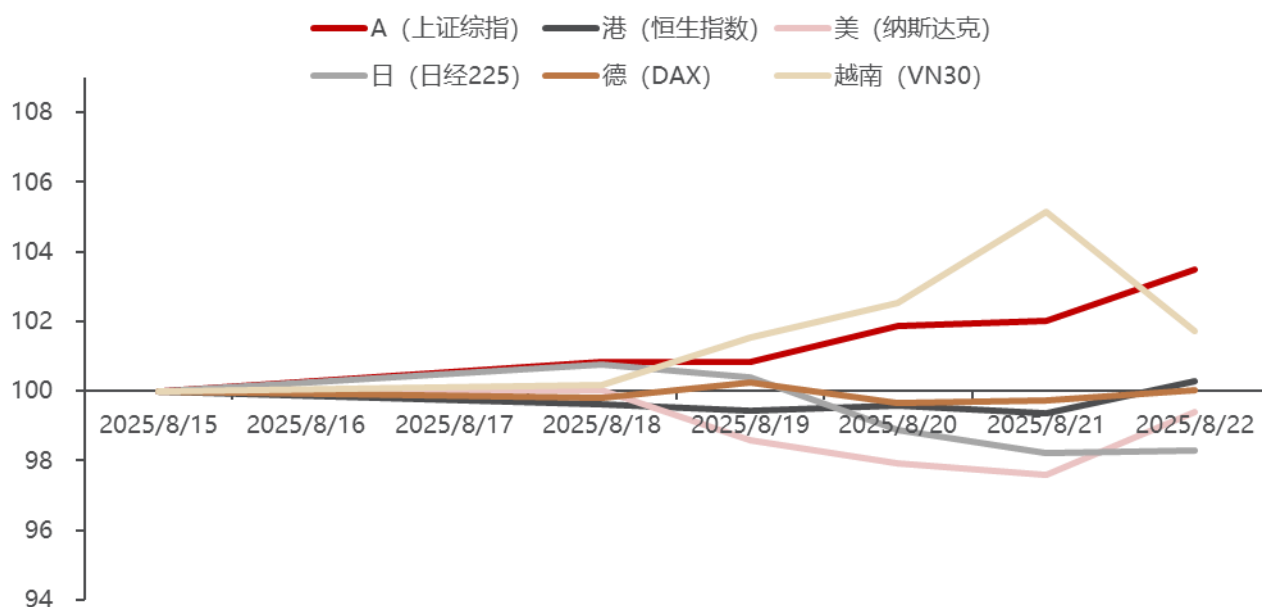
本周英镑（兑人民币，下同）汇率先升后落，最终下行 1.12%，日元汇率下行 0.73%，二者在经历过 8 月上旬的持续走强后有所回调。本周卢布汇率下行 0.99%。

图1：本周美元、美股、美债、黄金与比特币模拟走势



资料来源：Wind，英为财经，民生证券研究院（美国 10 年期国债现值（模拟）：根据 10 年期美国收益率，以 10 年零息折现；指标均为模拟走势：假设起始日为 100 点，起始日为 2025 年 8 月 15 日）

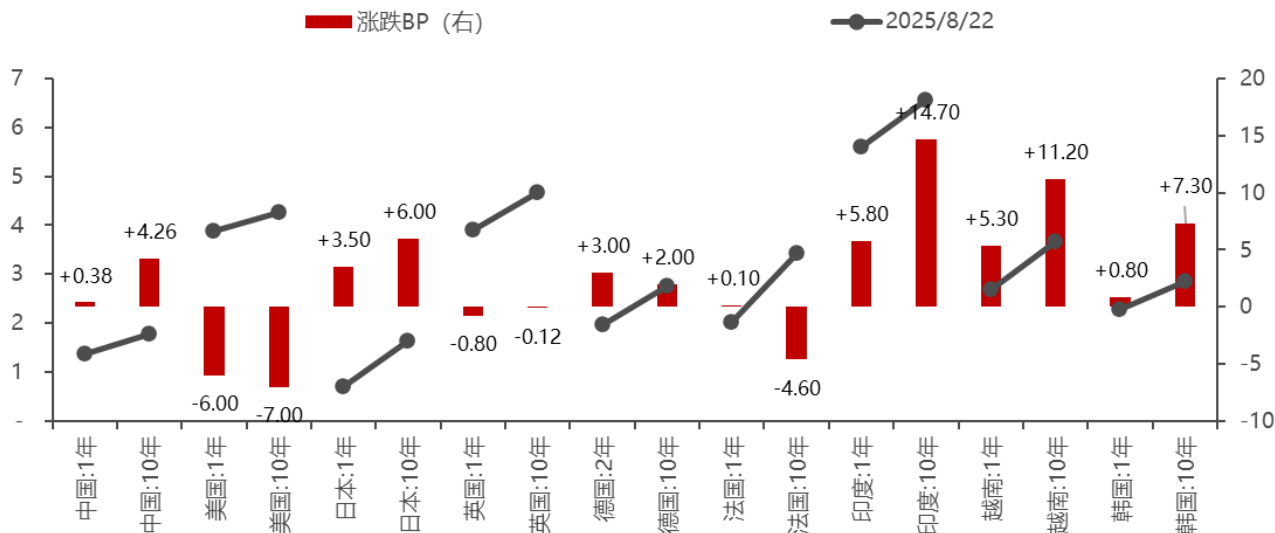
图2：全球主要股指走势（模拟走势）



资料来源：Wind，民生证券研究院（指标均为模拟走势：假设起始日为 100 点，起始日为 2025 年 8 月 15 日）

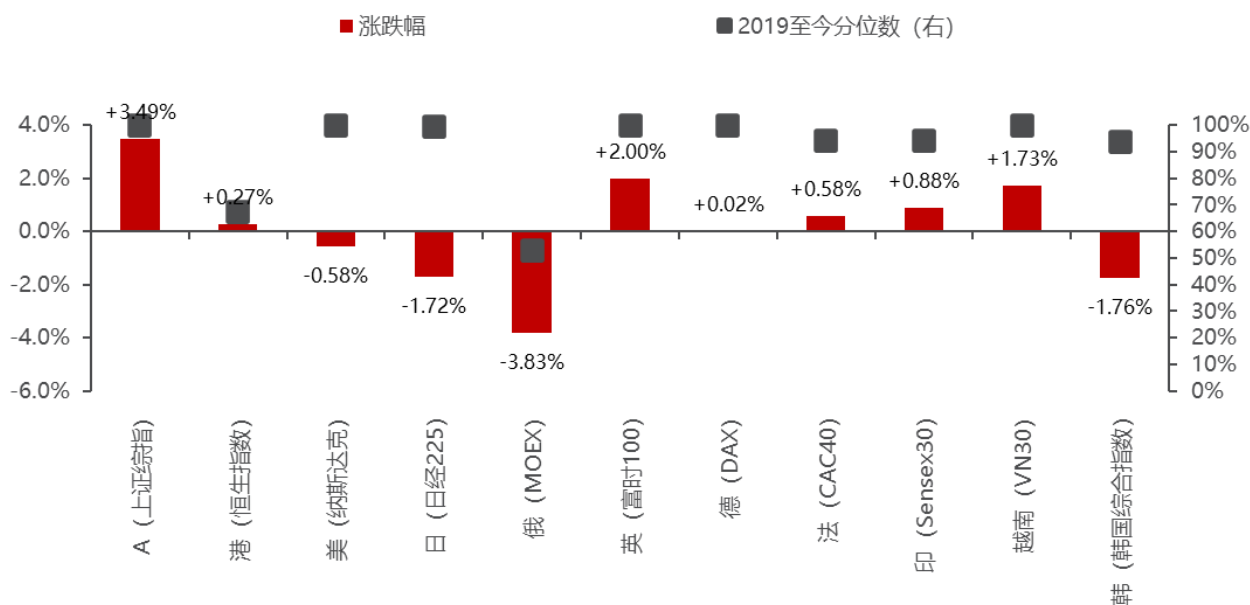
3 市场跟踪

图3：本周全球主要经济体国债利率涨跌幅



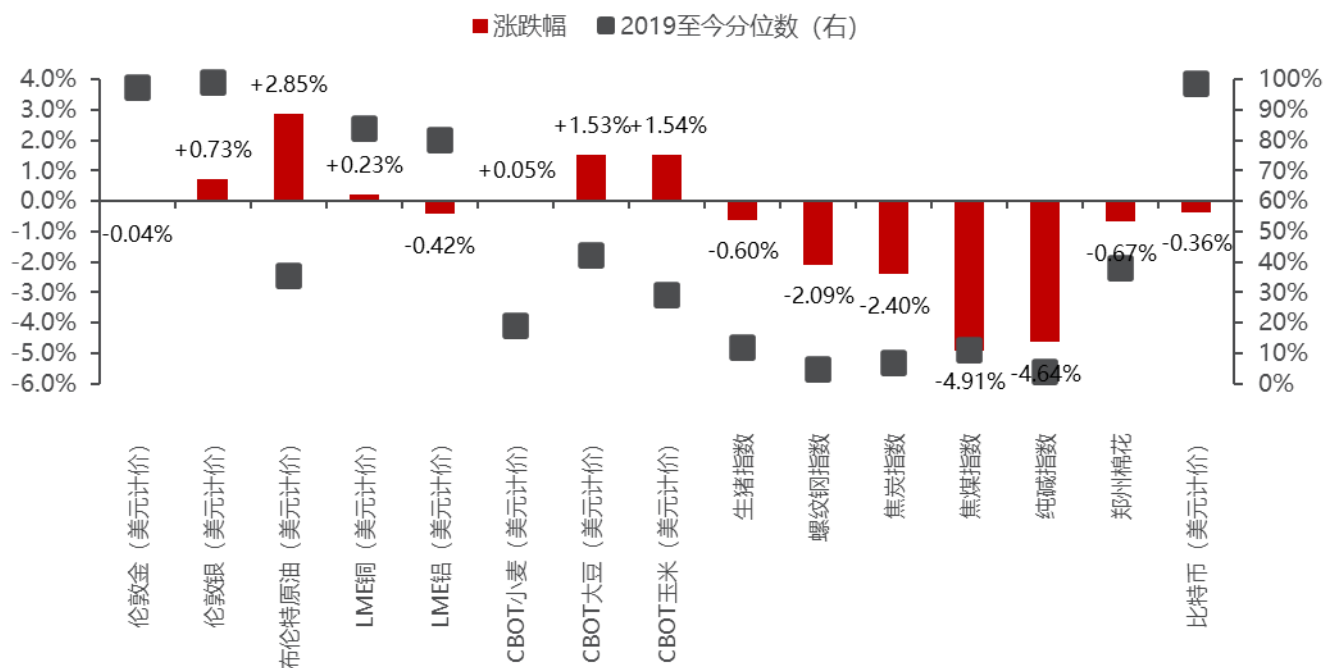
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：本周全球主要股指涨跌幅



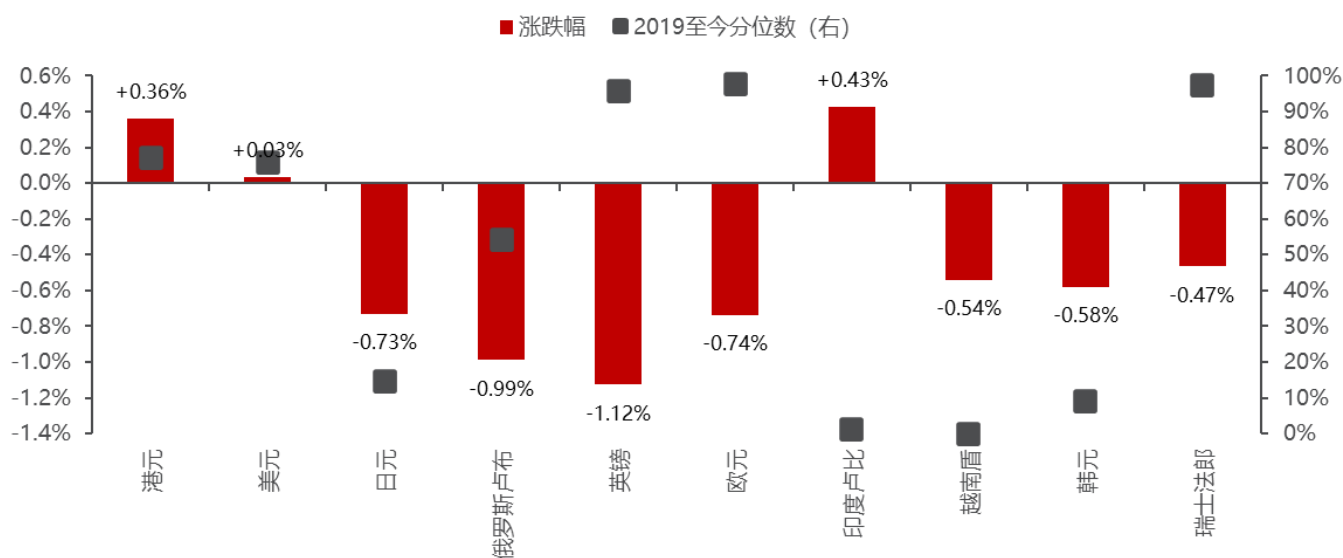
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：本周主要大宗涨跌幅



资料来源：Wind，英为财经，民生证券研究院

图6：本周全球主要外汇涨跌幅 (兑人民币)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：美国最新经济数据面板

美国宏观指标/利率简况			单位	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
GDP	实际GDP	折年同比%	--	--	--	2.0	--	--	2.0	--	--	2.5	--	--	2.7
	实际GDP	折年季调环比%	--	--	--	3.0	--	--	-0.5	--	--	2.4	--	--	3.1
生产	工业总产值	季调同比%	--	--	1.5	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	-0.7	-1.8	-0.6	-0.8
	制造业新订单	季调同比%	--	--	0.0	5.6	9.7	0.7	4.9	3.0	3.2	-1.8	-0.9	1.2	-2.0
	工业产能利用率	%	--	--	77.5	77.7	77.5	77.6	77.7	77.9	77.3	77.5	76.8	77.1	77.5
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%	--	--	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	个人实际消费支出	季调同比%	--	--	-1.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	零售销售额	季调同比%	--	--	0.0	4.0	2.9	4.7	4.9	4.0	4.6	4.7	3.9	2.9	1.6
地产	零售/食品服务销售额	季调同比%	--	--	3.9	4.4	3.4	5.0	5.1	3.9	4.6	4.6	3.9	3.1	2.0
	新屋销售	折年季调同比%	--	--	-1.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.1
	成屋销售	折年季调同比%	--	--	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
	新房开工	折年季调同比%	--	--	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
	标普/CS房价指数	同比(20城)%	--	--	0.0	0.0	2.7	3.4	4.1	4.5	4.8	4.6	4.4	4.3	4.6
就业	新增非农就业人数	季调/万人	--	--	7.3	1.4	1.9	15.8	12.0	10.2	11.1	32.3	26.1	4.4	24.0
	失业率	季调%	--	--	4.2	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.1	4.1
	U6失业率	季调%	--	--	7.9	7.7	7.8	7.8	7.9	8.0	7.5	7.5	7.7	7.7	7.7
	初次申请失业金人数	月/万人	--	--	23.5	21.9	23.2	24.8	24.1	21.9	24.2	20.8	21.1	22.5	22.5
通胀	新增ADP就业人数	季调/万人	--	--	10.4	-2.3	2.9	6.0	14.7	8.4	18.6	17.6	20.4	22.1	19.4
	CPI	同比%	--	--	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
	核心CPI	同比%	--	--	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	3.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3
	PCE	同比%	--	--	0.0	2.6	2.4	2.2	2.3	2.7	2.6	2.6	2.5	2.3	2.1
	核心PCE	同比%	--	--	0.0	2.8	2.8	2.6	2.7	2.9	2.7	2.9	2.8	2.8	2.7
景气指数	密歇根1年通胀预期	同比%	--	--	4.9	4.5	5.0	6.6	6.5	5.0	4.3	3.3	2.8	2.6	2.7
	ISM制造业PMI	季调%	--	--	0.0	48.0	49.0	48.5	48.7	49.0	50.3	50.9	49.3	48.4	47.2
	ISM非制造业PMI	季调%	--	--	0.0	50.1	50.8	49.9	51.6	50.8	53.5	52.8	54.1	52.1	56.0
	Markit制造业PMI	季调%	--	--	49.8	52.9	52.0	50.2	50.2	52.7	51.2	49.4	49.7	48.5	47.3
	Sentix投资信心指数	季调	--	--	6.1	5.3	-5.4	-17.9	-22.0	-2.7	21.2	19.2	21.6	15.9	11.2
	密歇根消费者信心指数	季调	--	--	58.6	61.7	60.7	52.2	52.2	57.0	64.7	71.7	74.0	71.8	70.5
原油库存		月/百万桶	--	--	824.1	829.4	821.7	837.9	839.0	836.2	829.1	818.9	809.2	815.2	799.5

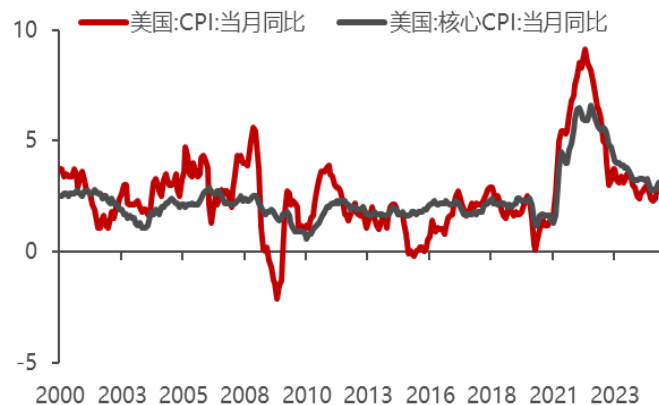
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：美债收益率曲线(%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：美国CPI同比变化(%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：美国PMI走势(%)

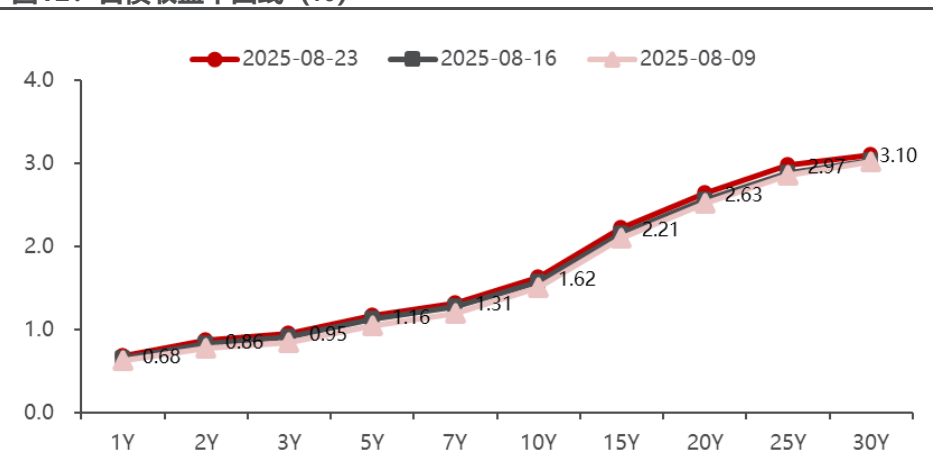


资料来源：标普全球，民生证券研究院

图11：日本最新经济数据面板

日本宏观指标/利率简况			2025-08 2025-07 2025-06 2025-05 2025-04 2025-03 2025-02 2025-01 2024-12 2024-11 2024-10 2024-09									
指标	单位											
GDP	实际GDP	当季同比%	--	--	1.2	--	--	1.8	--	--	1.2	--
生产	工业生产指数	同比%	--	--	--	92.0	92.2	93.1	93.1	91.1	91.9	92.1
消费	零售销售指数	同比%	--	--	113.3	111.6	113.2	123.0	106.5	111.3	130.8	115.6
就业	失业率	季调%	--	--	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
通胀	CPI	同比%	0.0	3.1	3.3	3.5	3.6	3.7	4.0	3.6	2.9	2.3
	核心CPI	同比%	0.0	3.1	3.3	3.7	3.5	3.2	3.0	3.2	3.0	2.7
	制造业PMI	季调%	49.9	48.9	50.1	49.4	48.7	48.4	49.0	48.7	49.6	49.0
	服务业PMI	季调%	52.7	53.6	51.7	51.0	52.4	50.0	53.7	53.0	50.9	50.5
景气指数	消费者信心指数	季调	0.0	33.9	34.8	32.9	31.3	34.3	34.7	34.8	35.9	35.8
	Sentix投资信心指数	季调	4.1	6.9	1.9	-0.5	-10.4	4.6	8.0	7.6	6.6	6.5

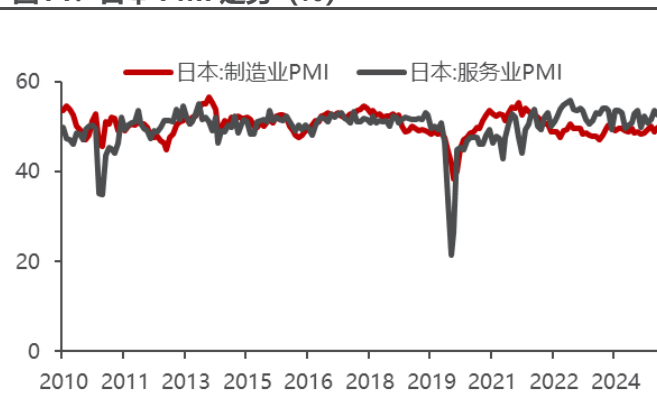
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：日债收益率曲线 (%)


资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：日本 CPI 同比变化 (%)


资料来源：Wind，民生证券研究院

图14：日本 PMI 走势 (%)


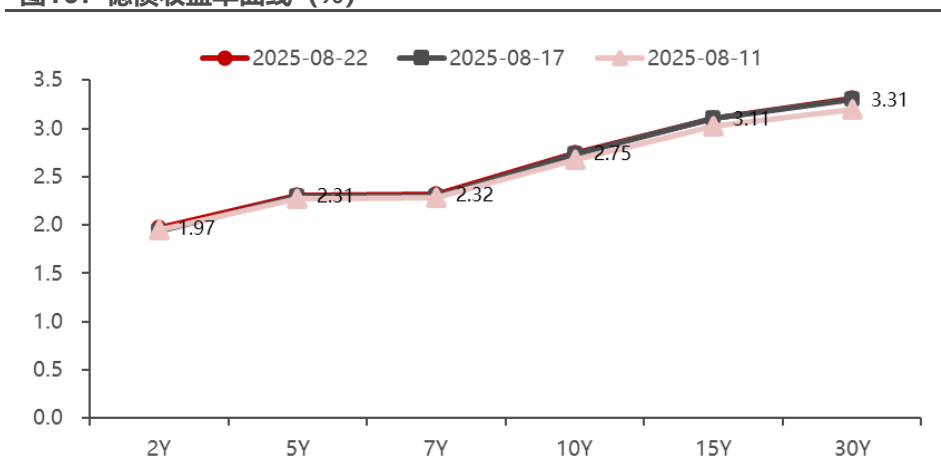
资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：欧元区最新经济数据面板

欧洲宏观指标/利率简况			2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
指标	单位													
GDP	实际GDP	季调同比%	--	--	1.4	--	--	1.5	--	--	1.3	--	--	1.0
	实际GDP	折年季调环比%	--	--	0.5	--	--	2.3	--	--	1.2	--	--	1.7
生产	工业生产指数	同比%	--	0.0	0.2	3.1	0.2	3.7	0.9	-0.4	-1.7	-1.8	-1.0	-2.2
	制造业产能利用率	非季调%	--	--	77.8	--	--	76.9	--	--	77.2	--	--	78.0
消费	粗钢产量（欧盟）	同比%	--	--	--	--	--	--	--	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
	零售销售指数	同比%	--	--	3.1	1.9	2.7	2.1	2.0	1.9	2.3	1.9	2.4	3.3
就业	失业率	季调%	--	--	5.9	5.9	5.9	6.0	5.9	6.0	5.9	5.8	5.8	5.9
	HICP	同比%	--	2.0	2.0	1.9	2.2	2.2	2.3	2.5	2.4	2.2	2.0	1.7
通胀	核心HICP	同比%	--	2.3	2.3	2.3	2.7	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
	PPI	同比%	--	--	0.6	0.3	0.7	1.9	3.1	1.7	0.0	-1.2	-3.3	-3.5
景气指数	制造业PMI	季调%	50.5	49.8	49.5	49.4	49.0	48.6	47.6	46.6	45.1	45.2	46.0	45.0
	服务业PMI	季调%	50.7	51.0	50.5	49.7	50.1	51.0	50.2	51.3	51.6	49.5	51.6	51.4
景气指数	消费者信心指数	季调	-15.5	-14.7	-15.3	-15.1	-16.6	-14.5	-13.6	-14.1	-14.4	-13.6	-12.4	-12.9
	经济景气指数	季调	0.0	95.8	94.2	95.0	93.9	95.2	96.2	95.2	93.5	95.8	96.1	95.8
景气指数	Sentix投资信心指数	季调	-3.7	4.5	0.2	-8.1	-19.5	-2.9	-12.7	-17.7	-17.5	-12.8	-13.8	-15.4

资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：德债收益率曲线（%）



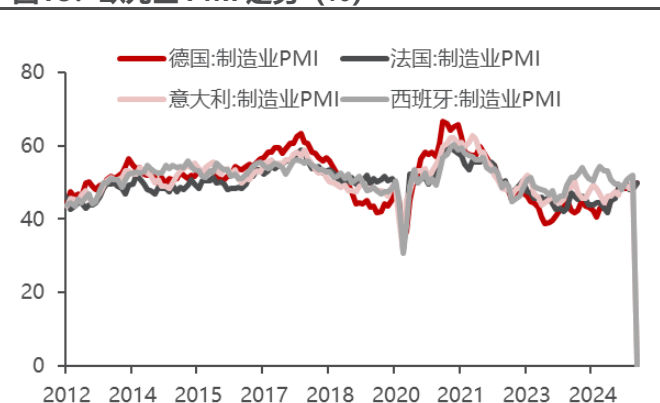
资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：欧元区CPI同比变化（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：欧元区PMI走势（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 风险提示

- 1) **关税引发供应链断裂。**因高关税引发部分产业链断裂,进而导致恶性通胀。
- 2) **美联储独立性受到破坏。**因政府过度干预美联储决策,导致美联储失去其独立性,或引发市场对美元资产的恐慌性抛售。

插图目录

图 1: 本周美元、美股、美债、黄金与比特币模拟走势	4
图 2: 全球主要股指走势 (模拟走势)	5
图 3: 本周全球主要经济体国债利率涨跌幅	6
图 4: 本周全球主要股指涨跌幅	6
图 5: 本周主要大宗涨跌幅	7
图 6: 本周全球主要外汇涨跌幅 (兑人民币)	7
图 7: 美国最新经济数据面板	8
图 8: 美债收益率曲线 (%)	8
图 9: 美国 CPI 同比变化 (%)	8
图 10: 美国 PMI 走势 (%)	8
图 11: 日本最新经济数据面板	9
图 12: 日债收益率曲线 (%)	9
图 13: 日本 CPI 同比变化 (%)	9
图 14: 日本 PMI 走势 (%)	9
图 15: 欧元区最新经济数据面板	10
图 16: 德债收益率曲线 (%)	10
图 17: 欧元区 CPI 同比变化 (%)	10
图 18: 欧元区 PMI 走势 (%)	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048