

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

《宽松基调落实落细，信贷引导防范资金空转》 - 2025.08.18

宏观观点

海外宏观周报：关税压力尚未传导至消费终端

● 核心观点：

7月美国CPI和PPI数据并未显示出关税对价格较为显著的传导。上周二公布的CPI数据基本符合市场预期，市场降息热情被点燃。但随后周四公布的PPI数据意外大幅升温，环比增速为0.9%，远超市场预测的0.2%。其中金融服务、机票等非商品领域因素推动PPI数据上行，显示PPI超预期或主要受服务价格推动。

此外，贸易服务价格环比跃升2.0%，而本月CPI并未出现大幅波动，显示批发商与零售商而非消费者正承受关税压力。原因在于受关税影响较大的行业相对消费者并没有很强的定价权，难以将价格上涨传递给消费者。

PPI中机票、牙医等分项波动较大，未来有可能回落，此次超预期的数据未必会影响9月美联储降息决策。即将于下个月公布的8月就业报告更可能成为决定是否降息的关键。我们仍预期9月将降息25个基点。

往后看，欧洲投资者对美元资产的套保仍有增加的空间，美元风险溢价可能再度出现抬升，伴随美联储开启降息，美元贬值趋势或将延续。

● 风险提示：

若后续关税成本大幅向CPI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.....	8
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国 CPI 同环比变动拆分 (%)	5
图表 2: 截至 2025 年 7 月美国 CPI 及核心 CPI 同环比 (%)	5
图表 3: 截至 2025 年 7 月美国 PPI 同环比 (%)	6
图表 4: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 5: 美国续请失业金人数 (万人)	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

8月12日，美国总统特朗普签署行政令，将原定8月12日到期的美中关税休战进一步延期90天：美国将再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对中国商品加征的10%关税。中国同样采取了对等举措。尽管存在特朗普政府加征印度商品关税等强硬立场，但市场普遍预期谈判延期不会有意外，延期的信息已被市场充分消化。

上周，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京在阿拉斯加举行近三小时会谈，这是自2019年以来两人首次面对面峰会，也是美俄领导层2021年的首次会晤。双方会后发表联合声明，但未设答问环节。特朗普称会谈“富有成效”，在部分议题上取得进展，但乌克兰停火尚无共识。此次会谈未能触及关键成果，后续和平进程走向仍需关注。

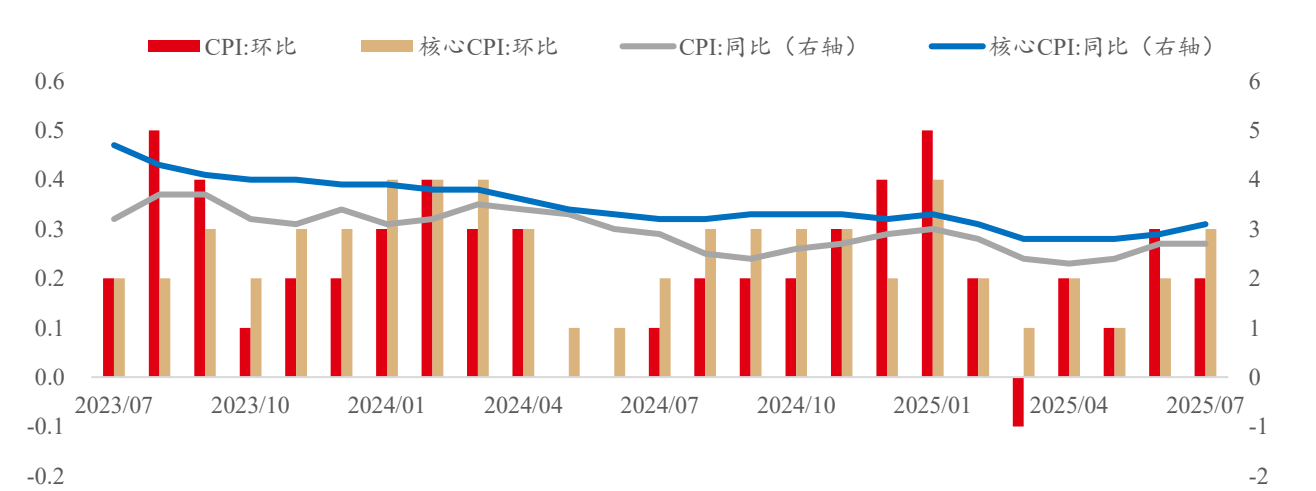
经济数据方面，上周二，美国劳工部公布的CPI基本符合市场预期，同比增速2.7%，环比增速0.2%，市场降息热情被点燃。但随后周四晚公布的美国PPI意外大幅升温，环比增速为0.9%，远超市场预测的0.2%。其中金融服务、机票等非商品领域因素推动PPI数据上行，显示PPI超预期或主要受服务价格推动。此外，贸易服务价格环比跃升2%，而本月CPI并未出现大幅波动，显示批发商与零售商的利润率正承受关税压力，涨价或尚未传导至消费终端。PPI中机票、牙医等分项波动较大，未来有可能回落，此次超预期的数据未必会影响9月美联储降息决策。即将于下个月公布的8月就业报告更可能成为决定是否降息的关键。我们仍预期9月将降息25个基点。

图表1：美国 CPI 同环比变动拆分（%）

单位：%	权重	环比								同比
		2025/01	2025/02	2025/03	2025/04	2025/05	2025/06	2025/07	2025/07	2025/07
CPI	100	0.5	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	2.7	2.7
食品	13.6	0.4	0.2	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.0	2.9	2.9
家庭食品	8.0	0.5	0.0	0.5	-0.4	0.3	0.3	-0.1	2.2	2.2
非家用食品	5.6	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	3.9	3.9
能源	6.5	1.1	0.2	-2.4	0.7	-1.0	0.9	-1.1	-1.6	-1.6
能源类商品	3.2	1.9	-0.9	-6.1	-0.2	-2.4	1.0	-1.9	-9.0	-9.0
汽油	3.0	1.8	-1.0	-6.3	-0.1	-2.6	1.0	-2.2	-9.5	-9.5
燃油	0.1	6.2	0.8	-4.2	-1.3	0.9	1.3	1.8	-2.9	-2.9
能源服务	3.3	0.3	1.4	1.6	1.5	0.4	0.9	-0.3	7.2	7.2
电力	2.5	0.0	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	-0.1	5.5	5.5
燃气服务	0.8	1.8	2.5	3.6	3.7	-1.0	0.5	-0.9	13.8	13.8
核心CPI	79.9	0.4	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	3.1	3.1
核心商品	19.3	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	1.2	1.2
新交通工具	4.3	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.4	0.4
二手汽车和卡车	2.4	2.2	0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.5	4.8	4.8
服装	2.5	-1.4	0.6	0.4	-0.2	-0.4	0.4	0.1	-0.2	-0.2
医疗护理商品	1.5	1.2	0.1	-1.1	0.4	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
核心服务	60.6	0.5	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	3.6	3.6
住所	35.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	3.7	3.7
运输服务	6.3	1.8	-0.8	-1.4	0.1	-0.2	0.2	0.8	3.5	3.5
医疗护理服务	6.8	0.2	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.7	3.5	3.5

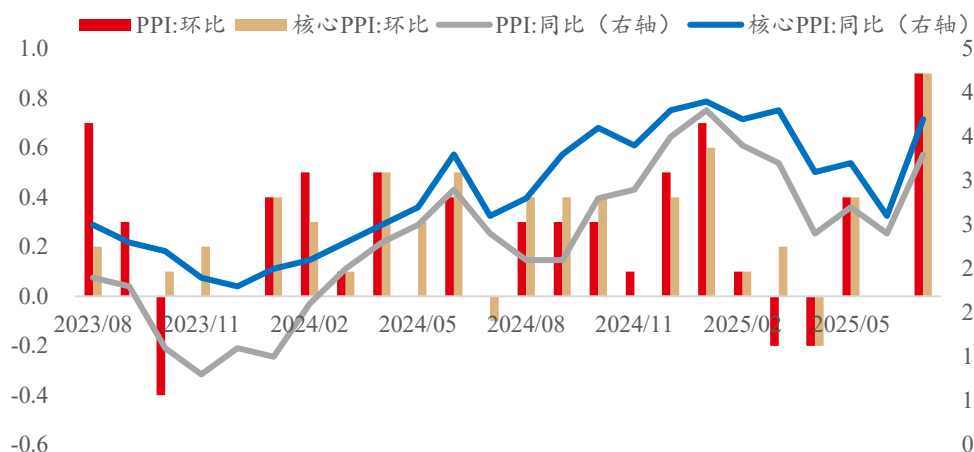
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：截至 2025 年 7 月美国 CPI 及核心 CPI 同环比（%）



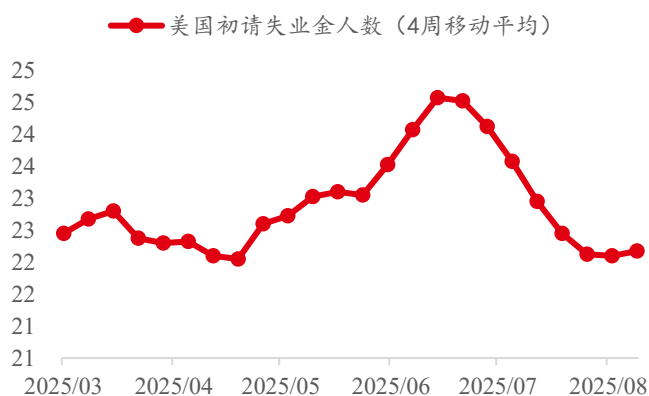
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：截至 2025 年 7 月美国 PPI 同环比 (%)



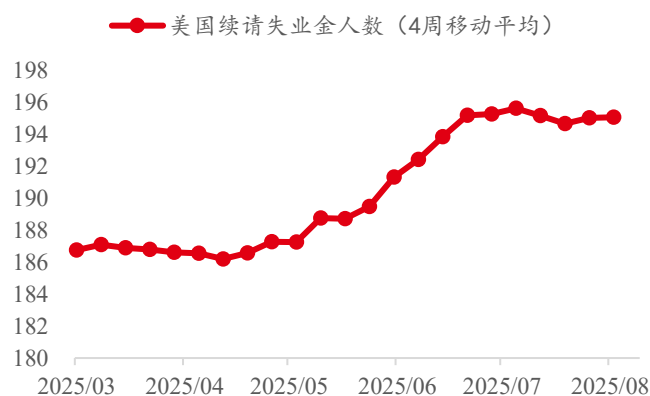
资料来源：中邮证券研究所

图表4：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5：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，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
2025/8/18 17:00	欧元区 6 月季调后贸易帐(亿欧元)		162	
2025/8/18 22:00	美国 8 月 NAHB 房产市场指数		33	
2025/8/19 16:00	欧元区 6 月季调后经常帐(亿欧元)		323	
2025/8/19 20:30	美国 7 月新屋开工总数年化(万户)		132.1	129.8
2025/8/19 20:30	美国 7 月营建许可总数(万户)		139.3	138.9

2025/8/20 4:30	美国至 8 月 15 日当周 API 原油库存(万桶)	151.9	
2025/8/20 14:00	德国 7 月 PPI 月率	0.10%	
2025/8/20 14:00	英国 7 月 CPI 月率	0.30%	
2025/8/20 14:00	英国 7 月零售物价指数月率	0.40%	
2025/8/20 17:00	欧元区 7 月 CPI 年率终值	2.00%	2.00%
2025/8/20 17:00	欧元区 7 月 CPI 月率终值	0.00%	0.30%
2025/8/20 22:30	美国至 8 月 15 日当周 EIA 原油库存(万桶)	303.6	
2025/8/20 23:00	美联储理事沃勒在怀俄明州区块链研讨会上发表讲话。		
2025/8/21-8/23	杰克逊霍尔全球央行年会。		
2025/8/21 2:00	美联储公布货币政策会议纪要。		
2025/8/21 3:00	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话。		
2025/8/21 15:15	法国 8 月制造业 PMI 初值	48.2	
2025/8/21 15:30	德国 8 月制造业 PMI 初值	49.1	
2025/8/21 16:00	欧元区 8 月制造业 PMI 初值	49.8	49.5
2025/8/21 16:30	英国 8 月制造业 PMI 初值	48	
2025/8/21 16:30	英国 8 月服务业 PMI 初值	51.8	
2025/8/21 16:30	英国 8 月 CBI 工业订单差值	-30	
2025/8/21 20:30	美国至 8 月 16 日当周初请失业金人数(万人)	22.4	
2025/8/21 20:30	美国 8 月费城联储制造业指数	15.9	5
2025/8/21 21:45	美国 8 月标普全球制造业 PMI 初值	49.8	
2025/8/21 21:45	美国 8 月标普全球服务业 PMI 初值	55.7	
2025/8/21 22:00	欧元区 8 月消费者信心指数初值	-14.7	
2025/8/21 22:00	美国 7 月成屋销售总数年化(万户)	393	390
2025/8/21 22:00	美国 7 月谘商会领先指标月率	-0.30%	0.00%
2025/8/21 22:30	美国至 8 月 15 日当周 EIA 天然气库存(亿立方英尺)	560	
2025/8/22 7:01	英国 8 月 Gfk 消费者信心指数	-19	
2025/8/22 7:30	日本 7 月核心 CPI 年率	3.30%	3.00%
2025/8/22 14:00	德国第二季度末季调 GDP 年率终值	0.00%	
2025/8/22 14:00	英国 7 月季调后零售销售月率	0.90%	
2025/8/22 22:00	美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话。		
2025/8/24 0:25	英国央行行长贝利在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话。		

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 堪萨斯联储主席施密德：

鉴于目前美国经济势头仍有韧性，企业恢复乐观情绪，劳动力市场整体平稳，且通胀水平仍高于目标，施密德认为当前政策利率已与中性利率相近。关税冲击对物价水平的影响尚需时间观察，因此对待利率政策保持耐心并非是“一种观望”。总体而言，他认为关税对通胀的影响有限，这是维持政策不变的理由，而不是降息的机会。尽管持开放态度，但施密德认为暂时维持当前适度限制性的货币政策是合适的。

2. 芝加哥联储主席古尔斯比：

上周五，古尔斯比进一步强调了对降息的谨慎态度。他认为，尚需更清晰评估关税对通胀的持续性影响，再决定是否降息。他担忧关税或将引发滞胀，不排除美联储可能面临物价上涨与就业下滑的两难窘境。若各项关键数据连续数月显示关税的通胀效应不稳定，则问题更为严重。古尔斯比称，央行在经济过渡期的政策时机把握较为困难，将谨慎应对。古尔斯比指出，最新 CPI 与预期基本一致，但核心通胀仍上行至 3.1%，而 PPI 环比大幅上涨 0.9%，凸显服务价格压力并非短暂现象。他认为，仍需更多数据支撑，才能确认目前是否处于将温和通胀和稳定劳动力市场相结合以降低利率的“黄金路径”上。

3. 圣路易联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆表示，目前判断 9 月是否降息为时尚早，50 个基点的激进降息与当前经济状况不符。他指出，近期数据可能显示通胀更具粘性，而经济增长放缓和关税压力或将增大就业市场压力，未来政策将取决于通胀情况和劳动力市场的演变，以图平衡。

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%	92.1%	7.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.2%	41.7%	3.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	41.8%	45.0%	12.5%	0.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	43.2%	30.6%	7.3%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.8%	31.6%	36.5%	18.2%	3.7%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	15.7%	32.9%	31.6%	14.3%	2.7%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.5%	10.2%	25.7%	32.1%	21.6%	7.6%	1.2%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.5%	4.1%	14.8%	27.6%	29.0%	17.4%	5.7%	0.9%	0.0%
2026/9/16	0.2%	1.8%	8.2%	19.6%	28.1%	24.6%	13.0%	3.9%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.2%	2.1%	8.7%	20.0%	28.0%	24.1%	12.6%	3.7%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.9%	4.3%	12.5%	22.7%	26.7%	20.2%	9.6%	2.7%	0.4%	0.0%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若后续关税成本大幅向 CPI 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： 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