

美联储全年降息预期仍存在回调风险

2025 年 08 月 17 日

■ **核心观点：**本周公布的美国 7 月核心 CPI 环比结束连续五个月的弱于预期，但由于数据并未超预期，市场加码押注降息，并形成“降息预期升温→经济软着陆预期强化”的交易组合，导致 2 年美债利率、美元指数下跌，同时 10 年 TIPS、10 年美债利率、美股上涨，黄金下跌。随后，7 月 PPI 在批发贸易服务推动下大超预期，反映关税的影响仍在进行之中。向前看，关税本身的变化、对批发、零售、终端消费的影响时长时点、幅度仍然存在不确定性，叠加非农、CPI 等数据质量的恶化，我们预期 9 月降息并板上钉钉。偏乐观的情形下，我们预期今年 2 次降息，分别发生在 9、12 月；偏悲观情形下，我们预期今年 1 次降息，发生在 10 月。因此短期看，当前市场定价的 9 月 0.845 次、全年降息 2.187 次的降息预期过于乐观，9 月 FOMC 前需警惕降息预期回调的风险。中期看，我们预期 2026 年 5 月美联储新主席上台后，货币政策将更宽松，悲观、基准和乐观情形下明年将分别有 4、5 和 6 次降息。因此 9 月 FOMC 后，市场当前计价的 2026 年仅 3 次的降息预期料将升温。策略上，我们预期 9 月 FOMC 前美元指数、2 年美债利率将上行，以回吐当前过于乐观的降息预期。9 月 FOMC 后，市场将加码押注 2026 年的降息预期，届时 2 年美债利率、美元指数将重新回归下行趋势。同时由于市场对美联储独立性、债务可持续性、美元信用等的担忧长期存在，期限溢价将限制长期美债利率走势，因此 2 年 10 年美债期限利差将走阔。

■ **大类资产：**7 月温和 CPI 推升降息预期，但超预期 PPI 与连续增长零售数据令降息预期回吐压制美股上行势头，长债利率涨幅与短债利率跌幅均有所回落。本周二发布的美国 7 月 CPI 环比符合预期，市场解读为当前通胀依旧温和，降息预期升温强化远端增长预期，带动美股和长端美债利率上行。但随后 7 月大幅超预期的 PPI 数据和连续增长的零售销售数据令降息预期再次降温，加之特朗普表示将于两周内宣布半导体关税令芯片股承压，美股涨幅回落，短端美债利率跌幅收窄。整体来看，全周（8 月 11 日至 8 月 15 日）10 年期美债利率升 3.3bps 至 4.316%，2 年期美债利率降 1.2bps 至 3.751%，美元指数降 0.33% 至 97.85；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.94%、0.81%；现货黄金价格收跌 1.81% 至 3336 美元/盎司。

■ **海外经济：**7 月零售销售数据显示美国消费韧性依旧，美联储官员鹰派表态反对贝森特 9 月降息 50bps 言论。**景气指数方面**，美国 8 月密歇根大学调查消费者信心指数初值 58.6，自今年 4 月以来首次回落，预期 62，前值 61.7；1 年通胀预期初值 4.9%，预期 4.4%，前值 4.5%；5 年通胀预期初值 3.9%，预期 3.4%，前值 3.4%。**消费方面**，美国 7 月零售销售环比+0.5%，预期+0.6%，前值由+0.6%上修至+0.9%。零售销售环比虽不及预期，但连续两个月大幅增长，在“软数据”消费者信心调查意外回落的背景下依旧表现出韧性。**货币政策方面**，本周三美国财政贝森特表示美联储可能会更早降息，9 月降息 50bps 的可能性很大。但随后多位美联储官员鹰派表态给 9 月降息“泼冷水”：圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示当下判断 9 月是否降息依旧为时过早，降息 50bps 与当下经济环境并不相符；芝加哥联储主席古尔斯比表示美联储不应在通胀完全被控制前仓促降息；旧金山联储主席戴利表示当前劳动力市场并不糟糕，没有必要在 9 月进行 50bps 的“追赶式”降息。**增长方面**，截至 8 月 15 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+2.5%；截至 8 月 15 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.06%。

■ **美国通胀：**PPI 数据显示关税压力或已传导至美国批发商，9 月降息预期或进一步回落。本周二公布的美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。市场对此解读为通胀依旧温和，交易遵循“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”的逻辑，美股和长债利率上涨、黄金下跌（详见报告《过于

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《消费还有哪些潜在空间？——7 月经济数据点评》

2025-08-15

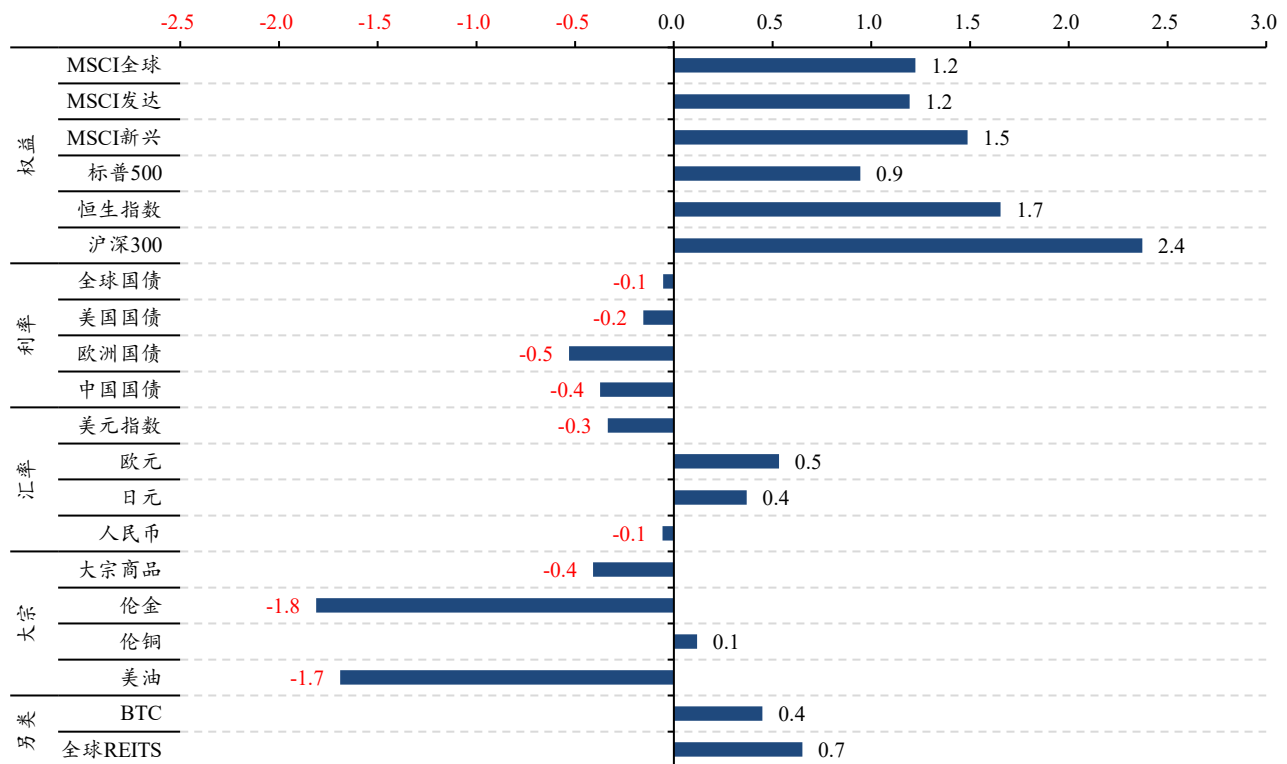
《政府债支撑社融改善、股市活跃推升 M2——2025 年 7 月金融数据点评》

2025-08-14

乐观的降息预期——2025 年 7 月美国 CPI 数据点评》)。但随后周四发布的 7 月 PPI 环比+0.95%，大幅超预期+0.2%，前值+0%；核心 PPI 环比+0.92%，创 2022 年以来最高水平。从结构上看，服务 PPI 环比+1.1%，是 2022 年 3 月+1.3%涨幅的最高值。其中过半可归因于贸易服务 PPI 的利润上涨（+2.0%），约三成可归因于机械和设备批发的利润率上涨（+3.8%）。这或意味着关税已经传导至美国批发商，而后续多少时间和多大程度上传导至零售商及最终消费者，仍有待观察。在关税压力逐步显现的背景下，当前市场预期的 9 月降息概率 84.5%，全年降息 2.187 次/54.7bps 过于乐观，未来降息预期或进一步回落。我们预期在乐观情形下，美联储今年将于 9 月和 12 月各降息一次，而在悲观情形下，今年或于 10 月仅降息 1 次。

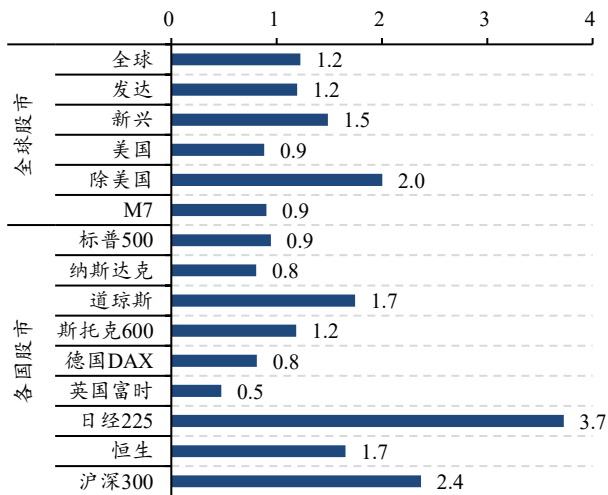
- **海外政治：“特普会”顺利落幕，地缘政治局势边际缓和。**当地时间 8 月 15 日，特朗普与普京在美国阿拉斯加就俄乌冲突举行了小范围会谈，会后双方均对会谈成功做出积极评价：普京表示与特朗普建立了良好联系，真诚希望俄乌冲突早日结束；特朗普则表示会议十分富有成效，除部分内容外在许多事项上已达成一致。会后泽连斯基与欧盟均表示将推动未来美俄乌克三方进行会晤。整体来看，本次会谈虽未能达成任何实质性协议，但其仍对市场赋有积极意义。一方面，本次会议后特朗普未宣布新的对俄制裁措施，并表示将不会因为从俄罗斯进口石油而对他国加征新关税，一定程度上缓解了部分潜在的关税风险。另一方面，本次会议得到了冲突各方的积极响应，或标志着未来俄乌冲突正式走上和平解决道路的开端，地缘政治局势边际缓和。短期内市场风险偏好或因此有所提升，而同时避险情绪的降温或令黄金价格面临部分下行压力。
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



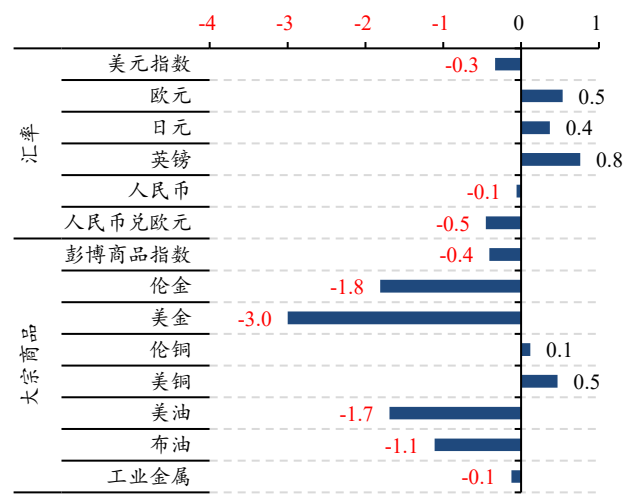
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



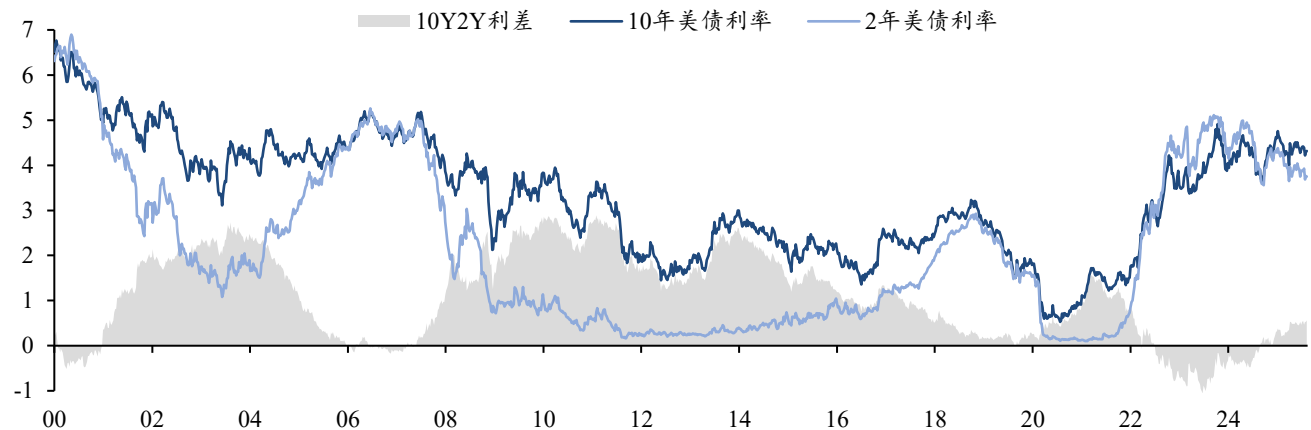
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



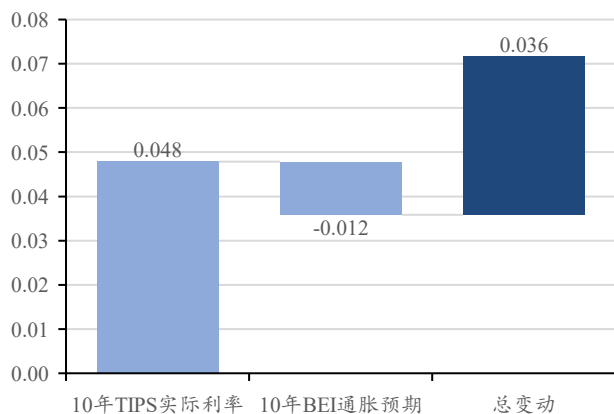
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



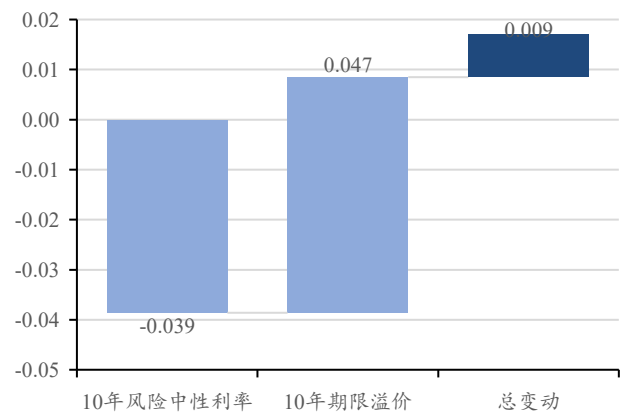
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (风险中性利率与期限溢价视角)



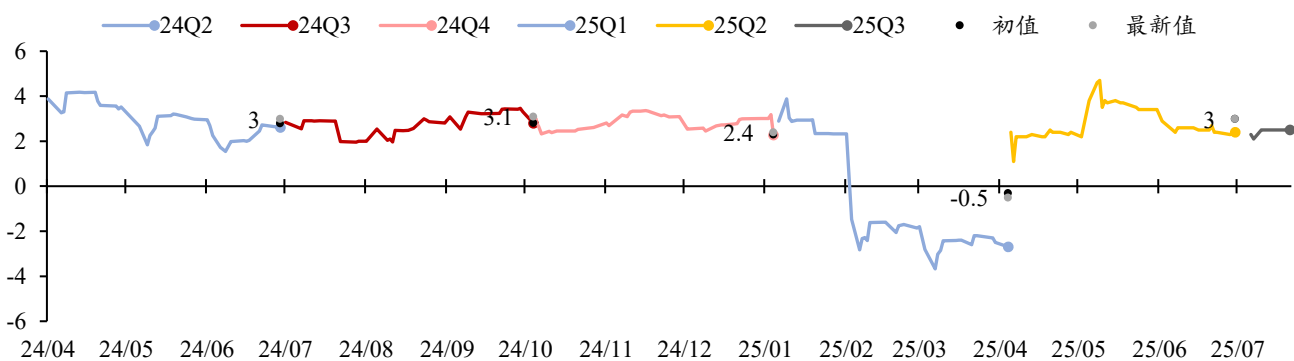
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (实际利率与通胀预期视角)



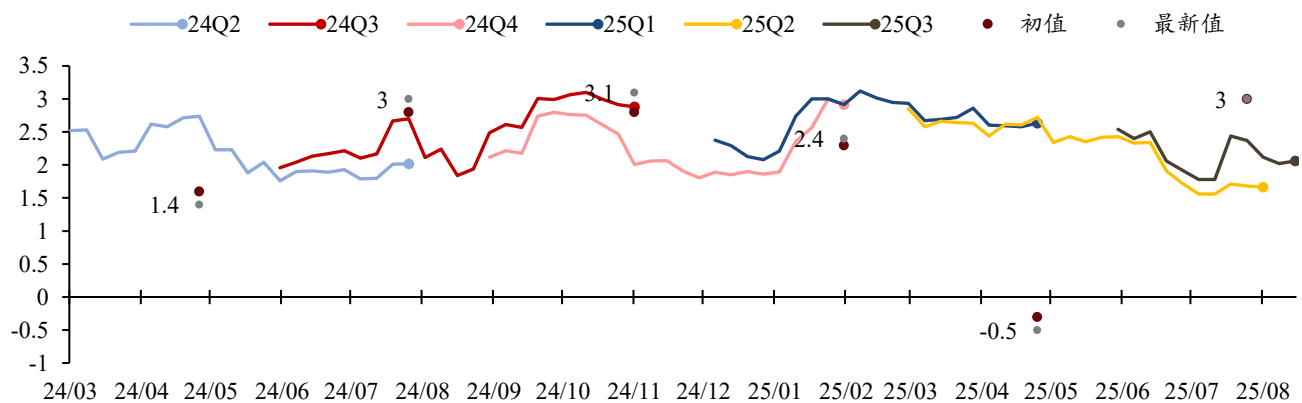
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近 6 个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



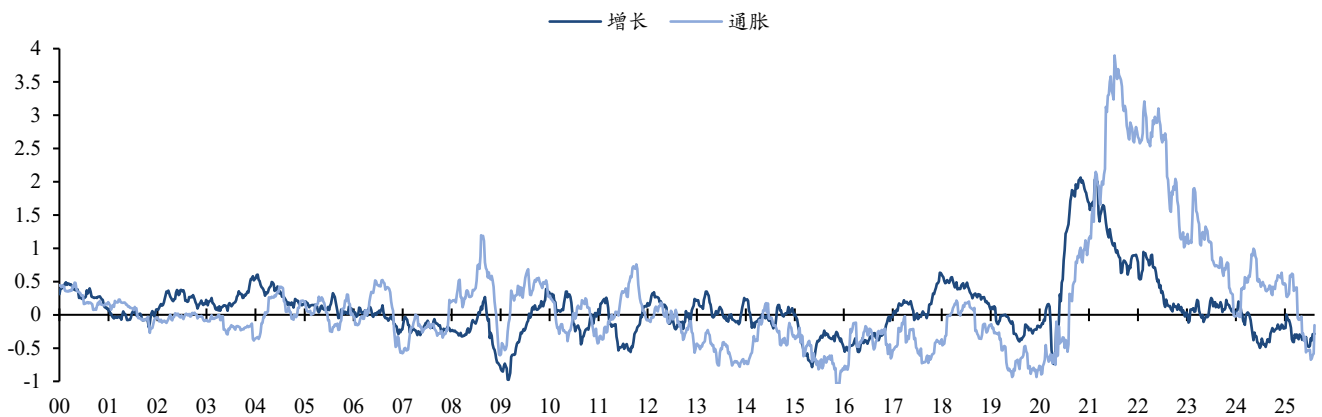
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



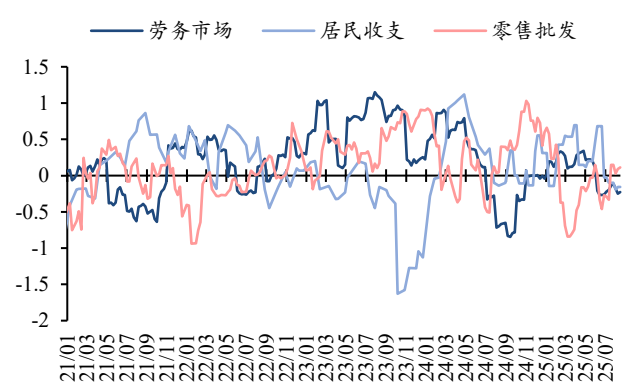
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



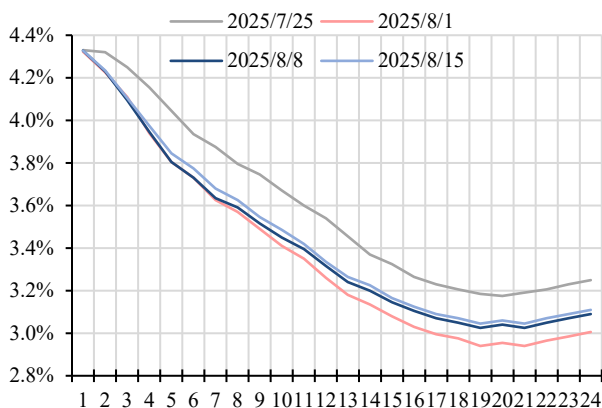
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



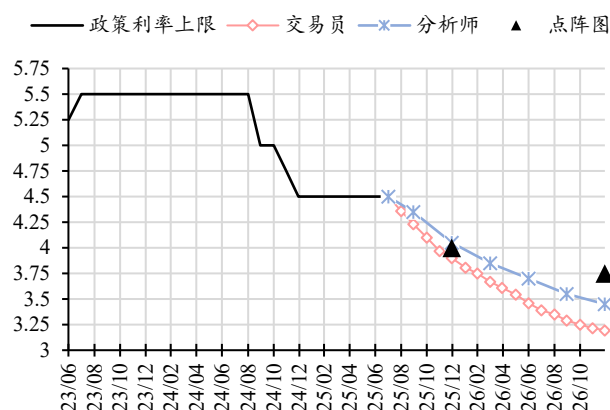
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



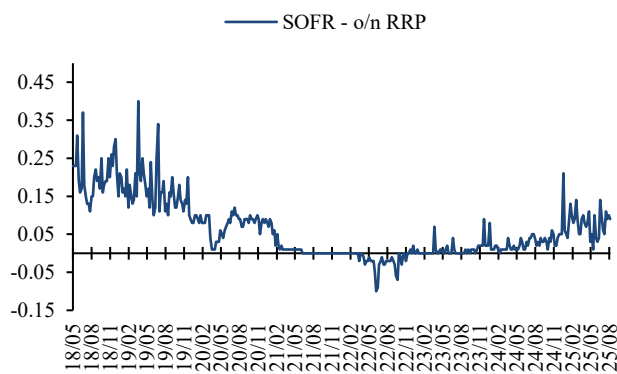
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



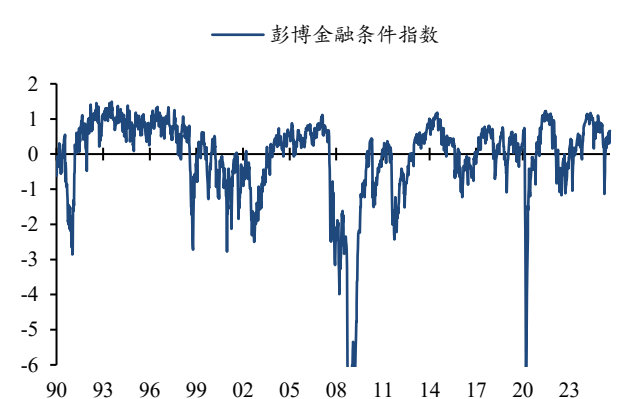
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



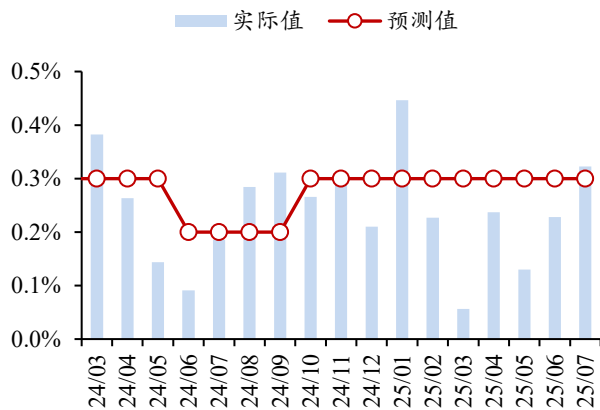
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



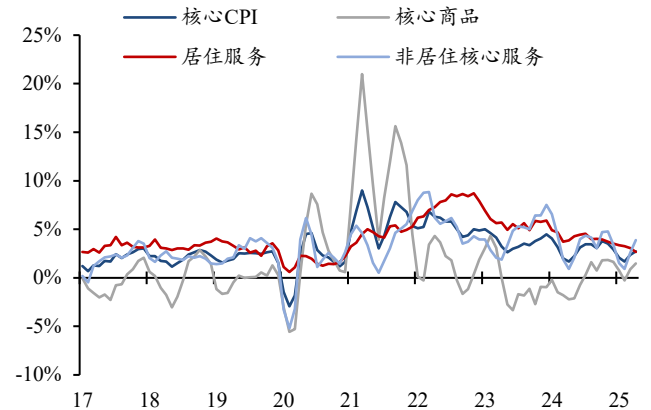
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 分析师对美国核心 CPI 环比增速预期



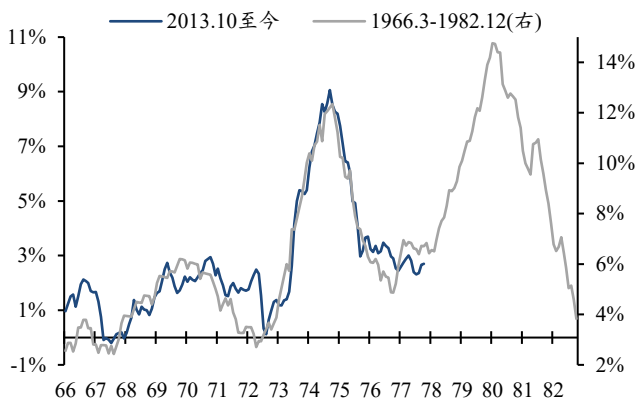
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图19: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



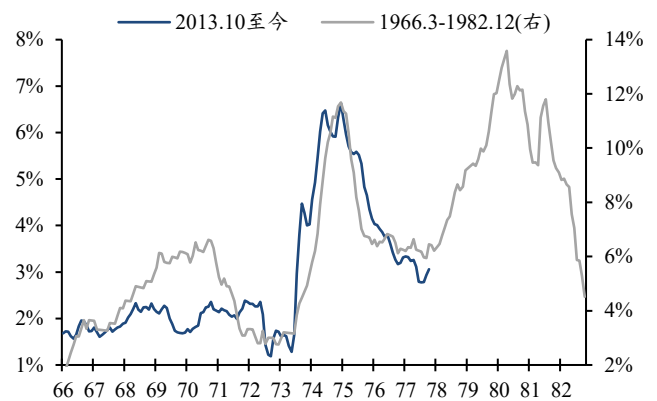
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图20: 本轮与 1970s 大滞胀美国 CPI 同比增速比较



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图21: 本轮与 1970s 大滞胀美国核心 CPI 同比增速比较



数据来源：彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>