

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编: 100031

美国“类滞胀”下的降息困局

2025年8月13日

- **美国当前存在“类滞胀”特征。**美国正面临经济走弱和商品通胀共存的“类滞胀”特征，经济走弱与通胀共存看似矛盾，实则不然。第一，今年以来，美国从制造业到房地产都有不同程度的走弱。第二，美国经济增长的主要动力也有边际走弱。第三，美国涨价压力并非全面性，而是集中在商品端。关税带来的通胀上涨，其背后并不代表需求的回暖，这是美国经济走弱和商品通胀共存并不矛盾的关键。
- **当前通胀或不足以阻止降息重启。**在“类滞胀”状态下，美联储抉择难度加大，“进”和“退”再次面临两难选择。不过，我们认为，当前通胀可能不足以阻止降息重新启动。因为较有韧性的核心服务通胀没涨，核心商品上涨主要源自关税影响。从交易面上看，通胀数据出炉后市场在提前定价美联储重启降息。总的来说，我们认为，7月CPI数据并非无通胀，但其火热程度可能难以阻止降息重启。
- **失业率上升速度或是决定降息幅度的关键。**我们认为，短期美债利率的快速下行，也表明市场认为美联储将优先应对就业市场疲软，而非纠结于核心通胀的短期波动。这意味着就业市场疲软的快慢程度，或成决定降息幅度的关键。我们认为，直至今年年底，美国失业率上升的速度可能并不快，今年年底美国失业率可能回升至4.4%-4.5%附近。
- **重启降息可行，但次数可能减少。**现在市场计入降息3次的预期，我们认为后面政策预期可能反复。首先，市场预期来回摆动，10月和12月的降息概率差距并不大。其次，美国失业率年底可能回升至4.4%-4.5%附近，这一上升速度可能并不支撑3次降息。最后，若在当前环境下降息次数过多，有将通胀推向核心服务和核心商品双涨的风险。尽管降息次数存在分歧，但目前对重启降息的分歧较小。往后看，我们认为年内美元指数或还有下行空间，短债的表现或好于长债。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

目录

一、美国当前存在“类滞胀”特征.....	3
二、当前通胀或不足以阻止降息重启.....	4
三、失业率上升速度或是决定降息幅度的关键.....	5
四、重启降息可行，但次数可能减少.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：今年以来，从制造业到房地产都有不同程度的走弱.....	3
图 2：核心商品通胀和核心服务通胀走势分化.....	4
图 3：美国整体 CPI 和核心服务同比没有进一步上涨.....	5
图 4：7 月美国劳动参与率降至近两年新低.....	6
图 5：今年以来，美国失业率一直在 4.0%-4.2% 的范围内波动.....	6
图 6：市场多在降息 2 次和 3 次之间来回摇摆.....	7

一、美国当前存在“类滞胀”特征

美国正面临经济走弱和商品通胀共存的“类滞胀”特征，经济走弱与通胀共存看似矛盾，实则不然。

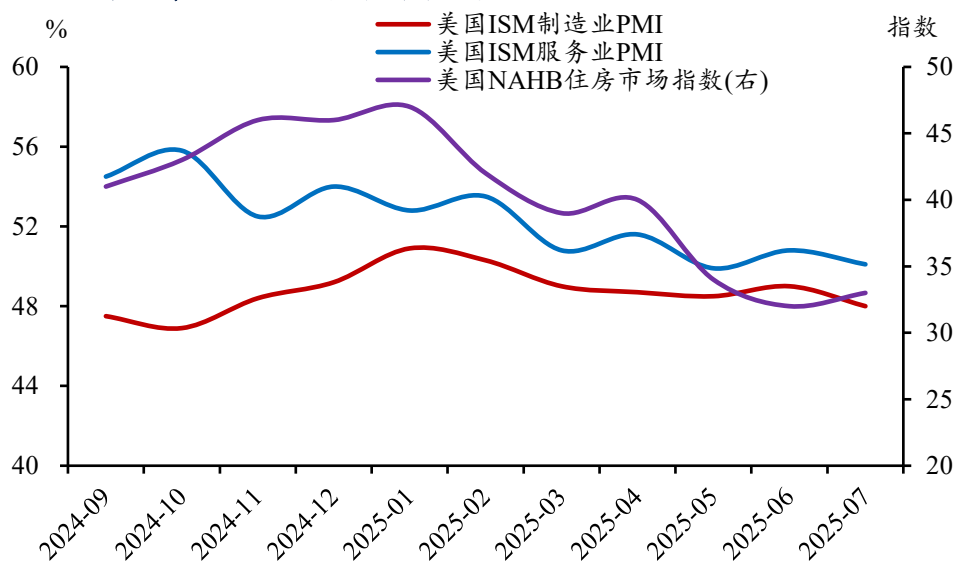
第一，今年以来，美国从制造业到房地产都有不同程度的走弱。7月美国ISM制造业PMI为48%，为今年年内以来的最低水平；7月服务业50.1%，仍在荣枯线以上，但较今年年初的水平也有2.7个百分点的回落。今年以来，美国NAHB地产指数基本上一直在回落，7月NAHB指数为33，处于较低水平。

第二，美国经济增长的主要动力也有边际走弱。美国二季度GDP环比折年率虽达3.0%，但主要得益于进口活动收缩带动，其中，个人消费支出仅增长1.4%。7月非农新增就业仅7.3万人，远低于预期的10.6万人，前值被大幅下修近26万人，而今年1-7月失业率一直在4.0%-4.2%区间波动（图5），经济有“弱而不衰”的特征。

第三，美国涨价压力并非全面性，而是集中在商品端。在特朗普上任总统之前，市场担心的更多是劳动力市场的韧性带来服务通胀的反弹。而特朗普上任后，市场逐步转向讨论关税是否会带来通胀。自5月起，美国CPI同比就一直处于上升通道，其背后主要是能源和核心商品的变化带来的影响。对比来看，当前涨价压力主要集中在核心商品领域，房租和服务价格仍存在缓慢放缓的趋势。

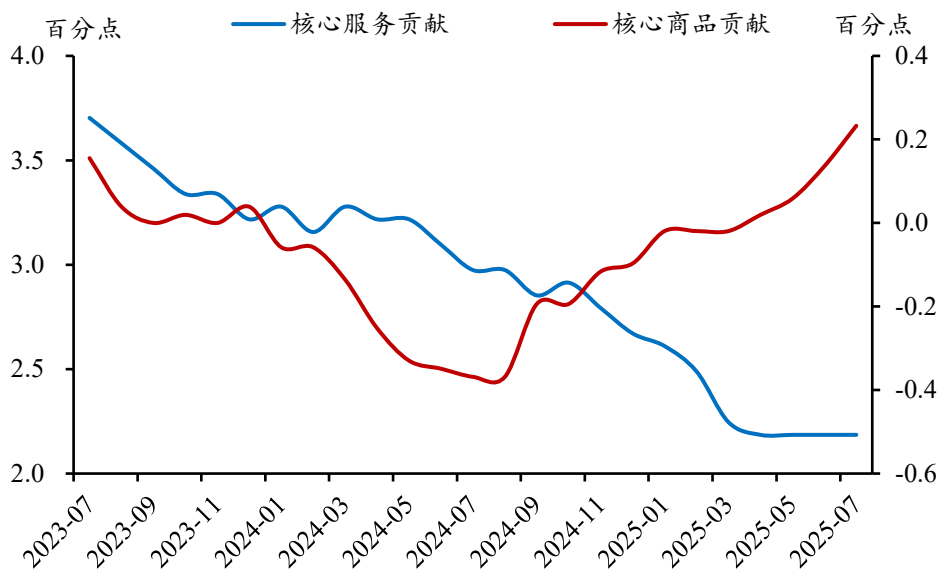
关税会通过推高进口商品成本，增加美国企业和消费者负担。无论关税是消费者还是企业承担，最终的结果都是抑制总需求。我们认为，这意味着关税带来的通胀上涨，其背后并不代表需求的回暖，这是美国经济走弱和商品通胀共存并不矛盾的关键。

图1：今年以来，从制造业到房地产都有不同程度的走弱



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 2：核心商品通胀和核心服务通胀走势分化



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 图为通胀贡献, 核心商品贡献为右轴

二、当前通胀或不足以阻止降息重启

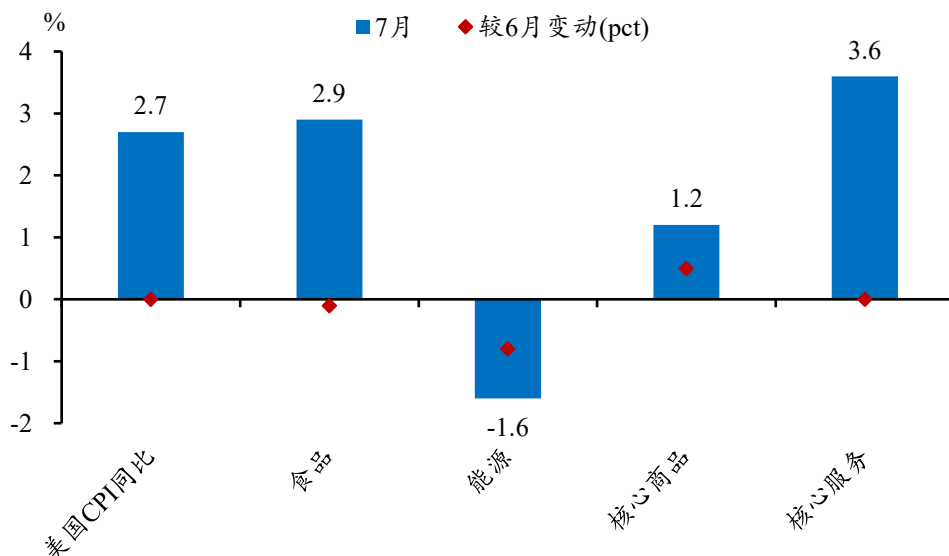
在“类滞胀”状态下，美联储抉择难度加大，“进”和“退”再次面临两难选择。我们认为，当前通胀可能不足以阻止降息重新启动。

因为较有韧性的核心服务通胀没涨，核心商品上涨主要源自关税影响。7月CPI同比略低于预期，核心CPI同比则超预期。分项来看，核心服务CPI不变，食品和能源CPI走低，核心商品走高（图3）。由此可见，核心通胀超预期主要源自其商品端，而核心商品的上涨或与关税影响有关。细分来看，核心商品中走高的分项主要是家具用品、服装、娱乐用品和运输商品；反之，医疗保健用品和教育用品分项都在走低，酒类和其他商品不涨不跌。

从交易面上看，通胀数据出炉后市场在提前定价美联储重启降息。当前，整体通胀不及预期给美联储重启降息留下空间，核心通胀虽然略超预期，但市场可能将其归因于关税的冲击，而非内生性通胀螺旋。这种逻辑下，国债走牛、美元下跌和降息预期升温同时存在。1) 7月整体CPI同比2.7%，低于预期的2.8%，叠加就业市场降温迹象，市场对美联储9月降息的押注升温。2) 自美国7月通胀数据发布后，美国国债走牛，2年期和10年期收益率转跌，美元指数也大幅跳水。我们认为，美元走弱反映了利率预期的下行；而短债收益率的快速下行，主要是市场提前定价美联储重启降息的典型表现。

总的来说，我们认为，7月CPI数据并非无通胀，但其火热程度可能难以阻止降息重启。

图 3：美国整体 CPI 和核心服务同比没有进一步上涨



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

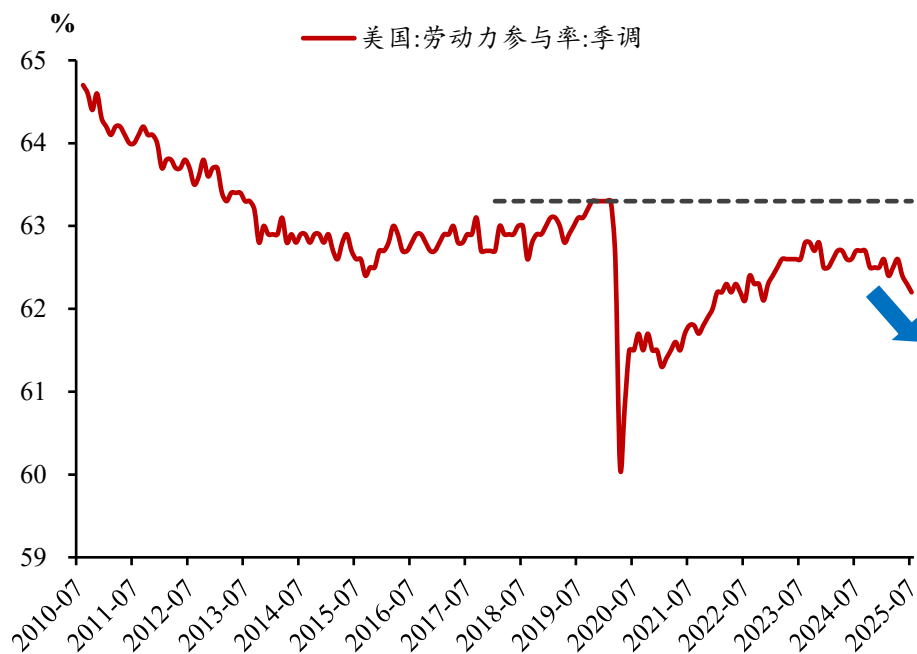
三、失业率上升速度或是决定降息幅度的关键

从我们跟踪的数据来看，自 7 月就业数据修正后，海外市场就已经转向交易 3 次降息。

7 月通胀发布后，2 年期和 10 年期美债收益率日内下跌，反映市场对美联储 9 月降息的押注升温。根据 CME 数据，9 月降息 25 个基点的概率已升至 94.8%，而 7 月出现非农就业数据大幅下修进一步强化了经济放缓的预期。我们认为，短期美债利率的快速下行，表明市场认为美联储将优先应对就业市场疲软，而非纠结于核心通胀的短期波动。这意味着就业市场疲软的快慢程度，或成决定降息幅度的关键。

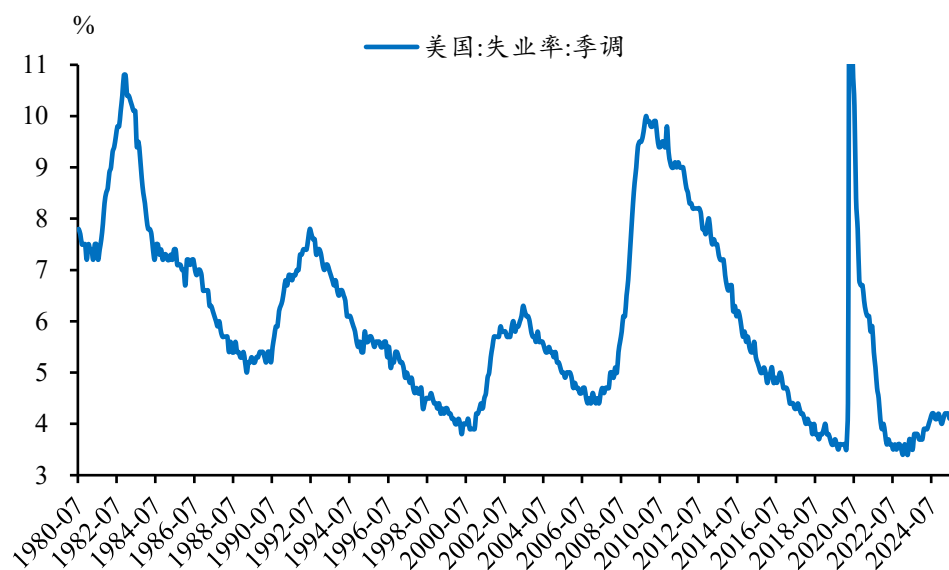
结合我们的失业率三因素框架分析来看，直至今年年底，美国失业率上升的速度可能并不快。我们构建的失业率三因素框架指出， $\text{失业率} = 1 - (\text{就业人数} / 16 \text{ 岁以上人口} \times \text{劳动参与率})$ 。分子端的就业人数增长乏力，甚至在个别月份出现下降，形成失业率上升的推力。分母端的劳动参与率则较年初有回落，形成失业率下降的拉力。二者若同时发生，就业人数偶有下降和劳动参与率回落对失业率的影响可能在一定程度上相互对冲。当前 7 月失业率处于 4.2% 附近的水平，按照我们的推演，我们认为今年年底美国失业率可能回升至 4.4%-4.5% 附近。照此来看，今年美国失业率上升的速度可能并不快。

图 4：7 月美国劳动参与率降至近两年新低



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 5：今年以来，美国失业率一直在 4.0%-4.2% 的范围内波动



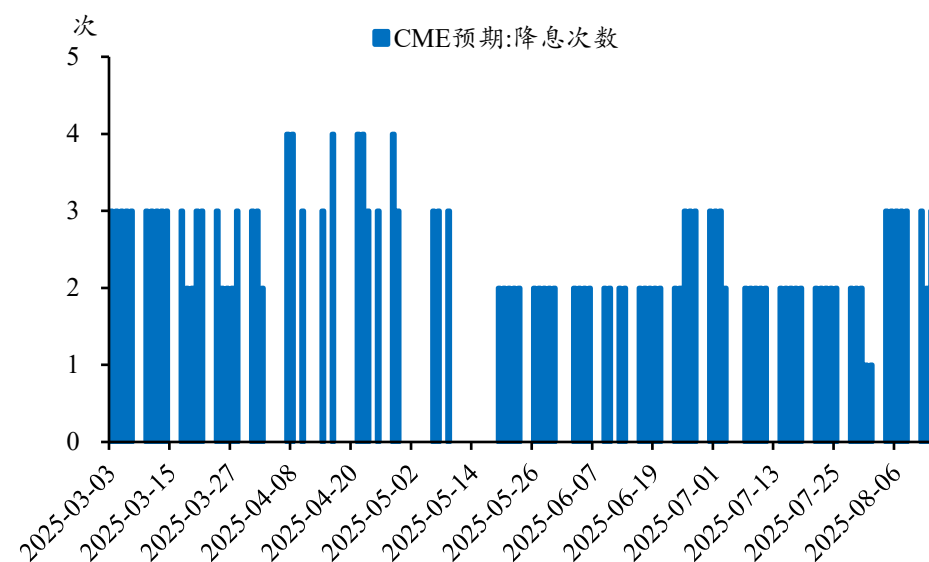
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

四、重启降息可行，但次数可能减少

当前重启降息可行，但后续降息次数可能还会调整。从我们跟踪的 CME 变化来看，自今年 3 月以来，市场多在降息 2 次和降息 3 次之间来回摇摆。在 7 月就业数据下修之时，市场又再次预期美联储降息 3 次。虽然现在计入降息 3 次的预期，但我们认为后面政策预期可能反复。**首先**，当前仅 9 月预期较强，10 月和 12 月的降息概率差距并不大，尤其是 12 月。**其次**，我们对美国失业率的推演显示，年底失业率可能回升至 4.4%-4.5% 附近，这基本在美联储当前的预期之内，这一上升速度可能并不支撑 3 次降息。**最后**，当前通胀的结构是核心服务不涨、核心商品涨，若在当前环境下降息次数过多，有将通胀推向核心服务和核心商品双涨的风险，这与美联储前期表现出“以时间换空间”的控通胀手段相悖。

年内美元指数或还有下行空间，短期美债表现或好于长债。尽管降息次数存在分歧，但目前对重启降息的分歧较小。往后看，我们认为年内美元指数或还有下行空间。此外，根据通胀数据发布后的市场表现，短期美债或受降息预期主导较多，10 年期收益率同步下跌，但幅度小于短端。10 年期美债包含对“长期经济增速+通胀”的定价，长期美债在数据发布后收益率先下降后上升，或显示通胀疑虑犹存。相比之下，短债的表现或好于长债。

图 6：市场多在降息 2 次和 3 次之间来回摇摆



资料来源: CME, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。