



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

《海外宏观周报：非农就业意外走弱》
- 2025. 08. 04

宏观观点

海外宏观周报：美国经济放缓信号显现

● 核心观点：

7 月美国 ISM 服务业 PMI 回落至 50.1（前值 50.8），逼近荣枯线，而制造业 PMI 更跌至 48（前值 49），连续 5 个月处于收缩区间。PMI 的同步下滑印证了上周非农就业数据所揭示的经济疲态，暗示美国经济增长动能正显著减弱。分项指标中，新订单、产出及就业的全面走弱凸显企业扩张意愿受抑，而价格支付指数飙升至 69.9（34 个月新高）进一步反映关税成本向终端价格的传导压力，可能压制居民实际消费能力。

短期来看，美股可能面临下行压力。首先，企业盈利增长或阶段性放缓，随着抢进口、抢消费因素的消退，Q3 营收增速可能承压。其次，季节性规律暗示波动风险，历史上 9 月美股往往表现不佳。

然而，历史经验表明，经济软着陆阶段的美股回调往往是优质资产的布局窗口（如 1995 年），当前需耐心等待企业盈利增速与估值再平衡。美股大型科技股产业趋势强劲，或将受益于降息周期，宽松的流动性将降低融资成本，同时，美元走弱可促进海外收益增长，支撑盈利弹性。

● 风险提示：

通胀反弹超预期，美联储降息节奏推迟；美国经济超预期衰退，企业盈利大幅下滑。

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.....	5
2 美联储观点跟踪.....	6
3 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 7 月美国服务业、制造业 PMI 均走弱	4
图表 2: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 3: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 4: 本周重要数据与事件	5
图表 5: 市场定价年内还有 3 次降息	7

1 海外宏观数据跟踪

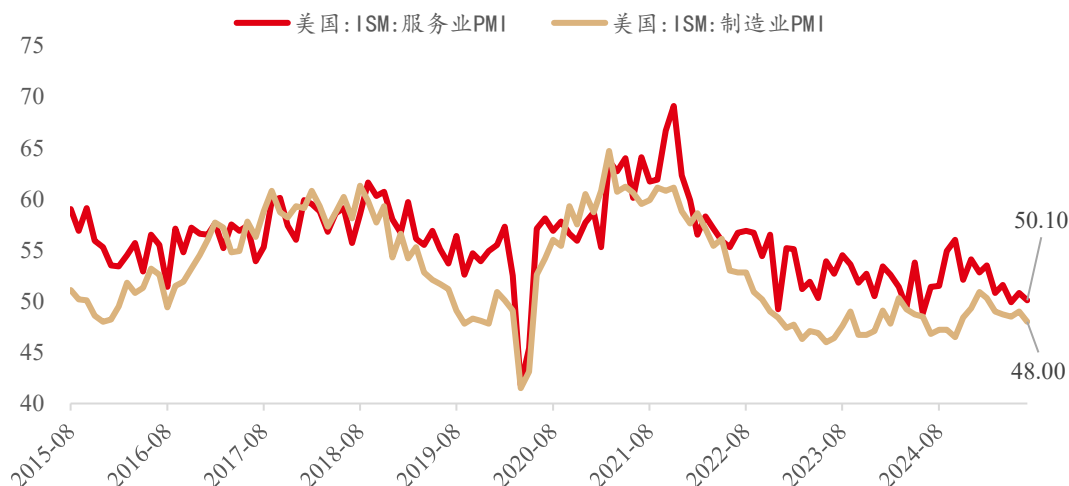
1.1 上周重要事件与数据跟踪

库格勒宣布提前终止美联储理事任期后，特朗普于 8 月 7 日提名白宫经济顾问委员会主席米兰替补上任。关于新任美联储主席候选人，现任财政部部长贝森特或退出竞争，沃勒成为最热门候选人之一。

随着印度和俄罗斯重申了在冶金和工业发展方面的战略伙伴关系，同意扩大在铝、化肥、铁路和采矿技术领域的合作，全球供应链可能面临新的地缘与政策扰动。特朗普宣布将大幅提高对印度商品的关税，并计划在一年内对印度制药品实施从“小幅起步”到逐步上调的关税安排。此外，特朗普表示美国将对那些不在美国生产或计划在美国生产的国家进口的半导体芯片征收约 100% 的关税。

经济数据方面，7 月服务业 PMI 为 50.1，相较于 6 月有所回落但仍处于荣枯线以上，显示服务业扩张动能趋弱；7 月制造业 PMI 下滑至 48，连续 5 个月处于收缩区间，反映工业生产依旧偏软。续请失业金人数处于高位，反映了劳动力市场需求正在减弱。

图表1：7 月美国服务业、制造业 PMI 均走弱



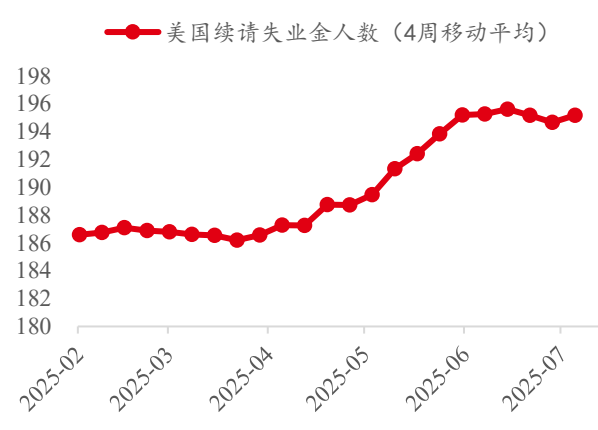
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：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3：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4：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/8/12 14:00		英国 6 月三个月 ILO 失业率	4.7%	
2025/8/12 14:00		英国 7 月失业率	4.5%	
2025/8/12 14:00		英国 7 月失业金申请人数(万人)	2.59	
2025/8/12 17:00		德国 8 月 ZEW 经济景气指数	52.7	40
2025/8/12 17:00		欧元区 8 月 ZEW 经济景气指数	36.1	
2025/8/12 18:00		美国 7 月 NFIB 小型企业信心指数	98.6	99
2025/8/12 20:30		美国 7 月末季调 CPI 年率	2.7%	2.8%
2025/8/12 20:30		美国 7 月季调后 CPI 月率	0.3%	0.2%
2025/8/12 20:30		美国 7 月季调后核心 CPI 月率	0.2%	0.3%
2025/8/12 20:30		美国 7 月末季调核心 CPI 年率	2.9%	3%
2025/8/12 22:00	2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金发表讲话			
2025/8/13 14:00		德国 7 月 CPI 月率终值	0.3%	0.3%
	2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比就货币政策发表讲话			
2025/8/14 1:00				
	2027 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就美国经济前景发表讲话			
2025/8/14 1:30				
2025/8/14 14:00		英国第二季度 GDP 年率初值	1.3%	
2025/8/14 14:00		英国 6 月三个月 GDP 月率	0.5%	

2025/8/14 14:00	英国 6 月制造业产出月率	-1%	
2025/8/14 14:00	英国 6 月季调后商品贸易帐(亿英镑)	-216.88	
2025/8/14 14:00	英国 6 月工业产出月率	-0.9%	
2025/8/14 14:45	法国 7 月 CPI 月率终值	0.2%	
2025/8/14 17:00	欧元区第二季度 GDP 年率修正值	1.4%	1.4%
2025/8/14 17:00	欧元区第二季度季调后就业人数季率初值	0.2%	
2025/8/14 17:00	欧元区 6 月工业产出月率	1.7%	-0.8%
2025/8/14 20:30	美国至 8 月 9 日当周初请失业金人数(万人)	22.6	
2025/8/14 20:30	美国 7 月 PPI 年率	2.3%	
2025/8/14 20:30	美国 7 月 PPI 月率	0%	0.2%
2025/8/15	美国总统特朗普将在阿拉斯加 与俄罗斯总统普京会晤		
2025/8/15 20:30	美国 7 月零售销售月率	0.6%	0.5%
2025/8/15 20:30	美国 8 月纽约联储制造业指数	5.5	0
2025/8/15 20:30	美国 7 月进口物价指数月率	0.1%	0%
2025/8/15 21:15	美国 7 月工业产出月率	0.3%	-0.2%
2025/8/15 22:00	美国 8 月一年期通胀率预期初值	4.5%	
2025/8/15 22:00	美国 6 月商业库存月率	0%	0.2%
2025/8/15 22:00	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值	61.7	62.3

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 波士顿联储主席柯林斯：

在经济处于充分就业、通胀稳定的情况下，使经济既不被刺激也不被压制的自然利率 R-STAR 仍有待确认。

2. 圣路易斯联储主席穆萨莱姆：

当前经济活动总体稳定，劳动力市场接近充分就业，但熟练劳动力短缺的问题仍然突出。银行端融资压力已缓解、信贷质量良好，企业在资本开支与招聘上依旧谨慎。各公司通过削减成本和与供应商谈判来适应关税冲击，尚未以裁员降本；进口依赖度较大的企业在向下游转嫁成本，而更贴近消费者的企业目前不太可能提价。政策层面，美联储在通胀目标上有所偏离，在就业目标尚未偏离。展望未来，关税对通胀的影响大体将逐步消退，但通胀仍可能在一定程度上持续；

经济活动的走弱使就业面临下行风险，美联储存在在通胀与就业两端同时失手的可能。总体而言，劳动力市场处于平衡而经济动能趋弱，数据完整性对经济运行至关重要。

3. 美联储理事库克：

库克表示，失业率仍是衡量经济疲软的一个很好的指标，在看待数据时必须谨慎。7月就业数据令人担忧，经济在转折点时可能会出现重大数据修正，而政策制定者必须理解不确定性包含金融稳定因素。人工智能的落地可能会提高生产销量以及提高技术溢价，从而影响到就业与通胀情况。大部分企业表示人工智能为目前主要投资领域，不确定性不会推迟人工智能的投资和部署。同时，库克传递了对目前市场估值的担忧，并指出央行很难传达自然利率的概念。

4. 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利（2026年FOMC票委）：

美国经济增速正在放缓，相关数据信号已足够清晰，并重申年内两次降息仍被视为合理路径。

图表5：市场定价年内还有3次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	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%	88.9%	11.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.0%	39.0%	4.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.7%	42.3%	10.3%	0.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.6%	44.8%	28.8%	6.3%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	31.5%	37.3%	18.2%	3.5%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	15.2%	33.1%	32.2%	14.3%	2.6%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	24.5%	32.6%	22.9%	8.2%	1.3%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.0%	27.1%	29.5%	18.2%	6.0%	0.9%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.6%	7.5%	18.8%	28.0%	25.4%	13.8%	4.2%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.7%	9.5%	20.4%	27.5%	23.3%	12.1%	3.5%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.0%	11.7%	21.8%	26.7%	21.1%	10.4%	2.9%	0.4%	0.0%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

通胀反弹超预期，美联储降息节奏推迟；美国经济超预期衰退，企业盈利大幅下滑。

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