

海外周报 20250810

美国 7 月 CPI 前瞻：商品价格抬升或推动 CPI 环比走高

2025 年 08 月 10 日

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

■ **核心观点：**本周降息预期升温与地缘政治局势缓提振市场情绪，美股上行；而美债拍卖结果不佳反应市场需求疲软，美债利率上行，10 年期美债利率升 6.7bps 至 4.283%。本周特朗普在社交媒体上宣布提名经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰担任美联储理事，以接替提前宣布辞职的美联储理事库格勒。由于米兰此前的公开发言曾批评美联储的货币政策决议带有“政治动机”，因此米兰的提名如果最终得到参议院确认，则未来美联储内部对于政策利率路径的分歧或进一步加剧。向前看，下周公布的美国 7 月 CPI 数据环比存在再度抬升的可能，届时市场对 9 月的降息预期或因此进一步回落。

■ **大类资产：**降息预期升温与地缘政治局势缓和提振市场情绪，美股上行；美债拍卖结果不佳反应市场需求疲软，美债利率上行。本周伊始，7 月非农就业不及预期令市场期待美联储降息，叠加周五美俄就寻求俄乌停火达成协议，提振市场风险偏好的影响下，美股上行；而本周美国财政部拍卖 10 年期与 30 年期国债结果均显示市场需求疲软，美债利率上行。整体来看，全周（8 月 4 日至 8 月 8 日）10 年期美债利率升 6.7bps 至 4.283%，2 年期美债利率升 8.1bps 至 3.762%，美元指数降 0.97% 至 98.18；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 2.43%、3.87%；现货黄金价格收涨 1.02% 至 3397 美元/盎司。

■ **海外经济：**特朗普提名米兰接替美联储理事，美联储内部利率路径分歧或进一步加剧。7 月美国 ISM 服务业 PMI 录得 50.1，预期 51.5，前值 50.8；新订单降至 50.3，就业指数降至 46.4；支付价格指数 69.9，预期 66.5，为 22 年 10 月以来的最高水平，连续第 8 个月高于 60。纽约联储 7 月消费者调查未来一年的通胀预期 3.09%，前值 3.02%。**货币政策方面**，本周四特朗普在社交媒体上宣布提名经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰担任美联储理事。由于该提名用以接替上周宣布提前辞职的美联储理事库格勒，因此米兰的任期将持续至明年 1 月。由于米兰此前的公开发言曾批评美联储的货币政策决议带有“政治动机”，因此米兰的提名如果最终得到参议院确认，则未来美联储内部对于政策利率路径的分歧或将进一步加剧（详见报告《7 月 FOMC：给 9 月降息泼冷水——2025 年 7 月 FOMC 会议点评》）。而本周六美联储理事鲍曼再度表示支持 9 月降息并呼吁全年降息 3 次，她认为 9 月降息将有助于避免劳动力市场出现“不必要”的恶化，同时关税对价格上行的推动不太可能一直持续下去。此外根据华尔街日报的报道，目前特朗普仍在研究下任美联储主席的候选人名单，其中比较热门的人选包括现任美联储理事沃勒、前任美联储理事沃什和国家经济委员会主任哈赛特。**增长方面**，截至 8 月 7 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 8 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.02%。

■ **7 月 CPI 前瞻：**商品价格再度抬升，CPI 环比或超预期带动降息预期回落。北京时间 8 月 12 日 20:30，BLS 将公布美国 7 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 7 月 CPI/核心 CPI 环比 +0.2%/+0.3%，同比 +2.8%/3.0%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 7 月 CPI/核心 CPI 环比 +0.16%/+0.24%，同比 +2.72%/3.04%；③交易员预期 7 月 CPI 同比 +2.76%，环比 +0.20%。**整体来看**，由于基数效应，CPI 与核心 CPI 同比在未来一个季度大概率将延续目前的上行趋势，因此市场更为关注的是未来 CPI 的环比增长情况。今年 2 月以来，美国核心 CPI 环比增速预期保持在 0.3%，但在关税对核心商品通胀传导的滞后性与不充分性及对核心服务需求抑制的作用下，核心 CPI 环比实际值始终低于预期。此外由于市场更加关心关税稳定后对通胀的影响，因此即使 7 月 CPI 再度不及预期，市场可能仍视其为“关税影响尚未完全显现”的结果，对降息预期的加码或较为有限。**向前看**，根据论文《Tracking the Short-Run Price

相关研究

《跨越百年的产能调整经验：如何从失衡到再平衡》

2025-08-05

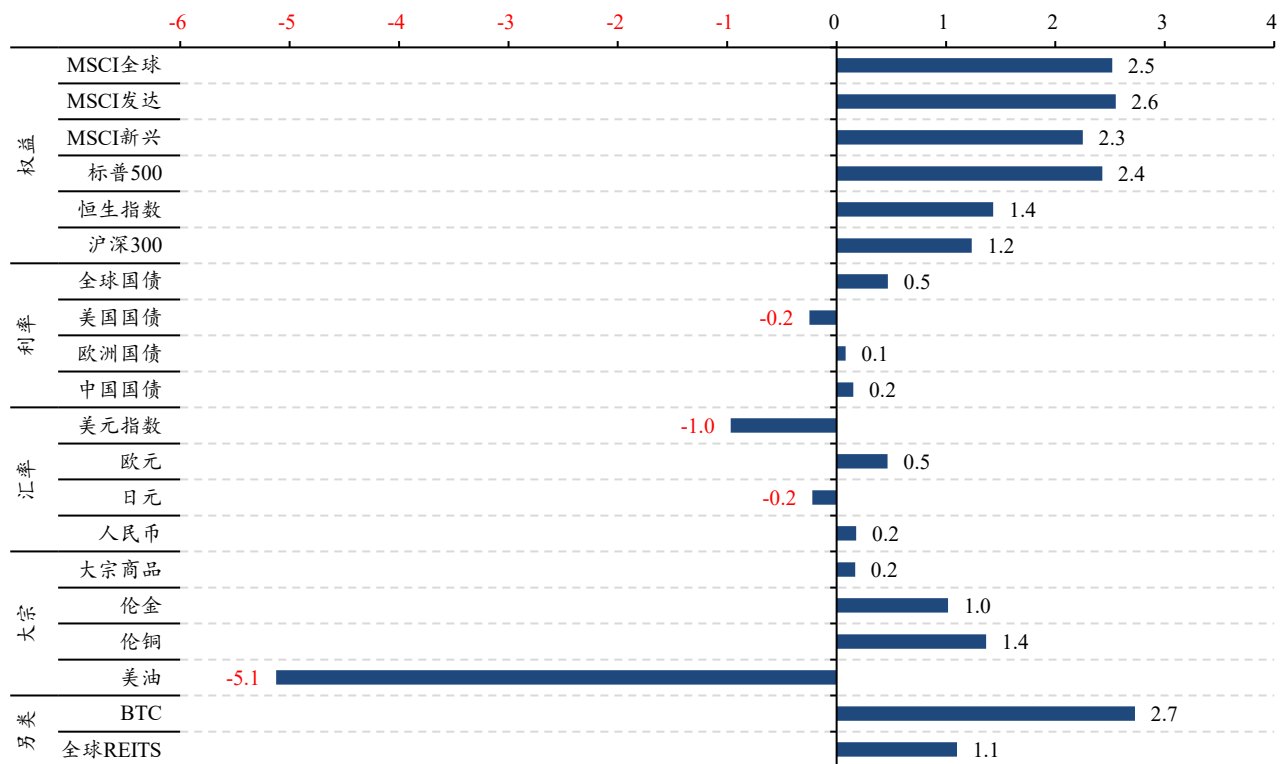
《利率：从“逢调买入”到“逢低止盈”》

2025-08-04

Impact of U.S. Tariffs>截至 7 月 26 日的的数据，7 月 7 日以来，高频数据显示美国商品价格再次开始出现抬升，且上涨呈现出较强的广泛性，即本国制造，外国进口商品价格都在抬升。同时叠加特朗普的“对等关税 2.0”于 8 月 7 日起开始生效，届时商品通胀的上行幅度可能更加显著。因此 7 月及以后的 CPI 环比存在再度抬升的可能，9 月降息预期或因此进一步回落。

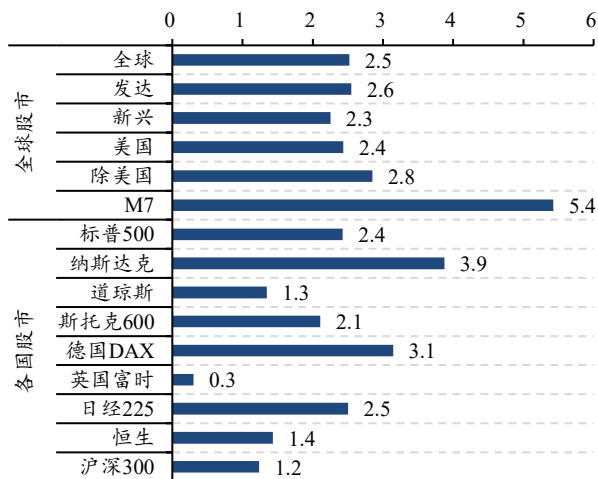
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



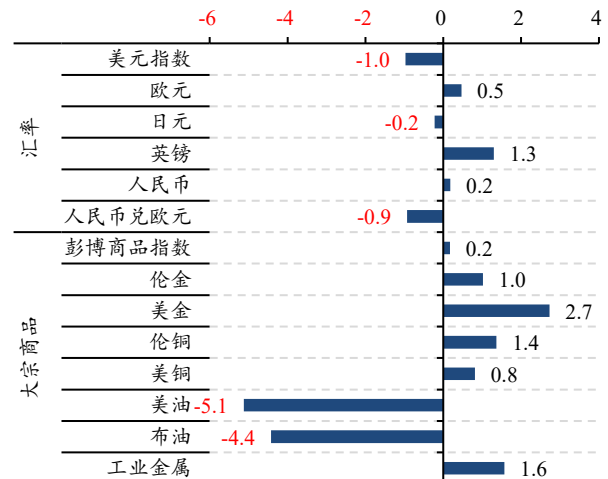
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

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



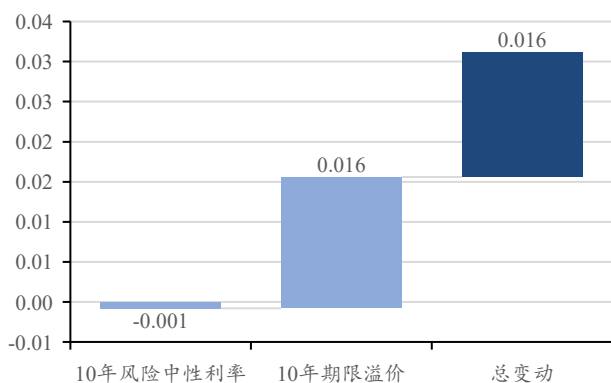
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



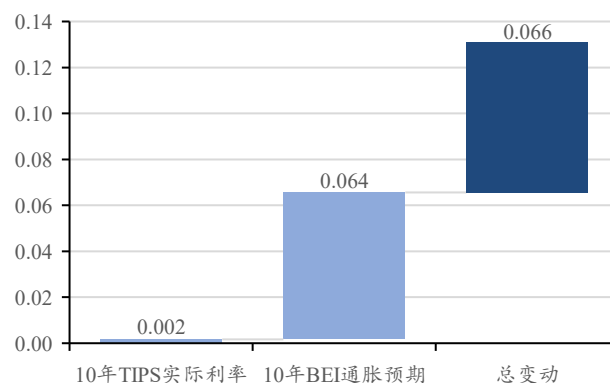
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

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)



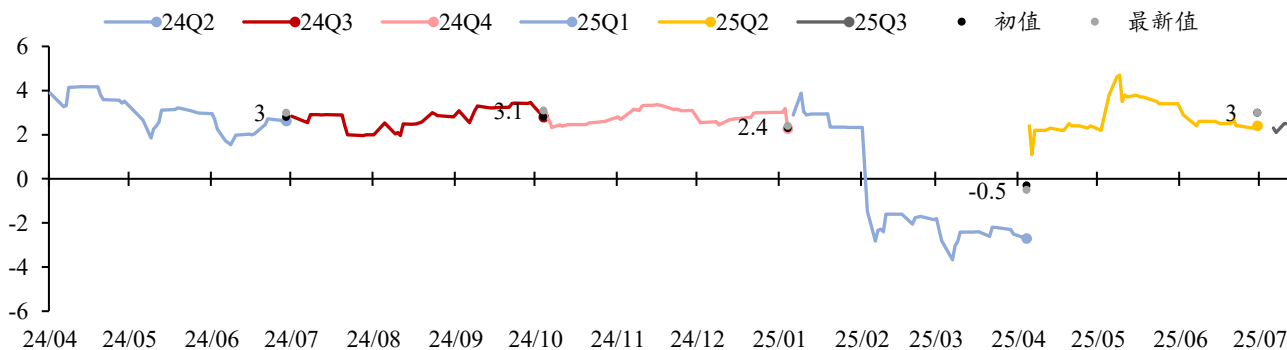
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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)



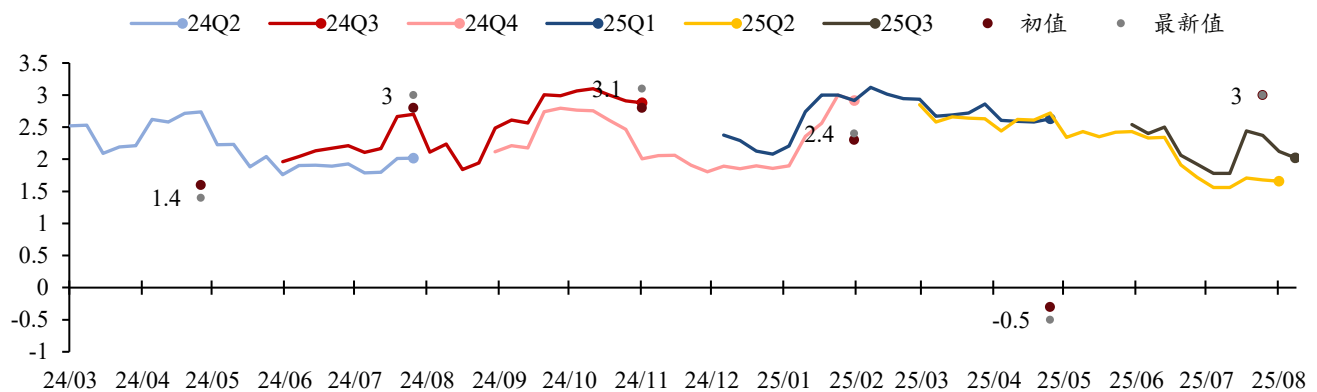
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

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



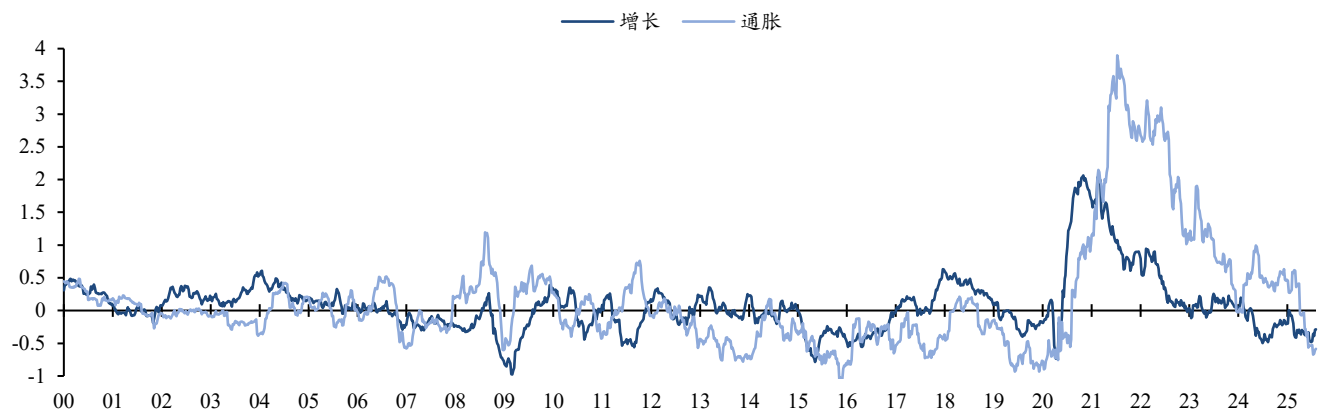
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

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



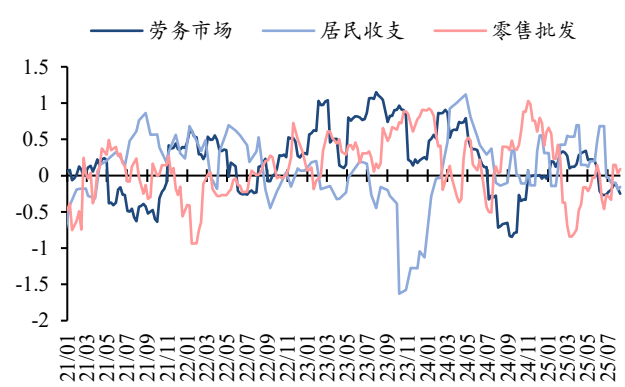
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



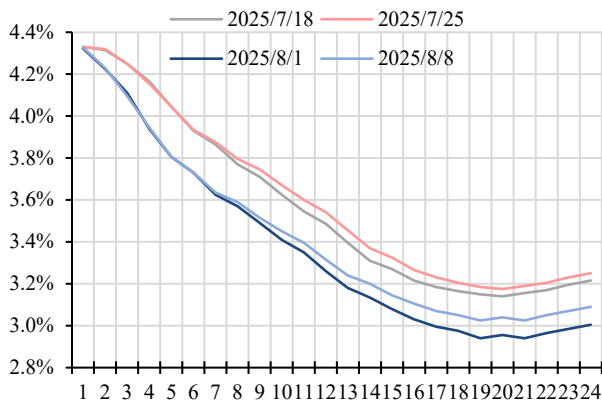
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



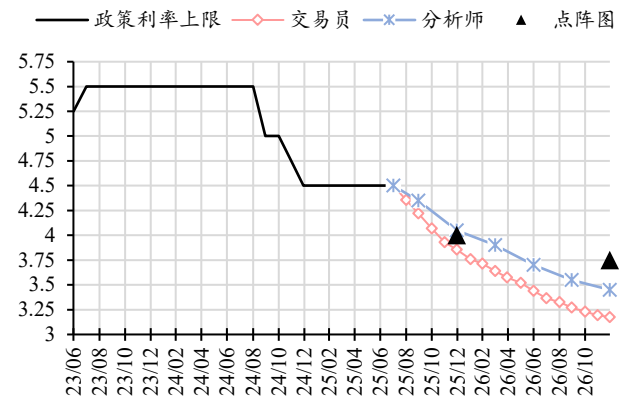
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

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



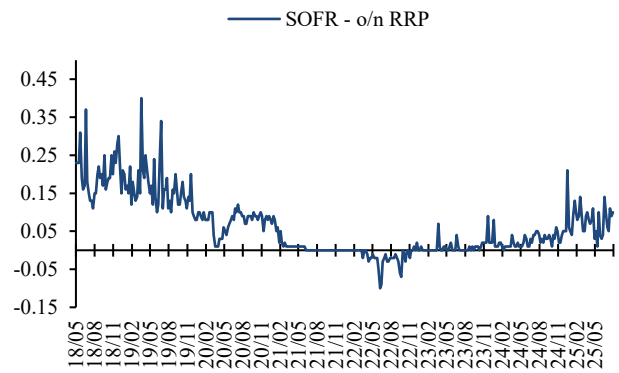
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



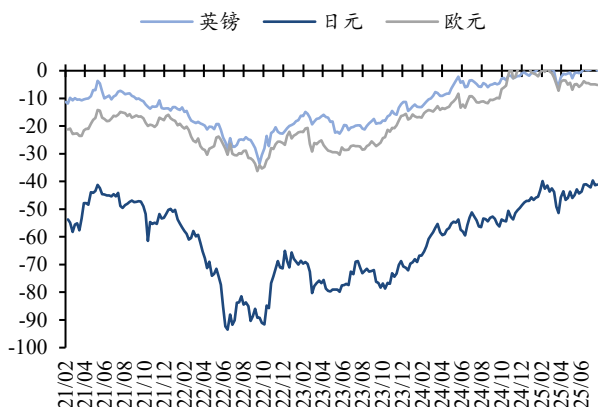
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

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



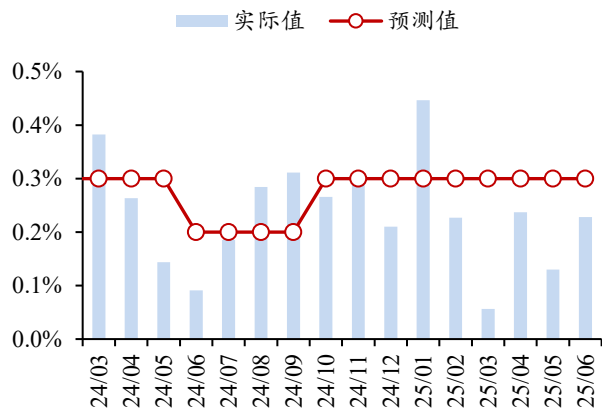
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



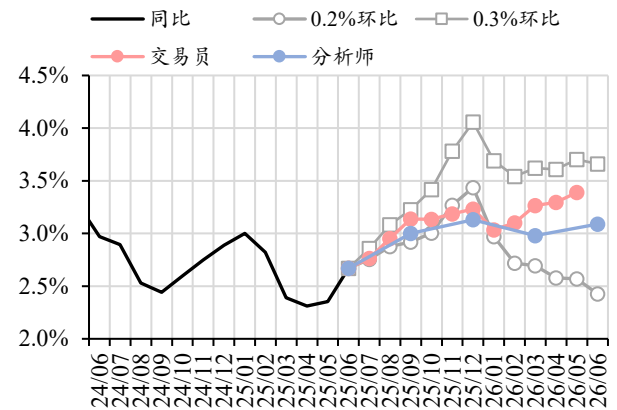
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 分析师对美国核心 CPI 环比增速预期



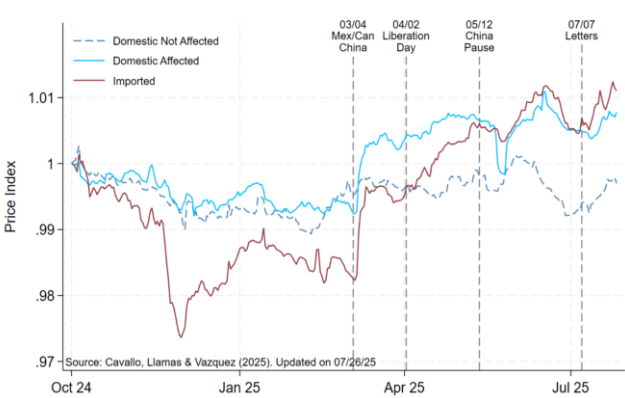
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图19: 研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



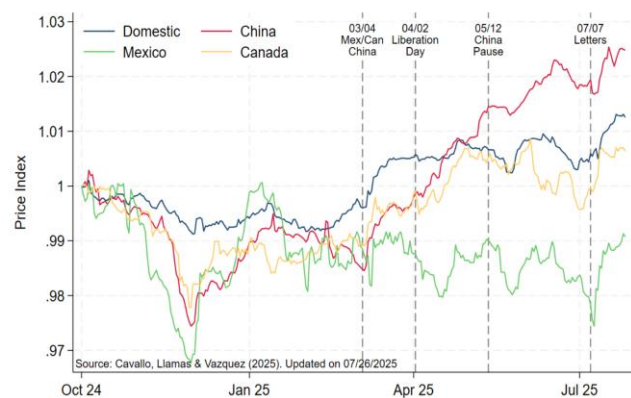
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图20: 美国零售价格指数变化（按国内/进口种类划分）



数据来源：Havard Business School、东吴证券研究所

图21: 美国零售价格指数变化（按原产地划分）



数据来源：Havard Business School、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>