

2025 年 8 月 4 日

重新审视关税、美国经济与降息路径

民银国际研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (7/28): “赢学”与全球股市的盛宴
- 海外宏观周报 (7/21): 关税影响下各国通胀的最新变化
- 海外宏观周报 (7/14): 新一轮关税威胁与美联储的分析
- 海外宏观周报 (6/23): 中东乱局下的超级央行周
- 海外宏观周报 (6/9): 美国就业平稳, 联储保持定力

主要大类资产走势:

	2025-08-01	周变动
美国国债收益率10Y	4.23	-17.0 bp
美国国债收益率2Y	3.69	-22.0 bp
日本国债收益率10Y	1.56	-4.6 bp
日本国债收益率2Y	0.83	-2.8 bp
德国国债收益率10Y	2.71	-5.0 bp
德国国债收益率2Y	1.96	0.0 bp
标普500指数	6238.01	-2.36 %
纳斯达克指数	20650.13	-2.17 %
道琼斯工业指数	43588.58	-2.92 %
日经225指数	40799.60	-1.58 %
伦敦富时100指数	9068.58	-0.57 %
巴黎CAC40指数	7546.16	-3.68 %
德国DAX指数	23425.97	-3.27 %
伦敦现货黄金	3346.85	0.10 %
英国布伦特原油现货	71.55	2.70 %
美元指数	98.6900	1.04 %
欧元兑美元	1.1586	-154 pips
英镑兑美元	1.3279	-159 pips
美元兑日元	147.3950	-2800 pips
美元兑人民币	7.2106	427 pips

【一周焦点】

上周全球经济经历“超级数据周和超级事件周的叠加”。一是美国GDP、PCE、非农就业等数据集中发布且蕴含重大变化。非农就业数据意外减弱, 劳动力市场的降温趋势较为明显。GDP 虽然反弹但更多是进口回落的技术性支撑, 而个人消费依旧疲弱。二是特朗普发布近 70 个国家的新版关税。而市场忧虑来源于 8 月 7 日截止日是否还能延迟, 更多 232 行业关税正在路上, 以及中美谈判进展仍存较大不确定性, 9、10 月份可能会再次迎来关税的二次冲击和通胀压力。三是美联储、日央行先后发布议席决议。关税与经济走弱正在令美联储两难, 美联储分歧较大, 理事库格勒提前离职, 特朗普持续施压, 以及即将到来的美联储主席任命都将形成扰动, 非农数据发布后市场对 9 月降息的预期已反弹至 80% 以上。

【交易模式】

市场突变, 衰退交易重现

【关键数据】

美国: GDP 反弹, PCE 价格回升, 就业数据走弱, 房价指数回落, ISM 制造业 PMI 下行, 联储指数回暖。欧洲: 二季度 GDP 好于预期, CPI 走平, 失业率保持平稳, 经济景气和信心指数小幅回暖。日本: 零售销售回暖, 青年人失业率下行, 消费者信心回落。

【重要事件】

美国: 特朗普发布新关税列表, 美联储按兵不动。欧洲: 美欧达成关税协议。日本: 日央行按兵不动。其他地区: IMF 上调全球预期, 加拿大维持利率不变。

【本周关注】

美国非制造业 PMI、贸易账, 欧元区零售销售

目 录

【一周焦点】	1
重新审视关税、美国经济与降息路径.....	1
【交易模式】	3
市场突变，衰退交易重现.....	3
【关键数据】	4
美国：GDP 反弹，PCE 价格回升，就业数据走弱	4
欧洲：二季度 GDP 好于预期，7 月 CPI 走平	8
日本：零售销售回暖，青年人失业率下行.....	10
【重要事件】	12
美国：特朗普发布新关税列表，美联储按兵不动.....	12
欧洲：美欧达成关税协议.....	16
日本：日央行按兵不动.....	16
其他地区：IMF 上调全球预期，加拿大维持利率不变	17
【本周关注】	18
美国非制造业 PMI、贸易账，欧元区零售销售	18

【一周焦点】

重新审视关税、美国经济与降息路径

上周全球经济可谓“超级数据周和超级事件周的叠加”。一是美国 GDP、PCE、非农就业等数据集中发布且蕴含重大变化；二是特朗普关税政策有了重大进展；三是美联储、日央行先后发布议席决议。在以上三重冲击下，全球市场风云突变，特别是已消散近两个多月的衰退交易在周四周五卷土重来，全球股市出现久违的调整，让市场不得不重新审视特朗普关税、美国经济与美联储的降息路径。

美国就业数据极简版点评。一是非农就业数据低于预期且前两月数据大幅下修。7月美国新增非农就业 7.3 万人（预期 11 万人），且 6 月和 7 月合计下修 25.8 万人，导致 3 个月移动平均大幅跌至 3.5 万人，下行趋势非常明显。二是数据大幅下修引发数据质量争议。通常月度非农就业数据需要修正两次，主因问卷提交完成率的提升，但今年以来下修次数与幅度明显多于上修，且本次大幅下修的幅度也非比寻常，数据质量本就存争议——数据发布后，特朗普火速开除劳工统计局局长，更加剧了市场对统计部门独立性的质疑。三是失业率与非农就业数据冷暖不一。非农就业大幅放缓，但失业率仅由 4.1% 升至 4.2%，前者由 CES 调查向企业发出，会重复计入劳动者的多份工作，后者针对家庭的 CPS 调查不会重复计算，两者偏离表明打多份工的兼职者减少；此外劳动人口（失业率分母）的下降也压低了失业率，以上均指向特朗普的移民驱逐政策。四是除了 U3 失业率外，口径更大的 U5、U6 失业率也在上升，分别代表边缘劳动力（准待业人口）和兼职劳工的增加。五是薪资增速小幅加快，可能也和临时工及兼职占比下降有关，对工资—通胀螺旋的影响或有限。总体看，劳动力市场的降温趋势较为明显，与其他硬指标一起证实了美国经济的放缓速度。

重新审视美国经济。特朗普上台以来，一系列政策对美国经济形成冲击，包括政府裁员、驱逐移民、关税影响消费预期等，而特朗普期待的降息和减税政策对冲也迟迟未现。在一季度经济收缩和 4 月份对等关税造成美国“股债汇三杀”后，市场对美国经济的悲观预期升至一个阶段性高点。不过 5 月以来美国经济的叙事逻辑似乎有所回暖，市场相信特朗普的关税政策是“交易的艺术”，并随后掀起了 TACO 交易（意指“特朗普总是临阵退缩”）；部分美国“软指标”改善，就业数据稳固且超预期（本次下修前），股市也不断创下新高。尽管该

阶段，美国经济的一部分“硬数据”表现不佳，包括房地产、商业零售、居民收入等，但市场似乎并没有给予过多关注。上周早于非农就业发布的二季度GDP数据好于预期，则再次推升了这种乐观气氛，美元指数一度回升至100。但从结构看，GDP中的关键个人消费支出贡献疲弱，更多反弹来自于一季度“抢进口”结束后的净出口贡献。若将一二季度平均，上半年增速依旧疲软。本次非农就业数据的发布，也将引发市场重新审视对美国经济的乐观视角。

重新审视特朗普的关税力度以及美联储的决策。特朗普上周发布了近70个国家的对等关税，并签下与欧盟、韩国的关税协议，与7月“信函关税”及4月“对等关税”相比，尽管本次关税力度下行国家多于上行（见表6），但关税仍存在多方面的忧虑，一是232行业关税的范围正在扩容的路上；二是8月7日的截止日期可能不会再延；三是美中谈判悬而未决，斯德哥尔摩会谈成果相对平淡。耶鲁大学研究表明截至7月31日美国对进口商品征收的平均有效关税税率达18.3%，而基于6月关税收入和进口商品额测算的实际征收税率在10%附近。一旦8月7日关税不再延后，9、10月份可能会再次迎来关税的二次冲击和通胀压力。

在非农数据走弱和关税政策变化的双重夹击下，美联储或正在面临更大的两难境地。在本周美联储按兵不动以及鲍威尔的谨慎发言后，市场一度削减了9月降息预期，但就在非农发布的一夜之间9月降息概率反弹80%，10月、12月接连再降息的概率也随之升高。此外，美联储理事库格勒的提前创造了美联储一个重要的职位空缺，也给未来美联储主席任命带来了些许不确定性。

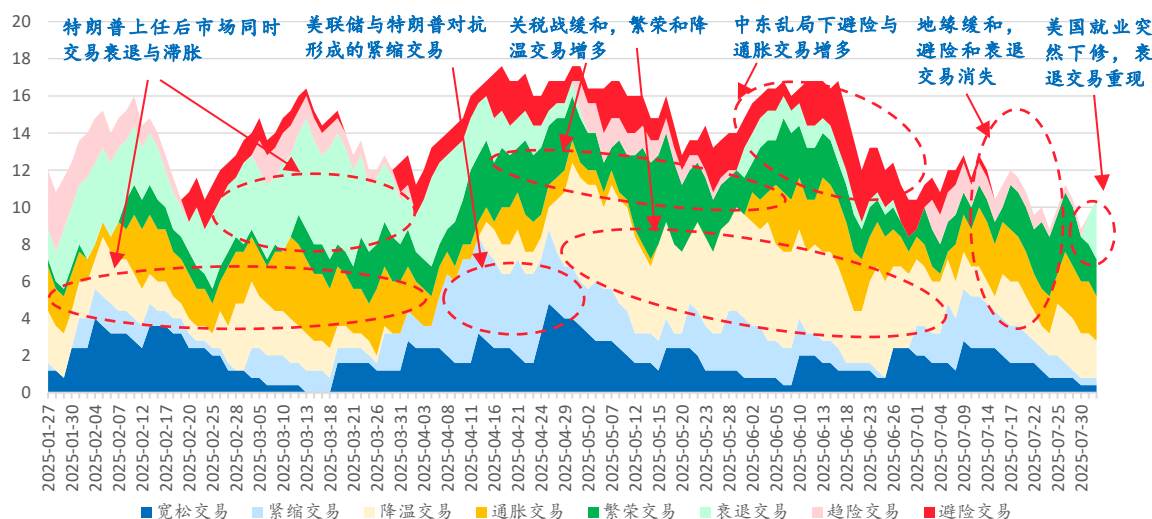
【交易模式】

市场突变，衰退交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

7 月 21 日	7 月 22 日	7 月 23 日	7 月 24 日	7 月 25 日
不确定	不确定	繁荣交易	不确定	降温交易
7 月 28 日	7 月 29 日	7 月 30 日	7 月 31 日	8 月 1 日
通胀交易	不确定	不确定	衰退交易	衰退交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日发生频次，权重根据日期远近调整）



资料来源：民银国际测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

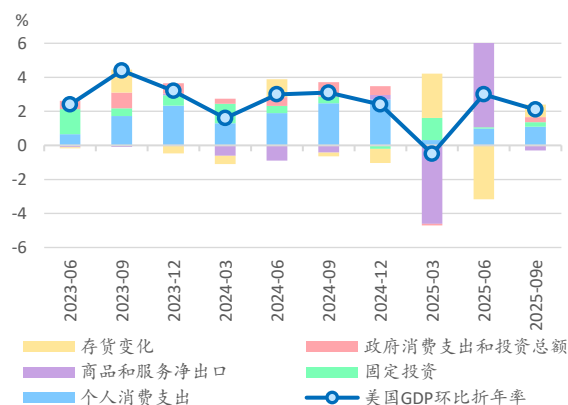
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：GDP 反弹，PCE 价格回升，就业数据走弱

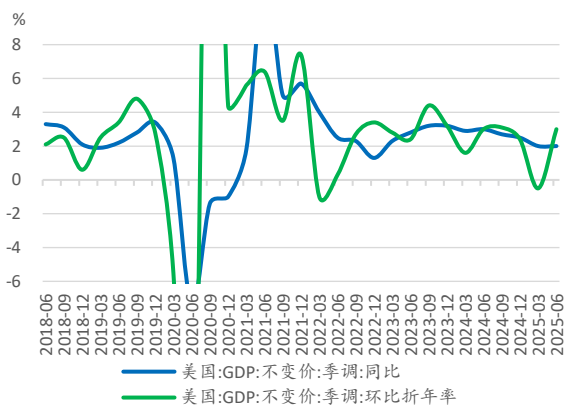
美国二季度 GDP 好于预期。美国经济分析局 7 月 30 日公布的数据显示，二季度美国 GDP 季调环比折年初值+3.0%（预期+2.4%，前值-0.5%）。其中，个人消费贡献+0.98pp（前值+0.31pp），固定资产投资贡献+0.08pp（前值+1.31pp），净出口贡献+4.99pp（前值-4.61pp），政府部门贡献+0.08pp（前值-0.10pp），存货变化贡献-3.17pp（前值+2.59pp）。亚特兰大联储 8 月 1 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年三季度美国 GDP 预计季调年化环比+2.1%。

图 2：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，Wind

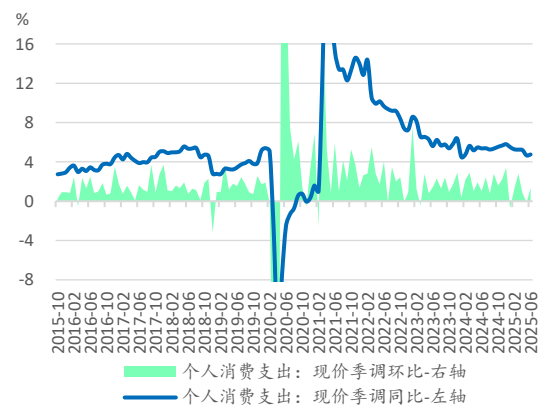
图 3：美国 GDP 季调环比与同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

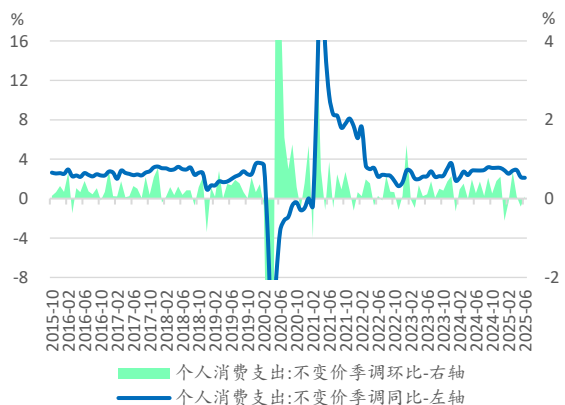
个人消费支出环比回升。6 月美国个人消费支出（PCE）现价季调折年 22.40 万亿美元，季调环比+0.4%（前值 0.0%），季调同比+4.7%（前值+4.7%）。按不变价格计算，季调环比+0.1%（前值-0.2%），季调同比+2.1%（前值+2.2%）。

图 4：美国个人消费支出：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

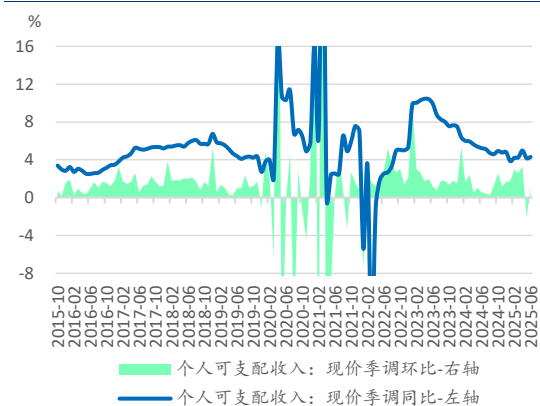
图 5：美国个人消费支出：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

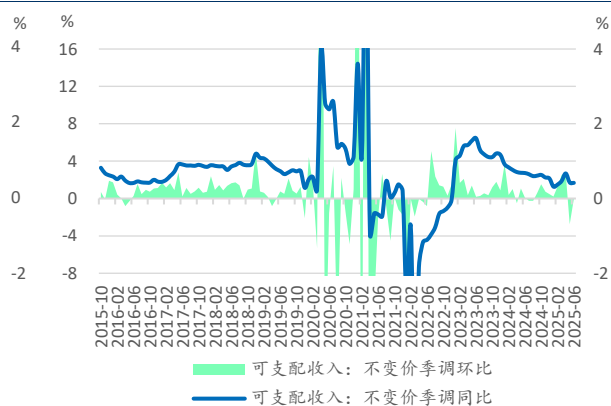
个人可支配收入实际增速持平。6月个人可支配收入现价季调环比+0.3%（前值-0.5%），季调同比+4.3%（前值+4.2%）。按不变价格计算，季调环比0.0%（前值-0.7%），季调同比+1.7%（前值+1.7%）。

图 6：美国个人可支配收入：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

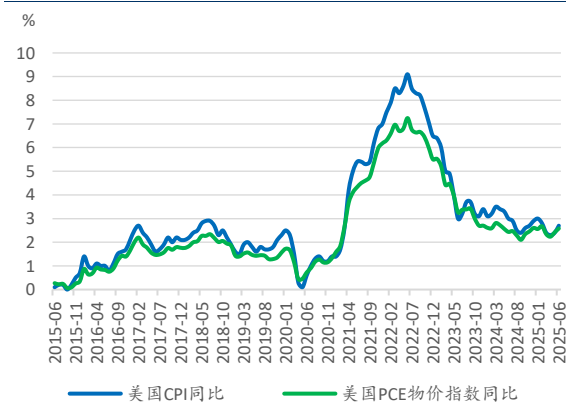
图 7：美国个人可支配收入：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

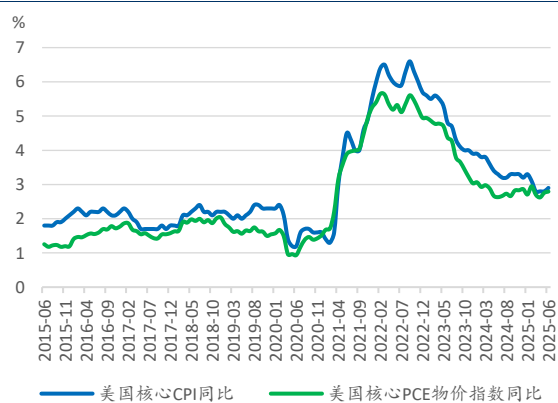
美国核心 PCE 回升。6月美国个人消费支出（PCE）物价指数季调环比+0.3%（前值+0.3%），季调同比+2.6%（前值+2.4%）。核心 PCE 物价指数季调环比+0.3%（预期+0.2%，前值+0.2%），同比+2.8%（预期+2.7%，前值+2.8%）。

图 8：美国 CPI 与 PCE 物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

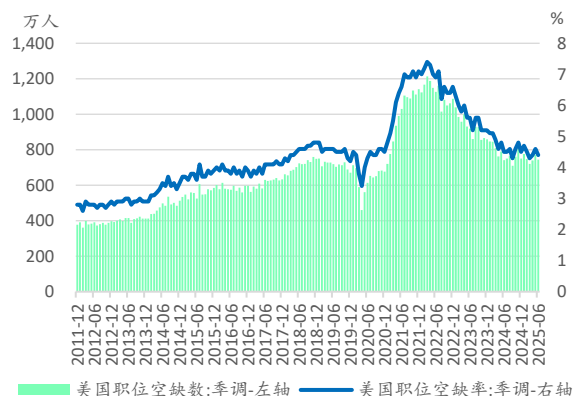
图 9：美国核心 CPI 与 PCE 核心物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

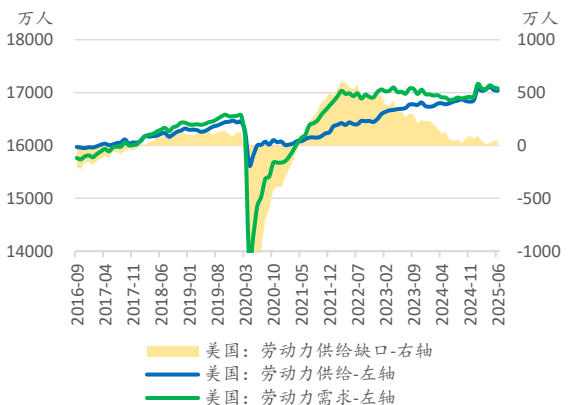
6月职位空缺率下降。6月季调后非农职位空缺数为743.7万人（预期750万人，前值771.2万人），职位空缺率为4.4%（预期4.5%，前值4.6%）。经测算，6月美国劳动力市场缺口为42.3万人（前值47.5万人）。

图 10: 美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

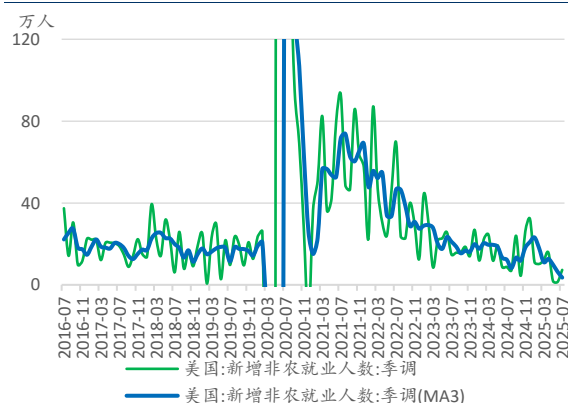
图 11: 美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

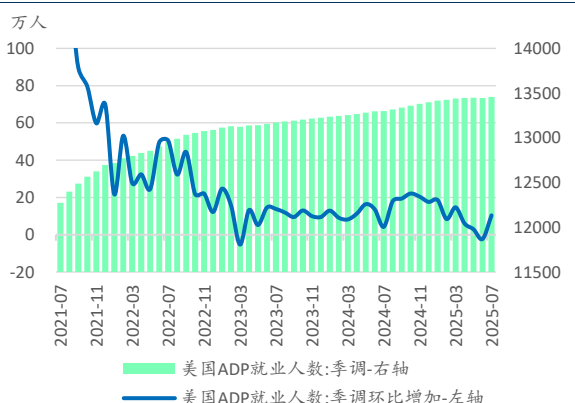
非农数据低于预期且前值大幅下修。7月美国新增非农就业7.3万人（预期11万人），6月由14.7万人下修至1.4万人，5月由14.4万人下修至1.9万人，新增非农就业3个月移动平均3.5万人（前值6.4万人）。7月ADP就业新增10.4万人（预期7.5万人，前值-2.3万人）。

图 12: 美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

图 13: 美国 ADP 就业人数与每月新增人数

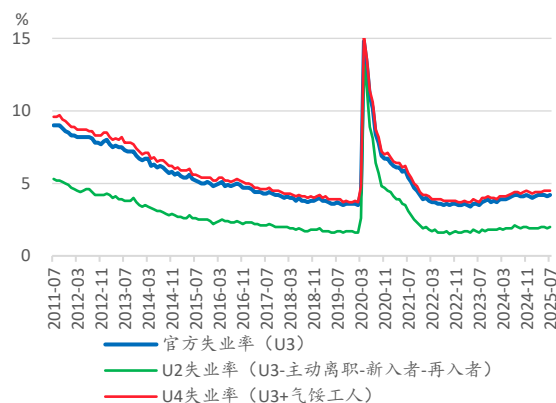


数据来源：ADP 研究所，Wind

失业率上升，就业率下降。7月美国季调后U3失业率4.25%（前值4.11%），U2失业率2.00%（前值1.93%），其中含永久性失业贡献1.11%（前值1.11%），暂时失业与完成临时工作贡献0.89%（前值0.830%），U4失业率4.5%（前值4.5%），U5失业率5.2%（前值5.1%），U6失业率7.9%（前值7.7%）。劳动参与率62.2%（前值62.3%），就业率59.6%（前值59.7%）。

平均时薪增速小幅升高。7月美国私人非农企业季调后平均时薪同比+3.9%（前值+3.8%），平均周薪季调同比+4.2%（前值+3.5%）。

图 14: 美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 15: 美国非农平均时薪与周薪涨幅



数据来源：美国劳工部，Wind

其他数据：房价指数回落，ISM 制造业 PMI 下行，联储指数回暖，密歇根大学信心指数小幅下修，1 年期通胀预期上修。5 月标普/CS20 个大中城市房价指数同比+2.8%（前值+3.4%），季调环比-0.3%（前值-0.3%）；FHFA 房价指数同比+2.8%（前值+3.2%），季调环比-0.2%（前值-0.3%）。7 月 ISM 制造业 PMI 指数 48.0（前值 49.0），达拉斯联储制造业指数 21.3（前值 1.3），芝加哥联储 PMI 指数 47.1（前值 40.4）。7 月密歇根大学消费者信心指数初值 61.7（初值 61.8，前值 60.7），现状指数 68.0（初值 66.8，前值 64.8），预期指数 57.7（初值 58.6 前值 58.1），1 年通胀预期+4.5%（初值+4.4%，前值+5.0%），5 年通胀预期+3.4%（初值+3.6%，前值+4.0%）。

周度数据：7 月 26 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.56%（前值由+2.22%下修至+2.23%），当周红皮书商业零售同比+4.9%（前值+5.1%），当周初领失业金 21.8 万人（前值维持 21.7 万），前周续领失业金 194.6 万人（前值由 195.5 万下修至 194.6 万）。7 月 23 日美联储资产负债表较上周-151.37 亿美元（前值-15.58 亿），联储银行准备金周较上周-586.86 亿美元（前值-166.54 亿），财政部一般账户（TGA）较上周+859.08 亿（前值+214.53 亿），逆回购协议-413.25 亿美元（前值-76.79 亿）。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年	2025年							短期趋势
		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	
整体	GDP季度-季调环比年率	2.4			-0.5			3.0		↗
经济	GDP季度-同比	2.5			2.0			2.0		→
消费	名义个人消费支出（PCE）-季调环比	0.9	-0.2	0.3	0.7	0.2	0.0	0.3		↗
	实际个人消费支出（PCE）-季调环比	0.6	-0.6	-0.1	0.7	0.1	-0.2	0.1		↗
	名义个人可支配收入-季调环比	0.4	0.4	0.7	0.6	0.8	-0.5	0.3		↗
	实际个人可支配收入-季调环比	0.1	0.1	0.3	0.6	0.7	-0.7	0.0		↗
	标普/CS20个大中城市房价指数-同比	4.5	4.7	4.5	4.1	3.4	2.8			↘
房地	FHFA房价指数-季调同比	4.9	5.2	4.0	4.0	3.2	2.8			↘
产	PCE物价-同比	2.6	2.6	2.7	2.3	2.2	2.4	2.6		↗
通货	PCE物价-季调环比	0.3	0.4	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3		↗
	核心PCE物价-同比	2.9	2.7	2.9	2.7	2.6	2.8	2.8		→
	核心PCE物价-季调环比	0.2	0.3	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3		↗
	新增非农就业-万人	32.3	11.1	10.2	12.0	15.8	1.9	1.4	7.3	↗
就业	新增ADP就业-万人	17.6	18.6	8.4	14.7	6.0	2.9	-2.3	10.4	↗
	劳动力供需缺口-万人	62.2	91.3	42.8	11.7	22.9	47.5	42.3		↘
	失业率（U3）-季调	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2	↗
	失业率（U2）-季调	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0	↗
	失业率（U4）-季调	4.4	4.3	4.4	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5	→
	就业率	60.0	60.1	59.9	59.9	60.0	59.7	59.7	59.6	↘
	劳动参与率	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	↘
	职位空缺率-季调	4.5	4.7	4.5	4.3	4.4	4.6	4.4		↘
	雇佣率-季调	3.4	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.3		↘
	离职率-季调	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0		→
	裁员率-季调	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0		→
	时薪增速-季调同比	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.9	↗
	周薪增速-季调同比	3.4	3.6	3.6	3.6	4.1	3.8	3.5	4.2	↗
	周工作时长-小时	34.2	34.1	34.2	34.3	34.3	34.3	34.2	34.3	↗
PMI	ISM制造业PMI	49.3	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.0	↘
	达拉斯联储制造业产出指数	5.3	12.2	-9.1	6.0	5.1	0.9	1.3	21.3	↗
	芝加哥联储PMI	36.9	39.5	45.5	47.6	44.6	40.5	40.4	47.1	↗
经济	密歇根大学消费者信心指数	74.0	71.1	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	↗
	现状指数	75.1	74.0	65.7	63.8	59.8	58.9	64.8	68.0	↗
	预期指数	73.3	69.3	64.0	52.6	47.3	47.9	58.1	57.7	↘
	1年通胀预期	2.8	3.3	4.3	5.0	6.5	6.6	5.0	4.5	↘
	5年通胀预期	3.0	3.2	3.5	4.1	4.4	4.2	4.0	3.4	↘
周度	周	13 Jun.	20 Jun.	27 Jun.	4 Jul.	11 Jul.	18 Jul.	25 Jul.	1 Aug.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	3.8	3.4	2.9	2.6	2.5	2.4	2.4	2.1	↘
	纽约联储周度经济指数	2.01	2.34	2.13	2.63	2.34	2.23	2.56		↗
	红皮书商业销售-同比	5.2	4.8	4.9	5.9	5.2	5.1	4.9		↘
	当周初次申请失业金人数-万人	24.6	23.7	23.2	22.8	22.1	21.7	21.8		↗
	持续领取失业金人数-万人	196.4	195.6	195.4	195.1	194.6	194.6			→
	美联储资产负债表周变动-亿美元	39.01	-188.56	-26.02	23.14	-26.39	-15.58	-151.37		↘
	联储银行准备金周变动-亿美元	1066.84	242.83	-907.72	854.97	330.37	-166.54	-586.86		↘
	财政部一般账户（TGA）	1068.26	-492.72	376.53	-611.84	10.37	214.53	859.08		↗
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	11.29	68.62	470.87	-213.65	-350.88	-76.79	-413.25		↘

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

欧洲：二季度 GDP 好于预期，7 月 CPI 走平

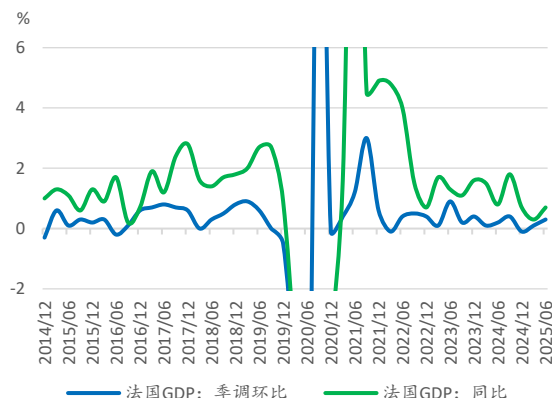
欧元区二季度 GDP 好于预期。欧元区二季度 GDP 季调环比初值+0.1%（预期 0.0%，前值+0.6%），季调同比初值+1.4%（预期+1.2%，前值+1.5%）。法国二季度 GDP 季调环比初值+0.3%（预期+0.1%，前值+0.1%），同比+0.7%（预期前值+0.3%）；德国季调环比初值-0.1%（预期-0.1%，前值+0.3%），同比 0.0%（前值-0.2%）。

图 16: 欧元区 GDP 季调同比与季调环比



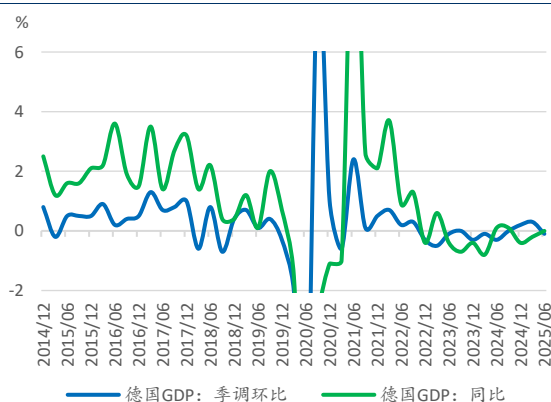
数据来源：欧盟统计局，Wind

图 17: 法国 GDP 同比与季调环比



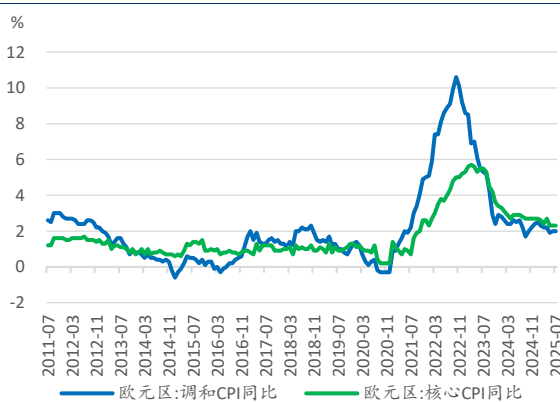
数据来源：法国统计局，Wind

图 18: 德国 GDP 同比与季调环比



数据来源：德国统计局，Wind

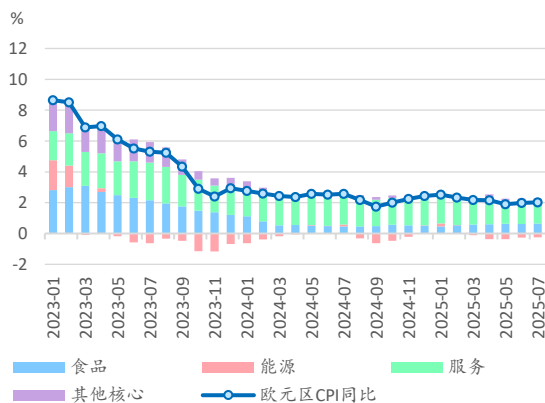
图 19: 欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

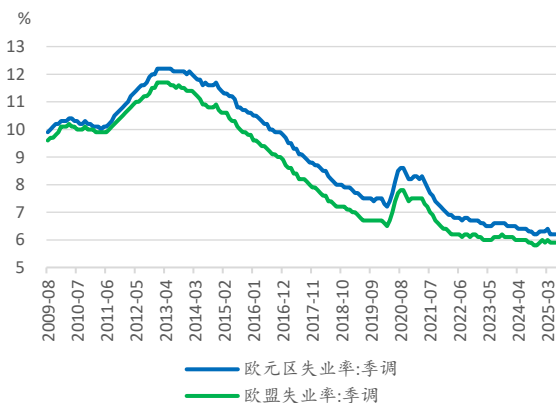
欧元区核心 CPI 持平。欧元区 7 月 CPI 同比+2.0%（预期+1.9%，前值+2.0%），环比 0.0%（预期-0.1%，前值+0.3%）；核心 CPI 同比+2.3%（预期+2.3%，前值+2.3%）；环比-0.2%（前值+0.4%）。主要分项方面，食品同比+3.3%（前值+3.1%），能源同比-2.5%（前值-2.6%），服务同比+3.1%（前值+3.3%）。

图 20: 欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 21: 欧盟及欧元区失业率



数据来源：欧盟统计局，Wind

其他数据：失业率保持平稳，经济景气和信心指数小幅回暖，法国与德国 CPI 保持稳定。6 月欧元区失业率 6.2%（前值 6.2%），欧盟 27 国失业率 5.9%（前值 5.9%）；德国失业率 3.7%（前值 3.7%），法国失业率 7.0%（前值 7.0%）。7 月欧元区 20 国工业信心指数-10.4（前值-11.8），营建信心指数-3.0（前值-2.9），零售信心指数-6.7（前值-7.6），服务业信心指数 4.1（前值 3.1），经济景气指数 95.8（前值 94.2）。7 月法国 CPI 同比+1.0%（前值+1.0%），核心 CPI 同比+1.7%（前值+1.6%）；德国同比+2.0%（前值+2.0%），核心 CPI 同比+2.4%（前值+2.5%）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总										
大类	月份	2024年	2025年							短期趋势
		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	
整体经济	欧元区GDP-季调环比	0.3			0.6			0.1		↓
	欧元区GDP-季调同比	1.3			1.5			1.4		↓
	德国GDP-季调环比	0.2			0.3			-0.1		↓
	德国GDP-同比	-0.4			-0.2			0.0		↗
	法国GDP-季调环比	-0.1			0.1			0.3		↗
	法国GDP-同比	0.7			0.3			0.7		↗
通胀	欧元区CPI-同比	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	→
	欧元区CPI-季调环比	0.4	-0.3	0.4	0.6	0.6	-0.1	0.3	0.0	↓
	欧元区核心CPI-同比	2.7	2.7	2.6	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	→
	欧元区核心CPI-季调环比	0.5	-0.9	0.5	1.0	1.0	0.0	0.4	-0.2	↓
	德国CPI同比	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	→
	德国核心CPI同比	3.3	3.6	3.1	2.8	3.1	2.7	2.5	2.4	↓
	法国CPI同比	1.3	1.7	0.8	0.8	0.8	0.7	1.0	1.0	→
	法国核心CPI同比	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	1.4	1.6	1.7	↗
就业	欧元区20国失业率	6.3	6.3	6.3	6.4	6.2	6.2	6.2		→
	欧盟27国失业率	5.9	6.0	5.9	6.0	5.9	5.9	5.9		→
	德国失业率	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7		→
	法国失业率	7.3	7.3	7.4	7.4	7.1	7.0	7.0		→
景气指数	欧元区20国工业信心指数	-14.3	-12.4	-11.0	-10.6	-11.0	-10.3	-11.8	-10.4	↗
	欧元区20国营建信心指数	-3.8	-2.9	-3.4	-3.6	-3.9	-3.5	-2.9	-3.0	↓
	欧元区20国零售信心指数	-4.6	-5.3	-5.2	-6.9	-8.9	-7.1	-7.6	-6.7	↗
	欧元区20国服务业信心指数	5.4	5.8	5.2	2.5	1.9	2.0	3.1	4.1	↗
	欧元区20国经济景气指数	93.5	95.2	96.2	95.2	93.9	95.0	94.2	95.8	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

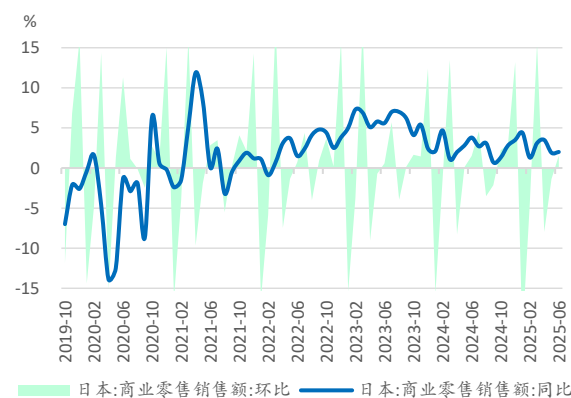
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：零售销售回暖，青年人失业率下行

零售销售回暖。6 月日本商业销售额环比+1.6%（前值-1.4%），同比+2.0%（前值+1.9%）。

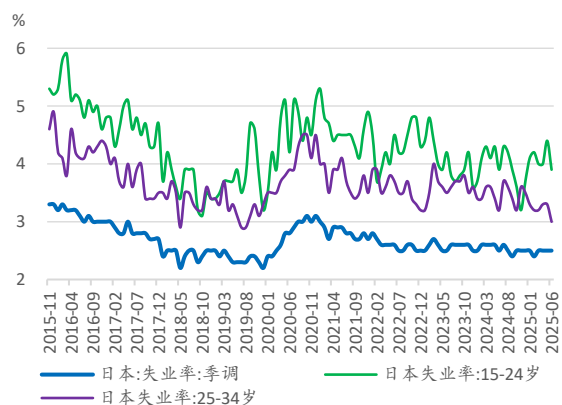
青年人失业率下行。6 月日本整体失业率 2.5%（前值 2.5%），15-24 岁失业率 3.9%（前值 4.4%），25-34 岁失业率 3.0%（前值 3.3%）。

图 22：日本商业零售：同比与环比



数据来源：日本经济产业省，Wind

图 23：日本季调失业率



数据来源：日本经济产业省，Wind

其他数据：消费者信心回落，工业生产改善。6月工业生产指数季调环比+1.7%（前值-0.1%），同比+4.0%（前值-2.4%）。7月消费者信心指数 33.7（前值 34.5），收入增长指数 38.5（前值 38.9），就业指数 37.6（前值 38.3），整体生活指数 31.4（前值 32.4）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总										
大类	月份	2024年	2025年							短期趋势
		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	
消费	商业销售额-环比	13.2	-20.9	-4.3	15.5	-8.0	-1.4	1.6		↗
	商业销售额-同比	3.5	4.4	1.3	3.1	3.5	1.9	2.0		↗
	消费者信心指数-季调	35.9	35.1	34.8	34.1	31.2	32.8	34.5	33.7	↘
	收入增长指数	40.0	39.8	39.5	38.8	37.5	38.3	38.9	38.5	↘
	就业指数	41.1	41.0	40.9	39.2	35.7	37.3	38.3	37.6	↘
	整体生活指数	33.5	32.0	31.5	30.9	27.3	30.2	32.4	31.4	↘
工业生产	工业产出指数-季调环比	-0.3	-1.1	2.3	0.2	-1.1	-0.1	1.7		↗
	工业产出指数-同比	-2.2	2.2	0.1	1.0	0.5	-2.4	4.0		↗
就业	失业率	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5		→
	失业率15-24岁	3.7	4.1	4.2	4.0	4.0	4.4	3.9		↘
	失业率25-34岁	3.5	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.0		↘

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：特朗普发布新关税列表，美联储按兵不动

特朗普对未达成协议的国家自 8 月 7 日起征收关税。美国总统特朗普签署行政令，拟对尚未与美方达成协议的国家或地区（包括加拿大、巴西等）征收 10% 至 41% 不等的对等关税，并明确所有关税将自 2025 年 8 月 7 日正式生效，而非此前宣布的 8 月 1 日“最后期限”。所有被认为是为了规避关税而转运的货物将被额外征收 40% 的关税。耶鲁大学研究数据表明，截至 7 月 31 日，美国对进口商品征收的平均有效关税税率达 18.3%。新的各国关税整理如下：

表 6：特朗普威胁加征关税国家一览表

国家	8 月 1 日最新关税	7 月中旬发送信函的关税	4 月对等关税或原有关税
巴西	10%+40%	50%	10%
叙利亚	41%		
老挝	40%	40%	48%
缅甸	40%	40%	44%
瑞士	39%		31%
加拿大	35%	35%	25%
伊拉克	35%	30%	39%
塞尔维亚	35%	35%	37%
阿尔及利亚	30%	30%	30%
波黑	30%	30%	35%
利比亚	30%	30%	31%
南非	30%	30%	30%
墨西哥	25%	30%	25%
文莱	25%	25%	24%
印度	25%		26%
哈萨克斯坦	25%	25%	27%
摩尔多瓦	25%	25%	31%
突尼斯	25%	25%	28%
孟加拉国	20%	35%	37%
斯里兰卡	20%	30%	44%
中国台湾	20%		32%
越南	20%		46%
柬埔寨	19%	36%	49%
印尼	19%	32%	32%
马来西亚	19%	25%	24%
巴基斯坦	19%		29%

菲律宾	19%	20%	17%
泰国	19%	36%	36%
尼加拉瓜	18%		18%
欧盟	最低 15%	30%	20%
阿富汗	15%		
安哥拉	15%		
玻利维亚	15%		
博茨瓦纳	15%		37%
喀麦隆	15%		
乍得	15%		
哥斯达黎加	15%		10%
科特迪瓦	15%		21%
刚果金	15%		
厄瓜多尔	15%		10%
赤道几内亚	15%		
斐济	15%		
加纳	15%		
圭亚那	15%		
冰岛	15%		
以色列	15%		17%
日本	15%	25%	24%
约旦	15%		20%
莱索托	15%		
列支敦士登	15%		
马达加斯加	15%		47%
毛里求斯	15%		
莫桑比克	15%		
纳米比亚	15%		
瑙鲁	15%		
新西兰	15%		10%
尼日利亚	15%		
北马其顿	15%		
挪威	15%		15%
巴布亚新几内亚	15%		
韩国	15%	25%	25%
特立尼达和多巴哥	15%		10%
土耳其	15%		10%
乌干达	15%		
瓦努阿图	15%		
委内瑞拉	15%		
赞比亚	15%		
津巴布韦	15%		
福克兰群岛	10%		

英国	10%		10%
----	-----	--	-----

数据来源：白宫，民银国际整理

美国总统特朗普宣布 8 月 1 日起对进口半成品铜等产品征收 50% 关税。公告显示，将自 8 月 1 日起对进口半成品铜产品及铜密集型衍生产品普遍征收 50% 的关税。白宫表示，铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铋铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料不受“232 条款”或对等关税约束。

特朗普已签署行政令，暂停对低价值货物的最低限度免税待遇。自 8 月 29 日起，通过国际邮政网络以外的方式寄送的价值等于或低于 800 美元且原本符合最低限度免税条件的进口货物将被征收所有适用关税。

美国与韩国签署关税协议。韩国将向美国支付 3500 亿美元用于由美国拥有和控制的投资项目，这些项目将由特朗普亲自选定。此外，韩国将购买 1000 亿美元的液化天然气或其他能源产品，韩国将全面开放与美国的贸易。美国将对韩国征收 15% 的关税，而美国不会被征收关税。

中美在瑞典举行第三轮关税谈判。当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天。

美联储连续第五次按兵不动，两名委员投票反对。美联储表示将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间不变，符合预期。投票结果为 9-2（美联储理事阿德里安娜·库格勒因个人原因将缺席本周的政策会议），美联储理事沃勒和鲍曼投票反对维持利率不变，支持降息 25 个基点，这是自 1993 年以来首次出现两位理事反对 FOMC 的决定。**FOMC 声明显示**，尽管净出口的波动仍在影响数据，但近期指标显示，上半年的经济活动增长有所放缓，失业率仍处于低位，就业市场状况依然稳固，通胀仍略高于目标水平。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。

美联储主席鲍威尔在随后进行的新闻发布会上表示，经济处于稳固状态，第二季度 GDP 增长强于预期，但最好将上半年的平均值作为一个整体来看待，这样可以平抑贸易流量的波动。同时，一系列指标表明，劳动力市场状况总体平衡，符合充分就业的水平。政策的不断变化对经济影响仍不确定，关税上调已

开始体现在某些商品价格上，但对经济和通胀的总体影响仍有待观察。对于是否会在9月份降息，鲍威尔称，“尚未做出任何决定”，现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在9月下调联邦基金利率还为时过早。市场对于9月降息的概率预期跌破50%。

美国总统特朗普再度“逼宫”美联储主席鲍威尔，称现在必须“大幅”降低利率。若不降息，美联储理事会应“接手掌管”，采取每个人都知道必须采取的行动。特朗普表示，美联储理事会内部存在“强烈的异议声”，“只会愈演愈烈”。在疲软的非农就业数据发布后，特朗普开除了劳工统计局局长，此举引发关心未来数据可信度的经济学家和决策者的强烈抗议。

美联储一名理事提前离职，各委员分歧明显。美联储理事库格勒(A. D. Kugler)将在其任期结束前离职，于8月8日正式生效。库格勒的提前退出可能会动摇目前围绕美联储主席鲍威尔的继任进程的时间表。在美国总统特朗普推动降低利率之际，这给他创造了美联储一个重要的职位空缺，也给未来美联储主席任命带来了些许不确定性。纽约联储主席威廉姆斯(J. C. Williams)表示，预计今年美国经济增长放缓至约1%，5月和6月就业增长的异常大幅下调才是周五非农报告中的“真正新闻”。美联储理事沃勒(C. J. Waller)和鲍曼(M. W. Bowman)对迟迟不愿降息可能对劳动力市场造成不必要损害表示担忧，在周五发布的单独声明中，两人解释了他们持异议的理由，都强调了劳动力市场日益疲软的迹象。亚特兰大联储主席博斯蒂克(R. W. Bostic)表示，就业数据意义重大，显示就业市场正从强劲水平放缓，数据修正是更值得关注的内容，这些修正显示经济增速出现了显著放缓的情况。不过，他认为就业市场在很多方面仍然表现良好，目前尚未从企业那里听到即将大规模裁员的消息。

美国财政部将本季度联邦借款预估规模大幅上调至1万亿美元。美国财政部7月28日发布声明称，现在预计7月至9月的净借款规模为1.01万亿美元，高于4月预测的5540亿美元。政府在上半年不得不削减债券发行规模以避免触及债务上限。自国会在本月初将债务上限提高5万亿美元以来，财政部目前正加快发债步伐，以重建现金储备。按照惯例，财政部4月的预估未考虑债务上限因素。当时假设6月底的现金余额为8500亿美元，但实际余额仅为4570亿美元。

美国总统特朗普表示，他将给俄罗斯 10 天时间来与乌克兰达成停火协议。特朗普宣布将缩短此前设定的普京与乌克兰达成停火的最后期限，并威胁如果莫斯科不采取行动停火，则可能面临经济惩罚。

欧洲：美欧达成关税协议

美国与欧盟达成 15% 贸易协议。当地时间 7 月 27 日，美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成贸易协议，对欧盟输美商品征收 15% 的关税。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资 6000 亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买价值 7500 亿美元的美国能源产品。欧盟委员会主席冯德莱恩称，部分产品将免征关税，包括飞机及其零部件、部分化学品和药品，协议中对汽车行业的关税统一为 15%。欧盟与美国在医药行业也达成一致，将实施 15% 的统一关税税率。冯德莱恩承认，欧盟与美国尚未就烈酒领域做出决定，贸易协定框架的细节将在未来几周内公布。

欧洲议会官员对不够关税协议表达强烈不满。在美欧双方宣布达成新的贸易协议后，欧洲议会国际贸易委员会主席贝恩德·朗格对该协议表示强烈不满，直言其既不令人满意，也不符合欧洲的根本利益。他认为，尽管 15% 的统一税率在某种程度上带来贸易关系的可预期性和法律上的安全保障，但整体而言，这一协议远未达成平衡，甚至可能对欧洲造成长期伤害。欧委会对美国做出额外的 6000 亿美元投资承诺，以及大规模采购美国军事技术，不利于欧洲本土就业和产业发展。

日本：日央行按兵不动

日本央行维持利率在 0.5% 不变，同时将 2025 年核心 CPI 预期由 2.2% 上调至 2.7%。日本央行行长植田和男在当天下午的记者会上表示，日本国内排除各种暂时性因素后的通胀率在走强，重返通缩的可能性有所下降。未来日本央行将密切关注影响工资和物价上涨循环机制的各种因素，适时调整货币政策，包括择机加息。

俄堪察加半岛地震引发日本连锁反应。俄罗斯堪察加半岛附近海域 7 月 30 日发生 8.7 级地震，引发海啸，同时触发美国夏威夷州、日本和智利等太平洋沿岸国家海啸警报，31 日多数地区警报已解除或降级。但在日本，31 日多处观测到最高 0.7 米的海啸波，日本丰田汽车公司国内多处工厂停产。

其他地区：IMF 上调全球预期，加拿大维持利率不变

国际货币基金组织（IMF）发布最新《世界经济展望》。报告预计今明两年全球经济增长分别为 3.0%和 3.1%，较今年 4 月的预测分别上调 0.2 个和 0.1 个百分点。IMF 首席经济学家皮埃尔-奥利维耶·古兰沙表示，贸易形势仍主导全球经济前景。虽然贸易谈判出现了一些令人欢迎的进展，为全球经济的韧性提供了支撑，但整体关税水平仍处于历史高位，全球政策环境依然高度不确定性。IMF 将今年中国经济增速大幅上调 0.8 个百分点，至 4.8%，反映了今年上半年中国经济活动强于预期且中美实际关税税率显著低于 4 月预测。

加拿大央行维持利率在 2.75%不变，为连续第三次按兵不动。加拿大央行表示，如果经济走弱且通胀压力得到控制，保留进一步降息的可能。

泰国和柬埔寨停火协议正式生效。柬埔寨首相洪玛奈和泰国代理总理普坦在马来西亚吉隆坡举行特别会议，讨论两国边境局势。在会议结束后举行的联合发布会上，两国表示同意停火。

【本周关注】

美国非制造业 PMI、贸易账，欧元区零售销售

8 月 4 日	美国 6 月耐用品订单终值
8 月 5 日	欧元区 6 月 PPI 美国 6 月贸易账 美国 7 月 ISM 非制造业 PMI
8 月 6 日	欧元区 6 月零售销售
8 月 7 日	德国 6 月贸易账
8 月 8 日	日本 6 月家庭支出

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。