

【全球宏观经济2025年8月报告】

关税和降息——两把达摩克利斯之剑

宏观金融与航运团队 陈臻 Z0018730

2025年8月2日

- ◆ 7月少数经济体率先公布了二季度GDP，均实现同比和环比双增长，未出现或避免了技术性衰退。**美国**二季度实际GDP逼近6万亿美元大关，稳居世界第一；环比增长0.7%，高于前值-0.1%，避免了技术性衰退。二季度GDP环比反弹主要得益于贸易逆差锐减，同时“个人消费”和“政府消费支出和投资”两大板块GDP均有所提速。**欧盟**二季度欧盟实际GDP环比增长0.17%，创近6个季度新低。钢铝和汽车关税对欧盟影响较大，该两大产业是欧盟两大支柱企业，而美国是欧盟最大出口贸易国。
- ◆ 7月特朗普发送征税函，原先7月9日的起征日被先后延期至8月1日和8月8日。英国、巴西和福兰克群岛仅被征收10%关税，是最低一档。15%无疑是最多的一档，包含至少39个国家，这也意味着美国将“独立日”10%基准关税提升到了5个百分点。自5月以来，美国先后与英国、越南、印尼、菲律宾、日本、欧盟、韩国签订贸易协议。七个国家累计将对美国投资1.45万亿美元，向美国订购8650亿美元能源、100亿美元+50架波音飞机、45亿美元农产品、军工装备以及对美开放全部或大部分本国市场（零关税）。中美瑞典斯德哥尔摩谈判不及预期，双方仅确认将24%对等关税延期90天，并未就10%基准关税、20%芬太尼、301、232、反倾销反补贴等一系列不平等关税豁免达成一致。
- ◆ 美国未来经济预期大幅好转，主要是两大驱动因素。其一，美国与多个经济体签订的贸易协议。其二，大而美法案。相较而言，贸易协议对美国长期推动作用有可能远胜于大而美法案。大而美法案本质是“劫贫济富+加大杠杆”，更像是美国内部财富从时间和层级两个维度的再分配。贸易协议不仅实实在在赚取了别国的真金白银，还能实现制造业回流。在上半年GDP增速保持2%同比增速情况下，下半年美国经济可能进一步提速，今年美国GDP年度增速可能达到2.5%。不过，贸易协议和大而美法案的副作用也十分显著，将通过国内和国外两条路径推升美国通胀，下半年美国通胀或突破3%。在此情况之下，美联储未来更有可能被迫采取相对谨慎的货币政策，9-12月或降息1-2轮，鲍威尔离任前累计降息2-3轮。期间，白宫会持续美联储降息，甚至会采取提前宣布继任者来影响市场。预计8月美元指数将区间震荡，支撑位97点，压力位101点。一方面，美国经济预期好转，贸易逆差收窄、通胀预期攀升以及鲍威尔相对鹰派的表态，将托底美元指数；另一方面，市场始终会预期鲍威尔卸任后，下一任美联储主席将在白宫授意下大幅降息。特朗普此前给出的降息期望值是300BP，这又对美元指数形成巨大压力。美债收益率整体表现或略强于美元，主要因为大而美法案将提升5万元美元联邦债务上限，其中主要通过发行美债来弥补。美债违约风险溢价将推升美债收益率。
- ◆ 今年底前有三大不确定因素：其一，关税政策。特朗普连续推迟三次对等关税起征日，目前暂定8月7日为起征日，不排除再次延期的可能性。诸多国家尤其是被征收高关税的国家（比如：瑞士、加拿大、墨西哥、印度、南非）将加快与美国谈判的步伐。特朗普很有可能借机讹诈，按照此前贸易协议作为模板，要求别国付出包括开放市场、订购美货、对美投资、接受美国产业标准等苛刻代价。中美也将继续开展新一轮，并且此次谈判将从贸易层面提升至战略层面，涉及俄罗斯原油等第三国商品。期间倘若其他主要国家与美签订贸易协议，美国将以更强硬姿态面对与中国谈判；反之，则会以相对克制和理性态度谈判。其二，美联储降息时间以及频率。其三，地缘局势。诸多西方国家是否真的如约在9月正式承认巴勒斯坦国、伊朗和朝鲜核问题、俄乌冲突、胡塞武装引发的红海危机等。



CONTENT 目录

第一部分 对等关税即将落地 主要央行按兵不动

第二部分 美国二季度GDP超预期增长 大而美法案强推通过

第三部分 欧洲二季度GDP降速 欧洲央行停止降息

第四部分 日经冲高回落 韩国二季度经济逆袭

第五部分 新兴经济体出口边际回调 制造业喜忧参半

第六部分 下半年综合展望

1、二季度全球主要经济体实际GDP

2025年二季度全球主要经济体实际GDP								
经济体	二季度GDP（万亿本币）	同比	环比	美元兑本币汇率	二季度GDP（万亿美元）	占比	地理位置	经济发展水平
美国	5.9213	2.0%	0.7%	1.0000	5.9213	100.0%	北美洲	发达经济体
中国	32.3489	5.2%	5.5%	7.1915	4.4982	76.0%	亚洲	发展中国家
欧盟	3.3793	1.5%	0.2%	0.8817	3.8327	64.7%	欧洲	发达经济体
韩国	575.5226	0.6%	0.6%	1399.8230	0.4111	6.9%	亚洲	发达经济体
新加坡	0.1446	4.4%	1.4%	1.3008	0.1112	1.9%	亚洲	发达经济体
马来西亚	0.4195	4.7%	1.1%	4.3103	0.0973	1.6%	亚洲	发展中国家
越南	1643.3167	8.8%	9.2%	24955.8571	0.0658	1.1%	亚洲	发展中国家

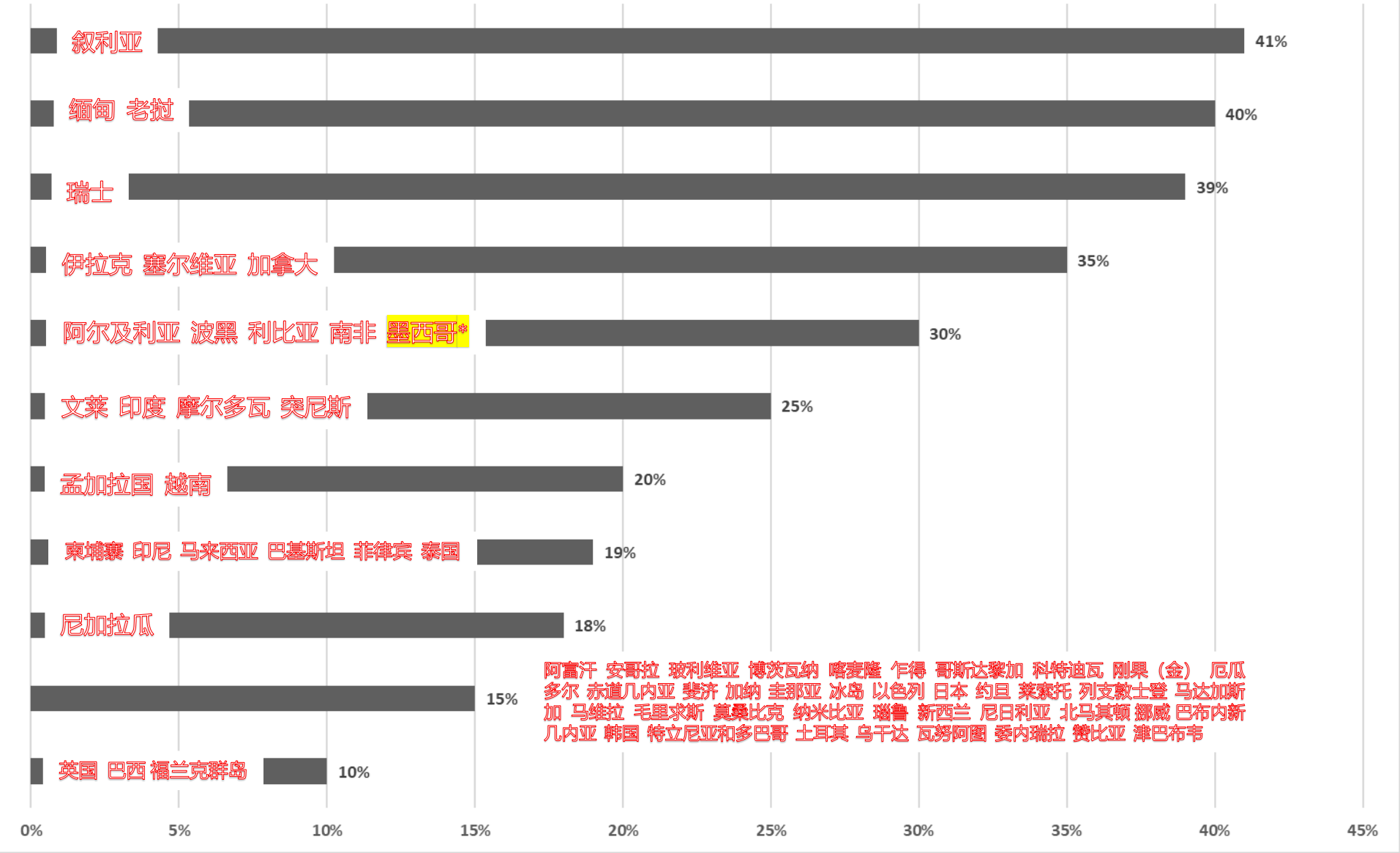
来源：Wind、方正中期研究院整理

7月少数经济体率先公布了二季度GDP，均实现同比和环比双增长，未出现或避免了技术性衰退。

- **美国**二季度实际GDP录得5.9213万亿美元，逼近6万亿美元大关，稳居世界第一；环比增长0.7%，高于前值-0.1%，避免了技术性衰退。二季度GDP环比反弹主要得益于关税抢出口造成一季度GDP偏低的修正，同时“个人消费”和“政府消费支出和投资”两大板块GDP均有所提速。
- **中国**依然是世界第二，二季度同比和环比分别增长5.2%和5.5%，占美国GDP比重76%。二季度中国遭受美国关税打压，4月至5月中旬中国出口至美国货物量锐减。不过，中国通过扩大对其他经济体出口贸易部分弥补了美国贸易缺口，同时在5月中旬与美互降关税一度引发抢运潮。同时，适度放宽国内财政和货币政策，因此整体二季度依然能保持较快发展。
- 虽然对等关税豁免90天，但是钢铝和汽车关税分别提升至50%和25%，令**欧盟**经济降速。毕竟，钢铝和汽车是欧盟两大支柱企业，而美国是欧盟最大出口贸易国。二季度欧盟实际GDP环比增长0.17%，创近6个季度新低。
- **韩国**一季度GDP出现同比和环比双负增长，二季度实现逆袭，同比和环比增速均达到0.6%，主要得益于对美抢出口以及服务行业稳定发展。
- **越南**二季度同比和环比增速分别达到8.8%和9.2%，是目前东盟发展最快国家，大概率也能远高于其他未公布东盟国家增速。越南近几年依托相对低廉的土地和人口成本优势，吸纳了大量海外投资，尤其中美贸易战升级后，越南制造进一步填了部分美国市场，同时转口贸易也推升出口贸易额。**新加坡**和**马来西亚**二季度也稳定发展，同比增速保持4%以上，环比增速保持1%以上。美国严查原产地后，东盟国家转口贸易将会锐减。

2、美国7月向全球发送征税函

美国对各国发布的最新对等关税税率（从2025年8月8日起征）



- 7月特朗普发送征税函，原先7月9日的起征日被先后延期至8月1日和8月8日。
- 英国、巴西和福兰克群岛仅被征收10%关税，是最低一档。英国是“独立日”后首个与美国达成贸易协议的国家。巴西一度被美国征收最高的50%对等关税，特朗普给出的理由是现任巴西总统卢拉对于前总统博索纳罗的政治迫害。经过磋商后，美国将关税恢复至最初10%。
- 15%无疑是最多的一档，包含至少39个国家，这也意味着美国将“独立日”10%基准关税提升到了5个百分点。日本和韩国经过多轮磋商和让步后，将原先25%关税下调了10个百分点。
- 东盟和南亚国家主要集中于19%-25%，缅甸和老挝则被征收高达40%关税。7月31日，财长贝森特特意提到了印度，声称整个贸易团队对印度感到沮丧，不知道印度方面会如何发展。
- 美国对北美两大邻国均征收高关税，加拿大35%、墨西哥30%。与墨西哥谈判较为顺利，特朗普宣布对墨西哥缓征90天。加拿大则选择硬刚美国，甚至一度想拉拢欧盟和日本一起反制美国，因此被美国重点针对，并且为了防止加拿大出口贸易商转口避税，特意补充“为逃避加拿大35%的关税而转运的货物将被征收40%的转运关税”。倘若对两国关税真的完全落地，北美自贸区将名存实亡。
- 叙利亚被征收41%，是目前最高关税。
- 在两轮征税函中，都未出现俄罗斯，主要是为了俄乌停火创造更为良好的谈判氛围。不过，特朗普近期威胁普京，倘若不在8月8日前停火，就将对俄罗斯征收100%二级制裁措施。

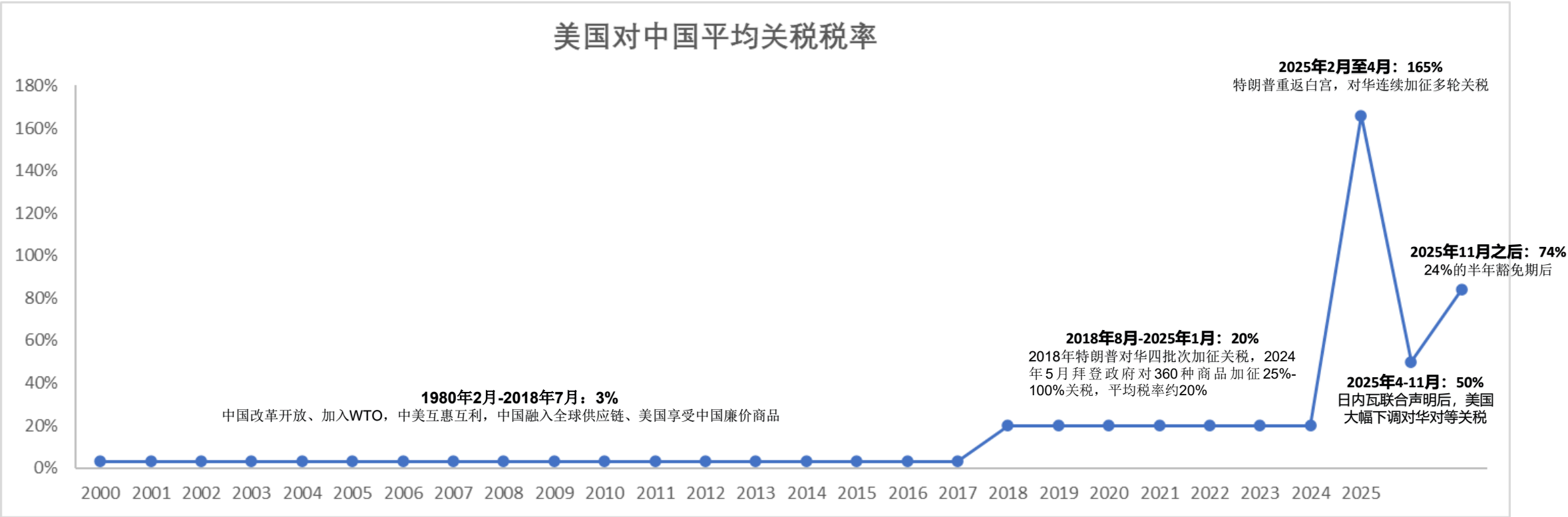
来源：公开资料、方正中期研究院整理

美国达成的贸易协定						
国家	签订日期	美国给予的关税优惠	本国付出的代价			
			对美订单	市场开放程度	对美投资	产品标准
英国	5月8日初步 6月16日敲定	整体维持10%， (免关税：钢铝、1.3万吨牛肉免税、 部分飞机零件，前10万辆汽车从 27.5%降至10%)	100亿美元波音飞机	乙醇关税降至0%、 1.3万吨牛肉免税	——	——
越南	7月2日	从46%下调至20%、转口贸易40%	——	所有市场零关税	——	——
印尼	7月15日	从32%下调至19%	价值150亿美元能源、价值45 亿美元农产品、50架波音飞机	所有市场零关税、对美提供关键矿产	——	——
菲律宾	7月22日	从20%下调至19%	——	所有市场零关税	——	——
日本	7月22日	从25%下调至15%	——	降低汽车和农产品市场限制	5000亿美元，其中90% 利润留存美国	——
欧盟	7月27日	从30%下调至15%	军工装备以及7500亿美元能源	20万亿美元市场	6000亿美元	接受美国汽车和工业 标准
韩国	7月31日	从25%下调至15%	1000亿美元能源	所有市场零关税	3500亿美元 (其中1500亿美元作为 美韩造船合作专用资金)	
合计			8650亿美元能源、100亿美元 +50架波音飞机、45亿美元农 产品、军工装备		1.45万亿美元	

- 自5月以来，美国先后与英国、越南、印尼、菲律宾、日本、欧盟、韩国签订贸易协议。
- 英国和越南均是特朗普在7月发布征税函之前签署的，其他五大经济体是在收到征税函后加快了与美国谈判的步伐，实现关税二次下调。
- 虽然这些经济体获得了关税下降，但付出了对美大额订单、部分或完全市场开放、巨额投资、高比例利润留存、接受美国产业标准等高昂代价。
- 美国与这些经济体的贸易协议或成为其他国家谈判的模板。

	美国对于中国关税政策改善	中国对于美国关税政策改善
瑞士日内瓦贸易会谈	取消91%对等关税	取消91%对等关税
	24%关税获得90天豁免期	24%关税获得90天豁免期
英国伦敦贸易会谈	放宽对于中国芯片设计软件、飞机发动机、乙烷出口	放宽稀土出口管制
瑞典斯德哥尔摩	推进24%关税延长90天豁免期	推进24%关税延长90天豁免期

中美瑞典斯德哥尔摩谈判不及预期，双方仅确认将24%对等关税延期90天，并未就10%基准关税、20%芬太尼、301、232、反倾销反补贴等一系列不平等关税豁免达成一致。



来源：公开资料、方正中期研究院整理

适用法律	日期	关税税率	针对中国商品类型	进展
芬太尼	2月4日	10%	所有	征收
	3月3日	10%		征收
对等关税	4月2日	34%	绝大多数	保留10%、180天豁免期24%
	4月8日	50%		5月14日已取消
	4月9日	41%		
301法案	4月17日	从2025年10月14日逐年累加	中国船东及中国船厂建造船舶的港使费	最终裁决
最低免税额	5月2日	120%或200美元/件	不超过800美元的低价值小额包裹	下调至54%从价税或100美元/件从量税，并有90天豁免期
普通关税政策	5月19日	20%-100%	港口岸桥起重机、集装箱、底盘及零部件等货物装卸设备	最终裁决
反倾销+反补贴	5月20日	普征6.55%，另有两家721.03%	活性阳极材料	初步肯定性裁决
	6月11日	294.43%	熔渣桶	最终裁决
	6月12日	504.07%	硬木及装饰性胶合板	调查
	6月16日	160.79%	制动鼓	最终裁决
	6月17日	普征519.23%，另有2家1157.23%	低速个人交通工具	最终裁决
		普征86.24%，另有7家33.27%-301.83%	临时钢栅栏	最终裁决
	6月18日	反倾销198.51%	L-赖氨酸	调查
二级关税	未开启	100%	所有	威胁：如果继续购买俄罗斯原油

3、7月全球多数央行选择按兵不动

7月全球主要央行货币政策			
货币政策	经济体	7月变动幅度（BP）	最新利率
降息	俄罗斯	200	18.00%
	印度尼西亚	25	5.25%
	波兰	25	5.00%
	马来西亚	25	2.75%
未变化	哈萨克斯坦		16.50%
	巴西		15.00%
	墨西哥		8.00%
	美联储		4.25-4.5%
	澳大利亚		3.85%
	新西兰		3.25%
	加拿大		2.75%
	韩国		2.50%
	欧元区		2.00%
	日本		0.50%

来源：Wind、方正中期研究院整理

综合来看，全球主要央行已从连续降息逐步向谨慎降息转变。

- 美联储在7月底的议息会议继续按兵不动，连续5轮未降息。虽然美联储承认上半年经济增速已经放缓，但依然担忧关税政策对于通胀的推升效应，并未就9月是否降息明确表态。市场对于美联储降息预期大幅降温，利率期货显示未来4个月累计降息1轮概率已经超过2轮，鲍威尔离任前累计再降息2轮。会议结束后，白宫继续施压美联储降息。
- 欧洲央行在连续降息8轮之后选择维持现有利率政策不变。欧元区失业率维持历史低位，通胀水平达到2%长期目标，是欧洲央行选择维持现有利率不变的底气。
- 日本一季度GDP出现负增长，且受到贸易政策影响较大，同时通胀率不断回落，日本央行暂未加息，静观其变。
- 俄罗斯经济遭受西方国家制裁影响严重，目前主要靠国内军工产业来支撑GDP数据。因此随着通胀率终于重回个位数，俄罗斯央行选择大幅降息200BP刺激经济发展。

2025年1-7月全球大类资产涨跌情况									
资产类别	具体市场	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	累计
大宗商品	COMEX黄金	7.3%	0.5%	10.6%	5.4%	-0.1%	-0.2%	1.2%	26.8%
	COMEX白银	10.3%	-2.4%	9.9%	-5.2%	0.6%	9.5%	1.5%	25.5%
	LME3个月锌	-7.7%	1.3%	1.6%	-7.3%	0.9%	4.1%	0.1%	-7.5%
	LME3个月镍	-0.3%	2.6%	2.0%	-2.6%	-1.5%	-0.7%	-1.4%	-2.0%
	LME3个月铜	3.2%	3.3%	3.7%	-6.0%	4.1%	4.0%	-2.7%	9.4%
	NYMEX天然气	-15.4%	24.3%	8.2%	-18.9%	3.3%	-0.2%	-10.3%	-14.7%
	布伦特原油	2.8%	-4.7%	2.1%	-15.5%	1.2%	5.8%	7.3%	-2.8%
	CBOT大豆	3.4%	-1.9%	-1.1%	3.0%	-0.2%	-1.4%	-3.6%	-2.0%
	NYBOT 2号棉花	-3.6%	-0.9%	2.4%	-1.2%	-1.5%	4.5%	-1.2%	-1.7%
股市	标准普尔500	2.7%	-1.4%	-5.8%	-0.8%	6.2%	5.0%	2.2%	7.8%
	道琼斯	4.7%	-1.6%	-4.2%	-3.2%	3.9%	4.3%	0.1%	3.7%
	纳斯达克	1.6%	-4.0%	-8.2%	0.9%	9.6%	6.6%	3.7%	9.4%
	伦敦金融时报100	6.1%	1.6%	-2.6%	-1.0%	3.3%	-0.1%	4.2%	11.7%
	巴黎CAC40	7.7%	2.0%	-4.0%	-2.5%	2.1%	-1.1%	1.4%	5.3%
	法兰克福DAX	9.2%	3.8%	-1.7%	1.5%	6.7%	-0.4%	0.7%	20.9%
	上证A股	-3.0%	2.2%	0.4%	-1.7%	2.1%	2.9%	3.7%	6.6%
债市	美国10年期国债收益率	0.0%	-7.4%	-0.2%	-1.4%	5.8%	-3.9%	3.1%	-4.6%
	欧元区10年期公债收益率	3.4%	-2.4%	12.7%	-8.1%	2.1%	2.6%	3.1%	12.9%
汇率	美元指数	0.0%	-0.9%	-3.1%	-4.4%	-0.2%	-2.7%	3.4%	-7.8%
	欧元兑美元	0.1%	0.1%	4.3%	4.7%	0.2%	3.9%	-3.2%	10.3%
	美元兑日元	-1.3%	-2.9%	-0.4%	-4.6%	0.7%	0.0%	4.7%	-4.1%
	美元兑人民币	-0.3%	0.1%	0.1%	0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.5%
	美元兑卢布	-3.6%	-10.5%	-4.6%	-2.5%	-3.8%	0.0%	4.3%	-19.5%
波动率	VIX	-5.3%	19.5%	13.5%	10.9%	-24.8%	-9.9%	-0.1%	-3.6%
	纳斯达克100波动率	1.0%	12.7%	12.0%	9.6%	-24.9%	-6.3%	-1.7%	-3.5%
海运	欧线集运	-21.8%	35.0%	2.8%	-34.1%	31.8%	-13.7%	-3.7%	-21.6%
	BDI	-26.3%	67.2%	30.0%	-13.5%	2.3%	5.0%	34.5%	100.9%

来源：Wind、方正中期整理



CONTENT 目录

第一部分 对等关税即将落地 主要央行按兵不动

第二部分 美国二季度GDP超预期增长 大而美法案强推通过

第三部分 欧洲二季度GDP降速 欧洲央行停止降息

第四部分 日经冲高回落 韩国二季度经济逆袭

第五部分 新兴经济体出口边际回调 制造业喜忧参半

第六部分 下半年综合展望

1.1 GDP：二季度边际反弹

2025年二季度美国实际GDP及各分项增速				
指标名称	实际GDP（万亿美元）	占比	同比	环比
GDP	5.92	100%	2.0%	0.7%
个人消费	4.09	69.0%	2.4%	0.4%
商品	1.40	23.6%	3.5%	0.5%
耐用品	0.53	9.0%	4.8%	0.9%
非耐用品	0.87	14.7%	2.8%	0.3%
服务	2.70	45.5%	1.9%	0.3%
国内私人投资	1.09	18.4%	-0.1%	-4.2%
固定资产投资	1.09	18.4%	2.2%	0.1%
非住宅类	0.90	15.3%	3.2%	0.5%
建筑	0.16	2.8%	-3.8%	-2.7%
设备和器械	0.35	6.0%	7.0%	1.2%
知识产权产品	0.39	6.6%	3.7%	1.6%
住宅类	0.20	3.3%	-1.3%	-1.2%
私人存货变化	-0.01	-0.1%	-136.3%	-116.2%
净出口	-0.26	-4.3%	-0.9%	-24.5%
出口	0.66	11.1%	1.9%	-0.4%
进口（负项）	0.91	15.4%	1.1%	-8.6%
政府消费支出和投资	1.00	16.9%	2.0%	0.1%

2024年VS2025上半年美国GDP增速对比				
指标名称	2024全年同比	2025上半年同比	2025年一季度环比	2025年二季度环比
GDP	2.8%	2.0%	-0.1%	0.7%
个人消费	2.8%	2.6%	0.3%	0.4%
商品	2.4%	3.6%	0.0%	0.5%
耐用品	3.3%	5.1%	-1.0%	0.9%
非耐用品	1.9%	2.8%	0.5%	0.3%
服务	2.9%	2.1%	0.4%	0.3%
国内私人投资	4.0%	3.0%	5.6%	-4.2%
固定资产投资	3.7%	2.4%	1.9%	0.1%
非住宅类	3.6%	3.5%	2.5%	0.5%
建筑	3.5%	-2.5%	-0.4%	-2.7%
设备和器械	3.4%	7.6%	5.7%	1.2%
知识产权产品	3.9%	3.0%	1.1%	1.6%
住宅类	4.2%	-1.0%	-0.1%	-1.2%
私人存货变化	18.1%	50.4%	1733.0%	-116.2%
净出口	10.8%	18.5%	31.0%	-24.5%
出口	3.3%	2.3%	0.6%	-0.4%
进口（负项）	5.3%	6.8%	9.3%	-8.6%
政府消费支出和投资	3.4%	2.3%	-0.2%	0.1%

- ❑ 二季度实际GDP录得5.92万亿美元，同比增长2.0%，与前值持平；环比增长0.7%，高于前值-0.1%，避免了技术性衰退。
- ❑ 二季度GDP环比反弹主要得益于关税抢出口造成一季度GDP偏低的修正。二季度美国进口商品GDP（负项）录得2.97万亿美元，环比下降10.7%，远低于前值11%。此外，“个人消费”和“政府消费支出和投资”两大板块GDP提速，分别录得4.09万亿美元和1万亿美元，环比增长0.4%和0.1%，高于前值0.3%和-0.2%。国内私人投资GDP大幅回落，同比和环比分别下降0.1%和4.2%。
- ❑ 受一季度GDP拖累，上半年GDP同比增长2%，低于2024全年2.8%，整体降速。

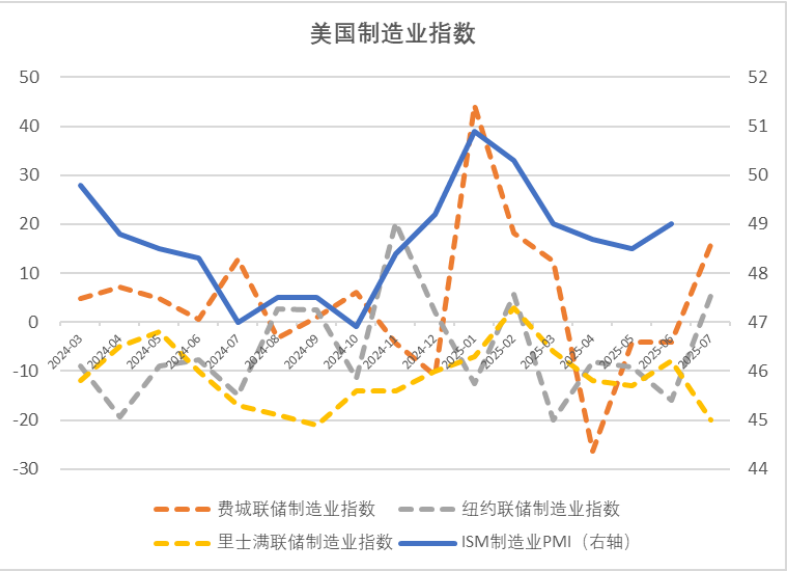


来源：Wind、iFinD、方正中期研究院整理

1.2 产业：制造业和服务业分化严重

同花顺iFinD		2025年美国ISM制造业PMI									方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES	
指标名称	制造业PMI	新订单	产出	就业	物价	进口	自有库存	订单库存	客户库存	新出口订单		
2025-06	49.0	46.4	50.3	45.0	69.7	47.4	49.2	44.3	46.7	46.3		
2025-05	48.5	47.6	45.4	46.8	69.4	39.9	46.7	47.1	44.5	40.1		
2025-04	48.7	47.2	44.0	46.5	69.8	47.1	50.8	43.7	46.2	43.1		
2025-03	49.0	45.2	48.3	44.7	69.4	50.1	53.4	44.5	46.8	49.6		
2025-02	50.3	48.6	50.7	47.6	62.4	52.6	49.9	46.8	45.3	51.4		
2025-01	50.9	55.1	52.5	50.3	54.9	51.1	45.9	44.9	46.7	52.4		

同花顺iFinD		2025年美国ISM服务业PMI									
指标名称	服务业PMI	就业	库存	物价	新订单	进口	商业活动	订单库存	供应商交付	库存景气	新出口订单
2025-06	50.8	47.2	52.7	67.5	51.3	51.7	54.2	42.4	50.3	57.1	51.1
2025-05	49.9	50.7	49.7	68.7	46.4	48.2	50.0	43.4	52.5	62.9	48.5
2025-04	51.6	49.0	53.4	65.1	52.3	44.3	53.7	48.0	51.3	56.1	48.6
2025-03	50.8	46.2	50.3	60.9	50.4	52.6	55.9	47.4	50.6	56.6	45.8
2025-02	53.5	53.9	50.6	62.6	52.2	49.6	54.4	51.7	53.4	54.7	52.1
2025-01	52.8	52.3	47.5	60.4	51.3	49.8	54.5	44.8	53.0	53.5	52.0



来源：iFinD、方正中期研究院整理

6月美国两大产业继续严重分化。

- 6月美国ISM服务业PMI录得50.8，上半年仅5月低于荣枯线。6月美国制造业PMI录得49，连续4个月低于荣枯线。
- 通胀：依然严峻，无论制造业还是服务业的物价PMI均处于67-70的强扩张区。
- 就业：不断降温，6月制造业和服务业就业PMI分别录得45和47.2，尤其制造业连续5个月低于荣枯线。由于6月贸易形势并不明朗，企业不敢招聘。
- 新订单：严重分化，服务业长期处于荣枯线以上，制造业连续5个月低于荣枯线。

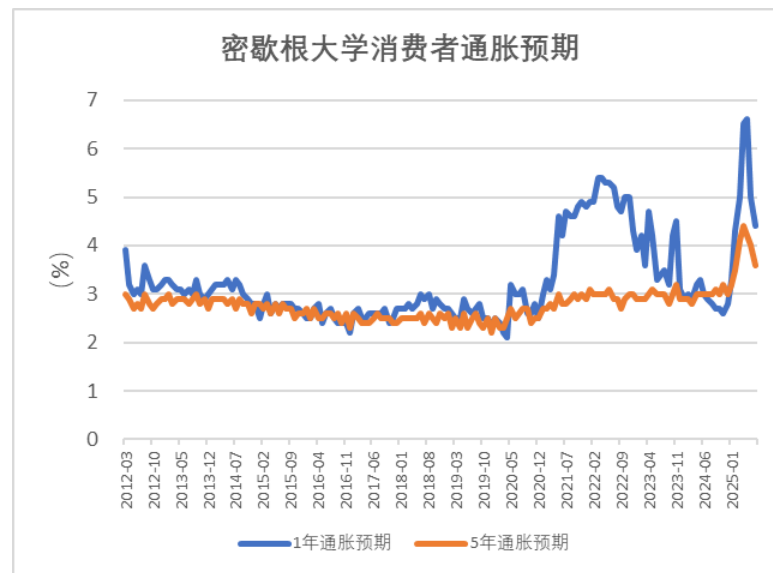
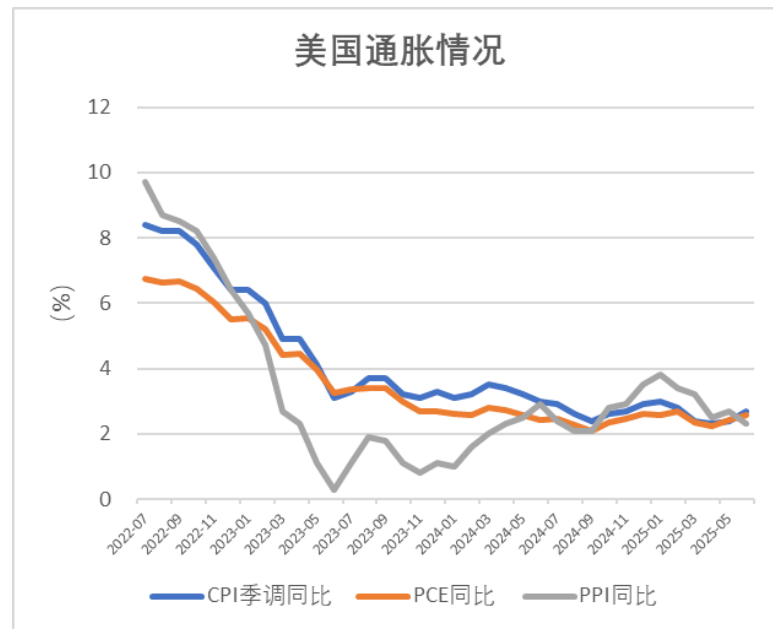
7月制造业回暖

- 随着贸易协议要求多国对美投资和放宽本国市场限制，多个地区制造业指数大幅回暖。7月费城联储、纽约联储、芝加哥制造业指数从-4、-16、40.4上涨至15.9、5.5、47.1，仅里士满联储制造业指数从-8继续回调至-20。

1.3 通胀：逐步反弹

2025年美国季调CPI分项同比增速（%）							
月份		2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
总项	CPI	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00
	核心CPI	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30
分项	商品	0.70	0.00	-0.10	0.10	0.60	0.80
	服务	3.80	3.70	3.70	3.70	4.10	4.20
细项	食品与饮料	2.90	2.80	2.70	2.90	2.50	2.40
	能源	-0.60	-3.10	-3.50	-3.20	-0.30	0.80
	住宅	4.10	4.00	4.00	3.70	3.80	3.80
	服装	-0.50	-0.90	-0.70	0.30	0.50	0.50
	交通运输	-0.10	-1.20	-1.40	-0.80	1.60	3.10
	医疗保健	2.80	2.50	2.70	2.60	2.90	2.60
	娱乐	2.10	1.80	1.60	1.80	1.80	1.60
	教育与通信	0.50	0.30	0.20	0.60	0.30	0.50

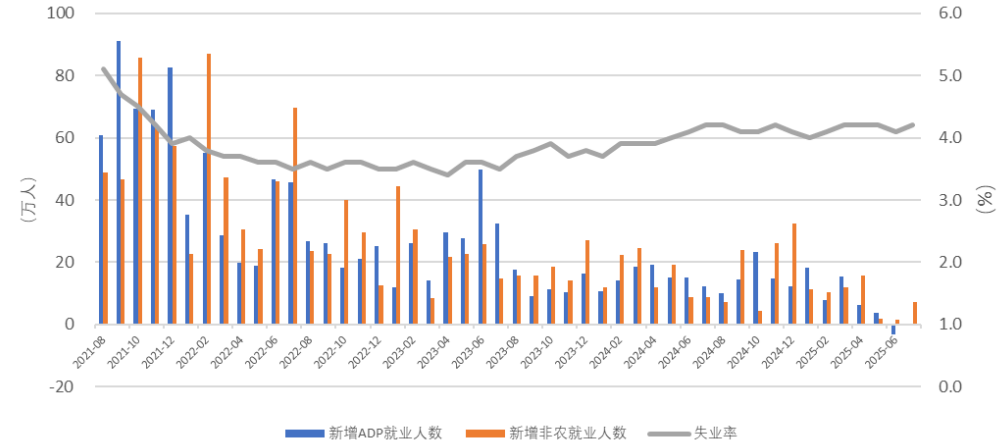
- 4月美国向全球加征关税，5月起美国通胀触底反弹，CPI和PCE同比增速分别从4月2.3%和2.24%逐步上升至6月2.7%和2.58%。不过，6月PPI同比增速超预期从前值2.7%回落至2.3%。
- 单看6月CPI，两大板块通胀均有加速，服务CPI同比增长3.8%，创近4个月新高；商品CPI同比增长0.7%，创近4个月新高。具体至行业来看，八大行业CPI同比增速均高于前值。“能源”、“交通运输”和“服装”继续保持负增长，但是负向增速明显趋缓，在-0.1至-0.6%不等，逼近0值。住宅CPI增速依然最高，达到4.1%。特朗普较为看重的食品和饮料CPI同比增速录得2.9%，连续两个月反弹。娱乐CPI同比增速达到2.1%，创去年3月以来新高。此外，“医疗保健”和“教育与通信”CPI同比增速分别录得2.8%和0.5%，均创近期新高。美国通胀连续反弹，一部分与关税政策有关，尤其是商品类通胀；另一部分与天气转暖户外活动增加有关，尤其是服务类通胀。
- 随着贸易谈判深入，民众对于未来通胀预期显著降温。密歇根大学公布消费者对于未来1年和5年通胀预期从4月6.5%和4.4%逐步下降至7月4.4%和3.6%。



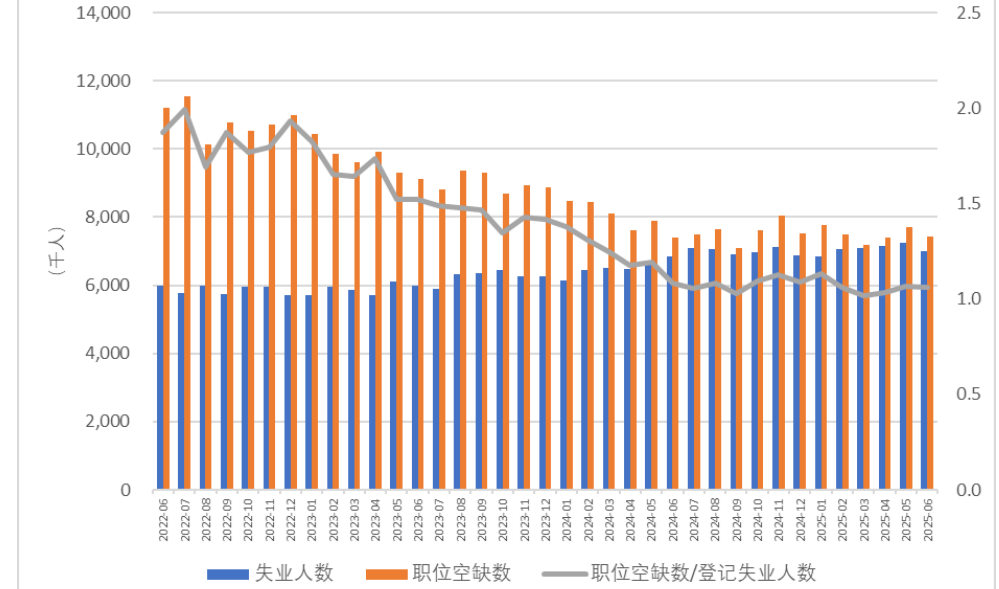
来源：iFinD、Wind、方正中期研究院整理

1.4 就业：整体稳定 略有降温

美国新增就业人数



美国职位空缺数与失业人数比值



美国新增非农就业人数



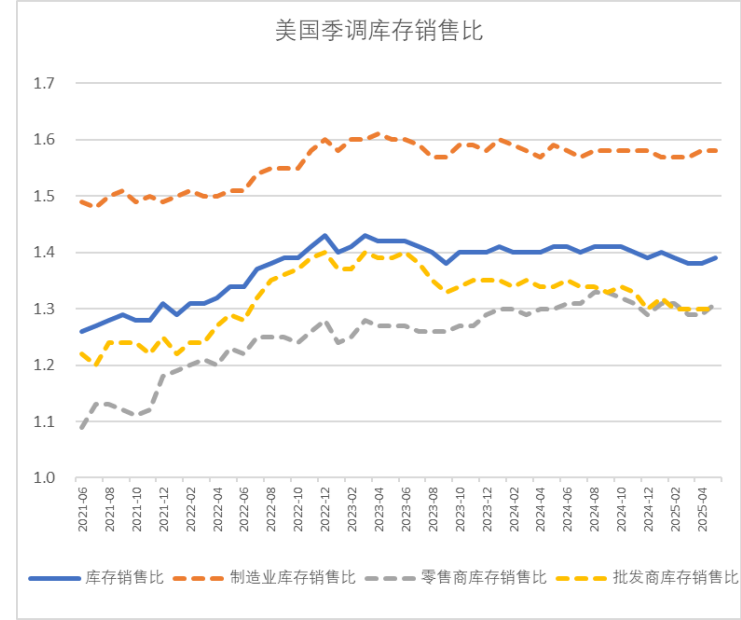
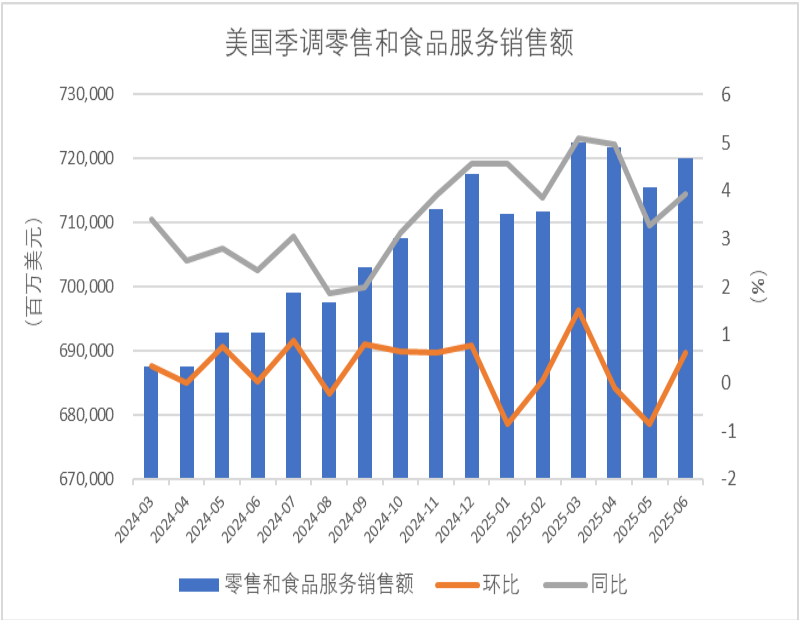
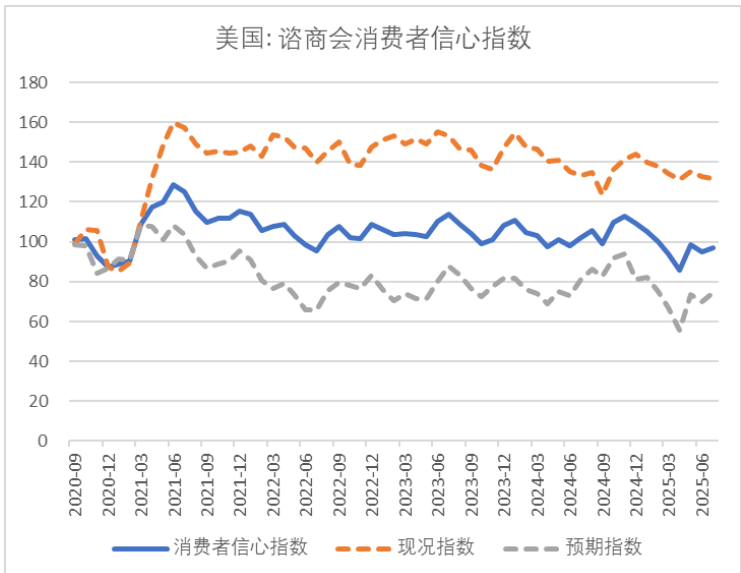
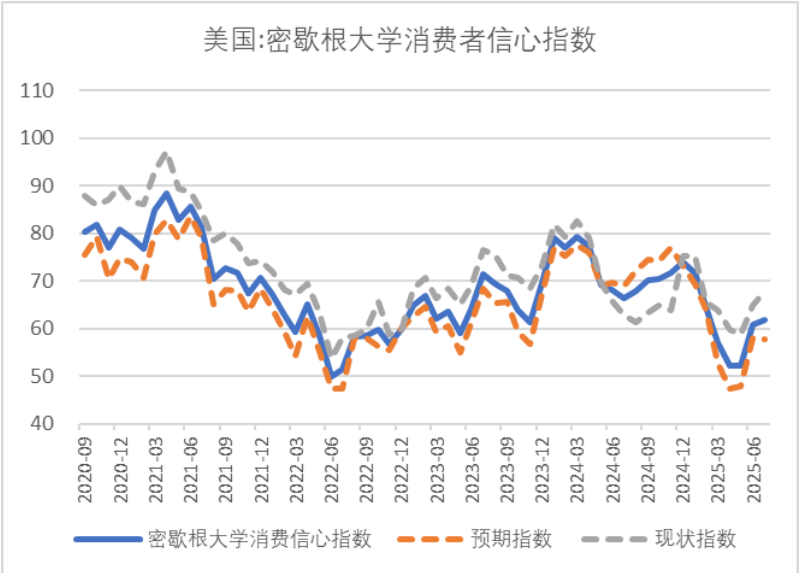
单位：万人	2025年7月	2025年6月
新增非农就业人数	7.3	1.4
私人	8.3	0.3
服务生产	9.6	1.6
金融活动	1.5	-0.2
专业和商业服务	-1.4	-1.1
运输仓储业	0.4	0.1
休闲和酒店业	0.5	0.4
零售业	1.6	-1.4
信息业	-0.2	0.0
批发业	-0.8	-0.8
公用事业	0.0	0.0
医疗保健和社会救助	7.9	5.2
其他服务业	0.2	-0.5
商品生产	-1.3	-1.3
制造业	-1.1	-1.5
建筑业	0.2	0.3
采矿业	-0.4	-0.1
政府	-1.0	1.1
联邦政府	-1.2	-0.9
州政府	0.5	1.0
地方政府	-0.3	1.0

源于Wind、iFinD、方正中期研究院整理

- 7月美国新增非农就业人数录得7.3万，虽高于前值1.4万，但远低于预期10.6万。其中，专业和商业服务、信息业、批发业、商品生产、政府就业人数出现下降。失业率从4.1%反弹至4.2%，恢复至3-5月水平。素有“小非农”之称的ADP在7月就业人数与前值相一致。
- 6月美国职位空缺数录得743.7万人，低于前值771.2万人和预期751万人。其中，私营企业锐减32.5万个空缺岗位，政府部门新增5万个空缺岗位。6月职位空缺数与登记失业数之比录得1.06，低于前值1.066。
- 可以看出，美国整体劳动力市场继续呈现供不应求的局面，但在逐步降温。

1.5 消费：零售和信心回升 库销比增加

- ✓ **库销比**：5月中旬之前中美贸易跌入冰点，市场担忧美国后期会出现滞涨风险，影响民众消费。5月销售总额降至1.91万亿美元，连续2个月回落。同时，前期关税抢运货物陆续到岸，5月库存总额录得2.66万亿美元，连续4个月上升。因此，5月库销比录得1.39，创近3个月新高。
- ✓ **零售**：随着中美5月12日日内瓦谈判结果超预期，多家金融机构大幅下调未来1年美国衰退概率，促使美国民众消费意愿和信心回升。6月零售和食品服务消费总额环比增长0.6%，逆转了5月-0.9%的颓势。
- ✓ **消费信心**：7月密歇根大学消费者信心指数录得61.7，连续两个月反弹，创近5个月新高。7月谘商会消费者信心录得97.2，高于前值。



来源：Wind、iFinD、方正中期研究院整理

经历多轮投票，7月3日下午“大而美法案”（One Big Beautiful Bill）终于以“219票同意、213票反对”闯关通过。该法案是特朗普全力力主的，但由于削弱了对于美国底层民众的援助以及取消了民主党支持的新能源车补贴，因此法案广受诟病并遭遇极力抵制，投票和审议过程一波三折。甚至连特朗普竞选中最重要的支持者——马斯克也公然反对，直言“该法案将给美国带来巨大灾难”，扬言准备成立为美国人民利益考虑的美国党。

减税内容

- 永久性延长2017年特朗普的减税措施，比如下调个税和企业税率，提升遗产税免税额
- 州和地方税抵扣上限提升
- 2024年竞选承诺的多项税收抵扣，包括老年人专项抵扣、美国本土新车贷款利息抵税
- 儿童相关减税和福利。可以看出，除了对于老人和儿童的抵税是惠及弱势群体，其他的减税方案都是为富人和企业量身打造的。

取消或减免的补贴内容

- 削减超6000亿美元医疗补助
- 限制食品券使用，约削减2600亿美元
- 缩减学生贷款规模
- 取消清洁能源税收优惠。
- ◆ 其中，1-3项原本都是补助贫困人群，取消后将导致低收入人群无钱就医甚至连最基本的食品都无法保障，寒门更难出才子。第4项完全体现了共和党党派利益，打击新能源，支持传统化石能源，直接损害了民主党和新能源车企业的利益，导致绝大多数民主党和马斯克极力反对。

增加预算内容

- 超过1500亿用于建造边境墙、扩建拘留中心和补贴地方移民执法。此举确实得到广大本土合法民众支持，但会压缩非法移民生存空间，削减低端劳动力规模。
- 1570亿美元投入军费，重点投向造船、导弹防御系统以及弹药储备，这将加剧地缘紧张局势，造成世界范围的军备竞赛。

提升债务上限

特朗普此举无疑就是“劫贫济富”，并且对于穷人补贴的削减幅度完全无法弥补对于富人的减税规模，这就要求联邦政府发行更大规模国债，造成财政赤字将更为严重，该法案已将债务上限进一步提升5万亿美元。随着热钱涌入市场，将会提升通胀预期。不过，随着债务上限提升，特朗普可能对于贸易赤字的容忍度也将有所提升，在关税谈判中或许不再过分激进。

大而美法案的通过将进一步引发“富人与穷人”、“本土国民与非法移民”、“共和党与民主党”、“白宫与美联储”的矛盾，造成美国社会的进一步撕裂。单论金融层面，美债和美元信誉将受损，推高美债收益率，美元作为储备货币地位被削弱，贵金属避险属性进一步加强，美联储担忧通胀预期或延缓降息步伐。

最近两次美联储FOMC声明对比			方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES
	2025年7月FOMC声明	2025年6月FOMC声明	
基准利率	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. （维持现有4.25-4.5%利率不变）	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.	
经济	Although swings in net exports continue to affect the data, recent indicators suggest that growth of economic activity moderated in the first half of the year. （虽然净出口继续影响数据，但是近期指标显示上半年经济活动有所放缓）	Although swings in net exports have affected the data, recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace.	
就业	The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. （失业率仍然很低，劳动力市场状况依然稳固）	The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid.	
通胀	Inflation remains somewhat elevated. （通胀仍在一定程度处于相对高位）	Inflation remains somewhat elevated.	
市场不确定性	Uncertainty about the economic outlook remains elevated. （删除不确定性已经下降的表述，更为突出强调不确定性持续攀升）	Uncertainty about the economic outlook has diminished but remains elevated.	
政策目标	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. （委员会寻求长期实现就业最大化和2%的通胀率，并注意到实现双重任务的风险）	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 3 percent over the longer run. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.	
	The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective. （委员会正竭尽全力推动最大程度就业以及将通胀回归2%）	The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 3 percent objective.	
决策依据	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. （在考虑对联邦基金利率目标范围进行额外调整的程度和时间时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景以及风险平衡）	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.	
	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments. （在评估货币政策适当立场时，委员会将继续监测最新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会实现目标的风险，委员会将准备根据需要调整货币政策的立场。委员会在评估时将考虑各方面信息，包括劳动力市场状况、通胀压力、通胀预期以及金融和国际发展方面的数据）	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	
缩表	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. （维持现有缩表进度：国债每月上限50亿美元，机构债务和MBS的上限为350亿美元）	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities.	
投票结果	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting. Absent and not voting was Adriana D. Kugler. （本次议息会议以9票赞同、2票反对结果通过维持现有利率不变的决议，两位理事鲍曼和沃勒认为应该降息25BP，库格勒缺席本次会议）	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman ; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler ; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. （6月议息会议以12票全票通过同意维持现有利率不变）	

美东时间7月30日14:00，美联储发布7月FOMC声明，以9:2的投票结果维持现有4.25-4.5%基准利率保持不变，符合市场预期，这是美联储连续第5轮议息会议维持现有利率不变，今年尚未降息。

- 相较于6月，7月议息会议声明有三处变化：
- 承认上半年经济有所放缓。
 - 删除“不确定性已经下降”的表述，更为突出强调不确定性持续攀升。
 - 6月议息会议以12票全票通过维持现有利率不变。本次议息会议以“9票赞同、2票反对”的结果通过决议，两位理事鲍曼和沃勒认为应该降息25BP。值得一提的是，鲍曼和沃勒都是在特朗普首任期间被任命为美联储理事，并在会议前明确表达过支持7月降息的言论，沃勒还特别声明与政治无关。另一位美理事库格勒缺席本次会议，根据美联储规定，区域联储行长缺席投票时可由其他行长替代，而理事席位无替代人选。因此，本次投票人数仅11人，比常备12人配置少1人。

鲍威尔讲话相对中性且较为客观，既承认经济放缓的现实，也指出就业市场相对稳定但存下行风险，同时强调关税政策对于经济和通胀的不确定性。对于市场而言，鲍威尔顶住白宫压力发表中性发言就可以解读为偏鹰表态，至少并未如市场预期那样较为明确表达9月降息的意愿。

经济方面：虽然二季度实际GDP环比折年率达到3%，但这是对于关税抢出口造成一季度GDP偏低的修正。上半年经济活动放缓，1,2%的经济增速低于去年的2.5%。其中，消费和房地产表现偏弱，企业对于设备和无形资产投资有所增速。不认为大而美法案对于经济推动有特别显著作用。

就业方面：整体稳定，近三个月平均新增非农就业人数达到15万人，失业率降至近1年低点4.1%，不过劳动力市场下行风险依然存在。

通胀方面：PCE与核心PCE同比分别录得2.5%和2.7%，依然高于2%的长期通胀目标。通胀驱动结构发生改变，服务价格上涨趋缓，部分商品物价因关税显著攀升。

评估关税：对于经济和通胀影响均呈现不确定性，部分影响已经显现，预估核心通胀中30-40%来源于关税。关税对于物价可能是短期效应也有可能产生长期影响，美联储的职责就是避免关税影响长期化。

直面分歧：两名理事认为本次会议就该降息，未来他们会详细阐述各自观点，对于美联储而言出现反对票不足为奇。

未来政策：目前无法根据6月点阵图来决定9月议息决议，到时需要依据数据来做支撑。

- ❑ 市场反馈：鲍威尔讲话后，美元指数上升至99.954点，逼近100点大关，创近两个月新高；两年期美债收益率攀升至3.9406%，上涨1.85%；三大股指整体下挫。
- ❑ 白宫反映：继续施压美联储降息。特朗普再度炮轰鲍威尔，指责其“迟缓、愤怒、愚蠢”。贝森特表示，不确定美联储不降息的理由是什么。鲍威尔如果继续留任将是极为反常的，我们正在整理一份非常出色的美联储候选人名单，预计年底前公布。白宫方面的施压和恐吓无疑严重损害了美联储的独立性。



市场对于美联储降息预期变化显著

美国基准利率期货 (7月29日、7月31日、8月1日)

地区: 美国 »		工具: 联邦基金期货 »			
目标利率	4.50	定价日期	07/29/2025		
有效利率	4.33	当前隐含隔夜利率	4.329		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
07/30/2025	-0.021	-2.1%	-0.005	4.324	0.250
09/17/2025	-0.699	-67.9%	-0.175	4.154	0.250
10/29/2025	-1.166	-46.6%	-0.291	4.037	0.250
12/10/2025	-1.848	-68.2%	-0.462	3.867	0.250
01/28/2026	-2.206	-35.8%	-0.551	3.778	0.250
03/18/2026	-2.733	-52.7%	-0.683	3.646	0.250
04/29/2026	-3.026	-29.3%	-0.756	3.573	0.250
06/17/2026	-3.570	-54.4%	-0.893	3.436	0.250
07/29/2026	-3.926	-35.6%	-0.981	3.348	0.250
09/16/2026	-4.334	-40.8%	-1.083	3.246	0.250
10/28/2026	-4.556	-22.2%	-1.139	3.190	0.250
12/09/2026	-4.664	-10.9%	-1.166	3.163	0.250

地区: 美国 »		工具: 联邦基金期货 »			
目标利率	4.50	定价日期	07/31/2025		
有效利率	4.33	当前隐含隔夜利率	4.326		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/17/2025	-0.398	-39.8%	-0.099	4.227	0.250
10/29/2025	-0.755	-35.7%	-0.189	4.138	0.250
12/10/2025	-1.310	-55.5%	-0.327	3.999	0.250
01/28/2026	-1.625	-31.5%	-0.406	3.920	0.250
03/18/2026	-2.092	-46.7%	-0.523	3.803	0.250
04/29/2026	-2.405	-31.3%	-0.601	3.725	0.250
06/17/2026	-3.034	-62.9%	-0.759	3.568	0.250
07/29/2026	-3.425	-39.1%	-0.856	3.470	0.250
09/16/2026	-3.856	-43.1%	-0.964	3.362	0.250
10/28/2026	-4.125	-26.9%	-1.031	3.295	0.250
12/09/2026	-4.543	-41.8%	-1.136	3.190	0.250
01/27/2027	-4.835	-29.2%	-1.209	3.118	0.250

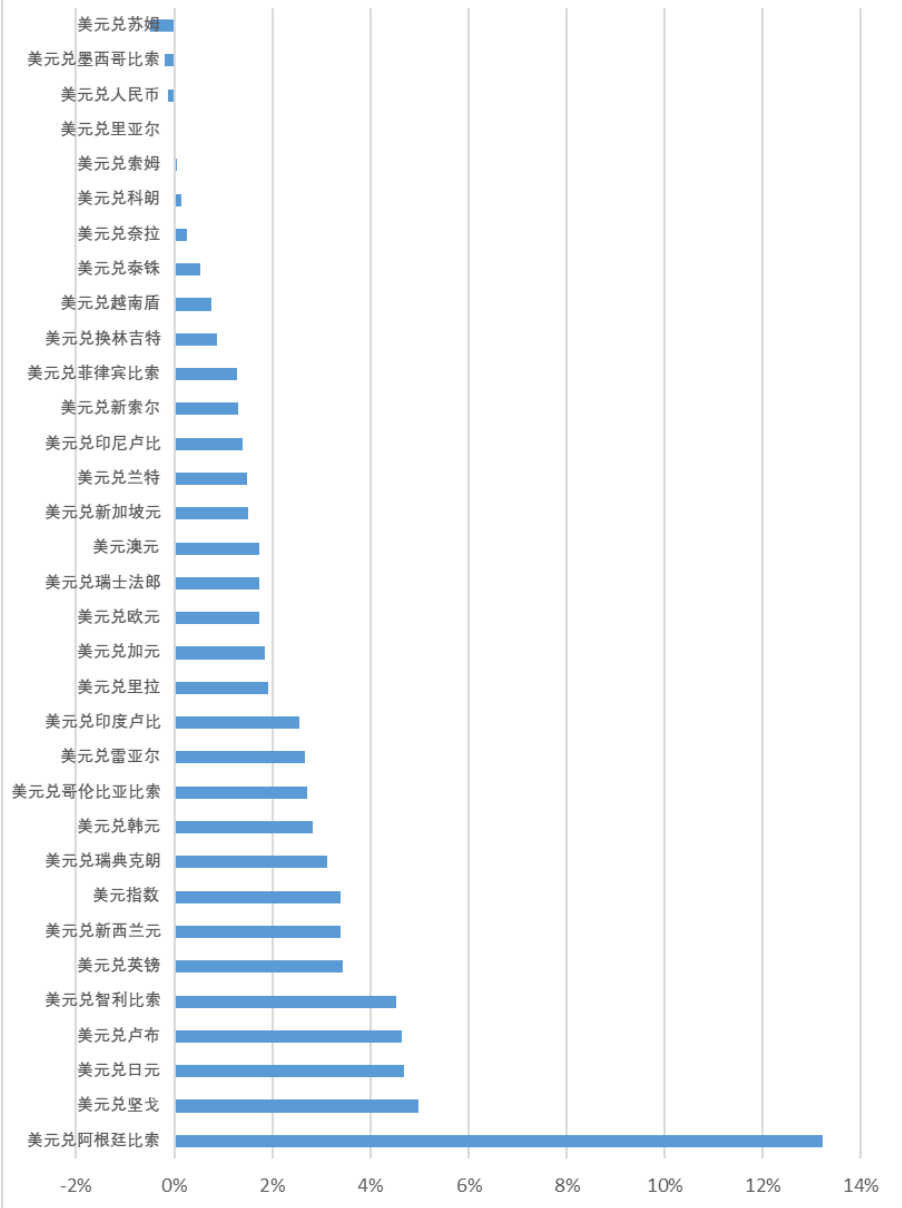
地区: 美国 »		工具: 联邦基金期货 »			
目标利率	4.50	定价日期	08/01/2025		
有效利率	4.33	当前隐含隔夜利率	4.319		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/17/2025	-0.872	-87.2%	-0.218	4.101	0.250
10/29/2025	-1.625	-75.3%	-0.406	3.913	0.250
12/10/2025	-2.435	-81.0%	-0.609	3.710	0.250
01/28/2026	-2.865	-43.0%	-0.716	3.602	0.250
03/18/2026	-3.402	-53.7%	-0.851	3.468	0.250
04/29/2026	-3.725	-32.3%	-0.931	3.387	0.250
06/17/2026	-4.308	-58.3%	-1.077	3.242	0.250
07/29/2026	-4.645	-33.7%	-1.161	3.158	0.250
09/16/2026	-5.011	-36.6%	-1.253	3.066	0.250
10/28/2026	-5.235	-22.4%	-1.309	3.010	0.250
12/09/2026	-5.538	-30.3%	-1.384	2.934	0.250
01/27/2027	-5.515	+2.3%	-1.379	2.940	0.250

- 鉴于鲍威尔中性略偏鹰的表态，9月降息概率从会议前67.9%下降至会议后的39.8%。今年累计降息1轮的概率最高，达到39.6%，累计降息2轮的概率为36.8%，全年不降息概率升至13%。不过，8月1日公布的非农数据明显不及预期，导致9月降息概率激增至87.2%。

源于Bloomberg

4、美元与外汇市场

7月美元兑其他货币汇率涨跌幅



源于Wind、同花顺期货通、方正中期研究院整理

7月1日-8月1日美元指数整体可以分为4轮行情：

- ◆ 7月1日-7月17日：美国经济数据整体向好，6月非农超预期好转、ISM服务业PMI重回荣枯线以上、CPI继续反弹，美联储维持鹰派言论。同时，美国与越南和印尼均签订较为有利的贸易协议，有利于缩减贸易逆差。因此，美元指数从96.377点逐步攀升至98.95。
- ◆ 7月18日-7月24日：美联储内部出现分歧，两位理事明确表示支持7月底降息。同时，特朗普已经考虑解雇鲍威尔，美联储独立性受到严峻挑战，美元信誉受到影响。美元指数一度回落逼近97点。
- ◆ 7月25日-7月31日：特朗普在周围团队劝说下放弃解雇鲍威尔的想法，美元信誉暂时得到保障。6月PCE超预期反弹，同时与欧盟、韩国、日本、菲律宾签订十分有利于的贸易协定，三大发达经济体总计将为美国投资1.45万亿美元，美国市场将有强力资金注入。7月底美联储议息会议上，鲍威尔发表中性偏鹰讲话，美元指数一度突破100点整数关。
- ◆ 8月1日：7月美国非农就业数据远不及预期，失业率反弹，市场对于美联储降息预期大幅升温，造成美元指数冲高至101.2571点后大幅跳水，再度逼近99点。

7月美元较为强势，同时对多个国家签订较为有利关税协议，因此美元兑绝大多数货币均累计升值。人民币是7月为数不多兑美元升值的货币，主要得益于外贸继续增长、国内刺激政策等。



CONTENT 目录

第一部分 对等关税即将落地 主要央行按兵不动

第二部分 美国二季度GDP超预期增长 大而美法案强推通过

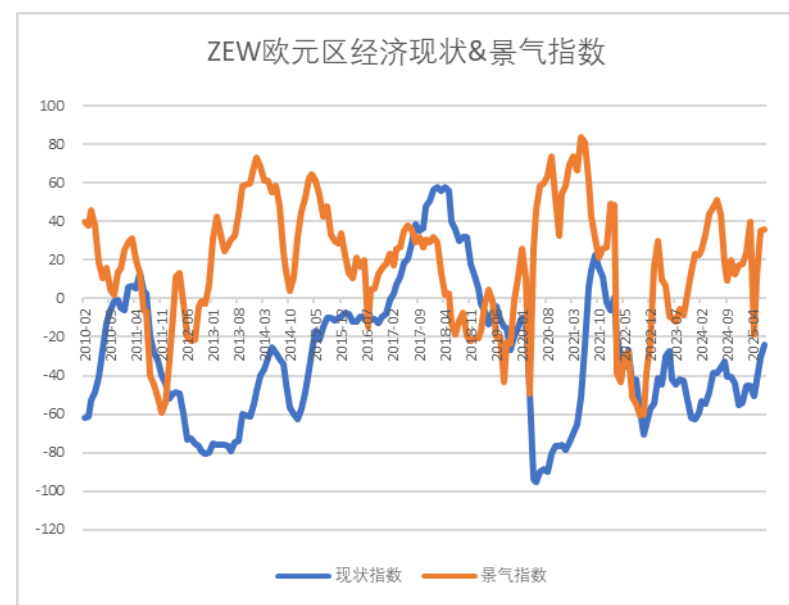
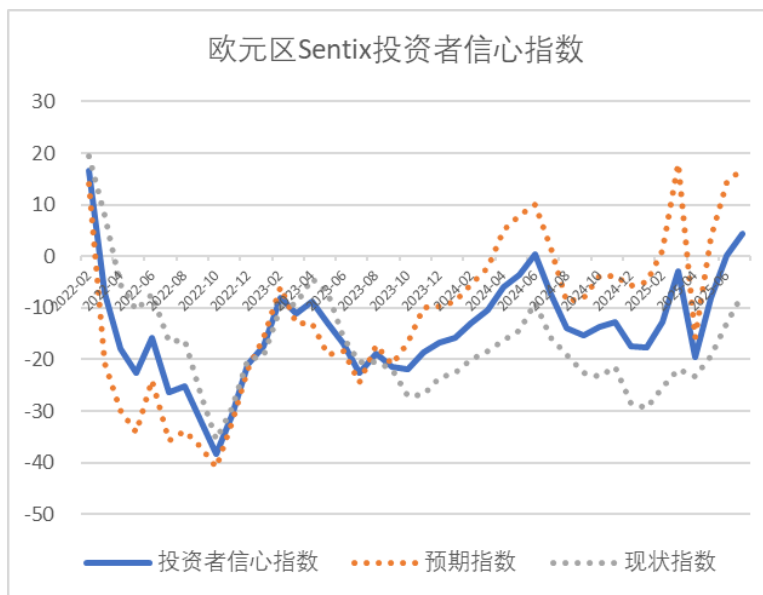
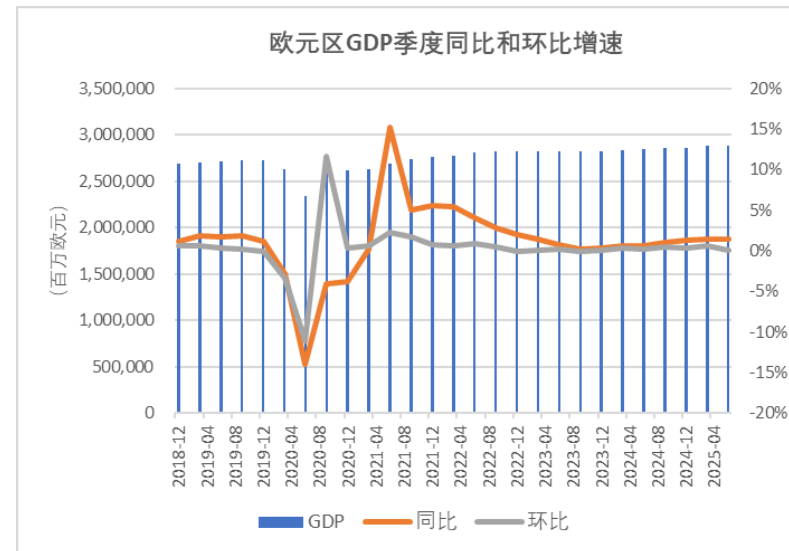
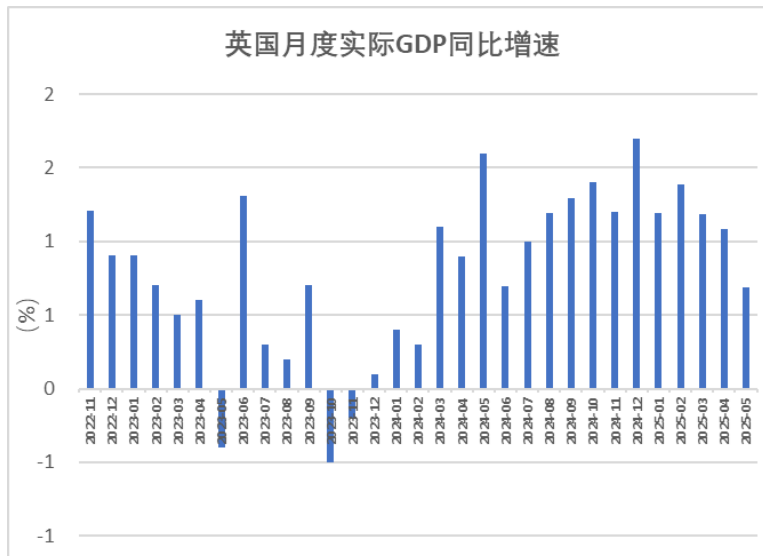
第三部分 欧洲二季度GDP降速 欧洲央行停止降息

第四部分 日经冲高回落 韩国二季度经济逆袭

第五部分 新兴经济体出口边际回调 制造业喜忧参半

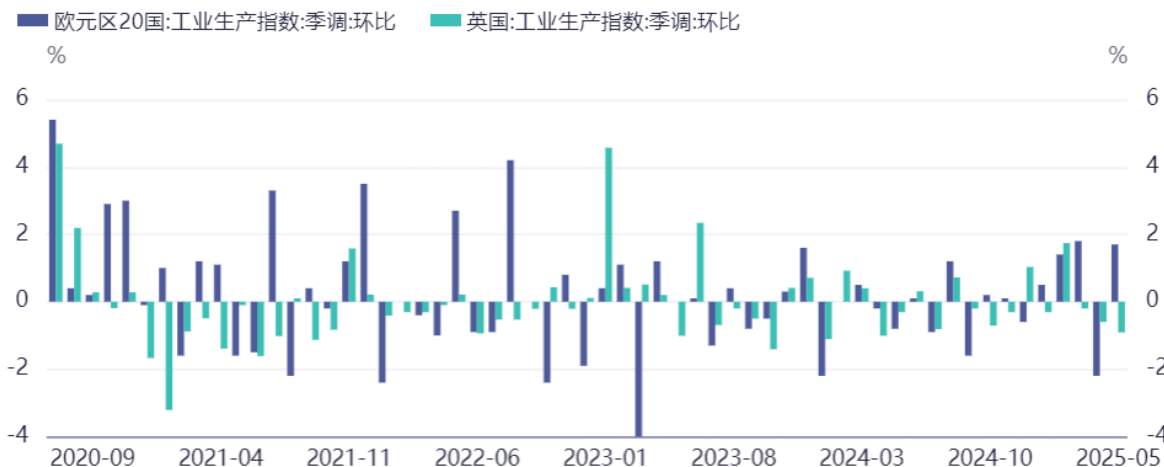
第六部分 下半年综合展望

- ◆ 今年欧洲复苏进程可谓是一波三折，主要受到关税政策的影响。
- ◆ 一季度欧洲经济复苏步入正轨，主要得益于两大央行连续降息以及德国超宽松的财政政策。一季度欧元区同比增长1.54%，创近9个季度最快增速；环比增长0.62%，创近11个季度新高。市场对于欧元区未来经济和投资环境态度持续回暖，3月ZEW欧元区经济景气指数创近8个月新高；Sentix欧元区投资信心指数：核心预期指数创近20个月新高。一季度英国实际GDP同比增长1.3%，虽低于前值，但高于2022-2023年度增速；环比增长0.71%，创近12个季度新高。
- ◆ 4月关税战全面爆发打断了欧洲的复苏进程。虽然美国给予全球对等关税90天豁免期，但依然向全球普涨10%基础关税以及25%汽车和50%钢铝关税，令4月欧洲经济指标出现断崖式下降，ZEW欧元区经济景气指数近19个月首次出现负值，创2023年以来新低；Sentix欧元区投资信心指数：核心预期指数创2023年11月以来新低。二季度欧元区实际GDP录得2.883亿欧元，同比和环比分别增长1.41%和0.11%，均低于前值。英国5月GDP同比增长0.7%，连续三个月降速；环比下降0.1%，连续两个月负增长。
- ◆ 值得欣慰的是，随着5月贸易战有缓和趋势，推升了市场对于欧元区经济回暖预期。5-7月ZEW欧元区经济景气指数以及投资者信心指数均出现连续三个月反弹。

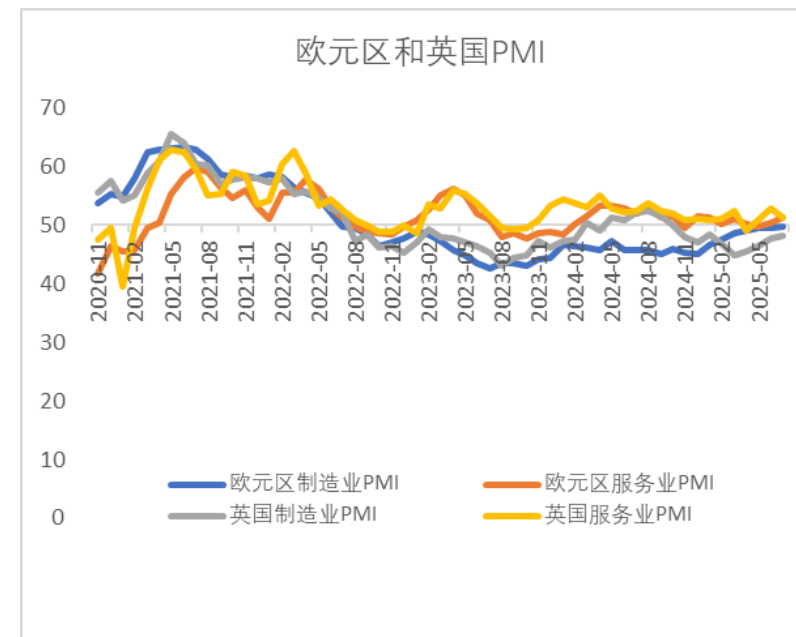


来源：Wind、iFinD、方正中期研究院整理

- ◆ 今年前5个月欧元区工业整体向好，工业生产指数仅4月环比回落；英国情况堪忧，单数月环比均下降。其中，欧洲制造业面临长期萎缩困境。截至7月，欧元区制造业PMI已连续37个月低于荣枯线，英国制造业PMI连续10个月低于荣枯线。
- ◆ 未来欧洲实体产业前景并不乐观，极有可能继续长期衰退。其一，成本压力。俄乌冲突爆发后，欧盟累计对俄罗斯实施18轮制裁，今年进一步限制俄罗斯“影子油轮”和“北溪”管道运输，并且计划2027年前彻底断绝进口俄罗斯天然气。为了弥补能源缺口以及平衡欧盟贸易，欧盟将从美国进口7500亿美元能源。相比俄罗斯能源，美国能源不仅价格高昂且运输时期更长，并且海运还会受到恶劣天气的不确定性影响。欧盟舍近求远的能源战略将使欧盟工业商品承受高成本劣势。其二，贸易政策限制。美国是欧盟第一大出口贸易国，然而从8月起将被征收15%关税，是以往的三倍，钢铝将被征收更高关税。欧盟还将投资6000亿美元，开放本经济体20万亿美元市场，接受美国汽车和工业标准。此消彼长将使得欧盟对美国制造业生产优势和贸易顺差锐减。
- ◆ 相较而言，欧洲服务业扩张相对稳定。7月欧元区服务业PMI录得51.2，连续2个月高于荣枯线，创近半年新高；英国服务业PMI录得51.2，连续三个月高于荣枯线。
- ◆ 虽然欧盟主席冯德莱恩声称与美国签订15%的关税协定已是当前最佳结果，但是欧盟为此付出极为高昂的代价，引发欧洲政商两界不满。法国总理贝鲁直言这是欧盟黑暗的一天。德国总理默茨并不满意该协议，认为15%关税对于出口导向型的德国经济将是很大的负担，但默茨无奈表示相比此前宣称的30%已经降低一半，无法期待更好的结果。德国银行贝伦贝格表示，该协议终结了严重的不确定性，但这是一场特朗普的胜利。意大利银行裕信银行也指出，特朗普在谈判中占据上风，这对欧盟来说并非好协议，结果高度不对称，美国对欧盟进口商品的关税水平远高于欧盟对美国产品的关税。资本市场同样不看好欧盟经济未来，认为该协议将严重损害欧盟制造业，透支财政预算，影响经济发展的潜力。协议公布后的首个交易日，欧洲三大股指德国法兰克福DAX、法国巴黎CAC40、伦敦金融100集体下挫，尤其法兰克福回落1.02%。鉴于贸易顺差将锐减以及欧洲央行可能降息稳经济，欧元兑美元汇率当日大幅跳水1.3%。



数据来源：同花顺iFinD

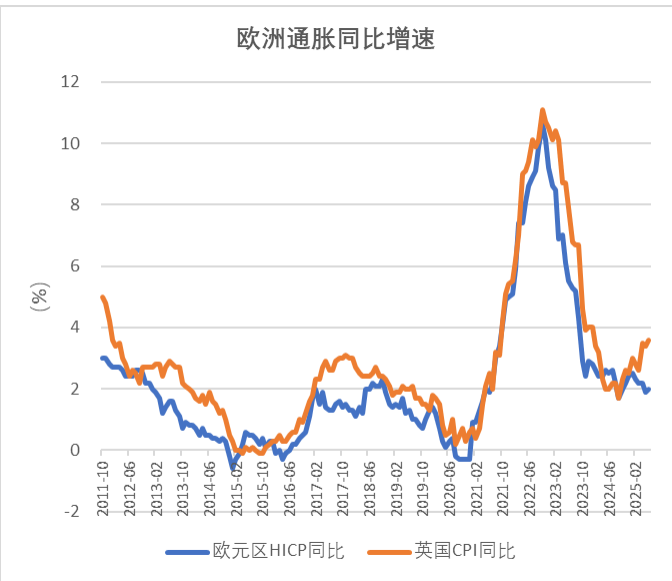
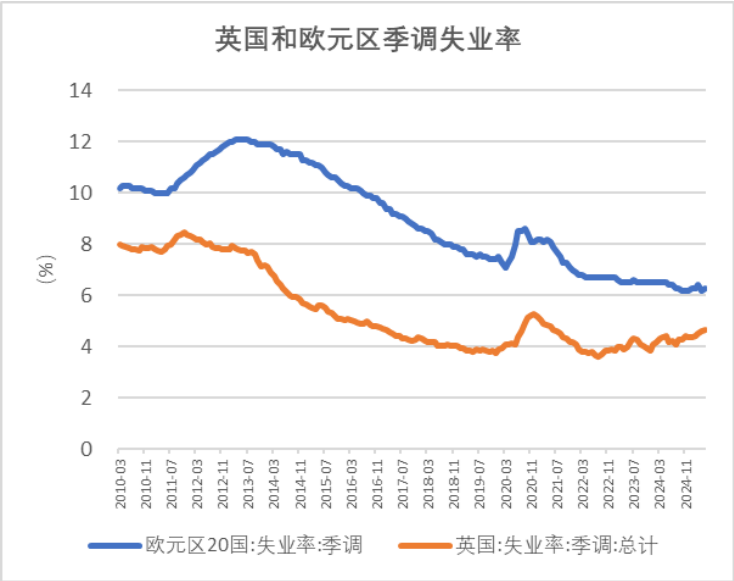


2025年欧元区HICP分项同比增速										
	食物和非酒精饮料	服装鞋类	居住、水、电、气及其他燃料	能源	家具、家用设备及住房日常维护	保健	交通	通信	娱乐和文化	
2025-06	2.9%	-0.3%	1.9%	-2.6%	0.5%	2.5%	0.3%	-2.9%	1.2%	
2025-05	2.9%	0.1%	2.2%	-3.6%	0.5%	2.7%	-0.8%	-3.5%	1.3%	
2025-04	2.7%	0.2%	2.3%	-3.6%	0.3%	3.3%	0.0%	-3.0%	2.3%	
2025-03	2.6%	0.3%	2.9%	-1.0%	0.3%	3.3%	-0.2%	-2.8%	1.6%	
2025-02	2.2%	0.1%	2.7%	0.2%	0.1%	3.4%	1.0%	-3.2%	2.3%	
2025-01	1.6%	-0.1%	3.1%	1.9%	-0.1%	3.4%	2.0%	-3.1%	2.8%	

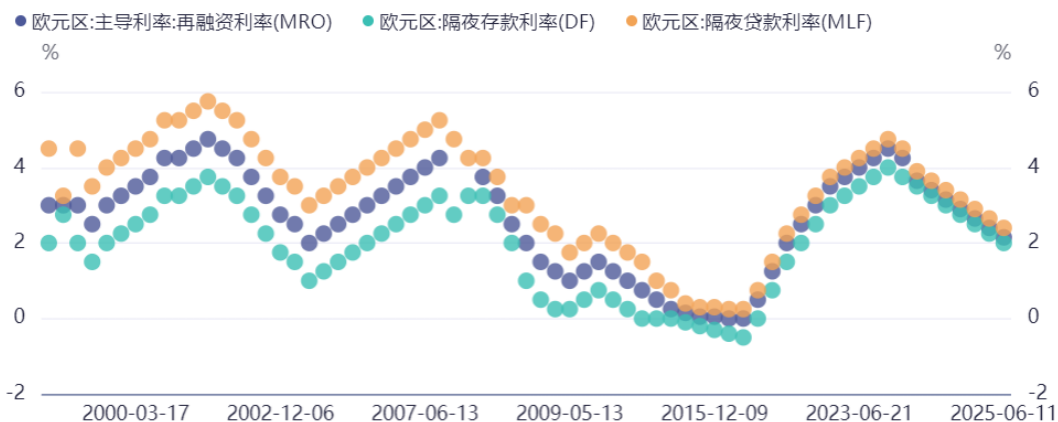
2025年英国CPI分项同比增速										
	食品和非酒精饮料	住房、供水和燃料	服装鞋类	家具和家用设备	交通	通信	娱乐	教育	商品和服务业	烟草
2025-06	4.5%	7.5%	0.5%	0.9%	1.7%	4.9%	3.3%	7.5%	2.7%	7.9%
2025-05	4.4%	7.7%	-0.3%	0.8%	0.7%	4.5%	3.2%	7.5%	2.8%	7.8%
2025-04	3.4%	7.8%	-0.4%	-0.5%	3.3%	5.8%	3.1%	7.5%	2.5%	7.9%
2025-03	3.0%	1.8%	1.1%	0.5%	1.2%	6.0%	2.4%	7.5%	3.1%	8.4%
2025-02	3.3%	1.9%	-0.6%	0.2%	1.8%	7.3%	3.4%	7.5%	3.0%	9.4%
2025-01	3.3%	2.1%	1.8%	0.5%	1.7%	5.9%	3.8%	7.5%	2.8%	9.4%

- ◆ 通胀：6月欧元区HICP同比上升2%，高于前值1.9%；英国CPI同比上升3.6%，创近17个月新高。从板块来看，欧洲食品和饮料物价持续攀升，欧元区同比2.9%，英国4.5%。能源和居民水电领域持续好转，欧元区能源CPI同比连续4个月负增长，从而带动“居民、水、电、气及其他燃料”CPI同比增速从年初3.1%逐步回调至1.9%；英国“住房、供水和燃料”从4月7.8%逐步回调至7.5%。
- ◆ 就业：5月欧元区失业率录得6.3%，高于前值6.2%；英国失业率录得4.67%，创2021下半年以来新高。

□ 欧洲通胀和失业率均出现反弹，反映出关税政策对于欧洲经济的影响。相较而言，欧元区情况略好于英国。欧元区通胀正好符合2%长期通胀目标，失业率也处于21世纪较低水平。因此，欧洲央行后期货币政策比英国央行调整将更为从容。



- ◆ 当地时间7月24日欧洲央行召开7月议息会议，决定维持三大关键利率不变（隔夜存款利率2%、主要再融资利率2.15%、隔夜贷款便利利率2.4%），这是欧洲央行从去年6月起连续降息8轮25BP之后首次停止降息步伐，主要得益于经济韧性、就业强劲和通胀稳定。欧洲央行指出，一季度欧元区GDP超预期增长；5月欧元区失业率虽小幅反弹至6.3%，但依然处于2000年以来较低水平；6月HICP同比增速小幅反弹至2%，完全契合欧洲央行长期通胀目标。不过，欧洲央行并未对未来降息路径做明确指引，主要由于全球环境处于高度的“不确定性”中。央行声明指出“贸易争端”是未来经济重大不确定因素。拉加德则进一步延伸表示除了全球贸易紧张局势升级之外，欧洲央行还将面临地缘局势紧张、金融市场情绪恶化、欧元走强、基建与国防财政支出扩张等一系列风险和挑战。拉加德一如既往地强调欧洲央行没有预设路径，一切以数据作为政策依据，采取逐次会议方式，关注通胀前景、核心通胀动态和货币政策传导强度。
- ◆ 未来货币路径预测：鉴于二季度GDP增速仅微降且失业率处于历史低位，叠加美联储降息步伐放缓，市场对于欧洲央行未来降息预期大幅降温。利率互换显示9月降息概率从7月议息会议前42.2%骤降至10.3%，明年上半年之前都有可能不再降息。



数据来源: 同花顺iFinD

地区: 欧元区 »			工具: 隔夜指数掉期 »		
目标利率	2.0000		定价日期	08/01/2025	
有效利率	1.9190		当前隐含隔夜利率	1.924	
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/11/2025	-0.103	-10.3%	-0.026	1.899	0.250
10/30/2025	-0.230	-12.7%	-0.058	1.867	0.250
12/18/2025	-0.469	-23.8%	-0.117	1.807	0.250
02/05/2026	-0.613	-14.4%	-0.153	1.771	0.250
03/19/2026	-0.609	+0.4%	-0.152	1.772	0.250
04/30/2026	-0.730	-12.1%	-0.183	1.742	0.250
06/11/2026	-0.543	+18.7%	-0.136	1.789	0.250

来源: Bloomberg



CONTENT 目录

第一部分 关税战影响世界经贸 伊以冲突成黑天鹅事件

第二部分 美国经济受关税反噬 上半年美联储按兵不动

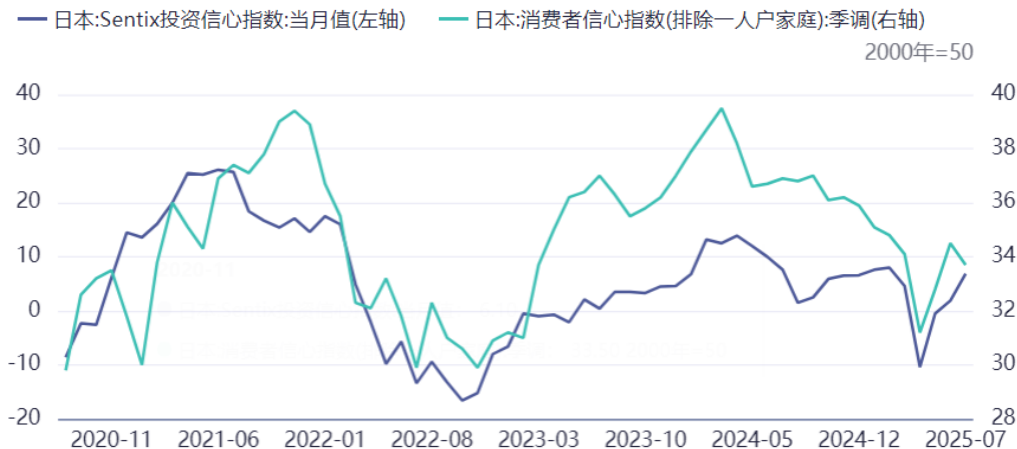
第三部分 欧洲复苏被关税打断 下半年降息趋缓

第四部分 日本开启第三轮加息 韩国经贸遭遇下行

第五部分 新兴经济体：俄罗斯外贸锐减 印度经济加速

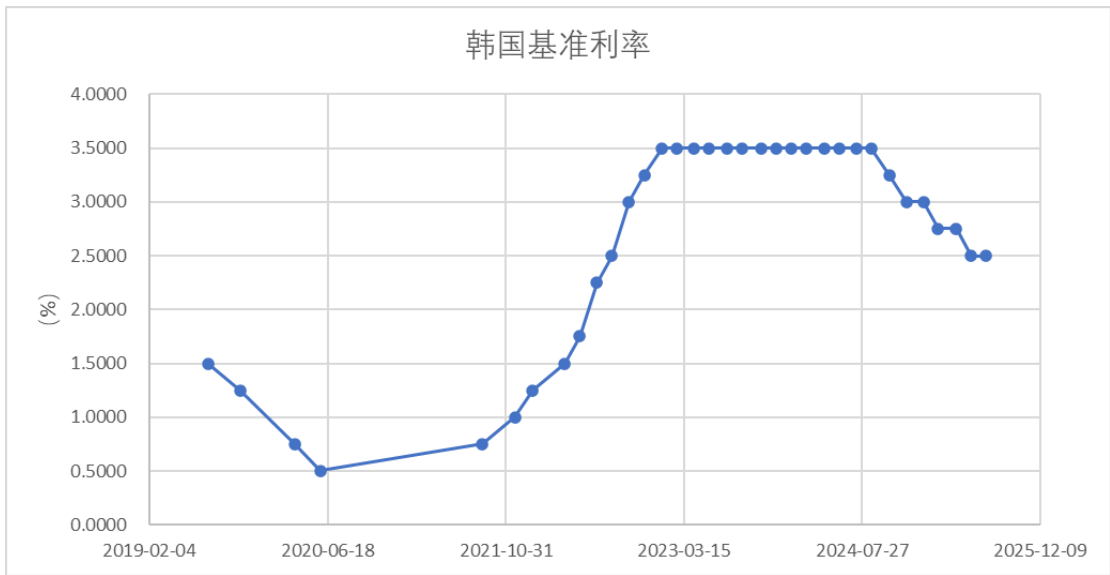
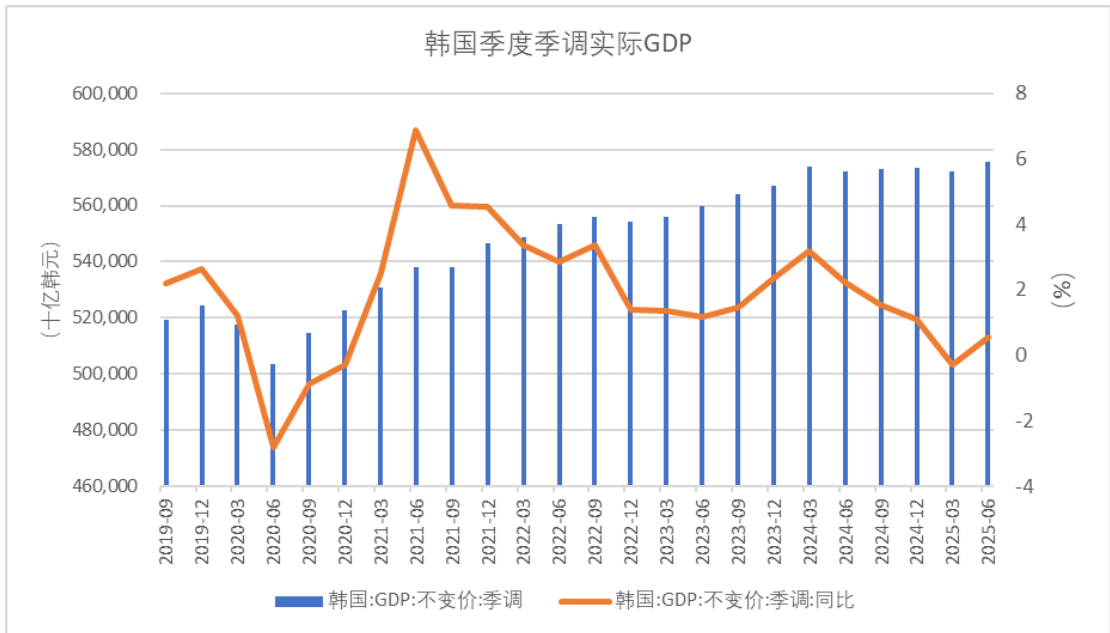
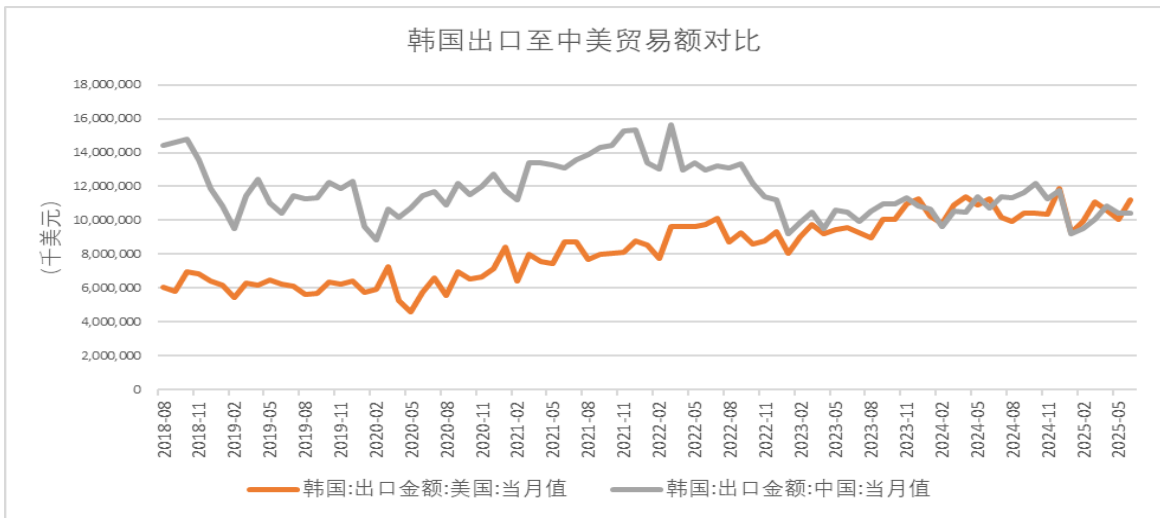
第六部分 下半年综合展望

- ◆ 日本两大产业再度分化，与欧美“制造业长期萎缩、服务业长期扩张”的产业结构极为相似。7月制造业PMI录得48.9，重回荣枯线以下，近13个月仅今年6月高于荣枯线；服务业PMI录得53.5，连续9个月均高于荣枯线，创近5个月新高。
- ◆ 随着5月贸易战出现缓和，日本投资和消费信心整体回暖。7月日本Sentix投资者信心指数从4月阶段性低值-10.4逐步反弹至6.9；消费信心指数5-6月连续反弹，7月小幅回落。
- ◆ 7月31日日本央行召开议息会议，连续5轮议息会议维持现有利率政策不变。随后央行行长植田和男在新闻发布会上发表讲话，“我们认为贸易领域的迷雾不会突然散去，目前我不认为我们应对滞后，也不认为存在应对滞后的高风险。日本央行连续不再加息，主要有三方面原因：其一，即便美国与日本在内的多国签订贸易协议，但引发的经济影响依然存在较强不确定性。央行采取静观其变的方式更为稳妥。其二，日本出口压力较大。6月日本出口贸易额录得8.98万亿日元，同比和环比分别下降0.1%和0.4%。美国对日本加征15%对等关税后，日元倘若因加息而升值，将进一步加重出口企业的压力。其三，虽然6月日本通胀率录得3.3%，高于2%长期通胀目标，但是今年以来日本通胀持续趋缓，已从1月4%阶段峰值不断回落。并且，日本经济长期经历通缩之苦，诸多经济学家认为适度通胀有利于日本经济复苏，因此日本央行并不需要急于控制通胀。市场预期日本下轮加息或发生于明年4月。
- ◆ 日经指数在美日贸易协定签订后连续大涨两日，市场认为日本为了让美国下调10个百分点关税而付出一定投资和市场开放是值得的。日本在国内经济发展停滞的三十年期间，通过长期对外投资获取了高额回报和收益。截至2023年，日本海外投资存量已占本国GDP的50%，海外净资产规模达3万亿美元，连续33年位居全球第一。此次美国要求日本投资5000亿美元反倒是让日本回归路径依赖。不过，日本对美国开放农产品和汽车市场限制，将直接打击本国两大关键性行业，导致日经225指数在冲高42080点后再度跌破40000点。



来源:同花顺期货通、方正中期研究院整理

- ◆ 二季度韩国实际GDP录得575.5万亿韩元，同比和环比增速分别录得0.55%和0.6%，高于前值-0.28%和-0.2%，避免了技术性衰退。从板块来看，消费同比增速1.38%，出口增速修复速度快于进口，但资本形成总额同比增速连续8个季度负增长。从行业来看，服务业发展稳定，同比和环比保持1.1%和0.6%增速；建筑业严重萎缩，同比和环比分别下降11.7%和4.4%。
- ◆ 经历了5月出口短暂回调后，6月韩国出口再度反弹，录得598亿美元，同比和环比分别增长4.3%和4.5%。相较而言，6月进口增速缓慢，同比和环比仅增长3.3%和0.8%，这就促使6月韩国贸易顺差达到90.82亿美元。单看出口方面，美国是韩国最重要的出口贸易伙伴，6月对美出口贸易额录得112.4亿美元，占韩国出口贸易总额的18.8%；对中国出口贸易额录得104.2亿美元，占韩国出口贸易总额的17.4%。因此，美国正式取代中国成为韩国最大出口国，出现这样的情况有多方面因素造成：其一，中国本土制造业迅速发展，国货逐步取代了韩货，上世纪家喻户晓的LG、三星逐渐淡出中国消费市场。其二，在90天关税豁免期结束前对美抢运。其三，近期韩国反华情绪高涨，联合国报告甚至对此表达了担忧，从而一定程度影响到了中韩贸易。
- ◆ 韩国央行7月维持2.5%基准利率不变，并未进一步降息。从通胀来看，韩国6月CPI同比和环比分别录得2.17%和0.03%，均高于前值。从就业来看，6月韩国失业率录得2.6%，创2023年10月以来新低。
- ◆ 韩国较大的不确定因素就是与美国的关税谈判。美国已经成为韩国最大出口贸易国，然而韩国被美国大幅提升关税至25%，这将严重影响韩国出口甚至经济前景。



来源：iFinD、方正中期研究院整理



CONTENT 目录

第一部分 对等关税即将落地 主要央行按兵不动

第二部分 美国二季度GDP超预期增长 大而美法案强推通过

第三部分 欧洲二季度GDP降速 欧洲央行停止降息

第四部分 日经冲高回落 韩国二季度经济逆袭

第五部分 新兴经济体出口边际回调 制造业喜忧参半

第六部分 下半年综合展望

- 受关税政策影响，除阿根廷之外，6月其他主要新兴经济体出口贸易额环比均出现回落。其中，印度回落速度最快，达到-9.3%。
- 6月新兴经济体制造业发展喜忧参半。印度制造业PMI继续处于59.2强扩张区，由于国内人口基数庞大，生产出的商品更多是用于内需。越南、泰国、菲律宾制造业也处于扩张区。俄罗斯、印尼、马来西亚、土耳其、缅甸制造业则长期处于萎缩状态。

2025年全球主要新兴经济体对外出口贸易额月度环比													
板块	南亚/东南亚							欧洲/亚洲		南美/北美			非洲
国家	印度	越南	马来西亚	印尼	泰国	菲律宾	文莱	土耳其	俄罗斯	阿根廷	巴西	墨西哥	南非
2025-06	-9.3%	-0.3%	-3.9%	-4.8%	-7.7%	-4.0%				4.4%	-2.7%	-2.7%	-1.9%
2025-05	0.6%	5.7%	-5.2%	18.7%	21.1%	7.8%	-11.9%	19.4%	-1.9%	2.8%	0.2%	2.2%	5.5%
2025-04	-8.3%	-2.8%	-2.7%	-10.8%	-13.3%	0.2%	-7.0%	-11.2%	-2.2%	-5.8%	4.0%	-2.2%	-2.8%
2025-03	13.7%	23.8%	16.1%	5.9%	10.6%	-0.3%	11.1%	12.9%	8.8%	-2.3%	26.4%	12.7%	3.8%
2025-02	1.3%	-3.2%	-3.7%	2.4%	5.7%	3.3%	-8.1%	-2.0%	6.4%	1.5%	-10.3%	10.9%	10.0%
2025-01	-4.2%	-9.5%	-11.3%	-8.7%	2.1%	15.8%	6.4%	-9.6%	-24.1%	-1.4%	1.9%	-14.0%	-6.5%

2025年全球主要新兴经济体制造业PMI												
国家	印度	巴西	俄罗斯	越南	墨西哥	印尼	马来西亚	南非	土耳其	泰国	菲律宾	缅甸
2025-07	59.2		47.0	52.4		49.2	49.7		45.9	51.9	50.9	49.5
2025-06	58.4	48.3	47.5	48.9	46.3	46.9	49.3	45.3	46.7	51.7	50.7	49.0
2025-05	57.6	49.4	50.2	49.8	46.7	47.4	48.8	43.1	47.2	51.2	50.1	47.6
2025-04	58.2	50.3	49.3	45.6	44.8	46.7	48.6	41.4	47.3	49.5	53.0	45.4
2025-03	58.1	51.8	48.2	50.5	46.5	52.4	48.8	50.3	47.3	49.9	49.4	49.8
2025-02	56.3	53.0	50.2	49.2	47.6	53.6	49.7	46.0	48.3	50.6	51.0	48.5
2025-01	57.7	50.7	53.1	48.9	49.1	51.9	48.7	42.5	48.0	49.6	52.3	47.4

来源：Wind、方正中期研究院整理



CONTENT 目录

第一部分 对等关税即将落地 主要央行按兵不动

第二部分 美国二季度GDP超预期增长 大而美法案强推通过

第三部分 欧洲二季度GDP降速 欧洲央行停止降息

第四部分 日经冲高回落 韩国二季度经济逆袭

第五部分 新兴经济体出口边际回调 制造业喜忧参半

第六部分 下半年综合展望

- 美国未来经济预期大幅好转，主要是两大驱动因素。其一，美国与多个经济体签订的贸易协议。欧盟、日本、韩国累计将对美国投资1.45万亿美元，欧盟、英国、韩国、印尼累计将向美国订购8650亿美元能源、100亿美元+50架波音飞机、45亿美元农产品、军工装备，这些国家对美将全部或大部分开放本国市场（零关税）。其二，大而美法案。相较而言，贸易协议对美国长期推动作用有可能远胜于大而美法案。大而美法案本质是“劫贫济富+加大杠杆”，更像是美国内部财富从时间和层级两个维度的再分配。贸易协议不仅实实在在赚取了别国的真金白银，还能实现制造业回流。在上半年GDP增速保持2%同比增速情况下，下半年美国经济可能进一步提速，今年美国GDP年度增速可能达到2.5%。不过，贸易协议和大而美法案的副作用也十分显著，将通过国内和国外两条路径推升美国通胀，下半年美国通胀或突破3%。在此情况之下，美联储未来更有可能被迫采取相对谨慎的货币政策，9-12月或降息1-2轮，鲍威尔离任前累计降息2-3轮。期间，白宫会持续美联储降息，甚至会采取提前宣布继任者来影响市场。预计8月美元指数将区间震荡，支撑位97点，压力位101点。一方面，美国经济预期好转，贸易逆差收窄、通胀预期攀升以及鲍威尔相对鹰派的表态，将托底美元指数；另一方面，市场始终会预期鲍威尔卸任后，下一任美联储主席将在白宫授意下大幅降息。特朗普此前给出的降息期望值是300BP，这又对美元指数形成巨大压力。美债收益率整体表现或略强于美元，主要因为大而美法案将提升5万元美元联邦债务上限，其中主要通过发行美债来弥补。美债违约风险溢价将推升美债收益率。
- 与美国签订贸易协议后，下半年欧盟经济将稳定发展，主要通过服务业，而实体产业前景并不乐观，极有可能继续长期衰退。一方面，欧盟放弃俄罗斯廉价和稳定能源从美国和中东进口高价能源，将使欧盟工业商品承受高成本劣势。另一方面，美国是欧盟第一大出口贸易国，然而从8月起将被征收15%关税，是以往的三倍，钢铝将被征收更高关税。欧盟还将投资6000亿美元，开放本经济体20万亿美元市场，接受美国汽车和工业标准。此消彼长将使得欧盟对美国制造业生产优势和贸易顺差锐减。日本和英国也会面临类似的问题，预计日本央行在今年剩余5个月不会加息，英国央行可能再降息两轮。瑞士经济极为依赖美国进口，如今被美国加征39%高昂关税，将迫使瑞士银行进一步降息稳定经济。目前瑞士基准利率已经降至0%，这就意味着今年年底前全球将再现负利率。
- 今年年底前还有两大不确定因素：其一，关税政策。特朗普连续推迟三次对等关税起征日，目前暂定8月7日为起征日，不排除再次延期的可能性。诸多国家尤其是被征收高关税的国家（比如：瑞士、加拿大、墨西哥、印度、南非）将加快与美国谈判的步伐。特朗普很有可能借机讹诈，按照此前贸易协议作为模板，要求别国付出包括开放市场、订购美货、对美投资、接受美国产业标准等苛刻代价。中美也将继续开展新一轮，并且此次谈判将从贸易层面提升至战略层面，涉及俄罗斯原油等第三国商品。期间倘若其他主要国家与美签订贸易协议，美国将以更强硬姿态面对与中国谈判；反之，则会以相对克制和理性态度谈判。其二，地缘局势。诸多西方国家是否真的如约在9月正式承认巴勒斯坦国、伊朗和朝鲜核问题、俄乌冲突、胡塞武装引发的红海危机等。

免责声明

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢 谢！

方正中期期货有限公司

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室