



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ 今年如果要想找一个系统代表市场对美国经济和政策观点的资产，那一定是美元。不过有趣的是，同样是关税大限、贸易谈判，4 月是今年美元跌幅最大的月份（-4.4%），7 月却成了美元的大反弹月（3.3%），最终美元指数在 7 月底重返 100。我们认为美元的反弹主要是受到预期和情绪的催化，短期内经济数据的韧性暂时动摇了美国是关税最大“受害者”的叙事，而鲍威尔偏“鹰”的立场也为美元的上涨添了一份力。

➤ 但资产价格总是受多方面的因素的影响，长期和短期交织，情绪和事实的“纠葛”，但最终预期会回归现实。对于美元来说，无论是长期债务周期的困扰，还是中短期经济景气的下行，都不太能支撑其持续回升。

➤ 7 月非农数据可能是打破美元上涨“幻想”的第一步。7 月不仅单月新增非农骤降至 7.3 万人，创 9 个月来最低水平，大幅不及预期的 10.4 万人，更令人担忧的是 5-6 月新增就业合计下修 25.8 万。尽管鲍威尔一直强调新增就业的下行部分来自于供给端的放缓，但如此大程度的走弱或暗示劳动力市场的风险愈发明显，现在可能已经到了我们校正美元上涨走势的“梦醒时分”。

➤ 从宏观叙事上看，7 月最大的不同在于关税似乎没有掀翻美国例外论，而是把市场从天平上“质疑”的一端给拉了回来。特朗普成功地将对等关税由暂缓期间的 10% 进一步提升，而其他国家也没出现类似 4 月“反抗”、反而是积极寻求共识。而近期的经济数据给美元多头吃了定心丸，美国居民和企业的信心反弹、服务业继续扩张。

➤ 从短期刺激因素看，韧性的经济数据+坚定的鲍威尔=偏鹰的美联储。表面上亮眼的二季度 GDP 数据以及意外上升的核心 PCE 增速给市场带来了直观的感受：关税带来的通胀效应愈发明显，但经济仍表现出较强韧性。

➤ 而 7 月议息会议上，鲍威尔偏“鹰”的言论也给降息泼了一盆冷水，一方面肯定当前劳动力市场的稳健表现，并且继续强调关税的潜在影响，谨防关税的一次性价格冲击变成持续通胀风险；另一方面在特朗普持续的政治压力下，鲍威尔也并未表现出任何市场所期待的退缩和低头倾向，而是坚定数据导向和维护美联储独立性，这使得市场的降息预期显著回调。

➤ 不过资产价格总是受多方面的因素的影响，长期和短期交织，情绪和事实的纠葛。对于美元而言，我们依旧坚持我们在之前的观点，中期美元仍偏弱，短期内美元借势站上 100，但 100 以上对于美元而言“高处不胜寒”，我们预计最晚四季度美元或将开始再往下。那美元空头的底气在哪？

➤ 长期看是债务周期的惯性和两难抉择。美元当前面临着美国高额政府债务的

相关研究

1. 2025 年 7 月 PMI 点评：7 月 PMI 的不寻常-2025/07/31

2. 2025 年 7 月政治局会议点评：政治局会议的破题信号-2025/07/30

3. 美联储政策观察：7 月议息：看点是联储内部分歧-2025/07/30

4. 美国经济研究：捉摸不透的需求（一）：“外强中干”的美国消费？-2025/07/27

5. 2025 年 6 月工业企业利润点评：关税风波下的二季度企业盈利-2025/07/27

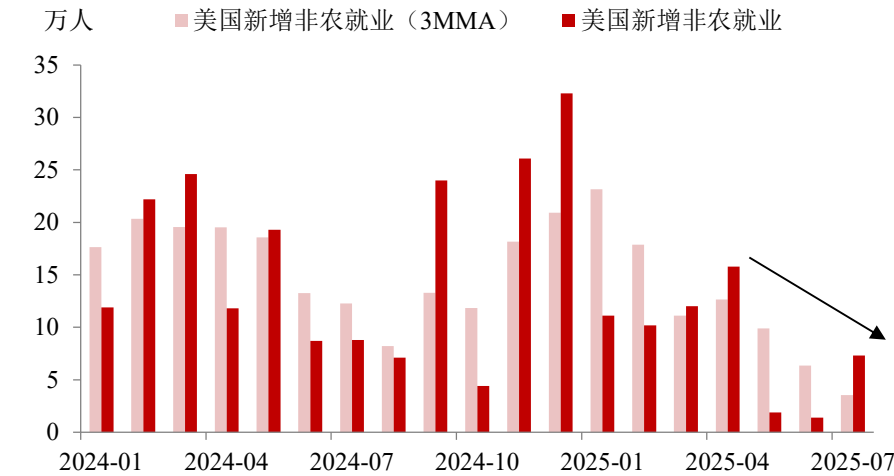
诅咒：无论是美债规模越来越庞大，还是主动化债带来的经济痛苦，美元都逃不开贬值的命运。

➤ **中期看是经济景气度的边际差异。**疫情后，美国经济在货币宽松和积极财政下持续扩张，现在似乎到了“强弩之末”。而欧元区、尤其是德国经济，虽然短期内会在欧元汇率和关税下承压，但财政政策转向和俄乌逐步缓和是更加重要的结构性因素。

➤ **从市场角度看，重要的还有未来利差的收窄。**相比于美元指数年初以来的快速下滑，美国相对德、日的利差下行幅度却并不明显，近期甚至存在一定企稳态势，这对美元流动性形成支撑，短期内美元指数可能还有一定上升空间。但是未来美国的实际利率或将进一步下降：随着经济压力逐步显现，以及白宫的持续施压，美联储年内降息概率较高，这或将带来名义利率的进一步下降+通胀上升（宽松+关税）。相反，美国的关税对于海外是紧缩压力，这会导致未来美国和欧、日等发达国家的实际利差进一步收窄。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：5-7月新增非农明显走弱



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：对等关税较暂缓期的 10%多数提升

主要经济体对等关税变动一览											
经济体	美国贸易差额 (亿美元)	美国进口金额 (亿美元)	4月2日税率 (%)	8月1日税率 (%)	税率变动 (%)	经济体	美国贸易差额 (亿美元)	美国进口金额 (亿美元)	4月2日税率 (%)	8月1日税率 (%)	税率变动 (%)
欧盟	-2467.6	6179.1	20	15	-5	塞尔维亚	-6.2	8.8	37	35	-2
越南	-1293.8	1424.8	46	20	-26	缅甸	-6.1	6.8	44	40	-4
中国台湾	-763.9	1187.3	32	20	-12	特立尼达和多巴哥	-5.5	34.9	10	15	5
日本	-723.3	1520.7	24	15	-9	科特迪瓦	-4.6	10.5	21	15	-6
韩国	-699.2	1354.6	25	15	-10	博茨瓦纳	-3.1	4.2	37	15	-22
印度	-494.8	912.3	26	25	-1	斐济	-2.5	3.5	32	15	-17
泰国	-482.9	660.1	36	19	-17	加纳	-2.4	12.1	10	15	5
瑞士	-391.0	641.3	31	39	8	莱索托	-2.4	2.4	50	15	-35
马来西亚	-261.4	538.5	24	19	-5	毛里求斯	-2.0	2.4	40	15	-25
印度尼西亚	-193.5	295.5	32	19	-13	列支敦士登	-1.8	2.4	37	15	-22
柬埔寨	-130.4	133.6	49	19	-30	波斯尼亚和黑塞哥维那	-1.3	1.9	35	30	-5
南非	-91.0	149.2	30	30	0	冰岛	-1.3	11.1	10	15	5
以色列	-77.3	225.2	17	15	-2	文莱	-1.2	2.5	24	25	1
孟加拉国	-65.7	87.8	37	20	-17	纳米比亚	-1.2	2.8	21	15	-6
伊拉克	-60.3	76.9	39	35	-4	北马其顿	-1.2	1.8	33	15	-18
菲律宾	-53.0	145.9	17	19	2	玻利维亚	-1.1	5.2	10	15	5
圭亚那	-42.0	55.1	38	15	-23	摩尔多瓦	-0.9	1.4	31	25	-6
巴基斯坦	-33.3	54.7	29	19	-10	刚果民主共和国	-0.7	3.3	11	15	4
斯里兰卡	-27.9	31.6	44	20	-24	莫桑比克	-0.7	2.2	16	15	-1
土耳其	-25.0	178.0	10	15	5	喀麦隆	-0.7	2.6	11	15	4
哥斯达黎加	-23.3	120.1	10	15	5	赞比亚	-0.6	1.7	17	15	-2
挪威	-22.9	68.8	15	15	0	赤道几内亚	-0.4	1.4	13	15	2
委内瑞拉	-20.8	63.2	15	15	0	乌干达	-0.3	1.4	10	15	5
尼加拉瓜	-18.2	47.7	18	18	0	津巴布韦	-0.3	0.7	18	15	-3
尼日利亚	-16.9	58.7	14	15	1	乍得	-0.2	0.8	13	15	2
厄瓜多尔	-15.6	91.0	10	15	5	福克兰群岛	-0.2	0.2	41	10	-31
阿尔及利亚	-15.3	25.4	30	30	0	马拉维	-0.2	0.4	17	15	-2
约旦	-14.1	34.4	20	15	-5	巴布亚新几内亚	-0.1	0.8	10	15	5
新西兰	-13.6	58.6	10	15	5	阿富汗	-0.1	0.2	10	15	5
哈萨克斯坦	-13.3	24.1	27	25	-2	叙利亚	-0.1	0.1	41	41	0
安哥拉	-12.3	19.1	32	15	-17	瓦努阿图	-0.1	0.1	22	15	-7
利比亚	-9.3	14.9	31	30	-1	瑙鲁	0.0	0.0	30	15	-15
老挝	-8.1	8.5	48	40	-8	巴西	54.8	441.8	10	10	0
马达加斯加	-7.0	7.5	47	15	-32	英国	106.7	692.7	10	10	0
突尼斯	-6.5	11.5	28	25	-3						

注：1）其中欧盟为阈值税率，原税率低于15%，加征差额税为15%减去原税率；原税率大于等于15%，则不再附加加税，保持原税率不变。2）巴西除10%对等关税外另有惩罚（总税率达50%）。3）除上述规定以外，其余国家适用10%对等关税，中国为34%（其中24%暂缓）。

资料来源：trade map，白宫，民生证券研究院

图3：消费者和企业信心上行



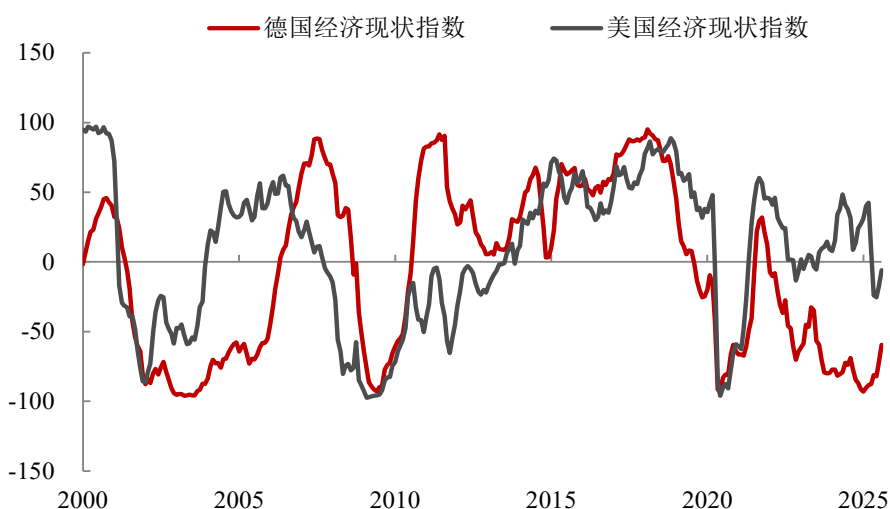
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：服务业 PMI 反弹



资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：德国经济修复力度更大



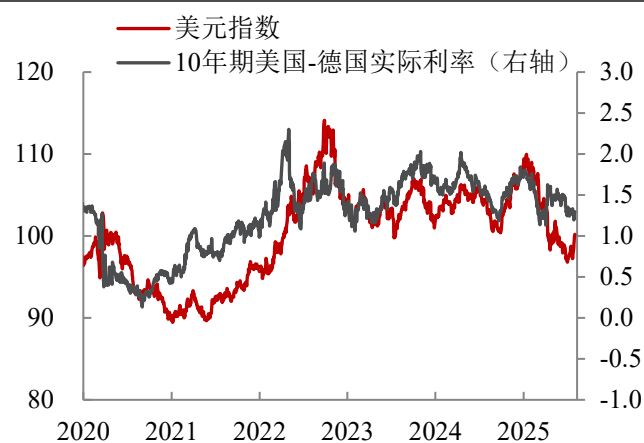
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：美国和德、日利差水平偏高短期支撑美元指数



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：未来美国的实际利率预计将进一步下行



资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048