



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **7 月议息会议既“缺乏悬念”，又“充满看点”。**缺乏悬念在于，无论是从已公布的通胀和非农的数据，还是近期美联储官员的表态（支持观望的更多），不降息似乎已经是“盖棺定论”。**但充满看点则在于，面对外部政治、经济压力，内部的意见分歧，鲍威尔乃至美联储如何“火中取栗”：既不被控诉失去独立性，又能护美国经济周全。“降得让人心服口服”可能是鲍威尔剩余任期内最核心的难题。**7 月议息会议可能是破题的第一次尝试。

➤ **具体而言：**

➤ **其一，7 月的 FOMC 会议就像一场“狼人杀”。**最令人瞩目的是一贯保持“团结”的理事们，在保持利率不变的投票结果前提下，会有几人反对或者弃权。当然沃勒和鲍曼几乎已经是“明牌”表态会投下反对票的理事了。剩余理事是否会考虑经济影响和就业风险，或者迫于政治压力，也加入他们的队伍？但**无论如何这已经充分反映出美联储内部的巨大分歧，7 月的投票结果（如果看到更多官员转向）可能成为 9 月降息决策的重要参考。**

➤ **其二，发布会上，鲍威尔对于经济的预判措辞是否会有所变化。**在通胀和就业的这对双重货币政策目标的平衡下，鲍威尔是否会把发言的重心偏向后续经济下行风险和劳动力市场的走弱上，这也将是影响 9 月降息的重要参考和指引。

➤ **其三，会后新闻采访中，鲍威尔如何应对外部政治压力，**包括美联储翻修费用超标问题，是否提前辞职等问题。近期特朗普甚至罕见现身美联储，与鲍威尔进行正面交锋。显然鲍威尔不得不考虑这些问题对于其领导力和美联储声誉的影响。但我们预计，老道的鲍威尔在新闻采访中会尽可能淡化市场对政治博弈的关注，并且重申“以经济数据为核心”的决策框架，为美联储独立性辩护。

➤ **展望未来，如何客观评估后续的美国宏观基本面，对于联储和市场都至关重要。对于 9 月 FOMC，我们和市场观点一致，降息是基准情形。**如果 7 月议息前美联储的犹豫不决更多来自于对未知通胀风险的担忧，关税税率不确定性大幅下降之后，能左右货币政策路径的就只剩下关税带来的实际经济影响了：

➤ **首先，对于通胀来说，今年以来一直困扰美联储的是关税政策本身的极大不确定性，**以至于美联储“一等再等”（自去年 12 月以来连续四次 FOMC 维持利率不变）。就像鲍威尔自己说过的，如果没有关税，美联储可能早就开始进一步降息了。

➤ **当前这一不确定性似乎被特朗普亲手降低了。**尽管贸易谈判尚未完全结束，但随着英、日、欧以及东南亚主要国家对美达成贸易协议，特朗普似乎已经可以

相关研究

1. 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
2. 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
3. 2025 年 6 月财政数据点评：年中财政蓄力几何？-2025/07/26
4. 海外市场点评：谈判时刻：从美日、美欧看中美-2025/07/24
5. 政策动态点评：7 月政治局会议的新期待-2025/07/22

宣布关税政策的胜利了。我们预计贸易谈判逐步进入收尾阶段，在“大国示范”效应下，越来越多中小国家恐难以承受特朗普带来的关税压力，纷纷妥协退让或只是时间问题。

➤ **这降低了美联储货政决策的难度**，当前的贸易协议模板大致为美联储框定了目标税率区间，即 10-20% 的税率。这使得美联储能更好的评估后续通胀上行的幅度，不至于“无的放矢”。而且相较“独立日”时，目前的税率的“破坏力”比最坏的预期情景要小不少。

➤ **其次，虽然不确定性大不如前，但是关税税率相较特朗普上台是进一步提高的。**短期内受到供给端（抢进口带来积压库存，海外出口商降价）等因素的影响，关税向通胀的传导较慢，但并不是不传导，这一现象从 6 月核心商品 CPI 同比的加快上升已经可见一斑，**所以这次联储“急降猛降”的概率低，掉期市场显示的一致预期也是如此。**

➤ **但对于美联储来说，如果未来两个月内通胀还是偏温和，那决策的注意力会适度转移到经济增长这一侧来。**虽然考虑到进口成本端的压力（持平的进口价格+上升的关税）已经开始显现，物价的上行在所难免。但只要通胀还能保持温和、缓慢地上升，那么对货币政策不会产生方向上的影响。

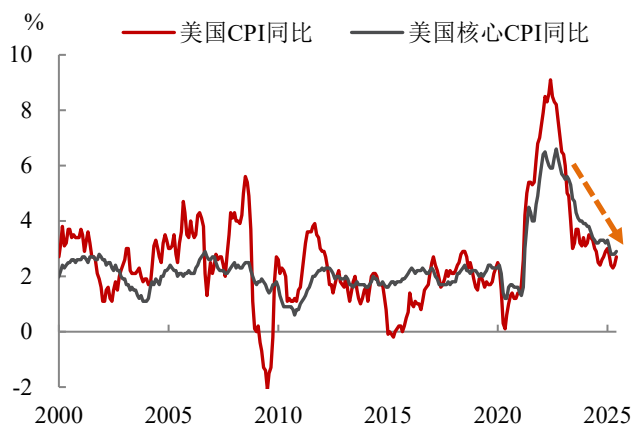
➤ **我们预计，9 月议息会议前的通胀数据（7 月与 8 月）飙升的概率不高。**7 月的高频物价数据没有看到快速抬升的迹象，后续关税也不会原封不动的加到物价上。需求囿于通胀预期抑制会出现一定的负反馈，前期的抢进口和抢消费也存在商品需求的透支。剔除季节性后，8 月需求或延续小幅放缓的趋势。

➤ **最后，可能更难以评估的还是就业。**虽然非农在趋势性下移，但是不仅仅是需求在起作用，今年以来特朗普的移民限制等也在降低劳动供给（劳动参与率的变化对失业率和新增就业的影响不容忽视），**在供需双弱背景下，需要关注工资增速和职位空缺/求职率等指标。**从近期的数据来看，虽然劳动力市场增长放缓，紧张程度在降低，但也未出现大幅恶化的迹象。**今年剩下的几个月，此类指标在联储决策中的权重或有所上升。**

➤ **综合而言，正是由于众多的噪音和不确定性，包括鲍威尔在内的一众美联储官员虽然至今没有降息，但对年内降息持有开放的态度。前面的犹豫是不愿为特朗普人为造成的不确定性买单。现在关税有望尘埃落定，后续一旦数据出现更清晰的信号，美联储或将果断许多。**

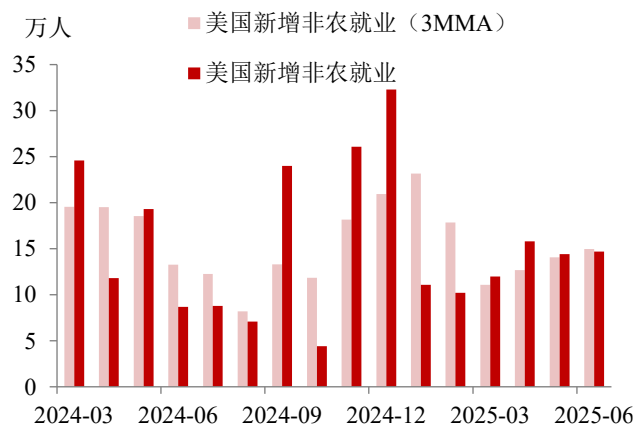
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：美国通胀温和上涨



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：就业表现相对稳健



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：鲍曼和沃勒“鸽派”表态

沃勒和鲍曼“鸽派”言论一览		
	沃勒	鲍曼
货币政策	7月底应当降息，9月甚至更晚再采取行动就有可能落后于形势。	降息的时机已经临近，是时候考虑调整政策利率。
关税和通胀	关税只是一次性推高价格水平，不会带来持续性通胀。	通胀正稳步回归2%的目标水平。
经济	经济面临的风险日益上升，由关税引发的通胀不太可能带来持续性的价格压力。	当前表现仍稳健，但更担心未来走势，劳动力市场已经出现了一些脆弱迹象。
央行独立性	认为对美联储理事应该致力于维护其不受政治干预的独立性。	央行在不受政治干预的情况下制定货币政策的能力至关重要。
特朗普	如果特朗普提出要求，愿意担任美联储主席一职，其利率立场“并非出于政治动机”。	特朗普的政策组合可能对经济前景产生积极影响，可以基本抵消其对经济活动和价格造成的负面影响。

资料来源：金十数据，民生证券研究院

图4：特朗普对美联储独立性展开冲锋



资料来源：华尔街见闻，新浪，腾讯等，民生证券研究院整理

图5：特朗普与主要国家达成贸易协议

主要国家贸易谈判最新进展和8月1日前通过协议概率评估					
经济体	占美国进口比重	美国信函税率/旧税率	协议税率	达成协议概率	进展
英国	2.1%	10%	10%	达成贸易协议	● 美国对英10%的对等关税保留。 ● 行业关税将采取“配额”思路：汽车小于10万台：10%关税；大于10万台，27.5%关税； ● 英国增加50亿美元农产品进口，以及100亿美元波音采购订单。 ● 落实原产地原则：避免其他国家利用协议进行转口。 ● 巩固政府优先采购权，给予优先进口权：英国航空航天零部件；医药和相关原材料；以及其他面临232等调查的行业。
越南	4.2%	46%	20%	达成贸易协议	● 美方将对越南进口征收20%关税，并对“转运”产品征收40%的惩罚性关税； ● 作为交换，越南将首次对美国产品全面开放市场，实施零关税政策。
柬埔寨	0.5%	36%	--	达成贸易协议	● 双方就联合声明草案达成共识，将于近期发布关于对等关税的联合声明。
印尼	0.9%	32%	19%	达成贸易协议	● 美国对印尼征收19%关税，对印尼转口商品征收40%关税； ● 印尼对美工业、食品、农产品取消99%关税，接受美机动车安全标准、取消关键矿产出口限制； ● 印尼将向美国采购价值150亿美元的LNG、原油和汽油、价值45亿美元的大豆、豆粕、小麦和棉花、价值32亿美元的美国飞机。
菲律宾	0.4%	20%	19%	达成贸易协议	● 美国将对菲律宾征收19%的关税；菲律宾将对美国开放市场，并实行零关税； ● 双方将在军事领域合作。
日本	4.5%	25%	15%	达成贸易协议	● 美国将对包括汽车在内的日本商品统一征收15%关税，日本承诺设立规模高达5500亿美元的基金用于对美直接投资； ● 农业上，日本增加75%的美国大米进口配额，承诺购买总计80亿美元的美国农产品； ● 航空上，日本承诺购买美国制造的民用飞机，包括100架波音飞机的协议； ● 能源领域，协议包含美国对日本能源出口的重大扩张； ● 汽车和工业产品方面，美国汽车进入日本市场不受限制，美国的汽车标准首次在日本得到认可。
欧盟	18.5%	30%	15%	达成贸易协议	● 美国对欧盟征收15%关税（包括汽车、半导体、医药，但不包括钢铝）； ● 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。
泰国	2.0%	36%	--	高	● 泰国正接近与美国达成关键贸易协议，有望将新税率降至20%左右，使其与地区邻国保持一致。 ● 泰国的方案还包括，大幅增加购买有国内需求的美国商品，如农产品、液化天然气和波音公司的飞机，并承诺增加在美国的投资，包括特朗普支持的阿拉斯加天然气项目。
韩国	4.0%	25%	--	高	● 韩国正寻求在8月1日期限前与美国达成贸易协议，拟将规模超1000亿美元的韩企对美投资计划当作经贸谈判筹码； ● 韩国政府已决定不再将开放大米和牛肉市场作为谈判筹码，而是考虑将扩大能源作物进口作为谈判的筹码。
印度	2.7%	26%	--	中	● 印度拒绝在农业开放问题上向美国妥协； ● 美国贸易代表格里尔表示，美方需要进行更多谈判，以评估印度政府在达成贸易协议方面的决心。

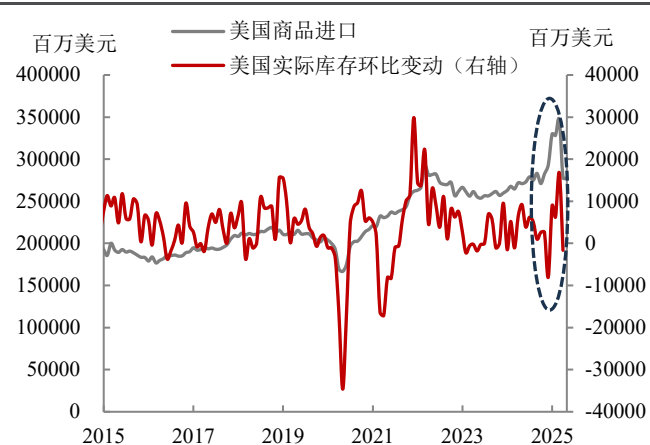
资料来源：华尔街见闻、金十数据等，民生证券研究院

图6：特朗普协议税率维持在 10-20%区间

特朗普税率变动一览（截止至7月27日）								
	2024年美国进口 (十亿美元)	2024年美国贸易差 额(十亿美元)	4月对等关税/旧 关税(%)	发函税率 (%)	(拟)协议税 率(%)	发函税率- 旧税率 (%)	(拟)协议 税率-旧税 率(%)	(拟)协议 税率-发函 税率(%)
欧盟	617.9	-246.8	20	30	15	10	-5	15
墨西哥	510.0	-175.9	25	30	--	5	--	--
加拿大	422.2	-73.7	25	35	--	10	--	--
日本	152.1	-72.3	24	25	15	1	-9	10
越南	142.5	-129.4	46	--	20	--	-26	--
韩国	135.5	-69.9	25	25	--	0	--	--
英国	69.3	10.7	10	--	10	--	0	--
泰国	66.0	-48.3	36	36	--	--	--	--
马来西亚	53.8	-26.1	24	25	--	1	--	--
巴西	44.2	5.5	10	50	--	40	--	--
印度尼西亚	29.5	-19.3	32	32	19	0	-13	13
南非	14.9	-9.1	30	30	--	0	--	--
菲律宾	14.6	-5.3	17	20	19	3	-1	-1
柬埔寨	13.4	-13.0	49	36	--	-13	--	--
孟加拉国	8.8	-6.6	37	35	--	-2	--	--
伊拉克	7.7	-6.0	39	30	--	-9	--	--
斯里兰卡	3.2	-2.8	44	30	--	-14	--	--
阿尔及利亚	2.5	-1.5	30	30	--	0	--	--
哈萨克斯坦	2.4	-1.3	27	25	--	-2	--	--
利比亚	1.5	-0.9	31	30	--	-1	--	--
突尼斯	1.2	-0.7	28	25	--	-3	--	--
塞尔维亚	0.9	-0.6	37	35	--	-2	--	--
老挝	0.8	-0.8	48	40	--	-8	--	--
缅甸	0.7	-0.6	44	40	--	-4	--	--
文莱	0.2	-0.1	24	25	--	1	--	--
波斯尼亚	0.2	-0.1	35	30	--	-5	--	--
摩尔多瓦	0.1	-0.1	31	25	--	-6	--	--

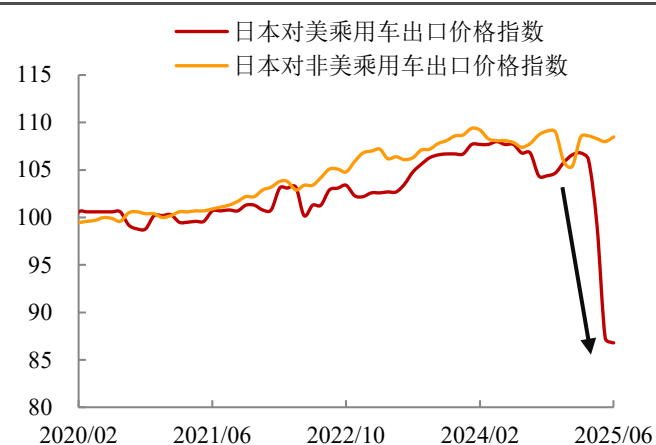
资料来源：白宫、华尔街见闻、金十数据等，民生证券研究院

图7：美国抢进口积累大量低价库存



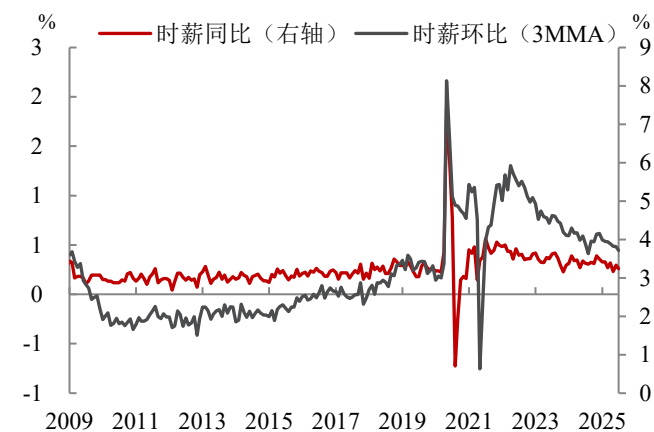
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：日本汽车出口商降价明显



资料来源：BOJ，民生证券研究院

图9：薪资增速放缓但可控



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：近期职位空缺率下行偏缓



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