

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《7 月经济价升量落，低位平衡点逐步形成》 - 2025. 07. 21

宏观观点

海外宏观周报：等待更多通胀证据

● 核心观点：

6 月美国通胀低于预期，通胀报告显示了“核心商品通胀温和+核心服务同步降温”的特征。我们的观点是关税对通胀的持久拉升不及预期，叠加就业市场走弱会使得美联储在 9 月就开始降息。尽管这份通胀报告大体上佐证了我们的判断，但这一逻辑仍不牢固。首先是 CPI 分项中服饰等受关税影响较大的分项显示明显抬升，其次机动车价格与批发价格指数走势背离。这两项后续有可能继续反弹，进一步地，关税税率也存在缓慢提高的隐患。以上几项因素都使后续 7 月、8 月的通胀数据更加关键。总体来说，我们依然坚持前述观点，即便是核心通胀反弹，相较于顽固的服务通胀，其对美联储决策的影响更小，再加上供需双弱的住房市场，9 月降息依然值得期待。

回到市场上，7 月下旬美股财报将集中发布，根据历史上一致预期的修订路径，二季度 SP500 盈利增速很可能超预期。尽管指数不断上涨，但投资者情绪和超配权益资产的比例并不高，这就为市场提供了进一步上涨的空间。总体上我们看多美股，但也需要承认市场定价的最乐观的路径三、四季度仍存不确定性。

● 风险提示：

关税税率超预期；中美关税对抗升级；美国经济基本面超预期走弱；核心商品通胀反弹幅度超预期；服务价格增速超预期。

目录

1 海外宏观数据跟踪.....	4
1.1 上周重要事件与数据跟踪.....	4
1.2 本周重要数据与事件.....	6
2 美联储观点跟踪.....	8
3 风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国 CPI 与核心 CPI 同比/环比变化 (%)	4
图表 2: 美国 6 月 CPI 各分项情况.....	5
图表 3: 美国 CPI 核心商品和核心服务同比/环比变化 (%)	5
图表 4: 美国 PPI 与核心 PPI 同比/环比变化 (%)	6
图表 5: 美国初请失业金人数 (万人)	6
图表 6: 美国续请失业金人数 (万人)	6
图表 7: 本周重要数据与事件.....	7
图表 8: 市场定价年内还有 2 次降息.....	9

1 海外宏观数据跟踪

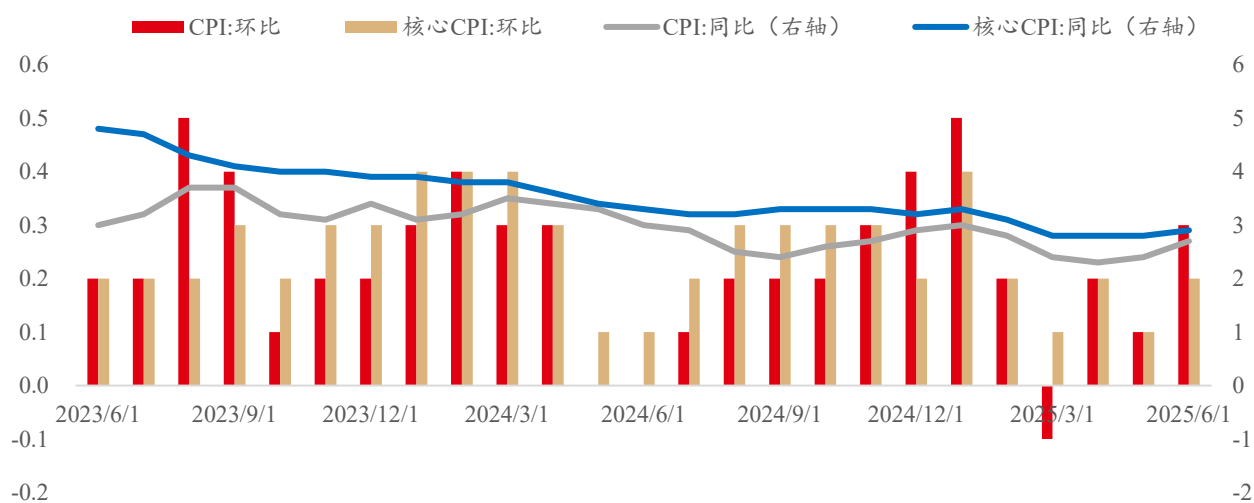
1.1 上周重要事件与数据跟踪

上周围绕特朗普计划提前撤换美联储主席鲍威尔的传闻引发全球市场震荡。7月16日消息传出后，美国股市应声下挫，美元走软，金价上涨。随后特朗普公开否认即将解雇鲍威尔，市场对美联储独立性地位的担忧得以暂时缓解，股市和美元回稳，黄金涨幅收窄。

日本于上周日举行参议院选举，自民党与公明党组成的执政联盟在此次改选中仅获 47 席，低于维持多数所需的 50 席。成为少数政府大幅削弱了执政党推动政策的能力。面对选举失利，首相石破茂已明确表态将继续留任，但党内不断出现要求其辞职的呼声，如果石破茂下台，短期内或将对多个政策进程造成扰动，包括美日贸易谈判节奏放缓、国内财政政策进一步宽松、日央行加息难度加大等。

经济数据方面，6 月美国通胀低于预期，显示出“核心商品通胀温和+核心服务同步降温”的特征。商品价格中存在关税传导迹象，但预计其影响相对温和、集中于个别品类，有待 7 月、8 月的通胀数据进一步验证。总体而言，商品通胀对美联储决策的影响更小，再加上供需双弱的住房市场，9 月降息依然值得期待。

图表1：美国 CPI 与核心 CPI 同比/环比变化（%）



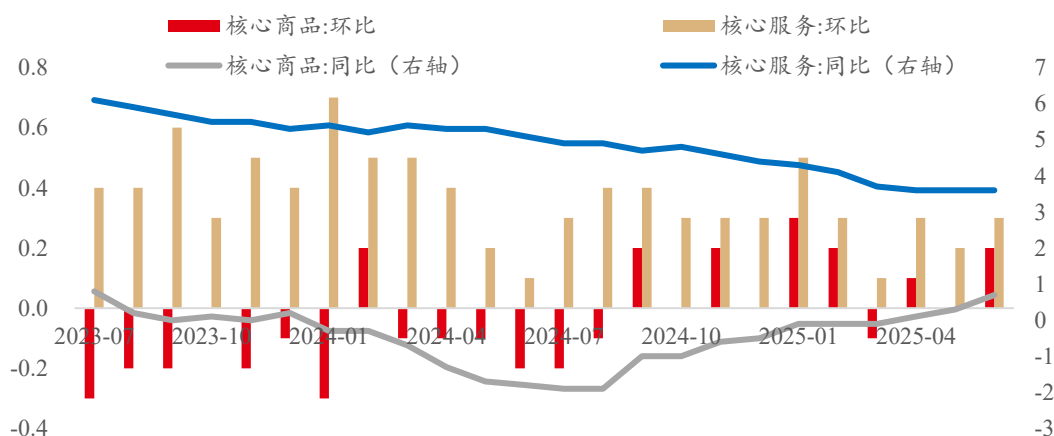
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：美国 6 月 CPI 各分项情况

单位：%	权重	环比							同比
		2025/03	2025/04	2025/04	2025/05	2025/05	2025/06	2025/06	
CPI	100	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	2.7
食品	13.6	0.4	-0.1	-0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	3.0
家庭食品	8.0	0.5	-0.4	-0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	2.4
非家用食品	5.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	3.8
能源	6.4	-2.4	0.7	0.7	-1.0	-1.0	0.9	0.9	-0.8
能源类商品	3.2	-6.1	-0.2	-0.2	-2.4	-2.4	1.0	1.0	-7.9
汽油	3.1	-6.3	-0.1	-0.1	-2.6	-2.6	1.0	1.0	-8.3
燃油	0.1	-4.2	-1.3	-1.3	0.9	0.9	1.3	1.3	-4.7
能源服务	3.2	1.6	1.5	1.5	0.4	0.4	0.9	0.9	7.5
电力	2.4	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	5.8
燃气服务	0.8	3.6	3.7	3.7	-1.0	-1.0	0.5	0.5	14.2
核心CPI	80.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	2.9
核心商品	19.3	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.7
新交通工具	4.3	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.2
二手汽车和卡车	2.4	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.7	-0.7	2.8
服装	2.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	0.4	0.4	-0.5
医疗护理商品	1.5	-1.1	0.4	0.4	0.6	0.6	0.1	0.1	0.2
核心服务	60.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	3.6
住所	35.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	3.8
运输服务	6.3	-1.4	0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.2	0.2	3.4
医疗护理服务	6.7	0.2	0.5	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	2.8

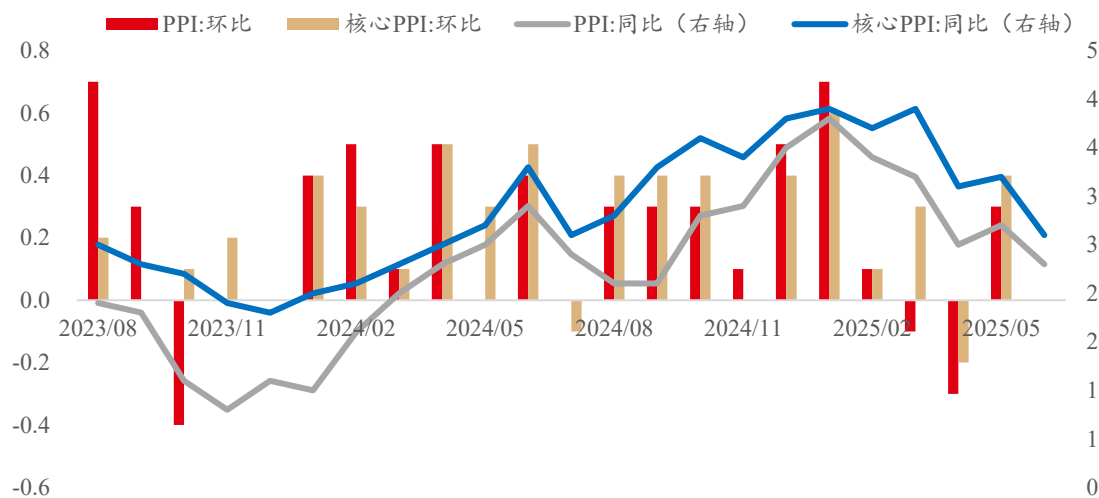
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：美国 CPI 核心商品和核心服务同比/环比变化 (%)



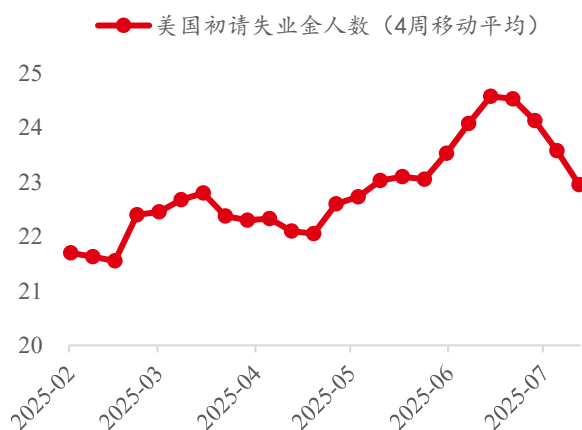
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：美国 PPI 与核心 PPI 同比/环比变化（%）



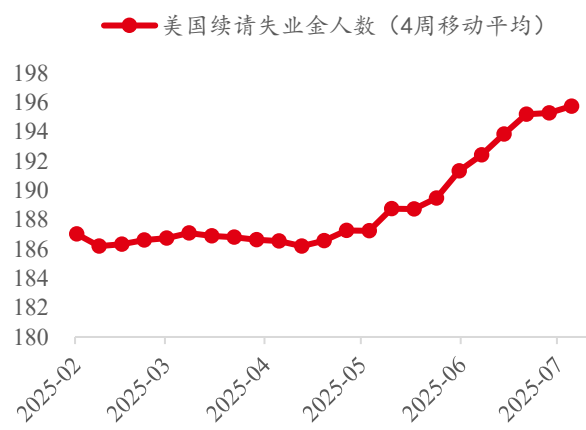
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：美国初请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 本周重要数据与事件

图表7：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/7/21 22:00		美国 6 月谘商会领先指标月率	0%	-0.2%
	英国央行行长贝利、央行金融政策委员会外部委员克罗兹			
2025/7/22 17:15	纳和威尔金斯在英国议会下院财政委员会就英国央行半年度金融稳定报告发表讲话			
2025/7/22 20:30	美联储主席鲍威尔在一场监管会议上致欢迎辞			
2025/7/22 22:00		美国 7 月里奇蒙德联储制造业指数	-7	-2
	美联储理事鲍曼主持美联储主办的大型银行资本框架会议的炉边谈话环节			
2025/7/23 1:00				
2025/7/23 22:00		欧元区 7 月消费者信心指数初值	-15.3	-14.5
2025/7/23 22:00		美国 6 月成屋销售总数年化(万户)	403	400
2025/7/24 14:00		德国 8 月 Gfk 消费者信心指数	-20.3	-19
2025/7/24 15:15		法国 7 月制造业 PMI 初值	48.1	48.4
2025/7/24 15:30		德国 7 月制造业 PMI 初值	49	49.4
2025/7/24 16:00		欧元区 7 月制造业 PMI 初值	49.5	49.8
2025/7/24 16:30		英国 7 月制造业 PMI 初值	47.7	48
2025/7/24 16:30		英国 7 月服务业 PMI 初值	52.8	53
2025/7/24 18:00		英国 7 月 CBI 工业订单差值	-33	
2025/7/24 20:15	欧洲央行公布利率决议			
2025/7/24 20:15		欧元区至 7 月 24 日欧洲央行存款机制利率	2%	2%
2025/7/24 20:15		欧元区至 7 月 24 日欧洲央行主要再融资利率	2.15%	2.15%
2025/7/24 20:30		美国至 7 月 19 日当周初请失业金人数(万人)	22.1	22.8
2025/7/24 20:45	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会			
2025/7/24 21:45		美国 7 月标普全球制造业 PMI 初值	52.9	52.5
2025/7/24 21:45		美国标普全球服务业 PMI 初值	52.9	53
2025/7/24 22:00		美国 6 月新屋销售总数年化(万户)	62.3	65
2025/7/25 7:01		英国 7 月 Gfk 消费者信心指数	-18	-20
2025/7/25 14:00		英国 6 月季调后零售销售月率	-2.7%	1.2%
2025/7/25 16:00		德国 7 月 IFO 商业景气指数	88.4	89.2
2025/7/25 20:30		美国 6 月耐用品订单月率	16.4%	-10.5%

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 波士顿联储主席柯林斯：

柯林斯表示，在当前经济前景不确定的背景下，美联储不必急于调整基准利率，尚有时间评估未来数据走向，并强调对货币政策应保持“积极耐心”。尽管她预计“特朗普关税”将推高核心通胀至约 3%，但其对企业和家庭的整体冲击或不如预期严重，她认为企业有能力继续压缩利润、消费者仍可以保持支出，使关税对经济增长的抑制作用有限。

2. 美联储理事鲍曼：

推动金融包容性需要公私部门协同创新，通过安全普惠的金融产品和服务扩大覆盖范围。她指出银行业正运用替代数据等创新手段服务信用“隐形人群”，同时监管框架需兼顾创新激励与体系稳健性。

3. 纽约联储主席威廉姆斯：

威廉姆斯认为，关税对经济影响尚处“初期阶段”，预计至 2026 年将推高通胀约 1 个百分点。因此当前美联储的限制性政策立场“完全恰当”。预计经济增速将放缓至 1%，失业率升至 4.5%。

4. 美联储理事库格勒：

在关税推高通胀的背景下，短期内应维持当前利率水平。她指出，失业率相对稳定，但通胀上行压力仍存，物价可能进一步上涨，因此限制性政策对稳定通胀预期至关重要。

5. 美联储理事巴尔：

美国过去的繁荣与萧条周期与监管力度减弱有关，而监管必须随着金融体系的发展而不断演变，一旦放松规定可能带来潜在风险。

6. 美联储理事丽莎·库克：

美联储正谨慎研究 AI 应用，包括利用大语言模型强化经济分析能力，同时会警惕数据偏差等风险。美联储将遵循一定原则推进 AI 应用，通过内部实验和跨部门协作探索技术边界，但明确表示 FOMC 暂不会将人工智能直接用于政策制定。

7. 美联储理事沃勒：

沃勒认为当前经济增速明显放缓且就业风险上升，7 月应果断降息 25 个基点以防范政策滞后风险。他认为，关税仅可能带来短期通胀冲击，不会改变整体可控态势，美联储应更关注经济基本面而非短期价格波动。并且 7 月降息将是政策转向的第一步，未来可能继续宽松。他认为若错过 7 月窗口，美国可能面临经济加速下滑风险，并强调这一主张完全基于经济考量。

8. 芝加哥联储主席古尔斯比：

关税公告频繁削弱了关税仅具“一次性通胀效应”的观点，若关税影响仍不能明确，美联储还需更多时间评估通胀趋势，降息时机可能因此推迟。

图表8：市场定价年内还有 2 次降息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	95.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	50.8%	47.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	26.0%	49.0%	24.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.5%	41.2%	32.5%	8.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.8%	27.5%	37.5%	22.3%	4.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.5%	19.0%	33.2%	28.8%	12.3%	2.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	9.3%	23.7%	31.7%	23.4%	8.9%	1.4%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.9%	5.9%	17.3%	28.2%	27.1%	15.3%	4.7%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.6%	9.8%	21.0%	27.8%	23.0%	11.7%	3.3%	0.4%
2026/9/16	0.1%	1.2%	5.3%	13.9%	23.5%	26.0%	18.9%	8.6%	2.2%	0.3%
2026/10/28	0.3%	1.7%	6.4%	15.2%	23.9%	25.1%	17.5%	7.7%	2.0%	0.2%
2026/12/9	0.4%	2.3%	7.4%	16.2%	24.0%	24.2%	16.4%	7.1%	1.8%	0.2%

资料来源：fed watch，中邮证券研究所

3 风险提示

关税税率超预期；中美关税对抗升级；美国经济基本面超预期走弱；核心商品通胀反弹幅度超预期；服务价格增速超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括: 证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048