

2025 年 7 月 14 日

新一轮关税威胁与美联储的分歧

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 (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
- 海外宏观周报 (6/3): 通胀下行与经济韧性, 去美元化暂时缓和
- 海外宏观周报 (5/26): 美国股债汇再次齐跌的原因
- 海外宏观周报 (5/19): 如何看待美国实际通胀与预期分化

主要大类资产走势:

	2025-07-11	周变动
美国国债收益率10Y	4.43	8.0 bp
美国国债收益率2Y	3.90	2.0 bp
日本国债收益率10Y	1.50	5.4 bp
日本国债收益率2Y	0.76	2.4 bp
德国国债收益率10Y	2.73	15.0 bp
德国国债收益率2Y	1.90	10.0 bp
标普500指数	6259.75	-0.31 %
纳斯达克指数	20585.53	-0.08 %
道琼斯工业指数	44371.51	-1.02 %
日经225指数	39569.68	-0.61 %
伦敦富时100指数	8941.12	1.34 %
巴黎CAC40指数	7829.29	1.73 %
德国DAX指数	24255.31	1.97 %
伦敦现货黄金	3352.10	0.61 %
英国布伦特原油现货	72.67	2.48 %
美元指数	97.8731	0.91 %
欧元兑美元	1.1690	-87 pips
英镑兑美元	1.3492	-151 pips
美元兑日元	147.4150	29450 pips
美元兑人民币	7.1710	58 pips

【一周焦点】

随着 7 月 9 日关税谈判最后期限到来, 特朗普宣布对 25 国 (或地区) 的新一轮关税威胁, 并将期限再次延后至 8 月 1 日。全球市场表现平稳, 并未出现 4 月的大幅动荡场面。新关税威胁未过于超出市场预期, 一是各国与美国谈判进展不顺已是公开信息, 最终延期的结果属于相对利好; 二是新一轮关税威胁相对于 4 月版本有高有低, 且多数国家下调, 整体并不太“出格”; 三是各国反应相对温和, 多数表示将继续保持谈判。关税正在增加美国的财政收入。美国政府 6 月获得超过 270 亿美元的财政盈余, 平均关税税率升至 8% 以上, 新财年已增收 1200 亿美元, 若对等关税落地后平均关税税率再升高 5-10 个百分点, 预计每年再增收 1700-3400 亿。另一方面, 新关税威胁也在加大美联储内部的分歧。FOMC 在 7 月按兵不动板上钉钉, 但 9 月分歧扩大, 不降息概率升至 40% 附近。

【交易模式】

新一轮关税扰动和美联储分歧下市场不确定加大

【关键数据】

美国: 6 月财政小幅盈余, 关税大幅增长, 消费信贷余额增速放缓。
欧洲: 零售销售减速, 德国贸易顺差扩大, 英国工业产出下滑。
日本: 货物贸易逆差扩大, 景气指数回升。

【重要事件】

美国: 特朗普推新一轮关税威胁, 美联储显分歧。欧洲: 欧盟仍在争取与美国达成原则性贸易协议。日本: 强硬回应美国关税威胁, 或因关税推迟加息。其他地区: 马来西亚降息, 多国维持利率不变。

【本周关注】

美国通胀与零售数据, 日本通胀

目 录

【一周焦点】	1
新一轮关税威胁与美联储的分歧.....	1
【交易模式】	3
新一轮关税扰动和美联储分歧下市场不确定加大.....	3
【关键数据】	4
美国：6月财政小幅盈余，关税大幅增长.....	4
欧洲：零售销售减速，德国贸易顺差扩大.....	5
日本：货物贸易逆差扩大，景气指数回升.....	6
【重要事件】	8
美国：特朗普推新一轮关税威胁，美联储显分歧.....	8
欧洲：欧盟仍在争取与美国达成原则性贸易协议.....	11
日本：强硬回应美国关税威胁，或因关税推迟加息.....	12
其他地区：马来西亚降息，多国维持利率不变.....	12
【本周关注】	14
美国通胀与零售数据，日本通胀.....	14

【一周焦点】

新一轮关税威胁与美联储的分歧

随着7月9日关税谈判最后期限的到来，全球市场屏息凝神，最终以特朗普宣布对25国（或地区）的新一轮关税威胁，并将期限再次延后至8月1日而告终。面对关税新局势的变化，全球市场表现平稳，并未出现4月的大幅动荡场面。美国标普500、纳斯达克指数、英国和德国股市均在周内创下历史新高，美元指数、黄金以及原油均小幅上涨，反映出市场风险偏好及经济增长预期回升，但新关税带来的通胀预期和美联储推迟降息则导致债券下跌。

新关税威胁未过于超出市场预期，期限延后为谈判留出时间。与4月2日“对等关税”发布令市场哗然相比，本轮新关税的发布并未大幅超出预期。一是4月以来的3个月内，各国与美国的贸易谈判进展不顺已是公开信息，市场对于最后期限结果的判断不外乎延期和落地两个选项，最终延期的结果属于相对利好。二是新一轮关税威胁相对于4月2日的版本有高有低，整体并不太“出格”。关税升高的国家包括巴西（10%升至50%）、加拿大（25%升至35%）、墨西哥（25%升至30%）等，其余一些国家包括日本的升幅很小；关税下降的国家更多，包括欧盟（39%降至30%）、柬埔寨（49%降至36%）、老挝（48%降至40%）、缅甸（44%降至40%）等13个国家。三是各国反应相对温和，多数表示将继续保持谈判，且并未立刻推出反制措施。预计8月1日之前各国与美国的贸易谈判将继续推进，包括欧盟、日本、韩国、印度等都发布阶段性进展消息的可能（但最终版本仍将有较长期谈判过程）。同时，由于涉及国家过多，关税最终期限有再次推后的可能。

关税正在增加美国的财政收入。7月11日，据美国财政部数据显示，政府在6月获得超过270亿美元的财政盈余，与5月高达3157亿美元的赤字形成鲜明对比。这是自2017年以来，美国政府首次在6月份实现财政盈余。受此影响，过去12个月美国政府累计财政赤字下降到约1.9万亿美元，低于前几个月12个月滚动累计超过2万亿美元的最高水平，不过仍高于上一财年1.8万亿美元的水平。新财年（2024年10月开始）美国累计关税收入已达到1080亿美元，同比增长94.3%，推动整体财政收入同比增长6.8%，高于6.3%的财政支出增速，累计赤字1.337万亿美元，同比增长5.0%，也低于上个财年8.1%的增速。以5月美国商品进口总金额测算，美国平均关税税率升至8%，6月或超过9%，

若 7-9 月保持该水平，整个财年关税收入或接近 2000 亿美元，同比增收超 1200 亿美元。考虑 2025-26 财年“对等关税”进一步落地，分别测算平均关税税率再升高 5-10 个百分点，则每年预计为美国财政增收 1700-3400 亿美元，基本可与“美丽大法案”的赤字增加水平匹敌。

另一方面，新关税威胁也在加大美联储内部的分歧。有“新美联储通讯社”之称的知名财经记者 Nick Timiraos 撰文称，在上个月的会议上，通胀前景不明朗，以及在白宫向美联储主席鲍威尔施压的背景下，**美联储内部出现分歧，可分为三大主要阵营**：一是年内降息但排除 7 月（主流阵营）；二是全年按兵不动，三是主张下次会议立即行动（纪要显示仅“少数”与会者支持，或是美联储理事沃勒与鲍曼）。新关税威胁发出后，芝加哥联储主席古尔斯比表示，**关税再度搅浑通胀前景，这将使他更难支持特朗普极力主张的降息政策**。CME 发布的“美联储观察（FedWatch）”工具最新显示，FOMC 在 7 月末维持按兵不动的概率升至 95% 左右，几乎板上钉钉；**但是 9 月中旬的议息会议分歧加大，而非此前认为的大概率降息，按兵不动的概率升至 40% 附近，全年降息次数降低至两次，而非此前预计的两次或三次。**

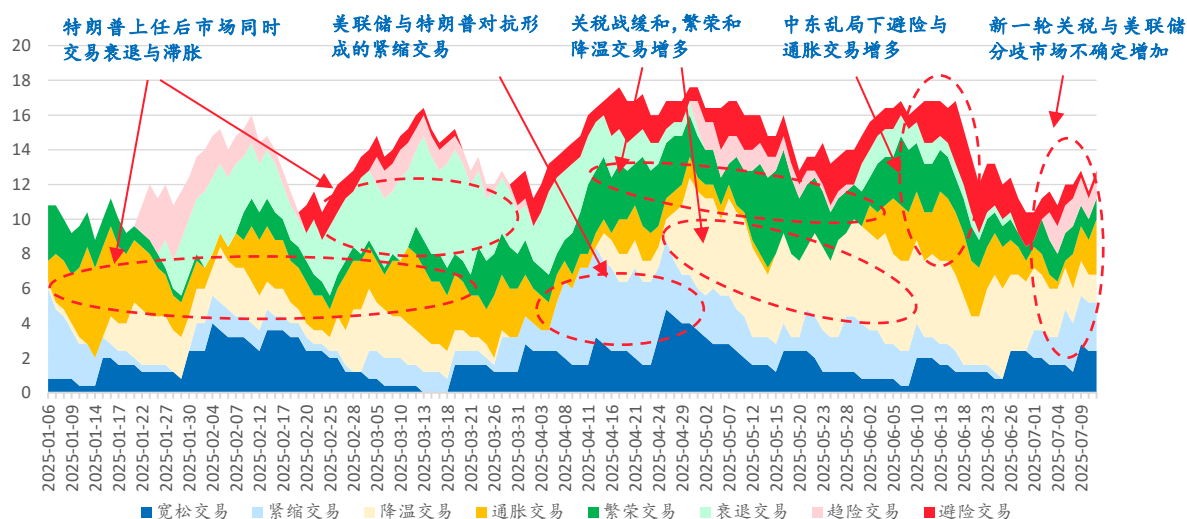
【交易模式】

新一轮关税扰动和美联储分歧下市场不确定加大

表 1：近两周各交易日交易模式

6 月 30 日	7 月 1 日	7 月 2 日	7 月 3 日	7 月 4 日
不确定	紧缩交易	繁荣交易	趋险交易	不确定
7 月 7 日	7 月 8 日	7 月 9 日	7 月 10 日	7 月 11 日
紧缩交易	通胀交易	宽松交易	不确定	通胀交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日日内发生频次，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		

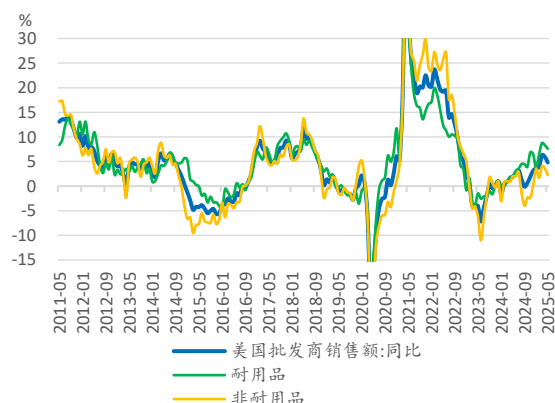
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：6月财政小幅盈余，关税大幅增长

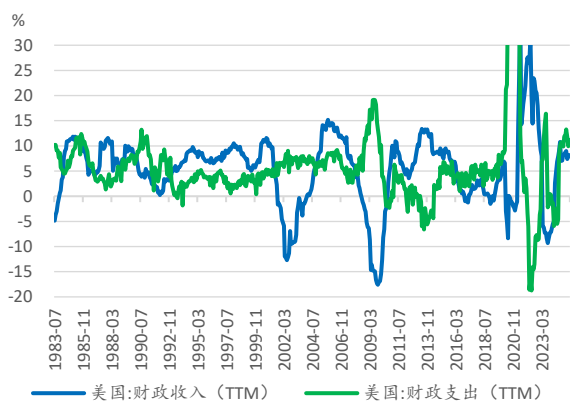
批发商销售环比下降。美国5月批发商销售季调环比初值-0.3%（前值+0.1%），其中耐用品+0.2%（前值+0.1%），非耐用品-0.8%（前值-0.1%）。

图2：美国批发商销售:季调同比增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

图3：美国月度财政收入支出同比（TTM）



数据来源：美国财政部，Wind

6月实现小幅财政盈余，关税收入大幅增长。美国6月财政收入5264亿美元，滚动12个月（TTM）同比+8.2%（前值+8.0%），财政支出4994亿美元，TTM同比+11.2%（前值+9.9%），6月财政盈余270亿美元（前值赤字3157亿），近12个月合计财政赤字1.90万亿美元（前值1.99万亿），TTM同比+20.4%（前值+15.1%）。其中关税收入266亿美元，同比增长321%。

其他数据：消费信贷余额增速放缓。美国5月末未偿消费信贷余额季调环比折年+1.2%（前值+4.0%），季调同比+0.4%（前值+0.5%）。

周度数据：亚特兰大联储7月9日更新的GDPNow预测数据显示，2025年二季度美国GDP预计季调年化环比+2.6%（上周+2.6%），7月4日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.52%（前值修正至+2.13%），当周红皮书商业零售同比+5.9%（前值+4.9%），当周初领失业金22.7万人（前值由23.3万下修至23.2万），前周续领失业金196.5万人（前值195.5万）。7月9日美联储资产负债表较上周+23.14亿美元（前值-26.02亿），联储银行准备金周较上周+854.97亿美元（前值-907.72亿），逆回购协议-213.65亿美元（前值+470.87亿）。

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
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
消费	批发商销售-季调环比	0.9	1.4	-0.9	2.0	0.8	0.1	-0.3		↓
	批发商销售-耐用品-季调环比	2.2	0.3	-2.4	3.2	1.2	0.1	0.2		↑
	批发商销售-非耐用品-季调环比	-0.4	2.4	0.4	0.9	0.4	-0.1	-0.8		↓
	未偿消费信贷余额-季调环比年率	-1.6	6.2	2.2	-0.3	1.9	4.0	1.2		↓
	未偿消费信贷余额-季调同比	1.5	-0.7	-0.9	-1.1	0.2	0.5	0.4		↓
财政	财政收入 (TTM) -同比	7.1	8.2	8.3	8.6	9.0	7.4	8.0	8.2	↑
	财政支出 (TTM) -同比	10.5	9.9	11.9	11.7	13.3	11.8	9.9	11.2	↑
	财政赤字 (TTM) -万亿美元	2.08	2.03	2.14	2.15	2.07	2.03	1.99	1.90	↓
	财政赤字 (TTM) -同比	19.4	14.0	21.1	19.4	25.1	24.6	15.1	20.4	↑
周度数据	周	23 May	30 May	6 Jun.	13 Jun.	20 Jun.	27 Jun.	4 Jul.	11 Jul.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.4	3.8	3.7	3.8	3.4	2.9	2.6	2.6	→
	纽约联储周度经济指数	2.03	1.76	1.94	2.01	2.34	2.13	2.52		↑
	红皮书商业销售-同比	6.1	4.9	4.7	5.2	4.8	4.9	5.9		↑
	当周初次申请失业金人数-万人	23.9	24.8	25.0	24.6	23.7	23.2	22.7		↓
	持续领取失业金人数-万人	190.2	195.1	193.7	196.4	195.5	196.5			↑
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-245.44	-154.82	-3.59	42.70	39.01	-188.56	-26.02	23.14	↑
	联储银行准备金周变动-亿美元	480.50	102.49	679.24	677.37	1066.84	242.83	-907.72	854.97	↑
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	149.30	99.68	-1.84	321.33	11.29	68.62	470.87	-213.65	↓

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：零售销售减速，德国贸易顺差扩大

欧元区零售销售减速。欧元区 5 月零售销售季调环比-0.7%（前值+0.3%），同比+1.8%（前值+2.7%）。5 月德国零售销售指数同比+5.7（前值+5.8%），法国零售销售指数同比+3.4%（前值+3.2%），英国零售销售指数同比-1.2%（前值+5.0%）。

图 4：欧元区零售销售指数：同比与环比



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 5：法国与德国 CPI 同比



数据来源：德国统计局，法国统计局，Wind

德国 CPI 回落，法国回升。6 月德国 CPI 同比+2.0%（前值+2.1%），核心 CPI 同比+2.5%（前值+2.7%）；法国 CPI 同比+1.0%（前值+0.7%），核心 CPI 同比+1.6%（前值+1.4%）。

其他数据：德国出口回暖贸易顺差恢复，英国工业产出下滑。德国5月出口季调同比+0.5%（前值-1.9%），进口季调同比+4.2%（前值+2.9%），贸易差额+184亿欧元（前值+157亿）。英国5月工业产出指数季调环比-0.9%（前值-0.6%），同比-0.3%（前值+0.3%）。

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
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
消费	欧元区零售销售指数-季调环比	0.1	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.3	-0.7		↓
	欧元区零售销售指数-同比	1.9	2.2	1.9	2.0	2.1	2.7	1.8		↓
	德国零售销售指数-同比	4.4	3.1	5.0	1.0	2.4	5.8	5.7		↓
	法国零售销售指数-同比	2.2	1.8	2.7	1.5	2.5	3.2	3.4		↑
	英国零售销售指数-同比	-1.4	2.8	0.9	1.6	1.6	5.0	-1.2		↓
进出口	德国出口金额-季调同比	-2.3	1.5	0.0	0.2	2.5	-1.9	0.5		↑
	德国进口金额-季调同比	-1.3	1.3	8.7	4.5	3.1	2.9	4.2		↑
	德国商品贸易差额季调-亿欧元	192.0	216.0	163.0	180.0	204.0	157.0	184.0		↑
工业生产	英国工业产出指数-季调环比	-0.3	1.0	-0.3	1.7	-0.2	-0.6	-0.9		↓
	英国工业产出指数-同比	-1.4	-1.1	-0.3	0.5	-0.1	0.3	-0.3		↓
通胀	德国CPI同比	2.2	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	↓
	德国核心CPI同比	3.1	3.3	3.6	3.1	2.8	3.1	2.7	2.5	↓
	法国CPI同比	1.3	1.3	1.7	0.8	0.8	0.8	0.7	1.0	↑
	法国核心CPI同比	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	1.4	1.6	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

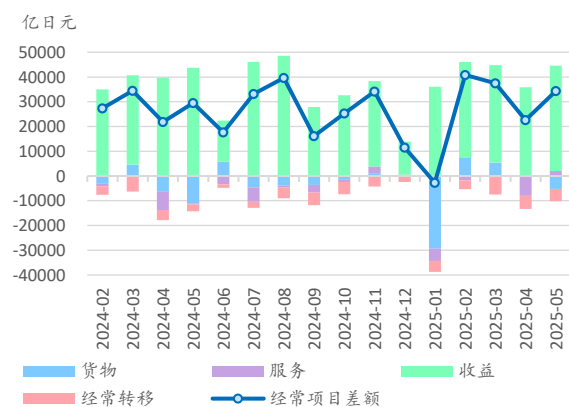
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：货物贸易逆差扩大，景气指数回升

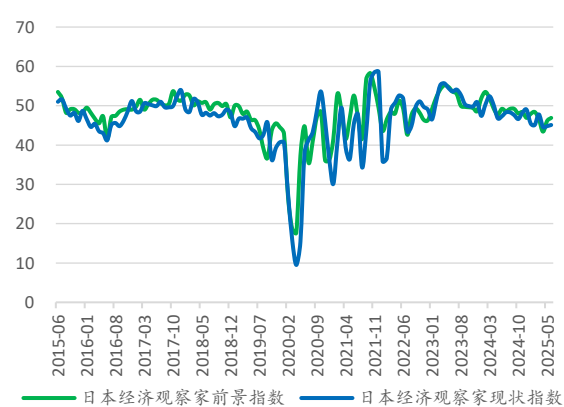
经常账户顺差但货物贸易逆差扩大。5月日本国际收支经常账户差额+34364亿日元（前值+22580亿），其中货物贸易差额-5223亿日元（前值-328亿），服务贸易差额为+2011亿日元（前值-7681亿），收益差额+42555亿日元（前值+35899亿），经常转移-4979亿日元（前值-5311亿）。

图 6：日本月度经常账户差额及组成



数据来源：日本内阁府，Wind

图 7：日本经济观察家前景与现状指数



数据来源：日本内阁府，Wind

其他数据：景气指数回升，营建订单同比下降。6月日本经济观察家前景指数46.9（前值46.1），现状指数45.1（前值44.8）。5月景气动向指数先行指标105.3（前值104.2），同步指标115.9（前值116.0）；营建订单同比-1.9%（前值-1.4%）。

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
		11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
进出口	经常账户差额-亿日元	34133	11463	-2481	40607	36781	22580	34364.0		↗
	经常账户-货物差额-亿日元	1191	542	-29379	7129	5165	-328	-5223.0		↘
	经常账户-服务差额-亿日元	2677	111	-4766	-1755	-192	-7681	2011.0		↗
	经常账户-收益-亿日元	34489	13233	36111	38817	39202	35899	42555.0		↗
	经常账户-经常转移-亿日元	-4224	-2423	-4447	-3584	-7394	-5311	-4979.0		↗
工业	营建订单-同比	10.1	19.1	26.1	8.1	19.7	-1.4	-1.9		↘
景气指数	景气动向指数：先行指标	107.7	107.9	108.1	107.8	107.6	104.2	105.3		↗
	景气动向指数：同步指标	115.2	116.4	116.3	117.1	115.8	116.0	115.9		↗
	经济观察家前景指数	48.4	46.9	47.9	48.4	46.6	43.4	46.1	46.9	↗
	经济观察家现状指数	48.2	49.0	45.5	45.1	47.8	44.6	44.8	45.1	↗

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：特朗普推新一轮关税威胁，美联储显分歧

本周特朗普以向各国发出信函方式推行新一轮“对等关税”。当地时间7月7日，特朗普接连在社媒上公布其对多个国家发出的关税信函，共有14个国家被发出新的关税威胁。同日，特朗普签署行政令，美国总统特朗普签署行政命令，延长所谓“对等关税”暂缓期，将实施时间从7月9日推迟到8月1日。当地时间7月9日，美国总统特朗普在社交媒体平台上发布致8个国家领导人有关加征关税的信函，其中巴西将被征收50%的最高关税。当地时间7月10日，特朗普宣布，将自8月1日起，对自加拿大进口的商品征收35%关税，且独立于所有行业关税之外。不过白宫官员表示对加拿大35%的关税不适用于符合美墨加协定的商品。当地时间7月12日，美国总统特朗普发布致墨西哥和欧盟的信件，宣布自2025年8月1日起，美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品征收30%的关税。特朗普在信中表示，如果墨西哥在打击贩毒集团、阻止芬太尼流入方面取得实质性成效，或欧盟愿意向美国开放贸易市场、取消关税、非关税政策及其他贸易壁垒，美国或将考虑对关税政策作出相应调整。截至目前被新威胁加征关税的国家名单如下：

表3：特朗普威胁加征关税国家一览表

国家	7月新一轮关税威胁	4月对等关税或原有关税
巴西	50%	10%
老挝	40%	48%
缅甸	40%	44%
柬埔寨	36%	49%
泰国	36%	36%
孟加拉国	35%	37%
塞尔维亚	35%	37%
加拿大	35%	25%
印尼	32%	32%
斯里兰卡	30%	44%
欧盟	30%	39%
伊拉克	30%	39%
波黑	30%	35%
利比亚	30%	31%
阿尔及利亚	30%	30%
南非	30%	30%
墨西哥	30%	25%

摩尔多瓦	25%	31%
突尼斯	25%	28%
哈萨克斯坦	25%	27%
韩国	25%	25%
日本	25%	24%
马来西亚	25%	24%
文莱	25%	24%
菲律宾	20%	17%

数据来源：美国政府，CNBC

全球多国回应特朗普最新关税措施。日本和韩国表示“遗憾”，但均表达了通过谈判解决问题的意愿。泰国对关税税率感到惊讶，南非总统对关税计算方式提出异议，而巴西总统态度强硬，批评美方做法“错误且不负责任”。欧盟委员会主席冯德莱恩称，对欧盟出口产品征收 30% 的关税将扰乱至关重要的跨大西洋供应链，欧盟始终将与美国通过谈判达成解决方案作为优先事项。墨西哥外交部和经济部在一份联合声明中表示，墨西哥政府认为这是“不公平待遇”，墨西哥已开始与美国进行谈判，以保护边境企业和就业。

美国总统特朗普宣布将对进口铜征收 50% 的关税。特朗普在社交媒体“真实社交”上发文说，铜是众多技术领域的一种关键金属。他说，在收到相关的“国家安全评估”后将宣布对铜征收 50% 的关税，自 2025 年 8 月 1 日起生效。他表示，将重建美国铜产业的“统治地位”。美国商务部长卢特尼克说，商务部按照特朗普 2 月发布的行政命令要求，已完成对铜进口状况的调查，他预计新关税“可能在 7 月底或 8 月 1 日实施”。

特朗普表示仍考虑对更多行业征收关税。当地时间 7 月 8 日，特朗普在内阁会议上表示，他仍在计划对包括药品、半导体和金属在内的特定行业征收关税；将对药品征收高达 200% 的关税。随后，美国商务部长卢特尼克称，对制药、半导体领域的调查将于月底完成。

传言美国正努力与印度达成一项临时贸易协议。知情人士透露，该协议可能将拟议关税税率降至 20% 以下（此前提议为 26%），从而使印度相对亚洲其他国家处于较为有利的位置。知情者称，印度不会收到美国总统特朗普发出的征税函，预计将以声明的形式宣布印度同美国达成的贸易安排。临时协议将让印美双方得以继续谈判，为印度政府提供空间，在预计今年秋天达成更广泛的协议之前，解决悬而未决的问题。

美联储公布 6 月 FOMC 会议纪要。纪要显示，美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间。与会者一致认为，尽管净出口波动影响了数据，但近期指标表明经济活动继续稳步扩张。失业率保持在低位，劳动力市场状况依然稳健，通胀率仍然略高。与会者一致认为，经济前景的不确定性有所减弱但仍然居高不下。纪要显示，官员们对利率前景的分歧日益显现，主要源于他们对关税可能如何影响通胀的预期不同。与会者普遍认为，由于经济增长和劳动力市场仍然稳健，而当前的货币政策或有适度的限制性，委员会完全有能力等待通胀和经济活动前景更加明朗。

美国总统特朗普再次催促美联储降息。当地时间 7 月 10 日，特朗普在社交媒体上发文，再度敦促美联储主席鲍威尔降息。他批评美联储当前的利率政策，称美联储设定的利率至少偏高 3 个百分点，利率每个百分点每年给美国造成了 3600 亿美元的再融资成本。消息称特朗普正考虑在美联储主席鲍威尔明年离任前为美联储任命一位“影子主席”，以向美联储施压，迫使其降息。此前几日，特朗普曾表示，美联储主席鲍威尔应立即辞职，关税对通胀毫无影响。

美联储官员表态显示分歧。芝加哥联储主席古尔斯比（A. Goolsbee）表示，美国总统特朗普最新宣布的关税措施再度搅浑通胀前景，这将使他更难支持特朗普极力主张的降息政策。过去几个月由于特朗普暂停了 4 月提出的高额双边关税计划，市场对关税推高物价的忧虑已大幅缓解，这原本为美联储很快再次降息铺平了道路，但最新一轮关税可能重新点燃通胀担忧，迫使美联储保持观望姿态直至形势明朗。**美联储理事沃勒（C. J. Waller）**表示，美联储可以考虑在 7 月降息；美联储应考虑随着时间推移，将资产持有更多地转向短期国债；美联储应将银行准备金规模从目前的 3.26 万亿美元降至约 2.7 万亿美元。再加上美联储所持货币和美国财政部一般账户余额，总体资产负债表将降至 5.8 万亿美元，而当前为 6.7 万亿美元。**旧金山联储主席戴利（M. C. Daly）**表示，今年美联储很可能会降息两次，政策前景存在大量不确定性；关税有可能不会导致物价大幅上涨。实际劳动力市场疲软可能推动降息，考虑在秋季进行降息。**圣路易斯联储主席穆萨莱姆（A. G. Musalem）**表示，由于关税的影响，未来通胀预期可能会上升，目前尚无法确定关税是对通胀产生一次性影响还是更持久的影响；美元贬值可能会进一步推动通胀。

中美外长在吉隆坡会面。当地时间 7 月 11 日，在马来西亚吉隆坡出席东盟外长会期间，中国外交部长王毅会见美国国务卿鲁比奥。双方就中美关系以及共同关心的问题交换了意见。双方一致认为会晤是积极、务实、建设性的，同意

加强外交渠道及各领域各层级沟通对话，发挥外交部门在推动两国关系中的作用，在管控分歧的同时，探索扩大合作领域。

欧洲：欧盟仍在争取与美国达成原则性贸易协议

欧盟就美国加征 30% 关税威胁发表声明。当地时间 7 月 12 日，欧盟委员会主席冯德莱恩发表声明说，欧盟注意到美国总统特朗普发来的一封信，信中概述了修订后的关税税率和新的时间表。声明表示，美国对欧盟出口产品征收 30% 的关税将破坏大西洋两岸的重要供应链，损害双方的企业、消费者和患者利益。在全球范围内，很少有经济体能够与欧盟在开放程度和遵守公平贸易规则方面相匹敌。欧盟始终致力于通过谈判解决与美国之间的分歧。欧盟仍然准备继续努力，在 8 月 1 日前达成协议。与此同时，将采取一切必要措施维护欧盟的利益，包括在必要时采取相称的反制措施。同时，欧盟也将继续深化全球伙伴关系，坚定地以基于规则的国际贸易原则为基础。

欧盟仍在争取与美国达成原则性贸易协议。欧盟委员会表示，欧盟仍在争取于与美国达成一项原则性的双边贸易协议，双方仍在继续接触，便能在 8 月 1 日最后期限之后锁定 10% 的关税税率。据知情人士透露，汽车以及农产品关税水平已成为双方贸易谈判之间的关键症结。有媒体报道称，美欧之间正在讨论一项初步协议，内容是对大多数欧盟出口产品征收 10% 关税，并对航空、医疗器械等少数行业给予有限豁免。欧盟同时争取降低烈酒与葡萄酒关税，并力争通过配额方式缓解特朗普对钢铝所实施的 50% 这一历史性关税；美方贸易谈判代表则提议对农产品征收 17% 关税，而不是欧盟所希望的 10%。**另据媒体报道，欧盟委员会已放弃对数字企业征税的计划。**此举标志着美国总统特朗普及苹果、Meta 等美国科技巨头取得重大胜利。文件显示在欧美贸易谈判进入最后冲刺阶段，布鲁塞尔方面从其 2028 年启动的七年期财政计划中移除数字税选项。

欧洲央行管理委员会呼吁各国宏观审慎监管机构维持银行体系现有韧性。欧央行指出，由于全球地缘政治不确定性加剧，欧元区金融稳定风险上升，出现更多负面情景的可能性已增加。

英国无法在最后期限内与美国就钢铁和铝贸易协议达成一致。不过，消息称英国仍有望月底前达成协议。特朗普此前威胁，若未能达成协议，将把英国钢铝关税从目前的 25% 提高至 50%。

法国总统马克龙开始对英国进行为期三天的国事访问。这是 2008 年以来法国总统首次访英，也是自英国正式“脱欧”以来欧盟国家领导人首次访英。马克龙表示，作为欧洲仅有的两个有核武器的国家，英法拥有这一地区主要的武装力量，军事预算合计占欧洲总量的 40%，应共同、全面承担起维护欧洲安全的责任。英法相关工业合作必须迈上新台阶。

欧盟正式批准保加利亚 2026 年 1 月 1 日起使用欧元，这标志着保加利亚成为欧元区第 21 个成员国。根据欧盟理事会公告，欧元与保加利亚列弗的兑换汇率为 1.95583 列弗兑 1 欧元。

日本：强硬回应美国关税威胁，或因关税推迟加息

日本首相石破茂回应美加征关税。日本首相石破茂在政府会议上就美国再度提高关税表示“非常遗憾”，已指示相关阁僚在 8 月 1 日之前继续谈判，寻求既维护日本国家利益又能实现双赢的协议。他表示，日本政府将避免轻易妥协，该要求的必须要求，该保护的必须保护，在未来的谈判中捍卫国家利益的立场不会动摇。

日本央行前官员表示应推迟加息。前日本央行政策委员樱井真表示，由于美国关税的冲击，日本央行可能会将加息推迟至明年 3 月或更晚。他指出，日本央行希望最终将利率提高到至少 1%，理想情况下达到 1.5%。

日本央行维持对日本九个地区的经济评估不变。即继续呈现温和复苏态势。日本央行称美国加征关税对出口冲击目前仍属有限，但诸多企业担忧相关关税政策可能削弱全球需求。

其他地区：马来西亚降息，多国维持利率不变

马来西亚央行宣布降息 25 个基点至 2.75%。此次降息为 2020 年 7 月以来首次，以应对外部不确定性。对于美国将从 8 月 1 日起对马来西亚商品征收 25% 的关税，马方称原则问题上决不对美妥协。

韩国央行将基准利率维持在 2.5% 不变。为 2024 年 10 月开启本轮降息周期以来首次暂停降息。多数理事会成员暗示未来三个月将再次降息，并警告称美国关税带来的“重大”经济不确定性。

新西兰联储维持关键利率在 3.25% 不变，符合市场预期。此前连续六次降息，新西兰联储称，未来仍有可能进一步放松货币政策，为经济复苏注入更多活力。

澳洲联储维持关键利率在 3.85% 不变，出乎市场预期。此前，市场和经济学家普遍预测澳洲联储将降息 25 基点。澳联储声明强调，需等待更多信息确认通胀回归的 2.5% 目标，同时警惕特朗普政府关税政策引发的全球不确定性风险。

金砖国家领导人第十七次会晤在巴西里约热内卢闭幕。本次会晤以“加强全球南方合作，推动更加包容和可持续的全球治理”为主题，会议发表的《里约宣言》呼吁加强多边主义和全球治理改革，改革已建立 80 多年的布雷顿森林体系；促进和平、安全和全球稳定，通过对话和外交手段和平解决乌克兰问题；深化国际经济、贸易和金融合作，坚定支持新开发银行进一步扩员；应对气候变化和促进可持续、公平和包容性发展；促进人类、社会和文化发展的伙伴关系。美国总统特朗普 7 月 6 日表示，任何支持金砖国家“反美政策”的国家都将被额外加征 10% 的关税。

【本周关注】

美国通胀与零售数据，日本通胀

7 月 14 日	日本 5 月工业数据
7 月 15 日	欧元区 5 月工业数据 美国 6 月 CPI
7 月 16 日	美国 6 月 PPI
7 月 17 日	日本 6 月贸易账 美国 6 月零售销售 美国 6 月贸易账
7 月 18 日	日本 6 月 CPI 美国 6 月新屋开工与营建许可 美国 7 月密歇根大学调查数据

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。