



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

《破内卷困局，离不开扩内需支撑》 -
2025.07.08

宏观观点

海外宏观周报：当前已是最佳路径

● 核心观点：

本周美股继续上涨，在降息预期前置以及投资者更加关注 2026 年业绩的背景下，三、四季度经济走弱的信号已经被投资者定价。但关键在于定价的程度，当前市场对 2026 年 SP500EPS 的一致预期在 300 美元，同比 14%。如此高的增长传递了投资者对经济基本面的乐观判断，换句话说讲，就算是经济走弱，美联储只要开始降息，那么反弹指日可待。

从私人部门的资产负债表来看，这一判断也比较合理，唯二的不确定性在于关税政策和通胀。政策增加不确定性，通胀则会推迟降息，但目前来看，关税对物价的推动并不显著。结合当前并不算亢奋的市场情绪以及未来很有可能发生的外资回流，我们在大方向上看多美股，但也认为前述的风险情景并未完全排除。

经济数据上，我们维持前期的判断，认为就业市场未来将继续走弱，通胀或低于市场预期。降息节奏上，我们认为年内从 9 月开始将降息 3 次。

本月美国国会通过了“大而美”税收和支出法案，预计将在未来十年增加数万亿美元债务，并将债务上限提高 5 万亿美元。市场关注焦点转向财政部一般账户（TGA）的重建以及短期国债供给。

财政部表示，将在 7 月底前将账户现金余额积累至 5000 亿美元。这一目标低于市场预期，反映出国债发行节奏的短期放缓，但潜在风险被推后，尤其需要警惕 9 月可能出现的流动性压力。

● 风险提示：

关税暂缓期结束后，关税率大幅提高，商品通胀压力明显加剧。

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.....	7
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 美国初请失业金人数 (万人)	5
图表 2: 美国续请失业金人数 (万人)	5
图表 3: 纽约联储通胀预期回落.....	5
图表 4: 纽约联储全球供应链压力指数由负转正.....	5
图表 5: 本周重要数据与事件.....	6
图表 6: 市场定价年内还有 2 次降息.....	8

1 海外宏观数据跟踪

1.1 上周重要事件与数据跟踪

美国总统特朗普 7 月 8 日宣布将原本于 7 月 9 日到期的关税暂缓措施延长到 8 月 1 日。同日白宫披露，总统已向日本等 14 个国家寄出正式关税信函，明确 8 月 1 日起各国商品将对应 25%至 40%不等的差别化税率。

消息公布后，市场反应平淡，显示投资者普遍将其视为贸易谈判中的施压策略。然而，我们认为，尽管各国最终可能达成贸易协议，但市场低估了 8 月初上调关税的可能性。一方面，特朗普政府推行关税的核心目标是推动制造业回流，构建美国版“自主可控”。另一方面，相比 4 月，当前的宏观与市场背景已发生显著变化：彼时市场对关税消息反应剧烈，特朗普政府不得不考虑安抚市场，而当前在美国经济仍有韧性、关税传导通胀节奏缓慢的背景下，市场具有更强的下跌承接力。这种更为稳定的市场和宏观环境支持特朗普在贸易谈判中采取更加强硬的态度。此外，部分国家在与美国进行贸易谈判时，也受到国内政治势力博弈的掣肘，令谈判进展复杂化。以日本为例，7 月 20 日即将举行上议院选举，在当前节点上日本政府很难对美作出重大让步。若最终关税方案超出市场预期，东南亚国家面临出口压力，可能对中国出海制造企业形成一定边际利好。

经济数据方面，尽管关税政策对美国经济的实际冲击仍存在较高不确定性，纽约联储调查的 1 年通胀预期下降至 3.02%。就业方面，美国失业金申请人数保持稳定，初次申请人数有所下降，但续请失业金人数持续上升，反映了当前美国就业市场裁员压力不大但找工作难度上升的“供需双弱”局面。

图表1：美国初请失业金人数（万人）



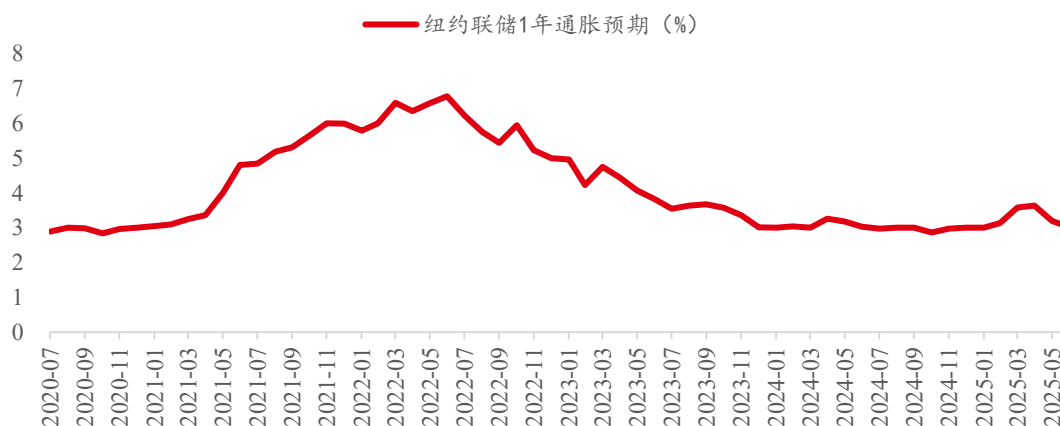
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国续请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：纽约联储通胀预期回落



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：纽约联储全球供应链压力指数由负转正



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5：本周重要数据与事件

时间	事件	数据	前值	预测值
2025/7/14 07:15	美国总统特朗普发表讲话。			
2025/7/14	美国总统特朗普计划就俄罗斯问题发表“重大声明”。			
2025/7/15 14:45	2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话。			
2025/7/15 17:00		德国 7 月 ZEW 经济景气指数	47.5	50
2025/7/15 17:00		欧元区 7 月 ZEW 经济景气指数	35.3	
2025/7/15 17:00		欧元区 5 月工业产出月率	-2.40%	0.90%
2025/7/15 20:30		美国 6 月末季调 CPI 年率	2.40%	2.70%
2025/7/15 20:30		美国 6 月季调后 CPI 月率	0.10%	0.30%
2025/7/15 20:30		美国 6 月季调后核心 CPI 月率	0.10%	0.30%
2025/7/15 20:30		美国 6 月末季调核心 CPI 年率	2.80%	3.00%
2025/7/15 20:30		美国 7 月纽约联储制造业指数	-16	-8
2025/7/15 21:15	美联储理事鲍曼在美联储主办的会议致欢迎辞。			
2025/7/15	英国央行行长贝利和财政大臣里夫斯在伦敦市长官邸晚宴发表讲话。			
2025/7/16 0:45	美联储理事巴尔在美联储主办的会议上发表讲话。			
2025/7/16 2:45	2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话。			
2025/7/16 4:00	英国央行行长贝利发表讲话。			
2025/7/16 7:45	2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根就美国经济发表讲话。			
2025/7/16 14:00		英国 6 月 CPI 月率	0.20%	0.20%
2025/7/16 14:00		英国 6 月零售物价指数月率	0.20%	0.20%
2025/7/16 14:00		欧元区 5 月季调后贸易帐(亿欧元)	140	
2025/7/16 20:30		美国 6 月 PPI 年率	2.60%	2.50%
2025/7/16 20:30		美国 6 月 PPI 月率	0.10%	0.20%
2025/7/16 21:15		美国 6 月工业产出月率	-0.20%	0.10%
2025/7/16 21:15	2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克发表讲话。			
2025/7/16 22:00	美联储理事巴尔在布鲁金斯学会就金融监管发表讲话。			
2025/7/17 2:00	美联储公布经济状况褐皮书。			
2025/7/17 5:30	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯就美国经济和货币政策发表讲话。			

2025/7/17 14:00	英国 5 月三个月 ILO 失业率	4.60%	4.60%
2025/7/17 14:00	英国 6 月失业率	4.50%	
2025/7/17 14:00	英国 6 月失业金申请人数(万人)	3.31	
2025/7/17 17:00	欧元区 6 月 CPI 年率终值	2.00%	2.00%
2025/7/17 17:00	欧元区 6 月 CPI 月率终值	0.30%	0.30%
2025/7/17 20:30	美国至 7 月 12 日当周初请失业金人数(万人)	22.7	23.4
2025/7/17 20:30	美国 6 月零售销售月率	-0.90%	0.10%
2025/7/17 20:30	美国 7 月费城联储制造业指数	-4	-1
2025/7/17 20:30	美国 6 月进口物价指数月率	0.00%	0.20%
2025/7/17 22:00	美国 7 月 NAHB 房产市场指数	32	33
2025/7/17 22:00	美国 5 月商业库存月率	0.00%	0.00%
2025/7/17 22:00	美联储理事库格勒就楼市和美国经济前景发表讲话。		
2025/7/18 1:30	美联储理事丽莎·库克就人工智能和创新发表讲话。		
2025/7/18 6:30	美联储理事沃勒就经济前景发表讲话。		
2025/7/18 7:30	日本 6 月核心 CPI 年率	3.70%	3.30%
2025/7/18 14:00	德国 6 月 PPI 月率	-0.20%	0%
2025/7/18 16:00	欧元区 5 月季调后经常帐(亿欧元)	198	
2025/7/18 20:30	美国 6 月新屋开工总数年化(万户)	125.6	130
2025/7/18 20:30	美国 6 月营建许可总数(万户)	139.4	139
2025/7/18 22:00	美国 7 月一年期通胀率预期初值	5.00%	
2025/7/18 22:00	美国 7 月密歇根大学消费者信心指数初值	60.7	61.4
2025/7/19	美国财长贝森特率团出席大阪世博会。		
2025/7/20	日本国会第 27 届参议院选举。		

资料来源：金十数据，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 圣路易联储主席穆萨莱姆：

穆萨莱姆认为美国经济仍处于温和扩张阶段，消费与就业动能保持强劲，失业率处于充分就业区间，但移民放缓和人口老龄化正使劳动力供给趋于萎缩。对于通胀，他强调近期核心通胀虽已较高峰回落，但进口关税上调带来的传导尚待观察，预计最快也要到四季度才能对关税冲击的持续性作出可靠判断。

在政策取向上,他重申当前 4.25%-4.50%的联邦基金利率目标区间仍具有明显约束性,在看到通胀明确回归 2%目标前,维持当前适度紧缩的利率水平是合适的;若关税通胀预期和价格上涨,可能迫使美联储在将来考虑更紧的货币政策,尽管这并非他的基准预期。

2. 旧金山联储主席戴利:

戴利认为当前美国经济处于良好位置,实际增速温和但稳健,劳动市场供需大体平衡,失业率维持低位。核心通胀已较高点明显回落,但尚未回归 2%目标;进口关税上调对价格体系的传导仍存在不确定性。鉴于通胀风险仍偏向上行,她强调在通胀明确向目标收敛前维持利率不动是合适的。若数据继续向好、需求趋缓且预期锚定,她倾向于在今年秋季启动节奏渐进的降息。

3. 芝加哥联储主席古尔斯比:

特朗普政府的关税政策导致企业负责人对未来通胀感到焦虑,但并未反映在当前数据中。鉴于政策不确定性,美联储需要更长时间观察,再决定是否启动降息。

图表6: 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%	5.2%	94.8%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	57.4%	39.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	34.4%	47.1%	16.7%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	25.4%	43.6%	25.1%	4.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.3%	32.2%	36.7%	17.4%	2.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.7%	21.9%	34.6%	26.5%	9.7%	1.4%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	10.7%	25.9%	32.1%	21.3%	7.1%	0.9%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.0%	6.3%	18.3%	29.0%	26.7%	14.2%	4.0%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.6%	9.9%	21.5%	28.3%	22.9%	11.1%	3.0%	0.3%
2026/9/16	0.1%	1.1%	5.0%	13.8%	23.7%	26.5%	19.0%	8.4%	2.1%	0.2%
2026/10/28	0.2%	1.4%	5.8%	14.6%	24.0%	25.8%	18.1%	7.9%	1.9%	0.2%
2026/12/9	0.3%	1.9%	6.8%	15.7%	24.2%	25.0%	16.9%	7.2%	1.7%	0.2%

资料来源: fed watch, 中邮证券研究所

3 风险提示

关税暂缓期结束后，关税率大幅提高，商品通胀压力明显加剧。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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