



# 月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9月剑指重启降息？

**特朗普关税政策更新——“新关税框架”已浮现，仍需关注行业关税和中美谈判。**虽然印度、瑞士、加拿大和墨西哥尚未与美国达成协议，但是随着美国接连和日本和欧盟两大贸易伙伴达成协议，以及新关税税率的公布，关税政策的不确定性显著下降。然而，我们并不认为关税风险已经完全化解。接下来行业关税和中美贸易谈判将会是美国关税政策不确定性的重点所在：首先，自特朗普今年上任以来，美国商务部启动的“232调查”数量显著增加。短期来说，芯片和药品的调查结果和潜在关税加征的影响不容小觑。中期来看，我们不能排除有更多行业被卷入“232调查”的可能性，这将进一步牵动市场对关税问题的担忧，尽管整体风险或已显著小于此前对“对等关税”全部实施的担忧。其次，中美关税谈判或仍存在变数。中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明的公布过程较为曲折。

**美国经济数据回顾——7月通胀略微回升但符合预期；实体经济数据喜忧参半。**美国核心CPI通胀率7月微升。关税对商品价格的影响正在逐渐显露，不过相对6月数据并未显著增强。7月数据最为惹眼的或是非农数据的走弱以及5-6月新增就业数据的显著下修，不过这刚好印证了我们此前的观点——此前数据改善或并不能持久。往前看，我们相信劳动力市场数据将继续走弱，失业率还有上升空间。7月已公布的实体经济数据喜忧参半：消费依然稳健，工业生产略微走弱，已发布的房地产相关数据除了营建许可之外亦温和回升。整体而言，我们认为关税对实体经济活动的影响仍不明显。随着关税影响在通胀和就业数据上逐渐显现，实体经济数据会有进一步的走弱。不过经济衰退在现有关税政策下或大概率可以避免。

**通胀展望——关税对通胀的影响有望低于我们和市场此前的预期。**我们依然认为关税影响在今后数据中或有更明显体现，尽管影响从目前来看似乎会低于几个月前的预期。通胀前景的关键仍在关税影响上。特朗普“新关税框架”已浮现，关税政策不确定性下降，现有关税政策对通胀的传导情况或成关键，而接下来的2-3个月或是关键期。

**政策展望——维持9月重启降息预测。**鲍威尔在杰克逊霍尔经济研讨会上表示，美联储货币政策立场可能需要调整。我们认为这是较为明显的降息暗示，并维持9月开始降息、今年还有2次25个基点降息的基本预测。不过仍需观望9月议息会议前的8月就业和通胀数据发布情况。

**汇率展望——我们预计今年接下来美元指数继续贬值。**虽然减税法案已经尘埃落定、关税不确定性也有所下降，但是我们此前预测的潜在动能走弱从7月非农就业数据来看已经初见端倪。叠加潜在的50个基点降息的基本判断，我们维持美元指数年底点位在95的预测不变。

**投资风险：降息过快或特朗普的加征关税导致再通胀；降息过慢引起经济衰退。**

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年8月26日

浦银国际

宏观洞察

月度美国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

# 月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9月剑指重启降息？

特朗普“新关税框架”已浮现，仍需关注行业关税和中美谈判

特朗普政府在7月31日更新各国和地区关税税率，关税政策的不确定性显著下降。根据美国白宫发布的行政令，在4月初“对等关税”政策和3个多月谈判的基础上将各个国家的关税分为三类（图表1）：第一类是已经和美国达成贸易协议、或对美国有小幅商品贸易逆差的经济体，这类经济体的关税税率在15%，包括欧盟、日本、韩国、以色列等；第二类是未与美国达成协议，且对美国有大规模贸易顺差的国家，他们将面临更高的关税税率，其中关税税率超过40%的有叙利亚、老挝和缅甸，东南亚国家大多面临19%-20%的关税。印度的关税因为向俄罗斯购买石油等问题在8月7日后被加征到50%，瑞士被加征39%。加拿大和墨西哥亦未与美国达成协议，墨西哥因为谈判延期保留了25%的关税水平，而加拿大的关税则被加征到35%，不过两国在美墨加协定内的商品将继续被豁免加征关税，影响相对其他国家仍较小；第三类是未在行政令上列明的经济体，统一适用10%的税率。而在8月12日，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明发布：自2025年8月12日起再次暂停实施24%的关税90天，符合我们5月下旬在[年中展望报告](#)中做出的下半年中美关税维持现状的预期。不过，特朗普宣布对转运商品征收的高达40%关税或影响中国的绕道出口。

但接下来仍需关注潜在行业关税和中美关税谈判的进展：

- 虽然美国 and 大多数国家的关税问题尘埃落定，但是美国商务部仍有高达8项“232调查”尚在进行中。最近7月又新增了多晶硅和无人机进口商品等的调查（图表2）。继此前已经加征的钢铁及铝制品（50%）、汽车和零部件（25%）之后，8月1日美国正式开始对铜加征50%的关税，在8月5日，特朗普称药品关税最终或高达250%。而后在8月7日，特朗普又宣布拟对进口芯片加征100%的关税，但豁免在美国投资的企业。而在8月15日，特朗普改口称对芯片的关税或高达200%~300%，将在不久后宣布。“232调查”通常需要在270天内向总统提交报告，总统在90天内决定行动措施。而从铜制品的关税加征情况来看（3月10日启动调查，8月1日起加征50%关税），当前调查结果的发布效率明显高于限定时间。短期来看，芯片和医药产品的调查结果和潜在关税加征的公布最为关键。中期来看，我们不能排除有更多行业被卷入“232调查”的可能性，这将持续牵动市场对关税问题的担忧，尽管整体风险或已显著小于此前对“对等关税”全部实施的担忧。

- **中美关税谈判或仍存在变数。**虽然中美在8月12日官宣暂缓期延长90天。然而相较于6月伦敦会议后，特朗普迫不及待地公开表示关税将维持现状，中国将放开稀土出口，此次在7月底的斯特哥尔摩会谈结束后，美方三缄其口，态度较为谨慎。市场对中美贸易关系的担忧在8月初一度有所升温。我们依然认为有70%的可能性中美关税税率在今年接下来的时间将维持现状，但认为有25%的可能性关税战或卷土重来。

就当前情况来看，我们估算新一轮关税的实施将拉高美国的加权平均关税税率至约20%（图表3），而此前90天暂缓期内的水平在约17%。假设关税对最终消费物价的传导在50%-100%，现有关税政策或拉高美国通胀率0.8-1.6个百分点（图表3），拉低美国GDP 0.8个百分点。不过从当前的数据来看，最终影响或低于我们的模型估算。

**图表 1：特朗普自7月31日起公布的更新版本的部分国家拟征税率**

国家/地区	4月“对等关税”	7月关税信函	7月31日最终生效税率
<b>达成协议</b>			
英国	10%	已达成协议	10%
越南	46%	已达成协议	20%
印尼	32%	32%	19%
日本	24%	25%	15%
菲律宾	17%	20%	19%
欧盟	20%	30%	15%
韩国	25%	25%	15%
<b>尚未达成协议但谈判氛围良好</b>			
中国	34%	单独谈判中	执行10%，24%再暂缓90天
中国台湾地区	32%	未收信	20%
墨西哥	25%	30%	25%（美墨加协定内豁免，谈判延期90天）
<b>谈判受阻，税率再增加</b>			
瑞士	31%	未收信	39%
印度	26%	未收信	25%，8月7日后50%
巴西	10%	未收信	40%（8月6日起，飞机等豁免）
加拿大	25%	35%	35%（美墨加协定内豁免）
<b>其他</b>			
老挝	48%	40%	40%
缅甸	45%	40%	40%
塞尔维亚	37%	35%	35%
波黑	35%	30%	30%
南非	30%	30%	30%
柬埔寨	49%	36%	19%
马来西亚	24%	25%	19%
泰国	36%	36%	19%

资料来源：美国白宫网站、新闻报道、浦银国际

图表 2：特朗普上任后美国“232 调查”行业情况一览

调查行业/产品	关键时点	关键内容或现状
<b>已公布调查结果和加征关税</b>		
公布结果时间		
钢铁和铝	2月10日	恢复对钢铁进口全额25%关税，并将铝进口关税提高至25%，3月12日起生效，6月3日宣布将关税提升至50%。
汽车及零部件	3月26日	对进口乘用车、轻型卡车及关键汽车零部件征收25%关税，4月2日起生效。
铜及其衍生产品	7月9日	对进口铜征收50%的关税（8月1日起生效）。
<b>尚未公布调查结果</b>		
启动调查时间		
木材、木制品及衍生产品	3月10日	调查进口木材、木制品及其衍生产品对国家安全的影响。
半导体及制造设备	4月1日	调查“半导体和半导体制造设备”的进口情况对美国国家安全的影响。特朗普在8月上旬表示对芯片或加征200%~300%的关税。
药品及药品成分	4月1日	调查仿制药、非仿制药成品、活性药物成分等进口对国家安全的影响，特朗普在8月初表示扬言对进口药品的加征关税或高达250%。
卡车	4月22日	调查中型卡车、重型卡车以及中型和重型卡车零部件的进口对国家安全的影响。
关键矿产及衍生产品	4月22日	针对美国地质调查局“关键矿物清单”中的矿物及其衍生产品启动国家安全调查。
商用飞机和喷气发动机	5月1日	确定进口商用飞机和喷气发动机及其零部件对国家安全的影响。
多晶硅及其衍生物	7月1日	确定进口多晶硅及其衍生物对国家安全的影响。
无人机系统（UAS）及其零部件	7月1日	确定进口无人机系统（UAS）及其零部件对国家安全的影响。

资料来源：BIS、浦银国际

图表 3：特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响：现行政策或拉高 CPI 0.8-1.6 个百分点，影响适中

事件	加权平均 关税税率	平均关税增幅 (百分点)	对通胀率影响 (百分点)	
			50%	100%
特朗普上任前	5.4			
2月加征10%中国商品关税后	6.7	1.3	0.1	0.1
3月再加征10%中国商品关税后	8.1	2.7	0.1	0.3
3月钢铝25%关税生效后	8.9	3.5	0.2	0.4
4月初25%汽车关税生效后	10.1	4.7	0.3	0.5
4月初10%最低基准关税生效	15.7	10.4	0.6	1.1
4月11日-5月13日：对华加征145%关税，其他国家10%最低基准关税线，3C产品豁免对等关税	25.5	20.1	1.1	2.2
5月14日到7月：90天暂缓期加上对华关税加征幅度降低到30%	17.0	11.6	0.6	1.3
8月7日起：关税新政、印度再加征25%、中国维持现状	20.0	14.6	0.8	1.6

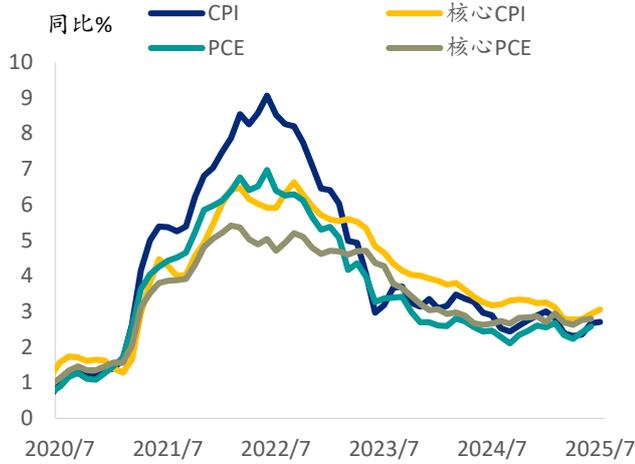
资料来源：PIIE、浦银国际估算

注：我们用去年中国出口占美国总进口比重计算了加权平均关税税率。我们假设美国商品11%来自进口，关税50%或100%传导至美国消费者来计算通胀影响。

## 美国7月经济数据回顾：通胀略微回升但符合预期；实体经济数据喜忧参半

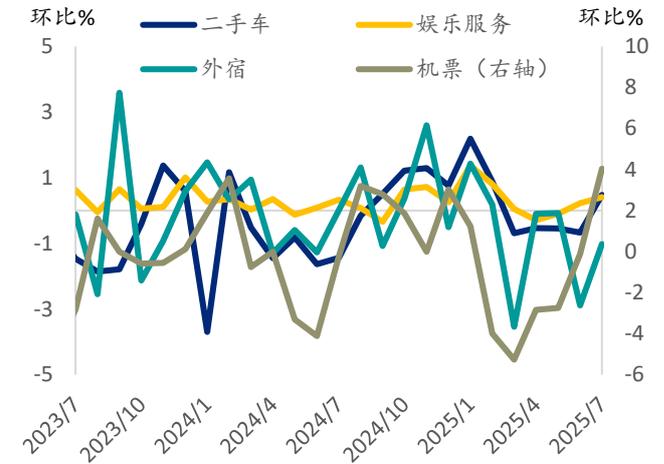
美国核心 CPI 通胀率7月微升，往前看关税传导效应仍是关键因素。从环比细分数据来看，虽然7月商品环比通胀率基本维持不变，但是从家具、娱乐和运输价格的表现来看，关税对商品价格的影响正在逐渐显露，不过相对6月数据并未显著增强。我们依然认为关税影响在今后数据中或有更明显体现，尽管影响从目前来看似乎会低于几个月前的预期。而超级核心 CPI 作为7月核心环比 CPI 通胀回升主要推动力，其回升主要是因为季节性因素（图表 5），或并不能持久。此前支撑核心服务 CPI 韧性的住房 CPI 近期持续维持温和且有望进一步下行。往前看，通胀前景的关键仍在关税影响上。特朗普“新关税框架”已浮现，关税政策不确定性下降，现有关税政策对通胀的传导情况或成关键，而接下来的2-3个月或是关键期。总体来说，关税对通胀的传导低于我们和市场此前的预期。

**图表 4：7月核心CPI同比通胀率因为基数下降而微升，整体CPI同比通胀率维持不变**



资料来源：CEIC、浦银国际

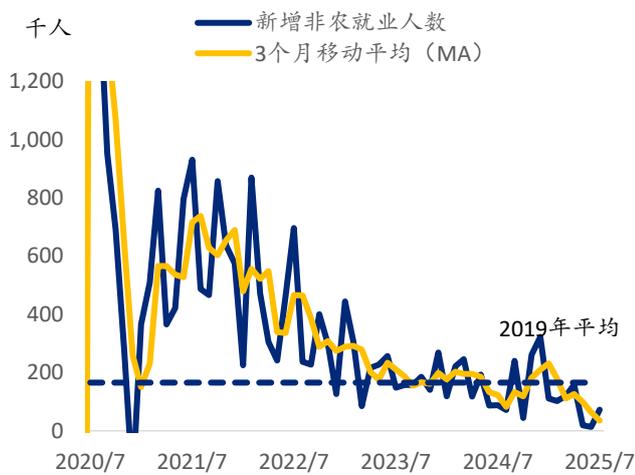
**图表 5：暑假因素推高机票和娱乐服务通胀率，外宿价格环比跌幅亦有所收窄**



资料来源：CEIC、浦银国际

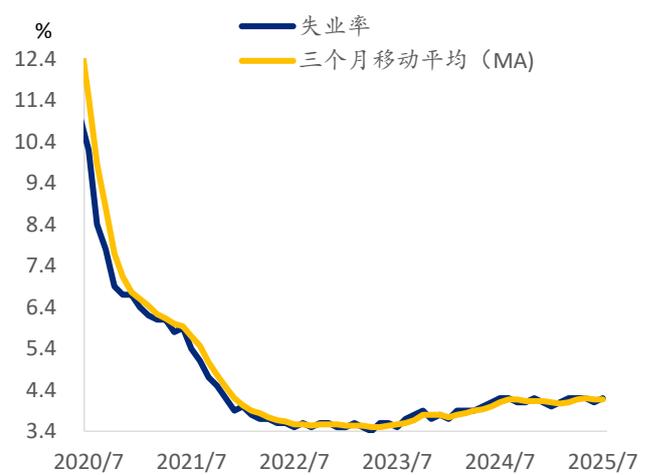
正如我们此前所**预料**的，劳动力市场数据开始走弱。首先，7月新增非农就业人数录得7.3万人，低于市场预期的10.4万人（图表6）。此外，5-6月的数据被大幅下修，两个月加起来下修幅度高达25.8万人（其中5月下修12.5万人，6月下修13.3万人）。其次，失业率从6月的4.117%上升到7月的4.248%（图表7）。然而，平均时薪增速不论是从环比还是同比的角度来看均有所上升（图表8）。此外，8月高频周度的领取失业金人数在月中突然上升，进一步加剧市场对劳动力市场的担忧（图表9）。在此前非农数据屡超预期的时候，我们就**曾指出**该数据改善或并不能持久，7月非农数据和5-6月数据的显著下修印证了我们的观点。往前看，我们相信劳动力市场数据将继续走弱，失业率还有上升空间。

**图表 6：7月新增非农就业人数录得7.3万人，低于市场预期，5-6月的数据被大幅下修**



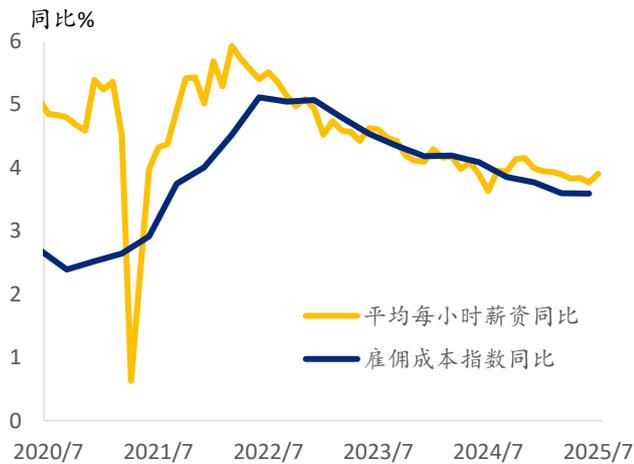
资料来源：CEIC、浦银国际

**图表 7：7月失业率开始回升**



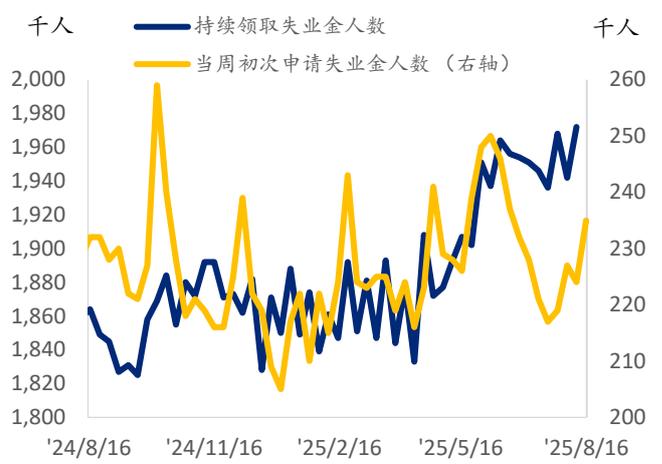
资料来源：CEIC、浦银国际

**图表 8: 平均时薪同比增速7月回升, 二季度雇佣成本指数同比增速基本维持不变**



资料来源: CEIC、浦银国际

**图表 9: 周度的领取失业金人数8月中突然上升**



资料来源: CEIC、浦银国际

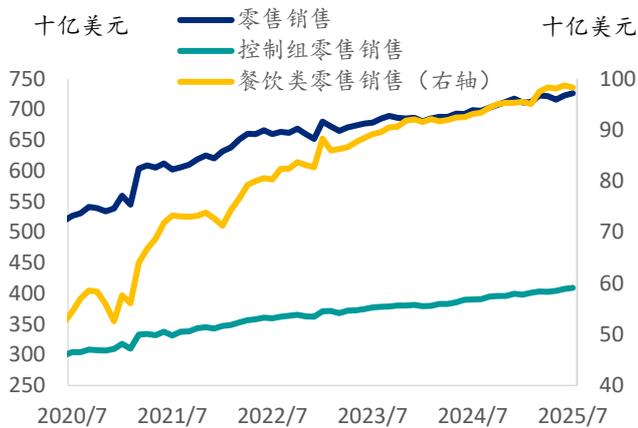
**7月已公布的实体经济数据喜忧参半。**在消费方面，零售销售环比增速从6月上修后的0.9%下降到0.5%，但依然是在一个较高的水平上。从细分数据来看，排除了汽车、汽油、餐饮等的控制组零售销售的环比增速从6月的0.8%下滑到7月的0.5%，汽车销量环比增加0.3%（6月：0.8%），但是餐饮零售环比增速转负至-0.4%（6月：0.6%，图表10）。不过我们认为这里也有7月通胀率上升而推高名义增速的作用。我们并不认为零售销售的改善可以长期持续：7月非农数据已经开始显示劳动力市场的走弱，叠加潜在的物价上升和经济逐渐走弱，或影响居民消费信心和抑制消费需求。

在制造业方面，工业生产环比增速从6月的0.3%转负到-0.1%。最重要部分的制造业工业生产环比增速大致持平在0%（图表11）。制造业近期的走势稳中有跌。

在房地产业方面，7月现有数据表现不一。在投资方面，新屋开工继续超预期回升，但是更具前瞻性的营建许可数据延续温和回落趋势（图表12）。在销售方面，成屋销售7月略微改善，但新屋销售略微走低（图表13）。考虑到依然较高的贷款利率和走弱的房产销售，我们预计房地产行业的下行周期或继续。

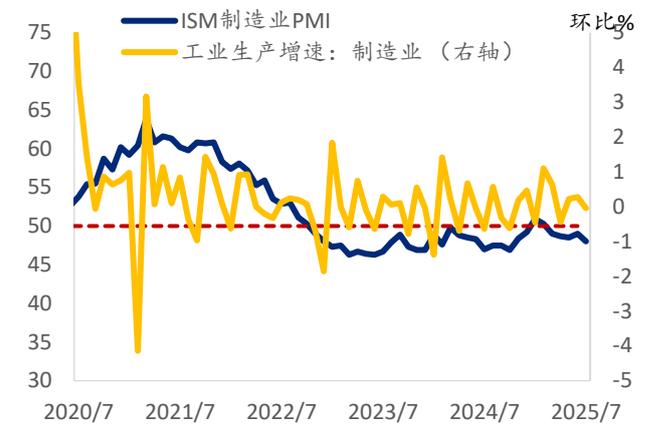
**整体而言，我们认为关税对实体经济活动的影响仍不明显。**随着关税影响在通胀和就业数据上逐渐显现，实体经济数据会有进一步的走弱。不过经济衰退在现有关税政策下或大概率可以避免。

**图表 10：7 月零售销量环比增速下滑但仍维持较高正增长**



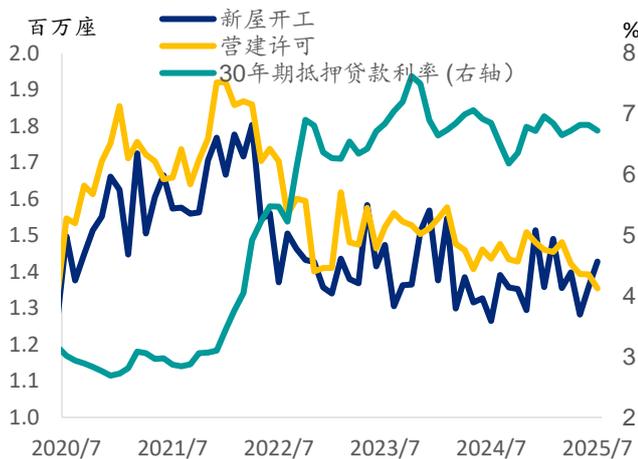
资料来源: CEIC、浦银国际

**图表 11：工业生产环比增速转负，其中制造业工业生产环比大致持平**



资料来源: CEIC、浦银国际

**图表 12：7 月新屋开工继续上升，而营建许可继续下降**



资料来源: CEIC、浦银国际

**图表 13：成屋销售 7 月略微改善，但新屋销售略微走低**

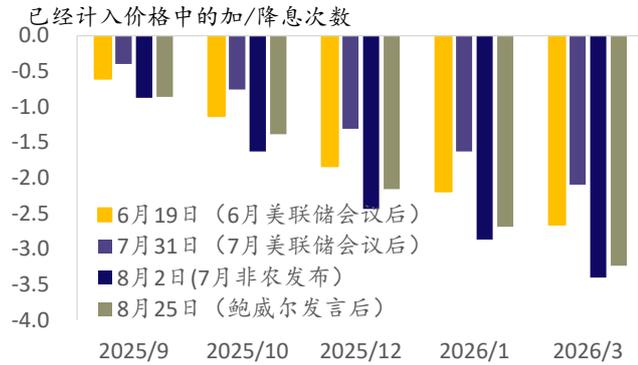


资料来源: CEIC、浦银国际

## 货币政策展望：维持 9 月重启降息判断

鲍威尔在杰克逊霍尔经济研讨会的发言增加了我们 9 月开始降息的预测的可信性。在 7 月的[美联储会议](#)上，鲍威尔未对 9 月是否降息给出具体指引，表示仍需要看接下来 2 个月的通胀和就业数据做决定。而 7 月符合预期的通胀数据和显著下修的 5-6 月非农就业数据或给美联储 9 月降息提供了较为充足的理由。在 8 月 21-23 日举行的杰克逊霍尔经济研讨会 (Jackson Hole Economic Symposium) 上，鲍威尔表示：“短期内美国通胀风险偏向上行，而美国就业下行风险正在上升，基于经济前景和风险平衡的变化，美联储货币政策立场可能需要调整”。他的发言在我们看来是较为明显的降息暗示。我们维持 9 月开始降息，今年还有 2 次 25 个基点降息的基本预测。9 月即将更新的季度经济指标预测或将明确今年总共降息幅度 (图表 15)。当然，在 9 月议息会议前，美联储还会看到 8 月通胀和就业数据。如果 8 月就业数据意外好转，或通胀数据超预期上升，美联储仍可能增加观望时间。

**图表 14: 市场计入的美联储降息次数曾在 7 月议息会议后大降, 而后因为 7 月非农数据发布而强势反弹**



资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 15: 6 月 FOMC 更新经济指标预测: 9 月更新或明确今年整体降息幅度**

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	6 月	1.4	1.6	1.8	1.8
	3 月	1.7	1.8	1.8	1.8
失业率	6 月	4.5	4.5	4.4	4.2
	3 月	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE 同比增速	6 月	3.0	2.4	2.1	2.0
	3 月	2.7	2.2	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	6 月	3.1	2.4	2.1	2.0
	3 月	2.8	2.2	2.0	2.0
联邦基金利率	6 月	3.9	3.6	3.4	3.0
	3 月	3.9	3.4	3.1	3.0

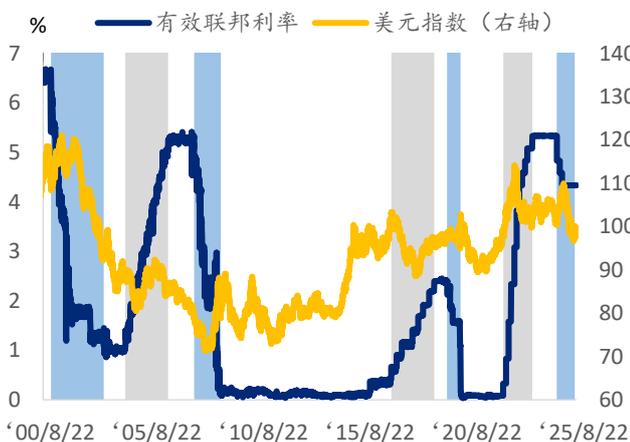
资料来源: 美联储、浦银国际

## 金融市场展望: 我们预计今年接下来美元指数继续贬值

在特朗普 7 月 31 日宣布各国家和地区新的关税税率之后, 美元指数有所下滑。8 月截至 22 日, 美元指数较 7 月底跌 2.3%, 到 97.72 (图表 16), 尽管美股继续高歌猛进。从美元指数的构成来看, 美元兑欧元跌幅最为显著 (-2.6%), 对日元和英镑亦分别贬值 2.5% 和 2.4% (图表 17)。不论是 4 月 2 日公布“对等关税”政策还是 7 月 31 日宣布新的关税税率, 特朗普加征关税的行为均未如此前历史规律般助长美元升值, 然而原因却不同: 由于 4 月“对等关税”政策过于激进, 市场对美国经济衰退的担忧远远超过了其他国家被加征关税后影响出口的担忧。而 7 月底这次则是因为特朗普的关税新政已经提前被市场大致消化, 且恰逢 7 月非农数据低于预期且此前数据遭大幅下修。市场对美国劳动力市场迅速走弱的担心显著升温。

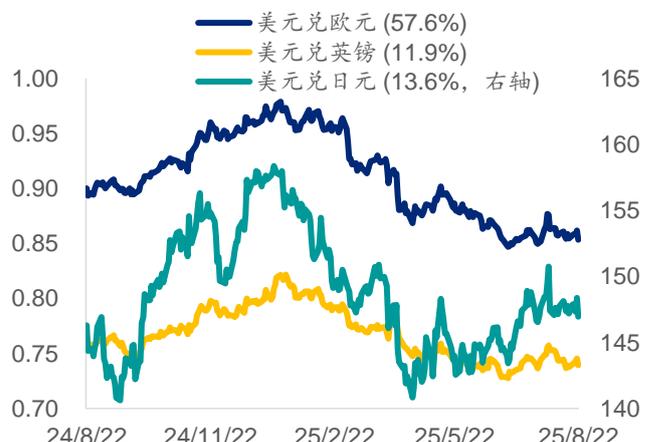
往前看, 我们预计今年年内美元指数仍有贬值空间。虽然减税法案已经尘埃落定、关税不确定性也有所下降, 但是我们此前预言的潜在动能走弱、从 7 月非农就业数据来看已经初见端倪。叠加潜在的今年年内 50 个基点降息的基本判断, 我们维持美元指数今年年底点位在 95 的预测不变。

**图表 16: 美元指数 8 月以来有所下跌**



注: 天蓝色阴影代表降息周期, 灰色阴影代表升息周期; 资料来源: 同花顺、浦银国际

**图表 17: 其中美元兑欧元跌幅最大, 日元次之**



资料来源: CEIC、浦银国际

# 附录

图表 18: 特朗普开启第二任期后在关税方面的新举措

时间	事件
2月1日	宣布加征墨西哥和加拿大商品 25%关税, 延迟 1 个月执行。加征中国商品 10%关税, 2月4日执行。
2月10日	宣布对钢铝加征 25%关税, 延期 1 个月执行。
3月4日	正式开始加征墨西哥和加拿大商品 25%关税, 再加征中国商品 10%关税。
3月6日	加墨所有在 USMCA 协议内商品的加征关税可豁免。
3月26日	特朗普在白宫签署公告, 宣布对进口汽车加征 25%关税, 4月2日生效。
4月2日	“对等关税”公布, 设立最低基准关税 10%; 并对贸易逆差最大国家实施更高的个性化“对等关税”。
4月9日	特朗普宣布暂缓除中国外个性化“对等关税”的实施 90 天, 对中国的“对等关税”加至 84%。而后又数次加征, 基本阻隔从中国进口。
4月11日	美国白宫更新其豁免清单, 将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。
4月14日	美国商务部宣布启动对芯片和药品进口调查。
5月8日	美国和英国达成初步贸易协议。英国政府同意在进口美国食品和农业品方面做出让步, 换取美方降低对英国汽车出口的关税。英国出口到美国汽车关税从 27.5%降为 10%。
5月12日	中美发表联合声明, 双方同意暂时降低部分关税: 在 90 天内, 特朗普在第二个任期内对中国商品加征关税的幅度从 145%降低至 30%。中国亦暂时将对美国商品的关税从 125%下调至 10%。
5月24-26日	5月24日, 特朗普在社交媒体上宣布, 因与欧盟的贸易谈判“毫无进展”, 他将建议从 6月1日起对欧盟商品征收 50%的关税。而后在 26日特朗普称对欧盟征收 50%关税的实施时间延后至 7月9日。
6月3日	特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从 25%提高至 50%, 自美东时间 6月4日凌晨起生效。
6月11日	特朗普在中美伦敦会谈后表示美方会将对中国商品的关税维持在 55%, 而中方将放开稀土的出口管制。
6月17日	美国和英国正式签署了上个月宣布的一项双边贸易协议。
7月2日	特朗普宣布美越达成贸易协议, 决定将对越南商品征收 20%关税 (原本 46%), 并对“转自第三国”的商品征收 40%关税。此外越南给予美国零关税进入权, 以及将为美国提供完全的市场准入。
7月7日	特朗普公布第一波征税函, 对日韩等 14 国征收 25%-40%不等关税。8月1日起执行。
7月9日	特朗普公布第二波征税函, 对巴西等 8 国征收 20%-50%不等关税, 对进口铜征收 50%的关税。
7月10日	特朗普宣布对加拿大 8月1日起加征 35%关税, 称对未接到关税函国家征收 15%或 20%的统一关税。
7月12日	特朗普威胁对欧盟征收 30%关税, 若 8月1日前无法达成协议, 欧盟拟边准备反制措施边争取谈判。
7月14日	特朗普在社交平台贴出对欧盟和墨西哥自 8月1日开征 30%关税的信件。
7月15日	特朗普表示医药行业关税可能在 8月1日发布, 对芯片行业亦会有类似安排。
7月15日	特朗普宣布美国与印尼达成贸易协议, 美国将对印尼出口产品征收 19%关税 (原本 32%), 印尼对美国出口产品免关税。印尼承诺购买 150 亿美元的美国能源、45 亿美元的美国农产品以及 50 架波音飞机。
7月22日	特朗普宣布与日本达成重大贸易协议: 将关税率统一降至 15%, 日本承诺向美国投资 5,500 亿美元, 并开放汽车、大米等市场。日本汽车出口到美国的加征关税幅度减半至 12.5%。
7月22日	特朗普宣布与菲律宾达成贸易协议, 将对菲律宾征收 19%关税, 低于此前通知的 20%, 菲律宾将对美国开放市场并实行零关税。
7月28-29日	中美在斯德哥尔摩举行第三轮经贸会谈。
7月29日	特朗普宣布与欧盟达成贸易协议。欧盟将增加对美国投资 6,000 亿美元, 购买美国军事装备和价值 7,500 亿美元的美国能源产品, 开放其 20 万亿美元的市场, 并首次完全接受美国的汽车和工业标准。
7月31日	特朗普宣布与韩国达成贸易协议。韩国将对美全面开放贸易以及零关税, 接受包括汽车、卡车和农产品在内的美国产品, 将向美国提供 3,500 亿美元, 用于由美方拥有并控制的投资项目, 还将采购价值 1,000 亿美元的液化天然气或其他能源产品。
7月31日	特朗普更新各国和地区关税税率, 将除中国外的国家大致分为三类, 并宣布和墨西哥谈判暂缓 90 天。
8月6日	美国再对印度加征 25%的关税, 4月起加征幅度高达 50%。
8月12日	中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明发布: 自 2025 年 8月12日起再次暂停实施 24%的关税 90 天。

资料来源: 新闻整理、浦银国际

图表 19：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025年8月22日	<a href="#">浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？</a>
2025年8月12日	<a href="#">美国7月核心CPI略微回升但符合预期，9月重启降息可期</a>
2025年7月31日	<a href="#">美联储7月继续暂停降息，鲍威尔未对9月是否降息给出指引</a>
2025年7月23日	<a href="#">月度美国宏观洞察：8月1日征税函生效在即，关税再成焦点</a>
2025年7月16日	<a href="#">美国6月核心CPI回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动</a>
2025年7月3日	<a href="#">暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？</a>
2025年6月20日	<a href="#">月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注</a>
2025年6月19日	<a href="#">美联储6月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键</a>
2025年6月12日	<a href="#">美国5月CPI超预期回落，料降息至少延迟至9月</a>
2025年5月24日	<a href="#">2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素</a>
2025年5月14日	<a href="#">美国4月CPI回升但不及预期，尚未体现关税影响</a>
2025年5月8日	<a href="#">美联储5月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”</a>
2025年5月7日	<a href="#">月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退</a>
2025年4月11日	<a href="#">美国3月CPI再超预期回落，但难抵关税阴霾</a>
2025年4月3日	<a href="#">政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能</a>
2025年3月25日	<a href="#">月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发</a>
2025年3月20日	<a href="#">美联储3月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加</a>
2025年3月13日	<a href="#">美国2月CPI超预期回落，关税战影响尚未显现</a>
2025年2月25日	<a href="#">月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？</a>
2025年2月13日	<a href="#">美国1月CPI超预期反弹，进一步拉低近期降息可能</a>
2025年1月30日	<a href="#">美联储1月如期暂停降息，3月或继续暂停降息</a>
2025年1月22日	<a href="#">月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕</a>
2025年1月16日	<a href="#">美国12月核心CPI微降，或不影响本月美联储暂停降息</a>
2024年12月12日	<a href="#">美国11月核心环比通胀率大致稳定，或不影响12月降息</a>
2024年11月25日	<a href="#">2025年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性</a>
2024年11月14日	<a href="#">美国10月核心环比通胀率如预期微跌</a>
2024年11月8日	<a href="#">11月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响</a>
2024年10月29日	<a href="#">月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？</a>
2024年10月10日	<a href="#">美国9月核心环比通胀率再超预期，11月降息幅度或锁定在25个基点</a>
2024年9月26日	<a href="#">月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决</a>
2024年9月19日	<a href="#">美联储9月超预期降息50个基点，年内或还有单次50个基点降息</a>
2024年9月12日	<a href="#">美国8月核心环比通胀率略超预期，基本锁定9月25个基点降息</a>
2024年8月27日	<a href="#">月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至</a>
2024年8月24日	<a href="#">杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认9月降息</a>
2024年8月23日	<a href="#">宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？</a>
2024年8月15日	<a href="#">符合市场预期的美国7月环比通胀率上升大概率不会影响9月降息决议</a>
2024年8月1日	<a href="#">月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选</a>
2024年8月1日	<a href="#">7月美联储会议点评：9月剑指降息</a>
2024年7月30日	<a href="#">宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？</a>
2024年7月12日	<a href="#">美国6月通胀数据再次超预期放缓，9月降息预期获进一步确认</a>
2024年6月25日	<a href="#">月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？</a>
2024年6月13日	<a href="#">偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓</a>
2024年5月30日	<a href="#">2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境</a>
2024年5月16日	<a href="#">4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心</a>
2024年5月6日	<a href="#">月度美国宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化</a>

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

