

建银国际证券 | 研究部

环球市场脉搏 (2025年7月)

市场焦点一 稍作喘息：货币政策与贸易路径的重新评估

2025年7月，市场进入短暂的观望期，投资者在宏观信号和政治紧张之间重新评估路径。美国经济正处于预期重估阶段，既有需求放缓的迹象，也面临外部贸易格局的快速演变。值得注意的是，自年初以来不断升级的关税，并未引发预期中的通胀激增，反映出美国经济中仍存在多重结构性缓冲。

美联储在7月会议上连续第五次维持联邦基金利率于4.25% - 4.50%区间不变。投票结果为9票赞成、2票反对，反对者为理事 Christopher Waller 和 Michelle Bowman，为1993年以来首次出现双反对票。主席鲍威尔重申“以数据为依归”的原则，强调尚未就9月政策作出预判。他指出，通胀约6月核心PCE预计为同比2.7%，其中约30 - 40%的价格压力可能来自关税，但强调这属于暂时性扰动。

2025年美国第二季度GDP年化增长3.0%，逆转第一季度-0.5%的收缩，但反弹主要来自进口下降与库存调整。私人最终销售仅增长1.2%，反映内需依旧疲软，数据削弱了“降息来刺激经济避免衰退”的紧迫性，也支持联储当前的谨慎立场。

贸易方面，美国在7月与三个关键经济体达成协议：对日本，关税上限设定为15%，换取半导体、农业、造船领域的让步，成功避免对汽车的惩罚性税率；对欧盟，则将此此前威胁的25 - 30%关税统一下调为15%，以换取欧方未来在美投资与政府采购承诺，尽管该协议在欧洲内部仍面临议会阻力；对中国，中美斯德哥尔摩会谈促成原定8月初重新实施的关税延后90天，谈判预计将扩展至10 - 11月，可能与APEC峰会挂钩。美方同时开始部分放宽出口限制，包括 Nvidia H20 芯片和高纯度乙烷。

尽管如此，美国通胀依然温和。6月PCE同比上涨2.6%，核心PCE上涨2.8%；CPI同比上涨2.7%，核心CPI为2.9%。部分品类如服装、玩具开始体现关税影响，但整体价格压力仍低于市场预期。这背后反映出四个结构性因素的共同作用：企业于2024年底前置采购、实际关税执行被多次延迟、终端需求持续疲软、零售商压缩利润以守住市场份额。

与此同时，美联储独立性面临政治挑战。特朗普总统于7月中旬罕见到访联储，强调利率过高；部分共和党议员也借装修预算对联储管理提出质疑。尽管如此，根据现行法律框架，罢免鲍威尔的可能性极低，联储制度保障依旧稳固。

展望9月，联储或将迎来首次政策实质性转向的机会窗口。我们认为若7-8月通胀维持在3%左右及以下、非农新增处于5万至15万区间或以上，联储可能以“软着陆确认”而非危机应对为名义降息。当前市场隐含该决策概率约为50%，有待未来CPI和就业数据进一步验证。当前，美股震荡、债券收益率维持区间波动，美元则因关税延后与宽松预期减弱而企稳。

大类资产表现

大宗商品

■ 大宗商品表现强劲。因地缘政治紧张局势升级及库存趋紧，能源价格大幅上涨 (WTI 原油+6.2%，布伦特原油+7.2%)。贵金属走强，白银上涨+5.5%，受地缘风险及贸易政策不确定性引发的避险需求推动。

政府债券

■ 多数经济体 (包括美国) 国债收益率上行，因央行维持现行政策不变，且贸易谈判进展缓解了最悲观情景预期，导致避险资金流入减少。

股票

- 过去30天，美股小幅回升：标普500指数环比上涨+2.7%，纳斯达克指数上涨+3.6%，受“害怕错过”(FOMO)情绪回升及贸易谈判进展推动。
- 日经指数微升0.3%，欧洲Stoxx 600指数上涨1.7%，因两地区均避免了美国关税升级的最坏情景。
- 香港市场跑赢：恒生指数上涨+4.7% (恒生国企指数：+4.2%；恒生科技指数：+3.7%)，得益于中国经济数据超预期及南向资金持续强劲流入。

外汇

■ 进入7月后，美元进一步疲软的空间似乎有限。美元指数(DXY)反弹至98，因关税推迟及美联储鸽派预期重新定价。CFITC头寸数据显示美元净空头接近极端水平，存在空头回补潜力，为美元提供短期技术支撑。

情绪指标与市场宽度

情绪指标

- 整体而言，7月市场情绪转向更乐观。
- “聪明钱”信心中性，而“愚蠢钱”信心则极度乐观，预示未来两个月超额回报或为-2.6%。
- 美国散户投资者情绪偏向看涨，看跌投资者转向中性。
- 认沽认购比率目前约为0.5-0.6，显示市场情绪中性偏多。认购买量小幅增加，认沽量环比基本持平，表明市场情绪略有改善。

市场波动

■ 有“恐慌指数”之称的VIX在7月保持相对平稳。债券市场波动率指数在80-90区间内徘徊，表明市场对当前贸易谈判的反应较为平淡，与四月“解放日”地缘政治事件期间观察到的紧张局势升级形成对比。

市场宽度

■ 当前广度指标处于历史均值水平。

全球观察

- 在追踪的25项指标中，6项呈积极趋势，8项中性，11项负面 (6月：5项积极，10项中性，10项负面)。
- 我们认为这一分化主要源于金融信贷、私营部门收入及耐用品消费持续下滑，但服务业PMI因夏季旅游休闲旺季出现整体改善。



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文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, 目前或将来直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (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。本文作者进一步确定 (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) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 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文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。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确, 而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士, 建银国际证券对第三

方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097