

9 月降息仍需等待数据支持

2025 年 08 月 01 日



分析师：徐亮

执业证号：S0100525070004

邮箱：xliang@mszq.com

研究助理：黄涵静

执业证号：S0100125070011

邮箱：huanghanjing@mszq.com

➤ **货币政策均维持 6 月会议水平。**本次美东时间 7 月 30 日,今年第五次 FOMC 会议落幕。联邦基金利率维持在 4.25-4.50% 区间。其余货币政策亦均较六月会议没有改变,符合市场预期。

➤ **经济增速表述由稳健 (at a solid pace) 转为放缓 (moderate), 消费弱化, 房地产疲软, 经济不确定性仍处高位。**Q2 GDP 年化环比增长 3.0%, 前值为 -0.5%, 尽管本次数据表观上看 GDP 增速达到 3%, 但是主要的拉动项为净进口的减少 (尤其是进口的减少), 且受 Q1 低基数干扰, 个人消费支出相较 Q1 有所回暖但仍较弱, 住房市场依旧维持疲软。一季度由于“抢进口”导致 GDP 大幅受进口减项所拖累, 而二季度随着 0402 关税谈判拉锯战的演绎与 10% 加征关税的实施, 进口商观望情绪浓厚, 进口显著回落。展望三季度, 目前逐渐以“低于初始预期关税税率+出口国对美投资承诺”的形式达成合意, 进口量可能会随库存消耗在三季度或是四季度有所回升。尽管本次演讲中去除了 6 月“(uncertainty) diminished but still elevated.” 的表述, 但并不意味着暗示不确定性有所增减, 鲍威尔在记者问答中解释 FOMC 认为经济不确定性仍维持在高位, 本次较上次不确定性水平基本持平因此删去。

➤ **通胀数据与预期边际加强, 服务业通胀放松而商品通胀再起, 仍无法确定通胀走向。**受关税影响短期通胀预期整体走高, 通胀数据确如前次会议中所预测的于夏季显现, 6 月 PCE 价格指数同比增长 2.6%, 高于预期 2.5%, 高于前值 2.4%, 核心 PCE 价格指数同比增长 2.8%, 与 5 月上修后数据持平。目前来看 PCE、CPI 等数据均在 6 月呈现边际走强, 其中耐用品价格同比上涨 3.1%, 服务业通胀小幅收窄, 可以看到可能的关税影响逐渐在消费端显现, 7、8 月数据中或较难看到通胀得到有效控制而迅速回落。

➤ **9 月能否降息需重点关注未来两轮数据。**为保护联储独立性, 数据的重要性被进一步强调, 有关 9 月是否会开启降息通道, 我们认为应该重点关注: 通胀仍应观察重点数据如核心 PCE 价格指数等能否回落, 就业数据则需重点聚焦于失业率, 在劳动力市场供需两端同步下降的情况下, 非农的指导意义有所下降, 因此联储将重点关注失业率对动态平衡的反馈。

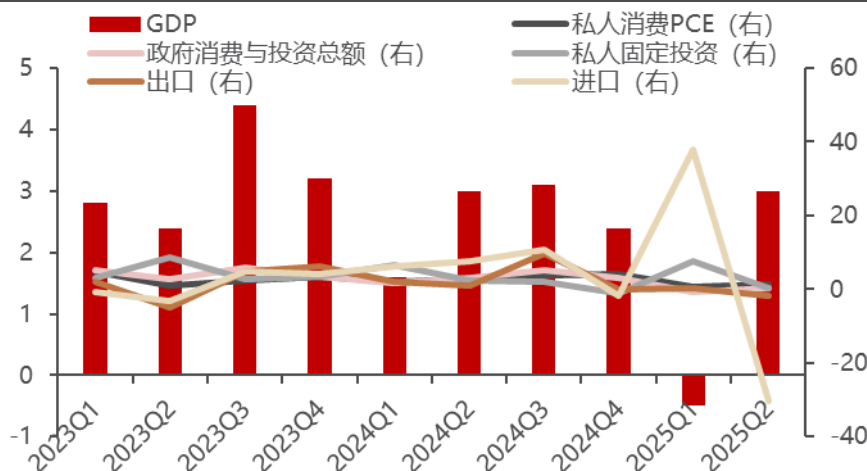
➤ **FOMC 票委投票的分化。**本次虽然执行结果仍为利率目标维持不变, 但是监督副主席鲍曼、理事沃勒两人投支持降息的反对票, 与其此前公开表态一致。尽管多年以来 FOMC 票委中有反对票是相当常见的情况, 但是来自理事会的反对票较为罕见, 2000-2023 年间仅出现 2 次, 而 24 年至今却已出现 3 次理事会内部投票分化的情况, 可见当前联储内部观点的分裂。值得注意的是, 24 年 9 月与 25 年 3 月两次会议中没有“跟票”的分别是鲍曼与沃勒, 同时二人亦是当前 7 人理事中唯二由特朗普提名出任理事的。

➤ **风险提示:** 美联储独立性遭受破坏, 美国关税超预期引发美国供应链断裂。

相关研究

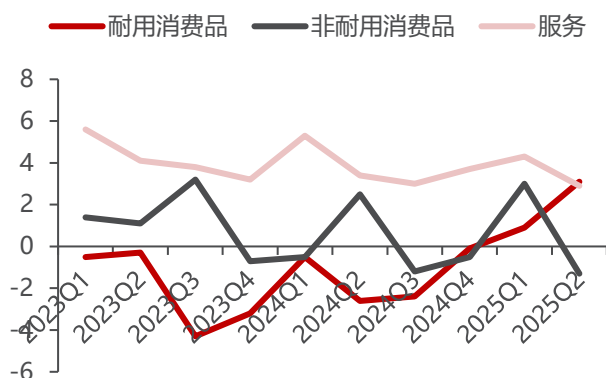
1. 城投债投资框架之一: 城投债定价模型综述-2025/08/01
2. 可转债择券系列专题: 泛 AI 板块转债精选-2025/07/31
3. 流动性专题: 8 月资金面关注什么-2025/07/30
4. 债券策略周报 20250728: 8 月债市还有机会吗-2025/07/28
5. 信用债周策略 20250728: 8 月信用债投资策略思考-2025/07/28

图1：进口的回落显著支撑 Q2GDP 同比上升 (%)



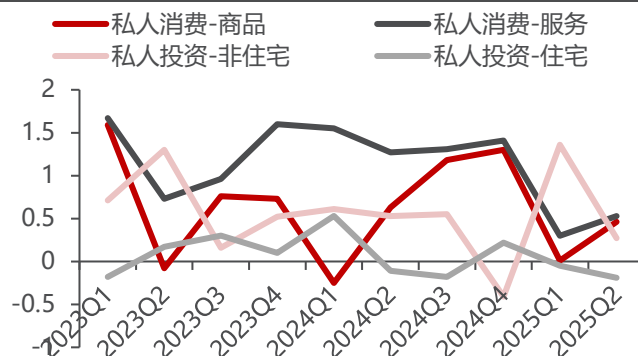
资料来源：BEA，民生证券研究院（GDP 及其分项季调年化环比变动）

图2：GDP 价格指数季调年化环比价格变动 (%)



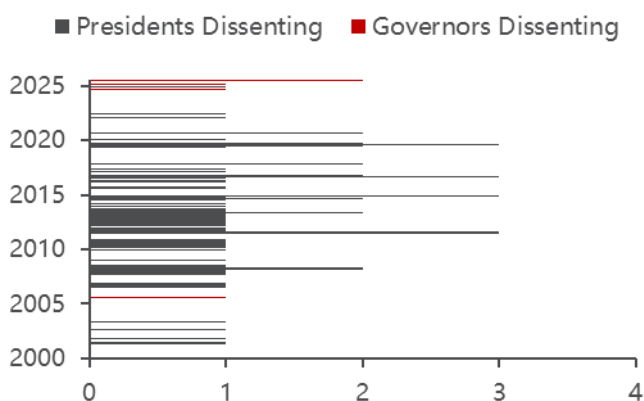
资料来源：BEA，民生证券研究院

图3：GDP 分项对 GDP 季调年化环比变动贡献 (%)



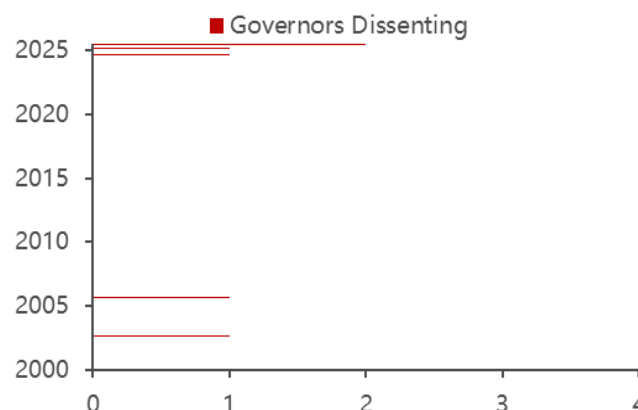
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2000 至今 FOMC 会议总反对票 (张)



资料来源：圣路易斯联储，民生证券研究院

图5：2000 至今 FOMC 会议理事反对票 (张)



资料来源：圣路易斯联储，民生证券研究院

表1：美国关键通胀指标（%）

指标	2025 年 6 月	2025 年 5 月	2025 年 4 月	2025 年 3 月
CPI	2.7	2.4	2.3	2.4
核心 CPI	2.9	2.8	2.8	2.8
PCE	2.6	2.4	2.2	2.3
核心 PCE	2.8	2.8	2.6	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048