

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

降息仍需等待，就业市场成为主要分歧

——海外观察：2025年7月美国FOMC会议

投资要点

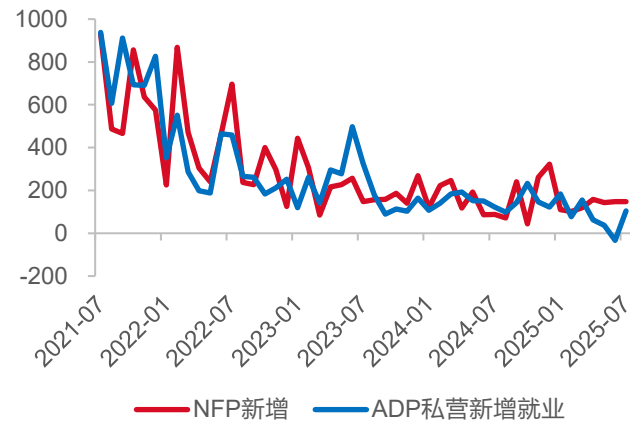
- **事件：**当地时间7月30日，美联储召开7月FOMC会议，继续维持基准利率在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。
- **核心观点：**7月FOMC宣布继续维持基准利率不变。从投票结构上看，本次会议是自1993年以来首次有两位美联储理事投下反对票，显示美联储内部决议官员意见分歧加剧。我们认为美联储内部分歧主要聚焦于就业市场上：鲍威尔认为就业市场虽有下行风险，但当前依然较为强劲，为美联储维持继续等待观察提供了有利条件；沃勒和鲍曼则在7月多次发声表示对就业市场降温的担忧。因此，第三季度的非农就业数据或能为市场预期指引新的方向。本次发布会上，鲍威尔发言整体偏鹰，再次提及对美联储独立性的维护，并且强调对降息窗口的开启不会预设路径。
- **FOMC声明和鲍威尔发言表达出对经济增速的担忧。**声明中保留了“经济前景不确定性升高（elevated）”但删除了“不确定性有所减退（diminished）”。同时，声明将“经济增速保持稳健（a solid pace）”改为“温和降温（moderated）”。鲍威尔在发布会上则认为上半年经济增速的放缓是受到消费支出走弱影响。
- **通胀方面，鲍威尔认为通胀距离目标比就业更遥远。**鲍威尔直言不讳，认为关税正在推高部分商品价格，同时估计30-40%的核心通胀来自于关税。我们认为美国当前正处在“被动去库存”周期的尾声，当进入“补库存”周期后，关税对于价格的传导会更加明显。
- **就业市场情况是美联储内部的主要分歧。**鲍威尔承认就业市场虽有下行风险，但当前依然较为稳健（solid），为美联储维持继续等待观察提供了有利条件，这和投下反对票的两位理事观点（沃勒和鲍曼）大相径庭。沃勒和鲍曼在7月多次公开表示就业市场已经降温，认为政府部门在6月的岗位扩招掩盖了私人部门就业疲软的真实情况。鲍威尔则认为失业率保持在4.1%低位；同时，认为非农新增就业减少受到劳动力供给减少和需求端招聘放缓的共同作用，但仍然维持在均衡水平。由此，后续季度的非农就业数据将会格外重要。
- **我们认为就业市场已经接近疫情前水平。**我们利用非农失业人数表示劳动力市场供给，用非农职位空缺表示劳动力市场需求，两者之比来粗略反映劳动力市场的供需均衡水平。结果显示，该比率“非农职位空缺/失业人数”在2025年6月已经下降到1.39，略低于2019年疫情前平均水平。
- **库存周期的切换对通胀和就业市场可能产生较强不确定性。**虽然就业市场在上半年经历了温和降温，但我们认为仍然难以对下半年进行盖棺定论。这主要是由于美国当前处在库存周期的切换边缘，对通胀以及劳动力市场具有较强的不确定性。假设后续零售库存数据验证美国脱离“去库存”进入“补库存”，其一会提高企业对劳动力的需求，其二由于关税影响会对通胀产生较强的上行压力。因此，我们认为如果美联储在后续没有看到清晰的经济数据走势情况下，9月FOMC会议或依然难以降息。
- **市场降息预期降温。**鲍威尔发言结束后，美股下跌，美债收益率上涨，黄金下跌，美元指数上涨。CME FedWatch显示市场押注9月降息25bp概率率下跌至43.2%。
- **风险提示：**关税谈判不及预期导致美国通胀上行，美国就业市场持续降温。

图1 CME 预计美联储降息时间节点，截至 7 月 31 日

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
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.2%	56.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.7%	48.1%	36.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	36.6%	40.4%	12.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	19.5%	38.0%	30.6%	8.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	12.0%	29.3%	34.1%	18.8%	3.9%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.9%	17.2%	30.7%	29.5%	14.3%	2.7%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.3%	3.2%	12.4%	25.4%	30.0%	20.3%	7.3%	1.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.4%	6.6%	17.3%	27.1%	26.4%	15.4%	5.0%	0.7%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.6%	11.0%	21.3%	26.8%	21.8%	11.1%	3.2%	0.4%
2026/10/28	0.2%	1.4%	5.5%	13.7%	22.7%	25.5%	19.1%	9.1%	2.5%	0.3%
2026/12/9	0.4%	1.9%	6.5%	14.8%	23.1%	24.7%	17.8%	8.2%	2.2%	0.3%

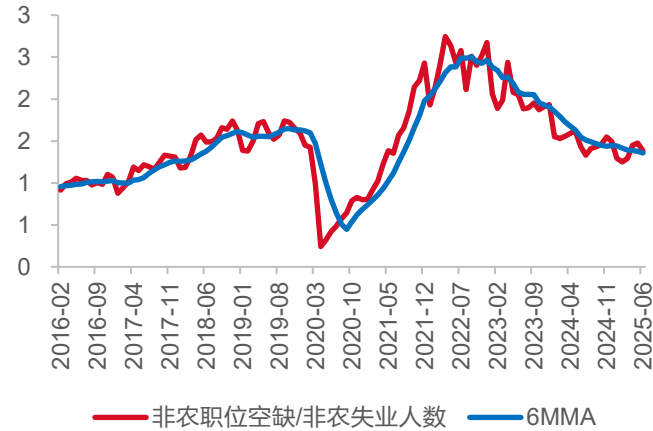
资料来源：CME，东海证券研究所

图2 ADP 就业新增在 7 月迎来反弹，千人



资料来源：ADP，BLS，东海证券研究所

图3 职位空缺/失业人数接近疫情前水平



资料来源：BLS，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089