

2025 年 7 月 31 日

## 全球宏观

### 分歧中的坚守—美联储 7 月 FOMC 会议点评

2025 年 7 月 31 日，美联储 7 月 FOMC 会议一致决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，这也是连续第五次会议按下降息“暂停键”，符合市场及我们的预期。但与此前几次暂停降息略有不同，本次会议有两位理事—鲍曼和沃勒（潜在下任美联储主席人选之一）均倾向于立即降息 25 个基点，也是自 1993 年以来首次两位理事同时投反对票的情况。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

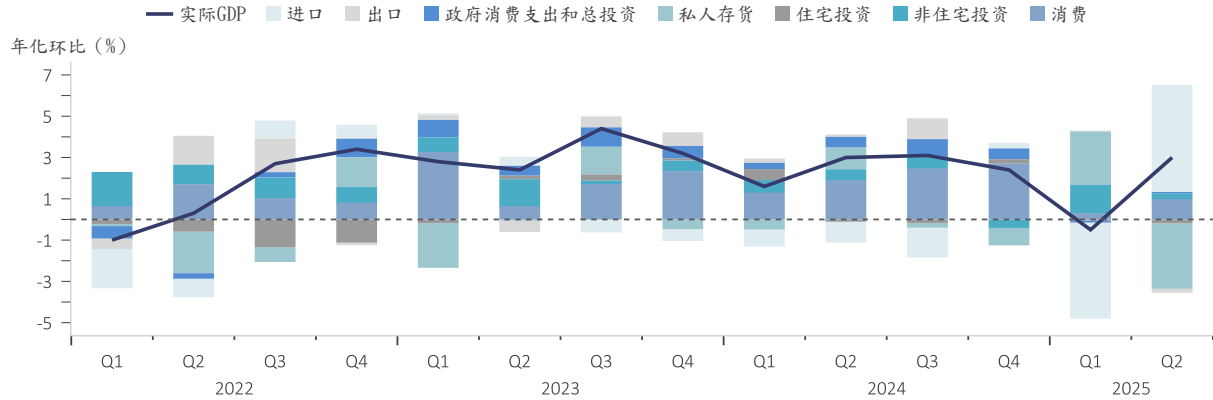
**解雇风波后，美联储坚守独立性的立场更加鲜明。**从 7 月利率政策声明来看，措辞略有“偏鹰”，声明中删除了此前“不确定性已经减弱”的表述，强调“经济前景的不确定性依然很高”。考虑到近期美国与日本、欧洲等主要经济体关税框架协议的达成，总体上关税的风险仍是在边际放缓，但鲍威尔仍表示距离关税尘埃落定仍有一段距离。我们认为利率声明及鲍威尔的表态也充分地显示了当前美联储对独立性的坚守，并淡化特朗普的持续施压。同时，相对审慎的降息立场也显示了美联储对关税影响的合理考量。因关税对美国经济各部门影响的传导时滞和程度仍难以准确预测，而企业和消费者行为的调整，以及价格传导机制的变化都需要更多时间观察。

**是否需要预防式降息以对冲劳动力市场下行风险？鲍威尔予以否认。**本次会议上，投出反对票的鲍曼和沃勒两位理事均为特朗普任内所任命，且沃勒也是目前潜在下任美联储主席的人选之一，其美联储任职履历及降息主张可能赢得特朗普青睐。两位理事主张预防式降息立场均为担心劳动力市场下行风险：沃勒此前明确表示不应该等到劳动力市场恶化后才降息，而鲍曼则指出劳动力市场存在脆弱性迹象。然而，鲍威尔则在发布会上驳斥了这一观点，并表示劳动力市场依然稳健，且表示当前经济表现“并不像一个不适当地抑制它的限制性政策所应有的那样”，暗示当前的经济韧性十足，政策利率水平所带来的限制性作用有限，因而维持利率可能仍是合适的，不适宜提前降息以进行对冲。

**美联储内部分歧及特朗普施压预计均不太会影响美联储政策决策路径。**尽管此次两位理事投出反对票，已是近 30 多年来首次出现的情况，但我们在此前的报告《[美联储的特朗普风险升级](#)》中已做出分析，鲍威尔在维护内部团结和决策一致性方面具有较大的影响力，多数票委仍与鲍威尔持同一立场。同时，综合考虑法律阻碍、政治成本以及市场反应等因素，特朗普后续继续解雇鲍威尔的可能性相对较低，操作上既不可行，也不明智。支持这一观点的理性逻辑链条：特朗普目标是降低利率、减轻政府付息压力，然而解雇鲍威尔无法实现这一目标，反而可能引发市场动荡，因此最优解是不采取行动。

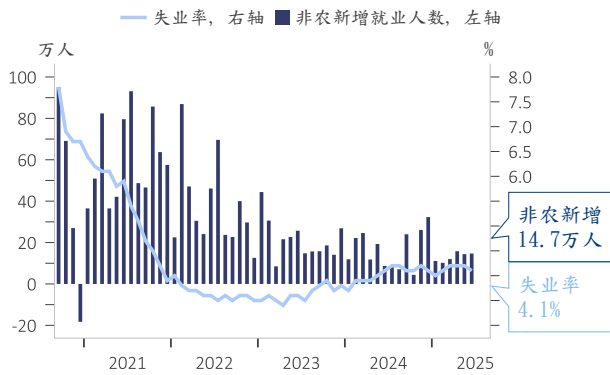
**鲍威尔淡化 9 月降息预期，同时直言尚未对 9 月会议做任何决定，也打击了市场此前普遍预期 9 月降息的热情。**会议后，9 月降息概率从会前的约 65% 下降至 45% 左右，全年降息预期也有所回落。在当前时点看降息前景，美联储的等待是合理的，关税影响具有滞后性，现时尚未完全显现，可能还要等待未来两个月的通胀数据，比如商品价格压力的传导，9 月会议前将获得两轮完整的就业和通胀数据可以观察。基准情形下，美元信用风险，尤其是资本市场的走势已成为特朗普的“软肋”，可能限制其关税以及解雇鲍威尔的主张。预计至 2025 年底，全年降息在 1-2 次，而首次降息可能在 4 季度。

图表 1：“抢进口”结束，美国 2Q25 GDP 实现明显反弹



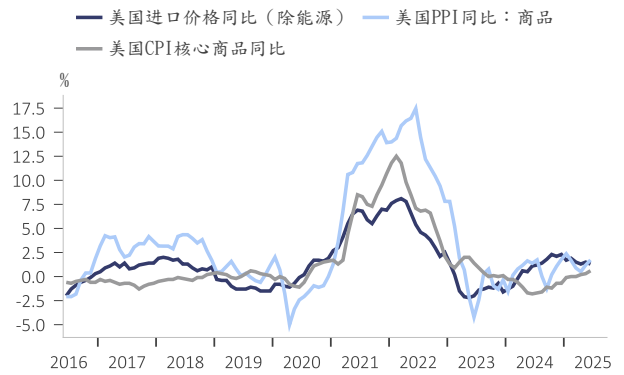
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 2：就业市场依然稳健



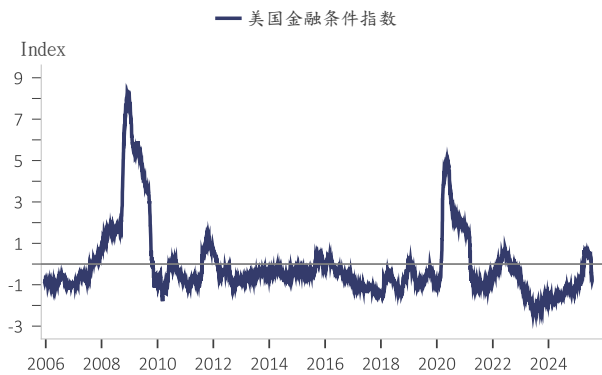
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 3：商品通胀有上升趋势



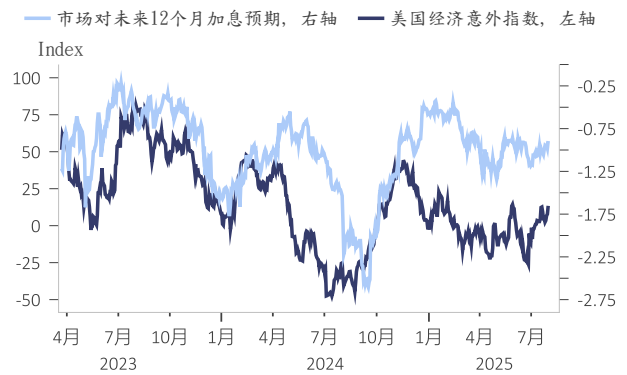
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 4：当前金融条件指数重回宽松



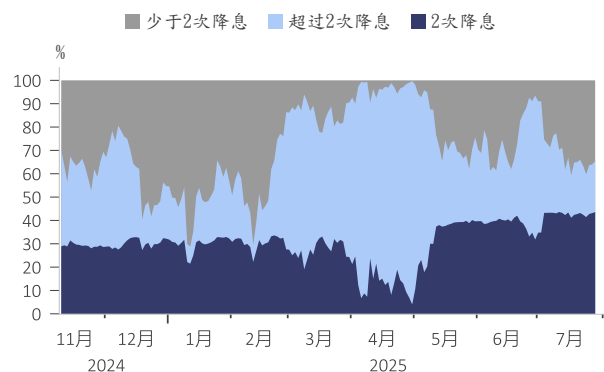
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5：经济意外指数回升对应降息预期收窄



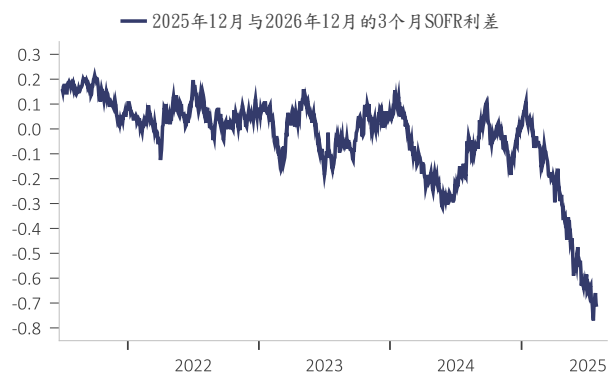
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 6：市场降息预期再度收窄



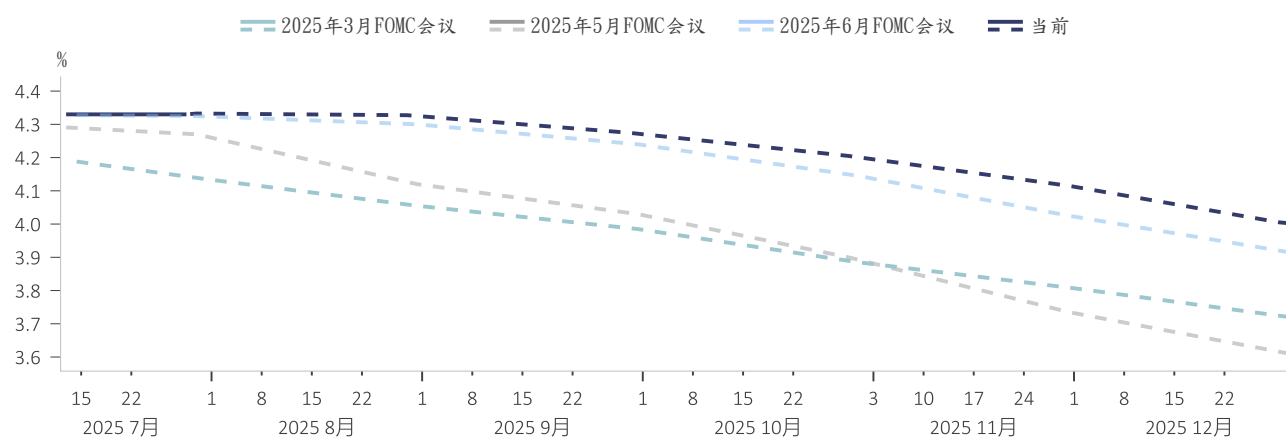
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 7：降息预期大幅推至 2026 年



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 8：利率期货市场隐含的利率路径变化



资料来源：Macrobond，交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**