

经济韧性仍然存在，降息路径尚不明朗

——2025 年 7 月份美联储议息会议点评

国投期货研究院

朱赫 期货投资咨询号 Z0015192

黄恬 期货投资咨询号 Z0021089

事件：货币政策方面，美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。总的来看，此次议息会议虽然强调了经济有降温因素，同时也有两位委员表示应该立即降息展示对于按兵不动的分歧，但是鲍威尔并未明确地给出未来降息路径的指引。总的来看，议息会议传递的信号较预期而言相对中性，会议后 9 月份降息的隐含概率下降。美联储决议公布后，各主要资产波动不大。在鲍威尔的新闻发布会后，市场的降息预期有所回撤，美股、比特币盘中转跌，美债、黄金跌幅扩大，美元大涨。

点评：

一、会前关注点：9 月降息的序幕？

在 6 月份的议息会议上，美联储决定将联邦基金利率的目标区间保持在 4.25% 至 4.5%，符合市场预期。美联储延续观望态度，会议声明偏中性，指出了滞胀风险有所降低，但同时传递降息门槛更高的信号。目前 CME Fed Watch 数据显示 7 月议息会议大概率维持利率不变。

自上次议息会议以来，美国经济数据总体保持韧性，部分指标出现拐点迹象。消费方面，6 月核心零售环比增长 0.5%，超出市场预期，显示消费仍有动能。通胀方面，关税对通胀的影响初现端倪，6 月核心 CPI 同比 2.9%，虽然总体低于预期，但核心商品分项的通胀上行较快。劳动力市场出现降温，6 月 JOLTS 数据显示职位空缺 743.7 万人，低于市场预期的 750 万人，受私营部门招聘率影响，总招聘率下降至 0.1 个百分点至 3.3%。增长方面，尽管市场预期 Q2 GDP 将从 Q1 的收缩中恢复，但主要受净出口项目的大幅波动所致，难以完全解除对美国经济的滞胀担忧。

7 月以来，美国 and 主要经济体的关税政策逐渐明朗，美日、美欧先后达成 15% 关税税率的初步协议。根据中美斯德哥尔摩经贸会谈公布信息，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天。总体上伴随经贸不确定性缓解，市场风险偏好维持修复态势。美联储方面，特朗普多次施压降息，短期市场暂仍交易美

联储独立性受冲击为小概率事件。针对本次会议，我们认为有两方面焦点值得关注。首先，在维持利率不变的情况下，是否给出更多降息路径的指引。市场普遍预期本次会议将保持利率不变，目前的经济数据给予美联储按兵不动的空间，预计鲍威尔仍将采取观望态度，增量信息或来自于是否出现“关税带来通胀担忧”和“经济增长有所放缓”等类似措辞；其次，6月议息会上美联储内部意见已现分歧，美联储理事沃勒和鲍曼明确主张降息，关注两人是否针对利率不变投出反对票，这将加剧市场对年内降息预期的不确定性。

二、会议内容- 并未指引9月及之后的降息路径，给预期降温

货币政策方面，美联储如期按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.50%。本次会议上，美联储两位理事——鲍曼和沃勒，投下了两张反对票，符合市场此前的预期，他们二人倾向于在本次会议上将联邦基金利率目标区间下调0.25%。

从发布会的要点来看：**第一，关于9月份以及之后的降息路径问题**，鲍威尔未就9月降息给出指引，现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在9月下调联邦基金利率还为时过早，给市场对9月降息的预期降温；**第二，关于经济状况的综合评判问题**，鲍威尔认为没有看到就业市场走弱，就业市场是平衡的，通胀朝着2%这一目标回落的过程已经过半，服务通胀显著放缓但商品通胀正在上行，经济增速的有所放缓，主要是因为消费者支出（包括出口）有所减少，而企业在设备和无形资产的投资上比去年有所上升；**关于“不确定性”的问题**，鲍威尔表示，此次删除了“不确定性有所下降”这句话，因为在6月份的时候不确定性有所下降反映的是当时的谈判，但此次会议附近谈判所带来的不确定性没有进一步下降因此删除了这句话，并无特别含义。目前美联储内部对于最终关税的估算变化不会像前期那么大了，但是该过程还没有接近尾声，后面很多事情还会继续发生。

总的来看，此次议息会议虽然强调了经济有降温因素，同时也有两位委员表示应该立即降息展示对于按兵不动的分歧，但是鲍威尔并未明确地给出未来降息路径的指引，未来再度回归降息的门槛仍然有不确定性，或需要要么美国数据中增长或通胀有明显的降温，要么关税谈判和协议彻底落地使其对经济的不确定性进一步下降。总的来看，议息会议传递的信号较会议前市场的信号而言相对中性，会议后9月份降息的隐含概率下

降。美联储决议公布后，各主要资产波动不大。但在美联储主席鲍威尔在新闻发布会上未就 9 月降息给出明确指引，并提到美国就业市场并没有走弱后，市场的降息预期有所回撤，美股、比特币盘中转跌，美债、黄金跌幅扩大，美元大涨。

三、市场展望— 跟踪地缘和经贸维稳延续性，反内卷和扩内需进入落地阶段

6 月份议息会议后，我们提出未来在三个方向上跟踪宏观上的矛盾：**第一，伊以冲突如果能够短期快速平息，能源价格冲击为脉冲式，则风险偏好会有明显修复，否则的话对风险偏好的压制会延长。第二，关注后续关税谈判，如果地缘局势缓和，可能同步对应关税逐步明朗化，鲍威尔的“不确定性”也会消退；第三，关注国内政策，尤其是外部压力缓解后，是否会在“内外双循环”的基调下推进内需政策回归。**（《地缘局势和经贸谈判关键窗口期，联储再度短期观望——2025 年 6 月份美联储议息会议点评》）。从宏观状态的实际发展来看，6 月份议息会议后：**第一，伊以问题扰动后快速平息，在地缘风险问题上并未造成外溢效应，虽然在大国多边的谈判中仍为推进俄乌冲突的彻底停战，但是相对维稳地缘冲突暂不升级仍是主线；第二，就对等关税而言，最终落地的水平虽然也会大幅提高美国的有效关税税率，但由于低于 4 月 2 日落地的对等关税，因此市场并未恐慌。整体来看中美在经贸谈判方面，延续了伦敦会议的精神，维持维稳的姿态；第三，在外部地缘冲突和经贸冲突维稳的背景下，国内政策开始出现一定的变化，“反内卷”政策框架有从预期到落地的迹象，同时财政政策边际上开始发力的信号增强。**

后续来看，美联储 7 月份会议延续了偏观望情绪，虽然 6 月份地缘局势压力被管控，同时美国和欧盟以及中国积极推进关税落地和协议谈判，但是美联储认为当前的“不确定性”并未较 6 月份进一步下降。未来应从以下三个维度观察宏观主要矛盾的演化：

第一，继续跟踪地缘局势的扰动。6 月下旬以后，虽然伊以局势的降温锁定了地缘局势外溢的边界，但是是否能够达成更中长期的停战协议尚存在不确定性。一方面俄乌局势当前阶段仍然处于比较焦灼的状态，另一方面进入到 8 月底伊核谈判问题也会面临新的关键时间节点。在这之前，虽然地缘局势基本维稳的大的格局仍然是主要基调，但是在风险偏好水平偏高的阶段，尤其是考虑到在确定最终的经贸协议和长期的关税水平之前，地缘上的博弈和经贸问题的走向息息相关，因此也需要跟踪潜在的扰动所带来的

风险偏好扰动；

第二，关注 8 月份美国多边关税落地的情况以及中美关税暂停三个月是否平稳落地。

当前阶段美国已经陆续敲定了和各国的对等关税，和欧盟日本的关税落地受到市场广泛的关注。同时中美的关税以及反制措施继续暂停 90 天应仍然是基准情景，因此总的来看，经贸问题短期的不确定性有所下降，但在接下来的 90 天是能够推进中长期的经贸合作，还是之后关税博弈会再次升温就仍然存在不确定性，这样的“暂态”虽然不会带来市场的冲击，但是对于企业家信心和投资者风险偏好的修复高度也有一定的压制，后续继续动态跟踪演化路径。

第三，跟踪国内政策对于外需回落的对冲力度和效果。进入到三季度后，关税给外需带来的压力会不断显现，政治局会议明确了宏观经济要“持续发力、适时加力”的基本基调。关注后续政策在“反内卷”和“扩内需”方面带来的对冲效果。”适时加力“或有两方面的理解：首先，国内视角来看，如果出现了外需压力在实体经济运行中显现明显，那么内需政策发力会对冲掉这部分压力，政策的托底预期，有利于全年经济发展目标的实现；其次，从国际视角来看，如果对外经贸谈判和协议比较顺利，外部金融安全不确定性进一步下降，也会有利于国内经济政策更加积极地推进。因此，总的来看，应以中性偏乐观的视角来看待此次政策基调，后续政策的弹性也会根据内外形势的变化动态调整。

表：近几次美联储 FOMC 会议会后声明对比

	2025 年 5 月会议声明	2025 年 6 月会议声明	2025 年 7 月会议声明
经济	● 尽管净出口的波动影响了数据，最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。近几个月，失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况仍然稳健。	● 尽管净出口的波动影响了数据，最近的指标表明，经济活动继续稳步扩张。失业率维持在低位，劳动力市场状况仍然稳健。	● 尽管净出口的波动继续影响数据，最近的指标表明，上半年经济活动增长有所放缓。失业率维持在低位，劳动力市场状况仍然稳健。
通胀	● 通胀水平依然略高。 ● 经济前景的不确定性进一步增加。委员会密切关注可能影响其双重使命的风险因素，并认为高失业和高通胀的风险都有所上升。	● 通胀水平依然略高。 ● 经济前景的不确定性有所下降，但仍处于较高水平。委员会密切关注可能影响其双重使命的风险因素。	● 通胀水平依然略高。 ● 经济前景的不确定性仍处于较高水平。委员会密切关注可能影响其双重使命的风险因素。
货币政策工具	● 为支持自身目标，委员会决定，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。在考虑对联邦基金利率目标范围新调整时的程度和时机方面，委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。 ● 委员会坚定承诺支持最大化就业，以及让通胀回到其目标 2% ● 委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债和抵押贷款支持证券。	● 为支持自身目标，委员会决定，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。在考虑对联邦基金利率目标范围新调整时的程度和时机方面，委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。 ● 委员会坚定承诺支持最大化就业，以及让通胀回到其目标 2% ● 委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债和抵押贷款支持证券。	● 为支持自身目标，委员会决定，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50%。在考虑对联邦基金利率目标范围新调整时的程度和时机方面，委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。 ● 委员会坚定承诺支持最大化就业，以及让通胀回到其目标 2% ● 委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债和抵押贷款支持证券。

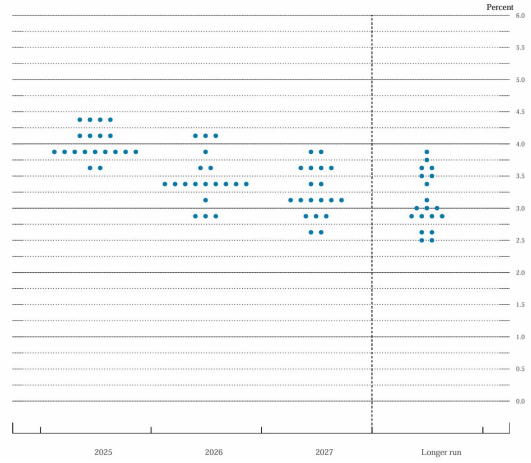
图：2025 年 6 月议息会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



图：2025 年 3 月议息会议点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



图：2025 年 6 月议息会议数据预测

Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.4	2.1	
March projection	2.8	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0

图：2025 年 3 月议息会议数据预测

Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：美联储，国投期货

免责声明

本研究报告由国投期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。