

2025 年 07 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

7 月 FOMC：降息渐近前的分歧

—宏观点评报告

事件

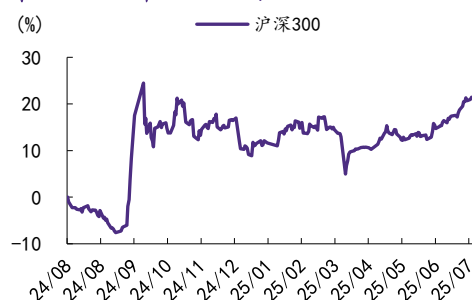
分析师：杨芹芹 S1050523040001

✉ yangqq@cfsc.com.cn

分析师：孙航 S1050525050001

✉ sunhang@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《730 政治局会议：资本市场回稳向好，关注反内卷和十五五》
2025-07-30
- 2、《6 月 FOMC：滞胀预期加强，降息仍需等待》2025-06-19
- 3、《4 月政治局会议重在维稳，加紧实施存量政策，增量还需等待》
2025-04-25

北京时间 7 月 31 日凌晨，美联储公布 7 月议息结果，联邦公开市场委员会以 9 票赞成、2 票反对的投票结果将基准联邦基金利率维持在 4.25%-4.5% 区间不变

投资要点

利率变动前的非一致票

联储投票如预期般出现矛盾，本次议息会议上美联储的理事沃勒和鲍曼主张降息，对利率决议投反对票，是近 30 年以来首次有两位理事同时投下反对票。6 月份议息会议以来，鲍曼和沃勒连续的鸽派发言推动的降息交易升温，两者均认为关税通胀是一次性冲击，且就业市场有走弱风险，建议提前降息。争议的出现意味着对于降息的讨论变多，历史上联储出现非一致票的时候往往也意味着利率变动的接近（加息或降息），因此整体上投票的分歧对于降息来说反而是一个较好的信号，关注沃勒和鲍曼周五的发言

经济持续降温，关注非农

非农依然是主要的降息触发因素。美国当前保持了通胀抬头压力有限，且经济稳定降温的格局，二季度美国 GDP 环比折年率为 3%，但主要是关税抢进口停止后，净出口项由拖累转为支撑所致，2025 年二季度美国净进口同比贡献 4.99%（一季度-4.61%），带动库存规模回落，同比贡献-3.17%（一季度 2.59%），去除掉关税影响的出口和私人库存变动，仅从消费，投资和政府支出的角度，美国二季度的 GDP 环比折年率为 1.14%（一季度 1.52%），是 2022 年 9 月以来的最低值，显示出美国经济实际确实在逐步降温，叠加目前非农就业各项数据已经完成了从过热到水下的过程，相对于上有顶的通胀来说，随时可能“跳崖”的非农有更大的概率触发降息。关注周五非农数据的发布（新增预期 11 万，失业率预期 4.2%）

9 月降息概率回落，布局降息警惕美元

市场对于本次 FOMC 整体反应为降息预期的进一步缩减，在议息会议前 9 月降息概率为 60%，会议后则降为 49.6%，美债利率再度逼近 4.38%，COMEX 黄金跌破 3230 美元。

从策略的角度来说，美国经济确定性走弱反而加强了后续降息的确定性，这点从今年以来美债利率不断降低的顶部中也能得到验证，因此持续推荐布局降息交易的资产和行业，如逢利率高位做多美债，逢低布局黄金，以及美股中的地产，保健和金融行业。从美元指数的角度来说，空头仓位稳定短期多头回补，经济预期回升以及关税谈判进展稳定持续带动美元震荡回升，若是经济预期维持（非农），关税落地超预期乐观（中美），预计美元多头持续回升，空头仓位或出现下降，带动美元指数出现短期快速的上冲，来到 103 左右的位置，因此虽然中长期看空美元，仍需警惕短期美元的反冲

■ 风险提示

地缘局势风险再起，美国数据超预期走弱，关税政策超预期落地。

正文目录

事件：4

评论：4

1、 利率变动前的非一致票4

2、 经济持续降温，关注非农4

3、 9月降息概率回落，布局降息警惕美元5

4、 风险提示.....6

图表目录

图表 1： 美国经济持续降温（%） 5

图表 2： 短期美元或有空头回落的压力 6

事件：

北京时间7月31日凌晨，美联储公布7月议息结果，联邦公开市场委员会以9票赞成、2票反对的投票结果将基准联邦基金利率维持在4.25%-4.5%区间不变。

评论：

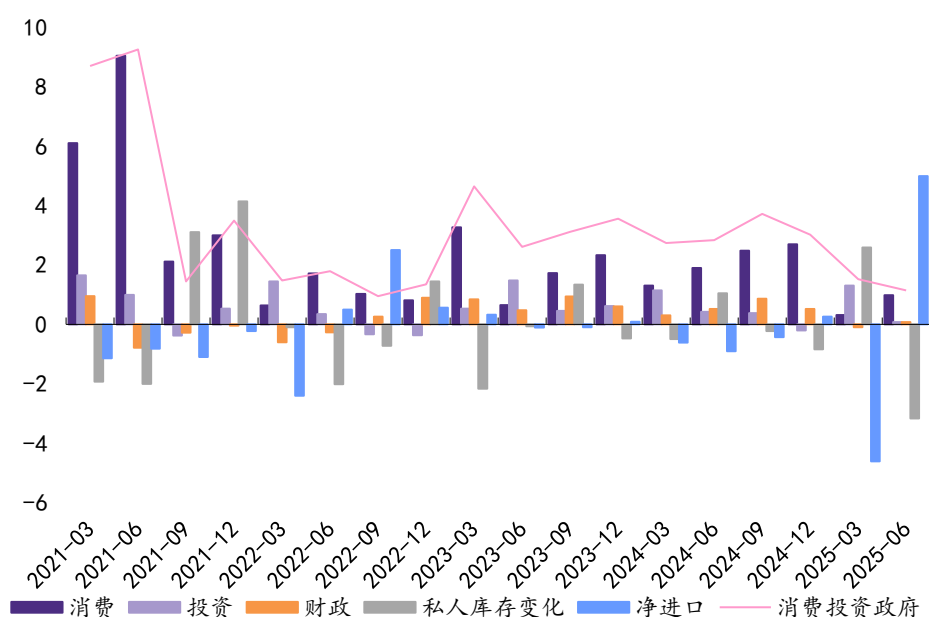
1、利率变动前的非一致票

联储投票如预期般出现矛盾，本次议息会议上美联储的理事沃勒和鲍曼主张降息，对利率决议投反对票，是近30年以来首次有两位理事同时投下反对票。6月份议息会议以来，鲍曼和沃勒连续的鸽派发言推动的降息交易升温，两者均认为关税通胀是一次性冲击，且就业市场有走弱风险，建议提前降息。争议的出现意味着对于降息的讨论变多，历史上联储出现非一致票的时候往往也意味着利率变动的接近（加息或降息），因此整体上投票的分歧对于降息来说反而是一个较好的信号，关注沃勒和鲍曼周五的发言

2、经济持续降温，关注非农

非农依然是主要的降息触发因素。美国当前保持了通胀抬头压力有限，且经济稳定降温的格局，二季度美国GDP环比折年率为3%，但主要是关税抢进口停止后，净出口项由拖累转为支撑所致，2025年二季度美国净进口同比贡献4.99%（一季度-4.61%），带动库存规模回落，同比贡献-3.17%（一季度2.59%），去除掉关税影响的出口和私人库存变动，仅从消费，投资和政府支出的角度，美国二季度的GDP环比折年率为1.14%（一季度1.52%），是2022年9月以来的最低值，显示出美国经济实际确实在逐步降温，叠加目前非农就业各项数据已经完成了从过热到水下的过程，相对于上有顶的通胀来说，随时可能“跳崖”的非农有更大的概率触发降息。关注周五非农数据的发布（新增预期11万，失业率预期4.2%）

图表 1：美国经济持续降温（%）



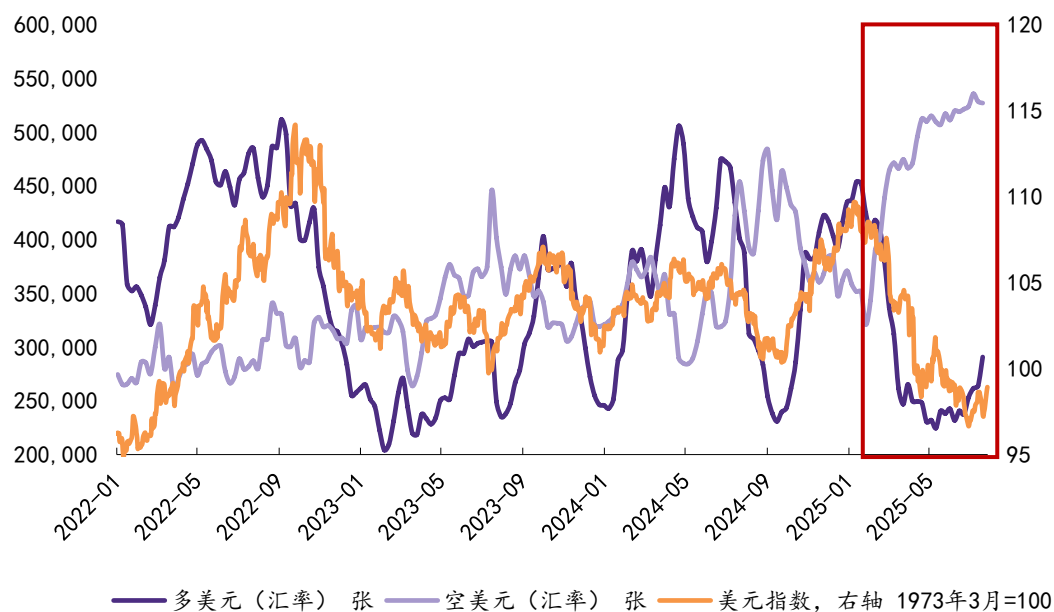
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、9 月降息概率回落，布局降息警惕美元

市场对于本次 FOMC 整体反应为降息预期的进一步缩减，在议息会议前 9 月降息概率为 60%，会议后则降为 49.6%，美债利率再度逼近 4.38%，COMEX 黄金跌破 3230 美元。

从策略的角度来说，美国经济确定性走弱反而加强了后续降息的确定性，这点从今年以来美债利率不断降低的顶部中也能得到验证，因此持续推荐布局降息交易的资产和行业，如逢利率高位做多美债，逢低布局黄金，以及美股中的地产，保健和金融行业。从美元指数角度来看，空头仓位稳定短期多头回补，经济预期回升以及关税谈判进展稳定持续带动美元震荡回升，若是经济预期维持（非农），关税落地超预期乐观（中美），预计美元多头持续回升，空头仓位或出现下降，带动美元指数出现短期快速的上冲，来到 103 左右的位置，因此虽然中长期看空美元，仍需警惕短期美元的反冲

图表 2：短期美元或有空头回落的压力



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

4、风险提示

地缘局势风险再起，美国数据超预期走弱，关税政策超预期落地

宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3 年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。