

鲍威尔打压降息预期，年内仍有望降息 1-2 次

——美联储 7 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 7 月 30 日周三，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后公布，联邦基金利率的目标区间仍维持在 4.25% 至 4.5%，符合市场普遍预期。至此，FOMC 连续五次货币政策会议决定暂停行动。决议声明显示，包括美联储主席鲍威尔在内的九名 FOMC 委员继续投票支持保持利率不变。投反对票的两人分别是美联储理事沃勒，以及特朗普提名的美联储负责金融监管副主席鲍曼，他们都主张本次会议降息 25 个基点。美联储 7 月声明的主要变化包括：美联储将“经济活动继续稳步扩张”表述，修改为“上半年经济活动增长有所放缓”；将“经济前景的不确定性有所下降，但仍处于较高水平”改为“经济前景的不确定性仍处于较高水平”。

美联储主席鲍威尔记者会上给市场对 9 月降息的预期降温，表示现在就断言美联储 9 月下调利率还为时过早。他表示，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的；目前政策变化的影响仍具不确定性，合理的基本假设是，关税对通胀的影响将是短期的；关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，然而关税对通胀的影响已经开始显现，但要判断影响程度仍然太早；就业市场并未走弱。

对此，东方金诚解读如下：

尽管鲍威尔在会后发言中态度偏鹰，拒绝提供任何降息信号，但我们认为本次会议的总体基调仍然较为中性。

本次议息会议无论是保持利率不变的决议，还是美联储两位成员投下反对票，均在市场此前普遍预期之中。因此，在会议结果基本明确的背景下，市场更多将关注点放在美联储如何平衡其明显的内部分歧、鲍威尔是否会为 9 月降息给出暗示，以及关税政策接近确定后的影响评估。而在本次会议中，鲍威尔虽表示就业市场的下行风险依然存在，但拒绝对市场普遍预期的 9 月降息做出明确回应，继续表示需要更多数据来确认关税对通胀的传导效果，表态明显偏鹰。

我们认为，这一偏鹰派表态具备事实与数据支撑。本次会议上鲍威尔对“胀”的担忧明显高于对“滞”的担忧——6 月 CPI 数据反弹显示通胀压力有所上升，尤其是关税影响下玩具、家具等品类价

格出现上涨，这表明关税对通胀的冲击已开始显现，短期内存在反弹风险。此外，他也强调关税对通胀传导路径不确定性依旧存在，需要等待更多信息。因此，在其讲话中最重要的表述是“当前通胀高于目标水平，就业处于目标水平，因此政策应保持适度限制性”。另一方面，由于到特朗普不断施压降息正在威胁美联储独立性，加之近期美联储官员内部出现观点分歧也在一定程度上加大了市场舆论对降息的压力，鲍威尔的鹰派表态也是出于传递出“美联储决策独立于政治”这一信号的考量，为降息预期降温。

然而，结合会议声明的表述调整，我们认为，本次会议的总体基调仍然较为中性，美联储并未改变降息这一大方向。本次会议声明中，对经济形势的判断改为“今年上半年经济活动增长放缓”，而此前6月声明为“以稳健的速度扩张”。承认经济活动降温，也意味着美联储准备未来实施降息以支持经济。可以看到，鲍威尔在讲话中并未否认降息，只是强调降息时机有效性：若太早降息，将不能解决通胀问题，太晚降息可能会损害就业市场。这表明，美联储需要确认的是观察关税对通胀的冲击完全反映后再实施降息。根据“美联储传声筒”Nick Timiraos的最新发文，美联储内部对于年内降息应该是共识，但分歧在于要等到什么信号才出手。

我们认为，随着关税政策的影响路径逐渐清晰、经济与就业下行压力加大，年内仍有望实施1-2次降息，9月降息的概率有所下降。

首先，当前关税的影响路径已经逐渐清晰，这为美联储后续研判通胀走势、实施降息提供更多依据。

近期随着美国与多个主要贸易伙伴国的谈判不断推进、达成协议，当前关税的影响路径已经逐渐清晰，不确定性降低。7月以来，美国与印尼、日本、欧盟、韩国等多个贸易伙伴达成关税协定，最终施行的税率相比7月初的“威胁”也有所下调：按照目前已达成协议的国家在美国进口中占比计算，即便余下的市场谈判在8月1日后还存在升级变数，考虑到余下国家和市场占美国进口份额不高，因此对关税加权后影响基本可以忽略，8月1日后美国有效关税税率大概率仍将维持在15%-16%左右，较关税暂缓期间的10%有较大幅度的上行，这意味着两点：

一是未来几个月新增关税的影响将逐步体现，通胀大概率会出现温和走高。不过，我们判断，15%-16%的有效税率水平对通胀幅度的推升影响不大，加之从目前经济数据来看，企业与私人需求还将总体走弱，商品通胀与服务通胀可能会出现“交替上行”，这将对通胀上行幅度形成掣肘。因此，总体上关税对通胀推升幅度可能不及此前预期，但传导时间可能更长久，对通胀的推升作用主要集中在三、四季度。

二是关税对于通胀的影响路径基本确定，为美联储实施降息提供了更大确信度。只要确定通胀的基本路径，美联储就可以着手准备降息，而并不一定必须等到通胀回落。未来两个月的通胀尤其是就业数据，以及8月底的杰克逊霍尔全球央行年会都是重要观察节点。

其次，经济增长与就业均出现走弱迹象，需要美联储降息予以支持。

昨日刚公布的美国二季度GDP环比年化增速3%，明显好于预期，也较一季度的-0.5%大幅修复。然而，二季度GDP反弹的一个主要原因是进口回落，背后是一季度关税战来临前的企业“抢进口”现象在二季度迅速消退，使得二季度净出口对GDP的拉动高达5个百分点。而更能反映内需状况的私人国内最终销售仅增长1.2%，为2022年底以来最慢水平，企业投资与出口均出现下滑，这反映出在高利率、外部需求放缓的环境下，经济增长动力正在减弱。

就业市场数据同样印证了经济下行风险：6月非农就业数据虽然超预期，但主要受政府就业提振，私人部门新增就业接近停滞，岗位空缺等数据也显示就业市场需求仍在回落。此外，5月底以来驱逐非法移民加速，也将加大就业的下行风险。这表明，虽然美国经济当前受关税拖累有限，但底层增长依然在不断放缓，需要通过降息予以支持。

年内仍有望实施1-2次降息，9月降息的概率下降，11月降息的概率较高。

参考美联储模型及点阵图对自然利率测算的平均值，美国实际自然利率平均值在1.2%左右，2025年通胀预期在2.7-3%，名义中性利率为3.9-4.2%，对应降息1-2次。因此，基准情形下，我们预计美联储年内将降息1-2次至3.75-4%，降息时点可能在9月或11月。考虑在途运输，8月的新增关税要在9月的进口数据中才能体现，再进一步传导至10-11月的通胀。因此，关税通胀冲击可能会更慢、更久，美联储降息决策也可能会延迟，9月确实有不降息的可能性，但一旦迈过关税通胀的门槛，11月将有很大概率降息。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。