

宏观点评 20250731

7月 FOMC：给9月降息泼冷水——2025年7月 FOMC 会议点评

2025年07月31日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《增强政策灵活性预见性——学习7月政治局会议精神》

2025-07-30

《化工转债行情思考和展望》

2025-07-28

■ **核心观点：**7月 FOMC 会议以 9-2 投票结果维持利率不变，发布会上 Powell 认为实现通胀目标相较就业目标的距离更远，因此政策利率仍应保持在相对限制性水平，释放明显的鹰派信号。向前看，我们预期 7、8 月的非农数据易令 9 月降息预期最终延后至 25Q4，这一修正或导致 2、10 年美债利率在 8-9 月分别上行至 4.05%、4.5%。9 月 FOMC 后，市场将交易明年美联储换帅后的新一轮宽货币，当前市场预期 2026 年的 3 次降息或将上修，届时 2 年美债利率与美元指数将重回下轨。

■ **FOMC 声明：**9-2 维持利率不变，声明小幅修改经济描述。7 月 FOMC 会议以 9-2 的结果通过维持政策利率在 4.25-4.5% 的决议，此前公开表态希望 7 月降息的两位理事 Waller 与 Bowman 投下反对票，认为应在 7 月降息，这使得声明公布后市场一度交易美联储更鸽派的降息信号，2 年美债利率一度跌至 GDP 公布前水平。Powell 在发布会上表示，预计异议将在第二天左右得到解释。会议声明仅小幅下修经济描述，主要提及外贸对上半年经济的扰动，判断 25H1 增长呈现出放缓（moderate）迹象，并删除了经济前景不确定性“减弱（diminished）”的描述。

■ **发布会：**对通胀不确定性的担忧高过对就业下行的担忧，令下一步降息措施较为艰难。Powell 认为当前美国劳务市场处于均衡，但通胀率仍然偏高，即通胀相较就业目标距离实现更远，因此政策利率仍应保持在相对限制性水平。①增长方面：Powell 表示经济指标显示经济增长已经放缓；GDP 与 PDEF 表现符合预期，GDP 经常逐季波动、并经常上调；过去几年非常强劲的消费者支出开始放缓；不认为减税法案对经济构成强刺激。②就业方面：劳务市场整体稳健，而供需同时下降，表明存在下行风险，私营部门就业机会略有下降。驱赶非法移民政策导致劳务供给与盈亏平衡就业下行，使得失业率保持窄幅震荡。③通胀方面：在评估关税对通胀的影响方面，尚处于早期；关税开始影响商品通胀上涨，服务业通胀下降良好；虽然合理的基准假设是关税-通胀是短期、一次性的，但关税对通胀的传导可能比预想的更慢。④货币政策方面：Powell 表示美联储通过“不加息”来考虑通胀问题，表态较为鹰派；同时表示，距离下一次会议还有大量数据，下一步措施可能会更接近中性；美联储不考虑利率变化对政府成本的影响。

■ **影响：**释放鹰派信号，压制 9 月降息预期。7 月 Powell 最鹰派的信号在于，就业市场供需均衡（产出缺口接近闭合）而通胀较目标仍有距离（通胀缺口偏高），因此政策利率仍需保持限制性。同时 Powell 对关税、通胀前景的不确定性仍然保持警惕，这使得未来降息决策仍然是谨慎的。截至最新，9 月降息概率回落至 47%，全年降息预期 1.48 次。

■ **策略启示：**9 月降息预期或将延后，25Q4 或开始交易明年更宽松的货币政策，年内美债利率预计先上后下。向前看，我们预期 7、8 月非农初值易超预期，且市场不会计价数据后续的下修，这使得 9 月降息最终将延后至 25Q4。8-9 月，降息预期修正或导致 2、10 年美债利率分别上行至 4.05%、4.5%。而另一方面，9 月 FOMC 后，随着新任美联储主席人选逐步清晰，市场将开始交易明年美联储换帅后开启的新一轮宽货币周期。当前市场预期 2026 年的 3 次降息或上修至 4 次及以上，届时 2 年美债利率与美元指数将重回下轨。

■ **风险提示：**特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

图1：2025 年 7 月 FOMC 与 2025 年 6 月 FOMC 发布会声明对比

Although swings in net exports ~~have affected~~continue to affect the data, recent indicators suggest that growth of economic activity ~~has continued to expand at a solid pace~~moderated in the first half of the year. The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.↵

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook ~~has diminished but~~ remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.↵

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.↵

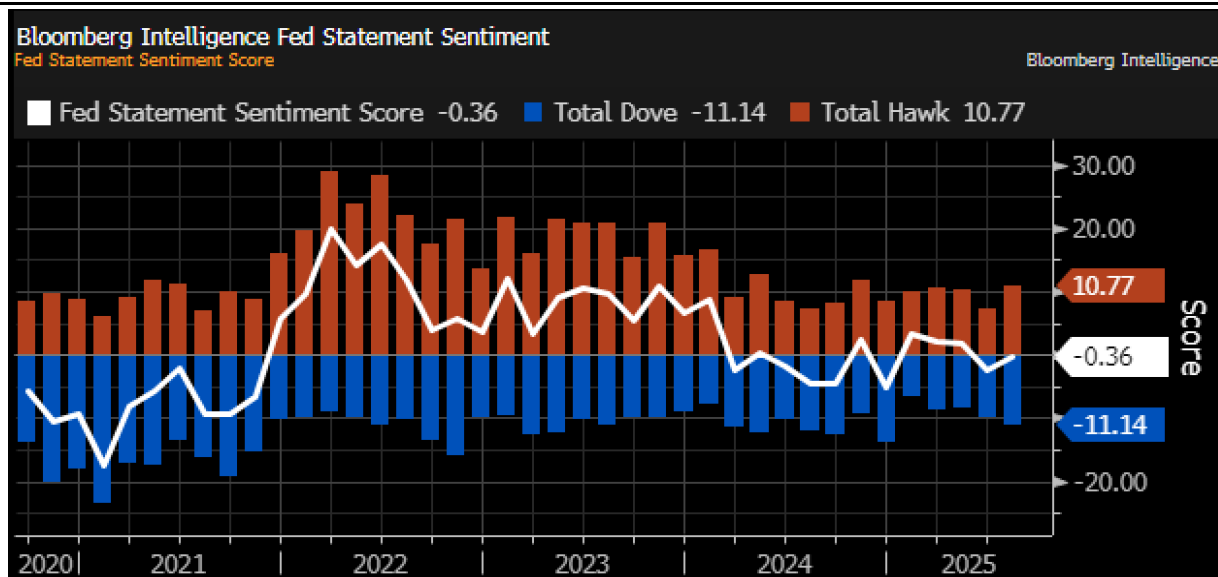
In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.↵

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; ~~Michelle W. Bowman~~; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; ~~Adriana D. Kugler~~; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action were Michelle W. Bowman and Christopher J. Waller.↵

, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting. Absent and not voting was Adriana D. Kugler.↵

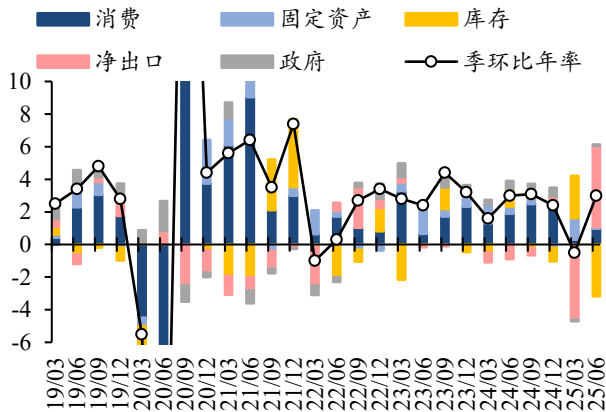
数据来源：美联储、东吴证券研究所

图2：FOMC 发布会开场词情绪指数



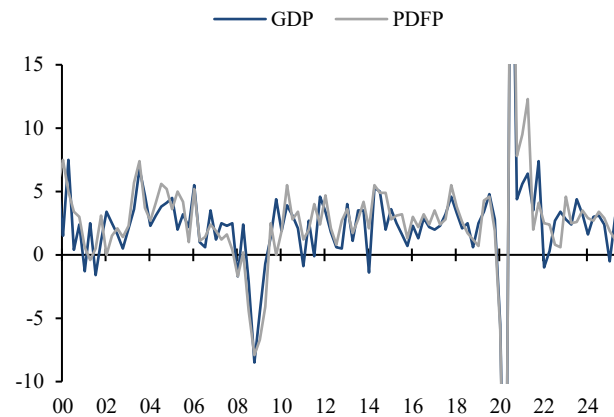
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：美国 GDP 主要分项环比年率增速



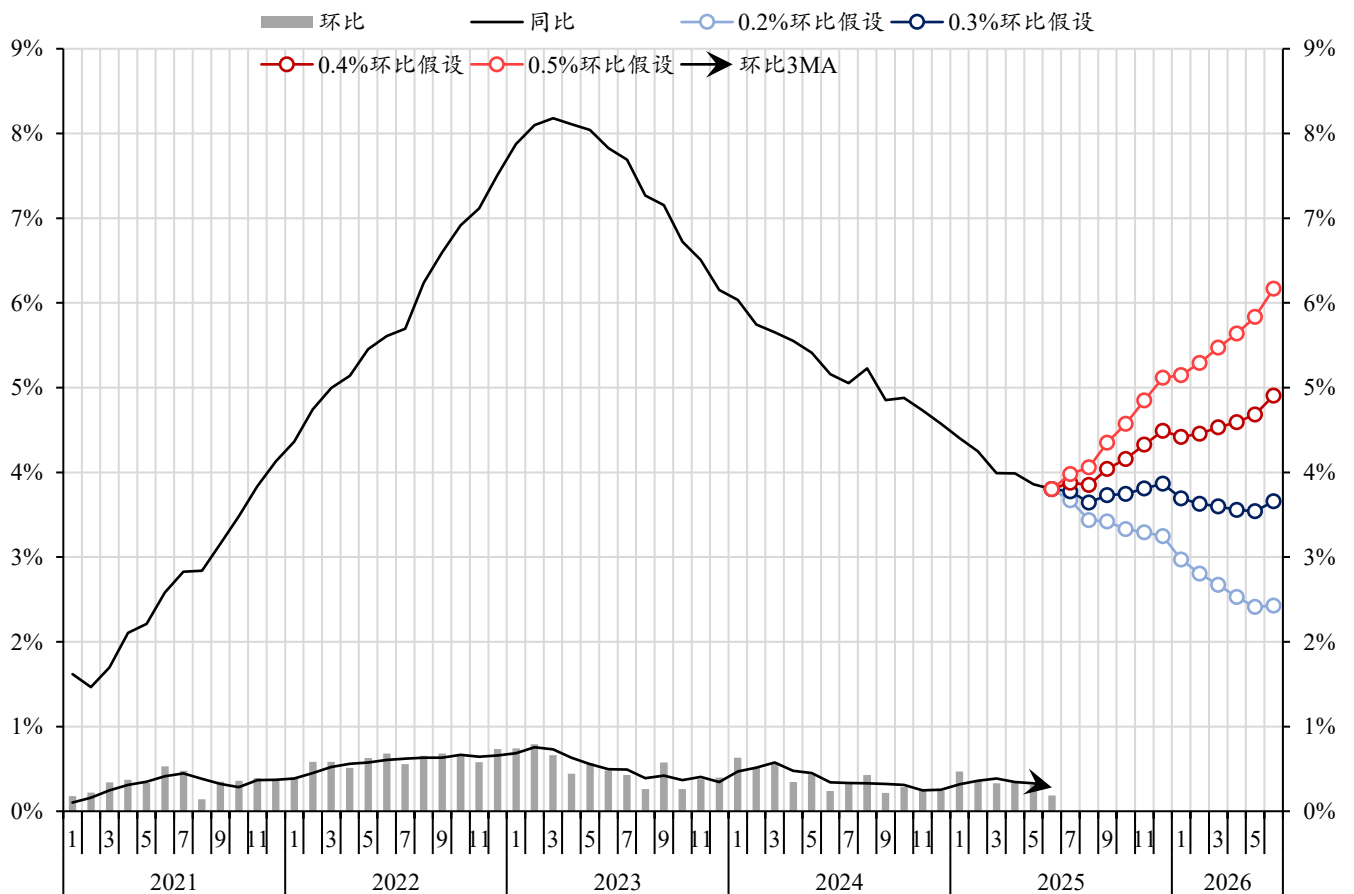
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位为%

图4：美国 GDP 与私人国内最终购买



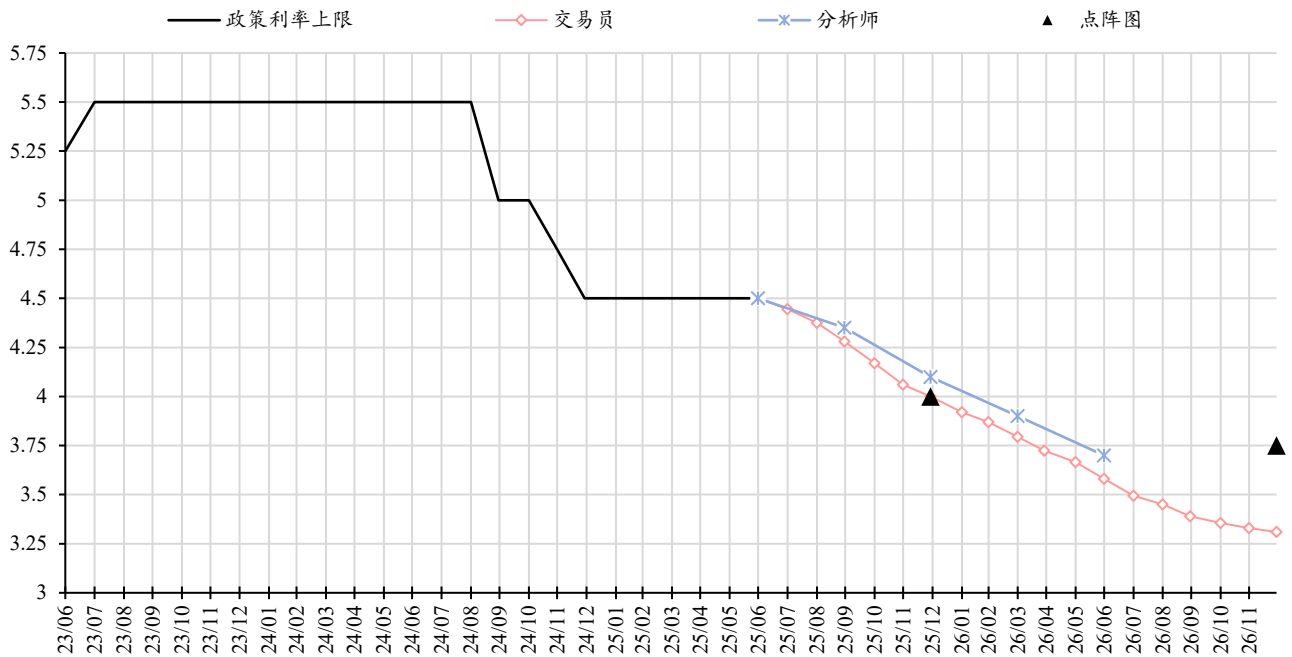
数据来源：彭博，东吴证券研究所；增速为季环比年率

图5：不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



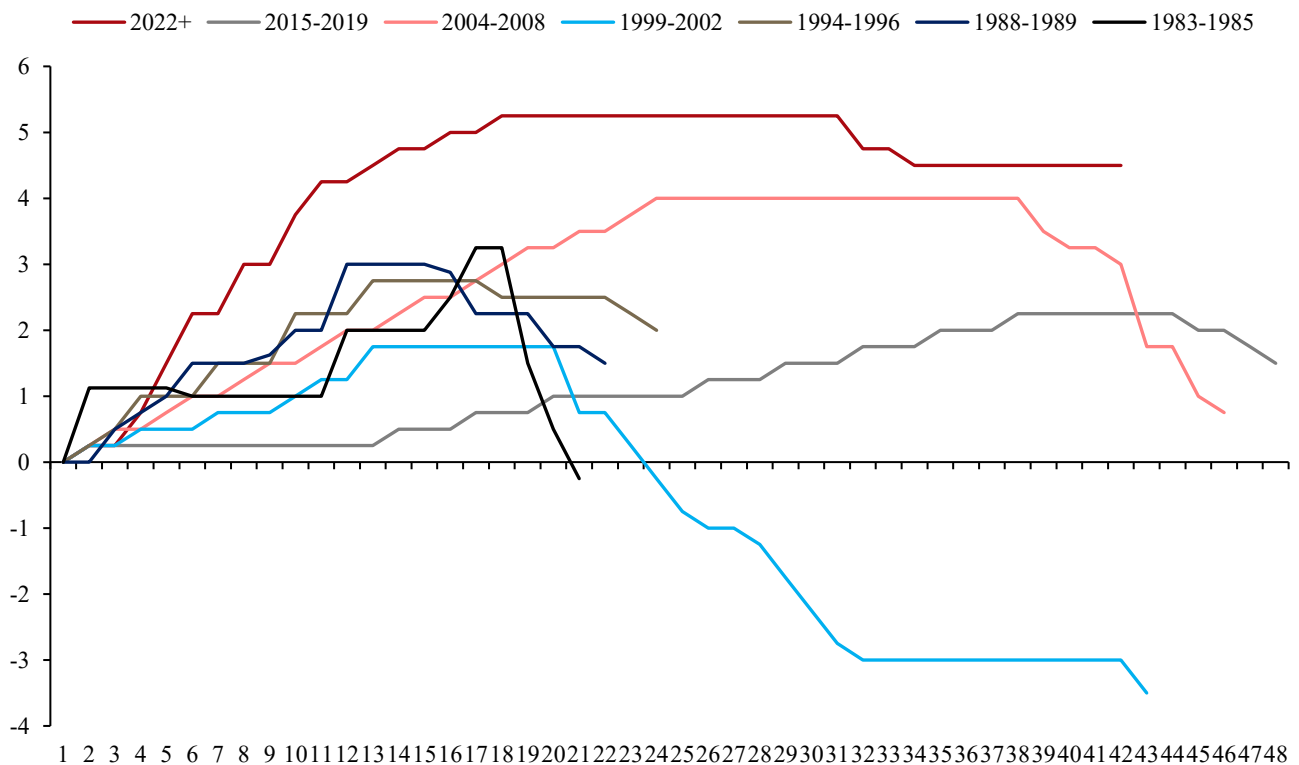
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图6：各方对美联储政策利率路径预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

图7：本轮美联储货币政策周期与历史对比



数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位为%，横轴单位为货币政策周期开始后月份数

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>