

2025 年 07 月 31 日

宏观研究团队

美联储内部分歧加大，降息或尚需时日

——7 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 7 月 31 日凌晨 2 点发布 7 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

● 声明及发布会要点

1. 美联储在此次会议上宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

2. 再次维持利率水平不变，认为经济不确定性仍高，出现 2 张反对票。在声明中，美联储的措辞同 6 月份相比略有变化，认为虽然净出口的波动影响了经济数据，但上半年美国经济活动增长有所放缓。就业与通胀方面，与 6 月表述基本相同。但美联储认为美国经济前景的不确定性依旧高涨。此外，本次会议中出现两票反对，鲍曼以及沃勒认为本次会议中应该降息 25bp，与其前期表态一致，但凸显出美联储内部的分歧进一步显性化。

3. 发布会上，鲍威尔表态中性略偏鹰，对通胀较为警惕。在发言稿以及问答中，鲍威尔整体表态中性略偏鹰，称当前利率水平具有适度限制性，对通胀较为警惕。其表示当前的利率水平具有适度限制性，让美联储可以及时应对潜在的经济变化及平衡风险，且适合防范通胀风险。美联储需要高效的防止通胀持续上行，因此不能行动过早，目前尚未对 9 月会议做出任何决定。但将通过工具确保关税导致的一次性价格上升不会演变成严重的通货膨胀。

● 美国经济数据尚可，降息时点仍受通胀制约

1. 美国 2 季度 GDP 数据尚可，美联储降息紧迫性并不高。美国 2 季度实际 GDP 环比初值录得 3.0%，前值为 -0.5%。同比增速则录得 2%，与 1 季度持平。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 2 季度 GDP 环比增长 0.98、-3.09、4.99、0.08 个百分点。从国内最终私人购买来看，2 季度环比增长 1.2%，较 1 季度下降 0.7 个百分点，整体维持了一定程度的韧性，美国经济确有走软，但短期尚无快速下行风险，美联储降息的紧迫性并不高。

2. 美联储降息时点或仍受通胀制约。虽然 7 月美国密歇根大学的通胀预期较 6 月下跌 0.7 个百分点至 4.4%，且长期通胀预期亦显示出相同的趋势，似乎在美国居民的通胀预期中，关税影响已经基本忽略。但在 6 月的 CPI 数据中，CPI 中值、截尾平均 CPI 这两项能代表通胀趋势的值均出现了不同程度的反弹，考虑到 7、8 月份暑期的出行与消费有一定的季节性上升因素，美联储或仍在观望通胀上升的斜率与持久性。此外，随着近期一些贸易协定的达成，美国整体的关税税率或将迎来更进一步上行。美联储很可能需要更多时间重新评估关税造成的通胀上升影响。基准情形下，我们仍维持 11 月首次降息，全年降息 1-2 次的判断。

● 短期内市场风险偏好面临一定程度的压制

决议及发布会后，市场风险偏好受到一定压制。美股方面，在声明及发布会后，美股下跌。最终道琼斯指数收跌 0.38%，纳斯达克指数收涨 0.15%；美债方面，10 年期美债收益率总体上行，目前上升至 4.35% 以上；美元方面，发布会后持续上行，已经逼近 100 关口；黄金则录得下跌，目前低于 3350 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较鹰派，市场风险偏好短期内面临一定抑制，后续或主要关注公司财报及关税政策。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息不超过 50bp。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《充分释放，有效释放——7 月政治局会议学习——宏观经济点评》-2025.7.30

《反内卷初见成效——兼评 6 月企业利润数据》-2025.7.28

《高质量开展城市更新——宏观周报》-2025.7.27

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 再次维持利率水平不变，认为经济不确定性仍高，出现 2 张反对票	3
1.2、 发布会上，鲍威尔表态中性略偏鹰，对通胀较为警惕	3
2、 美国经济数据尚可，降息时点仍受通胀制约	4
2.1、 美国 2 季度 GDP 数据尚可，美联储降息紧迫性并不高	4
2.1、 美联储降息时点或仍受通胀制约	6
3、 短期内市场风险偏好面临一定程度的压制	7
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 美国 2 季度经济增长主因净出口增长较多	5
图 2： 2 季度美国私人投资环比增速下降	5
图 3： 库存成为 2 季度美国经济增长的拖累	5
图 4： 2 季度美国私人投资环比增速下降	6
图 5： 美国私人消费者国内最终购买环比有所下降	6
图 6： 美国通胀趋势出现反弹	6
图 7： 美国居民通胀预期连续下降	6
图 8： 美股在发布会后下跌	7
图 9： 10 年期美债收益率总体上行	7
图 10： 美元指数总体上行	7
图 11： 黄金价格下跌	7
表 1： 美联储 7 月决议内容相较于 6 月略有变化	3

事件：美联储于北京时间 7 月 31 日凌晨 2 点发布 7 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

1、声明及发布会要点

1.1、再次维持利率水平不变，认为经济不确定性仍高，出现 2 张反对票

美联储在此次会议上宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将继续按照 3 月 FOMC 会议上的原定计划执行。

在声明中，美联储的措辞同 6 月份相比略有变化，认为虽然净出口的波动影响了经济数据，但上半年美国经济活动增长有所放缓，而 6 月则认为经济活动持续稳健扩张。**就业方面**，美联储认为劳动力市场依然稳健，失业率稳定在低位；**通胀方面**，承认通胀仍然略高，与 6 月表述基本相同。但**美联储认为美国经济前景的不确定性依旧高涨**，显示当前美联储依旧对特朗普的经济政策高度关注，且仍在进行政策评估。此外，本次会议中出现两票反对，鲍曼（Michelle W. Bowman）以及沃勒（Christopher J. Waller）认为本次会议中应该降息 25bp，与其前期表态一致，但凸显出美联储内部的分歧进一步显性化。

表1：美联储 7 月决议内容相较于 6 月略有变化

声明要点	6 月会议表述	7 月会议表述
美国经济	尽管净出口波动影响了数据，但近期指标显示，经济活动持续稳健扩张。	尽管净出口波动继续影响数据，但近期指标显示， 上半年经济活动增长有所放缓 。
就业与通胀	失业率维持在低位，劳动力市场状况保持稳健。通胀率仍然略高。	失业率保持在低位，劳动力市场状况依然稳健。通胀率仍然略高。
货币政策目标	委员会力求在长期内实现就业最大化，并将通胀率保持在 2% 左右。经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下。委员会密切关注其双重使命可能带来的风险。	委员会力求在长期内实现就业最大化，并将通胀率保持在 2% 左右。 经济前景的不确定性依然高涨 。委员会正密切关注其双重使命可能带来的风险。
货币政策行动	为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5%。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。	为支持其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5%。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测未来信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势发展。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、发布会上，鲍威尔表态中性略偏鹰，对通胀较为警惕

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态中性略偏鹰，称当前利率水平具有适度限制性，对通胀较为警惕。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示当前的利率水平具有适度限制性，让美联储可以及时应对（well positioned to respond in a timely way）潜在的经济变化及平衡风险，且适合防范通胀风险（appropriate to guard against inflation risks），在后

续几个月，将会收到更多关于平衡各类风险的经济数据。美联储需要高效（We want to do that efficiently）的防止通胀持续上行，因此不能行动过早，目前尚未对9月会议做出任何决定。此外，鲍威尔表示目前来看出口商支付的关税部分较小，零售商似乎正在支付大部分关税，但公司正打算将关税完全转嫁给消费者，可能还需要较长的时间才能知道关税对通胀和经济的冲击，但**美联储将通过工具确保关税导致的一次性价格上升不会演变成严重的通货膨胀**。

（2）关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称劳动力市场仍然稳固（conditions have remained solid），整体均衡且持续处于充分就业状态中，**但也看到了下行风险，需要关注失业率**。通胀数据较年初变化不大，但服务通胀持续放缓，关税导致某些种类的商品价格上升，通胀预期也有所上升。**高关税对某些商品价格上升的影响开始清晰，但对经济和通胀的总体影响仍有待显现**。虽然基准情形仍是关税对通胀影响可能是一次性冲击，但也有可能会持续，这个风险需要仔细评估和管控。

（3）关于美国经济，鲍威尔表示虽然面临高度不确定性，但美国经济仍然稳健（in a solid position），虽然由于净出口的波动导致2季度GDP增长较高，但总体经济仍在放缓。近期通过的减税法案对经济的刺激作用或并不强。

（4）鲍威尔还表示，本次会议继续讨论了货币政策框架的修订，并且有望在夏末完成。此外，其表示美联储不会考虑联邦政府的财政需求，虽然美国国债利率维持高位导致政府债务成本较高。

2、美国经济数据尚可，降息时点仍受通胀制约

2.1、美国2季度GDP数据尚可，美联储降息紧迫性并不高

在FOMC发布会前，美国2025年2季度GDP数据发布。其中2季度实际GDP环比¹初值录得3.0%，市场预期为2.6%，前值为-0.5%。同比增速则录得2%，与1季度持平。分部门来看，**个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出**分别拉动2季度GDP环比增长**0.98、-3.09、4.99、0.08**个百分点。具体来看：

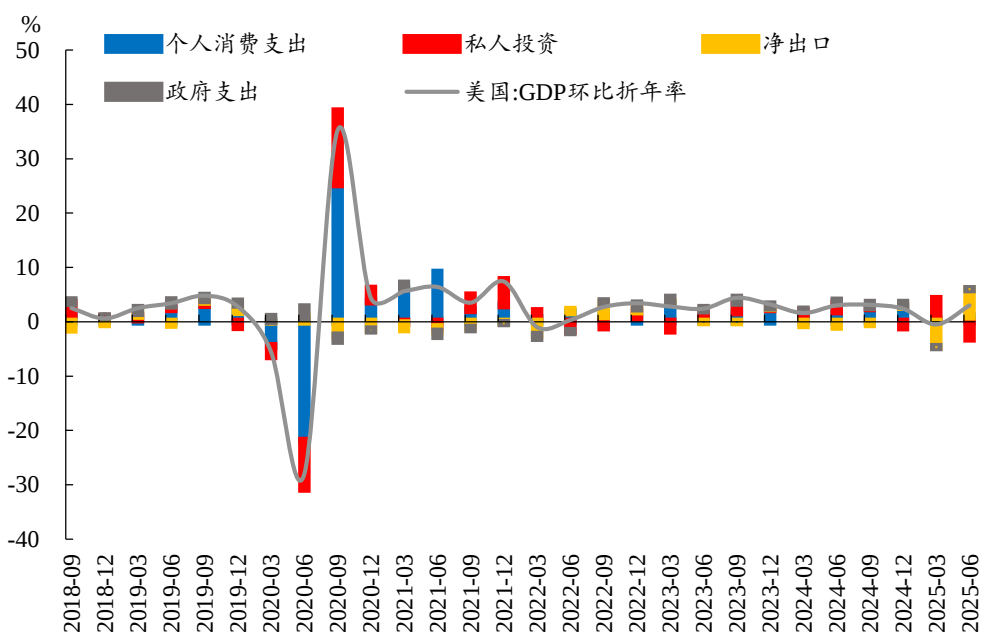
消费环比略有走强，总体表现出一定韧性。2季度美国个人消费支出环比增加1.4%，较1季度回升0.9个百分点，对GDP环比增长拉动提升了0.67个百分点、其中商品消费、服务消费分别环比上升2.2%、1.1%，均较1季度有不同幅度的上升，耐用品消费环比增速较1季度由负转正至3.7%。总的看，美国消费相对有韧性。

私人投资环比增速大幅下行，主因库存环比减少，成为经济增长的主要拖累。2季度美国私人投资环比下降15.6%，较1季度大幅下降39.4个百分点，拖累GDP环比增速3.09个百分点，是2季度美国经济增长的最大拖累项，与1季度截然相反。其中固定资产投资、私人存货分别拉动GDP增长0.08、-3.17个百分点，或与关税政策相对稳定后，前期加速补库告一段落有关。

净出口是2季度经济增长的最大推动项，主因商品进口环比大幅下降有关，背后反映的是关税政策的落地，抢进口告一段落。政府支出贡献相对较小。由于关税政策的扰动，美国企业在1季度大量进口商品，使得净出口成为1季度美国GDP增长的最大拖累。随着关税政策相对趋于稳定，以及前期抢进口的告一段落，2季度美国企业商品进口环比下降35.3%，使得美国整体净出口对经济增长形成有力支撑。而美国政府支出在2季度对经济的影响则相对较小，或与特朗普政府前期推行的政府减支有一定关联。

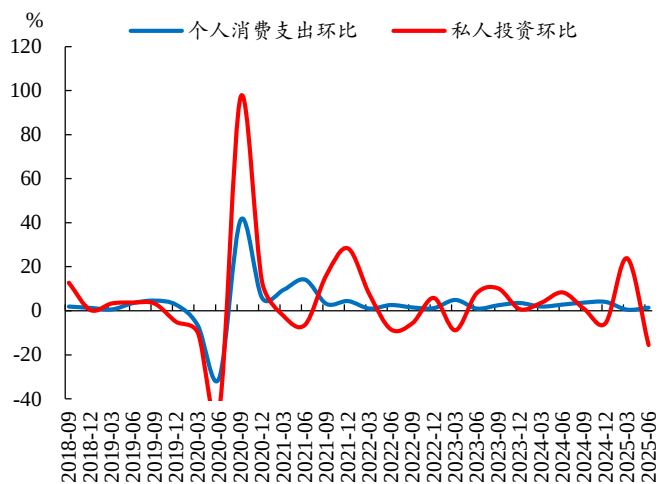
¹ 此处为环比折年率，本小节未经标注均为环比折年率。

图1：美国 2 季度经济增长主因净出口增长较多



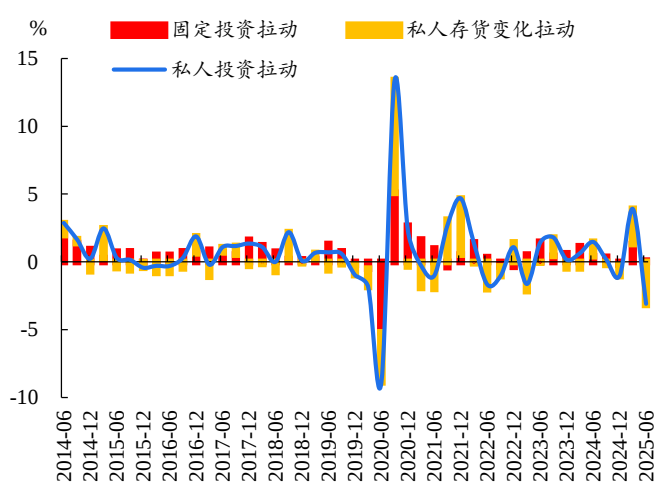
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2 季度美国私人投资环比增速下降



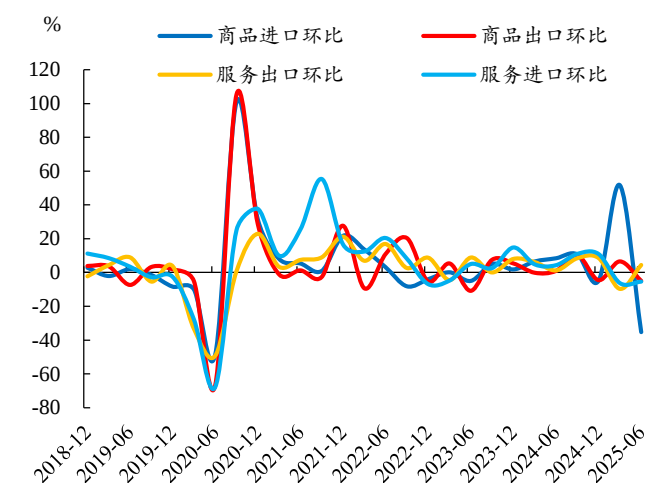
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：库存成为 2 季度美国经济增长的拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

从美联储关心的国内最终私人购买(PDFP)这一指标来看,2 季度环比增长 1.2%,较 1 季度下降 0.7 个百分点,虽然有所下降,但整体维持了一定程度的韧性,美国经济确有走软,但短期尚无快速下行风险。不过,二季度 PCE 物价指数环比录得 2.5%,超市市场预期,显示关税对整体的物价压力体现的较为明确。但总的来看,美国 2 季度的经济增长数据指向美国经济软着陆的可能性并不小,美联储降息的紧迫性其实并不强。

图4：2 季度美国商品进口环比增速下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

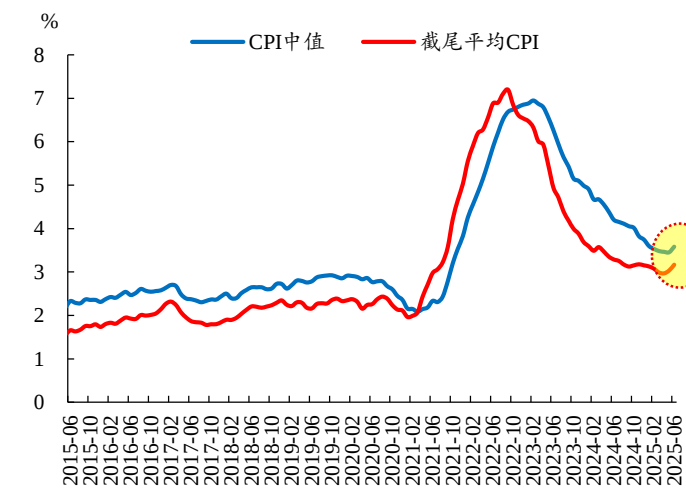
图5：美国私人消费者国内最终购买环比有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

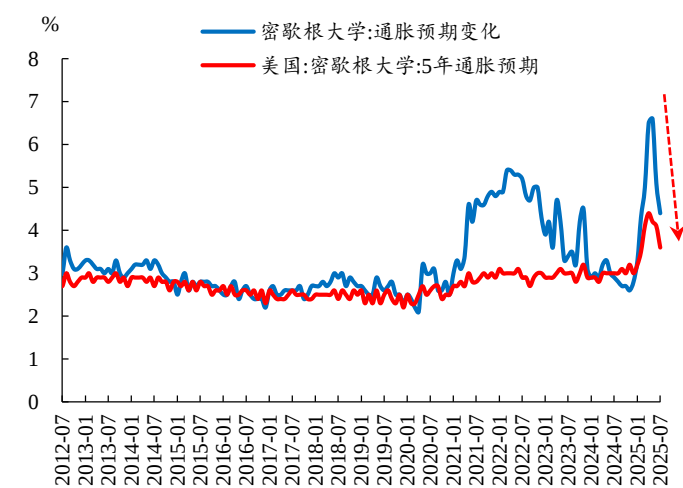
2.1、美联储降息时点或仍受通胀制约

虽然美国二季度 GDP 数据尚可，但如前所述，进出口在其中发挥了较为明显的作用。我们认为后续对美联储降息时点影响最大的可能还是通胀水平。虽然 7 月美国密歇根大学的通胀预期较 6 月下跌 0.7 个百分点至 4.4%，回归至 2025 年 2 月水平，且长期通胀预期亦显示出相同的趋势，似乎在美国居民的通胀预期中，关税影响已经基本忽略。但在 6 月的 CPI 数据中，CPI 中值、截尾平均 CPI 这两项能代表通胀趋势的值均出现了不同程度的反弹，考虑到 7、8 月份暑期的出行与消费有一定的季节性上升因素，美联储或仍在观望通胀上升的斜率与持久性。

此外，还有一点值得注意，虽然特朗普近期与主要贸易伙伴（欧盟、日本、越南、英国等）达成了贸易协定，但除去英国外，美国规定的关税协定基本都在 15%-20% 之间，税率水平较关税暂缓期间的 10% 有较大幅度的上行，且 232 关税规定钢铝铜等产品税率为 50%，因此美国整体的关税税率或将迎来更进一步上行。在此背景下，美联储很可能需要更多时间重新评估关税造成的通胀上升影响。基准情形下，我们仍维持 11 月首次降息，全年降息 1-2 次的判断。

图6：美国通胀趋势出现反弹


数据来源：Cleveland Fed、开源证券研究所

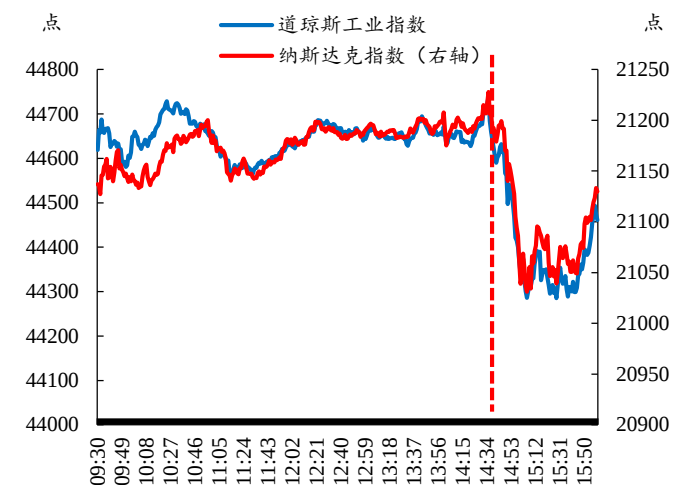
图7：美国居民通胀预期连续下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、短期内市场风险偏好面临一定程度的压制

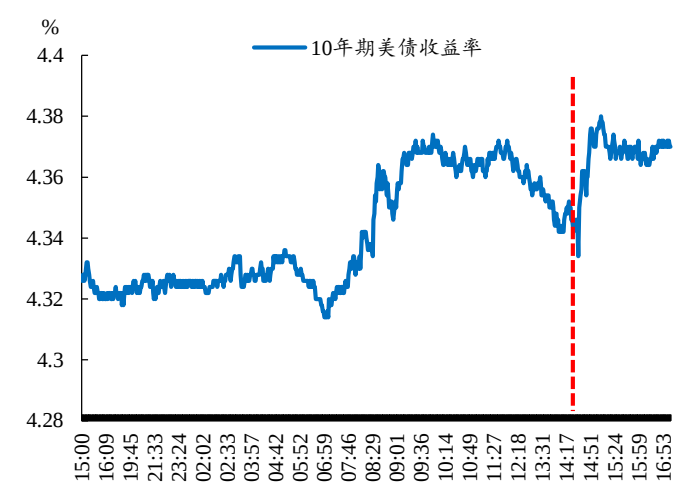
决议及发布会后，市场风险偏好受到一定压制。美股方面，在声明及发布会后，美股下跌。最终道琼斯指数收跌 0.38%，纳斯达克指数收涨 0.15%；美债方面，10 年期美债收益率总体上行，目前上升至 4.35% 以上；美元方面，发布会后持续上行，已经逼近 100 关口；黄金则录得下跌，目前低于 3350 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较鹰派，市场风险偏好短期内面临一定抑制，后续或主要关注公司财报及关税政策。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息不超过 50bp。

图8：美股在发布会后下跌



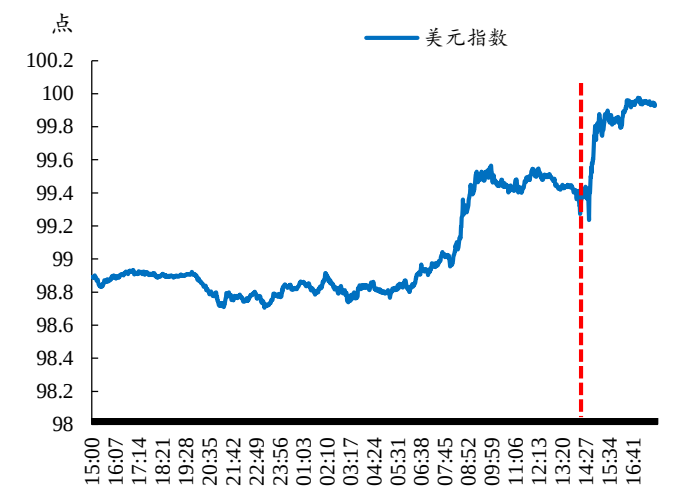
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：10 年期美债收益率总体上行



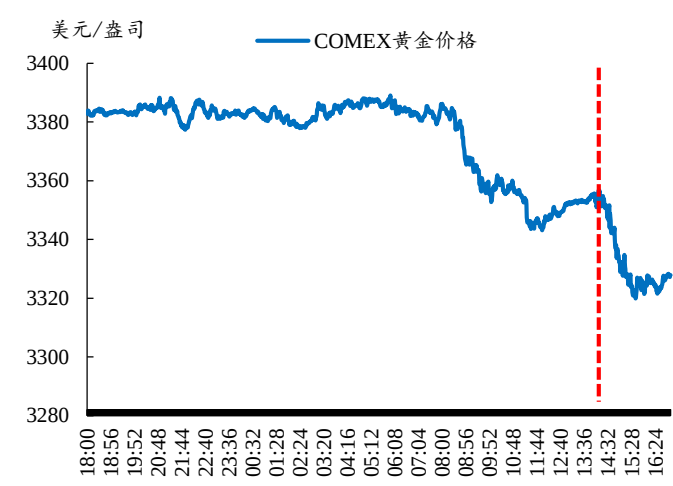
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：美元指数总体上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年17月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn