

按兵不动下的鹰派分化，9 月加息风险显著抬升

——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：北京时间 7 月 30 日凌晨 2:00，美联储宣布将基准利率维持在 3.50%-3.75% 不变，符合市场预期。这一决定是美联储连续第五次“按兵不动”。以 9 票对 3 票的投票结果通过了该决议，三位地区联储主席投下反对票，达拉斯联储行长洛根、克利夫兰联储行长哈马克和明尼阿波利斯联储行长卡什卡里投下反对票，主张加息 25 个基点。这是自 2016 年以来，美联储首次在同一次政策决议中出现三张立场一致的反对票，反映出美联储内部支持收紧政策的声音正在增强。会议纪要显示，尽管存在因中东冲突等因素引发的高度不确定性，经济活动仍保持稳健增长。相对于委员会 2% 的目标，通胀率依然处于高位，这在一定程度上反映了导致能源等特定领域价格上涨的供给冲击。

在公布决议后的记者会上，主席凯文·沃什表示，虽然美联储不会就利率政策走向提供暗示，但将采取必要措施以实现 2% 的通胀目标。强调致力于遏制价格上涨，不存在“软性通胀目标”，美联储政策立场不会动摇。沃什指出，美联储当前处于审慎研判阶段，而非单纯“观望等待阶段”。对于本次维持利率不变的决定，沃什拒绝将其定义为“暂停”。

核心观点：

美联储 7 月议息会议以 9:3 的投票结果维持联邦基金目标利率在 3.50%-3.75% 不变。尽管本次未加息，但三名票委支持加息 25 个基点，叠加沃什对 2% 通胀目标、通胀扩散风险及金融条件收紧的强调，均表明美联储政策立场已进一步向鹰派倾斜。

展望年内，美伊关系大概率仍将延续“边打边谈”的博弈状态。冲突各方均有避免局势失控的约束，但谈判难以在短期内消除战略分歧，局部军事摩擦、制裁升级及航运风险仍可能反复出现。国际油价将继续跟随地缘局势波动，虽然极端上行风险受到供给调节和需求约束，但油价大幅下行并回到战前水平的概率偏低，更可能呈现高位震荡格局。由此，能源价格长期处于高位将经由运输、生产、服务和通胀预期等渠道逐步向核心通胀传导，未来数月美国面临的通胀上行压力仍然较大。

在此背景下，美联储内部支持加息的鹰派力量有望继续增强，美联储 9 月加息 25 个基点的概率较高。若油价持续高位、核心通胀回升、就业保持韧性且通胀预期抬头，则不排除年内进一步加息。与此同时，增长放缓、金融条件自发收紧和资产价格调整仍将制约连续加息空间。

东方金诚解读如下：

一、本次会议利率维持不变并未削弱鹰派信号。一方面，3名票委支持加息显示美联储内部对通胀风险的容忍度正在下降。另一方面，沃什将金融条件纳入政策考量，但其对供给冲击和通胀扩散的重视，仍为后续加息保留了充分空间。

本次会议以 9:3 的结果决定维持政策利率在 3.50%-3.75% 区间，符合市场对于“暂不加息”的主流预期。决议声明基本沿用前次会议表述，仍认为美国经济保持稳健扩张，就业市场大致均衡，通胀仍高于 2% 的政策目标。表面上看，本次会议缺乏大幅调整；但从投票结构、主席表态和市场定价变化看，实际上较 6 月会议具有更强的鹰派特征。

哈马克、卡什卡利和洛根三位票委主张立即加息 25 个基点，这是近年来罕见的多名票委同时就政策利率投出同向反对票，虽并不意味着美联储已经形成加息多数，但反映出美联储内部对通胀前景的判断已明显分化，“继续等待通胀自然回落”的共识正在瓦解。这背后的主要原因是，7 月以来随着美伊停火协议破裂，双方冲突的持续性再度推升国际油价在高位运行，这令美联储官员开始担忧能源冲击将不再局限于总体通胀，而可能经由成本和预期渠道向核心通胀传导。若继续等待更明确的数据确认，反而可能错过相对低成本的预防式收紧窗口，导致通胀失控。这一转变也意味着，若未来 7-8 月通胀数据不及预期、能源价格维持高位，更多原本居中的委员可能转向支持预防式加息。

沃什在记者会上的表态延续鹰派基调。他强调，美联储只有一个 2% 的通胀目标，不存在所谓“软通胀目标”；对于通胀冲击，美联储不会轻易“看穿”，在必要且条件合适时将毫不迟疑地采取行动。同时，沃什仍避免给出明确的前瞻指引，强调不应依据单一数据作出决策，而应观察更广泛的通胀趋势和金融市场反馈。

沃什表态中最受市场关注的部分是其对金融条件的判断。他指出，自 6 月会议以来，名义和实际美债收益率均已明显上升，市场利率的上行以及其他资产价格调整，已令金融条件有所收紧。由此看，当前部分紧缩功能已由市场自行完成，美联储没有必要为了“显示强硬”而立刻调整政策利率。

我们认为，这一判断有其合理性，但金融条件的自发收紧并不能完全替代政策利率调整。若市场担忧美联储行动偏慢、长期通胀和财政风险上升，因而要求更高的期限溢价，那么长端利率上行并不代表政策信誉增强，反而可能意味着通胀预期和资产定价的不稳定性上升。实际上，本次会议后，长端美债收益率上行、收益率曲线陡峭化、风险资产承压，反映市场并未完全相信“市场替美联储完成紧缩”足以稳定通胀。

因此，沃什对于金融条件自发收紧的言论并未降低后续加息概率。相反，他强调 2% 目标、淡化对供给冲击的容忍度，意味着一旦核心通胀、工资或通胀预期出现恶化，美联储有更强的理由在 9

月或年内后续会议采取行动。因此，我们认为 7 月会议美联储并未排除加息，而是在为下一步政策行动积累条件。维持利率不变更多是等待证据，而不是对通胀风险作出判断性让步。

展望后续，美伊“边打边谈”将使油价维持高位震荡，能源冲击向核心通胀传导将是决定美联储货币政策走势最关键的变量。

判断年内美联储政策的核心，不在而在于美伊冲突的演进是否使能源价格中枢长期抬升，并最终推动广义通胀重新走高。

我们预计，美伊关系在未来一段时间仍将处于“边打边谈”的状态。一方面，双方均有控制冲突烈度、防止全面战争和能源供应大规模中断的现实约束；另一方面，双方在安全、制裁、地区影响力等问题上的结构性矛盾难以迅速消除，军事威慑、有限打击、谈判施压和阶段性缓和可能交替出现。这种博弈格局决定了冲突未必不断升级，但地缘风险也难以快速消退。

对于国际原油市场而言，即使局部冲突缓和，航运风险、保险成本、制裁不确定性、供应链扰动及风险溢价仍将支撑油价；而一旦出现谈判破裂、军事行动扩大或关键运输通道受扰，油价又可能上冲。这意味着原油价格回到冲突前 70 美元/桶左右低位区间的概率很低，更可能围绕较当前 100 美元/桶左右的水平高位震荡。

因此，短期内油价高位震荡将继续对美国通胀形成明显压力：一是对汽油、能源商品和运输成本的直接影响，主要体现于总体 CPI 和 PCE；二是通过企业成本的再分配和转嫁，抬升运输、物流、化工、制造、餐饮和服务价格；三是可能推升通胀预期——居民因日常能源支出上升而调高生活成本预期，企业则在未来定价中预留更高的成本空间。这样以来，能源冲击可能会演变为美联储不得不应对的持续性通胀压力。而在美国当仍具韧性的经济基本面背景下，这一传导风险更值得警惕。一方面，当前美国就业市场尚未出现明显失速，企业仍具备一定成本转嫁能力；另一方面，通胀本就高于 2% 目标，市场和公众对高通胀的敏感性较强。这意味着在通胀已偏高的环境中，同样幅度的油价冲击更容易改变预期和定价行为。因此，若高油价持续，未来几个月美国通胀上行压力将明显增大。

我们判断，在油价高位震荡、核心通胀面临上行传导风险、美联储内部鹰派力量增强的背景下，美联储 9 月通过加息实施“预防式收紧”的概率显著提高。

首先，7 月会议已经为 9 月加息提供了基础。本次会议已有三名票委明确要求立即加息，意味着加息阵营已有清晰的政策主张和沟通基础。若后续两个月油价居高不下、通胀数据偏强，将会导致更多的中间派委员转向鹰派支持加息。相较于在通胀已经显著恶化后被动行动，9 月实施一次预防式加息更符合当前的政策逻辑。

其次，沃什的表态为加息留下了充分的政策空间。他虽然认可金融条件收紧的作用，但并未承诺

政策利率将长期不变，而是重申了严格锚定 2%通胀目标的必要性。其对前瞻指引保持克制，也使美联储可以根据数据变化灵活转向。8 月杰克逊霍尔会议将成为重要的政策沟通窗口，沃什可能不会直接承诺 9 月行动，但可能通过强化对高油价、通胀扩散和通胀预期的关注，为后续加息做好市场铺垫。

最后，市场本身也在重新定价政策风险。7 月会议后，市场对短端加息预期虽有所调整，但长端美债收益率和通胀预期上行，说明投资者并未将“按兵不动”解读为货币政策转鸽。若后续数据强化通胀上行预期，市场对 9 月加息的定价将进一步升温。对美联储而言，在市场已有充分预期的情况下实施一次加息，无论是政策沟通成本，还是对金融市场的冲击，都将相对可控。

若冲突明显升级或通胀扩散超预期，不排除年内加息两次的可能性。不过，我们也认为，9 月加息风险上升并不意味着将重启连续加息周期。当前美国经济仍面临储蓄率偏低、消费可持续性下降、AI 投资周期可能边际走弱等约束；长端利率抬升也已对利率敏感部门形成压制，美联储仍会谨慎评估紧缩的累积效应。后续是否进一步加息，仍需取决于高油价向核心通胀传导的强度，以及美国经济增长和就业的韧性。

需要注意的是，沃什弱化前瞻性指引的背景下，美联储政策能见度明显下降，金融市场将持续面临高波动环境。

沃什在本次发布会上再度明确，美联储将彻底转向数据依赖的决策模式，不再向市场提前传递加息或降息的时间节点暗示；而本次会议显示美联储内部政策取向的博弈，则进一步模糊了市场的预判基准。这将导致未来市场资产价格不再锚定美联储的前瞻指引，而是随高频经济数据持续波动：短端利率将围绕 9 月政策预期反复定价，长端美债收益率则更容易受到通胀预期、期限溢价和财政供给压力影响。若美联储迟迟未行动而通胀压力继续上升，长端收益率可能进一步走高；若联储实施预防式加息，则短端利率上行和风险资产估值调整的压力将增加。美元在避险需求和加息预期支撑下仍可能保持偏强，非美货币、全球权益市场和新兴市场跨境资金流动将面临阶段性扰动。总体来看，美债收益率曲线形态反复、权益市场板块轮动提速、汇市与大宗商品波动放大将成为常态，下半年全球资产定价将持续面临高波动环境。

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。