

内部分歧加大，加息仍待观察——美联储 7 月会议点评

宏观点评

日期： 2026.08.04

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

事件描述

北京时间 7 月 30 日凌晨，美联储公布 7 月 FOMC 会议决议，维持联邦基金目标利率区间在 3.50%—3.75% 不变，并继续维持充足准备金。

事件点评

政策声明对经济、就业和通胀的判断较 6 月几乎没有变化，但投票结构释放出明显鹰派信号：决议以 9 票赞成、3 票反对通过，哈马克、卡什卡利和洛根均主张加息 25 个基点。三人 6 月仍支持按兵不动，一个月后却共同转向加息，表明委员会内部对通胀风险和当前政策约束程度的担忧明显上升。总体而言，本次会议呈现“行动克制、分歧偏鹰”的特征。

沃什在新闻发布会上重申，美联储只有一个明确的 2% 通胀目标，不会在价格稳定问题上动摇，但同时淡化前瞻指引，强调政策应观察数据趋势，而非对单月数据作出反应。值得注意的是，沃什多次提到 6 月以来名义和实际市场利率已经明显上升，并将金融条件自行收紧视为本次暂不加息的重要背景。这意味着，美联储当前有意借助市场价格调整抑制总需求，以降低立即上调政策利率的必要性。不过，若长端利率上升主要来自通胀风险和政策信誉溢价，而非增长与生产率改善，则这种“市场替美联储收紧”的方式不仅代价较高，也可能进一步加剧投资者对美联储反应滞后的担忧。

经济数据尚不足以支持立即加息。6 月 CPI 和核心 CPI 明显改善，核心 PCE 同比仍为 3.3%，高于政策目标，但沃什较为偏好的截尾平均 PCE 同比仅为 2.2%，已接近 2%。与此同时，美国二季度私人国内最终销售和设备投资保持强劲，AI 资本开支继续支撑需求；但 6 月非农就业仅增加 5.7 万，前两个月数据也被大幅下修，劳动力市场正在边际降温。美联储面对的仍是需求韧性、通胀偏高与就业放缓并存的复杂局面。

尽管利率期货显示年内加息概率已接近九成，我们认为这一预期可能偏高。若核心通胀延续回落，且就业进一步降温，美联储实际加息的必要性将明显下降。未来应重点观察核心 PCE 和服务通胀、非农与工资、能源价格以及长端利率上升的来源。资产方面，长久期美债和高估值股票仍面临较大波动，但 AI 资本开支相关板块具有盈利支撑；美元和黄金可能呈现双向波动。对中国而言，美联储鹰派倾向会增加人民币汇率和跨境资金流动的短期压力，但不会改变国内适度宽松、加大逆周期调节的政策方向。

风险提示：

1. 中东局势再度升级并推动能源价格快速上行。
2. 美联储沟通与战略框架调整引发金融市场大幅波动。

美联储按兵不动但信号偏鹰

北京时间 7 月 30 日凌晨，美联储公布 7 月 FOMC 会议决议，维持联邦基金目标利率区间在 3.50%—3.75% 不变，并继续维持充足准备金。与 6 月相比，政策声明对经济、就业和通胀的判断几乎没有变化，本次会议也没有更新经济预测摘要。真正的新信息来自投票结构：决议以 9 票赞成、3 票反对通过，哈马克、卡什卡利和洛根均主张加息 25 个基点。**政策行动本身克制，但委员会内部的风险判断明显向鹰派方向分化。**

三位异议者在会后声明中给出了高度一致的理由。哈马克认为通胀过高的时间已经太久，需求压力正在扩散，当前政策立场不足以形成适当约束；卡什卡利担心连续供给冲击叠加 AI 投资需求会固化通胀，更倾向于尽早、渐进地小幅加息；洛根则强调劳动力市场仍稳健，当前采取温和行动有助于降低未来被迫大幅加息的风险。6 月会议三人均支持维持利率不变，一个月后却共同投下反对票，反映出委员会鹰派趋势加强，这与市场不断上升的加息预期相符。

市场反应进一步揭示了本次会议的核心矛盾。若投资者只是在上调近期加息路径，短端和长端收益率通常会同向上行；但 FRED 日度数据显示，7 月 29 日 2 年期美债收益率较前一日下降 4 个基点，10 年期上升 6 个基点，30 年期上升 11 个基点，2 年—10 年期限利差扩大 10 个基点。同期美股主要指数回落。我们倾向于将这种“扭曲式陡峭化”理解为期限溢价和政策信誉风险上升，而非单纯的近期加息预期；当然，财政供给、增长与生产率预期也可能共同推高长端利率。

沃什的强硬表态与克制行动并存

沃什在新闻发布会上给出了明确的目标承诺，却刻意回避具体路径。他强调美联储只有一个 2% 的通胀目标，不存在“软目标”，并表示委员会不会在价格稳定问题上动摇；同时，他认为声明应当描述事实而非预测未来，单月数据的权重有限，政策需要观察趋势。由此形成的反应函数是：劳动力市场接近平衡时，底层通胀若上升，美联储更倾向于收紧；底层通胀若下降，则可以放松。方向清晰，但时点和幅度仍然模糊。

更值得关注的是，沃什多次提到 6 月会议以来名义和实际市场利率已在各期限明显上升，并把金融条件自行收紧视为本次按兵不动的重要背景。他欢迎市场进行价格发现，主张美联储应关注市场传递的信息，而不是预设市场应当如何交易。从总需求角度看，更高的长端利率确实会压低住房、资本开支和资产估值，可以部分替代政策利率上调；但利率上升的原因同样重要。若长端上行来自增长和生产率改善，政策传导较为健康；若来自通胀风险和政策信誉溢价，则金融条件收紧的代价更高，也更难成为可持续的政策工具。

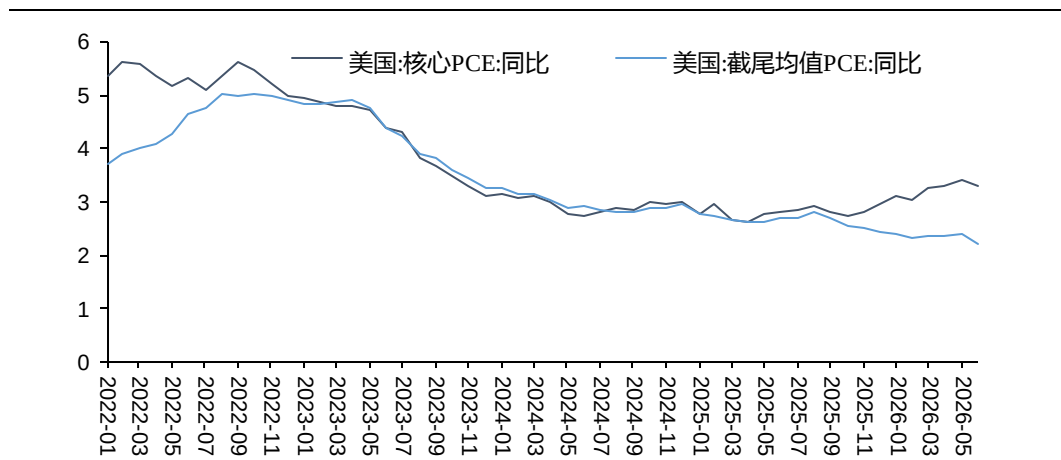
7 月收益率曲线的表现恰好暴露了这一内在矛盾：短端下降表明市场下调了近期美联储加息的预期，长端上升则意味着投资者要求更高的期限补偿。因此，“市场已经替美联储收紧”既能解释 7 月为何不加息，也可能反过来强化市场对其反应滞后的担忧。美联储同时设立沟通、资产负债表、数据、生产率与就业、通胀框架五个工作组，并对未来战略调整保持开放。在弱化前瞻指引的过渡期，委员会分歧、框架审视和主席个人表述叠加，FOMC 会议前后的波动率可能维持高位。

经济数据喜忧参半，不必然支持加息

通胀数据降低了 7 月立即加息的必要性，但仍高于政策目标。6 月 CPI 环比下降 0.4%、同比上涨 3.5%，其中能源价格环比下降 5.7%；核心 CPI 环比持平、同比上涨 2.6%。6 月 PCE 价格指数环比下降 0.1%、同比上涨 3.7%，核心 PCE 环比上涨 0.1%、同比上涨 3.3%。总量通胀回落较多受到能源价格推动，但核心指标也出现改善；另一方面，PCE 和核心 PCE 同比增速仍明显高于 2% 目标，且供给冲击向服务价格和通胀预期扩散的风险尚未消失。

不过值得注意的是。美联储主席凯文·沃什较为偏好的通胀指标，即截尾平均 PCE，同比涨幅在 6 月只有 2.2%，距离 2% 的政策目标已经不远。如果沃什决意推动这一框架体系，则美联储加息的必要性并不强。

图表 1：截尾平均 PCE 下降较快



资料来源：Wind，五矿证券研究所

增长和就业则呈现“内需韧性、招聘放缓”的组合。美国二季度实际 GDP 年化增长 1.5%，低于一季度的 2.1%，但剔除政府、库存和净出口扰动后，私人国内最终销售年化增长 3.9%，设备投资增长 15.2%，表现较为强劲。沃什还提到，高科技设备和软件投资的四季度增速接近 20%，AI 资本开支正在支撑需求，而生产率红利何时充分释放仍不确定。与此同时，6 月非农就业仅增加 5.7 万，失业率为 4.2%，前两个月新增就业合计下修 7.4 万。这意味着经济尚未进入衰退，但劳动力市场边际降温，美联储面对的仍是通胀与就业双向风险。

加息预期较高，但实际路径仍需观察

6 月点阵图显示 2026 年底联邦基金利率中位数为 3.8%，大体对应年内加息一次；截至 8 月 2 日，利率期货反映的 9 月加息 25 个基点概率约为 67%。不过，机构预测分歧显著：部分机构将首次加息判断提前至 9 月或 12 月，另一些仍预计年内不变，甚至保留四季度降息判断。如此大的预测离散度并非信息缺失，而是沃什主动减少路径指引之后的制度性结果。市场需要同时判断数据、委员会票型和金融条件，单一口径已难以锚定利率曲线。

目前利率期货市场定价年内加息概率接近 9 成，但我们认为这一概率定价过高。首先，6 月通胀超预期下降，如果这一趋势能够持续，则美联储加息的必要性不强。其次，凯文·沃什偏好的截尾平均通胀指标并不算高，我们认为沃什的立场并不很偏鹰派。

图表 2：市场定价年内加息概率接近 9 成

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	33.0%	67.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.0%	22.8%	56.5%	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	12.1%	40.7%	37.5%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	9.1%	33.5%	38.3%	16.7%	2.5%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	6.2%	25.9%	36.8%	23.4%	6.9%	0.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	5.4%	23.4%	35.4%	25.1%	9.0%	1.6%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	5.2%	22.6%	34.9%	25.6%	9.7%	1.9%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.1%	5.6%	22.9%	34.7%	25.2%	9.5%	1.8%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.6%	7.2%	24.0%	33.8%	23.8%	8.8%	1.7%	0.1%
2027/10/27	0.1%	1.1%	8.3%	24.6%	33.1%	22.8%	8.3%	1.6%	0.1%
2027/12/8	0.2%	2.0%	10.5%	25.8%	31.7%	20.8%	7.4%	1.4%	0.1%

资料来源：CME Group，五矿证券研究所

未来两个月需要重点观察四组信息：第一，核心 PCE 增速及服务通胀扩散程度；第二，非农、失业率和工资是否从“降温”转向“失速”；第三，油价和其他供给冲击是否重新推升通胀预期；第四，长端利率上升究竟来自增长乐观还是期限溢价。杰克逊霍尔会议和五个工作组的阶段性信息，也将成为市场理解新沟通框架的重要窗口。

市场主线转向“短端看数据、长端看信誉”

美债方面，我们认为短端将继续围绕通胀与就业数据快速重定价，长端则同时承担通胀、财政供给和政策信誉溢价，收益率曲线偏陡的风险高于单纯平行上移。只有当通胀连续回落、委员会重新形成一致预期，或美联储以实际行动修复信誉，长端风险溢价才可能明显下降。因此，在政策框架重新锚定之前，长周期资产的波动率可能高于过去仅依赖点阵图和主席指引的阶段。

美股方面，更高的长端实际利率会压制高估值板块，但 AI 设备、软件和电力基础设施资本开支仍能提供盈利支撑，市场更可能表现为估值压缩与盈利兑现之间的分化，而非一致性趋势反转。如果未来通胀下降较快，则市场有望重新转向宽松交易，美股压力将得到释放。美元短期受加息预期支撑，但若长端上行主要来自信誉溢价，美元并不必然单边走强。黄金同时受到实际利率上升的压制和政策信誉、地缘风险的支撑，双向波动可能加大。油价仍是政策路径的关键摆动变量；工业金属则一方面受益于 AI 与电网投资，另一方面承受美元和全球贴现率上升的估值约束。

对中国而言，美联储重新打开加息选项、美国长端利率上行，会增加人民币汇率和跨境资金流动的短期波动，也使总量宽松的节奏更强调择机而动。但 7 月 30 日中央政治局会议继续要求实施适度宽松的货币政策、及时谋划增量政策并加大逆周期调节力度，国内需求与价格修复仍是政策主要矛盾。我们判断，中国货币政策方向不会因单次 FOMC 会议改变，后续更可能综合运用结构性、数量型和价格型工具，美联储的鹰派表态不会成为降准降息的决定性制约因素。

综合而言，7 月会议是一次行动克制、分歧偏鹰、信誉承压的会议。三张反对票表明美联储内部向鹰派更进一步，但沃什却仍希望通过市场价格发现来替代部分政策行动。会后曲线陡峭化说明市场接受了“通胀风险更高”，却尚未完全接受“美联储会及时处理风险”。未来两个月的通胀实际走势将成为至关重要的因素。

风险提示：

1. 中东局势再度升级并推动能源价格快速上行。
2. 美联储沟通与战略框架调整引发金融市场大幅波动。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010