

【中信建投政策研究】美联储 7 月议息会议点评：通胀延续降温，政策转向仍待更多确认**政策研究****核心观点**

7 月 FOMC 会议维持联邦基金利率目标区间不变，美联储延续“观察—确认—调整”的政策节奏，未释放明确降息信号。6 月 PCE 数据显示，美国通胀继续改善，能源价格回落推动整体价格压力缓解，但核心通胀仍高于 2% 的政策目标，服务价格黏性和消费韧性限制政策快速转向。当前美联储更加关注通胀回落的持续性以及货币政策框架调整后的有效性。短期内，维持限制性政策仍是基准情景，后续政策转向仍需更多通胀和就业数据确认。

摘要

7 月 FOMC 会议决定维持联邦基金利率目标区间不变，将联邦基金利率目标区间维持在 3.50%-3.75%。会议声明显示，美国经济活动仍保持稳健扩张，劳动力市场总体稳定，但通胀仍高于 2% 的长期目标。相比利率决定本身，本次会议更值得关注的是委员会内部政策分歧进一步扩大。本次会议最终以 9 票赞成、3 票反对通过利率决议，三名地方联储主席主张进一步加息，反映出美联储内部对于当前政策限制程度的判断存在差异。多数委员则认为，当前政策立场已经具有限制性，需要继续观察经济和通胀数据变化。

2026 年以来，美联储货币政策进入新的调整阶段。沃什上任后提出从“第一性原理”出发重新审视货币政策框架，并推动围绕政策沟通、资产负债表、数据与模型、生产率与就业关系以及通胀目标框架等方向开展评估，重点关注疫情后经济结构变化对传统政策框架的影响。在此背景下，美联储更加重视通胀目标可信度和政策传导机制调整。

6 月 PCE 数据显示，美国通胀延续回落趋势，能源价格下降推动整体价格水平改善，但核心 PCE 仍明显高于 2% 的政策目标，服务价格黏性和劳动力成本成为限制通胀进一步下降的重要因素。结合此前 CPI 和 PPI 数据，当前美国通胀呈现“下降趋势确认、但目标尚未实现”的特征。

展望未来，美联储政策调整仍将主要取决于通胀、就业以及经济结构变化。一方面，核心 PCE 是否持续下降、服务通胀是否进一步缓解以及通胀预期是否保持稳定，将决定降息空间是否逐步打开；另一方面，就业市场变化将影响政策调整节奏。此外，人工智能投资和生产率变化可能对未来货币政策框架形成长期影响。总体来看，7 月 FOMC 并未改变美联储“观察—确认—调整”的政策节奏。短期内，维持限制性政策仍是基准情景，后续降息需要看到更加明确的通胀持续下降信号，或者就业市场出现明显变化。未来美联储政策路径仍将围绕通胀是否真正回归 2% 目标、经济结构是否发生变化以及政策框架如何调整展开。

胡玉玮

huyuwei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522090003

SFC 编号:BWP409

杨旭泽

yangxuze@csc.com.cn

SAC 编号: S1440525070004

发布日期： 2026 年 08 月 04 日

相关研究报告

目录

一、7 月 FOMC 维持利率不变，政策重点仍在观察通胀趋势.....

二、6 月 PCE 继续降温，但核心价格压力仍限制政策转向.....

三、政策展望：降息条件仍未形成，未来关注三方面变化

风险分析.....

1

2

3

4



一、7月 FOMC 维持利率不变，政策重点仍在观察通胀趋势

2026 年以来，美联储货币政策进入新的调整阶段。沃什上任后，并未立即通过调整政策利率改变货币政策方向，而是提出从“第一性原理”出发重新审视货币政策框架。此前，美联储于 2020 年引入灵活平均通胀目标制（FAIT），允许通胀阶段性超过 2%，以弥补此前长期低于目标的时期。但疫情后的高通胀经历表明，在供给冲击、财政刺激和需求快速恢复共同作用下，原有框架在通胀约束和预期管理方面面临新的挑战。

基于此，沃什推动成立五个工作组，围绕政策沟通方式、资产负债表管理、数据与经济模型、生产率与就业关系以及通胀目标框架等领域展开系统评估，旨在重新审视货币政策工具、决策依据和政策传导机制。其中，重点关注疫情后经济结构变化对传统政策框架的挑战，包括财政扩张、供给约束、生产率变化以及人工智能发展对潜在增长和通胀动态的影响。与此同时，沃什也主张重新强化 2% 的通胀目标约束，弱化此前 FAIT 框架下对于阶段性通胀超调的容忍度。与市场此前对于沃什“鹰派转向”的简单理解不同，其政策重点并非短期主动收紧货币政策，而是通过完善政策框架、强化通胀治理可信度，提高未来货币政策调整的灵活性和有效性。

图 1: 沃什政策框架推进及关键事件时间线



数据来源：中信建投证券

7 月 FOMC 会议决定维持联邦基金利率目标区间不变，将目标区间维持在 3.50%-3.75%。会议声明显示，美国经济活动仍保持稳健扩张，劳动力市场总体稳定，但通胀仍高于 2% 的长期目标，部分行业价格压力仍受到供给因素影响。相比利率决定本身，本次会议更值得关注的是委员会内部政策分歧进一步扩大。本次会议最终以 9 票赞成、3 票反对通过利率决议，三名地方联储主席哈马克、卡什卡利和洛根均主张将利率上调 25 个基点。这也是 2016 年以来首次出现同一次 FOMC 会议中多名委员投票支持同方向调整利率。三名反对者认为，在通胀仍高于目标、政策约束力度可能不足的情况下，进一步收紧政策有助于强化通胀回落趋势。相比之下，多数委员认为当前政策立场已经具备足够限制性，需要继续观察经济数据变化。

总体来看，7 月 FOMC 并未释放明确的降息信号，而是延续“数据依赖”的政策框架。会议分歧表明，美联储内部对于政策限制程度的判断正在出现变化，但当前核心矛盾仍在于通胀回落的持续性，而非简单的增长与通胀权衡。基于沃什框架，单个月份通胀数据改善不足以支持货币政策快速转向，美联储仍需观察价格压力是否形成持续下降趋势，并结合就业市场变化判断后续政策调整时机。

二、6月PCE继续降温，但核心价格压力仍限制政策转向

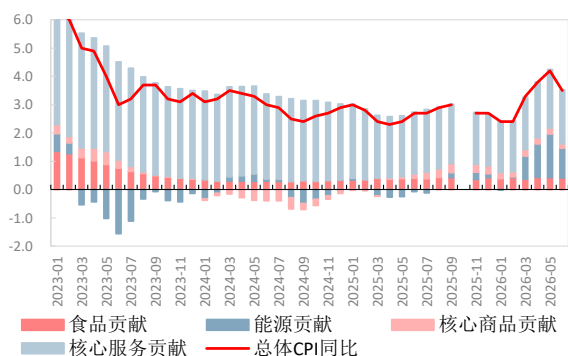
6月PCE数据进一步验证美国通胀延续缓慢回落趋势。此前公布的CPI和PPI数据已经显示，美国价格压力正在由疫情后的商品价格快速上涨阶段逐步转向服务价格和基础成本因素主导：6月CPI同比增速有所回落，核心CPI仍具有一定黏性；PPI数据显示生产端价格压力整体温和，但部分行业成本仍存在上行风险。在此背景下，6月PCE作为美联储重点关注的通胀指标，进一步确认美国通胀正在向2%的政策目标靠近，但距离目标水平仍有明显距离。

从整体通胀看，6月PCE同比增长3.7%，较5月明显下降，通胀压力进一步缓解。从环比结构看，6月PCE价格指数环比下降0.1%，主要受到能源价格回落推动。其中，能源相关PCE价格环比下降5.9%，是推动整体价格水平下降的重要因素。结合此前CPI和PPI数据来看，能源价格回落以及供应链压力缓解共同推动商品端价格压力下降，生产端和消费端通胀动能均有所减弱。但由于能源价格受国际油价、地缘政治等因素影响较大，短期波动特征较强，美联储判断通胀趋势时仍更加关注剔除食品和能源后的核心价格变化。

从核心通胀看，6月核心PCE同比增长3.3%，较前期继续下降，但仍明显高于美联储2%的长期目标。核心通胀回落主要来自商品价格压力缓解，而服务价格仍保持一定韧性。疫情后美国通胀驱动因素已经由商品价格上涨逐步转向服务价格和劳动力成本，住房、医疗以及部分劳动密集型服务价格调整速度相对较慢，成为限制核心通胀进一步下降的重要因素。

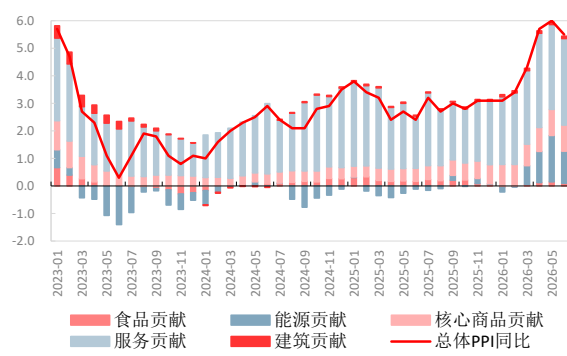
总体而言，6月PCE改善降低了美联储进一步收紧政策的必要性，仍不足以支持货币政策快速转向。一方面，美国居民消费仍保持韧性，经济活动尚未出现明显衰退迹象，美联储无需通过快速降息刺激需求；另一方面，核心通胀仍高于目标，服务价格黏性意味着通胀回落过程可能较为缓慢。在沃什强调重新强化通胀目标约束的政策框架下，美联储更加关注通胀下降的持续性，而非单个月份数据变化。因此，当前政策重点仍是确认通胀回归路径、保持通胀预期稳定，并等待更多就业和价格数据进一步验证。

图 2: 美国 CPI 同比贡献拆分 (%)



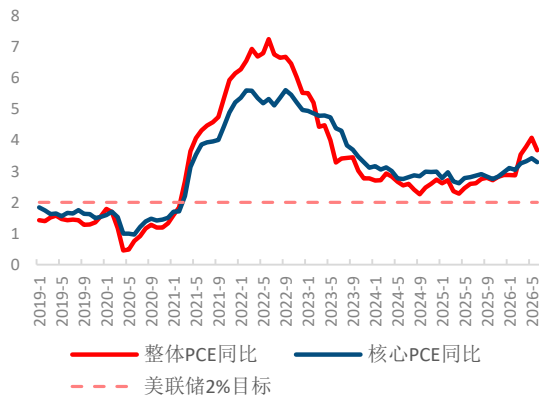
数据来源：Wind，中信建投证券

图 3: 美国 PPI 同比贡献拆分 (%)



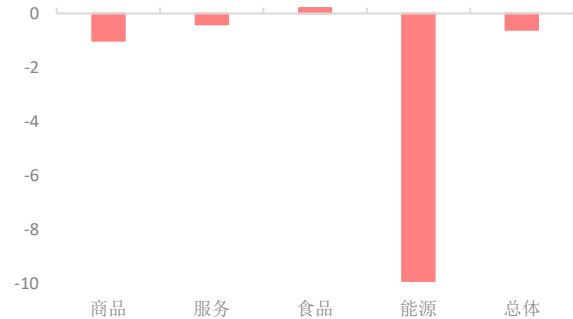
数据来源：Wind，中信建投证券

图 4: 美国 PCE 与核心 PCE 同比走势 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 5: 美国 6 月 PCE 分项环比变化 (%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

三、政策展望：降息条件仍未形成，未来关注三方面变化

综合来看，7 月 FOMC 并未改变美联储“观察—确认—调整”的政策节奏。6 月 PCE 数据显示，美国通胀继续延续回落趋势，能源价格下降推动整体通胀明显改善，但核心通胀仍高于 2% 的政策目标，服务价格黏性和居民消费韧性限制了政策快速转向空间。因此，短期内美联储维持限制性政策仍是基准情景，后续政策调整仍取决于通胀持续回落以及就业市场变化。

未来，通胀走势仍是决定货币政策方向的核心因素。相比单月通胀数据，美联储更加关注核心 PCE 是否持续下降、服务通胀是否进一步缓解以及通胀预期是否保持稳定。如果未来核心通胀继续向 2% 目标靠拢，价格压力得到更加充分缓解，降息空间将逐步打开；但如果服务价格持续具有黏性，或能源、关税等因素导致通胀再次反弹，美联储可能继续维持当前限制性政策。

就业市场变化则决定政策调整的节奏。当前美国就业市场总体保持韧性，尚未出现明显恶化迹象，美联储仍有时间等待更多数据确认。如果未来失业率明显上升、企业招聘需求下降或工资增速快速放缓，经济下行压力可能促使美联储加快政策调整；但在就业保持稳定的情况下，通胀目标仍将是货币政策的首要约束。

此外，AI 投资和生产率变化可能成为影响未来货币政策框架的重要变量。沃什推动政策框架评估的重要背景之一，正是疫情后美国经济结构的变化，包括技术进步、生产率提升以及供给能力变化等因素。未来来看，人工智能发展可能通过提高生产率、降低单位成本，对通胀形成抑制作用；但与此同时，AI 基础设施投资也可能推高资本需求、能源需求以及部分商品价格，对需求端形成支撑。因此，AI 发展可能改变潜在增长率和通胀形成机制，并成为影响未来货币政策判断的重要因素。

总体而言，我们认为，7 月 FOMC 并未改变美联储“观察—确认—调整”的政策节奏。6 月 PCE 数据显示通胀继续改善，但核心通胀仍高于目标，服务价格和需求韧性限制政策快速转向。短期内，美联储维持限制性政策仍是基准情景。从沃什政策框架看，美联储当前更关注货币政策长期可信度，而非短期市场预期管理。因此，未来政策路径仍将围绕“通胀是否真正回归、经济结构是否发生变化、政策框架如何调整”展开。

风险分析

（1）美国通胀回落进程存在不确定性，能源价格波动、工资增速粘性及供给端扰动可能延缓后续价格下行节奏，核心通胀存在反复风险。（2）美国经济和就业市场变化超预期，若消费走弱或劳动力市场快速降温，可能迫使美联储调整降息节奏与幅度，政策路径面临双向修正。（3）人工智能投资及生产率提升尚处早期，其对经济增长、通胀中枢和货币政策框架的中长期影响仍待观察，存在预期差风险。（4）国际地缘政治环境变化可能对能源价格和全球金融市场形成扰动，增加跨境资本流动与风险资产定价的不确定性，外部冲击或加剧市场波动。

分析师介绍

胡玉玮

首席政策分析师。经济学博士、牛津大学博士后、欧盟访问学者。曾担任中国证监会研究院国际金融部负责人、西班牙对外银行（BBVA）驻华代表（养老金与保险）、经济合作与发展组织（OECD）经济学家。世界银行、国际货币基金组织等国际组织顾问专家，中国社科院、中国人民大学、上海对外经贸大学客座研究员。参与或主持多项国际、国家和部委重大经济金融领域研究课题。主要研究领域：宏观经济、国际金融、资本市场。

杨旭泽

中信建投政策分析研究员，中央财经大学经济学博士。主要研究领域包括：宏观经济、财政政策、金融监管等。联系电话：13621197978；邮箱：yangxuze@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼
18 层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号
南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路
交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk