

# 美联储内部分化加剧市场博弈

当地时间7月29日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在3.5%至3.75%之间不变，年内第5次按兵不动。结果虽在市场意料之中，但全球资产价格却在决议后剧烈波动，美股尾盘跳水，长端美债收益率飙升。美联储没动手，市场的反应却够大。

此次美联储货币政策会议之所以牵动全球市场神经，源于此前政策预判的高度分歧。6月美国消费者价格指数(CPI)同比涨幅从5月的4.2%回落至3.5%，核心通胀低于预期，给货币政策留出了观望空间。但中东地缘局势推高国际油价，能源成本向终端传导的压力持续存在，通胀反弹风险并未消解。更关键的是，美联储主席沃什上任后大幅缩减前瞻指引，市场失去了明确的政策路径锚，只能在数据波动中反复修正预期，这次会议也因此成为观察美联储新决策框架的重要窗口。

比起利率不动的表象，内部投票结构的分化更具信号意义。6月会议还维持着全票通过的一致立场，但仅相隔一个多月，投票结果就变为9票赞成、3票反对。3名地区联储主席均主张加息25个基点，这是2016年以来美联储首次出现3张同向反对票。分歧并非来自政策目标的对立，全体委员均认可2%的长期通胀目标，差异集中在政策节奏、风险判断与行动时点上。

倾向暂缓加息的一方认为，当前通胀压力带有显著的供给冲击属性，能源价格波动与人工智能(AI)产业链局部供需紧张尚未扩散为通胀压力，且前期市场利率已出现大幅上行，金融条件自发收紧的传导效果有待观察，暂缓调整更符合审慎决策的原则。支持即时加息的一方则强调，通胀持续高于目标已超过5年时间，延后紧缩行动只会推升未来的政策成本，尽早行动更有利于巩固美联储政策信誉。

除美联储内部分歧之外，更值得留意的是政策沟通逻辑的系统性调整。减少前瞻指引不再是口头表态，已经成为美联储新的政策操作方式。其核心考量在于弱化美联储言论对市场定价的直接干预，让资产价格更多反映经济基本面的真实变化。沃什表示，过去40多天里，美国国债收益率曲线上的名义利率和实际利率均明显上升。市场自发完成的利率抬升，客观上承担了部分紧缩功能，央行无需调整政策利率即可实现金融条件收紧的效果。

这套做法有其合理之处，也潜藏明显隐患。有利的一面是，央行不再频繁“剧透”政策走向，市场定价不会只围着央行表态打转，形成的价格信号更贴近真实基本面，也能为美联储决策提供更



图为顾客在美国弗吉尼亚州阿灵顿的超市选购食品。新华社记者 李 豪摄

3名地区联储主席  
主张加息 25个基点  
是2016年以来美联储  
首次出现 3张 同向反对票

可靠的参考。不利的一面是，这套逻辑很容易陷入互相猜测的循环。比如，市场预判加息会主动推高债券收益率，美联储见金融条件已收紧便暂缓行动，而市场发现央行没有行动，又会下调加息预期带动金融条件放松。如此往复，政策松紧的边界越来越模糊，市场波动也随之加大。

围绕本次决议，市场的核心关切主要集中在四个方面。

第一，当前政策利率水平是否偏低。部分测算显示当前联邦基金利率偏低，与短端市场利率也存在明显利差。沃什对此表示，货币政策的传导效果要看整体金融条件，不能只盯住政策利率单一指标。这段时间市场利率上行已带动实体融资成本同步走高，对总需求的抑制作用正在逐步释放，政策利率与市场利率的分化，并不等同于货币政策立场偏松。

第二，加息在通胀治理中的角色定位。利率政策仍是美联储稳物价的核心工具，但并非唯一抓手。沃什反复强调2%通胀目标没有松动空间，核心是先从预期管理入手，修正市场对央行容忍高通胀的误判，避免通胀预期自我强化。在此基础上，美联储会持续跟踪供给冲击扩散程度与市场收紧效果，再决定是否动用政策利率工具。对于加息必然牺牲就业的说法，沃什也并不认同。他认为长期高通胀对劳动力市场的伤害远大于短期的利率调整，价格稳定和充分就业长期来看并不矛盾。

第三，本次决议是否意味着紧缩周

期暂停。沃什直接否认了这一判断。在他看来，紧缩进程从未停止，只是以市场化方式持续推进。市场利率上行本身就是金融条件收紧的体现，政策利率不变只是央行操作层面的观望，整体货币政策仍保持明确的限制性取向。只要核心通胀出现持续上行压力，加息始终是可行的政策选项。

第四，“不容忍高通胀”为何没有马上转化为加息。这背后有两重现实考量。一是新任管理层正重构决策支撑体系，包括优化通胀观测指标、重估资产负债表政策效应，相关工作尚未形成明确结论，仓促调整政策缺乏足够的研究支撑。二是当前通胀成因复杂，供给冲击和需求压力相互交织，单次加息的边际效果有限，反而可能放大经济波动，

先靠预期管理和市场自发收紧试探效果，更符合渐进审慎的思路。

不过，政策信誉最终要靠实际行动兑现，如果未来通胀持续反弹而政策始终按兵不动，这些强硬表态的可信度难免会打折扣。展望后续政策路径，降息尚未进入视野，加息也并未被排除。市场定价显示，9月加息概率已近八成，多家机构预测年内仍有加息空间。AI产业链的资本开支因其对供给效率的长期提升与对局部价格的短期推升，也已进入货币政策观测范围。

从主动引导市场到被动读取市场，政策沟通模式的变化，正重塑全球市场对美联储政策的定价逻辑。后续杰克逊霍尔年会与9月议息会议，将是观察新框架落地效果的重要节点。

筛选、烘焙、研磨、包装……在埃塞俄比亚一家咖啡加工厂的生产线上，工人们动作娴熟，一袋袋包装完好的成品咖啡接连下线，随后装车运往机场。只需几天时间，这批来自非洲大陆的阿拉比卡咖啡，便能送达中国消费者手中。

埃塞俄比亚经济与丰富的咖啡资源紧密相连。埃塞俄比亚咖啡正跨越山海，逐渐融入中国消费者的日常生活。

埃塞俄比亚咖啡和茶叶管理局副局长长沙菲·乌迈尔近日在接受新华社记者采访时说，在截至7月7日的2025/2026财年，中国成为埃塞俄比亚咖啡第三大出口市场，高于上一财年的第五位以及两年前的第七位。据统计，在2025/2026财年，埃塞俄比亚对华出口咖啡总额3.47亿美元，同比增长58%。

乌迈尔说，中国是埃塞俄比亚咖啡的重要市场。在他看来，对华咖啡出口增长得益于高品质咖啡供给、物流服务改善以及两国贸易关系的日益密切。自2024年12月1日起，中国对包括埃塞俄比亚在内的同中国建交的最不发达国家100%税目产品适用税率为零的特惠税率。

埃塞俄比亚咖啡出口商协会总经理吉扎特·沃尔库表示，埃塞俄比亚咖啡出口商正利用中国的零关税政策扩大对中国市场的出口，未来三年中国有望成为埃塞俄比亚咖啡最大的出口目的地。

今年5月1日起，中国对53个非洲建交国全面实施零关税举措，为进一步拉动非洲商品对华出口注入强劲动力。

在肯尼亚蒙巴萨港口的码头，满载夏威夷果和咖啡等当地特色农产品的货柜不断被装入货轮。这样的繁忙场景已成为肯尼亚海岸线上的常态。记者在蒙巴萨港看到，满载发往中国货物的货轮正准备收锚启航，港区调度员手中的对讲机几乎没有停歇。

在蒙内铁路货运茨港站，成片的待运集装箱堆满场区，列车车厢全部满载。堆场管理员萨利姆·阿卜杜勒正熟练地检查列车连接处。“以前我们主要担心空箱返回率高，现在在中国订单多了，箱子装满货发出去，工作量也增大了。”阿卜杜勒说。

“货运量明显增多，以前是车等货，现在是货等车。”肯尼亚铁路局赖茨港站运转车间负责人杜克·凯安切说，今年5月以来，茶叶、牛油果、皮革等农业品及工业原材料对华出口明显增多，来自中国的电子产品、鞋帽服饰和家居用品货运量也持续增长。

中国海关总署数据显示，今年5至6月中国自非洲进口同比增长23.5%。其中，自非进口水产品、纺织原料同比均实现了两位数的增长；鳄梨、苹果、橙子、葡萄柚等特色水果的进口分别增长了1.3倍、89.6%、27.9%和11.9%。据统计，中国对非出口75%是资本品和中间品，主要是满足非方工业化和农业现代化需要的生产性资料而非消费资料。

从埃塞俄比亚咖啡工厂里烘焙的咖啡豆，到蒙巴萨港塔吊下穿梭的集装箱，再到蒙内铁路上呼啸而过的班列……中国对53个非洲建交国全面实施零关税举措，为扩大非洲对华出口打开新的机遇之窗，也成为中非共享发展红利、携手推进现代化的生动注脚。

(新华社亚的斯亚贝巴电)

“中国是全球最具活力的消费市场之一，也是恒天然最重要的战略市场之一。中国消费者需求旺盛、购买力强、新品接纳度高，是恒天然不断‘上新’的动力来源。”恒天然大中华区首席执行官周德汉近日接受记者采访时说。

7月27日，全球乳业巨头新西兰恒天然集团宣布，其成都应用中心完成全面升级。升级后的成都应用中心集应用研发、客户培训、创新展示与共创体验于一体，覆盖烘焙、餐食、饮品全渠道，将针对西南地区市场需求，推出一系列定制化新品应用解决方案。

周德汉表示，西南地区市场在中国消费版图中占据重要地位。恒天然升级成都应用中心，既是持续深耕中国市场的战略延续，也是对西南地区市场增长潜力开展的前瞻性投资。

据悉，自2015年投入运营以来，恒天然成都应用中心已服务上百家具有区域影响力的客户。凭借对本地消费者偏好和饮食文化的深刻洞察，该中心与合作伙伴联合打造了多款兼具市场影响力与商业价值的产品。

“要赢得市场，就必须贴近市场。”周德汉说，“目前，恒天然在北京、上海、广州、深圳、武汉和成都设立了6家应用中心，这是公司创新战略的重要载体。我们的厨师团队与客户紧密协作，围绕本地口味开发新产品，推动创意从构想到上市高效转化。每家中都深度融入中国丰富多元的饮食文化，聚焦所在区域餐饮趋势，探索乳品在

## 赢得市场必须贴近市场

恒天然大中华区首席执行官周德汉表示，中国消费者需求旺盛、购买力强、新品接纳度高，是恒天然不断“上新”的动力来源。恒天然大中华区首席执行官周德汉近日接受记者采访时说。7月27日，全球乳业巨头新西兰恒天然集团宣布，其成都应用中心完成全面升级。升级后的成都应用中心集应用研发、客户培训、创新展示与共创体验于一体，覆盖烘焙、餐食、饮品全渠道，将针对西南地区市场需求，推出一系列定制化新品应用解决方案。周德汉表示，西南地区市场在中国消费版图中占据重要地位。恒天然升级成都应用中心，既是持续深耕中国市场的战略延续，也是对西南地区市场增长潜力开展的前瞻性投资。据悉，自2015年投入运营以来，恒天然成都应用中心已服务上百家具有区域影响力的客户。凭借对本地消费者偏好和饮食文化的深刻洞察，该中心与合作伙伴联合打造了多款兼具市场影响力与商业价值的产品。

“要赢得市场，就必须贴近市场。”周德汉说，“目前，恒天然在北京、上海、广州、深圳、武汉和成都设立了6家应用中心，这是公司创新战略的重要载体。我们的厨师团队与客户紧密协作，围绕本地口味开发新产品，推动创意从构想到上市高效转化。每家中都深度融入中国丰富多元的饮食文化，聚焦所在区域餐饮趋势，探索乳品在

各有侧重，结合本地风味、消费者偏好与市场需求开发差异化产品，同时实现运营层面高效协同：一是共享全球研发资源与本土市场洞察；二是实时共享消费趋势，成功案例与技术经验，为产品创新提供数据支持；三是定制化方案，可迅速被其他区域借鉴、适配推广，加速创新成果在全国落地；三是面向全国连锁客户，六家应用中心可协同提供从区域定制到全国标准化的全方位服务。谈及中国餐饮市场的发展趋势，周德汉表示，中国餐饮市场正处在由“量”向“质”转型的结构性升级阶段，市场格局加速重塑：消费需求快速迭代，倒逼产品持续创新；文化认同与情感价值越发突出，不断激发创新灵感；兼顾高品质原料与消费体验，成为市场核心诉求。

“消费者追求新颖的餐饮体验，对新口味、新搭配、新消费场景接纳度持续提升，催生层出不穷的餐饮消费新热点。除味觉享受外，食物正在承载更多元的情感诉求，消费者更加关注天然品质、健康原料以及愉悦体验，对健康、天然、可追溯的高品质乳品需求持续上升。”周德汉说，“在这样的市场趋势下，恒天然将继续秉持‘以客户为中心’的理念，携手合作伙伴共同打造契合本地市场需求、具备高价值的乳品应用创新方案。”

## 赢得市场必须贴近市场

7月中旬，印度政府批准了总额1.275万亿印度卢比，约合130多亿美元的“半导体2.0”(ISM 2.0)激励计划。印度半导体产业雄心再次升级，全球半导体产业的目光也再度聚焦新德里。从“1.0”时代的试探性布局，到“2.0”时代的全生态布局，印度试图在全球芯片供应链重塑的窗口期，完成从消费大国向制造与设计中心的转型。

今年以来，在印度政府的政策支持下，印度半导体行业释放出积极信号。

一是政策支持力度跃升。今年5月份，印度国家转型委员会(NITI Aayog)就发布了《印度半导体产业未来》路线图，其核心是放弃盲目追赶尖端制程，转而聚焦成熟制程晶圆制造、先进封装、系统集成及芯片设计，目标是成为全球半导体生态中“不可或缺参与者”。与此战略相适应，6月底印度财政部正式提出，拟追加1.25万亿印度卢比资金用于推进“ISM 2.0”计划，7月15日内阁正式批准该计划，最终批准总额1.275万亿印度卢比资金。财政支持范围从“1.0”时代的晶圆制造和先进封装，扩大至半导体材料、特种化学品、制造设备、芯片设计和人才培养，从“点状激励”转向“系统支持”。

二是前期成果已经显现。“半导体1.0”(ISM 1.0)框架下，印度政府已批准了12个半导体制造项目，吸引投资达1.64万亿印度卢比，约合170亿美元。目前，有3座半导体工厂已投入商业运营，预计到今年年底有望增至5座。在设计领域，已有24个项目获得印度政府“设计挂钩激励计划”(DLI)的财政支持，105家企业获得资金。印度在芯片设计后端已具备一定的国际竞争力，人才红利正在转化为实际权益。

本报记者 王宝钺



图为印度班加罗尔的科技园。(视觉中国)

三是国际巨头纷纷入局。美光科技、英特尔等国际半导体头部企业相继宣布在印投资或合作，加快布局印度市场的步伐。在晶圆制造领域，英特尔与印度塔塔电子签署战略合作协议，成为该晶圆厂的首个主要客户。在封装测试领域，美光科技率先在古吉拉特邦萨南德建成封装基地，并于2026年投产；英特尔与美国科技企业3D Glass Solution公司合作，聚焦先进封装技术，在印度奥里萨邦投资约33亿美元建设玻璃基板制造工厂。在芯片设计领域，日本瑞萨电子聚焦车载级别与高性能计算芯片，在印度诺伊达和班加罗尔启动两座3纳米芯片设计中心；美国德州仪器公司将最小单片机芯芯片设计团队设在印度的班加罗尔。这些入驻的国际头部企业，覆盖了从半导体设计、制造到封装测试等多个环节，有助于印度本土半导体产业集群化发展。

尽管政策支持力度空前，但印度半导体产业结构性矛盾与执行层面的短板仍不容忽视，优质的产业生态建设和成熟的产业集群并非一帆风顺，也难一蹴而就。

一是进口依赖短期内难以改变。印度国家转型委员会的报告显示，印度半导体需求正以约19%的年均增速快速增长，但进口依赖度高达90%至95%。过去8年，印度在半导体产品进口上累计花费近1500亿美元。预计到2035年，印度国内需求将超过2000亿美元。这意味着，即便“ISM 2.0”能够如期推进，短期内印度仍然无法摆脱对外部代工厂的依赖。

二是财政激励效果有待观察。130多亿美元的政府拨款对印度来说规模不小，但相较美国《芯片法案》的520亿美元、欧盟芯片法案的约430亿欧元、日本政府对半导体“国家队”项目Rapidus提供的163亿

美元，绝对规模并不占优势。同时，印度在水、电、土地供应稳定性，以及物流效率和行政审批效率等方面的营商环境常被诟病，可能削弱财政激励的实际效果。

三是战略务实隐含技术锁定风险。印度国家转型委员会的报告明确建议印度不参与全球最先制程芯片的竞争，定位有利于快速形成产能和效益，不可谓不务实，但同时也可能导致印度未来被限制在半导体成熟制程的下游分工环节。一旦全球成熟制程芯片产能出现结构性过剩，印度重磅押注的晶圆厂、封测厂就可能面临低开工率与投资回报不足的风险。更何况印度目前已投产的半导体项目多为封装环节，真正的晶圆制造能力还在建设中，技术成熟度与供应链配套仍面临挑战。

可见，在“ISM 2.0”时代，印度政府选择放弃“全产业链覆盖”的幻想，转而争做“全球生态参与者”，并为半导体产业发展设计了“强化本土设计与研发、完善政策与投资单一窗口、聚焦优势环节、加快人才培养、深化国际合作”五大战略支柱，应当说路径务实、定位清晰，也契合当前印度的工业基础。

然而，政策执行力是最大变量。半导体产业回报周期长，历史上，印度在大型制造业项目中“政策落地走样”的并不少见，130多亿美元能否高效转化为实际产能，中央与地方协调效率、土地征用进度、水电等能源供应稳定性等都将成为影响最终结果的关键因素。特别是人才供给缺口能否缓解，印度政府计划中的“国家晶圆学院”能否尽快为本国培养出足够数量的半导体人才也有待观察。