



8 月美国非农数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

鲍威尔暂时通过了独立性的压力测试

基本内容

9 月 FOMC 会议的焦点不在于降息幅度，而在于新理事米兰火速加入、理事库克面临法律诉讼、理事沃勒和鲍曼上一轮投下反对票的情况之下，FOMC 委员会作为一个集体能否通过这一次的美联储独立性压力测试。

从投票结果看，此次决策中有且仅有米兰一个人支持降息 50bp。与之相对的是，上个月勇敢投下反对票的理事沃勒与鲍曼反而中规中矩地与大部站在一起。单就劳动力市场而言，当前的动态比 6 月 FOMC 时更差；沃勒此前又明确表示在考虑通胀时应把关税效应剔除，这使得他理应支持更大幅度的降息，但现实并非如此。

对于沃勒而言，他正在输掉成为下一任联储主席的资格。

无论是会议决策还是 SEP 预测，都并未出现除米兰外的明显异常点，从某种程度上体现出了联储依然独立的一面：鲍威尔在记者会中提到，“以理服人”是联储行事的 DNA，暗示米兰此次会议的 50bp 决策（即特朗普大幅降息主张）并没有认同度；同时鲍威尔在面对独立性的相关问题都选择了“正直地回避”。

如果说这是一场对于美联储独立性的测验，鲍威尔的表现无疑是合格的。

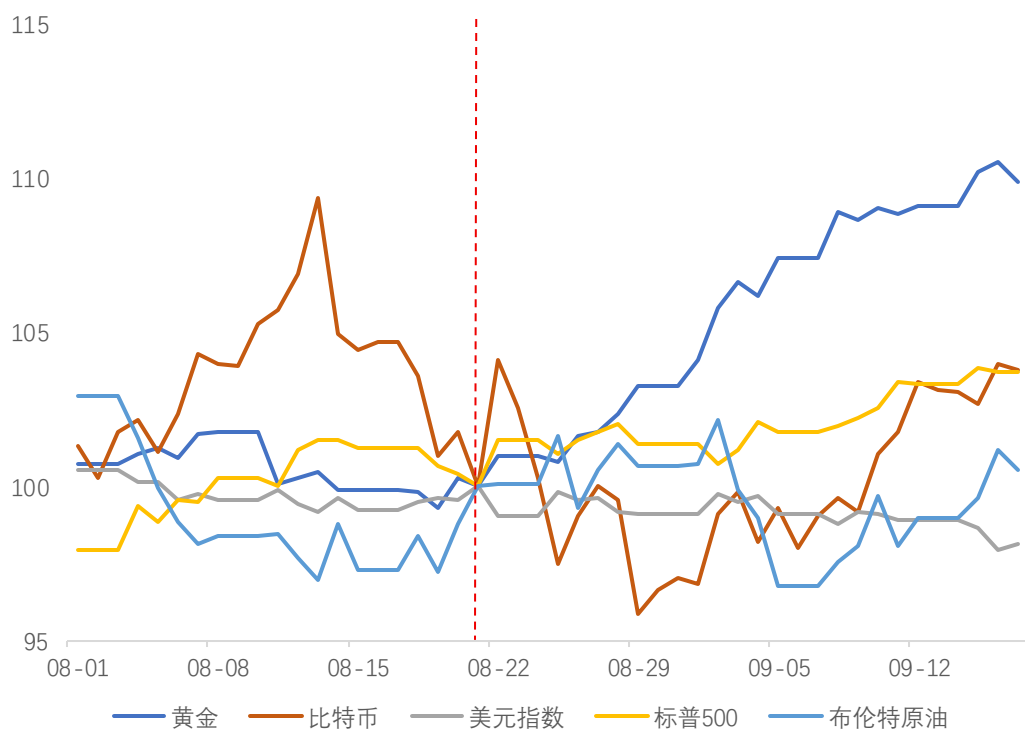
特朗普和美联储在降息上的巨大分歧主要源自对经济增长诉求的根本性差异：联储官员给出的预测基本上指向一个均衡的美国经济（2026 年 1.8% 的增速，2.6% 的通胀），但这对于特朗普来说是远远不够的。因此，特朗普对联储的政治压力还将继续，9 月的 FOMC 只是联储独立性压力测试的第一关。

风险提示

1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



图 2：杰克逊霍尔会议以来，黄金成为表现最好的大类资产(2025.08.21=100)

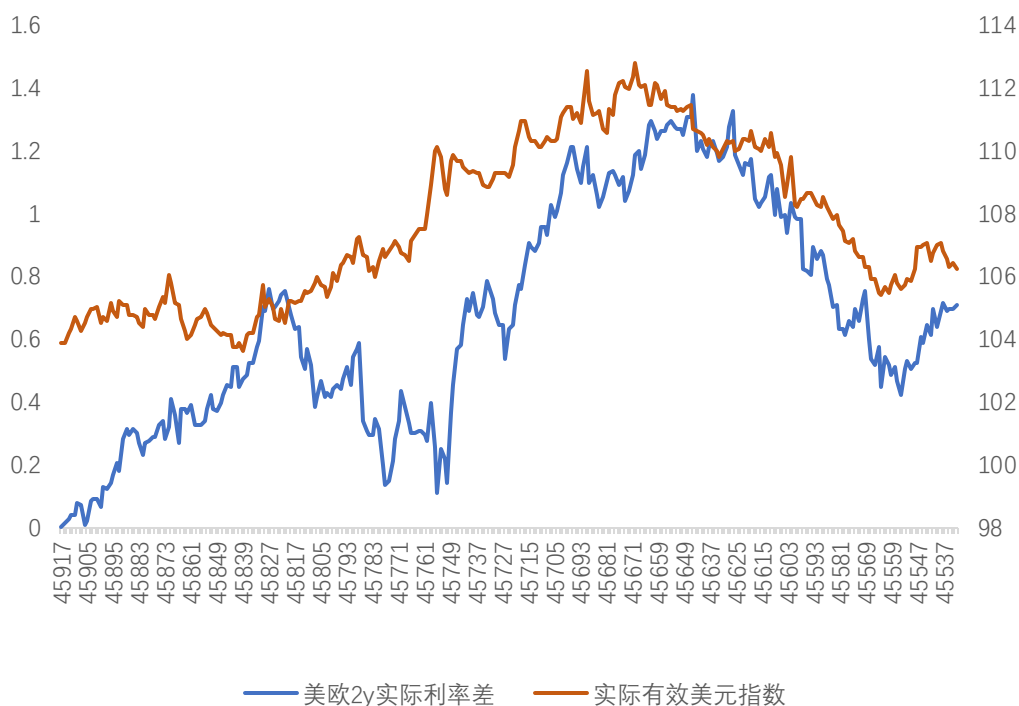


来源：Wind，国金证券研究所

随着降息的落地，美元指数的下行趋势可能得到缓解，转向区间震荡，但拐点依然需要经济基本面数据（非农与零售）趋势性走稳的确认；尽管美欧两年期的实际利率差从一年前的约 70bp 走至接近收敛，但美元却并没有对此更加积极的反馈，在 2025 年 75bp 与 2026 年 25bp 的降息计价较为充分的情况下（对应 2y-SOFR 约为 3.25%），美欧利差或难以进一步推动美元指数下行。



图 3：美元可能转向区间震荡，向上拐点需要基本面数据的进一步确认

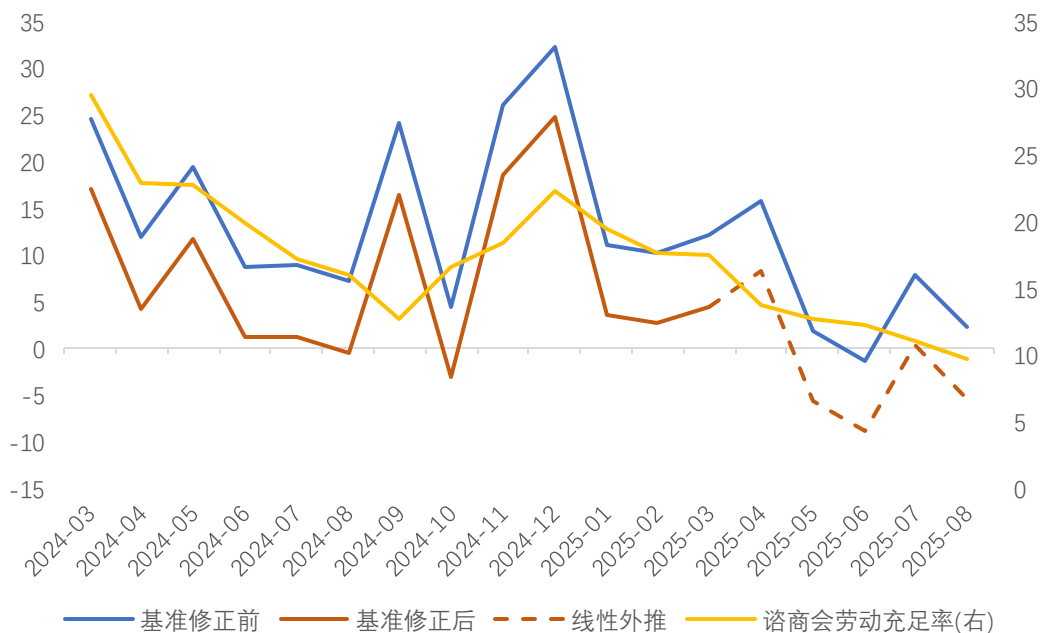


来源：Wind，国金证券研究所

回到货币政策本身，鲍威尔依然对劳动力市场有着明显担忧。在面对记者提问时，鲍威尔开发出了一个新的表述——“风险管理式降息（risk management cut）”，而不是市场熟悉的“预防式降息”，因为这将压制当前计价较为充分的连续降息概率，给美股带来压力。

鲍威尔再次明确提到，当前美国劳动力市场既有移民减少带来的劳动参与率（供给）压力，又有劳动力需求走弱的现象。对于通胀的表述也和杰克逊霍尔会议较为一致，依然认为是一次性冲击，且承认传导的效果更小、时间更长。

图 4：特朗普去年当选后的动物精神可能带来了额外的就业提振



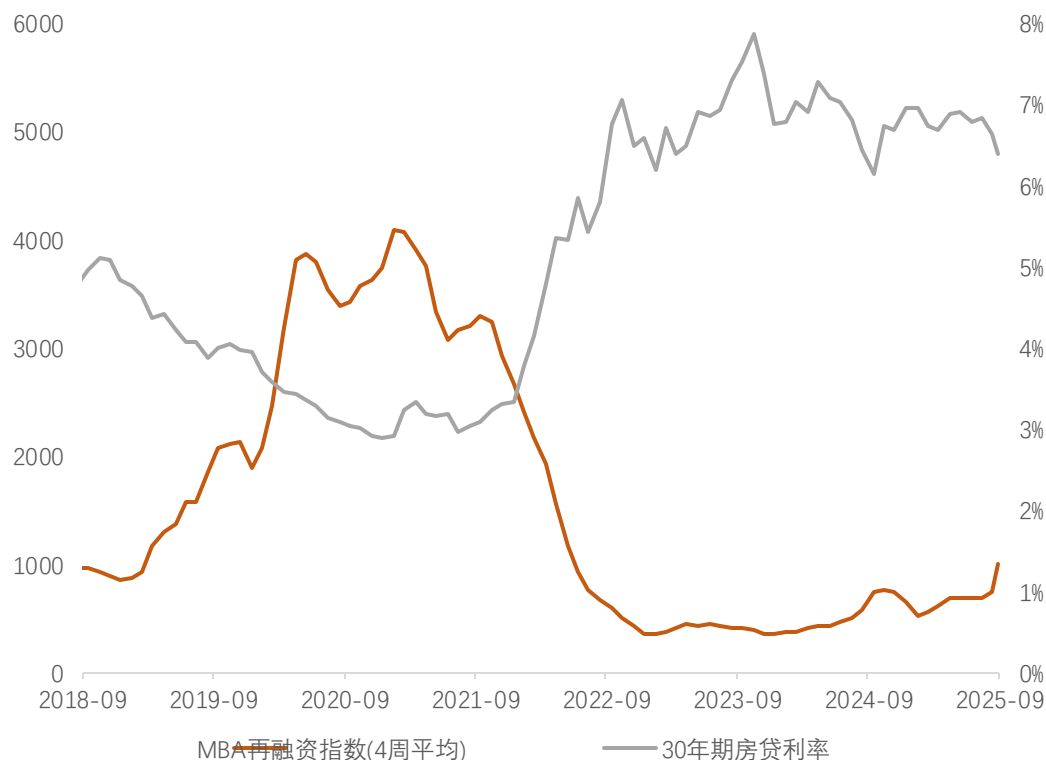
来源：Wind，国金证券研究所

降息预期对于制造业、房地产等利率敏感型部门的刺激已经有所展现，但程度有限；正如鲍威尔所言，货币政策也无法解决全国性的住宅供给短缺问题。随着十年期美债利率的下行，与之挂钩的美国抵押贷款已经明显降低，但我



们看到的更多依然是再融资而非新购买；同时，美国住宅许可依然疲软，继续走弱至周期最低水平。

图 5：货币政策难以解决住宅供给问题，通过再融资刺激实体经济幅度有限



来源：Wind，国金证券研究所

特朗普和美联储在降息上的巨大分歧主要源自对经济增长诉求的根本性差异：联储官员给出的预测基本上指向一个均衡的美国经济（2026 年 1.8% 的增速，2.6% 的通胀），但这对于特朗普来说是远远不够的。除了 2026 年中选的压力外，高增长才可以缓释美国的债务压力从而缓解美元的信用危机，同时也需要大幅降息来拉平存量债务利率，而当前给出的利率与预期显然无法让特朗普满意。

因此，特朗普对联储的政治压力还将继续，9 月的 FOMC 只是联储独立性压力测试的第一关。



风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究