

#海外政治

特朗普干预美联储独立性的三个途径

2025 年 09 月 15 日

- **核心观点：**特朗普对美联储独立性的干预主要通过三个途径：①提名一个听命于自己的美联储主席，预计在今年 11 月提名，明年 5 月上任；②调整美联储理事会的人事结构，尽可能排除库克这类前总统提名的“异己”，同时安插米兰这类的“忠臣”，强化自身在美联储理事会层面的影响力；③干预地方联储主席任命。12 名地方联储主席的任期将在明年 2 月底到期，地方联储主席的任命虽由地方联储董事会选出，但需由美联储理事会批准才能正式上任。
- **市场启示：**随着美联储新任主席的上任，美联储理事会的 7 名理事将有 4 名“忠臣”，无论是对主席还是对理事会，特朗普都有更大的话语权，这对市场而言意味着：①宏观经济层面，2026 年美联储的降息幅度料在特朗普的干预下超过当前市场定价的 3 次，政策利率或低于 3% 的中性水平，美联储货币政策将进入宽松区间，美国经济周期或因此从软着陆切换至温和扩张；②大类资产层面，政治压力裹挟下超量的降息意味着美元利率预期的走弱与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的高低，10 年美债利率的下行或因期限溢价的走阔而受阻。
- **风险提示：**特朗普再度遇刺；现有美联储官员抵制特朗普的行政命令；共和党中期选举失利。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《市场对重启“国债买卖”的预期升温》

2025-09-14

《9 月 FOMC 前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性》

2025-09-14

内容目录

1. 美联储的独立性体现在何处？	4
1.1. 美联储独立性的历史变迁	4
1.2. 当前美联储独立性体现在何处？	5
2. 特朗普干预美联储独立性的手段有哪些？	6
2.1. 提名鸽派美联储主席，影响货币政策风向	7
2.2. 更换联储理事会成员，调整部分利率工具	8
2.3. 干预地方联储主席人选，重塑 FOMC 人员结构	10
3. 特朗普干预美联储独立性有什么市场影响？	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1: 确立美联储独立性的法案法规一览.....	5
图 2: 美联储体系结构一览.....	6
图 3: 本轮与 1970s 大滞胀美国 CPI 同比增速比较.....	8
图 4: 本轮与 1970s 大滞胀美国核心 CPI 同比增速比较.....	8
图 5: 现任美联储理事人员结构一览.....	8
图 6: 美国利率走廊体系与联邦基金利率目标范围.....	10
图 7: FOMC 货币政策决议反对票数量分布结构.....	11
图 8: FOMC 货币政策决议反对票数量历史分布.....	11
图 9: 现任地区联储主席一览.....	11
图 10: 美联储政策利率上限预期.....	12
图 11: 不同时期联邦基金期货对未来 2 年政策利率预期.....	12
图 12: 10 年美债利率与 2 年美债利率、期限利差.....	13
图 13: 10 年美债利率与风险中性利率、期限溢价.....	13

美东时间 2025 年 8 月 25 日，特朗普签署文件，以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由正式罢免美联储理事库克（Lisa Cook），成为 1913 年美联储成立以来首次解雇理事的总统。同时特朗普对另一位新理事候选人米兰（Stephen Miran）的提名已于 9 月 10 日在参议院银行委员会投票通过，其有望在 9 月 FOMC 会议前正式宣誓就职。近期特朗普对理事会人事的频繁干预引发了市场对美联储独立性的担忧。向前看，特朗普还有哪些其他手段干预美联储独立性？特朗普对独立性的干预将会给市场带来怎样的影响？本报告将就这些问题一一作出解答。

1. 美联储的独立性体现在何处？

在了解特朗普有哪些手段干预美联储独立性之前，我们首先需要了解美联储的独立性体现在哪些方面。需要注意的是，美联储作为现代央行体系的代表，其独立性并非在成立伊始，而是在漫长的历史变迁中通过法律制度和目标框架逐步建立起来。

1.1. 美联储独立性的历史变迁

1913 年 12 月，美国总统威尔逊签署《联邦储备法案》（Federal Reserve Act），正式创立了联邦储备委员会（Federal Reserve Board），负责监管与协调全国 12 家地区联邦储备银行，逐步建立起了一个独立的中央银行体系。《联邦储备法案》在法律层面上明确了美联储的双重使命（Dual Mandate）：即促进“最大就业”和“价格稳定”，并兼顾适度长期利率的稳定。同时，为保障美联储独立性，法案规定美联储货币政策决策（如利率调整、公开市场操作）无需获得总统或国会的批准；同时法案也赋予了美联储自筹收入的权力，其资金主要来自在公开市场操作中持有的政府证券利息。由于国会并没有掌握对美联储的“财权”，因此这样的制度设计避免了通过削减预算对货币政策施压的可能。

20 世纪 30 年代，美国“大萧条”令金融系统遭遇严重冲击，此时人们发现地区联储的权力依旧很大，联邦储备委员会政策协调能力依旧不足，对危机的应对较为迟缓。因此，美国总统罗斯福签署于 1935 年 8 月《银行法案》（Banking Act of 1935），将联邦储备委员会改名为联邦储备理事会（Board of Governors），并在其基础上增设了联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC），负责统一协调和制定货币政策。此外为进一步加强美联储独立性，法案移除了财政部部长（Secretary of the Treasury）和货币总监（Comptroller of the Currency）在美联储理事会中的席位，这一举措大幅削弱了行政部门（尤其是财政部）在货币政策制定中的影响力。法案通过后，美联储理事会也将会议和办公场地从财政部大楼中迁出，搬入新建的独立大楼，进一步象征美联储与财政部的分离。

但这一阶段，财政部对美联储的影响力依旧明显。第二次世界大战与朝鲜战争期间，财政部要求美联储固定国债收益率以控制政府融资成本应对战争开支。但美联储坚持要求恢复对货币政策的掌控以应对战后美国高企的通胀。最终 1951 年 3 月，财政部与美联储达成协定（Treasury-Fed Accord of 1951），解除美联储对固定利率的承诺，美联储

重新获得利率自主制定权，从而可以制定抑制通胀的政策，而不再受财政需要所左右。同时协定确立了“财政政策”（如政府借贷）由财政部负责，而“货币政策”（如利率水平调节与公开市场操作）由美联储自主执行，明确了两者之间的职责分工。该协定后续被学界视作美联储独立性发展的重要里程碑，它划定了债务管理（财政部职能）与货币政策（美联储职能）的界限，成为现代中央银行独立性制度设计的范本。

图1：确立美联储独立性的法案法规一览

法案名称	签署时间	独立性保障内容
《联邦储备法案》 Federal Reserve Act	1913 年	美联储货币政策决策无需获得总统或国会的批准； 美联储自筹收入来自公开市场操作的中持有的政府证券利息，不受国会拨款影响
《银行法案》 Banking Act of 1935	1935 年	移除了财政部部长和货币总监在美联储理事会中的席位
《财政部-美联储协定》 Treasury-Fed Accord of 1951	1951 年	解除美联储对战时固定利率的承诺； 明确了财政部和美联储之间的职责分：财政政策由财政部负责，而货币政策由美联储自主执行

数据来源：The White House、美联储、东吴证券研究所

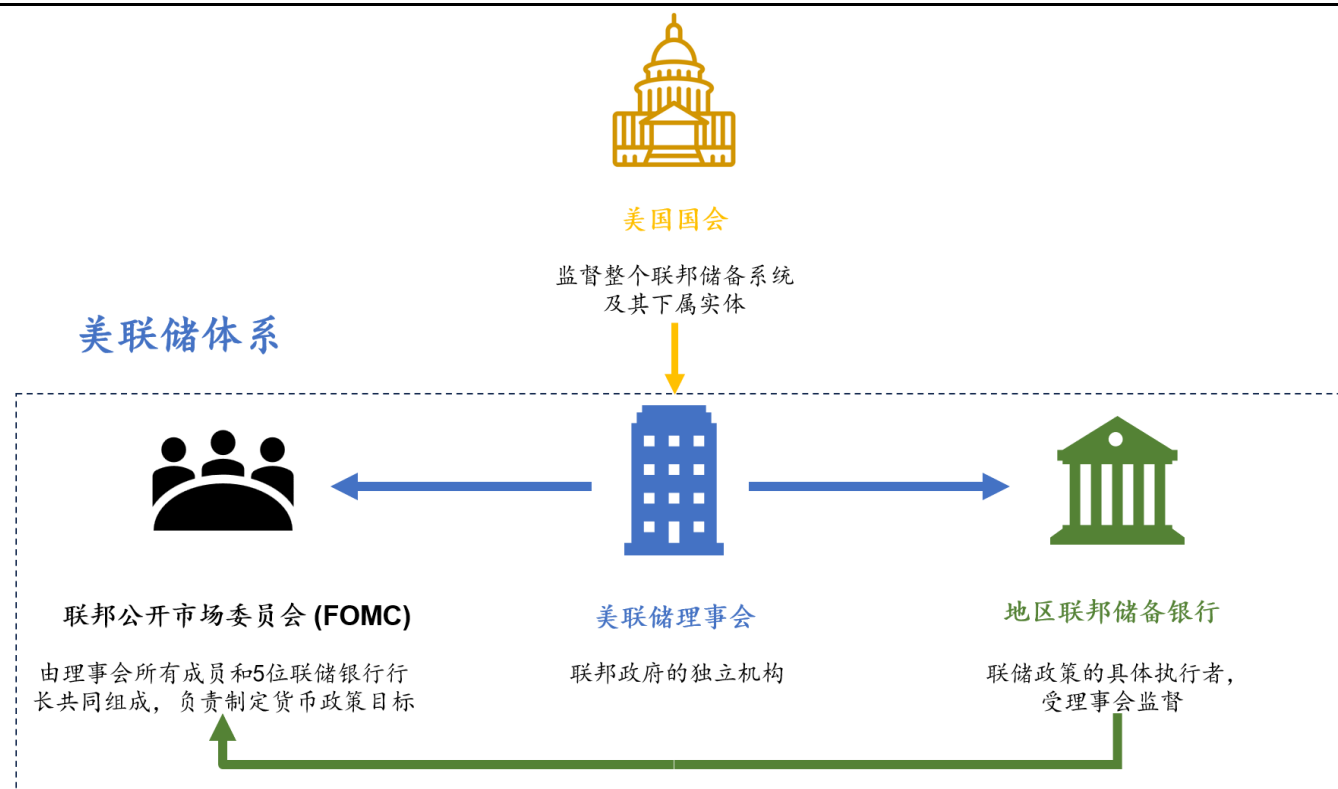
1.2. 当前美联储独立性体现在何处？

经过百年多的演变，除了相关法案提供的权利保障外，美联储的独立性还体现在其独特的架构设计之上。发展至今，美联储形成了带有“联邦+私有”混合性质的独特体系。具体来看，美联储体系由三个关键实体组成：联邦储备理事会（Board of Governors）、地区联邦储备银行（Reserve Banks）以及联邦公开市场委员会（FOMC）。其中理事会作为联邦政府的一个机构，其本身向国会报告并直接对国会负责，负责监管银行体系，并决定贴现率和存款准备金率等重要政策利率。尽管理事会与其他行政部门和国会官员保持频繁沟通，但其决策是独立作出的。而 12 家地区联储均由本地区商业银行持有股份，但这些股份并不代表普通意义上的利润分红权，而是一种法律规定的资本投入。同时地区联储负责执行理事会制定的政策、向本地区银行提供流动性并收集经济金融信息。而为了实现联邦和地方之间的权力制衡，货币政策目标则不是单独由代表联邦的理事会制定，而是由理事会和地区联储主席共同组成的联邦公开市场委员（FOMC）所决定。

从结构来看，FOMC 委员可按职责分为三类：①美联储主席。美联储主席作为 FOMC 的核心人物，负责主持会议、引导政策议程并对外沟通，具有最高代表性；主席由总统提名，但必须是现任或新任的理事之一，且需经参议院确认，任期为 4 年。②理事会成员。理事会成员拥有货币决议的常设投票权，协调全国的货币政策，同时承担银行监管与制度管理职能；理事同样由总统提名，且需经过参议院确认，任期为 14 年。③地区联储主席。代表各自地区联储，提供区域经济信息，参与政策讨论；地区联储主席则由

各地区联储的董事会推荐，但需经过美联储理事会的批准，任期为 5 年。从决策流程来看，FOMC 的货币政策决议最终由理事会的全部 7 位理事 12 位地区联储主席中的 5 位投票决定，其中纽约联储主席因负责公开市场操作而具有常设投票权，其他 11 位主席按年度轮换投票，每年有 4 位地区联储主席拥有投票权。整体来看，美联储主席主导货币政策方向，理事会成员保障全国政策统一，地区联储主席则代表地方声音，三者共同构成美联储决策的多元与制衡结构。

图2：美联储体系结构一览



数据来源：美联储、东吴证券研究所

2. 特朗普干预美联储独立性的手段有哪些？

特朗普作为美国总统这一行政分支的最高领导人，其权力主要集中于人事任免方面。因此特朗普将主要通过对 FOMC 中的三个关键职位人选（美联储主席、理事会成员和地区联储主席）的控制实现对美联储独立性的干预。首先，在鲍威尔任期即将结束之际，特朗普将利用《联邦储备法》赋予的权利，提名一位新的鸽派主席以重塑美联储的货币政策风向；其次，特朗普将利用现有美联储理事的辞职和法律纠纷，将理事会成员逐步替换成“自己人”，确保理事会的多数成员听命于自己，从而实现对部分利率工具的掌控。最后，在控制理事会的前提下，特朗普将逐步干预地方联储主席的人选，从而实现对整个 FOMC 人员结构的重塑，令之后 FOMC 做出的货币政策决议更加符合自己的鸽派偏好。

2.1. 提名鸽派美联储主席，影响货币政策风向

尽管美联储主席在 FOMC 中对货币政策决议只有一票，在形式上与其他委员一致，但作为美联储的核心人物，其无论是在对内设置会议议程与引导讨论，还是在对外沟通表态上，均能对货币政策整体风向产生举足轻重的影响。相关学术研究也发现¹，美联储主席通过议程设定、共识塑造与外部沟通，事实上掌握了远高于其他委员的话语权，使得 FOMC 的集体决策高度趋同于主席的政策偏好。由于现任美联储主席鲍威尔任期即将于 2026 年 5 月到期，因此选择一位更加鸽派的主席候选人成为了特朗普目前对美联储独立性干预最直接的手段。特朗普本人也曾表示“不会选择不愿意降息的候选人”²。美国财长贝森特于 8 月 26 日表示已经敲定了多达 11 位的候选人名单，他将于 9 月 1 日“劳工节”后开始与候选人进行面谈，并最终候选人缩减至 3-4 人供特朗普选择。

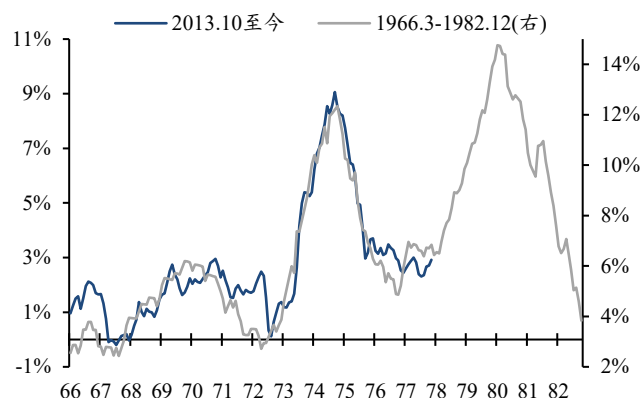
从历史上看，总统提名符合自己货币政策立场的美联储主席并非首例：1977 年卡特正式就任美国总统，届时美国正处在“大滞胀”时期。面对高通胀与高失业的困境，时任美联储主席的伯恩斯（Arthur Burns）主张更加紧缩的货币政策，并在公开演讲与文章中多次批评卡特政府的赤字政策和对通胀问题的轻视。尽管伯恩斯同时强调了美联储独立性，但民主党的卡特却认为伯恩斯作为此前共和党总统尼克松提名的美联储主席过于“唱反调”，在政治上对其权威形成了挑战。因此在伯恩斯任期于 1978 年 3 月结束后，卡特选择重新提名了一位“鸽派”的美联储主席米勒（G. William Miller）。尽管米勒作为国际纸业公司 Textron 的高管，并不像其他“学术型”的经济学家一样拥有货币政策经验，但其以更加务实、温和且“愿意配合政府”的形象得到了卡特的青睐。米勒就任美联储主席后，面对 6-7% 的高通胀，依然维持相对较低的政策利率水平，使得实际利率经常为负，以配合卡特政府的经济刺激政策。进入 1979 年，第二次石油危机爆发令油价再次飙升，但由于担忧石油价格上行对经济活动的抑制作用，米勒并未收紧货币政策，而是选择维持联邦基金利率水平不变。这一决定导致美国通胀彻底失控，CPI 同比增速迅速飙升至 11% 以上，米勒的货币政策因此普遍被外界批评“过于被动，缺乏遏制通胀的决心”。面对失控的通胀局面，卡特不得已于 1979 年 8 月改任米勒为财政部长，同时任命沃尔克（Paul A. Volcker）接任美联储主席。沃尔克上台后立即转向强硬的紧缩政策，才开启了之后的“沃尔克反通胀”时代。

有趣的是，当前美联储“换帅”之际与米勒就任美联储主席前有诸多相似之处：现任主席鲍威尔在货币政策立场上与总统特朗普相左；特朗普希望更换一位愿意配合白宫经济议程的主席；美国通胀在经历了疫情冲击后逐步回落后，近期又有所抬头，同时关税政策的不确定性令美国面临二次通胀的风险。因此，若未来对等关税的通胀压力逐步传导至美国消费者，且新上任的美联储选择与特朗普“步调一致”，维持宽松的货币政策，则美国很可能重现 1970 年代“大滞胀”时期的通胀变化路径。

¹ Committee Decisions on Monetary Policy: Evidence from Historical Records of the Federal Open Market Committee, (2004), Henry W. Chappell, Rob Roy McGregor, Todd Vermilyea, <https://doi.org/10.7551/mitpress/1942.001.0001>

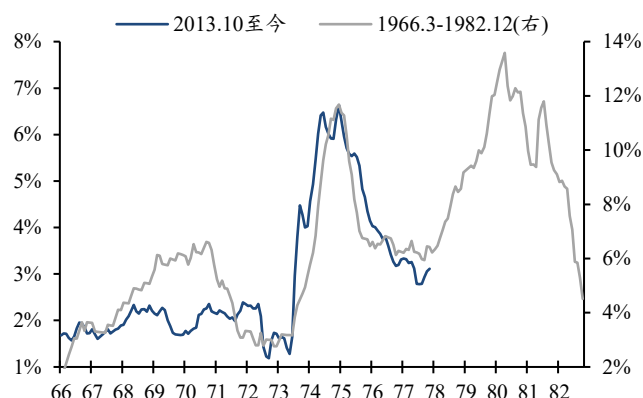
² <https://www.reuters.com/world/us/trump-says-he-wont-appoint-anyone-fed-who-doesnt-back-rate-cuts-2025-06-27/>

图3：本轮与 1970s 大滞胀美国 CPI 同比增速比较



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图4：本轮与 1970s 大滞胀美国核心 CPI 同比增速比较



数据来源：彭博，东吴证券研究所

2.2. 更换联储理事会成员，调整部分利率工具

由于特朗普已经明确表示不会提前解雇鲍威尔，因此未来新提名的新美联储主席仍需等到 2026 年 5 月才能正式上任。而在此之前，**特朗普已经开始提前布局对美联储人事结构的干预——更换现有的联储理事会成员，并选择与自身政策立场一致的候选人接替**。现有的 7 位美联储理事中，库格勒（Adriana D. Kugler）已于今年 8 月 8 日提前辞职，特朗普迅速提名米兰（Stephen Miran）接替其空缺的理事一职，米兰在政策立场上与特朗普高度一致：一方面，他认为关税不会推高通胀因此支持降息；另一方面，他主张重塑联储治理架构，包括缩短理事任期、赋予总统随时罢免理事的权力，强化政府对美联储的控制。除提名米兰外，特朗普又以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克，成为 1913 年美联储成立以来首次直接罢免理事的总统（详见报告《特朗普宣布罢免理事库克，美联储独立性遭挑战》）。

图5：现任美联储理事人员结构一览

姓名	职位	本届任期就任时间	提名总统	本届任期截止时间	货币政策立场
鲍威尔 Jerome H. Powell	主席&理事	理事：2021.5.21 主席：2022.5.22	理事提名：奥巴马 主席提名：拜登	理事：2028.1.31 主席：2026.5.23	中立
杰佛逊 Philip N. Jefferson	副主席&理事	理事：2022.5.23 副主席：2023.9.13	理事提名：拜登 副主席提名：拜登	理事：2036.1.31 副主席：2027.9.13	中立
沃勒 Christopher J. Waller	理事	2020.12.18	特朗普	2030.1.31	最鸽派

鲍曼 Michelle W. Bowman	理事	2020.1.30	特朗普	2034.1.31	最鸽派
巴尔 Michael S. Barr	理事	2022.7.19.	拜登	2032.1.31.	中立
库克 Lisa D. Cook	理事	2023.9.6	拜登	2038.1.31	鸽派
库格勒 Adriana D. Kugler	理事	2023.9.13	拜登	2026.1.31. (已于 2025.8.8 辞 职)	鸽派

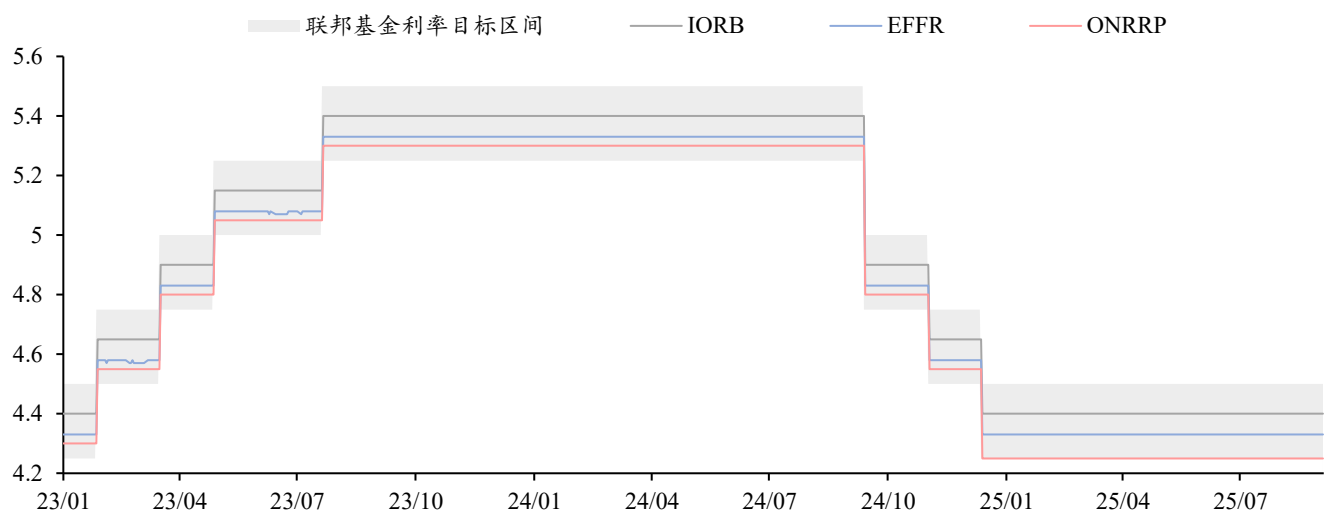
数据来源：美联储、东吴证券研究所

目前美联储理事会的 7 名理事中，沃勒（Chris Waller）和鲍曼（Michelle Bowman）均由特朗普提名，且在近期对降息的鸽派表态中也与特朗普立场一致。而特朗普对米兰的提名已于 9 月 10 日在参议院银行委员会投票通过，预计很快将通过参议院全体会议确认。若未来特朗普能够成功罢免库克并再提名一位新理事，则美联储理事会中未来将有 4 人与特朗普立场一致，超过半数。在现有的美联储体系中，设定联邦基金利率目标区间，进行公开市场操作均由 FOMC 决定，而 FOMC 由全部七位理事会成员，外加纽约联储主席和四位轮值地区联储主席组成，因此 4 位理事会成员并不能完全左右货币政策方向。但需要注意的是，在技术层面上，设定准备金余额利率（Interest on Reserve Balances, IORB）这一重要的货币政策工具仍属于理事会的权力范围之内。

具体来看，目前美联储采用“利率走廊”的方式控制联邦基金利率水平（Effective Federal Fund Rate, EFFR）。IORB 作为商业银行在美联储存放准备金的利率水平，只有当 EFFR 低于 IORB 时，商业银行才有动力在联邦基金市场借入资金进行套利活动，因此 IORB 成为利率走廊的上界。而隔夜逆回购（Overnight Reverse Repurchase, ON RRP）利率作为货币市场基金等金融机构向美联储出借资金的收益水平，当 EFFR 低于 ON RRP 时，符合条件的金融机构几乎没有动力向同业出借资金，因此 ON RRP 利率成为利率走廊的下界。当美联储调整联邦基金利率目标区间时，通常会同步调整 IORB 与 ON RRP。纽约联储的研究显示³，调整 IORB 主要影响 EFFR 分布的中位数；而调整 ON RRP 虽然对中位数影响较小，但能显著固定 EFFR 的分布左尾（第 5 百分位），强化利率下限的稳定性。

³ <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/08/the-federal-reserves-two-key-rates-similar-but-not-the-same/>

图6：美国利率走廊体系与联邦基金利率目标范围



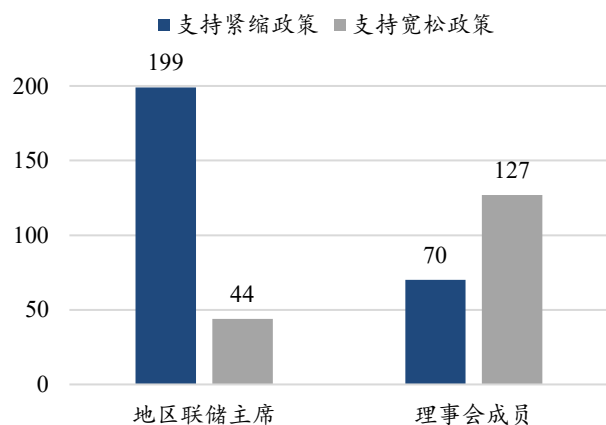
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

虽然从历史上看，理事会总是将 IORB 设定在与 FOMC 制定的利率目标区间相适应的水平上，但随着特朗普对美联储独立性干预的加强，若未来美联储降息不及特朗普设想幅度，不排除特朗普通过指示拥有“多数票”的理事会单方面降低 IORB，从而压低联邦基金利率水平的可能。当然，由于 ON RRP 利率水平的设定仍由 FOMC 决定，因此 FOMC 仍可通过调整 ON RRP 来部分抵消理事会任何“单方面决定”带来的负面影响。但 FOMC 与理事会两者在利率水平设定上相冲突的行为必然会导致货币市场出现前所未有的混乱局面，且其负面影响难以预估。

2.3. 干预地方联储主席人选，重塑 FOMC 人员结构

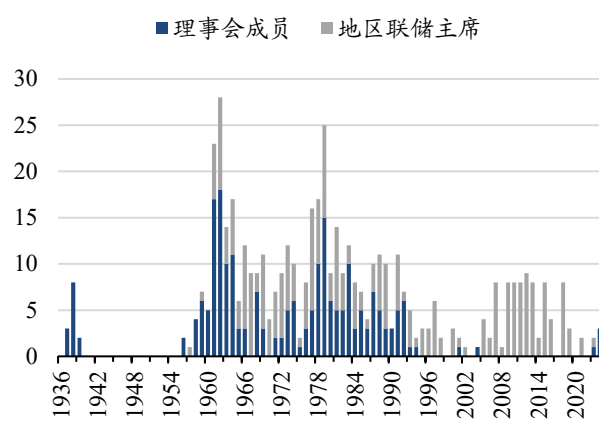
虽然理事会的 4 张“多数票”在现阶段并不能帮助特朗普完全左右美联储的货币政策决议，但从长期来看，在理事会的“多数席位”能够帮助特朗普未来进一步干预地方联储主席的人选。我们通过整理 1936 年至今 FOMC 会议的全部投票记录，发现地区联储主席共投出 243 次反对票，其中 44 次用于支持更宽松政策，199 次用于支持更紧缩政策；相比之下，理事会成员仅投出 197 次反对票，其中 127 次用于支持更宽松政策，70 次用于支持更紧缩政策。在所有主张更宽松政策的反对票中，地区联储主席约占 26%，理事会成员约占 74%；在所有主张更紧缩政策的反对票中，地区联储主席约占 74%，理事会成员约占 26%。同时自 1995 年以来，绝大部分 FOMC 决议反对票都由地区联储主席投出。因此从历史经验上看，地区联储主席更常在投票中持反对意见，主张更加紧缩的货币政策；而理事会成员的反对意见则更常倾向于主张更宽松的政策。

图7: FOMC 货币政策决议反对票数量分布结构



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

图8: FOMC 货币政策决议反对票数量历史分布



数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

因此, 若特朗普能尽快令“特朗普派”成员在美联储理事会中占多数, 则可以进一步重塑 FOMC 人员结构, 令更多鸽派委员获得投票权。具体来看, 地区联储主席的任期每 5 年一届, 其任命必须经由美联储理事会的批准, 而当前全部 12 个地区的联储主席任期都将于 2026 年 2 月 28 日到期。从目前的 12 位地区联储主席货币政策立场来看, 仅有芝加哥和旧金山联储主席持鸽派立场, 且两人所属地区进入票委的时间均要等待至 2027 年。因此待到明年换届之际, 特朗普可通过其在理事会中的多数派“代理人”, 对地方联储主席人选进行干预, 增加持鸽派货币政策立场候选人当选的可能。因此在地方联储主席换届更迭后, 特朗普对 12 人的 FOMC (7 位理事会成员+1 位纽约联储主席+4 位轮值地区联储主席) 将拥有更大影响力, 从而降低美联储内部对降息的反对声音。

图9: 现任地区联储主席一览

所属地区	现任主席	就任时总统	现任主席 货币政策立场	是否为现任票委	下次进入票委 时间
纽约	威廉姆斯 John C. Williams	特朗普	鹰派	是	永久票委
芝加哥	古尔斯比 Austan D. Goolsbee	拜登	鸽派	是	2027 年
波士顿	柯林斯 Susan M. Collins	拜登	中立	是	2028 年
圣路易斯	穆萨莱姆 Alberto G. Musalem	特朗普	鹰派	是	2028 年
堪萨斯城	施密德 Jeffrey R. Schmid	拜登	鹰派	是	2028 年
费城	鲍尔森 Anna Paulson	奥巴马	中立	否	2026 年
明尼阿波利斯	卡什卡利 Neel Kashkari	奥巴马	中立	否	2026 年
达拉斯	洛根 Lorie K. Logan	拜登	鹰派	否	2026 年

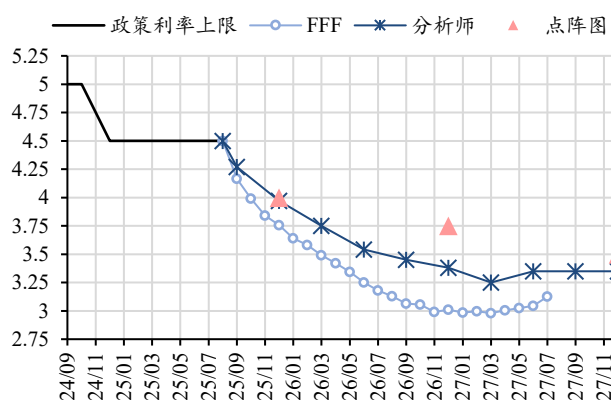
克利夫兰	哈马克 Beth M. Hammack	特朗普	最鹰派	否	2026 年
旧金山	戴利 Mary C. Daly	特朗普	鸽派	否	2027 年
亚特兰大	博斯蒂克 Raphael W. Bostic	特朗普	中立	否	2027 年
里士满	巴尔金 Thomas I. Barkin	特朗普	鹰派	否	2027 年

数据来源：美联储、东吴证券研究所

3. 特朗普干预美联储独立性有什么市场影响？

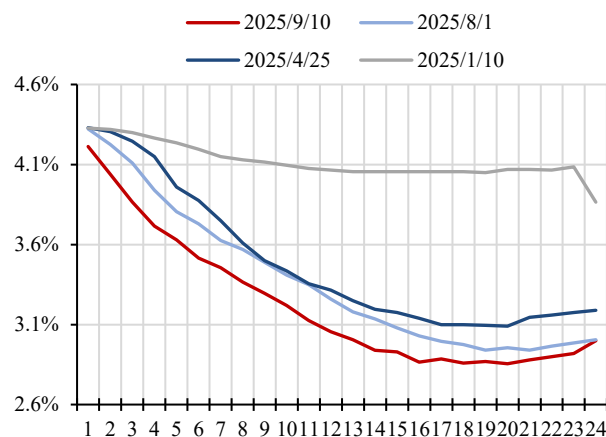
宏观经济层面来看，特朗普对美联储独立性的干预将给美国经济带来更加鸽派的货币政策和更加宽松的金融环境。截至最新联邦基金期货市场预期至 2025 年底美联储降息 2.8 次/70.3bps，至 2026 年底降息 5.6 次/141.2bps，当前市场预期明年降息次数约为 3 次。而随着明年美联储新任主席的上任，美联储理事会的 7 名理事中将有 4 名“听命”于特朗普，无论是对主席还是对理事会，特朗普都将拥有更大的话语权。因此 2026 年美联储的降息幅度料在特朗普的干预下超过当前市场定价，政策利率区间或因此来到 [2.75, 3%]，低于今年 6 月点阵图指引中 3% 的中性利率水平。这也意味着美联储货币政策将进入宽松区间，低利率对金融条件的放松或令美国经济周期从软着陆切换至温和扩张。

图10：美联储政策利率上限预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图11：不同时期联邦基金期货对未来2年政策利率预期

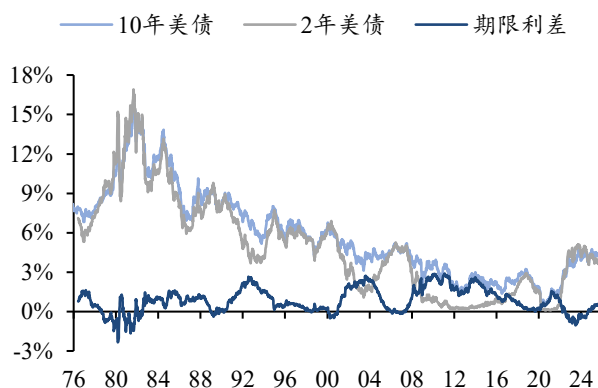


数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴未来月份数

大类资产层面来看，特朗普对美联储独立性的干预不仅影响的是市场降息预期，还将对当前美元体系的信用造成冲击。由于美联储将通胀目标设定为 2%，因此长期通胀预期也被锚定在该水平附近，而美联储独立性保障了利率路径的可预测性。但当特朗普出于政治目的试图刻意压低利率水平时，市场对未来“过度降息”的预期将带动 2 年美债利率走低，同时美联储独立性受损也意味着未来货币政策路径的不确定性大幅抬升，

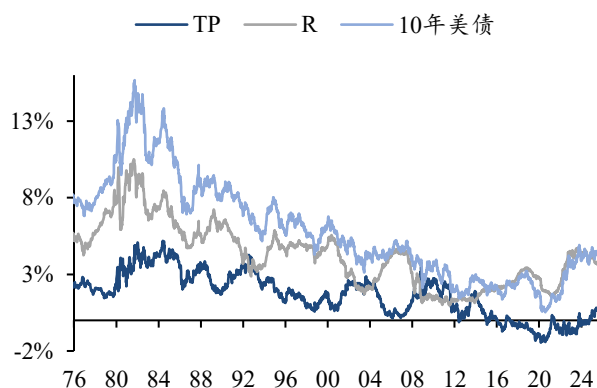
削弱投资者对美元资产的信心。一方面，投资者会要求更多的风险补偿以持有美债，推升期限溢价，10年期美债利率的下行空间因此受限；另一方面，随着特朗普《大美丽法案》的落地，美国联邦政府债务问题也再度引发市场关注。未来在对“财政政策可持续性”与“货币政策独立性”的担忧下，美元信用风险的走阔也令海外投资者加速“去美元化”进程，带动美元指数走低。

图12: 10年美债利率与2年美债利率、期限利差



数据来源：彭博，东吴证券研究所

图13: 10年美债利率与风险中性利率、期限溢价



数据来源：彭博，东吴证券研究所；TP代表期限溢价，R代表风险中性利率

4. 风险提示

特朗普再度遇刺：美国大选期间总统候选人特朗普曾一度遇刺，在美国政治极化和两党矛盾激化背景下，特朗普在任期间或再度面临遇刺的风险，届时将造成美国国内局势动荡；

现有美联储官员抵制特朗普的行政命令：现有美联储官员为保障联储独立性，或拒绝特朗普的相关行政命令，从而减轻特朗普对货币政策的干预；

共和党中期选举失利：2026年中期选举参议院换届后，若共和党失去参议院多数席位，则特朗普对美联储相关官员的任命提案可能因民主党反对无法通过。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>