



美国大幅降息的概率正在 增加

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

美国大幅降息的概率正在增加

基本内容

鲍威尔的政治转向可能导致 9 月份的降息幅度以及鸽派信号的程度超出预期。对他自己而言，也需要一次“超预期”的降息来向特朗普展示“忠诚”，仅仅 25 个基点的降息不足以传递如此强烈的政治信号。

与此同时，疲软的劳动力数据使得大幅降息不再突兀，反而基于鲍威尔自己那套“数据依赖”的行事准则，更像是顺水推舟。如此大规模的数据下修，将为鲍威尔提供一个无可辩驳的、以数据为依据的理由来执行大幅降息。

尽管资本市场并没有因再次的大幅基准下修而产生明显波动，但一个无可辩驳的事实是美国劳动力市场的强度远低于此前非农数据展现的水平。过去四个月的非农新增就业都几乎为负增长，这毫无疑问会成为联储官员们 9 月 FOMC 关注的重点。

美国劳动力市场很可能处于接近迅速恶化的拐点（inflection point），当前的“弱预期、弱现实”意味着 4.3% 的失业率仍存在较大的上行风险；而预期的改变（大幅降息）向现实传导亦需要时间，四季度的劳动力需求更有可能是磨底而非明显改善。

因此，9 月降息 50bp、年内降息 100bp 并非不可能；哪怕通胀在低基数的情况下呈现出反弹趋势，这种捍卫价格稳定的话语在“拯救美国经济”面前显得过于苍白，而且联储官员捍卫“价格稳定”所付出的个人政治成本越来越高。

短期来看，全球美元流动性将随着联储降息的落地变得更加泛滥，在全球市场都有泡沫的背景下，中国资产还会持续受益。但降息的代价是昂贵的，在明年中期选举之前，美国经济的企稳乃至加速都具备更大的确定性，再通胀压力将明显抬头。

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张，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。

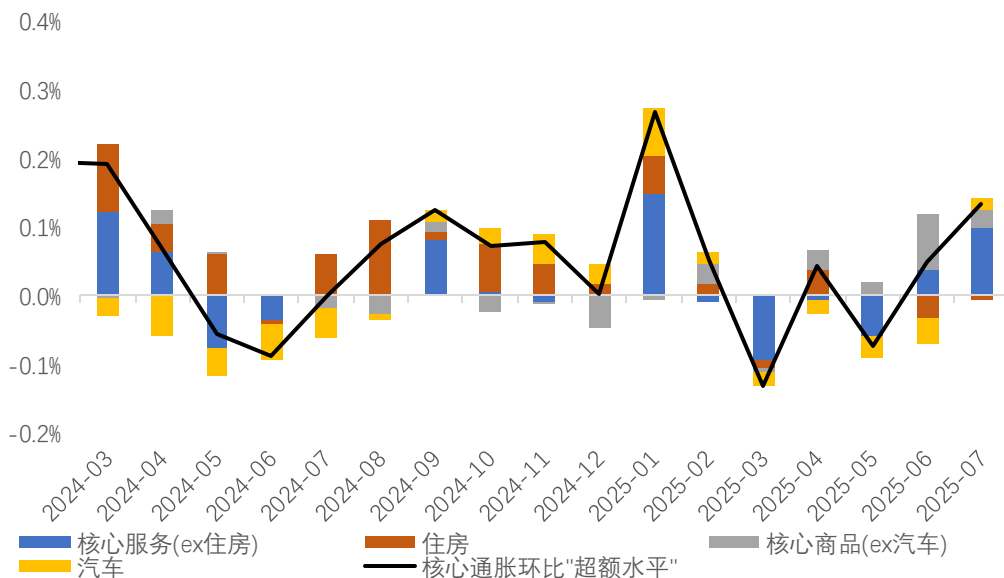


政治转向胜过经济转向

美联储主席鲍威尔的态度在短时间内发生了 180 度的大转弯，且这种鸽派转向具备持续的政治动能。在 7 月底的议息会议上，他仍对劳动力市场的韧性表达充分信心且高度关注通胀风险；而到了 8 月 22 日的杰克逊霍尔会议，其口风突变为担忧就业市场持续放缓，并认为关税造成的通胀抬升可能是一次性的。

如果说对就业的转向还算是有据可依，毕竟 7 月非农报告中将 5、6 月就业大幅下修 25.8 万人，那对通胀态度的转变则并没有明确的依据，符合预期的商品通胀以及陷入停滞的服务去通胀进程很难根本性地改变观察者的立场。因此，鲍威尔转鸽被赋予了政治转向的意味，而非对经济的技术性判断。

图 1：服务去通胀进程的停滞被鲍威尔选择性无视



来源：Wind，国金证券研究所

特朗普试图罢免美联储理事丽莎·库克 (Lisa Cook)，该事件已演变为一场复杂的政治法律剧。美国司法部已经正式向美联储理事丽莎·库克提出了刑事控告，这为特朗普将其开除提供更加充分的理由。库克不仅要抵御罢免，还寻求反诉特朗普和美联储，试图阻止美联储与她切割。这一事件的严重性在于，它可能导致库克未来参与的任何货币政策投票结果被追溯为无效，从而给美联储的声誉带来毁灭性打击。

库克即使不被解雇，她再次参与联储的货币政策决策的前景也变得更加暗淡，联储理事会的投票格局将被改变。考虑到史蒂夫·米兰即将加入联储理事会，我们可以预见至少有 3 位理事将支持更大幅度的降息决策，这将削弱鲍威尔协调政策的能力。而随着新任联储主席人选即将公布，鲍威尔的权利将被进一步架空，及时进行政治转向不是为了“获得什么”，而仅仅是为了保护自己不“失去更多”。

图 2：如果库克无法参与 9 月 FOMC 会议，理事会层面至少有 2-3 票支持 50bp 降息

美联储理事会构成	任职者	理事任期结束时间	当前立场
联储主席，理事	鲍威尔	2028年1月	持续被特朗普公开抨击
负责监管的副主席，理事	鲍曼	2034年1月	偏特朗普
副主席，理事	杰弗逊	2036年1月	中立
理事	巴尔	2032年1月	中立
理事	库克	2038年1月	反特朗普，因房贷欺诈正接受刑事调查
理事	沃勒	2030年1月	偏特朗普，新任主席前三候选
理事(临时)*	米兰	2026年1月	特朗普代理人

来源：FED，国金证券研究所

自特朗普上台后，行政权越过司法权、财政权主导货币权，正在具象化体现。实际上，特朗普对于独立机构的“染指”早已开始，且美国最高法院提供了一些“先例”作为支撑。

比如 7 月 24 日，美国最高法院允许特朗普解雇消费品安全委员会的三名成员（皆由拜登任命）；他们仍处于与特朗普的诉讼期中，此前地方法院裁定在诉讼期内可继续任职，但此次最高法院赋予了特朗普直接将他们免职的权利。9 月 8 日，美国最高法院允许特朗普解雇联邦贸易委员会委员丽贝卡·斯劳特。这些临时判决皆以 6-3 获得通过，这也正是美国最高法院中共和党与民主党提名的法官数量之比。



图 3：共和党在最高法院的人数优势支持了特朗普的行政权“治国”



来源：CNBC，国金证券研究所

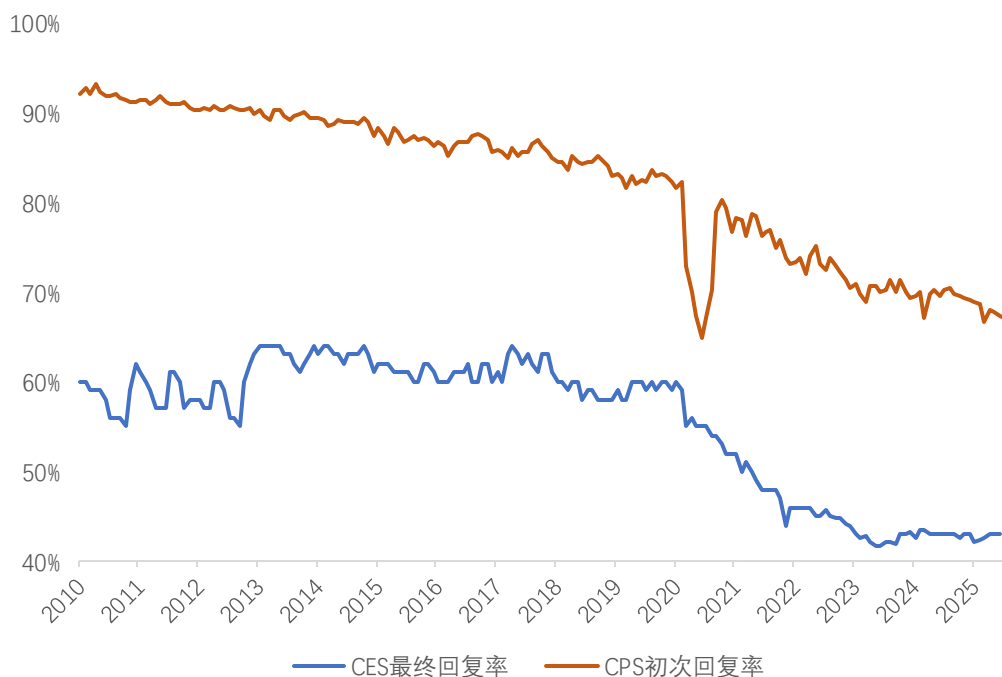
鲍威尔的政治转向可能导致 9 月份的降息幅度以及鸽派信号的程度超出预期。对他自己而言，也需要一次“超预期”的降息来向特朗普展示“忠诚”，仅仅 25 个基点的降息不足以传递如此强烈的政治信号。

就业连续下修，鲍威尔需自证“数据依赖”

疲软的劳动力数据使得大幅降息不再突兀，反而基于鲍威尔自己那套“数据依赖”的行事准则，更像是顺水推舟。

当前非农数据的统计方法存在严重漏洞，普查的初次回复率已从过去的 80%-90% 降至不足 70%；抽样模型过时，出生-死亡调整也不太适用于疫情后的经济环境。市场对美国经济数据，尤其是关键的非农就业数据的信任度也在崩塌。

图 4：非农的回复率明显低于此前水平



来源：BLS，国金证券研究所

大幅的非农下修导致美国 6 月非农就业终值录得-1.3 万人，同时 8 月非农新增就业仅为 2.2 万人；数据发布后贝森特等官员都发声称 BLS 已经严重缺乏可信度，未来非农数据会面临上修，这也加深了市场对于“人为调控”的担忧。

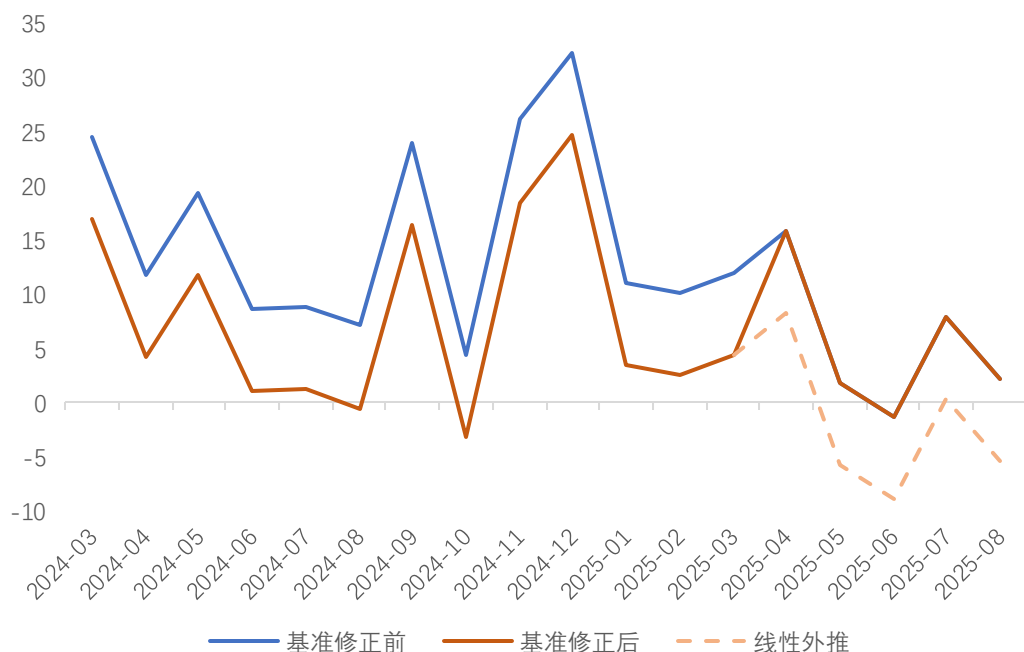
美国劳工统计局（BLS）在 9 月 9 日公布的年度基准修正初值将 2024 年 3 月-2025 年 3 月的非农就业人数下修 91.1



万人，是就业总量的 0.6%，约是过去十年修正波动极值的两倍。如此大规模的数据下修，将为鲍威尔提供一个无可辩驳的、以数据为依据的理由来执行大幅降息。

尽管资本市场并没有因再次的大幅基准下修而产生明显波动，但毫无争议的事实是美国劳动力市场的强度远低于此前非农数据展现的水平。线性外推后，过去四个月的非农新增就业都几乎为负增长，这毫无疑问会成为联储官员们 9 月 FOMC 关注的重点。

图 5：计入非农年度基准修正初值后，美国劳动力市场的疲软毫无辩驳(单位:万人)



来源：Wind，国金证券研究所

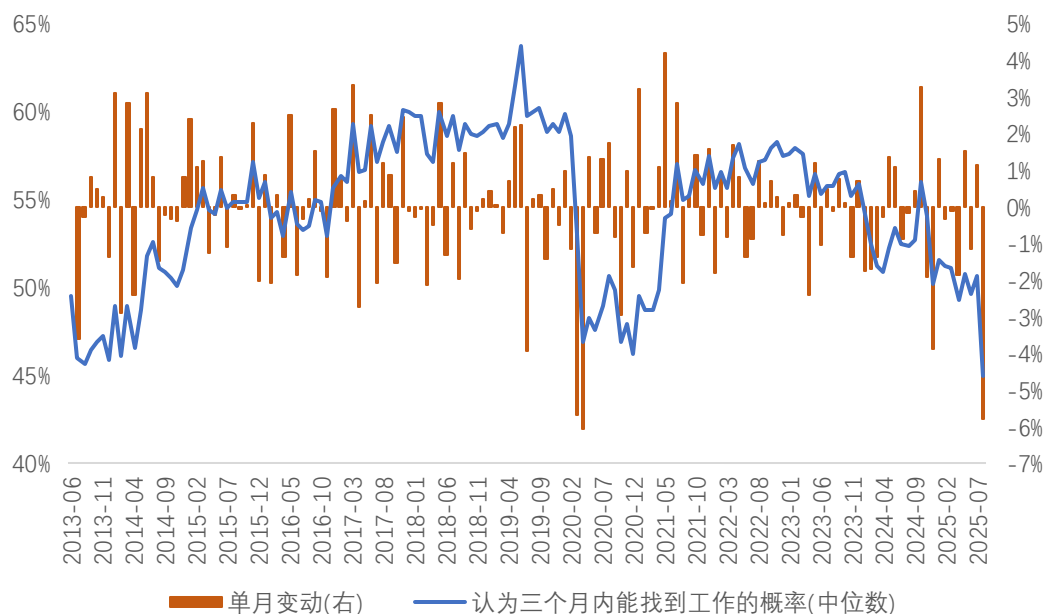
去年正是在下修 81.8 万后（2024 年 9 月公布的初值），美联储迅速降息了 50 个基点。如果历史重演，更加流畅的降息路径将极大地强化美元的弱势预期，直至疲软的美国劳动力市场出现趋势性反弹。

美国民众对于就业市场的感知也在急剧变差。纽约联储最新公布的消费者前景调查中，（如果今天失业）认为在未来三个月能够找到工作的概率中位数从 50.7% 降至 44.9%，这是该数据 2013 年 6 月统计以来的最低水平，也是 2020 年外最高的单月走弱幅度；这也与谘商会调查中的劳动职位充足率的收窄互相印证（职位充足-职位不足）。

美国劳动力市场很可能处于接近迅速恶化的拐点（inflection point），当前私人部门的“弱预期、弱现实”意味着 4.3% 的失业率仍存在较大的上行风险；而预期的改变（大幅降息）向现实传导亦需要时间，四季度的劳动力需求更有可能是磨底而非明显改善。



图 6：居民部门对就业的预期变得越发悲观



来源：纽约联储，国金证券研究所

因此，9 月降息 50bp、年内降息 100bp 并非不可能；哪怕通胀在低基数的情况下呈现出反弹趋势，这种捍卫“价格稳定”的话语在“拯救美国经济”面前显得过于苍白，而且联储官员捍卫“价格稳定”所付出的个人政治成本越来越高。

降息的代价依然昂贵：明年的“再通胀”风险

特朗普也希望降息能带动长端利率下行，进而降低融资成本以压降利息支出，缓解赤字压力，但这更多是一种美好的愿望，不具备太多的实操性。

今年特朗普声称额外的关税收入可能达到近 2000 亿美元，但这对于解决赤字问题依然是杯水车薪，最为关键的问题是依赖市场的自发传导“不够快”，且效率“不够高”。

长债利率除了将逐步定价联储独立性问题外，美国债务重启发行也会带来更大的供给挑战（尽管贝森特提到暂时以短债为主，但这只是用时间换空间的方案）。这些都使得短期内美国长端利率难以明显下降，摆在特朗普面前有三个选择：联储转向扩表，加大财政部的回购力度，实行收益率曲线控制。

近期关注度最高的收益率曲线控制反而是最差的方案，这会带来更大的通胀压力，乃至成为联储独立性丧失的标志性事件；最具备可行性的是联储转向扩表，成为美债的边际（而非主要）买家，缺点是“见效慢”。

短期来看，全球美元流动性将随着联储降息的落地变得更加泛滥，在全球市场都有泡沫的背景下，中国资产还会持续受益。但降息的代价是昂贵的，在明年中期选举之前，美国经济的企稳乃至加速都具备更大的确定性，再通胀压力将明显抬头。

有趣的是，考虑到如此疲软的劳动力市场和大幅下修的非农数据，美国实质上在用更少的新增就业推动一个减速（但没那么明显）的经济增长，这可以模糊地归因于生产力的提振。一旦生产力的趋势性提升变得更加明显且确定，美国滞胀的担忧将会消退，这会是长期存在于美国经济研究中的变数。



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