



大财政时代冲击联储独立性

宏观经济深度报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

大财政时代冲击联储独立性

基本内容

回头看，2025 年杰克逊霍尔全球央行年会的意义可能比重启降息周期更为重大，鲍威尔突兀的鸽派转向与货币政策框架的鸽派调整可能意味着联储独立性终结的开始。当经济数据的变化无法支撑货币政策立场变动时，这种意愿的转变实质上更多应归结于外部因素的力量，即政治压力。

从历史上看，大缓和时代伴随着的全球化进程以及政治层面对于权责边界的默认都在发生根本性变革；全球主要发达经济体都在需求用更丰富的财政手段来应对越来越多的供给侧冲击以缓解经济增长压力，代价是更大的政治阻力、财政纪律的逐步缺位以及货币政策沦为附庸。

发达经济体在应对此问题时呈现的节奏有快慢之分，但呈现出了类似的经济结果：全球长债利率并未在本轮降息周期中明显下行，反而曲线变得越发陡峭化，债券投资者正在寻求更高的风险补偿。这种“反向格林斯潘之谜”是以上三个风险（代价）的具象化体现：法国与日本持续增长的政治压力，南欧财政纪律的长期缺位，而美国则兼而有之。

过往的货币政策使命是刺激需求从而带动供给扩张，意在从总量层面做大蛋糕；现在财政政策的目标则是进行结构性的产业优化，在经济转型过程中保持总量的合理增长水平。因此，联储独立性可能只是一种时代背景下的产物。

风险提示

1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀。2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松。3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退。

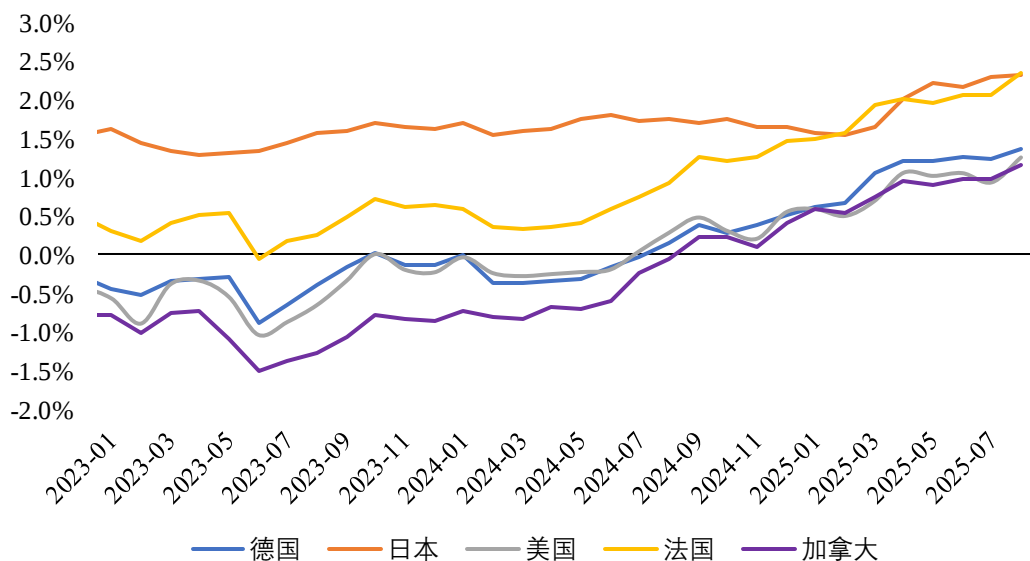


回头看，2025 年杰克逊霍尔全球央行年会的意义可能比重启降息周期更为重大，鲍威尔突兀的鸽派转向与货币政策框架的鸽派调整可能意味着联储独立性终结的开始。当经济数据的变化无法支撑货币政策立场变动时，这种意愿的转变实质上更多应归结于外部因素的力量，即政治压力。

从历史上看，大缓和时代伴随着的全球化进程以及政治层面对于权责边界的默认都在发生根本性变革；全球主要发达经济体都在需求用更丰富的财政手段来应对越来越多的供给侧冲击以缓解经济增长压力，代价是更大的政治阻力、财政纪律的逐步缺位以及货币政策沦为附庸。

发达经济体在应对此问题时呈现的节奏有快慢之分，但呈现出了类似的经济结果：全球长债利率并未在本轮降息周期中明显下行，反而曲线变得越发陡峭化，债券投资者正在寻求更高的风险补偿。这种“反向格林斯潘之谜”是以上三个风险（代价）的具象化体现：法国与日本持续增长的政治压力，南欧财政纪律的长期缺位，而美国则兼而有之。

图 1：主要发达经济体的国债曲线仍在延续陡峭化趋势(2y-30y)



来源：Wind，国金证券研究所

过往的货币政策使命是刺激需求从而带动供给扩张，意在从总量层面做大蛋糕；现在财政政策的目标则是进行结构性的产业优化，在经济转型过程中保持总量的合理增长水平。因此，联储独立性可能只是一种时代背景下的产物。

一、货币政策框架修改的来龙去脉

再看 2025 年杰克逊霍尔会议的框架修订，时机绝非偶然，它在战略上被用于为短期的鸽派转向提供一个长期的、制度性的合理解释，从而使政策转变看起来不那么突兀和随意，更像是一次深思熟虑的战略演进。

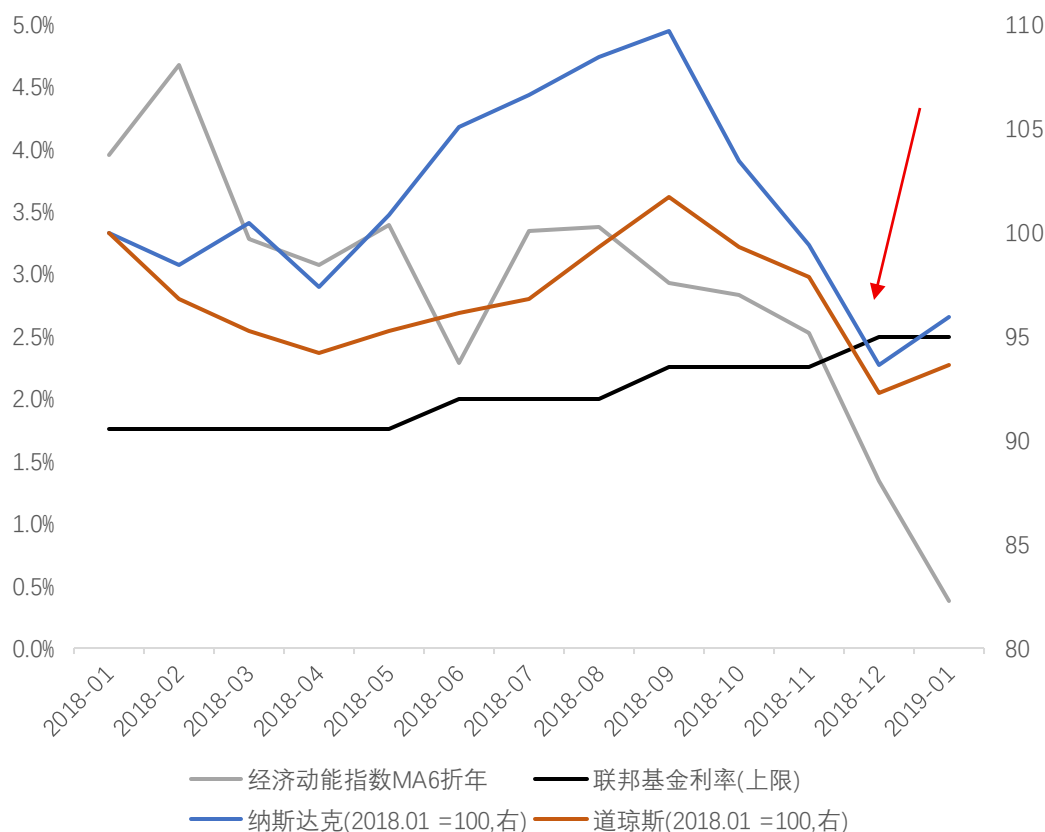
一个未经解释的突然鸽派转向，会显得纯粹是政治驱动。通过在发表鸽派演讲的同时宣布审查结论，鲍威尔得以将他的新政策立场嵌入到一个更宏大、听起来更具合法性的制度变革之中。这次框架修订扮演了关键的“政策基础设施”角色，其推出是为了支持并合法化一个很可能是由更直接的政治压力所驱动的决定。

传统经济学理论和历史经验都强调央行独立性的至关重要性。20 世纪 70 年代尼克松-伯恩斯时期的教训尤为深刻：当时，政治压力导致美联储维持低利率，最终引发了失控的通货膨胀。随后，“沃尔克冲击”以巨大的经济代价（即一场深度衰退）重建了美联储的信誉，并确立了央行独立性的黄金标准。

事实上，鲍威尔的整个任期都可以被视为一场持续的政治平衡术。从他上任初期对特朗普的鹰派立场（即“通胀暂时论”），再到如今在巨大压力下的再次转向，都表明他的决策并非在政治真空中做出。



图 2：2018Q4，美股与美国经济数据持续下行，但鲍威尔依然选择继续加息



来源：Wind，国金证券研究所

值得一提的是，美联储的决策流程与沟通虽然变得更加透明与频繁，但也仅是这二十多年来的产物。

2000 年起，每次会议后都将发布政策声明（此前为有政策变动才发布）；2004 年起，加快会议纪要（Minute）的发布时间；2007 年起，联储引入季频的 SEP 预测；2011 年起，引入 FOMC 会议后的记者会（每季一次）；2012 年起，明确货币政策框架以及 2% 的通胀目标；2019 年 1 月起，FOMC 会后记者会增加为每次会议后均举办；2020 年 8 月，引入平均通胀目标制（FAIT）；2021 年 3 月，取消法定准备金率。

图 3：联储制度修改大事记



来源：美联储，国金证券研究所

因此，我们现在所习惯的联储沟通模式其实仍处在持续修改和优化过程，联储的独立性和货币政策决策透明度更像是一种“相对概念”；这使得我们能更好理解鲍威尔的“杰克逊霍尔大撤退”中真正主导力量：来自白宫的巨大压力。

二、特朗普施压三部曲

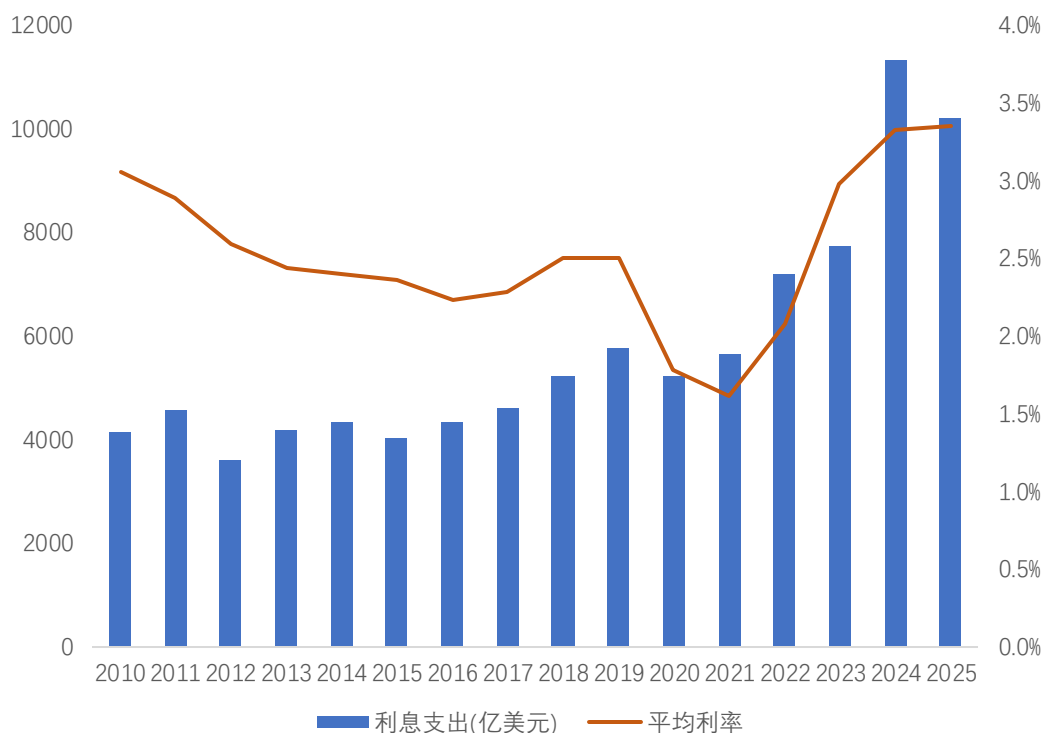
特朗普政府在上任后为了推动联储降息，采用了一套多层次、高强度的施压策略，其目标直指鲍威尔本人及其领导下的联邦储备委员会。

首先是通过公开施压的方式对鲍威尔本人以及美联储进行不间断的言语攻击。

在鲍威尔转向之前，特朗普已经发动了一场持续的公开舆论攻势。他以前所未有的方式直接攻击鲍威尔，要求立即大幅降息，并多次威胁要将其解雇。特朗普为降息给出的理由也极具政治色彩：他声称美国“没有通胀”，而降息可以降低 37 万亿美债对应的利息支出。



图 4：2025 财年的美国债务平均利率与去年接近持平（数据截至 FY25-7 月）



来源：美国财政部，国金证券研究所

这种持续的公开羞辱和政治喊话，为美联储制造了一个充满敌意的政治环境，并从根本上挑战了其决策的合法性。

施压策略的第二步是抓住一些漏洞并将其放大，力图寻求合法手段进行人事布局。

特朗普在喊话无果，且发现鲍威尔逐渐塑造出了一种鹰派卫道士的形象之后，白宫选择将一个看似普通的行政问题——美联储总部大楼的翻新工程——武器化。

特朗普政府紧紧抓住了该项目预算超支的问题（从疫情前的约 19 亿美元增至 25 亿美元），并以此为借口对鲍威尔展开攻击。特朗普在一次实地考察中公开指责项目管理不善，并给出了一个被夸大的 31 亿美元的成本数字，鲍威尔当场予以否认。

但随后，联储在其官网的 FAQ 界面，将大楼翻新信息作为独立子项介绍，与传统的货币政策、经济与物价稳定等拥有着并列的重要性，体现出联储对此问题的极度重视。



图 5：在联储官网的 FAQ 界面，大楼返修成为一个独立子项，凸显对其的重视



来源：美联储，国金证券研究所

这一争议的真正目的并非仅仅是公开羞辱，而是为了制造一个法律上可行的借口，以“因故解职”（for cause）的方式将鲍威尔免职。根据《联邦储备法》，总统因政策分歧解雇美联储主席的门槛极高，但“因故解职”（如渎职或不当行为）则提供了一个法律漏洞。

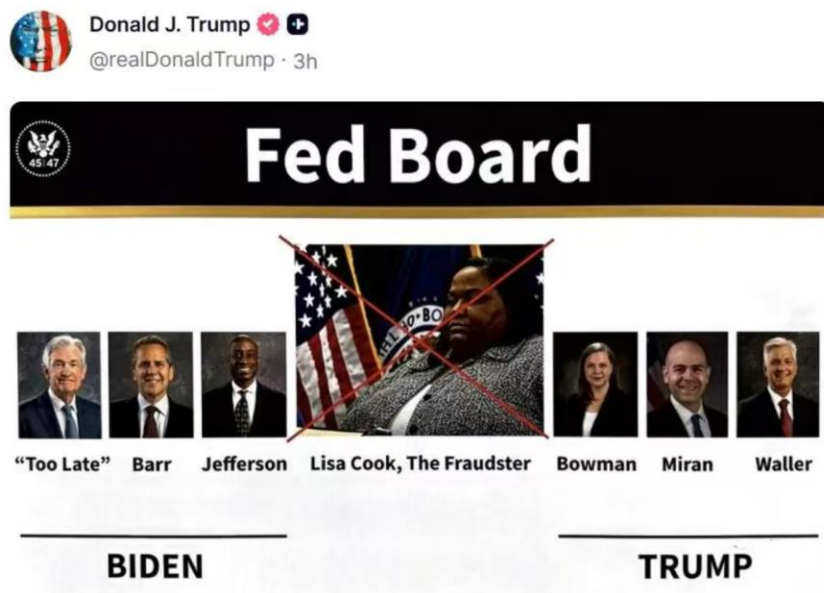
这体现了一种高明的政治策略：将一个普通的行政监督问题升级和武器化，以此来威胁一个准政府机构的制度独立性。直接因利率政策解雇鲍威尔在法律和政治上都充满风险，很可能引发市场恐慌。

但通过制造翻新工程的争议，政府可以指控其管理不善、浪费公帑甚至误导国会。这为鲍威尔的职位制造了一种与市场无关但真实可信的威胁，施加了一种比单纯的口头批评更有效、更具威慑力的压力。

施压策略的第三步是强迫联储理事会选边站，对于那些不支持他降息立场的理事，特朗普选择加码施压策略。

在杰克逊霍尔会议前，瞄准理事莉萨·库克进行敲山震虎。特朗普任命的官员对拜登提名的美联储理事莉萨·库克提出了抵押贷款欺诈的指控，特朗普随即公开要求她辞职，否则将予以解雇。这一行动并非孤立地针对库克，而是一次旨在恐吓整个理事会并改变 FOMC 投票格局的战略性举动，即所谓的“敲山震虎”。

图 6：特朗普公开将联储理事分派别，也将加剧其政治化担忧





来源：Truth，国金证券研究所

这种“人质”策略标志着施压方式的升级，从向主席施压转变为动摇其在理事会的整个支持基础。鲍威尔的权威（或者说历任联储主席的权威）都依赖于其在 FOMC 内部建立共识的能力，一个分裂的理事会将极大地削弱主席的领导力。

通过以非政策性理由攻击一位由前任总统任命，且不支持特朗普当前降息立场的理事，其实质上是传递了一个信号：“如果你们不支持政府的政策偏好，我们将仔细审查你们的个人历史和财务状况，以寻找将你们免职的借口。”这彻底改变了每位理事的风险考量，决策不再仅仅是关于经济辩论，而是关乎个人和职业的生存。

政治经济本就不分家，美国的货币政策和政治体系盘根错节，降息早已经不是简单的基于经济情形做出的判断，未来需要更多的从政治视角审视美联储以及金融市场。

特朗普能够二进宫成为美国总统，并顺利地统一共和党内的不一致意见，其政治手段相较于第一任期取得了明显进步；而联储官员大多是学术出身，精英背景，象牙塔浸泡多年，很难抵抗特朗普的轮番攻击。例如理事库格勒选择提早离任，甚至不参与 7 月 FOMC 会议，减少对特朗普的“风险敞口暴露”。

因此，在未来回看 2025 年的杰克逊霍尔会议，短周期视角是降息周期重启的拐点，长周期下可能也是联储独立性落幕的开始。

三、新的宏观经济范式：“大财政时代”到来，货币政策沦为附庸

从历史上看，大缓和时代伴随着的全球化进程以及政治层面对于权责边界的默认都在发生根本性变革；全球主要经济体都在需求用更丰富的财政手段来应对越来越多的供给侧冲击以缓解经济增长压力，代价是更大的政治阻力、财政纪律的逐步缺位以及货币政策沦为附庸。

美联储的独立性并非一个绝对的“开/关”状态，而是一个随政治环境而变化的连续光谱。法律条文赋予了美联储法理上的独立性。然而，这种独立性的有效性取决于政治惯例以及行政部门尊重这种惯例的意愿。

核心变量在于，特朗普上任后寻求对美国全经济全方位掌控，而美国政治的边界感被打破，不仅是对货币政策的冲击，还有对于司法权的制度性挑战（例如关税的合法性问题依然存在争论）。

鲍威尔的转向表明，他的决策已经深度融入了对他个人和整个机构的政治风险考量。因此，尽管法律上仍然独立，但鲍威尔领导下的美联储在事实上的独立性程度，已远低于其前任，使其成为一个反应更迅速、对政治更敏感的机构。

在一个充满供给侧冲击（如疫情、战争、关税壁垒）和全球性滞胀风险的世界里，作为需求侧管理工具的货币政策，其有效性正在下降。财政政策——即政府支出、税收和产业政策——正日益成为驱动经济结果的主导力量。需要的不是货币宽松，而是财政积极。

鲍威尔的屈服反映了货币政策失去其首要地位的宏观格局的根本性转变。当前影响经济的主要力量——关税、移民限制、供应链重组、入股关键企业、产业扶持政策——均是政府财政和监管政策的直接产物。美联储的利率工具难以解决这些结构性的供给侧问题。为了对抗关税引发的通胀而加息，将会摧毁本已脆弱的劳动力市场。

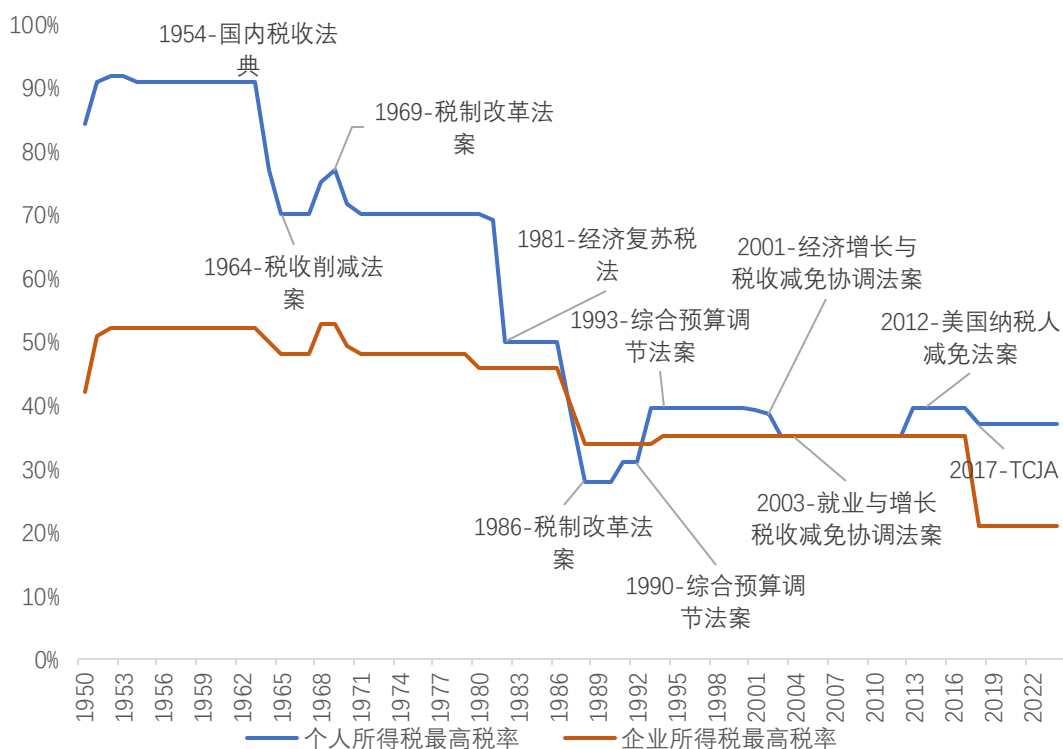
同时，政府为巨额债务融资的需求，也产生了保持低利率的巨大压力。通过降息，鲍威尔实际上是在迁就政府的财政和贸易政策，他选择为这些政策的后果提供融资，而不是与之对抗。这无异于默认，在当前环境下，美联储的角色是支持政府的议程，而非规划一条独立的路线——这是一个典型的“财政主导”案例。

当然，积极财政的背后仍需要解决的是赤字问题，美国过往几十年的收支情况更像是“开源节流”的反面教材，一味下调最高利率同时增加居民部门的转移支付。考虑到财政政策的效率本就低于货币政策，这也会加深逐渐抬头的滞胀趋势，带来更多的复杂性。

这一切正如拜登在白宫办公室发表的最后一次公开讲话那样：他对于美国寡头政治的形成，对于美国科技工业复合体的形成表达了极端的担忧；因此大财政时代只是一个表象，背后的本质是国家资本主义的具象化体现。

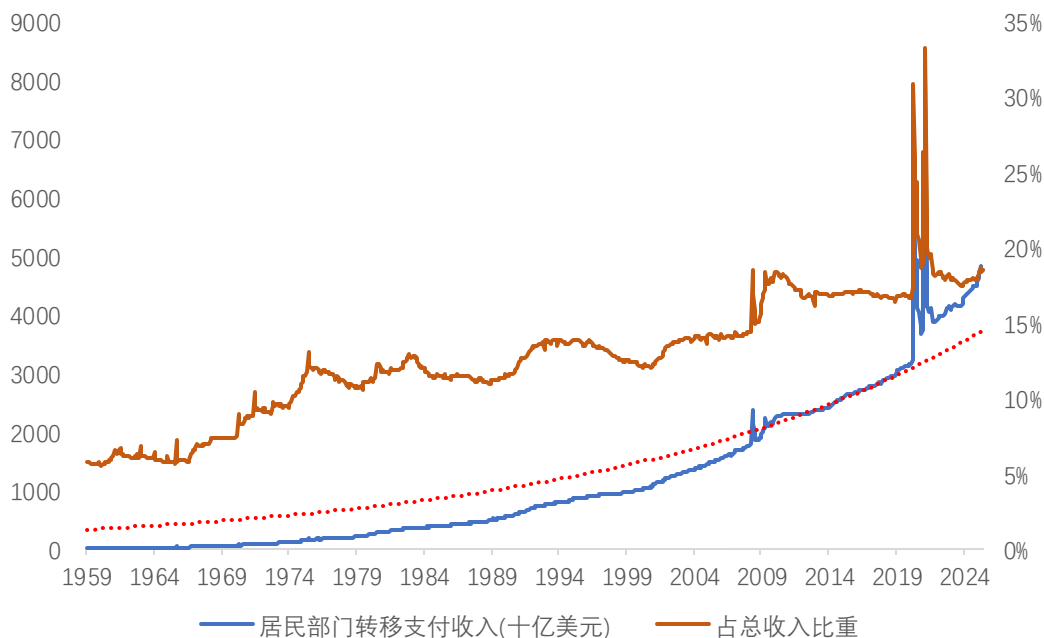


图 7：美国自二战后不断下调企业与个人所得税率



来源：美国财政部，国金证券研究所

图 8：美国自二战不断增加对居民部门的转移支付比例



来源：Wind，国金证券研究所

四、全球市场展望

当前市场对于美联储 9 月份降息 25 个基点的定价已相当充分；然而，关键点在于，这可能仅仅是一个开始。考虑到

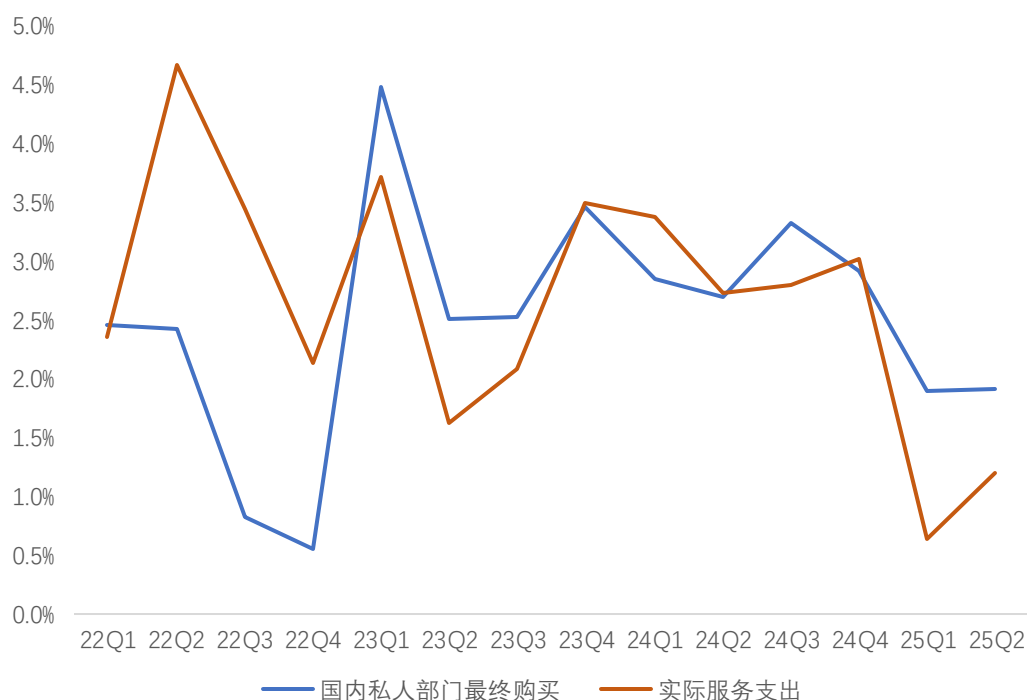


联储本来对于 2025 年的预期就是 50 基点，鲍威尔这种靠前转鸽使得我们不能低估年内降息 75 个基点的可能性。

史蒂夫·米兰的临时联储理事任命如果通过，他将得以参与 9 月 FOMC 会议；而仍存争议的莉萨·库克是否能够参与则依然未知，这些都给联储施加了更大的鸽派压力。虽然 9 月的降息本身对利率的短期影响已大部分被市场消化，但它开启了一个连续、大幅降息的通道，这对全球市场的流动性而言是积极的。

美国经济自一季度起就已进入“全面、温和且连续放缓”的阶段，美国私人部门的最终购买（PDFP）在修正后的环比折年增速也仅在 1.9%，服务支出环比增长仅略高于 1%。因此，美联储此次降息兼具“预防性”（防止经济陷入负增长）和“应对性”（回应经济全面走弱的现实）的双重属性。

图 9：2025 年上半年美国经济增速较 2024 年明显下降



来源：FRED，国金证券研究所

这种背景决定了降息对美股是机遇与风险并存。机遇在于，流动性的宽松为市场提供了更大的估值安全垫；而风险则在于，降息这一行为本身，也恰恰确认并凸显了经济基本面确实在走弱的现实。

对于当前的美股而言，其上涨动能已不大依赖于流动性的边际宽松，而更需要依赖于“AI 叙事”的持续。一旦经济出现进一步衰退的迹象，企业营收承压，其继续扩张资本开支的意愿便会动摇。因此，相较于降息，财政和经济的扩张能力对维持美股的“刚性泡沫”和 AI 趋势更为至关重要。



图 10：财政和经济的扩张对维持美股当前估值至关重要

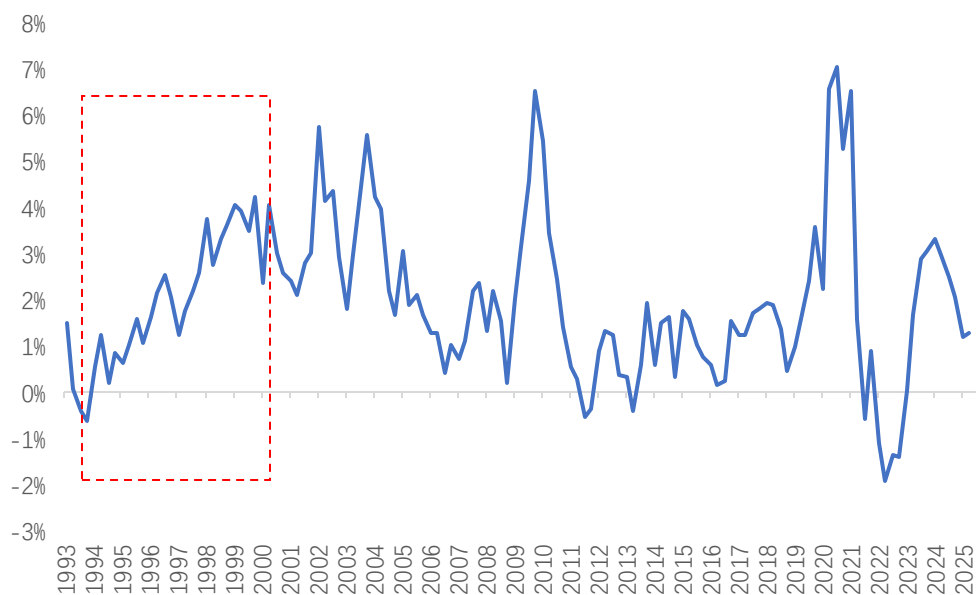


来源：Wind，国金证券研究所

对于非美市场，则更多只能顺势跟随。短期将受益于流动性扩张，但如果美联储的宽松政策，加上明年可能的减税措施，成功地在选中前重新加速美国经济，可能会导致美元急剧反弹，将流动性从非美国市场抽走，特别是那些基本面较弱的市场。

最后，我们想强调的是，财政政策的效率低于货币政策，这也会加深逐渐抬头的滞胀趋势，带来更多的复杂性；想要摆脱滞胀，要么依靠需求侧的全面放缓，要么依靠供给侧的生产力提升。AI 技术进步对于生产效率的提升需要一个积累的过程；从结果来看，AI 迄今为止的快速发展以及资本开支的增加，更多仅是对冲了短期内经济下行风险。

图 11：技术进步对于生产效率的提升需要时间积累



来源：FRED，国金证券研究所



风险提示

- 1) 中东局势不确定性加剧显著推升油价水平，从而带来更明显的美国通胀，阻碍联储降息。
- 2) 特朗普的内政政策面临更大阻力，财政刺激加码，联储超预期宽松，带来扩表。
- 3) 美国金融市场波动加剧，非美资金外流加速，美元加速下跌，引发美国深度衰退，联储更快降息。



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