



宏观经济点评报告

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

鹰派卫道士鲍威尔

基本内容

时隔 32 年，再次有两位理事在 FOMC 会议上投下反对票，但没有掀起波澜，因为这两票不是投给鲍威尔看的，而是给特朗普看的。另一个值得关注的点在于表述中删除了“不确定性进一步降低”的表述，鲍威尔称“当前政策的影响仍在非常初级的阶段”，这指的似乎不是当前正逐渐明晰的关税谈判，而可能是对特朗普“政策不确定性”的影射。

结合稍早公布的美国 2 季度 GDP，环比折年率在上一季度收缩 0.5% 后，录得 3.0% 的扩张增速（预期 2.6%）；但 2025 上半年整体来看，美国经济增速仅为 1.2%，较 2024 年下半年明显下降。

但总量的大幅波动掩盖了内生动能增长的走弱，后者尤其体现在 PDFP（国内私人部门最终购买）的连续疲软。鲍威尔在 5 月 FOMC 记者会中提到 Q1 3.0% 的 PDFP（国内私人部门最终购买）是美国经济稳健的“力证”；但 Q1 下修到 1.9% 和 Q2 仅 1.2% 的增速意味着美国这个以（服务）消费为主的经济体内生动能正在走弱。

之所以将鲍威尔称为鹰派卫道士，核心原因在于他认为联储（相较于充分就业）更应担忧通胀的上行风险，当前货币政策就理应更紧（tight）从而压制通胀；甚至提到联储没有加息（raising rates）亦是“看穿”了关税通胀变化。

联储的降息决策早已不是简单的经济问题，而是货币政策和政治立场间的复杂博弈。诚然，联储捍卫独立性的最好方式不是简单的“逆反”，而是尽可能保证每一个决策的逻辑完备；但“无欲则刚”的鲍威尔选择成为鹰派卫道士，拒绝给出降息指引的行为很可能会加速、加剧混乱的发生。

风险提示

1) 中东局势不确定性加剧像显著推升油价水平，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。



联储的降息决策早已不是简单的经济问题，而是货币政策和政治立场间的复杂博弈。诚然，联储捍卫独立性的最好方式不是简单的“逆反”，而是尽可能保证每一个决策的逻辑完备；但“无欲则刚”的鲍威尔选择成为鹰派卫道士，拒绝给出降息指引的行为很可能会加速、加剧混乱的发生。

时隔 32 年，再次有两位理事在 FOMC 会议上投下反对票，但没有掀起波澜，因为这两票不是投给鲍威尔看的，而是给特朗普看的。

从历史上看，“反对票”本身并不稀奇，只是在鲍威尔任期中平均的反对票数确实较少，而本轮降息周期反对意见的增多或许也是“大缓和时代”结束的又一旁证。货币政策的复杂性在 2020 年后本就上升，特朗普的上台进一步增加了这种复杂度；过去 20 年美国货币政策几乎不需要担忧通胀的上行风险，但这种“幸福”已渐渐远去。

表 1：从历史上看，（理事）反对票本身并不稀奇

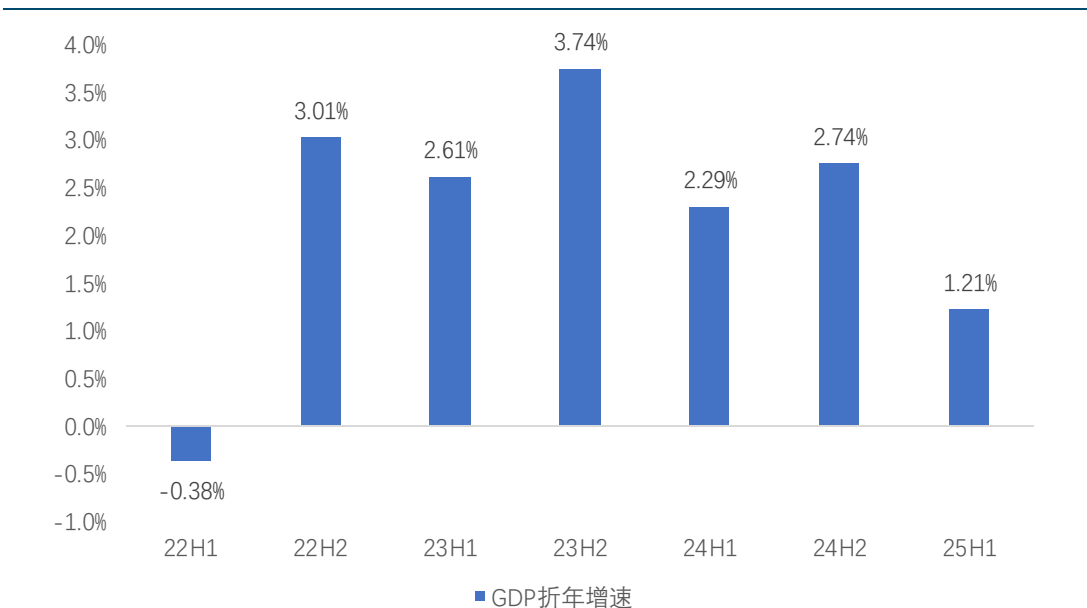
联储主席	任期	会议召开次数	总反对票	理事反对票	其余票委反对票	平均每次会议反对票
Thomas McCabe	1948/4/15-1951/3/31	19	0	0	0	0.00
William Martin Jr.	1951/4/2-1970/1/31	268	137	86	51	0.51
Arthur Burns	1970/2/1-1978/3/7	101	63	22	41	0.62
G. William Miller	1978/3/8-1979/8/6	19	27	12	15	1.42
Paul Volcker	1979/8/6-1987/8/11	74	92	53	39	1.24
Alan Greenspan	1987/8/11-2006/1/31	153	82	35	47	0.54
Ben Bernanke	2006/2/1-2014/1/31	66	48	0	48	0.73
Janet Yellen	2014/2/3-2018/2/3	32	22	0	22	0.69
Jerome Powell	2018/2/5-至今	62	18	4	14	0.29

来源：FED，国金证券研究所

另一个值得关注的点在于表述中删除了“不确定性进一步降低”的表述，鲍威尔称“当前政策的影响仍在非常初级的阶段，还有许多不确定性亟待解决(many uncertainties left to revolve)”，这指的似乎不仅是当前正逐渐明晰的关税谈判，而更可能包括了对特朗普“政策不确定性”的影射。

结合稍早公布的美国 2 季度 GDP，环比折年率在上一季度收缩 0.5%后，录得 3.0%的扩张增速（预期 2.6%）；但 2025 上半年整体来看，美国经济增速仅为 1.2%，较 2024 年下半年明显下降。

图 1：2025 年上半年美国经济增速较 2024 年明显下降



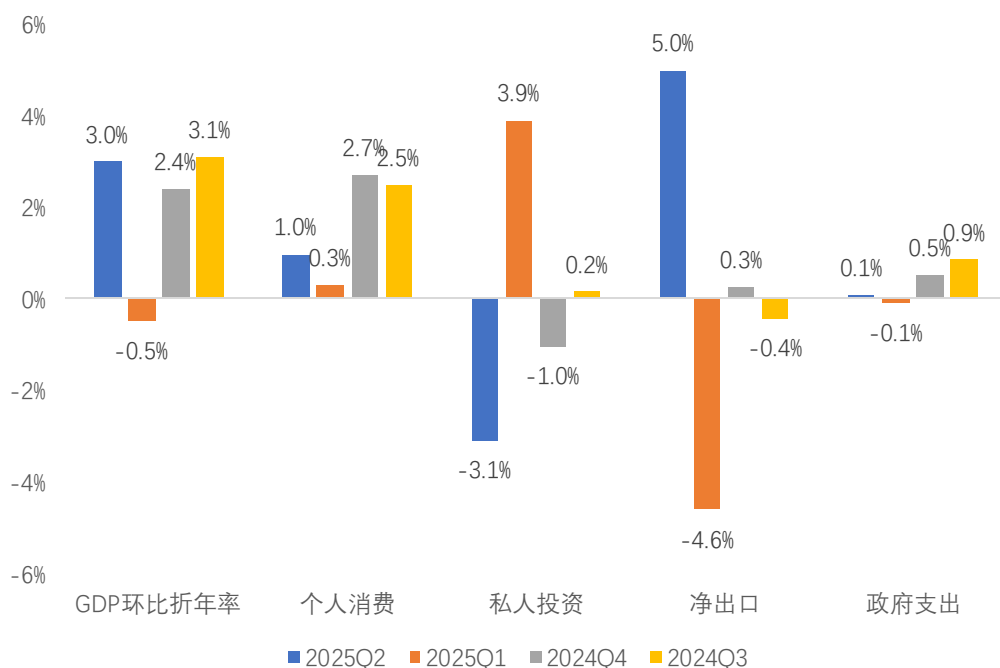
来源：Wind，国金证券研究所

环比波动如此剧烈的主要原因是特朗普关税政策引发的抢进口与随后的消退，净出口分项 Q1 拖累经济增速 4.6%，而 Q2 又转向拉动 5%的环比折年增长。与之相呼应的库存投资则呈现先拉动（累库）后拖累（去库）的表现，呈现与净出口相反的贡献趋势（Q1 贡献 2.6%，Q2 拖累 3.2%，基本等同于投资分项的整体表现）。

非库存投资分项也值得关注，其中设备投资连续走强（Q1 增长 23.7%，Q2 增长 4.8%），而住宅投资连续走弱（Q1 下滑 1.3%，Q2 下滑 4.6%）；高利率对地产的持续压制和关税催化的设备需求脉冲相互抵消，使得非库存投资整体对经济并无太大拖累。



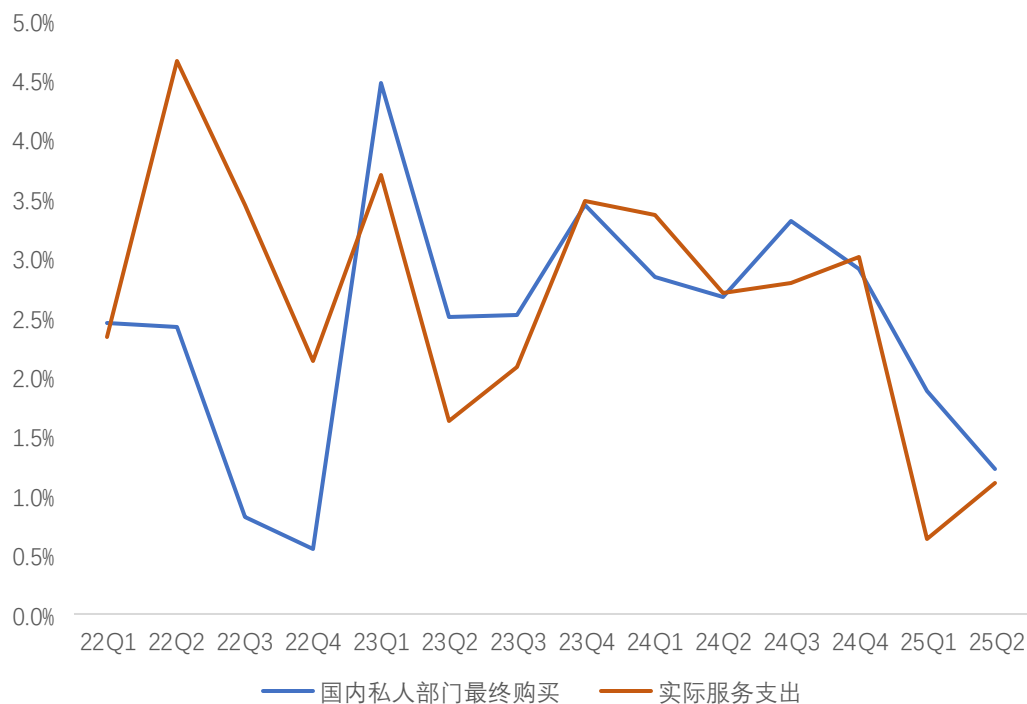
图 2：净出口分项对 GDP 的贡献呈现出了极大波动



来源：Wind，国金证券研究所

但总量的大幅波动掩盖了内生动能增长的走弱，后者尤其体现在 PDGP（国内私人部门最终购买）的连续疲软。鲍威尔在 5 月 FOMC 记者会中提到 Q1 3.0% 的 PDGP（国内私人部门最终购买）是美国经济稳健的“力证”；但 Q1 下修到 1.9% 和 Q2 仅 1.2% 的增速意味着美国这个以（服务）消费为主的经济体内生动能正在走弱。

图 3：国内私人部门最终购买环比折年增速进一步下行



来源：FRED，国金证券研究所

之所以将鲍威尔称为鹰派卫道士，核心原因在于他认为联储（相较于充分就业）更应担忧通胀的上行风险，当前货币政策就理应更紧（tight）从而压制通胀；甚至提到联储没有加息（raising rates）亦是“看穿”了关税通胀变化。对于（关税）通胀，我们的理解是这既取决于特朗普关税政策的变化，又取决于相关利益方对于税收的动态分摊博弈。

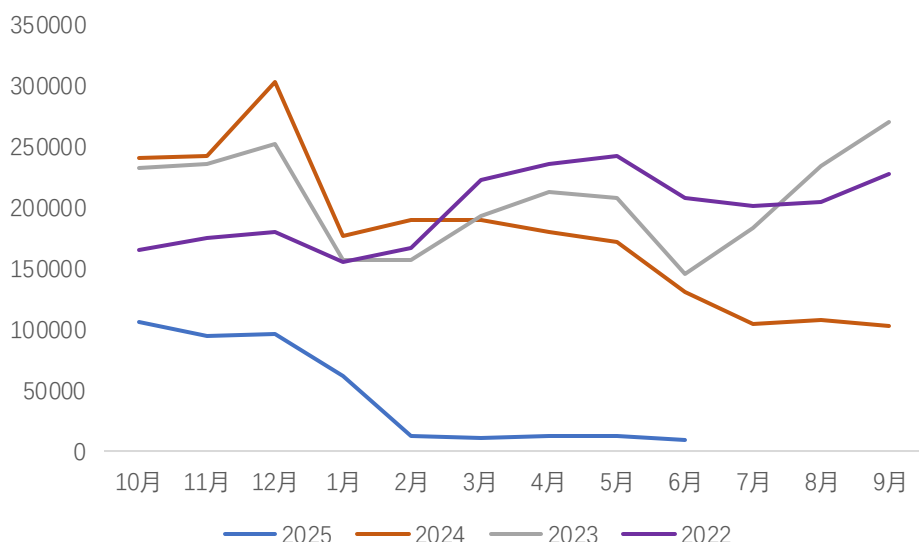


这两者都不是联储可以控制的，而只能进行“后视”；且随着时间的推进，等待的成本正变得更加昂贵。

对于劳动力市场而言，鲍威尔似乎并不担心，反复强调一揽子数据展现出的稳定性（solid）。但到底观察什么数据则存在模糊的地方：一方面表示需注重总体性（totality），同时又把失业率作为金标准，我们认为两者皆有失偏颇。

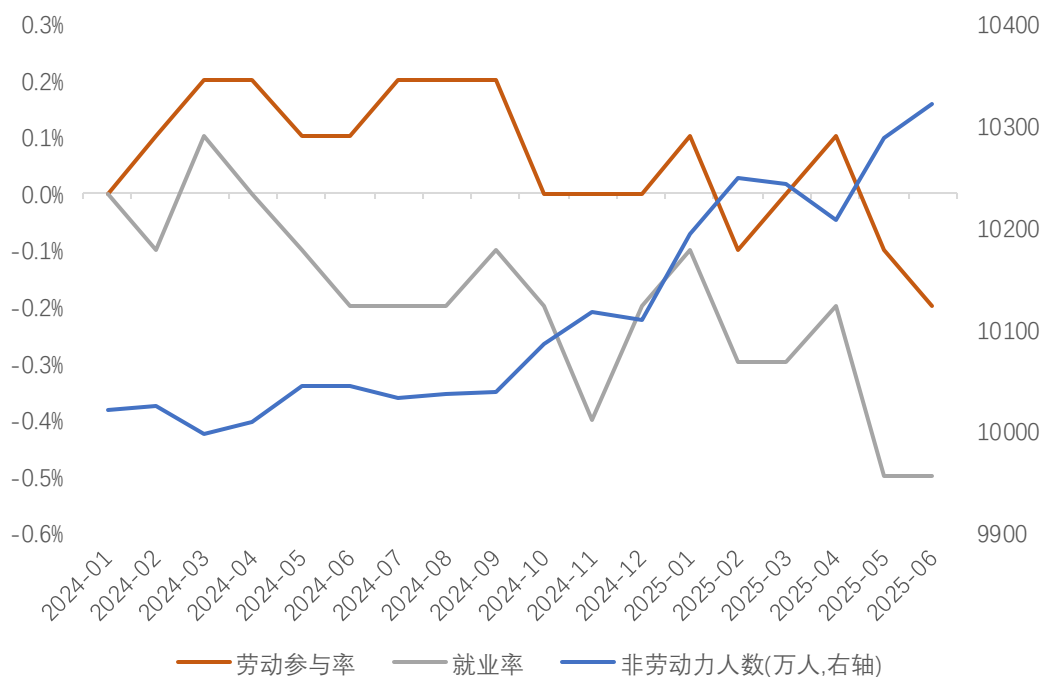
随着特朗普反非法移民的深入，美国劳动力供给的进一步降温将持续拉低均衡就业水平；从另一个角度看，如果失业率的稳定伴随着的是就业率和劳动参与率的下行（即非劳动力人数的增加），“失业率”这单一指标将失去经济学意义。

图 4：美国西南边境非法移民遭遇数持续下行，对应美国劳动力增量供给的缺位



来源：CBP，国金证券研究所

图 5：以离开劳动力的方式抑制的失业率上行并不理想



来源：Wind，国金证券研究所（劳动参与率与就业率是相较于 2024 年 1 月的绝对值变化）

9 月执行一次 25bp 降息并没有太多数据层面的阻碍，毕竟就业滞后于增长，而通胀又滞后于就业；哪怕 7 月就降息也有一定的数据合理性，毕竟最能反映内需的私人部门最终购买已然走弱。

毫无疑问的是，随着债务上限的打开，持续积累的付息压力势必将迫使特朗普更频繁、乃至更激进的对联储施压。提前宣布下一任联储主席是最简单、直接的干预；但特朗普也可能使出一些“盘外招”，例如继续抨击联储大楼翻新成



本，乃至实行更全面的审查。

在 9 月 FOMC 之前，除了基础的经济数据外（7、8 月非农与通胀报告），新联储主席的面试进度，特朗普对赤字和付息压力的关注，以及关税政策进一步的变动（从而再次影响通胀评估）都可能成为新的混乱催化剂。

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