

2025 年 7 月 24 日

全球宏观

美联储的“特朗普风险”升级

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

特朗普与鲍威尔的争端根源可追溯至特朗普 1.0 时期，核心分歧在于货币政策理念对立：特朗普一贯主张维持低利率环境，而鲍威尔坚持基于经济数据和通胀目标的决策路径。2025 年 7 月，双方争端升级。不同于以往分散式的批评威胁和施压，特朗普首次提出了具体的“法理依据”，市场意识到特朗普政府可能已在认真研究绕过法律约束解雇美联储主席的可行路径。此举引发了市场对美联储独立性面临前所未有威胁的担忧，并可能产生“先例效应”，或动摇美国货币政策独立性根基。

- ④ **特朗普希望通过施压美联储大幅降息来降低长期利率，从而减轻政府债务负担，反映其对货币政策的传导机制存在不同理解，或受政治动机使然。**美联储的政策利率主要影响短端收益率曲线，而长期国债收益率更多反映市场对未来通胀预期、经济增长前景以及财政可持续性的综合判断。即使特朗普成功迫使美联储大幅降息，如果市场认为这种政策干预会引发未来通胀风险或损害美联储独立性，长期利率反而可能显著上升。
- ④ **综合考虑法律阻碍、政治成本及市场反应等因素，特朗普解雇鲍威尔的可能性相对较低，解雇操作可行性较低，也非明智之举。**支持这一观点的理性逻辑链条：特朗普目标是降低利率、减轻政府付息压力，然而解雇鲍威尔无法实现这一目标，反而可能引发市场动荡，因此最优解是不采取行动。
- ④ **市场可能过度关注鲍威尔在过去的政策表现，而低估了其作为美联储主席在维护内部团结和决策一致性方面的成果。**鲍威尔任期至 2026 年 5 月。他公开表示不会辞职，并否认特朗普有权因政策分歧解雇他，在应对政治压力时展现出的坚定立场，也为其赢得委员会成员的尊重和支持。因此，特朗普政府无论是计划将鲍威尔降职，还是提前通过影子美联储来进行政策施压，考虑到鲍威尔当前的政策影响力，以上措施可能皆难奏效。
- ④ **美联储独立性的核心价值在于制度信用。**这种信用建立在数十年的专业操作和危机应对基础上，是现代金融体系稳定运行的基石。一旦信用受损，修复将耗时漫长。在此期间，美国金融体系将不得不承担更高的风险溢价和更大的波动性，成本最终将由整个社会承担。因此，美联储独立性不仅是技术性的制度安排，更是维护金融稳定和经济繁荣的保障。任何削弱这种独立性的尝试，都可能引发远超预期的系统性风险。
- ④ **就降息前景而言，尽管特朗普持续施压，当前美联储的等待是合理的：**一方面，关税影响具有滞后性，当前尚未完全显现，或还要需要未来两个月的通胀数据来验证，比如商品价格压力的传导。另一方面，“对等关税”暂停至 8 月初，在此之前很难看到明朗的关税形势，而截至目前，也仅有个别国家达成初步的关税框架协议。基准情形下，美元信用风险，尤其是资本市场的走势或成特朗普“软肋”，限制其关税及解雇鲍威尔的主张。我们预计 2025 年全年降息 1-2 次，而首次降息可能在 4 季度。

目录

特朗普与鲍威尔争端再度升级3

 特朗普对鲍威尔积怨已久，最早可追溯至其首个任期3

 近期双方争端达到新高潮，从失职到刑事指控层层升级3

 近期争端的质变特征：特朗普对鲍威尔施压由概念层转向操作层5

争端来源：特朗普对货币传导机制的解读存在偏差6

操作层面，特朗普政府解雇鲍威尔面临多重约束9

 除了解雇，特朗普政府也可能考虑“降职策略”，以削弱鲍威尔影响力，但预计收效甚微10

 无论是降职还是提前提名，特朗普可能低估了鲍威尔的影响力13

美联储独立性若受损，潜在风险几何？14

降息前景：当前我们仍倾向于美联储会继续等待16

特朗普与鲍威尔争端再度升级

近期围绕美国总统特朗普与美联储主席鲍威尔的争端再度升温，并一度引发美元资产的显著震荡。尽管特朗普自第二任期以来已多次以撤职向鲍威尔施压，但实际操作依然面临诸多法律和政治约束，但市场近期仍在持续交易这一情形的可能性，特别是在 7 月中旬附近时点，美元、美债利率出现明显波动。

特朗普对鲍威尔积怨已久，最早可追溯至其首个任期

特朗普与鲍威尔的争端可追溯至特朗普首个任期。2017 年特朗普亲自提名鲍威尔担任美联储主席，但随着美联储于 2018 年连续加息，双方分歧日益加剧。核心分歧在于货币政策理念的对立：特朗普一贯主张维持低利率环境，而鲍威尔则强调基于经济数据和通胀目标的路径来进行决策。因此，特朗普在首个任期内便已频繁公开抨击鲍威尔，甚至以解雇向其施压。

特朗普 2.0 时期与鲍威尔的争端则始于 2024 年。特朗普在 2024 年竞选期间曾表态不会替换鲍威尔，但随着其重返白宫后，对于美联储和鲍威尔的批评声浪迅速升级，从发表社交媒体言论一路扩展至公开表示考虑继任者人选。

近期双方争端达到新高潮，从失职到刑事指控层层升级

2025 年 7 月，美国白宫与美联储方面的争端升级。特朗普政府借由美联储总部翻新项目的成本超支问题，试图通过寻找“正当理由”来规避法律阻碍，解雇鲍威尔。作为背景补充，美联储大楼翻新大楼始于 2019 年，项目预算由最初的 19 亿美元超支至 25 亿美元，白宫将此定性为管理不当，声称可构成解雇的法理依据。尽管翻新超支主要源于疫情期间建筑材料成本大幅上涨、石棉清除等不可预见因素，但特朗普政府仍将其作为主要争议点，进而要求对美联储大楼进行全面检查。

7 月 16 日，据《纽约时报》披露：特朗普在白宫向共和党议员展示解雇鲍威尔的草稿信件，试探政治支持度。然而，面对市场的剧烈反应，特朗普迅速调整表态，在随后的新闻发布会上将解雇可能性描述为“极不可能”，并声称“没有具体计划”。

然而事件并没有因此平息，7 月 22 日，美国财长贝森特呼吁对“整个美联储机构”展开调查，及共和党众议员卢纳向美国司法部指认美联储主席鲍威尔在项目设施翻新上作伪证，要求对其提出刑事指控。以上事件均进一步表明特朗普政府正通过多重渠道向美联储施压。而特朗普本人表态的反复转变也反映了其一贯的试探策略，以达到通过持续施压影响美联储政策倾向，尝试在不解雇鲍威尔的前提下，最大化对货币政策的政治影响力，同时避免因极端行动引发市场崩盘的政治风险。

图表 1: 特朗普政府 1.0 与 2.0 时期与美联储主席鲍威尔争端回顾

日期	特朗普与鲍威尔争端
2017 年 11 月 2 日	特朗普提名鲍威尔为美联储主席，赞扬他为“经济的明智管理者”，具有“力量和智慧”。（"wise steward of the economy" with "strength and wisdom."）
2018 年 2 月 5 日	杰罗姆·鲍威尔宣誓就任美联储主席。
2018 年 10 月	特朗普在福克斯新闻采访中表达对鲍威尔加息的不满。
2018 年 11 月 27 日	特朗普对《华盛顿邮报》表示他对选择鲍威尔“不满意”，指责美联储导致经济问题。
2018 年 12 月	媒体报道称特朗普私下讨论解雇鲍威尔。（为特朗普在首个任期内首次提出解雇鲍威尔）
2019 年 6 月 10 日	特朗普声称他有权将鲍威尔降职为普通董事会成员。
2019 年 6 月 26 日	特朗普加倍攻击鲍威尔，声称“我造就了他”，并指责他阻碍经济增长。
2019 年 7 月 11 日	鲍威尔在国会作证，强调与特朗普在贸易紧张、失业和经济政策上的分歧。
2019 年 11 月 18 日	鲍威尔在白宫与特朗普会面，紧张关系持续。
2021 年 11 月 22 日	拜登总统重新提名鲍威尔为美联储主席第二任期。
2022 年 5 月 4 日	鲍威尔开始第二任美联储主席任期。
2024 年 7 月	时隔四年后，特朗普在彭博社采访中首谈鲍威尔并表示如果其当选，不会试图替换鲍威尔。
2024 年 9 月	美联储大幅降息 50 个基点开启降息周期，而引来特朗普的不满，暗指其降息具有政治性。
2024 年 11 月	特朗普赢得 2024 年总统选举，也随之与鲍威尔开启了新一轮紧张关系。
2025 年 1 月 29 日	美联储维持利率不变，特朗普在社交媒体上批评美联储关注性别意识形态和气候变化而非通胀。
2025 年 2 月 12 日	特朗普发帖施压美联储称降低利率将补充其关税计划。
2025 年 3 月 19 日	鲍威尔宣布美联储维持利率不变再度引起特朗普的不满。
2025 年 4 月 4 日	特朗普在社交媒体上施压：“杰罗姆，降息吧，别玩政治。”（原帖：“CUT INTEREST RATES JEROME AND STOP PLAYING POLITICS.”）
2025 年 4 月 17 日	特朗普 2.0 首谈解雇，称鲍威尔的“解雇不能来得更快”，并说他“总是太晚且错误”。（"termination cannot come fast enough" and calls him "always too late and wrong."）
2025 年 4 月 21 日	特朗普要求立即降息，称鲍威尔是“重大失败者”。（"major loser."）
2025 年 5 月 8 日	美联储维持基准利率不变。特朗普称鲍威尔是“fool”，没有头绪，并表示他不降息是因为“不喜欢他”。
2025 年 5 月 29 日	鲍威尔在特朗普第二任期内首次在白宫与他会面。
2025 年 6 月 19 日	特朗普称鲍威尔是“政府中最愚蠢、最具破坏性的人之一”和“美国的耻辱”。
2025 年 6 月 21 日	特朗普考虑解雇鲍威尔，并发表攻击言论。
2025 年 6 月 24 日	特朗普表示希望议员们在鲍威尔国会露面前向其施压。
2025 年 6 月 25 日	特朗普对鲍威尔发表攻击言论，并提到考虑“3、4 个候选人”接替美联储主席职位。
2025 年 6 月 30 日	白宫新闻秘书宣读特朗普的信息，称鲍威尔是“太晚先生”，并指责他让美国损失“数千亿美元”。
2025 年 7 月 8 日	特朗普呼吁鲍威尔立即辞职。
2025 年 7 月 14 日	特朗普再度对鲍威尔发表攻击言论，表示对拒绝降息感到沮丧。
2025 年 7 月 15 日	争端达到阶段性顶峰。特朗普称美联储装修超支是“可解雇的罪行”，并继续对鲍威尔发表攻击言论；财政部长表示将考虑启动寻找继任者程序。
2025 年 7 月 16 日	特朗普询问众议院共和党人是否该解雇鲍威尔，并表示大多数共和党人同意，但他认为不太可能。
2025 年 7 月 18 日	特朗普对鲍威尔发表攻击言论，并指责美联储董事会对经济造成损害。

资料来源: 媒体报道、交银国际

图表 2: 预测机构显示特朗普在 8 月底之前解雇鲍威尔的概率曾在今年 7 月 17 号攀升，随后平稳回落



资料来源: Polymarket, 交银国际。数据截至 2025 年 7 月 22 日

近期争端的质变特征：特朗普对鲍威尔施压由概念层转向操作层

7 月 16 日的争端之所以引发市场恐慌，在于其展现出实际动作，施压程度远超前此的常规施压。与以往主要通过社媒发声或公开场合抱怨不同，利用美联储翻新大楼超支事件施压是一次明显的升级行动。特朗普已准备具体的解雇信件草稿，并在白宫正式场合向共和党议员征询意见，也反映了相关讨论已从概念层面转向实际执行层面。

同时，特朗普也首次提出具体的“依据”，市场因此意识到特朗普政府可能已在认真研究绕过法律解雇美联储主席的可行路径，而非仅停留在政治施压层面。与此前相对分散的批评声音相比，这次事件展现出更强的目的性，令市场担心美联储的独立性正面临前所未有的威胁。

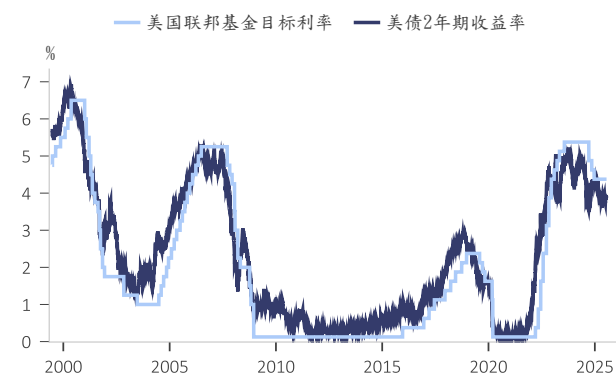
不仅如此，市场的恐慌性反应还源于对“先例效应”的担忧。若特朗普成功通过寻得“正当理由”解雇美联储主席，将会对未来政治干预央行决策开创危险先例，并动摇美国货币政策独立性的根基，进而威胁美元作为全球储备货币的信用基础。

争端来源：特朗普对货币传导机制的解读存在偏差

特朗普政府希望通过向美联储施压，促使其大幅降息，以降低长期利率，减轻政府债务负担，反映其对货币政策传导机制的存在不同解读，尽管背后的实质动机或由政治等各种因素驱动。然而，我们认为，无论其动机如何，该解读与货币政策传导机制的内在逻辑存在偏差。美联储政策利率主要影响短端收益率曲线，而长期国债收益率在很大程度上反映市场（假设其具备一定理性）对未来通胀预期、经济增长前景及财政可持续性的综合判断。即使特朗普成功迫使美联储大幅降息，如果市场认为这种政策干预会引发未来通胀风险或严重损害美联储独立性，长期利率可能不降反升。

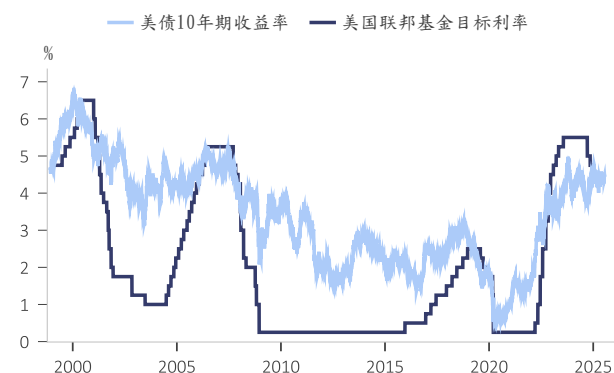
尽管美联储自 2024 年 9 月以来已累计降息约 100 个基点，10 年期美债利率曾一度上行超过 100 个基点，且主要来自风险溢价，反映投资者更关注经济增长、财政政策等综合因素，而非单纯政策利率水平。若特朗普通过解雇鲍威尔的方式强行推动激进降息政策，市场很可能将此解读为货币政策独立性受到挑战的信号，进而可能进一步推高长期利率以补偿额外的通胀和信用风险溢价。

图表 3: 政策下调主要影响短端利率...



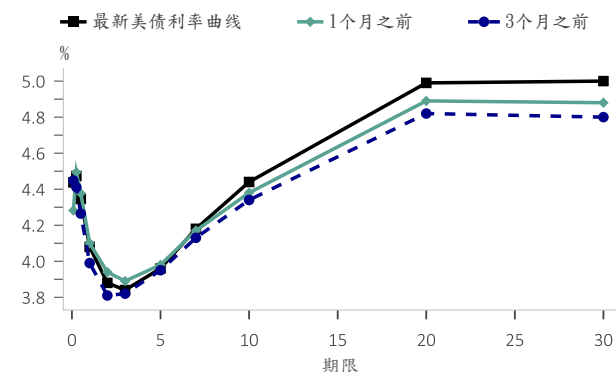
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: ...对长端利率的影响有限



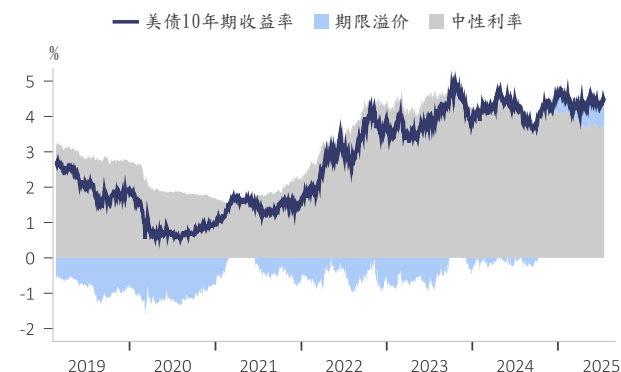
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 特别近一阶段主要为长债利率上涨...



资料来源: Macrobond, 交银国际

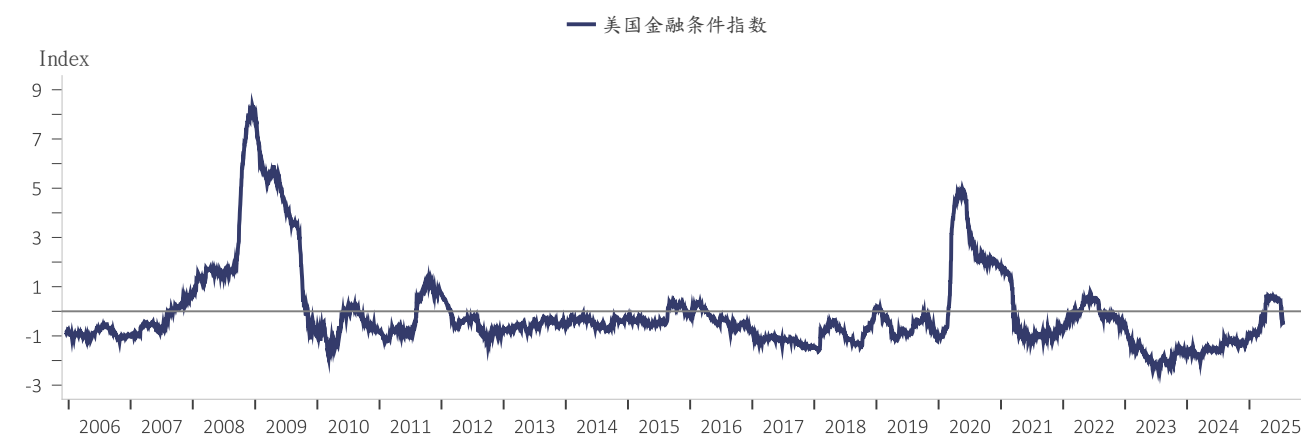
图表 6: ...且主要为期限溢价推动



资料来源: Macrobond, 交银国际

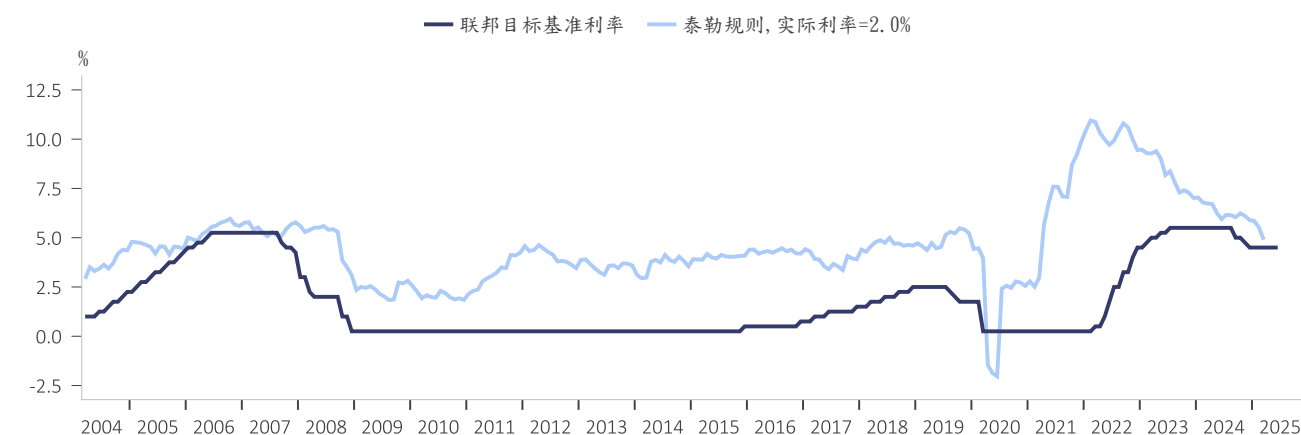
从技术指标角度分析，当前利率水平并未明显偏离相对合理区间，特朗普对“高利率”的批评或更多体现主观政治偏好而非经济现实。从近期的金融条件指数来看，当前的政策利率水平并未对金融市场造成过度紧缩压力。随着市场对关税政策不确定性的担忧逐步缓解，资产价格波动明显回落，整体流动性状况已回归相对宽松状态。从货币政策理论框架来看，泰勒法则提供了评估利率适度性的重要基准——基于通胀水平、产出缺口等核心经济变量，计算理论上的最优政策利率。当前联邦基金利率甚至低于泰勒法则所建议的理论水平。从实际利率来看，当前利率水平确实高于过去 10 年来任何时期的水平，主要反映了 2008 年金融危机后长期超低利率环境的结束，但相较于 2008 年以前，当前利率水平也仍在合理范围。

图表 7: 美国金融条件指数近期再度回落，显示当前流动性状况仍较为宽松



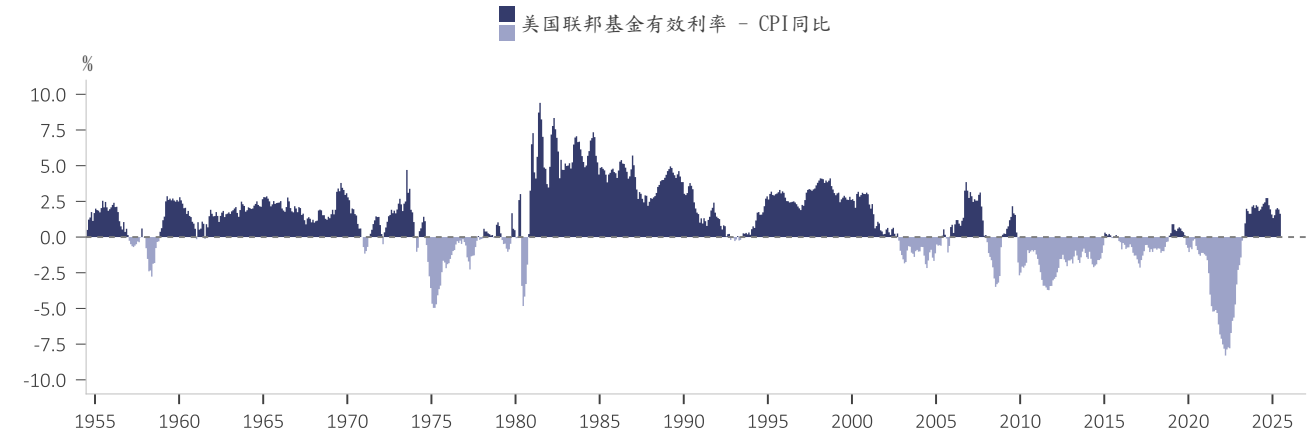
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 当前美国联邦基准利率仍低于泰勒规则 (2.0 的自然利率)



资料来源: Macrobond, 交银国际

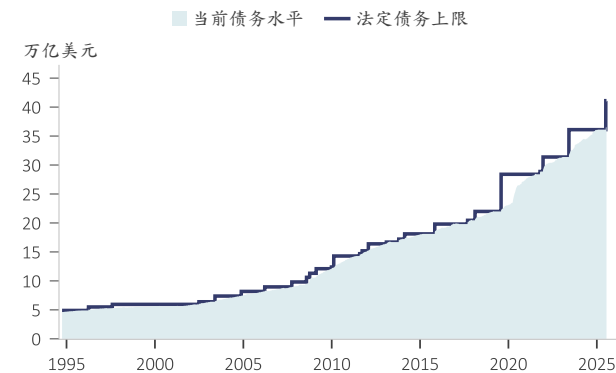
图表 9: 历史来看，当前经通胀调整后的实际利率也仍处于合理区间范围内



资料来源: Macrobond, 交银国际

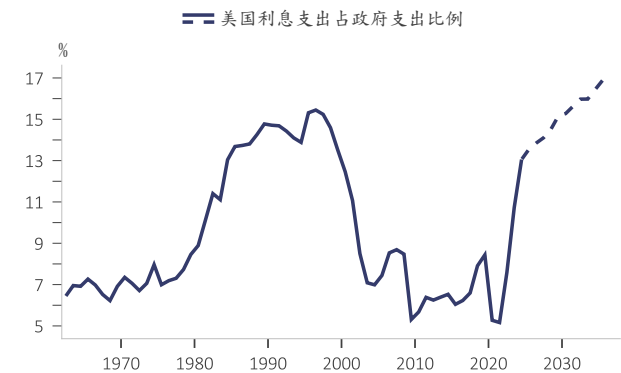
特朗普声称可通过降息节省 3000 亿美元的利息成本，该说法同样也值得商榷。美国当前债务存量已超过 36 万亿美元，新发债务的利率水平主要取决于市场对长期风险的定价，而非短期政策利率。如果市场对美联储独立性丧失信心，长期融资成本的上升幅度很可能显著超过短期降息带来的节省，最终适得其反。因此，基于这一点，我们也倾向于认为特朗普最终不会贸然解雇鲍威尔，主要原因正是担心这种行动引发的市场反弹严重削弱其降低融资成本的政策目标，同时可能引发更广泛的金融市场动荡，从而损害其经济政绩。

图表 10: 美国当前债务存量规模及新债务上限



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 美国利息支出占政府支出比例上升



资料来源: Macrobond, 交银国际。虚线为美国 CBO 预测

操作层面，特朗普政府解雇鲍威尔面临多重约束

法律层面的“硬约束”：《联邦储备法》明确规定美联储主席任期为四年，总统仅能“因故”（for cause）免职，且必须是严重失职或犯罪等重大过失，而非政策分歧，且这一条款从未被实际执行。前文提及尽管特朗普政府试图以美联储总部翻新项目成本超支为由寻找法律依据，但最高法院在涉及独立机构的判例中要求解雇必须有“正当理由”，而装修成本超支在政府建设项目中极为常见，很难构成“严重失职”的法律标准。历史上，总统与美联储主席产生过多次冲突，但几乎没有总统解雇美联储主席的先例。1951年时任美国总统杜鲁门与麦克凯布辞职和《财政部-美联储协议》结束，没有强制解雇，且后继者且马丁通过谈判甚至巩固了美联储的独立性。

两党分裂形势下，政治层面的阻力同样巨大。即使特朗普强行解雇鲍威尔，也需要参议院确认继任者，而这一过程很可能引发激烈的两党对抗。不仅如此，共和党内部对此也存在明显分歧，虽然部分议员支持调查美联储，但对于解雇这一极端措施，党内并未形成共识。许多共和党参议员担心此举会损害美国金融体系的国际信誉，进而影响美元的全球储备货币地位。

更重要的是，据媒体披露，美国财长贝森特及其接触的私营部门商业领袖将一致建议不要解雇鲍威尔。同时，7月16日传闻引发的市场反应已经预演了解雇行动的潜在后果：长债遭抛售，美元、美股走弱，黄金等避险资产价格上涨。这种恐慌反映了市场担心解雇一举将严重损害美联储的独立性，进而引发更广泛的金融风险。

综合考虑法律阻碍、政治成本以及市场反应等因素，特朗普解雇鲍威尔的可能性相对较低，操作上既不可行，也不明智。支持这一观点的理性逻辑链条：特朗普目标是降低利率、减轻政府付息压力，然而解雇鲍威尔无法实现这一目标，反而可能引发市场动荡。因此，对于追求降低政府债务负担目标的特朗普政府而言，不采取行动或是最优解。

图表 12: 美债 10 年期、30 年期利率曾因鲍威尔解雇风险分别触及 4.5%和 5.0%的关口



资料来源: Macrobond, 交银国际

除了解雇，特朗普政府也可能考虑“降职策略”，以削弱鲍威尔影响力，但预计收效甚微

特朗普政府也可能采取“降职策略”，即将鲍威尔从主席职位降为普通理事，然后提升现有理事担任主席。根据《联邦储备法》，美联储主席和副主席职位确实可以由总统重新任命，且无需像解雇那样面临“正当理由”的法律门槛。特朗普政府可能通过剥夺鲍威尔的主席职务，迫使其辞职并完全离开美联储，从而实现人事更替的目标。历史上也确实有过降职先例，1948年时任美国总统杜鲁门曾将美联储主席埃克尔斯降职为副主席，但埃克尔斯没有辞职，而是选择留任以继续影响政策。

鲍威尔的理事任期将直至 2028 年 1 月，意味着即使失去主席职务，其仍是 FOMC 的重要成员，拥有货币政策投票权。FOMC 具有相当程度的自主性，包括在内部选择自身的决策机制，而决策过程高度依赖于共识和内部协调。如果鲍威尔选择留任普通理事，其在 FOMC 内部仍拥有影响力和专业威望，其他委员会成员很可能继续高度重视他的政策意见。

综合分析来看，降职策略可能也无法实现特朗普预期目标，因为这一策略的成功完全依赖于鲍威尔的主动配合，即他选择离开美联储。但考虑到鲍威尔此前表现出的坚定立场和对央行独立性的坚持，即使降职，他也很可能选择留任普通理事，并利用制度空间继续发挥影响力。

图表 13: 1950 年以来，美国历史上时任总统与美联储主席冲突及最终结果

时任美国总统	美联储主席	政策争端与冲突	最终结果
哈里·杜鲁门	托马斯·麦克凯布	杜鲁门施压美联储，要求其继续购买国债以压低利率，但麦克凯布主张美联储独立性，以防止通胀走高，并警告国会政策风险。杜鲁门也曾因此而公开攻击麦克凯布。	冲突导致麦克凯布于 1951 年 3 月辞职。随后，杜鲁门任命威廉·马丁为美联储主席。马丁在任初期与杜鲁门政府谈判，最终达成《1951 年财政部-美联储协议》，恢复了美联储货币政策独立性。。
林登·约翰逊	威廉·麦克切斯尼·马丁	约翰逊需低利率资助越南战争和“伟大社会计划”；而马丁因通胀担忧加息 0.5%。约翰逊在得州牧场身体和言语对抗马丁，指责其破坏政策。	马丁坚持加息生效，但通胀持续上升，成为 1970s 通胀转折点；马丁后悔未能更有效控制。
理查德·尼克松	阿瑟·伯恩斯	尼克松利用伯恩斯共和党关系施压，要求宽松货币政策以改善就业并助 1972 年大选；包括私人通话和泄露谣言削弱伯恩斯。伯恩斯起初虽然抵抗但最终还是顺应部分需求。	伯恩斯维持低利率，助尼克松连任，但导致经济过热和 1970 年代的高通胀；伯恩斯的政策也使得美联储独立性受损。
吉米·卡特	威廉·米勒	通胀飙升，卡特不满米勒弱势应对，要求更强硬政策。	卡特“升职”米勒至财政部长（实际解雇），任命保罗·沃尔克；沃尔克大幅加息引发衰退但有效控制通胀；但卡特政治上受损。
乔治·H·W·布什	艾伦·格林斯潘	1990 年衰退后，布什要求更激进降息；格林斯潘并未快速顺应。	布什将 1992 年大选失利归咎于美联储，但未公开攻击。

资料来源: 公开资料整理、交银国际

“影子美联储主席”也较难产生预期影响

特朗普政府对美联储主席继任者的筛选标准——“只对低利率的人感兴趣”，清晰地揭示了其货币政策偏好。根据目前的信息，潜在候选人主要来自两个群体：特朗普阵营的经济顾问和前美联储官员。

- ④ 来自特朗普阵营的经济顾问，具有较高的政治忠诚度，对特朗普的经济政策有深入理解，能够确保货币政策与其财政政策相协调。该类候选人倾向于支持供给侧经济学理念，认为减税和放松监管能够促进长期增长，而宽松的货币政策则是配套的刺激措施，代表人物包括现任政府成员贝森特和哈塞特，特征是政治化明显。
- ④ 出自现任或前美联储官员，具有必要的专业性和货币政策经验。该类候选人面临的挑战是如何在维护专业声誉及满足特朗普政策期望之间寻求平衡。既需要向市场证明其具备独立性，又要符合特朗普的政策偏好。代表人物为现美联储理事沃勒和前美联储理事凯文·沃什。

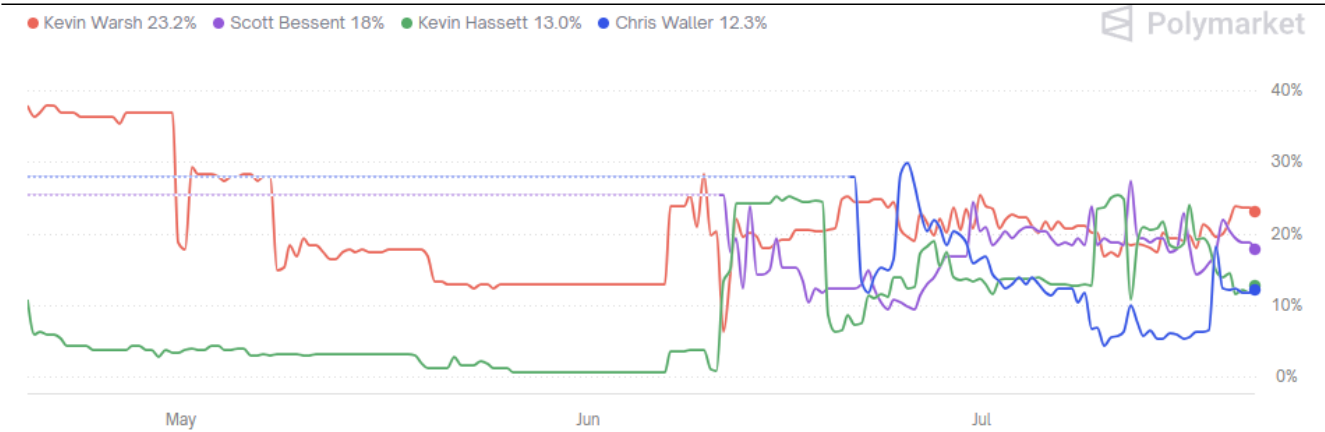
基于近期市场预测（如 Polymarket），凯文·沃什暂时领跑潜在下一届美联储主席人选，现任财长贝森特位居次席。

图表 14: 部分主要潜在美联储人选

潜在人选	主要履历	政策主张	可能性评估及主要争议
凯文·沃什 (Kevin Warsh)	前美联储理事（2006-2011 年），曾任摩根斯坦利投资银行家、白宫国家经济委员会副主任，目前为斯坦福大学胡佛研究所高级研究员。曾参与 2008 年金融危机应对，并在特朗普第一任期内被考虑为联储主席或财长。	被视为鹰派，强调控制通胀和美联储改革，包括改变通胀框架、减少员工规模、加强与财政部的合作。支持降息以刺激增长，但坚持美联储独立性，避免政治干预。	凯文·沃什是热门候选人之一，特朗普曾公开赞扬他。主要争议：被指过于政治化，可能威胁联储独立性；过去批评其金融精英背景，不利于工人利益。
斯科特·贝森特 (Scott Bessent)	现任美国财政部长（2025 年起），前索罗斯基金管理公司首席投资官，曾任特朗普竞选经济顾问。拥有丰富的对冲基金经验。	批评美联储“许多错误”和使命扩张，呼吁全面审查联储运作，包括建筑翻新和非货币政策操作。支持降息以应对通胀缓和，反对贸然解雇鲍威尔，但建议通过空缺影响联储。	特朗普称其“很好”但非领先候选人，更倾向于继续财政部长角色。主要争议：其审查联储的提议被视为政治干预。缺乏美联储内部经验，可能被视为政治任命，影响美联储独立性。
凯文·哈塞特 (Kevin Hassett)	前特朗普白宫经济顾问委员会主席（2017-2019 年），现任国家经济委员会主任，曾任美国企业研究所高级研究员和胡佛研究所研究员。拥有经济学博士学位，专注税收和贸易政策。	支持降低利率以刺激经济增长，批评联储政策，主张联储更多支持特朗普的经济议程，如减税和贸易保护。过去观点包括支持供给侧经济学。	作为特朗普长期顾问，忠诚度高。目前被视为领先候选人。主要争议：观点转变以迎合特朗普，被指威胁联储独立性；经济观点被批评不一致，可能引发市场担忧。缺乏货币政策专长，可能被国会民主党视为过于党派化。
克里斯·沃勒 (Chris Waller)	现任美联储理事（2020 年起，由特朗普任命），前圣路易斯联储研究主任，肯塔基大学经济学教授。专注货币政策和宏观经济学。	被视为鹰派，强调数据驱动决策和联储独立性。最近呼吁本月降息至 3%，但反对政治影响货币政策。支持渐进式利率调整以控制通胀。	美联储内部人选，熟悉当前运作；沃勒公开表示愿意接受特朗普的任命，同时其近期主张也顺应特朗普的低利率偏好。同时，作为现任联储官员，其独立性可能与特朗普的低利率要求冲突，并被指可能不愿完全屈从政治压力，但这一点亦是其相较于以上候选人的优势。

资料来源: 公开资料整理、交银国际

图表 15: 根据赔率市场预测，凯文·沃什暂时领跑潜在下一届美联储主席人选



资料来源: Polymarket, 交银国际。数据截至 2025 年 7 月 22 日

按照历史惯例，美联储主席提名通常在现任主席任期结束前 6-12 个月进行，为参议院确认程序留出充足时间。鲍威尔的两次任命——2017 年 11 月提名接替耶伦，以及 2021 年 11 月获得连任都遵循了此规律。对于 2026 年 5 月到期的鲍威尔任期，新主席提名的时间窗口应为 2025 年下半年，也即当前时点。美国财长贝森特此前已确认美联储主席提名“正式过程已启动”，特朗普承诺提名将“很快”公布，并透露其已面试 3~4 个候选人。

特朗普对鲍威尔高利率政策的不满，使得提前宣布继任者成为一种间接施压手段。通过确定一位明确支持低利率的继任者，市场预期将提前调整，进而推动长期利率下降，实现部分政策目标。“影子美联储主席”效应的关键在于时机把握。若特朗普想尽早通过“影子美联储主席”干预货币政策，则很可能于今年 4 季度前公布人选。但与此同时，参议院确认程序是提名过程中最大的不确定因素。虽然共和党控制参议院，但民主党仍可能通过听证会质询、程序性阻挠等方式制造障碍。特别是如果候选人的“低利率偏好”过于明显，可能引发对央行独立性的质疑。

无论是降职还是提前提名，特朗普可能低估了鲍威尔的影响力

市场可能过度关注鲍威尔在过去的政策表现，而低估了其作为美联储主席在维护内部团结和决策一致性方面的成就。鲍威尔因 2021-2022 年期间坚持“通胀暂时论”，错失最佳加息的机会，而饱受市场诟病。然而，纵观整个加息周期的执行过程来看，FOMC 声明均显现出极高的一致性。美联储系统包括 7 名理事成员和 12 名地方联储主席，这 19 名在经济背景、政策倾向和地区利益方面存在显著差异。历史上，FOMC 会议经常出现明显分歧，异议票和不同观点的公开表达并不罕见。尽管私下讨论中确实存在不同声音，但这些分歧很少在正式投票中体现为异议票，也反映了鲍威尔在美联储的影响力。

面对特朗普政府的持续批评和解雇威胁，FOMC 成员更加意识到维护央行独立性的重要性。鲍威尔任期至 2026 年 5 月，其公开表态不会辞职并否认特朗普有权因政策分歧解雇他，在应对政治压力时展现出的坚定立场，也赢得了委员会成员的尊重和支持。因此，无论是计划将鲍威尔降职，还是提前通过影子美联储来进行政策施压，考虑到鲍威尔的影响力，以上措施可能在实操层面皆难奏效。

图表 16: 1980 年以来，历任美联储主席的异议情况

美联储主席	任期	平均每场会议异议数	异议率（异议票占总票数比例）	备注
保罗·沃尔克	1979-1987	1.23	~11%	高通胀时期，委员内部分歧较大，异议多源自于紧缩政策。
艾伦·格林斯潘	1987-2006	0.54	~5%	异议频率整体较低，共识较强
本·伯南克	2006-2014	0.73	~7%	2008 年金融危机期间分歧增加，平均每会议 0.73 个异议。
珍妮特·耶伦	2014-2018	0.78	~7%	异议主要在加息周期。
杰罗姆·鲍威尔	2018-至今	~0.2-0.3	2.6%（2020 年后 1.4%）	异议率最低，特别是在疫情后，几乎所有会议一致通过或仅 1-2 异议。

资料来源: 圣路易斯联储, 交银国际

美联储独立性若受损，潜在风险几何？

美联储独立性的核心价值在于制度信用——这种信用建立在数十年的专业操作和危机应对基础上，是现代金融体系稳定运行的基石。一旦信用受损，修复将需要漫长的时间。在此期间，美国金融体系将不得不承担更高的风险溢价和更大的波动性，成本最终将由整个社会承担。因此，美联储独立性不仅是技术性的制度安排，更是维护金融稳定和经济繁荣的保障。任何削弱这种独立性的尝试，都可能引发远超预期的系统性风险。

⊙ 美联储独立性受损意味着当前本就脆弱的美元信用遭受进一步打击

美元作为全球储备货币的地位，很大程度上建立在对市场对美联储独立性和专业性的信任基础上，不仅体现在惯常的货币政策操作中，更在危机时刻发挥关键作用。2008 年金融危机和 2020 年疫情冲击期间，美联储能够迅速采取史无前例的救市措施，正是因其决策不受短期政治考量束缚，能够基于经济和金融稳定的需要果断行动。而一旦美联储的独立性受到质疑，国际市场对美元的信心将面临根本性挑战，即市场认为美联储已经被政治绑架，失去了独立制定货币政策的能力，长期利率反而可能上升，因投资者会要求更高的风险补偿来持有长期美债。全球央行和主权财富基金在配置美元资产时，会重新评估美国货币政策的可预测性和可信度。

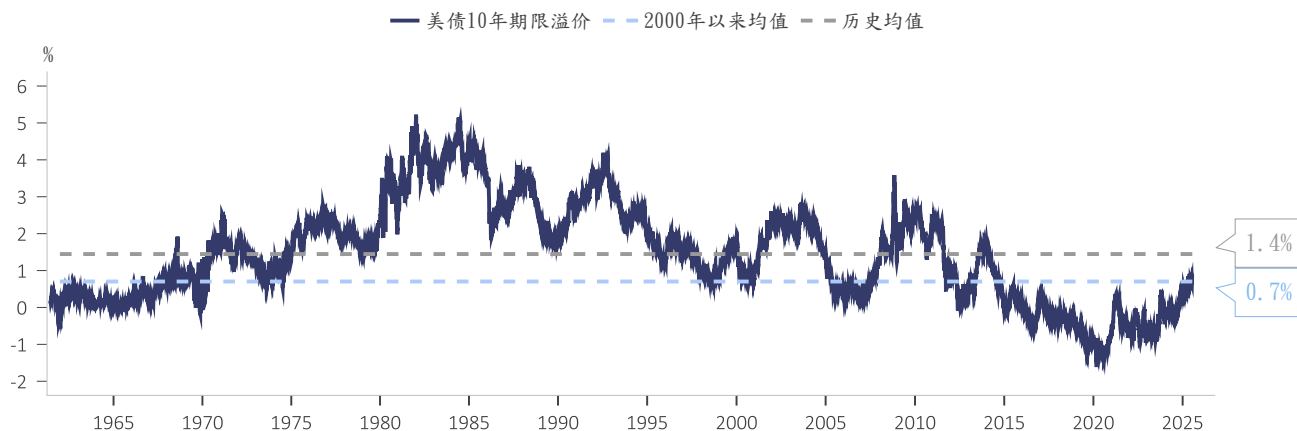
⊙ 低利率是对当前通胀控制机制的破坏，后续应对危机时的政策空间将十分有限

特朗普近期要求将联邦基金利率从当前的 4.3% 大幅下调 3 个百分点，如果该政策主张最终实施，则是对美联储通胀控制机制的巨大破坏。低利率确实能够刺激借贷和投资，促进短期经济增长。然而，需求激增很快会转化为价格压力。政治化的央行往往更倾向于容忍更高的通胀水平，因提高利率对抗通胀会带来短期经济痛苦，包括失业率上升和经济增长放缓，当通胀上升预期固化之时，意味着后续高通胀治理可能付出更大的代价，如 1970 年代的高通胀时期。同时，低利率环境意味着当美联储频繁使用宽松政策工具时，每次干预的边际效果会逐渐下降。已经处于极度宽松状态的货币政策将缺乏进一步放松的空间，使得美联储在面对新的冲击时可采取的措施有限。政策空间预先消耗，实际上是在透支未来应对危机的能力。

⊙ 金融风险的脆弱性放大

低利率环境也会催生资产泡沫和投机行为。政治化的美联储在面对金融过度行为时，很可能采取不充分的应对措施。因为戳破资产泡沫需要主动收紧货币政策，特别是当经济表面上运行良好时。政治家更倾向于享受资产价格上涨带来的财富效应和选民满意度，而将泡沫破裂的风险留给未来。政治化的美联储还会培养系统性的道德风险。金融机构和投资者会逐渐相信无论其承担多大的风险，央行都会在危机时刻出手相救，会鼓励更加激进的风险行为，使整个金融体系变得更加脆弱。

图表 17: 美债风险溢价正在抬升



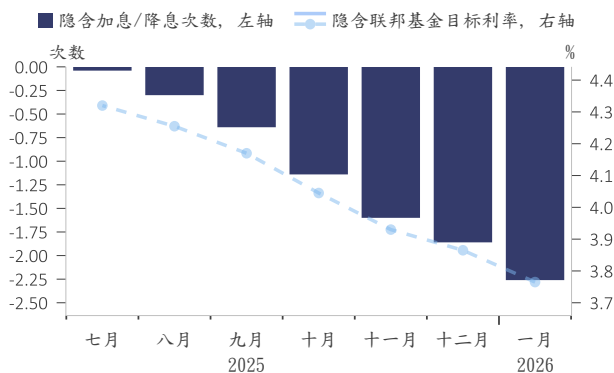
资料来源: Macrobond, 交银国际

降息前景：当前我们仍倾向于美联储会继续等待

从独立性叙事上出发，美联储当前面临的挑战不仅是经济前景难以判断，而“独立性”近期正在不断受到威胁，正加剧美元信用的困境。近期特朗普正在极限施压，意图解雇鲍威尔以实现美联储快速降息。在此前大规模关税影响下，美元信用已受损，而美联储选择继续等待，也有其维护独立性、避免信用进一步受损，从而维护金融市场稳定的潜在诉求。

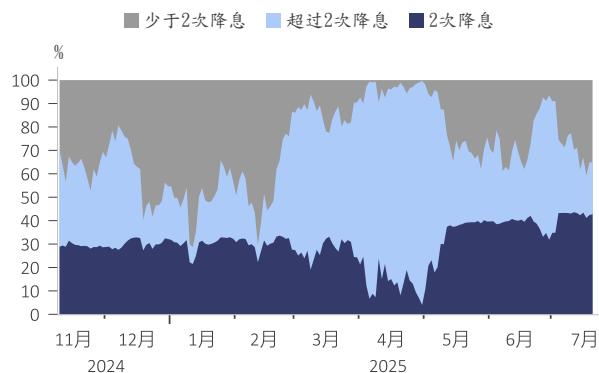
从经济层面来看，我们认为当前美联储的等待是合理的：一方面，关税影响具有滞后性，当前尚未完全显现，可能还要等在未来两月的通胀数据，比如商品价格压力的传导。另一方面，“对等关税”暂停至 8 月初，在此之前很难看到明朗的关税形势，而截至目前，也仅有个别市场达成初步的关税协议。基准情形下，美元信用风险，尤其是美债市场的走势成特朗普“软肋”，可能限制其关税以及解雇鲍威尔的主张。我们认为，2025 年全年仍有可能降息 1-2 次，而首次降息可能在今年 4 季度。

图表 18: 利率期货市场隐含降息次数



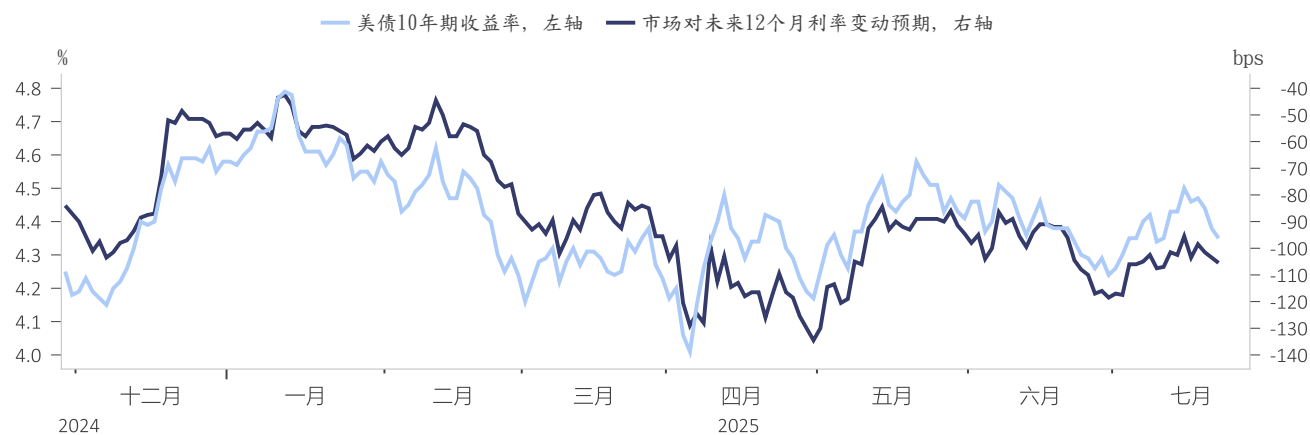
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 19: 市场降息预期变化



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: 美债 10 年期利率与降息预期走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非并考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。