

鲍威尔维护独立性令美联储 9 月难降息

2025 年 07 月 20 日

■ **核心观点：**本周美国经济数据边际走强，“软数据”密歇根大学消费者信心指数与“硬数据”零售销售均好于预期，美股上行；特朗普关税威胁一度令美债利率抬升，但随后在 PPI 数据不及预期和美联储理事沃勒的鸽派发言带动下，美债利率有所回落，10 年期美债利率全周升 0.62bps 至 4.416%。本周公布的 6 月美国核心 CPI 再度不及预期，主要由于①本轮美国贸易商通过前置商品进口和加大来自墨西哥的 USCA 免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击；②关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。此外本周特朗普提前解雇鲍威尔的传闻令市场一度出现震荡，但考虑到法律流程的困难和鲍威尔任期即将结束，特朗普大概率不会耗费大量法律和政治资源来推动对任期即将结束的鲍威尔的弹劾流程。而鲍威尔在任期的最后时间内出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，或选择延后降息，这令美联储 9 月降息难度仍然较大，同时存在全年降息不及 2 次预期的可能。

■ **大类资产：**增长数据边际走强带动美股走高，通胀数据不及预期令美债利率有所回落。本周美国经济数据边际走强，“软数据”密歇根大学消费者信心指数与“硬数据”零售销售均好于预期，美股上行；而本周伊始特朗普关税威胁一度令美债利率抬升，但随后在 PPI 数据不及预期和美联储理事沃勒的鸽派发言带动下，美债利率有所回落。整体来看，全周（7 月 14 日至 18 日）10 年期美债利率升 0.62bps 至 4.416%，2 年期美债利率降 1.59bps 至 3.869%，美元指数升 0.64% 至 98.48；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.59%、1.51%，其中标普 500 指数盘中一度创下 6315 的历史新高；现货黄金价格收跌 0.17% 至 3349 美元/盎司。

■ **海外经济：**零售数据意外走强与消费者信心调查超预期显示关税带来的负面影响或有所缓和。美国 6 月零售销售数据环比+0.6%，扭转了连续两个月的下跌趋势，预期+0.1%，前值-0.9%。美国 6 月 PPI 环比+0%，预期+0.2%，前值-0.1%；同比+2.6%，预期+2.7%，前值+3.2%。美国 7 月密歇根大学消费者信心指数初值 61.8，预期 61.5，前值 60.7；1 年通胀预期初值 4.4%，预期 5%，前值 5%；5 年通胀预期初值 3.6%，预期 3.9%，前值 4%。**货币政策方面**，本周多位美联储官员对当前货币政策仍存在分歧。美联储理事沃勒表示应在 7 月 FOMC 会议上降息 25bps；旧金山联储主席戴利表示年内 2 次降息是合理的。而亚特兰大联储主席博斯蒂克当前通胀压力依旧存在，（对降息）应继续等待；美联储理事库格勒也表示维持限制性利率水平对锚定长期通胀预期至关重要。**增长方面**，截至 7 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%；截至 7 月 18 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.71%。

■ **6 月 CPI：**核心环比连续 5 个月均不及预期，“抢进口”与免税/低价商品稀释核心商品冲击，关税负担抑制居民消费需求稀释核心服务冲击。美国 6 月 CPI 环比+0.29%，预期+0.3%，前值+0.08%；核心环比+0.23%，预期+0.3%，前值+0.13%。6 月 CPI 同比+2.67%，预期+2.6%，前值+2.35%；核心 CPI 同比+2.93%，预期+2.9%，前值+2.79%。**从结构上看**，①**核心商品方面**，本月核心商品 CPI 环比由-0.04%提升至+0.20%，其中家居陈设&用品环比由+0.34%大涨至+0.98%，服装由-0.42%上涨至+0.43%，休闲商品由+0.41%上涨至+0.77%。这三者是美国核心商品通胀大幅上涨的主要贡献，也是对关税最敏感的三个项目。②**居住通胀方面**，本月居住服务环比由+0.25%回落至+0.18%，自住房折算 OER 与租金 RPR 同比增速在基数效应驱动下继续保持回落趋势。居住通胀的持续回落主要来自前期美国地产市场降温导致的房价回落，但近期租金的回落或也来自关税给总需求带来的一些负面冲击。③**工资通胀方面**，超核心 CPI 环比由+0.06%提升至+0.21%。其中，医保服务由+0.18%提升至+0.56%，是最大的边际贡献者。**整体来看**，自 2 月以来，美国核心通胀已经连续 5 个月不及预期，这主要是由两个原因所导致：①**关税对核心商品的传**

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

《关税落地后，美国通胀为何连续不及预期？》

2025-07-17

《寻找内需增量：发挥最低工资的“灯塔效应”》

2025-07-17

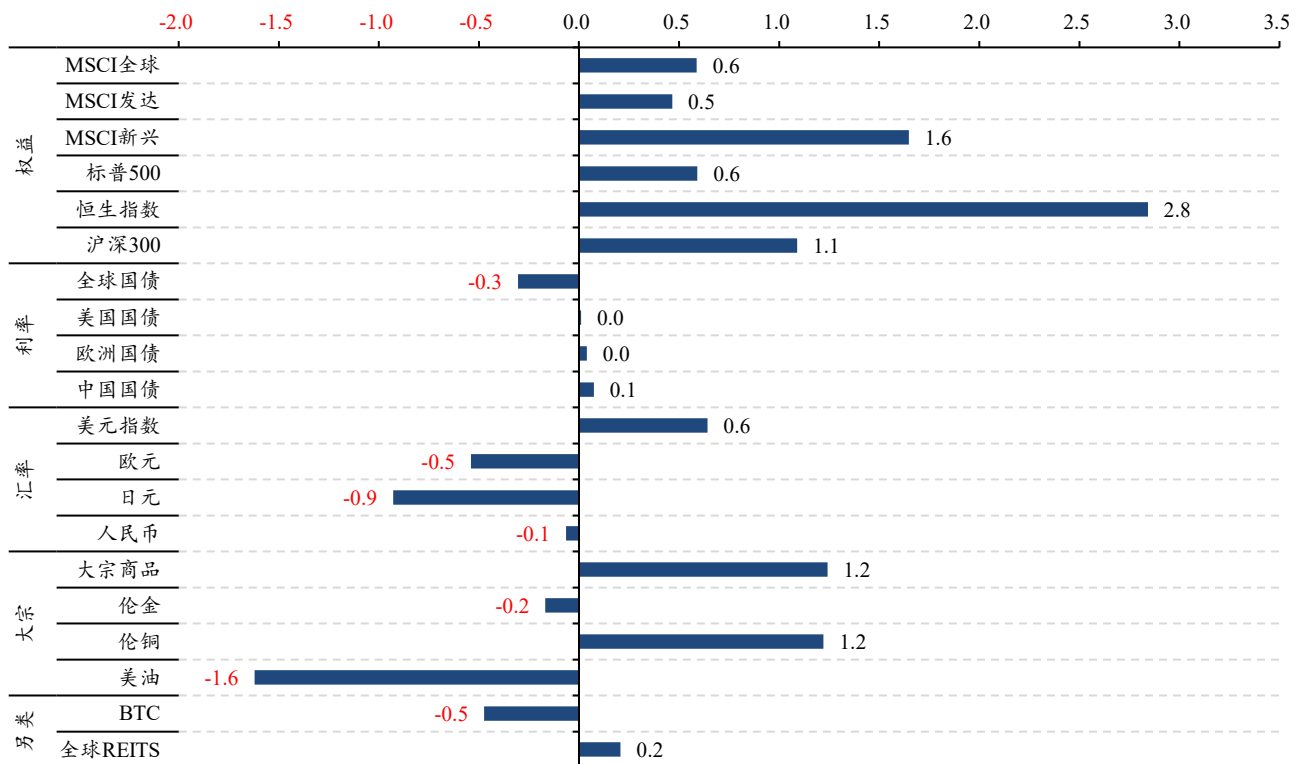
导不足。本轮美国贸易商通过前置商品进口和加大来自墨西哥的USCMA 免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击（详见报告《关税落地后，美国通胀为何连续不及预期？》）；

②关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。总需求不变的情况下，关税的本质是对商品消费的征税，而在总需求不变甚至变差的风险下，这或冲击服务消费，叠加居住通胀延续下行惯性给通胀带来拖累。

- **海外政治：特朗普提前解雇鲍威尔传闻再起，美联储独立性维护或令降息延后**。本周纽约时报披露称美国总统特朗普已起草解雇美联储主席鲍威尔的信件，并启动了新任美联储主席的遴选程序，一度引发市场动荡。随后特朗普本人接受采访时澄清该传闻，表示并未起草相关文件，未来也不太可能解雇鲍威尔，除非其在美联储大楼装修中存在欺诈行为。在法律层面上，美国《联邦储备法》（Federal Reserve Act）规定美联储理事会在任期届满前只有在“正当理由（for cause）”情况下才可被总统提前罢免。“正当理由”通常被解释为严重失职、渎职或违法行为等。因此特朗普尽管已经多次呼吁鲍威尔尽快降息，但他仍只能通过证明鲍威尔在美联储大楼装修过程中存在“不当行为”来启动相关解雇程序。而考虑到鲍威尔本人律师出身的背景，该法律途径必将耗时良久且困难重重。此外由于鲍威尔的任期将于2026年5月届满，因此我们认为特朗普大概率不会耗费大量法律和政治资源来推动对任期即将结束的鲍威尔的弹劾流程。最后需要注意的是，今年以来特朗普对美联储独立性的持续干预，反而可能令鲍威尔在任期的最后时间内出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，选择延后降息，这令美联储9月降息难度仍然较大，同时存在全年降息不及2次预期的可能。

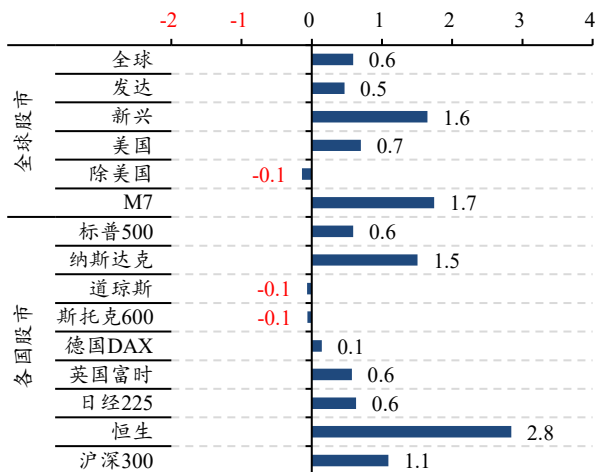
- **风险提示**：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



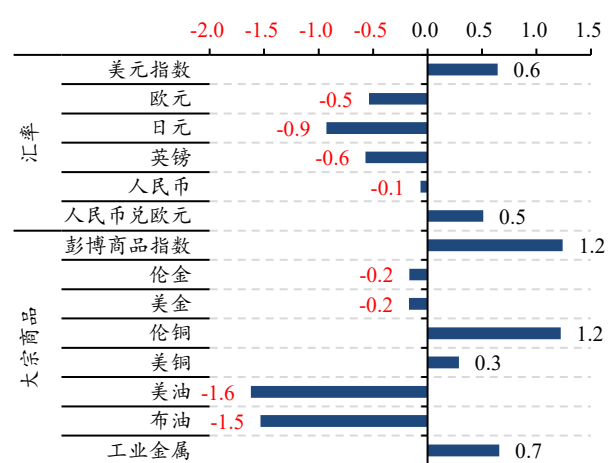
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率



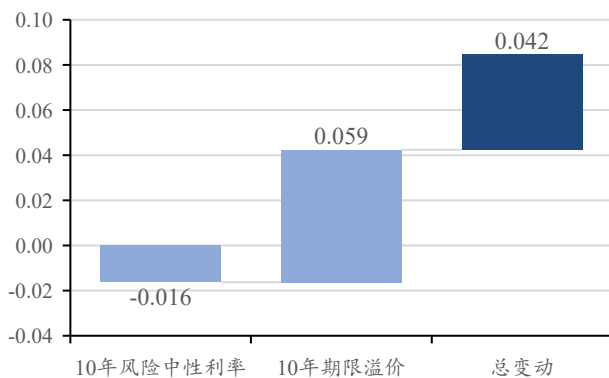
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4：10年、2年美债利率与利差



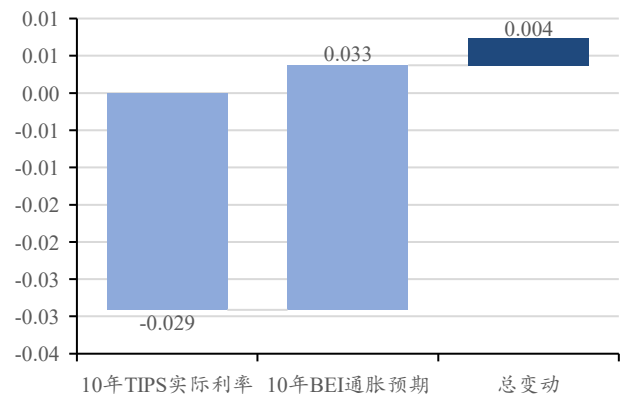
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）



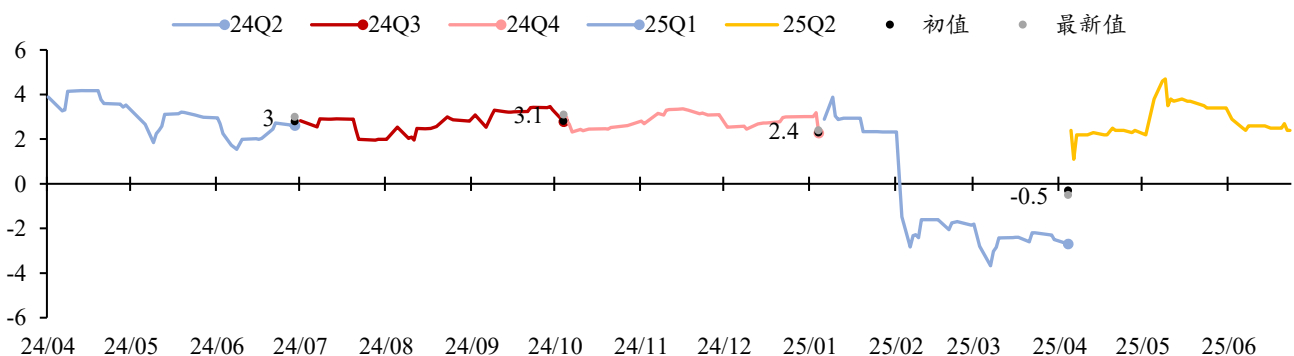
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）



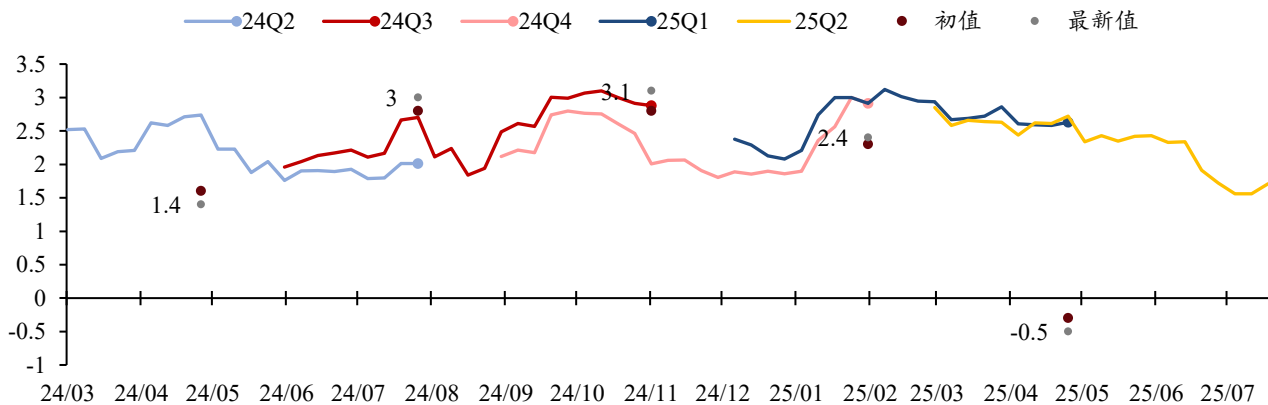
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



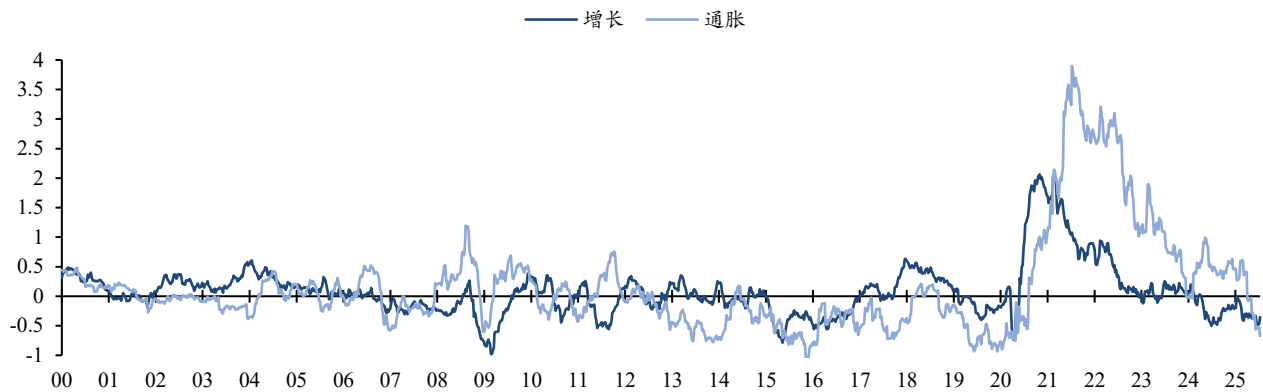
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



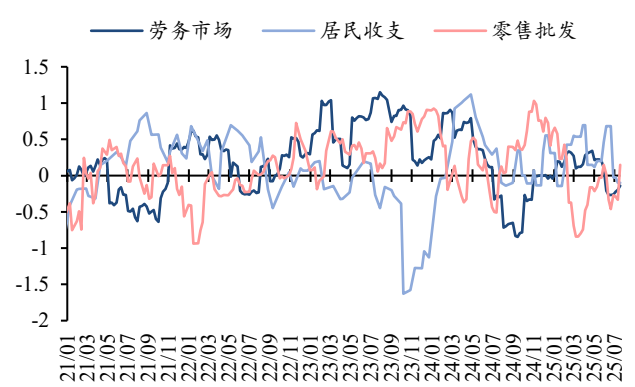
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



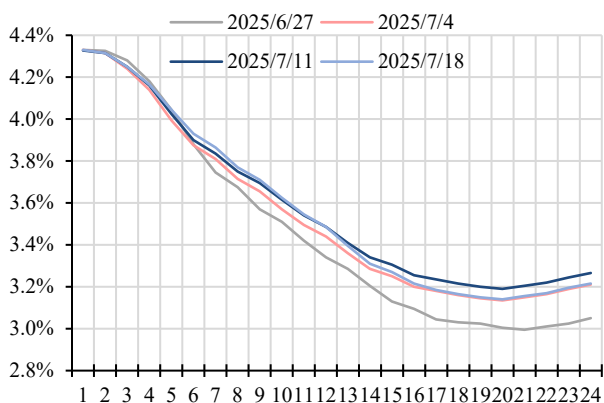
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



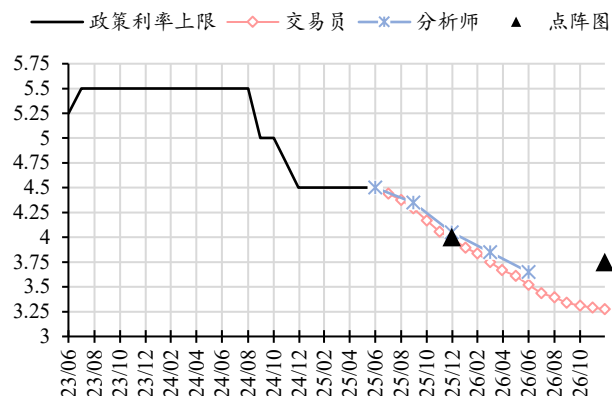
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



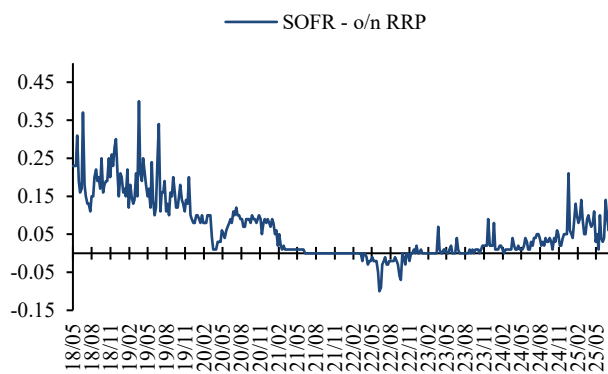
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



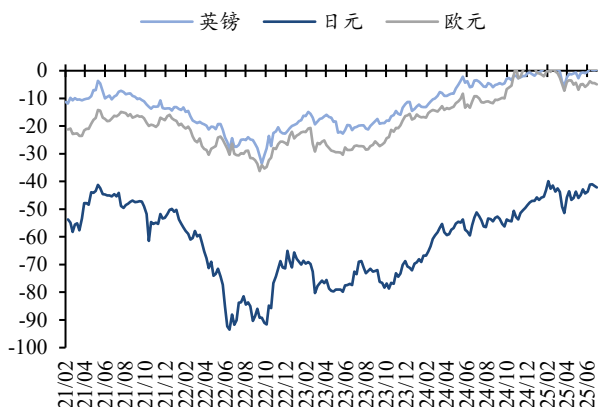
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



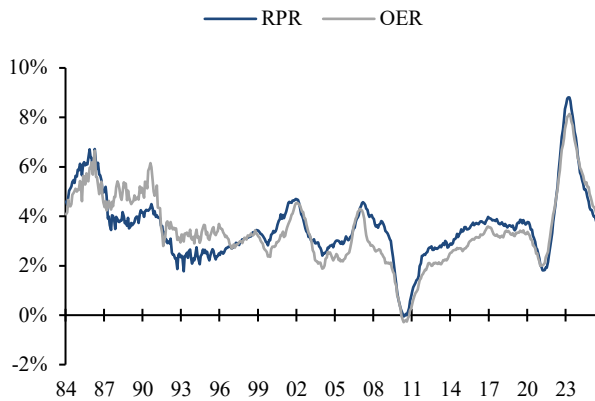
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



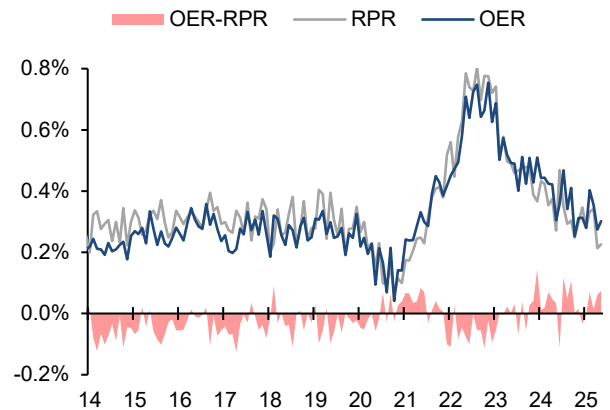
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 美国居住通胀自住房折算与租金分项同比



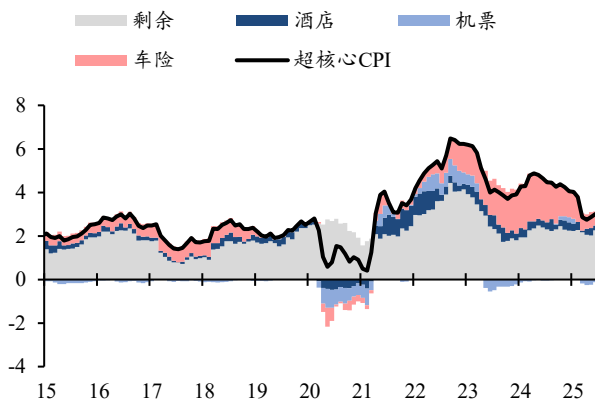
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 美国居住通胀自住房折算与租金分项环比



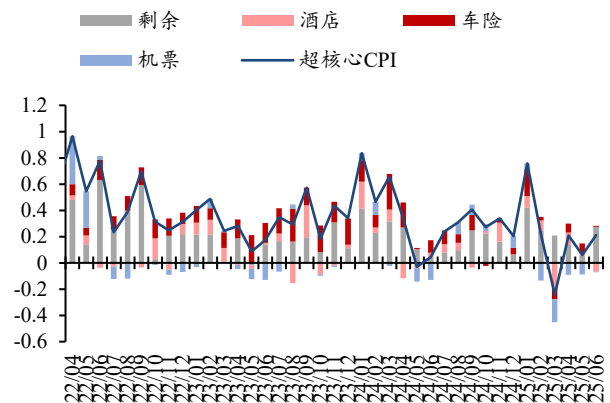
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图20: 美国超级核心 CPI 同比与分项贡献度



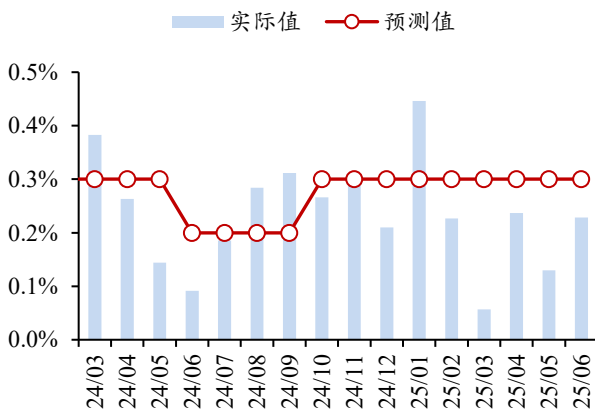
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图21: 美国超级核心 CPI 环比与分项贡献度



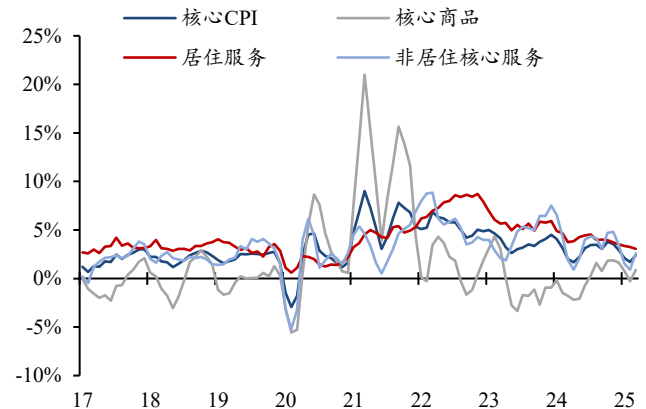
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图22: 分析师对美国核心 CPI 环比增速预期



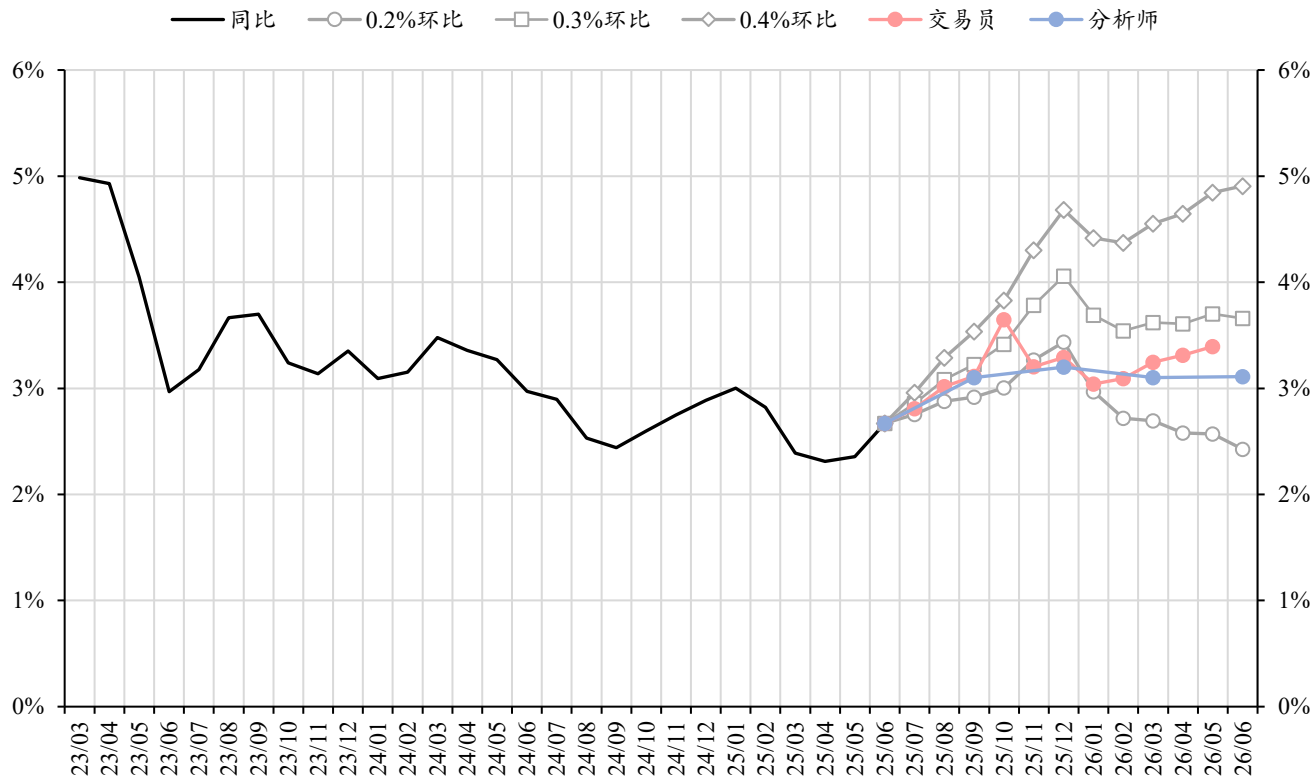
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图23: 美国核心 CPI 及三大分项环比三个月均年率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图24：研究机构对 2025-26 年各月美国 CPI 同比预测



数据来源：彭博、东吴证券研究所

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>