

美联储能保住自己的独立性吗？

2025 年 07 月 18 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

➤ **作为宏观研究员，我们不像交易员们那样每天专注于交易当下的边际变化和信息（这也许更难）。**所以我们有些时间段只能等待自己的研究成果被验证或证伪。等待是煎熬且无力的，不同于自然科学研究者，我们无法通过实验来验证自己的猜想与理论。目前我们对于美国通胀将在 Q3 回升，美国经济持续走弱的判断还在等待更多宏观数据的印证。在这些基本面没有形成一致认知之前，我们也只能假设政策的力度和效果，而政策和经济又互为因果，这给前瞻的宏观研究提升了不少难度。

➤ **今年上半年的海外研究我们一直试图走在市场前头，**在美国年初数据强劲时判断其会在二季度走弱；政策上我们坚定地认为虽然经济走弱，但是美联储降息的难度在提升（详见《无能为力的美联储，被迫强势的鲍威尔》）；资产方面，我们在美元高位时判断今年二三季度美元指数破百；在这轮黄金启动之前（低于 3000 美元/盎司时）指出它是“版本答案”；对 10Y 美债中枢处在 4.4-4.5% 的判断也是准确的，六月份看好港股中的核心资产现在也逐渐在兑现。眼下我们资产配置的观点相较在前期报告里面强调的内容并没有发生大的变化（详见《2025 年三季度宏观经济与大类资产展望：“大浪淘沙”，在不确定中找寻确定性》）。

➤ **在等待数据进一步验证的间隙，我们想重启之前的历史比较系列，把后续相对比较重要的一个潜在风险——美联储独立性问题的前世今生复盘一下。**

➤ **美联储在所有的央行中肯定算不上“年轻”，但也不是最“年长”的（最悠久的央行瑞典央行和英格兰银行比美联储大一两百岁）。**1913 年的《联邦储备法》宣告美联储的成立，但它在大萧条中的表现并不理想，没有承担起最终借款人的角色，导致那轮萧条（截止 1933 年）倒闭的银行占当时总量的 1/3。亡羊补牢的美国在 1935 年通过了《银行法》：强化华盛顿理事会权力，弱化地区联储独立性；且将联邦公开市场委员会（FOMC）制度化，成为货币政策核心。

➤ **但是这个时候 FOMC 还是政府财政下辖的一部分，**因此帮助和配合财政部发行联邦政府债务自然也是其工作的重要组成部分。既是裁判又是运动员的角色让维持美元币值（和货币供应或者说通货膨胀其实是一体两面的问题）和配合政府融资变成了不可兼得的鱼和熊掌。

➤ **这种矛盾在第二次世界大战及朝鲜战争期间开始爆发，**财政部要求美联储维持低利率以融资赤字，引发通胀压力。1951 年的《美联储-财政部协议》标志着终结联储的利率与国债利率的绑定，首次明确货币政策独立性。

➤ **但这不是故事的结尾，而仅仅是故事的开始。**至此往后的四分之三个世纪里，政府试图重掌货币政策大权的企图没有间断过。这场旷日持久的“攻坚战”有伯恩斯宽松货币政策助尼克松赢得 1972 年总统大选这样的“大捷”，也有对小马丁反水加息控通胀和沃尔克铁腕加息终止“滞胀”的十年这样的让步。

相关研究

1. 美国经济研究：关税“博弈”：谁是主要“受害者”？ -2025/07/17
2. 海外市场点评：6 月美国 CPI 的降息“份量” -2025/07/16
3. 2025 年上半年经济数据点评：5.3% 的预期与现实 -2025/07/15
4. 2025 年 6 月外贸数据点评：6 月出口：“预期差”在哪？ -2025/07/14
5. 美国经济研究：关税“悖论”：真的越加越通缩？ -2025/07/12

➤ 而特朗普在这个任期上又开始了**对美联储独立性这座碉堡的冲锋**。因为联储主席的任命流程需要总统提名，并通过国会的审批，时间大概需要小半年，所以以往美联储主席候选人的提名会在前一年的冬天开始（换届是在夏天）。今年特朗普提前了这个流程，为的就是向市场提前释放货币政策宽松的信号，这种意图对于历任美国总统来说并不鲜见。

➤ **这里我们打算借助美联储历史上任职时间最长（共 5 届，19 年），同时也是功勋卓著的主席小威廉·迈克切斯内·马丁的故事，来帮助大家理解当下联储应对政府冲击采取的手段和态度。**

➤ **第二次世界大战结束后，美国经济面临着从战时向和平时期转换的巨大挑战。**战争期间，美联储承担了为政府战争融资提供便利的角色，通过维持低利率政策来降低政府借贷成本。具体而言，自 1942 年 4 月起，美联储正式承诺将短期国债利率维持在 0.375% 的低水平，同时将长期国债利率隐性限制在 2.5% 以下。

➤ **这种政策安排在战时具有合理性，但在和平时期却带来了严重的通胀压力。**战后初期，美国经济经历了剧烈的价格波动，而朝鲜战争的爆发又起到了推波助澜的作用，通胀一度上涨到 20% 以上（图 2）。随着朝鲜战争的进展和通胀压力的加剧，杜鲁门政府与美联储之间的分歧日益明显。

➤ **1950 年 10 月**，杜鲁门总统安排财政部长约翰·斯奈德与美联储主席托马斯·麦克凯布举行会谈，试图确保美联储继续配合政府的低利率政策。当时联储内部已经开始有越来越多的声音认为，继续执行利率上限政策将使美联储沦为“通胀的发动机”，政府和美联储的主要矛盾对立的局面开始激化。就在这样的背景下，马丁登上历史舞台。

➤ **从 1949 年 2 月至 1951 年 4 月**，马丁担任杜鲁门政府的财政部助理部长（在美国没有副部长这个说法，该职务就相当于副部长）。在这一职位上，他在协商 1951 年 3 月的《财政部—美联储协议》方面发挥了关键作用（他的领导财长斯奈德因病缺席，是马丁代表政府去和联储谈判并施压的）。讽刺的是，正是这位财政部官员后来成为了美联储历史上最坚定的独立性捍卫者之一。

➤ **1951 年 3 月**，财政部和美联储发布联合声明，宣布双方已经“在债务管理和货币政策方面达成完全一致，以促进共同目标，确保政府融资需求的成功满足，同时最大限度地减少公共债务的货币化”，这一措辞看似模糊，但其实际意义却极为深远。协议的核心在于终结了美联储被迫为政府债务提供无限制支持的义务，重新确立了美联储在货币政策制定方面的独立地位。

➤ **与现在相似的是，协议达成后，杜鲁门政府对美联储进行了人事调整。尽管托马斯·麦克凯布的任期原本要到 1956 年才结束，但杜鲁门告诉他“你的服务已经不再令人满意”。**面对总统的明确表态，麦克凯布同意提前辞职。接替他的人正是之前在谈判中，政府方面的代理人马丁。杜鲁门的这项任命意图很明确，希望联储的话事人是一个配合政府行事的“自己人”。然而，这一期望很快被打消了。正如杜鲁门政府首席经济学家后来所说，马丁“背叛”了总统，坚定地走上了独立央行行长的道路。

➤ **在任命他的总统杜鲁门走完自己的任期之前，小马丁已经开始和他的“伯乐”——杜鲁门总统斡旋了。**他提出“在派对正欢时收走酒杯”理念，通过利率调节遏制经济过热，奠定美联储主动干预基调。为后世那位更有名的美联储主席——保罗·沃尔克强硬大幅加息抗通胀提供了理论和法律基础。当然他与林登·约翰逊

总统之间的矛盾（顶住约翰逊总统要求维持低利率的压力），也给他的继任者们树立了榜样。

➤ **参考马丁的案例，我们不难看出，像鲍威尔这样让总统“恨得牙痒痒”的联储主席并不罕见。**美国法律对于联储独立性的法律设计导致总统想解雇联储主席的难度是不小的。我们从两个方面进行分析：白宫如何才能解雇鲍威尔？根据现行法律框架，总统必须证明存在“充分理由”才能进行罢免，主要包括三个方面：

- 一、失职 (neglect of duty)：未能履行法定职责；
- 二、渎职 (malfeasance in office)：故意的不当行为或违法行为；
- 三、无能 (inefficiency)：缺乏履职能力或政府浪费。

➤ **当然政策分歧不构成充分理由，最高法院明确，总统不能仅因政策观点不同而罢免联储主席。**所以白宫当前试图从贪腐、作风问题入手来罢免鲍威尔，例如周末围绕联储大楼装修违规问题的议论。如果白宫真的找到了把柄，如何走流程？一方面最大的问题是历史上从未有过先例；另一方面，通过国会投票解雇并不简单。首先《联邦储备法》未赋予国会通过简单投票移除主席的机制。

➤ **这就意味着要么国会先投票修改《联邦储备法》；要么走官员弹劾程序：众议院提出严重违法的指控，参议院进行审判，需三分之二多数定罪。**最终可能还是需要最高法出手。由于定罪上有很大的模糊性，重视晚节的鲍威尔会上诉；法院审查理由是否“充分”，最终可能需要最高法做出裁决。最高法办案一般时间冗长，走完全套程序，可能还不如等明年5月鲍威尔自动退休。所以我们倾向于认为，除非鲍威尔自己辞职，否则特朗普更多地还是逞口舌之快。

➤ **而且我们此前的历史回顾能给大家一定的提示，即使真的大费周章换了，特朗普也无法保证不会重蹈杜鲁门的覆辙。**如果特朗普效法杜鲁门成功迫使美联储主席提前辞职，并且“满心欢喜”地换上和联储谈判的“功臣”出任这一职位，难保其精挑细选的“贝森特们”不会继续坚持美联储独立性（参考马丁）。因为从任期来看，下一任联储主席会比特朗普更晚离开自己的“办公室”。

➤ **参考四月特朗普第一次产生了换联储主席的想法后的市场反应来看，如果美联储没了独立性，美国将面临股债汇三杀的局面；更进一步，美联储没有独立性最直接的后果其实就是通胀失控；因此如果出现极端的通胀情形，股债汇大概率也会面临同样的结果。**

➤ **风险提示：**特朗普强行干涉美联储独立性导致资产波动加大；美联储提前大幅降息导致通胀失控。

图1：特朗普对美联储独立性展开冲锋



资料来源：华尔街见闻，新浪，腾讯等，民生证券研究院整理

图2：二战后初期，美国通胀一度上涨到20%以上



资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048