

无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔

2025 年 04 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ **“宁做沃尔克，不做伯恩斯”**？在特朗普依旧醉心于搅动和变革全球经贸格局之时，鲍威尔却似乎逐渐下定决心，在美联储主席生涯最后的时间里做一回“沃尔克”——最近在芝加哥经济俱乐部举办的活动中，**鲍威尔发出鹰派“三连”：短期内更加注重通胀（及其预期）；没有美联储市场托底（Fed Put）；美联储保持独立性。而对于财政问题的针砭，更是充满对于白宫的“讽刺”——要解决不可持续的政府债务问题，需要聚焦强制性支出（mandatory spending，包括社保、医保等），而非在自由裁量支出上“小打小闹”（也别指望降息）。**

➤ 鲍威尔的表态固然有保住“晚节”的小心思，但是我们更在意的是这些盘算背后、主观意愿之外面临的客观约束，以及触发宽松的真正条件。我们从通胀、市场和降息传导三个角度来看：

➤ 首先是鲍威尔反复强调的**通胀及其预期**。这背后既有“事不过三”的经验教训，也有关税加征的客观影响，但**可能更值得注意的是特朗普 2.0 的关税政策让美元这个“自动稳定器”失效了。**

➤ 在调控通胀这件事上，鲍威尔已经让“蛇”咬了至少 2 次。一次是 2021 年对于供给冲击带来的通胀只是暂时性的判断，导致美联储迟迟不紧缩，也间接导致 2022 年的史上最快加息周期。这可能也是为何鲍威尔强调关税带来的一次性价格冲击可能会有持续影响的重要原因。另一次是 2024 年 9 月在通胀尚未回到政策目标时，“提前开香槟”、超预期降息 50bp，而后通胀的超预期反弹、也引来各方的诸多质疑。

➤ 关税对于通胀的影响有两个重要因素：一是进口在消费中的重要性，二是汇率的调节作用。对于前者，根据美联储的统计，在美国居民的核心消费中（提出食品和能源，即核心 PCE）进口占比约为 10%，这其中医药、汽车、服装等是最容易受影响的部分，而从区域来看，中国、欧盟、墨西哥和加拿大是最大的进口影响来源。

➤ **美元性质的改变可能是让鲍威尔为难的新因素**。在传统美元主导的全球体系里，诸如关税这种冲击全球的事件→美元升值→限制通胀及其预期，其中美元是重要稳定因子，2018 至 2019 年的贸易摩擦中即是如此——美元升值不仅限制了通胀的传导，也控制住了通胀预期。

➤ **当前，这一基础动摇了**。全球关税对于美元体系的削弱、带来的外资流出担忧都让美元短期内的风险属性越来越浓、丧失了稳定功能，**美元贬值成了输入性通胀的放大器。**

➤ 一旦要考虑汇率问题，**美联储的货币政策也要受到其他国家的掣肘**。比如日本央行何时加息，5 月、7 月还是 9 月？比如欧洲央行、英国央行是不是也要逐步放缓甚至暂停降息了？

➤ **其次是市场角度，真的没有 Fed Put 吗？**可能不是没有，只是门槛比较高；

相关研究

1. 美国政策评论：他山之玉，可以攻石——他们自己都怎么看关税？-2025/04/17
2. 2025 年 3 月经济数据点评：5.4%后如何破逆风局？-2025/04/16
3. 2025 年 3 月外贸数据点评：3 月出口：从已知看未知-2025/04/14
4. 美国政策点评：关税豁免的“减震”信号有多强？-2025/04/13
5. “美国不是例外”系列：如期而至的流动性危机——写在美国股债汇三杀之时-2025/04/12

美债市场比美股更重要；而且从政策工具而言，扩表释放流动性容易，要美联储降息则会难很多。

➤ 从近期美债市场虽然动荡，但可能还不足以成为联储宽松的理由，尤其在当前复杂的内外环境下，理由需要更加充分：

➤ 从绝对涨跌幅度来看，对等关税宣布后的 10 年美债收益率的上涨一度不输于 2020 年 3 月，但是在没有联储介入的情况下也出现明显回落；

➤ 从波动上看，可与 2023 年 10 年相比，但市场的压力远远不及 2020 年 3 月。因此也难以逼出美联储的宽松“大手笔”，而 2023 年 10 月美债利率飙升、债市压力骤升只是让美联储决定彻底停止加息。而与 2023 年 3 月相比，则缺的是类似 SVB 这样金融机构的暴雷（此后美联储开始阶段性扩表注入流动性）。

➤ **第三，货币政策的效果需要从长计议。**退一步说，现在美联储立即降息的效果真的能立竿见影吗？未必。主要的问题在于政策传导的时滞，以及居民和企业资产负债表的变化。时滞的问题易于理解，从降息到真正开始降低实体的负债成本需要传导。

➤ **私人部门的资产负债：“汝之蜜糖、彼之砒霜”。**2020 年之后众所周知，美国居民和企业的资产负债情况得到了极大改善，负债减少了，同时资产也明显增加：股市是一方面，另外直接或间接持有的美债也大幅增加、超过 13 万亿美元（2024 年），在可交易存量美债中的占比超过 50%，已经是 21 世纪的最高点。在 2022 年美联储开启加息周期后，出现了一个非常有意思的情况——**尽管美联储加速加息，但是企业的净利息支出占比却比较反常地下降。**一个可能解释是由于居民和企业部门持有大量美债和货币市场工具，**利率上升在资产端带来的收益比负债端增加的成本更灵敏。**

➤ 那这也意味着，一旦美联储进行大幅快速降息，这一过程很可能会逆转。资产端的收益大明显下降，我们在之前报告《二季度美国的流动性挑战》中已经阐明企业负债成本会因为到期续作明显上升，**降息反而会导致利息净支出（占比）上升。**

➤ 所以美联储轻易不宽松，可能不仅仅是“不愿”，更有“不能”的因素。在特朗普 2.0 和后疫情时代的变局下，降息的传导路径已经出现很大的变化——降息如果进一步使得美元贬值、会放大通胀的恶性循环；同时也可能使得私人部门的净利息支出在短期内上升，导致需求进一步走弱。因此，美联储开启降息可能需要一些路标式的条件：

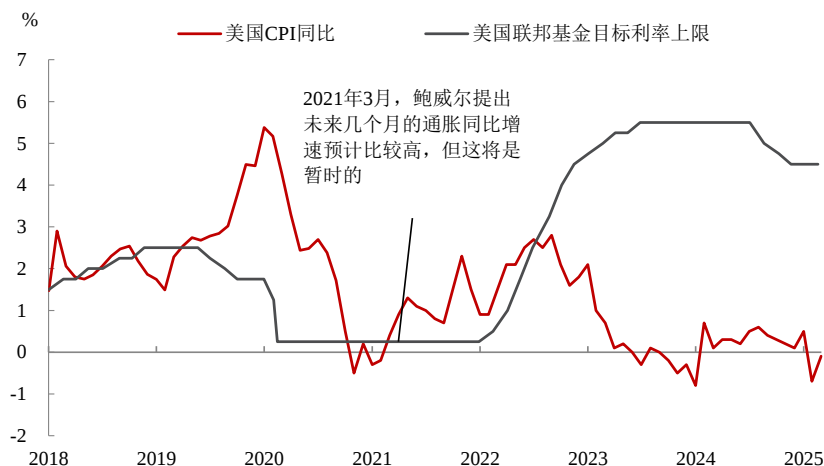
➤ **美元企稳，去美元化叙事消退**，这需要白宫在政策的不确定性下降，和主要大国/经济体之间的经贸外交关系逐步有序化。

➤ 此外，如果**其他主要非美经济体货币政策在边际上进一步宽松**。这可以缓解美联储在货币政策上的汇率掣肘。

➤ 或者出现更加严重的风险事件。比如**美债市场出现流动性风险+出现金融机构（规模不能小）暴雷，或者债务成本反噬企业和实体经济，导致失业率明显上升，经济进入衰退。**毕竟 1980s 在沃尔克担任美联储主席初期，美国经济 3 年内出现了 2 次衰退。

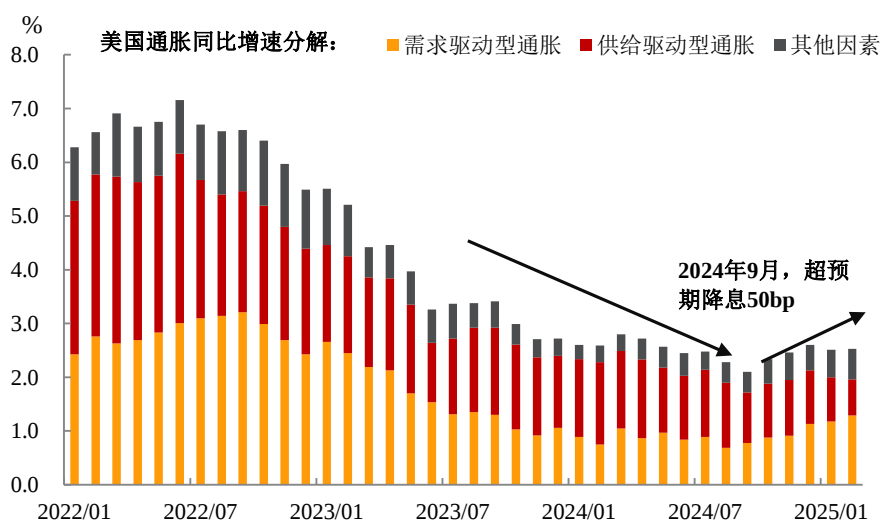
风险提示：特朗普百日新政过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：2021年鲍威尔对于美国通胀出现过“暂时性”的误判



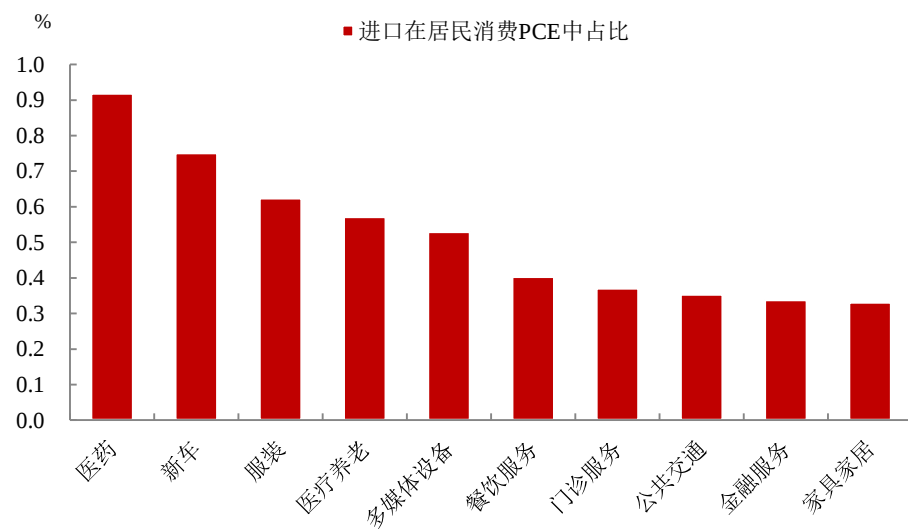
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2024年第四季度美联储大幅降息后通胀反弹



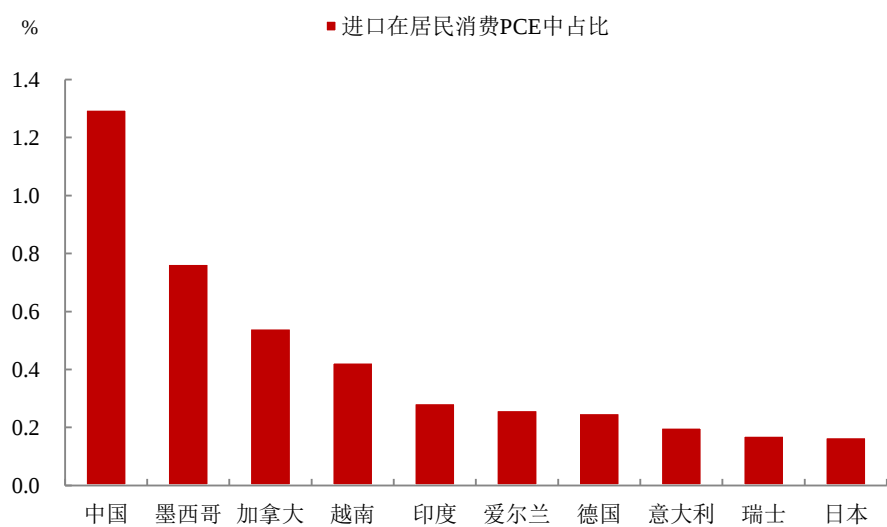
资料来源：美联储，民生证券研究院

图3：美国居民消费中进口占比（2023 年，按商品）



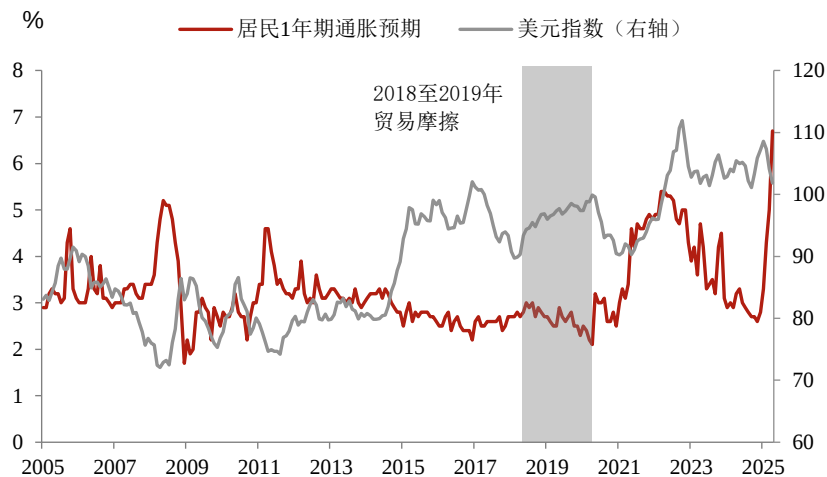
资料来源：美联储，民生证券研究院

图4：美国居民消费中进口占比（2023 年，按地域）



资料来源：BIS，民生证券研究院

图5：美元指数对于通胀预期有限制作用



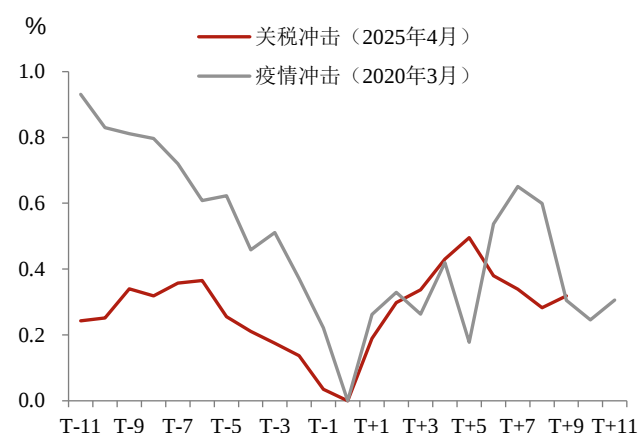
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：美国与德日的利差和美元指数：美联储现在也得担心利差



资料来源：BIS，民生证券研究院

图7：10年期美债收益率变化：关税冲击 VS 2020年3月



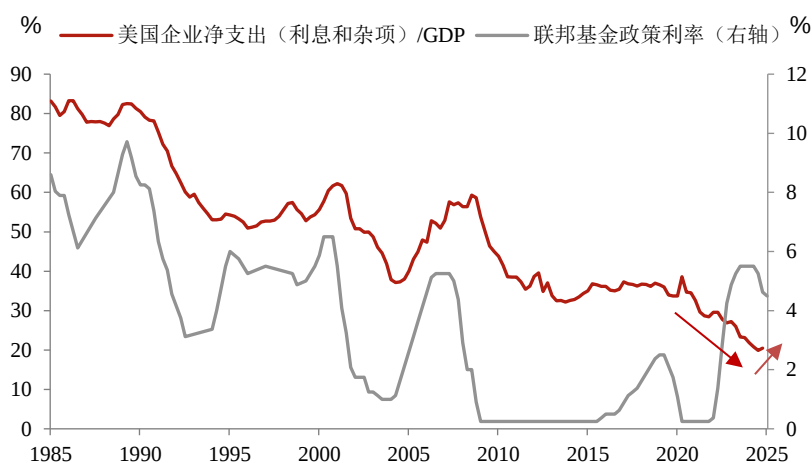
注：T 表示阶段性避险下的债券收益率的低点——2020年3月9日和2025年4月11日。横轴表示前后11个交易日美债收益率的累计表现
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：长端美债波动率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：美国企业利息净支出和联邦基金利率（政策利率）



资料来源：Wind，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机构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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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