



别了，鲍威尔

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：钟天（执业 S1130526020001）
zhongtian@gjzq.com.cn分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
songxuetao@gjzq.com.cn

别了，鲍威尔

基本内容：

虽然沃什上周在参议院的听证会堪称一场灾难，但这无法阻挡鲍威尔卸任联储主席的发生。鲍威尔在发布会中选择了“半隐”也并不让人意外，即以一个低姿态(low profile)的方式留任理事；于公是展现对联储独立性更多的维护，于私是保留对抗特朗普的底牌，毕竟针对他本人的司法调查依然存在重启的可能。

然而，最终可能会发现，沃什与鲍威尔的差异，远不如“咆哮的 20 年代”和“混沌的 30 年代”的时代背景差异那样明显。这个最后一舞不是从鲍威尔开始，也不会因鲍威尔离开而结束。

这个高波动的时代必然伴随着货币政策异见的不断增加；例如从此前对于利率决策的反对（加息/降息与否）到此次会议对于“宽松指引”的三票反对，这其实只是对外部不确定的一个自然主观反馈——换言之，大缓和时代的那种“无异见”时代才是一种“异常”，异见也是彰显独立的一种方式。

风险提示

1) 特朗普军事政策不确定性较大，美军地面入侵导致局势失控。2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析，拖累全球经济进入衰退模式。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险。



内容目录

风险提示..... 7

图表目录

图 1: 联储利率决议反对票数（包括利率决策本身以及其余政策/指引） 3

图 2: 鲍威尔相较于伯南克与耶伦，公开发言次数/占比相对较小 4

图 3: 鲍威尔并未完全被美股所裹挟，但已不复 2018 年“加息”之勇 4

图 4: 美股市值（相较于名义 GDP）的迅速膨胀，也加大了货币政策调控难度 5

图 5: 精英治理时代的“最后一舞” 6

图 7: 根据 CBO 在 2026 年 2 月的最新调查，美国赤字率水平将很难明显收窄 6

图 8: 10 年期盈亏平衡通胀率，以及通胀互换正在定价沃什政策“可信度”的下降 7

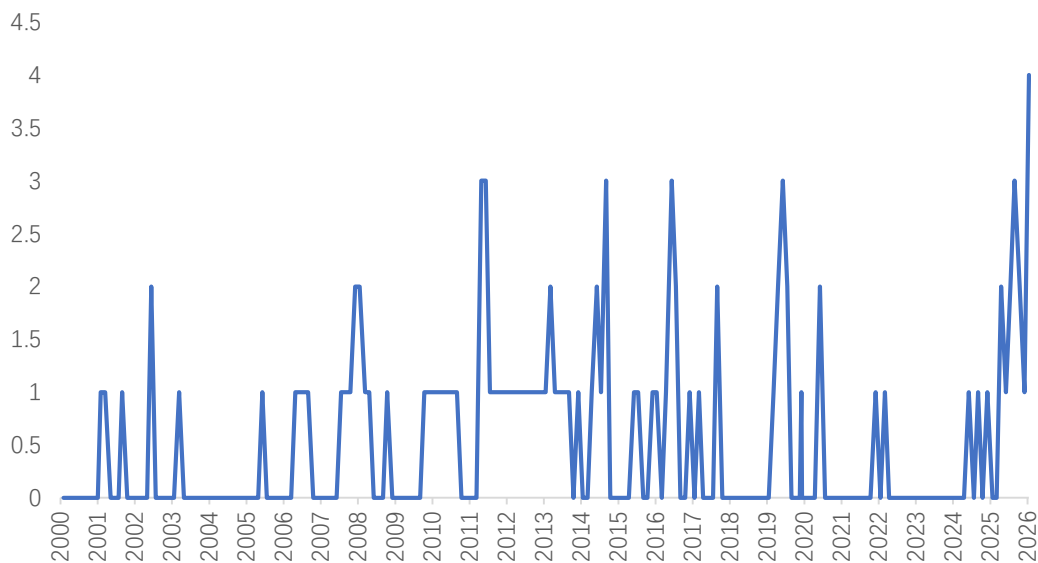


虽然沃什上周在参议院的听证会堪称一场灾难，但这无法阻挡鲍威尔卸任联储主席的发生。鲍威尔在发布会中选择了“半隐”也并不让人意外，即以一个低姿态(low profile)的方式留任理事；于公是展现对联储独立性更多的维护，于私是保留对抗特朗普的底牌，毕竟针对他本人的司法调查依然存在重启的可能。

然而，最终可能会发现，沃什与鲍威尔的差异，远不如“咆哮的 20 年代”和“混沌的 30 年代”的时代背景差异那样明显。这个最后一舞不是从鲍威尔开始，也不会因鲍威尔离开而结束。

这个高波动的时代必然伴随着货币政策异见的不断增加；例如从此前对于利率决策的反对（加息/降息与否）到此次会议对于“宽松指引”的三票反对，这其实只是对外部不确定的一个自然主观反馈——换言之，大缓和时代的那种“无异见”时代才是一种“异常”，异见也是彰显独立的一种方式。

图 1：联储利率决议反对票数（包括利率决策本身以及其余政策/指引）



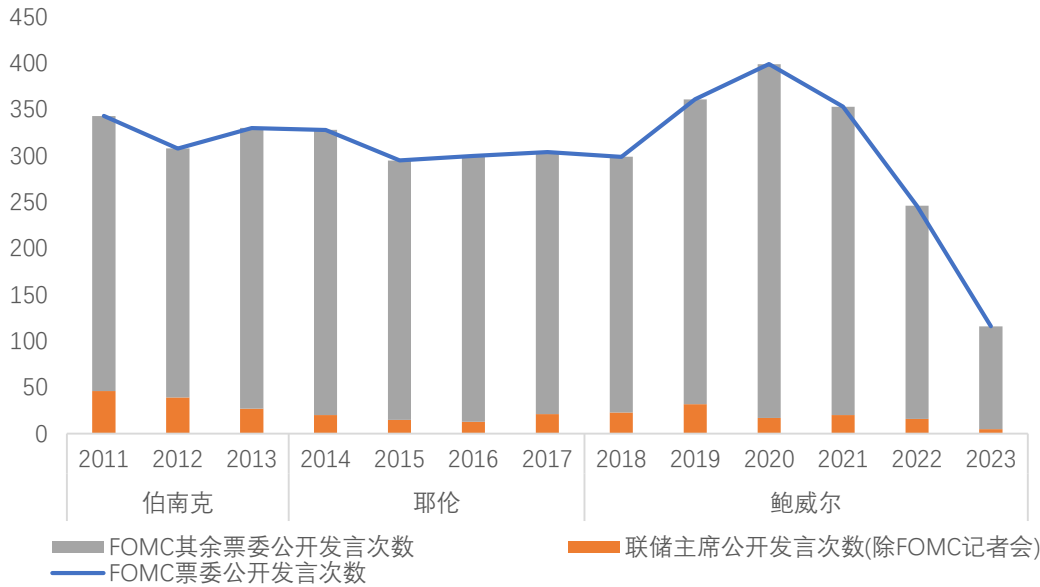
来源：Bloomberg，国金证券研究所

身份的谢幕不代表着被遗忘：鲍威尔让美国经济在公共卫生事件后实现了软着陆；且在他八年的任期中，个人的公开发言次数（以及占比）相较于伯南克与耶伦都有所下降，但近两年鲍威尔却比前任更多地被放在了聚光灯下检视。

作为非科班出身的联储主席，鲍威尔的任上其实亦推动了权力结构的分散化与制度化：通过票委、理事和地方联储官员在不同场合的发声，构建了与市场更加紧密的交流，在高波动环境下通过预期管理实现了与市场的“互相”制衡。



图 2: 鲍威尔相较于伯南克与耶伦, 公开发言次数/占比相对较小



来源: FRED, 国金证券研究所 (2023 年数据截止 8 月, 联储换届年份主席发言为前后两任主席之和)

尽管在公共卫生事件后, 一直被理解为市场裹挟着联储前进 (例如对赌联储看跌期权, FED Put), 但实际上 2023 年初的硅谷银行危机, 2024 年夏天的“萨姆规则”假摔, 以及 2025 年第二季度的关税冲击都并未“完全屈服”。乃至在 2021 年 4 月、2025 年 1 月以及 2025 年 9 月 FOMC 记者会中, 他都分别表示了对美股高估值的关注, 从整体来看, 鲍威尔治下的联储依然存在着一定程度的独立行事准则——而此次留任理事的决定也彰显了对此的捍卫。

图 3: 鲍威尔并未完全被美股所裹挟, 但已不复 2018 年“加息”之勇



来源: Wind, 美联储, 国金证券研究所

沃尔克作为联储历史上“最高的山”, 近年来被反复提及; 但需要意识到沃尔克执掌联储已是接近半个世纪前的事情了——彼时全球贸易占 GDP 的比重只有 40%, 美股市值/GDP (巴菲特指标) 的比例只有 45%, 美股前十大市值公司有七家是石油相关企业, 那是一个完全不同的世界。全球经济在过去四十年对货币政策的敏感程度呈指数级增长——强硬的沃尔克未必比中庸的鲍威尔更能适应当前时代。



图 4: 美股市值 (相较于名义 GDP) 的迅速膨胀, 也加大了货币政策调控难度



来源: Wind, 国金证券研究所

自沃尔克起, 共经历了 4 位主席, 45 位理事, 时代在改变, 联储亦需要改变; 不是所有的改变都是“制度变革”, 也不是所有的改变都会变得更糟。

当市场密切关注现任联储官员的鹰鸽分布时 (前有“鹰王”布拉德, 现有“鸽王”米兰和“墙头草”沃勒), 却鲜有人能说出伯南克或者耶伦任上的官员姓名。过去几年, 我们已多次看到市场因为鲍威尔以外的联储官员的货币政策表态而大幅波动, 毫无疑问这在耶伦以及伯南克时代是不多见的, 也是对联储主席影响力的一种更大制约。

例如, 大家诟病的“平均通胀目标制 (Flexible Average Inflation Targeting, FAIT)”, 实质上是鲍威尔对此前 2% 通胀目标的补充; 平均通胀目标的想法早在鲍威尔接任联储主席前就广泛存在于美国学术圈中, 鲍威尔只是做了一种接续。政策的改变需要合力推动, 只是当下这个时代的一股力量更多来自于“政治”, 而我们对“政治”一无所知。

如果模仿现在的春秋笔法, 也可以将平均通胀目标制描述为一次“制度转变 (Regime Shift)”——关注通胀补偿 (Markup), 关注单边就业缺口 (Shortfall) 而非偏移 (Deviation), 但事实是 FAIT 几乎没有产生任何重大影响。

联储这个官僚机构具备很强的自适应能力。如果把联储当作观察的主体, 鲍威尔已经完成了他的最后一舞; 但这个时代已不再以货币政策变化作为主体, 鲍威尔在任内尽力维持了“货币政策仍独立”的状态, 为大政府时代的演变争取了时间。

这是货币政策的小时代, 是财政政策的大时代。美联储过去二十年来的货币政策创新不会因为联储主席的个人意志而停下: 伯南克发展非常规货币政策 (资产负债表购买和前瞻指引)、耶伦推进充分就业目标、鲍威尔应对供给冲击的风险管理和公共卫生事件后的数据依赖; 未来的创新演变都会更显性受到行政权力的影响——沃什鼓吹的缩表, 也应被理解为货币政策配合特朗普 (共和党) 放松金融监管后的自然结果。

鲍威尔在发布会最后的 “I won't see you next time” 带有一些时代悲凉, 让我们想到了 2025 年 1 月 15 号拜登、哈里斯与布林肯在任期的最后几天, 宣布哈马斯与以色列停火协议达成的发布会后那个转身。

而当下的世界, 不仅仅以色列并未停战, 乃至美国都在特朗普的带领下亲自下场开启战争。二战后精英治理 (Meritocracy & Technocracy)、规则导向时代已逐渐谢幕, 特朗普上任后世界进入了黑暗森林法则时代。



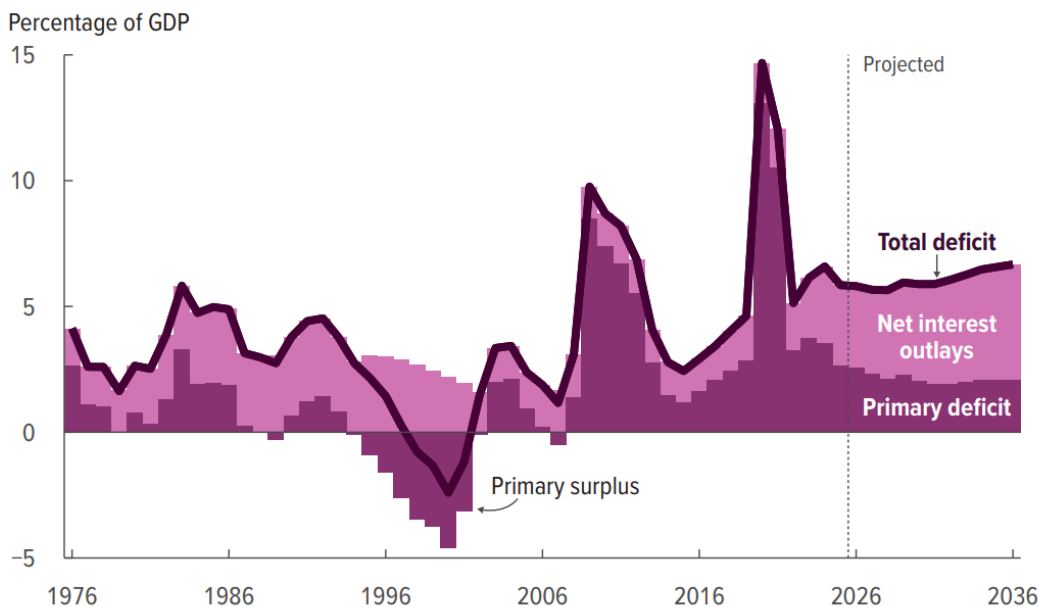
图 5: 精英治理时代的“最后一舞”



来源: 卫报, 国金证券研究所

公共卫生事件加速了从“小政府”向“大政府”转型的历史进程, 货币政策正逐渐退化为财政扩张的配套工具, 确保这场“永远付息, 永不还本”的主权债务游戏得以延续。

图 6: 根据 CBO 在 2026 年 2 月的最新调查, 美国赤字率水平将很难明显收窄



来源: CBO, 国金证券研究所

73 岁的鲍威尔在上任之初顶着实用主义和干实事的标签(Plain English), 实际上也并非那么“循规蹈矩”: 2018 年顶着衰退预期加息, 2019 年顶着贸易战延后降息, 2020 年决定将 QE 扩大到信用类资产, 2021 年结束法定准备金率体系, 2022 年连续 4 次 75bp 的加息...

但可以发现, 他受到的阻力越来越大, 也越来越难“独立”—— 2024 年大选前的降息, 以及 2025 年拖延降息招致的联邦司法调查。至此, 货币政策不再是周期的钟摆, 而是财政扩张和行政意志的影子; 哪怕鲍威尔继续留任, 他也不得不为当前形式所屈服。

对于资产而言, 其定价的割裂将会更加明显, 尤其是对货币政策最为敏感的美债利率也不可避免的会受到更大的波动。



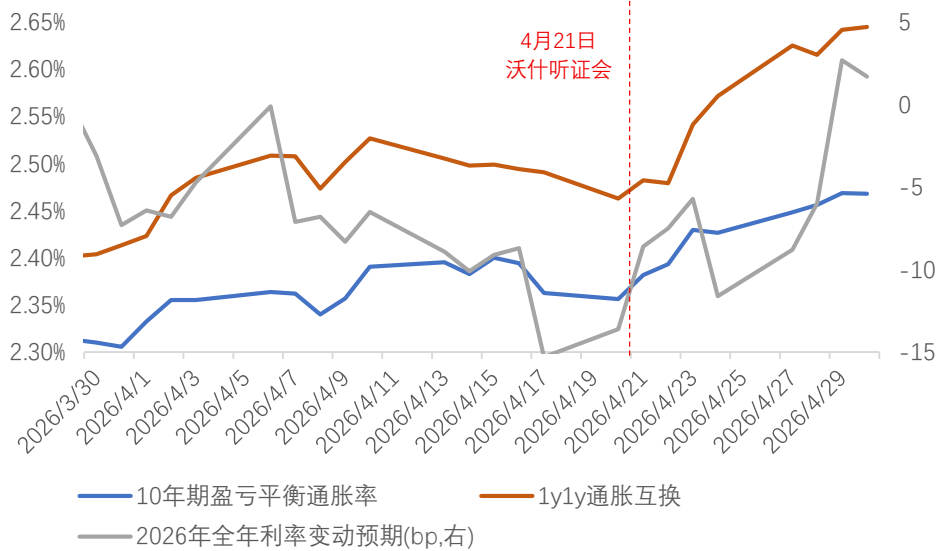
短端反映短期问题，长端反映结构性问题；沃什在发布会上左右逢源的表现已经削弱了其所谓的“Regime Shift”或者系统性缩表的可能性，反而长端美债在很现实的定价更高的通胀预期——至于传播最广的美元霸权(Pax Dollar Era)终结叙事，则依然是缓慢发生的长周期变量。

而更短期的降息预期则依然取决于两个“看穿”——关税以及战争的影响，以及沃什和鲍威尔的“共存”互动。

对于关税而言，2025 年下半年的 75bp 降息，以及今年年初的偏宽松基调都意味着联储对于关税通胀的容忍度在进一步增加（哪怕其越发明显）；但战争冲击的“看穿”则缺乏信心，哪怕油价再次冲击高点，联储内部也没人认为到了加息时刻，应该理解为在当前“具备一定限制性”的利率水平下，更多官员转向了中性立场。

这些都意味着在战争形式明确前，在战争冲击达峰前，金融资产的持有者仍然需要寻求更多的通胀（预期）保护。而这些混合叙事对非美地区投资者来说显然是不友好的，但反过来也成为了非美市场吸引力提升的契机。

图 7: 10 年期盈亏平衡通胀率，以及通胀互换正在定价沃什政策“可信度”的下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

最终可能会发现，沃什与鲍威尔的差异，远不如“咆哮的 20 年代”和“混沌的 30 年代”的时代差异那样明显。这个最后一舞不是从鲍威尔开始，也不会因鲍威尔离开而结束；但无论如何，别了，鲍威尔；别了，小政府时代。

风险提示

1) 特朗普军事政策不确定性较大，美军地面入侵导致局势失控。2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析，拖累全球经济进入衰退模式。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险。



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