



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
分析师:高晓洁
SAC 登记编号:S1340526020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com
分析师:崔超
SAC 登记编号:S1340523120001
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《海外宏观周报：非农就业好于预期，科技财报驱动风险资产上行》 -
2026.05.12

宏观观点

美联储的溃败和坚守：从马丁到伯恩斯

● 核心观点：

自 1913 年《联邦储备法》奠定现代美联储体系以来，美国货币政策的独立性曾在制度约束与政治压力之间反复摇摆。1951 年《财政部—联储协议》是历史性转折，美联储由此摆脱财政主导，获得短期利率和公开市场操作的自主权。威廉·马丁在近二十年任期内强调物价稳定优先于短期政治利益，通过仅操作短期国债、让长期利率市场化定价，维持了低通胀与相对充分就业的宏观环境，为美联储树立了独立运作的典范。

然而，阿瑟·伯恩斯时代的美联储在尼克松总统的压力下多次妥协宽松政策，特别是在 1972 年大选前主动降息，导致货币供应急剧扩张。加上石油危机的爆发，经济陷入高通胀与高失业并存的滞胀，央行公信力受损。滞胀的教训促使美联储进行制度改革。国会在 1977 年修订《联邦储备法》，首次以成文法确立最大就业与物价稳定的双重使命，并在 1978 年引入半年度国会报告制度，加强透明度与问责机制，为后续沃尔克时代抗击通胀奠定制度基础。

2026 年美联储主席更替发生在高债务、高赤字和通胀压力并存的背景下，美联储独立性再度成为市场关注的核心变量。5 月 15 日，鲍威尔主席任期结束后，凯文·沃什接任美联储主席。

从历史经验看，白宫与美联储之间的政策冲突并不罕见。杜鲁门、约翰逊和尼克松均曾在不同阶段向美联储施压，以支持财政融资、战争开支或选举目标；直到克林顿时期开始总统主动避免公开批评美联储，而这一传统在特朗普上任后被打破。当前美国债务规模接近 39 万亿，财政可持续性压力上升，使压低融资成本成为白宫的重要政治诉求，也使美联储面临更直接的独立性考验。

沃什的政策框架并不能被简单概括为鹰派或鸽派。从 4 月提名听证会传递的信息看，一方面，他批评量化宽松、大规模资产负债表以及美联储对金融市场的过度干预，主张美联储回归更纯粹的中央银行职能，减少前瞻指引和市场干预，并通过制度改革重新划定美联储的政策边界。另一方面，沃什也更重视 AI 带来的生产率提升和截尾平均 PCE 等稳健通胀指标，这为未来在合适时点降息保留了一定空间。

但短期内“降息缩表”在执行层面面临较强约束。降息需要等待中东局势、油价和通胀预期出现更明确的缓和信号；缩表则面临财政融资压力和金融体系流动性的现实阻力，需要先通过监管框架和流动性工具改革，降低银行体系对准备金的结构需求后才有可能温和推进。因此，沃什上台后更可能首先推动沟通机制、监管框架和流动性工具等方面的制度改革，而降息与缩表的实际推进仍需取决于宏观环境变化。

资产价格方面，美联储独立性弱化通常会推升通胀预期和风险溢价，对股票、美元和长债均构成压力。历史上，马丁时期的美股和国债市场在低通胀环境下表现稳健，标普 500 指数维持上涨趋势，通胀和 10 年期美债收益率处于低位。而伯恩斯时期货币政策受到政治压力掣肘，叠加石油危机影响，导致通胀失控、实际利率转负，股票回报率显著下降，美元贬值，长期美债收益率和期限溢价明显上行，只有大宗商品受益于通胀而上涨。

沃什上任后的资产价格影响，本质上是市场对其更少干预、更低透明度、更强调资产负债表纪律的政策框架重新定价。沃什近期公开表态及参议院听证会释放了复杂的信号，一方面，沃什对生产率改善和通胀指标的重视，保留了对未来潜在降息的想象空间，另一方面，其强调缩小资产负债表、减少前瞻指引和降低联储市场干预程度，又意味着“Fed Put”可能弱化，长期利率和风险溢价难以明显下行。

由此可见，美联储人事更替对市场表现的影响可能呈现分化，长端利率可能因通胀、财政融资压力和缩表预期导致随着期限溢价走高，短端利率在宽松预期压制下相对上行空间有限，收益率曲线或趋于陡峭，而股票虽有 AI 盈利预期支撑，但若在长端利率维持高位的前提下，估值扩张空间将受到压制，市场波动率也可能上升。

● 风险提示：

若沃什上台后立场强硬，美联储独立性受到市场认可，长期通胀预期和期限溢价可能下降；若中东局势较预期更快缓和、油价明显回落，市场对通胀黏性的担忧可能快速降温，美联储或更早打开降息窗口。

目录

1 马丁：独立性的奠基.....	6
1.1 《财政部-联储协定》：走向独立之路.....	6
1.2 “在宴会正酣时端走酒杯”	8
1.3 在低通胀与稳定就业的环境中实现经济增长.....	10
2 伯恩斯：独立性的溃败.....	11
2.1 政治干预下的货币政策妥协，独立性全面倒退.....	11
2.2 美国经济出现深度滞胀	12
2.3 《联邦储备修正案》：明确物价与就业双重使命.....	14
3 独立性的新十字路口：2026 年美联储主席更替.....	15
3.1 白宫：债务负担与经济增长目标下的降息诉求.....	16
3.2 美联储主席更替与政策框架变化：沃什治下的美联储.....	19
4 美联储独立性将如何影响资产价格？	22
5 风险提示.....	25

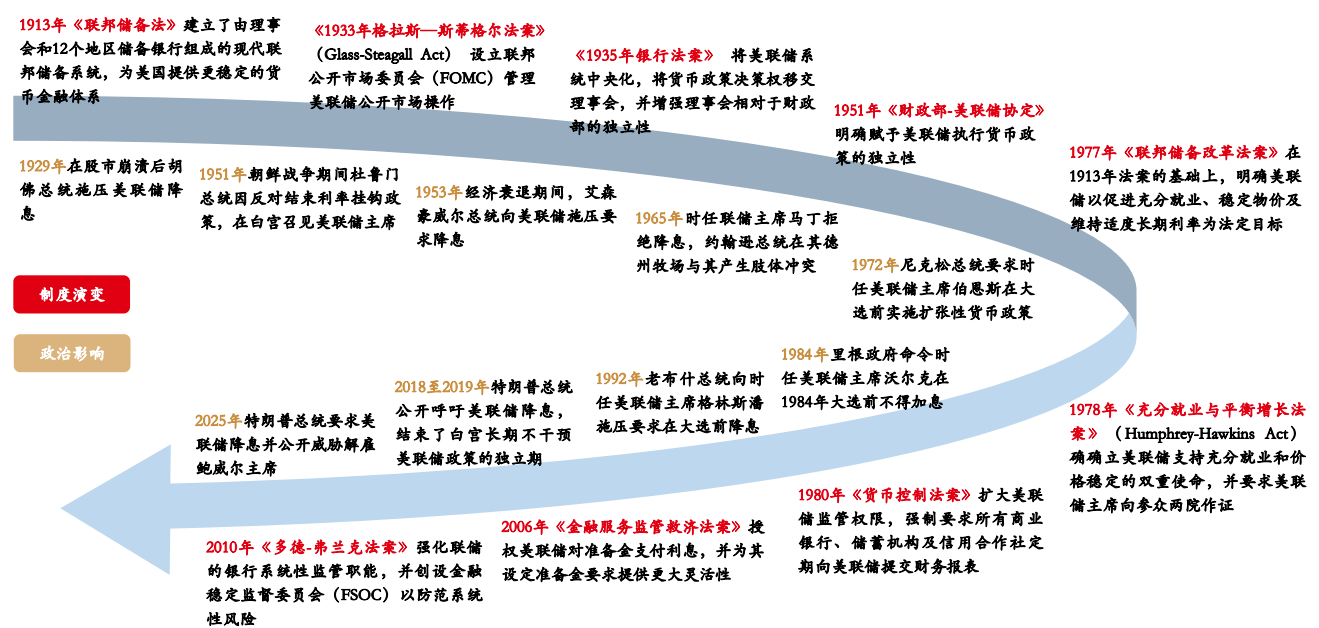
图表目录

图表 1: 美联储制度在政治影响下曲折演变	5
图表 2: 1950-1990 年间, 各美联储主席治理下的美国经济与市场表现	6
图表 3: 二战后美国通胀不断恶化 (%)	7
图表 4: 《财政部-联储协定》明确了财政部与美联储各自的分工, 标志着美联储脱离财政从属地位 .	8
图表 5: 马丁主席任期内联邦基金利率走向受政治因素影响有限 (阴影部分为总统选举年, %)	9
图表 6: FOMC 投票成员组由 7 名理事及 5 位轮值地方联储主席组成	10
图表 7: 马丁主席重塑美联储独立性后, 物价基本实现稳定	11
图表 8: 1970 年代, 政治压力下的宽松货币政策导致美国货币超发	12
图表 9: 管制体系失效后, 美国进入高失业与高通胀的滞胀时期	13
图表 10: 美国实际 GDP 下滑	14
图表 11: 美国工业生产减弱	14
图表 12: 滞胀后美联储采取系列措施加强政策独立性	15
图表 13: 25Q4 美国联邦债务总额超 38 万亿美元	17
图表 14: 美国财政赤字情况不容乐观	17
图表 15: CBO 测算美国在低经济增长与高息环境下债务情况的恶化会显著加速 (2015 年为 100) ...	18
图表 16: 大而美法案将比近年来的其他法案增加更多债务支出	19
图表 17: 截尾平均 PCE 相较于核心 PCE 更接近美联储的 2% 通胀目标 (%)	21
图表 18: 标普 500 指数在伯恩斯任期内市盈率显著下跌	23
图表 19: 布雷顿森林体系瓦解后, 美元指数大幅度贬值	23
图表 20: 长期国债收益率上升 (%)	24
图表 21: 大宗商品指数接近翻倍	24
图表 22: 央行独立性缺失或将带动长期债券的期限溢价, 从而推高长期利率	25

自 1913 年《联邦储备法》奠定了现代化联邦储备系统以来，美国货币政策的独立性在制度约束与政治压力之间经历了反复摇摆。1951 年《财政部—联储协定》使美联储摆脱财政主导，奠定了相对独立的政策框架。威廉·马丁 (William McChesney Martin) 任主席期间，坚持以专业判断控制通胀、稳定物价，同时避免显著损害就业，为央行独立性树立了标杆；而亚瑟·伯恩斯 (Arthur F. Burns) 时期在政治压力下的政策妥协导致通胀预期脱锚，叠加石油危机和工资-通胀螺旋导致经济陷入滞胀，最终促使国会在 1977—1978 年修改法律，确立“充分就业”与“物价稳定”为美联储的双重使命，并通过强化问责机制重新界定央行权力与责任的边界。

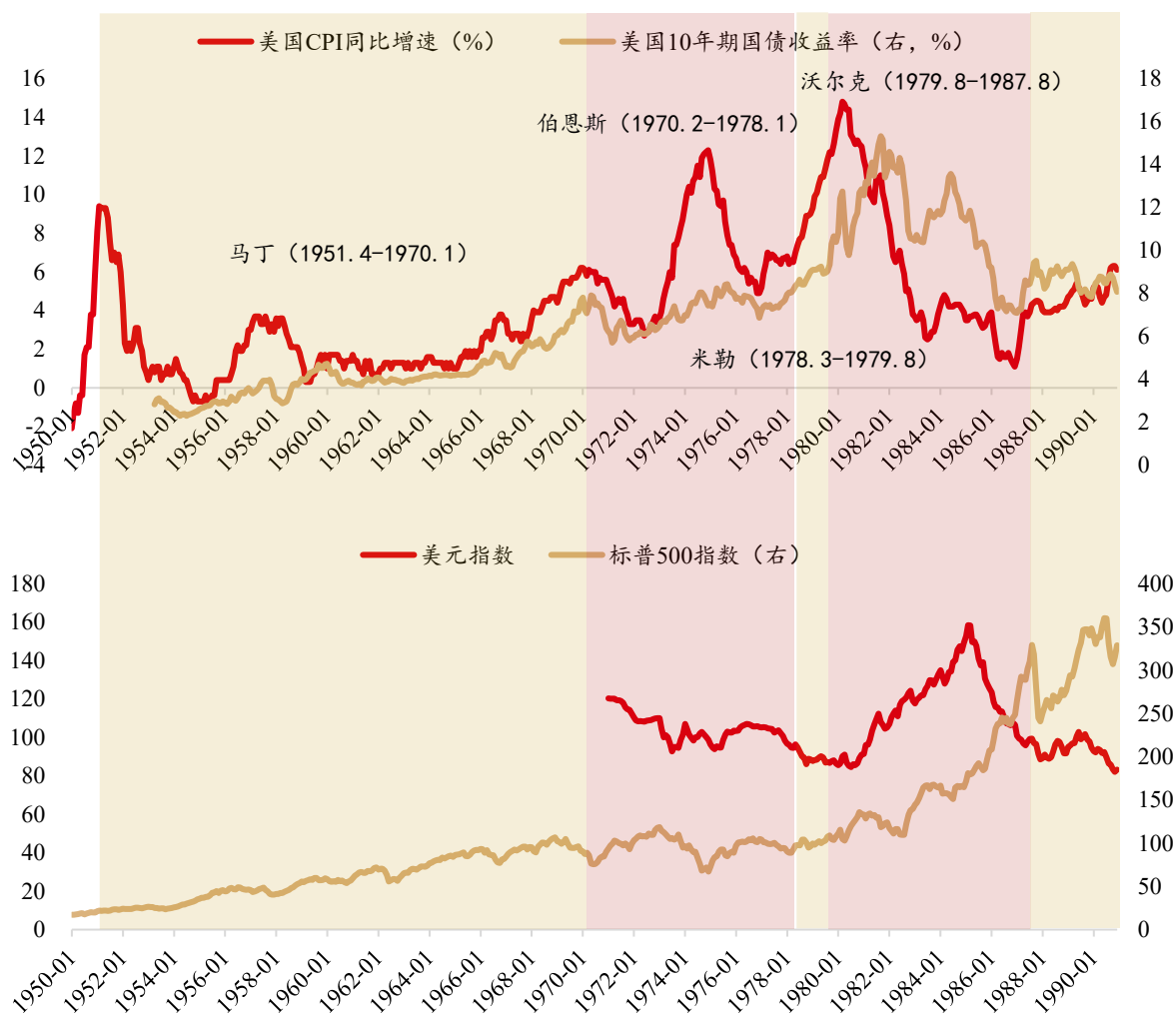
当前，在高债务、高赤字的背景下，美国货币政策独立性正面临来自行政当局的干预压力。本文将回顾白宫与美联储在不同历史时期的冲突与博弈，以马丁和伯恩斯时代作为正面和反面典型，并结合当下特朗普政府与美联储在政策立场上的分歧，分析美联储独立性对通胀、利率、货币及股票市场的影响。

图表1：美联储制度在政治影响下曲折演变



资料来源：中邮证券研究所

图表2：1950-1990年间，各美联储主席治理下的美国经济与市场表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1 马丁：独立性的奠基

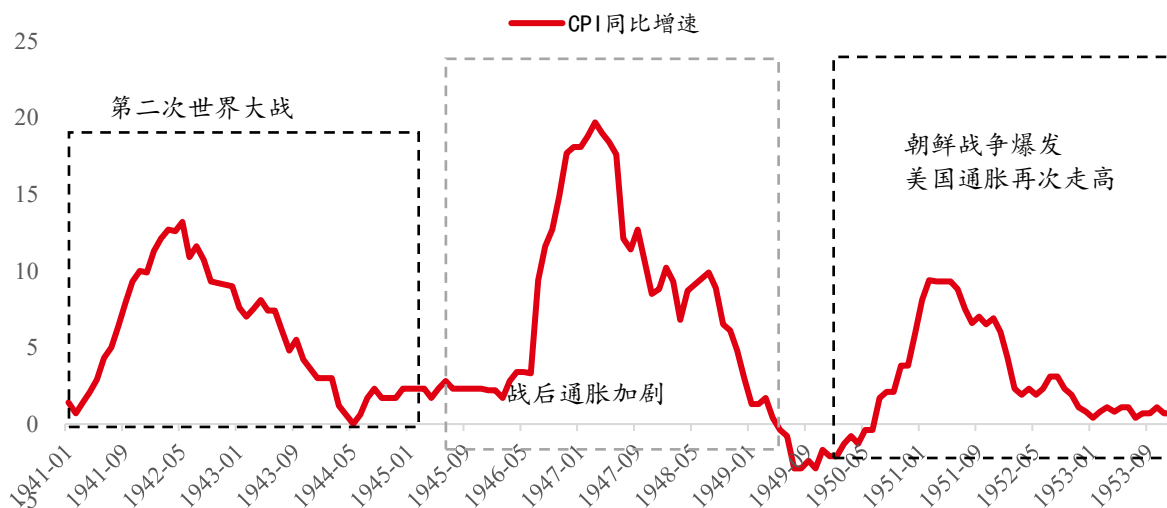
1.1 《财政部-联储协定》：走向独立之路

1951年3月达成的《财政部-联储协定》标志着美国政府债务管理与货币政策的制度性分离，成为美联储奠定独立性的关键转折。二战期间，美联储应财政部要求将短期国债利率锚定于0.375%，长期国债利率锚定于2.5%，降低政府战

争融资成本。但利率锚定导致货币供应失控，战后通胀压力急剧显现，通胀最高达到了 19.7%，而且在朝鲜战争爆发后再次抬头。

随着物价水平持续攀升、市场对通胀预期恶化，美联储与财政部的分歧不断加深，最终在总统杜鲁门及多位财政部官员的斡旋下，1951 年 3 月 4 日，财政部与美联储签署协议：美联储解除利率锚定，重获短期利率决策自主权，而长期债券定价权将移交市场。此举不仅终结了顺应战时经济的债务货币化机制，更确立了美联储基于经济基本面而非政治需求制定政策的法律原则。

图表3：二战后美国通胀不断恶化（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1951 年《财政部-联储协定》的签署，使美联储彻底摆脱从属于财政部的角色，确立了其在货币政策上的主导地位。协议生效后，美联储得以运用公开市场操作等工具主动调节货币供应，从而实现稳定物价的核心目标。这一制度安排不仅明确了财政部与美联储在经济政策中的分工，还为央行在后续经济周期中保持政策独立性、抵御短期政治干预奠定了坚实基础。

在此后的几十年里，美联储不断完善其货币政策框架，与财政部分别在维护经济增长中发挥不同作用，共同适应不断变化的经济环境和挑战。独立性赋予美联储聚焦长期经济平稳运行的能力，强化了市场对美联储政策可信度的预期，也为其在复杂的政治博弈中保持决策自主提供了重要保障。

图表4：《财政部-联储协定》明确了财政部与美联储各自的分工，标志着美联储脱离财政从属地位

	美国财政部 (U.S. Treasury)	美联储 (U.S. Federal Reserve)
主要职责	管理美国联邦政府的财政	管理国家货币（美元）的供应
核心职能	<ul style="list-style-type: none"> ●管理国家债务 ●监督政府账户 ●印制美元纸币 ●协助制定美国金融法规 ●就经济状况向总统及国会提意见 	<ul style="list-style-type: none"> ●执行货币政策（设定利率、管理准备金） ●监管银行 ●维护金融稳定 ●向银行及政府提供金融服务
政策工具	<ul style="list-style-type: none"> ●管理政府汇款 ●发行政府债券（国库券、债券、票据等） 	<ul style="list-style-type: none"> ●调整利率 ●公开市场操作 ●调整银行准备金率 ●调整贴现窗口借贷利率
目标	<ul style="list-style-type: none"> ●为政府运作提供资金 ●促进经济增长 ●管理国家债务 	<ul style="list-style-type: none"> ●维持物价稳定 ●促进充分就业 ●促进经济增长 ●确保金融体系稳定
问责制度	向总统和国会报告	在政府中独立运作，向国会报告

资料来源：Investopedia，中邮证券研究所

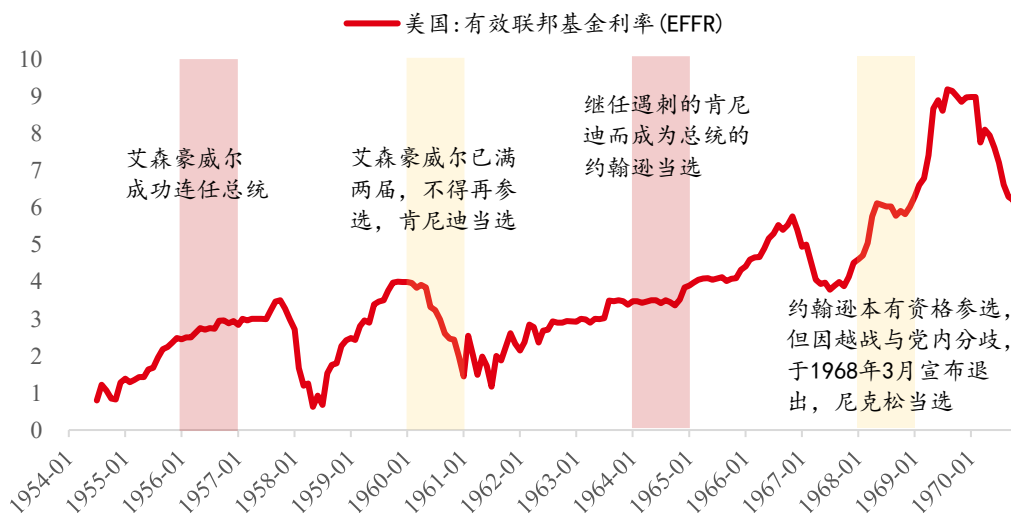
值得注意的是，1951年马丁在财政部任职期间曾经参与该协议的谈判，协议达成后，总统杜鲁门本以为提名马丁就任美联储主席后会继续配合财政部压低利率，但马丁却坚定维护美联储独立，令杜鲁门大失所望。一次两人偶遇街头，杜鲁门只冷冷甩给马丁一句“叛徒 (Traitor)”。这一细节生动体现了马丁不受政治压力裹挟，坚持专业判断，捍卫联储独立性的立场。从中也可以看出，总统提名的美联储主席上任后未必会听命于总统。

1.2 “在宴会正酣时端走酒杯”

威廉·马丁执掌美联储近二十年，是美联储历史上任期最长的主席，他将《财政部-联储协定》的法律框架转化为实质性的决策原则。马丁坚信维持物价稳定是央行的首要使命，他的名言“在宴会正酣时端走宾客的酒杯”，形象地阐释了他认为央行应在经济过热时及时收紧政策、遏制通胀的逆周期调控政策取向。

在他的带领下，联邦公开市场委员会（FOMC）采用 lean against the wind（逆风而行）的政策原则，并强调基于通胀、就业数据以及货币供应量等关键宏观指标来制定货币政策。1953 年尽管经济面临温和衰退，马丁坚持终止宽松政策，将央行贴现利率由 1.75% 提升至 2%。1965 年面对约翰逊政府越南战争开支与“大社会”计划的财政压力，白宫多次施压，意图迫使联储配合财政扩张，马丁仍基于 FOMC 的专业评估确认通胀压力显现，并在政治干预下继续推进货币政策收紧，将贴现利率由 1965 年的 4% 逐步提高至 1969 年的 6%。

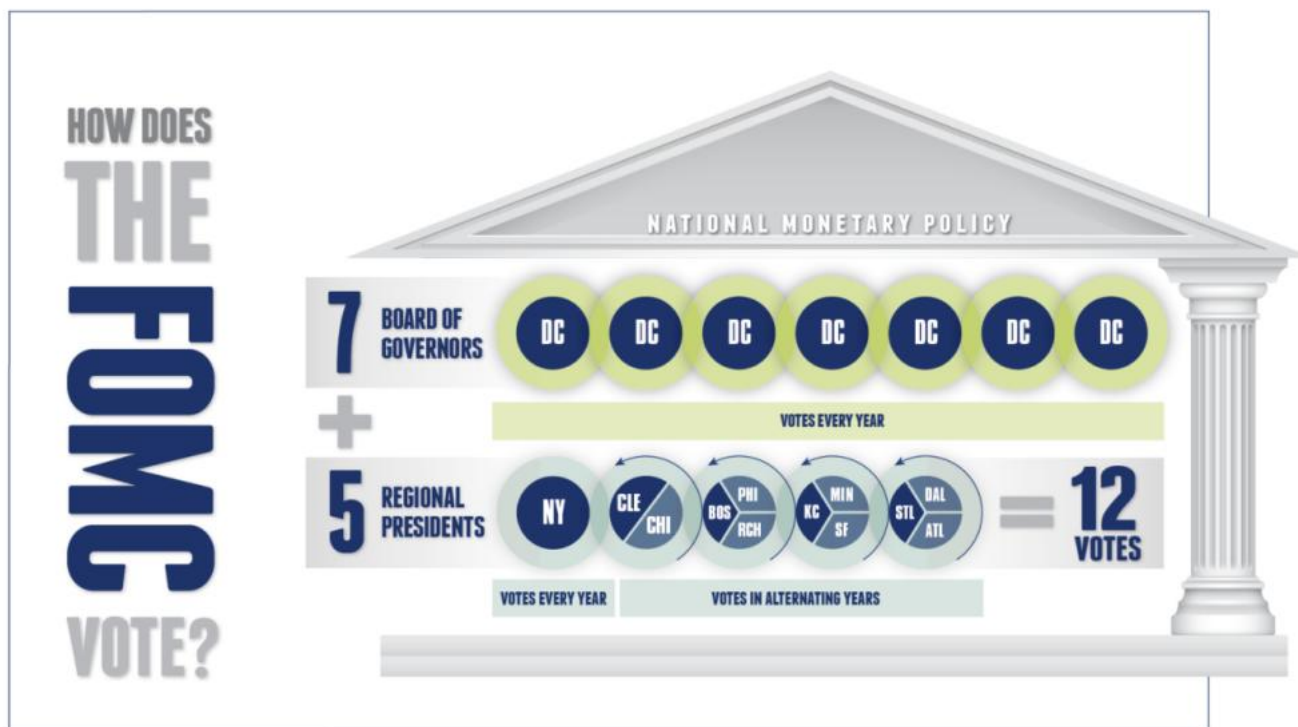
图表5：马丁主席任期内联邦基金利率走向受政治因素影响有限（阴影部分为总统选举年，%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

此外，马丁在既有《联邦储备法》确立的制度框架下，着力推动理事会与地区联储主席队伍的专业化，提升政策制定过程的技术含量与独立性。《联邦储备法》规定美联储决策主体为 FOMC，成员包括 7 位由总统提名、参议院确认的理事，以及从 12 位分别代表地区、具有专业背景的区域联储银行主席中每年轮流选出 5 位，他们的任期、薪酬与连任机制设计都将隔离短期政治影响作为重要考虑因素。马丁任内通过扩充研究部门、引入更多具备经济学学术背景的专业人员，并强化基于经济数据与模型的集体决策文化，使 FOMC 的专业性在实际运作中得到进一步巩固。

图表6: FOMC 投票成员组由 7 名理事及 5 位轮值地方联储主席组成



资料来源：芝加哥联储，中邮证券研究所

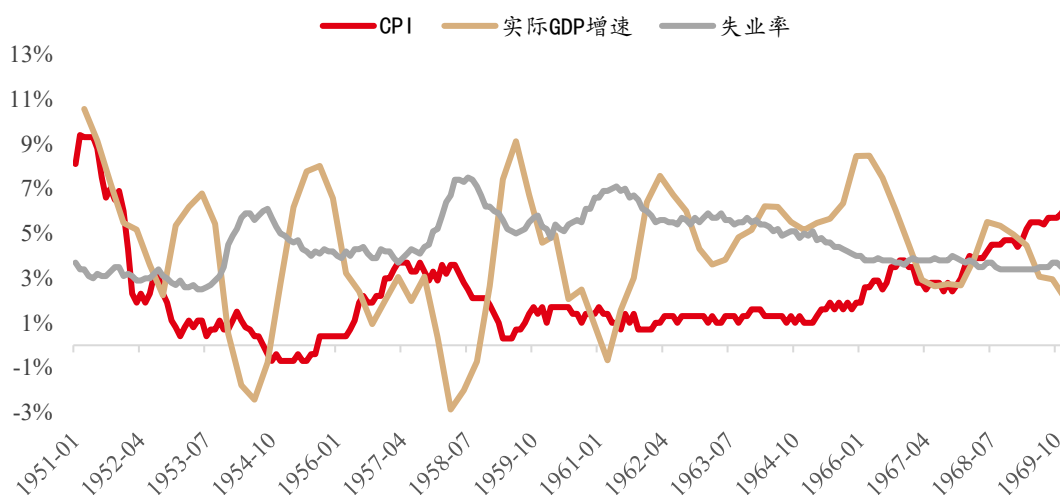
1.3 在低通胀与稳定就业的环境中实现经济增长

在 1951 年《财政部 - 联储协定》奠定独立性框架的基础上，马丁通过坚持“货币政策应以经济状况和公共利益为依据，而非迎合财政或短期政治需求”，巩固了美联储在政策制定上的自主性，为美国营造了低通胀、相对稳定就业的宏观环境。马丁时期，美联储奉行“Bills-Only”操作方针，通过在公开市场仅使用短期国库券，使长期利率由市场形成，从而让市场利率成为锚定通胀与增长预期的核心价格信号，并降低货币政策对财政融资的依附性。除了任期最后几年因“大社会”财政计划和越南战争，通胀有所抬头，马丁主席任期内的美国经济大致上实现了低通胀和稳定就业下的经济增长。1952 至 1965 年期间，美国 CPI 平均同比增速稳定在 1.39% 的低位，失业率平均为 4.98%，同期实际 GDP 平均增速达到 3.84%。

马丁领导下的美联储不仅实现了宏观经济表现稳健，还在政策执行层面营造了较高的可预期性。通过前瞻性加息安排和相对明确的政策沟通，他降低了货币

政策调整对市场的扰动，为企业长期投资提供了稳定的金融环境。战后美国就业机会在各行业普遍增加，家庭收入稳步提升，中产阶级比重扩大，居民消费信心走高，独立的美联储政策为消费主导型经济的内生增长奠定了坚实基础。

图表7：马丁主席重塑美联储独立性后，物价基本实现稳定



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 伯恩斯：独立性的溃败

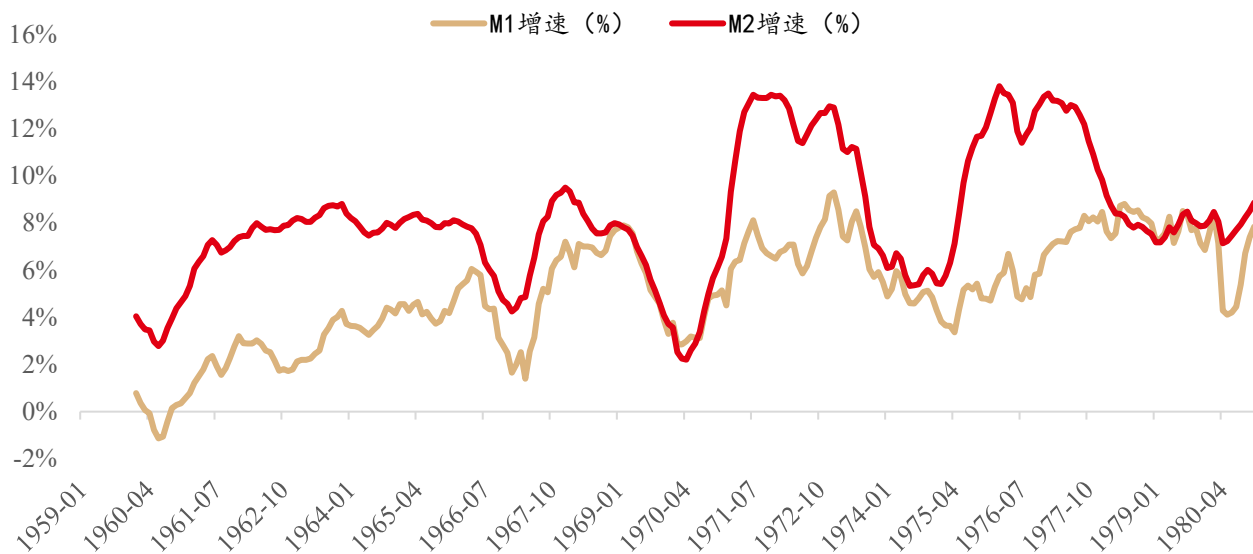
2.1 政治干预下的货币政策妥协，独立性全面倒退

阿瑟·伯恩斯在 1970 年代初的经历，常被视为央行屈从政治压力的反面教材。尼克松与伯恩斯的的关系可追溯至 1953 年艾森豪威尔政府时期，当时伯恩斯担任经济顾问委员会（CEA）主席，尼克松任副总统；1968 年总统竞选期间，伯恩斯还担任了尼克松竞选团队的首席经济顾问。尼克松总统于 1969 年 10 月公开宣布提名伯恩斯为下一任美联储主席，而现任主席马丁的任期要到 1970 年 1 月 31 日才正式结束。尼克松提前宣布继任者的行为，在当时被普遍解读为试图以“影子主席”削弱马丁在美联储内部的权威与市场影响力。

在 1972 年大选前，尼克松多次向伯恩斯施压，要求维持货币宽松，以实现“低息换增长”的政治目标，并暗示若目标落空将推动调整美联储架构。伯恩斯担忧联储制度遭受更大政治干预，选择与白宫达成妥协，在大选前维持宽松立场。

学界普遍认为，这一妥协是自 1951 年《财政部-联储协定》以来美联储独立性的重大倒退。FOMC 于 1971 年 11 月及 12 月两次下调贴现利率至 4.5%，较 1969 年高点累计降幅 150bps，直接导致美国 1971 年底 M2 增长率高达 13.38%，1972 年底 M1 增长率高达 9.15%，为后续通胀预期上升与滞胀埋下伏笔。

图表8：1970 年代，政治压力下的宽松货币政策导致美国货币超发



资料来源：FRED，中邮证券研究所

2.2 美国经济出现深度滞胀

为缓解当时美国国内的高通胀及失业情况，尼克松政府于 1971 年 8 月发表讲话宣布实施 90 天工资-物价冻结、关闭美元黄金兑换窗口以及加征 10% 进口附加税，旨在通过行政手段压制通胀预期并缓解美元危机，这就是所谓的“尼克松冲击”。该政策短期效果明显，1972 年美国通胀回落至 3.3%，平均失业率降至 5.6%。然而，价格冻结掩盖了货币条件全面宽松的后果，货币超发问题持续恶化，M1 增速达战后最高水平 9.15%，过剩流动性涌入资产领域催生泡沫，而企业为规避限价令偷工减料，商品质量普遍下滑，资源错配和潜在供给缺口随之累积。

1973 年 10 月 19 日，尼克松总统请求国会为以色列的赎罪日战争提供紧急援助后，OPEC 宣布对美国及其盟友实施禁运，并启动了一系列减产措施，第一次石油危机爆发，国际油价由 2.9 美元/桶暴涨至 11.65 美元/桶。由于美国国内石油产量有限，无法弥补进口石油减少的缺口，加上当时美国经济过热，1973 年中

期，工业品批发价格以每年超过 10% 的速度上涨，许多主要工业材料供应极度短缺。受 1978 年爆发的伊朗革命影响，1979 年 1 月，伊朗石油产量下降了 480 万桶/日，占当时世界产量的 7%，石油供应中断的恐慌不断蔓延，第二次石油危机爆发，大范围的预防性及投机性囤积进一步推高了石油价格。

行政干预与市场规律的冲突，导致了需求过剩与结构性供给受损的深层矛盾，最终引发美国上世纪七十年代的滞胀局面。价格管制压制企业利润空间，迫使产能收缩，供需结构性失衡加剧。宽松货币政策未能发挥逆周期调节的作用，1972 年个人消费支出 (PCE) 平均同比增长 9.73%，需求过热持续推升潜在通胀压力。此外，管制措施阻断了价格信号传导，企业无法通过正常调价消化成本。随着油价上涨的导火索被点燃，被压抑的通胀在 1974 年报复性反弹至最高 12.34%，1975 年失业率飙升至 8.48%，美联储物价稳定与充分就业的双重目标全面失守。

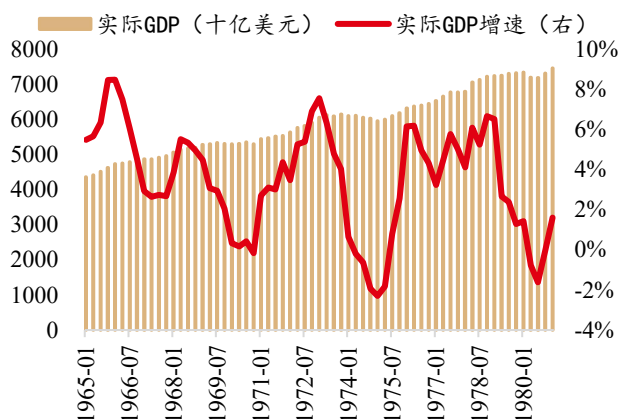
图表9：管制体系失效后，美国进入高失业与高通胀的滞胀时期



资料来源：FRED，中邮证券研究所

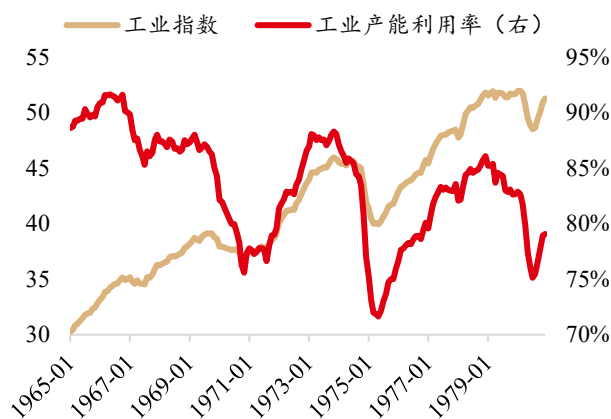
解除价格管制后，美国实际 GDP 增长率从 1973 年 Q1 的 7.6% 暴跌至 1974 年 Q4 的 -1.9%。尽管伯恩斯于 1974 年试图通过提高联邦基金利率，收紧货币政策，但企业盈利能力显著受损，1975 年平均产能利用率仅为 73.61%，工业生产总指数从 1973 年 11 月最高点的 45.95 回落至 1975 年 5 月的 39.94。企业维持与扩大生产意愿减弱，市场对央行控制通胀的能力丧失信心。

图表10：美国实际 GDP 下滑



资料来源：FRED，中邮证券研究所

图表11：美国工业生产减弱



资料来源：FRED，中邮证券研究所

此外，1970 年代滞胀持续时间如此之长还有一个原因，即工资增速没有得到有效控制，出现了工资-通胀螺旋上升的现象。由于当时工会力量强大，大量新签或续签协议引入生活成本补偿条款(COLA)，将 CPI 的上行嵌入名义工资调整，企业只能提价转嫁工人成本并压缩工人招聘，使价格与工资相互推动，从而加剧了通胀黏性。此时本应加息的美联储迫于政治压力独立性受限，未能及时阻断工资通胀螺旋，货币政策的调控进一步陷入经济下行与通胀高筑的两难窘境。

2.3 《联邦储备修正案》：明确物价与就业双重使命

伯恩斯担任主席（1970 - 1978 年）期间，在尼克松总统压力下多次推行宽松政策，尤其是在 1972 年大选前配合财政刺激，被视为美联储独立性受损的典型案列。这一时期的扩张性货币政策叠加 1973 年石油危机，导致通胀与失业并存，暴露出《联邦储备法》在目标设定与问责机制上的不足。为重塑中央银行政策独立性并应对高通胀预期，美国国会于 1977 年通过《联邦储备修正案》(Public Law 95-188)，在法案中新增第 2A 条，明确要求联邦储备系统“有效促进最大就业、价格稳定和适度长期利率”。这是美国历史上首次以成文法确立美联储的双重使命，并要求货币与信贷的增长与经济潜在产出相适应。

为了提高信息透明度、重新赢得社会公信力，FOMC 在 1975-1976 年将会议记录披露滞后期由 90 天缩短至 30 天，并在记录中更详细地披露投票分歧及部分政策讨论内容，为法律化的问责框架铺路。

1978 年的《充分就业与平衡增长法案》（又称《汉弗莱-霍金斯法案》）要求美联储主席每年 2 月和 7 月向国会提交《货币政策报告》并公开作证，解释货币与信贷增长目标及其与政策使命的匹配性。这一制度设计迫使美联储在回应降息或其他政策诉求时，必须在法定框架内阐明其宏观合理性，并通过公开说明稳定物价、充分就业与利率水平之间的权衡逻辑，形成了现代意义上的政策沟通与预期管理的程序化基础。

图表12：滞胀后美联储采取系列措施加强政策独立性

日期	关键事件/措施
1975 年 3 月 18 日	缩短 FOMC 政策会议纪要的公布延迟时间（暂定由 90 天缩短至 45 天）
1975 年 3 月 24 日	适应国会关于“报告未来 12 个月的目标区间”的决议
1976 年 5 月 18 日	进一步缩短 FOMC 政策会议纪要的公布延迟时间（缩短至 30 天）
1976 年 6 月 30 日	美联储主席应邀赴国会联合经济委员会报告政策立场
1977 年 2 月 15 日	在利率操作阶段引入货币容忍区间（monetary tolerance ranges）
1977 年 2 月 15 日	美联储就《政府阳光法案》适用性问题明确 FOMC 会议不属于法案所规定的公开会议范围
1977 年 11 月 16 日	《联邦储备修正案》赋予联储促进最大就业、价格稳定和适度长期利率政策目标
1978 年 1 月 13 日	要求国会立法支持以明确美联储的独立地位
1978 年 10 月 27 日	接受《汉弗莱-霍金斯法案》规定的职责与问责机制
1979 年 2 月 6 日	首次设定年度货币与信贷增速区间
1979 年 6 月 28 日	Merrill 案件胜诉，确认 FOMC 文件的保密性不受信息公开法约束
1979 年 7 月 11 日	编制首份半年期宏观经济预测报告

资料来源：美联储，中邮证券研究所

3 独立性的新十字路口：2026 年美联储主席更替

美联储主席鲍威尔自 2018 年 2 月上任，2022 年 5 月获得连任，于 2026 年 5 月 15 日结束主席任期并继续在委员会中担任理事，凯文·沃什（Kevin Warsh）接替他成为新任美联储主席。2026 年是美联储主席更替的关键窗口：一方面，美国正面临高债务与通胀压力并存的结构性难题；另一方面，在中期选举的压力下，

特朗普政府对货币政策宽松的诉求显著增强。在此背景下，市场持续关注新任主席上台后的政策取向以及美联储独立性能否得以维持。

凯文·沃什的提名过程并非一帆风顺。2026年1月30日，特朗普正式提名前美联储理事凯文·沃什接替鲍威尔出任下一任美联储主席。提名公布后，参议院银行委员会成员、共和党参议员蒂利斯（Tom Tillis）等人曾表示，在司法部针对鲍威尔及美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook）的相关调查结束前，不会推进提名确认程序。相关调查主要涉及鲍威尔任期内美联储总部的翻新工程项目，以及库克在个人贷款申报等事项上的合规问题。随后，美国司法部于2026年4月宣布解除对鲍威尔与库克的调查。随着调查停止，围绕沃什提名的人事与程序性障碍明显减弱。2026年5月，参议院银行委员会以13票赞成、11票反对通过了对凯文·沃什担任美联储主席的提名，投票结果完全按照党派划分，这是有史以来的首次。此次主席更替被市场视为近年来美国白宫与美联储关系变化的重要节点。

3.1 白宫：债务负担与经济增长目标下的降息诉求

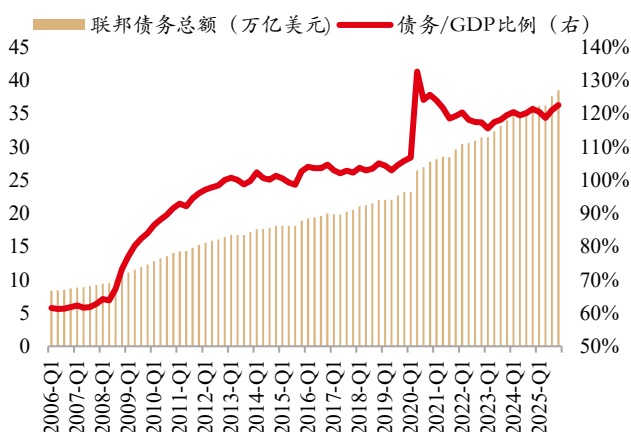
事实上，白宫与美联储针锋相对的局面在历史上并不罕见。在朝鲜战争期间，总统杜鲁门曾召集整个联邦公开市场委员会至白宫会面，公开施压美联储维持低利率以支持国债。约翰逊总统为了支持“大社会”计划和越南战争，也在私人会面中多次向马丁主席施压，要求他采取扩张性货币政策支撑政府开支。更不必说尼克松总统成功促使伯恩斯降息以支持其连任竞选。即使常被视为克制典范的里根总统也曾与美联储发生过公开的冲突，在担任总统初期，里根要求在美联储总部举行会议，但主席保罗·沃尔克坚持会面应在财政部举行，以避免给外界留下总统直接干预美联储的印象。

这一局面直到克林顿时期才有所转变。克林顿的第一任国家经济委员会主任罗伯特·鲁宾（Robert Rubin）曾明确表示，克林顿政府有意避免公开批评美联储，认为这样做能够提升政府在经济领域的信誉和政策效果。自1990年以来，尽管白宫偶尔仍会呼吁降息，但公开指责美联储的情况已基本不再出现。这一做法一直延续到特朗普总统上任，才被其频繁、直接的公开批评所打破。

相比起特朗普第一任期，当前处于高位的利率显著抬升了政府融资成本，加剧美国财政赤字压力。当前高债务、高赤字的财政状况以及特朗普政府推行的减税方案，使得压低融资成本成为政治需求，美联储被置于独立性考验之下。

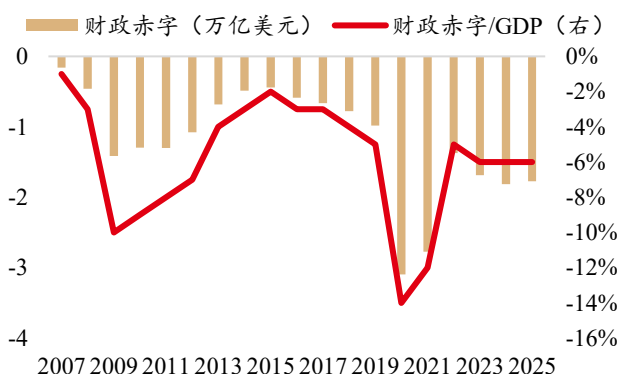
高企的债务与赤字进一步放大了宽松政策的政治诉求。截至 2025 年第四季度，美国联邦债务总额已达到 38.5 万亿美元，约占 GDP 的 123%。债务持续扩张推高政府利息负担，据穆迪预测，如果现行财政政策不变，美国赤字占 GDP 之比将从 2024 年的 6.4% 扩大至 2035 年接近 9%，届时联邦债务总额可能升至 GDP 的 134%。在这一背景下，政府对低利率环境的依赖明显增强，希望通过压低融资成本来缓解债务付息压力。特朗普及其团队公开宣称“每降低 1 个百分点利率，可为纳税人每年节省 3600 亿美元”，并推动类似《大而美法案》一类的大规模减税与财政支出方案。

图表13：25Q4 美国联邦债务总额超 38 万亿美元



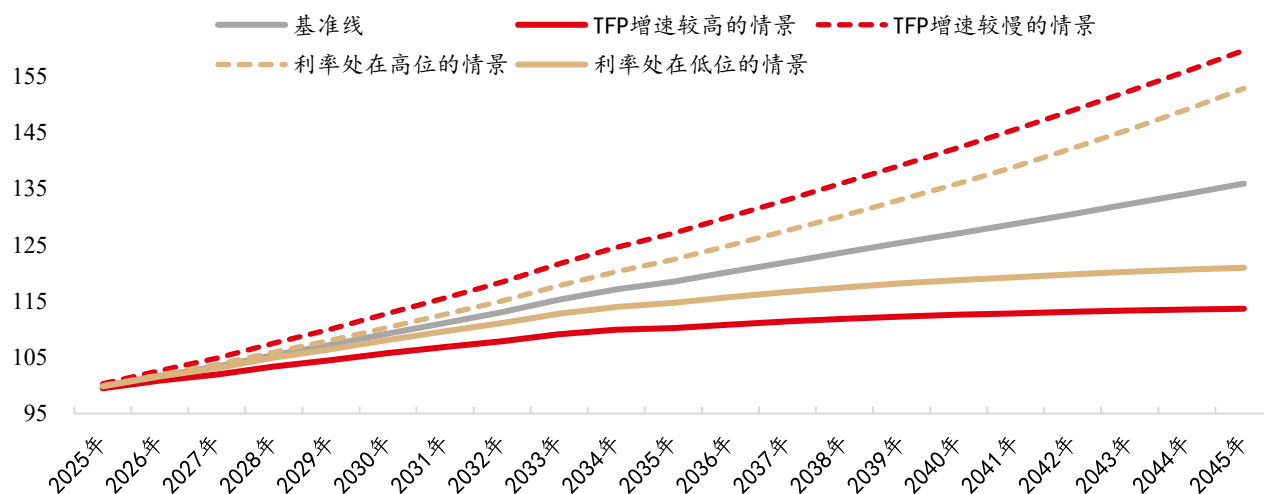
资料来源：FRED，中邮证券研究所

图表14：美国财政赤字情况不容乐观



资料来源：FRED，中邮证券研究所

美国财政状况不断恶化，债务可持续性遭到质疑。美国国会预算办公室(CBO)的预测显示未来美国债务压力将显著上升，在《大而美法案》正式落地后赤字或将进一步扩大。过去几十年美国名义 GDP 增速长期高于 10 年期国债收益率，但这一优势已被逆转，随着债务/GDP 比例攀升，靠增长稀释债务的难度随之上升，债务可持续性变得更加具有挑战性。

图表15：CBO 测算美国在低经济增长与高息环境下债务情况的恶化会显著加速（2015 年为 100）


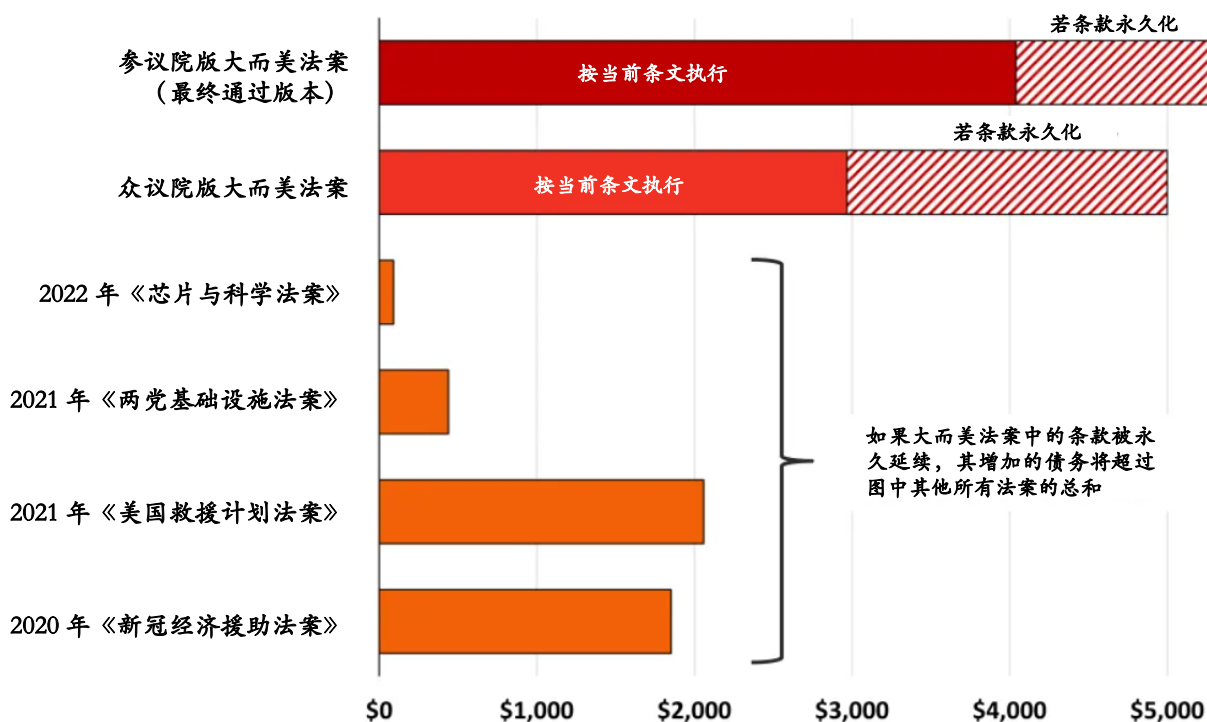
资料来源：CBO，中邮证券研究所

持续扩张的债务与赤字威胁美国在全球资本市场中的核心地位。2025年5月17日，穆迪将美国主权评级从Aaa下调至Aa1，自此美国在三大评级机构中均失去最高信用评级。声明中特别提到持续赤字和债务上升削弱了财政灵活性。评级下调当日，市场立即反应：同日，10年期国债收益率跃升至4.49%，标普500与纳斯达克100在第二周开盘后跌幅均超1%，出现罕见的股债齐跌。这一系列变化凸显，高债务压力和财政可持续性隐忧推动了白宫对宽松货币政策的诉求，也让美联储的独立性面临更大挑战。近年来，“去美元化”趋势在全球范围内呈现缓慢但持续的特征，多国央行在外汇储备结构中降低美元资产权重，黄金价格也因此而大涨。

特朗普第二任期的经济议程以《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act, OBBBA)为核心抓手，进一步强化其在第一任期内的减税措施。然而，法案带来的财政收入减少必然加剧美国联邦政府的债务负担，使财政可持续性更加依赖于低利率环境。根据美国国会预算办公室(CBO)的动态成本估算，更大的赤字与债务推动联邦借款利率路径整体上移，在更高借款成本假设下，法案将在2025-2034年额外增加约7,180亿美元的债务利息，CBO将十年累计赤字的影响从此前估算的约3.4万亿美元上修至约4.1万亿美元。在财政扩张与债务再融资需求的背景下，压低融资成本成为特朗普团队的重要政治诉求。

图表16: 大而美法案将比近年来的其他法案增加更多债务支出

债务影响 (包括利息), 单位: 十亿美元



资料来源: CRFB, 中邮证券研究所

3.2 美联储主席更替与政策框架变化: 沃什治下的美联储

2026年5月, 沃什接替鲍威尔成为新任美联储主席, 这也成为特朗普第二任期内最重要的经济政策人事安排之一。尽管确认过程一度受到鲍威尔调查事件的影响, 但随着司法部停止相关调查, 沃什提名最终顺利获得通过。在此背景下, 市场关注的重心已转向沃什将如何影响美联储的政策框架、操作逻辑和沟通方式, 以及美联储政策如何向资产价格传导。

沃什曾被市场视为候选人中相对偏鹰派的人物, 主要原因在于其长期批评量化宽松、大规模资产负债表以及美联储对金融市场的过度干预。早在2014年, 沃什便与德鲁肯米勒在《The Asset-Rich, Income-Poor Economy》一文中批评危机后美联储的非常规宽松政策, 认为美联储的政策重心过度放在修复资产负债表上, 推高了资产价格, 却未能有效带动企业资本开支、劳动收入和生产率改善, 美联储应更早、更可预期地退出非常规货币宽松。

但从4月21日提名听证会传递的信息看，沃什的政策立场具有更丰富的内涵，他的立场并不能被简单概括为鹰派或鸽派，而更像是对美联储政策目标、通胀度量、资产负债表框架和沟通机制的一次全面反思。

沃什强调美联储需要进行制度改革。他主张为美联储划定清晰的权责边界，回归更加“纯粹”的联储。他提议美联储应退出气候风险、社会公平等非授权领域，简化监管职能，并提议签署新的“财政部—美联储协议”，以确保货币政策与财政压力之间的隔离，缩减资产负债表规模，减少对市场的干预。相比资产购买和数量宽松，沃什更强调利率工具在货币政策中的核心地位，认为利率机制是更公平的政策工具。

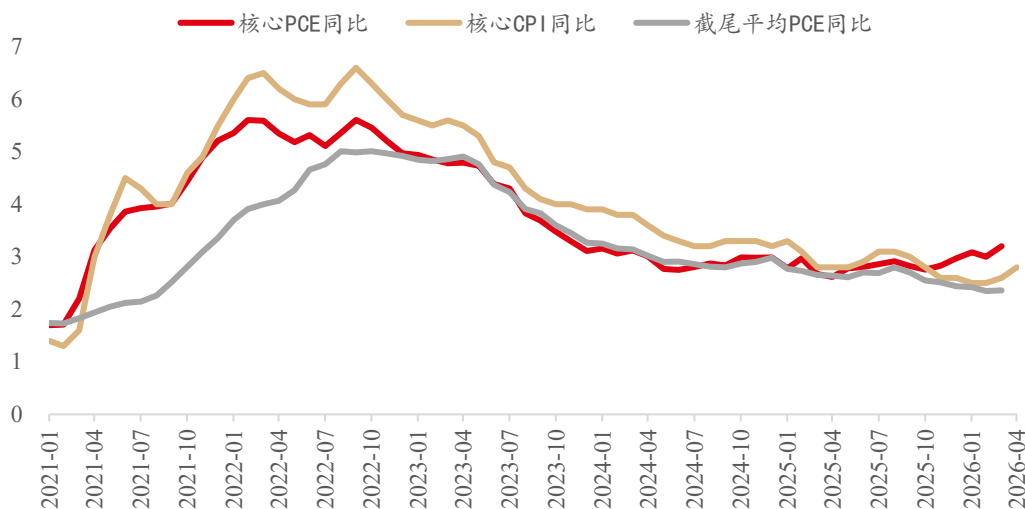
沃什还支持减少外部沟通和前瞻指引。他对近年来美联储高度依赖短期数据、强化市场交流和政策透明度的做法持保留意见。他指出，过度强调逐月数据变化以及清晰的政策路径指引，可能放大统计噪声、压缩政策裁量空间，并在无意中强化市场对央行反应函数的机械化定价，而联储官员频繁发表前瞻性指引限制了联储的决策空间并扭曲了市场预期。在其设想中，未来的政策沟通或将更侧重于中长期原则与制度约束，弱化对单一数据点的即时反馈。

在政策目标方面，沃什对通胀的关注要明显高于就业。沃什批评过去几年的高通胀是政策失误的结果，并对2%的精确通胀目标提出了质疑，他表示通胀本身难以被精确度量，过度依赖单一、精确的目标诱导了央行在几年前过度刺激经济，并导致了后来的通胀失控。

同时，沃什也更倾向于从供给侧视角理解美国经济结构变化。他在听证会上强调，人工智能推动的生产率提升可能提高美国潜在产出水平，并在中长期形成通缩力量，从而使经济在较低通胀环境下维持更快增长。这一逻辑与90年代格林斯潘时期对互联网革命的判断具有相似性。

在具体通胀度量上，沃什主张用截尾平均PCE取代核心PCE来衡量通胀。相较于核心PCE，截尾平均PCE更能剔除关税、战争或供应中断引起的暂时价格波动，从而更好地反映潜在的通胀趋势。近期截尾平均PCE相较核心PCE更接近美联储2%的通胀目标，这为判断通胀压力提供了一个相对温和的视角，也为未来潜在降息打开了一定空间。

图表17：截尾平均PCE相较于核心PCE更接近美联储的2%通胀目标（%）



资料来源：FRED, Wind, 中邮证券研究所

在资产负债表方面，沃什对美联储资产负债表规模过度扩张持批评态度。沃什认为，次贷危机后维持过大的资产负债表不仅推高了金融资产价格，也抬高了银行体系的结构流动性需求。因此，在充裕准备金制度背景下，想推进缩表从而减少准备金的空间有限。要想推进缩表，需要首先进行制度改革以降低银行体系对准备金的结构需求。

在沃什的政策框架中，利率并非独立调控目标，而是与资产负债表调整共同作用的政策组合。通过降低利率同时缩减资产负债表规模的政策组合，能对金融条件产生相互抵消的作用，从而限制其对通胀的影响。

不过，沃什在资产负债表方面的政策倾向，可能难以在 FOMC 内部迅速取得广泛共识。部分委员认为，相对于经济规模而言，资产负债表规模的扩大是需求增长加快导致美联储负债增加的必然结果，同时也是实施货币政策时采用充足准备金框架的必然结果。前任主席鲍威尔就曾在几个月前发表演讲阐述了这一框架优势。这意味着，沃什长期主张的“更小资产负债表”框架，在实际推行中可能面临来自 FOMC 内部共识与金融体系运行层面的双重约束。

整体来看，沃什的政策取向被市场概括为“降息缩表”。但这一政策组合在执行上可能面临不小的困难。从当前宏观环境来看，中东冲突仍未解决，油价处于高位，对降息空间形成掣肘，降息需要等待更合适的时机。缩表的推进同样需要具备一定前提条件。当前庞大的联邦债务规模需要美联储提供美债需求支持。

财政融资约束下，如果激进推进缩表，很可能会造成期限溢价显著抬升，并引发类似 2023 年的长端利率冲击和风险资产波动。

此外，沃什要想推动其政策落地，还将受到 FOMC 集体决策机制的约束。当前 FOMC 政策决议由 12 名成员投票形成。主席在决策机制中仅拥有一票，政策需获得多数支持方可通过。

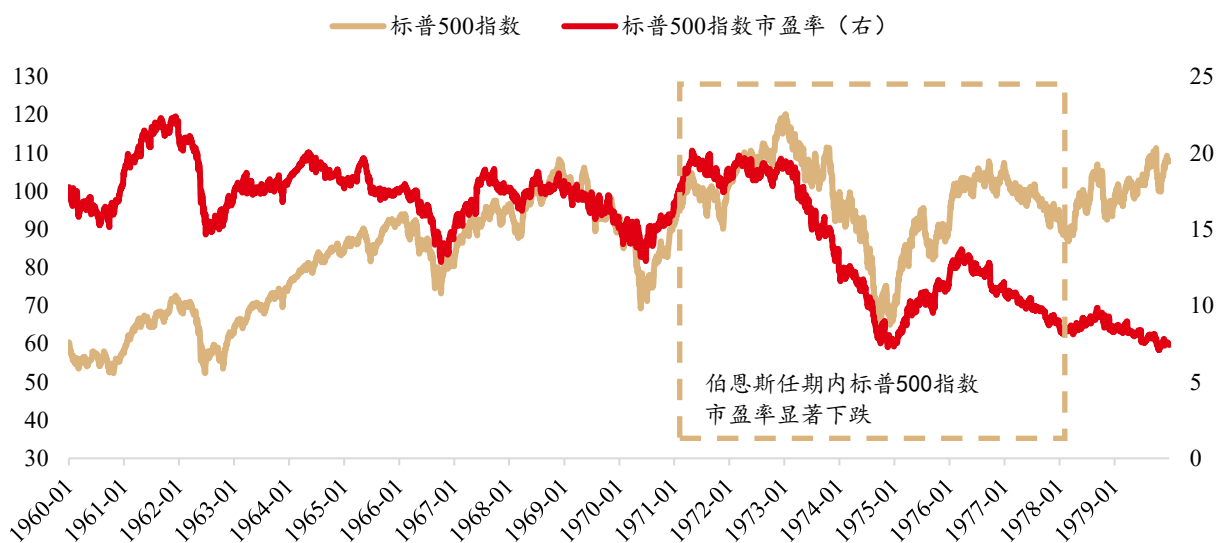
历史上亦曾出现主席并非压倒性主导的情形。例如，1963 年 5 月，时任主席马丁仅以 6-5 的微弱优势赢下政策表决；1986 年，沃尔克在关于贴现率调整的理事会表决中亦曾被多数否决。更多的掣肘通常并不体现在最终投票阶段，而是在会前内部沟通与协商中出现。因此，美联储主席的政策空间受到委员之间共识的影响，通常而言也需要符合当前经济运行的状态。

从宏观约束条件看，沃什上台后更可能首先推动沟通机制、监管框架和流动性工具等方面的制度改革，而降息与缩表的实际推进仍需取决于宏观环境变化。若中东局势缓和、油价从高位回落，通胀预期随之降温，美联储可能在更合适的时点推动降息；而缩表则面临较强的现实阻力，需要先通过监管和操作框架调整，降低银行体系对准备金的结构性需求。虽然此前市场普遍将沃什的政策取向概括为“缩表换降息”，但如果缩表因流动性约束、财政融资压力和 FOMC 内部共识不足而难以推进，沃什是否仍会选择降息，以及这种降息是否会被市场解读为对白宫低利率诉求的妥协，将成为检验美联储独立性的关键变量。

4 美联储独立性将如何影响资产价格？

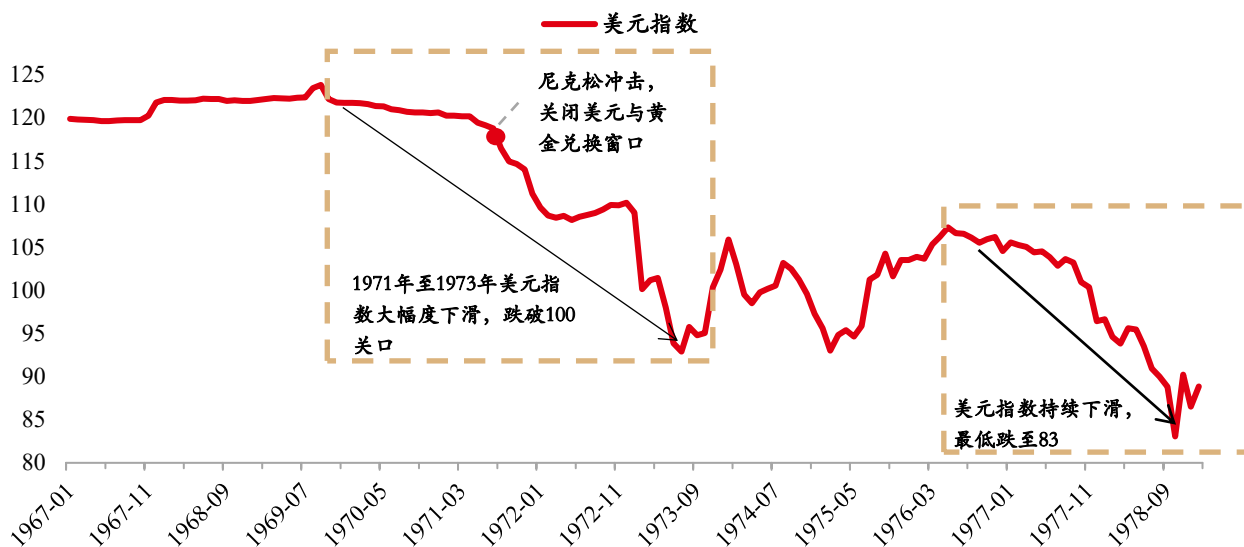
历史上，央行独立性的削弱往往对资产价格产生深远影响。当美联储货币政策独立性被削弱时，市场预期通胀上升，投资者要求更高的风险溢价，股市承压，美元信心下降，债券收益率飙升。

回顾美国历史，1960 年代相对稳定的货币环境下股市表现良好，标普 500 指数由 59.91 攀升至 1969 年末的 92.06。1970 年伯恩斯上台后，联储在白宫以低利率换增长的政治压力下放松货币纪律，通胀迅速抬升、实际利率转负，股市在 70 年代原地踏步，显著跑输通胀。伯恩斯任期内，标普 500 指数市盈率大幅下跌，波动率明显上升。同时，受企业盈利能力走弱影响，派息率也从 1960 年代的 56.15% 下滑至伯恩斯任期内的 48.04%。

图表18：标普500指数在伯恩斯任期内市盈率显著下跌


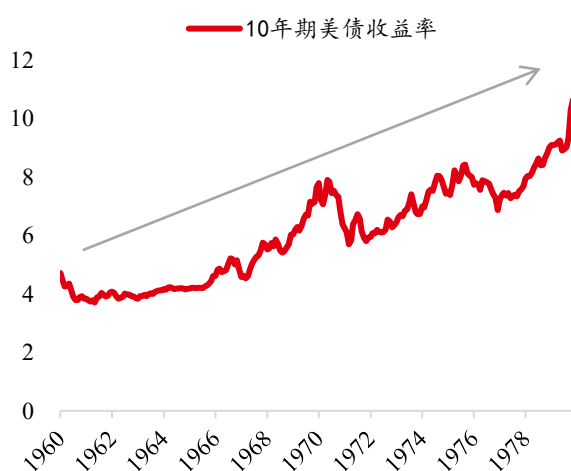
资料来源：Wind，中邮证券研究所

布雷顿森林体系瓦解后，美元指数大幅贬值，从1970年约120的高位迅速下跌，1971年至1974年最大跌幅超过23%，并于1973年失守100关口。1975年短暂反弹后，但随着美国通胀压力延续、实际利率偏低，1976年后美元再度进入下行通道。这一阶段表明，在政治压力上升、货币政策独立性削弱的背景下，市场不仅会重新定价美国通胀与利率前景，也会对美元作为国际储备货币的信用基础产生质疑，进而对汇率及其他美元资产价格持续构成压力。

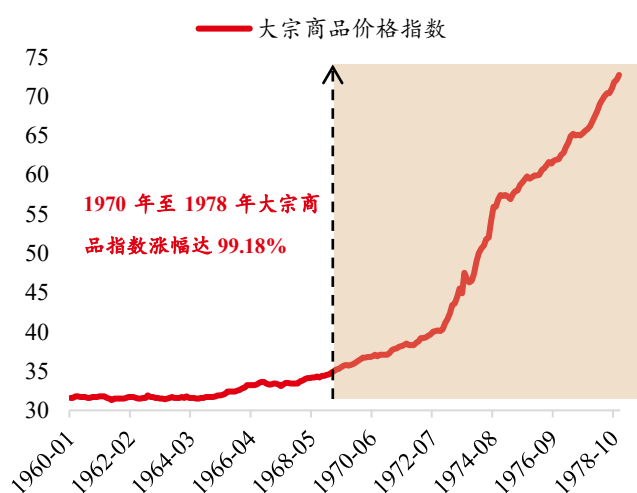
图表19：布雷顿森林体系瓦解后，美元指数大幅度贬值


资料来源：Stooq，中邮证券研究所

同期，10 年期美债收益率大幅上行且波动加剧，1970 年至 1979 年均值达 7.50%，远高于 60 年代的 4.67%，1979 年底抬升至 10.39%，较 1970 年低点上升近 4%。大宗商品价格则在 70 年代快速增长，尤其在 1973 年 10 月阿拉伯海石油禁运引起的石油危机后，OPEC 将油价从 2.9 美元大幅提升至 11.65 美元，推动了全球输入性通胀，加剧美元贬值风险，使得 1974 年大宗商品指数增长 20.89%。1970 年至 1978 年大宗商品累计涨幅达 99.18%，资产定价的核心逻辑由通胀主导。

图表20：长期国债收益率上升（%）


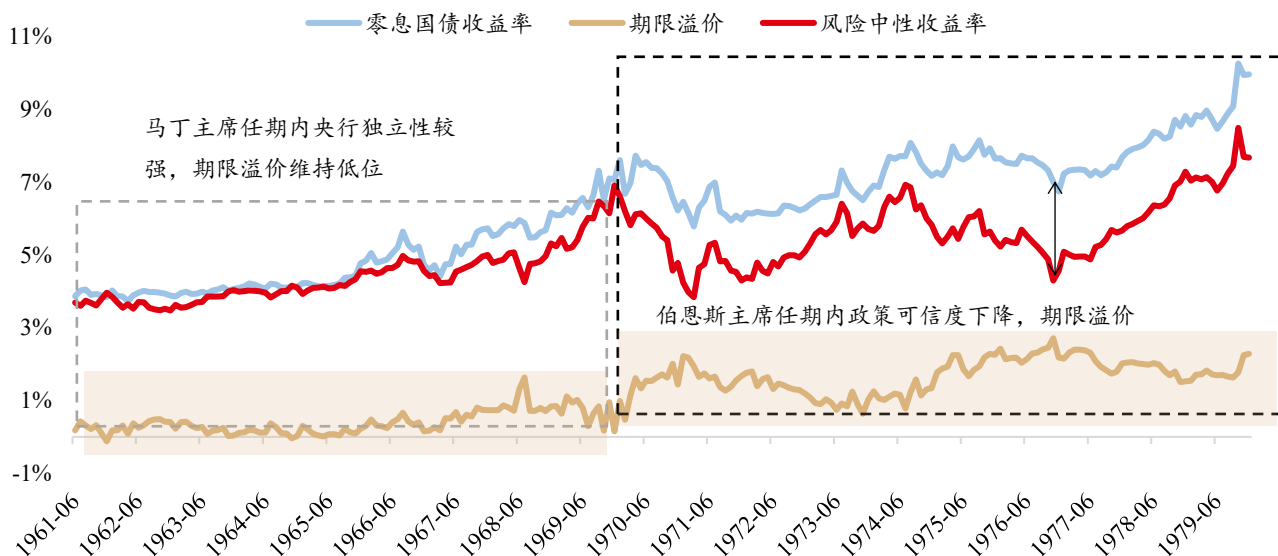
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表21：大宗商品指数接近翻倍


资料来源：FRED，中邮证券研究所

短债收益率对联储政策较为敏感，往往能及时响应联储利率政策变动。历史数据显示，在 2008 年与 2019 年正式开始降息周期前，美国 1-3 年债券 ETF(SHY) 的价格均先行抬升。但当利率维持在低位时，短期债券 ETF 价格实际收益有限，2008 年末至 2015 年末美国 1-3 年债券 ETF 累计仅上涨 5.78%。

长债收益率则有着不同的定价逻辑，可以被分解为远期短期利率与期限溢价。假如美联储主席在政策制定上过度迎合政治诉求，同时经济数据反映的就业与通胀现实走向相反方向，可能被市场视为央行独立性缺失的信号，投资者或要求更高的期限溢价以对冲未来通胀与政策不确定性。伯恩斯时期 10 年期国债收益率较马丁主席任期内显著上升，其中期限溢价由上任伊始的 0.47% 飙升至任期内峰值 2.71%。在央行独立性受到掣肘、价格稳定承诺缺乏可信背书的环境下，即使降息带动短端利率下行，市场仍会因不确定性要求更高的期限溢价补偿，收益率曲线或将变陡。

图表22：央行独立性缺失或将带动长期债券的期限溢价，从而推高长期利率


资料来源：纽约联储，中邮证券研究所

沃什上任后的资产价格影响，本质上是市场对其更少干预、更低透明度、更强调资产负债表纪律的政策框架重新定价。1月30日，沃什被提名的消息宣布后，债券长端利率上行，曲线陡峭化，美元反弹，全球风险资产普跌，贵金属大幅下跌，这些反应本质是市场对鹰派倾向的定价。然而，沃什近期公开表态及参议院听证会释放了更复杂的信号，一方面，沃什对生产率改善和通胀指标的重视，保留了对未来降息的想象空间，另一方面，其强调缩小资产负债表、减少前瞻指引和降低联储市场干预程度，又意味着“Fed Put”可能弱化，长期利率和 risk 溢价难以明显下行。

由此可见，市场表现可能呈现分化，长端利率可能因通胀、财政融资压力和缩表预期导致随着期限溢价走高，短端利率在宽松预期压制下相对上行空间有限，收益率曲线或趋于陡峭，而风险资产一方面受到 AI 强劲盈利预期的支撑，但在长端利率维持高位的前提下，估值扩张空间将受到压制，市场波动率也可能上升。

5 风险提示

若沃什上台后立场强硬，美联储独立性受到市场认可，长期通胀预期和期限溢价可能下降；若中东局势较预期更快缓和、油价明显回落，市场对通胀黏性的担忧可能快速降温，美联储或更早打开降息窗口。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048