

交銀金融

2026年2月號 第212期

環球金融市場部研究組

聚焦下任美聯儲主席凱文·沃什政策思路： 「縮表」主張難落地 流動性寬鬆將持續

摘要

- ✦ 作為弗里德曼(Milton Friedman)「貨幣主義理論」的忠實信徒，與華爾街關係密切、且立場偏鷹派的前美聯儲理事凱文·沃什成為政治阻礙最小的繼任美聯儲主席人選。
- ✦ 凱文·沃什關於縮減美聯儲資產負債表的主張受制於諸多現實因素，落地可能性較低，預計年內美元流動性寬鬆化的大趨勢不會改變。
- ✦ 在美國財政收支失衡及政策不確定性高企等因素影響下，美元匯價面臨結構性下行的較大壓力，全球貨幣體系面臨重塑，國際金融市場波動性料將攀升。

一、凱文·沃什：政治阻礙最小的美聯儲主席人選

- ✦ 去年12月起，白宮經濟委員會主任凱文·哈塞特被市場一度認為鎖定了下任美聯儲主席資格，但情況在今年1月中旬出現了較大變化。1月底美國總統特朗普正式提名凱文·沃什接替現任主席鮑威爾在今年5月開始擔任下一屆美聯儲主席，相關消息成為近期貴金屬歷史性暴跌的導火索，美元大漲、美債利率曲線陡化、美股下跌。
- ✦ 今年以來，市場對繼任美聯儲主席人選的預期經歷了較大的變動，特朗普為何轉向任命了一位被市場認為偏鷹派的前美聯儲理事，而非其忠心耿耿的白宮幕僚凱文·哈塞特執掌美聯儲？我們認為原因主要是以下兩點：
 - 一是凱文·哈塞特本人對當前白宮的作用不可或缺。對特朗普而言，凱文·哈塞特的忠誠是毋庸置疑的，在貿易摩擦、企業減稅、美聯儲批評等幾乎所有重大議題的媒體露面中，他都扮演著特朗普堅定支持者的角色，這種忠誠和執行力，使他成為特朗普第二任期最信賴的政策操盤手。特朗普今年年初公開發言稱目前凱文·哈塞特對白宮的作用，特別是在策劃宏觀經濟政策、幫助特朗普團隊進行政策宣導及解讀方面無可替代，暗示其將不會讓他擔任另外的職務（特別是如美聯儲主席這種為維持央行獨立性必須與現任政府明面上割席的職位）。

- 二是在參議院銀行委員會對聯儲提名人選擁有表決權的共和黨人開始對美聯儲獨立性受損表達了擔憂情緒，特別是日前參議院銀行委內，共和黨與民主黨議席數分別為13及11個，而在北卡羅來納的共和黨參議員湯姆·地利斯表示「對鮑威爾的言論調查妥善結束之前，他不會投票同意任何人的聯儲會理事」後，支持與反對白宮提名的美聯儲人選的參議院議席比例陷入了12:12的平局。因此現任白宮經濟委員會主任的凱文·哈塞特與政府緊密的聯繫令其在經歷國會對美聯儲獨立性的嚴格審視中反而成為一種負資產，而立場較為鷹派的前美聯儲理事凱文·沃什成為了政治阻礙相對較小的選擇。

圖 1-1: 自去年 12 月以來，市場對繼任美聯儲主席人選的預期經歷了較大的變化

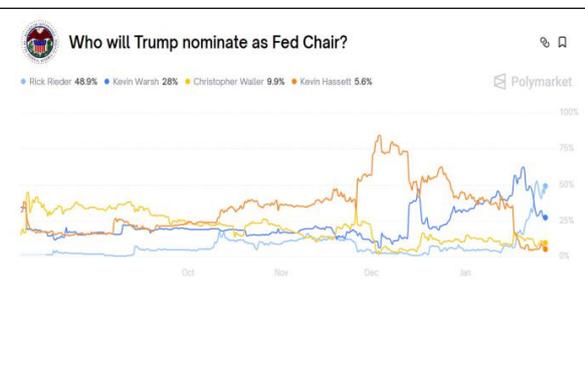


圖 1-2: 鷹派人物凱文·沃什被正式提名後，黃金價格出現較大的波動

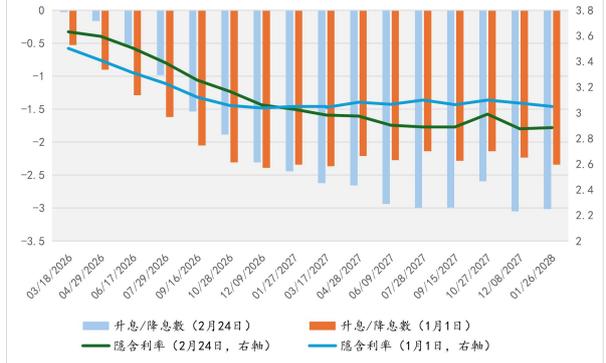


數據來源: Bloomberg

圖 1-3: 在對美聯儲主席人選擁有投票權的參議院銀行委內部，共和黨與民主黨議員佔有的席位十分接近

MAJORITY MEMBERS		MINORITY MEMBERS	
Tim Scott (R-South Carolina)	Katie Britt (R-Alabama)	Elizabeth Warren (D-Massachusetts)	Raphael Warnock (D-Georgia)
Mike Crapo (R-Idaho)	Pete Ricketts (R-Nebraska)	Andy Kim (D-New Jersey)	Andy Kim (D-New Jersey)
Mike Rounds (R-South Dakota)	Jim Banks (R-Indiana)	Jack Reed (D-Rhode Island)	Ruben Gallego (D-Arizona)
Thom Tillis (R-North Carolina)	Kevin Cramer (R-North Dakota)	Mark R. Warner (D-Virginia)	Lisa Blunt Rochester (D-Delaware)
John Kennedy (R-Louisiana)	Bernie Moreno (R-Ohio)	Chris Van Hollen (D-Maryland)	Angela Alsobrooks (D-Maryland)
Bill Hagerty (R-Tennessee)	Dave McCormick (R-Pennsylvania)	Catherine Cortez Masto (D-Nevada)	Tina Smith (D-Minnesota)
Cynthia Lummis (R-Wyoming)			

圖 1-4: 但市場對凱文·沃什繼任後美聯儲降息次數的預判沒有顯著改變



數據來源: Bloomberg

二、凱文·沃什：弗里德曼「貨幣主義理論」的忠實擁護

- 現年 55 歲的凱文·沃什擁有哈佛大學法學博士學位，曾於外資投行摩根士丹利工作多年，並於 2006 年至 2011 年期間獲得時任美國總統喬治·布希任命美聯儲理事。儘管他以 35

歲的年齡就任美聯儲理事，曾一度引發市場及央行內部對其能力及資歷的質疑情緒，但憑藉與華爾街的密切聯繫，他在2008年國際金融危機期間擔任美聯儲與華爾街的主要聯絡人。他還在喬治·布什在任期間擔任總統白宮經濟委員會執行秘書，與共和黨、華爾街高層關係緊密，並於2011年辭任美聯儲理事。

✚ 從貨幣政策立場來看，凱文·沃什在就任美聯儲理事期間極其關注通脹問題，一向被市場認為是崇尚高利率的鷹派人物。根據其近期採訪的公開言論，他的核心主張包括推動美聯儲量化工具的改革（即縮表），以及AI等生產力的發展、美聯儲數量型工具緊縮，將有助於美聯儲降低名義利率，某種程度上切合了特朗普政府對降息的強烈要求。

✚ 具體來看，凱文·沃什對美聯儲對貨幣政策的主張有以下幾個方面：

- 一是他認為「通脹是一種選擇」，指出美國本輪物價上漲的本質並不來源於俄烏地緣衝突、疫情等因素導致的供應鏈衝擊，而是美聯儲過往貨幣超發的直接後果，顯示其為弗里德曼「貨幣主義理論」的忠實擁躉（註：弗里德曼的「貨幣主義理論」認定通脹本質是一種貨幣現象，主張央行應當將貨幣供應量按固定比率增加以維持物價穩定，而非依靠相機抉擇的金融政策，通脹本身對促進長期就業增長是無效的）。
- 二是他認為只有在市場調節出現失靈，即金融市場流動性因恐慌情緒而枯竭時（如國債買賣價差過大時），央行才應當通過注入資金的方式穩定主體信心、恢復市場交易，但當經濟危機結束後，央行需要及時退出數量寬鬆（即對之前的大規模資金投放進行對沖、減退操作），而不是僅僅是維持現狀、甚至是進一步擴張央行資產負債表。
- 三是凱文·沃什認為在經濟發展平穩過程中央行還是大規模購買國債，本質上是在助長一場「龐氏騙局」，為政府無限量擴張開支提供通行證，對實現財政審慎有害無益。他多次批評美國在2011年至2019年期間（即在金融危機及新冠疫情期間所謂的平穩發展階段）實施的寬鬆貨幣政策（期間美聯儲國債持倉從2.5萬億美元到4.1萬億美元，累計增長了64%），指出目前美國需要在財政部與央行各自的權責範圍內劃定明確的界限，不能將政治因素引入美聯儲。
- 四是提出美聯儲改革的首要舉措是要縮減資產負債表，認為央行抑制通脹、降低名義利率的前提條件是縮減美聯儲過度膨脹的資產規模，指出實體經濟增長（如近期的人工智能產業）才是實現財政收入、公平分配及經濟增長的關鍵，而非央行主導的流動性注入及信貸擴張活動。

圖 2-1：2008 年及 2020 年兩次大型危機中，美聯儲通過數量型工具進行了大規模的救市行動（量化寬鬆）



圖 2-2：但在 2011-2019 年經濟發展平穩期，美聯儲並沒有完全退出量化寬鬆



數據來源：Bloomberg

圖 2-3：本世紀以來，美聯儲資產負債表中美債資產佔比先降後升

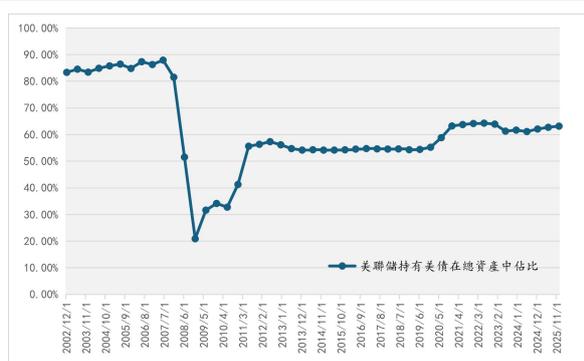


圖 2-4：與此同時美國政府負債規模不斷攀升，財政紀律缺失



數據來源：Bloomberg

三、凱文·沃什領導下的美聯儲貨幣政策路徑預判

在美聯儲降息前景方面，我們認為凱文·沃什試圖在降低名義利率方面的傾向雖然與特朗普政府的訴求高度契合，但美聯儲最終能否降息，仍取決於物價回落的速率與就業供需的實際情況。沃什自 2008 年起便以反對通脹、主張高利率的鷹派立場為市場熟知，若無視諸多基本面約束（比如通脹水平仍高於 2% 目標及勞動力市場復甦速率較快等）而強行推進降息，不僅與其一貫的貨幣主義立場背道而馳，也將動搖市場對美聯儲獨立性的信心，因此潛在的現實阻礙仍然較大。

- 受商品及能源價格回落的影響，1 月美國整體及核心 CPI 同比分別錄得 2.4% 及 2.5% 的漲幅，均較前值回落，總體通脹壓力有所緩和，但核心服務價格指標仍然相對頑固。1 月非農就業數據意外強勁，當月就業人數淨增 13 萬人次，超越預期的 6.5 萬，並創下一年以來最高水平，其中醫療保健、專業服務、製造業就業人數都錄得淨增，而當

月失業率意外下降至 4.3%，顯示經歷了過去一年的失業率上升及招聘銳減之後，隨著經濟持續韌性及財政貨幣政策走向寬鬆化，美國就業市場基本企穩。

- 今年 1 月美聯儲議息會議上如期按兵不動，將政策利率目標區間維持在 3.50%-3.75% 水平，貨幣政策聲明中經濟穩健擴張，而通脹仍然稍微高企、失業率顯示出企穩跡象，並刪去了對對就業存在下行風險的表述，暗示後續一個時期將轉入按兵不動（與去年前三季度類似），政策會議紀要中也顯示有越來越多的美聯儲官員傾向於將利率保持不變，顯示出美聯儲內部對於轉向政策觀望期已經形成共識。

✚ 此外，凱文·沃什對美聯儲縮表方面的改革主張也不具備較大可行性。目前美聯儲總資產達到 6.6 萬億美元，其中國債持倉達到 4.3 萬億美元，在美債存量中佔比接近 25%，而若美聯儲的短債購買計劃持續，其在全年財政部新債標售中（我們預計 2026 年規模將在 1.8 萬億-2.2 萬億美元之間）料將佔到 40%-50%，是美國財政部最舉足輕重的資金來源之一，同時也是全球美元流動性創造的最重要基石。因此美聯儲的縮表不僅將影響美國國債需求，同時也會對全球金融體系形成極大衝擊。

- 由於目前市場對美國財政失衡的憂慮情緒濃厚，外國投資者「去美元化」勢頭加快，令中長期限美債利率居高不下，如 10 年期、30 年期美債利率自 2024 年 9 月美聯儲開始降息（截至目前已經累計降息了 175 個基點）以來並未隨之下行，反而分別提升了逾 60 及 80 個基點，利率曲線整體陡化，當中雖然長期通脹預期相對錨定，但期限溢價升幅顯著，顯示市場普遍認為美國政府中長期的實際融資成本將居高不下。
- 因此，凱文·沃什試圖改革美聯儲自 2008 年以來維繫的「儲備金充裕」體系，可以想見其中牽涉的利益範圍巨大，絕非其採訪中表述的那樣容易，因此在對其執掌的美聯儲政策路徑進行預判時，市場普遍認為不能將凱文·沃什過往的政策思路進行簡單的「線性外推」。

✚ 特別是，由於財政部大量借款將市場上的剩餘流動性基本抽乾，自去年 10 月底的美聯儲議息會議上，美聯儲就已經轉換了其緊縮性數量工具的政策立場，開始轉向擴表。美聯儲宣布自 2025 年 12 月起完全停止縮表行動（不再減持美債資產，但仍將減持上限為 350 億美元/月的 MBS，並將每月減持的 MBS 本金買入美國國庫券，相當於每月淨購入 350 億美元國庫券），同時還於 12 月會議上再次宣布將進行所謂「準備金管理購買」（當月對國庫券或期限在 3 年以內的國債累計 400 億美元的淨購買，並計劃在後續幾個月維持高位）。

- 截至 2 月中旬，美聯儲國債持倉已經擴張了 920 億美元，並基本穩住了去年 11 月以來由於財政部大量借款導致的流動性緊縮。金融機構融資壓力緩和，銀行準備金餘額開始回升（從 2.85 萬億升至 2.94 萬億美元），SOFR 與 IORB 利率也結束了數個月的倒掛。但鑒於目前貨幣市場剩餘流動性儲備（主要是美聯儲隔夜逆回購餘額）已經從高位的 2.5 萬億美元回落至接近為零的水平，意味著銀行體系的充裕準備金（目前在

3萬億美元左右規模)缺乏額外流動性緩衝,若美聯儲轉向縮表,則對美國財政部大舉融資抽水的恐慌情緒或令回購市場再度重演2019年9月的流動性危機,並將短端利率震盪進一步傳導至國債交投及銀行信貸領域,迫使美聯儲再度入市放水。

此外,從美國財政部的收支情況來看,我們預計美國政府的赤字規模易增難降。去年DOGE裁撤聯邦機構(特別是DOGE裁撤教育部及去年聯邦政府停擺時期解僱了部分僱員)所帶來的節支效應已經基本釋放完畢,明後兩年共和黨針對聯邦機構的改革力度料將放緩。而從《大而美法案》也可以看出,由於大部分稅收減免措施是從今年1月開始生效,其對聯邦財稅收入的潛在縮減效應大約在4,600億美元左右,且後續還將持續上行(年均超過5,000億美元)。

➤ 今年美國兩黨面臨國會兩院的中期選舉,共和黨政府必然會考慮加大財政刺激力度以獲得更多選票,因此從開支需求的角度來看,美國財政部明後兩年的收支缺口易增難降(預計至少高於1.8萬億美元,目前美國財政部預期2026財年、2027財年財政赤字分別為1.9萬億美元及2萬億美元),每年財政部淨借款額料將維持在1.8-2.2萬億美元區間範圍。

➤ 此外,2月下旬美國最高法院以6:3的投票比例裁定特朗普援引《國際緊急經濟權利法》對全球征收的芬太尼關稅及對等關稅越權及違法,該裁決將使美國對全球大多數國家進口商品征收的關稅失效,令美國政府去年約合2,000億美元的關稅收入面臨部分退還的情況,對美國政府而言又將構成新的開支壓力。

最後,沃什明確分割財政部與聯儲局權限範疇(即美聯儲決定利率工具,財政部負責政府收支,彼此維持相對獨立)、主張美聯儲大幅減少美債持倉,也與本屆共和黨政府「財政主導、貨幣跟隨」的立場背道而馳。雖然凱文·沃什與共和黨高層關係密切,但其在2017年與鮑威爾競爭美聯儲主席一職時並沒有獲得特朗普政府的任命,且其與白宮的關係必將受到國際金融市場與美國國會的嚴格審視。我們預計其向特朗普政府預期傾斜的程度將較為有限,因此這位繼任美聯儲主席幾乎必然會如鮑威爾一樣,面臨來自白宮的政治壓力。

總結來看,現任主席鮑威爾的任期還要延續至5月,我們預計沃什的任命對短線降息路徑的影響較為有限。其就任後美聯儲的降息次數、降息幅度,仍將取決於當時的經濟走向。從長債市場供需的預期來看,在提名消息公布前後,中長期美債息並未顯著攀升,反映出市場對沃什的縮表主張落地的可能性仍持觀望態度。近期,在美股震盪、白宮關稅被判違法等事件觸發的避險買盤支持下,各期限美債利率反而普遍回落。在美國政府「財政主導、貨幣跟隨」的大框架下,我們仍然維持今年美元流動性走向寬鬆的預判。

圖 3-1：自去年 12 月以來，美聯儲的準備金管理購買行動令市場流動性緊缺情況有所緩和

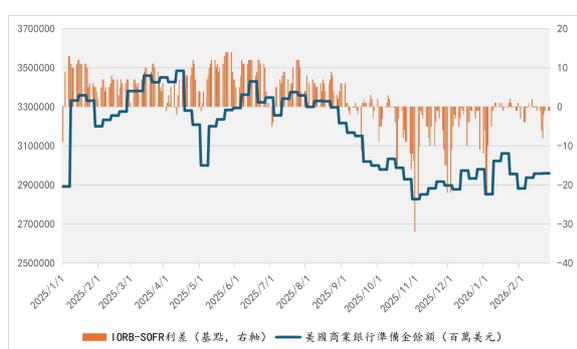


圖 3-2：預計在中期選舉、關稅退還等壓力下，美國政府近年財政赤字規模易增難降

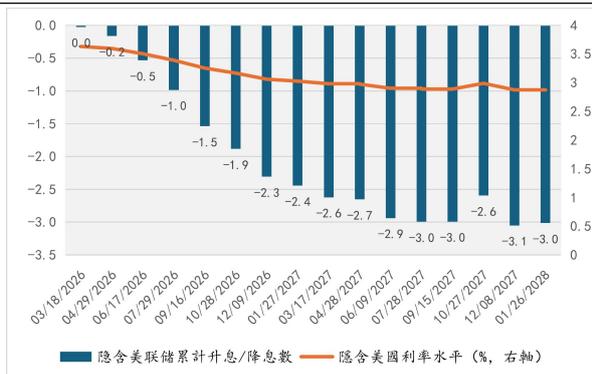


數據來源：Bloomberg

圖 3-3：中長期美債息在沃什任命公布後並未顯著攀升，顯示市場對沃什的縮表主張能否落地還存在觀望情緒



圖 3-4：目前市場預期美聯儲本年將降息 2 次，終端政策利率在 3% 附近水平



數據來源：Bloomberg

四、年內大類資產走勢預判

自從凱文·沃什的任命正式公布後，國際資本市場經歷了較大的短期波動，反映出市場對美聯儲後續政策路徑的定價有所變化。美匯指數在鷹派的繼任人選驅動下見底上行，貴金屬價格則一度經歷了歷史暴跌，但截至 2 月底已經基本企穩，反映出市場對金融市場中長期趨勢的預期仍然沒有太大的變動。另一方面，投資者對年內美聯儲降息的預期與對國際地緣局勢的避險情緒形成共振，帶動 1 月下旬以來各期限美債息的普遍回落。美股則在 AI 投資浪潮對生產力提振以及對產業結構重塑等多空因素影響下延續區間波動。

匯市方面，預計在美國央行貨幣超發、財政負擔惡性循環及特朗普政策波動性高企（特別是美國外交政策 180 度轉向後）等因素的多重共振下，美元作為國際儲備貨幣的溢價將持續回落，其直接後果就是美元幣值長期結構性的走弱。主要貨幣走勢將很大程度上取決於各國自身的經濟基本面及地緣政治環境，主要國家貨幣政策分化導致的利差因素已經不是

驅動匯價變化的最主要因素，各國貨幣與美元指數走勢的相關性料將持續回落，凱文·沃什對美聯儲所設想的局部改革對這個趨勢的影響不大。

- **從利率互換市場預期來看**，目前投資者押註美聯儲、英國央行今年將降息2次，而加央行、歐央行都將按兵不動，紐、澳央行加息1到2次、日本央行加息2次。從傳統利差邏輯出發，商品貨幣表現料將較為堅挺，日圓、歐元、加元則有一定底部支撐，而英鎊、美元面臨下行壓力。
- 但另一方面，商品貨幣受制於國際地緣局勢不確定引發的避險情緒起落及大宗商品周期性行情而波動較大，歐元、加元則在美國的「新門羅主義」下存在相當的政治風險，日圓則面臨高市早苗政府財政失衡後，投資者拋售日本資產導致的潛在走弱壓力，因此主要貨幣匯率走勢的不確定性仍然較大。

債市方面，雖然貨幣政策當局立場分化，但今年全球主要經濟體的財政寬鬆化已經成為主流，美國方面有《大而美法案》的減稅計劃及上個財年近兩千億關稅收入退還的不確定性；歐洲、日本目前都處於美國軍事政策收縮後提升獨立防衛能力的轉向期，對域內基礎建設、國防軍事領域的政府投入料將大幅從寬，且將主要通過舉債融資實現。中國方面，出於防範化解地方債及轉換經濟增長結構的考慮，內地去年財政赤字率也提升至4%，全年新增政府債務規模達到11.9萬億人民幣，同比增長24%，預計今年中國財政積極有力的寬鬆力度將不會減弱。

- 根據國際貨幣基金組織數據，當前全球政府債務規模已經達到110萬億美元的規模，且主要國家中長期利率仍然處於歷史高位。在主要國家及地區財政趨向寬鬆的大背景下，預計各國的貨幣當局大概率也會跟進相對寬鬆的政策基調，否則全球範圍內面臨的金融系統性風險料將明顯提升。我們預計主要發達地區中長期債券利率還將進一步攀升，而風險資產價格或在全球流動性總體寬鬆的支持下獲得上行動能，但價格波動性料將顯著提高。

圖 4-1：今年開始，各個主要央行的貨幣政策路徑出現分化

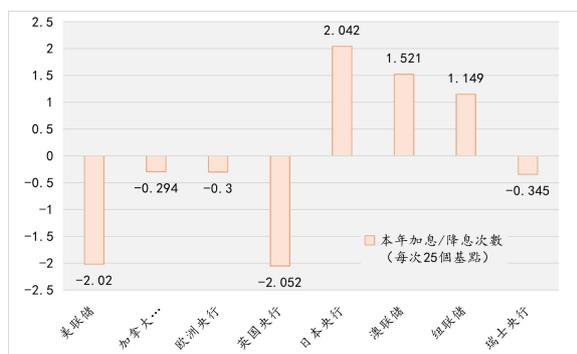
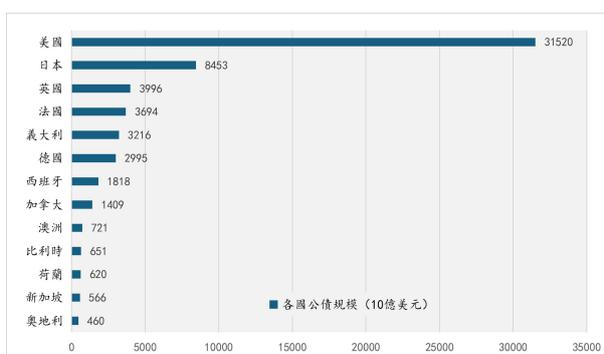


圖 4-2：全球政府債務已經達到 110 萬億美元的高位水平，其中以美國、歐洲國家及日本的債務問題最為嚴重



數據來源：Bloomberg

圖 4-3: 投資者對財政償付能力的憂慮情緒升溫, 主要發達國家或地區的公債利率普遍較高

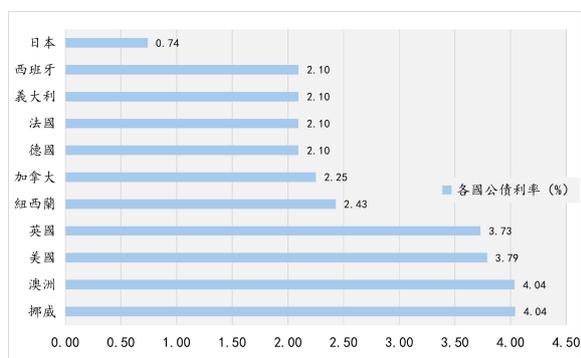
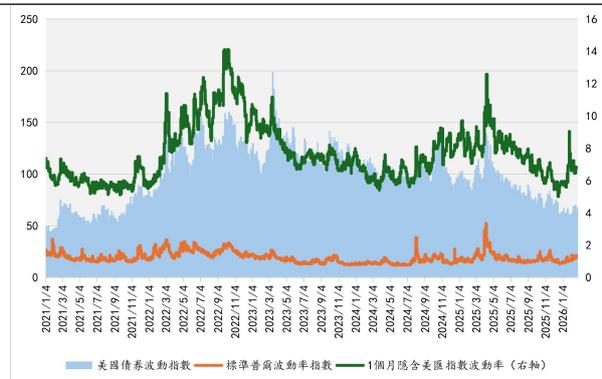


圖 4-4: 預計後續大類資產行情波動性將顯著上升



數據來源: Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本檔所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本檔所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本檔所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部分。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。