

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 黄斯佳
周文敏 杨童舒

沃什“掌舵”美联储前瞻

——美联储政策何去何从

阅读摘要

2016年1月30日，特朗普提名凯文·沃什接任美联储主席，市场迅速定价“沃什交易”。沃什曾任美联储理事，立场偏鹰，强调通胀锚定、反对量化宽松的常态化。展望未来，在通胀回落、财政受限和全球降息背景下，其政策温和“鸽派倾斜”概率不可忽视。沃什提出缩表的初衷并非单一快速压缩美联储资产负债表本身，而是恢复联储工具使用的清晰边界与可信纪律。目前在美债回购市场高度与流动性“绑定”背景下，加速量化紧缩难度非常高。

沃什被提名美联储主席一度推升美元，但随着就业趋弱、降息预期升温及中期选举临近，美元指数中枢进一步走强的空间料有限；其对量化宽松持审慎态度，在一定程度上有助于修复美元信用，缓解“去美元化”压力。若年内降息次数增加，短端美债利率料进一步下行，而量化紧缩节奏预计温和推进，整体收益率曲线大概率延续陡峭化走势。美国经济尚具韧性、美联储延续降息仍支持美股短期走势，但股指波动、板块分化特征料更突出，资金对稳健价值股偏好或上升，关注AI商业化进展、美联储政策路径“超预期”、金融监管改革进展等对科技、金融板块的扰动。

一、凯文·沃什及其历史政策主张

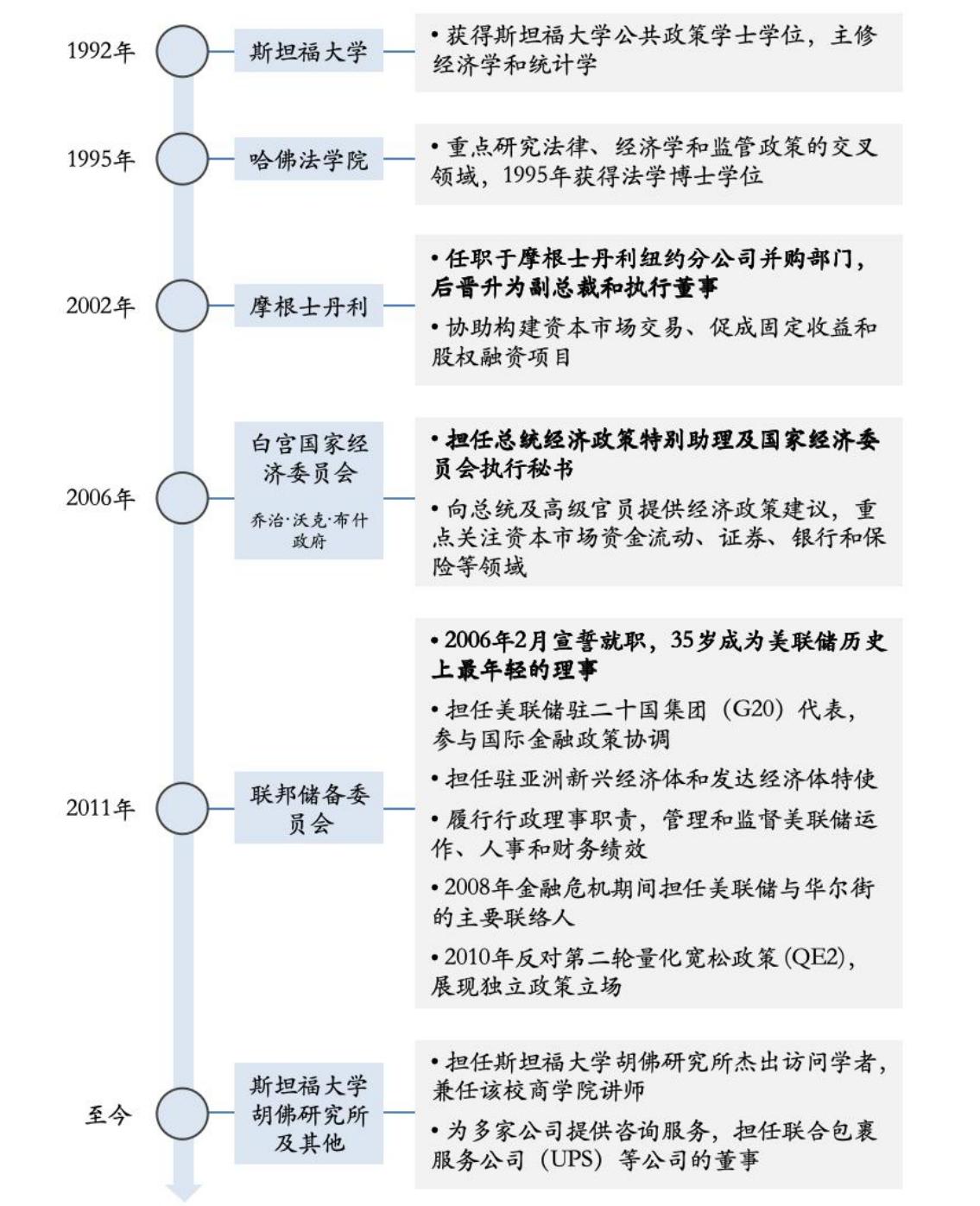
凯文·沃什（Kevin Warsh）是横跨政、商、学三界的资深专家，其职业生涯涵盖摩根士丹利、白宫国家经济委员会、美联储与学术界，35岁出任美联储史上最年轻理事，亲历2008年金融危机应对；2011年离任后回归学界与商界，任斯坦福大学胡佛研究所杰出访问学者及多家企业董事。2026年1月30日，获美国总统特朗普提名接任美联储主席。

（一）危机经历与政策转向的历程

在2006-2011年担任美联储理事期间，沃什亲历了货币政策从“常规利率调控”向“非常规资产负债表操作”的重大转型。2008年全球金融危机背景下，美国面临信用体系冻结、资产价格剧烈下行与实体经济同步衰退的多重冲击，美联储政策重心迅速转向非常规宽松，短期内将联邦基金利率下调至接近零的水平，并于2008年底启动第一轮量化宽松（QE1）。

此后，2009-2011年间，美国金融体系在政策支持下逐步恢复稳定，美联储继续维持零利率政策，并于2010年底启动第二轮量化宽松（QE2）。凯文·沃什虽认可危机时期采取非常规工具的必要性，但随着危机逐步缓解，其对量化宽松的规模、持续时间及其“常态化”持明显审慎态度（见图表1）。

图表1：凯文·沃什履历



数据来源：美联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

沃什立场偏鹰，反对量化宽松常态化及央行对金融市场的过度干预，并强调美联储需控制通胀、防范市场泡沫。自2010年前后起，沃什逐渐成为美联储内部及公共讨论中反对非常规政策常态化的代表性人物。他认为，常态化的量化宽松对实体经济增长和就业的边际刺激效果有限，却可能在中长期累积多重风险。值得注意的是，上述立场主要形成于金融危机后长期货币超宽松的宏观背景，反映的是沃什对“非常规政策常态化”的制度性警惕，及其对货币纪律、通胀锚定与央行信誉的一贯强调。

(二) 四个核心关切与政策原则

他对非常规政策的核心关切主要包括四个方面：

1. 央行应对通胀保持制度性“厌恶偏好”。他认为，通胀是长期宽松引发的制度性问题，会侵蚀中产购买力、削弱社会信任，最终演变为政治风险，长期宽松换来的短期增长，可能演化为更高的未来紧缩成本。

2. 反对以货币政策替代市场纪律。他认为，长期超宽松可能导致利润信号与风险定价机制扭曲，最终削弱资本资源配置效率。

3. 倡导兼顾金融稳定性。沃什强调，货币政策应警惕资产泡沫与杠杆积累所带来的系统性金融风险。

4. 重视央行信誉与独立性。他认为，过度宽松可能在中长期削弱央行独立性与政策约束力。

整体而言，其政策导向接近于“以通胀与金融稳定为核心约束，工具运用上保持审慎灵活”的原则。也因此，在未来通胀风险可控但经济增长乏力时，沃什在操作节奏上仍存在阶段性“鸽派调整”的空间。

二、美联储后续政策预期前瞻

尽管沃什立场曾偏鹰，且当前美国经济尚具韧性，但我们认为目前全球处在降息周期，财政约束增强与政治周期不确定性较高，沃什即便任美联储主席，未来其在货币政策上出现温和“鸽派倾斜”的可能性正逐步上升，但整体宽松节奏仍将保持克制与规则导向。

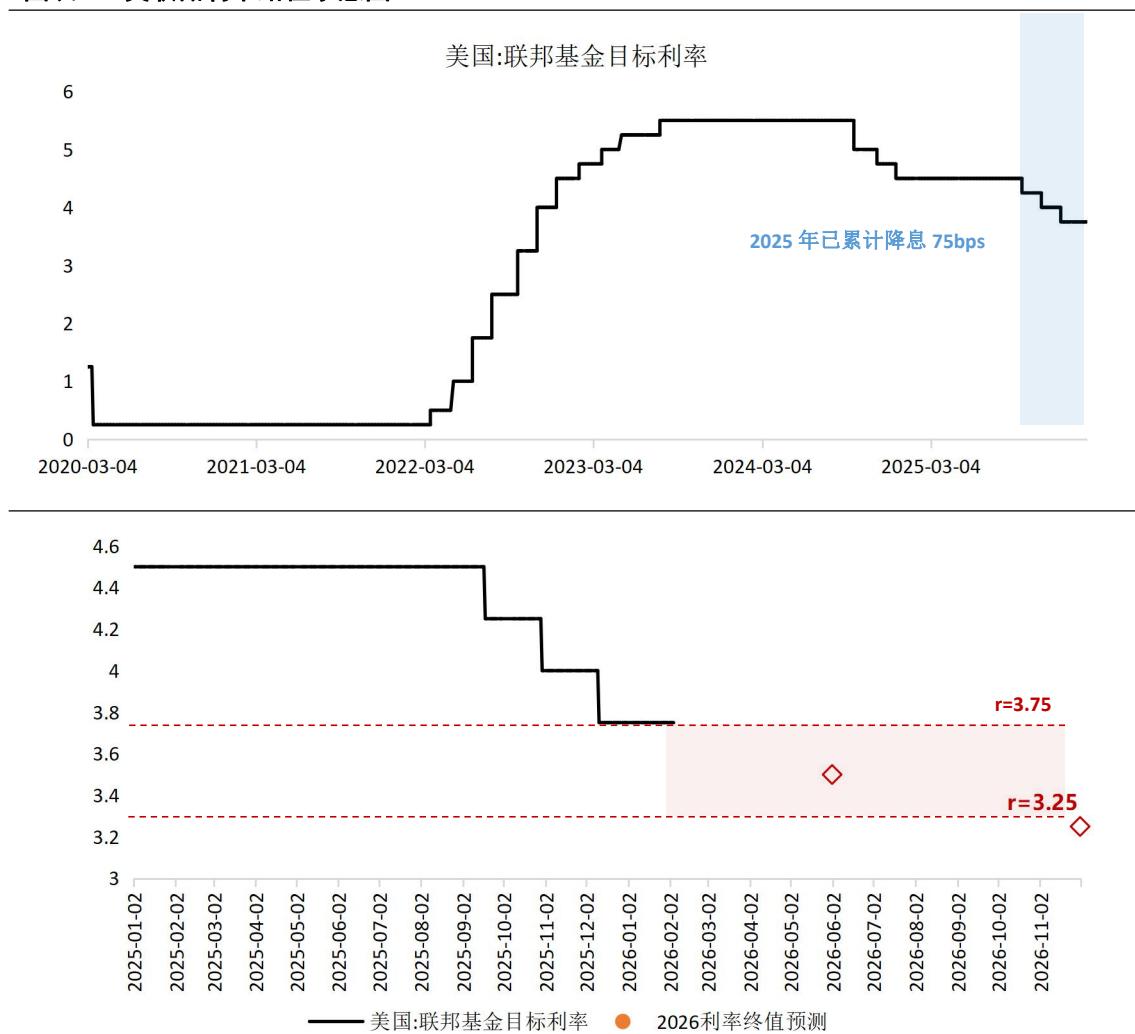
关于资产负债表，沃什曾质疑量化宽松并提倡缩表，但我们认为，其提出缩表的初衷并非单一快速压缩美联储资产负债表本身，而是恢复联储工具使用的清晰边界与可信纪律。目前在美债回购市场高度与流动性绑定的背景下，实操层面加速 QT 难度极大，真正的执行路径预计是长期的、渐进的、策略性的，配合结构性沟通重建，而非短期高强度压缩资产规模。

(一) 未来利率路径：温和“鸽派倾斜”，当前仍预计 6 月重启降息、全年降息 2 次、50 个基点。

在沃什获得提名之前，市场对美联储的降息预期整体偏谨慎，市场共识为 2026 年 6 月启动首次降息（彼时鲍威尔已于 5 月卸任），全年预计下调两次、共计 50 个基点。尽管

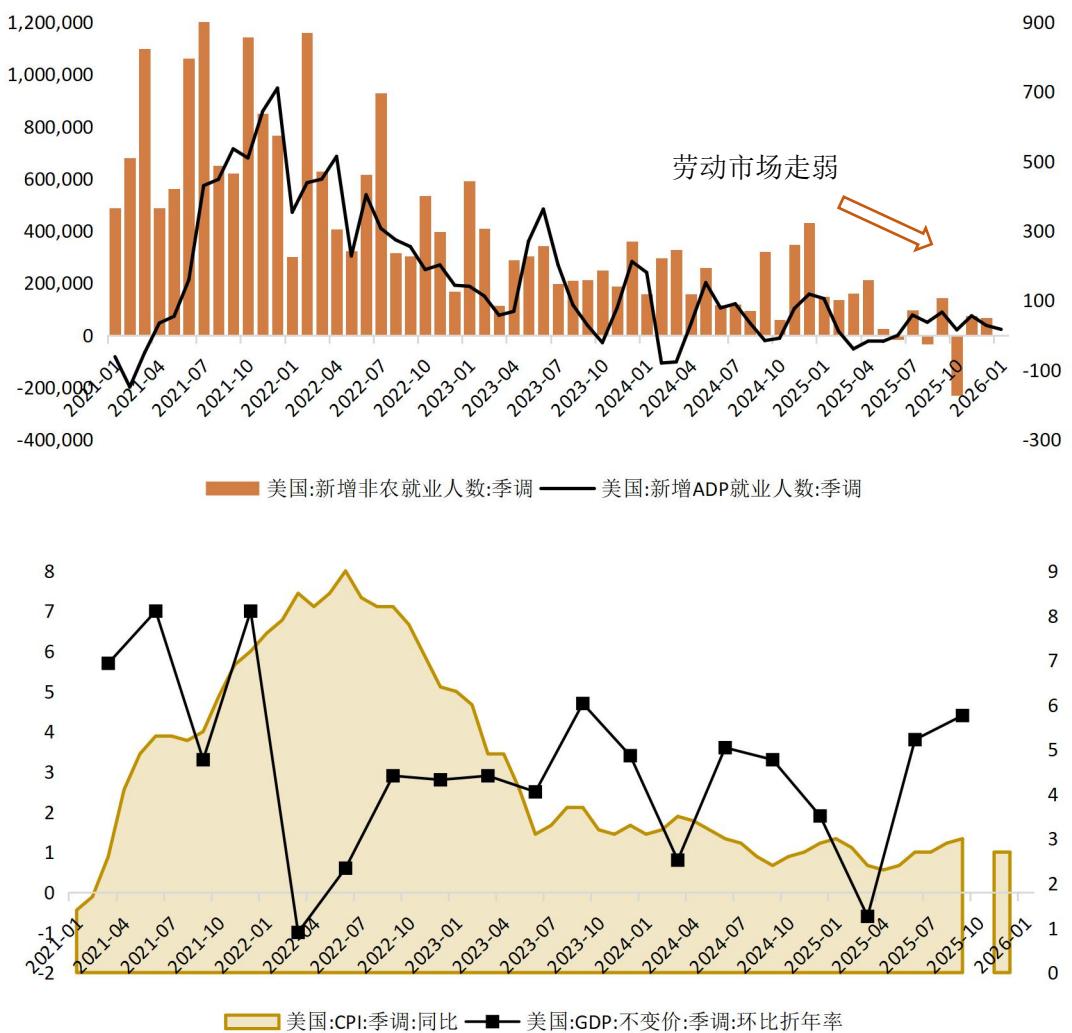
沃什在过往表态中相对审慎甚至偏鹰¹，但考虑到全球降息周期、美国经济表现、联邦财政约束趋紧以及即将到来的大选周期，其未来在政策取向“鸽派倾斜”的可能性值得关注（见图表2）。截至2月11日，CME Fedwatch数据显示市场预期年内仍余2次降息空间（共计50个基点）。

图表2：美联储利率路径示意图



周期视角，全球央行整体仍处于降息周期，美联储基准利率亦处于相对高位，美联储逆势加息或者暂停降息的可能性偏低。**增长视角**，经济尚存韧性仍存但劳动市场偏弱：2025年第三季度美国 GDP 增速为 4.4%，预期 2025 全年可达到 2% 以上增速；但 2025 年以来劳动市场明显趋弱，全年新增就业仅 58.4 万人、较 2024 年大幅减少超 7 成，12 月职位空缺数降至 654.2 万个，是 2020 年 9 月以来最低水平。由于政府或许关门风波，1 月非农数据推迟至 2 月 11 日发布，市场普遍预期年度修正数据可能下调 2025 年就业数据。**通胀视角**，关税效应在消费终端通胀的传导较为有限，2025 年 12 月 CPI 同比增速已下降到 6 月水平（2.7%）。整体看，尽管降息的通胀掣肘缓解，但大幅降息刺激经济的迫切性并不很高。**政策视角**，目前美联储独立性的丧失已被市场广泛关注，中期选举临近，货币政策支持经济基本面的意图趋强。除此之外，沃什信奉纪律化利率模型，倾向依据“准泰勒规则”设定利率路径，意味着也并非无条件宽松（见图表 3）。

图表 3：综合考虑美国经济表现，降息空间仍存



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

(二) 关于量化宽松的可能路径。

对于量化宽松(QE)的态度，沃什的核心逻辑是要修正美联储过去多年对资产负债表扩张的高度依赖，而非对于资产负债本身进行快速压缩。沃什认为缩表收缩的是结构性流动性(准备金数量)，而降息则是降低价格型融资门槛(价格指标)，逻辑上并不矛盾。他期望通过结构收缩+价格宽松的组合：一方面压制通胀源头——资产负债表膨胀，另一方

面刺激供给、激发实业与制造业投资。其主要观点包括以下几个方面：

1. 认为“**QE 常态化**”是一种误用，QE 原本应是危机应对措施，而非日常操作模式。特别是 2020 年新冠疫情爆发后，美联储资产负债表经历了历史上最迅激进的一轮扩张。仅在 2020 年 3 月到 6 月的 3 个月内，美联储资产负债表暴增超过 3 万亿美元，几乎等于 2008 年后三轮量化宽松的总和。截至 2022 年初，资产负债表规模达 8.9 万亿美元，逼近当年 GDP 的 35% 以上，创历史新高。操作方式也很广泛，涵盖国债、MBS（住房抵押贷款支持证券）、公司债 ETF、PPP 贷款支持、货币市场基金支持等，美联储前所未有地全方位介入金融市场。沃什认为，这种扩表不仅放大了金融资产泡沫，也削弱了市场对价格信号的敏感性，加剧了资源错配，并为通胀埋下了伏笔（见图表 4）。

图表 4：美联储自 2008 金融危机以来资产负债表不断扩张



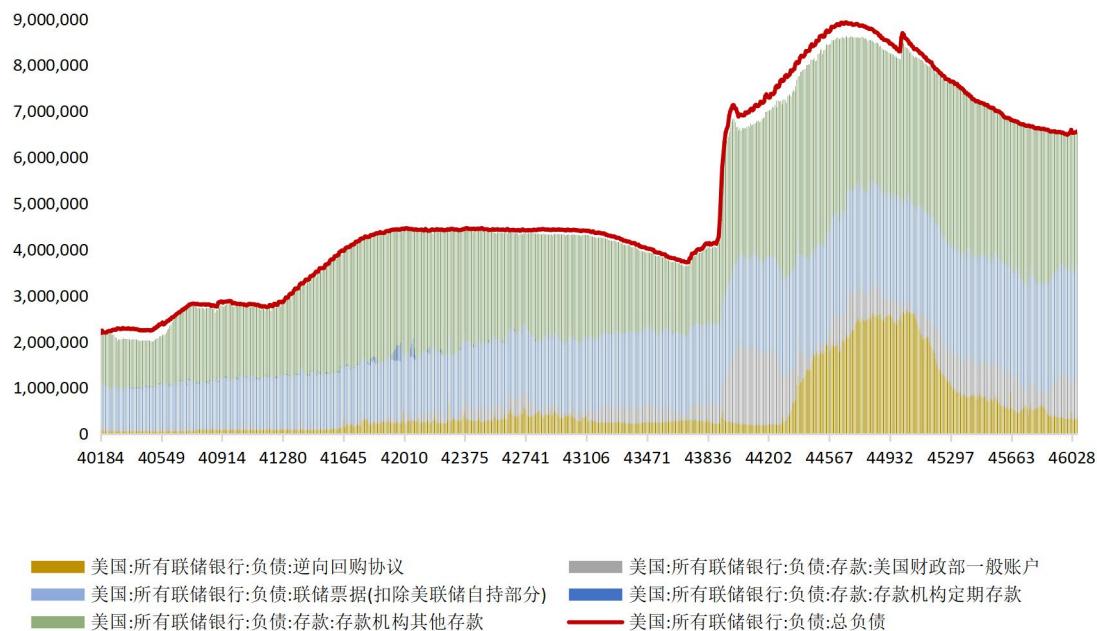
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 缩表是一种“机制重建”。沃什强调，缩表并不是紧缩工具，而是结构性调整：通过压降银行体系中的超额准备金，促使商业银行恢复对市场融资的依赖，从而让信贷资源更高效地流入实体经济。与此同时，他并不否定经济的周期性修复需要一定宽松，主张将缩表和降息同时推进，降息解决价格和增长问题，缩表解决结构性问题，从不同层面推动经济再平衡。简而言之，沃什希望用“价格+结构”的组合拳，重建一种更有效的货币政策框架。但从历史经验来看，缩表并非可以单边推进，它受到制度、市场和财政多重约束。

首先，当前银行体系依然建立在“充足准备金”框架之

上，若缩表缩得过快、准备金降到警戒线以下，极易导致短端利率剧烈波动，金融市场将失去稳定锚，2025年之前的回购市场剧烈震荡就是警示（见图表5）。

图表5：2020年以来美联储资产负债表结构演进



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

其次，财政部大规模发债带来的巨量融资需求，需要相应的市场流动性吸收配合。从目前财政部的态度来看（当地时间周2月8日晚，美国财长贝森特表示，即便是在凯文·沃什的领导下，他也不认为该央行会就缩减其资产负债表迅速采取行动），短时间内大幅缩表的可能性较低。如果缩表进程过于激进，可能挤压财政空间，干扰长期利率曲线，甚至引发债务可持续性担忧。沃什提出的“降息+缩表”“双轨博

“弃”既是创新，也有潜在风险，其市场传导路径尚不明确，容易加剧不确定性。

3. 沃什可能积极**推动美联储“形态改革”，以缓解监管约束对流动性的压制**。可能的政策方向包括，探讨取消或调整银行 SLR (Supplementary Leverage Ratio, 补充杠杆率) 中对国债的权重；检讨巴塞尔协议中对 HQLA (High Quality Liquid Assets, 优质流动性资产) 的定义，放宽美债风险因子；鼓励大型银行重新参与货币市场，提升发行工具多样性。

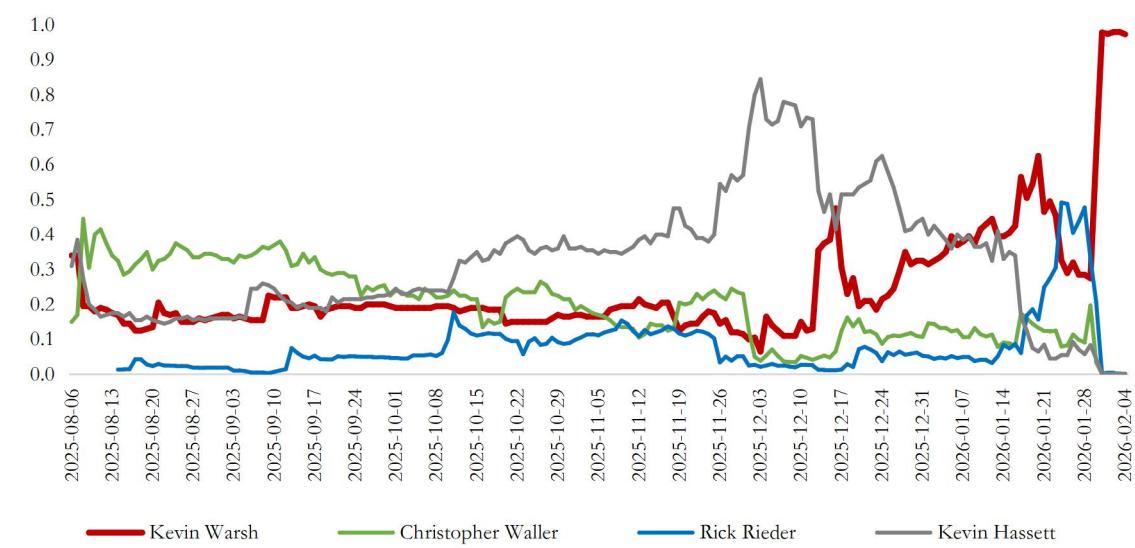
上述改革如果启动，预期对流动性传导效率和利率中枢具有实质性影响，形成了降息+稳定资产负债表+监管放松的“三轨并进”路径，有助于支持经济软着陆与金融稳定。但是，放松金融监管可能积累潜在金融风险，可能同时面临参议院的政治阻力和美联储内部的政策分歧。

三、对金融市场的潜在影响展望

(一) 沃什获得提名后金融市场走势：美元指数走升、贵金属价格大幅波动、美债收益率曲线短暂趋陡、美股震荡下行

美东时间 1 月 29 日特朗普在白宫会见沃什，并于 1 月 30 日早晨正式宣布提名。在会见消息发出后，预测市场 Polymarket 上的提名概率从前一日的约 44% 飙升至 87% (见图表 6)。资本市场迅速反应、提前开启“沃什”交易，具体来看：

图表 6: Polymarket 对美联储主席候选人押注的变动



数据来源: Polymarket, 中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心整理

美元指数一度走强,(美东时间)1月29日19点后美元指数跳升,2月5日盘中最高点达到98.03,该时段内最大升幅达到2.1%。

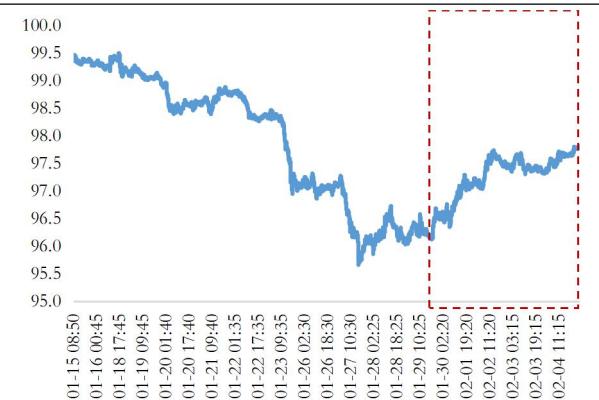
大宗商品时点性重挫,沃什提名前,贵金属价格已经历2个月的加速冲顶,至1月28日18点-1月29日10点,COMEX黄金在5,500-5,600美元/盎司短暂高位横盘整理后,以沃什提名概率上升、美元指数走强为导火索,黄金白银价格快速下挫,1月29日20点-2月2日2点,COMEX黄金、COMEX白银最大跌幅分别达到19%、39%,2月以来波动幅度仍大。

美债收益率曲线短暂趋陡,10Y美债利率在1月29日14:30-1月30日3:30时段内短暂走升、升幅5.6BP,同时段内2Y美债利率升2.6BP,美债收益率曲线趋陡;随后受商品市场剧烈波动影响,市场避险情绪升温,美债利率小幅回

落；2月5日公布的职位空缺人数降至五年新低，显示就业市场疲软程度超出预期，2Y、10Y美债利率分别大幅回落10.5BP、9.8BP。

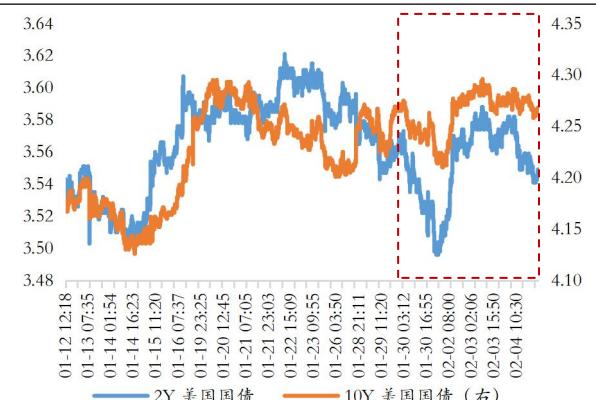
美股震荡下行、市场恐慌情绪一度走升。除沃什获提名引发市场对美国货币政策收紧担忧外，同期美股还受到美伊核政策博弈升级、美国关税政策（美加、美印）不确定性扰动，以及微软等科技巨头财报不及预期、AI回报忧虑等多重因素影响，市场避险情绪阶段升温引发美股震荡下行。1月29日，反映市场恐慌情绪的VIX指数盘中一度升至19.74，为2026年以来的新高，美股开始震荡下跌。累计1月29日-2月6日，标普500、纳斯达克指数、道琼斯指数分别：-2.6%、-5.5%、-0.2%。分板块看，估值溢价较高的信息技术板块跌幅最深（-4.4%），其次是可选消费（-3.8%）；另一方面，板块轮换持续，日常消费（+7.3%）、能源（4.1%）、工业（3.9%）等传统板块逆市小幅收涨（见图表7-12）。

图表 7: 沃什被正式提名后，美元指数走升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：美债利率走势波动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：美股震荡下行



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：美股科技板块跌幅较深



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 12：黄金白银价格剧烈波动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

(二) 后续金融市场走势前瞻

1. 美元指数：后续大幅走升空间不大，快速走跌概率也偏低。

沃什被提名美联储主席候选人引发市场对美联储货币宽松预期阶段性降温，美元指数短暂走强，但往后看，美元指数大幅走升空间或不大。一方面，美国就业市场延续降温，稳增长压力逐渐显现，同时中期选举临近，降息以提振经济和市场信心的需求仍存；另一方面，考虑到沃什大概率采用相对温和的缩表节奏、以防对市场造成较大扰动，因此难以支持美元指数快速走升。

但是，沃什对采取 QE 措施表示审慎，以及对美联储资产负债表重塑的相关政策，或有助于修复美元信用，缓和此前“去美元化”趋势，叠加美国经济尚具韧性、相对欧日英等国景气度更高，美元走弱节奏大概率放缓。

2. 美债收益率曲线：陡峭化的趋势料不变。

一方面，降息周期仍未结束，如果市场预期年内降息次数增加，短端利率降幅料更大；另一方面，缩表推出节奏或较为审慎，货币政策在市场流动性宽裕的框架下延续采取常规扩表操作。为维护市场流动性稳定的常规扩表/缩表操作，对美债利率影响或有限，2025 年 12 月 12 日美联储启动准备金管理购买计划，初期每月规模为 400 亿美元，5 月之后或减速至 200-250 亿，消息发布后，2Y 美债利率 7 个交易日内累跌 15.5BP 后回升、10Y 美债利率仅当日跌 3.7BP。

3. 美股：基本面及降息预期或仍有支撑，板块分化和波动性料提高。

往后看，美国经济基本面尚具韧性，降息预期温和，叠加中期选举前的政策维稳环境（TACO 再反转）的可能，美股市场整体料仍有支撑，但板块分化可能性或提高。受沃什政策收紧流动性预期影响，前期已累计较高估值的科技板块²或面临估值溢价调整压力，资金对盈利确定性更强的价值股（能源、工业、消费等）避险偏好或增加，其中，沃什“金融监管放松”预期料利好金融板块走势。同时，市场波动性料走升。一方面，部分美股科技股估值处于历史高位，市场对 AI 商业化进展的要求更高，任何偏离预期的数据都可能引发市场波动。另一方面，沃什听证会政策表态（市场预计约在 2 月中至 3 月中）及上任后降息节奏是否超预期、特朗普中期选举（11 月）前的政策取向、或有地缘形势不确定性等，都可能引发美股波动。

² 截至 2 月 6 日，费城半导体指数市盈率达到 47.6，位于近 10 年历史的 83 分位数。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。