



## 回归“小央行”：美联储“沃什时代”前瞻

■ 特朗普最终选择了更能平衡多方诉求的凯文·沃什作为美联储下一任主席候选人。作为共和党建制派精英，沃什拥有光鲜而丰富的履历，以及一个由企业 CEO、金融巨头和共和党政客组成的强大关系网。沃什最终胜出的原因，在于其政策理念与过往履历成为凝聚各方共识的最大公约数。若后续通过参议院确认，沃什将接替米兰的美联储理事职务，随后于 5 月 16 日接替鲍威尔成为美联储主席。

■ 沃什坚持抗通胀是美联储的核心使命，明确主张缩表及货币政策正常化。一是主张美联储缩减资产负债表，收缩职权范围、减少发声及预期管理，专注于稳通胀的核心本职。二是认为 AI 驱动美国迈向金发女郎经济，生产率大幅提升令高增长与低通胀有望共存，为美联储降息创造空间。三是主张美国商业银行应步入去监管周期，将全力支持监管副主席鲍曼推进相关工作。

■ 沃什对美联储政策短期影响有限，降息周期有望延续。预计美联储年内仍有 2-3 次 25bp 降息，政策利率下限或降至 2.75-3.0%。在银行去监管取得实质性进展前，沃什可能不会大幅推进缩表，但可能调降准备金管理型扩表（RMP）的实施速率，以呼应其长期政策主张。

■ 沃什的长期政策目标是复兴货币主义，去监管与缩表是核心战略。在顺利推进银行去监管的基础上，沃什可能与美国财长贝森特合作，同步推进“小央行+小财政”改革，通过做大名义 GDP 分母，实现“增长缩表”与“增长化债”并行。沃什改革道阻且长，涉及美联储、国会、白宫、华尔街及财政部多方协作，前景存在高度不确定性。

■ 前瞻地看，沃什改革存在三种可能走向。乐观情形下，“小央行+小财政”与银行去监管改革均顺利落地，美联储顺利推进缩表，财政杠杆率见顶回落，商业银行扩表支持私人部门信贷扩张。中性情形下，“小央行”与银行去监管改革顺利推进，但“大财政”路线延续，美债或从美联储资产端转移至商业银行资产端，私人信贷仅小幅扩张。悲观情形下，改革陷入停滞，“大央行+大财政”路线延续，商业银行体系保持强监管模式。

■ 全球市场波动或显著抬升。美股中长期震荡上行但路径曲折，美债利率中枢有望温和回落，建议配置 2-5 年期中短久期品种，美元先抑后扬、人民币温和升值，黄金短期需谨慎但长期牛市逻辑未改。

谭卓

招商银行研究院

总经理助理

☎ 0755-83167787

✉ zhuotan@cmbchina.com

王天程

招商银行研究院

宏观研究员

☎ 0755-89278371

✉ wangtiancheng@cmbchina.com

陈峤

招商银行研究院

资本市场研究员

☎ 0755-88259976

✉ chenqiao426@cmbchina.com



## 目录

一、提名过程：一波三折 .....	1
二、政策理念：货币主义 .....	2
（一）缩表：昨日重现 .....	3
（二）降息：权宜之计？ .....	4
（三）去监管：发力“宽信用” .....	5
三、美联储前瞻：政策轮回 .....	6
（一）短期：继续降息 .....	6
（二）长期：货币主义复兴 .....	8
四、策略：波动加剧 .....	9



## 图目录

图 1: 美联储主席提名一波三折 .....	1
图 2: 多轮 QE 驱动美国财政货币“双扩张” .....	3
图 3: 二战以来两轮大通胀均与 MMT 密切相关 .....	3
图 4: 美国劳动生产率加速上行 .....	4
图 5: 新冠疫情后美国宏观部门共振加杠杆 .....	4
图 6: 美国商业银行信用增长匹配经济增速 .....	5
图 7: “充裕准备金”框架支撑美联储资产负债表 .....	5
图 8: 美联储政策利率或于年内降至 2.75-3.0% .....	7
图 9: 2025Q4 美元流动性大幅收紧 .....	7
图 10: 美联储与财政部可能同步推进“小央行+小财政”改革 .....	8
图 11: 提名沃什引发市场剧烈调整 .....	9
图 12: 美股估值高企 .....	9
图 13: 海外官方部门持债规模不降反升 .....	10
图 14: “美强欧弱”的基本面特征并无变化 .....	10
图 15: 黄金波动率逼近 2020 年新冠疫情 .....	11
图 16: 地缘风险与政策不确定性抬升 .....	11

## 表目录

表 1: 2026 年美联储票委中鸽派有望占据优势 .....	6
---------------------------------	---

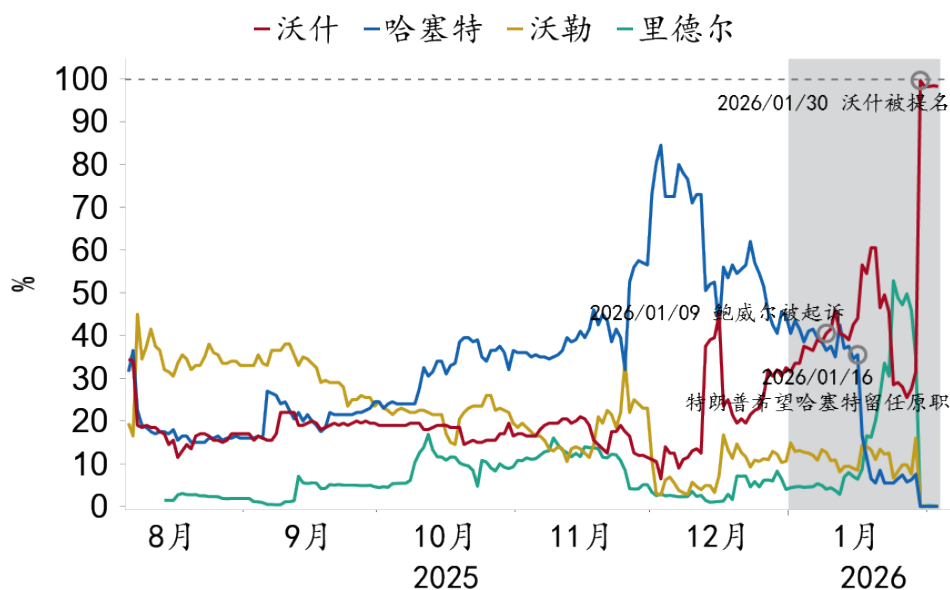
2026 年 1 月 30 日，特朗普宣布提名凯文·沃什（Kevin Warsh）为下一任美联储主席，参议院将于 2-4 月进行银行委员会听证会及全员投票。若通过参议院确认，沃什将立即接替斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）的美联储理事职务，而后于 5 月 16 日接替杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）成为美联储主席，鲍威尔则接替沃什担任理事。

## 一、提名过程：一波三折

Polymarket 显示，除沃什外，下一任美联储主席竞争者主要有 3 位，特朗普最终选择了更能平衡多方诉求的沃什。一是白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特（Kevin Hassett），1 月前领跑，胜出概率一度接近 90%。二是贝莱德固定收益首席投资官里克·里德尔（Rick Rieder），1 月末胜出概率陡峭飙升至 55%。三是美联储理事克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller），在遴选初期（2025 年 8-9 月）概率领跑（图 1）。

图 1：美联储主席提名一波三折

美联储主席提名概率（polymarket）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

作为共和党建制派精英，沃什拥有光鲜而丰富的履历，以及一个由企业 CEO、金融巨头和共和党政客组成的强大关系网。沃什本科毕业于斯坦福大学公共政策专业，拥有哈佛大学法学博士学位。他先后任职于摩根士丹利和白宫，于 2006 年被小布什总统提名为历史上最年轻（35 岁）的美联储理事，而后在次贷危机期间与伯南克主席紧密合作，在与华尔街的沟通中起到重要作用。2011 年，沃什因反对第二轮量化宽松而从美联储辞职，随后任职于斯坦福大学及胡佛研究所，并成为共和党建制派元老、传奇投资人斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）的合伙人。沃什的岳父是雅诗兰黛继承人罗纳德·劳德（Ronald Lauder），他是特朗普的多年密友，同时也是共和党的重要金主。沃

什曾于 2018 年与鲍威尔竞争美联储主席职务，但特朗普因为沃什“过分年轻”而选择了较其年长 17 岁的鲍威尔。

沃什最终胜出的原因，在于其政策理念与过往履历成为凝聚各方共识的最大公约数。特朗普方面，尽管被市场认为沃什比其它候选人更偏鹰派，但他支持降息和银行去监管的政策组合，其“小央行+小财政”的宏观政策理念与特朗普团队契合。沃什强大的关系网能够协调国会及大型银行推进相关改革，与特朗普的私人关系也有助于畅通美联储与白宫的沟通。美联储方面，沃什曾在美联储担任理事，是财政赤字货币化（MMT, Modern Monetary Theory）的长期批评者，在美联储内部赢得了普遍尊重。国会及华尔街方面，沃什被认为比其它候选人更能维护美联储独立性，可有效缓解市场相关担忧，并在可能出现的“关键时刻”稳定市场预期。

相比之下，其它候选人均存在显著劣势。

哈塞特表现得对特朗普唯命是从，很难得到国会及华尔街支持。2026 年 1 月，鲍威尔遭美国司法部刑事调查，引发对美联储独立性的广泛担忧。哈塞特则公开高调支持对鲍威尔的调查，并否认调查与政治干预相关。以摩根大通首席执行官杰米·戴蒙（Jamie Dimon）为首的华尔街人士极力反对哈塞特并支持沃什，认为哈塞特无法提供稳定的市场环境。参议院银行委员会成员、共和党议员汤姆·蒂利斯（Thom Tillis）明确表示，不会在调查结束前通过任何美联储主席提名。

里德尔的民主党背景是重要减分项。里德尔曾向大量民主党人提供捐助，其中包括参议院民主党领袖查克·舒默（Chuck Schumer）和众议院民主党领袖哈基姆·杰弗里斯（Hakeem Jeffries），但向共和党人的捐助则相对较少。此外，他在提名面试中展示的“3%政策利率、4%十年期美债利率、5%房贷利率”愿景对特朗普政府吸引力有限。

沃勒是美联储现任理事，在政治上存在投机主义倾向。若提名沃勒为美联储主席，特朗普还需要另外提名一位理事填补空缺，当中存在较大不确定性，可能会遭遇国会阻挠。沃勒对特朗普的支持亦不坚定，他在 2024 年 9 月投票支持大幅降息 50bp 提振经济，被认为是在大选前对民主党候选人卡玛拉·哈里斯（Kamala Harris）的支持。与之形成鲜明对比的是，另一位美联储理事米歇尔·鲍曼（Michelle Bowman）投出了唯一一张反对票，并在特朗普重回白宫后升任美联储监管副主席。

## 二、政策理念：货币主义

沃什坚持抗通胀是美联储的核心使命，受弗里德曼影响成为坚定的货币主义者，笃信通胀属于货币现象。他将通胀失控归因于美联储无序扩表与财政扩张，明确主张缩表及货币政策正常化。



## （一）缩表：昨日重现

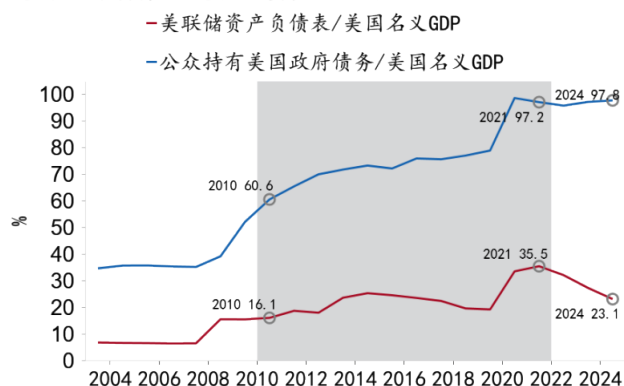
次贷危机后，美联储前主席伯南克（Ben Bernanke）、耶伦（Janet Yellen）和辜朝明（Richard Koo）等经济学家主张通过宏观政策宽松、财政货币协同提振经济。这成为宏观政策理论与实践的主流思想。美联储由此突破传统货币政策框架，持续实施量化宽松政策（QE，Quantitative Easing）。2010-2021 年，美联储资产规模占名义 GDP 比重上行 19.4pct 至 35.5%，公众持有美国政府债务占名义 GDP 比重上行 36.6pct 至 97.2%（图 2）<sup>1</sup>。

沃什明确反对美联储无序扩表与财政赤字货币化（MMT），仅认同次贷危机后首轮 QE 的合理性，对后续三轮 QE 持否定立场。他将美国通胀失控的主因归于美联储无序扩表与财政扩张失序，俄乌冲突及疫情供应链扰动仅为次要诱因。疫情前货币宽松未显著抬升通胀，沃什等保守派的批评声音一度式微，而疫后高通胀令其观点重回主流视野。

沃什认为，美联储无序扩表主要存在两大副作用。一是推升通胀。数据显示，二战后美国两轮大通胀均与美联储深度介入财政相关：1974 年美联储持债占比达 30.6% 的峰值，对应大滞胀；2021 年该比重为 26.8%，对应疫情后高通胀（图 3）。二是加剧不平等。美联储资产购买计划将资本从国内实体经济转向金融资产，造成错配，令经济长期处于“资产通胀、实体通缩”状态，进一步拉大美国财富差距。

图 2：多轮 QE 驱动美国财政货币“双扩张”

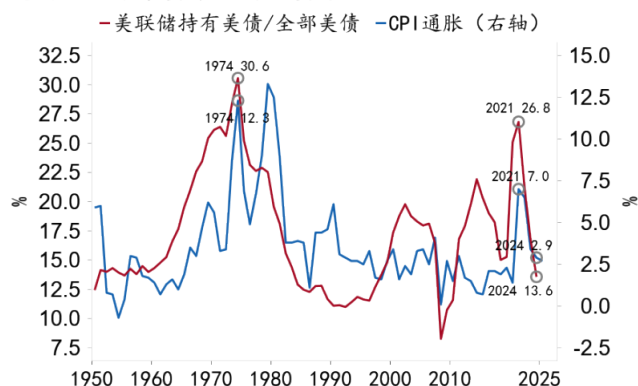
美国政府债务及美联储资产规模占名义 GDP 比重



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 3：二战以来两轮大通胀均与 MMT 密切相关

美国财政赤字货币化与通货膨胀



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

沃什主张美联储缩减资产负债表控制货币供给，同时收缩职权范围专注于稳通胀这一核心本职。次贷危机后，美联储大幅扩表并扩大职权范围，甚至介入环保等无关领域，严重削弱了对通胀的管控能力。

美联储缩表的落地实施需多部门协同配合，前景存在较大不确定性，实际进程与收缩幅度或显著弱于预期。一方面，缩表需要国会与大型商业银行配合，通过放松监管约束，降低准备金规模，提升私人部门的美债配置需求。另一方

<sup>1</sup> QE1（2008.11-2010.3）应对次贷危机，QE2（2010.11-2011.6）应对欧债危机，QE3（2012.9-2014.10）应对长期低迷的经济表现，疫情 QE（2020.3-2022.3）应对新冠冲击。



面，美联储亦需白宫与财政部协作，通过放缓财政扩张节奏，降低美债供给扩张速度。

## （二）降息：权宜之计？

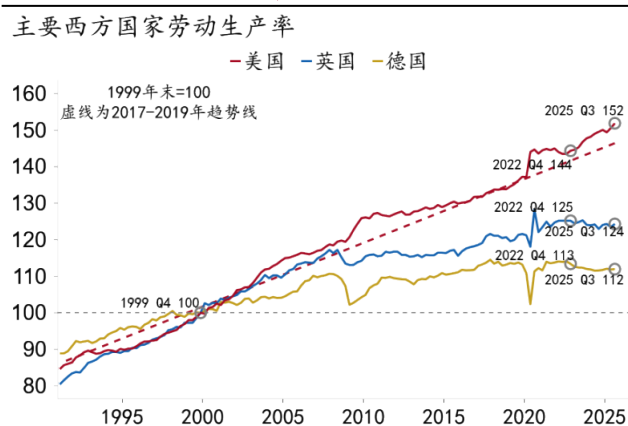
有观点认为，沃什的降息主张是为获取特朗普提名的权宜之计。但事实可能并非如此，其降息主张并非单纯的政治妥协，而是建立在明确的经济逻辑之上。

沃什认为，AI 驱动美国迈向金发女郎经济，生产率大幅提升令高增长与低通胀有望共存，为美联储降息创造空间。美国劳动生产率长期领跑西方发达经济体，并在 2022Q4 ChatGPT 问世后加速扩张，2022Q4-2025Q3 累计增长 5.6%，显著高于趋势水平；而英、德同期劳动生产率增长停滞（图 4）。在此前提下，降息可扩大经济繁荣成果，同时保持通胀稳定。

在此背景下，沃什认为缩表可在长期进一步拓展降息空间。他曾明确表示，“如果印钞机安静一点，利率可以更低”。一方面，基于货币主义视角，美联储缩表通过控制货币供给直接作用于“稳通胀”，同样有助于压低利率中枢。另一方面，美联储缩表有助于保持财政纪律，减少经济正常时期财政扩张对实际利率的推升。新冠疫情后，美国私人部门负债超趋势扩张，美国财政却在美联储扩表配合下顺周期大幅扩张（图 5）。“资金荒”推升实际利率，成为政策利率中枢上移的重要原因。

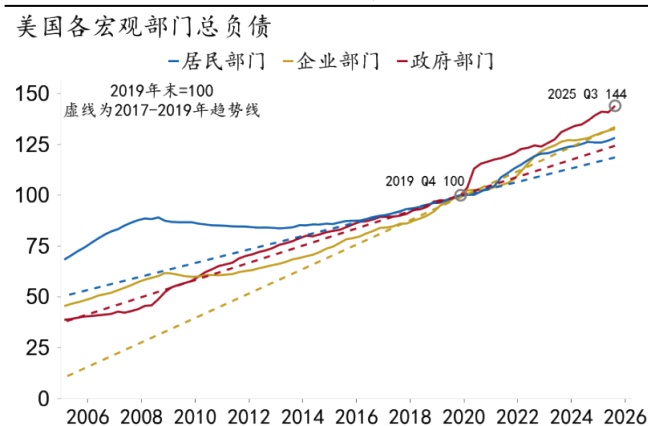
此外，沃什主张美联储减少发声及预期管理。次贷危机以来，美联储议息会议、前瞻指引及官员表态成为左右市场走势的关键变量。一方面，市场对美联储的关注超越了对经济数据的关注，导致市场信号扭曲。另一方面，美联储前瞻指引与现实情况的背离往往导致公信力损失。沃什呼吁美联储在经济非特殊时期保持安静，建立基于规则的透明，让市场根据规则进行交易，而非依赖美联储官员的口头指引。这可能导致金融市场的波动性上升。

图 4：美国劳动生产率加速上行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 5：新冠疫情后美国宏观部门共振加杠杆



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

值得注意的是，沃什认可美国经济增速中枢被低估，而这一判断与其“缩表降利率”的长期主张并不一致。经济潜在增速中枢是决定中性利率的关键变量，增速中枢越高，对应的均衡中性利率水平往往越高。这意味着，即便美联

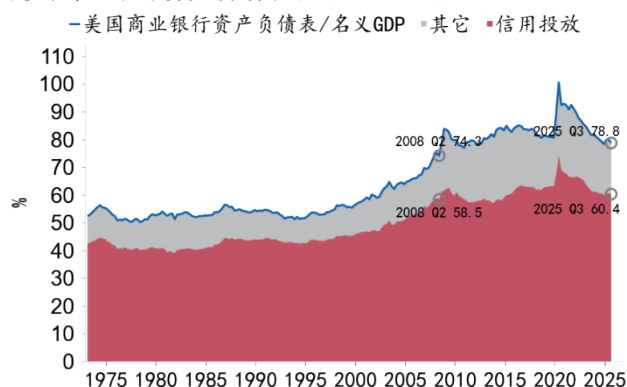
储通过缩表约束财政，中性利率上行形成的对冲效应仍会显著削弱政策效果，导致其“缩表降利率”的长愿景或难以实现。

### （三）去监管：发力“宽信用”

自次贷危机起，全球银行业监管步入强监管周期，美国商业银行信用投放增长与名义 GDP 增速基本匹配，扩张斜率明显放缓。2008Q2-2025Q3，美国商业银行资产负债表占名义 GDP 比重仅上升 4.5pct，其中信用投放规模占名义 GDP 比重仅上升 1.9pct（图 6）。

**图 6：美国商业银行信用增长匹配经济增速**

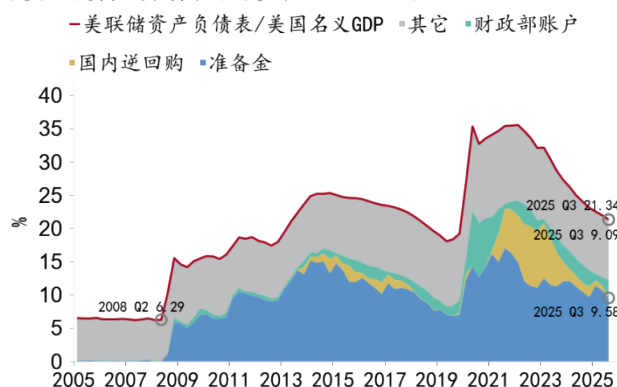
美国商业银行资产负债表占名义 GDP 比重



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 7：“充裕准备金”框架支撑美联储资产负债表**

美联储资产负债表占美国名义 GDP 比重



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

沃什明确主张美国商业银行应步入去监管周期，有望与同样支持去监管的美联储监管副主席鲍曼形成合力。

一是“宽信用”。当前以 AI 为核心的一轮技术革命全面扩散，这将进一步推升私人部门投资及借贷意愿，但庞大的政府债务挤占大量市场资金、严格的银行监管约束信贷投放能力，仍是约束信用扩张的关键阻力。通过去监管放松银行信贷投放限制，可释放私人部门信用活力，满足 AI 驱动下的经济增长需求。

二是重回“小央行”。次贷危机后的金融强监管下，商业银行需留存大量准备金以满足监管要求，使得美国货币政策过渡为“充裕准备金”框架。这限制了美联储缩表的空间。在经历了近期一轮量化紧缩（QT, Quantitative tightening）后，2025Q3 美联储资产负债表占美国名义 GDP 比重较 2008Q2 仍高 15pct，其中准备金贡献 9.6pct，财政部账户（TGA）贡献 2.6pct，其它项目仅贡献 2.8pct（图 7）。不少学术研究认为，在当前监管框架下，准备金占名义 GDP 比重的合意区间为 10-13%，而 2025Q3 这一数字已经跌至 9.6%，进一步缩表空间可能已非常有限。去监管可降低银行准备金要求，为缩表腾出空间。

值得注意的是，当前美国保守派的经济主张存在内生矛盾，这也使得沃什的去监管及相关改革面临较大阻力。以“小央行+小财政”为核心的宏观政策理念旨在引导经济模式重回私人部门主导，但庞大的减税及军费开支计划仍在延续“大财政”路线。若后续货币政策及银行体系改革未能得到“小财政”协同，



将导致美债从美联储资产端转移至商业银行资产端，仍对私人部门信贷形成挤出。现实约束下，保守派“小政府+大市场”的理念在实践中可能难以落地。

### 三、美联储前瞻：政策轮回

长期看，沃什的货币政策理念将对美联储货币政策和美国金融监管框架产生深远影响。但短期看，新任主席对美国货币政策路径的影响或相对有限，降息周期有望延续。

#### （一）短期：继续降息

随着沃什接替鲍威尔成为主席，美联储既有的鹰鸽平衡或被打破，鸽派力量或相对占优，降息周期有望延续。

**表 1：2026 年美联储票委中鸽派有望占据优势**

美联储FOMC委员			2025年	2026年	任期
联邦票委					
(1)	Kevin Warsh	主席	•	•	2030年5月
(2)	Philip Jefferson	副主席	•	•	2036年1月
(3)	Michelle Bowman	监管副主席	•	•	2034年1月
(4)	Michael Barr	理事	•	•	2032年1月
(5)	Lisa Cook	理事	•	•	2038年1月
(6)	Jerome Powell	理事	•	•	2028年1月
(7)	Christopher Waller	理事	•	•	2030年1月
地区票委					
(1)	John Williams	纽约	•	•	2026年2月5年期任期结束，但可续任
(2)	Beth Hammack	克利夫兰		•	
(3)	Neel Kashkari	明尼阿波利斯		•	
(4)	Lorie Logan	达拉斯		•	
(5)	Anna Paulson	费城		•	
(6)	Susan Collins	波士顿	•		
(7)	Austan Goolsbee	芝加哥	•		
(8)	Alberto Musalem	圣路易斯	•		
(9)	Jeffrey Schmid	堪萨斯	•		
(10)	Thomas Barkin	里士满			
(11)	Mary Daly	旧金山			
(12)	Raphael Bostic (届满退休)	亚特兰大			

注：蓝色代表鸽派，红色代表鹰派，灰色代表中立，浅蓝色代表中立偏鸽，浅红色代表中立偏鹰  
 资料来源：美联储，招商银行研究院

2026 年 5 月起，12 位拥有 2026 年投票权的票委中将有 5 位立场偏鸽，仅 3 位地方票委立场偏鹰，其余 4 位则持中性立场（鹰派：中性：鸽派 = 3：4：5，表 1）。乐观情形下，鲍威尔在卸任主席的同时卸任理事，由特朗普提名的鸽派官员递补，鸽派还能再多 1 票（鹰派：中性：鸽派 = 3：3：6）。风险

情形下，沃勒可能因为落选主席而从鸽派转向中性立场，留任理事的鲍威尔则可能由中性转向鹰派立场（鹰派：中性：鸽派 = 4：4：4）；考虑到主席沃什的政策立场，鸽派仍握有优势。

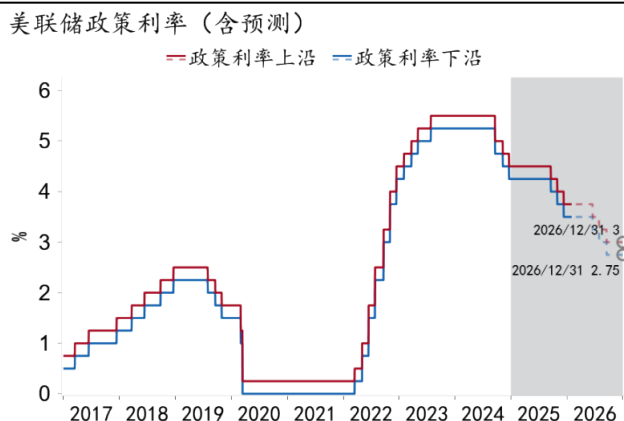
**美联储 7 位无投票权的地方委员多数持鹰派立场，在舆论声势上不落下风。**其中堪萨斯联储主席杰弗里·施密德（Jeffrey Schmid），曾在 2025 年 10 月美联储降息决议中发布《异议声明》，明确反对降息，主张维持既有利率。这一格局表明，即便沃什试图迎合特朗普的降息诉求，也难以推动实现极大幅度降息。

**预计美联储年内仍有 2-3 次 25bp 降息，政策利率下限或降至 2.75-3.0%**（图 8）。值得注意的是，若大宗商品牛市与宏观政策宽松显著推升美国通胀，沃什大概率坚定转向鹰派立场，将作为美联储主席的声望与评价置于特朗普诉求之前。

**在银行去监管取得实质性进展前，沃什可能不会大幅推进缩表。从必要性看**，在经历了一轮缩表后，美联储持有美债占全部美债比重已经从 27% 跌至 13%，处于历史偏低位置。**从可行性看**，美联储准备金规模占美国名义 GDP 比重已经跌至 10% 下方，处于维护流动性充裕的下限水平，SOFR-EFFR 利差显示美元流动性仍然偏紧（图 9）。

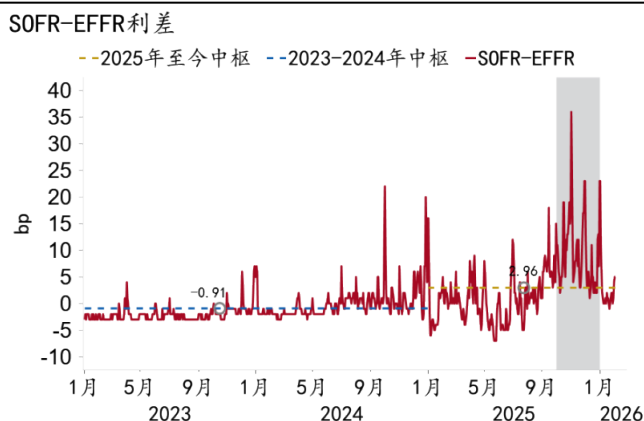
**沃什加速资产负债表正常化的可能性亦不算高。**加速卖出中长期国债及抵押支持证券（MBS）将推升长期利率，进一步加重美国居民在住房、消费等领域的金融负担，放大民众对民生可负担性（affordability）的不满情绪，为共和党中期选举制造麻烦。近期特朗普明确要求房地美与房利美买入 \$2,000 亿 MBS 以降低房贷利率。

**图 8：美联储政策利率或于年内降至 2.75-3.0%**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 9：2025Q4 美元流动性大幅收紧**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**沃什可能调降准备金管理型扩表（RMP，Reserve Management Purchases）的实施速率，以呼应其长期政策主张。**作为美联储维持银行体系准备金充裕、稳定货币市场利率而开展的技术性扩表操作，目前美联储 RMP 速率维持在 \$400 亿/月，以前瞻应对 2026 年 4 月纳税季对流动性的冲击。随着美联储进入沃什时代，RMP 实施速率或调降至 \$200 亿/月。如此一来，美联储扩表速度

（3.5%）或将略弱于名义 GDP 增速（预计为 4-5%），在维护银行体系流动性合理充裕的基础上，缓慢降低美联储资产负债表规模与美国名义 GDP 之比。

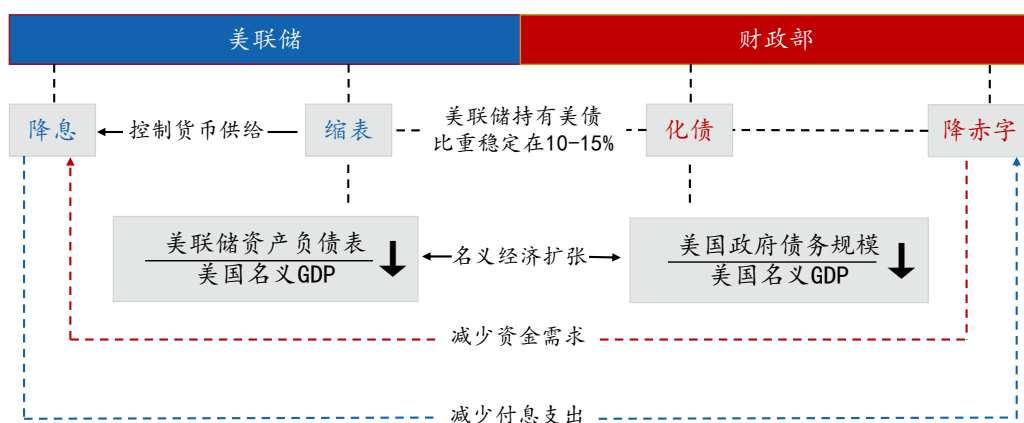
## （二）长期：货币主义复兴

沃什明确表态，美联储亟需一场系统性复兴。其倡导的“小央行”改革，本质是货币主义的回归：重回“控制货币供给、稳定物价”的核心要义。去监管与缩表，或将成为美联储“沃什时代”的核心工作。

沃什将通过三大方式推进银行去监管，为缩表扫清障碍。一是与美联储监管副主席鲍曼协同，凝聚内部共识。二是联动特朗普政府，在国会争取调整《巴塞尔协议 III》<sup>2</sup>《多德-弗兰克法案》<sup>3</sup>等核心强监管法规。三是借助华尔街人脉，推动商业银行配合优化内部监管框架，实现准备金规模下行与银行“宽信用”。

在顺利推进银行去监管的基础上，沃什可能与美国财长贝森特（Scott Bessent）合作，同步推进“小央行+小财政”改革，通过做大名义 GDP 分母，实现“增长缩表”与“增长化债”并行。沃什与贝森特均是“大央行+大财政”路线的反对者，都对美国经济前景持高度乐观态度。一方面，美联储和财政部可以分别将资产负债表规模与政府债务规模增速控制在名义 GDP 增速下方，将美联储持有美债比重稳定在 10-15% 区间，美联储缩表与财政化债得以配合。另一方面，财政赤字率下降将为美联储创造降息空间，美联储降息则有助于政府减少付息支出及降低赤字（图 10）。

图 10：美联储与财政部可能同步推进“小央行+小财政”改革



资料来源：招商银行研究院

沃什改革道阻且长，涉及美联储、国会、白宫、华尔街及财政部多方协作，前景存在高度不确定性。但在全球主权债务与法币信用风险凸显的背景下，“小央行”改革或成为潮流，未来进展值得密切关注。

<sup>2</sup> 《巴塞尔协议 III》对商业银行资本充足率、杠杆率及流动性风险指标提出全面要求，且对系统重要性银行标准更高。其中对流动性覆盖率（LCR）的要求令商业银行保持了相当规模的准备金水平。

<sup>3</sup> 《多德-弗兰克法案》旨在解决商业银行“大而不倒”问题，全面提升金融体系问责度与透明度。美联储成为商业银行体系的全面监管部门，对银行资本充足率、投机性交易、消费者金融产品等方面施加全面监管。

前瞻地看，沃什对美联储的改革存在三种可能走向。乐观情形下，“小央行+小财政”与银行去监管改革均顺利落地，美联储顺利推进缩表，财政杠杆率见顶回落，商业银行扩表支持私人部门信贷扩张。中性情形下，“小央行”与银行去监管改革顺利推进，但“大财政”路线延续，美债或从美联储资产端转移至商业银行资产端，私人信贷仅小幅扩张。悲观情形下，改革陷入停滞，“大央行+大财政”路线延续，商业银行体系保持强监管模式。

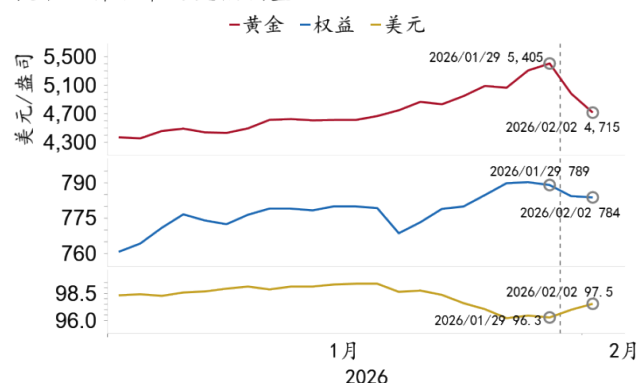
## 四、策略：波动加剧

尽管沃什对年内降息态度积极，但其主张的缩表立场仍然引发市场强烈不安。资金迅速应激性反应，带动市场转向鹰派交易，推动美元反弹，并导致黄金、美股下跌及非美货币的普遍贬值（**Error! Reference source not found.11**）。

短期看，由于市场对美联储维持流动性宽松的预期高度一致，若沃什未能就市场关切的缩表立场释放安抚信号，政策不确定性的风险定价或将持续。在此背景下，依托于流动性溢价、对利率变动敏感、或是前期涨幅较大的资产，如美股、非美货币、大宗（尤其是有色）等仍可能面临调整压力。

图 11：提名沃什引发市场剧烈调整

提名沃什后市场大幅调整



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12：美股估值高企

标普500周期调整市盈率（席勒市盈率）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

但如上所述，市场对沃什的鹰派交易存在过度定价的可能，未来可能出现纠偏。年内美联储大概率将延续降息，缩表或将受限于美元流动性的脆弱现实。

长期看，沃什更倾向于塑造一种“有约束的宽松”框架，其核心在于对美联储独立性的维护与资产负债表纪律的强调，这可能对资本市场带来三方面影响。

一是市场波动加剧。沃什倾向于美联储应减少与市场的沟通与干预，这可能会令货币政策的透明度降低，市场交易需更多依赖于自身对趋势的判断。同时，沃什的政策思路可能会在美联储内部引发分歧，这会进一步降低政策能见度，在面临政策冲击市场波动将显著抬升。

二是对美元信用的支撑。沃什主张美联储资产负债表需要“瘦身”而非无限度扩张，这可能会在某种程度上增强美元信用，对美元的长期走势构成支撑。

三是收益率曲线陡峭化。若沃什的缩表主张得以成功推进，这将推高长端利率中枢，促使收益率曲线呈现陡峭化趋势。

当然，此为基于其政策立场的长期推演，其政策主张的落地仍面临多重现实阻力与执行困境，能否实现变革需要进一步观察。

不论如何，今年美联储进入“沃什时代”后，将对全球金融市场产生深刻影响。

美股方面，维持震荡上行判断，但市场波动或将加剧。

美股目前正处于为下一轮行情积蓄动能的基本面整固阶段。企业盈利的加速扩张，构成了当前市场最核心的驱动逻辑。与此同时，美联储的降息方向暂未逆转，也为市场构成了中长期支撑。

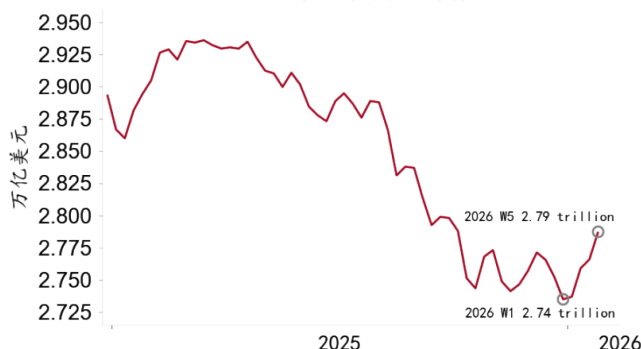
尽管如此，美股 AI 资本开支和估值过高的风险仍然存在（**Error! Reference source not found.12**），不可忽视。首先，市场对投资回报率的容忍度正在降低。一旦应用端收入增速不及硬件投入增速，市场可能会重新评估 AI 板块的估值逻辑。其次，美股估值仍处于历史高位，这意味着市场对负面消息的反应会较为敏感。一旦流动性边际转紧的预期升温，高估值的美股可能会再次面临回调压力。

长期而言，在强劲盈利的托底下，美股震荡上行的中长期趋势仍有望延续，但上行过程可能因流动性预期的波动而变得更加曲折。

图 13：海外官方部门持债规模不降反升

美联储托管的海外官方持债规模

—由美联储托管的海外官方持债

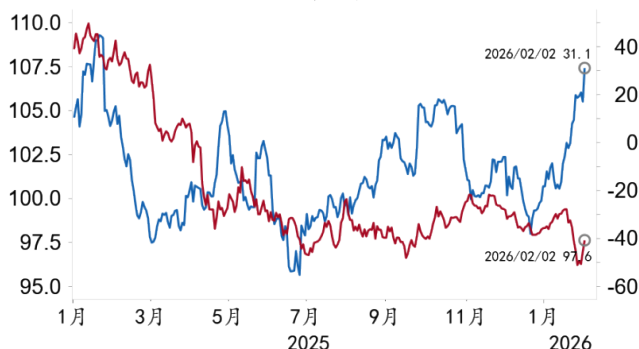


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14：“美强欧弱”的基本面特征并无变化

美元指数与美欧经济差

—美元指数 —美欧经济意外指数之差（右轴）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美债方面，利率中枢或有望小幅下移，收益率曲线延续陡峭化特征，建议维持对 2-5 年期中短久期美债的配置，并考虑锁汇。

一方面，若后续美联储继续降息，市场也将延续宽松交易。另一方面，去美元交易更多是情绪扰动。尽管年初市场因担心美元信用一度掀起去美元化交易，令美债利率走升，但从美联储托管数据看，年初以来海外官方部门并未抛债，持债规模不降反升（**Error! Reference source not found.13**）。这代表去美元化交易更多是市场的应激反应，而非影响利率的趋势性因素。



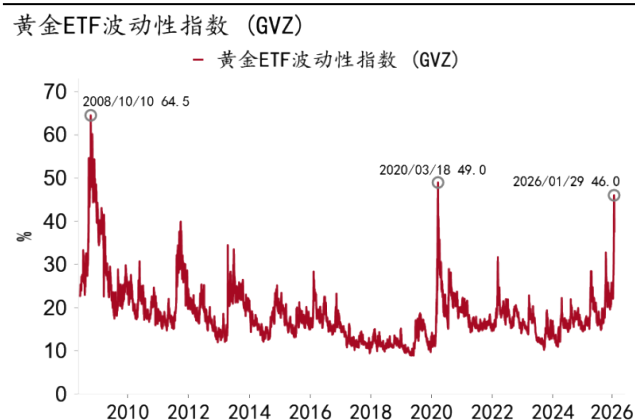
市场在充分调整后预计将回归到降息交易的主线当中，美债利率中枢有望温和回落。不过考虑到美国经济韧性，长端利率下行空间可能受限，短端利率回落的确定性更强，收益率曲线预计将延续陡峭化特征。策略上建议维持对 2-5 年期美债的配置。对于以人民币购买美债的投资者来说，为规避汇率波动，建议优先选择锁汇类产品。

长期而言，“沃什时代”的缩表倾向可能会给长端利率的回落带来阻碍，利率曲线陡峭化特征可能会更加显著。

汇率方面，维持美元先抑后扬，人民币温和升值观点不变。首先需客观承认美元面临的利空压力。一是美欧货币政策的分化。尽管沃什的提名对流动性形成一定扰动，并对美元构成短期支撑。但美国降息、欧洲暂停的货币分化格局难以在年内逆转，美欧利差收窄利空美元。二是特朗普单边政策对全球秩序的冲击仍在持续，尽管沃什的上台可能会从长期维度修复市场对美联储独立性的质疑，但是特朗普任期的政策不确定性，仍可能阶段性冲击美元的避险属性，并反复引发美元与基本面的背离（图 14）。当然，美元的核心支撑也不容忽视，即美国基本面的韧性。在 AI 科技投资及财政扩张的推动下，美国经济动能仍将维持强势，这意味着美元在经历阶段性下探后，具备修复反弹的基础。

长期而言，沃什可能将推动美联储回归“小央行”模式，会在某种程度上增强美元信用，流动性管理相较于鲍威尔时期也将更偏鹰派，对美元的长期走势构成支撑。人民币预计在出口强势、结汇意愿回升、美元低位运行、中美利差收敛的影响下维持温和升值形态。

图 15：黄金波动率逼近 2020 年新冠疫情



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 16：地缘风险与政策不确定性抬升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

黄金方面，预计牛市行情尚未终结，保持配置思路。

黄金剧烈波动的核心实际上不在于沃什，而是市场过热（图 15）。在止盈盘的集中兑现下短期回调可能延续，建议保持谨慎。但趋势上，黄金的宏大叙事暂未发生本质变化，年内暂不言顶。一是特朗普政府掀起的地缘政治动荡并未看到逆转迹象，对国际秩序与美元信用的冲击可能还会继续。无论是官方还是私人部门，预计都将继续把黄金作为首选的避险资产。二是美联储降息预期的托底。尽管黄金的价格波动与美联储降息预期变化有所脱敏，但在特朗普政府“低利率”导向下，货币宽松趋势未改，也将持续呵护黄金牛市。三是配

置型资金增配空间仍存。虽然黄金市场短期交易情绪过热，但配置型多头资金并不算拥挤，比如央行黄金储备占比仍处于历史低位，黄金 ETF 等投资类资金距离历史峰值也尚有距离。

长期需要关注的风险点在于特朗普政府的行为是否会回归“正常”，以及沃什是否会推动美元信用的修复，这可能是本轮黄金牛市出现拐点的关键。

最后值得注意的是，2026 年全球市场波动性可能面临显著抬升的风险。一方面源于市场预期的高度趋同。尤其在美联储流动性宽松方向上已形成“共识交易”，相关单边头寸趋于拥挤。一旦政策或经济数据出现边际收紧信号，便可能引发集中平仓与踩踏，放大市场调整幅度。另一方面源于特朗普推行的对抗性地缘与贸易政策，如与伊朗的地缘政治冲突等，将直接加剧全球政治格局的不确定性（**Error! Reference source not found.16**），抬高市场波动。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇