

美联储将迎来供给侧改革者

——如何理解 Warsh（沃什）的货币政策框架？

2026年1月31日

- **Trump 提名 Warsh 出任新一任美联储主席：**美东时间 1 月 30 日，特朗普正式提名 Kevin Warsh 出任美联储主席，标志着自 2018 年 Jerome Powell 上任以来延续近八年的“鲍威尔时代”即将落幕。尽管在程序上，美联储主席仍需经过参议院听证与确认等制度流程，但 Warsh 获得通过的现实阻力并不高。**Warsh 既有在美联储和政府内部任职的基础，和 Trump 关系相对密切，也受到其他共和党人的信任，相比 Waller 和 Rieder，其美联储主席提名未来的政治可行性会更高。**另外，Warsh 对中性利率下调至约 3% 的判断，与鲍威尔的思路趋同，**也意味着鲍威尔以理事身份留任的可能性较小。**不过，由于其降息缩表的理念，市场更多将其视为“偏鹰派”人选，但对 Trump 而言，**忠诚度优先于纯粹的学术，Warsh 的鸽派程度未必显著弱于其他潜在人选。**
- **供给侧的改革者：**从 Warsh 的思想来看，他更偏向于供给侧。在货币的供给方面，他希望美联储通过缩表减少对市场的影响，美联储和财政信誉的恢复会稳定通胀预期，随后在去监管的情况下信贷派生和流动性更多由市场机构和投资者提供。在经济方面，他认为 AI 对生产力的影响是重大的供给侧突破，稳定通胀的同时可以支持更多降息。
- **Warsh 的观点与标签是“降息+缩表+放松监管+偏强美元”：**Warsh 在缩表的方式和目的、货币政策与财政部的配合程度等方面需要更深层的解读，他的框架并非是一边大规模缩表，一边大幅度降息的矛盾组合，而是有自治的货币政策哲学。
 - (1) **美联储资产负债表和 QE：**Warsh 历来批评量化宽松 (QE)，但这并不意味着他上任后会大规模的对美联储持有的各种资产进行缩减。结合其对货币、财政、通胀间关系的理解来看，**缩表的本质还是为了更好的进行降息，并控制通胀预期。**
 - (2) **货币与财政的关系：**Warsh 认为财政部在尊重货币政策的前提下应和美联储协作，以清晰而审慎地向市场描述未来的资产负债表规模和所期望实现的目标。**但同时，美联储与财政部的合作也可能意味着，如果没有 Bessent 的同意与配合，Warsh 也不会开启大规模的量化紧缩。**
 - (3) **通胀：**对于 Warsh 来说，“通胀是一种选择”。**其关于缩表的论述本质上是为了通过控制货币数量和稳定通胀预期来控制通胀，也即缩表有利于通胀预期的稳定。**Warsh 并不会因为担忧近期的通胀风险而拒绝降息，他也表达过在 AI 提升生产效率的情况下，这类进步会在通胀稳定下支持更高的增长。
 - (4) **金融监管：**Warsh 在放松监管方面同样和 Trump 有较高的一致性。如果 Warsh 掌管美联储，可能会考虑的政策包括对于补充杠杆率 (SLR) 的调整以提升银行的美债需求、降低对中小银行的监管标准以增加信贷派生、修改金融机构压力测试的标准等。
 - (5) **美元：**相较于 Trump 近期对于美元走弱的“喜闻乐见”，Warsh 是支持相对强的美元的，且认为美元的强势来自于实际回报的增长。
- **“降息、缩表和强美元”如何成为连贯的框架？**Warsh 的货币政策思路虽然不同于货币政策系统的现代货币政策理论“建制派”，逻辑也是自治的。Warsh 认为如果不控制美联储的资产负债表规模，那么即使降息，市场的长期无风险利率也可能因为担忧过剩的流动性、财政货币化之类的担忧而保持高位。他所期望的是：**(a) 在中长期缩减**

分析师

章俊

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

于金潼

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

研究助理：吴佳文

风险提示：

- 1、美国市场意外出现流动性问题的风险；
- 2、特朗普政策超预期刺激通胀的风险；
- 3、地缘政治风险冲击金融稳定

资产负债表的规模 -> (b) 缩小的资产负债表，叠加与财政部的清晰引导，导致关于通胀和无节制财政扩张的担忧下降 -> (c) 市场的通胀预期和期限溢价保持稳定或降低 -> (d) 此时再进一步降低利率，低利率会更加可信，并通过鼓励民间信贷派生而非央行持续提供流动性来增强经济增长。在此基础上，中长期能达成相对强势的美元。

- **理想很丰满，但即使 Warsh 就任 26 年也难显著缩表，MBS 缩表可能更可行：**从实际操作层面来看，Warsh 短期未必能如愿推行显著的资产负债表缩减；如果要开启缩表，则更可能的方式是先与房地美和房利美配合缩减美联储表内的 MBS（抵押贷款支持证券）。市场目前面临的问题是，美国赤字偏高的情况下，美债发行量持续扩张，但在隔夜逆回购（ONRRP）的流动性消耗殆尽后，美国内外市场投资者的美债购买量开始跟不上发行速度。对于 Warsh 来说，在 Trump 上半年面临中期选举压力而并不会放松财政扩张力度的情况下，稳定美债市场的流动性才是重中之重。一方面，监管改革可以通过 SLR 豁免等方式鼓励银行增持美债，但如果 2026 年中就开始大规模缩表，那么美债的需求可能难以跟上供给，导致货币和美债市场出现新的流动性问题。因此，26 年进行大规模缩表概率并不高。
- **货币政策怎么看？**我们倾向于 Warsh 的鸽派程度不会比 Hasset 和 Waller 等人弱太多，其有能力在 2026 年推动至少 75BP 的降息，使利率上限回落至 3.00% 左右的水平，乐观情况下有 100BP 的空间。不过，如果 27 年通胀因为财政扩张和地缘政治问题反弹，Warsh 重新加息的风险会高于其他的候选人，但这应不是 26 年的麻烦。
- **短期名义利率曲线陡峭化风险 VS 长期实际利率曲线陡峭化：**如果市场交易 Warsh 较其他候选人略鹰派的缩表立场，那么在短端美债收益率因降息预期下行的同时，长端美债收益率仍存在短期回升的风险。不过，对于 Warsh 的货币政策框架来说，其中长期可能造成的影响是“实际美债收益率的陡峭化”，而名义长端美债收益率在通胀和财政预期稳定后反而有回落的空间。虽然美联储的资产负债表缩减可能会小幅推升期限溢价，但在 Warsh 看来，随之而来的美联储与财政信誉回升和通胀预期的进一步稳定会带来更大的期限溢价下行。考虑到市场对美联储降息预期的定价（当前 26 年约 50BP 左右）并不十分充分，美债收益率从 26 年全年维度看仍有下行机会，10Y 美债如果达到 4.3% 上方也会提供较好的交易机会。

美元方面，Warsh 比较注重美元在全球范围内的强势，虽然这不意味着美元指数在降息周期（且与非美利差缩小时）能大幅回升，但在美元指数因特朗普的言论和日元短期剧烈升值而大幅弱化后，短期存在进一步小幅反弹的空间。全年来看，美元指数的中枢在 26 年应比 25 年进一步降低，下半年推动降息后中枢可能进入 95 下方。而对于权益市场，一位推动降息的美联储主席不是坏消息，其放松监管的态度也可能进一步提振资本市场信心和流动性。在 AI 叙事和美国企业名义利润有较高概率维持的情况下，虽然美股相较于非美权益资产的吸引力在 26 年降低，但名义回报仍然可观。

- **资产表现回顾：**CME 美联储观察工具显示，3 月降息预期进一步降温，市场对全年降息的定价已收敛至 2 次。利率市场涨跌分化，2 年期美债收益率下行 2.54BP 至 3.52%，10 年期美债收益率上行 0.42BP 至 4.25%。美元指数走强 1%，收于 97.12。美股三大指数同步下挫，道琼斯工业平均指数下跌 0.36%，标普 500 指数下跌 0.43%，纳斯达克指数跌幅扩大至 0.94%。贵金属市场受重挫，COMEX 黄金大跌 8.35%，伦敦金现货下跌 9.25%，COMEX 白银跌幅达 25.20%。
- **美联储的独立性可能并非“绝对必要”：**从国际经验看，央行独立性从来不是写在法律条文里的“固定参数”，而是在财政可持续性、政治周期强度与经济运行方式长期互动中逐步形成的一种制度均衡。既存在德国央行这类独立性极强的央行，也存在日央行这种更乐于满足政治和财政需求的央行。美联储在 Trump 任内和 Warsh 潜在的影响下，可能也会探索出与过往几十年不同的路径；不过，财政影响货币的大趋势目前看仍较难扭转。

一、Warsh “降息+缩表”并没有那么鹰派和矛盾

由于 Trump 政府的司法部对美联储主席 Powell 发出传票并威胁刑事诉讼遭到了大量美国经济学家和建制派的反对，与 Trump 关系过于密切的 Hassett 在参议院银行委员会获得提名确认的可能性明显降低。这可能也是导致政策立场较为鸽派且最受 Trump 信任的 Hassett 退出美联储主席角逐的重要因素。在此情况下，Warsh 既有在美联储和政府内部任职的基础，又和 Trump 关系相对密切，且也受到其他共和党人的信任，相比 Waller 和 Rieder 的政治可行性会更高。

不论是从与其他几位美联储主席候选人的观点对比还是市场定价来看，Warsh 都是相对较为鹰派的那位。虽然 Warsh 可能不会像 Hassett 一般强烈支持降息以及推动风险友好型政策，但综合 Trump 的期待以及 Warsh 所提到的整体框架来看，他在中长期并不会对风险资产和贵金属有不利的影响，尽管市场在短期仍会定价 Warsh 略鹰派的思想框架。下面我们首先列出 Warsh 的整体观点：

（一）Warsh 的主要观点有那些？“降息+缩表+放松监管+偏强美元”

整体来看，Warsh 的标签是“降息+缩表+放松监管+偏强美元”。当然，他在缩表的方式和目的、货币政策与财政部的配合程度等方面需要更深层的解读，他的框架并非是一边大规模缩表，一边大幅度降息的矛盾组合，而是有自治的货币政策哲学。

表1：美联储主席候选人信息与观点汇总

人名	学术背景	工作背景	以往的货币政策主张	近期的发言
Kevin Warsh	斯坦福大学公共政策学士； 哈佛法学院法律博士(JD)； 曾在哈佛商学院及 MIT Sloan 进修	摩根士丹利 M&A 副总裁； 小布什经济助理、NEC 执行秘书； 曾任美联储理事(2006-2011)； 现任胡佛研究所资深研究员； 斯坦福商学院讲师； Duquesne 家族办公室合伙人；UPS/Coupang 董事	鹰派底色但支持降息： (1) 认为通胀是美联储的选择而非外部冲击； (2) 金融危机期间对 QE2 提出书面异议； (3) 长期批评 QE2 和 QE3，主张美联储应回归“最后贷款人”本源，减少对市场的过度干预； (4) 曾警告反对债务负担大幅增加，支持强美元	(1) 缩表是降息的前提，主张降息但优先量化紧缩用数量上的紧缩换取价格上的宽松； (2) 认为缩表能控通胀并为降息创造空间； (3) 建立新的“财政部-美联储协议”，明确资产负债表目标，厘清各自职责； (4) AI 是强大的反通胀力量，能提高生产率和实际工资，美联储应摒弃“经济过热/工资增长导致通胀”的教条
Rick Rieder	埃默里大学沃顿商学院 MBA	雷曼兄弟 (1987-2008) ,固收/信贷主管；R3 Capital CEO； 现任贝莱德 (BlackRock)全球固收首席投资官(CIO)，掌管数万亿美元债市配置； 无美联储或政府任职经历，市场派	鸽派： (1) 对通胀包容度高，认为为了就业和债务稳定可以容忍略高通胀； (2) 曾公开建议联邦基金利率应降至约 3% (3) 批评美联储政策过于紧缩； (4) 认为抑制通胀需要降息	(1) 认为美联储应该优先支持就业，劳动力市场担忧已成为美联储首要关注点，通胀已不再是主要问题； (2) 美联储过度依赖反映过去状况的通胀数据，质疑 2%通胀目标的刚性，操作可能更偏向市场； (3) 重申对将利率降至 3%的支持，促进对住房、劳动力市场改善

Christopher Waller	伯米吉州立经济学学士； 华盛顿州立经济学硕博	印第安纳大学、肯塔基大学教授； 前圣路易斯联储执行副总裁兼研究主任（2009-2020）； 现任美联储现任理事(2020 年特朗普任命)	偏鸽： (1) 基于经济数据决策，强调联储独立性是公信力的核心； (2) 认为关税对通胀的影响是“一次性”的暂时的,强调通胀预期管。	(1) 认为当前美国劳动力市场疲软，潜在通胀接近 FOMC 的 2%目标，且中期和长期通胀预期保持稳定； (2) 支持渐进式降息防范劳动力市场进一步恶化，使政策向更中性的水平靠拢
Kevin Hassett	斯沃斯莫尔学士； 宾夕法尼亚大学经济学博士,师从 Auerbach	美联储高级经济学家；哥伦比亚大学教授，AEI 研究员； 曾任特朗普 1.0 时期白宫 CEA 主席； 现任特朗普 2.0 白宫国家经济委员会(NEC)主任	极鸽派： (1) 支持大幅降息，数据导向； (2) AI 提高供给效率背景下大规模降息降低通胀风险	(1) 降息策略应更快大幅持久，认为通胀风险已消失,应追求 3-4%的高增长； (2) 支持美联储独立性； (3) 2025 底公开表示如果联邦基金利率下行不能带动长债利率回落，应立即重开 QE

资料来源: FED, Blackrock, Hoover, roic.ai, 华尔街见闻, 新华财经, 腾讯网, 中国银河证券研究院

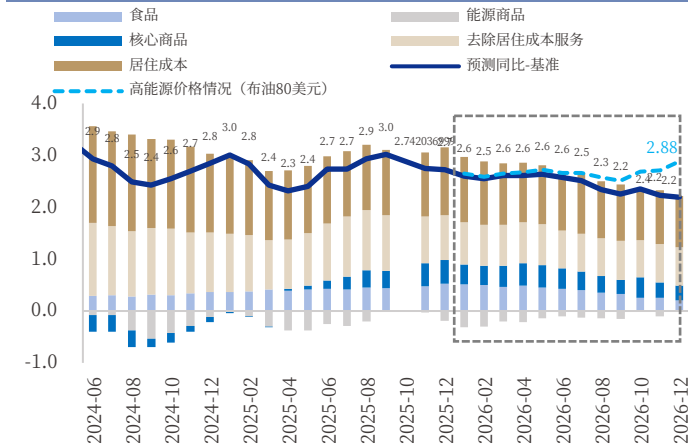
(1) 美联储资产负债表和 QE 与 QT: Warsh 关于量化宽松 (QE) 的著名论断是这是一种富裕阶层对工薪阶层的“反向罗宾汉”式劫掠 (Reverse Robinhood)。美联储通过人为压低无风险利率，导致金融和实物资产持有较少的工薪阶层利益受损，同时显著利好持有资产的富人；这又扭曲了金融市场的价格发现机制，导致更多资金流向金融管理和投机，而非工业生产等提振生产力的投资。从这一角度来说，Warsh 的思想与 Trump 的美国再工业化是不谋而合的。但是，Warsh 对 QE 的反对也不能简单理解为他就任后就会全面且大规模的对美联储持有的各种资产进行缩减，这个问题，需要结合他对货币和财政的关系来解读。同时，对于 Warsh 来说，缩表的本质还是为了更好更稳定的进行降息。

(2) 货币与财政的关系: 美联储此前对于财政的挥霍负有一定责任，但 Warsh 支持一个形式上接近 1951 年的“美联储-财政部协定”，保证财政和货币的顺利协同¹。1951 年该协定的达成结束了美联储在财政部要求下维持低利率以降低联邦借贷成本的行为，当然 Warsh 更多指的是财政部和央行一起配合，而非拒绝以降息或扩表的方式帮助财政部的融资。2025 年 7 月接受采访时，Warsh 表示“（这）是与财政部就美联储认为重要的目标进行协调--如何追求这些目标、如何向市场呈现。从这个意义上说，这将是一种协同合作。” 美联储主席和财政部长可以清晰而审慎地向市场描述未来的资产负债表规模和所期望实现的目标。一方面，Warsh 并不支持美联储把持续扩表作为支持财政持续融资的主要手段，希望淡化美联储资产负债表在市场中的痕迹；但另一方面，和财政部的合作也意味着没有 Bessent 的同意，Warsh 也不会开启量化紧缩，类似 RMP 这种临时流动性措施只要在信号传导正确的情况下也完全没有问题。

(3) 通胀: 对于 Warsh 来说，“通胀是一种选择”，一定程度上受到了 Friedman 货币派观点的影响。虽然这听起来同样有些鹰派，但 Warsh 关于缩表的论述本质上是为了通过控制货币数量和稳定通胀预期来控制通胀，也即缩表有利于通胀预期的稳定。Warsh 并不会因为担忧近期的通胀风险而拒绝降息，他也表达过在 AI 提升生产效率的情况下，这类供给侧的进步会支持更高的实际增长，而非通胀。不过需要注意的是，如果 2027 年通胀出现意外的反弹，那么 Warsh 收紧货币政策的可能性确实高于 Hassett 和其他候选人。

¹ [Ex-Fed Governor Warsh says new accord between Treasury, central bank needed | Reuters](#)

图1: 2026 年美国 CPI 预测 (%)



资料来源: BLS, Fred, Wind, 中国银河证券研究院

图2: 从历史发言来看, Warsh 骨子里是一个略鹰派官员



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

(4) **金融监管**: Warsh 在放松监管方面同样和 Trump 有较高的一致性。Warsh 一直批评加强金融监管的《多德-弗兰克法案》和严苛的巴塞尔 III 资本金要求, 他认为这导致了信贷资源向大的金融机构集中, 又导致小企业和工薪阶层获得贷款的难度增加, 不利于信贷派生。Warsh 的美联储可能会考虑的政策包括对于补充杠杆率 (SLR) 的调整以提升银行的美债需求、降低对中小银行的监管标准以增加信贷派生、修改金融机构压力测试的标准等。

(5) **美元的位置**: 相较于 Trump 近期对于美元走弱的“喜闻乐见”, Warsh 是支持相对强的美元的, 且美元的强势来自于实际回报的增长。早在担任美联储理事期间, Warsh 对美元的理解就是其“全球货币”的地位显然不是天生的, 而是要依靠美国全方位的实力, 不论是优秀的创新能力, 稳健的货币与财政政策, 还是稳定的通胀环境。对于 Warsh 来说, 实际回报率的增长和美元的强势关联性很强, 即通过 AI 和其他金融监管的改革, 美国增长在通胀稳定的背景下更具有活力, 然后美元的强势地位和特殊性就可以保持。

(二) “降息、缩表和强美元”如何成为连贯的框架? Warsh 的供给侧改革

尽管 Warsh 的政策组合听起来有些“矛盾”, 但进一步分析就不难看出, Warsh 的货币政策思路虽然不同于货币政策系统的 MMT (现代货币政策理论²) “建制派”, 逻辑也是自洽的。

表面上, 缩表一般意味着货币政策和流动性收紧, 而降息则是在鼓励市场的流动性派生, 同时进行两者的境况并不多见, 对于美元的走势来说也是较为矛盾的。那么如何理解这一不同于 MMT 的货币政策框架呢? Warsh 的表述是, 美联储的资产负债表过大, 正在削弱货币政策的清晰性和可信度; 如果“印钞机安静下来”, 反而可以实现更低的政策利率。

这就是说, Warsh 认为如果不控制美联储的资产负债表规模, 那么即使降息, 市场的长期无风险利率也可能因为担忧过剩的流动性以及财政货币化之类的担忧而保持高位。换言之, 如果美联储保持巨大的资产负债表, 那么进一步的 QE 叠加降息就可能推升通胀预期和期限溢价。

因此, Warsh 的“降息+缩表”愿景并不是同时进行且混乱的, 他所期望的是 (1) 在中长期缩减资产负债表的规模 -> (2) 缩小的资产负债表, 叠加与财政部的清晰引导, 导致关于通胀和无节制财政扩张的担忧下降 -> (3) 市场的通胀预期和期限溢价保持稳定或降低 -> (4) 此时再进一步降低利率, 低利率会更加可信, 并通过鼓励民间信贷派生而非央行持续提供流动来增强经济增长。

² 注: 此处的 MMT 是指美联储和其他央行所指代的以量化宽松压低利率等一系列政策理念, 而非 Mitchell、Wary 等提出的主权货币下的现代货币政策。

在此基础上，美债的公信力、通胀预期的稳定、AI 带来的增长、美国实际回报（而非仅是偏高通胀下名义回报的提升）等有利因素都会吸引资金流入美国，在中长期达成相对强势的美元。

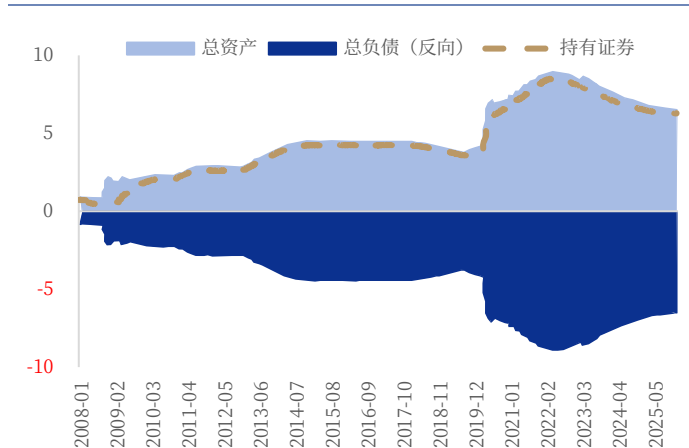
（三）如果 Warsh 就任会立刻推动缩表吗？可能怎么缩？

虽然 Warsh 的理论框架希望在缩表方面释放充分信号后再进行更有效的降息，但实际操作层面来看，短期未必能如愿推行显著的资产负债表缩减；如果要开启缩表，则更可能的方式是先与房地美和房利美配合缩减美联储表内的 MBS（抵押贷款支持证券），等市场预期和收益率更加稳定后，再尝试调整联储持有的美国国债。

从财长 Bessent 的经验来看，“想做什么”和“能做什么”之间依然存在明显的差距。Bessent 在就任前就曾多次批评拜登政府下的前财长 Yellen 所采取的提高短债发行和存量短债占比的政策。不过，在 Bessent 就任财长后，由于美国财政赤字依然高企、Trump 的发言和关税政策引发对于长债稳定性和再通胀的担忧，Bessent 也不得不保持了偏高的短债发行，确保财政可以顺利融资且长端美债收益率不面临过高的压力。这也意味着，不论对于美联储还是财政部来说，美国金融市场的稳定和流动性安全才是第一位的。如果缩表或者调整美债发行结构影响了金融市场的安定，那么这些政策愿景也未必会真的大规模付诸实施。

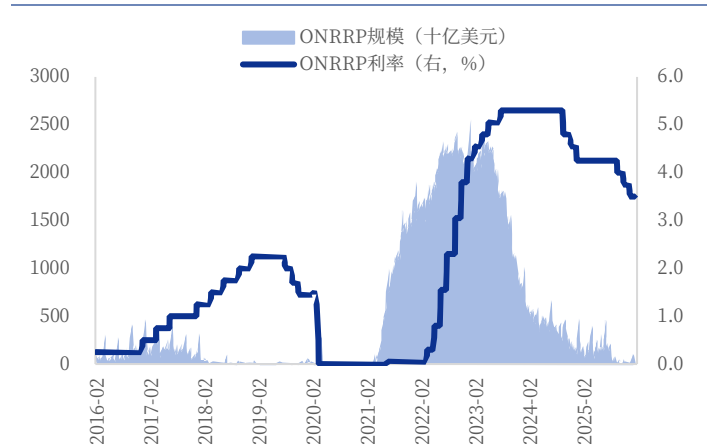
从美债市场 2025 年末的流动性困境和美国财政状况来看，短期通过 RMP（储备管理购买）购买美债并为市场提供流动性的格局并不会发生太大改变，也侧面显示即使 Warsh 能顺利就任，26 年美国整体情况可能也不支持大规模的 QT 式资产负债表缩减。美国国债市场目前面临的问题是，美国赤字偏高的情况下，美债发行量持续扩张，但在隔夜逆回购（ONRRP）的流动性消耗殆尽后，美国内外市场投资者的美债购买量开始跟不上发行速度，这也导致了 2025 年底 SOFR 一度突破利率走廊上限的 IORB（银行准备金利率）。对此，在海外投资者和国内银行暂时没有进一步动力吸纳新发美债的情况下，美联储只能作为边际流动性提供者再次下场，通过 RMP 缓解流动性问题，而这一做法也确实取得了成效。

图3：美联储资产负债表与持有证券（万亿美元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

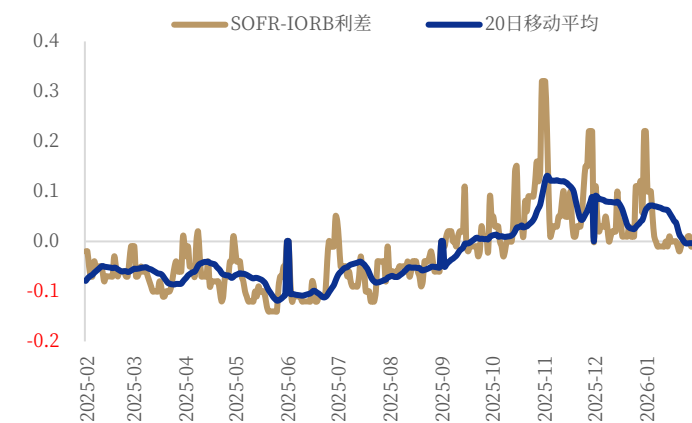
图4：美国 ONRRP 规模与利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

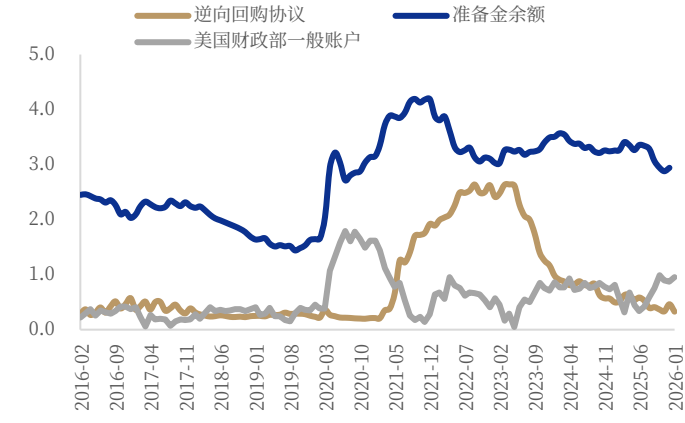
对于 Warsh 来说，在 Trump 上半年面临中期选举压力而并不会放松财政扩张力度的情况下，稳定美债市场的流动性才是重中之重。一方面，监管改革可以通过 SLR 豁免等方式鼓励银行增持美债，但如果在 2026 年中就开始大规模缩表，那么美债的需求可能难以跟上供给，导致货币市场和美债市场出现新的流动性问题，这对于实现 Warsh 的远期政策目标并无好处。

图5: 美国 SOFR-IORB 利差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 美国逆向回购协议、准备金月与美国财政部一般账户 (万亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

所以, 如果 Warsh 想在就任之初就对资产负债表进行缩减, 减少美联储持有的 MBS (抵押贷款支持证券) 同时让“两房”配合购买可能是更好的方法。首先, 这一政策就符合总统 Trump 的政策思路。2026 年初, Trump 就表示希望房利美和房地美购买约 2000 亿美元的 MBS 来降低房贷利率并改善房市可负担性。随后, 联邦住房金融局 (FHFA) 确认了“两房”首批约 30 亿美元已启动购买。财长 Bessent 则表示, 希望 MBS 购买计划的核心目标是大致匹配美联储当前 MBS 的余额缩减速度 (实际约 150 亿美元/月)。Warsh 想缩减资产负债表的计划和 Bessent 的 MBS 购买计划是相辅相成的, 也符合 Trump 政府在不搞量化宽松的情况下降低房贷利率的核心诉求, 因此 Warsh 上任应该不会立即推动大规模的美债缩表 (市场也未必具备这种承受能力), 而缩减 MBS 是更合适的选项。

(四) Warsh 治理下, 货币政策和美国资产的短期与长期怎么看?

货币政策方面, 无需对 Warsh 此前偏鹰派的立场过度担忧。首先, Trump 提名的美联储主席大概率会执行他“降息”的核心诉求。同时 Warsh 的“缩表”理念最终也是为了更好的降息, 其也认为 AI 导致的生产力进步会降低通胀风险, 进一步降息是可行的。因此, 我们倾向于 Warsh 的鸽派程度不会比 Hasset 和 Waller 等人弱太多, 其有能力在 2026 年推动至少 75BP 的降息, 使利率上限回落至 3.00% 左右的水平, 乐观情况下仍有 100BP 的空间。不过, 如果 27 年通胀因为财政扩张和地缘政治问题反弹, Warsh 重新加息的风险会高于其他的候选人, 但这应该不是 26 年的问题。

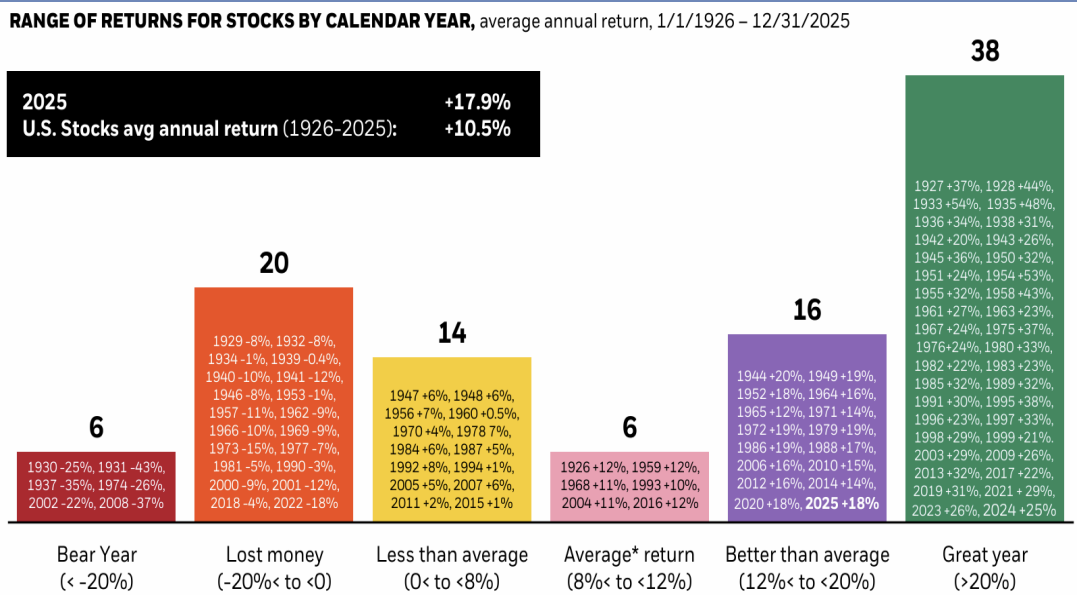
资产方面, 美债市场受到 Warsh 愿景的影响可能最为明显。短期来看, 由于 Warsh 略微鹰派的立场, 美债名义收益率有小幅陡峭化的空间。如果市场交易 Warsh 较其他候选人略鹰派的缩表立场, 那么在短端美债收益率因降息预期下行的同时, 长端美债收益率仍存在短期回升的风险。不过, 对于 Warsh 的货币政策框架来说, 其中长期可能造成的影响是“实际美债收益率的陡峭化”, 而名义长端美债收益率在通胀和财政预期稳定后反而有回落的空间。

具体来说, 虽然美联储的资产负债表缩减可能会小幅推升期限溢价, 但在 Warsh 看来, 随之而来的美联储与财政信誉回升和通胀预期的进一步稳定会带来更大的期限溢价下行。如果 Warsh 的政策成功, 那么实际美债收益率 (i.e. TIPs) 的收益率曲线将会进一步陡峭化, 即美债在长期由于更强的经济增长预期, 带来更高的实际回报。但是从名义角度来看, 长端美债一方面受益于短期利率走低, 另一方面受益于通胀预期稳定和货币当局信誉回升的支持, 期限溢价也会走低, 所以名义长债收益率在中长期并不悲观。考虑到市场对美联储降息预期的定价 (当前 26

年约 50BP 左右) 并不十分充分, 美债收益率从 26 年全年维度看仍有下行机会, 10Y 美债如果达到 4.3% 上方也会提供较好的交易机会。

美元方面, Warsh 比较注重美元在全球范围内的强势, 虽然这不意味着美元指数在降息周期(且与非美利差缩小时)能大幅回升, 但在美元指数因特朗普的言论和日元短期剧烈升值而大幅弱化后, 短期存在进一步小幅反弹的空间。全年来看, 美元指数的中枢在 26 年应比 25 年进一步降低, 下半年推动降息后中枢可能进入 95 下方。而对于权益市场, 一位推动降息的美联储主席不是坏消息, 其放松监管的态度也可能进一步提振资本市场信心和流动性。因此, 在 AI 叙事和美国企业名义利润有较高概率维持的情况下, 虽然美股相较于非美权益资产的吸引力在 26 年降低, 但其名义回报仍然可观。

图7: 近百年美股多数年份实现正回报



资料来源: Blackrock, 中国银河证券研究院

二、美联储必须完全独立吗？两种典型的央行治理模式

前文围绕 Warsh 的个人理念与政策取向展开分析, 但进一步来看, 美联储未来的政策组合, 并不是某位主席个人意志的简单投射。即便理念再清晰、立场再鲜明, 也必须嵌入既有的制度结构与财政现实之中, 才能真正转化为可执行的政策路径。

从国际经验看, 央行独立性从来不是写在法律条文里的“固定参数”, 而是在财政可持续性、政治周期强度与经济运行方式长期互动中逐步形成的一种制度均衡。不同国家在这一维度上的演化结果差异显著: 有的通过制度刚性锁定货币纪律, 有的则在长期刺激依赖下弱化政策边界。德国与日本, 恰好代表了这两种相对极端的路径, 也为理解当下美国的制度位置提供了重要参照。

(一) 德国经验：独立性被“写进制度”的硬约束模式

从理论源头看, 中央银行独立性 (Central Bank Independence, CBI) 概念最早由弗里德曼在 1962 年系统提出, 并在 20 世纪 70 年代石油危机引发的全球大通胀中被反复验证。其核心逻辑来自“时间不一致性”假说: 在民主政治框架下, 政府天然倾向于通过宽松货币政策换取短期增长与选举支持, 而通胀与金融失衡的成本, 则被推迟至未来由整体经济承担。在这一结构性

矛盾下，赋予央行独立性，本质上是一种制度化的“前置约束”机制，即通过制度安排，将政治周期对货币政策的影响尽可能提前过滤，从而提高政策的可信度与稳定性。

作为德国经济治理架构中的核心机构，德国央行并非仅在理念上强调独立性，而是通过高度刚性的制度设计，将独立性嵌入到运行机制之中，逐步形成国际公认的“强独立央行范式”：

第一，在目标体系上，《联邦银行法》将“稳定币值”明确确立为最高优先级，并赋予央行在利率决策、人事安排与政策执行方面的高度自主权。这一制度安排，使德国央行在面对选举周期、经济波动与财政压力时，具备天然的“政策缓冲带”，能够维持相对稳定的中长期取向。

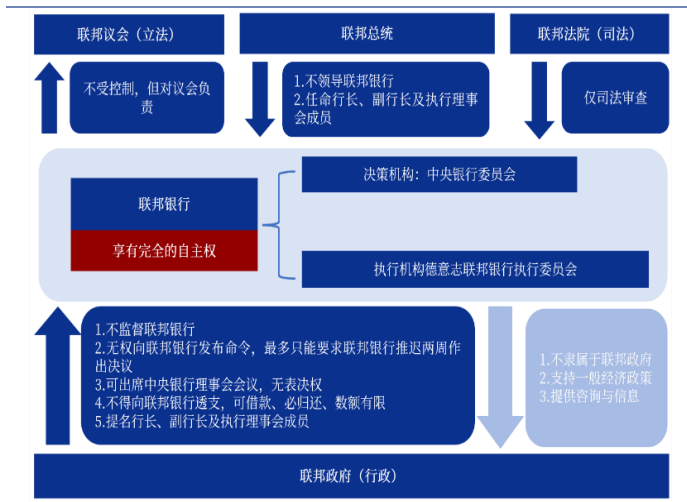
第二，在财政约束上，法律严格禁止政府向央行透支融资，仅允许极小规模、短期限的临时性资金调剂，用以应对短期收支错配。这一设计的关键意义，在于从制度层面切断了财政赤字向货币体系传导的通道，使债务问题难以通过货币化方式被“软化处理”。

第三，在长期运行结果上，独立性与宏观稳定形成了持续强化的正反馈机制。根据国际货币基金组织统计，1950—1989年间，德国年均通胀率仅为3%，显著低于意大利、法国、英国、日本及美国等主要经济体；与此同时，其年均GDP增速仍维持在约4.5%的较高水平。

这意味着，德国模式并非通过压制增长换取低通胀，而是通过稳定的货币信誉与清晰的政策预期，持续压低通胀溢价与融资成本，从而为实体经济创造更稳定的长期环境。更重要的是，这种制度安排使德国央行形成了一种“内生约束机制”：在低通胀环境下，政策公信力不断累积；在公信力积累的基础上，市场对货币当局的长期承诺更加信任；而这种信任又反过来强化了政策独立性的实际效力。

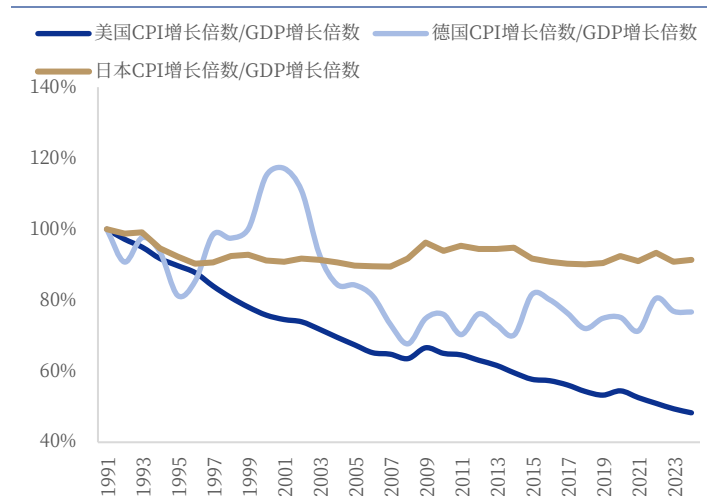
正是在这一循环机制下，德国逐步建立起“制度刚性、政策信誉、宏观稳定”三位一体的治理结构，奠定了其在全球央行体系中的标杆地位，也成为学术界和政策界长期论证央行独立性的核心范本。这一经验的现实启示在于：真正有效的央行独立性，并非依赖个人意志或短期政治默契，而是通过制度设计，将财政与政治对货币政策的干扰空间压缩到最低水平。

图8：德国央行与政府的制度联系



资料来源：德国央行，中国银河证券研究院

图9：美、德、日 CPI 增长倍数/GDP 增长倍数（1991=100%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）日本经验：当独立性在现实中被不断让位

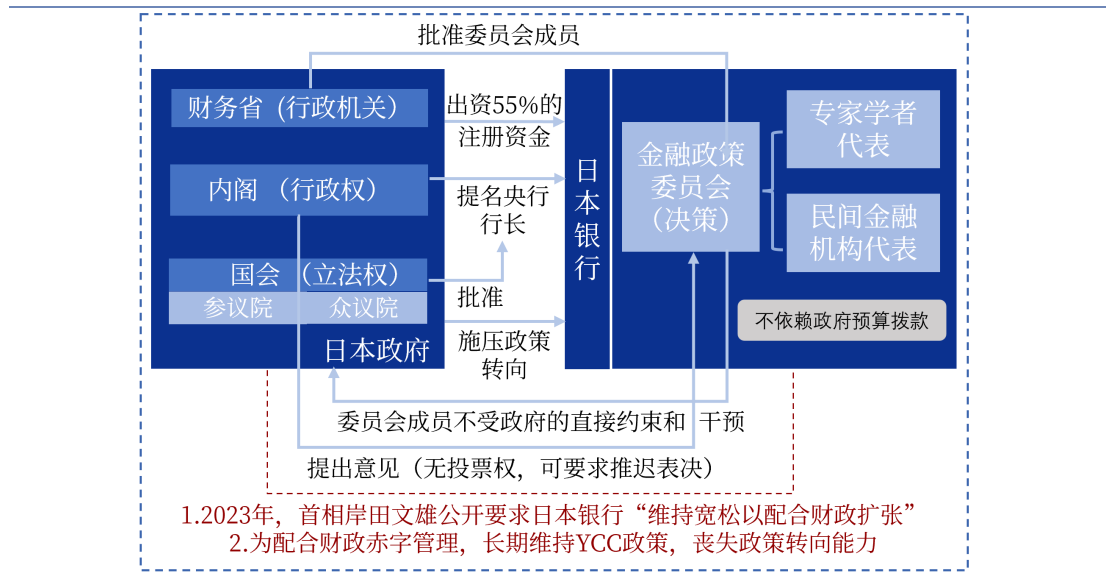
如果说德国模式的核心特征，在于通过高度刚性的制度安排，将财政与政治力量牢牢隔离在货币体系之外，那么日本的经验则恰恰相反：在法律上不断强化央行地位的同时，在现实运行中却逐步削弱其政策自主空间，最终形成“形式独立、实质从属”的弱央行结构。

这种分化并非源于某一次制度失误，而是在长期经济停滞与财政压力累积的背景下，逐步演化而成。从制度层面看，1998年实施的新《日本银行法》确实在形式上引入了一定程度的独立性安排。例如，行长和副行长由内阁提名、国会批准，任期内享有一定免职保护，同时废除了大藏省部分直接命令权。这一改革在当时被视为日本向“现代央行制度”靠拢的重要一步。进入1990年代，房地产和股市泡沫破裂后，日本经济长期陷入低增长与通缩压力。面对持续走弱的需求环境，日本政府对货币宽松的依赖不断加深，希望通过低利率与资产购买对冲财政刺激的边际递减效应。在这一过程中，日本央行最初的谨慎态度引发社会与政治层面的不满，政策独立性开始受到持续侵蚀。

真正的转折点出现在2012年安倍晋三上台之后。通过任命黑田东彦出任行长，超常规货币宽松被明确纳入“安倍经济学”的核心框架，日本央行由此从相对独立的政策制定者，逐步转型为政府宏观战略的重要执行者。在此之后，日本央行开始系统性地承担起国债兜底职能，货币政策与财政扩张之间的边界不断模糊。黑田任内，日本央行长期充当政府债券的“最后买家”，基础货币供应量扩大逾3.5倍，其国债持有规模从2011年的55万亿日元（占比7.4%），扩张至2025年的551万亿日元（约48%），成为事实上的最大债权人。

与德国央行严格禁止政府透支形成鲜明对照，日本央行深度卷入财政融资体系，推动债务货币化进程持续深化，也使日本长期处于高杠杆、低利率、弱增长的结构均衡之中。与此同时，非常规货币政策逐步常态化，进一步削弱了市场定价功能。2016年，日本央行推出收益率曲线控制（YCC），将短期利率维持在-0.1%，并将10年期国债收益率锚定在0%左右。该政策在短期内稳定了融资成本，但代价是收益率曲线长期失真，市场价格发现机制被持续压制。

图10: 日本央行组织架构图



资料来源：日本央行，中国银河证券研究院

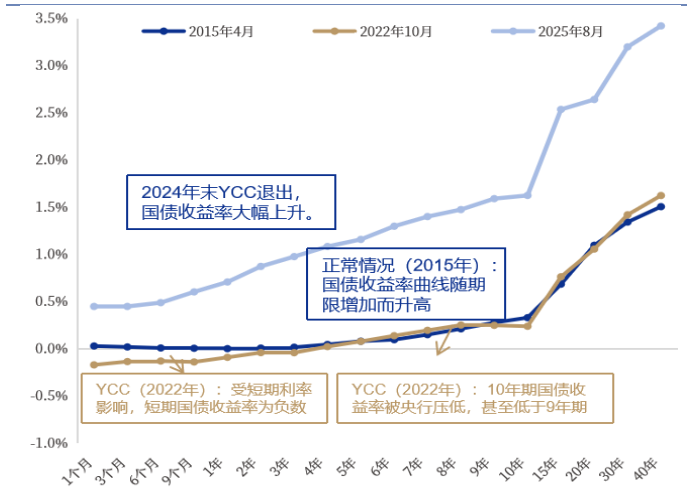
随着政府债务规模不断扩张，央行不得不被动加大购债力度以维持既定利率目标，政策空间随之不断收缩，并逐步积累大规模账面损失。2024年YCC退出后，日本国债收益率迅速上行，反而更加凸显此前长期压制利率体系的不可持续性。

从更长周期视角看，日本央行的弱化并非始于黑田时期。1998年新法出台之前，日本央行几乎完全受制于大藏省，人事安排与重大决策高度行政化，相关研究显示其独立性在21个工业民主国家中仅排名第19位。新法虽提供了一定制度保护，却未能扭转财政主导的基本格局。在

长期低增长、高债务与政治压力交织作用下，日本央行逐步丧失政策主导权，最终演化为“大财政、小央行”的典型结构。

这一经验表明：当财政可持续性持续恶化、经济长期依赖刺激时，即便具备形式独立性安排，央行也难以避免被纳入政府宏观管理体系，沦为财政扩张的配套工具。

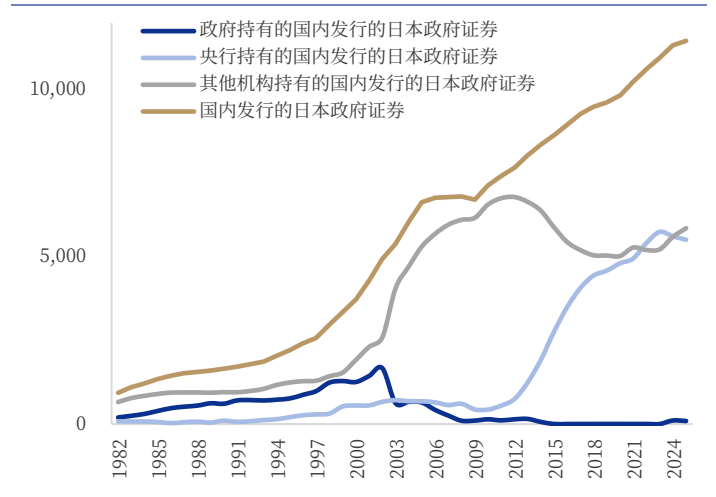
图11：日本国债收益率曲线



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：YCC政策自2016年启动，至2024年退出

图12：日本国内发行政府债券的持有人结构（千亿日元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

三、美联储的独立性并非必然

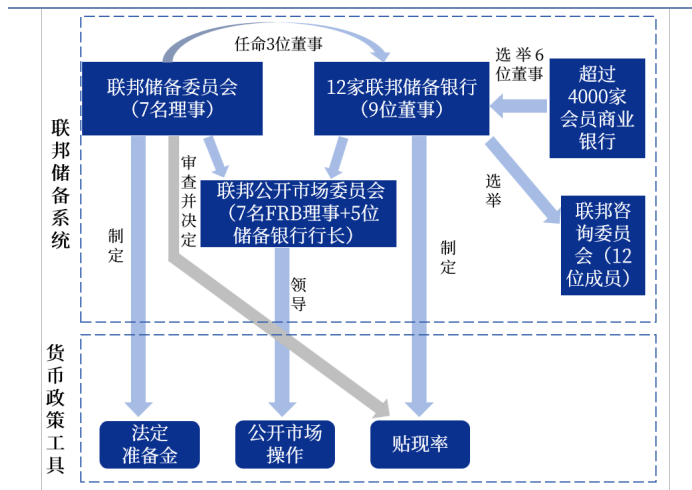
（一）美联储独立性的弹性边界：介于德日之间的制度均衡

德国与日本的长期对照表明，央行独立性并不存在统一范式：一端是通过制度刚性将财政与政治干预最大限度隔离的“硬独立”模式，另一端则是在长期财政主导下逐步弱化的“形式独立”模式。相比之下，美联储更接近于两者之间的一种弹性结构，其独立性既具备较为稳固的制度基础，又在现实运行中保留了较大的调整空间。

从制度源头看，美联储的根基来自1913年《联邦储备法案》。该法案是在1873年银行恐慌与1907年金融危机之后出台，其核心设计思想，并非简单强化央行权力，而是在“去中心化”框架下，平衡行政权力、金融资本与地区利益之间的博弈关系。具体而言，联邦储备委员会、12家地区联储银行与联邦公开市场委员会（FOMC）共同构成分权式治理结构：总统拥有理事提名权，但缺乏单方面罢免权；商业银行虽为地区联储股东，却无法干预货币政策方向；地区联储参与决策，但不具备独立主导权。

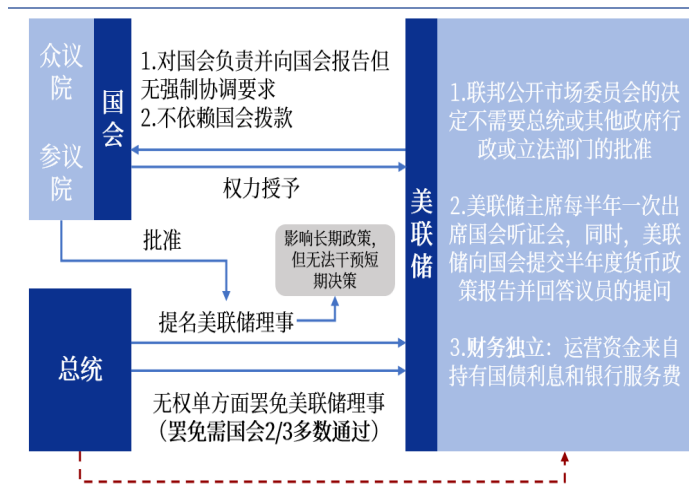
这一制度安排，在结构上同时防范了两类风险：一方面避免央行被行政权力直接控制，另一方面也防止私人金融资本主导政策取向，从而为货币政策运行提供了相对稳固的制度缓冲。也正因如此，在多数时期内，美联储能够维持相对独立的政策地位，在通胀控制与金融稳定之间形成较为稳定的平衡。但与德国模式不同的是，这种独立性并未被“锁死”在制度之中，而是具有明显的弹性特征，其实际边界会随着财政状况、政治周期与经济环境变化而发生调整。

图13: 美联储系统内部组织架构及决策机制



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

图14: 国会授权为美联储独立性提供制度保障



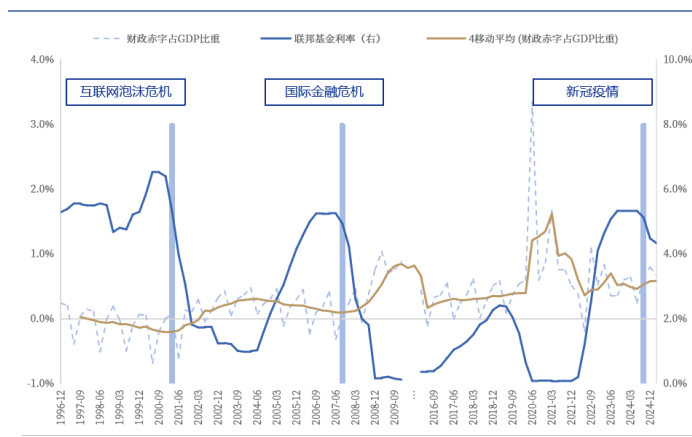
资料来源: 美联储, 《美联储 (2019 年升级版) 精装》[美]威廉·格雷德, 中国银河证券研究院

历史经验表明, 当财政压力上升、选举周期强化、政治目标高度集中时, 美联储的独立性往往面临显著考验。20 世纪 70 年代初的尼克松—伯恩斯事件, 正是这一机制的典型体现。1971 年前后, 为服务连任目标, 尼克松政府对货币政策施加持续压力, 迫使时任主席伯恩斯维持宽松取向。短短数月内, 美联储累计降息约 225 个基点, 通过货币宽松配合财政刺激, 共同推高短期增长。这一阶段清晰表明, 当政治周期对货币决策形成实质性约束时, 美联储同样可能牺牲长期稳定目标, 以换取短期宏观表现。

从更长期视角看, 美联储的运行特征, 始终体现出一种“区间化独立性”。在财政纪律相对稳固、政治干预较为克制的阶段, 其政策取向更接近德国式的制度约束逻辑, 强调货币信誉与通胀预期锚定; 而在赤字高企、选举周期强化、财政扩张成为宏观主线的阶段, 美联储又不可避免地需要在政策操作层面与财政形成更紧密的协调, 表现出一定的灵活性与弹性。

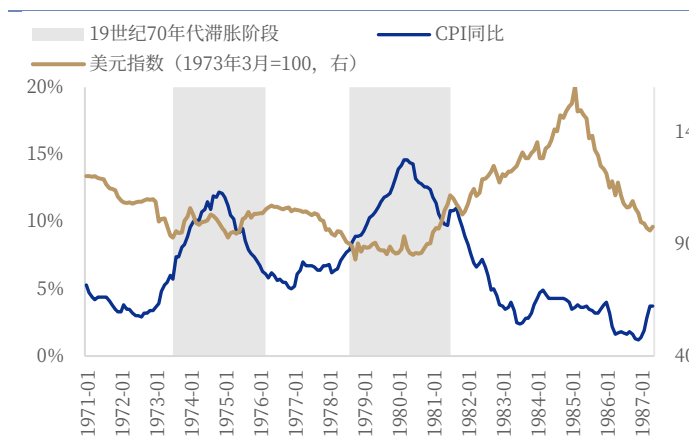
正是在这种既非“硬独立”、也未滑向“完全财政主导”的制度区间内, 美联储才具备同时运用多种政策工具的现实空间: 一方面, 通过政策利率下调缓解金融条件、对冲周期下行压力; 另一方面, 通过资产负债表结构性调整与节奏控制, 约束流动性过度扩张, 稳定通胀预期与期限溢价。

图15: 历次危机响应中美联储均以降息配合宽松财政政策



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 1971 年美联储降息或间接引致 70 年代滞胀



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) Warsh 与“降息+缩表”的供给侧路径：制度弹性下的改革窗口

正是在这种制度弹性与现实约束并存的背景下，Warsh 才能以“央行供给侧改革者”的身份进入政策视野。与德国式以制度刚性为核心、对货币扩张高度克制的路径不同，他并不试图通过单一维度的紧缩来重建纪律；同时，也有别于日本在长期财政主导下，以持续扩表和利率压制换取稳定的模式。Warsh 所试图推进的，是介于两者之间的一条中间路径——在不放弃货币纪律的前提下，通过结构性工具重塑货币政策的传导方式，为美国经济重建更具可持续性的增长框架。

在这一逻辑下，“降息+缩表”并非相互矛盾的政策拼接，而是一种带有明显供给侧取向的货币政策重构：通过降息改善金融条件、托底需求和投资信心；同时，通过资产负债表的结构性收缩与节奏管理，弱化央行对资产定价和财政融资的长期介入，修复价格信号与资源配置效率。这正是此前分析所反复强调的，美国制度区间所允许、也所需要的一种政策组合。

当然，从程序上看，美联储主席的任命仍需经历参议院确认等制度流程，但在当前政治与制度环境下，Warsh 获得通过的概率并不低。一方面，其将中性利率中枢下调至约 3% 的判断，与现任主席 Powell 在疫情后对长期利率中枢的重新评估具有高度一致性，这也意味着政策框架层面的延续性强于表面差异；另一方面，市场目前更多将 Warsh 定价为“偏鹰派”人选，主要源于其对资产负债表和通胀纪律的强调，但在特朗普主导的政策取向向下，“忠诚度”与“可执行性”往往优先于学术立场本身。

在这一背景下，降息并不意味着放弃改革，缩表也不等同于全面紧缩。相反，降息与结构性缩表并行，恰恰构成了一套更符合当前美国经济与制度条件的供给侧式货币政策组合。

四、风险提示

美国国债市场意外出现流动性问题的风险；特朗普政策超预期刺激通胀的风险，对政策理解不到位的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：首席经济学家

张迪：宏观分析师

于金潼：宏观分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn