

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编：100031

沃什的政策可能落地一半

2026年2月6日

- **沃什的鹰派不宜解读成激进。**今年年初以来，海外市场的重要变化是特朗普提名沃什为美联储新主席。沃什反对大规模的资产负债表规模，被市场贴上“鹰派缩表”的标签。但我们认为，沃什在缩表上并非激进派。首先，沃什既是美国首轮QE的拥护者，也是第二轮QE的反对者。可见，沃什反对的是在非紧急状态下美联储的持续扩表。其次，沃什在谈及推进缩表时，直言缩表过程并非一蹴而就。在他看来，美联储应该稳步缩表。因此，沃什最后可能更像一个带有鹰派底色的温和变革者。
- **年内美联储政策或以降息为主导。**我们认为，沃什想先缩表再降息的愿景，在今年可能最终演变成降息主导的局面。首先，沃什的缩表主张是长期的资产负债表正常化，而非简单追求资产负债表的规模更小。其次，沃什所偏好的缩表，当前存在两重现实约束，使其推进难度显著加大。再者，沃什的鸽派降息在票委中占优势，且与特朗普政府一致，政策落地难度不大。总结来看，今年美联储降息的难度比缩表小得多。
- **短期鹰派预期扰动后趋缓，沃什上任后降息或成市场主线。**虽然缩表难在今年落地，但沃什上任前，市场可能还会受到鹰派政策预期的波动影响。基于沃什的鹰派政策预期影响，短期美元或将走强。但沃什上任后，随着降息预期升温，美元走弱的可能性或将再度上升。此外，今年美联储资产负债表可能是相对稳定或略有上升，美债长端收益率大概率维持震荡或温和下行态势。随着降息逐渐占上主导，短端收益率下行更多，最终推动10Y-2Y利差继续走阔。
- **风险因素：**美联储货币政策超预期，地缘政治风险等。

目 录

一、沃什的鹰派不宜解读成激进.....	3
二、年内美联储政策或以降息为主导.....	4
三、短期鹰派预期扰动后趋缓，沃什上任后降息或成市场主线.....	6
风险因素	8

图 目 录

图 1：美联储资产负债表扩大.....	3
图 2：多轮量化宽松导致资产负债表扩张.....	4
图 3：最近一轮缩表已于去年 12 月结束	5
图 4：降息主张比缩表更容易实现	6
图 5：美国联邦政府债务占 GDP 的比重在 120%附近	7
图 6：美债 10Y-2Y 利差或仍会走阔.....	7

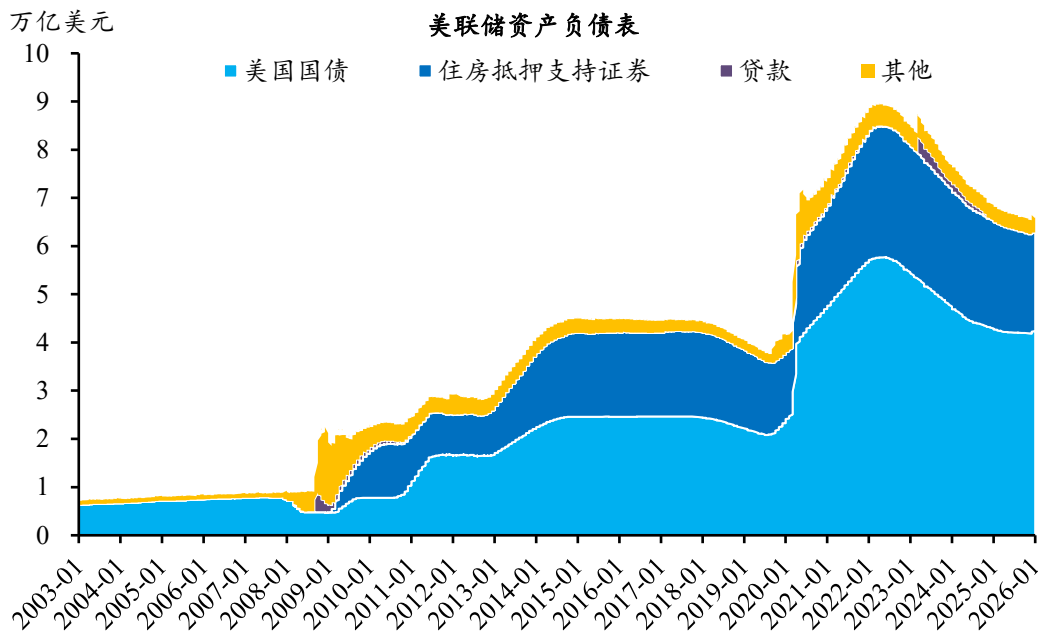
一、沃什的鹰派不宜解读成激进

今年年初以来，海外市场的重要变化是特朗普提名沃什为美联储新主席，一度引发多项资产价格波动。1月30日，美国总统特朗普正式提名前美联储理事凯文·沃什（Kevin Warsh）为下一任美联储主席，接替今年5月任期届满的鲍威尔。历史看，沃什首次进入特朗普视野是在2017年，在特朗普首个总统任期提名美联储主席时，沃什就已是核心候选人之一。沃什被提名后，美元上扬，贵金属回调，美债收益率曲线陡峭化。

结合沃什近期发言与表态来看，沃什反对美联储大规模购买国债的行为，反对大规模的资产负债表规模，主张美联储适度回归本职。但在利率政策上，和特朗普政府一样，支持降息刺激经济，因此被市场贴上“鹰派缩表”和“鸽派降息”两个标签。

沃什的缩表目标虽激进，但推进节奏可能求稳，或并非激进派。沃什反对美联储大规模购买国债的行为，反对大规模的资产负债表规模，追求更小的资产负债表，因而被市场贴上“鹰派缩表”的标签。但我们认为，沃什在缩表上并非激进派。首先，沃什既是美国首轮QE的拥护者，也是第二轮QE的反对者。可见，沃什不是绝对反对扩表行为本身，而是反对在非紧急状态下美联储的持续扩表。其次，沃什在谈及推进缩表时，直言缩表过程并非一蹴而就。再加上，美联储庞大的资产负债表是多轮量化宽松长年累月的结果，即使缩表也不可操之过急，美联储应该稳步缩表。因此，沃什最后可能更像一个带有鹰派底色的温和变革者。

图 1：美联储资产负债表扩大



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：多轮量化宽松导致资产负债表扩张

	宣布	结束	时长 (月)	增减变化： 资产负债表	(亿美元)		
					美国国债	住房抵押贷款证券	贷款
第一次 QE	2008 年 11 月 25 日	2010 年 3 月 31 日	16	2010	3003	10687	-1783
第二次 QE	2010 年 11 月 3 日	2012 年 6 月 29 日	19	5517	8223	-1993	-417
第三次 QE	2012 年 9 月 13 日	2014 年 10 月 29 日	25	16633	8107	8742	-17
第四次 QE	2020 年 3 月 23 日	2022 年 3 月 15 日	24	37000	27799	13454	-821

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

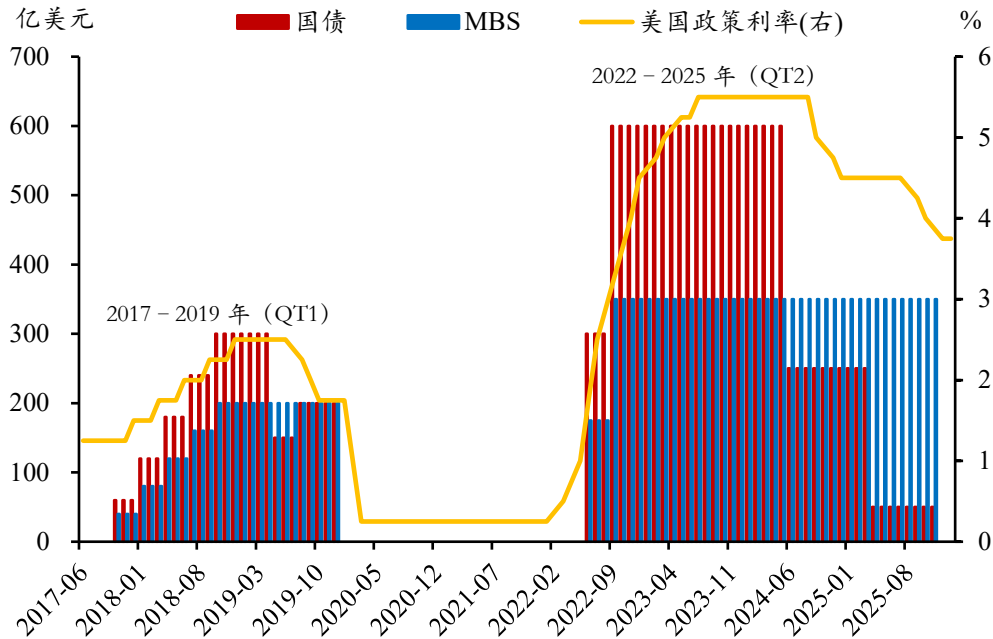
二、年内美联储政策或以降息为主导

虽然沃什主张缩表和降息，但这一政策组合的实现并非板上钉钉。我们认为，沃什想先缩表再降息的愿景，在今年可能最终演变成降息主导的局面。

首先，沃什的缩表主张是长期的资产负债表正常化，而非简单追求资产负债表的规模更小。前文已经指出，沃什的缩表目标虽然激进，但是推进节奏上可能并非激进派。此外，沃什主要是反对非紧急状态下的持续扩表，主张实现资产负债表的缩减，更多是对长期政策框架的建议，而非对短期停止缩表操作的否定。

其次，沃什所偏好的缩表，当前存在两重现实约束，使其推进难度显著加大。

一是在现行充足准备金框架下，缩表的实际操作空间可能有限。自 2019 年起，美联储主要是在充足准备金框架实施货币政策，最近一轮缩表已于去年 12 月结束，正如美联储副主席 Williams 所说，当前准备金已至充足水平，充足准备金框架下无需缩表。若此时强行推进缩表，可能影响流动性和金融市场的稳定性，这是沃什所不愿看到的。如果为了实现缩表主张去牺牲金融市场的稳定性，不免显得本末倒置。

图 3：最近一轮缩表已于去年 12 月结束


资料来源: ifind, fed, 信达证券研发中心

二是若试图通过调整准备金框架为缩表铺路，在今年 FOMC 票委中或难获得简单多数的支持。一方面，今年票委多数或更倾向于在现有框架下考虑缩表等操作；另一方面，即便现有票委中有两位鹰派成员，但一位主张要缩表先改革，一位更注重结构调整，鹰派票委间也尚未达成一致。这些现状使得调整准备金框架的提案或难在今年获得多数票委认同，进而阻碍缩表的落地推进。

再者，沃什的鸽派降息在票委中占优势，且与特朗普政府一致，政策落地难度不大。从 FOMC 票委构成来看，当前票委整体呈现鸽派主导、鹰派少数的局面，这与沃什的鸽派降息主张高度契合。与此同时，今年年底恰逢美国中期选举，在特朗普政府争取选票的政治目标下，特朗普政府必然希望通过降息刺激经济活力，沃什的降息主张与特朗普政府的核心诉求也同频。综合来看，无论是票委内部的立场倾向，还是特朗普政府的政治诉求，都与沃什的鸽派降息主张形成共振，推进难度远低于缩表。

总结来看，今年美联储降息的难度比缩表小得多。我们认为，今年美联储可能还是以降息为主，缩表落地较难在今年实现。

图 4：降息主张比缩表更容易实现

成员	降息立场	缩表立场
Lorie K. Logan (达拉斯)	鹰派	充足准备金框架有优势
Beth M. Hammack (克利夫兰)	鹰派	/
Lisa D. Cook	偏鹰派	/
Neel Kashkari (明尼阿波利斯)	中性	/
Michael S. Barr	中性	/
John C. Williams (副主席)	中性	当前准备金已至充足水平，充足准备金框架下无需缩表
Anna Paulson (费城)	中性偏鸽派	/
Philip N. Jefferson	偏鸽派	/
Michelle W. Bowman	鸽派(3次降息)	鹰派：长期偏好更小资产负债表； 支持将资产负债表转为仅持有国债； 期待考虑出售 MBS
Stephen I. Miran	鸽派	鹰派：支持更小资产负债表； 监管改革先行，再推进缩表
Christopher J. Waller	鸽派	/
Kevin Warsh (提名)	鸽派	鹰派：支持更小资产负债表； 反对非紧急状态下扩表

资料来源: ifind, 美联储, 地方联储, 金融界, 新浪财经, Hoover, 信达证券研发中心

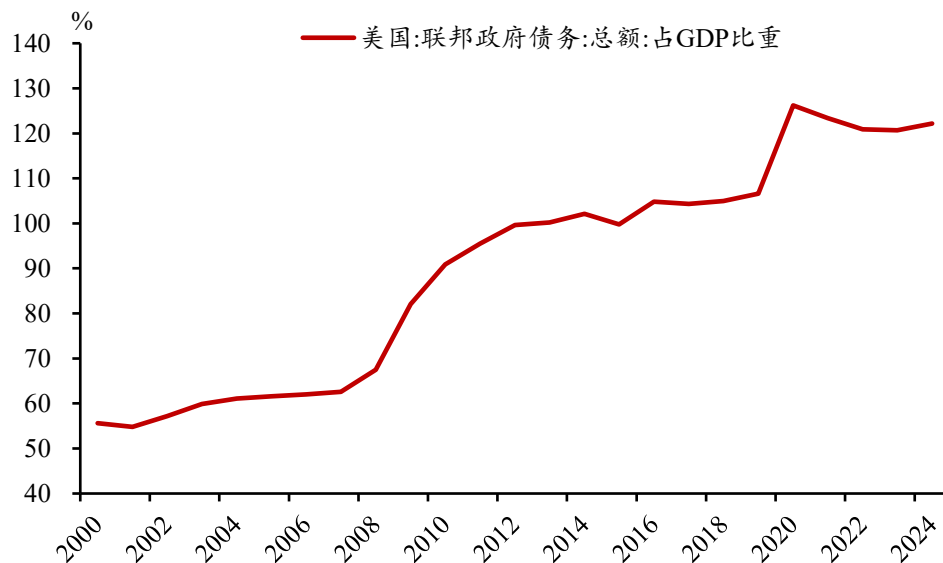
三、短期鹰派预期扰动后趋缓，沃什上任后降息或成市场主线

基于沃什的鹰派政策预期影响，短期美元或将走强。虽然缩表难在今年落地，但沃什上任前，市场可能还会受到鹰派政策预期的波动影响。我们认为，在沃什上台前，鹰派政策预期可能还会在市场上演绎，导致美元在其正式履职前短期走强。

但沃什上任后，随着降息预期升温，美元走弱的可能性或将再度上升。今年是特朗普中期选举的一年，特朗普刺激经济以赢取选票的工具大概率是降息。不仅如此，沃什上任后，若缩表实际落地不断推后，降息逐步占主导。前期因交易鹰派政策预期而走强的美元可能会迎来反转，美元走弱的可能性或将上升。

美债 10Y-2Y 利差或仍会走阔。过去，美联储通过 QE 购买国债，美国联邦债务/GDP 比率已飙升至 120% 以上。若沃什接任，冗余的资产负债表规模遭沃什反对，美联储大规模扩大资产负债表的可能性将降低。基于此，今年美联储资产负债表可能是相对稳定或略有上升，美债长端收益率大概率维持震荡或温和下行态势。随着降息逐渐占上主导，短端收益率下行更多，最终推动 10Y-2Y 利差继续走阔。

图 5：美国联邦政府债务占 GDP 的比重在 120%附近



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：美债 10Y-2Y 利差或仍会走阔



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

美联储货币政策超预期，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。