

如何看待特朗普提名沃什担任美联储主席？

证券分析师

孙苏雨
SAC: S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com
卢仁扬
SAC: S1350525120002
lurenyang@huayuanstock.com

联系人

投资要点：

- 美国总统特朗普准备提名凯文·沃什担任下一任美联储主席。这一提名经过数月激烈的博弈。在经历了包括凯文·哈塞特和贝莱德高管里克·里德在内的多方角逐后，沃什凭借其与伦敦的深厚渊源以及对特朗普低利率诉求的迎合，最终成为了特朗普心仪的人选。
- 沃什之所以能成为特朗普的最终选择，我们认为核心或在于他构建了一套独特的供给学派思想，这套体系为共和党传统的稳健货币理念与特朗普的激进增长目标之间形成了联系。与传统经济学家认为必须在通胀与就业之间进行艰难取舍（菲利普斯曲线）不同，沃什提出了“通胀是选择”的论断。他认为，只要通过去监管和减税等供给学派所主张的激励机制大幅提升生产率，美国或许可以在不引发通胀的前提下实现高增长，并容纳更低的利率。这种观点极大地迎合了特朗普的想法。然而，沃什的思想并不仅限于此，他是一位坚定的反量化宽松主义者，长期批评美联储庞大的资产负债表是扭曲市场价格信号的根源。因此，他的当选可能一定程度意味着量化紧缩。我们判断：基于规则的货币政策、以市场纪律替代行政监管以及与财政部的战略协同可能作为新美联储的三大支柱。
- 然而，这一转型有一定的外部性。投资者对未来政策不确定性及潜在财政主导风险存在一定忧虑。市场担心，沃什主张的加速缩表可能会打破美债的供需平衡，而他与财政部的协同可能会削弱央行的独立性防线。与此同时，华尔街则预期监管可能松绑，特别是沃什对巴塞尔协议 III 终局的鲜明反对立场，预示着银行资本金要求或将大幅降低，从而释放出显著的回购潜力。接下来，建议关注鲍威尔公开表态中在美联储主席任期结束后选择留用理事还是不再留用。我们判断由于沃什整体上是市场认为相对独立性高的人选，鲍威尔选择在主席任期结束后不再留用理事的概率较高。美联储应该不会形成鲍威尔和沃什双中心格局。
- **风险提示：美联储政策存在不确定性、特朗普对美联储独立性进行干预、美国财政风险超预期。**

1. 美联储主席提名人选的确认为

据央视新闻报道，美国总统特朗普 2026 年 1 月 30 日提名美联储前理事凯文·沃什为下任美联储主席，这一提名还需获得参议院批准。

在肯尼迪中心出席第一夫人梅拉尼娅·特朗普的纪录片首映式时，特朗普面对记者的追问，他给出了极具暗示性的回答：“很多人认为这个人几年前就应该在那里了。”在 2017 年的美联储主席选拔中，沃什曾是鲍威尔最强有力的竞争对手，最终遗憾落选。

1.1. 为何是沃什？

虽然沃什在 2017 年落选，但他从未远离特朗普的核心圈层。沃什此前作为非正式顾问，频繁为特朗普提供经济政策建议。特朗普在公开场合称赞沃什为“两位凯文都非常好”（指他和哈塞特），显示了两人之间深厚的信任基础。

沃什拥有一份难以挑剔的履历：他既有在摩根士丹利并购部门任职的华尔街实战经验，又曾在 2006 年至 2011 年担任美联储理事，亲历了金融危机的全过程。我们认为这种背景使他具备了独特的双重属性：一方面，其作为市场参与者的背景降低了与金融市场之间的信息不对称，确立了专业信誉；另一方面，其实务导向高度契合了特朗普对实践型决策者而非纯学术型理论家的偏好。相比之下，哈塞特虽然“忠诚”但缺乏央行实操经验，而里德虽然来自市场但缺乏政府高层的行政历练。

特朗普对鲍威尔的不满已是公开的秘密，他曾多次抨击鲍威尔，并指责其高利率政策损害了美国经济。沃什提出的美联储改革的口号，或暗示他一定程度上修正鲍威尔时期的政策框架。

2. 沃什的货币哲学

要准确评估沃什提名的影响，必须深入理解其复杂的经济思想体系。市场舆论普遍采用“鹰派”给他分类，但这是不完整的。沃什的思想经历了一个明显的演变过程，从危机时期的实用主义者，到后危机时代的批评者，再到如今的供给学派倡导者。

2.1. 金融危机与反 QE 立场

沃什在美联储的职业生涯始于 2006 年，当时年仅 35 岁的他成为了历史上最年轻的理事之一。在随后的 2008 年金融危机中，他作为时任主席本·伯南克在华尔街的主要联络人，扮演了举足轻重的角色。利用其在投行的背景，他在处理贝尔斯登和雷曼兄弟倒闭等关键事件中发挥了核心作用，被视为危机应对小组的关键成员。这段经历赋予了他应对系统性风险的直觉和经验，这也是他区别于纯学术型央行行长的重要资本。

然而，沃什的观点在 2008 年金融危机后的复苏阶段与美联储政策不同。他对美联储非常规货币政策，特别是量化宽松持强烈的怀疑态度。

对 QE 的结构性批判：2010 年，当美联储准备推出第二轮量化宽松时，沃什在公开演讲中表达了深切的忧虑。他认为，当时美国经济面临的疲软主要源于结构性问题（如监管政策、税收政策），而非周期性的流动性短缺。他警告说，扩大资产负债表存在一定风险。

通胀鹰派的预言与现实：沃什当时对通胀失控的担忧在 2010 年至 2020 年的后金融危机复苏周期中并未立即应验。然而，沃什的支持者指出，2021–2022 年全球通胀在某种程度上延后地验证了他的警告：即长期的过度宽松终将导致物价失控。这种叙事在当前的通胀环境下为他赢得了支持。

2.2. 2026 年的沃什：向供给学派靠拢

在离开美联储后的十余年间，沃什在斯坦福大学胡佛研究所潜心研究，并深受杜肯家族办公室传奇投资人斯坦利·德鲁肯米勒的影响。在此期间，他的经济观点经历了一次重要的重构，逐渐向供给学派靠拢。这或能使他较好地契合特朗普对低利率的渴望与共和党传统的稳健货币理念。

生产率驱动的增长模型：沃什认为，真正的经济增长源于生产率的提升，而非货币刺激。他主张通过改革监管政策、税收政策和贸易优化来释放供给侧的潜力。在这个框架下，如果供给学派所主张的激励机制能够显著提高生产率，经济或可以在维持低通胀的同时承受更低的利率。

否定“艰难的权衡”：沃什明确反对目前美联储“艰难的权衡”，即为了降低通胀必须牺牲就业。他认为，只要政策得当（即美联储政策改革），美国完全可以实现“高增长、低通胀、强美元”的不可能三角。这一理论或能为特朗普要求降息提供完美的学术背书：降息不是为了刺激需求（这会导致通胀），而是为了配合供给侧繁荣。

这套理论框架的构建，使得沃什能够从传统的反对通胀，到现在的坚决的推动经济增长，从而在意识形态上与特朗普较为契合。

3. 沃什主义的操作体系

沃什的改革是一套涵盖货币政策、金融监管和机构治理的完整改革蓝图。

3.1. 货币政策：终结数据依赖，回归规则

鲍威尔时代的特征是高度的“数据依赖”和灵活性。沃什则倾向于回归某种形式的规则导向。

对资产负债表的结构性重塑：沃什最激进的主张之一是建议大幅削减美联储高达 7 万亿美元的资产负债表。他认为庞大的资产负债表扭曲了价格信号，是金融压抑的工具。他主张美联储应抛售抵押贷款支持证券，并将资产负债表大幅缩减。这种量化紧缩的加速，可能会在短期内推高长期利率。

利率政策的协同：沃什提出了一个有争议的观点：美联储应与财政部更紧密地协同，以管理国家债务和利率曲线。

3.2. 监管政策

如果说在货币政策上沃什还保留了一定的模糊性，那么在金融监管领域，他的立场则异常清晰且激进。

市场纪律优于行政监管：沃什长期批判《多德-弗兰克法案》及其繁琐的合规细则。他认为，数千页的监管条文不仅未能消除风险，反而制造了虚假的安全感，并扼杀了银行服务实体经济的能力。他主张通过市场纪律来约束银行。

巴塞尔协议 III 终局的政策逆转：对于摩根大通、高盛等华尔街巨头而言，沃什成为美联储主席或将构成显著的正向监管冲击。目前正在推进的“巴塞尔协议 III 终局”提案要求大幅提高银行资本金，而沃什对此持强烈反对态度。市场普遍预期，一旦沃什就任，这一提案或将被大幅修改甚至撤回，从而释放大量银行资本用于回购或分红。

3.3. 数字货币

在数字货币领域，沃什持有鲜明的保守主义立场。他反对美联储发行零售型央行数字货币，认为这可能侵犯公民隐私并扩大政府监控。相反，他支持仅限金融机构使用的批发型结构，以提高结算效率。对于私人加密货币（如比特币），他虽然不像部分官员那样敌视，但也强调必须对其严格监管。

总的来看，我们从几个维度来看沃什的政策。

- 鹰派立场的惯性：**市场对沃什 2010 年前后的强硬政策倾向仍存有深刻记忆。尽管当前其政策立场向“降息周期”靠拢，但投资者仍高度警惕其内在逻辑的惯性。一旦通胀预期出现脱锚征兆，沃什可能会重拾极端紧缩立场，其政策收紧的烈度与频率或将显著超过现任主席鲍威尔。
- 期限溢价的回归：**鉴于沃什一贯主张激进缩减美联储资产负债表，若美联储停止增持或加速减持国债，或将直接冲击长端国债的供需稳态。在短端利率受政治干预下行的背景下，长端利率受通胀风险溢价及供需失衡影响，或将面临上行压力。这一“短降长升”的组合或将导致收益率曲线急剧陡峭化。
- 政策失误风险：**市场核心忧虑在于，若沃什在政治压力下被迫执行跨周期的过早降息，可能引发通胀的二次探底回升。这种对于财政主导倾向的恐惧，或将促使投资者在定价中索取更高的风险溢价补偿，进而推升实体经济的融资成本。

4. 风险提示

美联储政策存在不确定性、特朗普对美联储独立性进行干预、美国财政风险超预期。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。