

2026年4月22日

沃什的听证会发言：要点与简评

民银研究团队

温彬 民生银行首席经济学家
兼民银国际首席经济学家

应习文 民银国际研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

4月21日，在美国参议院关键听证会上，前美联储理事凯文·沃什作为特朗普总统提名的新任美联储主席人选接受提名确认质询。

沃什发言的主要内容。1. **强调控制通胀的重要性。**过去几年的高通胀是政策失误的结果，而非不可抗力的环境产物；对2%的精确通胀目标（包括平均通胀目标制）提出了质疑。2. **坚决捍卫美联储独立性。**货币政策独立性是美联储履行法定职责、稳定经济预期的关键基石。沃什明确表示他绝对不是特朗普总统的“工具”。3. **不接受预设利率。**就降息问题持极其谨慎且“数据驱动”的立场，强调不会接受预设利率，但如果AI确实大幅提升了经济效率，降息可以顺势而为。4. **美联储臃肿的资产负债表是过度扩张的产物。**沃什认为缩减美联储庞大的资产负债表本身具有紧缩效应，可为降息提供空间，减少美联储对私人资金市场的干预，并预留空间以应对未来真正的经济危机。5. **美联储职能边界与改革沟通机制。**主张为美联储划定清晰的权责边界，减少前瞻性指引改革沟通机制。

简评：“缩表+降息”组合的意义与优势。“缩表+降息”组合，是对2008年全球金融危机后特殊货币政策框架以及各国央行与财政耦合关系的一次系统性纠偏。相比“扩表+加息”组合，虽然在短期内具有挑战性，但能降低实体成本与利息负担，改善财政可持续性，推动美联储回归本位，留出未来的政策空间。面对市场冲击，美联储可以通过灵活调控缩表节奏（与放松银行监管同频）来预防流动性风险。

然而“缩表+降息”组合的操作空间存在各方面制约。为推行政策，沃什首先需要顺利上任，预计在“政治交换”（例如停止调查鲍威尔）前提下能涉险过关。此外，沃什需要获得其他官员的广泛支持，目前仅有米兰、鲍曼、罗根和沃勒等少数人支持。美联储推进重大框架修改通常也需要较长时间。最后，地缘政治风险推升通胀预期，美债供需失衡和银行监管放松需要较长时间，均限制了“缩表+降息”的技术空间。

目 录

1. 凯文·沃什听证会发言的主要内容	1
1.1 强调控制通胀的重要性	1
1.2 坚决捍卫美联储独立性	1
1.3 关于降息：不接受预设利率	2
1.4 关于缩表：具有紧缩效应，增加灵活性与政策空间	2
1.5 提及美联储职能边界与改革沟通机制	3
2. 简评：“缩表+降息”组合的意义与操作空间	3
2.1 对全球金融危机后货币政策框架系统性纠偏	3
2.2 “缩表+降息”与“扩表+加息”的各自利弊如何？	4
2.3 为推行政策，沃什首先需要顺利上任	5
2.4 沃什的“缩表+降息”主张能否得到其他官员支持？	5
2.5 “缩表+降息”面临的宏观环境约束	6

沃什的听证会发言：要点与简评

2026年4月21日，在美国参议院关键听证会上，前美联储理事凯文·沃什作为特朗普总统提名的新任美联储主席人选接受提名确认质询。此次听证恰逢现任主席鲍威尔任期将于5月15日到期，处于美联储政策交接的核心窗口，因而备受全球金融市场关注，核心议题集中于通胀治理、利率路径、美联储独立性及资产负债表改革。在问答环节，沃什回应了民主党关于其政治依附的质疑，同时阐明缩表与降息的平衡策略，其表态将直接影响市场对后续货币政策的预期，也关乎美联储在政治与政策边界间的定位。

1. 凯文·沃什听证会发言的主要内容

1.1 强调控制通胀的重要性

在通胀方面，沃什在听证会上显示出强硬立场。他提出“**通胀是一种选择 (Inflation is a choice)**”，过去几年的高通胀是政策失误的结果，而非不可抗力环境产物。他表示2021-2022年美联储犯下“致命政策错误”，疫情后许多基本生活成本累计涨幅达到25%-35%，高通胀持续侵蚀民众购买力，对低收入群体冲击尤大，而**通胀一旦扎根，治理成本将显著上升**。

他表示**低通胀是“护身符”**。维持价格稳定是美联储抵御外部批评、维护公信力的最强盾牌，控制通胀是维护独立性的前提。不过，沃什对**2%的精确通胀目标（包括平均通胀目标制）提出了质疑**，他表示通胀无法精准度量，“1.7%、2.0%、2.3%的实际影响并无本质区别”。他认为这种精确性诱导了央行在几年前过度刺激经济，因为当通胀略低于2.0%时，联储感到必须通过大规模货币扩张来“补齐”那零点几个百分点的差距，这直接导致了后来的通胀失控。

1.2 坚决捍卫美联储独立性

凯文·沃什围绕**美联储独立性系统阐述了其核心立场**。他强调，货币政策独立性是美联储履行法定职责、稳定经济预期的关键基石，但独立性并非天然享有，也不是不受约束的政治豁免权，而需要通过稳健决策与履职成效持续赢得。沃什认为，民选官员对货币政策发表评论本身并不构成对独立性的破坏，央行应

保持开放倾听，但在利率与资产负债表决策上必须坚守独立判断，不受短期政治诉求干扰。他提出，独立性必须与问责制相匹配，美联储应避免权力过度扩张。只有聚焦价格稳定与充分就业主业、克制职能延伸，才能真正维护长期公信力与制度独立性。

反驳关于“政治工具”的看法。面对民主党议员，尤其是伊丽莎白·沃伦的尖锐质询，沃什明确表示他“绝对不是”特朗普总统的“工具”。他承认总统倾向于低利率是正常的，但强调总统从未要求他预先承诺任何具体的利率决策，他也绝不会接受此类要求。面对质疑，沃什还在听证会上当众承诺，如果获得确认，他将剥离其名下所有个人金融持仓。

1.3 关于降息：不接受预设利率

沃什就降息问题持极其谨慎且“数据驱动”的立场，并未释放市场期待的鸽派信号。他并未排除降息可能性，而是强调货币政策调整必须锚定经济现实，而非政治压力或市场预期。沃什**强调不会接受预设利率**。总统从未要求他预设、承诺或固定任何利率决策，即使有这样的要求，他也绝不会同意。与此同时，他明确拒绝为降息设定固定时间表，强调任何利率下调都必须以通胀不出现反弹为前提，若物价再度抬头，将毫不犹豫坚持偏紧立场。

不过，沃什也为降息预留了“技术窗口”。他高度看好 AI 驱动的生产力跃升。他指出，如果 AI 确实大幅提升了经济效率，那么即便在强劲增长背景下，物价也可能自然回落，届时降息将是合理的“顺势而为”，而非对抗通胀的妥协。

1.4 关于缩表：具有紧缩效应，增加灵活性与政策空间

沃什提出了一个关键理论，即**缩减美联储庞大的资产负债表本身具有紧缩效应**。他认为每缩减 1 万亿美元的债券持仓，约等同于为政策利率腾出了 50 个基点的下行空间。因此，他主张通过显著缩表（包括到期不续做或主动出售），来换取为家庭和中小企业提供更低利率的机会。

他批评目前的资产负债表过于“臃肿”，认为这是过去十年应对危机时期的过度扩张产物。主张美联储应回归“纯国债持仓”结构，明确提出应大幅度、有针对性地清理抵押贷款支持证券（MBS），以减少对特定信贷市场的扭曲。他

认为当前的资产规模限制了政策的灵活性，通过缩表可以减少美联储对私人资本市场的干预，并预留空间以应对未来真正的经济危机。

1.5 提及美联储职能边界与改革沟通机制

沃什提出了对美联储进行“体制变革”的蓝图。他主张为美联储划定清晰的权责边界，回归“纯粹”联储。他提议美联储应退出气候风险、社会公平等非授权领域，并将监管职能简化，甚至提议签署新的“财政部—美联储协议”，以确保货币政策与财政压力彻底脱钩，缩减资产负债表规模，减少对市场的干预。

他主张改革沟通机制，消除“噪音”。沃什对联储官员频繁发表前瞻性指引表示不满。他认为这种做法限制了联储的决策空间并扭曲了市场预期。他暗示上任后将限制官员的公开“喊话”，甚至可能改革新闻发布会制度，使政策信号更加集中、权威且不可预知。

2. 简评：“缩表+降息”组合的意义与操作空间

2.1 对全球金融危机后货币政策框架系统性纠偏

沃什的“缩表+降息”组合，是对 2008 年全球金融危机后特殊货币政策框架以及各国央行与财政耦合关系的一次系统性纠偏。

2008 年以来，由于先后经历全球金融危机、欧债危机，包括美国在内的大部分发达国家陷入需求不足和“低通胀陷阱”。与之对应的是，随着美欧日等经济体多轮 QE，主要发达国家货币政策框架以及央行与财政之间的关系发生了重大变化。比如美联储大量购买美国国债，资产负债表大幅扩张，客观上实现了财政赤字货币化，使货币政策与财政政策高度耦合。央行从市场的“最后贷款人”变成了“第一购买人”，极大地扭曲了价格发现机制。随着 2020 年疫情爆发，这种“央行—财政”的紧密绑定达到了史无前例的巅峰，货币供应量呈爆炸式增长。

然而自 2022 年起，全球宏观底色发生了趋势性逆转，使基于低通胀环境的旧框架显得格格不入。一是来自于供给侧的冲击，地缘政治动荡与局部战争频发，重塑了能源与粮食供应链。二是前期疫情对劳动力市场形成了较为长期供给冲击，后期劳动力供给冲击逐步更换为收紧的移民政策。三是贸易保护主义抬头，

特朗普再次加征关税，全球供应链逻辑也由“效率优先”转向“安全优先”。
四是 AI 浪潮引发了对芯片、清洁能源及关键矿产的巨额资本开支，形成了新的成本推升压力。在通胀中枢上移的新常态下，原本旨在应对通缩的“流动性陷阱”策略已显得落后于时代。

沃什的主张本质上是一场“制度层面的系统性纠偏”，试图终结央行作为“超级宏观调控者”的无限扩张时代，转而追求一个更可预测、更受规则约束且与财政保持距离的经典中央银行模式。沃什认为，应当（至少在一定程度上）回归 2008 年以前的货币政策框架，其核心在于：**一是**放松“财政部—美联储”的职权耦合，让央行回归纯粹的货币政策职能，不再作为财政赤字的终极接盘方。**二是**通过显著缩减资产负债表，减少央行对市场的行政干预，恢复金融市场的自发定价功能。**三是**通过主动收缩“量”来吸收过剩流动性并回防独立性，可以为“价”的适度下调腾出空间。

2.2 “缩表+降息”与“扩表+加息”的各自利弊如何？

首先聚焦传统路径，即“扩表+加息”。随着 2025 年 12 月美国银行业准备金接近监管需求底线，美联储推出 RMP 工具并开始技术性扩表。在这种情况下，一旦通胀高企，加息（或暂停降息）将成为应对的唯一手段。“扩表+加息”模式显然具有**改革成本低，流动性风险更可控**的特点，但其弊端也很明显。一是**债务可持续性**问题，在高额债务背景下，加息导致美国利息支出激增，甚至逼近国防预算。这迫使财政部发行更多债务而陷入恶性循环。二是**央行与财政的“深度捆绑”**，美联储沦为“第一购买人”而非“最终贷款人”。三是经济“**K 型复苏**”，扩表注入的流动性往往流向金融资产，维持资产价格高位；而加息却在杀伤实体经济，导致富裕阶层与普通民众的鸿沟进一步拉大。

相比之下，沃什提出的“缩表+降息”组合虽然在短期内具有挑战性，但从长远看也有一些优点。一是**降低实体成本与利息负担**，更增强了财政的可持续性，同时精准契合了通过低利率刺激增长的需求。二是**推动美联储“回归本位”**，通过放松银行业监管（如修改杠杆率规定），让商业银行体系重新成为美债的承接主体，将购债行为回归市场。三是**留出未来的政策空间**，一旦美联储的资产负债表重回健康水平，当面对下一次危机时，将拥有更广阔的政策干预空间。最后，在流动性风险问题上，美联储可以通过灵活调控缩表节奏（与放松银行监管同频）来预防流动性风险。

2.3 为推行政策，沃什首先需要顺利上任

沃什是否能顺利当选美联储主席仍有参议院投票一关要过。共和党参议员汤姆·蒂利斯（Thom Tillis）明确表示将搁置沃什的提名。他的理由并非反对沃什本人，而是要求司法部必须先停止对现任主席鲍威尔（关于美联储总部翻修超支）的“刑事调查”。由于参议院银行业委员会由 13 名共和党人和 11 名民主党人组成。在民主党议员一致反对的情况下，只要有一名共和党人（如蒂利斯）倒戈或弃权，沃什的提名就无法在委员会通过。

此外，民主党议员（以伊丽莎白·沃伦为首）在听证会上对沃什发起了猛烈攻击，主要集中在两个层面。一是质疑沃什会成为总统的“传声筒”，通过攻击他拒绝回答“2020 年大选结果”等政治问题，试图将其塑造成一个缺乏独立性的政治人物。二是猛烈抨击沃什超过 1 亿美元的私人财富及其与华尔街“大鳄”（如德鲁肯米勒，Stanley Druckenmiller）的关系，试图在道德层面削弱其公信力。

由于现任主席鲍威尔的任期将于 2026 年 5 月 15 日正式结束，如果到那时沃什仍未通过确认，鲍威尔或临时留任，但长期悬置将引发市场对政策连续性的恐慌。不过我们预计沃什的任命大概率会过关，可能最终会通过“政治交换”（例如停止调查鲍威尔）在涉险通过。

2.4 沃什的“缩表+降息”主张能否得到其他官员支持？

从支持沃什的官员来看，财政部长贝森特公开支持“缩表+降息”组合，核心诉求是降息能降低联邦债务利息支出、缩表回收流动性抑制通胀。美联储内部支持（或部分支持）的官员有则包括，1. 斯蒂芬·米兰（Stephen Miran，理事）：最坚定支持者，明确主张“缩表收紧长期流动性、降息对冲紧缩效应”，近期与四位经济学家合著发布了《美联储缩表用户指南》，公开呼吁同步推进。2. 米歇尔·鲍曼（Michelle Bowman，监管副主席）：支持缩表常态化与灵活降息，认同“缩表相当于隐性加息，可用降息抵消”的逻辑。3. 洛根（Lorie Logan，达拉斯联储主席）：支持有序缩表与利率灵活调整，认可政策组合的平衡思路。4. 沃勒（Christopher Waller，理事）：支持缩表与框架改革，对降息持开放态度，强调数据依赖。

从法律和程序上讲，美联储的框架改革并不需要“全票通过”，但实践中追求的是“广泛共识”。联邦公开市场委员会（FOMC）的决策（如利率调整、缩表节奏）通常采用简单多数表决制。如果沃什能争取到12位投票委员中的7位支持，他在法律上就能推行政策。但与此同时，美联储也有长期维护“共识”的传统。如果一项重大改革仅以微弱优势通过，会极大损害政策的公信力和市场预期。通常，主席会通过反复磋商，争取达成更统一的投票结果。

如果要改革美联储重大框架，一般需要：**1. 前期技术论证：**由美联储理事会的经济学家团队提交多份工作论文，论证“区间目标”或“加速缩表”的合理性。**2. 提出草案：**由沃什（若就任主席）或理事/地区联储主席提出改革草案，明确缩表节奏、降息触发条件、通胀目标调整等核心内容。米兰之前的《美联储缩表用户指南》就是该步骤的先行样本。**3. 内部研讨：**委员会召开闭门会议，多轮辩论政策可行性、风险与传导机制，同时征求美联储研究部门与市场专家意见。**4. 公开沟通：**发布讨论纪要、举办“Fed Listens”公开听证会，向市场与公众解释改革逻辑，吸收反馈意见。**5. 投票表决：**FOMC、正式会议投票，简单多数通过即可生效；若为框架性文件（如《长期目标与货币政策战略声明》），通常力求全票通过以强化政策公信力。

整体而言，沃什面临的不是“法律障碍”，而是“信誉挑战”。他需要通过与米兰、鲍曼等人的联手，在2025-2026年的框架审查中，用数据说服中间派委员（如威廉姆斯、巴尔金等），证明“缩表+降息”不会引发类似2019年或2023年那样的金融动荡，且执行效果优于目前的框架。

2.5 “缩表+降息”面临的宏观环境约束

不过在当前的宏观环境约束下，沃什倡导的“缩表+降息”组合在短期内面临严峻的技术性执行障碍，其实施窗口正受到三重压力的挤压。

一是地缘政治风险推升通胀预期，限制了降息空间。当前中东局势动荡及霍尔木兹海峡的实质性封锁推升了能源价格，使美国通胀预期明显抬升，极大制约了目前的降息空间。

二是美债供需失衡加剧了缩表风险。2026财年美国财政赤字依然高企，叠加关税退款压力与国防支出扩张，美债发行需求高企。此时若激进缩表，意味着美联储在私人部门避险情绪升温之际增加债券供给，或引发流动性风险。

三是监管放松与流动性承接存在时间错配。沃什方案的核心前提是通过放松银行监管（如改革 LCR 规则，修改杠杆率规定、去 SRF 污名化等）由商业银行承接缩表压力。然而，监管修订涉及跨部门协调及漫长的公众征求意见期，预计真正落地至少需 9-12 个月。在此政策空窗期内，若强行缩表将导致流动性枯竭。

综上所述，受限宏观技术条件，以及政策从提出到审议到落地需要较长时间，我们预计假设沃什 5 月份顺利上任，将在 5-12 月先进行言辞引导与制度铺路，此阶段很难看到实质性的降息或缩表动作。沃什或需要联合米兰（Miran）在理事会层面推动 LCR 等监管规则的修订草案。面对地缘政治导致的通胀韧性，沃什也将维持“鹰派姿态”以保护美联储的抗通胀信誉

2027 年，若宏观环境提供更加有利的条件，在监管放松政策正式生效后，真正意义上的缩表（或清理 MBS）才具备技术条件。届时，随着监管放松释放的流动性进入债市，沃什可能以此为理由，开启“降息+缩表”组合，但预计缩表进程将相当缓慢，且规模将远低于预期。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。