

## 沃什的美联储政策改革主张可行性几何

□ 刘涛 连平

2026年5月22日，凯文·沃什就任美联储第17任主席。当前，美国经济深陷结构性困境，经济滞胀隐忧挥之不去，联邦债务规模高速扩张、金融体系流动性风险不断累积，美元信誉下滑，多重矛盾交织叠加，压缩了传统货币政策的调控空间。为重塑美联储政策公信力，沃什试图构建一个体系相对完整的货币政策新框架。该框架以非常规的“缩表+降息”组合、重构通胀监测指标为核心支柱，辅以简化央行非核心职能、适当优化金融监管、弱化对市场的前瞻性指引、更好厘清货币与财政的政策边界等一系列配套措施。本文拟对相关政策主张的可行性及实施路径展开前瞻性分析。

## 缩表进程初期可能相对温和

“如果印钞机能安静下来，政策利率就能更低。”沃什的这一论断，将资产负债表收缩定性为实现高质量降息的必要前提。对于沃什而言，缩表绝非单纯回收流动性，而是旨在消除长期量化宽松（QE）导致的价格信号扭曲与资源配置错配。其本质是通过压缩美联储对市场的干预深度，迫使货币政策回归以利率锚为核心的传统调控范式。只有在资产负债表回归常态的前提下，利率工具的灵活性与有效性才能得到修复，从而避免陷入“宽松依赖症”。因此，缩表成为沃什货币政策框架中的重要前置条件，是沃什政策实施中必须首先推进的支柱性举措。

目前，美联储资产负债表已从峰值回落，但仍高达6.7万亿美元，庞大的过剩流动性不仅持续压制了美债市场的期限溢价，放大了金融投机行为，还通过资产价格通胀（Asset Price Inflation）进一步固化了美国社会的“K形”财富分化特征。同时，过高的准备金规模钝化了利率传导机制的敏感性，使得美联储在应对通胀或就业波动时，常规利率工具的校准难度加大，政策容错率被结构性压缩。然而，长期量化宽松的结果导致美国资本市场估值泡沫严重，若缩表力度过大，有可能提前引爆金融危机，缩表推进节奏不能不慎。

基于这一判断，沃什构建了“稳秩序，去干预，建长效”的缩表逻辑。核心目标分为三层：一是以有序节奏降低市场冗余流动性，抑制资产价格泡沫进一步膨胀，助推美债市场定价有效修复；二是弱化美联储常态化市场兜底的惯性角色，压缩央行对金融市场的干预深度，让利率形成更贴近市场化定价；三是推动货币调控框架走出对危机后非常规宽松的路径依赖，使央行资产负债表逐步收敛至与常态化货币政策职能相匹配的水平，增强政策长期稳健性与可预见性。

短期来看，沃什很可能不会采取类似于2022年每个月950亿美元的激进抽水方式，而是延续“自然到期不续投”的平缓路径，市场基准利率其回收量级可能在每个月400亿美元至550亿美元，以期国债停止再投资为主；房贷抵押证券（MBS）则因结构限制自然衰减，短期内不会主动抛售。在操作细节上，预计美联储仍将把到期本金不再续投作为默认规则，仅在流动性紧张时进行微量短期调节。

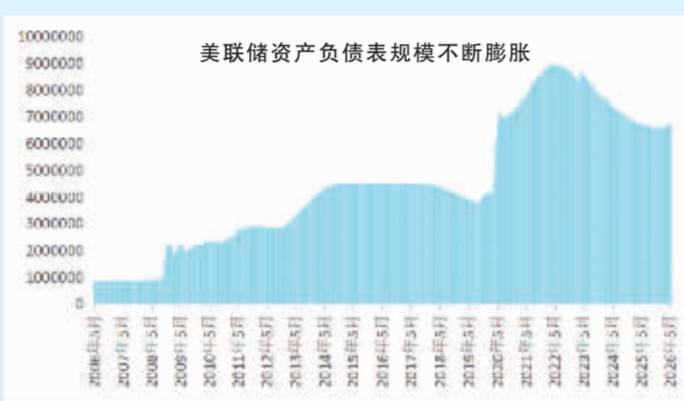
从中长期维度看，若要将资产负债表压缩至6万亿美元的阈值以下，单靠被动到期退出恐显乏力，届时政策重心或将更多转向制度层面的结构性改革。然而，这一进程也面临三重现实约束：

首先是监管规则的协调难题。调整SLR（补充杠杆率）等流动性监管规则虽被视为释放缩表空间的重要手段，但议题涉及跨监管机构博弈，协调成本高昂；且鉴于2019年回购市场动荡的前车之鉴，美联储内部对此态度趋于审慎，更倾向于将其作为托底保障而非前置条件。

其次是主动出售MBS的执行障碍。常态化抛售MBS虽见于部分智库倡议及沃什公开表达的倾向，但目前尚难构成决策层的明确议程；从理论探讨转化为实际执行，不仅面临工具操作层面的复杂性，在政治与市场沟通上也具有极大的不确定性。

最后是准备金范式的核心争议。最核心的分歧在于“充裕准备金制度”的存废。尽管沃什素来推崇回归危机前的稀缺准备金范式，但纽约联储等部门的实证研究警示，此举可能显著加剧利率波动。因此，更务实的路径或许并非彻底颠覆

- 沃什的降息逻辑并非传统的“预防衰退式”宽松，而是试图构建一套以资产负债表纪律为前提，以“AI通缩论”和“通胀监测指标优化”为理论支点，旨在对冲地缘风险与债务压力的新型框架。换言之，只有当市场确信美联储回归货币纪律、不再被通胀预期绑架时，有限的降息空间才会被打开
- 当前，沃什的降息之路面临三重阻力：一是通胀的超预期黏性；二是美联储内部的分歧与制衡；三是政治信誉陷阱
- 在短期观望和试探阶段（2026年底前），沃什的降息策略可能呈现出“观望为主，择机松动为辅”的节奏；在中长期政策落地阶段（1到3年），随着美国通胀趋势性回落，美联储政策重心将转向“缩表换降息”的常态化搭配



数据来源：圣路易斯联储，首席国际金融研究院



数据来源：达拉斯联储，首席国际金融研究院

现有框架，而是在缩减资产负债表规模与维持充裕流动性之间寻求动态平衡。

总体而言，沃什的缩表路径可能呈现“短期稳节奏，中长期改制度”的分层特征，全程坚持循序渐进、风险可控的原则，杜绝激进缩表引发流动性危机，以渐进式收缩叠加制度改革，有序完成资产负债表的常态化修复。

## 年内实施降息窗口狭窄

与前几任美联储主席相比，沃什很难被归入“鹰派”或“鸽派”，其降息逻辑并非传统的“预防衰退式”宽松，而是试图构建一套以资产负债表纪律为前提，以“AI通缩论”和“通胀监测指标优化”为理论支点，旨在对冲地缘风险与债务压力的新型框架。换言之，只有当市场确信美联储回归货币纪律、不再被通胀预期绑架时，有限的降息空间才会被打开。

当前，沃什的降息之路面临三重阻力。

首先是通胀的超预期黏性。2026年4月，美国PCE（个人消费支出平减指数）及核心PCE分别反弹至3.8%、3.3%；美联储最新发布的褐皮书显示，与中东冲突相关的能源成本是当前推高通胀水平的主要因素，其通过运输、包装、食品杂货和化肥等环节向整个经济体系外溢传导。据统计，美国4月全国汽油平均零售价格上涨12.3%，自中东地缘冲突爆发以来累计涨幅已超过50%。消费者对油价上涨的担忧增加，家庭支出行为开始受到影响。尽管近期油价有所波动，但中东地缘冲突相关溢价及关税传导效应仍未完全消退，若仓促降息，极易导致通胀预期脱锚。

其次是美联储内部的分歧与制衡。美联储核心决策机构联邦公开市场委员会（FOMC）的决策机制是集体投票制，主席仅拥有一票，任何重大政策转向都要获得多数委员的支持。当前FOMC内部对降息持谨慎甚至反对态度的委员占据多数，包括多位理事和地区联储主席；加之鲍威尔虽卸任主席但仍留任理事，这种可能在事实上形成了“双重心权力中心”格局，客观上增加了沃什统一思想、推动政策急转弯的难度。

最后是政治信誉陷阱。市场普遍视沃什为白宫方面的“政治盟友”，任何与市场环境背离的降息举动都可能被解读为屈从于白宫方面的压力，从而将进一步重创美联储的独立性。

短期观望和试探阶段（2026年底前）：沃什的降息策略可能呈现出“观望为主，择机松动为辅”的节奏。在能源价格受中东地缘冲突推升、关税通胀渗透尚未出清等背景下，没有任何强有力的数据能支撑连续降息情景。因此，最

可能的短期操作是：6月和7月会议维持联邦基金利率不变，美联储将在声明中进一步弱化降息的导向措辞，选择继续观望；一旦下半年出现油价下跌和美国通胀降温情景，沃什有可能会抓住时机推动一次25个基点的象征性降息。这并非宽松周期的重新开启，而是一次压力测试，意在向市场证明美联储拥有独立裁量权，既不被白宫完全裹挟，也不无谓地对抗经济基本

面和政策决策者。但从现实情况看，在当前市场预期逐步转向排除降息，尤其是鹰派力量不断释放加息警告的背景下，美联储年内降息的可能性已大大降低。6月5日，美国劳工部发布的数据显示，5月美国非农就业人口新增17.2万人，远超市场预期的8.5万人，加上3.4月数据合计上修9.3万人，美国就业连续三个月走强，进一步强化了市场预期的变化。除非下半年美国通胀数据显著回落，或就业数据大幅走弱，否则降息的窗口将趋向关闭。

中长期政策落地阶段（1到3年）：随着美国通胀趋势性回落，美联储政策重心将转向“缩表换降息”的常态化搭配。沃什可能尝试在银行体系流动性充裕可控的前提下，加速资产负债表收缩，以此换取利率下调的空间，实现“持续缩表+渐进降息”常态化搭配。持续验证供给侧通缩逻辑，分年度阶梯下调政策利率中枢，逐步向沃什认定的新中性利率靠拢；同时通过完善“双轨制”通胀监测体系，从制度层面固化宽松依据。

## 通胀监测指标改革难以一蹴而就

沃什认为，美联储沿用了20余年的通胀锚核心PCE作为政策研判工具略显“粗放”（rough），主张引入截尾均值PCE（Trimmed Mean PCE）指标并提高其权重。这并非单纯的技术调整，而是基于当下通胀数据失真、传统指标适用性下降的现实背景做出的政策优化尝试。

达拉斯联储编制的截尾均值PCE采用动态筛选模式，每个月对所有PCE价格分项进行涨幅排序，自动剔除当月涨幅极端偏高和偏低的权重数据，仅保留中间趋势性价格波动信息。这种计算方式不预设剔除品类，能够最大程度剥离短期噪音，呈现真实可持续的通胀走势。但值得注意的是，该模型的截尾比例沿袭了历史上剔除下跌支出权重24%、上涨支出权重31%的非对称规则，相关比例是基于历史物价长期“左偏”特征（大幅降价项目更多）设定，面对当前美国涨价品类大范围增多的物价“右偏”环境，客观上可能剔除更多涨价因素，从而掩盖实际通胀压力。从最新数据来看，达拉斯联

储截尾均值PCE中枢为2.35%，较整体PCE低1.45个百分点，较核心PCE低0.95个百分点。这一显著的数据缺口，直观反映了能源涨价、关税成本渗透与服务通胀分化带来的统计错位。

截尾均值PCE的引入，本质上是在重新定义“达标”的统计边界，有可能对美联储货币政策走向产生深远影响，客观上将为美联储后续降息起到数据支撑的作用。在传统核心PCE高企、直接降息空间受限的背景下，引入并提升截尾均值PCE指标权重有助于降低“达标”门槛，这正是沃什构建“缩表+降息”组合所需的理论支点之一。

不过，这一改革在美联储内部产生了明显分歧，并未形成统一共识。争议焦点集中于指标的合理性与潜在风险：美联储鸽派及技术派是此次改革的主要支持者，认为截尾均值PCE趋势清晰、抗干扰性强，能够规避传统指标的弊端，适配当下的经济环境，契合灵活调整货币政策的需求；但鹰派理事及部分市场机构持强烈保留态度，指出截尾均值PCE筛选规则相对模糊、透明度不足，可能低估真实通胀水平，重蹈2021年误判通胀的覆辙。

从政策前景来看，通胀指标改革难以一步到位落地。尽管沃什难以推动FOMC正式废除核心PCE，但其可通过议程设置权，在政策声明、新闻发布会中高频引用截尾均值PCE作为“补充视角”，逐步淡化核心PCE的锚定地位。这种渐进式调整既能回应白宫方面的压力，又可避免在美联储内部引发严重的冲突和信任危机。因此，短期内截尾均值PCE还无法完全取代沿用多年、被美联储鹰派和市场高度认可的传统核心PCE。美联储大概率会采取双指标并行的模式，适度提升截尾均值PCE的参考权重，兼顾数据趋势性与市场认可度。中长期来看，若通胀持续稳步回落且经济保持韧性，截尾均值PCE有望逐步巩固其作为核心参考指标之一的地位。

## 配套措施推进面临多重掣肘

为确保货币政策核心主张落地，沃什还提出了简化央行非核心职能、适当优化金融监管、弱化对市场的前瞻性指引、更好厘清货币与财政的政策边界等一系列配套措施。这些配套措施并非零敲碎打，而是一整套帮助修复美联储运行底层逻辑的制度工程。

简化央行非核心职能。沃什多次批评美联储过度涉足“政治化”议题，包括气候变化风险评估、社会公平、社区再投资法案配套监管等；他还系统性批判了QE滥用使得美联储膨胀为“政府的通用机构而非狭义的中央银行”。沃什

认为，上述“越界”行为导致美联储职能边界日益模糊、信誉受损。为此，他明确主张美联储回归“货币纪律守护者”的本位。从未政策走向看，美联储的央行职能精简受制于内部理念分歧、存量人事架构、部门资源固化等现实约束，更有可能面临来自地区联储的系统性抵制。因此，央行职能精简全面落地难度较大，整体节奏或长期偏缓，仅能以局部微调方式推进。

适度优化金融监管。沃什主张重塑美联储的监管边界，其核心逻辑是通过减轻银行体系的合规负担与准备金囤积激励，为深度缩表腾挪空间。具体体现为两个维度的调整：一是监管职能重新划分，将美联储在银行业并购审查的竞争评估色彩、CCAR定性裁量、“生前遗嘱”（Title I可信度评审）等微观管理型职能移交给货币监理署（OCC）与联邦存款保险公司（FDIC），使美联储得以回归“最后贷款人”而非“第一监管人”的角色；二是规则松绑，支持放宽补充杠杆率（SLR/eSLR）约束、扩容贴现窗口与常备回购工具（SRF）等应急流动性工具，旨在降低银行对超额准备金的预防性需求，提升其承接国债的能力，从而与缩表进程配合，从政策落地可行性看，规则松绑维度的确定性相对较高，贴现窗口与SRF优化属于行政规则修订，预计2027年底前可陆续落地；而监管职能重新调整则涉及《联邦储备法》相关条款修改，中短期内难以一蹴而就，较难就为是以机构间谅解备忘录、分工协定与执行细则调整等柔性方式渐次推动。

弱化对市场的前瞻性指引。沃什对现行美联储沟通框架的核心批评指向两点：一是点阵图被市场当成承诺而非分散预测，容易扭曲市场定价；二是前瞻指引在非零利率环境下固化了政策路径预期，容易束缚美联储决策的灵活性。为降低这些“噪音”和干扰，他主张减少高频政策“预期引导”，具体措施包括：淡化甚至取消点阵图；缩减议息会后新闻发布会频率，不再承诺每次会议后都举行发布会；压缩美联储官员公开讲话密度；删除决议声明中暗示后续利率方向的倾向性措辞。从现实情况看，沃什要改革沟通范式，可在主席权限内主导会议议程，推动减少议息会后新闻发布会频次（如恢复伯南克时代的发布模式，仅季度召开），甚至放弃提交自己的利率预测点，以此战略性地削弱点阵图的重要性，这些是短期内对外沟通最容易改变的部分。但要想完全取消预期引导，尤其是彻底取消点阵图、全方位压制美联储理事和地区联储主席的对外发声等，均离不开FOMC集体决策，无法由沃什独自推动，面临的阻力较大。

更好厘清货币与财政政策的边界。沃什以1951年“财政部-美联储协议”为参照，提出建立新版“财政部-美联储协议”的思路，旨在构建一套重新界定两大机构权力边界与协作机制的制度框架。综合巴克莱、德意志银行、Evercore ISI等市场机构的预测，该方案或将分三个梯次落地：基础版聚焦日常操作协同，美联储落地缩表前向美国财政部同步告知操作计划，美国财政部据此调整国债发行节奏，缓冲中端利率波动；进阶版主张将美联储持有的中长期国债逐步转换为短期国库券，同时与美国财政部协商将抵押贷款支持证券置换为短债，退出房贷市场；扩展版则更为激进，设想将美联储持有的MBS划转至房利美、房地美，并由美国财政部提供担保。这些设想看似美好，却深受美国联邦债务的现实制约。当前美国联邦债务突破39万亿美元，刚性付息已成为美国财政的沉重负担。短期来看，双方仅能落地基础版常态化沟通机制，如聚焦国债发行信息互通、流动性例行磋商、金融风险信息同步，依托纽约联储与美国财政部的常设操作协调渠道即可实现；而进阶版与扩展版改革核心则是将缩表配套成本、金融机构救助兜底、美债波动缓冲等相关风险从美联储剥离并转移给美国财政部及其他政府机构，这既会抬升财政部发债融资成本、额外增加财政或有负债，又与1951年“财政部-美联储协议”的法定权责相悖，很难得到美国财政部的积极配合，阻力远超过其他配套措施。

（刘涛系中国首席经济学家论坛国际金融中心资深研究员；连平系中国首席经济学家论坛国际金融中心院长）



中國證券網微信



上海證券報微信



上海證券報APP