

沃什时代开启：结构性货币政策改革下的长期美债抛售风暴

联合资信 主权部 | 程泽宇

- 沃什并非传统意义上的“鹰派”或“鸽派”，而是一位试图对美联储底层操作系统进行重构的制度变革者，其上任后美联储未来的政策走向将面临较大的不确定性，从货币政策逻辑、与市场关系到美联储独立性均存在变化的可能
- 降息之路：近期美国通胀数据走高降低了市场对美联储 2026 年降息的预期，甚至可能转向加息，虽然沃什希望采取结构性货币政策来调控通胀，在抗通胀与防风险之间寻找平衡，但该思路正面临严峻的现实挑战
- “缩表”之路：沃什“缩表”主张与当前美国财政扩张政策之间存在根本性矛盾，作为美国国债市场最重要的边际买家，美联储若推进“缩表”举措，不仅意味着减少对财政赤字的流动性支持，还会将巨量中长期国债抛回市场，直接加剧美债供需失衡



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



当地时间 2026 年 5 月 15 日，美联储主席杰罗姆·鲍威尔的任期正式届满，经美国总统提名并获参议院确认的凯文·沃什将正式接任美联储主席一职。沃什将于 5 月 22 日宣誓就任美国联邦储备委员会主席一职，美国总统特朗普届时将在白宫为沃什举行就职仪式。沃什就任美联储新任主席，或标志着美联储的货币政策框架正步入一个充满未知与挑战的全新周期。在此背景下，市场对美联储未来政策独立性及“缩表”预期的担忧已率先引发剧烈震荡，近期美债遭遇大规模抛售、长端收益率急剧攀升，正是市场对这一历史性变局做出的直接反应。

沃什并非传统意义上的“鹰派”或“鸽派”，而是一位试图对美联储底层操作系统进行重构的制度变革者，其上任后美联储未来的政策走向将面临较大的不确定性，从货币政策逻辑、与市场关系到美联储独立性均存在变化的可能

沃什就任美联储新任主席，或标志着美联储的货币政策框架正步入一个充满未知与挑战的全新周期，主要体现在以下三个维度的深刻变化：

一是货币政策逻辑。沃什的政策理念深受前美联储主席保罗·沃尔克影响，极度看重央行在遏制通胀方面的公信力，并认为过去长期依赖量化宽松（QE）导致资产负债表无序扩张，正是通胀失控的根源。因此，沃什主张将货币政策的重心从单纯调节资金价格（利率）转向管理资金数量（资产负债表规模）。沃什上台可能会采取“缩表+降息”的政策组合：即通过量化紧缩（QT）主动抽走金融体系中过剩的流动性，对市场产生类似加息的抑制效果。同时，美联储可以在不牺牲物价稳定目标的前提下，通过降低短期利率为实体经济提供经济动能以保持经济增长。

二是货币政策与市场关系。沃什对鲍威尔时代高度依赖宏观数据和模型预测的“数据依赖”模式持批判态度，美联储未来或降低政策前瞻的透明度，废除点阵图及前瞻性指引，从而避免市场产生政策路径依赖。沃什主张赋予决策者更大的自由裁量权，推动美联储转向结果导向的前瞻性政策模式，从而能够更敏锐地捕捉如 AI 技术革命等可能重构经济底层逻辑的结构性变量。

三是美联储独立性。尽管沃什极力强调其决策独立性，同时提出美联储需强化问责、推动部分领域制度调整，但外界仍旧质疑其能否抵御白宫的降息压力。未来美联储降息节奏取决于行政干预和美联储独立决策之间的博弈，如果货币政策被政治意图深度绑定，不仅可能扭曲市场预期，还可能导致市场因担忧央行独立性丧失而要求更高的长期风险补偿，进而侵蚀美联储政策传导的有效性。

降息之路：近期美国通胀数据走高降低了市场对美联储 2026 年降息的预期，甚至可能转向加息，虽然沃什希望采取结构性货币政策来调控通胀，在抗通胀与防风险

之间寻找平衡，但该思路正面临严峻的现实挑战

目前沃什货币政策的最大挑战在于美国通胀压力明显走高。尽管美国在页岩油革命后已转型为石油净出口国，但全球能源市场的高度一体化决定了中东地缘政治动荡仍将通过价格联动机制，逐步传导至美国本土并推升其通胀压力。受中东地缘政治风险升级影响，2026年3月WTI与布伦特原油期货价格均录得超40%的环比涨幅，在此基础上，2026年4月WTI原油期货价格环比上涨7.6%，布伦特原油期货价格环比上涨2.9%。上游成本激增迅速沿产业链向下游传导，直接推高了美国国内汽油、柴油等成品油零售价格，进而拉动能源分项及整体CPI走高。根据美国劳工部的最新数据，2026年3月美国CPI增幅同比上涨0.9个百分点至3.3%，4月CPI增幅同比继续上涨0.5个百分点至3.8%，创2023年5月以来新高。其中，3月和4月能源商品价格分别同比攀升19.4%和29.2%，成为推动美国CPI走高的核心驱动因素。

通胀数据走高扭转了市场对美联储2026年货币政策的预期，降息概率大幅回落，甚至可能转向加息，但这与沃什“缩表+降息”的政策组合存在一定矛盾。从理论角度看，沃什希望采取结构性货币政策来调控通胀，在抗通胀与防风险之间寻找平衡。一方面，对于经济过热、消费信贷扩张等需求拉动型通货膨胀，传统的加息手段依然是抑制总需求的有效工具。另一方面，对于由供应链错位、住房服务黏性以及商业地产风险引发的成本推动型通胀与流动性结构性失衡，沃什主张通过调控美联储资产负债表缩减银行准备金、抬升期限溢价来定向收紧长期金融条件，以此应对结构性的通胀压力；与此同时，配合降低短端融资成本，既能有效修复银行的净息差，防止实体信贷出现枯竭，又能避免单一、激进的加息对房地产等利率敏感部门造成过度限制。

但从实际角度看，沃什的结构性货币政策正面临严峻的现实挑战。首先，当前通胀已非单纯的局部问题，受中东地缘政治冲突所引发的能源价格飙升以及AI硬件需求扩张所引发的成本推动型通胀，已经将价格压力扩散至食品、物流等核心领域，且呈现出通胀粘性特征，这使得美联储精准区分需求型与成本型通胀并实施结构性操作变得更加困难。其次，美联储内部正面临严重的内部决议分歧。在4月的议息会议上，除以鲍威尔为代表的8名中间派投票维持利率不变外，其余4名委员全部投下反对票，其中3名委员为“鹰派”反对票，仅1名委员为“鸽派”反对票，美联储出现了自1992年以来最严重的投票分歧。然而，一直支持降息的美联储理事斯蒂芬·米兰也于5月14日辞职，为美联储未来降低预期降温。因此，沃什短期内或被迫把抗通胀置于优先地位，甚至不得不暂时搁置其降息承诺，转而采取更为谨慎的观望态度以换取市场信任与内部妥协。最后，“缩表+降息”的政策组合在实操中存在内在冲突，“缩表”会直接推高长端美债收益率、收紧实体融资成本，这不仅可能抵消降息带来

的宽松效果，还容易引发债券市场动荡与流动性危机，迫使沃什在复杂的政治博弈与金融市场震荡中，将政策重心重新拉回传统的紧缩轨道。

“缩表”之路：沃什“缩表”主张与当前美国财政扩张政策之间存在根本性矛盾，作为美国国债市场最重要的边际买家，美联储若推进“缩表”举措，不仅意味着减少对财政赤字的流动性支持，还会将巨量中长期国债抛回市场，直接加剧美债供需失衡

沃什“缩表”主张与当前美国财政扩张政策之间存在根本性矛盾。根据美国财政部数据，截至 2026 年 5 月 18 日，美国政府债务规模已突破 39 万亿美元，相当于其经济总量的 120%，预计 2026 年政府利息支出将继续超过 1.2 万亿美元，相当于 GDP 的比值（约 4%）继续创历史新高，债务可持续性受到挑战。再加上“大而美”法案等财政扩张政策，预计美国未来将新增数万亿美元财政赤字，财政部面临巨大的常态化发债需求。截至 2026 年 5 月 13 日，美联储持有美国国债 4.5 万亿美元，其中中长期国债约为 3.9 万亿美元，占比约 87.5%。作为美国国债市场最重要的边际买家，美联储若推进“缩表”举措，不仅意味着停止为财政赤字提供流动性支持，还会将巨量中长期国债抛回市场，直接加剧美债供需失衡。

若美国财政扩张与美联储“缩表”政策形成共振，将不可避免地引发严重的利率失控风险。首先，供需失衡将触发美债市场的负向反馈循环，近期市场已出现剧烈动荡信号。在财政部为填补赤字而大规模增发国债的同时，如果美联储采取“缩表”举措，不仅会直接回收基础货币，更可能动摇美联储作为美债最大边际买家的关键支撑，进而导致一级市场国债净供给激增与二级市场需求弹性骤降的矛盾日益凸显。近期，美国国债市场已遭遇剧烈抛售，作为全球资产定价锚的 10 年期美债收益率强势突破 4.5% 关口，30 年期美债收益率更是突破了 5% 大关，均创 2007 年以来新高，这正是美债市场负向反馈机制被触发的危险信号。

其次，美联储“缩表”将推高美债期限溢价，导致收益率曲线极端陡峭化。美联储“缩表”直接减少了银行体系的超额准备金，显著抬升了期限溢价中的流动性风险补偿成分，进而推动 10 年期及以上长端美债收益率剧烈上行。这不仅会大幅推高政府的融资成本，加剧利息支出对财政空间的吞噬，还可能引爆商业地产抵押贷款支持证券和利率互换市场中隐含的高杠杆头寸，将货币政策的内在矛盾外溢为系统性的金融动荡。

最后，“缩表”还可能带来严峻的流动性枯竭风险。如果美联储减少对美债购买，私营部门将难以独自消化如此庞大的美债供给，尤其是在当前回购市场融资压力加剧、对冲基金等杠杆资金承接能力有限的背景下，美债拍卖容易出现需求不足甚至流标的极端情况。一旦长端国债市场陷入流动性枯竭，不仅会重演甚至加剧类似于 2019 年

的回购市场危机，更会将融资压力传导至实体经济，引发信贷紧缩，最终反噬宏观经济的整体稳定。

综上所述，尽管沃什试图通过结构性货币政策在抗通胀与防风险之间寻求平衡，但其政策构想正面临严峻的现实挑战。“缩表+降息”的政策组合在实操中存在内在冲突，“缩表”不仅可能直接推高长端美债收益率、收紧实体融资成本，从而大幅削弱甚至抵消降息带来的宽松效果，更可能引发债券市场的剧烈动荡与流动性危机，迫使其政策框架在复杂的宏观环境中难以落地。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[全球央行“超级周”前瞻：“滞胀”压力下的两难选择](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。