

2025年09月05日

投資熱搜報

川普2.0 川普打擊聯準會獨立性， 投資布局的應對之道



剖析議題

- 川普宣布將罷免美聯儲理事庫克(Lisa Cook)，明年5月勢必任命效忠川普的主席，甚至可能撼動FOMC決策結構，Fed未來獨立性岌岌可危？

2025年09月05日

投資熱搜報

引言

川普在逼鮑爾下台失敗後，緊接著將矛頭對準理事庫克，指控她在申請房貸時有詐欺行為。看來川普2.0將對聯準會的運作獨立性與政策共識帶來自1951年《財政部-聯準會協議》以來最重大的威脅與挑戰。儘管透過法律途徑直接掌控該機構受到法規限制，但總統施壓與任命非傳統領導團隊的組合，將有可能從根本上改變美國貨幣政策的方向。

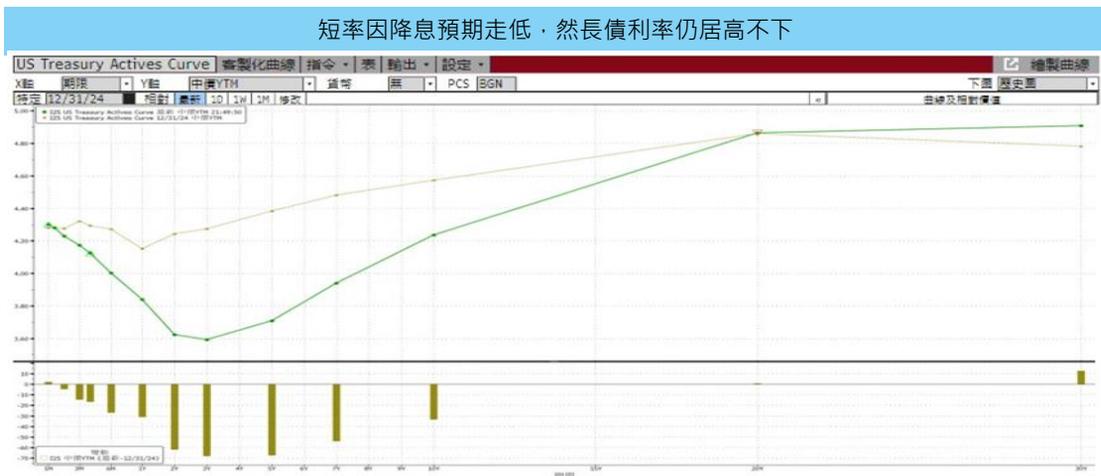
一、結論:對市場的影響

(1) 債市已開始反應對Fed喪失獨立性的擔憂

市場對於聯準會將可靠地對抗通膨的信念，是長期債券殖利率的「錨」。一個將成長置於價格穩定之上的政治化聯準會，將導致這個錨鬆動。投資者將要求更高的風險溢價來持有長期美國國債，以補償增加的通膨不確定性。這將導致長期殖利率上升和殖利率曲線變陡，即使聯準會正在降低短期利率，債券市場的波動性將顯著增加，因此，我們可以看到，當主席鮑爾在Jackson Hole的央行年會演說上立場偏鴿時，市場認為9月降息幾成定局，短率明顯下滑，然而長債殖利率卻依舊居高不下。

(2) 美股-企業獲利尚佳，仍處高檔震盪

股票市場將陷入降息的積極信號與停滯性通膨環境的負面現實之間的拉鋸戰，市場波動性預計將加劇。因降息預期引發的反彈，很可能隨著投入成本上升和消費者需求放緩對企業獲利的負面影響顯現而消退。擁有強大定價能力且對投入成本通膨敏感度低的企業可能會表現出色，而消費者非必需品和高槓桿行業將受到衝擊，整體的股權風險溢價可能會上升。建議採取防禦性姿態，專注於資產負債表強勁且具有定價能力的優質公司。應避免對利率上升敏感的週期性股票和長存續期成長股。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理 · 製表時間:2025.09.01

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年09月05日

投資熱搜報

(3) 美元-長期信譽將受損

美元作為世界主要儲備貨幣的地位，是建立在美國制度信譽的基礎之上，其中最重要的是聯準會。如果市場認為聯準會不再是可靠的通膨鬥士，並受到政治的嚴重影響，全球對美元作為穩定價值儲存工具的信心將會受到侵蝕。**這可能導致美元對一籃子擁有更正統央行國家的貨幣出現結構性、多年的貶值。**

(4) 大宗商品

在通膨上升、貨幣貶值和政策不確定性的環境中，資本將流向無法由政治命令創造的有形資產。抗通膨資產將受青睞，黃金是主要受益者，它直接對沖了通膨和對法定貨幣信心喪失的雙重風險。其他實體資產，如大宗商品和房地產，也可能看到需求增加，價格上漲的趨勢。

二、川普真的能解雇庫克嗎？

聯準會獨立性的基石在於其治理結構的設計，旨在將貨幣政策決策與短期政治壓力隔離開來。其中最關鍵的法律保障，便是《聯邦準備法》中對理事會成員任期的規定。該法案明確指出，理事的任期為14年，且只能「因故被總統解職」(removed for cause by the President)。這項保護措施與大多數內閣官員截然不同，是維護聯準會獨立性的核心條款。

法律分析顯示，「因故解職」的門檻極高。歷史判例與法律學界的普遍共識認為，這通常需要證明官員在任職期間有瀆職或不當行為，而非僅僅基於其上任前的個人行為指控。此外，確了解職原因需要經過正式的法律程序，給予當事人為自己辯護的機會，這是一個嚴謹的法律過程，而非總統單方面可以決定的。近年來，美國最高法院在相關案件中也釋出信號，認為聯準會具有獨特的地位，其理事可能比其他獨立機構的官員享有更強的法律保護。

然而，當前的政治環境正在測試這項法律保護的極限。法規的文字雖然提供了堅實的法律盾牌，但總統的公開行動卻能將其轉化為政治武器。**總統公開宣布解僱一名理事，即使最終在法律上無法成功，然其行為本身就已產生巨大的政治效應。首先，這迫使該理事陷入一場耗費巨大且備受矚目的法律戰，分散其履行職責的精力。**其次，這在市場和公眾心中製造了不確定性，削弱了對該理事乃至整個機構權威性的信任。最重要的是，此舉向所有現任及未來的理事會成員傳達了一個清晰的信號：堅持獨立性將會付出高昂的政治代價與個人法律風險。這種策略的目標或許並非在法庭上獲勝，而是透過恫嚇與壓力，侵蝕支撐聯準會獨立運作的長期規範，從而實現對貨幣政策的間接影響。這代表了一種新型態的威脅，其破壞力不在於法律上的成功，而在於其對制度性規範的侵蝕。

2025年09月05日

投資熱搜報

三、庫克事件是一場政治恫嚇的案例

2025年8月25日，川普總統宣布解僱聯準會理事莉莎·庫克 (Lisa Cook) 並立即生效，理由是庫克在加入理事會前涉嫌抵押貸款詐欺。這些指控最初由川普任命的聯邦住房金融局 (Federal Housing Finance Agency) 局長比爾·普爾特 (Bill Pulte) 提出。庫克理事是聯準會歷史上第一位黑人女性理事，她拒絕辭職，並明確表示總統沒有合法權力解僱她，誓言將透過法律途徑挑戰此決定。8月28日理事庫克已提起訴訟，控告美國總統川普越權解僱，而根據彭博報導，庫克的律師暗示，川普解僱所依據的抵押貸款糾紛可能源於無意的「文書錯誤」。

庫克提告要求阻止川普的「非法企圖」，稱其理由是虛假藉口，不足以構成將她免職的「正當理由」。在庭文件中，她的律師首次提出潛在的辯護理由，回應對庫克在2021年申請房貸時，將位於密西根州和喬治亞州的房產虛假申報為「主要住所」的指控；聯準會官方則表示將遵守任何法院的最終裁決。目前最新的進展是由前美國總統拜登提名的美國地區法官Jia Cobb訂美東時間8月29日上午10時，在華盛頓聯邦法院就庫克提出的限制令舉行聽證，可能最終由美國最高法院裁定。

此並非獨立事件，而是川普長期以來試圖影響聯準會政策的延續。在今年一上任，他就多次公開批評聯準會主席鮑爾 (Powell)，施壓要求其降低利率以刺激經濟。在逼迫鮑爾下台未果後，川普又將矛頭指向庫克，此被廣泛視為一種戰術性操作，旨在加速重塑聯準會理事會的組成。

這一舉動的深層動機顯而易見。川普政府一直將聯準會視為其經濟議程的障礙，特別是聯準會不願完全配合其降息要求。在理事庫格勒 (Adriana Kugler) 辭職後，理事會已經出現一個空缺，川普已選定由提出「海湖莊園協議」的米蘭博士接任。若能成功移除庫克，將立即創造出第二個可供填補的席位(其任期至2038年)，這將大幅縮短川普任命的理事在理事會中佔據多數所需的時間。

若川普成功罷免理事庫克，將以4:3掌握多數理事席位



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理 · 製表時間:2025.09.01

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年09月05日

投資熱搜報

四、誰是接任鮑爾的熱門人選？

主席鮑爾任期將於2026年5月屆滿，屆時川普肯定會選一位忠誠於自己的主席，以貫徹其意志。目前市場認為接替鮑爾擔任下屆主席熱門人選包括現任理事Waller、NEC主席Hassett、前理事Warsh及現任理事Bowman等。很顯然的上述人選都是偏向迎合川普的，為了投其所好，讓自己雀屏中選，最近的言論都是偏向鴿派。

原本呼聲最高的Warsh主張對聯準會的運作方式進行一場「體制變革」(regime change)，批評該機構已喪失信譽，且在政策調整上反應遲緩。沃許的核心提議是建立一個新的「財政部-聯準會協議」(Treasury-Federal Reserve Accord)，明確呼籲兩大機構之間進行協調，共同管理國家債務並壓低長期借貸成本。他同時支持在大幅縮減聯準會資產負債表的同時降低利率，這是一種非傳統的政策組合。Warsh的觀點直接挑戰了自1951年以來關於央行獨立性的共識。當年的《財政部-聯準會協議》正是為了將聯準會從必須應財政部要求將政府債務貨幣化的義務中解放出來，因為歷史證明這種做法是通膨的溫床。Warsh的框架將價格穩定的目標置於政府財政需求之下，這意味著聯準會的獨立性將被實質性地削弱，貨幣政策可能被迫為財政赤字融通服務，其他幾位人選的想法應該也和Warsh相去不遠。



資料來源：Bloomberg BI，永豐投顧整理，製表時間:2025.09.01

2025年09月05日

投資熱搜報

五、川普的手可以伸多長? 除了主席、理事、還包括地區銀行總裁?

聯準會的最高決策機構是位於華盛頓的理事會，由七名理事組成。這些理事由總統提名，經參議院確認後任命，任期長達14年。隨著理事庫格勒的辭職和庫克可能被罷免，新政府可能立即有兩個空缺席位可以填補。加上川普第一任期內任命的理事鮑曼 (Michelle Bowman) 仍在任，這為新政府迅速在理事會中建立4比3的多數優勢提供了一條清晰的路徑。

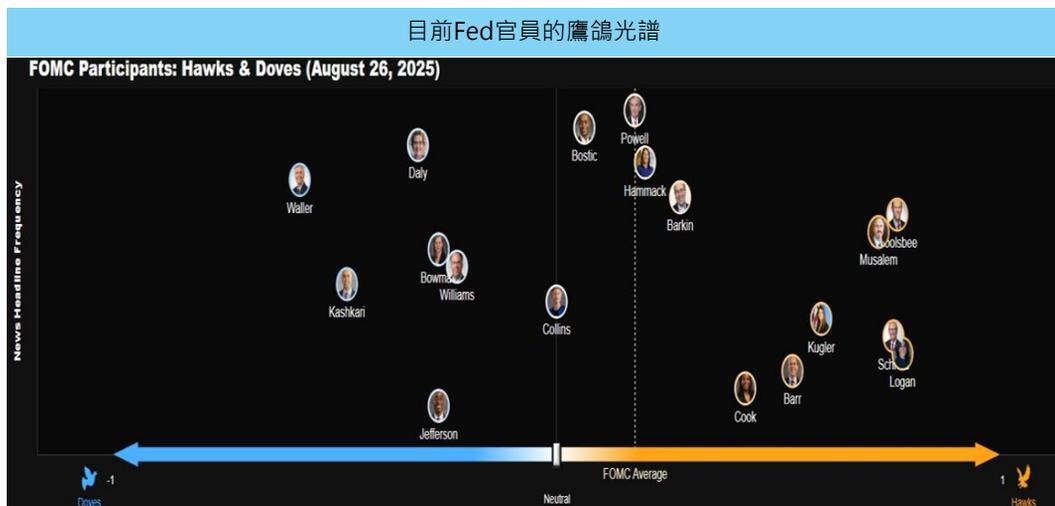
一旦在理事會中掌握多數，新政府將能控制聯準會的監管議程，對主席的政策方向產生重大影響，並在決定利率政策的聯邦公開市場委員會 (FOMC) 中擁有永久的多數票。

地區堡壘：一個制衡權力的制度性設計

然而，聯準會的權力結構並非完全集中在華盛頓。12家地區聯邦準備銀行的總裁在貨幣政策制定中扮演著關鍵角色，而他們的產生方式與理事會截然不同。地區聯儲總裁並非由美國總統任命，而是由其各自銀行的B類和C類董事 (代表公眾和產業的非銀行界人士) 任命，並需得到華盛頓理事會的批准。

這種獨特的結構形成了一道重要的防火牆：白宮無法直接安插其屬意的人選擔任地區聯儲總裁。雖然一個新的理事會理論上可以否決它不喜歡的候選人，但它無法單方面任命自己的人選，這個過程旨在反映地區經濟的多樣性，並使FOMC的核心組成部分免受中央集權的政治控制。

聯準會的聯邦主義結構對完全的政治掌控起到了關鍵的制約作用。FOMC共有12名投票委員，包括7名理事和5名輪值的地區聯儲總裁 (其中紐約聯儲總裁擁有永久投票權)。一個政府可以透過任命理事會成員，隨著時間的推移獲得7票的多數。然而，它無法直接控制另外5名投票委員的選擇，這些委員是分散式、半私人化遴選過程的產物。至少目前還有一些立場偏鷹的官員在任。



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理，製表時間:2025.09.01

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年09月05日

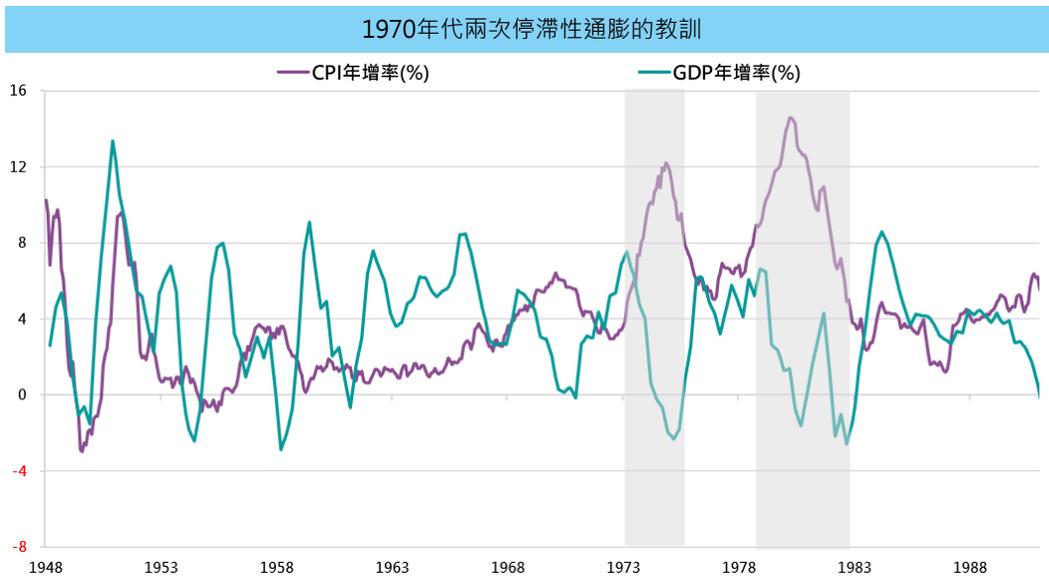
投資熱搜報

如果川普執意控制FOMC成員，這將創造出一種動態：一個政治立場一致的理事會可能會持續面臨來自地區聯儲總裁的反對，後者是由地方董事會任命並對其負責。這將導致更多的分裂投票、在FOMC會議紀錄和記者會上出現公開分歧，以及相互矛盾的政策信號。其結果不是一個順從的聯準會，而是一個功能失調、難以預測的聯準會。對市場信心而言，一個分裂且不可預測的聯準會，其破壞性可能不亞於一個完全被政治綁架的聯準會。

六、聯準會喪失獨立性的最大風險—停滯性通膨

川普今年初一上任馬上就推出關稅政策，對貿易對手國普遍徵收關稅，並利用談判要求各國赴美投資、購買美貨，雖然現在通膨還未明顯上升，但此只是傳導過程較為緩慢，各界預期關稅作為一種供給衝擊，會提高企業的進口成本和消費者的最終價格，從而助長通膨。與此同時，關稅所引發的貿易政策不確定性會導致企業推遲投資和招聘決策，進而拖累經濟成長。

現實世界的證據已經在驗證這一傳導機制。許多大型零售商和製造商的財報中已將關稅列為成本壓力和利潤侵蝕的主要來源，這證實了政策如何直接影響企業的經營表現。而聯準會喪失獨立性最大的風險就是產生停滯性通膨，這在1970年代已經有過兩次教訓。



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理 · 製表時間:2025.09.01

2025年09月05日

投資熱搜報

(1)第一次通膨失控的主因，緊縮政策不到位，屈從政治壓力過早降息

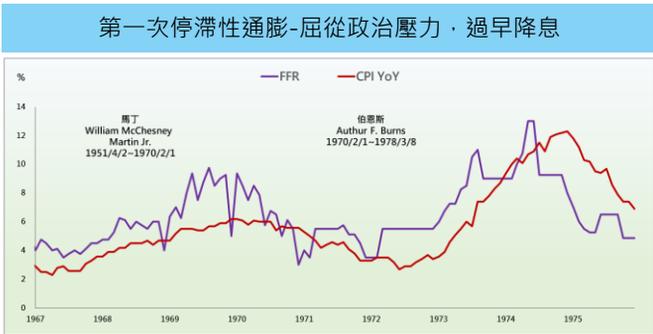
當時聯準會主席馬丁於1965年底曾宣佈調高貼現率50bp抗通膨，然遭到詹森總統反對。馬丁因此提出條件:如果政府能削減財政支出，並且加稅降低需求，則Fed可以不升息。詹森因此同意對企業及個人徵收1年的額外附加稅，馬丁因而調降了貼現率。然因加稅只有一年期間，總需求並未因此減少。

1969年Fed開始積極升息，抗通膨稍見成效，然伯恩斯上任後因1970經濟瀕臨衰退轉為降息，之後雖轉向升息，然因擔心石油禁運會帶來經濟衰退，因此在1973/8轉向降息，隨後在石油禁運影響消退後再度收緊，然因1974/7經濟成長開始轉弱，雖通膨尚未觸頂，伯恩斯卻在尼克森總統的政治壓力下屈服，於1974/7就轉向快速降息，導致通膨持續上升至1974/12的12.3%，直到1976年底才回落至5%左右。

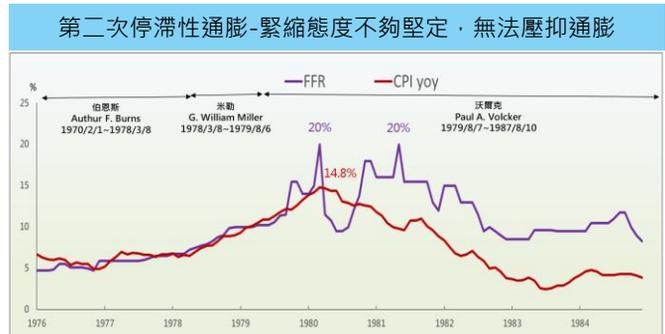
(2)第二次停滯性通膨，仍因Fed緊縮態度不夠堅定，無法壓抑通膨

當時Fed主席米勒認為只要失業率在充分就業水準附近，就可以維持寬鬆貨幣政策，在1974/3Q起Fed開始降息，同時調降存準率，導致貨幣供給快速上升，1976/2 M2 YoY達到13.81%；

1979/8 沃爾克接任Fed主席，面對居高不下的通膨，沃爾克堅定採取緊縮性貨幣政策，首先在1980/3啟動信貸控制計畫，透過存準金控制貨幣供給，將FFR調升至20%水準，其代價即為W型經濟衰退。雖然來自總統的壓力不斷，沃爾克仍堅持Fed獨立性，將利率維持在高於限制性的水準，終於有效控制通膨，成為抗通膨最成功的典範。



資料來源：CEIC，永豐投顧整理，製表時間:2025.09.01



資料來源：CEIC，永豐投顧整理，製表時間:2025.09.01