

2026年02月03日

投資熱搜報

川普2.0

聯準會迎來華許時代，資產配置怎麼調整？



引言

美國總統川普於1/30宣佈將提名前聯準會理事凱文·華許(Kevin Warsh)擔任下一任聯準會主席，接替即將於5月任期屆滿的鮑爾。這不僅是一次單純的人事更迭，更代表著Fed將進入強調供給側改革、矯正量化寬鬆(QE)後遺症，並試圖將貨幣政策重心從「華爾街」導向「實體經濟」的「華許時代」。

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。

2026年02月03日

投資熱搜報

一、川普為何在最後一刻選擇華許？

在川普的第二任期內，他對聯準會的「改造」已從首任期的社交媒體施壓升級為系統性的體制重塑。選擇華許，反映了川普試圖在「行政忠誠」與「市場信譽」之間尋找一個精準的平衡點。

1.深厚的政治與家族紐帶：

華許的岳父羅納德·勞德(Ronald Lauder)是雅詩蘭黛(Estée Lauder)家族繼承人，更是川普自大學時期以來的長期密友與重要金主。這層私人關係為華許提供了其他技術官僚難以企及的信任基礎，這為華許在政界和商界都提供了獨特的人脈資源。

2.華爾街的廣泛背書：

華許曾在摩根士丹利(Morgan Stanley)併購部門工作多年，對市場運作邏輯瞭若指掌。2025年底，摩根大通(JPMorgan Chase)執行長傑米·戴蒙(Jamie Dimon)曾公開表示支持華許，認為他會是一位「出色的主席」。這種背景有助於緩解市場對川普選出「政治傀儡」的擔憂。

3.危機處理的實戰經驗：

華許在2006年以35歲之齡成為聯準會史上最年輕的理事，並在2008年金融危機期間擔任聯準會與華爾街、白宮之間的重要協調人。這種在極端壓力下工作的能力，使其在參議院提名聽證會中具有更強的說服力。

4.在2025年多次發言支持降息

川普很明顯是想提名一位鴿派的聯準會主席，可以將政策利率大幅調降。過去華許的理念較偏向鷹派，但也許是為了迎合川普以爭取此職位，去年多次發言表態支持降息，只是強調降息必須與縮表並行。

華許在2025年的發言

時間地點	觀點	相關表態
2025年4月25日 Central Banking at a Crossroads 演講	聯準會職責已經偏移，需要對美國債務激增負責	聯準會更像是政府的通用機構，而非狹義的央行。制度漂移與聯準會未能滿足其法定職責的核心部分——價格穩定，還導致了聯邦支出的爆炸式成長。
	聯準會獨立性取決於自身，但該受到強有力的監督	我堅信貨幣政策的操作獨立性是一個明智的政治經濟決定。我相信聯準會的獨立性主要取決於聯準會自己，這並不意味著 Fed 官員應該被當作王子特殊對待。當貨幣政策結果不佳時，聯準會應該受到嚴肅質疑、強有力的監督，犯錯時應該接受批評。
2025年5月28日 Hoover Institution 採訪	反對在經濟良好時期仍大規模擴表	當聯準會印鈔數兆美元，尤其是在良好時期，它會有後遺症。
2025年7月13日 Fox News 採訪	主張降息與縮表並行	聯準會的政策組合完全錯誤，它有一個龐大的資產負債表，就像我們處於2008年危機或2020年疫情中一樣，而利率又太高。它需要縮表並降低利率，這樣市場就能獲得更低的信貸成本。
2025年7月17日 CNBC Squawk Box 採訪	明確聯準會的職責邊界	我們需要一個新的財政部 - 聯準會協議，就像我們在 1951 年所做的那樣，當時也是在我們積累了國家債務、央行與財政部目標相悖的時期之後。這就是現在的情況。
2025年9月 Hoover Conference	主張降息與縮表並行	較小的資產負債表有許多好處，包括更好的經濟結果。我們有兩種政策工具，彼此不完美的替代品，有時相互矛盾，有時協同工作。但如果印鈔機可以安靜下來，你就可以有較低的政策利率。
2025年11月《華爾街日報》專欄	通膨與 AI	AI 將是一股顯著的反通膨力量，提高生產效率並增強美國競爭力。生產力提高應該會推動實際稅後工資的顯著成長。聯準會應該拋棄通膨是由於經濟增長過快、工人工資過高造成的既定印象。
	主張降息與縮表並行	聯準會的資產負債表可以大幅縮減，這樣可以以較低利率的形式重新部署，以支持家庭和中小企業。

資料來源: 永豐投顧整理，製表時間: 2026.02.02

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。

2026年02月03日

投資熱搜報

二、華許的政策理念：「實用貨幣主義」下的制度重建

華許的政策哲學並非傳統意義上的「鴿派」或「鷹派」，而是一種帶有鮮明供給側色彩的改革主義。他認為聯準會近年來過度介入社會與政治議題，而忽視了維持物價穩定的核心職能。

1. 「縮表+降息」的邏輯

(1)縮表(QT)是降息的前提：華許的核心主張是透過縮減資產負債表來穩定通膨預期，進而為降低名目利率創造空間。他認為聯準會在非危機時期維持龐大的資產負債表是通膨的根源，這實際上是在補貼政府的借貸成本並助長赤字。

(2)糾正「反向羅賓漢」效應：華許曾批評長期的量化寬鬆(QE)是一種將財富從工薪階層轉移至持有資產的富裕階層的「反向羅賓漢」行為。他主張透過QT回收流動性，扭轉「資金脫實向虛」的現象，迫使銀行從「躺平吃準備金利息」轉向為實體經濟提供信貸。

(3)中性利率的再定義：雖然被視為鷹派，但華許近期表示目前的利率水準比中性利率高出50至100個基點，並認為中性利率應在3%左右。這與川普降低融資成本的訴求在邏輯上達成了共識。

2. AI驅動的反通膨效果與去監管

(1)AI作為供給側突破：華許在《華爾街日報》撰文指出，人工智慧(AI)是強大的反通膨力量，能夠顯著提高生產力。他認為聯準會應該拋棄「經濟過熱必然導致通膨」的教條，因為AI帶來的生產力提升可以在通膨穩定的情況下支援更高的經濟增長，這為他未來支援降息提供了理論基礎。

(2)放鬆金融監管：他強烈支持川普政府的去監管議程，主張調整補充槓桿率(SLR)以提升銀行對美債的需求，並降低中小銀行的監管標準，以刺激信貸成長。

華許降息與縮表的政策組合

政策工具	操作路徑	戰略分工
基準利率	趨於下行 (向 3% 中性利率靠攏)	減輕實體經濟 (Main Street) 融資成本，支持生產力投資
量化緊縮 (QT)	加速縮減Fed資產負債表，目標回歸「稀缺準備金」	回收金融體系過剩流動性，防範資產泡沫與貨幣貶值。

資料來源: 永豐投顧整理，製表時間:2026.02.02

2026年02月03日

投資熱搜報

(3) 美聯儲職能的「聚焦」與「回歸」

- 從依賴後視鏡導向趨勢前瞻：華許批評聯準會過度依賴「數據」與「點陣圖」等指標，他傾向於「依賴趨勢」來做決策，減少官員發言頻率，恢復決策的靈活性。也就是說，華許上任後美聯儲將經歷一場改革，從對短期噪音的「數據依賴」(Data-depedent)轉向對長週期、結構性變革的「趨勢依賴」(Trend-dependent)。華許的核心信念在於：「通膨是一種選擇(Inflation is a choice)」，這反映出其拒絕將物價波動視為不可抗力，而將其歸結為制度性決策的結果。
- 新財政部-聯準會協議：他呼籲比照1951年的模式，與財政部長貝森特(Scott Bessent)達成協議，明確各自職責：聯準會負責利率與物價，財政部負責財政帳戶，避免角色混淆與財政貨幣化。

三、誘發生產力的賭注

華許利用「AI 生產力繁榮」作為其「非典型鴿派」邏輯的基石。這是典型的「格林斯潘式賭注」：

1. 理論邏輯：華許認為 AI 的擴散正在重塑美國的生產力，若生產力提升，則更高的經濟增速與更低的利率將不會引發通膨。
2. 戰略博弈：此假設成為連接華許「健全貨幣」聲譽與川普降息訴求之間的「知識橋樑」。然而，這本質上是一場高風險的宏觀賭局。若 AI 推升經濟的成長結果未達預期，提前降息將可能直接導致1970年代式的停滯性通膨重現，美聯儲的信用將面臨嚴重打擊。

華許的政策理念

領域	華許政策立場	華許主要觀點
通膨	明確的鷹派傾向	提出「通膨是一種選擇」。認為通膨主要源於聯準會的政策失誤與貨幣超發，而非僅由供應鏈或地緣政治等外部因素導致。
利率政策	支持降低利率，但需結合改革	他雖在2025年底表態支持「適度降息」，但反對川普提出的「降至1%」目標，強調政策須「錨定長期通膨預期」而非短期政治壓力；聯準會膨脹的資產負債表可以大幅縮小，並可用較低利率的方式重新配置，以支持家庭與中小型企業。
資產負債表	支持大幅縮小資產負債表	「聯準會龐大的資產負債表已演變為一種財政政策工具，扭曲了市場訊號，並削弱其履行雙重使命的正當性。」他明確主張「大幅縮減資產負債表」，認為「目前規模已遠超『充足準備金』所需」，並強調「應優先透過縮表而非降息來實現政策正常化」。
人工智慧	成長導向 / 鴿派邏輯	他認為AI是強效的「去通膨」力量。AI能顯著提高生產力，使工資成長不再必然導致通膨；聯準會應放棄「經濟成長過快必然導致通膨」的陳舊教條。
政策框架	主張回歸貨幣數量與制度約束	他認為聯準會存在「公信力赤字」，呼籲「制度性變革」，放棄2020年引入的「平均通膨目標機制」。他質疑聯準會過度依賴「黑箱式DSGE模型」，並直言「貨幣政策與貨幣無關」的信條是根本性錯誤；主張政策制定應回歸對廣義貨幣供給量與基礎貨幣動態的監測。
政策溝通與前瞻指引	主張溝通應聚焦制度可信度	他認為「在正常時期，前瞻性指引幾乎毫無作用」，其價值僅限於極端危機階段；主張溝通應轉向「維護央行信譽、透明度與制度邊界」，而非提供精確的利率路徑承諾，因其「易被誤讀且加劇市場波動」。
財政與貨幣協同	協同導向	建議建立「政策聯盟」。主張聯準會應與財政部加強溝通協作，使貨幣政策與國家的財政目標與成長戰略更一致，而非孤立運行。
美元立場	保守穩健	長期支持「強勢美元」。認為穩定的貨幣是經濟長期成長的基石，反對透過人為干預貨幣貶值來取得短期貿易優勢。
聯準會獨立性	批判性獨立	在支持獨立性的同時，強調聯準會必須對民眾負責。認為目前的獨立性被誤用來掩蓋政策失誤，主張回歸維持物價穩定的核心使命。

資料來源: 永豐投顧整理，製表時間:2026.02.02

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。

2026年02月03日

投資熱搜報

四、華許上任後的市場預判：美股、債、匯市的「華許時代」路徑圖

華許預計將於2026年5月16日正式接掌聯準會。在其領導下，貨幣政策將從「事後補救」轉向「事前預防」，此將重塑各類資產的定價邏輯。

1. 美債市場：殖利率曲線的「熊陡」演變

(1)短期路徑：由於華許傾向於透過縮表換取降息，預計2026年下半年短端利率將隨2-3次降息(約75BP)而下行。

(2)長端風險：縮表計畫會減少聯準會對長債的需求，加上財政赤字壓力，長端殖利率(10Y、20Y、30Y)可能出現上行壓力，殖利率曲線可能出現結構性陡峭化(Steepening)，持有長債的投資者應警惕期限溢價回升的風險。

2. 匯市展望：美元難見大幅貶值

華許並不贊同川普的「弱勢美元」訴求，他認為美元的強勢應來自實際回報(Real Returns)的增長。在AI驅動的成長預期下，美元可能在2026年維持相對穩健走勢，短期內難見大幅貶值。

3. 美股市場：風格切換與「實體」回歸

(1)板塊分化：金融板塊將是最大贏家，受惠於銀行去監管與利差擴大；傳統工業與能源板塊則受益於供給側改革。

(2)高估值科技股承壓：高估值的成長股(尤其是那些缺乏實際獲利、僅靠未來願景而股價飆漲的公司)將面臨長期實際利率上升與流動性回收的估值壓縮壓力。但AI領先的優質企業由於能提升生產力，將獲得「華許認同」的政策溢價，股價可望更上一層樓。

2026年02月03日

投資熱搜報

五、投資者該如何布局「華許實驗」？

凱文·華許若能大刀闊斧的改革聯準會，實際上是美國試圖拆除長達15年的「QE依賴症」的一場大膽實驗。對全球金融市場而言，此意味著「低利率、低波動、高槓桿」的操作模式將告終。

因此，策略性建議如下：

- 1. 防範流動性溢價的消失：**投資者應減少對高度依賴聯準會「大水漫灌」之資產的配置，增加對具備實體獲利與生產力提升(如AI)之核心企業的關注。
- 2. 美債以佈局中短債為主：**建議存續期保持中短期(3-5年)，避免過度押注單向降息。長端美債殖利率如GT10若觸及4.4%以上，可能是較好的短期進場機會。
- 3. 黃金仍具備長期錨定價值：**雖然1月30日金價出現重挫，但在美國財政可持續性隱憂揮之不去(2034年債務/GDP預計達127%)與地緣政治局勢緊張的背景下，黃金仍是應對風險的最佳對沖工具。
- 4. 緊盯2026年6月FOMC：**這是華許就任後的首秀，屆時他對「縮表」與「AI反通膨」的定調，將決定未來四年的全球金融主旋律。

在「華許時代」，單純觀察「點陣圖」、FedWatch已不足夠。投資者必須具備分析供給側生產力與聯準會體制改革的能力。正如華許所言：「通膨是一種選擇」，未來的財富分配，也將取決於我們對這場「選擇」的精準解讀。