



▶特朗普試圖通過一系列行政手段直接控制生活成本，而非依賴美聯儲的貨幣政策。

進入新的一年，特朗普連續霸榜國際新聞頭條，內外事務全面出擊：對內政策嘗試修復K型經濟，對外事務激進地尋找個人中期選舉和國家利益的「公約數」，對AI敘事提供更加友好的宏觀環境。

警惕美政策風險外溢

2026年美國中期選舉的核心是解決可負擔性問題，特朗普的對內政策也圍繞這一問題展開，從中可以明顯觀察到：貨幣的作用更窄，財政的作用更廣，傳統的經濟政策框架正在被白宮行政權所替代。當大家在思考「新舊聯儲主席、聯儲獨立性」等話題時，也意識到貨幣政策的作用越來越有限，行政手段越來越直接。未來一年，我們會看到越來越多來自白宮的「非常規經濟政策」。

在此背景下，政治經濟學的視角越發重要。2026年將是特朗普將其行政權無限放大的年份：對內政策的功過是非，選民自有定論；對外事務的是非曲直，美元信用將作出反饋。特朗普今年「新三支箭」分別為：

行政手段 操控市場成本

特朗普試圖通過一系列行政手段直接控制生活成本，而非依賴美聯儲的貨幣政策。換言之，特朗普也意識到傳統的貨幣政策的局限，降息只能讓富有的人進一步感受到美國經濟的「繁榮」。

K型經濟表現為一部分「過熱」，另一部分「過冷」，兩者平均後在統計上呈現出恰到好處的狀態。特朗普改善可負擔性問題實質上是刺激K型經濟中處於下方的「冷」端（即低收入群體和受抑制的就業）。

從收入分配的角度看，美國「工薪階層」所對應的勞動收入份額在2025年三季度進一步下行至53.8%，延續着2000年以來的下行趨勢（見配圖），也創造了有史以來的最低水平。無論是減稅還是更加直接的發錢，都會再次推升政府轉移支付佔居民總收入的比重，引發更大的財政赤字壓力。

特朗普改善可負擔性問題的一籃子政策中最為直接的是信貸利率管制，即將信用卡利率上限設定為10%；以及住房市場干預，即推出50年期抵押貸款，並要求「兩房」（Fannie & Freddie）購買2000億美元的抵押貸款支持證券（MBS）以降低房貸成本。

此外，也不能忽視特朗普其餘政策的延續，包括試圖通過大幅增加石油供應來維持相對較低的原油價格；限制移民以試圖推高底層工資並緩解住房壓力，以及《大美麗法案》稅收返還的實行。

在上述政策中最具有爭議的是10%的信用卡利率，這將是有統計以來美國最低的信用卡利率水平。特朗普援引相關研究稱「此舉將節約居民部門1000億利息支出」，這來自於當前1.2萬億信用卡餘額（部分計息）乘以約12%的利率下降。顯然，這種算法過於靜態且高估，是特朗普繼關稅之後在數學領域暴力美學的又一代表。

但這種強制性的利率上限很可能會適得其反，帶來指令性經濟的副作用。

首先是信用供給能力的下降風險，限制信用卡利率在10%無法真正降低成本，反而會導致銀行因利差不足而停止向高風險（低收入）人群放貸。退一步講，哪怕銀行依然對低信



用者敞開大門，也可能因為更低的利率（償還壓力）而形成道德風險。此外，金融部門對於信用卡類別資源供給的減少，並強行控制利率，卻不收緊整體系統流動性時，資金的供需將流向其餘不受限制的領域，導致更大的供需失衡和通脹（資產價格）壓力。指示兩房購買2000億的MBS（抵押貸款證券）則被看作是特朗普主導的行政版QE。雖然不是所有通過資產購買提供流動性供給都能被視作QE，但此舉毫無疑問可以增加單一市場的資產需求，增加銀行房貸的意願，進而有限度地壓縮房貸利差。

聯儲在2025年12月FOMC推出RMPs（儲備金管理計劃）後，就應該更加清晰地看到，在美國經濟進入衰退前，很難期待真正的QE。從本質上看，聯儲或者兩房對於所對應資產（短期美債和MBS）的購買，都可以看作是對於此類資產持有者的「量化寬鬆」，但這無法產生明顯的外溢效應。換言之，這相對更加利好金融市場，而非實體經濟。

特朗普的行政手段能以「數量制勝」，進而產生積少成多的影響。但這些行政手段也離不開聯儲的支持，或者說聯儲降息依然更為直接，且依然是特朗普內政拼圖中重要的一環。這也是為什麼特朗普展開了對鮑威爾的新一輪司法壓迫，司法部正式對鮑威爾開啟關於美聯儲大樓裝修費用的調查，這被視為強迫其辭職的政治壓力。

鮑威爾即便辭去主席職務，也可能留任美聯儲理事以制衡行政權力的滲透。在此背景下，特朗普明示哈塞特離聯儲主席漸行漸遠，而更加傾向市場接受度更高的人選，但不確定性也變得更大，上周末還是凱文·沃什（Kevin Warsh），這周末又換成了里克·里德（Rick Rieder）。肉眼可見的是，特朗普的新聯儲主席人選對資本市場而言是「越來越友好」。

強搶資源 破壞國際規則

特朗普無論是閃擊委內瑞拉，還是嘗試巧取豪奪格陵蘭島，本質上都是攫取「美國國家利益，美國選民關切，和自身政治訴求」的最大公約數。除了小周期下對於實物資產的需求外，大周期下我們也明顯看到了「能源」、「糧食」和「槍炮」等滿足基本生存品的需求增長；這也會是特朗普推行美國「國企化」的重要目標，生存即戰略。

「絕對決心行動」直接逮捕馬杜羅，標誌着門羅主義在21世紀的最強硬回歸。宏觀來看，這是為了建立一個由美國主導的「西半球能源堡壘」，形成某種程度的「以油維政」。而特朗普近期對於格陵蘭島的覬覦背後暗含着強烈的個人政治訴

求，希望開疆擴土名垂千古，進一步加強其「強人政治」的標籤為中選助力。

此外，也是為了實現三個重要的國家戰略目標：豐富戰略礦產（格陵蘭的輕／重稀土礦和各類資源），潛在算力基座（數據中心的散熱需求，以及配合星際之門計劃），新黃金航道（北極航道縮短歐亞貿易）。

如果結合最近的達沃斯論壇，我們可以看出特朗普「改變美國」的野心。美國財政部部長貝森特大談達沃斯全球主義模式（過度依賴國際組織、多邊自由貿易協議以及重視社會福利而輕視增長）的失敗，認為需由特朗普模式（去監管化、大規模減稅和戰略性關稅為核心的「美國優先」經濟學）的經濟民族主義來替代。

而圍繞格陵蘭島關稅威脅，特朗普和歐洲諸國的交鋒之後的TACO已經形成了肌肉記憶。「格陵蘭島風波」已降溫為與北約秘書長馬克·呂特達成的「框架協議」——再次證明了特朗普典型的談判藝術——極限施壓，羞辱歐洲，「無成本」獲利。

特朗普所信奉的「Peace Through Strength」（實力求和平）也意味着，並沒有太多國家具備與美國抗衡的實力，自然也就會看到美國打破更多的全球規則；關稅、AI資源乃至直接的軍事干預都會是桌面上的選擇。而黃金、比特幣這種內嵌對「系統性混沌」長期看漲期權的資產，將會迎接更加頻繁的脈衝式事件衝擊。

逆全球化 科技本土優先

特朗普在2025年7月23日舉辦的「贏得AI競賽」峰會上對硅谷說：「贏得AI競賽將要求在硅谷——以及硅谷之外的更遠地方，建立一種新的愛國精神和國家忠誠。」換言之，他認為過去的美國科技巨頭過於「全球化」，甚至在某些方面配合了競爭對手，而他要求這些AI企業必須優先服務於美國的國家利益。

對內托底K型經濟、對外進行戰略掠奪，實質上都是為了服務於AI的可持續性。沒有人知道AI的「技術奇點」何時到來，也沒有人知道AI技術未來發展的速率快慢，因此特朗普的前兩支箭都是為了給AI營造一個更好的宏觀環境。

2026年，AI企業外部融資的重要性已無需多言，隨之而來的私募信貸風險將會進一步聚集——我們已經看到更多比例的私募信貸基金持有AI相關敞口。儘管目前看來，AI熱潮帶來的宏觀經濟和金融穩定表觀風險尚在可控範圍內，但這一熱潮的持續性完全取決於AI企業能否兌現極高的盈利增速預期。

（作者為國金證券首席經濟學家）

美國短期內難再降息



民生國計
林彥

在白宮政治壓力的持續加碼下，1月美聯儲議息會議早已不是單純的利率決策博弈，更像是一場被經濟數據與政治交鋒纏繞的「定力大考」。考慮到市場對維持利率不變的預期近乎拉滿，此次會議的懸念早已不在於「降不降息」，而在於美聯儲如何在白宮施壓與數據約束的夾縫中，守住政策獨立性的防線。

雖然美聯儲主席鮑威爾並未對後續降息做出明確指引，但無論是會議聲明還是會後的發言，都反映出美聯儲對經濟和就業風險的看法有所改觀。疊加維護美聯儲獨立性的堅定立場，短期再度降息的必要性已經顯著下降。

從資產反應來看，會議本身缺乏「新意」，沒有明顯超出市場預期，也並未改變短期主要資產的演繹邏輯。美元、美債利率雖然短線上揚，但後續均快速回落。與此同時，金銀等貴金屬再度加速上漲，黃金一度突破5400美元／盎司。

具體來看，本次會議有以下關注點：

在數據的充分驗證下，1月暫緩降息幾乎沒有懸念。會議聲明整體略有偏「鷹」，對經濟活動的看法從「擴張速度緩和」轉變為「穩步擴張」，同時刪除了有關「就業下行風險已上升」的表述，改為「失業率已顯現出一些企穩跡象」。這也反映出，在累計75個基點的降息後，美聯儲政策立場已趨近中性區間，短期內降息的門檻明顯提升，無需貿然加碼寬鬆操作。

鮑威爾在會後記者會上，也延續了「審慎觀望、數據硬約束」的政策指引，並未釋放關於3月可能降息的信號。但從鮑威爾的表態來看，對風險平衡的觀點有所變化，承認「通脹上行風險和就業下行風險可能都有所減弱」、「關稅對商品價格的影響將逐步見頂，然後開始下降」，這都意味着短期內降息的必要性已經明顯下降。

而面對近期市場尤為關注的政治壓力，鮑威爾並未有實質性回應。在庫克案、司法部傳票等問題上鮑威爾始終秉持「無可奉告」的原則，從而弱化白宮政治施壓對政策路徑的干擾。並同時也強調希望下屆主席「遠離政治」，以此夯實市場對政策穩定性的預期，防止寬鬆預期過度發酵與擴散。

資產負債表方面，本次會議雖未直接提及，但預計美聯儲大概率延續12月公布的RMP（儲備管理購買）節奏，在暫緩降息的過程中為流動性提供一定支撐。自12月美聯儲開啟技術性擴表以來，貨幣市場融資利率邊際回落，銀行體系準備金規模雖有所修復，但整體仍處於低位，市場對流動性進一步釋放的訴求依舊強烈。結合美聯儲前

期「首月購債400億美元、且未來數月或維持較高操作規模」的表態，我們預計1月美聯儲將延續該購債規模，保持流動性投放力度。

本質上，1月暫緩降息的背後，是美聯儲對經濟基本面的審慎研判與當前政治博弈升溫的雙重支撐：

從經濟基本面來看，就業韌性與通脹預期形成微妙平衡，構成了暫緩降息的核心經濟邏輯支撐。勞動力市場呈現「弱而不垮」的特徵，失業率上行幅度有限，就業增速放緩但未出現加速惡化跡象；核心CPI雖回落至2.6%，但仍高於2%政策目標，住房、醫療等服務類價格黏性猶存，而且關稅對商品價格的傳導依然是當前美聯儲的隱憂，因此等待通脹放緩趨勢進一步確認無疑是更為理性的政策選擇。

聯儲白宮鬥爭白熱化

然而，經濟因素已經不再是阻礙降息的全部因素，央行獨立性面臨的政治衝擊已然成為市場關注的焦點。與此前一直以來的低調回應不同，在收到司法部關於美聯儲大樓成本超支的傳票和刑事訴訟威脅後，鮑威爾罕見地公開指責此舉本質是政治藉口，直面白宮施加的降息壓力，這意味着當前鮑威爾與白宮的對抗已趨白熱化。

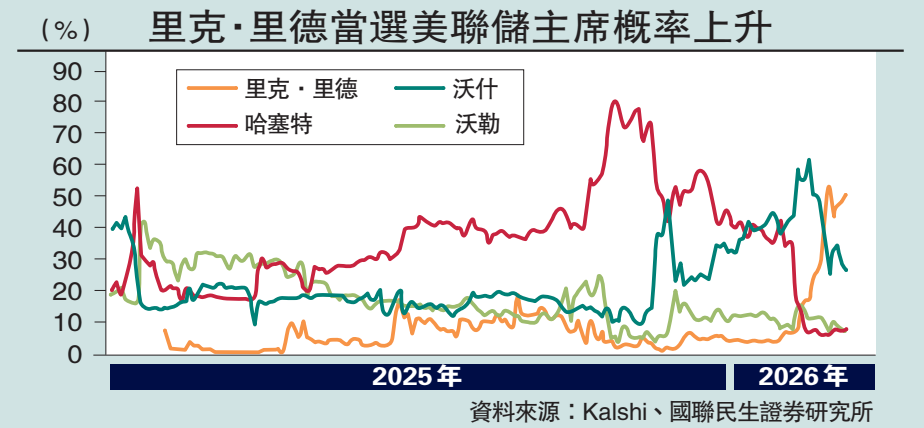
隨著中期選舉臨近，白宮後續對美聯儲政策的施壓可能會更加激烈。因此，在當前情形下，暫緩降息或成為美聯儲「堅守獨立性防線」的必要舉措，否則後續的壓力會更難應對，政府考量與經濟層面的決策邏輯形成共振。

對於後續利率節奏和降息預期，如何研判？我們認為，若經濟數據未出現超预期波動，而是延續12月以來的溫和走勢，那麼短期內降息的必要性將持續下降，在鮑威爾卸任前，美聯儲大概率維持暫緩降息的決策。而隨着5月後新任主席就職，疊加中期選舉進程推進，美聯儲或重啟降息周期，基準情形下，預計年內仍有1至2次降息空間。

而即將公布的美聯儲主席提名，可能成為短期內影響市場降息預期與資金走向的重要風向標。當前預測市場數據顯示，里克·里德接任美聯儲主席的概率大幅攀升，凱文·沃什緊隨其後，而此前被市場普遍看好為「潛在接班人」的哈塞特，當選概率顯著回落。

從政策傾向來看，若里德和沃什如期當選，大概率維持漸進式調控思路，政策立場相對溫和，降息節奏或更貼合經濟數據表現；若哈塞特意外當選，其此前偏鴿派的政策主張可能推動美聯儲加快寬鬆進程，從而扭轉市場對降息周期的預期，引發大類資產價格的階段性波動。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）



小陽春提早爆發 買家加快入市



樓市智庫
陳永傑

春節前向來屬傳統淡季，今年樓市卻反常升溫。1月份交投顯著活躍，買家普遍憂慮樓價升幅加快，紛紛趕在「馬年」來臨前入市，令過年前「小陽春」提早爆發。投資者更是一馬當先，加快步伐搶佔先機。

踏入新一年，樓市升勢持續，多間大行先後加入唱好行列，並普遍預期今年樓價升幅最少有5%，最樂觀更有10%，筆者更估計升幅達15%。即使2026年僅過了一個月，已有大行急不及待上調全年樓價升幅預測，反映市場對樓市前景信心明顯增強，升勢已逐步形成共識。

繼摩根士丹利、花旗及美銀上調預測後，滙豐環球投資研究亦發表最新報告指出，在按揭利率處於低位及住屋需求持續增長支持下，推動樓市復甦步伐加快，並將今年及明年樓價升幅預測，由原來的3%至5%，上調至7%，即兩年共升14%。

雖然預測性數據並非水晶球，但近期樓市勢頭明顯向好，尤以新盤市場

最為突出。買家普遍擔心樓價升幅加快，新盤更由愈賣愈平變成愈賣愈貴，紛紛提早落實入市決定，全新盤及貨尾銷售齊齊發力，購買力逐步釋放，刺激過年前「小陽春」提早報到。1月份一手樓銷量超過2200宗，不但打破農曆新年前樓市的例淡局面，按年更急升一倍有多，並創下2013年一手新例實施以來的十三年新高。

翻查紀錄，1月份向來屬樓市傳統淡季，加上市況低迷，即使不少樓盤以低價推出，銷情亦未見明顯改善。一手成交量在2022年至2025年間已連續四年僅錄數百宗，其中2024年更只有400多宗。去年農曆新年落在1月底，適逢特朗普回朝，市場不確定性升溫，一度令市場憂慮農曆年後未必出現小陽春。不過，小陽春最終仍有出現，2月份一手成交逾1200宗，較1月急升約六成，只是來得稍遲。

相比之下，今年樓市旺市明顯提早，反映買家心態已由過去「等跌」轉為「怕貴」，入市取態出現關鍵轉變。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）