

▲沃什（圖左）支持適度降息，認為當前政策利率高於中性利率，降息可緩解經濟壓力、穩定市場情緒，契合白宮訴求。市場預期，2026年他將主動降息3-4次。



## 經濟觀察家

與鮑威爾「就業與通脹雙重平衡」不同，凱文·沃什以「鷹派底色、務實轉向」為特徵，既堅守通脹底線，又適配當前經濟與白宮訴求。本文以沃什當選為核心，梳理其履歷、理念與執政風格，分析其對美元貨幣政策的調整方向，拆解對貴金屬價格的影響路徑。

# 「沃什時代」的聯儲幣策何去何從？



淵謀遠略

美國總統特朗普提名凱文·沃什（Kevin Warsh）為下任聯儲主席。沃什2006-2011年擔任美聯儲理事，橫跨信貸繁榮、金融危機及復甦初期，其核心理念可概括為「通脹優先、審慎寬鬆、重視預期管理、捍衛獨立性、關注全球溢出」，本質是長期堅守物價穩定，短期適配經濟與市場變化。

### 政策核心理念逐一拆解

美聯儲貨幣政策核心包括利率、資產負債表、匯率三大維度，輔以預期管理。沃什執政後，預計將呈現「利率前置寬鬆、縮表主動推進、匯率雙向波動、預期管理強化」的特徵，兼顧靈活與審慎。具體來看：

#### 利率前置寬鬆

聯邦基金利率是核心工具，沃什的利率政策將呈現「短期前置降息、中期審慎觀望、長期隨通脹調整」的特徵，核心是緩解短期壓力、防範長期通脹風險。

沃什支持適度降息，認為當前政策利率高於中性利率，降息可緩解經濟壓力、穩定市場情緒，契合白宮訴求。市場預期，2026年他將主動降息3-4次，聯邦基金利率從4.5%-4.75%降至3.5%-3.75%。但降息是「審慎寬鬆」，需滿足核心通脹穩定、經濟未大幅回升兩個條件，若通脹反彈，將立即暫停降息甚至重啟加息，堅守通脹底線。

筆者預計，聯儲幣策2027-2028年進入觀望期，利率政策轉向數據驅動，大概率維持穩定。此時經濟有望復甦，繼續降息易引發通脹，加息則抑制增長，維持利率穩定既能觀察政策效果，也能穩定美元與全球資本流動。長期若通脹反彈，核心PCE持續高於2%，沃什將回歸鷹派，重啟加息，甚至採取「加息+縮表」組合，堅決遏制通脹。

#### 主動推進縮表

沃什堅決反對過度擴表，執政後將推行「主動縮表、漸進推進、靈活調整」的政策，核心是收緊長期流動性、緩解通脹壓力，避免市場動盪。其縮表目標明確：將資產負債表從6.6萬億美元降至5萬億美元以下，回歸疫情前合理水平，修復市場定價機制。啟動時機將與利率政策協同，預計2026年下半年，前置降息落地、市場預期穩定後啟動。

縮表以「被動縮表為主、主動縮表為輔」，被動縮表即資產到期不續作，主動縮表僅在市場流動性充足時實施。節奏上，2026下半年至2027年每月縮表500-600億美元，後續逐步提升至700-800億美元，預計2029年底完成目標，同時優先縮減非國債資產，優化結構、穩定金融體系。

縮表面臨債務高企、新興市場波動兩大約束，沃什將靈活調整節奏：若國債收益率大幅上升，將放緩縮表；若新興市場出現資本外流，將適度調整，但不改變長期縮表目標，凸顯務實風格。

#### 匯率雙向波動

美聯儲匯率政策以「間接引導」

與鮑威爾「就業與通脹雙重平衡」不同，凱文·沃什以「鷹派底色、務實轉向」為特徵，既堅守通脹底線，又適配當前經濟與白宮訴求。本文以沃什當選為核心，梳理其履歷、理念與執政風格，分析其對美元貨幣政策的調整方向，拆解對貴金屬價格的影響路徑。

為主，沃什執政後，將維持「不主動干預、雙向波動」的特徵，核心是維護美元信用，兼顧國內外經濟的政策。短期前置降息將縮小美元利差，推動其溫和貶值，預計2026年美元指數從103-105跌至98-100，貶值3%-5%。

中期來看，2027-2028年，利率穩定與縮表對美元形成雙向支撐，美元指數將在98-103區間震盪。長期美元走勢取決於通脹與全球政策差異，通脹反彈可能推動美元階段性升值，但「去美元化」不可逆，長期仍呈貶值趨勢。

#### 四路徑影響貴金屬價格

美聯儲貨幣政策調整是主導貴金屬長期走勢的核心變量——美聯儲通過利率調整、資產負債表收縮／擴張、匯率引導等操作，直接影響貴金屬價格的核心驅動因子，再通過多重路徑傳導至市場，最終引發價格波動。不同貴金屬因屬性權重差異，受貨幣政策調整的影響程度、波動節奏也存在顯著分化。

沃什執政後，美聯儲的貨幣政策調整將通過四條相互關聯、相互強化的路徑影響貴金屬價格。其中，實際利率路徑是核心，美元匯率路徑是重要補充，通脹預期路徑提供長期支撐，流動性／避險情緒路徑則調節短期波動幅度。

#### 路徑一：利率調整→實際利率變動→貴金屬價格變動

這條路徑是美聯儲貨幣政策影響貴金屬價格的最直接、最核心的渠道，貫穿沃什執政的全周期，不同階段的傳導邏輯存在顯著差異。

短期來看（2026年），沃什主導前置式降息，持有貴金屬的機會成本大幅降低，資金將從有息資產流入貴金屬市場，直接推動價格上漲。這一階段，實際利率的下降與降息節奏高度同步，價格上漲幅度也將與降息力度匹配，若降息節奏超出市場預期，實際利率下降更快，貴金屬價格漲幅將進一步擴大。

中期來看（2027-2028年），利率政策轉向審慎觀望，同時漸進推進縮表。縮表會收緊長期流動性，可能推動長期名義利率小幅上升，而核心通脹維持在2%左右的目標水平，因此實際利率將維持平穩或小幅上升，貴金屬持有成本基本穩定，價格將進入震盪整理階段，難以形成明確的單邊趨勢。

長期來看（2029年及以後），實際利率的變動完全取決於通脹形勢。若核心PCE持續高於2%、通脹反彈，沃什將回歸鷹派，重啟加息甚至採取「加息+縮表」的組合政策，貴金屬持有成本激增，價格將承壓下跌；若通脹維持在1.8%-2.2%的合理區間，貨幣政策保持穩定，貴金屬價格將依託美元貶值、全球央行增持等因素，呈現溫和上行趨勢。

#### 路徑二：利率／縮表調整→美元匯率變動→貴金屬價格變動

這條路徑是核心路徑的重要補充，其影響力度僅次於實際利率路徑，且與實際利率路徑形成協同或制衡效應，具體傳導邏輯與美元匯率的波動趨勢高度相關。

短期來看（2026年），前置式降息將縮小美元與其他主要貨幣的利差，資本會從美元資產流出，推動美元溫和貶值。實際利率下降提升持有吸引力，美元貶值提升計價優勢，兩者共同推動資金流入貴金屬市場，加速價格上漲。

中期來看（2027-2028年），利率維持穩定與漸進縮表對美元形成雙向影響：利率穩定使美元利差優勢維持，支撐美元匯率；縮表收緊長期流動性，也會在一定程度上支撐美元，但「去美元化」進程加速會壓制美元走勢。此時美元匯率對貴金屬價格的影響呈現中性，既不會形成明顯利好，也不會形成明顯壓制。

長期來看（2029年及以後），美元匯率的走勢取決於通脹形勢與全球政策差異：若通脹反彈、重啟加息，美元可能階段性升值，對貴金屬價格形成壓制；但「去美元化」進程不可逆，全球央行增持黃金、減持美元儲備的趨勢將持續，會推動美元長期貶值。此時，美元貶值支撐貴金屬價格，實際利率上升壓制價格，兩者相互抵銷，貴金屬價格大概率呈現震盪上行態勢；若通脹穩定，貨幣政策維持穩定，美元長期貶值將成為支撐貴金屬價格的重要力量，推動價格逐步上漲。

#### 路徑三：貨幣政策→通脹預期變動→貴金屬價格變動

這條路徑主要體現貴金屬的抗通脹屬性，其影響力度弱於前兩條路徑，但能為貴金屬價格提供長期支撐，具體傳導邏輯與貨幣政策節奏相關。

短期來看（2026年），前置式降息屬於「審慎寬鬆」，不會引發通脹大幅反彈，但會推升市場的通脹預期，並釋放貴金屬的抗通脹需求，為價格上漲提供支撐，但由於沃什堅持「通脹優先」原則，對寬鬆政策具有明確約束，通脹預期不會過度升溫。

中期來看（2027-2028年），貨幣政策維持穩定，核心通脹維持在2%左右的目標水平，通脹預期也將保持穩定，此時這條路徑的支撐力度呈現中性，對貴金屬價格的影響較弱，僅在通脹出現小幅波動時，引發價格的階段性調整。

長期來看（2029年及以後），這條路徑的影響將顯著提升。若通脹反彈，重啟加息將抑制通脹，但通脹預期仍會維持在較高水平，貴金屬的抗通脹需求將持續釋放；若通脹維持穩定，全球經濟逐步復甦，通脹預期溫和升溫，將為貴金屬價格提供持續支撐。

#### 路徑四：貨幣政策→市場流動性／避險情緒→貴金屬價格變動

這條路徑主要影響貴金屬價格的短期波動幅度，無法改變長期走勢，其傳導邏輯與市場流動性緊密、避險情緒高低密切相關。短期來看（2026年），前置式降息將增加市場流動性，在資金充裕的情況下，部分資金將流入貴金屬市場，增加貴金屬需求，推動價格上漲；同時，降息緩解市場對經濟下行的擔憂，此時流動性寬鬆將成為價格上漲的輔助力量。

（作者為外資投資基金董事總經理）

## 陝港協同共築創新走廊



一方之言  
方璇

今年正值「十五五」的開局之年，全國各地發展藍圖徐徐展開。1月下旬，陝西省省長在政府工作報告明確了2026年九大重點工作，其中的「推動科技創新和產業創新深度融合」、「擴大高水平開放」兩項內容引人矚目。時值香港全力鞏固其國際金融、航運、貿易及法律服務中心的獨特地位，陝港兩地的發展策略，看似一內一外，實則存在着相當大的戰略契合與互補空間。一場「腹地」與「門戶」的強強聯合，可以譜寫出區域協同的新篇章。

陝西的科技底蘊深厚，坐擁西安交通大學、西北工業大學等逾百所高校及上千家科研機構，在航空航天、電子信息、新材料等領域積累了扎實的研發實力。但將實驗室裏的技術突破，轉化為國際市場上具有競爭力的商品，往往需要跨越融資、中試、市場對接等多重關卡。

香港規劃中的北部都會區創科中心，可成為陝西前沿技術理想的「國際中試站」和「展示櫥窗」。雙方可以探索建立「陝西研發—香港孵化—全球市場」的協作鏈條。具體來說，陝西的科研團隊專注於前端技術攻關；攻克初期難題後，項目向香港引入，利用香港高度國際化的環境進行產品化開發、知識產權全球布局，並接觸來自世界各地的潛在投資者與合作夥伴。香港成熟的國際金融市場和專業服務，更能為這些科技企業提供從風險投資、IPO上市到併購重組的全周期資本支持，解決科技成果转化中最關鍵的資金問題。

#### 助力陝西綠色轉型融資

陝西在能源轉型、基礎設施升級等方面蘊藏着巨大的投資需求，特別是綠色發展項目。而香港作為全球領先的金融中心，尤其是第二大債券市場，正是這類項目尋求國際化、低成本資金的絕佳平臺。陝西相關的綠色基建、清潔能源項目，完全可以在香港發行綠色債券或可持續發展債券，吸引注重ESG（環境、社會和管治）的全球資本，實現產業升級與金融創新的雙贏。

不僅如此，推動更多符合條件的陝西國企及高成長性科技企業赴港上市，不僅能為企業開闢廣闊的國際融資渠道，更能通過香港市場嚴格的監管和披露要求，倒逼企業提升治理水平與國際化經營能力，從而真正「走出去」。

陝西是「一帶一路」的重要節

點，中歐班列（西安）集結中心已構建起陸路貿易的骨幹網。要實現更高水平開放，還需高效連接全球的海空通道與國際化的商貿規則。香港的國際航運中心地位，恰好能與陝西的陸路樞紐優勢無縫對接。雙方可以合作構建「陝西—香港—全球」的空鐵海多式聯運物流體系，讓「陝西製造」既能乘着火車西進，也能通過香港這個超級聯絡人，以最高效率通達全球各大港口與市場。

更為關鍵的是「軟規則」的銜接。陝西企業拓展海外市場時，常面臨法律、仲裁、匯兌、供應鏈管理等複雜風險。香港作為亞太區國際法律及爭議解決服務中心，聚集了頂尖的法律、會計、風險管理機構，可以為內地企業提供符合國際慣例的專業服務，成為其出海過程中可靠的「風險緩衝區」和「服務加油站」。香港在貿易數字化（如「商業數據通」）等方面的成熟經驗，也值得陝西在建設智慧口岸、數字貿易平臺時借鑒。

#### 倡設機制化合作平台

當然，要將這些美好藍圖化為現實，仍需克服地理距離、制度差異等挑戰，並需要關鍵的支撐。首要之舉是建立高層次的機制化合作平臺，例如推動成立「陝港合作會議」制度，從政府層面進行頂層設計與資源統籌。在合作初期，與其面面俱到，不如聚焦於航空航天、新能源、生物醫藥等一兩個雙方優勢高度互補的產業鏈，設立標誌性合作項目，以點帶面，逐步深化。

面對物理距離，數字化工具能發揮橋樑作用。共建「雲端」聯合實驗室、線上技術交易平台，可以讓兩地的專家與企業家常態化交流。在「一國兩制」框架下，香港的普通法體系和國際化網絡，恰恰可以成為陝西企業學習適應國際規則、穩步走向世界的「練兵場」。

總而言之，陝港之間的互動，絕非簡單的點對點合作，而是基於長遠發展戰略的深度耦合。陝西憑藉其豐沛的科教資源與產業基礎，為香港的金融與專業服務業提供了縱深腹地；香港則以其高度國際化的平臺，為陝西的科技創新、產業升級和開放發展裝上了強勁的助推器。這種「腹地」與「門戶」的協同，有望在「十五五」期間，共同構築一條輻射「一帶一路」乃至全球的創新與產業協作走廊。

（作者為香港中國企業協會財會專業委員會常務副秘書長）

## 樓市暢旺 小陽春提早登場



樓語縱橫  
楊永健

每年的1月份都是傳統樓市淡季，主要由於聖誕假後又到農曆新年假期，節日氣氛濃厚，部分業主會趁機出外度歲，加上市民忙於準備過年，買賣兩閒自然減慢入市步伐。不過，今年農曆新年是2月中旬，令節前工作日較以往增加，發展商亦趁機加快賣樓步伐。無論如何，上月樓市的暢旺確實令人「難以置信」，一手新盤市場異常暢旺，連帶超級豪宅市場以及二手市場，上月交投同步暢旺，「市場旺到你唔信」。

新盤市場以往1月份成交量通常500至1000宗。今年1月，在大型新盤SIERRA SEA推售刺激下，錄得超過2450宗成交，突破去年3月的高位，創15個月以來的單月新盤銷售新高。

上月新盤市場暢旺，連帶二手交投亦旺，買家心態明顯轉趨積極，港島區龍頭屋苑鯉魚涌太古城，上月單月錄得接近50宗成交，是超過四年半單月新高，沙田第一城上月成交超30宗成交，按月增加近三成。

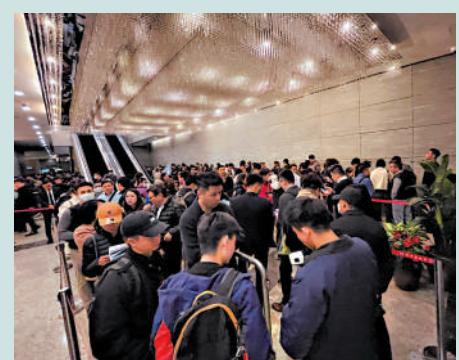
一手、二手皆旺，超級豪宅市場亦旺。上月新盤成交中，合共錄得多達26宗成交價超越1億元的大額超級豪宅成交，較去年12月的13宗，按月大增

一倍，同時，上月逾億元大額成交是創2013年一手新例實施以來的新高。上月大額成交中，接近九成來自港島區，只有3宗屬九龍區，成交最多是恒基與新世界合作發展的西半山天御2期，單月錄得10宗交投，合共套現逾17億。

樓市小陽春提早登場，主要是買家突破淡市思維，隨着樓市升軌確認，發展商紛紛加價減佣，二手業主亦加價封盤。買家加快入市決定，成交大增。

今個農曆新年又如何，以往的淡市思維下，買家多數會等待農曆正月十五過後，節日氣氛消散，睇樓活動才會回復正常，但今年的情況估計不一樣，多個發展商已部署於農曆年後隨即推盤，相信今個月樓市仍會「旺到你唔信」。

（作者為世紀21星鑄總經理）



▲大型新盤SIERRA SEA開售，令1月一手成交增至2450宗。

(宗)

#### 一手樓市近年1月份成交宗數

