

特朗普可走鮑威爾 金融權力重組後全球貨幣秩序將怎麼走？

銘察秋毫

美國聯儲局主席一向被視為全球金融市場最具影響力的人物之一，其政策動向足以牽動全球股市、債市、匯市及資金流向。如今，原聯儲局主席鮑威爾在特朗普持續政治施壓下卸任，由特朗普提名的沃什接任。這場「換鮑」風波，表面看似只是美國貨幣政策方向之爭，但背後其實反映的是白宮與聯儲局之間長年累積的權力矛盾，以及特朗普對美國經濟戰略的新部署。



陳淦銘
特許公司秘書公會會員、榮譽法律學士、EMBA、證監會會員、律師

首先，聯儲局換帥對美國及全球經濟最大的啟示，是「中央銀行獨立性」正受到前所未有的挑戰。過去數十年，美國一直以聯儲局獨立於政治權力為核心制度優勢，市場亦相信聯儲局能夠超然地以控制通脹與穩定金融體系為首要目標。然而，特朗普多次公開批評鮑威爾不願大幅減息，甚至曾揚言要撤換鮑威爾，如今，終於成功推動「換鮑」，某程度上象徵美國貨幣政策開始更深層地政治化。

美聯儲自主性恐遭質疑

市場最擔心的問題，不是沃什本人是否有能力，而是全球投資者會否開始質疑聯儲局的政策自主

性。一旦市場認為利率決策不再由經濟數據主導，而是受到政治壓力左右，美債的信譽、美元的穩定性以及全球資本市場對美國制度的信心，都可能受到動搖。歐洲央行行長拉加德近日亦公開警告，聯儲局獨立性仍面對威脅，反映這已不只是美國內政問題，而是全球央行體系關注的重大風險。

更重要的是，特朗普此番換帥，其實有更深層的經濟與政治玄機。特朗普近年最大的執政壓力，來自高通脹、高油價與民眾生活成本急升。美國最新通脹率仍高於聯儲局2%的目標，而中東局勢與能源價格上升，更令市場憂慮通脹可能再度失控。

對特朗普而言，2026年中期選舉即將來臨，經濟表現將直接影響共和黨選情。因此，他必須建立一套更符合自己政治需要的經濟決策團隊。沃什的最大價值，在於他同時具備華爾街背景、共和黨建制派人脈，以及曾任聯儲局理事的經驗，可以在市場與白宮之間扮演「可控而可信」的角色。特朗普既希望市場

相信聯儲局仍然專業，又希望新主席在政策方向上與白宮更一致，這正是沃什被選中的核心原因。

財政擴張戰略未必成事

此外，特朗普今次換帥，其實亦與美國未來產業戰略有關。特朗普政府近年大力推動製造業回流、AI基建投資與能源擴張，但這些政策均需要龐大資本支持。如果利率長期維持高位，美國企業融資成本將大增，科技企業估值亦會受到壓力。因此，特朗普一直希望聯儲局採取較寬鬆貨幣政策，以配合其產業與財政擴張戰略。

不過，有趣的是，沃什並非傳統意義上的鴿派。相反，他過往一直被市場視為偏向鷹派的貨幣政策人物。他曾公開批評聯儲局在疫情後維持超低利率及大規模量化寬鬆，認為這是導致後期通脹急升的重要原因。他亦主張縮減聯儲局資產負債表，減少對市場過度干預。

但兩人最大的分歧，在於對聯儲局角色的理解。鮑威爾時代的聯儲局，強調靈活干預市場，在危機時大量使用量化寬鬆、流動性工具與前瞻指引，以穩定金融體系；而沃什則傾向回歸較傳統央行模式，主張更多依賴利率本身，而非無限擴張救市（擴充資產負債表）。他認為聯儲局過去十多年過度干預市場，反而扭曲了資產價格與資本配置。因此，未來聯儲局政策很可能出現幾個重大轉

變。第一，可能減少量化寬鬆工具的使用，更強調資產負債表正常化。第二，市場未必會如特朗普所願般迎來激進減息，因為沃什對通脹風險仍然相當警惕。第三，聯儲局未來與白宮之間的互動，將更具政治色彩，市場亦會更敏感地解讀每一次政策信號。

對全球而言，這場「換鮑」風暴，其實標誌著美國貨幣秩序進入新階段。當聯儲局逐漸由「技術官僚主導」走向「政治與市場雙重博弈」，全球資本市場未來將面對更高波動性。美元、美債及美股過去建立的制度信任，將首次真正受到政治化挑戰。而真正值得全球投資者留意的，不只是沃什會否減息，而是美國是否正在進入一個「白宮重新定義聯儲局」的新時代。



●沃什(左)日前宣誓就職美國聯儲局主席。 彭博

油價若持續高企 美通脹非暫時性

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

目前看來，美以中東之戰，美方「偷雞不到蝕把米」，若撇除其個人或黨羽親朋憑藉消息在金融市場圖利不計，純粹從整體美國大格局而言，油價高企、通脹向上，減息不成，美債更難捱，怎可算是成功呢？

美減息之說 實欠說服力

難怪去年底以為有機會問鼎美聯儲主席寶座的經濟顧問，馬上要在美債息持續向上之際為其解畫，說目前核心通脹沒有升溫，油價已平穩，稍後反而有減息之機等等。但明眼人都知道目前就算不加息，最多維持平穩，減息甚難，解畫無說服力。

這邊廂，新聞報道以至一眾分析，還在說美伊和談快將有進展，以至美方的總統經濟顧問公開表示，油價升勢受控，核心通脹亦無升溫，稍後甚至有可能出現負通脹，以至減息云云。那邊廂，卻是美伊在中東局勢再度緊張升溫，油價再升，金價跌，而美元走強，反映了加息而非減息的可能性較易成真。

油升金跌 VIX 向上

一直以來，本欄從環球宏觀多元資產的角度，分析解讀眾多消息如何與金融市場行情的

互動。當中一個重要信念，便是消息歸消息，儘管新聞報道或分析評論可以有各種理解，但最終任何資訊都會充分反映在金融市場的價量變化中。

不妨以各類資產表現，尤其是可以應期貨期權等不同工具押注的資產價格，作為有分量的印證，看看美國特朗普班子對外宣傳的所謂負通脹快臨以至可望減息之說，究竟是否言之成理。現貨金繼續走低，於撰稿時，跌穿4,500美元大關。即月紐約期油，前一度跌穿90美元水平，但很快便又重回其上，說明了所謂高油價並未真正遠離大家，一切言之尚早。及於標普指數與納斯達克指數下行，原本領漲的受挫，後市再走低的可能性，料將帶來引伸波幅變化，較易令俗稱恐慌指數的VIX向上，若真有望減息，效果料不該如此。

追新聞尾巴 無勝算可言

上述一眾資產價量變化，印證了本欄一直堅持，不能片面地追逐新聞消息的尾巴走，因為引起相關新聞事件的眾多因素，某程度固然是隨機性，投資者追着隨機變化，自無勝算可言。

说到底，新聞事件背後的眾多主角，卻又在

時機掌握上，明顯勝於局外人，尤其考慮特朗普政府一眾官員上下參與以內幕消息圖利上下其手，已經是人所共知，如此一來，投資者押注於此，無異於羊入虎口。

真正聽其言觀其行，當然要以金融市場價量變化，配合消息一起解讀，才較有勝算。短期來說，一如本欄一直相信，中東和談成功，談何容易！油價短期仍有升勢，美國通脹勢頭已不是美聯儲以外世界所估計的暫時性。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)



●有分析認為，如果投資者追逐新聞消息而押注，容易損手。 資料圖片

香港的創業新苗 默默耕耘

陸宏立 香港理工工商管理博士、香港銀行學會評審委員會委員、香港學術及職業評審局專家

財經淺談

青年是社會棟樑，乃我們希望之所寄。年輕人像3月的春苗，滿眼都是雲彩，生氣勃勃。社會的未來，離不開他們的努力及奮鬥。

筆者想分享一個真實個案。從中大刊物《中大校友》，筆者獲悉2022年中大創業日冠軍的精華醫療，得獎發明是一部切片機，更獲日內瓦發明獎金獎。此項目前後用了7年時間研究，由機械與自動化工程學系陳世祈教授帶領，團隊成員包括富鑫磊（2018年研究院機械與自動化工程學哲學博士）及徐夏憶（2020年研究院生物醫學工程哲學博士）兩位校友，以及研究員鍾秋園。他們一致認為，如果不把研究成果透過創業轉化成產品，通過商業渠道進入市場，而只刊登於學刊，多年的辛勞就變得沒有意義。

切片機是生化實驗室和醫院必備的儀器，可

用於病人組織病理分析。根據當時文章，機械與自動化工程學系教授陳世祈和他的團隊，在開始研發超快振動切片機時，卻是由切豆腐開始，團隊切豆腐切了好幾個月，直到後來有水凝膠等物料可用。

專長精密工程的陳教授說，當時有不少頂尖研究團體找他，希望他研發新技術，將活體組織用於三維成像，可作全腦部和全器官超高分辨率掃描，以打開病理分析的新一章。傳統切片機只能切割硬的樣本，事前需要複雜的處理，如把樣本冷凍，既耗時，也失去活性。團隊於是着手研發，發現在超高频振動的刀片下，組織會自動硬化，令切割容易。經過七年時間，陳教授的團隊已成功研製組織切片系統，並成立了初創企業精華醫療，當年2月24日勇奪中大創業日創業大賽冠軍，及5萬元獎

金，可喜可賀。

讓年輕人追夢 方成初創沃土

下一步，由富鑫磊牽頭創業，市場需求不多，他們便跟其他研究機構合作，發現可以將癌腫瘤切成多片，便可在每片組織上試用不同的抗癌藥，免除病人試藥之苦，希望未來以此作為他們的商業模式。一切準備就緒，除申請政府資助，以及參加科學園的培育計劃外，快樂便是多為別人籌謀。對於有志創業的，陳教授認為最重要是勇於嘗試，「應該考慮整個構思或概念的未來潛力，不怕艱難地去追夢。」陳教授的忠告，乃肺腑之言。

年輕人都有夢想，只要群策群力，集思廣益，務實向前，穩步向前，夢想終會成真，使香港成為初創企業的沃土。

混沌中全球經濟何去何從？

程實 工銀國際首席經濟學家

宏觀分析

「溪雲初起日沉閣，山雨欲來風滿樓。」人類經濟社會的每一次前行，都是在混沌中構建秩序的歷程，是在動盪的浪潮中尋找平衡的永恒努力。當舊範式的能量逐漸衰竭，新範式的形態隱約成形。全球經濟正在脫離線性軌道，邁入一個由非線性、路徑依賴與適應性共同塑造的複雜系統。

在紛繁現象中尋找到深埋其後的演化規律，是宏觀經濟研究的使命。當規律被正確理解，過去才不會被誤解，當下才能被準確定位，未來亦能獲得有邊界的推演空間。宏觀研究的意義，正是在於從歷史中提煉出具有公理性質的底層邏輯。唯有把握這些能穿越周期的演化規律，方能避免被過去的表象誤導，並為未來的趨勢推演建立可信的邊界。

首先，造成當前混沌式非線性演化的根源有三：一是持續的外部衝擊。疫情衝擊、地緣震盪和貿易保護主義重創全球秩序，全球經濟脫離單一週期的範式，多重壓力相互疊加、彼此放大，迫使各經濟體依賴更高成本的政策手段來維持穩定。二是結構性分化的擾動。不同主要經濟體所處的經濟周期出現明顯錯位，政策取向存在明顯差異，外溢效应在全球範圍內相

互疊加，使系統協調性下降，波動更易被放大。三是反身性循環加劇經濟系統不穩定性。在高度不確定與高度敏感的環境中，市場預期與政策行為之間的互動愈發緊密，二者形成自我強化的反饋循環。經濟系統的運行路徑呈現出更強的情緒驅動特徵，預期管理從輔助工具變為核心變量，系統穩定性更依賴信任維持而非結構支撐。

其次，全球經濟預計將進一步表現出混沌系統典型的四大運行特徵：一是自適應性。得益於私營部門的靈活應對、各國之間的貿易談判，以及世界其他地區之間的良好協作，全球貿易體系總體保持開放，使得關稅的擾動相比預期更為積極。二是非線性。全球增長將不再遵循傳統周期中的線性路徑，而是表現為多個動力源並行、路徑多樣化的發展模式。三是高敏感性。在高利率、債務負擔與地緣風險交織的環境中，全球市場對預期變化的反應更加迅速和放大，經濟對外部擾動的高敏感性顯著增強。四是雙向性。全球經濟當前正處於雙向臨界狀態，上行潛力與下行風險並存。一方面，高利率與高債務的約束尚未解除，金融脆弱性若被觸發仍可能帶來深度調整。另一方面，歷

史經驗表明，混沌往往孕育新秩序，波動正是創新的溫床。在產業鏈重構與技術投入加速的推動下，新增長動能正在不同區域不斷湧現。數字化轉型、人工智能應用以及綠色轉型投資正在成為帶動全球技術進步與資本支出的關鍵方向。全球經濟當下正運行於舊均衡解構與新均衡生成的過渡區間，在這樣的時代中，預測不再是給出唯一答案，而是理解系統邊界，為多種可能性做好準備。

最後，全球經濟邁入以財政主導為特徵的新階段。伴隨全球經濟增長動能持續減弱，國際貿易不確定性與地緣政治風險顯著上升，主要經濟體普遍加碼財政擴張以對衝下行壓力。高債務情景下的財政擴張對經濟的帶動作用取決於財政乘數的高低：若大規模財政刺激能有效轉化為實際經濟產出，那麼稅基的擴大可能在一定程度上可以補償政府財政收入，從而對沖附加的財政可持續性壓力。如果供給側能同步響應，經濟有望實現增長和就業的雙重改善，財政赤字與債務擴張的幅度可能低於初始預期。若經濟刺激效果有限，赤字與債務則可能以更快的速度累積，形成經濟放緩、債務加速的財政陷阱。

解讀內地財政數據：政策料聚焦三大領域

傅臨 經濟學博士、經濟學家

根據中國財政部發布的數據，2026年4月份內地一般公共預算收入（一般財政收入）和支出同比增速均出現放緩跡象。2026年前四個月，全國一般財政收入累計達到8.34萬億元（人民幣，下同），同比增長3.5%；其中4月份單月增速為6.7%，略低於3月份的6.9%。前四個月一般財政支出累計9.48萬億元，同比增長1.3%，明顯低於前三個月累計增速的2.6%。整體來看，收入端與支出端均出現不同程度的走弱。

筆者認為，財政收入增速回落主要受非稅收入走弱與土地財政下行等因素拖累，但仍需關注生產活動偏強、物價溫和回升以及企業相關稅種改善等支撐因素。在支出端，財政發力節奏偏慢，尤其是傳統基建類支出已連續兩個月錄得負增長；政府性基金支出單月同比進一步下滑，則與土地收入承壓及專項債發行節奏偏慢密切相關。

在支出投向方面，由於財政資金撥付放緩和國企投資能力受清繳欠款類政策加碼影響，節能環保、城鄉社區事務、農林水利等傳統基建相關支出增速較3月份分別大幅下降近15個百分點、逾11個百分點和逾7個百分點，與4月份宏觀數據中基建投資當月同比增速大幅下行12.5個百分點的情況相互印證。民生方面的教育、社保相關支出增速回落，衛生健康相關支出增速抬升。

在政府性基金部分，4月份政府性基金收入同比下降26.4%，降幅相比3月份進一步拉大了9.7個百分點，其中土地出讓收入同下跌34.8%，降幅較3月份走闊12.2個百分點，說明在地產銷售偏弱的背景下，土地收入依然承壓，制約了地方政府財政能力。這一數據也可以與4月份房地產開發投資數據相印證——前四個月全國房地產開發投資額同比下降13.7%，降幅較前三個月進一步擴大2.5個百分點。

優質項目尚待補充

由於存量優質項目消化較快，4月份地方政府新增債券發行明顯放緩，新增專項債發行規模僅1,744億元，遠低於前三個月水平。同時，4月份政府性基金支出同比下降20.8%，跌幅較3月份進一步擴大6.5個百分點。考慮到地方政府性基金支出同比下降22.2%，而中央政府性基金支出同比增長25.3%，央地支出增速分化更可能反映地方財政撥付偏慢、專項債發行節奏滯後，以及背後持續的地方債務化解壓力與優質項目儲備不足等深層因素。從預算執行情況看，4月份廣義財政收入完成預算的8.4%，高於過去五年同期平均收入完成水平（7.8%）；廣義財政支出完成預算的6%，略低於近五年平均支出進度（6.3%）。財政數據的整體表現顯示，各級財政部門正前置發力實施更積極的財政政策，在合理加快支出節奏的同時，強化與其他宏觀政策的協同配合，推動存量政策與增量政策形成合力，提升政策效能。

財政擴張即將增強

近期，國家發展改革委提出，將在6月底前基本完成1萬億元超長期特別國債的下達，並加快有序投放8,000億元新型政策性金融工具資金。這意味著超長期特別國債將在二季度集中發行與落地，財政擴張力度將顯著增強，逆周期調節空間進一步打開，為全年宏觀經濟運行提供更强支撐。在筆者看來，下一階段財政政策將聚焦於三個重點領域：

其一是堅持兜牢民生底線，同時穩步擴大基礎設施領域的有效投資。針對當前建設投資動力偏弱的情況，財政將加大對交通、能源、市政等重點基礎設施的投入力度，補齊關鍵短板，增強投資對擴大內需的牽引作用，為經濟保持穩定增長提供更堅實的物質基礎。

其二是財政資源將繼續向工業體系與科技前沿領域集中配置。未來支出安排將更加突出工業振興、製造業體系優化升級及科技創新能力建設，通過強化政策供給與資金投入，推動新興產業加速成長，促進傳統行業加快技術改造與結構優化，鞏固工業經濟恢復向好的基本面。

其三是提升政策協同效能，着力增強消費市場活力。下一階段財政政策將繼續強化促消費舉措，通過多元化手段釋放居民消費潛力。其中，推動房地產市場平穩運行、促進行業秩序逐步修復，將成為穩消費、穩預期的重要抓手。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。