

## 六、美國 Fed 貨幣政策的演進與新任主席 Kevin Warsh 的政策主張

當前人工智慧(AI)快速發展，帶動投資熱潮與生產力提升，令人聯想到 1990 年代中期網際網路興起的盛況。當時，Alan Greenspan 為美國 Fed 主席，並以「非理性繁榮」(irrational exuberance)形容當時的經濟情勢。歷史不會重演，卻往往押韻。時序來到本(2026)年，這段似曾相識的旋律再次響起。本年 5 月 22 日，Kevin Warsh 於白宮東廳正式宣誓就任第 17 任 Fed 主席，接替任期屆滿的 Jerome Powell。此係繼 1987 年雷根(Ronald Reagan)總統為 Greenspan 監誓以來，Fed 主席再度於白宮(而非聯準會大樓)舉行就職典禮。Warsh 在就職演說中推崇 Greenspan 為其典範，並宣示將領導一個「以改革為導向」的 Fed。

Warsh 接任 Fed 主席之際，美國經濟正面臨能源通膨再起的挑戰。回顧 1970 年代，美國曾因兩次石油危機推升油價，陷入物價高漲與經濟成長停滯交織的停滯性通膨(stagflation)困局。不同的是，歷經頁岩油革命後，美國已由昔日的能源進口大國轉變為能源淨輸出國，對油價衝擊的承受力已不可同日而語。即便如此，當前地緣政治衝突推升能源價格，進一步帶動通膨上行的風險，仍使市場高度戒慎。在當前中東情勢多變、AI 與新創產業興起等多重力量交織下，金融市場尚難評估 Fed 新任主席 Warsh 政策影響，惟其政策主張未來將成為影響美國及全球金融市場的關鍵變數，後續仍須密切關注。

本文擬以 Greenspan 主政 Fed 以來，歷任主席之貨幣政策演進為背景，檢視 Fed 利率政策、非傳統貨幣政策及溝通政策的變化，進一步剖析新任主席 Warsh 的政策主張、可能面臨的挑戰及其潛在影響，並兼論 Fed 新局勢對美元及美國公債之可能影響。全文採問答方式呈現，分述 4 個問題如下：

Q1：從 Alan Greenspan 時代以來 Fed 貨幣政策的演進為何？

Q2：Fed 新任主席 Kevin Warsh 有哪些政策主張？

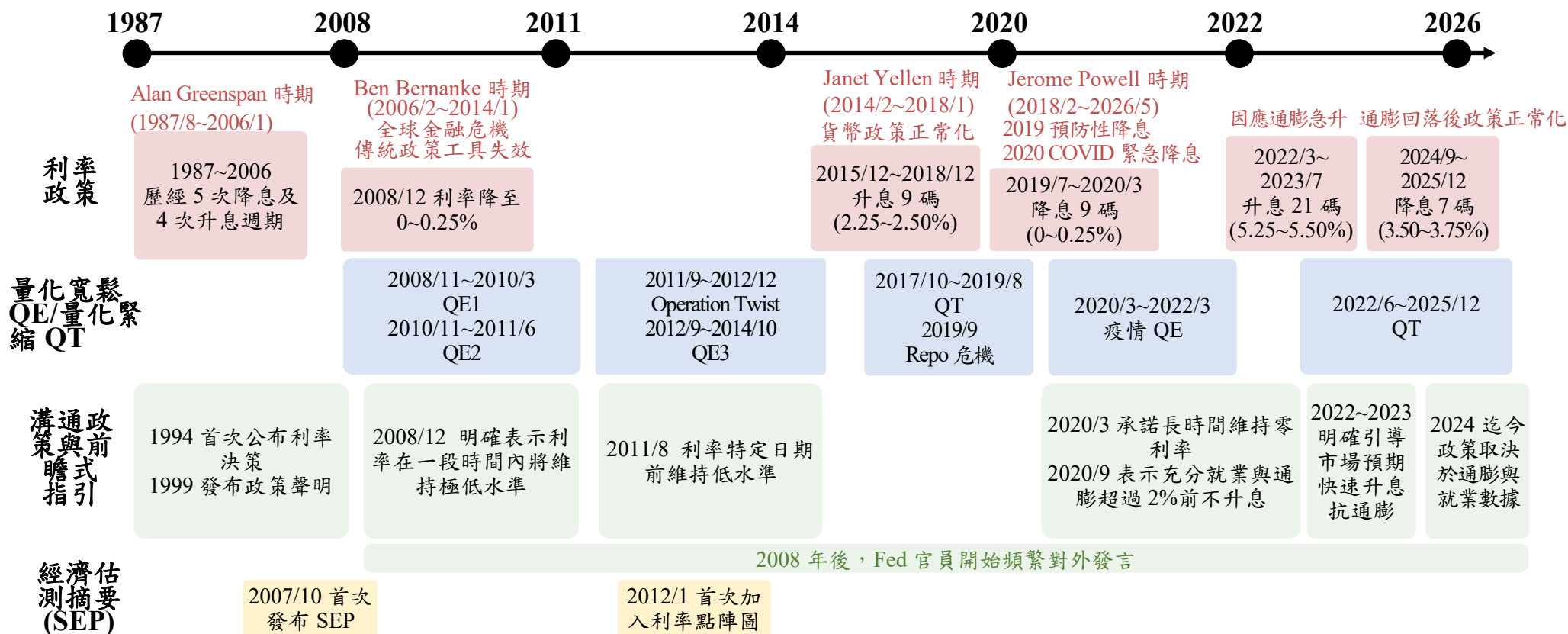
Q3：當前 Kevin Warsh 所領導的 Fed 及其貨幣政策面臨哪些挑戰？

Q4：Fed 新局勢對美元及美國公債之可能影響為何？

Q1：從 Alan Greenspan 時代以來 Fed 貨幣政策的演進為何？

A1：近 40 年來，Fed 貨幣政策歷經長期經濟情勢變動與 4 位主席不同領導風格的演進。就政策執行與工具而言，由利率工具，擴及資產負債表，再回到利率為主的軌跡；就對公眾溝通與預期管理而言，則由刻意神秘，走向高度透明，再轉為淡化前瞻式指引、依數據決策的轉折。透過此些面向的演進，可更理解新任主席 Kevin Warsh 改革藍圖與挑戰。

圖 1 近 40 年來 4 位 Fed 主席的貨幣政策及溝通政策



資料來源：本行整理

## (一) Alan Greenspan 時期(1987/8~2006/1)：政策權衡與模糊策略

Alan Greenspan 執掌 Fed 達 18 年半，適逢全球化紅利與科技生產力躍升，相對 1970 年代的停滯性通膨，美國經濟進入通膨相對平穩、經濟成長穩健的大溫和(Great Moderation)時期<sup>1</sup>。

### 1. 政策執行與工具：權衡策略並調整政策利率為主，低度金融監理

- Greenspan 重視經濟情勢研究，藉以研判景氣動向，惟其不過度依賴計量模型，亦不拘泥於單一法則，採**權衡(discretion)策略**，並以**調整聯邦資金利率為主要政策工具**。另對金融創新與衍生性金融商品採低度監管(light-touch)的監理態度。
- Greenspan 曾於 1996 年 12 月以「**非理性繁榮**」(irrational exuberance)描述網際網路興起致資產估值高漲現象<sup>2</sup>，惟 Greenspan 研判當時正值生產力大幅提升時期，且**通膨情勢溫和**，**並未立即採取緊縮政策**(下頁圖 2)。
- Greenspan 時期，歷經多次金融危機事件(1987 年「黑色星期一」股災、1997 年亞洲金融風暴、1998 年長期資本管理公司(Long-Term Capital Management, LTCM)事件、2000 年網路泡沫破裂、2001 年 911 事件)，多以迅速且大幅降息或挹注流動性因應(下頁圖 2、表 1)。
- 綜觀 Greenspan 擔任 Fed 主席期間，歷經 5 次降息及 4 次升息週期(下頁圖 2、表 1)，**並非一味地採行寬鬆政策**。其**降息時點通常發生在美國經濟趨緩或通膨下降**，以及**發生重大金融事件時**；而當**美國通膨過高或經濟景氣過熱需要降溫時**，**Fed 仍會升息予以因應**(下頁圖 2、表 1)。

### 2. 對公眾溝通與預期管理：刻意維持央行的神秘感，藉出其不意強化政策效果

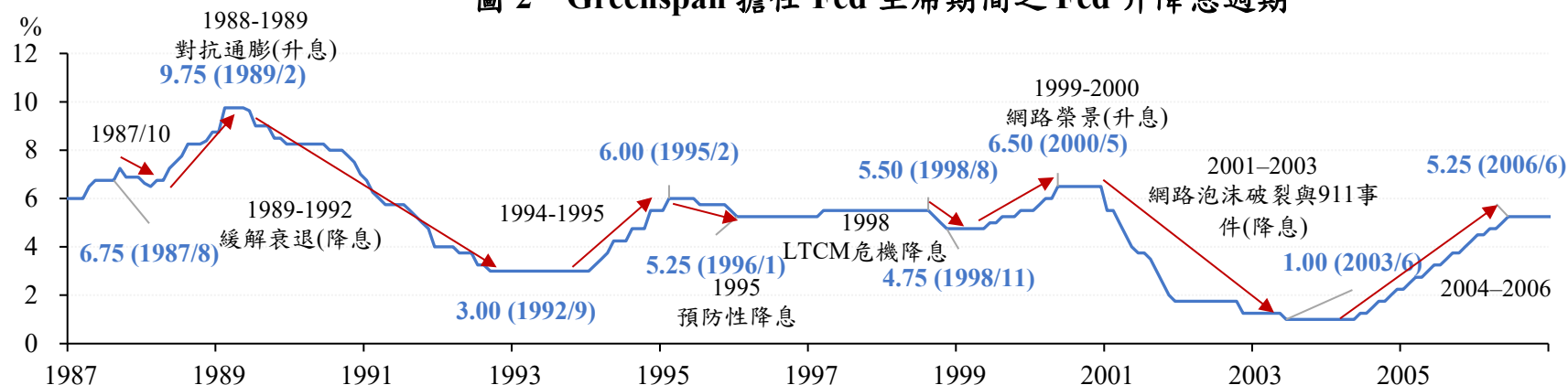
- Fed 1994 年首次公布利率決策，1999 年發布政策聲明，惟 Greenspan 奉行模糊策略，以**隱晦迂迴**的表達方式，刻意**維持央行的神秘感**<sup>3</sup>，以保留彈性並避免市場過度反應；且透明度與可預測性偏低，**藉出其不意強化政策效果**。

<sup>1</sup> Bernanke, Ben S. (2004), "The Great Moderation," Speech Delivered at the Meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, Feb. 20.

<sup>2</sup> Greenspan, A. (1996), "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society," paper presented at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., Dec. 5.

<sup>3</sup> Greenspan 在 1987 年面對國會委員會時的名言可為寫照：「Since I've become a central banker, I've learned to mumble with great incoherence. If I seem unduly clear to you, you must have misunderstood what I said.」(自從當上央行官員，我已學會極不連貫地含糊其詞；倘若你覺得我說得太清楚，那一定是你誤解了我的意思。)

圖 2 Greenspan 擔任 Fed 主席期間之 Fed 升降息週期



資料來源：Bloomberg

表 1 Greenspan 擔任 Fed 主席期間之升、降息週期

升息週期	升息幅度 (百分點)	主要考量	降息週期	降息幅度 (百分點)	主要考量
1988~1989 年	3.25	為對抗通膨，政策利率由 1988 年 2 月之 6.5% 逐步升至 1989 年 2 月 9.75%。	1987/10~ 1988/2	0.75	因應 1987 年 10 月 9 日「黑色星期一」股災，由 1987 年 10 月之 7.25% 降息至 1988 年 2 月之 6.50%。
1994~1995 年	3.0	為防止經濟過熱及通膨上揚壓力，政策利率由 1994 年 1 月之 3.00% 逐步升至 1995 年 2 月之 6.00%。	1989~1992 年	6.75	為因應經濟衰退及通膨快速下降而降息，政策利率由 1989 年 5 月之 9.75% 逐步下調至 1992 年 9 月之 3.00%。
1999~2000 年	1.75	為因應網路榮景及對抗通膨，政策利率由 1999 年 5 月之 4.75% 逐步升至 2000 年 5 月之 6.50%。	1995~1996 年	0.75	因應經濟成長走緩，政策利率由 1995 年 6 月之 6.00%，逐步調降至 1996 年 1 月之 5.25%。
2004~2006 年	3.50	因應美國通膨上揚及失業率下降，政策利率由 2004 年 6 月之 1.0% 逐步升至 Greenspan 卸任時 (2006 年 1 月) 之 4.5% (該升息週期最終升至 5.25%)。	1998 年	0.75	1998 年 9 月長期資本管理公司(LTCM)倒閉，Fed 為避免該事件波及全球金融市場，政策利率由 1998 年 9 月之 5.5% 逐步降至 1998 年 11 月之 4.75%。
			2001~2003 年	5.5	因應網路泡沫破裂與 911 事件，2001 年至 2003 年政策利率由 2000 年 12 月之 6.50% 逐步降至 2003 年 6 月之 1.0%。

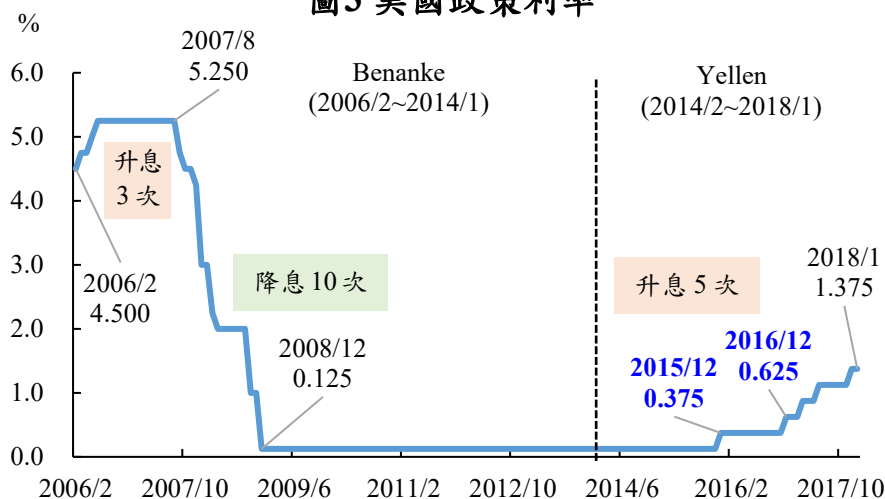
資料來源：本行整理

## (二) Ben Bernanke 與 Janet Yellen 時期(2006/2~2018/1)：非傳統貨幣政策與透明化

### 1. 政策執行與工具：資產負債表由危機工具轉為主要政策工具

- Bernanke 接任 Fed 主席初期，美國經濟較熱，他延續 Greenspan 卸任前的升息週期，於 2006 年間 3 度升息(由 4.5% 升至 5.25%)。2007 年 9 月起，在信用情勢緊縮可能加劇房市修正且有礙經濟成長之背景下，啟動降息週期(圖 3)(2007~2008 年共降息 10 次，總計降息 20 碼)。
- 2008 年全球金融危機後，**政策利率觸及零利率底限(Zero Lower Bound, ZLB)**(圖 3)，傳統利率工具失靈。Bernanke 時期，Fed 引進非傳統貨幣政策，包含 **3 輪量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)**、**扭轉操作(Operation Twist)** 等，**透過購債壓低長端利率**；Fed 資產負債表大幅擴增(圖 4)。
- Yellen 後期啟動**貨幣政策正常化**，2015 年 12 月升息(2008 全球金融危機後**首度升息**)，2016 年初國際油價重挫，美國通膨放緩，延後升息，2016 年 12 月重啟升息週期(圖 3)(2015~2017 年共升息 5 次，總計升息 5 碼)，且 2017 年起實施**量化緊縮(QT)**，以證券到期不再投資的被動縮表方式，**縮減 Fed 資產負債表規模**(圖 4)。

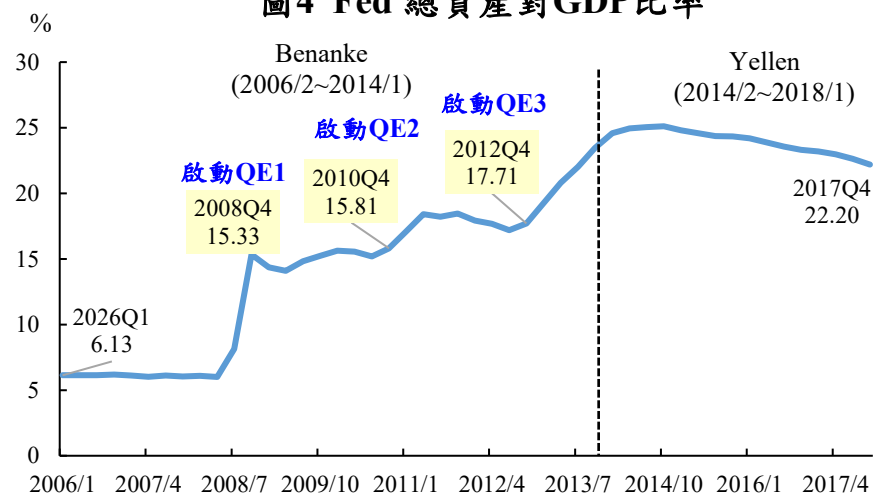
圖3 美國政策利率



註：早期聯邦資金利率目標為單一值；至 2008 年 12 月起聯邦資金利率目標改採區間制，圖示以區間中點表達。

資料來源：BIS

圖4 Fed 總資產對GDP比率



資料來源：FRED

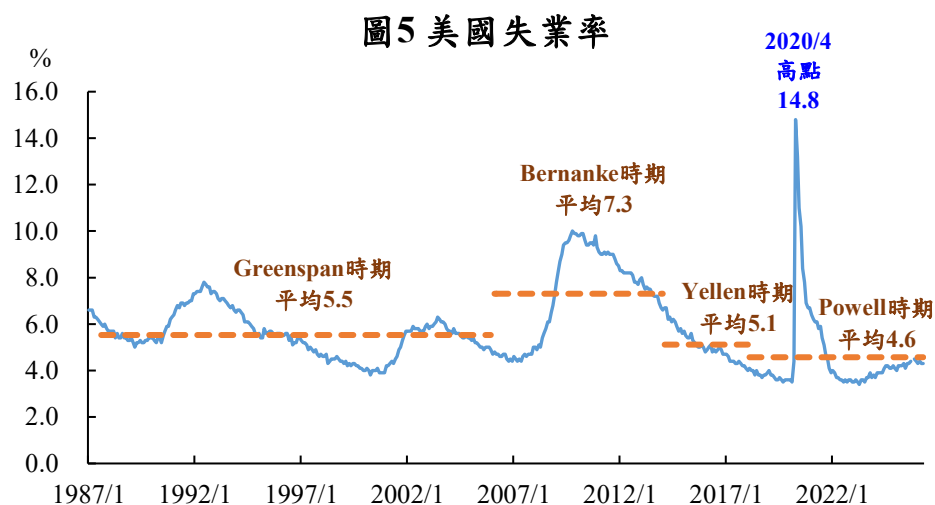
## 2. 對公眾溝通與預期管理：轉向透明化與可預測性以彌補利率工具之不足

- 2008年12月FOMC會後聲明表示利率將維持低檔「一段時間」，前瞻式指引(forward guidance)正式成為在ZLB下彌補利率工具不足的主要手段。
- Bernanke揚棄刻意模糊，**轉向透明化與可預測性**，並將政策溝通提升為一項政策工具，以管理市場對未來政策路徑的預期。2007年10月首次發布「經濟估測摘要」(Summary of Economic Projections, SEP)，2011年起舉行FOMC會後記者會；2012年1月起，在SEP中首度**納入利率點陣圖(dot plot)**；同月發布《長期目標與貨幣政策策略聲明》**明訂2%通膨目標**。

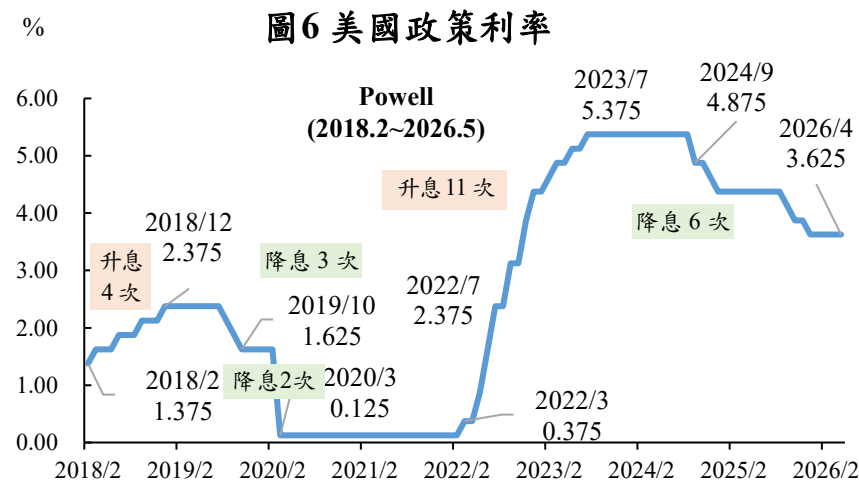
### (三)Jerome Powell時期(2018/2~2026/5)：貨幣政策架構調整、猛烈升息與漸進縮表

#### 1. 政策執行與工具：政策工具以利率為主、資產負債表管理為輔，並嘗試縮表收回過剩流動性

- Powell接任Fed主席初期，經濟穩健成長，失業率持續下降(圖5)，**延續 Yellen卸任前的貨幣政策正常化步伐**，於2018年間**4度升息**(政策利率目標中點由1.375%升至2.375%)(圖6)。嗣因**美中貿易衝突加劇與全球經濟擴張走緩**，Fed轉而啟動降息(3度降息，政策利率目標中點由2.375%降回1.625%)。



資料來源：FRED



資料來源：BIS

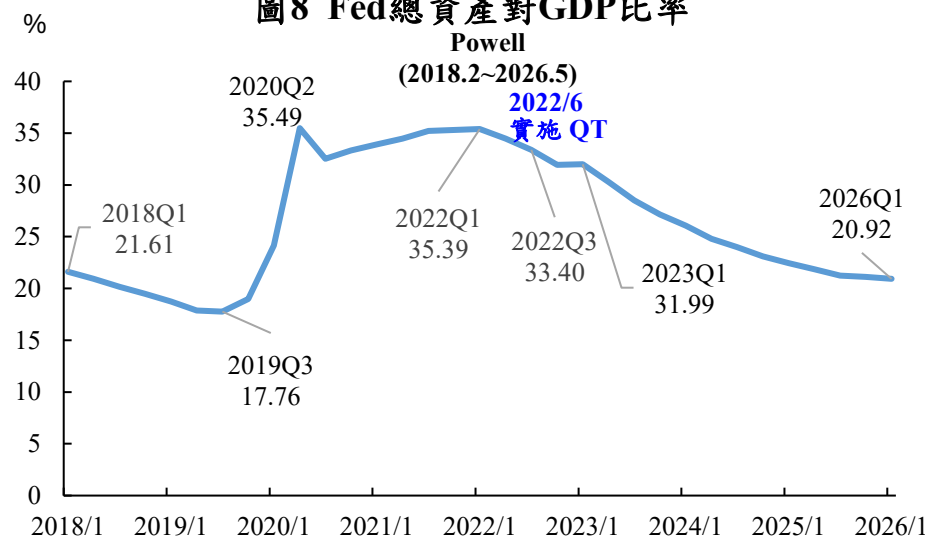
- 2020年初為因應 COVID-19 衝擊，4月失業率高達 14.8%(上頁圖 5)，Fed 連續 2 次迅速降息至零、重啟大規模 QE，並設立多項緊急流動性與信用便利(emergency facilities)，資產負債表再度急速膨脹。
- 2022年3月起，為因應逾 40 年來最高的通膨(圖 7)，啟動數十年來最猛烈的升息循環(2022~2023 年共升息 11 次，總計升息 21 碼，政策利率目標中點升至 5.375%)(上頁圖 6)，並自 2022 年 6 月起實施 QT(圖 8)，主要以證券到期不再投資的被動縮表方式，循序漸進縮減資產負債表規模。
- 2023 年 3 月爆發矽谷銀行倒閉引發銀行危機事件，Fed 繼續其升息抗通膨立場，惟以「銀行定期融資計畫」(Bank Term Funding Program, BTFP)穩定金融。
- 至 2024 年夏季，美國通膨率持續回落、失業率僅微幅上升，薪資漲幅也趨於降溫，軟著陸(soft landing)逐漸成形，Fed 於同年 9 月開始降息。

圖7 美國CPI年增率



資料來源：FRED

圖8 Fed總資產對GDP比率



資料來源：FRED

## 2. 對公眾溝通與預期管理：整體仍延續透明化路線，惟淡化前瞻式指引，轉向依數據決策

- 2019 年 1 月起，將原為每季舉行之 FOMC 會後記者會(每年 4 次)，改為每次 FOMC 會後均舉行記者會(每年 8 次)。
- 2020 年 8 月採行**彈性平均通膨目標化**(Flexible Average Inflation Targeting, FAIT)，容許通膨適度補償，亦即在通膨率持續低於 2% 目標的時期之後，Fed 可能會容許通膨率在一段時間內適度高於 2% 目標；惟此事後補償的容忍通膨邏輯致 **2021 年將通膨誤判為暫時性(transitory)**，凸顯**前瞻式指引與溝通的可信度(credibility)**框限可能帶來**風險**。
- 2022 年，為對抗疫後經濟重啟與俄烏戰爭所導致之通膨急升，Powell 淡化前瞻式指引，**改採依數據決策(data-dependent)策略**。
- 上(2025)年 8 月完成貨幣政策架構檢視，廢除 FAIT，**重返「彈性通膨目標化」(Flexible Inflation Targeting, FIT)**，對稱看待通膨的雙向偏離，並更**強調制約通膨預期的重要性**。

### (四)綜觀近 40 年來 Fed 貨幣政策之演進，有助理解新任主席 Warsh 之改革藍圖之脈絡

回顧近 40 年來 4 位 Fed 主席面對的**經濟金融環境、重大危機事件及其政策因應**(表 2)，Fed 的決策與溝通模式，歷經 Greenspan 時期的模糊策略與靈活裁量，再轉向 Bernanke、Yellen、Powell 的透明化與制度化兩種典範。有助理解 Warsh 未來改革方向與政策主張。

表 2 近 40 年來 4 位 Fed 主席所處之經濟金融環境、重大危機事件及其政策因應

		Alan Greenspan (1987/8–2006/1)	Ben Bernanke (2006/2–2014/1)	Janet Yellen (2014/2–2018/1)	Jerome Powell (2018/2–2026/5)
經濟 金融 情勢	CPI 年增率	平均 3.1%	平均 2.2%	平均 1.3%	平均 3.5%
	失業率	平均 5.5%	平均 7.3%	平均 5.1%	平均 4.6%
	資產負債表 對 GDP 比率	介於 5.0%~6.6%區間	6.0% → 23.5%	介於 22.0%~25.1%區間	17.8% → 35.4% → 20.9%
貨幣 政策	利率區間	1.00%~9.75%*	0.00%–0.25%~ 5.25%*	0.00%–0.25%~ 1.25%–1.50%	0.00%–0.25%~ 5.25%–5.50%
	主要工具	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 聯邦資金利率為主</li> <li>● 風險管理、政策權衡</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 零利率+非傳統貨幣政策</li> <li>● 資產負債表成為主要政策工具</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 漸進升息、貨幣政策正常化</li> <li>● 2017 年起被動縮表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 利率與資產負債表雙工具</li> <li>● 2020 年大規模 QE</li> <li>● 2022~2023 抗通膨升息、縮表</li> </ul>
向公眾溝通策略		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 模糊策略</li> <li>● 央行神秘感</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 走向透明化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 延續透明化</li> <li>● 強化前瞻式指引</li> <li>● 強調漸進、可預測</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2020 年 FAIT→ 2025 年重返 FIT</li> <li>● 後期淡化前瞻式指引 改採依數據決策之策略</li> </ul>
重要事件		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1987 美國股災</li> <li>● 1997 亞洲金融風暴</li> <li>● 1998 LTCM</li> <li>● 2000 網路泡沫</li> <li>● 2001 911 事件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2007 美國次貸危機</li> <li>● 2008 全球金融危機</li> <li>● 2008~2014 QE1~QE3</li> <li>● 2013 縮減購債恐慌(taper tantrum)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2016 年初國際油價重挫 與低通膨持續</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2019 年 9 月債券附買回 市場利率飆升</li> <li>● 2020 COVID-19 疫情爆發</li> <li>● 矽谷銀行倒閉事件</li> </ul>

\* Greenspan 時期與 Bernanke 早期，聯邦資金利率目標為單一值，非區間；2008 年 12 月起聯邦資金利率目標改採區間制。

資料來源：Fed 官網、本行整理

**Q2：Fed 新任主席 Kevin Warsh 有哪些政策主張？**

**A2：Warsh 表示，未來將調整 Fed 多項現行做法並推動改革，包括考慮建立一套新的通膨評估指標、調整 Fed 對外溝通方式，及縮減 Fed 資產負債表規模等。**

**(一)Warsh 的政策思想背景<sup>4</sup>**

**1. Warsh 的政策思維，深受 Fed 前主席 Alan Greenspan 影響**

- Warsh 表示，在幾位熟識的 Fed 前主席中，Greenspan 是第一位告訴他、也親自示範該職位需具備哪些條件的人；**Warsh 更暗示自己以 Greenspan 為典範**，希望用充滿活力與使命感的方式履行 Fed 主席職責。
- Greenspan 在 1990 年代網路繁榮時期維持政策利率不變，而非提前升息；當時通膨未見明顯升溫，他認為此反映生產力正在提升，因此無需透過升息抑制經濟。**Warsh 於上年亦曾表示**，他相信人工智慧(AI)的**普及將提升生產力、降低通膨**，並為 Fed 創造降息空間。
- **Greenspan 的溝通採模糊策略**，以較為含蓄的方式傳達政策訊息，保留彈性空間。**Warsh 亦認為，Fed 官員應減少公開發言與前瞻式指引**，並避免暗示未來的政策方向。

**2. Warsh 於 2006~2011 年擔任 Fed 理事期間，身處 2008 年全球金融危機前後、Greenspan 與 Bernanke 時代交接的轉折點；Warsh 向來認為<sup>5</sup>，央行過度干預金融市場、職責過度擴張，恐帶來不利影響**

- Warsh 認為，**央行持續介入金融市場，恐扭曲市場價格、強化金融市場參與者對央行將支撐市場的預期**，從而**削弱市場紀律**(market discipline)、加劇**過度的風險承受**(excessive risk-taking)。他表示，央行採行購債計畫、擴大資產負債表規模時，須審慎權衡此舉對總體經濟的效益，以及其恐帶來的**債務貨幣化疑慮、央行可信度受損**等成本。
- Warsh 表示，**Fed 應聚焦於物價穩定與最大就業的職責**，而非氣候變遷等非核心議題；**Fed 不應扮演財政當局之角色**，必須回歸貨幣政策的本分；如**央行涉足領域過廣，恐危及其履行核心職責的能力**。

---

<sup>4</sup> Schonberger, Jennifer (2026), “New Fed Chair Kevin Warsh Suggests He May Take an Alan Greenspan-Style Approach at the Central Bank,” *Yahoo Finance*, May 24; Velasquez, Francisco (2026), “Trump Wants New Fed Chair to be ‘Totally Independent’,” *BBC*, May 23.

<sup>5</sup> Warsh, Kevin (2006), “Financial Markets and the Federal Reserve,” Speech at the New York Stock Exchange, Nov. 21; Warsh, Kevin (2010), “It’s Greek to Me,” Speech at the Atlanta Rotary Club, Jun. 28; Canepa, Francesco (2025), “Former Fed Governor Warsh Blasts US Central Bank for Leaving Its Lane,” *Reuters*, Apr. 26; Warsh, Kevin (2025), “The High Cost of the Fed’s Mission Creep,” *The Wall Street Journal*, Apr. 27.

## (二)Warsh 的核心政策主張

1. Warsh 在美國參議院銀行委員會舉辦之任命聽證會等場合<sup>6</sup>，曾闡述其重要的政策主張與理念。他表示，將領導一個「**以改革為導向**」的 Fed，從過去的成功與錯誤中學習，並擺脫一成不變的架構與模型。
2. Warsh 指出，未來將**調整 Fed 多項現行做法並推動改革**，包括**考慮建立一套新的通膨評估指標**、**縮減 Fed 資產負債表規模**，以及**調整 Fed 對外溝通方式**等(表 3)。

表 3 Warsh 的核心政策主張

核心政策主張	主要內容說明
建立新的通膨評估指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Warsh 認為過去 Fed 慣用的評估指標，例如核心個人消費支出(Core PCE)物價指數，單純將食物與能源價格從 PCE 物價指數中剔除，屬於一種「粗略的估算」，且不合時宜。</li> <li>● 呼籲改採「<b>截尾平均通膨</b>」(trimmed mean inflation)<sup>7</sup>或「<b>中位數通膨</b>」(median inflation)<sup>8</sup>，以<b>排除極端價格波動</b>，更精準觀察廣泛物價趨勢。</li> </ul>
縮減 Fed 資產負債表規模	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Warsh <b>主張縮表</b>，<b>反對 Fed 持有大量長天期美國公債</b>，並表示當 Fed 持有之未償還政府債務比許多金融市場參與者還多時，本質上成為「<b>披著偽裝的財政政策</b>」(fiscal policy in disguise)。</li> <li>● <b>相較於能影響整體經濟的利率工具</b>，<b>資產負債表工具帶來極不公平的財富分配效果</b>。龐大的資產負債表對 Fed 達成其物價穩定、最大就業的雙重職責毫無幫助；大約有半數美國民眾並未持有任何金融資產，無法從擴張的 Fed 資產負債表規模中獲益。</li> </ul>
調整 Fed 對外溝通方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主張<b>淡化前瞻式指引</b>、每季發布的「<b>經濟估測摘要</b>」(其中包含利率預測點陣圖)等。</li> <li>● <b>質疑定期舉行 FOMC 會後記者會的必要性</b>。</li> </ul>

資料來源：Bloomberg News (2026)、Saraiva (2026)、本行整理

<sup>6</sup> Bloomberg News (2026), “Kevin Warsh’s Fed Confirmation Hearing: TOPLive Transcript,” *Bloomberg*, Apr. 21; Saraiva, Catarina (2026), “Warsh Pledges Independence But Dodges Questions on Rates,” *Bloomberg*, Apr. 21; Schneider, Howard (2026), “Exclusive: Warsh Pledges to Follow Best of Fed’s Traditions, While Also Looking for Change,” *Reuters*, Jun. 3; Moadel, David (2026), “Kevin Warsh Is about to Make a Major Change to the Fed. Donald Trump Will Cheer It on,” *24/7 Wall St.*, Jun. 4.

<sup>7</sup> Warsh 認為，「截尾平均數」會剔除數據中的所有極端值與一次性干擾項目，俾利決策者更清晰地觀察普遍性的價格變動是否已對經濟產生二階效應(second order effects)。

<sup>8</sup> Warsh 希望建立一個由公部門(如勞工統計局)與私部門共同合作的「數據計畫」。他主張透過調查高達「10 億筆價格」，從中精準標定出「第 5 億零 1 筆價格」(即中位數價格)的變化，強調此中位數的變動率，才是真正代表整體經濟中普遍物價水準變動的「基本通膨率」(underlying inflation rate)。

### (三)外界對 Warsh 政策主張的評論

1. **Warsh** 提出的**政策主張**與**Fed**之**改革構想**，包括考慮建立新的通膨評估指標、縮減 Fed 資產負債表規模，以及調整 Fed 對外溝通方式等，已**引發各界廣泛討論**(表 4)。
2. **Warsh** 已**延攬兩位**保守派**外部人士擔任顧問**<sup>9</sup>，包括**川普**(Donald Trump)**第一任政府**期間之**白宮國內政策專家** Paul **Winfree**，及史丹佛大學**胡佛研究所**(Hoover Institution)**政策研究員** Daniel **Heil**；未來 Warsh 將如何推動相關改革，值得密切關注。

表 4 外界對 Warsh 核心政策主張的評論

外界評論	主要內容說明
Warsh 考慮建立的 <b>新通膨評估指標利弊兼具</b> ，而轉向新指標亦可能 <b>損及央行可信度</b> <sup>10</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Warsh 考慮建立的<b>新通膨評估指標</b>—<b>截尾平均通膨</b>與<b>中位數通膨</b>，將會<b>排除</b>那些<b>導致物價一次性上漲之衝擊</b>；然而，未反映於前述指標的<b>這些衝擊</b>，仍可能影響金融市場、企業與消費者之<b>通膨預期</b>。</li> <li>● 當前<b>美國 PCE 物價指數年增率</b>已連續<b>5 年高於 Fed 目標</b>，若此時轉向新通膨指標可能被外界視為<b>改變規則</b>，恐對 Fed 可信度產生不利影響。</li> </ul>
關於 Warsh <b>擬縮減 Fed 資產負債表規模</b> ，各界仍 <b>存在不同意見</b> <sup>11</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Fed 前理事 Jeremy Stein：有關<b>Fed 資產負債表</b>之討論，應<b>聚焦於資產組合之期限結構與利率風險</b>，而非規模。</li> <li>● Fed 理事 Michael Barr：<b>縮減資產負債表規模</b>對央行而言是<b>錯誤的目標</b>，此舉恐<b>損害銀行韌性</b> (resilience)、<b>妨礙貨幣市場功能</b>，進而<b>危及金融穩定</b>。</li> <li>● 倫敦政經學院(LSE)經濟學教授 Ricardo Reis：<b>欲縮減 Fed 資產負債表規模</b>，應先<b>透過制度改革</b>，<b>觀察準備金需求變化</b>，再<b>逐步調整準備金供給</b>，以<b>避免造成流動性過度緊縮</b>，甚至引發金融市場動盪風險。</li> </ul>
對 Warsh <b>可能調整 Fed 對外溝通方式的舉措</b> ， <b>正反看法皆有</b> <sup>12</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 支持淡化前瞻式指引者認為，此有助避免 Fed 因預測失誤而衍生其他問題。Kansas City Fed 前總裁 Esther George 認為，<b>市場對點陣圖的解讀</b>，已遠遠<b>超出其原先擬作為軟性指引之設計意旨</b>；Fed 前副主席 Richard Clarida 指出，在 FOMC 政策聲明中刪除前瞻式指引相關措辭的條件已趨成熟。</li> <li>● 反對改變 Fed 現行溝通方式者認為，Fed 發布的「<b>經濟估測摘要</b>」及<b>FOMC 會後記者會</b>，現已成為<b>引導公眾預期的重要工具</b>；如<b>揚棄該等工具</b>，恐<b>加劇市場波動</b>。St. Louis Fed 前總裁 James Bullard 表示，FOMC 會後記者會已成為 Fed 解釋政策決策與經濟前景的國際標準，如欲改變恐相當困難。</li> </ul>

資料來源：智庫及外媒報導、本行整理

<sup>9</sup> Timiraos, Nick (2026), “Warsh Names Two Conservative Policy Veterans as Interim Fed Advisers,” *The Wall Street Journal*, Jun. 2.

<sup>10</sup> Rosin, Andrew and David Wessel (2026), “What Are Trimmed Mean and Median Inflation Rates? And Why Does Kevin Warsh Prefer Them?” *Brookings*, Apr. 30.

<sup>11</sup> Central Banking (2026), “Focus on Duration and Not Size of Fed Ledger, Ex-governor Says,” *Central Banking*, May 19; Barr, Michael (2026), “Efficient and Effective Central Banking: Beyond the Balance Sheet,” Speech at the Money Marketeers of New York University, May 14; Chow, Thomas (2026), “The Fed’s Six-Trillion-Dollar Balance Sheet Question,” *Central Banking*, May 5.

<sup>12</sup> Schneider, Howard and Ann Saphir (2026), “Warsh Has Big Plans for the Fed, But Results May Take Time,” *Reuters*, May 14; Schneider, Howard (2026), “Exclusive: Warsh Pledges to Follow Best of Fed’s Traditions, While Also Looking for Change,” *Reuters*, Jun. 3; Moadel, David (2026), “Kevin Warsh Is about to Make a Major Change to the Fed. Donald Trump Will Cheer It on,” *24/7 Wall St.*, Jun. 4; Jones, Claire and Kate Duguid (2026), “Kevin Warsh Set to Revamp Federal Reserve’s Signalling to Wall Street,” *Financial Times*, Jun. 3.

**Q3：當前 Kevin Warsh 所領導的 Fed 及其貨幣政策面臨哪些挑戰？**

**A3：當前美國通膨升溫，Fed 面臨降息空間縮減與 FOMC 共識凝聚的挑戰，快速縮表恐增添金融風險，溝通政策改革、Fed 獨立性等都引發各界關注。此些總體環境與制度問題，恐使 Warsh 落實改革藍圖與未來 Fed 貨幣政策走向充滿變數。**

**(一)目前通膨壓力未消，就業數據強勁，Fed 的降息空間與理由恐縮減，且凝聚共識成為 Warsh 就任初期的挑戰**

1. 美國通膨壓力未消，且就業數據強勁，市場原先預期 Fed 將於年內降息恐難實現，更出現升息可能性之討論。

□ **通膨面**：中東衝突推升油價，加以先前關稅政策推升通膨的滯後效應，本年 5 月美國 CPI 年增率達 4.2%，4 月 PCE 物價年增率達 3.8%(表 5)；**能源價格居高使通膨升溫的環境下，Fed 政策方向恐將側重物價穩定。**

□ **就業面**：本年 5 月美國非農就業新增 17.2 萬人，已連續 3 個月逾 15 萬人，且失業率亦連續 3 個月持穩於 4.3%，勞動市場穩健。**強勁的就業將使 Fed 缺乏為支撐就業而降息的迫切理由。**

2. 政策重心若偏向物價穩定，如何精準研判通膨走勢至關重要。

□ 本年 4 月中位數 PCE 物價年增率為 2.8%，截尾平均 PCE 物價年增率為 2.3%，兩者**均低於同月** PCE 物價年增率的 3.8%與核心 PCE 物價年增率的 3.3%(表 5)。

**表 5 美國通膨率指標**

單位：%

	CPI 年增率	核心 CPI 年增率	中位數 CPI 年增率	截尾平均 CPI 年增率
2026/5	4.2	2.9	2.9	2.9
	PCE 物價年增率	核心 PCE 物價年增率	中位數 PCE 物價年增率	截尾平均 PCE 物價年增率
2026/4	3.8	3.3	2.8	2.3

註：核心 CPI 與 PCE 是固定剔除波動較大的食物與能源兩類；截尾平均則不限類別，而是每月剔除價格漲跌最劇烈的頭尾兩端項目，僅保留中間部分加權平均，故被剔除的項目每月不同。

資料來源：LSEG Datastream、Federal Reserve Bank of Dallas、Federal Reserve Bank of Cleveland

□ **Warsh 主張以中位數通膨與截尾平均通膨等指標**，過濾關稅、戰爭與供應衝擊等因素，以**評估基本通膨走勢**。惟如何即時辨別暫時性供給衝擊與持續性通膨，相當困難<sup>13</sup>。此外，**關於新通膨指標的改革仍須時日，且其效果有待未來檢驗。**

<sup>13</sup> 2021 年 Fed 誤判通膨為暫時性(transitory)的前車之鑑，凸顯此種判斷具高風險。

3. 在當前經濟情勢中，凝聚共識成為 Warsh 就任初期的挑戰。

□ 本年 4 月 29 日，Powell 任內最後一次 FOMC 會議雖以 8 比 4 決議維持利率不變，卻仍有 4 位委員表達異議，分歧程度為近 34 年來最高。外界認為，Warsh 接手的，正是這樣意見較為分歧的委員會；加上他鼓勵委員更積極討論並提出異議，Warsh **就任初期凝聚共識的難度可能較高**。

□ **Warsh 的改革藍圖**，不論是縮表、取消點陣圖，或重新檢討通膨指標等，都必須取得**委員會集體同意**，因此在**政策討論過程中**，**可能因難以形成共識而被迫折衷或延後**。市場也高度關注 Warsh 主持的首場 FOMC 會議，並視其為檢驗其領導力與協調能力的重要指標。

## (二)快速縮表恐增添金融風險，且長端利率上升可能推高政府舉債成本

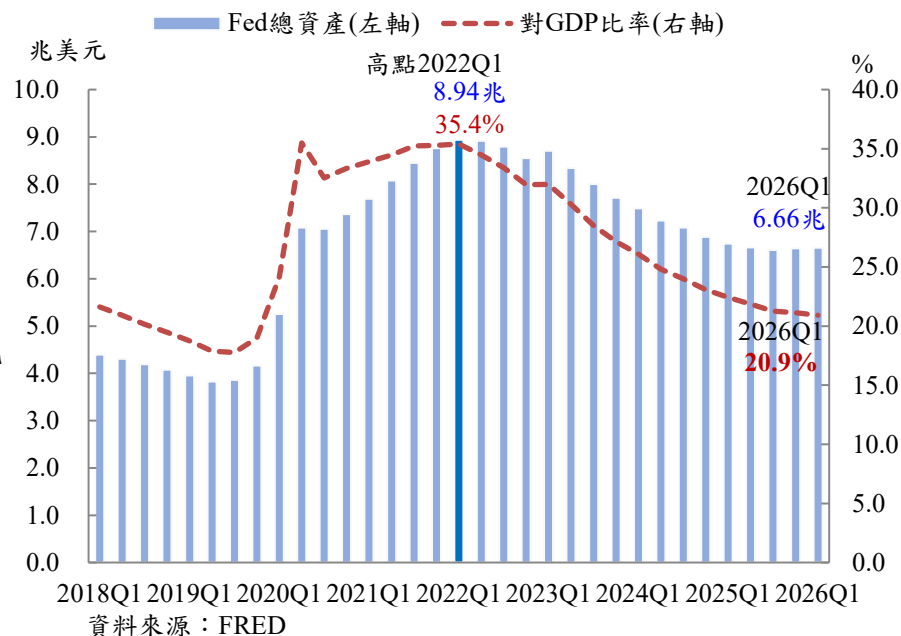
1. Warsh 曾主張，透過**持續縮減資產負債表**壓縮市場流動性、**推升長端殖利率**，收緊**金融情勢**，讓 Fed 得以在不致引發通膨反彈下，下調**利率**。然而，市場擔憂這項構想恐增添金融風險。

□ 當前 Fed 資產負債表規模約 6.66 兆美元，雖已自高點 8.94 兆美元回落(圖 9)，但**若縮表過快**，恐重演 2019 年 9 月準備金驟減、債券附買回市場利率飆升的情況，進一步增加**金融風險**。

□ 已請辭 Fed 理事的 Miran，在 2026 年 3 月的 FEDS 工作論文<sup>14</sup>中主張，縮表應以**自然到期(runoff)**為主，即被動縮表，**建議**循序縮減資產負債表規模約 1.2~2.1 兆美元。

2. 此外，若因縮表而推升長端殖利率並使殖利率曲線趨陡，亦可能提高政府舉債成本，恐**難以**回應**川普總統希望透過降息減輕公債利息負擔**的政策訴求。

圖9 Fed 資產負債表規模及其對 GDP 比率



<sup>14</sup> Anderson, Alyssa G., Alessandro Barbarino, Anthony M. Diercks, and Stephen Miran (2026), “A User's Guide to Reducing the Federal Reserve's Balance Sheet,” *Finance and Economics Discussion Series*, 2026-019, Board of Governors of the Federal Reserve System.

### (三) Fed 溝通政策改革的挑戰

1. 自 Bernanke、Yellen 與 Powell 時期，Fed 逐步走向更透明的溝通模式，期以建立貨幣政策公信力並穩定**通膨預期**。惟 Warsh 認為，過度依賴前瞻式指引會使市場過於依賴 Fed，因此主張取消**前瞻式指引**、**減少官員對外發言**，甚至**調整利率點陣圖公布**；若調整對外溝通方式，FOMC 委員將可不受預測數值的限制，更**充分表達意見**。
2. 然而，外界擔憂市場可能因而更難預測 Fed 的政策方向，甚至削弱其長期建立的通膨預期制約<sup>15</sup>。Warsh 的主張與過去數十年朝向透明化與強化究責的制度演進並不一致。**如何在政策彈性與可究責性之間取得平衡，將是其溝通政策改革的關鍵**。

### (四) Fed 的獨立性之討論

1. Warsh 一再強調，Fed 在執行貨幣政策時，**維持獨立性**至關重要；但他也指出，Fed 雖具獨立性，**仍屬政府體制的一部分**，亦即「**在政府內獨立，而非獨立於政府之外**」(independent inside of government, not independent of government)<sup>16</sup>。
  - 在川普總統多次公開要求 Fed 儘速降息的**政治壓力**下，Fed 如何在**行政部門的降息期待**與**維護其獨立性之間取得平衡**，成為 Warsh 就任 Fed 主席後，各界關注的焦點。
  - Warsh 曾提出「**新版 1951 協議**」構想<sup>17</sup>，主張與財政部協商，規範疫情後過度膨脹的 Fed 資產負債表。然而，**在當前強勢的行政部門下**，外界關注**此種協商是否可能成為影響 Fed 決策的管道**。
2. Warsh 過去反對 QE 的重要理由之一，在於其模糊了貨幣政策與財政政策的界線；亦即，Fed **大規模購債**，實質上形同**為財政赤字融資**。也因此，**Warsh 長期被視為捍衛 Fed 獨立性的代表人物**。然而，外界擔憂，在當前美國公債規模龐大、政府高度依賴低利率維持債務可持續性的情勢下，潛在的龐大財政壓力，也是 Fed 當前面臨的挑戰之一。

<sup>15</sup> Schneider, Howard and Ann Saphir (2026), “Warsh Has Big Plans for the Fed, But Results May Take Time,” *Reuters*, May 14. English, William B. (2026), “The New Fed Chair Wants Less Transparency. That’s a Mistake.,” *Yale Insights, Yale School of Management*, May 27.

<sup>16</sup> Bloomberg News (2026), “Kevin Warsh’s Fed Confirmation Hearing: TOPLive Transcript,” *Bloomberg*, Apr. 21.

<sup>17</sup> 1951 年《財政部—聯準會協議》解除了 Fed 自二戰以來為財政部釘住公債利率(長債上限約 2.5%)的義務，使貨幣政策不再從屬於政府債務融資，奠定現代 Fed 獨立性的基礎。Warsh 於上年 30 國集團(G30)春季演講及接受《CNBC》訪談時，均曾提及「新版 1951 年協議」的構想，詳請參閱 Warsh, Kevin (2025), “G30 Spring Lecture 2025 - Kevin Warsh, “Commanding Heights: Central Banks at A Crossroads”,” Hoover Institution, Apr. 25; Cox, Jeff (2025), “Kevin Warsh Touts ‘Regime Change’ at Fed and Calls for Partnership with Treasury,” *CNBC*, Jul. 17.

#### Q4：Fed 新局勢對美元及美國公債之可能影響為何？

A4：Kevin Warsh 被提名為 Fed 新任主席後，市場多認為渠政策改革方向或將提高金融市場不確定性；而近期金融市場波動加大，主要係與中東衝突事件發展影響市場通膨預期及對未來政策走向有關。

##### (一)外界看法：Fed 新局勢對金融市場之可能影響

Kevin Warsh 所主張之政策改革，可能影響市場對美國貨幣政策方向之預期，外界亦就其政策方向及可能影響提出分析與看法<sup>18</sup>(表 6)。

表 6 Kevin Warsh 新政策與相關最新研究及經濟數據

政策方向	外界看法
Fed 利率政策、AI 之影響及通膨數據衡量	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 市場預期 Warsh 上任後 Fed 貨幣政策或偏向寬鬆，惟當前通膨壓力仍高、消費及 AI 資本支出仍具韌性，加以 FOMC 多數委員對降息仍持審慎態度，短期內不易降息，未來將維持較久期間的較高利率(higher for longer)。</li> <li>2. 高盛研究指出，短期內 AI 相關投資(如基礎設施)及資料中心需求擴張，推升關鍵電子零組件及軟體價格，並帶動用電需求及電力價格上升，對美國通膨帶來上行壓力。</li> </ol>
縮減 Fed 資產負債表規模	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Warsh 主張逐步推動資產負債表正常化、轉向存續期間較短公債的資產配置。</li> <li>2. 高盛研究指出，倘若 Warsh 推動 Fed 縮表，將使 Fed 持有美國公債占比下降，市場可能需吸收更多美國公債供給，進而推升中長期公債殖利率，且其亦預估如 Fed 縮表過快或幅度過大，恐導致美國貨幣市場利率(債券附買回市場利率)明顯飆升，難以透過降息來緩和其衝擊。</li> </ol>
調整對外溝通方式	<p>外界多認為，過去 Fed 提高透明度(如前瞻式指引、SEP、記者會)有助降低利率波動；倘若 Warsh 弱化前瞻式指引或減少政策溝通，市場對未來政策方向之不確定性可能提高。</p>

資料來源：本行整理

<sup>18</sup> Pradhan, Anshul and Demi Hu (2026), “Shifting Gears,” *Barclays*, Jun. 5; Giannoni, Marc *et al.* (2026), “Into the Fire,” *Barclays*, May 15; Oganer, Luis (2026), “Global Macro Outlook and Strategy,” *J.P. Morgan*, Jun. 9; Feroli, Michael (2026), “US: The Fed under Warsh,” *J.P. Morgan*, May 1; Abecasis, Manuel (2026), “AI and (Measured) Inflation: Up Then Down,” *Goldman Sachs Economics Research*, May 4; Marshall, William (2026), “Revisiting the Outlook for the Fed’s Balance Sheet,” *Goldman Sachs*, May 21; Schaper, Friedrich (2026), “Global Markets Daily: Fed Communication And Rates Volatility,” *Goldman Sachs*, May 1; Barbarino, Alessandro *et al.* (2026), “Measurement of ‘Computer Software and Accessories’ Inflation,” *FEDS Notes*, May 22

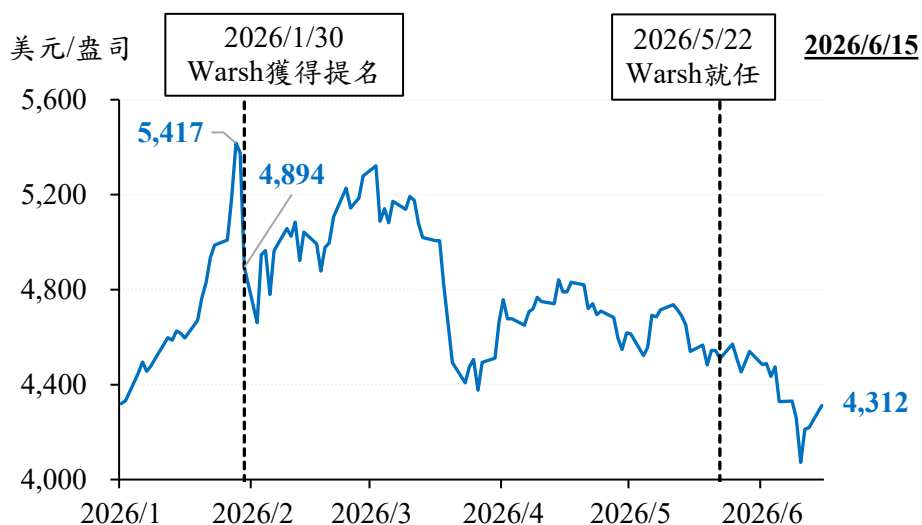
## (二)Warsh 獲得提名後，國際金融市場之表現及觀察重點

本年 1 月底 Kevin Warsh 獲提名後金價曾一度大跌(圖 10)，此或與市場擔憂其縮表主張(收回市場流動性)有關；惟隨後爆發中東衝突，市場焦點轉向油價及通膨上揚等衝擊。由於 Warsh 不支持點陣圖等前瞻式指引，市場預期未來政策不確定性上升；近期受油價波動及 AI 估值等因素影響，債市及股市波動率均呈上揚，但尚難以認定此與 Warsh 政策主張有關。

### 1. 因通膨攀升，市場重新評估 Fed 政策利率路徑，本年降息預期轉為升息

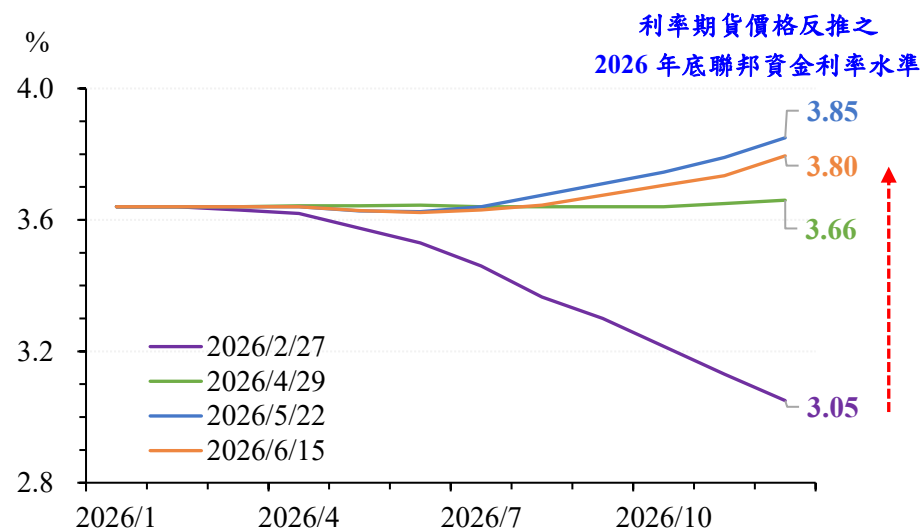
- 本年 2 月底中東衝突升溫以來，油價上漲致通膨增溫，市場上調年底之美國聯邦資金利率路徑，由降息 2 碼調整為按兵不動(圖 11)。4 月底 Fed Powell 主席主持任內最後一次 FOMC 會議，表示當前通膨偏高，若未看到通膨改善，Fed 不會考慮降息。
- 5 月上旬就業強勁及通膨升溫壓力持續，市場再度調整預期，認為 Fed 年底將升息 1 碼，並謹慎評估新任主席 Warsh 應對通膨風險之政策走向。

圖 10 黃金價格



資料來源：Bloomberg

圖 11 利率期貨隱含之 Fed 政策利率路徑

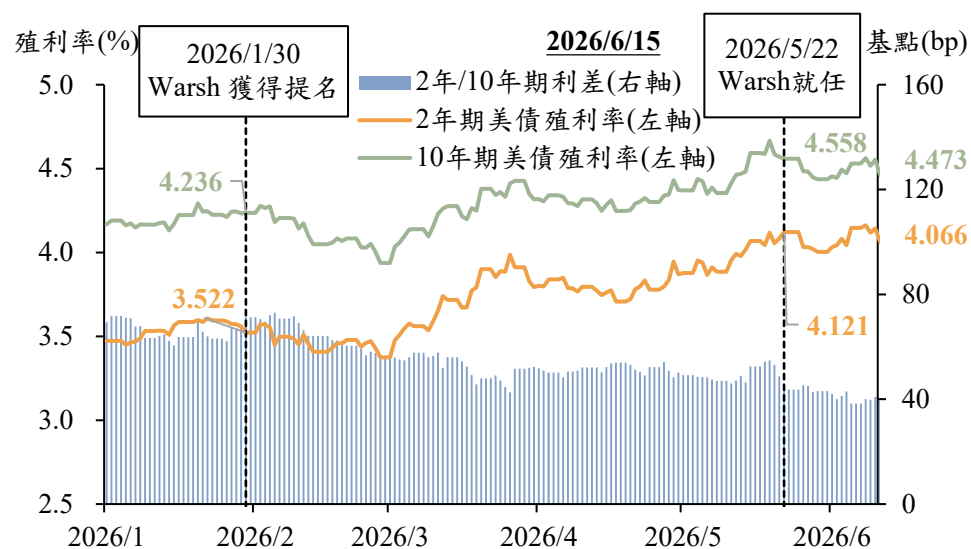


資料來源：Bloomberg

## 2. 美國公債殖利率上升且短期利率升幅大於長期升幅致曲線平坦化，期限溢酬尚未反映其或積極推動縮表之可能性

- 受地緣政治衝突及新任 Fed 主席等多重事件的綜合影響，美國公債殖利率曲線呈現上移，短端升幅大於長端。本年初迄今(6/15)，2 年期美債殖利率自 3.47% 升至 4.07%，10 年期美債殖利率自 4.17% 升至 4.47%，2 年期與 10 年期公債利差自 70 個基點縮小至 40 個基點，殖利率曲線平坦化(圖 12)。
- 2013 年 5 月 22 日時任 Fed 主席 Bernanke 暗示可能縮減 QE 購債規模引發縮減購債恐慌(taper tantrum)，致美國公債期限溢酬(term premium)<sup>19</sup>大幅攀升(由當(5/22)日之 76 個基點上升至 2013 年 12 月 31 日之 190 基點，增加 114 個基點)。
- 本年迄今，10 年期公債期限溢酬波動幅度不大，大致介於 60bp 至 80bp(圖 13)，顯示目前期限溢酬並未反映(priced-in) Warsh 主席將積極推動縮表的可能性。

圖 12 2 年期、10 年期公債殖利率及利差



資料來源：Bloomberg

圖 13 美國 10 年期公債期限溢酬



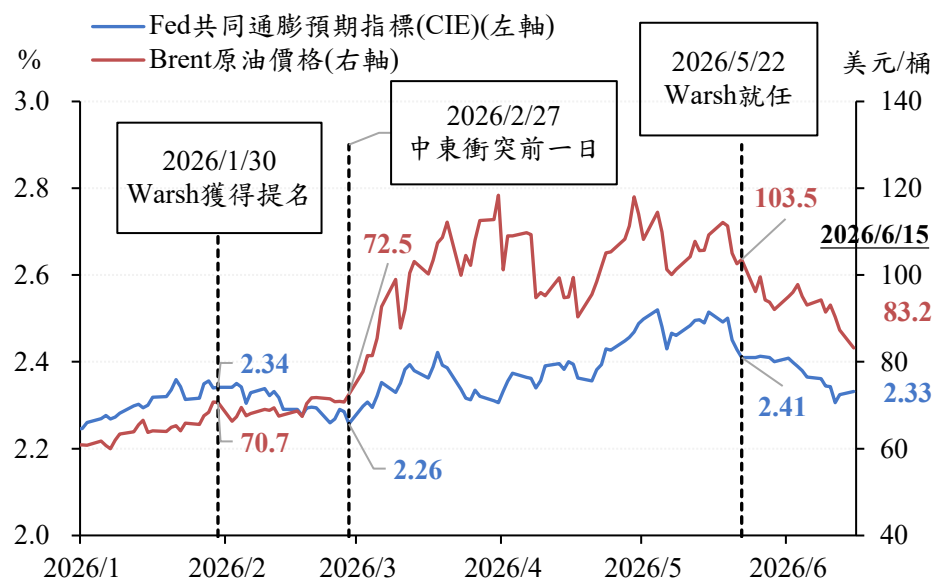
資料來源：Bloomberg

<sup>19</sup> 期限溢酬係指，投資人為持有較長天期債券所要求之額外報酬，以補償其承受較大之價格風險及通膨風險。

### 3. 美國股市及債市波動度曾一度擴大，主要係反映中東衝突發展，此現象應與 Warsh 政策主張無關

- 本年初迄今，油價與美國通膨預期大致呈同步上升趨勢；惟自 5 月中旬起，通膨預期升幅明顯趨緩。儘管油價仍維持於較高水準，Warsh 於 5 月 22 日正式就任 Fed 主席後，市場認為 Fed 仍將優先致力於物價穩定，加以美伊戰事趨緩，通膨預期未再明顯攀升，反而呈現回落趨勢，Fed 共同通膨預期指標(CIE)已降至 2.33% (6/15)(圖 14)。
- 美債市場波動度指標(MOVE 指數)<sup>20</sup>及股市恐慌指標(VIX 指數<sup>21</sup>)曾於 3 月間大幅攀升(圖 15)，惟市場波動加大主要反映美伊戰事導致通膨預期上揚及市場恐慌情緒升溫所致，應與 Warsh 政策主張無關。
- 近期隨美伊停戰協議磋商出現明顯進展，國際油價呈現回檔，通膨預期降溫，市場波動度亦呈下降。

圖 14 美國通膨預期與油價



資料來源：Bloomberg

圖 15 美國 VIX 指數與 MOVE 指數走勢



資料來源：Bloomberg

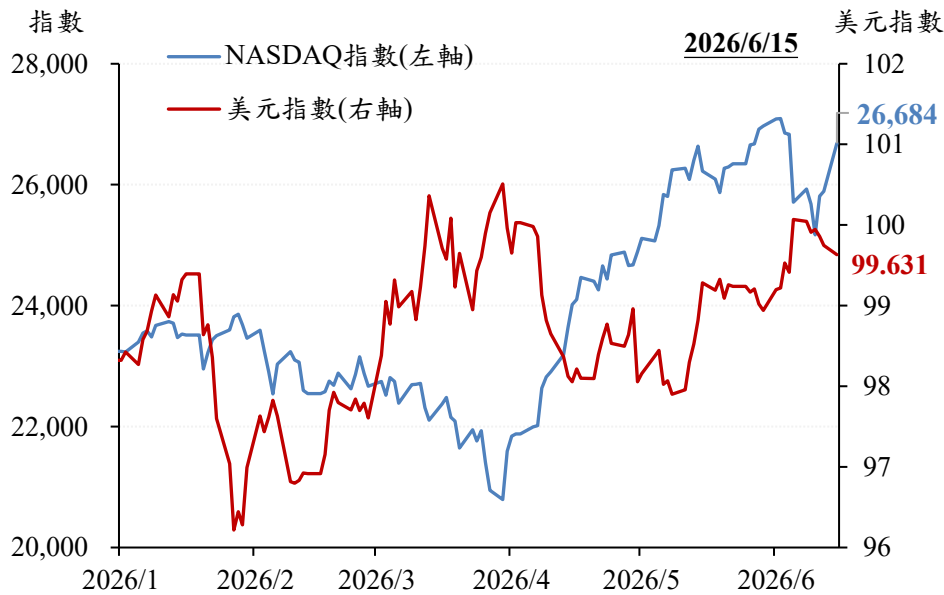
<sup>20</sup> MOVE 指數(全名為洲際交易所美銀 MOVE 指數)，係透過美國公債選擇權價格，計算出市場對未來 1 個月美國公債殖利率(即市場利率)波動之預期；該指數越大，代表投資人預期未來債市會有劇烈震盪。

<sup>21</sup> VIX 指數(全名為芝加哥選擇權交易所波動率指數)，係透過計算標普 500 指數未來 30 天的選擇權(Options)價格，來推估市場對未來股市波動程度的預期，該指數越大，代表投資人預期未來股市會有劇烈震盪，市場充滿恐懼與不確定性，爰市場常稱其為恐慌指數。

4. 中東衝突導致避險情緒升溫，國際美元一度走強；近期則因美國經濟表現穩健，美元維持高檔盤整

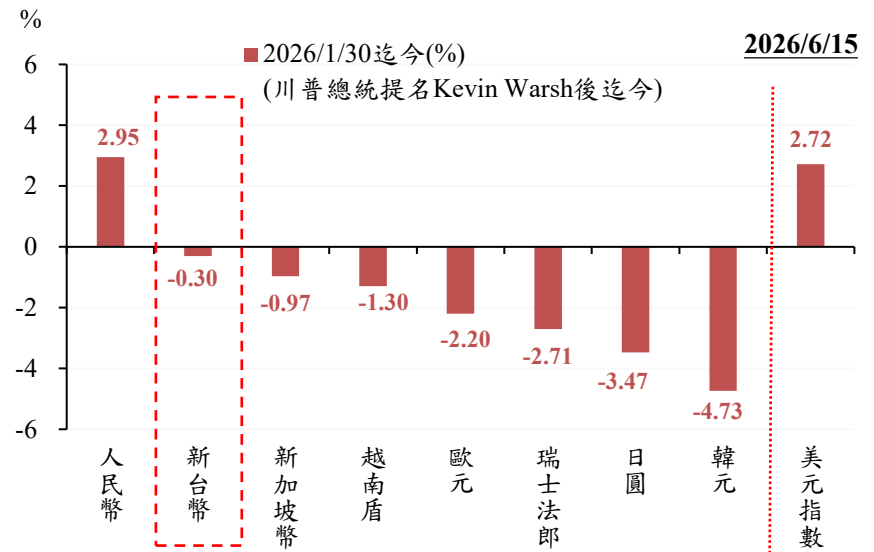
- 2026年3月以來，由於中東地緣政治風險升溫，全球股市等風險性資產因避險情緒加劇而上揚。之後隨美伊宣布暫時停火並啟動和談，市場對衝突擴大之疑慮逐步降溫，地緣政治風險趨緩，帶動全球股市反彈(圖16)。
- 市場原預期Fed新主席Warsh上任後或採行相對寬鬆貨幣政策，美元將因此走弱；惟本年1月30日Warsh獲得提名後迄今，美元指數上升2.72%，主要反映：1)中東衝突以來，國際美元因避險需求走強(圖17)，凸顯美元仍維持國際最重要準備貨幣之地位；2)市場目前評估美國經濟(就業市場)表現相對穩健，且通膨仍處於相對高檔，Fed降息空間有限。
- 本年1月30日迄今，除人民幣以外，歐元、日圓、瑞士法郎及韓元等主要貨幣對美元匯率多呈貶值。

圖 16 那斯達克指數及美元指數



資料來源：Bloomberg

圖 17 主要貨幣對美元匯率及美元指數升貶幅度



註：以紐約時間下午 5 時收盤匯率為準。若遇休市，改採前一交易日收盤匯率。  
資料來源：Bloomberg