



唐遥：美联储与美国的 综合国力



作者：唐遥 北京大学光华管理学院应用经济学系副教授

“规模持续扩大的美国国债、长期不平衡的金融制度、社会流动性减弱及收入不平等加剧、老化的基础设施、公众缺乏对世界的了解、以及对立的党派政治”被美国地缘战略大师布热津斯基认为是美国面临的六个严重挑战。这其中的三大挑战就和美联储密切相关。

在近三四十年中，美国出现了经济增速放缓、财政赤字攀升、社会不平等和对立加剧的长期趋势；在新冠肺炎疫情去年在美国爆发之后，美联储采取了大规模的货币宽松政策以及救助措施，避免了金融危机，但也催生了资产泡沫。在此大背景下，极度宽松的货币政策如何安全退场、通货膨胀是否必然卷土重来、以及美联储如何应对美国经济的长期问题，引发了全球的关注。本文回顾了历史上美联储职责和角色的演化，在此基础上探讨了美联储通过金融霸权、联邦财政和财富分配这三个渠道对美国综合国力的潜在影响。

美联储的前世今生

在美国 200 余年历史上，中央银行的设立是一个曲折的过程。美国国会先后短暂授权美国第一银行、美国第二银行作为央行运作，但都在到期后终止了授权。这表明当时有相当一部分美国民众、州政府和政治家对中央银行这类拥有集中权力的联邦机构存在疑心，担心联邦权力的扩大及其设立会以牺牲大众的利益为代价让商人和投资者获利。

缺少中央银行时期的美国经济遭遇了数次重大的金融危机，一个重要原因就是缺乏一个在危机时刻救助金融机构的机构。现代的商业银行在收到存款后会留下一小部分资金，如 10% 的存款，作为准备金以应对取款和日常交易的需要，余下大部分资金被贷给企业或个人，贷款利率超出存款利率的利差是银行利润的主要来源。然而在出现储户大量要求提现的情况下，商业银行的准备金会消耗殆尽，于是会出现银行危机。在没有央行的时期，美国的商业银行依靠其持有的黄金、白银、或者美国国债背书发行货币，但在出现普遍的银行危机时，大银行受限于储备资产的持有量，无法发行更多的货币来救助其他银行。

1907 年再次发生的严重的银行危机促成了美联储在 1913 年建立，这是美国建立的第三个中央银行。美联储最初的职责在于监管金融市场，并在发生银行危机时发挥最后借款人的作用。由于当时美国的货币制度是金本位，美联储作为财政部的附属机构主要负责维持币值稳定，没有权力实行现代意义上的货币政策。1933 年，作为“罗斯福新政”的一部分，美元和黄金脱钩，随后货币供给的扩张降低了美国的利率并且实现了美元的贬值，帮助美国经济从大萧条中复苏。1951 年，美联储正式独立于财政部，货币政策开始具有完全的独立性，美联储确立了实施货币政策和监管金融市场的两大职责。

平衡大众、政府和资本的利益

在实践中，美联储需要平衡大众、政府和资本的利益，维护美元的价

值和金融市场的稳定。根据美国国会的相关授权，在货币政策层面，美联储对公众的责任体现在其需要追求物价稳定以及就业最大化，具体而言，这要求消费物价指数的通胀率稳定在 2% 左右，失业率进入 4% 到 5% 的区间。所以在美联储的货币政策公告、公开报告以及官员演讲中，这两个目标被反复强调，以示其运作的合法性。美联储官员也尽量规避政治议题，减少外界尤其是国会对其货币政策和金融监管的注意，避免国会出台对其不利的法案。长期看来，美联储的货币政策调整大体符合对这两个目标的追求，满足了公众的基本利益，但同时政府和资本的利益也影响其运作。

由于货币政策通过物价和就业影响总统的经济政绩，美国总统在任命美联储主席或者决定是否提名现任主席连任的时候，往往包含了对自己政治利益的考虑。例如，前任美国总统唐纳德·特朗普重视股市表现，毫不掩饰其对宽松货币政策的偏好，多次对美联储施压，要求其降息，并且提名观点类似的财经人士担任美联储的理事。除影响 GDP、就业和通货膨胀之外，美联储的货币政策也通过利率影响政府借债的成本，因此总统和财政部门自然希望美联储更多地采取低利率的政策。

美国的金融资本一方面受到美联储政策的影响，另一方面也通过市场交易表达对货币政策的看法，并通过输送财经人才影响美联储的运作。大量商业银行是美联储体系的会员机构，和美联储有天然的密切联系，一方面商业银行可以通过贴现窗口获取流动资金，另一方面美联储通过在公开市场投放或者回笼基础货币的操作影响银行间市场可供借贷的资金数量。

在股市方面，由于利率的调节改变了投资者可以获得的无风险的投资回报，他们会相应改变对有风险的金融资产尤其是股票的需求，带来股价的涨跌。债券市场对通货膨胀非常敏感，如果通货膨胀上升，债券投资人未来获得的本金及利率的购买力就会下降，造成债券的价值下跌，所以他们会担忧美联储放任通货膨胀上升。整体上，金融市场非常了解美联储对华尔街的生命线有关键的影响，因而时刻关注美联储的动向，同时也有动力去参与和影响美联储的运作。

在任何一个交易日，金融市场都通过海量交易形成的价格揭示了资本对美联储政策的回应或者预期。如果市场投资者预计未来通货膨胀会上升，那么他们会抛售债券，形成恐慌情绪，迫使美联储思考其政策是否得当。另一方面，很多美联储的高级官员都拥有金融行业从业经验，包括近五任美联储主席中的三人——保罗·沃尔克、艾伦·格林斯潘和杰罗姆·鲍威尔，这些官员理解金融市场的运行逻辑和价格信号，也可能偏向满足金融资本的诉求。另一方面，拥有丰富金融市场从业经验的人士进入美联储担任高层职务，能帮助美联储制定符合经济和金融规律的政策，避免理论和实践脱节。

美联储对美国国力的三大影响

美联储在应对金融风险 and 维持美元地位方面经验丰富。美联储的创立本身是为了应对金融危机。历史上多名美联储主席都有处理危机的经验，尤其是近十余年来为了应对 2008 年和 2020 年的深度衰退以及金融动荡，

美联储采用了新的危机应对手段，积累了新的经验。2008年，时任美联储主席本·伯南克基于对1929-1933年大萧条以及对日本长期停滞的研究，在应对危机时推出了较为系统化的方案。在危机严重的关键时刻，伯南克领导的美联储和财政部合作，通过一系列救助计划拯救了多家具有系统重要性的金融机构，救助了一些重要的美国实业企业，包括通用汽车这样的标志性企业。

2020年3月，新冠肺炎疫情在美国急速爆发，将美国经济迅速拖入深度衰退，美国劳工部数据显示失业率一度高达14.2%，为应对这一危局，美联储主席杰罗姆·鲍威尔首先召开紧急会议，决定把美国的货币政策利率降到零，部署了量化宽松政策。除此之外，鲍威尔也在稳定金融方面推出新措施，尤其是美联储首次把全部市政债以及投资级的公司债纳入救助范围，通过这些先发制人的措施避免了债券市场出现大规模违约，稳定了美国地方财政以及大量公司的融资能力。同时，美联储向陷入困境的其他国家央行提供了美元流动性的支持，参与了稳定国际金融市场的多方努力。尽管股票市场一度因为疫情出现了恐慌式暴跌，但最终美国没有出现全面的金融危机。

过去几十年中，美联储通过不断升级和迭代货币政策来稳定美元的购买力、捍卫美元的霸权地位。布雷顿森林体系解体之后，美联储探索以新的方式稳定美元价值。20世纪70年代和80年代初，美联储通过控制货币总量实现了对物价的控制，稳定了美国金融秩序。此后，随着金融创新的

发展，货币总量和物价开始脱钩，美联储在 20 世纪 90 年代过渡到采用利率作为货币政策的主要工具，依照就业和物价的情况来调整利率，实现了低通胀下的经济增长，美元在国内市场的价值保持稳定。2008 年金融危机之后，由于利率降到了下限，失去了进一步操作的空间，美联储使用量化宽松、大量发行基础货币的手段来刺激经济。金融市场和公众一度担忧美国的货币发行量失控进而导致通货膨胀失控，但从实践效果来看，美联储较好地平衡了维持低通货膨胀以及刺激经济增长这两个目标，延续了美元价值的稳定。

在这个宏观经济形势不断变化的时代，没有一家央行或者一个经济决策者可以轻言能成功应对所有挑战，过去的成功不能保证未来的成功。美联储绝对不是万能的，但我们也不应因为一时的危机轻易断言美联储失去了应对金融风险 and 维持美元霸权地位的能力。

美联储政策帮助美国维持较高的国债规模。传统的经济理论一般认为，一国政府应长期保持财政的大体平衡，避免长期赤字引起政府财政危机，然而美国的实践和这一理论有较大偏离。国际货币基金组织的数据表明，由于美国政府收支长期存在赤字，美国联邦政府债务占 GDP 的比例从 2001 年的 53% 上升到 2019 年的 109%。新冠肺炎疫情在美国爆发之后，美国应对疫情不力导致经济严重衰退，美国国会预算办公室估算 2020 年联邦政府赤字会达到 2019 年的三倍，赤字规模相当于 GDP 的 15%。国际货币基金组织预计美国联邦政府的债务占 GDP 的比例将在 2025 年达到

137%。

美联储在维系美国国债稳定方面可以发挥两方面的作用。首先在发行方面，美联储可以为国债的发行创造市场空间。由于制度限制，美联储不能直接购买美国财政部新发行的国债，即不能参与国债的一级市场；但是可以在公开市场操作中买卖国债，即参与国债的二级市场。美联储在二级市场买卖国债的主要目的是调节基础货币的供应量，以使其政策利率进入合意的区间，然而美联储在发行基础货币购买存在国债的时候，实际上也让金融机构获得了更多的货币，为财政部发行国债创造了市场空间。其次在利率方面，美联储可以通过保持低利率降低美国政府借债成本。以 2019 年国际货币基金组织公布的美国国债存量为基数计算，如果联邦政府的借款成本下降 1%，则利率支出降低 2336 亿美元，相当于 2019 年 GDP 的 1.1% 或者联邦政府支出的 5.3%。反过来，如果利率上升，则会给美国政府造成相当大的财政压力。

在美国国债持续攀升的情况下，美联储靠货币宽松保持美国国债可维持的能力是有极限的，不能超脱财政因素的影响。从实际经济资源的角度

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28754

