



## 美联储政策须考虑全球影响

全球资产市场表现出强烈的联动性，但美联储的政策决定仍未考虑到对国际经济形势的影响。这种情况需要改变，而且越早越好

如今，耶伦和美联储联邦公开市场操作委员会（FOMC）委员占有举足轻重的地位。随着全球化日趋深入，美元成为美国扩张其全球影响力的“经纪人”。在全球贸易中，美元是大宗商品交易结算的主要货币；在全球金融活动中，美元是支撑全球银行业的主要货币。这意味着能影响美元币值的美国货币政策，对全球经济和金融市场的影响举足轻重。因此，我们需要重新评估、思考核心国家货币政策的影响和最近美联储加息对全球的冲击。

审视全球金融环境，不难发现存在“全球经济周期”，即全球资产市场表现出强烈的联动性。就股市而言，北美和西欧的相关性高达 0.58，与亚洲的相关性为 0.26，与拉丁美洲为 0.25。债务市场的相关性也很强，北美和西欧为 0.59，和拉丁美洲为 0.30，和亚洲也为 0.30。信贷流动在不同地区也表现出正相关性，北美和欧洲为 0.61，和亚洲为 0.33。

学术界研究发现，货币政策是决定周期的重要因素。货币政策改变了风险评估，影响金融状况，还会影响风险偏好，进而使全球信贷和杠杆率上升或下降。这样，核心国家货币政策有了一条新的传输渠道，即“风险承担”传输渠道。

为了解这一点，我们必须考虑全球金融发展的情况。自上世纪 80 年代以来，

金融全球化方兴未艾。发达国家的全球跨境资本流动量增加了六倍；与新兴市场经济体的资本流动量增加了三倍。美元成为一种融资货币，即金融机构在美国借款，然后在外国本地市场上放贷。

可以观察一下全球性银行。美国境外的银行以美元结算的资产，与美国商业银行的总资产大体相当，2008 年危机之前，最高达 10 万亿美元以上。美元贬值时，借款成本下降，信贷条件更为宽松，促使全球的资金流动更加活跃，信贷扩张，杠杆率上升。2002 年 -2007 年期间的情况就是例证。欧洲的 global 银行特别活跃，他们大量筹措美元资金，并转移到海外市场。有人认为，美联储长期的宽松政策降低了美元的融资成本，成为美国和欧洲危机的前提条件。

美国货币政策推动的“趋险通道”，有别于政策跨国传导的传统方式。传统通道是通过美国短期利率变化起作用。联邦基金利率上升导致外汇对美元贬值，进而影响到贸易和国内生产总值。

此外，各国央行往往会对联邦基金利率的变动做出反应，以维持本国币值的稳定。采取的措施不外乎两种：央行或者直接干预货币市场，如抛售美元，或者直接提高本币利率，以防止本币贬值。但是，利率提高至超过理想的利率水平

后，会对国内生产造成消极影响。

这些传统的传导机制依然在起作用，引导包括中国在内的新兴经济体对这一轮紧缩政策的应对。但是，这并不意味着，其他的金融传导机制，尤其是全球经济周期的力量可以被忽略、不予关注。

事实上，美国货币政策紧缩，使得全球流动性趋紧，会导致全球杠杆率下降，资金流出新兴市场。在全球市场条件的压力下，信贷无论宽松，都使人痛苦不堪，尤其是经济下行时，信贷萎缩和风险溢价上升，对中小企业的伤害尤为明显。

很多人认为，美联储加息对世界是坏消息。事实上，25 个基点的加息幅度很小，资产市场早有预期，大部分加息影响都已被消化。但如果债务人通过美元负债来持有本国资产，美元贬值对其打击很大。违约风险上升，经济下行期信贷萎缩会影响经济的正常运行。

在全球经济一体化日益加深的背景下，美元影响的扩大，要求美国人重新思考“大国”一词的含义，以及与其相关的更大责任。美联储的政策决定仍然没有考虑到对国际经济形势的影响。这种情况需要改变，而且是越早越好。

中国在推动人民币国际化，使其成为国际储备货币的过程中，同样应该考虑这个问题。■