



▲美國聯儲局雖然負有對抗通脹、保障就業的重任，但推行政策首要考慮的是商業銀行、大財團和美國政府的最大利益。

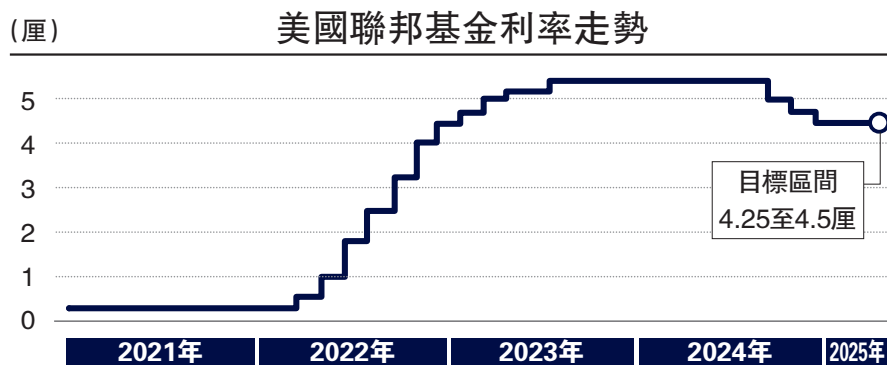
經濟觀察家

美國總統與聯儲局主席之間的衝突不僅影響美國市場，也波及全球金融。那麼，擁有全美最高權力的總統，為何無法指揮聯儲局主席？這背後隱藏着極為複雜的體制設計與歷史背景。

剖析聯儲局體制與歷史

明觀四海 梁海明

美國總統特朗普多次公開批評聯儲局主席鮑威爾減息不力，不僅用上「太遲先生」、「大輸家」等羞辱性的字眼，上周還向美國最高法院提出緊急請求，允許他解僱兩個獨立機構的最高官員。這場法律糾紛最終可能會預示着，特朗普是否有權力解僱鮑威爾。



既非聯邦也無儲備

美國《新聞周刊》曾在1986年刊登文章寫到，聯儲局主席是美國影響力第二大的人，僅次於美國總統。民眾或會認為，聯儲局無非是美國的一個政府機構，相當於中國的人民銀行，或者香港的金融管理局。但實際上，聯儲局並非政府機構，而是私人機構。雖然聯儲局的全稱「美國聯邦儲備局」有「聯邦」兩個字，但聯邦快遞不也有「聯邦」二字，是否也可以當他是政府機構？

「儲備」聽起來感覺聯儲局的資產非常雄厚，但實際上它可能沒有太多儲備。雖然聯儲局系統有12個聯邦儲備銀行，散布美國各州，這種「權力分散」看起來很民主，但實際上聯儲局背後的話事人是國際金融寡頭。

為何聯儲局雖負責履行美國的中央銀行的職責，但又不用「中央銀行」的名稱？原因是在聯儲局創建的年代，中央銀行一直聲名狼藉，美國憲法也規定不准成立中央銀行。既然不准成立中央銀行，那美國金融巨頭就成立「聯儲局」，用「聯邦」名義來「欺騙」美國普通市民。

早在1907年，美國爆發金融危機，眾多銀行和信託公司被擠提，引發大恐慌。為挽救瀕於即倒，華爾街金融巨頭J·P·摩根在其私人書房，緊急召集紐約主要的銀行家開會，說服後者協助紐約深陷財困泥沼的銀行，以滿足全部的提款要求。

為防止歷史再度重演，美國國會在上述銀行業者的大力敦促下，《聯邦儲備法》在1913年的聖誕節前夕，美國參議院以43票贊同，25票反對下通過，時任總統威爾遜(Woodrow Wilson)隨即簽字生效，聯儲局正式成立，旗下有分布美國各州的12間聯邦儲備銀行。

雖然聯儲局由美國政府批准成立，看起來與其他政府機構無異。但到底誰是聯儲局的股東、實際控制聯儲局？一直都是「不能說的秘密」，聯儲局自己經常也是支吾其詞。《聯儲局的秘密》(Secrets of Federal Reserve)一書作者馬林斯(Eustace Mullins)經過近半個世紀的研究，得到了12個聯邦儲備銀行的企業營業執照，清楚記錄了每個聯儲銀行的股份構成。

例如，作為聯儲局系統的實際控制者，負責執行聯儲局影響利率的金融交易、貸款給銀行，以及偶爾推高或壓低美元匯價的紐約聯邦儲備銀行，其股東由商業銀行佔大多數，花旗銀行、摩根大通銀行等股東，總共擁有紐約聯邦儲備銀行53%的股份。其他11個分布各州的聯邦儲備銀行的股份，商業銀行也同樣佔了大多數。資料顯示，聯儲局紐約銀行最初

的註冊資本金為1.43億美元，商業銀行股東到底有無支付相關資金至今仍是一個謎。不少研究聯儲局的歷史學家均認為，股東只是用支票支付了這筆資金。

財團幕後掌控大局

由此可見，商業銀行表面上居於聯儲局之下，但實際上是聯儲局的「背後話事人」。有份負責推動成立聯儲局的美國參議員奧利奇(Nelson Aldrich)也算比較「坦白」，曾在他經營的《中立派》雜誌的1914年7月版中寫道：「在《聯邦儲備法》獲得通過之前，紐約的銀行家們只能操縱紐約的金融儲備。而現在我們可以操縱整個國家的銀行儲備了。」

至於商業銀行為何要操縱美國整個國家的銀行儲備系統，是因為商業銀行的背後都隱藏着大財團的身影。例如摩根大通銀行、花旗銀行是由摩根財團、洛克菲勒財團等大財團控制，這些大財團通過控制商業銀行，除了將手伸入聯儲局影響美國全國的貨幣政策之外，還可以借助所控制的商業銀行通過信託、保險控制大型公司股票，使其能安排代理人入主大型公司的董事會，影響大型公司的發展策略，分配大型公司的利潤等。

可以說，聯儲局無論是加息抑或減息，很有可能是為商業銀行及各大財團服務，以此保障商業銀行和財團的最大利益。

不少美國人清楚聯儲局的內幕，譬如當年簽字通過《聯邦儲備法》的威爾遜，在去世之前發現自己上了銀行家的當，當時內疚地表示：「我在無意之中摧毀了國家……美國的國家發展，和我們所有的經濟活動，完全掌握在少數人手中。我們已經陷入最糟糕的統治之下，一種世界上最完全、最徹底的控制。」

在傳媒報道上，我們還可經常看見聯儲局主席被外界公開批評，除了特朗普之外，華爾街有時還會嘲笑鮑威爾「走在曲線之後」(Behind the curve)。「Behind the curve」是婉轉批評鮑威爾跟不上時代發展，未能捕捉市場最新趨勢。不但鮑威爾常遭「欺凌」，前任主席耶倫、伯南克亦經常被華爾街、傳媒批評資格不夠當主席。

雖然聯儲局主席常遭「欺凌」，讓外界感覺他們比較弱勢。但有關對貨幣政策的決策，聯儲局主席卻很強勢，決策過程亦較為古板。聯儲局的聯邦公開市場委員會(FOMC)全權負責的貨幣政策制定，通常有19位成員，但實際上只有12名成員有表決權，包括全部7位聯儲局理事及紐約儲備銀行總裁，餘下4席則由另外11位儲備銀行總裁每年輪任。雖然

FOMC會議對市場產生極大的影響，但會議過程並不激烈，甚少會出現戲劇性的情節。

FOMC的19位成員每年在華盛頓共開8次會議(分別為每年1月、3月、4月、6月、7月、9月、11月和12月)，聯儲局主席坐在會議桌的中間，另外18位成員分坐兩邊，椅背上貼有他們的名牌。會議開始後進行以下幾大流程。

首先是紐約儲備銀行市場部負責人匯報金融市場動態，其次是聯儲局職員報告預測經濟表現的藍綠書(Tealbook)，再次是由各儲備銀行總裁逐一回顧其管轄區域的經濟情況。接着，就輪到FOMC會議秘書(貨幣事務主任)告訴各委員會當天可選擇哪些政策措施。這些報告結束後，全體委員討論美國經濟狀況，以及聯儲局該怎麼做。最後一個流程，就是聯儲局主席提出政策建議，並要求委員會表決。

雖然FOMC委員分為鷹派和鴿派，但每次FOMC表決貨幣政策，不但從不曾出現票數接近的投票結果，而且反對聯儲局主席建議的委員極少超過兩人，如果超過4個人，那可視作為「兵變」了。這一方面是由於聯儲局的理事們與主席同處一個辦公室，彼此之間有一種團結意識，加上開會前也有溝通、協調，理事們不會輕易、公開反對主席的建議。

另一方面，FOMC的12位儲備銀行總裁「背後話事人」，與聯儲局主席的「背後話事人」利益大致上趨於一致，都是要維護大財團的利益，因此反對者人數不會太多。對此，前聯儲局理事邁耶(Laurence Meyer)曾開玩笑稱：「FOMC會議室裏有兩張紅色椅子，只有坐紅色椅子的人會投反對票。」

權力資本相互制衡

綜上，我們可了解到美國聯邦儲備局既無「儲備」，也非「聯邦」，僅是私人銀行性質，雖然負有對抗通脹、保障就業重任，但推行政策首要考慮的是保障其背後商業銀行、大財團和美國政府的最大利益。

對此，大家不難明白，為何美國總統指揮不動聯儲局主席，聯儲局看似是中央銀行，實則是金融資本的堡壘。總統是民選的美國領導人，而聯儲局主席則是金融寡頭利益的代表，二者之間的權力並非上下級，而是平行甚至相互制衡。二人理念上的分歧，本質上也是政治權力與金融資本之間的博弈，尤其是當前這些金融資本集團的利益，很可能與特朗普短期的政治目標並不一致的時候。

(作者為海南大學「一帶一路」研究院院長、絲路智谷研究院院長)

中國經濟須謹慎應對量價背離

一伍一實 伍戈

中國宏觀經濟領域出現了一個值得關注的現象，在經濟增長「量」的維度上，實際GDP增速始終保持在5%左右的合理區間，但價格指標如CPI、PPI等核心價格指數持續低位運行，價格總水平仍處於歷史相對低位。「量價背離」開始得到政策制定者愈來愈多的關注，中央政府將「推動價格溫和回升」納入到政策目標之中。

價格是市場經濟中很重要的信號，企業看到價格上升才會生產或擴大生產。那麼，為什麼有企業願意「以價換量」、降價也要生產呢？微觀經濟學中有個和宏觀領域相似的場景：面對產品售價持續走低，企業非但不縮減生產，反而選擇「逆周期擴產」。這種看似矛盾的行為背後，暗含精密的成本核算邏輯。一些很「捲」的企業甚至會一邊降價，一邊擴大生產。此時企業的經營目標已不是「利潤最大化」，而是「虧損最小化」。

經濟運行中，很多工業和製造業部門的企業都有「以價換量」的共同特徵，即通過價格調整策略換取市場份額。這種行為雖能維繫企業生存，但持續的價格下行可能會削弱市場信心。回望日本經濟史，1990年房地產市場的劇烈調整之後，實際GDP表現穩定、但GDP平減指數持續下行。這種經濟指標的「剪刀差」將決策者推向兩難境地：當實際GDP達標與價格持續低迷同時存在，政策該何去何從？面對這種特殊的經濟形態，可能會有兩種解決辦法：一是維持現有政策力度，守住實際GDP就是守住經濟基本盤；另一種是重視名義GDP收縮的現實，主張採取更積極的刺激政策。

在房地產調整的首十年，日本央行尚未建立明確的價格調控機制。只要實際GDP保持正增長，便視為經濟基本盤穩固。但隨着企業利潤持續收縮、微觀主體信心不斷弱化，日本決策層逐漸意識到，價格持續下跌會損害經濟的深層活力。此後，日本央行決定將價格目標錨定在0%至1%之間。實踐表明，這樣做法並沒有大幅提升居民的預期信心。後來日本借鑒其他國家的成熟經驗，將2%的通脹目標確立為不可動搖的鐵律，該目標被明確定義為價格調

控的「下限」而非「參考值」，這意味着只要CPI未達2%，超常規貨幣寬鬆政策和財政刺激就不會止步。經歷了漫長的調整過程，日本得出的結論是：其一，經濟健康並非簡單的「正增長即安全」。經濟好比人體，人體正常體溫為36度多，但並不意味着人體體溫只要高於0度就是健康。其二，2%的通脹值雖然是個經驗數據，但對於提振老百姓的預期信心非常有幫助。這些是日本用長時間的探索換來的經驗。

目前中國政府在諸多文件中也反覆強調了對價格的關注。過去多年，中央始終將價格目標設定在3%。在筆者看來，這可能與改革開放四十多年來多次面臨通脹環境有關。這個3%的目標，似乎更多地被視作一個上限，而非需要達成的下限。去年，多位金融部門領導提及促進物價低位回升、推動價格溫和上漲。不過，無論是中國的貨幣政策規則，還是財政政策規則，目前對「GDP量」的權重都超過了對「價」的權重，價格的權重還有進一步提升的空間。

2025年中國經濟目標是實現5%的GDP增長，這無疑需要付出努力。但如果今年想實現GDP平減指數轉正，可能還需要超常規的政策力度來推動。在2024年12月召開的中央政治局會議上，也曾提及採取超常規的逆周期政策。因此，問題的關鍵在於價格目標的權重大小。如果價格權重較小，我們或許只需常規努力便可實現5%的GDP增長目標。如果我們有更廣義的目標，包括價格考量在內，那麼所需政策力度可能將超出常規。

增強居民資產信心

在政策實施過程中，老百姓對政策的感知很重要。增量政策確實是一個關注點，而根據近幾年的市場觀察，存量政策同樣重要。就居民行為而言，存量財富和資產負債表對居民消費的影響不容忽視。要提升居民消費傾向，除了增量政策外，還需解決他們對存量財富和資產負債表的後顧之憂。只有這樣，居民才會積極響應消費政策。因此，當前政策研究中，我們既要關注增量政策對增量行為的引導，更要重視存量效應對居民消費的深層影響。

按照人民銀行過去的統計，居民存量財富中至少60%與房地產和樓價息息相關。今年中央政府強調了房地產市場止跌回穩的重要性，這不僅關係行業健康發展，更關乎整體經濟系統穩定。當前必須綜合考慮增量與存量政策，同時兼顧消費與房地產。消費和投資之間不是相互孤立的。從這個意義上看，需要採取更有力的措施。日本案例具有借鑒意義，上世紀90年代房地產泡沫破裂後，儘管日本政府每年推出新政，但政策力度羸弱導致調整周期延長。因此，中國政策的力度和強度也非常重要。

(作者為長江證券首席經濟學家)



▲今年中國經濟增長目標保持在5%左右。

港積極引資吸人才 利好樓市

樓市強心針 廖偉強

由新冠疫情開始至今，香港的生活環境起了明顯變化。內地政府在恢復通關後，對香港的重視日益加深，推出多項促進兩地互動的政策，這也成為港人北上消費熱潮的開端。而剛過去的長假期，就約有184萬人次出境到內地。港人北上現象並非新事物，過去已有不少香港人前往內地發展或消費，但近年北上消費之所以引人注目，主要是因為內地疫情後的經濟環境轉變。

內地商家為求生存，競爭愈發激烈，加上租金、人工和產品成本相對低廉，推出的貨品和服務在價格上更具吸引力。相比之下，香港因高昂的經營成本，導致消費環境顯得昂貴。日益便利的兩地交通進一步推動北上消費趨勢。

在香港，不少人認為營商變得愈來愈困難，但筆者並不完全認同這種論調。其實，近年香港的租金水平已有所回落，雖然人工成本仍然高企，特區政府已放寬政策，允許多個工種輸入外勞，從而緩解人手短缺的壓力。筆者認為，癥結不在於成本本身，而在於香港商家能否適應時代變化，通過創新求變，而非固守傳統經營模式。內地商業模式近年有所突破，產品以價格合理、品質優良、外觀吸引著稱，這正是吸引香港消費者的重要因素。許多香港人在北上消費時，都忽

略了時間成本。雖然往返內地變得方便，但始終比留港需要花費更多時間和精力。若將這些隱性成本計算在內，北上消費的總成本，可能與本地消費相差不多。更重要的是，若港人不支持本地消費，可能會帶來長遠的負面影響。若港人長期將消費力轉移至內地，本地經濟可能陷入惡性循環，導致商戶倒閉、就業減少。

事實上，近年香港樓市遲遲未能重返正軌，與消費力外流不無關係，還幸內地政策對香港經濟的支持正逐步顯現。例如恢復深圳居民「一簽多行」的政策，就刺激了近期香港的經濟活動，並對樓市產生正面影響。此外，香港的人才輸入計劃和投資移民政策等，招攬人才又引入資金，亦惠及香港樓市。數據顯示，內地買家在香港樓市總成交量中的比例已升至約兩成，反映出這些政策的實質效應。

本地商家需創新求變

筆者認為，港人應重新審視留港消費的重要性，以實際行動支持本地經濟。單靠政策支持或外來資金，始終不足以全面振興經濟，穩固本地消費力才是關鍵。與此同時，香港商家亦需積極應對挑戰，通過創新提升競爭力，例如開發更具吸引力的產品或服務，以挽留本地消費者，單靠情懷始終難以維持得太久。(作者為利嘉閣地產總裁)