从美联储到央行体系：货币政策政治化带来的资产重估故事

原创 高华声 复旦金融评论 2026年1月15日 10:30 上海

复旦金融评论
复旦大学出品，复旦大学国际金融学院和复旦大学经济学院联合主办的金融经济学公共刊...
406篇原创内容

公众号

■ 作者：高华声 复旦大学国际金融学院党总支副书记、副院长、金融学教授、博士生导师

■ 公众号：复旦金融评论

全球央行体系正在经历一次结构性转向，政治因素正在重新成为货币政策的核心变量。

高华声

复旦大学国际金融学院党总支副书记、副院长

金融学教授、博士生导师

近期，美国围绕美联储独立性的争议已触及制度设计的核心层面。这一轮博弈与以往不同，焦点不再局限于白宫对某次加息或降息的口头干预，而是上升到了法律与权限的实质性讨论：包括总统解除美联储主席职务的法理依据，以及行政部门是否应正式获得利率决策的“建议权”。这些议题的提出，表明行政权与货币权之间的传统边界正在受到实质性挑战。

若仅将此理解为单一政治周期的施压行为，则可能误判了事件的性质。从更宏观的视角来看，这是一个具备路标意义的信号：全球央行体系正在经历一次结构性转向，政治因素正在重新成为货币政策的核心变量，这并非个别国家的偶发行为，而是一种正在扩散的制度性趋势。

从央行独立到政治货币化：制度环境的结构性变化

央行独立性作为现代宏观治理的核心原则，并非天经地义的真理，而是特定历史时期的“制度奢侈品”。回顾20世纪80年代以来的“大缓和”时代的宏观背景，全球人口红利与供应链全球化持续压低了通胀中枢，政府债务规模相对可控，且经济增长带来的自然利率长期高于通胀预期。在这样的组合下，将货币政策的控制权让渡给非民选的技术官僚，对政治家而言是一笔划算的交易：既能利用专业性提高经济运行效率，又能将通胀管理的责任从政治周期中剥离，降低执政风险。因此，传统的治理框架默认了一个分工：政治体系负责增长与分配，央行专注于稳定通胀与金融秩序，二者虽有张力，但互不统属。

然而，进入21世纪的第三个十年，维系这一制度安排的宏观前提已发生根本性逆转。随着人口老龄化加剧与逆全球化趋势确立，全球生产成本中枢显著抬升，低通胀环境不再。更关键的变化在于，财政赤字已从逆周期的应急手段转变为常态化工具，国家安全与产业政策的硬约束迫使政府大幅增加开支，导致公共债务积累至历史高位。在这一新环境下，利率水平的高低不再仅仅影响私人部门的投资消费，而是直接决定了政府财政的可持续性。当高利率可能诱发主权债务风险时，货币政策在客观上便无法再保持中立，它天然地被赋予了政治属性，央行独立性也不再是默认状态。

这种从“独立”向“政治化”的转变，并非表现为政府简单粗暴地命令央行印钞，而是通过三条更为隐蔽、也更为制度化的渠道逐步展开：

第一，央行政策目标的政治化。央行职责不再局限于通胀与就业，而被不断叠加金融稳定、产业转型、气候目标、国家安全等任务。目标多元化必然削弱技术中立性，政治对货币政策的解释空间也自然随之扩大。

第二，政策工具的财政化。量化宽松 、定向再贷款、资产购买等非常规工具，本质上正在模糊财政与货币的边界。央行不再只是调节价格信号，而是通过资产负债表结构实质性地参与资源配置，选择支持对象与倾斜方向。

第三，人事任命的再政治化。央行高层任命越来越强调政策协同与政治信任，而非单一的学术声誉或技术背景。这一点在当前美国围绕美联储主席的人事与司法冲突中体现得尤为明显。

综上，“政治货币化”不是短期干预，而是制度漂移的结果：当货币重新成为政治的核心变量，央行独立就从“默认值”变成了“条件值”。

美联储何以成为焦点：制度漂移的全球信号

如果将这一轮变化理解为短期政治干预，显然过于乐观。更准确的判断是，这是一场由宏观环境剧变引发的、难以逆转的制度漂移。这种漂移的根源在于现有的经济结构已无法支撑绝对的央行独立性：高企的主权债务要求利率水平必须兼顾财政的可持续性，而地缘政治冲突的激化则要求货币工具必须服务于更广泛的国家安全战略。在这一背景下，选民对通胀痛苦的敏感度虽然很高，但对债务违约等复杂宏观风险的理解度极低，这导致技术官僚难以独自承担宏观调控的政治后果。当央行严格执行紧缩政策可能引发财政危机或社会动荡时，其原本引以为傲的“独立性”反而成了政治体系运行的障碍，迫使行政权力通过制度安排将央行重新纳入整体的国家战略框架之中。

而美联储之所以成为这一轮冲突的观察焦点，恰恰是因为它曾是“独立性神话”的最强堡垒。美联储长期以来被视为技术官僚治理的典范，且美元承担着全球储备与结算的核心功能，其制度稳定性直接关系到全球金融秩序。当拥有最高独立性信誉的美联储都需要被迫公开辩护其决策权，甚至面临来自行政与立法部门的实质性压力时，这向市场传递了一个明确信号：没有任何一家央行能够完全免疫于当前的政治回归趋势。对于其他新兴市场或发达经济体的央行而言，面临的政治吸纳压力只会比美联储更加直接和剧烈。

这种“政治回归”在不同国家的具体落地形式虽有差异，但其削弱央行单一目标的本质是一致的。部分经济体基于自身宏观环境，通过政策框架调整、工具创新等方式，推动货币政策与财政、产业政策的协同，这一过程也引发了关于央行目标边界的讨论。无论路径如何，其结果都是货币政策与财政政策、产业政策的边界日益模糊。这种制度环境的变化，要求市场参与者必须对货币政策的分析框架进行根本性的重置。

首先，市场必须认识到利率决策的反应函数已经发生变化，利率不再是纯粹的经济变量。在新的分析模型中，政策利率的决定不仅取决于传统的通胀数据与产出缺口，还必须纳入财政利息支出的承受力、金融系统的稳定性以及国家战略竞争的需要。这意味着，即便通胀压力依然存在，央行也可能为了避免财政崩盘或保障关键领域融资而选择更为温和的利率路径，或者维持“名义紧缩、实际宽松”的局面。

其次，关于“政策失误”的定义标准正在被重新书写，这将显著改变央行的行为模式。在传统的独立性框架下，允许通胀失控被视为央行的主要失职；但在政治与货币深度捆绑的时代，“不配合国家宏观战略”或“引发债务动荡”可能被视为更严重的政治错误。这种问责机制的转变，会导致央行在面临两难选择时，更倾向于通过容忍一定程度的通胀来换取系统的短期稳定性，从而带来更强的通胀粘性。

最后，从学术研究视角看，货币政策框架的结构性变化，可能会使市场对制度层面的不确定性更加敏感，进而需要在资产定价中纳入这一考量因素。因此，投资者在对资产进行估值时，需要给予更高的折价或设定更宽的波动区间，以补偿货币政策从“规则主导”转向“博弈主导”所带来的额外风险。

从长周期看，“去政治化的货币”或许只是全球化与低债务时代的特殊产物，而政治因素重新主导货币中枢，才是历史的常态回归。

资产重估的五重主线：定价锚的制度转向

随着市场逐步内化“货币政策政治化”这一结构性变量，传统的宏观分析范式与资产配置框架正面临一场根本性的重构。 这绝非一次简单的市场风格轮动或周期性的板块切换，而是资产定价锚的深度迁移。在过去“技术中立”的黄金时代，资产价值的核心锚定于未来的自由现金流折现与纯粹的经济增长预期；然而，当货币政策不再单一服务于通胀控制，而是被迫兼容财政偿付、国家安全及社会稳定等多重政治目标时，传统的DCF （现金流折现）模型便不再充分。资产的估值逻辑开始发生质变：其是否契合国家意志、能否承载制度稳定需求——即资产的“含权量”——开始取代单纯的财务回报率，成为决定估值中枢的新变量。 这种从“纯经济逻辑”向“政治经济逻辑”的切换，迫使投资者必须在模型中重新校准“制度风险溢价”与“制度红利”，并具体通过以下五条主线重塑资产价格的形成机制：

主线一：谁能“被允许活下去”——系统重要性溢价与边缘折价

在高债务、低增长与强约束并存的环境中，市场不再是唯一的出清机制，系统稳定本身成为政策目标之一，资产定价因此出现第一层分化。具有系统重要性的资产，其估值不再主要依赖回报

率，而更多体现其“不可失败性”；相对边缘的资产，即便基本面尚可，也需要承担更高的风险溢价。

这一逻辑解释了为何主权债务长期收益率被压制、大型金融机构的生存权被默认保障，而部分中小规模、缺乏系统地位的商业模式反而更加脆弱。

主线二：通胀“可管理化”后的赢家——实物资产与定价权资产重估

在传统宏观框架中，通胀被视为必须压制的风险源。但在政治货币化背景下，通胀逐渐被视为一种可被管理甚至利用的工具：适度通胀在政治层面具备稀释债务、缓解分配压力以及平滑真实成本的功能。

因此，能够天然吸收通胀、甚至在通胀环境中维持或提升收益的资产正在被系统性重估。这类资产通常包括实物资产和资源品、具备稳定定价权的垄断或准垄断行业，以及与财政支出高度相关的领域，其价值更多体现为制度层面的安全性。

主线三：贴现率分化——政治贴现率与经济贴现率的分离

在政治货币化时代，金融资产不再共享统一的贴现率，贴现机制开始分裂为经济贴现率与政治贴现率两部分。与国家战略高度一致、政策目标明确的资产，往往享有更低的政治贴现；而与政策方向关联度较低、叙事合法性不足的资产，即便现金流稳定，也会被施加更高折价。

这一变化解释了为何部分产业和领域会被反复政策确认，估值中枢获得支撑；而纯粹依赖财务效率的资产，其估值中枢却长期受限。

主线四：货币信用替代物的再定价——非主权信用锚的回归

当货币本身的政治属性不断增强，市场会自然寻求非主权信用锚来承担部分储值与对冲功能。这并不意味着主权货币体系会崩溃，而是其部分功能被“外包”。在这一过程中，具备长期供给约束、信用独立性较强的资产会被反复拉回配置视野，例如黄金以及部分关键大宗商品。这类资产在体系中更多承担稳定器角色，而非挑战现有货币秩序。

主线五：金融抑制回归后的隐性赢家——穿透抑制结构的资产胜出

政治货币化往往伴随金融抑制的回归，其表现形式包括存款利率长期低于通胀、资本流动受到更多软约束以及风险在制度层面向储蓄者转移。在这种环境下，资产配置的关键不再是追逐名义高收益，而是寻找能够穿透抑制结构、转嫁成本并具备跨周期生存能力的标的。

结语

综上，我们或许需要审视一种可能性：“去政治化的货币”或许只是特定历史时期的“制度例外”，而政治回归货币中枢才更接近常态。若这一逻辑成立，市场定价的主导权或将从“短期增长叙事”向“制度适配性”与“跨周期韧性”迁移。这也意味着那些看似平淡、缺乏故事性的资产，或许会因其在制度博弈中的生存能力，而在长周期中获得重新定价。

□ 本文仅代表作者个人观点，与所在机构无关，仅供读者参考，并不作为投资、会计、法律或税务等领域建议。

□ 编辑 | 叶家毓 复旦大学国际金融学院研究中心

□ 视觉 | 葛雯瑄 复旦大学国际金融学院研究中心

□ 图源 | VEER

-END-

书籍推荐

《顺势而为：解码中国政治金融逻辑》

高华声 林雅恒 著

中国现代出版社

2025年12月

作者提示: 个人观点，仅供参考

阅读原文 阅读 1440