

# 《还原真实的美联储》

## 图书基本信息

书名：《还原真实的美联储》

13位ISBN编号：9787308123099

10位ISBN编号：730812309X

出版时间：2013-11-10

出版社：浙江大学出版社

作者：王健

页数：183

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介以及在线试读，请支持正版图书。

更多资源请访问：[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)

# 《还原真实的美联储》

## 内容概要

作为美国最高货币政策主管机关、全球最主要金融机构之一的美联储，究竟是不是私人机构，股东是谁，利润如何分配？

谁负责制定美联储的政策？

它是否真像传说中那样可以在金融市场上呼风唤雨？

它又如何金融危机时力挽狂澜，维持金融市场稳定？

量化宽松政策真的是美联储在滥发货币转嫁危机吗？

美国经济复苏后，美联储如何从现行政策中全身而退，又会对全球金融市场造成什么影响？

本书不仅对美联储的历史背景、政策目标、组织架构和运行机制作了客观明确的描述，而且对国内读者特别关心的有关美联储的各个问题进行剖析，提出了独到的见解；在澄清若干对美联储的常见误解之后，我们可以进一步了解美联储在全球经济和金融市场上的作用及其行事逻辑，从而进一步增强对全球市场的预见能力！

# 《还原真实的美联储》

## 作者简介

王健

美联储达拉斯联邦储备银行高级经济学家兼政策顾问，获得美国威斯康星大学经济学博士学位；主要研究方向包括国际金融和货币政策；研究成果发表于世界著名刊物，并被《华尔街日报》、《金融时报》、道琼斯通讯社、VoxEU、RGE Monitor和Econbrowser等全球著名媒体报道和引用。

他曾应邀到美国联邦储备委员会、美国劳工部、美国国家经济研究局、国际货币基金组织、英格兰银行、加拿大银行、瑞士银行、香港金融管理局和欧洲经济研究中心等世界著名机构进行访问交流。

# 《还原真实的美联储》

## 书籍目录

### 目录

推荐序1 理查德·费舍

推荐序2 巴曙松

推荐序3 余永定

推荐序4 魏尚进

自序 王健

### 第一章 谁在美联储背后呼风唤雨

第一节 到底谁在掌控美联储：你所不知道的分权制衡原则

美国早期的中央银行：第一银行和第二银行

美联储的成立：金融危机后临危受命

美联储分权制衡的组织结构

何谓“分权制衡”？

第二节 谁是美联储真正的股东：罗斯柴尔德家族只是一个传说

谁是美联储的股东？

中央银行应该被政府控制么？

本章小结

### 第二章 美联储如何玩转金融市场这把双刃剑

第一节 美联储如何制定利率？

充满神秘色彩的公开市场会议

美联储可以随意发行货币吗？——通胀为锚的纸币发行

黄金天生是货币吗？——金本位一去不返

牵一发而动全身：美联储的利率政策如何影响经济

美联储真的法力无边吗？——利率政策的局限性

第二节 美联储如何在金融市场力挽狂澜？

金融市场并非圈钱机器：重要的金融媒介作用

金融市场的幽灵：金融挤兑

为什么用纳税人的钱补贴华尔街的富人：美联储大萧条中的教训

美联储为何要监管银行：最后贷款人职责需要

本章小结

### 第三章 美联储通过滥发货币转嫁次贷危机吗？

第一节 美联储的量化宽松是滥发货币吗？

什么是量化宽松？——比较量化宽松和传统货币政策

正常情况下，美联储如何制定货币政策？

零利率后，货币政策何去何从？

这种政策背后的逻辑是什么？

量化宽松等于滥发货币吗？——关于货币供应几个常见误区

M2过高会引起通胀吗？

第二节 美联储如何运用量化宽松政策应对次贷危机

次贷危机起源：房价真的只涨不跌吗？

次贷危机是否由美联储的低利率政策造成？

美联储应对次贷危机武器之一：紧急贷款

美联储应对次贷危机武器之二：专项紧急救助

美联储应对次贷危机武器之三：量化宽松

第三节 美联储通过量化宽松向世界转嫁危机吗？

我的美元是你的问题：量化宽松是美联储在打汇率战吗？

量化宽松定引起国际资金泛滥吗？国际游资何去何从？

量化宽松定推高其他国家通胀吗？到底谁的错？

# 《还原真实的美联储》

日本量化宽松是发动货币战争吗？

第四节 欧洲债务危机真相：是美联储在阻击欧元么

欧洲债务危机爆发：“猪”一样的队友

欧洲债务危机恶化：星星之火可以燎原

欧债危机罪魁祸首之一：政府开支的道德风险

欧债危机罪魁祸首之二：金融市场的挤兑风险

欧元区问题对中国的启示

本章小结

第四章 后危机时代美联储面临的全球经济挑战

第一节 请神容易送神难：美联储能从量化宽松政策中全身而退吗？

退出量化宽松的功过成败：重在时机

退出量化宽松时，美联储会亏损吗？

退出量化宽松对全球经济的影响：新兴市场需防患于未然

第二节 “大而不倒”让金融市场成为冒险家的乐园

美联储可以用利率政策防止金融泡沫吗？

何谓“大而不倒”

从“大而不倒”到“大了也能倒”

第三节 全球经济失衡和国际金融体系

金融危机还是囤积外汇储备：新兴市场的两难选择

全球需要更加稳定的国际金融体系：重新考虑美元全球货币地位

人民币国际化：非一朝一夕之功

日本化还是拉美化：中国如何避免中等收入陷阱

本章小结

后记

# 《还原真实的美联储》

## 精彩短评

- 1、难得的好书，比市面上田园经济学家的小清新阴谋论强的太多
- 2、写得是相当不错了，浅显易懂
- 3、这本书也算是一本入门级的金融行业读本，笔者结合实例和理论，分析了当今世界的一些问题，也普及了关于美联储和货币政策等的一些知识。2013年发表的这本书，到现在有些算是能够证实笔者的猜测吧。虽然是经济系的学生，但是自己对于金融也会有诸多的误解。在书中我也解开了我自己的一些迷惑。
- 4、这本书里面很多内容都是针对宋鸿兵的货币战争展开的，辟谣，揭露阴谋论的逻辑漏洞，不同风格的书籍对照在一起看，对于理解美联储、中美经济关系都有很大帮助，只可惜咱没机会去美联储考察和工作，那样的话才知道谁真谁假，相关的书有兴趣可以看看肖炼《中美经济博弈》占豪《货币战争背景》等书，都是讲有关历史和经济事件的，基本也都提到了次贷危机。
- 5、教科书上的美联储显得太神秘遥远，王健写的美联储感觉离自己不远。前半部书主要介绍了美联储的机构设置，后面写了关于金融危机后的监管和当下政策选择的利弊分析。值得推荐
- 6、关于美联储的教科书，全面介绍了美联储的历史、发展及其在每次金融危机中发挥的作用。本书不仅可以帮大家了解美联储的运作机制，而且对各种货币政策的分析也简洁清晰，适合金融从业人员阅读。
- 7、不听信一家之辞，哪怕那是所谓的著名人士。不经历其中，怎么能得到真实的内容。至于说到所谓的家族，阴谋，呵呵。继续编。
- 8、近距离了解美联储！
- 9、不是看完，是听完了。第一次听完非小说类书籍，听和看是两种完全不同的体验，简单来说，听更容易走神，必须不停做笔记，写写画画，让自己的思维跟着走，稍微分神就不知道讲的什么了。啰嗦完题外话只是想说明，书里面有些常识或者作者的观点我没听懂，有些当时听懂了，过后又忘了是怎么回事，还好我有笔记。正式开始评价书。不错的一本书，很细致，有理有据，至于观点正确与否我不能判断，因为正是这本书告诉我，经济学现象可以有完全不同的解释，还都解释都通，不一定有定论，除了部分细节知识，这应该是我听这本书最大的收获。——经济金融小白
- 10、很好的常识书，赤裸裸地扒宋鸿兵的皮，不过正如余永定说的，对于美联储的QE反思不够。
- 11、科普的目标，就是还原接近事实，主要敌人，阴谋论，所有的阴谋都有行为机制，而阴谋论很显然只有一种\_欺骗。
- 12、揭开了美联储的神秘面纱，详细讲述了美联储作为美国的货币政策制定部门的工作方式，在面对金融危机是常用的金融工具，并引述实例佐证，针对社会上流行的阴谋论给予了毫不留情的打脸反击。能帮助我们理解央行的货币政策和其对经济的影响，文中特别多次提到和分析了中国经济面临的形势，并给出了应对建议，是一本经济学入门的好书。
- 13、作者在讲座中提到央行的作用是减少币值波动的不可预测性，用货币调节心理预期-----这在封闭的经济体中是可以实现的。在国际经济日趋紧密的今天，任何央行的动作具体溢出效应。货币战争没有发生，但货币竞争在每时每刻进行中。稳定持续的通胀对国内消费者没有影响的观点我是十分不赞同的，这需要一个前提假设：消费者不是有闲阶级，生活缺乏弹性，通过持续的工作收入来抵消通胀。对于资本所有者来说，可以通过国际间流动来配置资产。
- 14、讲的很专业严密却不失易懂，不仅从多个方面介绍了美联储，而且也澄清了很多金融的常识，也讲到最近一百年的重要的几次金融危机，也对中国面临的挑战给出观点。
- 15、反驳货币战争为目的而写的书。但是很多论点感觉都没反驳到点子上，倒是从反面承认货币战争写得有理了。尤其是看到“美联储每年才多少分红，控制美联储也赚不了钱”，我真是笑喷了，你玩我啊。当然有些内容还是基于事实的，至少是表面上的事实，能了解一些信息，因此也算开卷有益。
- 16、有理有据，但是过于善良？？？道阻且辛
- 17、实用性很强~读完此书，顿觉阴谋论可以休矣~
- 18、可读性很强的一本书。作者从自身独特的背景出发，一方面解释了美联储如何影响美国经济，一方面用通俗的语言对应评论了中国的货币金融政策及今后的发展路径。该书成书于4年前，对于中国经济的多项预测都被验证了，而且现在看来也并不过时。书中提及的各项知识点及问题也为有兴趣的

## 《还原真实的美联储》

人士提供了后续深入学习的线索。

非常推荐，目前8.5的评分名至实归。

19、作为一个金融本科生，很难说里面的观点正确与否，但是感觉美联储作为一个央行执行最后贷款人以及制定货币政策的职责是很正常的，而不是什么阴谋论，与其他央行不同的是美联储是当今最强国的央行，通俗易懂

20、哈哈阴谋论神马的都去死吧

21、干货满满啊

22、浅显易懂，值得读

23、这可能是“吴晓波系”中最正常的一部书了，作者身在美联储系统工作，写了一部给中国人读的“美联储说明书”，主要目的在于澄清宋鸿兵《货币战争》中关于美联储的阴谋论。书中还有很多关于中美汇率的思考，在国内作品中很少读到

24、不但科普了美联储的组成和业务流程，也介绍了很多基础的经济学知识。对于中国经济和金融改革的部分基本跟这两年形势的发展契合，作者对此确有深入研究，非常有参考价值。

25、强烈推荐，这本书把我的经济学，国际贸易知识，金融知识，生活常识，受国内舆论的误导，全部融会贯通，清晰理顺。多看几遍，我可以自己解读美联储的政策了，我爱美联储。跟《伟大的博弈》里对美联储描述还比较相符，《货币战争》被批得体无完肤，纯属娱乐。书的逻辑清晰，语言直白，向作者致敬！

26、深入浅出的介绍了美联储的机构设置，制度安排，运作模式。结合美国各个时期美联储所体现出来的无可取代的作用来破除强加在美联储身上的阴谋论，有理有据，真实可信，读后决定把摆在书架上的那套《货币战争》烧了去.....

27、金融的科普书能写得这样蛮不容易的，给五星。

28、我们老师写的你问我资不资词我当然资词啊！

29、真实的是对公权力的制约与怀疑，不要相信。天才的制度设计，非凡的工作人员，良好的外在条件，没有理由不成为世界最佳。

30、讲的简单、明了，讲了美联储的建立、发展，以及美联储货币政策的角度。

31、作者的出发点是消除大家对美联储以及美国货币政策的一些误解，出发点没错，但是，美联储逻辑再怎么清晰，初衷再怎么明确，那也是基于美国自身的经济运行情况优先考虑的。每当美联储做出抉择的时候，其他经济体必然会遭受损失，显然这些损失并没有被美联储所考虑，这不是一个负责的在全球举足轻重的经济体所应该有的态度。这就是我不杀伯仁，伯仁却因我而死。当然，把它单纯看做经济学普及读物还是不错的，至少没有耸人听闻和胡扯连篇。

32、果不其然，第一次看这书的时候，应该是还没买智能手机，也没用豆瓣app。但我记得我写了书评的，此书甚好，值得再读。

33、语言简明，值得一读

34、关于联储非常规政策对他国的影响（or the lack thereof）的澄清讨论很好

35、这是一本帮FED洗白的书，但是看完之后你就能发现FED的独立性就是个笑话

36、宏经老师布置的作业，不情愿地读完了。尽管不错，但读的过程没有丝毫享受之感。果然不适合读专业书，果然不是搞研究的料==

37、对美联储的历史沿革、组成机构和运行机制介绍的很详细，但可能是立场原因，对QE等做法的评价有失偏颇。

38、值得再读一遍

39、系统建设而不是单点突破~

40、201621# 非常通俗简洁的语言，高度精炼的重点和文章结构，广泛又深入的视野观点，尤其最后对中国经济的建议，没有阴谋论，没有愤世嫉俗，没有冗长的篇幅，全书都是满满的干货。经济学的书籍中难得有中国人的著作如此亮眼。

41、这本书一定会出现在我的年度推荐书单里！严谨、谦虚、论证严密充分，诚实中肯没废话。这真是一个学者该有的态度。（09052016-）听了一半，棒，逻辑清晰没废话。《货币战争》被讽的一言不值，才发现是同事写的。太需要有人监督学术研究和出版质量了。。。

42、可以说整本书都是干货内容，除了澄清了关于美联储的种种阴谋论外，对于中国在世界经济市场也有较为深入的解释，解答了很多问题，尤其是我这种金融经济门外汉的一些大格局问题。

## 《还原真实的美联储》

- 43、概念解释的比较通俗易懂 也让我们了解了一些美联储的情况 但从专业的角度来说 还不够深 读起来不太解渴.....相信配合上货币战争一起读效果更佳.....
- 44、美联储的内部制衡制度设计的确值得学习，其余部分主要以美国次贷危机为例子对《货币战争》的观点进行全面的批判，由于涉及到基本概念的介绍，还算是本实在的常识普及读物。
- 45、科普较为全面，把一些之前不知道的知识也一并给补上了，确实是本好书。减一星还是觉得作者自己本身就是联储的，屁股决定脑袋，虽没有过于粉饰，也多少有为联储洗地，避重就轻之嫌。
- 46、目前读过最为推荐的非教科书经济类读物。逻辑清晰，层层递进，原理分析透彻易懂，还有作者自己加入的便于理解的小例子。还有值得学习的论证观点的方法，完全被带入。给四星是因为，鄙人学识尚浅，不知其中观点是否有偏颇。
- 47、有理有据，讲得通透明白，适合门外汉。
- 48、这本书深入浅出，让我一个对经济一窍不通的人现在都能大概理解一下经济现象。是读过的经济学书中我觉得自我收获最大的一本，没有那么多的空套的东西，很实在！
- 49、虽然这本书的文字写得一板一眼，不怎么有趣，但从根本澄清了在大众媒体上被广泛传播的关于美联储本身及其政策的诸多误解，通过介绍美联储的创建初衷、机构设置与运作理念，解释美联储推行各种政策的行事逻辑，真正做到了还原真实的美联储。
- 50、得到了奚姐的好评！



# 《还原真实的美联储》

精彩书评

## 章节试读

### 1、《还原真实的美联储》的笔记-第120页

比如苹果公司向中国投资的1000万美元,是人民银行或者中国政府的资产吗?显然不是,这1000万美元本质上仍然是苹果公司的。假如日后苹果公司决定撤资,可以用自己在中国的人民币买回这1000万美元。如果像有人建议的,中国把外汇储备分了,苹果公司要兑换美元时,人民银行只能说:“对不起,我把你的美元分给大家了,你自己看着办吧。”这完全是在胡闹。所以从本质上讲,中国的这些外汇储备是在中国投资的外资企业和中国出口创汇企业的资产,既不属于人民银行,也不属于中国政府。要求把外汇储备分给大家,或者用来办医院、学校,提供社会福利的想法,就像要求银行把你存在银行的钱分给大家一样,都是不切实际的。

### 2、《还原真实的美联储》的笔记-第1111页

根据墨西哥等国的经验,提高经济效率,尤其是金融部门的效率是避免中等收入陷阱的重要前提。

三元悖论也被称为蒙代尔不可能三角。这个理论指固定汇率、独立货币政策和国际资本自由流动这三个东西,一个国家最多只能拥有两个,不能同时拥有三个。

所以,从本质上说,中国的通胀由人民币的发行量决定,并非美元,因为美元在中国无法流通。当然,如果美元流入过多,也会给人民银行冲销造成压力。这是众所周知的固定汇率制的副作用,中国选择固定汇率时就应该考虑到。中国既然享受了固定汇率带来的好处,这种成本也是避免不了的。

中国在2008年全球金融危机期间推出财政刺激计划的思路没错,但力度过大,造成人民币短期内增长太快。美国2008年11月推出的将近8000亿美元的财政刺激计划,占GDP的5.6%。其他多数国家的财政刺激计划占GDP的比例往往在3%一下。中国08年11月推出的4万亿人民币财政刺激计划超过了GDP的15%。

判断美国有没有变相赖账,要看美国是否利用通胀稀释了美元资产的实际购买力。中国持有美国国债等美元资产时,看重的并不是它们的账面价值,而是这些资产背后的实际购买力。

首先,影响通胀的是M2的增长速度,而不是M2。其次,M2增长速度和通胀的关系非常不稳定,只能大概说明一种长期关系,短期对通胀的解释能力非常有限。

这种名义利率降到零后,通缩造成经济持续恶化的情况被称为流动性陷阱。日本从20世纪90年代开始的通缩和经济衰退就是一个典型的例子。

实际利率等于名义利率减去通胀率。因此通胀率每下降1个百分点,名义利率必须至少下降1个百分点才能保证实际利率不变。

贸易赤字或者盈余反映一个国家的储蓄和借贷行为,比如中国存在贸易盈余,说明中国总体而言在储蓄。而美国存在赤字,说明其在贷款。这种储蓄和贷款行为本身并没有问题。

### 3、《还原真实的美联储》的笔记-全书

美联储由两部分组成:华盛顿的联邦储备局和12个地区的联邦储备银行,前者是国家机构,后者是非营利性组织。执行委员会由联邦储备局的7位理事和12个地区银行的主席构成,12个银行中的5位

## 《还原真实的美联储》

拥有投票权（公开市场委员会）。除了纽约主席，其他4位轮流投票，有的2年轮一次，有的3年。7位理事由总统提名，议会2/3投票通过，任期14年，每位任职相隔两年，如果有人中途辞职，接任的任满14年任期后还可再开始14年。12个地区银行主席由董事会投票产生，董事会对人员组成由要求。公开市场委员会每年8天会议，决定公开市场操作，从而达到控制联邦基金利率的目的。准备金由7位理事决定。

美联储以通货膨胀为锚制定利率，通货膨胀目标2%，失业率大概5.5%，GDP 3%。以前以M2为目的控制准备金，但由于M2难控制且产生大影响，现在都是控制通货膨胀率。

次贷危机后通过《多德弗兰克法案》加强对金融机构的监管，美联储与联邦存款保险机构，财政部，证券委员会共同监督。大金融机构被要求准备更加多的流动资产应对危机，美联储每年对大金融机构进行压力测试。高盛等投行为了在危机中获得美联储贷款，2008年后成立个人银行接受美联储监管。美联储的会员银行的超额准备金只能得到很低的利息，但为了在危机中获得美联储贷款，他们需要成为会员银行，并把准备金交给美联储。有人质疑美联储在危机时利用纳税人的钱补贴华尔街，而实际上美联储从危机贷款中收回了巨额利息，平时每年交给财政部的盈利220亿，危机年达到880亿。

前两次QE量化宽松限定了6000亿，超过数额就结束了。QE3是每月800多亿直到经济明显好转时再退出。QE并没有使美国产生通货膨胀，一方面是银行在危机时候贷款更加谨慎，把钱以准备金的形式存回银行，另一方面美元作为避险货币在国际市场上受到追捧。QE的退出可能会让美联储产生亏损。因为QE与公开市场操作买卖的短期债券不同，它购买的是长期资产以降低美国的长期利率。美联储如果持有资产到期限，肯定可以盈利，因为它用于购买资产的准备金只需要付很低的利息。但如果到期前卖出，就相当于高买低卖（由于通胀2%时要退出，利率升高了，相当于国债价钱跌了），美联储的亏损会有负面影响，所以要考虑退出的时机。

欧债危机：欧债猪国包括葡萄牙、爱尔兰、希腊和西班牙。葡萄牙和希腊政府公信力差，但它们经济规模小，欧盟和IMF想通过援助它们把危机范围限定在这两个国家。爱尔兰和西班牙由于房地产泡沫产生债务危机，由于没有独立央行担任最后贷款人，政府只能够扩大财务赤字滥发债券。政府公信力下降引发挤兑，金融机构信用等级下降甚至倒闭。蔓延到意大利，欧盟和IMF没有足够资金救助大国。欧元的缺陷体现在欧元央行不能监管各国政府从而不能更好担当最后贷款人，欧元区经济冷热不一，统一的货币政策造成国家间矛盾加剧。

三元悖论：固定汇率，独立货币和国际资产自由流动只能满足两个。中国满足前两个（对美元2%区间浮动）的前提是限制国际资产的自由流动，所有国内获得的外汇不能进行自由投资，必须在央行换回人民币（结售汇制度2009年废除），于是央行的外汇储备达到3万亿，包括贸易顺差的收入和外国人投资中国资产，这3万亿由于是替别人保管的，要保证安全和流动性，只能大部分投资美国国债，利率2%。其他资产没有这么大的市场。中国汇率与美元挂钩。美元汇率不与任何货币挂钩。

97东南亚金融危机：东南亚等国家没有足够的外汇储备，一旦游资撤离，本国货币就会大幅贬值，之后吸取教训，学习中国，囤积美元。

日本通缩陷阱

墨西哥中等收入陷阱

中国结构性改革：利率市场化更大发挥金融市场的作用，取消户籍制度允许人口自由移动，国有企业引入更多竞争，法律系统保障合同有效实施。人民币国际化是一个长期的过程，要求国内金融机构高效成熟，过早开放市场会造成大损失。

美国是消费大国，进出口只占GDP 12%，中国30%，日本15%

# 《还原真实的美联储》

次贷危机后用于刺激经济的货币GDP占比，美国5.6%，其他国家普遍5%以下，中国4万亿占15%，造成股市楼市火热，通货膨胀。

## 4、《还原真实的美联储》的笔记-All

### 第一章 谁在美联储背后呼风唤雨

#### 第一节 谁在掌控美联储

美联储由位于华盛顿的联邦储备局和分布于美国12个地区的联邦储备银行构成。联邦储备局是联邦政府的一部分，而12个联邦储备银行是非营利机构

美联储的最高决策机构由联邦储备局的7个执行委员和12个联邦储备银行主席组成。执行委员由总统提名经过国会确认后上任，任期14年，隔两年上任一个到期不能连任。如果需要解雇他们需要获得国会2/3以上成员投票通过才可以。各地区的联邦储备主席由地区、地区联邦储备银行是非盈利和非政府机构，在制定货币政策时代表私营部门的声音，每个联邦储备银行都有其来自私营部门的董事会，董事会成员往往是本辖区主要企业的CEO，大学校长等各行业人士。董事会监督地区联储的预算，提名地区联储主席（经过联邦储备局确认后上任），同时向地区联储主席提供有关本地区经济运行情况的信息，但董事会成员不直接参与公开市场的货币政策制定。

《联邦储备法案》明文规定美联储的货币政策不需要通过总统以及总统管辖的任何行政部门的批准。

#### 第二节 谁是美联储真正的股东

美国的全国性银行必须成为美联储的会员银行，主要接受货币管理办公室监督。州内银行可以选择是否成为美联储的会员银行接受美联储监管。会员银行的一个好处是当金融危机发生时美联储可以提供紧急贷款。每个地区联储的会员银行就是它的股东。各个会员银行根据自己资产的比例认购所在地区联邦储备银行的股权，这些股票不能对外转让或出售，股东也不能参加美联储每年的利润分红，美联储只是每年按照6%的固定利率向股东发利息。

正常情况下，美联储的收入主要来自持有资产（主要是政府债券）的利息。在支付正常的运营开支和股息后，美联储将所有盈利上缴财政部。美联储上缴财政部的数量远大于支付给股东的股息，并且美联储分配给股东的利息相对于股东们的主营收入而言微不足道。

### 第二章 美联储如何玩转金融市场这把双刃剑

#### 第一节 美联储如何制定利率

美联储主要有四个任务：制定和执行货币政策；监管银行的金融机构；维护金融市场的稳定；为金融机构、美国财政部，以及国外机构提供清算的金融服务。《联邦储备法案》规定美联储执行货币政策最重要的两个任务是保证最大化就业和物价稳定。

美联储货币政策的主要工具包括公开市场操作（Open Market Operation）、折扣贷款窗口和准备金率三个。其中公开市场操作是目前最常用和最重要的工具。

公开市场会议上美联储公开市场委员会的成员投票决定美国联邦基金利率（Federal Funds Rate）。公开市场委员会成员由联邦储备局的7位执行委员加上5个联邦储备银行主席。

联邦基金利率制市场上金融机构间为满足准备金要求而进行的短期贷款利率。公开市场操作是指美联储通过买卖债券向市场投放或者收回货币的行为，美联储通过公开市场操作改变市场上货币的发行量，实现预先设定的目标利率。例如公开市场委员会决定把联邦基金利率由2.5%提升到2.75%，美联储就会在公开市场上卖出债券，收回货币，这是金融机构持有的货币减少，超额准备金降低，银行间准备金的贷款利率上升。

美联储选择美国国债是因为这类债券风险小，不容易造成美联储投资损失，同时美国国债市场容量大，不会因为美联储的交易产生剧烈波动。

美联储平时只控制一种联邦基金利率这一种利率，其他利率，比如银行给储户的存款利率，汽车贷款，住房贷款利率等都是市场自行决定的。因联邦基金利率变动而导致其他利率变动，这种利率间的传导关系是

# 《还原真实的美联储》

由市场决定的。一个公认的衡量货币超发的标准是出现恶性通货膨胀。美联储的货币政策以通胀率为依据避免央行滥发货币。多数发达国家可以接受的通胀率范围在1%~3%，通胀率太低有可能出现通货萎缩，通胀率过高会使通胀变得不稳定。

金本位的缺点:a.金本位制度下,通货萎缩非常普遍,会加重家庭和企业的还债负担;b.短期价格波动非常大;c.在发生银行挤兑等金融危机时,由于中央银行创造货币的能力有限,金本位也约束了央行作为最后贷款人应对金融危机的能力。

## 第二节 美联储如何在金融市场力挽狂澜

美联储的一个主要任务是稳定金融市场,这个任务主要通过金融危机时担任金融机构的最后贷款人完成。为避免金融机构过度进行高风险投资造成道德风险,美联储平时需要对金融机构进行监督。美联储也监督金融机构的日常运营,保护消费者在金融市场上的合法权益。

美联储对金融机构的监管包括两项内容:a.美联储会定期检查这些机构的风险管理系统,公司财务状况以及日常运作是否遵循现有的法律和规定;b.对金融机构的日常运作和公司间的兼并制定规章。

## 第三章 美联储在通过滥发货币转嫁次贷危机吗

### 第一节 美联储的量化宽松是滥发货币吗

出台量化宽松政策原因:正常情况下,经济走出衰退后会出现一段快速增长期以补偿衰退期的损失,但次贷危机结束后的3年多里,美国出现经济增长乏力,失业率居高不下,因而推出量化宽松政策刺激经济。

实际利率:扣除通胀率后的真实利率。

名义利率:银行等金融机构公布的利率,也就是实际利率加上通胀率。一般而言,但经济进入衰退期,美联储可以降低名义利率来提高需求,但当名义利率降低到零后,如果经济继续恶化,就没办法再通过调节利率刺激经济了。当名义利率降低到零后,通缩造成经济持续恶化的情况被称为流动性陷阱。日本从20世纪90年代开始的通缩和经济衰退就是一个典型的例子。

当短期利率已经降低为零,无法再降时,如果美联储通过某种方法直接降低长期利率,那么即使多起利率没变,仍然可以达到刺激经济的效果。这正是量化宽松政策背后的逻辑。

次贷危机期间,美联储通过量化宽松政策发行的基础货币大部分没有进入市场流通,而是被金融机构以准备金的形式存回到美联储。因此不能把美联储的量化宽松政策等同于滥发货币。

### 第二节 美联储如何运用量化宽松政策应对次贷危机

紧急贷款包括向银行,投资机构,短期资金注资来防止挤兑

专项紧急救助:向AIG等金融机构提供紧急贷款,解决短期资金问题

量化宽松:

基础货币往往被称为高能货币。经济中,实际货币量和美联储发行的基础货币之间的比例及基础货币被放大的倍数成为货币乘数。

### 第三节 美联储在通过量化宽松向世界转嫁危机吗

通货膨胀的衡量依据---CPI.CPI是指我们日常消费的一揽子产品的加权平均价格。通货膨胀率一般通过CPI的增长速度衡量。

### 第四节 欧洲债务危机

欧洲债务危机反映出欧元区设计上的两个漏洞:第一,欧元区平时不能有效监督和约束成员国的政府开支;第二,面临金融挤兑时,欧元区缺乏统一的最后贷款人来平息金融恐慌,化解危机。

## 第四章 后危机时代美联储面临的全球经济挑战

### 第一节 美联储退出量化宽松政策

### 第二节 避免"大而不倒"

### 第三节 全球经济失衡和国际金融体系

金融市场能否有效地将资本分配到效率最高的部门,法律制度能否公正地保证合同执行,劳动力是否能在不同地区间自由迁徙等。以往研究发现,以上三方面的缺陷是墨西哥陷入中等收入陷阱最重要的原因。

# 《还原真实的美联储》

## 5、《还原真实的美联储》的笔记-第365页

还原真实的美联储王健

2014-05-20 08:11:05

中国仍然存在一些习惯性的抵触情绪，这种情绪阻碍了中国全面了解自己所处的世界，也阻碍了中国更好地融入世界。一个例子就是中国对世界上最重要的中央银行——美联储存在误解。这种误解最有力的证据就是《货币战争》一书在中国的流行。《货币战争》在中国不仅是流行读物，甚至被不少政府官员传阅，它成了曲解美联储目的和功能的错误信息源头。美国也存在类似《货币战争》的阴谋论，但这些观点只在极端政治群体中流行，并非主流。

2014-05-20 08:12:25

金融危机期间，一位经常在美国和中国调研的对冲基金经理不无调侃地对我感慨说，如果可以把美联储与中国的央行合并，金融市场中的许多分歧、动荡、失衡就会自然消除了。

2014-05-20 08:14:25

可以说，本书给出了符合中央银行学理论逻辑的分析框架和一些基本判断，也许读者未必同意这些判断，但是这种基于理论框架基础上的讨论，是可以进一步商榷并形成一些共识的，这与阴谋论难以证实的特性形成了鲜明的对比。

2014-05-20 08:14:51

阴谋论逻辑上存在一个死循环，无法证伪。任何一个针对阴谋论的解释，阴谋论者都可以声称背后有更大的阴谋。

2014-05-20 08:16:38

当然，书中的一些观点我并不一定完全赞成。“不识庐山真面目，只缘身在此山中。”同一些智商很高、能言善辩的同事长期共事，很难不受他们的影响。我的主要感觉是：为美联储政策辩护有余而批评不足。诚然，美联储不是一个受少数富人控制的私人银行，我们也没有理由怀疑伯南克们的职业操守。但美联储毕竟是美国的中央银行，美联储必须为美国谋取最大利益。但是，美国的利益并不等于世界利益。美联储政策在维护美国利益的同时，并不一定不损害其他国家的利益。当然，其他国家对此也不必愤愤然。关键是自己找出最佳应对之策，趋利避害，以谋取本国的最大利益。

2014-05-20 13:14:49

美联储的组织结构和世界上其他央行相比也确实存在一些独一无二的地方。比如中国人民银行等世界上其他中央银行基本上都是政府机构的一部分。但美联储根据美国国会制定的《联邦储备法案》（Federal Reserve Act）在1913年成立时，被分成了两个主要部分：一部分是位于华盛顿的联邦储备局（Federal Reserve Board，也有人将其译为联邦储备委员会），另一部分是分布在全美12个不同城市的联邦储备银行（Federal Reserve Banks）。位于华盛顿的联邦储备局是联邦政府机构的一部分，但12个联邦储备银行却不是政府部门，而是非营利性机构。

2014-05-20 13:16:14

联邦政府机构加非营利机构的双重结构也

何谓“分权制衡”？

2014-05-20 13:17:13

## 《还原真实的美联储》

美联储采用的联邦政府机构加非营利机构的双重结构经常被人故意片面解读，成为攻击美联储的切入点。一方面，担心政府权力过大、过多干预经济的人往往把美联储解读成政府机构，是政府的代言人和印钞机。另一方面，担心经济被私营金融集团控制的人声称美联储是私人机构，为背后的金融集团服务。而美联储采用双重结构的真正目的恰恰是为了实现分权制衡，避免美联储被小部分政治精英或者金融精英控制。要理解这种分权制衡制度，我们需要先了解一下美联储的历史。

2014-05-20 13:18:20

1609年成立的荷兰阿姆斯特丹银行（Bank of Amsterdam）被认为是世界上第一个中央银行。

2014-05-20 13:18:50

和这些早期的央行相比，美联储的历史要短很多：从1913年到现在，美联储仅存在了100

2014-05-20 13:19:25

美国 and 世界上多数国家不同，没有经历过中央集权的时代

2014-05-20 13:19:52

大部分的行政权力主要集中在州政府，而非联邦政府。因此，成立中央银行这样一个联邦机构的想法会引起各州的警觉，他们担心联邦政府想以此为名来扩大自己的权力范围。

2014-05-20 13:20:50

汉密尔顿提议成立一个唯一的全国性银行，主要负责帮助美国各州发行债券，以逐步偿还独立战争时期累积的债务。另外，该银行还可帮助保管财政部的存款及处理其他联邦政府财务上的收支

2014-05-20 13:21:09

美国第一银行并不是现代意义上的中央银行，它实际上仍是一个私人性质的商业银行。第一银行和其他银行一样吸收储户的存款和发放商业贷款。另外，第一银行按照股份制方式成立，股票在市场上公开出售，股东和其他上市公司股东一样分配红利，决定第一银行如何经营。唯一不同的是，其他商业银行属于州内银行，而美国第一银行是全国性质的银行，在全美开展业务，而且第一银行是唯一一个为美国财政部提供服务的银行。

2014-05-20 13:21:29

第一银行除了是私人性质的商业银行外，还有一个很大的硬伤，就是它大概有70%的股权属于外国人，当时主要是欧洲人

2014-05-20 13:21:53

第一银行的这段经历正是阴谋论在美国产生的一个重要历史背景。直到今天，以《货币战争》为代表的阴谋论都声称美联储仍然受罗斯柴尔德等欧洲金融家族的掌控。随后我们可以看到，这种指责完全是张冠李戴。

2014-05-20 13:22:27

1816年由美国国会投票通过，麦迪逊总统签署法案成立了美国第二银行（The Second Bank of the United States）。和第一银行类似，第二银行更接近一个全国性的商业银行，而不是现代意义的中央银行。同样，国会也只给第二银行颁发了20年执照。执照到期后，必须经过国会批准才能继续存在。

2014-05-20 13:23:13

但随着金融市场的不断扩张，放任自流式银行体系的缺点也越来越多地暴露出来，银行挤兑造成市场崩溃的情况经常发生。美国在1873年、1884年、1890年、1893年、1907年都发生过由于挤兑造成银行大规模倒闭的金融危机。尤其是在1893年的危机中，美国有超过500家银行相继倒闭，很多人的毕生积蓄可以说一夜之间付诸东流。金融危机不仅给个人和家庭造成巨大的财富损失，整个美国经济也由于

## 《还原真实的美联储》

金融业无法正常运转而陷入了长时间停滞

2014-05-20 13:24:16

这种银行挤兑很快从纽约蔓延到全国各地，一场类似1893年金融危机的市场崩溃即将发生。当时，美国著名金融公司摩根大通（J.P. Morgan）的创始人摩根意识到了问题的严重性。他立刻召集最重要的几家金融公司的总裁开会，要求大家一起拿出资金帮助面临挤兑的银行。而摩根自己也身先士卒，拿出资金帮助金融市场渡过危机。从一定程度上讲，摩根当时扮演的角色正类似于2008年拯救金融市场的美联储

2014-05-20 13:25:25

因此奥尔德里奇花了将近两年时间考察欧洲国家的中央银行，并对欧美金融市场进行了系统的比较分析。随后他起草了被称为《奥尔德里奇计划》的提案，主张美国应该模仿欧洲国家成立一个统一的中央银行。今后再发生类似1907年的金融危机时，该中央银行可以向被挤兑的银行提供紧急贷款，以此稳定金融市场信心

2014-05-20 13:26:16

作为共和党的主要成员，奥尔德里奇非常担心联邦政府权力过大，因此不愿意成立一个新的联邦政府机构来执行中央银行的职能。《奥尔德里奇计划》中的中央银行的各种角色完全由私人银行扮演，而不像欧洲国家的中央银行属于政府机构

2014-05-20 13:26:43

《奥尔德里奇计划》的反对者主要来自美国中西部的农业州。这些从事传统农业的人们一方面担心银行业过于强大后会绑架整个经济，另一方面这些州的低收入者认为该法案主要服务于东部商业发达地区的富人，而不是美国大众。奥尔德里奇本人和摩根大通的创始人摩根关系非常密切，同时女儿又嫁给了美国超级富翁洛克菲勒唯一的儿子小洛克菲勒。这种和超级富豪家庭千丝万缕的关系，让奥尔德里奇对这些指责有口难辩。

2014-05-20 13:27:22

最初的《奥尔德里奇计划》把美联储完全定性为一个私人机构，而《联邦储备法案》把华盛顿的联邦储备局定性为联邦政府机构，尽管美联储的12个联邦储备银行被定性为更接近于私人部门的非营利性机构。

2014-05-20 13:29:00

美联储现在采用的这种联邦政府加非营利性组织的双重结构，正源于当初这段历史，是民主党和共和党政治妥协的产物。共和党成员奥尔德里奇担心政府过度干预经济，因此在《奥尔德里奇计划》中把中央银行的职能完全交给私人银行执行。而民主党担心私人银行充当中央银行后势力变得过于强大，绑架经济。最后《联邦储备法案》提出了这种双重结构，希望通过分权制衡，避免出现美联储完全由政府或者金融机构控制的极端情况。

注：见《21世纪的资本》Kindle上的书评：市场派和政府派的共同点在于都有一种恐惧心理，对concentrate的恐惧！只不过是集中的对象不同而已。

另：美国由于历史的原因，对集中有天然的恐惧；而中国，同样基于历史的原因，对集中有天然的偏好。因此，美国所谓的左派和右派，实际上在中国都不存在。

2014-05-20 13:31:52

1913年美国国会最终达成一致意见，通过了《联邦储备法案》。威尔逊总统签署了该法案，正式宣告美联储成立。威尔逊总统的头像出现在10万美元的纸钞上。这种纸钞只在20世纪30年代用于联邦储备银行间结算，不在市场上流通。美国曾经有很多这种不对外流通的大额美钞，只用于银行间结算，比如面额为1000、5000、10000美元的都有。



## 《还原真实的美联储》

2014-05-20 13:32:41

美联储如何通过组织结构实现分权制衡？目前美联储机构设置上的分权制衡主要体现在两个方面。在地理分布上，美联储由在华盛顿的联邦储备局和分布美国各地区的12个联邦储备银行组成。美联储主要的货币政策由联邦储备局委员和联邦储备银行的主席共同参与制定。这样就避免了政策决策权过于集中在少数几个地区（如华盛顿和纽约）。

2014-05-20 13:32:46

在组织形式上，美联储采用的是联邦政府机构加非营利性机构的双重组织结构，从而避免了货币政策完全集中在联邦政府手里

2014-05-20 13:46:43

夸张地说，美国是世界上最不信任政府的国家，没有之一。公众对政府不信任的态度与美国早期的历史密切相关。美国有很多来自欧洲的移民，其中不少人在本国受到了政府和宗教组织的迫害，被迫迁居到美国的，因此对政府滥用职权存在很大的戒心。美联储把12个联邦储备银行设立成非营利机构而非政府机构的一个初衷就是希望制定货币政策时能同时考虑政府和私营部门的声音。

2014-05-23 19:18:22

虽然位于华盛顿的联邦储备局是美国联邦政府的一部分，但12家联邦储备银行不属于联邦政府机构，而是非营利性私营组织。如果大家仔细观察，联邦储备局的网站是gov结尾的（<http://www.federalreserve.gov>），也就是英文单词里政府一词（government）的缩写。而联邦储备银行网站是org结尾的，是英文里机构一词（organization）的缩写。比如达拉斯联储的网址是<http://www.dallasfed.org>。但需要强调，联邦储备银行不同于一般的私营组织。联邦储备银行并不以营利为目的，而与联邦储备局一起承担美国中央银行的公共职能。

2014-05-23 19:19:36

目前12个联邦储备银行的总部分别位于波士顿（Boston）、纽约（New York）、费城（Philadelphia）、克里夫兰（Cleveland）、里士满（Richmond）、亚特兰大（Atlanta）、芝加哥（Chicago）、圣路易斯（St. Louis）、明尼阿波利斯（Minneapolis）、堪萨斯城（Kansas City）、达拉斯（Dallas）和旧金山（San Francisco）。而每个联邦储备银行在辖区内又设有分支机构（branches）。比如达拉斯联储总部在达拉斯，但同时在休斯敦、圣安东尼奥和艾尔帕所设有分部。

图1-1显示了12个联邦储备银行的总部和各自管理的辖区。由于每个联邦储备银行管理一个大区，这些银行往往被简称为地区联储。很显然，多数联邦储备银行分布在美国的东北部地区。这主要是由于美联储1913年成立时，美国的经济重心主要集中于东北部。每一个联邦储备银行的代号由一个英文字母和一个数字组成。比如波士顿联储是第一个成立的联邦储备银行，代号为1A。第二个成立的是纽约联储，代号是2B，依此类推。

2014-05-23 19:19:46

在1美元的钞票上，印着不同联邦储备银行的名称和代号，表明这些1美元纸钞是从哪个地区流向市场的。

2014-05-23 19:20:41

分权制衡不仅仅表现在美联储的双重组织结构上，更反映在其制定货币政策的制度上。

2014-05-23 19:21:22

美联储货币政策的最高决策机构包括联邦储备局的7名执行委员（Members of the Board of Governors）和12名联邦储备银行的主席（Presidents of the Federal Reserve Banks）。

美联储最重要的货币政策被称作公开市场操作，日常说的美联储公开市场会议（或者议息会议）就是为制定这个政策而召开的。公开市场政策由华盛顿的联邦储备局和各个地区的联邦储备银行共同制定。这种制定货币政策的方式和中国人民银行完全不同。中国人民银行的分支机构是总行的下属机构，

## 《还原真实的美联储》

对制定货币政策的影响非常有限。而美联储的12个联邦储备银行是相对独立的机构，和中国人民银行的分行相比，享有更高的货币政策发言权。比如联邦储备银行的主席可以担任公开市场委员会的委员，在担任委员期间，联邦储备银行的主席与联邦储备局主席、联邦储备局的其他委员拥有同等的投票权。一些不了解美联储的人喜欢把联邦储备银行等同于人民银行的分行，这是一个错误认识。

2014-05-23 19:23:53

联邦储备局的7名执行委员由主席（目前是伯南克）、副主席（目前是耶伦）及其他5位委员组成。这7名执行委员必须全部由总统提名，经过国会确认后才能上任。每个执行委员的任期为14年，到任后不能连任。注意这里的14年任期指的是执行委员的任期，和美联储主席任期并不是一个概念

2014-05-23 19:24:25

。执行委员上任后，总统单独没有权利罢免这些委员。如果需要罢免他们，必须有国会2/3的成员投票通过才可以。除非这些执行委员犯了非常明显的严重错误，否则达到国会2/3的票数基本是不可能的。另外，《联邦储备法案》规定这7名执行委员的任期需要间隔两年。比如如果第一个委员的任期从2012年开始，那么第二个委员的任期从2014年开始，第三个委员的任期从2016年开始，依此类推。因此在美国总统4年的任期内最多只有两个执行委员的任期结束，需要由总统决定新人选是谁。美联储这种任期安排很大程度上限制了总统对委员会的控制能力。

2014-05-23 19:26:05

联邦储备局的执行委员可以被总统提名为美联储主席（Chair）或者副主席（Vice Chair），每次提名任期为4年。总统提名主席和副主席后，也必须经过国会批准才能上任。一旦上任，主席和副主席在任期内同样不能被总统单独罢免，必须获得国会2/3的票数才能通过。所以在2012年的总统选举中，有报道说如果罗姆尼当选就会罢免伯南克美联储主席的职位，这种说法是有误的。伯南克在2010年刚接任美联储主席，任期到2014年才正式结束。即使罗姆尼在2013年当选总统，也要等伯南克2014年任期结束后，通过不继续提名的方式换掉他，而不是像一些人说的那样一上任就炒掉伯南克。

2014-05-23 19:26:26

，美联储的主席和副主席同时也是联邦储备局7位执行委员之一。主席和副主席的任期与他们同时担任的执行委员任期不冲突。即使主席和副主席的任期结束，如果执行委员的任期还没结束，他们仍然可以继续作为执行委员。伯南克作为联邦储备局执行委员的14年任期到2020年才结束。如果他愿意，即使不担任主席了，仍然可以继续作为7位执行委员之一，参与制定美国货币政策。在担任执行委员期间，他和联储主席享有同样的投票权利。

2014-05-23 19:27:08

执行委员一个完整的任期是从偶数年的2月1日开始，到14年后的1月31日结束。

2014-05-23 19:27:56

由于联邦储备局7位执行委员的任命都需要通过总统提名和国会确认，想要控制这些位置，必须要同时控制总统和国会。这种情况在美国是不可能出现的。国会内部存在很多利益冲突，并不像阴谋论宣扬的那样铁板一块，受少数几个大佬控制。国会和总统发生冲突更是家常便饭。

2014-05-23 19:29:45

少数人控制12个地区联储主席更是难上加难。联邦储备银行被设立成非营利性机构，而非政府机构，在制定货币政策时代表私营部门的声音。因而每个联邦储备银行都有其来自私营部门的董事会。董事会成员往往是本辖区主要企业CEO、大学校长等。这种方式增强了地区联储和本辖区内私营部门的联系和交流。董事会监督地区联储的预算，提名地区联储主席，同时向地区联储主席提供有关本地区经济运行情况的信息。但董事会成员不直接参与公开市场的货币政策制定。

2014-05-23 19:31:40

## 《还原真实的美联储》

每个联邦储备银行的董事会有九名成员，分为A、B、C三类，每类三人。这主要考虑到董事会成员背景要多元化，以免被少数行业（比如银行业）和个人控制。A类董事会的三名成员来自美联储的会员银行，B类和C类成员来自其他行业和公共部门。

2014-05-23 19:32:26

我在下一节中会介绍什么是美联储的会员银行。A类和B类董事会成员由美联储的会员银行推举，而C类成员由联邦储备局任命。

2014-05-23 19:34:33

1-3显示了截至2013年1月美联储12个地区联储主席的信息。这些主席的教育背景非常多样化，既有经济学博士，也有MBA和经济学硕士。一些主席在加入联储前曾经在私营部门任职，比如纽约联储主席达德利曾经是高盛的合伙人并在高盛担任首席经济学家。达拉斯联储主席费舍加入政府部门工作前曾经拥有自己的基金公司。有些地区的联储主席曾经是大学教授，比如费城联储主席曾经是罗彻斯特大学商学院的教授和院长。明尼阿波利斯联储主席科切尔拉科塔就职前是明尼苏达大学经济系教授。而有些地区的联储主席一直在美联储内部工作，比如圣路易斯联储主席布拉特和旧金山联储主席威廉姆斯。不同的教育和职业背景也有利于联邦储备银行主席从不同的角度去考虑美国的货币政策

2014-05-23 19:35:01

[://http://www.federalreserve.gov/aboutthefedbiobanks/default.htm](http://www.federalreserve.gov/aboutthefedbiobanks/default.htm)

中央银行应该被政府控制吗？

2014-05-23 19:50:44

首先，这些所谓的股东是联邦储备银行的股东，而不是联邦储备局的股东。联邦储备局是联邦政府的一部分，是政府机构。所以不能笼统地说这些股东是整个美联储的股东。其次，这些所谓股东的权利和上市公司股东的权利完全不同。比如联邦储备银行股东持有的股票不能公开转让或者出售，也不能对美联储的利润进行分红。美联储每年按照6%的固定利率发放利息。正如我们前面提到的，和这些股东相关的董事会平时也不干预美联储公开市场政策的制定。

2014-05-23 19:51:01

美联储的这些规定和前面介绍的美国第一银行及第二银行有本质区别。

2014-05-23 19:51:13

看到这里一定有读者奇怪，如果有这么多限制又没啥好处，为什么还有人愿意当美联储的股东？这个问题我在介绍完背景知识后再予以回答。

2014-05-23 19:52:31

首先，高盛和雷曼兄弟属于投资银行，这些银行不直接从储户那里吸取存款。这种非传统性的银行在2008年金融危机前不是美联储的会员银行，因此不可能是美联储的股东。在2008年金融危机中，高盛为获得美联储的紧急贷款，才把公司性质改成银行持股公司，正式开始接受美联储等机构的监管。

2014-05-23 19:53:19

。《联邦储备法案》中明确规定，美联储的会员银行就是其股东。那么，谁是美联储的会员银行呢？这个问题要从美国的银行结构说起。

目前美国吸纳储户存款的银行主要分为两类：全国性银行和州内银行。通过财政部的货币管理办公室（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）注册成立的银行为全国性银行，比如美国花旗银行。通过州政府注册成立的银行为州内银行，比如德克萨斯州的德州资本银行（Texas Capital Bank）。美国的银行业竞争非常激烈。除了我们日常听说的花旗银行、美国银行等大型全国性银行外，全美大小银行总共有6000多家，分别满足不同顾客群的需求。

## 《还原真实的美联储》

美国的全国性银行必须成为美联储的会员银行，主要接受货币管理办公室监管。州内银行可以选择是否愿意成为美联储的会员银行。

2014-05-23 19:54:00

如果愿意成为会员，就要接受美联储监管。不愿意成为美联储会员的银行受联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）的监管。

2014-05-23 19:53:45

成为会员银行，也就是成为美联储股东的一个好处就是，当金融危机发生时，美联储可以提供紧急贷款。美联储提供紧急贷款的这种功能被称为最后贷款人。

2014-05-23 19:56:39

即使股东是美国国内银行，美联储会不会是他们的赚钱机器呢？正常情况下，美联储的收入主要来自持有资产（主要是政府债券）的利息。在支付正常的运营开支和股息后，美联储将所有盈利上缴财政部。每年美联储所谓的“股东”从美联储获得的利息大概有十几亿美元，远小于美联储每年上缴到国库的超过两百亿美元的利润。

2014-05-23 19:57:35

另外，美联储分配给“股东”的利息相对于股东们的主营收入而言微不足道。前面提到分配给所有银行的利息收入每年大概只有十几亿美元，而仅花旗银行一家2011年的利润就超过了100亿美元。这些银行想靠美联储派发的利息赚钱显然是非常不靠谱的。因此有人宣传美联储通过垄断美元发行为银行家赚钱盈利完全是捕风捉影，没有任何事实根据。

2014-05-23 19:57:54

如果一个中央银行被少数银行家控制，公器私用，成为谋取超额利润的工具，自然于国于民祸害无穷。而如果中央银行完全被政府掌控，成为政府的印钞机，一样会祸国殃民。

2014-05-23 19:58:14

货币政策过度集中在政府部门存在多种风险。其中之一便是当政府过度消费时，政府会利用恶性通货膨胀来稀释政府债务，央行会沦为政府的提款机。

2014-05-23 19:58:30

最近的一个著名案例就是2007年津巴布韦的恶性通胀。

2014-05-23 19:59:16

如果中央银行独立于政府行政机构，就没有义务或迫于来自总统的压力为政府债务埋单了。设置成非营利机构的联邦储备银行提供了这样一个制衡机制。

美联储制定政策的独立性也受法律保护。《联邦储备法案》明文规定美联储的货币政策不需通过总统以及总统管辖的任何行政部门的批准，这样就避免了美联储在制定货币政策时沦为政府印钞机的危险。自美联储成立以来的100年时间里，美国的年平均通货膨胀率在3%左右。尤其是在过去30年左右的时间里，美国的年平均通货膨胀率稳定地维持在2%左右。从这个角度讲，美联储在控制长期通胀方面相当成功。

### 第二章 美联储如何玩转金融市场这把双刃剑？

2014-05-23 20:01:12

“双刃剑”是对金融市场最贴切的比喻：如果使用得当，金融市场可以为经济发展披荆斩棘；而如果监管不力，金融市场则会引发危机，危害经济。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-23 20:01:57

作为美国的中央银行，美联储主要有四个任务：制定和执行货币政策；监管银行等金融机构；维护金融市场的稳定；为金融机构、美国财政部，以及国外机构提供清算等金融服务。

美联储真的法力无边吗？——利率政策的局限性

2014-05-23 20:02:40

美联储货币政策的主要工具包括公开市场操作（Open Market Operation）、折扣贷款窗口（Discount Window）和准备金率（Reserve Requirement Ratio）三个。其中公开市场操作是目前最常用和最重要的工具。因此公开市场会议是美联储最受瞩目的政策活动。

公开市场会议通常被称为议息会议。在这个会议上，美联储公开市场委员会的成员投票决定美国联邦基金利率（Federal Funds Rate）的升降。

2014-05-23 20:03:49

联邦基金利率是一个短期利率，是金融市场众多利率中的一种。正常情况下，美联储通过调节联邦基金利率来影响经济。

2014-05-23 20:04:22

美联储最重要的货币政策——公开市场操作，由公开市场委员会制定。委员会成员包括华盛顿联邦储备局的7位执行委员加上5个联邦储备银行主席。前面我提到美联储有12位联邦储备银行主席，但他们当中每次只有5个人可以在公开市场会议上投票。其中纽约联储主席享有终身投票权。剩下的4票，由另外11位联储主席轮流行使投票权，一期一年。一票由波士顿、费城、里士满联储主席轮流投；一票由克利夫兰和芝加哥联储主席轮流投；一票由亚特兰大、圣路易斯、达拉斯联储主席轮流投；最后一票由明尼阿波利斯、堪萨斯城、旧金山联储主席轮流投。

2014-05-23 20:04:52

除纽约外，克利夫兰和芝加哥联储主席每两年就可以担任公开市场委员会投票委员，而其他联邦储备银行主席每三年轮一次。这是因为克利夫兰和芝加哥在美联储成立时是美国制造业重心，在经济中有举足轻重的作用，因而他们比其他联邦储备银行有更频繁的投票权。在美联储成立后的100年间，美国经济重心的分布发生了很大改变。芝加哥和克利夫兰在美国经济中的重要性已经显著下降，但这两个地区在美联储投票权的传统地位延续到现在。

2014-05-23 20:05:42

美联储每年在华盛顿召开8次公开市场会议。具体会议日期在美联储网站上会至少提前一年公布。会议由华盛顿联邦储备局的7位执行委员和12位联邦储备银行主席参加。尽管有些储备银行的主席没有投票权，他们仍然可以在会议上参加讨论和发言，阐述自己对货币政策的看法。因此，即使是没有投票权的储备银行主席，仍然对最后的政策有一定的影响力。

2014-05-23 20:06:12

参加会议时，联邦储备银行的主席通常会带一个副行长（Vice President, VP）参加。在职务名称上，美联储和私营金融机构也有很大差别。在投行等机构中，VP是一个并不算高层的职位。有博士学位的员工一般在投行工作几年后，都能顺利成为VP。而VP在美联储是一个相当高层的职位。尤其是研究部的VP，经常和联储主席讨论经济政策问题和参加公开市场会议。

2014-05-23 20:07:22

公开市场会议上，联邦储备局的7位执行委员和12位联邦储备银行主席分别发表对目前经济形势的看法和自己认为合适的货币政策。这是伯南克担任美联储主席后出现的一个新现象。在格林斯潘任职期间，公开市场会议上主要是他个人发言，别人参与讨论的机会并不太多。而伯南克主席更鼓励政策制定过程中的公开讨论，这与他一贯主张的公开透明的货币政策是一致的。讨论结束后，伯南克会进行一

## 《还原真实的美联储》

个总结发言，然后12位有投票权的公开市场委员会成员进行投票。每个委员投票的权重是一样的。也就是说，伯南克并不会因为自己是美联储主席就享有比其他委员更大的投票权。

2014-05-23 20:07:41

公开市场委员会有12个成员，如果最后票数是6比6怎么办？这种情况在美联储历史上还从未发生过。实际上，会议政策多数情况下都是高票通过的。在12个委员中，一起投反对票的人数目前最多也没有超过4人。很少人投反对票是否说明美联储在制定货币政策时内部没有民主，不允许投反对票呢？并非这样。真正的原因是，委员会的成员在投票前已经对最初方案进行了充分的讨论和修改。

2014-05-23 20:08:31

从上面的介绍可以看出，美联储目前的公开市场政策完全由公开市场委员会委员经过协商后投票制定。在制定政策的过程中，美联储不必请示总统或者财政部，完全拥有自己的独立性。虽然美联储刚成立时仍受财政部的各种影响，但20世纪50年代后，世界各国开始强调中央银行的独立性，美联储制定政策时，受财政部的影响越来越小。美联储制定货币政策的独立性目前由法律授予和保障：《联邦储备法案》规定美联储制定货币政策时不受包括总统在内的任何行政政府部门干预。而《货币战争》把这种独立性神话成美联储是一个凌驾于总统和政府的神秘机构，是对大众的误导。

2014-05-23 20:10:27

那么为什么世界各国都放弃了金本位？有人简单归结为政府为了控制货币发行权，给自己提供滥发货币的机会。实际上，通过设计合理的制度是可以避免央行滥发货币的。在合理的制度下，纸币制度比金本位有着非常明显的优越性。我下面先介绍如何避免滥发货币和美联储发行货币的大概流程，然后再讨论纸币制度相对于金本位制度的优势。

2014-05-23 20:16:51

通货紧缩和通货膨胀刚好相反，会导致价格水平持续下跌。通货紧缩对经济的破坏力比通货膨胀还要强，因此各国中央银行都会尽力避免。通货紧缩的典型事例包括美国20世纪30年代的大萧条和日本20世纪90年代后的经济停滞。

“9·11事件”发生时，伯南克还未成为美联储主席，但已经是联邦储备局的7位执行委员之一。为了稳定市场信心，伯南克在一次公开讲话中提到美联储将通过一切必要手段避免通货紧缩。为了强调美联储有能力防止通货紧缩，他在讲话中引用了诺贝尔经济学奖得主弗里德曼举过的一个例子：通过直升机撒钱来对付通货紧缩。这只是在当时通货紧缩威胁下，伯南克为了稳定市场信心提的一个极端的说法。作为世界顶尖的宏观经济学家，伯南克自然理解通货膨胀的害处和政府制造通货膨胀的动机。因此在同一个讲稿中，他还提到政府有很强的动机去制造通货膨胀，稀释政府债务。反对伯南克的人对当时美国经济面临通货紧缩的风险闭口不谈，只是一味强调伯南克提到的直升机撒钱的故事，借此来说明伯南克喜欢发行货币。这种解读断章取义，有失公正。

注：通货紧缩的危害是什么？

2014-05-23 20:20:28

很多人把发行货币称为印钞票，实际上由于电子转账的广泛应用，中央银行根本不需要印任何东西也能瞬间提高市场上的货币供应量。比如只要把财政部或者商业银行在中央银行的存款账户余额后添几个零，货币供应量就能立刻增加。

2014-05-23 20:21:19

通过制度设计便可以避免滥发货币的现象。美联储发行货币的最大约束来自《联邦储备法案》。该法案规定美联储执行货币政策最重要的两个任务是保证最大化就业和物价稳定，如果美联储完成得不好，就会遭到国会的责问，国会甚至可以通过修改法律来改变目前美联储执行货币政策的方式。因此美联储制定政策的官员会非常小心地控制物价，保持物价稳定。最近美联储虽然通过量化宽松等一系列政策来帮助美国恢复经济增长，但每次伯南克主席讲话时都会反复强调，宽松的货币政策是建立在低通胀的前提下的。虽然没有明确规定，但美联储认为可以接受的年通胀率（核心通胀率）在2%左右。

## 《还原真实的美联储》

通胀率在2%上下浮动一个百分点是目前多数发达国家央行普遍采用的标准。也就是说，可以接受的通胀率范围是1%~3%。

2014-05-23 20:25:26

政府可以通过发行债券（称为政府债券或者国债）筹集资金，但不能把央行当成自己的提款机

2014-05-23 20:25:53

如果政府债务过高，投资者担心政府无力偿还债务，就会要求更高的利息来补偿违约风险（通俗地说就是政府赖账的风险）。融资成本提高后，政府如果不希望违约，就必须通过控制开支（或者提高税收）来减轻债务负担。

2014-05-23 20:26:29

但如果中央银行是政府行政机构的一部分，政府无法从市场筹集资金时，便可以要求中央银行发行货币购买自己的债券。这种完全依靠中央银行发行货币来为政府融资的方式会引起恶性的通货膨胀。

2014-05-23 20:27:19

总体而言，低通胀作为货币发行的锚，限制了美联储滥发货币；独立于政府行政部门之外，保障了美联储有条件去执行以低通胀为锚的货币政策，而不会沦为政府的印钞机。但需要指出，控制通胀对于美联储而言是一个逐步学习的过程。美国在20世纪七八十年代由于政策上的失误，也出现过10%以上的通胀。但就长期而言，美联储控制通胀的能力还是值得肯定的。除了20世纪70年代和第二次世界大战等战争期间，大部分时间通胀率都维持在5%以下。尤其是1985年之后，美国的通胀率基本保持在2%附近。

2014-05-23 20:37:11

回到黄金的例子。黄金的生产受很多因素限制，因此生产技术和产量在过去几十年里没有什么大的变化，而绝大多数其他产品的生产效率进步很快。在这种情况下，如果其他产品的价格固定不变，黄金价格就会大幅度上扬。我前面提到，美联储制定货币政策时的一个主要目标是维持价格稳定。这里所说的价格是指我们生活中日用品的价格。这些日用品的生产效率相对黄金提高了很多，因此，黄金价格相对这些日用品的价格而言上涨了。自20世纪70年代以来，美国的年通货膨胀率平均在3%左右。也就是说日常生活用品的平均价格相对稳定，这就不难理解为什么黄金的价格会上涨了。另外，最近几年东南亚国家的央行大规模买进黄金作为外汇储备，也从需求方面推高了黄金的价格。但这种黄金价格的上涨属于相对价格变化，不能作为货币超发的依据。只有高通胀这种绝对价格的变化，才是滥发货币的证据。

2014-05-23 20:37:30

搞清楚相对价格后，我们就更容易理解通货膨胀了。通货膨胀是指由于货币发行量增加过快而引起价格持续普遍上涨。我们仍以A和B两种商品为例。如果它们今天的价格都是1元，明天就都涨价到了2元，这明显属于通货膨胀：A和B的相对价格没有变化（始终是1:1），但两个商品的绝对价格翻番了。这种所有商品的绝对价格都快速上涨正是中央银行发行货币过多造成的。相反，如果货币供应量下降，商品价格也会随之下降，这种情况为通货紧缩。

2014-05-23 20:39:57

由于黄金的数量不受央行控制，推崇金本位的人认为这样一来，央行发行货币时便会受到一种硬性约束。但这种约束有三个显著的缺点。第一，金本位制度下，通缩非常普遍，会加重家庭和企业的还债负担。我们前面说过，随着其他商品生产效率提高，这些商品的价格会相对黄金下降。比如原来一个东西值一两黄金，但生产效率提高后，便只能换半两黄金了。在这种情况下，以黄金计价的价格水平就会下降，形成通缩。如果农民和企业申请贷款时通过黄金计价，通缩就会加重还款时的负担。这种情况在美国19世纪后半期非常明显。当时美国发生黄金短缺，农作物价格相对黄金持续下降，而农民之前用于生产的贷款和住房贷款并不会随之降低，因此金本位会加重农民的还债负担，令百姓苦不

## 《还原真实的美联储》

堪言。正是由于这个原因，民主党著名领导人布莱恩在1896年竞选总统时，强烈要求改变当时的金本位制度。

2014-05-23 20:40:51

金本位的第二个缺点是短期价格波动非常大。尽管长期而言黄金可以起到稳定价格的作用，但中短期内黄金价格可能大幅波动，通胀和通缩在金本位下经常发生过山车式的变化。这种飘忽不定的高通胀和通缩非常不利于投资和消费。比如你打算买汽车，但如果预期明年汽车价格可能下降20%，你觉得等等再买会更划算。而到了明年汽车价格不但没降，还上升了20%，你一定会懊悔万分。企业作投资决策也是这样，希望有一个稳定的价格体系，可以帮助自己预见未来的投资收益。这在金本位下很难实现。而在纸币制度下，中央银行拥有更大的灵活性，可以通过调节货币发行量来稳定通胀，提供一个更稳定的宏观经济环境。

2014-05-23 20:41:35

通胀真正的害处不在于通胀本身的高低，而在于通胀的不稳定。如果中央银行可以把通胀维持在一个恒定的水平不变，通胀高低本身对经济的影响并不大。因为在这种情况下，大家在制定工资和资产价格时会自动把通胀因素考虑在内。假设有下面两种情况：在第一种情况下，通胀率恒定在2%，工资和资产价格每年增长5%，扣除通胀率后，工资和资产价格的实际增长率是3%；在第二种情况下，假定通胀率恒定保持在5%，此时大家会考虑和第一种情况的通胀差异，要求工资和资产价格增长8%，那么工资和资产价格实际增长率仍然是3%。这两种情况对于个人而言是等价的。

2014-05-23 20:42:22

若通胀率不稳定，比如出乎意料地上涨，或者忽高忽低，就会打乱投资和消费计划，对经济增长造成损害。在金本位下，由于黄金价格短期内的巨幅波动，经常出现今年20%通胀，明年20%通缩的情况。尽管这种情况下平均通胀率为零，但通胀率的大幅波动给经济带来的损失远高于每年存在大于零但稳定的通胀带来的损失。然而在现实生活中，高通胀往往会带来不稳定，因此美联储和世界其他主要央行的目标通胀率定在2%左右的较低水平，而不是5%或者更高。

2014-05-23 20:43:36

其实真正有害的是超出公众预期的通胀，也就是说大家意料不到的通胀才是真正的杀手。

2014-05-23 20:43:51

本质上是政府在空手套白狼，掠夺居民财富。为了达到这个目的，政府必须出乎公众意料地提高通胀率。

2014-05-23 20:44:56

举个简单例子。你卖一个产品，昨天价格为100元。如果昨天没有通胀，你往往会相信今天也没有，因此你继续以100元的价格出售。政府印了堆钞票把你的东西买走了。政府通过印钞票提高了市场上的需求，因此价格上涨，引起通胀。假定通胀率是10%。这时你发现被骗了，自己的东西其实应该卖110元。于是你定明天的价格时除了修正这个价格差外，为了防止再次被骗，还会考虑再加上10%的通胀率。所以明天你会定价为 $110 \times (1+10\%) = 121$ 元。这时政府又印了更多的钞票来买你的产品，通胀率进一步上升，比如达到了20%。也就是说你的产品实际应该卖 $110 \times (1+20\%) = 132$ 元。

你骂了几句，心里暗自发誓以后再也不上当了。所以后天定价时，你一咬牙加了40%的通胀率，定价为 $132 \times (1+40\%) = 184.8$ 元。政府只能再印更多钞票，引起高于你预期的通胀。比如这个时候你可能发现通胀率居然涨到了80%！你不得不再次提高自己对未来通胀的预期。这个过程会一直持续下去，通胀率会越来越高，直到公众对政府完全失去信心，放弃使用政府发行的货币。

相反，如果通胀率在第一天达到10%后一直稳定在10%。你每次定价时都会提前把这10%的通胀率算入价格，因此对你的实际收入不会有任何影响。从上面这个简单的例子可以看出，通胀的害处并不在于它本身的高低，而在于是否和你的猜测相符。通胀不稳定会扰乱大家的预期，影响居民消费和企业投资。因此世界主要央行都把稳定通胀和稳定大众对未来通胀的预期作为一项非常重要的任务。



## 《还原真实的美联储》

2014-05-23 20:45:38

金本位的第三个缺点是，在发生银行挤兑等金融危机时，由于中央银行创造货币的能力有限，金本位也约束了央行作为最后贷款人应对金融危机的能力。

2014-05-23 20:46:15

黄金、白银等贵金属虽然有一定的投资价值，但和股票一样，属于价格波动非常大的资产，投资时应当谨慎。

2014-05-23 20:47:33

尽管美联储备受大家关注，但很多人对美联储的利率政策究竟如何影响美国和全球经济并不清楚。比如有人认为美联储控制着美国所有的存贷款利率，但实际上美联储平时只控制一种特殊的短期利率（联邦基金利率）。其他利率，比如银行付给储户的存款利率，汽车贷款、住房贷款利率等，都是由市场自行决定的。当然美联储每次调节联邦基金利率时，其他利率也会随之变化，但这种利率间的传导关系是由市场决定的，而不是美联储。比如银行对储户的存款利率，以及对企业和个人的贷款利率，都是银行根据利润最大化原则自行决定的。从这个角度讲，美联储对金融市场的影响有很大局限性，受到诸多限制。因此美联储并非如一些人想象的那样，在金融市场中大权在握，无所不能。

2014-05-23 21:03:36

美国所有吸收储户存款的金融机构在美联储都有一个准备金账户（Reserve Account）。这些金融机构除了第一章中提到的美联储的会员银行外，还包括信用社（Credit Union）、存贷款协会（Savings and Loan Association）、外国银行在美国的分支机构等。

2014-05-23 21:04:23

根据美联储的要求，每个机构的准备金账户余额不能低于它所吸纳的短期存款的一定比例。这个比例被称为准备金率或存款准备金率（Reserve Requirement Ratio）。截至2013年1月，美联储要求的准备金率采用累进制，分0、3%、10%三档。

2014-05-23 21:06:07

如果某个金融机构的准备金低于要求，必须想办法筹集资金补足。相反，如果准备金高于美联储要求，多余的部分被称为超额准备金，可以随时取走。正常情况下，准备金不足的银行可以向有超额准备金的银行短期贷款，补足准备金。市场上这种金融机构间为满足准备金要求而进行的短期贷款利率被称为联邦基金利率。需要注意，美联储在评价金融机构的准备金时，使用一个时期的平均值，而不是每天的准备金余额。这样金融机构就不必每天为满足准备金要求而疲于奔命。

2014-05-23 21:06:46

从上面的介绍可以知道，联邦基金利率是银行间的贷款利率，而不是美联储向银行贷款的利率。多数情况下，美联储并不直接向银行贷款，而是通过公开市场操作来影响联邦基金利率。公开市场操作是指美联储通过买卖债券向市场投放或者收回货币的行为。

2014-05-23 21:07:33

比如美联储买入债券时，付给对方美元，就增加了市场中美元的供应；反之，美联储卖出债券时，就从市场收回了美元。这种操作被称为公开市场操作，因为市场上所有达到要求的金融机构都可以申请和美联储进行交易。这样可以避免美联储在具体操作过程中滥用职权，和个别金融机构进行私下交易。哪些机构可以和美联储在公开市场上交易，以及成为美联储交易商需要具备哪些条件等，美联储的网站都公布了相关信息，以方便公众监督。

2014-05-23 21:08:22

公开市场委员会设定联邦基金利率目标后，美联储通过公开市场操作改变市场上货币的发行量，实现

## 《还原真实的美联储》

预先设定的目标利率。举个简单的例子。比如目前市场上的联邦基金利率是2.5%，而公开市场委员会决定把利率提高到2.75%。为实现这个目标，美联储在公开市场上卖出债券，收回货币。这时金融机构持有的货币减少，超额准备金降低，银行间准备金的贷款利率上升。（通俗地说，就是市场上流通的现金少了，引起利率上升。）美联储进行这种操作，直到联邦基金利率达到2.75%的目标利率。如果美联储希望降低联邦基金利率，反向操作（买入债券，放出货币）就可以了。

2014-05-23 21:09:40

正常情况下，美联储在公开市场操作中买卖的债券主要是短期政府国债。选择国债主要基于两个考虑。第一，这类债券的风险小，不容易造成美联储投资损失。虽然美联储不以赢利为目的，但如果出现了投资损失也会比较麻烦。为保证货币政策的独立性，美联储的运营资金和财政部等其他政府部门分开核算。虽然每年美联储的利润都要上缴国库，但财政部出现政府赤字时，美联储没有义务通过发行货币为财政部埋单。反之也一样，如果美联储出现亏损，财政部也没有义务用纳税人的钱为美联储埋单。如果美联储投资出现损失，需要得到财政部拨款，那么必然会出现双方讨价还价的情形，这会影响到美联储未来制定货币政策的独立性，因此美联储的公开市场操作主要集中在政府债券这类非常安全的资产上。

第二，美国国债市场容量大，不会因为美联储的交易产生剧烈波动。美联储进行公开市场操作时，不希望自己的交易行为引起市场短期内的暴涨暴跌，否则会扰乱正常的金融市场秩序。而只有当美联储交易的资产在整个市场中所占比例不大时，才不会引起市场剧烈波动。因此美联储内部有一个指导上限，要求持有的每种资产占市场上流动总资产的比例都不能超过该上限。否则美联储在这个资本市场中的份额会过大，容易造成市场扭曲。因此美联储需要一个安全且容量足够大的资产市场作为公开市场交易的载体。美国国债市场同时满足这两个要求，是美联储的最佳选择。

2014-05-23 21:10:10

联邦基金利率的变化会直接影响其他短期利率（比如短期国债利率、商业票据利率等），然后进一步改变长期利率（如住房贷款利率、汽车贷款利率、长期企业债券利率等）。长期利率变化会影响家庭消费和企业投资：利率下降时，企业投资和家庭消费的成本降低，促进投资和消费增长。因此在经济衰退时，美联储通过降低利率来支持经济增长；反之经济过热时，美联储会提高利率抑制投资和消费。

2014-05-23 21:10:47

另外，美联储的利率政策也可以通过资产价格影响经济。比如利率降低时，投资到债券的收益下降。在其他条件不变的情况下，资金会从债券市场流向股票和其他资产市场，推高这些资产的价格。因此经济下滑时，美联储降低利率会对经济产生两个推动作用：首先，降低利率可以促进国内的投资和消费；其次，低利率也对股票和房地产等资产价格有支撑作用，提高家庭财富，鼓励家庭消费。此外，利率变化还会引起美元汇率变化，影响美国的进出口。

注：如何影响汇率？

2014-05-23 21:12:53

事实上，美联储的利率政策有很多局限性。首先，影响金融市场的因素有很多，美联储设定的利率只是其中一种。比如影响金融市场非常重要的一个因素是投资者对未来经济形势的判断，即市场预期。美联储的利率政策如何影响市场预期，取决于投资者对政策的解读。举一个简单但是非常现实的例子——比如美联储降息后，股票市场会如何反应，是涨还是跌？

无论你回答涨还是跌，都只答对了一半。如果投资者认为降息会给经济带来支撑作用，属于利好，就会买入股票，推高股票价格。我们前面也提到，美联储会在经济形势恶化时选择降息，促进经济增长。但如果投资者认为降息是因为最新经济数据比美联储的预期更差，经济恶化风险加大，他们就会卖出股票，造成股票价格下跌。因此，金融市场对美联储利率政策的短期反应很大程度取决于当时投资者的情绪。最近一些研究也在数据中发现了投资者情绪影响资产价格的证据。我自己也有一些论文专门论述了消费者情绪对美国经济的周期性波动以及汇率变化的影响。无法事先知道市场对利率政策的反应如何，增加了美联储制定政策的难度。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-23 21:13:34

第二，美联储调节联邦基金利率后，长期利率和实体经济如何反应也存在不确定性。正常情况下，提高联邦基金利率后，长期利率也应该随之上升，但上升多少和上升的快慢是由市场决定的。2004年年中到2005年年初，美联储连续5次提高利率，但市场上的长期利率（比如10年期国债利率）不但没有上升，反而继续下降了超过50个基点。有人认为这种变化是中国和东南亚国家大量购买美国长期国债造成的。根据这种观点，全球一体化打破了长期利率和短期利率之间原有的关系，削弱了美联储对美国经济的调控能力。也有观点认为长期利率下降是由于20世纪90年代后期美国放宽了对金融市场的管制，降低了金融机构的运营成本，因此，它们可以接受更低的利率。不管出于什么原因，长期利率和短期利率之间的关系变化，会直接影响美联储利率政策的效果。所以美联储的研究人员经常思考的一个问题就是，当前美国和全球经济变化如何影响利率政策的效果，美联储应该如何应对。

2014-05-23 21:13:57

即使美联储可以准确预测联邦基金利率和长期利率之间的关系，长期利率对实体经济的影响仍然无法完全由美联储控制。比如长期利率下降后，企业和家庭究竟是主要利用这些资金投资生产，提高未来生产效率呢，还是把这些资金用于购置房地产之类的消费？如果投资生产，未来会带来强劲的经济增长。比如美国20世纪90年代出现的快速经济增长就属于这种类型。但如果资金被用于房地产投资和消费则可能引起房地产泡沫，一个最近的例子是美国2001年到2006年之间的房地产泡沫。所以美联储可以调节利率，在短期内影响市场上的资金，但无法控制这些资金的用途。

2014-05-23 21:14:22

第三，美联储在执行政策时，要面临数据滞后带来的不确定性。

2014-05-23 21:15:05

公布数据时，劳工统计局往往还没有收到全部企业的数据，因为中小企业通常递交数据比较慢。为解决这个问题，劳工统计局便利用以往数据中的规律估算还没有递交数据的企业就业情况。

2014-05-23 21:15:13

劳工统计局的估算方法很多时候都比较准确，但当就业市场出现拐点时，就会出现较大误差了。

2014-05-23 21:15:43

不仅数据滞后会给美联储执行政策造成难度，利率政策的效果也存在滞后性。美联储调整利率后，民众需要一段时间来消化政策变化，逐渐调整自己的投资和消费。所以利率政策的效果不会立刻显现在经济数据中，往往要等几个月。在此期间很难判断政策的效果，政策效果的滞后性和数据的不确定性夹杂在一起，更增加了美联储执行政策时的难度。因此在提供政策建议时，美联储的研究人员需要利用数据从多个角度反复验证自己的观点。而且在制定政策时也往往倾向于遵循渐进的原则，以防止政策自身的较大变化引起不必要的经济波动。

2014-05-23 21:16:10

第四，在具体执行利率政策时，美联储选择何种工具和瞄准什么目标也是一个逐步学习的过程。在20世纪80年代前，美联储制定政策时瞄准市场上的货币发行量（M1和M2的增长率）。

2014-05-23 21:16:26

从20世纪90年代开始，尤其是2000年以后，美联储逐步放弃了对货币发行量的控制，转向控制联邦基金利率。理论上，这两个政策是等价的。

2014-05-23 21:17:02

在原来控制货币发行量的制度下，美联储设定货币数量，然后由市场决定货币的价格，也就是利率。而美联储目前的利率政策直接瞄准价格（联邦基金利率），然后通过公开市场操作由市场决定需要的

## 《还原真实的美联储》

货币量。目前瞄准联邦基金利率的一个明显好处就是价格数据（也就是利率）的准确性很高，不像货币供应量那么难统计，降低了由于数据误差造成的政策错误。

2014-05-23 21:17:31

除了联邦基金利率，美联储还有另外两个货币政策工具：折扣贷款窗口和准备金率，但这两个工具并不常用。我在这里只简单介绍一下。如果某个银行需要资金，它可以通过美联储的折扣贷款窗口直接向美联储借款。折扣贷款窗口最早仅限于对美联储的会员银行开放。1980年国会通过法律减少对金融市场的干预，同时把折扣窗口的贷款范围扩大到所有在美联储有准备金账户的金融机构。除了对贷款人资格有限制外，折扣窗口要求金融机构贷款时必须提供高质量的资产（比如政府债券等）作为抵押品。而且抵押品的价值必须高于这些机构从美联储获得的贷款量。

2014-05-23 21:18:32

正常情况下，金融机构并不愿意从美联储直接贷款，主要有两个原因。第一，折扣窗口的利率高于市场上的同等利率（联邦基金利率）。美联储通过折扣窗口提供的贷款利率一般比联邦基金利率高50~100个基准点，所以如果能从市场筹集到资金，金融机构没有必要到美联储高息贷款。第二，从美联储直接贷款会引起市场对借款机构的猜疑。投资人往往会怀疑该机构内部出现了问题，因而无法从市场筹集资金。2008年金融危机中，为了防止金融市场出现资金流动性不足的问题，美联储除了正常的折扣窗口，还推出了多个紧急贷款项目。但即使美联储最后把折扣窗口利率降低到和联邦基金利率基本一样，仍然没有人愿意来贷款，这并不是因为这些金融机构不需要贷款，而是因为它们担心从美联储贷款，会动摇投资者对自己的信心，从而更难从市场上融资。因此开始的时候大家都在死扛，谁也不到美联储贷款。后来美联储想出了一个非常有创意的解决方案：让几个主要的大型银行一起来贷款，这样就避免了单个金融机构贷款被市场猜疑的问题。

2014-05-23 21:19:45

美联储也很少使用这个工具，因为频繁变化准备金率会干扰银行的日常运营。另外，设定准备金率的权限属于华盛顿的联邦储备局，而不是公开市场委员会。因此如果通过调整准备金率来制定货币政策，联邦储备银行在制定货币政策方面将失去发言权。这将对目前执行货币政策方式的一个重大改变，并不容易为大家接受。

美联储为何要监管银行？——最后贷款人职责需要

2014-05-23 21:27:14

甚至可以说，1907年美国大规模的银行倒闭，直接催生了美联储。事实证明，美联储对稳定金融市场起到了至关重要的作用。美联储成立以来，美国金融市场上危机爆发的频率显著降低。

2014-05-23 21:27:32

美联储和其他中央银行如何应对金融危机？理解这个问题之前首先要了解金融市场的基本功能以及为什么会产生金融危机。我首先介绍一下金融市场在经济中非常重要的一个功能：金融媒介。

2014-05-23 21:30:12

总体而言，运转良好的金融市场能有效地把资金分配到生产效率最高的企业和个人，获得最高的回报。

2014-05-23 21:32:41

在这个例子中，银行破产完全不是因为自身经营不善，而是因为市场上的挤兑行为。挤兑现象如果不能及时遏止，将如同可以燎原的星星之火一样自我加强

2014-05-23 21:33:01

特别是一些大型金融机构破产，往往会引起连锁反应，造成整个金融市场的动荡。比如2008年，美国

## 《还原真实的美联储》

著名投资银行雷曼兄弟倒闭后，金融市场上出现了一连串的挤兑活动。如果不是美联储及时出手通过各种措施向金融市场注资，保证市场上有足够的流动资金，后果将不堪设想。

2014-05-23 22:39:26

银行挤兑造成的金融危机在美国历史上屡见不鲜。19世纪中期，美国的金融市场并不存在美联储这样的中央银行，也不存在任何政府干预，所以这个时期往往被称为放任自流的金融年代（Free Banking Era）。金融危机在这个时期非常普遍，多数银行的寿命只有5年左右。而且超过三分之一的银行倒闭是由市场挤兑造成的。1863年美国通过了《国家银行法案》，对银行储备金进行了限制，同时制定了银行业务的一些初步行业规范。金融市场秩序随后稍有改进。但由于缺乏中央银行作为最后贷款人，银行挤兑造成的金融危机仍时有发生。比如19世纪末到20世纪初的几十年时间里，每隔10年左右就有一次大规模的金融危机发生。面对频繁的金融危机，人们逐渐认识到需要成立中央银行来稳定金融市场。

《联邦储备法案》在1913年圣诞节前夕被通过，从形式上宣告了美联储的成立。但就在美联储的各个机构和具体制度在紧锣密鼓地张罗之时，1914年夏天爆发了第一次世界大战。美国金融市场再次出现了大规模挤兑，超过100家银行破产。当时外国投资者在美国拥有超过40亿美元的投资，其中大概有30亿美元来自英国。“一战”爆发后，很多人担心外国投资者会把在美国的资产兑换成黄金运回欧洲。英国人即使只撤出5%的资产，也会消耗掉纽约所有银行一半的储备资金。美国当时的财政部部长麦卡阿杜（William G. McAdoo）不得不考虑是否放弃金本位，

2014-05-23 22:41:09

由于担心影响美国的信誉，麦卡阿杜最终没有选择放弃金本位的方案，但采用了另外一个更大胆也更有争议的措施。麦卡阿杜要求纽约股票交易所从1914年7月31日停止所有交易。这样国外投资者就无法抛出手中的股票和债券投资，也就不能把这些资金转换成黄金运回欧洲。这种政策类似于近代一些国家在金融危机期间采用的国际资本控制。

2014-05-23 22:42:25

关闭纽约股票交易所缓解了资金转移出美国的压力，但美国国内仍然面临银行挤兑风险。值得庆幸的是，1907年金融危机过后，美国通过了奥尔德里奇和费里兰起草的一项法案（Aldrich-Vreeland Act）。当时，根据美国的银行法，银行发行货币时必须向财政部下属的货币管理办公室（Office of the Comptroller of the Currency）交付等额的政府债券作为抵押。然后由财政部的造币局为这些银行印制一种叫全国银行币的货币作为流通货币。发生挤兑时，银行需要的流通货币大增，因此会出现没有足够的政府债券交付给货币管理办公室的情况。奥尔德里奇和费里兰1908年起草的法案规定，财政部可以允许一些银行在紧急情况下不需要向货币管理办公室交付政府债券就可以发行货币。1914年美国出现银行挤兑时，麦卡阿杜果断采用这种方式向国内银行注入资金，应对挤兑。当时财政部允许银行使用其他资产作为抵押品发行货币，比如地方政府债券、公司债券等。这样可以保证银行有足够现金应对突发的大规模挤兑。

2014-05-23 22:43:34

在随后将近100年的时间里，美联储的职能和实现这些职能的工具发生了很大变化，但稳定金融市场始终是美联储的一个重要职能。而且美联储成立后，因挤兑造成的金融危机频率显著下降。

2014-05-23 22:44:46

发生金融危机时，即使运营良好的银行面临挤兑，也会因为缺乏短期资金而被迫倒闭，进一步造成市场恐慌。因此，解决金融挤兑最有效的方法是美联储向被挤兑的金融机构提供紧急贷款，平息市场恐慌。

2014-05-23 22:45:00

为什么要用纳税人的钱去补贴华尔街那群贪婪的富人？

## 《还原真实的美联储》

2014-05-23 22:45:24

如果这些金融机构在市场繁荣的时候，通过投机手段各个赚得盆满钵满，那么在泡沫破裂时就应该承受相应的损失。美国当时的房地产泡沫能吹得那么大，和这些金融机构在背后推波助澜密切相关。事前金融机构不负责任地在市场上冒险投机，出现了问题却要纳税人出钱埋单，这显然是非常不合理的。

2014-05-23 22:46:42

美国的大萧条从1929年开始，一直持续到1941年美国加入“二战”，时间长达12年。

2014-05-23 22:46:46

在欧洲，希特勒则利用经济大萧条造成的民众对现任政府的不满而成功上位，随后发动了“二战”。

2014-05-23 22:47:15

尽管仍有争论，但经济学家从大萧条中至少学到了两个非常重要的教训：第一，发生银行挤兑时，中央银行需要以最后贷款人的身份积极防止金融市场大面积崩溃；第二，面对严重的经济危机，中央银行要通过货币政策刺激经济，防止发生通货紧缩。

2014-05-23 22:48:03

金本位制度是阻碍美联储在大萧条时期发挥最后贷款人作用的一个重要原因。为了维护金本位的稳定，《联邦储备法案》最初规定美联储发行的货币必须有40%的黄金储备作为支持。在正常时期，居民大多把黄金存放到银行，而银行会把这些黄金进一步储存在美联储。美联储可以根据自己持有的黄金储备和市场对货币的需求决定投放多少货币。在大萧条之前的10年里，美国经济快速增长，市场对货币需求旺盛。当时美联储发行的货币量已经基本达到《联邦储备法案》规定的黄金储备能支持的上限，因此后来发生银行挤兑时，美联储无法再通过增发货币向银行注入资金。

2014-05-23 22:48:25

金融危机期间，居民担心银行倒闭，纷纷把手里的纸币兑换成黄金。这样美联储不得不把黄金储备还给银行，银行再兑换给储户。美联储的黄金储备减少后，必须减少货币发行量来满足40%黄金储备的规定。货币发行量减少造成银行资金短缺，更容易被储户挤兑破产。这样一来，储户的恐慌在金融市场上形成了一个恶性循环，不断被加强放大。

2014-05-23 22:48:44

美联储减少货币发行量的另外一个后果就是利率上升，提高了居民消费和公司投资的成本。消费和投资下降引起公司倒闭和工人失业，加剧大家对于银行因为产生坏账而倒闭的担心。居民纷纷把手里的纸币兑换成黄金。这种对黄金的挤兑迫使美联储再次降低市场上的货币供应量，拉高利率。因此实体经济中也形成了一个恶性循环，导致大萧条中经济情况越来越差。

2014-05-23 22:49:03

挤兑黄金导致经济陷入恶性循环的情况不只局限于美国，同样发生在其他采用金本位的国家。1931年英国率先放弃了金本位。在此之后，英国的通货紧缩结束，经济开始复苏。1933年罗斯福总统宣布美国放弃金本位，终止美元和黄金间的兑换。事实证明，越早放弃金本位的国家，经济复苏得越快。

2014-05-23 22:49:44

《黄金储备法案》颁布后，美国公民不能持有和交易黄金，但美国政府与其他国家间仍然可以交易黄金。当时每盎司35美元的价格就是美国和其他国家的央行之间的交易价格。实质上这是国家间的一种金本位制度，类似于固定汇率制度。事后证明，这种制度和银行间金本位制度一样，也存在挤兑风险，非常不稳定。因此，1971年8月15日，尼克松总统宣布美国不再维持美元和黄金之间每盎司35美元的国际交易价格，彻底放弃了金本位。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-23 22:50:16

美元和黄金脱钩后，美联储创造货币的能力理论上是没有上限的，这为美联储在金融危机中充当最后贷款人提供了充足火力。当然这种无限造币权的前提是低通胀，不然将损害美元作为一种法定货币的信誉。

2014-05-23 22:50:41

为了避免金融市场崩溃，美联储除了通过现有的折扣窗口向银行提供紧急贷款外，还新增了好几个紧急贷款项目向其他市场和机构注入流动资金，比如短期资金市场、商业票据市场、住房贷款抵押证券市场等。另外，美联储还参与了对一些金融机构的兼并和拯救，比如为摩根收购贝尔斯坦以及拯救美国国际集团（AIG）提供贷款。下

2014-05-23 22:51:34

在学术界，美联储等中央银行在金融危机中担任最后贷款人的必要性已经基本成为共识，但公众中仍然有人持怀疑态度

2014-05-23 22:52:01

金本位的人声称，金融危机是美联储发行货币不受约束造成的，因此恢复金本位就能避免金融危机，就不需要美联储充当最后贷款人了。这种说法和事实显然不符。美国直到1933年大萧条时才放弃金本位。在这之前，不仅存在银行挤兑造成的金融危机，而且非常频繁

2014-05-23 22:52:21

制度下更容易发生挤兑造成的金融危机

2014-05-23 22:52:51

在上一节中强调过，央行的无限造币权在维护金融市场稳定方面有强大优势。关键是设计一个能约束这种无限造币权的制度，不能让央行成为政府的提款机，随心所欲印发货币。目前美联储和世界其他主要央行采取的以通货膨胀为锚的货币发行模式和强调央行独立于政府正是为了约束央行的无限造币权。

2014-05-23 22:53:07

一些人建议，可以采用全额准备金银行制度来解决挤兑问题，这样也可以不需要中央银行担任最后贷款人。什么是全额准备金银行制度呢？这种制度和前面介绍的第一种金融媒介方式类似。这种制度下，银行只能撮合具有同样存贷款期限的存款人和贷款人

2014-05-23 22:54:35

实践证明，美联储等央行作为最后贷款人是应对金融危机的不二选择。但也有人从另外一个角度质疑美联储最后贷款人的作用。尽管有大萧条等先例，仍然有人不相信金融危机对经济的破坏性。这些人认为金融市场价格起伏的后果类似赌博，有人亏钱就有人赚钱。因此金融危机只是把财富从一部分人手里转移到另外一部分人手里，不会对实体经济造成太大破坏。持这种观点的人反对美联储在金融危机中向金融市场注资，他们认为金融危机的后果根本没有美联储宣传的那么严重，美联储救市只是为补贴华尔街的富人找个借口。

2014-05-23 22:56:25

美联储等中央银行作为最后贷款人可以帮助稳定金融市场，降低金融危机爆发的频率和强度，减少上面提到的那些实际经济损失。但金融危机时美联储作为最后贷款人出面救市存在一个严重问题：道德风险（Moral Hazard）。所谓道德风险是指，金融机构知道一旦出了问题美联储会救市，平时就会放松对风险的控制，甚至为了谋求短期暴利故意进行高风险投资。这种行为会增加发生金融危机的可能性

## 《还原真实的美联储》

2014-05-23 22:57:09

风险确实是央行作为最后贷款人所面临的一个实际问题，需要认真对待，但不应该将这一问题无限放大。比如主张极端市场自由主义的人声称，中央银行担任最后贷款人带来的道德风险是各种金融危机的根源。这种观点认为，由于美联储担任最后贷款人，金融机构才毫无顾忌地进行高风险投资，引发金融泡沫，最后造成了2008年的金融危机。这些人主张美联储不要干预市场，让投机者遭受应有惩罚。这样市场就会学会自律，金融危机就不会爆发得那么频繁，甚至完全消失。如果稍微了解下美国银行业的发展历史，就会发现这种观点并非事实。前面介绍过，成立美联储是放任自流的金融市场这条路走不通后的选择。所以如果没有美联储，金融市场会运行得更好的观点缺乏事实依据。

2014-05-23 22:57:47

和美联储一起负责金融市场监管的财政部的货币管理办公室和联邦存款保险公司。财政部的货币管理办公室负责注册成立全国性商业银行。这些银行虽然是美联储的会员银行，但主要受货币管理办公室的监管。在美国各个州政府注册成立的州内银行如果选择成为美联储的会员银行，就得接受美联储的监管。如果它们不愿意成为美联储会员，则接受联邦存款保险公司的监管。除了接受美联储或联邦存款保险公司监管，所有州内银行同时还得接受自己所在州的州政府的监管。另外，美联储还负责监管国外银行在美国的分支机构。

2014-05-23 22:58:37

国内的传统商业银行往往是某个金融公司的子公司。这些对银行进行控股的金融公司被称为银行控股公司（Bank Holding Company）。银行控股公司在美联储注册并接受美联储的监管。目前金融市场上最主要的一些金融机构，比如高盛、摩根大通、摩根士丹利、美国富国银行（Wells Fargo）都是银行控股公司，接受美联储监管。但2008年前，包括高盛、摩根士丹利和已经倒闭的雷曼兄弟等最初并没有注册成银行控股公司，不属于美联储的监管范围。

2014-05-23 22:59:30

美联储监管工作的第二项主要内容是，对金融机构的日常运作和公司间的兼并制定规章。也就是说，美联储除了可以监督金融机构是否遵守现有法律外，还可以根据市场需要，在不违背现有法律的前提下制定新的规章和指导性意见。多数情况下，美联储制定的这些规章和指导性意见是为了配合实施国会最新通过的一些法律，比如金融危机过后刚刚通过的加强银行监管的《多德-弗兰克法案》

2014-05-23 23:00:27

为保护消费者，《联邦诚信贷款法案》对信用卡被盗用后，持卡人承担的损失额度也进行了限制。在美国，对信用卡被盗用的处理分两种情况。一种情况是信用卡没有丢失，但号码被盗。这种情况下，个人对被盗用金额不需要承担任何责任。

2014-05-23 23:00:41

第二种情况是自己把信用卡丢失后造成了信用卡被盗用，这种情况下，个人可能需要承担一定责任。

### 第三章 美联储在通过滥发货币转嫁次贷危机吗？

2014-05-23 23:02:04

为了应对这场危机，美联储除了降低联邦基金利率外，还迅速推出了一系列的紧急贷款和量化宽松政策（Quantitative Easing, QE）。这些政策的创新性和政策力度在美国历史上前所未有，这足以反映这场危机的严重性。

2014-05-23 23:02:53

2008年到2009年的次贷危机是美国自20世纪30年代大萧条（Great Depression）以来遭遇的最严重的经济危机，因此出现了一个和大萧条类似的新名词来命名这场危机——大衰退（The Great Recession）。如果不是美联储大胆创新，及时利用紧急贷款和量化宽松等各种全新的政策工具稳定了金融市场，这场



## 《还原真实的美联储》

危机将演变成和大萧条类似的经济灾难。由于不了解这些新型货币政策的细节和逻辑，不少人把美联储的紧急贷款和量化宽松政策简单等同于通过滥发货币来转嫁危机。

2014-05-23 23:03:22

为什么美联储除了现有的紧急贷款渠道外，增加了那么多新的紧急贷款项目？这些政策和前面提到的传统货币政策有什么区别？

M2过高会引起通胀吗？

2014-05-23 23:04:24

量化宽松政策属于非传统型利率政策（Unconventional Monetary Policy），和传统利率政策有很大不同。

2014-05-24 10:24:46

图3-1中的实线是美国1900年以来的实际GDP（扣除通货膨胀后），虚线显示了GDP的平均增长轨道。过去100多年里，美国的长期GDP增长率一直稳定在3%左右，但实际GDP则围绕着长期增长轨道上下波动。

2014-05-24 10:26:04

正常情况下，经济走出衰退后会出现一段快速增长期，以补偿衰退期的损失。但次贷危机结束后的3年多里，美国出现经济一直增长乏力，失业率居高不下。这是造成美联储不断推出量化宽松政策的根本原因。

2014-05-24 10:26:20

图中还有一个非常明显的现象：20世纪30年代后，美国经济衰退（灰色阴影区）出现的次数显著减少，同时衰退持续的时间也缩短（阴影区的宽度减小）。其中一个重要原因是，随着美联储担任最后贷款人和美国推行联邦存款保险制度，银行挤兑造成的经济危机在20世纪30年代后被有效控制。

2014-05-24 10:26:55

图3-1里虚线代表的长期经济增长轨道由一个国家内在的经济因素决定。这些因素包括技术创新能力、劳动力增长速度、教育体系和法律制度的效率等。长期经济增长轨道相对稳定，尤其是对于发达国家而言。但短期的需求变化会使经济增长暂时高于或者低于长期轨道的平均水平。如果经济的实际增长速度高于长期增长速度，说明社会总需求增长速度超出生产能力所能承受的长期增长速度，因此物价上升，出现高通胀，反之则通胀水平下降。

注：？

2014-05-24 10:28:37

我们常说的经济过热就是指需求大于经济本身所能支撑的生产能力，发生通胀率上升的情况。这时美联储的标准做法就是提高利率来抑制需求，缓解通胀压力。

2014-05-24 10:29:12

。我们这里需要介绍另一个非常重要的概念：实际利率。实际利率是相对于名义利率而言的。我们日常接触的利率都是名义利率，比如去银行存款或者买房贷款时，银行告诉我们的利率都是名义利率。实际利率是扣除通胀率后的真实利率。需要注意，真正影响企业投资和个人消费的是实际利率，而非名义利率。比如名义利率为5%时你存了100元，1年后收回105元。如果没有通胀，原来100元的东西现在仍卖100元。你的105元就能买更多东西，存款带来了实际收益。

2014-05-24 10:29:30

现在我们来考虑另外一种情况：名义利率为10%，这时你一年后可以得到110元，比上面例子中的105

## 《还原真实的美联储》

元要多。但如果通胀率也是10%，原来100元的东西现在卖110元。你此时110元的购买力反而低于上一种情况下的105元，实际投资收益下降了。因此，只有扣除掉通胀率后的实际利率才反映你真实的利息收入，真正决定家庭消费和企业投资。

2014-05-24 10:32:22

经济过热造成通胀加剧时，中央银行应该把名义利率提高得比通胀率增幅更多，造成实际利率上升。

2014-05-24 10:32:45

比如通胀率每上升1%，美联储可以考虑把联邦基金利率上升1.5%。这样实际利率就上升了0.5%。相反，如果通胀率上升了1%，美联储只把联邦基金利率提高了0.5%，这时名义利率虽然在上升，但实际利率反而下降了0.5%。家庭消费和企业投资的需求会因此进一步提升，推动通胀加剧。美联储在20世纪80年代之前犯过这种错误，造成了高通胀，80年代后，这种错误被纠正。

2014-05-24 10:33:01

相反，如果经济进入衰退期，家庭和企业需求不足，就会出现通胀率下降和失业率上升。这时美联储应当降低利率来提高需求。同样道理，名义利率下降的速度要快于通胀率下降的速度，造成实际利率下降。这样才能刺激消费和投资，帮助稳定经济。

2014-05-24 10:33:25

在20世纪80年代之后的30年里，美联储的这套货币政策运转非常有效。美国经济基本上没有出现大起大落的情况。美国通胀率维持在2%左右，失业率基本在5.5%的水平附近波动。但上面这种货币政策有一个潜在缺陷：名义利率降低到零后，如果经济继续恶化，美联储就没有办法再通过调节利率刺激经济了。2008年次贷危机爆发后，美国的通胀率急剧下降，失业率大幅飙升。根据以往经验，美联储必须快速降低联邦基金利率，以造成实际利率下降来刺激需求和稳定经济。因此联邦基金利率从2007年9月的5.25%一路快速下调到2009年1月的接近于零，见图3-2。

2014-05-24 10:34:16

利率不可能大幅度降低到零以下。名义利率为负意味着存款人不仅不能获得利息，还要交钱给银行。现实生活中，利率可以略微低于零，比如丹麦的中央银行就曾经把利率定为-0.2%。因为平时可以享受银行的各种服务，比如使用自动提款机、刷银行卡等，而且家里存放大量现金也不安全，所以即使短期内银行利率略微低于零，大家仍然愿意继续把钱存银行。但利率不可能大幅低于零。

2014-05-24 10:34:50

实际利率等于名义利率减去通胀率。因此通胀率每下降1个百分点，名义利率必须至少下降一个百分点才能保证实际利率不变。如果名义利率已经降到零，但通胀率继续下降，就会造成实际利率上升。比如名义利率为零时，通胀率每下降1个百分点就意味着实际利率上升了1个百分点。实际利率上升将抑制需求，而需求量下降又会推动通胀率进一步下跌，再次拉高实际利率，形成恶性循环。和名义利率不同，通胀率可以降低到零以下，即为通缩，因此上面的恶性循环可以一直持续下去。这种名义利率降到零后，通缩造成经济持续恶化的情况被称为流动性陷阱（Liquidity Trap）。日本从20世纪90年代开始的通缩和经济衰退就是一个典型例子。

2014-05-24 10:35:48

流动性陷阱也是目前很多中央银行把通胀率目标设在2%左右而不是零的一个重要原因。很多人疑惑，既然通胀不好，为什么不把通胀率目标设为零？名义利率等于实际利率加上通胀率，发达国家的长期实际利率在4%附近。和长期GDP增速一样，一个国家的长期实际利率由经济的内在因素决定，不受货币政策控制。如果把通胀率目标设在2%，名义利率就可以在6%（4%的实际利率加上2%的通胀率）附近浮动。和把通胀率目标设在零相比，名义利率距离零利率下限更远，更不容易出现流动性陷阱的问题。那为什么这些国家不把通胀率目标定在5%，甚至更高？这样离流动性陷阱不就更远了么？我们前面讲过，通胀水平高的时候，通胀会变得不稳定。不稳定的通胀会破坏经济增长，因此不能把通胀率

## 《还原真实的美联储》

目标定得太高。在权衡流动性陷阱和高通胀带来的不稳定性之后，央行在实践中发现2%的通胀率目标是比较合适的水平。

2014-05-24 10:39:04

多数情况下，经济波动不大，流动性陷阱不会发生。在小的经济衰退中，利率还没有降低到零附近，经济复苏就开始了：通胀率停止下降，失业逐步减轻，经济由衰退期进入扩张期。但如果发生严重经济衰退，利率降低到零后经济形势继续恶化，上面的传统利率政策失灵，那么就必须要使用其他政策工具来稳定经济了。

2008年次贷危机过后，美联储已经把联邦基金利率降低到零附近，但美国经济继续恶化。美联储不得不开始考虑一些非常规的货币政策，比如负利率的可能性。当时我和同事们讨论了各种理论上实现负利率的可能性。有人提出可以定期随机宣布一部分美元作废，这种做法理论上和负利率的效果一样。比如每个月美联储随机抽一个数字，所有尾数是这个数字的美元作废。拥有这些美元的人将损失一部分资金。但这个方法实际操作困难，而且容易引起公众的愤怒。本来金融危机后，由于财富缩水和失业，大家就憋着一肚子火。如果美联储再把一部分美元作废，估计就要把大家惹毛了。因此，采用负利率来刺激经济的方法无论从可行性还是大众接受程度上考虑，都很难实施。

相较之下，量化宽松政策更切实可行。2009年后，为帮助经济复苏，美联储推出了另外一种非常规的货币政策：大规模资产购买计划（Large-scale Asset Purchase Program）。美联储的资产购买计划就是我们常说的量化宽松政策。

2014-05-24 10:39:58

常规利率政策下，美联储在经济衰退期购买短期政府债券，以增加市场上的流动资金。增加的流动资金造成联邦基金利率这种短期利率下降。短期利率下降再进一步传递到长期利率，引起购房贷款、汽车贷款、投资贷款等长期利率下降，刺激居民消费和企业投资。

当短期利率已经降低为零，无法再降时，如果美联储通过某种方法直接降低长期利率，那么即使短期利率没变，仍然可以达到刺激经济的效果。这正是量化宽松政策背后的逻辑。实行量化宽松时，美联储直接影响长期利率——买入长期债券（主要是政府债券），增加市场对长期债券的需求。长期债券价格会随需求增加而上涨，造成长期利率下降。

2014-05-24 10:42:41

比如一个面值为105美元的债券一年后到期。目前这个债券的市场交易价格是100美元。如果你花100美元买下，一年后可以得到105美元，这样名义利率就是  $(105-100)/100=5\%$ 。如果市场上这种债券的需求增加，交易价格上升到102美元，此时的名义利率就下降为  $(105-102)/102=2.94\%$ 。也就是说债券需求越大，价格越高，它所对应的利率就越低。量化宽松的原理正是这样：美联储购买长期国债来提高长期国债价格，降低长期国债利率。长期国债利率降低后，通常可以导致购房贷款利率、汽车贷款利率等长期利率下降。长期利率下降，便可以促进投资和消费，支撑经济增长。

大规模量化宽松的一个后果就是美联储的资产负债表急剧膨胀。美联储通过发行基础货币（我在下文中会介绍什么是基础货币）来买入长期债券。买入的债券作为美联储的资产出现在资产负债表的资产里，而发行的基础货币则出现在资产负债表的负债里。如图3-3所示，美联储发行的基础货币在一年内从8000亿左右暴涨到超过17000亿，翻了一番。因此不少美国公众认为量化宽松就是滥发货币，会造成通胀，包括美联储的一些高层官员也担心量化宽松政策会提高通胀预期。

2014-05-24 10:44:32

解释量化宽松是不是滥发货币前，我们先介绍另外一个相关政策：扭曲操作（Operational Twist）。2011年9月，美联储宣布卖出4000亿美元3年以下的短期债券，然后用这些资金买入等量的长期（6年至30年）债券。这项政策被称为扭曲操作。这种政策的目的是和量化宽松一样，都是为了提高市场对长期债券的需求，从而降低长期利率。但和量化宽松相比，这种政策的资金来自卖出的短期债券，因此不会增加基础货币总量，不对未来造成通胀压力。但扭曲操作面临一个限制：美联储持有的短期债券数量是一定的。所有短期债券都被置成长期债券后，就没办法再进行这种扭曲操作了。2012年6月，美联储宣布了第二轮2670亿美元的扭曲操作。这轮操作结束后，美联储的短期债券基本消耗殆尽，进

## 《还原真实的美联储》

行扭曲操作已不再可能，想继续刺激经济必须依靠量化宽松政策了。

2014-05-24 10:45:38

要回答这个问题，我们必须弄清楚几个有关货币供应的基础概念。首先，什么是基础货币？由美联储等中央银行直接发行的货币被称为基础货币，比如我们日常使用的纸币、硬币等都是基础货币。基础货币也包括银行存在美联储的储备金。美联储实行量化宽松政策时，从金融机构买入长期政府债券等资产，同时付给这些机构等量的基础货币。金融机构收到基础货币后，自行决定怎么使用它们。如果银行把美联储发行的基础货币作为储备金存在美联储，并不进入市场流通，新增的基础货币对通胀就没有任何直接影响。这正是2008年的情况：银行在美联储的储备金增加了大概8千亿，和美联储增发的基础货币数量基本相当（见图3-4中的实线）。看到这里估计有人迷惑了，如果美联储把货币付给银行，银行再把它们存回美联储，这不就成了左手进右手出了？这样做的意义何在？我们下一节会探讨美联储的这种政策是否属于左手进右手出。

2014-05-24 10:46:04

另外一个要弄清的概念是M2。市场中货币的流通量往往通过M2衡量。由于美联储新增的基础货币并没有通过银行流通到市场，美国M2的增长相对稳定（见图3-4中的虚线），在2008年后并没有随量化宽松出现不正常的上涨。这就是为什么美国的通胀并没有像有的人担心的那样大幅上扬。在经济衰退时，银行贷款非常谨慎，因此并没有把基础货币转变成贷款在市场流通。所以根据市场中真正流通的货币量考虑，把量化宽松政策简单等同于滥发货币没有依据。

2014-05-24 10:46:31

另外，虽然很多人喜欢用M2来衡量是否滥发货币，但其实这种观点并不准确。判断是否滥发货币的标准是通胀。次贷危机后，美国经济增长远低于正常的增长轨道，多次出现通缩的危险。因此即使美联储推出了多轮量化宽松，美国的通胀率在过去几年一直保持在2%左右，并没有出现高通胀。因此无论是用实际的通胀率还是用M2的增长率来衡量，把量化宽松政策简单等同于滥发货币毫无道理。

2014-05-24 10:48:17

但未来美国经济复苏后，银行增加贷款，会把这些储备金从美联储转出去。短期内市场中流通的货币大量增加将造成通胀。因此不少美联储官员仍然非常担心量化宽松对未来通胀的影响。美联储在进行量化宽松时，会密切关注通胀的最新动态。一旦出现通胀有超出正常范围的迹象，美联储就会通过政策减轻通胀压力。比如可以卖出实行量化宽松政策时买入的债券来收回货币。这种反向操作可以减少货币发行量，提高实际利率，从而减轻通胀压力。

2014-05-24 10:48:50

有人讨论中国货币供应量（通过M2衡量）占GDP比例的问题，认为目前中国M2占GDP比例和其他国家相比过高，有通胀危险。这种观点并不准确。首先，影响通胀的是M2的增长速度，而不是M2。其次，M2增长速度和通胀的关系非常不稳定，只能大概说明一种长期关系，短期对通胀的解释能力非常有限。

2014-05-24 10:52:32

担心通胀和货币供应量的观点主要从下面这个等式出发： $M \times V = P \times Y$ 。这个等式中M是货币供应量，V是货币流通速度，P是价格水平，Y是总产出。其经济意义是，每年流通的货币总量等于用货币购买这些产品的总价值。通胀率是价格水平增长的速度，因此和通胀相关的是货币供应量的增长速度，而不是货币供应量本身。比如，在V和Y不变的情况下，M增加10%，就会造成10%的通胀（P增加10%），但货币供应量自身大小和通胀并没有关系，所以如果我们用M2衡量货币供应量M，用GDP衡量总产出Y，M2本身或者M2占GDP的比例都不能用来说明目前通胀的严重性或者未来的通胀风险。在一定情况下，M2的增速和通胀有关。比如货币流通速度和总产出不变时，M2每增加1%就会引起1%的通胀。这种关系听起来很有道理，但现实生活中并不成立。首先，货币流通速度是一个变量。同样100元每年流通一次和流通两次对价格的影响就完全不一样。其他条件不变，货币流通速度越快，产

## 《还原真实的美联储》

品价格会越高，反之越低。因此通胀还受到货币流通速度的影响，不仅仅是货币供应量的变化。现实生活中货币流通速度变化非常大，破坏了上面等式中M2增速和通胀间的关系。

其次，M2也不能准确衡量上面等式中的货币供应量。现实生活中，货币供应量非常难准确衡量。尤其是金融市场日新月异，很多新产生的金融工具都可以在交易中充当货币的职能。比如信用卡、购物卡、储值卡等各种金融工具的出现，都让市场上真正的货币供应量越来越难统计。在同一个国家，衡量货币量的标准都会随时间的变化而改变，国与国间的比较就更加麻烦。尽管很多国家和机构常用M2统计货币供应量，但M2中究竟要包括哪些项目，并没有统一的标

2014-05-24 10:53:08

M2统计标准的差别由国家间金融市场的差异造成。哪些金融工具充当了类似货币的交易媒介作用，哪些没有，这在国家间存在很大不同。因此，比较国家间M2占GDP的比例来说明通胀问题没有什么道理。而且中国的讨论中多使用M2的存量而不是增长速度，就更和通胀挂不上钩了。

2014-05-24 10:53:23

但是从下面两个角度来看，M2的增长率会和通胀之间存在明显的关系。第一，在一个非常长的时期内，它们之间存在正向关系。

2014-05-24 10:53:32

第二种，如果M2短期内突然大幅增加，会引发通胀。比

2014-05-24 10:54:02

由于M2增速和通胀间的关系不稳定，美联储在20世纪90年代以后完全放弃了把货币增速作为货币政策目标。目前世界其他主要央行，比如欧洲央行、英格兰银行等，也采用和美联储类似的制度。这样，控制货币供应量完全变成了实现货币政策的手段，而不再是目标。因此，美联储等世界主要央行就直接瞄准通胀，用调节利率的方式实现稳定通胀的目标。

### 美联储应对次贷危机武器之三：量化宽松

2014-05-24 10:55:23

比如2013年年初，美国30年传统住房贷款的利率在3.5%左右（具体利率会根据每个人的信用记录有所浮动）。一旦贷款被批准，在今后30年里，贷款人都按照3.5%的利率支付利息。这种贷款让贷款人避开了未来利率上升的风险，但往往对贷款人的资格限制比较严格。

2014-05-24 10:56:00

最重要的一条就是贷款人往往需要付20%的首付。这种规定相当于设定了一个购房资格的门槛，也降低了贷款人赖账的风险。比如房价下跌幅度小于20%时，购房者如果有支付能力，就不会停付月供，否则房子被银行收走，自己的损失更大。

2014-05-24 11:03:07

因此，美国房地产市场泡沫是由房贷机构不负责任地提供次级贷款，投资银行通过证券化过度投机，“两房”半政府企业的身份给投资者造成安全错觉，以及评级机构失职等多种因素共同作用引起的。但也有人认为美联储在2001年后实行的超低利率是美国次贷危机的主要原因，真是这样吗？

2014-05-24 11:04:01

以上观点有几个漏洞。第一，美国房地产价格从1998年左右就开始加速上涨，而美联储的低利率是2001年后的事情，二者时间上不吻合。第二，从1998年开始的房地产泡沫是一个全球现象，英国、爱尔兰、西班牙等多个国家都出现了房价快速上涨的现象。而这些国家并没有像美联储一样采用宽松的货币政策。第三，决定购房需求的是房贷利率这种长期利率，而不是美联储控制的短期利率。因此全球房地产泡沫更可能是20世纪90年代以后全球长期利率下降造成的。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-24 11:04:34

美联储通过调节短期利率可以影响长期利率，但长期利率同时受其他很多因素影响，所以并不受美联储控制。比如从2004年6月到2006年7月，美联储连续17次加息，把联邦基金利率从1%提高到5.25%。但在2004年和2005年的大部分时间里，长期利率不仅没有随短期利率上升，反而继续下降。时任美联储主席格林斯潘把这种现象称为一个难解之谜（Conundrum）。究竟是什么造成20世纪90年代以后长期利率下降，目前仍然众说纷纭。有人认为90年代以来全球通胀率降低，因此长期利率随之下降；也有人认为80年代后，全球经济运行更平稳，经济增长风险下降，因此长期存款需要的风险补偿下降造成了利率下降；还有人认为中国等新兴国家在亚洲金融危机后储蓄率增高，为国际金融市场提供了廉价资本，压低了长期利率。无论如何，全球长期利率在20世纪90年代后不断下降不可能是美联储2001年的低利率政策造成的。

2014-05-24 11:06:27

随着房屋价格不断上涨，美国居民购房变得越来越吃力。图3-6中显示的收入和房价比指数根据家庭收入和房价的比值计算而来。指数高表示家庭收入相对房价处于一个较高的水平，购房相对容易，反之购房则相对困难。因此，这个指数也被称为房屋购买力指数。到了2004年后，该指数大幅降低，家庭购房能力达到90年以来的最低水平。房价上涨过快抑制了购房需求。2006年以后，房价见顶并开始下跌。尤其是到了2007年，房价下跌速度加快。次贷风险开始逐步暴露。当初利用次贷购房的屋主纷纷违约，而这些贷款对应的房地产抵押债券也就变成了一堆坏账。随着房价持续下跌，2010年之后美国房屋购买力指数达到过去20年的最高水平。

2014-05-24 11:07:31

雷曼兄弟破产后，美国的次贷危机随时可能演变成类似大萧条的经济灾难。美联储通过3种大胆的创新式货币政策成功避免了这种结局。首先，美联储设立了紧急贷款项目，向受到挤兑的金融市场（比如短期资金市场）提供紧急贷款。通过这些措施，美联储消除了金融市场中的恐慌情绪，避免了市场恐慌和金融挤兑相互加强的恶性循环。其次，美联储推出了针对某些金融机构的专项救助，比如向AIG提供紧急贷款。这些救助措施避免了大型金融机构破产加剧整个金融市场的动荡。最后，美联储通过量化宽松政策帮助美国经济复苏，避免了大萧条中通货紧缩的危险局面。这些政策推出后备受争议，但很多指责完全是由于对这些政策有误解，以及不明白这些政策背后的经济学逻辑。下面我们对这些政策及其背后的经济学逻辑进行一个简单梳理。

2014-05-24 11:08:32

传统银行面对挤兑时，可以向美联储的折扣窗口贷款缓解危机。从2007年12月到2010年3月，美联储利用折扣窗口向吸收储户存款的传统银行提供1到3个月的紧急短期贷款。最高峰时，美联储通过这种方式提供了将近5000亿美元贷款，保证了银行有足够资金应付可能发生的挤兑事件。

2014-05-24 11:08:58

但非银行类的金融机构在次贷危机中也遭受了恐慌式的严重挤兑，这迫使美联储采用新的紧急贷款措施来应对。比如2008年金融危机期间，被挤兑的金融机构还包括证券市场上的经销商（Brokers）、短期资金基金（Money Market Funds）、靠短期企业债券或者商业票据（Commercial Paper）融资的金融机构和实体企业等。

2014-05-24 11:09:21

2007年后，美国房地产价格下跌造成次贷违约的情况蔓延。雷曼兄弟打包的房屋抵押债券越来越不好卖，没有卖出的房贷出现违约就变成了雷曼兄弟自己的坏账。2008年美国房地产市场泡沫加速破裂，雷曼兄弟手里积累的坏账也越来越多，这引起了短期资金市场上投资者的怀疑。投资者开始减少甚至停止购买雷曼兄弟发行的商业票据。这种情况类似传统银行挤兑中储户停止向银行存钱。2008年9月，雷曼兄弟终于没有办法筹集到维持日常运转的资金，被迫宣布倒闭。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-24 11:10:34

雷曼兄弟倒闭后，短期资金基金首当其冲受到影响。这些基金主要为投资银行等金融中介机构提供短期流动资金，投了大量资金在雷曼兄弟等投行发行的商业票据上。雷曼兄弟倒闭后，短期资金基金立即遭到挤兑。什么是短期资金基金？这些基金如何运作？它们遭到了怎样的挤兑？

短期资金基金的来源要从大萧条说起。为结束大萧条中接二连三的银行倒闭，美国1933年禁止银行向活期账户（在美国也称为支票账户）支付利息。这个规定后来催生了短期资金基金市场。美国为什么要禁止银行向活期账户支付利息呢？由于美国当时采用金本位制度，美联储在大萧条期间无法执行最后贷款人的职责。面对金融恐慌，银行想要自保只能通过吸引更多存款来保证有足够的流动资金。由于活期存款可以随时支取，一家银行提高活期存款利率后，立刻就能把资金从其他银行吸引过来。随之失去流动资金的银行往往会被挤兑破产。于是银行争先恐后地连续上调活期存款利率，这造成流动资金在不同银行间转来转去。在这个过程中，不少银行被挤兑破产，因此有人认为银行间的这种竞争是大萧条期间很多银行破产的根源。美国通过法律禁止了这种竞争。

2014-05-24 11:12:05

如果资金放在活期账户不能获得利息，岂不白白浪费了？20世纪70年代以后，美国金融机构开始采用短期资金基金这种共同基金的形式绕过上面的法律限制。这些基金把投资者的短期资金汇集起来，然后购买安全性非常好的短期债券，比如政府国债或者安全评级最高的企业债券（包括雷曼兄弟和“两房”的企业债券或商业票据）等。投资债券获得的利息以股息的形式返还给购买短期资金基金的投资者。这些基金的股票价格基本上长期维持在1美元每股，购买股票的股东定期从基金获得分红。比如我有100万美元下个月用不到，如果存在银行的活期账户，1分钱利息也没有。但若我用来购买100万股短期资金基金股份，1个月后卖掉股份不仅能拿回100万美元，还可以获得2000美元分红，比活期账户多赚了2000美元。因此有大额流动资金的企业基本上都把自己的短期资金放在这种基金账户里，短期资金基金的运作方式本质上和银行完全一样。1美元的股票价格相当于银行存款的本金，而分红相当于利息。换了个名字后就轻松绕过了法律的限制，把原来正常的银行业务转移到了美联储监管的范围之外。雷曼兄弟破产后，短期资金基金购买的雷曼兄弟企业债券损失惨重。严重的是，雷曼兄弟破产动摇了投资者对其他高安全评级债券的信心。投资人纷纷从短期资金基金撤资，导致一些基金的价格开始低于1美元每股。这意味着原来购买这些基金的投资者也许连本金都不能全部拿回，加重了投资者的恐慌感。在雷曼兄弟倒闭的一个星期内，有将近3000亿美元逃离了短期资金市场。造成了短期资金基金市场上的严重挤兑。

2014-05-24 11:13:16

这种情况和传统银行挤兑本质上是一致的。对于传统银行，储户停止在银行存款，然后银行停止给需要贷款的企业和个人贷款，从而影响到整个经济的正常运行。

2014-05-24 11:13:46

为了防止整个短期资金市场冻结，财政部和美联储联合推出政策结束市场挤兑。2008年9月19日，财政部宣布从美元稳定基金里拿出500亿美元用来担保短期资金基金1美元的市场价格。这样可以保证投资人拿回自己的本金，消除了投资人的后顾之忧。这个政策和美国联邦存款保险公司（FDIC）针对传统银行的联邦存款保险政策类似。另外，美联储向银行提供专门的紧急贷款项目。银行可以用紧急贷款购买短期资金基金的股票，通过这种方式向短期资金基金注资，保证短期资金基金有充足资金购买企业债券。这种紧急贷款项目类似于美联储在银行被挤兑时通过折扣窗口向银行提供贷款。通过这两个政策，美联储和财政部稳定了美国的短期资金市场，避免了金融挤兑大面积扩散。

2014-05-24 11:14:31

美国短期资金市场的挤兑危机给了我们一个非常深刻的教训。大萧条期间，美国采取了很多新措施来减少金融市场风险，比如建立了联邦存款保险制度等。这些措施为稳定美国金融市场做出了很大贡献。但也有一些规定一直被经济学家反对。比如包括经济学诺贝尔奖得主卢卡斯（Robert Lucas）在内的很多人都反对禁止银行支付活期存款利息的规定。这种粗暴的价格限制并没有达到预期目的，金融机构移花接木，把短期存款从传统银行业务转移到了短期资金市场上。企业的短期贷款也从过去的银行

## 《还原真实的美联储》

贷款变成了短期资金市场上的短期企业债券。

这种做法存在一个很大的弊端：新产生的市场往往更容易绕过各种机构的监管，形成影子银行，给金融市场带来风险。而一旦这些风险暴露，美联储等机构又必须像稳定银行一样去稳定这些新兴金融市场。2008年9月后，商业票据市场出现挤兑，造成资金冻结，美联储不得不设立两个紧急贷款项目——AMLF和CPFF来专门帮助商业票据市场正常运转。AMLF（资产支持商业票据货币市场基金流动性工具）项目最高时曾向市场提供超过1500亿美元的贷款。CPFF（商业票据融资工具）的贷款量更是达到了将近3500亿美元。也就是说美联储平时没有监管这些市场的权利，但这些市场出现问题后，它仍然要充当最后贷款人。这正是我们之前提到的道德风险问题。因此从2011年开始，禁止银行向活期存款付息的规定最终被取消。预计未来短期资金市场业务会重新回到银行的正常业务范围。

2014-05-24 11:16:25

中国在过去十几年出现的各种理财和信托等金融产品，其实与美国的短期资金市场上的影子银行是同一个性质。由于中国利率完全受到人民银行限制，而且长期低于市场均衡利率，这种价格限制与美国当初不允许银行为活期储蓄付息异曲同工，很容易催生以套利为目的的各种影子银行。这些影子银行平时容易绕过人民银行监管。当出现大规模违约风险时，人民银行必须担任最后贷款人，避免金融市场恐慌。因此，中国的这些影子银行一样面临道德风险问题。中国应该通过利率市场化把这些影子银行从地下转到地上来，由此增强金融市场的稳定性。

2014-05-24 11:17:02

除了上面介绍的向某个金融市场提供紧急贷款外，美联储在财政部的帮助下，也直接参与兼并和救助某些大型金融机构的工作。除了帮助摩根大通收购贝尔斯坦外，美联储还为AIG提供紧急贷款，避免了该公司的破产。

2014-05-24 11:18:02

2008年9月16日到2011年1月14日，美联储向AIG及其分支机构提供了紧急贷款，以解决短期资金问题。这些贷款最高峰时曾超过700亿美元。此外，为了避免AIG由于资金短缺而不得不贱卖持有的房地产抵押债券，美联储最高时注资400亿美元现金充当贷款或者向AIG购买房地产抵押债券，帮助AIG解决短期资金紧缺问题。

2014-05-24 11:18:22

次贷危机期间，美联储对金融市场的救助政策非常成功。当初很多人称美联储的紧急贷款救助是在用纳税人的钱补贴华尔街，认为救助资金将遭受巨额损失。事实上并非如此。在金融市场稳定后，当初贷款的金融机构全部偿还了美联储的贷款和利息。其中仅对AIG的贷款就为美国财政部获得了177亿美元的利润。因此美联储的紧急贷款政策既在危机中稳定了金融市场，又为纳税人赢得了丰厚的投资回报。当然，美联储的政策不是以赢利为目的的。即使没有投资回报，避免了金融市场崩溃的经济灾难，对经济的贡献也是巨大的。

2014-05-24 11:18:59

由于金融危机期间向金融机构提供大量紧急贷款，美联储的资产负债表从8000亿迅速膨胀到超过24000亿，翻了3倍。这种贷款规模和贷款增长速度在美联储成立的100年历史中都是史无前例的。很多人对美联储这些稳定金融市场的政策感到非常困惑。比如上一节提到过的，银行在金融危机期间从美联储获得资金后，又把这些资金都存回美联储。这让很多人感到非常不解：对于美联储而言这不是左手出右手入么，其意义何在？在解释这种政策的意义之前，我必须先介绍一个概念：货币乘数。

2014-05-24 11:21:40

美联储向银行A买100美元的债券，支付100美元现金。如果美联储要求的准备金率是10%，银行存10美元在美联储以满足准备金要求，然后把剩下的90美元贷款给通用汽车公司。通用公司把钱给员工发工资后，员工把钱存到B银行。银行B为满足美联储10%的准备金，存9美元到美联储，把剩下的81美元贷款给小丽。小丽买了个iPhone，81美元到了苹果公司后存到银行C。银行C存8.1美元到美联储做储备



## 《还原真实的美联储》

金，剩下的钱继续对外贷款。这个过程会一直持续下去，但每贷款一次就会减少10%，一直到减到零。

这个例子里，美联储最初虽然只发出了100美元基础货币，但经济中真正增加的贷款量是900美元（ $90+81+72.9+\dots=900$ ）！也就是说美联储每增发1美元基础货币，金融市场上就会出现远远大于1美元的流通货币，因此基础货币往往被称为高能货币。经济中，实际货币量和美联储发行的基础货币之间的比值即基础货币被放大的倍数，称为货币乘数。在上面的例子中，货币乘数为9。如果M2衡量的是美国经济中的货币流通量，那么M2和基础货币的比值在次贷危机之前的10年里稳定在8左右。

2014-05-24 11:22:42

金融危机期间，市场上不确定性增加，人人自危，银行会因此减少贷款。比如上面例子中的银行A得到100美元后，基于自己日后需要资金的考虑，并没有贷款给通用公司而是全部存入美联储。那么通用汽车就没有资金给员工发工资，后面一连串的银行B、银行C等金融机构的存款也会下降，出现资金短缺问题。维持经济正常运转需要一定量的资金，如果美联储发放的基础货币能在经济中正常运转起来，资金量就等于基础货币乘以货币乘数。而经济危机引发的金融恐慌造成银行拒绝贷款，货币乘数会突然下降，因此美联储必须通过发行大量基础货币来保证市场上有充足的货币流通。

2008年的次贷危机中，用M2和基础货币比值衡量的货币乘数骤降50%以上。如果美联储不增加基础货币，市场中流通的货币量将大幅度减少，造成金融机构和实体公司出现资金短缺问题。

2014-05-24 11:25:10

正常情况下，商业票据的利差接近于零。2007年下半年美国次贷市场开始恶化，商业票据的利差上升到0.5%~1%。到2008年9月雷曼兄弟倒闭时，短期商业票据的利差突然飙升到4.5%。这是由于雷曼兄弟的破产，造成短期商业票据市场上人人自危，不愿意再向市场提供资金，因此流动资金的供应在短期内突然枯竭。这种情况持续下去将造成金融机构和实体企业无法筹集到日常运营资金，严重时不得不破产，引发更大范围的金融动荡。商业票据市场上的流动资金紧缺，一直持续到2009年1月才得到明显改善。在此期间，美联储通过多项紧急贷款政策向商业票据市场注入资金，减轻市场上融资的压力。比如2008年10月，美联储开启了商业票据注资工具（CPFF）。CPFF最高时曾向商业票据市场注入将近3500亿美元资金。正是这些救助资金降低了市场上的融资成本，保障了短期资金市场的正常运行。因此，美联储的紧急贷款政策并非像一些人认为的那样是左手出右手入的徒劳之举。

2014-05-24 11:25:50

虽然美联储通过紧急贷款避免了金融市场的全面崩溃，但美国经济在次贷危机之后的复苏一直不能令人满意。为帮助经济增长，美联储推出了多轮量化宽松政策。虽然多轮政策同为量化宽松，但这些政策的细节以及背后的逻辑并不完全相同。

2014-05-24 11:47:02

2008年11月，美联储宣布购买6000亿美元的房地产抵押债券。2009年3月，美联储进一步扩大资产购买规模，决定购买1.25万亿美元的房地产抵押债券、2000亿机构债券和3000亿长期国债。这些大规模购买资产的政策被称为QE1。前面介绍过，量化宽松政策的主要目的是通过购买长期债券降低长期利率，刺激经济增长。此外，QE1还为金融市场注入了流动资金，稳定了雷曼兄弟破产后的金融市场恐慌。2010年11月，美联储又推出QE2，宣布购买6000亿美元的长期政府债券。大概一年之后，QE3出台。2010年之后，美国的金融市场已经基本稳定，因此推出QE2和QE3的主要目的是刺激经济而不是稳定金融市场。这是QE2、QE3和QE1的一个重要区别。

QE2和QE3之间又存在几个显著差异。首先，它们的对象不同。在QE2中，美联储主要购买政府的长期债券；而在QE3中，美联储购买的是房地产抵押债券（Mortgage Backed Securities, MBS）。这个差别反映了两次量化宽松政策的侧重点不同。尽管QE2和QE3的共同目的是加快美国经济复苏，促进就业，但二者动机有一些显著差别。推出QE2时，美联储的一个重要考虑因素是通货紧缩的风险。当时美国的核心通货膨胀率（排除能源和食品价格后的通胀率）非常接近于0（处于0到0.5%之间）。如果经济继续恶化，美国非常可能陷入类似日本的长期通货紧缩。因此，美联储通过购买长期政府债券对整体经济进行刺激。从事后的效果判断，QE2对美国经济起到了积极的刺激作用，成功避免了通货紧缩。

## 《还原真实的美联储》

伯南克后来在杰克逊·霍尔（Jackson Hole）会议上提到，QE2成功地降低了10年期政府债券15到45个基点，支持了美国经济复苏。

2014-05-24 11:48:20

而推出QE3时，美国的核心通货膨胀率在2%附近，并没有通货紧缩的风险。推出QE3的主要原因是美国房地产市场复苏缓慢造成失业率居高不下。美联储希望通过QE2降低长期政府债券利率，然后再进一步拉低房贷利率。然而QE2推出后，尽管长期政府债券的利率下降，但房贷利率下降的幅度不大。因此QE3直接瞄准和房贷利率挂钩的房地产抵押债券，这样就可以对房地产市场进行更有效的定向刺激。美联储希望能通过降低房贷利率，促进房地产市场复苏，加快美国经济复苏的速度。

QE2和QE3的第二个显著差别是资产购买规模。QE2宣布时，美联储提前设定了6000亿美元的资产购买上限。但QE3并没有一个明确的上限，而是承诺每个月购买400亿房地产抵押债券，直到美国的劳动力市场出现令人满意的复苏。由于QE3没有设定一个具体的上限和停止日期，因而被称为开放式量化宽松。

QE3这种开放式的量化宽松比QE2至少有两个明显优势。首先，它对投资和消费者的信心影响更大。开放式的量化宽松充分显示了美联储对经济复苏的支持态度，有利于增强市场信心。其次，开放式的量化宽松使美联储制定未来货币政策时能更加灵活。根据未来经济复苏的情况，美联储可以灵活决定是保持还是加大量化宽松力度。比如美联储2012年年底决定从2013年开始，每个月在购买400亿美元房地产抵押债券的基础上，再追加购买450亿美元长期政府债券，每个月购买总规模达到850亿美元。

2014-05-24 11:49:05

QE3推出，美联储每个月购买400亿美元的房地产抵押债券，同时美联储早前推出的扭曲操作（每个月450亿美元）当时也在进行。因此每个月长期债券的购买规模大概也在800多亿的水平，和QE2基本相当。

但是美联储的扭曲操作政策在2012年年底到期，如果不采取行动，每个月长期债券的购买量将从850亿美元降低到400亿美元。在此背景下，公开市场委员会决定从2013年1月开始，每个月继续购买450亿美元的长期政府债券。这样，美联储每个月购买的长期债券总量就和过去几个月一样，保持在850亿美元。所以从这个角度讲，每个月追加购买450亿美元长期政府债券只是原来扭曲操作的延续，并非新的政策。

2014-05-24 11:49:50

量化宽松政策至少从两个方面影响着美国经济。首先，它的直接政策效果是，房贷等长期利率维持在一个较低的水平，从而刺激了房地产和其他消费需求。房地产市场复苏能刺激房地产市场投资，拉动GDP增长。同时，量化宽松政策可以帮助房地产、股票和其他风险类资产价格回升。

日本量化宽松是在发动货币战争吗？

2014-05-24 11:52:45

美联储的量化宽松政策必然会对全球经济产生重要影响。那么这些影响包括哪些呢？多数国家主要担心以下三个负面影响。第一，美元发行过多会引发美元贬值，这样有利于美国出口，但会影响其他国家向美国出口产品。因此有人认为量化宽松政策是美联储通过让美元贬值损害其他国家的利益，帮助美国经济复苏。2010年巴西财政部部长甚至公开指责美联储通过压低美元汇率来刺激美国经济，在对其他国家进行货币战争。第二，超发美元会引起石油在内的大宗产品价格上涨，造成通胀。尤其是美联储2009年QE2推出之后，确实出现了一轮石油价格快速上涨和新兴国家经历高通胀的情况。而此时美国的通胀率依然非常低，基本维持在1%左右。这种强烈的对比更让一些人相信美国在通过超发美元来向其他国家输出通胀，转嫁经济危机。

对美联储量化宽松政策的第三个担心是，它可能会对国际金融市场产生冲击。有人认为美联储超发货币造成美元泛滥，这些资金会流入其他国家，尤其是新兴国家。国际游资进入后会推高这些国家的资产价格，形成资产泡沫，另外也会增加其货币发行量，引发通胀。而未来国际资金撤离时，会造成资产泡沫破裂，引爆金融危机。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-24 11:53:55

第一，汇率只是美国货币政策的副产品，并非量化宽松政策的主要目的。

2014-05-24 11:54:16

美国的经济结构和中国不同。相对中国而言，美国经济更加封闭，对贸易的依赖度更小。中国目前进出口占GDP的30%以上，但美国仅占12%左右，因此靠美元贬值刺激出口和减少进口对于拉动美国经济的作用非常有限。而且进出口主要集中在制造业，但美国目前经济结构以服务业为主。美国只有10%的劳动力直接从事制造业工作，和进出口相关的就更少了，因此仅靠出口拉动美国经济和降低失业率非常不现实。

2014-05-24 11:54:59

除非美元短期内出现40%甚至50%的大幅度贬值，否则汇率变化对美国经济的拉动作用非常有限。因此美联储在讨论量化宽松政策时，从来没有把美元贬值作为一个主要目的来考虑。

2014-05-24 11:55:15

第二，汇率在现实生活中受很多因素影响，量化宽松这种货币政策只是众多因素中的一个。因此美元量化宽松后不一定贬值。比如从2008年到2009年，美元不仅没有贬值反而大幅度升值。这是因为美元作为一种避险资产，在全球金融危机期间受到投资者的追捧，此时投资者对风险的厌恶程度才是影响美元价格的最主要因素。

2014-05-24 11:55:31

另外，由于欧债危机的影响，美元针对全球各主要货币自2013年以来都在升值，而不是贬值，尽管量化宽松政策仍在持续。因此认为美联储推出量化宽松政策主要是为了用美元贬值来拉动经济显然与事实不符。

2014-05-24 11:55:55

第三，即使美元真的在量化宽松后贬值，或者在美联储退出量化宽松时升值，也不代表这些汇率升降一定是量化宽松政策造成的。美元作为一种金融资产，价格主要受大众对美国未来经济走势的预期影响。大家预计美国经济将好转时，更多人会增持美元资产，造成美元升值，反之则贬值。量化宽松政策也是美联储根据对未来经济走势的判断来制定的。比如预计美国经济会恶化时，美联储会推出量化宽松政策，而经济好转时，美联储会逐步退出量化宽松政策。因此数据可能会显现出美元汇率和量化宽松政策有一定的相关性，比如美元升值和美联储退出量化宽松政策同时发生，但美元升值和退出量化宽松政策是市场和美联储对美国经济好转的反应，而不是退出量化宽松造成了美元升值。

2014-05-24 11:57:09

判断美国是否变相赖账的标准不是汇率，而是美国的通货膨胀。只有当美国发生严重通货膨胀时，才能说美国在变相赖账。为什么？回答这个问题前，首先应考虑中国为什么持有美国国债。中国持有美国国债等美元资产时，看重的并不是它们的账面价值，而是这些资产背后的实际购买力。比如中国在人民币和美元汇率为1:8时持有100万美元，当时这100万美元可以购买1架飞机。实际上中国持有美元的真正目的是它背后的飞机而不是这100万美元纸钞。当人民币针对美元升值，汇率变成1:6时，这100万美元转换成人民币后的账面价值降低了，但如果美国没有发生通胀，此时的100万美元仍然可以购买1架飞机。这种情况下，中国持有的美元的实际购买力并没有变化，美元贬值造成的只是账面损失。而如果美国发生恶性通胀，现在的100万美元只能买个玩具飞机，那就是不折不扣的变相赖账了。因此判断美国有没有变相赖账，要看美国是否利用通胀稀释了美元资产的实际购买力。在美联储以通胀为锚的货币政策下，利用通胀稀释美国债务的可能性不大。

2014-05-24 11:59:25

在考虑量化宽松政策和国际资本流动的关系时，我们需要注意几个问题。首先，和汇率一样，国际资

## 《还原真实的美联储》

本流向什么国家受投资者对未来经济走势判断的影响，并非完全由美联储的量化宽松政策决定。美联储的量化宽松政策给市场提供了更多可以利用的资金，为美元流入其他国家创造了条件，但并不一定造成美元流入其他国家。真正决定美元流向的是美国和世界其他国家的经济走势。如果投资者更加看好国外市场的经济前景，资金就会从美国流到海外，反之美元将向美国回流。

2014-05-24 11:59:44

2008年年末和2009年年初，国际金融市场剧烈动荡。国际资本并没有随着美联储的紧急贷款和量化宽松政策从美国流向其他国家。相反，美元作为避险资产，吸引了大量的国际资本进入美国。很多国家的投资者把其他货币资产兑换成美元，造成美元在这些国家吃紧。

2014-05-24 12:01:25

2007年12月，美联储和欧洲央行达成货币互换协议。在协议中，美联储向欧洲央行提供美元，同时欧洲央行支付等量的欧元给美联储。经济形势稳定后，欧洲央行再用美元换回自己的欧元。美联储与瑞士国家银行等其他央行也签署了类似的货币互换条款，以帮助稳定国际金融市场。

2014-05-24 12:01:44

因此，尽管美联储在2008年后通过紧急贷款向美国的金融机构投放了大量美元，但国外市场上并没有出现美元泛滥的情况。相反，由于金融市场动荡，国际市场上的美元一度出现短缺，必须依靠美联储的货币互换协议来满足市场对美元的需求。

2014-05-24 12:02:04

直到2009年，全球金融市场稳定之后，才出现了国际资本流入新兴经济体的情况。此时的资本流入主要是因为这些国家经济快速复苏。2009年下半年到2010年，中国、巴西、印度等新兴经济体经济加速反弹，而美国和欧洲发达国家的经济一直萎靡不振。在这种背景下，国际资本由发达国家流向新兴市场并不意外。由于担心国内通货紧缩，美联储在2010年推出QE2。国际资本流向新兴国家和美联储推出QE2的时间正巧重叠，因此被很多人误读成它们之间存在因果关系，认为QE2造成了国际资本向新兴国家流动。实际上，这种巧合更多反映了当时中国等新兴经济体和美国等发达国家在经济增长上的差异。

2014-05-24 12:04:06

2009年之后，中国、巴西和印度的经济反弹受益于这些国家的财政和货币刺激政策。2008年全球金融危机全面爆发后，很多国家纷纷推出财政刺激政策稳定经济。表3-1是一些国家财政刺激计划占GDP的百分比。美国2008年11月推出的将近8000亿美元的财政刺激计划，占GDP的5.6%。其他多数国家的财政刺激计划占GDP的比例往往在3%以下。中国于11月推出的4万亿人民币财政刺激计划超过了GDP的15%。当我把报告拿给达拉斯联储主管国际金融的副行长马克·万（Mark Wynne）看时，他感到非常吃惊，问我是否点错小数点位置，一再叮嘱我把数据仔细检查一下再向费舍主席汇报。巨额财政刺激计划帮助中国和其他新兴国家实现了短期内经济的快速反弹，但由于用力过猛，这些国家随后出现了严重的通胀和资产泡沫。随后中央银行不得不通过收紧货币政策来抵抗通胀。

2014-05-24 12:05:24

美联储的量化宽松政策不能直接引起中国的通胀，美联储发行再多美元，也不能在中国流通。因此美元对中国通胀的影响主要通过两个间接途径。第一，如果有大量美元进入中国，由于采用固定汇率制，中国人民银行必须发行人民币来吸收这些美元。所以有人称中国被美联储的量化宽松政策绑架，被动宽松，造成了国内的通胀。第二，美联储的量化宽松政策会推高石油等产品的国际价格，石油价格上涨进一步造成中国的通胀。事实真的是这样么？

2014-05-24 12:06:18

2008年年底到2009年，中国的M2出现创纪录的天量增长，然而中国的外汇储备只温和增加，幅度远小于历史水平。因此把2008年到2009年M2的天量增长归结为美元流入中国显然得不到数据的支持。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-24 12:06:55

中国2008—2009年货币供应突然大增的真正原因并非美元流入，而是中国4万亿的财政刺激计划导致。需要强调，尽管存在通货膨胀等副作用，4万亿的财政刺激计划也有积极的一面。比如稳定了国内经济，减少了国际贸易突然下降造成的失业。中国经济在2009年快速反弹对稳定世界经济信心也非常有帮助。在严重经济危机中，采用积极的财政政策稳定经济完全符合经济学的逻辑，但政策中也有些失误的地方，需要认真总结。美国有句谚语叫作“不能浪费每次危机”。在危机当中出现错误是难免的，重要的是要注重事后总结，避免下次犯同样错误。美联储在大萧条期间就犯过严重政策错误，比如没有做好最后贷款人和在经济复苏过程中过早提高利率。对这些错误的总结帮助美联储成功应对了2007年至2008年的次贷危机，避免了危机演变成大萧条。

2014-05-24 12:08:30

所以，从本质上说，中国的通胀由人民币的发行量决定，并非美元，因为美元在中国无法流通。当然，如果美元流入过多，也会给人民银行冲销造成压力。这是众所周知的固定汇率制的副作用，中国选择固定汇率时就应该考虑到。中国既然享受了固定汇率带来的好处，这种成本也是避免不了的。

2014-05-24 12:09:45

美元贬值意味着其他货币升值，如果石油涨价完全是美元贬值造成的，石油的美元价格转换成其他货币后就应该没有太大变化。但2009年的石油价格即使换算成其他货币，同样也出现了大幅上涨。因此，美元汇率变化并非造成石油涨价的主要因素。2009年以中国为代表的金砖四国经济快速反弹，增加了全球的石油需求量。尤其是中国4万亿财政刺激鼓励家庭购买汽车，提高了汽车普及率，增加了对石油的需求。因此，石油价格上涨是由于实际需求上涨造成的。

2014-05-24 12:10:51

中央银行一般希望把通胀率维持在一个合理区间。比如包括美联储在内的很多央行认为2%左右是比较合理的通胀率。但发展中国家，目标通胀率可以比发达国家高一些。

2014-05-24 12:13:03

；对于中国等采用固定汇率的国家，如果本国不放松货币政策，结果就是石油价格涨幅扩大，但其他产品价格涨幅下降甚至价格降低，最后总体通胀率保持在原有水平。

注：？

2014-05-24 12:13:56

日本2012年大选之后推出了一系列货币政策，力图结束国内通货紧缩和经济增长停滞的恶性循环。首先，日本的中央银行日本银行把通胀率目标从原来的1%上升到2%。随后日本银行更是宣布了创纪录的1.4万亿美金的量化宽松政策。根据这个政策，日本央行两年内将购买1.4万亿美金的日本政府长期国债。到2013年年底，日本的基础货币量将翻一番。届时日本央行的资产负债表会达到GDP的60%，远高于目前实行量化宽松的其他国家。美联储在进行了3轮量化宽松之后，目前的资产负债表也只是GDP的20%左右。所以，日本量化宽松政策的力度与美联储相比，绝对是大手笔。

2014-05-24 12:19:09

。注：中国是如何投放基础货币的？利率放开后中国如何进行升息和降息？

欧元区问题对中国的启示

2014-05-24 12:36:43

为了维护欧元信誉和欧元区经济稳定，欧盟和国际货币基金组织在2010年5月9日公布了一项共同救市计划。这个计划提供1万亿欧元的救市资金来帮助“欧元猪国”度过目前的债务危机。这种救助的目

## 《还原真实的美联储》

的是希望恢复国际投资者对“欧元猪国”的信心，把欧债危机控制在希腊和葡萄牙等小国，不要向西班牙和意大利等欧元区主要国家扩散。事实证明这只是一厢情愿。

2014-05-24 16:18:33

欧债危机发展到这一步，反映出了欧元区设计上的两个漏洞：第一，欧元区平时不能有效监督和约束成员国的政府开支；第二，面临金融挤兑时，欧元区缺乏统一的最后贷款人来平息金融恐慌，化解危机。这两个漏洞在20世纪90年代欧元区成立前就被很多经济学家反复警告。2007年的全球金融危机给这两个漏洞提供了一个充分暴露的机会。欧元区在这两个地方栽跟头是迟早的事情

注：前者为政府集中导致的问题，后者是市场集中导致的问题。

2014-05-24 16:21:44

虽然“欧元猪国”的问题被统称为政府债务危机，但这些国家的政府债务来源有很大差别。图3-16是“欧元猪国”政府赤字占GDP的比重。在2007年至2008年的全球金融危机之前，这些国家的政府赤字情况非常不同。其中希腊和葡萄牙两国确实一直存在相当高的政府赤字，但其他国家的情况并不太坏。尤其是爱尔兰和西班牙两国，在2008年前其实一直保持着政府盈余。因此不能把这些国家的危机全部简单归结为政府消费无度。

2014-05-24 16:22:37

这就是欧元区设计上的第一个漏洞：对成员国政府开支缺乏有效的监督和约束。欧元区成员国加入时，政府赤字不能超过GDP的3%。希腊当初为加入欧元区，在数字上做了一些“技术处理”，满足了这个要求。图3-17中，希腊政府加入欧元区前汇报的政府赤字（长方形）确实低于GDP的3%。然而，加入欧元区后（2004年9月），希腊修正了原来的数据。修正后的数据（箭头）根本就没有满足3%的要求。

图3-17 希腊政府赤字占GDP比例

数据来源：欧盟统计局（Eurostate）

欧元区国家一旦取得加入资格，就不会再被驱逐出去。因此，尽管希腊加入时在数据上玩了花招，事后并没有对它采取惩罚措施。

2014-05-24 16:23:16

尽管欧元区有法律明文规定，其不对任何国家的债务进行担保（Treaty on the Functioning of the European Union, Article 125），但大家相信一旦某个欧元国家出现问题，为了维护欧元的信誉，其他国家不会袖手旁观。欧债危机爆发后，欧盟和IMF对希腊等国的多次救助恰恰印证了市场上最初的这种判断是正确的。

2014-05-24 16:26:08

希腊政府恶劣的财政状况有几个原因。一是它的税收体系千疮百孔，包括政府官员在内的大部分人都偷税漏税，政府收入根本没办法保证。同时，政府为了讨好选民，承诺各种不切实际的福利制度。加入欧元区之前，投资者担心希腊这种信用记录不好的国家会赖账，因此给希腊贷款时非常谨慎，比如会收取高利息等。这些市场行为对希腊是一种督促和限制，让政府在花费时不能肆意而为。加入欧元区后，希腊政府的贷款受到欧元区的隐性担保，贷款成本直线下降，放纵了希腊政府的消费。

希腊政府有欧元区隐性担保后放松开支的现象在经济学上被称为道德风险。美国各个州其实也会出现这个问题。州政府知道自己无力偿还债务时联邦政府会埋单，于是每个州政府都会拼命花钱。为了杜绝这种现象，美国对州政府的财政状况进行了严格限制。每个州每年必须平衡自己的收支，不允许出现财政赤字。比如2006年左右，美国经济下滑，很多州政府收入减少，出现了收支无法平衡的问题。这些州通过降低州政府雇员工资，甚至关门一段时间来平衡州政府收支。当时加州、威斯康星州、密歇根州等多个州立大学都要求教授必须进行所谓的“无薪休假”，比如一个星期可以有一天或者两天不来上班，州政府不支付这两天的工资。美国大学教授一般一个星期有2~3天时间上课，另外2天时间备课和做研究。无薪休假规定教授只能选择不上课的那几天休假，不能耽误正常上课。这样一来，教授们名义上在“休假”，实际上仍然在备课或者做研究，真正的工作量并没有减少。所以这种所谓的

## 《还原真实的美联储》

无薪休假实际上是在削减教授工资，为州政府减少支出。  
但美国这种不允许州政府有财政赤字的政策无法在欧洲推行。

2014-05-24 16:26:45

政府税收和开支的独立权往往被认为是国家主权的一部分。欧洲很多国家，尤其是曾经被德国占领过的国家，非常担心欧洲一体化后会成为德国的附庸。一些极端民族主义人士甚至认为欧盟和欧元区是德国无法武力统一欧洲后，试图通过经济侵略的方式统一欧洲的阴谋。因此很难说服这些国家放弃自己独立的财政政策。2011年和2012年，欧元区国家通过谈判在约束政府开支方面取得了一些进展，但这些约束主要还是靠各国自觉遵守，在监督执行和事后惩罚方面都存在操作上的困难。由于缺乏统一的财政制度，欧债危机中的拯救计划面临种种政治压力。

2014-05-24 16:27:46

欧债危机之火烧到意大利和西班牙后引发的银行挤兑，属于典型的金融恐慌。应对银行挤兑这种金融恐慌的最有效方法就是由中央银行出面，担任最后贷款人。但法律规定欧洲央行不能担任最后贷款人，尤其是不能给政府债券充当最后贷款人。这种规定暴露了欧元区设计上的第二个漏洞：缺乏统一的金融市场和消除金融挤兑的最后贷款人。

2014-05-24 16:28:16

欧洲央行被禁止担任最后贷款人有两个原因。第一，欧洲央行不能担任政府债券的最后贷款人可以防止欧洲央行沦为政府的印钞机。这个问题我们在介绍美联储时提到过。第二，欧洲央行不能对欧元区银行进行统一监督和管理，因此也不应该执行最后贷款人职能。如果需要中央银行在金融危机时担任最后贷款人，央行平时必须有权监管银行，督促它们不要过度投机。美国出现金融挤兑时，美联储可以担任美国金融机构的最后贷款人，通过紧急贷款向金融市场注入资金。而欧元区与美国不同，其没有形成一个统一的金融市场，欧洲央行对这些银行并没有监管的权力，因此也就不适合担任最后贷款人。

2014-05-24 16:29:24

金融市场因为缺乏最后贷款人而无法防止银行挤兑风险的问题在欧元区成立之初就存在，而且从欧债危机一开始就已经表现出来，但没有得到重视。和希腊不同，西班牙和爱尔兰两个国家的政府债务问题并不是政府开支过度造成的。在2008年前，这两个国家的政府财务状况良好，连续多年保持政府收入大于支出。但西班牙、爱尔兰与美国类似，国内存在严重的房地产泡沫，西班牙房地产泡沫的严重程度甚至超过了美国。随着美国房地产市场泡沫破灭和次贷危机爆发，西班牙和爱尔兰两国的房地产先后崩盘，金融机构遭到挤兑。在选择使用欧元时，欧元区国家已经把中央银行的职能都上交到了欧洲央行。因此西班牙和爱尔兰在金融挤兑发生时不能像美联储一样向国内金融机构提供紧急贷款，渡过危机。为防止银行业崩溃，两国政府只能通过财政拨款来救助各自的银行。为筹集资金救助金融机构，爱尔兰和西班牙发行了大量政府债券，或者直接收购了银行。这样银行负债就变成了政府负债，造成了2008年后政府财务状况严重恶化。因此，西班牙和爱尔兰的政府债务问题本质上是房地产市场崩盘造成的，而不是像希腊那样，是政府过度开支导致的。

2014-05-24 16:32:52

由于欧洲央行未能作为最后贷款人来平息金融市场恐慌，爱尔兰和西班牙房地产泡沫破裂后，金融市场危机变成了政府债务危机，然后再引发欧元区多个国家的银行挤兑危机。直到西班牙和意大利这些欧元区主要国家出现了严重的金融挤兑，欧洲央行才被迫成为最后贷款人，通过紧急贷款恢复金融市场秩序。如果欧元区有美联储这样一个最后贷款人，尽早阻止金融危机的恶化和蔓延，欧债危机就不会愈演愈烈。

2014-05-24 16:35:02

欧元区问题对中国的启示

## 《还原真实的美联储》

2014-05-24 16:36:06

欧元区除了存在上面提到的两个设计漏洞外，还存在区域差异过大的问题。中国的人民币汇率瞄准美元，而欧元国家采用了一种更极端的固定汇率：所有国家使用同一种货币。欧元国家使用同种货币的优点是可以降低国际间的交易成本和避免汇率风险，促进欧元区内的国际贸易和国际资本流动；缺点是货币政策被完全上交到欧洲央行。货币政策的一个主要作用是平缓经济波动。比如经济过热造成通胀率上升时，中央银行可以提高利率，降低需求，缓解通胀压力；经济衰退时，中央银行可以降低利率，鼓励投资和消费，刺激经济增长。

采用统一货币政策的前提是会员国经济要有类似的经济周期。比如经济过热时大家都热，衰退时都衰退，这样就可以采用同样的货币政策调节经济。如果德国经济过热，希腊经济衰退，众口难调，欧洲央行必须进行取舍，决定到底是提高利率，让经济放缓，还是降低利率，刺激经济增长。比如2011年，“欧元猪国”受欧债危机困扰，经济持续衰退，失业率居高不下，但德国、法国等欧元区主要国家经济增长良好，整个欧元区甚至有高通胀风险。欧洲央行为对抗通胀，多次上调利率，这对“欧元猪国”经济是雪上加霜。

类似的地区差异问题在其他国家一样存在，包括美国。

2014-05-24 16:36:31

由于欧元区国家间在语言、生活习惯等各个方面的差异，欧元区劳动力难以从一个国家迁徙到另外一个国家工作和生活。因此欧元区统一的货币政策更容易对一些地区的居民造成负面影响。中国的地区经济差异也非常严重。为减少货币政策在不同地区的负面影响，中国政府需要考虑改进现行的户籍制度，减少社会保险等各个方面的限制，方便劳动力在不同地区间迁徙。

### 第四章 后危机时代美联储面临的全球经济挑战

2014-05-24 17:23:33

根据国家经济研究局的标准，美国次贷危机引发的经济衰退在2009年6月就已经结束，但金融危机对美国经济的负面影响远远没有随之消失。

2014-05-24 17:24:49

。次贷危机最大的教训和收获来自金融市场。美国通过了加强金融市场监管的《多德-弗兰克法案》，提升了美联储的监管职责；同时，美联储和财政部、联邦存款保险公司等其他金融监管机构的合作也得到加强

2014-05-24 17:25:49

，2008年全球金融危机也彻底颠覆了20世纪80年代以来很多对货币政策和国际金融制度的共识。比如危机之前，美联储等中央银行的主要职责是通过调节利率来稳定通胀和就业。监管金融市场和如何控制资产泡沫被放在一个相对次要的位置。另外，多数人认为零利率下限的问题对美国等发达国家而言只是理论上存在，现实中基本不会出现。因此零利率下如何执行货币政策的问题没有受到重视。2007年次贷危机彻底颠覆了这些观念，让大家意识到零利率不只是一种传说，不仅可以发生在日本身上，一样可以出现在经济相对稳定的美国和欧元区。美国的紧急贷款和量化宽松政策在美国历史上也是史无前例。就目前而言，这些政策利大于弊，但仍然有很多经验和教训值得分享。

### 退出量化宽松对全球经济的影响：新兴市场须防患于未然

2014-05-24 17:26:59

美联储的零利率政策是为了应对金融危机后美国脆弱的经济复苏而制定，并非一种常态。随着经济加速复苏，美联储必然会退出量化宽松政策并提高利率。这个过程中，美联储至少会面临两个关键问题。第一，退出量化宽松和加息的时机；第二，如何处理退出量化宽松时可能面临的账面损失。

2014-05-24 17:27:27



## 《还原真实的美联储》

退出量化宽松，时机非常重要。如果过早退出，有可能引起经济复苏停滞，甚至重新回到衰退。如果退出太晚，则有引发通胀和新一轮资产泡沫的风险。日本曾经试图利用量化宽松政策走出通缩陷阱，而且确实收到一些效果，但最后因为过早退出量化宽松，又赶上1997年亚洲金融风暴，日本前期的努力功亏一篑，经济被再次推回通缩陷阱

2014-05-24 17:31:42

过早结束货币政策刺激的另一个例子发生在美国的大萧条期间。美国的大萧条从1929年开始，一直持续了超过10年时间。直到第二次世界大战爆发后，美国经济才开始从危机中走出来。大萧条持续这么长时间，一个原因是大萧条其实是两个叠加的经济衰退。从1929到1933年，美国经历了第一轮深度经济衰退，这轮衰退主要是金融市场恐慌引发大量银行被挤兑破产造成的。从1933到1937年，美国采取了一系列政策，比如退出金本位，建立最后贷款人制度，防止金融挤兑等。在这些政策作用下，美国经济趋于稳定，股票市场也有回升。但1937到1938年美国的经济又经历了第二轮衰退。第二轮衰退虽然没有第一轮破坏力那么大，但和其他正常衰退相比，仍然非常严重。引起第二轮衰退的一个重要原因是罗斯福政府迫于减轻财政赤字的压力，开始大幅度削减政府开支。而美联储由于担心通货膨胀也开始收紧货币政策。紧缩的货币和财政政策扼杀了本来就非常脆弱的经济复苏，造成了大萧条中的二次衰退。

2014-05-24 17:32:23

2008年金融危机后，美联储吸取了大萧条的教训，反复强调等经济明显恢复，劳动力市场有显著改善之后才考虑退出量化宽松政策。同时美联储也强调，量化宽松政策的前提是通胀率稳定在2%附近，消除市场对通胀的担心。量化宽松政策在美国货币政策上史无前例，因此很多具体的细节仍然处于摸索阶段。推出QE1和QE2时，美联储对总资产购买量都制定了一个上限。比如推出QE2时，美联储事先宣布要购买6000亿美元的长期政府债券。完成6000亿的购买量后，QE2就结束了。但QE3不再制定上限，而是直接和经济状况挂钩：QE3将一直执行到美国经济出现显著好转。这种政策上的变化反映了美联储一边摸索一边制定政策的现实情况。在这个过程中，美联储的一个重要经验是需要加强沟通，尽量避免由于大家对美联储政策不理解而造成的不必要的市场波动。

2014-05-24 17:32:41

2013年初，美国经济出现了更多复苏迹象。由于美联储没有宣布退出QE和结束零利率的具体标准，不少人担心量化宽松政策是否会引起新一轮的资产泡沫，重蹈次贷危机覆辙。这是一个非常重要的问题，美联储一直都非常关注。美联储专门新成立了一个部门负责研究货币政策和金融市场的关系。比

2014-05-24 17:33:03

担心量化宽松政策引发资产泡沫其实反映了一个重要的长期问题：如何处理货币政策和金融资产价格之间的关系。美联储制定货币政策时是否应该考虑股票和房地产等资产的价格？如果需要考虑资产价格，应该通过调节利率还是其他工具防止资产泡沫？这些都是非常重要的问题，稍后我会专门介绍。现在我们先讨论美联储退出量化宽松时面临的另外一个重要挑战：账面亏损。

2014-05-24 17:35:52

对于银行存在美联储的储备金，2008年之前美联储也不需要支付利息。2008年以后美联储开始对储备金付利息，但利率很低。比如2013年3月储备金利率和联邦基金利率类似，在0.25%附近。

2014-05-24 17:36:18

美联储发行货币的成本非常低，远低于用这些货币购买的债券的利息。如果打一个比方，美联储就像一个可以用很低成本融资的公司，然后投资到回报率更高的金融产品。投资回报和融资成本之间的差价就是美联储的利润。当然，美联储和一般企业不同，不以盈利为目的。我们已经反复强调过。

2014-05-24 19:12:52

美联储现在不也一样通过发行货币购买国债和房地产抵押债券，为什么退出量化宽松会产生亏损呢？

## 《还原真实的美联储》

这个主要是具体操作上的差别造成的。美联储平时主要购买短期国债，每个月都有很多国债到期。如果需要通过减持国债来减少发行的货币，美联储收回到期国债不再续买就可以了。但量化宽松后，美联储持有的国债和房地产抵押债券多数是长期债券，几年后才到期。如果美联储想在近期减少发行的基础货币，就必须卖出这些长期债券，回收货币。前文中介绍过，债券的价格和它的利率成反比。美联储在低利率时买的债券价格都比较高。未来利率升高后，债券的价格会相应下降。如果美联储那时卖出手里的长期债券就属于高买低卖，造成损失

2014-05-24 19:15:42

的情况很好地解释了持有债券到期和中途必须卖出债券之间的差别。如果持有债券到期，连本带息一起拿回来就只赚不赔。但如果债券没到期就必须卖出，可能因卖出时债券价格偏低出现投资损失。不少人在国内宣传中国投资美国债券风险很大。尤其美国次贷危机后，很多人担心中国投资在“两房”的债券会遭受损失。2010年“两房”股票被纽约证券交易所摘牌后，有人声称中国外汇储备投资在“两房”的几千亿房地产抵押债券打水漂了。这些都属于谣言。

2014-05-24 19:16:17

，中国外汇储备购买的“两房”债券安全性非常高，因为“两房”保证如果贷款人到期不能偿还这些债券，它们将赔偿投资者的损失。2008年9月美国财政部接管了“两房”，“两房”担保的所有房地产抵押债券由财政部负责继续担保。目前为止，中国人民银行购买的债券都是到期后连本带息收回，没有中途卖出，并没有像有人声称的那样遭受巨额损失。中国人民银行也在自己的网站上澄清过

2014-05-24 19:18:03

美联储和人民银行一样，不卖出自己的长期债券，而是一直持有到期，不就没有损失了么？完全有这种可能。我们来梳理一下美联储卖出长期债券的根本原因。保证通胀率稳定在2%附近是美联储最重要工作之一。美国经济复苏后，通胀率会上升，失业率会下降。前面介绍过，通胀率持续上升时美联储必须提高利率来抑制投资和消费，缓解通胀压力。量化宽松时，美联储买入长期债券向金融市场注入大量的资金，维持低利率。如果美联储卖出这些长期债券就可以收回这些资金，提高利率，是对量化宽松政策的反向操作。但我们刚介绍过，这种反向操作属于高买低卖，会给美联储造成损失。美联储有没有办法不卖出债券但达到同样目的？当然有。上一章我们介绍过，量化宽松后美联储投放到金融市场的资金并没有真实进入流通，而是以超额准备金的形式存到了美联储。这就是为什么量化宽松后尽管美联储投放的基础货币增加了许多，但美国流通中的货币并没有怎么增加。所以那些宣扬美联储通过量化宽松制造货币泛滥的言论不足为信。

2014-05-24 19:18:29

经济危机期间，银行贷款非常谨慎，所以美联储新增的货币并没有进入流通。但经济复苏后，银行会放宽贷款，把超额准备金转移到市场流通，形成通胀压力。为避免这种情况，一种方法就是我们前面说的，美联储可以卖出长期债券收回这些超额准备金。但即使不卖出长期债券，美联储也有其他方法让这些超额准备金不进入市场流通。最简单的方法就是提高准备金率。

2014-05-24 19:19:14

和货币供应量一样，准备金率和通胀率之间的关系也非常不稳定。比如很难确定通胀率每升高1%，准备金率相应要提高多少。因此准备金率这种工具的可操作性也比较差。最后，提高准备金率会增加银行运营成本。美联储付给准备金的利率非常低，但银行要付给储户市场利率。因此准备金率太高，会挤压银行利润，对银行不公平。

2014-05-24 19:19:23

除了准备金率，还有第二个方法可以把超额准备金留在美联储：给这些准备金支付市场利率。

2014-05-24 19:20:14

## 《还原真实的美联储》

但按照市场利率给准备金付利息会增加美联储的运营费用。截至2012年底，存在美联储的准备金非常多，有大概15000亿美元。即使按照2%的利率，美联储每年支出的利息就有300亿美元左右，和正常时期每年的利润相当。这种情况下，美联储在今后几年不能再向财政部上交任何利润。如果市场利率继续上升，美联储甚至一样会出现亏损，和卖出长期债券的最后结果一样。美联储每年付给银行巨额利息，也会引起公众的不理解，会被怀疑用纳税人的钱补贴银行。以前美联储平均每年都有大概250亿美元利润上交国库。如果现在这部分利润变成利息付给了银行，一定会有人借题发挥，宣扬美联储把纳税人的钱转移给银行了。因此，这种方法也会让美联储面临很大的政治压力。

2014-05-24 19:20:24

美联储既然不以营利为目的，为什么要在意是否亏损呢？这是因为如果发生亏损，可能会危害美联储今后制定货币政策的独立性。

2014-05-24 19:21:07

虽然美联储的利润都上交到财政部，但出现亏损时无法从财政部获得补偿资金。一种解决方案就是把这部分亏损先记在账上，货币政策恢复正常后，美联储会重新盈利，这时再用盈利逐渐冲销美联储之前的亏损。其实如果把量化宽松期间所有利润和未来可能的亏损放在一起考虑，美联储执行量化宽松政策并没有亏损，反而每年的平均利润比正常时期还要高。比如前几年美联储在紧急贷款中获得的利润远高于平时的正常利润。2012年美联储向财政部上交了创纪录的884亿美元利润，而正常时期每年的平均利润只有250亿美元左右。但由于公众对货币政策缺乏了解，一旦美联储发生账面亏损，很容易被误认为用纳税人的钱补贴银行了。当这种政治压力达到一定程度，很难预料美联储执行货币政策时的独立性会受到什么影响。

2014-05-24 19:24:40

因此今后两年需要密切关注具有下列特征的新兴市场：存在严重贸易逆差（国际收入小于国际支出）；国内的房地产等金融市场存在严重泡沫；资本账户基本开放，国际游资可以快速进出。亚洲不少国家具有这些特征，因此非常可能出现由国际资本挤兑造成的金融危机。即使没有外资撤离造成的挤兑危机，利率提高后，这些国家的资产价格调整也可能引起国内金融市场危机，因此必须谨慎应对美国经济复苏带来的全球利率变化。

与这些国家相比，中国目前有两个优势：第一，中国贸易存在顺差，而且积累了大量外汇储备。第二，中国目前对资本账户的管制比较严格，可以防范国际资金短期挤兑。

同时，中国也面临着两种困境。第一，中国目前处于一个结构性减速的时期。未来两年GDP增速非常可能从原来的两位数降低到7%甚至更低。在美国经济复苏和中国经济结构性减速叠加的情况下，中国经济受到的冲击将更加明显。比如2013年6月中国外汇占款迅速降低严重影响了国内的货币供给，对短期资金市场上出现“钱荒”起了推波助澜的作用。未来类似的金融市场变化会重复上演，考验中国领导人的政策智慧。第二，缺乏弹性的汇率制度将使中国面临骑虎难下的局面：美国经济复苏后美元升值，如果人民币贬值会引发资本外逃；如果不贬值，甚至针对美元升值，将打击中国出口。尤其是出口仍然对中国经济增长起着关键作用，在面临结构性减速时又遭受出口打击，这对中国经济无疑是雪上加霜。尽管中国目前仍然对资本账户有很多管制，但最近几年发展起来的海外人民币市场已经让资本账户管制的效果越来越差，国际套利活动比较频繁。

从“大而不倒”到“大了也能倒”

2014-05-24 19:25:22

金融危机过后，美国金融市场最大的变化是2010年通过了加强金融市场监管的《多德-弗兰克法案》。这个法案增强了美联储监管金融机构的权力，同时也强化了美联储和财政部等其他监管机构之间的合作。一些人担心美联储今后会过多干预金融市场：如果美联储觉得有金融泡沫，提高利率把泡沫挤出来不就行了，为什么非要干涉金融机构的日常经营呢？

2014-05-24 19:26:00

## 《还原真实的美联储》

美联储决定短期利率时大概遵循一个叫泰勒法则的公式。在这个公式中，联邦基金利率随通胀率和失业率变化。比如通胀率升高或者失业率降低时，联邦基金利率提高，反之则下降。是否应该把房地产价格、股票价格，甚至汇率等资产价格也作为美联储调整短期利率时的一个考虑因素呢？比如房地产和股票价格上涨，或者美元贬值时，美联储是否应该提高利率来稳定这些资产的价格？

2014-05-24 19:26:41

多数研究（包括伯南克的论文）认为美联储设定利率时不应该考虑股票等资产价格。这种观点认为美联储无法用利率政策这一个工具同时完成两个任务：既要稳定通胀和实体经济的波动，同时又要稳定金融市场价格。股票等资产价格变化确实会对通胀和实体经济有影响。比如股票和房地产价格上涨时，家庭财富增加。这种财富效应会促进大家消费，增加通胀压力，但如果美联储制定利率时以稳定通胀为目标，其实已经把资产价格对通胀的影响考虑在内了。因此从稳定通胀和实体经济这个目的考虑，美联储设定利率时没必要再额外考虑资产价格。

2014-05-24 19:27:34

另外，由于资产价格短期波动非常大，通过调节利率控制资产泡沫操作起来也很困难。

2014-05-24 19:27:20

如果美联储试图通过利率稳定股票或者房地产价格，利率会大幅波动，导致整个经济都更加不稳定。这个结论背后的逻辑非常简单：正常情况下，股票和汇率的短期波动对实体经济的影响并不大。比如这个月股市涨5%，下个月可能又跌回去了。实体经济很少对这种短期波动作出反应。但如果利率变了，就会把这种短期波动强加到实体经济中，反而是弊大于利。

2014-05-24 19:27:42

调节利率对付资产泡沫还存在伤及无辜的问题。

2014-05-24 19:28:03

由于上述三个原因，利率政策并非控制资产泡沫的最好选择。通过金融监管防止金融机构过度投机造成资产泡沫才是更佳策略。金融市场出现泡沫，除了因为一些投资者被连续上涨的资产价格冲昏头脑，失去理智之外，金融市场自身的一些缺陷，比如大而不倒，也为金融机构过度投机提供了动机。因此金融监管非常必要。

2014-05-24 19:29:40

伯南克曾经被问到为什么没有救助雷曼兄弟。他回答说，如果可以选择，他会赞同救助雷曼兄弟，因为雷曼兄弟破产会给全球金融系统造成空前的负面影响，但当时的法律环境并不允许他这么做。有人宣扬美联储可以在金融市场上呼风唤雨，不受任何限制，包括美国总统的命令，但这只是对美联储权力的神化。事实上，美联储必须按照法律，在自己的权限范围内制定政策。在对待雷曼兄弟的问题上，充分体现了美联储所受的这种法律限制。

2014-05-24 19:30:18

除了看一个金融机构是否真的属于“大而不倒”，美联储必须同时确定它到底面临短期流动资金问题还是根本已经资不抵债。美联储可以通过紧急贷款帮助短期资金周转不灵的金融机构暂时渡过难关，但法律禁止救助资不抵债的银行或者金融公司。因此银行等机构向美联储申请紧急贷款时，必须提供价值超过贷款量的抵押资产。偿还贷款后，美联储再把这些抵押的资产还给贷款人。万一贷款人破产，无法偿还贷款，美联储可以拍卖这些抵押资产来弥补贷款损失。资不抵债的公司基本无法提供足够的抵押资产，美联储无法救助它们。

2014-05-24 19:30:33

2008年雷曼兄弟破产前夕，美联储帮助撮合多个机构收购雷曼兄弟，但最终没有成功。这种情况下，雷曼兄弟被认定为资不抵债，无法筹集足够抵押资产获得美联储救助。由于美联储在法律上无权救助

## 《还原真实的美联储》

雷曼兄弟，最后只能“爱莫能助”。

2014-05-24 19:31:30

那么，美联储又为什么可以救助AIG呢？因为AIG和雷曼兄弟在危机中的处境有很大差别。雷曼兄弟的资产主要集中在房地产抵押债券上，房地产市场红火时，雷曼兄弟的利润坐着火箭上升；但次贷危机爆发后，雷曼兄弟没有其他资产能够帮助弥补房地产市场上的损失，立刻一败涂地。相反，AIG的业务更加多样化。虽然它在房地产抵押债券上损失惨重，但在其他行业仍然有很多优质资产，尤其在得到财政部帮助后，AIG有足够的抵押资产向美联储贷款，获得维持公司运营的短期资金。但雷曼兄弟就没有那么幸运了。尽管美联储一直撮合巴克莱银行和美国银行买下雷曼兄弟，但这个收购计划最终没有成功。巴克莱银行和美国银行等投资者对雷曼兄弟的资产情况非常不乐观，认为它已经成为负资产，没有了收购价值。这种情况下，美联储无法对雷曼兄弟实施紧急贷款救助。

2014-05-24 19:31:58

美联储的贷款项目不仅没有补贴华尔街，还从它们那里赚了大量贷款利息，其中仅美联储对AIG的救助贷款就获得了180亿美元的利润。这些利润最后全部上交到国库，帮助缓解美国政府的债务压力。

2014-05-24 19:32:59

金融机构一旦发展成“大而不倒”就可以绑架政府，那么为什么不从一开始就限制它们的规模，不让它变得太大？这确实是一种可行的思路，比如美联储目前在审核金融机构合并方案时，除了考虑合并后是否会造成垄断，还考虑公司合并后会不会造成“大而不倒”的问题。当然，这并不意味着所有具备“大而不倒”特征的金融机构都不能存在。全球金融市场一体化后，大型金融机构有很多自身优势：在跨国经营和抗风险能力方面，大公司比小公司有优势。如果为了避免“大而不倒”的问题而强行规定超过一定规模的大公司都不能存在，金融市场的效率就会降低。因此，一方面要避免“大而不倒”造成的金融风险，同时也要保证金融市场的运行效率，美联储等监管机构必须在两者之间寻求最优平衡点。

既然不能完全消除“大而不倒”的金融机构，一个更可行的方案就是平时加强对它们的监管。

2014-05-24 19:34:08

除了美联储，美国还有其他政府部门监管金融市场，比如财政部、联邦存款保险公司、证券交易委员会等。在次贷危机之前，各个监管部门对金融市场分而治之，这种监管模式对于越来越一体化的金融市场而言，已经显得过时。比如美国的全国性银行由财政部的货币管理办公室监管，但这些银行的母公司——银行控股公司却由美联储监管。如果不加强监管机构之间的合作，很难判断这些被监管的机构对整个金融市场的影响，因此根本无法解决“大而不倒”的问题。

2014-05-24 19:34:20

该法案成立了包括财政部、美联储、货币管理办公室和联邦存款保险公司等机构在内的金融市场稳定监督委员会（Financial Stability Oversight Council, FSOC），加强对整个金融市场的风险控制。委员会定期对各个市场上的金融机构进行评估，确定它们是否具有“大而不倒”的特征。即使对于原来不在美联储监管范围内的金融机构，如果它被认定为“大而不倒”，也将开始接受美联储的监管。这种规定可以及时修补因金融市场变化造成的监管漏洞。

2014-05-24 19:35:07

最后，该法案对危机中如何处理“大而不倒”的金融机构也进行了改革。新的法律规定这些“大而不倒”的公司一旦再出现问题，必须让它们在不引起金融市场恐慌的情况下有序地破产，真正做到“大了也能倒”。因此，美联储和财政部今后不能再像2008年那样对大型金融机构进行紧急救助。目前《多德-弗兰克法案》把控制大型金融机构有序破产的任务交给了联邦存款保险公司。该公司以前帮助过很多大型银行有序破产，但如何让比银行复杂很多的金融机构（比如银行控股公司）有序破产仍然在摸索之中。美联储和财政部等其他金融监管机构需要配合联邦存款保险公司制定具体措施，保证大型金融机构破产后不会引起市场恐慌。

人民币国际化：非一朝一夕之功

2014-05-24 19:36:44

东南亚国家的经济模式和中国类似，对外资和出口的依赖程度高。这些国家为鼓励出口，往往干预外汇市场。如果不限国际资本流动，这些国家很容易受到国际游资挤兑，出现金融危机，1997年的亚洲金融危机就是一个显著例子。这种挤兑也普遍存在于其他发展中国家，比如20世纪80年代和90年代在墨西哥、阿根廷等拉美国家。国际游资对一个国家的挤兑和储户对银行的挤兑非常类似。我们之前介绍过，银行吸收短期资金进行长期投资，如果储户对银行失去信心要求提款，银行不得不贱卖长期资产满足储户的提款要求。挤兑严重时，即使业绩良好的银行也会因为挤兑破产。中央银行充当最后贷款人是应对银行挤兑的有效方法。

国际游资对国家的挤兑也是一个道理。国际游资进入一个国家后，可以进行金融资产投资，比如投资股票、债券等，也可以投资实业。如果国际投资人失去信心，撤出投资，被撤资的国家往往会出现股票和房地产价格暴跌和金融机构破产。和银行挤兑类似，即使一个国家经济本身没有问题，外资快速撤离造成的挤兑一样可以把这个国家的经济搞得七零八落，一败涂地。

2014-05-24 19:37:28

1994年的墨西哥金融危机和1997年的东南亚金融危机有一个共同点：这些国家的对外债务基本都是用美元等外币计价。当外国投资者撤资，要求偿还外币时，企业一时没有足够美元偿还债务，纷纷破产。和银行挤兑一样，应对外资挤兑最有效的方法就是由一个机构充当最后贷款人。虽然美元是最重要的全球货币，但美联储无权充当国际央行，不能为其他国家提供紧急贷款应对挤兑造成的金融危机。目前国际上的最后贷款人基本由IMF担任，但这种制度存在一个显著缺陷。

2014-05-24 19:37:42

虽然IMF在金融危机发生时充当最后贷款人，但平时对会员国经济并没有什么监管权力。我们以前介绍过，中央银行担任最后贷款人的前提是平时可以监管金融机构，确保它们不过度进行高风险投资。

2014-05-24 19:38:29

既然不能完全依赖国际机构担任最后贷款人，新兴市场的唯一选择就是进行自保。一个国家被挤兑，出现金融危机主要是因为缺乏美元等硬通货。如果有充足的外汇储备，就不会发生金融危机了。

2014-05-24 19:39:00

有人好奇黄金如果不再是国际支付工具，为什么东南亚金融危机时，韩国全民捐金帮助度过危机？这些人没有意识到，当时韩国真正缺的是美元，而不是黄金。如果有美元，韩国人根本用不着捐自己的黄金，直接拿美元付账就好了。而捐的这些黄金最后哪里去了？并没有直接还债，而是拿到国际市场上拍卖，去换美元了。同样，如果韩国人捐出其他能变现的资产，甚至包括大米和黄豆等产品，到国际市场上换回美元，效果和黄金完全一样。当时捐黄金是因为居民手里闲置的黄金多，而且容易变现，并非因为黄金是国际支付的最后工具。

2014-05-24 19:39:55

我们重新回到利用外汇储备自保的话题上。1997年亚洲金融危机时，中国由于对国际资本实施严格进出限制（称为资本项目管制），同时有高额外汇储备，才能稳坐钓鱼台。中国不仅没有发生严重金融危机，还利用外汇储备为稳定香港特别行政区经济提供了坚强后盾。亚洲金融危机后，东南亚国家纷纷效仿中国，采取各种措施提高本国的外汇储备。新增的这些外汇储备多数投资于美元资产，比如美国国债。

存款和借款是一枚硬币的两面。东南亚各国通过外汇储备形式增加存款，必然对应着美国对外负债升高，造成全球经济失衡。有人认为美国的贸易赤字主要是美国四处借债、过度消费造成的，但这种观点有一个明显漏洞——其他条件不变的情况下，如果美国借债增加，一个必然后果就是借债成本（利率）上升。虽然20世纪90年代以来美国的国际贸易持续逆差，但国际市场上的利率并没有上升，反而

## 《还原真实的美联储》

在不断下降。一种解释就是，由于东南亚国家储蓄上升，造成国际利率下降，而利率下降刺激了美国的消费和借债。因此也有人认为全球经济失衡的原因并不是美国借款太多，而是东南亚国家存款太多。无论是什么原因造成的，这种经济失衡最终需要纠正。

2014-05-24 19:41:04

通过外汇储备实现自保的策略似乎非常有效。亚洲金融危机之后，高外汇储备的国家没有再出现过类似的金融危机。2008年全球金融危机时，金融恐慌造成了大量资金从发展中国家向美国转移，凭借充足的外汇储备，东南亚国家并没有出现国际挤兑引发的大规模金融危机。但这种囤积美元资产作为外汇储备的方法也存在很大弊端。目前中国的外汇储备超过3万亿美元，是世界上外汇储备最高的国家，远高于排名第二的日本：日本目前的外汇储备有大概1万亿美元，仅为中国的1/3。中国3万亿外储中超过一半购买了美国国债和房地产抵押债券。

2014-05-24 19:41:42

中国的外汇储备主要来自两个渠道：中国的贸易盈余和海外对中国的投资。

2014-05-24 19:42:07

自2000年以来，中国出口收入一直大于进口支出，积累了将近2万亿美元的贸易顺差。这些美元进入中国以后，最终卖给人民银行，成为外汇储备。另外，2000年以来中国从海外累计吸收了大概1万亿美元的净投资，两者加起来正好和中国目前3万亿的外汇储备大致相等。

2014-05-24 19:42:56

外汇储备本质上是谁的财产呢？比如苹果公司向中国投资的1000万美元，是人民银行或者中国政府的资产吗？显然不是，这1000万美元本质上仍然是苹果公司的。假如日后苹果公司决定撤资，可以用自己在人民币买回这1000万美元。如果像有人建议的，中国把外汇储备分了，苹果公司要兑换美元时，人民银行只能说：“对不起，我把你的美元分给大家了，你自己看着办吧。”这完全是在胡闹。所以从本质上讲，中国的这些外汇储备是在中国投资的外资企业和中国出口创汇企业的资产，既不属于人民银行，也不属于中国政府。要求把外汇储备分给大家，或者用来办医院、学校，提供社会福利的想法，就像要求银行把你存在银行的钱分给大家一样，都是不切实际的。

2014-05-24 19:43:17

即使不能分给大家，中国的外汇储备为什么不能用作其他投资，非要购买美国国债呢？刚刚介绍了外汇储备本质上并非人民银行的财产，因此人民银行对这些外汇而言，最多也就是扮演保管者的角色。如果外企要撤出投资，或者出口商需要用美元购买机器或者原料，人民银行必须能满足这些提款要求。保管别人的资金最重要的原则就是要保持资金的安全性和流动性。因此，人民银行只能把这些外汇储备投资在安全而且能随时变现的市场上。

2014-05-24 19:43:44

对于3万亿美元这么大的资金量来说，同时符合安全性和流动性要求的投资对象基本只有美国的国债和房地产抵押债券了。股票市场风险太大，不适合外汇储备投资。房地产和实业投资除了风险大外，流动性也不好，所以更不能用作外汇储备投资。别人来提美元了，你总不能说“等等，我先去把公司和房子卖了再给你钱”。而黄金市场容量太小，经不起中国外汇储备的折腾。如果中国用大量外汇储备买黄金，黄金价格会立刻被炒至天上；而中国需要变现必须卖出黄金时，价格又会再从天上掉回到地上。投资产品价格的大起大落是外汇储备投资的大忌。和黄金一样，其他国家的债券市场也存在市场规模太小的问题。虽然中国可以投资一部分，但不能大规模投资。因此，美国国债和房地产抵押债券对中国外汇储备而言，基本上是所有可能性里最好的选择。

2014-05-24 19:44:24

中国高额的外汇储备对稳定固定汇率制有帮助。

## 《还原真实的美联储》

2014-05-24 19:44:50

中国的外汇储备可以帮助中国应对类似的国际挤兑，保证人民币和美元之间的汇率稳定。但拥有大量外汇储备也存在一些明显的问题。比如来自国外的投资多数属于直接投资（Foreign Direct Investment，FDI），投资回报率非常高。这些资金到中国后形成外汇储备，只能投资在安全性和流动性都非常高的资产，投资回报率往往很低，这对资金是一种浪费。举一个简单的例子。比如美国宝洁公司投1000万美元到中国进行直接投资。这1000万美元被兑换成人民币后，宝洁每年在中国的投资利润率可以超过20%。而人民银行收到宝洁的1000万美元当作外汇储备，投资美国国债，年收益只有2%。这对中国而言是相当不划算的买卖。

2014-05-24 19:45:13

目前在美元充当国际货币的体系中，发展中国家往往面临一个两难选择。如果不囤积美元外汇储备，有遭到挤兑引发金融危机的风险；如果囤积美元，外汇储备必须投资在流动性好、安全性高的资产上，收益率非常低，因此平时拥有大量外汇储备是对资金的浪费。

2014-05-24 19:47:09

中国的外汇储备有两个来源：贸易和外商投资。其实这两个来源的资金不一定非要形成人民银行的外汇储备。比如企业出口产品获得美元后，可以自己把资金投到海外，这样就不会成为人民银行的外汇储备了。但中国目前不允许企业和个人直接大规模参与国际投资，所以通过贸易盈余和外商投资进入中国的外币最后基本都被卖给了人民银行，成为外汇储备。

2014-05-24 19:47:50

为什么中国不允许企业和个人直接参与国际投资？这主要是由中国目前的固定汇率制造成的。这里我必须介绍一下一个著名的理论：三元悖论。三元悖论也被称为蒙代尔不可能三角。

2014-05-24 19:49:19

我们用个简单的例子解释为什么不能同时拥有固定汇率、自由资本流动和独立货币政策。如果A国同时有了上面三样东西，将发生什么情况？比如A国把和B国的汇率固定在1:1。在独立货币政策下，A国的中央银行决定把利率定在5%，而B国把利率定在2%。如果你从B国贷款100B国币，在2%利率下，到期需要还102B国币。如果资本可以在A国和B国间自由进出，现在把这100B国币转到A国，找A国的中央银行换成100A国币存起来，5%利率下，你最后可以得105A国币。然后你找A国中央银行换回B国币，1比1固定汇率下，你换得105B国币。偿还当初的贷款需要102B国币，最后你净得了3个B国币！你赚的3个B国币是哪里来的？A国的中央银行！在上面例子中，A国的中央银行收入了100个B国币，最后付出105个，净亏5个。其中2个B国币是你用来付B国银行的利息，剩下3个是你最后的利润。这属于空手套白狼，是无风险的套利活动。市场一定不会放过这种天上掉下的馅饼，大量资金会从B国涌入A国，用不了多久就能把A国中央银行的外汇储备耗光。因此，不能长久同时拥有固定汇率、自由资本流动和独立货币政策，否则最后必然会以金融危机的方式结束。

2014-05-24 19:50:32

在固定汇率、独立货币政策和国际资本自由流动中三选二，那么有三种不同的情况。这三种情况在现实中都可以找到例证。美国选择了独立货币政策和自由资本流动，因此必须放弃固定汇率。目前美元采用的是浮动汇率制，不与任何货币或者贵金属挂钩。中国选择了固定汇率：人民币基本和美元挂钩。同时人民银行有独立制定人民币利率的权力，因此必须放弃自由资本流动。因此中国的企业和个人想到海外投资，必须经过批准。得不到批准，自己手里的美元在中国又不能花，最终只能卖给人民银行，形成外汇储备。欧元区国家之间选择的是固定汇率和国际资本自由流动，但放弃了独立货币政策。欧元国家采用的是一种更极端的固定汇率：使用同一种货币——欧元。欧元在欧元区国家间可以自由流动，但所有国家把制定货币政策的权力全部上交到欧洲央行，由欧洲央行统一制定欧元利率。

2014-05-24 19:51:20



## 《还原真实的美联储》

尤其是随着中国等亚洲国家经济的迅速增长，需要外汇储备的国家经济总量越来越大。美国GDP占世界GDP的比例只有25%左右，却要世界上所有需要外汇储备的国家提供美元，包括世界第二和第三大经济体中国和日本。这种情况长期而言很难维持。如何建立一个更加稳定的国际金融体系，不再依赖美国一国的力量向全球提供外汇储备，是世界经济面临的一个长期挑战。一个可行的方案是中国放弃固定汇率制，以形成一个人民币、美元、欧元、日元共同充当国际货币的国际金融体系。但人民币国际化是一个长期目标，实现这个目标的步骤非常重要。

2014-05-24 19:51:40

但我认为中国允许国际资本自由流动的时机并不成熟。

2014-05-24 19:51:54

我想阐述两个观点：第一，根据中国贸易顺差的变化来判断人民币是否达到均衡水平的观点没有根据；第二，如果国内金融市场发展不充分，过早允许国际资本流动易导致金融危机，对经济增长造成巨大破坏。因此中国目前更重要的任务是通过利率市场化等措施，提高国内金融市场效率，而不是急于开放国际资本市场。简单地说，就是要先把内功练好。

2014-05-24 19:53:20

事实证明，开放资本市场并不一定对经济增长有利。

开放资本市场的结果取决于这个国家的金融市场和金融机构的质量。如果国内金融市场运行效率高，能把国际资本运用到生产效率最高的行业，国际资本自由进入当然可以提高经济效率。但对于金融市场发展不完善的国家，过快开放资本市场可能会导致严重的金融危机，反而降低经济增长的速度。

2014-05-24 19:53:55

人民币在国际金融舞台上一展身手是非常鼓舞人心的事情，但人民币国际化是一个长期过程，需要滴水穿石般的毅力，要避免“机不可失，失不再来”的想法。在开放资本账户前，更重要的任务是提高国内金融市场的效率。通过利率改革等措施，消除金融市场上的价格扭曲。同时打破国内金融市场的垄断和保护，允许优胜劣汰，提高国内金融机构质量。有一种观点认为，提高国内金融市场效率需要通过开放资本账户来实现，引进国外竞争进行“倒逼”。这种置之死地而后生的方法存在很大风险，不值得采用。

### 后记

2014-05-24 19:58:53

美联储经济学家的日常工作包括两大部分：政策分析和学术研究。由于职务和部门差异，每个人分配在政策分析和学术研究上的时间也不同。二者目前大概各占我工作时间的一半。从这个角度，我在美联储的工作和大学教授非常类似。不同的是我把大学教授授课的时间用来做政策研究。剩下的时间里，我和大学教授一样做学术研究，发表论文。由于工作性质的相似性，有不少美联储同事后来就跳槽到大学当教授。

2014-05-24 20:00:07

比如伯南克主席曾经是普林斯顿大学的经济学教授，副主席耶伦曾经是加州大学伯克利分校的教授。

多看笔记来自多看阅读 for Kindle

duokanbookid:33398259c0c847cc9d907ceeb074c37

### 6、《还原真实的美联储》的笔记-第46页

美联储可以调节利率，在短期内影响市场上的资金，但无法控制这些资金的用途。

## 《还原真实的美联储》

### 7、《还原真实的美联储》的笔记-全书

联邦储备局——华盛顿（政府）——7名执行委员  
联邦储备银行——非营利性组织（私人）——12名主席

美联储任务：就业，物价稳定（1%~3%）

### 8、《还原真实的美联储》的笔记-第28页

### 9、《还原真实的美联储》的笔记-第31页

### 10、《还原真实的美联储》的笔记-第5页

在美联储之前，美国历史上有过两个准中央银行，美国第一银行和美国第二银行。

### 11、《还原真实的美联储》的笔记-第125页

以下是我感觉写的非常精彩的一段（纠正了我们所学的宏观经济学课本的误区），具体页码和章节不知道，因为我看的电子版

为什么不能简单用贸易账户判断人民币汇率是否合理？2008年之前,人民币面临升值压力。如果解除国际资本进出中国的限制,就会有大量国际游资进入中国,坐等人民币升值。因此,人民币强烈预期要升值之时,不是开放国际金融市场的好时机。全球金融危机之后,中国的贸易顺差明显回落,有一段时间甚至出现了短暂的逆差。有人认为贸易顺差回落表明人民币已经接近合理水平,为中国开放国际金融市场提供了难得的机会。这种观点的根据是20世纪七八十年代国际金融理论中的一些假设,但其在最近的研究中被证明是错误的(或者说至少不被数据支持)。

传统国际金融理论认为,浮动汇率制会自动平衡一个国家的经常项目。这种理论有个核心假设:一个国家出现贸易顺差(出口大于进口)时,汇率会自动升值,造成出口价格上涨,进口价格下跌。因而减少出口,增加进口,消除原来的贸易顺差。但这种浮动汇率会自动平衡国际贸易的理论与现实情况相差很远。这种理论至少有三个漏洞。第一,通过中国总体贸易账户来判断人民币对美元的汇率犯了一个概念性错误。这种理论引用的贸易数据是指中国针对所有国家的贸易余额(总体贸易平衡)。和总体贸易平衡对应的是人民币对所有贸易伙伴的平均汇率,而不是人民币对美元的汇率。

尽管中国总体贸易盈余降低,但和美国的贸易仍然有很大顺差。因此从贸易平衡的角度看,没有证据可以说明人民币对美元的汇率已经达到了所谓的均衡水平。

第二,根据这个观点,一个国家的贸易账户可以预测汇率走势:如果存在贸易顺差,汇率会上升,反之则下降。但实际上贸易账户在数据中对汇率根本没有预测能力。哈佛大学经济学教授鲁高夫(Kenneth Rogoff)20世纪80年代在威斯康星大学任教时,和他的学生密西(Meese)详细研究了宏观数据和汇率的关系。他们发现贸易账户等各种宏观数据不能预测汇率的变化。这个结果从根本上挑战了传统宏观经济学中浮动汇率自动平衡贸易的假设,在国际金融领域引起了广泛关注。

最近国际金融领域的研究支持从资产价格的角度理解汇率,代表作包括威斯康星大学教授恩格尔(Charles Engel)和韦斯特(Kenneth West)2005年发表在《政治经济学》杂志(Journal of Political Economy)上的论文。他们的观点是,汇率是一种资产价格,主要受投资者对未来经济走势判断的影响,而不是贸易账户这些目前的经济变量。这个观点非常符合外汇市场的实际情况。目前全球外汇交易量远远大于贸易量,因此大部分外汇交易实际上是用来满足国际投资而不是国际贸易的。

第三,如果浮动汇率真的可以帮助消除贸易不平衡,那么采用浮动汇率的国家和采取固定汇率制的国家相比,前者的贸易不平衡会调节得更快也更充分。威斯康星大学教授陈庚辛(Menzie Chinn)和哥伦比

## 《还原真实的美联储》

亚大学教授魏尚进发现这种预测并没有数据支持。

# 《还原真实的美联储》

## 版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)