

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

 全国博士后管理委员会资助项目

# 转变中的美联储

——全球金融危机以来美联储货币政策  
操作研究

The Fed in Transition:  
Analysis of the  
Fed's Monetary Policy Operations since Global Financial Crisis

黄胤英 著



# 转变中的美联储

——全球金融危机以来美联储货币政策  
操作研究

The Fed in Transition:  
Analysis of the  
Fed's Monetary Policy Operations since Global Financial Crisis

黄胤英 著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

## 图书在版编目 (CIP) 数据

转变中的美联储：全球金融危机以来美联储货币政策操作研究/黄胤英著. —北京：经济管理出版社，2015. 12  
ISBN 978 - 7 - 5096 - 4011 - 1

I. ①转… II. ①黄… III. ①金融危机—研究—世界②货币政策—研究—美国 IV. ①F831. 59②F827. 120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 244892 号

组稿编辑：宋 娜  
责任编辑：宋 娜 梁植睿  
责任印制：黄章平  
责任校对：雨 千

出版发行：经济管理出版社  
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www. E - mp. com. cn  
电 话：(010) 51915602  
印 刷：三河市延风印装有限公司  
经 销：新华书店  
开 本：720mm × 1000mm/16  
印 张：16. 25  
字 数：270 千字  
版 次：2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷  
书 号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 4011 - 1  
定 价：98. 00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

# 序 言

2015 年是我国实施博士后制度 30 周年，也是我国哲学社会科学领域实施博士后制度的第 23 个年头。

30 年来，在党中央国务院的正确领导下，我国博士后事业在探索中不断开拓前进，取得了非常显著的工作成绩。博士后制度的实施，培养出了一大批精力充沛、思维活跃、问题意识敏锐、学术功底扎实的高层次人才。目前，博士后群体已成为国家创新型人才中的一支骨干力量，为经济社会发展和科学技术进步作出了独特贡献。在哲学社会科学领域实施博士后制度，已成为培养各学科领域高端后备人才的重要途径，对于加强哲学社会科学人才队伍建设、繁荣发展哲学社会科学事业发挥了重要作用。20 多年来，一批又一批博士后成为我国哲学社会科学研究和教学单位的骨干人才和领军人物。

中国社会科学院作为党中央直接领导的国家哲学社会科学研究机构，在社会科学博士后工作方面承担着特殊责任，理应走在全国前列。为充分展示我国哲学社会科学领域博士后工作成果，推动中国博士后事业进一步繁荣发展，中国社会科学院和全国博士后管理委员会在 2012 年推出了《中国社会科学博士后文库》（以下简称《文库》），迄今已出版四批共 151 部博士后优秀著作。为支持《文库》的出版，中国社会科学院已累计投入资金 820 余万元，人力资源和社会保障部与中国博士后科学基金会累计投入 160 万元。实践证明，《文库》已成为集中、系统、全面反映我国哲学社会科学博士后优

秀成果的高端学术平台，为调动哲学社会科学博士后的积极性和创造力、扩大哲学社会科学博士后的学术影响力和社会影响力发挥了重要作用。中国社会科学院和全国博士后管理委员会将共同努力，继续编辑出版好《文库》，进一步提高《文库》的学术水准和社会效益，使之成为学术出版界的知名品牌。

哲学社会科学是人类知识体系中不可或缺的重要组成部分，是人们认识世界、改造世界的重要工具，是推动历史发展和社会进步的重要力量。建设中国特色社会主义的伟大事业，离不开以马克思主义为指导的哲学社会科学的繁荣发展。而哲学社会科学的繁荣发展关键在人，在人才，在一批又一批具有深厚知识基础和较强创新能力的高层次人才。广大哲学社会科学博士后要充分认识到自身所肩负的责任和使命，通过自己扎扎实实的创造性工作，努力成为国家创新型人才中名副其实的一支骨干力量。为此，必须做到：

第一，始终坚持正确的政治方向和学术导向。马克思主义是科学的世界观和方法论，是当代中国的主流意识形态，是我们立党立国的根本指导思想，也是我国哲学社会科学的灵魂所在。哲学社会科学博士后要自觉担负起巩固和发展马克思主义指导地位的神圣使命，把马克思主义的立场、观点、方法贯穿到具体的研究工作中，用发展着的马克思主义指导哲学社会科学。要认真学习马克思主义基本原理、中国特色社会主义理论体系和习近平总书记系列重要讲话精神，在思想上、政治上、行动上与党中央保持高度一致。在涉及党的基本理论、基本路线和重大原则、重要方针政策问题上，要立场坚定、观点鲜明、态度坚决，积极传播正面声音，正确引领社会思潮。

第二，始终坚持站在党和人民立场上做学问。为什么人的问题，是马克思主义唯物史观的核心问题，是哲学社会科学研究的根本性、方向性、原则性问题。解决哲学社会科学为什么人的问题，说到底就是要解决哲学社会科学工作者为什么人从事学术研究的问题。

题。哲学社会科学博士后要牢固树立人民至上的价值观、人民是真正英雄的历史观，始终把人民的根本利益放在首位，把拿出让党和人民满意的科研成果放在首位，坚持为人民做学问，做实学问、做好学问、做真学问，为人民拿笔杆子，为人民鼓与呼，为人民谋利益，切实发挥好党和人民事业的思想库作用。这是我国哲学社会科学工作者，包括广大哲学社会科学博士后的神圣职责，也是实现哲学社会科学价值的必然途径。

第三，始终坚持以党和国家关注的重大理论和现实问题为科研主攻方向。哲学社会科学只有在对时代问题、重大理论和现实问题的深入分析和探索中才能不断向前发展。哲学社会科学博士后要根据时代和实践发展要求，运用马克思主义这个望远镜和显微镜，增强辩证思维、创新思维能力，善于发现问题、分析问题，积极推动解决问题。要深入研究党和国家面临的一系列亟待回答和解决的重大理论和现实问题，经济社会发展中的全局性、前瞻性、战略性问题，干部群众普遍关注的热点、焦点、难点问题，以高质量的科学研究成果，更好地为党和国家的决策服务，为全面建成小康社会服务，为实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦服务。

第四，始终坚持弘扬理论联系实际的优良学风。实践是理论研究的不竭源泉，是检验真理和价值的唯一标准。离开了实践，理论研究就成为无源之水、无本之木。哲学社会科学研究只有同经济社会发展的要求、丰富多彩的生活和人民群众的实践紧密结合起来，才能具有强大的生命力，才能实现自身的社会价值。哲学社会科学博士后要大力弘扬理论联系实际的优良学风，立足当代、立足国情，深入基层、深入群众，坚持从人民群众的生产和生活中，从人民群众建设中国特色社会主义的伟大实践中，汲取智慧和营养，把是否符合、是否有利于人民群众根本利益作为衡量和检验哲学社会科学研究工作第一标准。要经常用人民群众这面镜子照照自己，

匡正自己的人生追求和价值选择，校验自己的责任态度，衡量自己的职业精神。

第五，始终坚持推动理论体系和话语体系创新。党的十八届五中全会明确提出不断推进理论创新、制度创新、科技创新、文化创新等各方面创新的艰巨任务。必须充分认识到，推进理论创新、文化创新，哲学社会科学责无旁贷；推进制度创新、科技创新等各方面的创新，同样需要哲学社会科学提供有效的智力支撑。哲学社会科学博士后要努力推动学科体系、学术观点、科研方法创新，为构建中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学创新体系作出贡献。要积极投身到党和国家创新洪流中去，深入开展探索性创新研究，不断向未知领域进军，勇攀学术高峰。要大力推进学术话语体系创新，力求厚积薄发、深入浅出、语言朴实、文风清新，力戒言之无物、故作高深、食洋不化、食古不化，不断增强我国学术话语体系的说服力、感染力、影响力。

“长风破浪会有时，直挂云帆济沧海。”当前，世界正处于前所未有的激烈变动之中，我国即将进入全面建成小康社会的决胜阶段。这既为哲学社会科学的繁荣发展提供了广阔空间，也为哲学社会科学界提供了大有作为的重要舞台。衷心希望广大哲学社会科学博士后能够自觉把自己的研究与党和人民的事业紧密联系在一起，把个人的前途命运与党和国家的前途命运紧密联系在一起，与时代共奋进、与国家共荣辱、与人民共呼吸，努力成为忠诚服务于党和人民事业、值得党和人民信赖的学问家。

是为序。

张江

中国社会科学院副院长  
中国社会科学院博士后管理委员会主任  
2015年12月1日

## 摘要

自2008年美国次贷危机引发全球金融危机以来，美联储采取的一系列非常规货币政策是20世纪30年代大萧条至今规模最大、影响最广的宏观调控，同时也引发了世界范围的高度关注。美联储于2014年10月29日正式宣布退出量化宽松货币政策，并结束了大规模资产购买计划（LSAPs），但仍继续以“再投资”的形式购买抵押贷款支持证券（MBS）。多位美联储官员曾表示，美联储已将购买债券视为其货币政策的重要组成部分，且在未来经济陷入困境之时，会再次考虑推出新一轮以量化宽松为主的非常规货币政策。由此可见，2008年以来，美联储的一系列货币政策调整并不仅是临时性的危机救助举措，也同时代表中央银行在当前金融市场化进程中的职能转变。作为发达经济体中央银行的代表，全球金融危机以来，美联储的货币政策转型具有里程碑式的重大意义，由此深入研究美联储货币政策转型的根本原因、主要内容以及未来发展方向已经成为国际宏观经济学领域前沿性课题。

如题目“转变中的美联储”，本书着重论述并研究，自2008年全球金融危机以来，美联储（中央银行）已经发生并且仍在进行中的深度货币政策转型，具体包括货币政策操作工具、传导机制以及中央银行职能方面的转变。这种转变的原因并不仅源于本轮经济危机，其历史背景和根本原因在于：20世纪70年代以来，由于影子银行的快速发展和其引领的金融创新及全球金融体系改革，已经改变了以往中央银行宏观调控的对象和基础。影子银行无论规模还是重要性，都已远远超越了传统银行体系，使得现代金融体系的结构发生了重大变化。从孕育到发展，影子银行自身具有高杠杆、规避金融监管等一系列非传统银行体系的特性，极



易放大系统性风险，从而引发大范围金融危机。由此美联储在宏观调控的对象和基础发生重大变化的同时，货币政策及中央银行职能也要相应发生转变，以更好地防范金融风险 and 金融危机。

在中国，伴随着互联网金融和影子银行的快速发展，货币政策从中介目标到最终目标的传导途径越来越复杂，从而更难以制定理想的货币政策中介目标（利率、汇率等）以达到预期的宏观政策调控效果。解析美联储作为国际金融大国的中央银行在新形势下的有效转型，对中国具有极大的研究价值和借鉴意义。

本书主要研究美联储货币政策的操作范式和工具的转变，着重解析金融危机对中央银行（美联储）的冲击，以及在此过程中美联储职能的转变。同时，笔者希望为中国人民银行货币政策转型给出相关的启示。

本书详细内容概要如下：第一，对全球金融危机以前的美联储历史发展及其应对金融危机的政策措施进行回顾，以期与后文中2008年以来的美联储政策转型内容进行对比。第二，深入挖掘全球金融危机以来美联储转变的根本原因——影子银行引领的金融体系改革改变了美联储宏观调控的基础，论述影子银行发展与金融体系演进、全球金融危机之间的关系，并分析美联储面临的宏观调控困境。第三，考察全球金融危机以来，美联储货币政策操作工具的变化，即利用资产负债表研究方法，梳理美联储每一项新增账户（如海外回购池、临时补充融资计划）的来龙去脉以及每一种新操作工具的形成、发展，论述新操作工具如何打破原有中央银行职能限制，为各种机构、市场直接提供流动性支持。第四，论述全球金融危机以来，美联储货币政策操作的新范式——伴随着影子银行引领的金融体系变革，各种金融工具间的关系越来越错综复杂，货币政策中介指标与最终目标之间不再是单线传导，通过调节准备金来调控联邦基金利率的传导机制逐渐失效，中央银行逐步跨越中介目标，直接调控最终宏观经济目标。第五，论述国际金融危机以来中央银行职能的转变——美联储逐步超越传统职能，从主要调节货币供应量、利率逐步转变为直接调节市场流动性，从资产负债表规模调整转变为结构调整。第六，在当前中国金融体系改革背景下，论述美联储转型对中国人民银

行货币政策改革的启示意义。

本书创新之处：

第一，新视角。学术界普遍认为，美联储自2008年以来的货币政策调整是应对危机的临时被动举措。本书首次深入挖掘其根本原因：近年来影子银行不断发展，而其引领的金融体系的变革导致了美联储原有宏观调控对象的变化。在宏观调控对象变化的基础上，为防范金融风险与金融危机，美联储主动调整货币政策操作范式和自身职能。

第二，理论与应用创新。对传统的中央银行货币政策传导途径、中央银行职能进行挑战，提出跨越中介指标，直接调控最终目标的新型货币政策传导模式，以及中央银行从传统的“银行的银行”到对非银行金融部门、企业、信贷市场的直接流动性管理的转变。借鉴美联储货币政策的转型，在当前中国金融体系改革背景下，对中国货币当局的货币政策转型提出建议。

第三，新资料与先进的研究方法。首次对与中央银行（美联储）货币政策操作相关的第一手英文资料进行全面收集，穷尽相关的所有官方原始资料，确保研究的真实性、客观性，并逐一翻译且整理成册。采用学术界先进的资产负债表研究方法，对美联储资产负债表进行研究。

**关键词：**美联储 中央银行 货币政策 影子银行

# Abstract

Since the global financial crisis triggered by sub - prime crisis in the United States broke up at 2008, the Fed has taken out a series of unconventional monetary policies, which are the largest monetary policies since Great Depression at 1930 ' s with the most extensive influence, and caused worldwide high attention. Although the Fed officially announced the end of the quantitative easing monetary policy and the stop of large - scale asset purchase program (LSAPs) on October 29, 2014, but it still continued to purchase agency mortgage - backed securities (MBS) in the form "reinvestment" . A large number of Fed officials also said, the Fed has taken purchasing bonds as an important part of its monetary policy, and if there is economic difficult time in the future, the Fed will reconsider carrying out a new round of non - conventional monetary policy, mainly are quantitative easing monetary policy. Therefore, since the break out of the global crisis, a series of monetary policy adjustments of the Federal Reserve is not only the temporary measures during crisis. The Fed, as representative of the central banks of developed countries, has carried out monetary policy adjustments to deal with the financial system reform and financial crisis, and the analysis of this would be an international important subject.

As captioned, in this book, we are to mainly analyze the impact of the financial crisis on central bank ( the Federal Reserve ), focus on the Fed ' s policy changes, which have already started and are still going forward, since the beginning of the crisis, including its monetary policy tools, transmission mechanism and functions change. The reason of the

Fed's transition is not only this economic crisis, the more fundamental reason hidden behind the global economic crisis is the profound historical background—since the 1970's, with the rapid development of shadow bank, financial innovation and the global financial system reform have changed the foundation and the object of the central bank macro regulation. That is, the scope and the importance of the shadow bank system have been far beyond the traditional banking system, and have made the modern financial structure changed. From the emergence to development of the shadow banking system, its high leverage, avoiding financial supervision and a series of other features have easy amplified the systemic risk, and detonated the financial crisis. Therefore, with the significant change of the Fed's macro-control basic, the transition of the monetary policy and central banking functions has to be taken place, in order to prevent financial risks and financial crisis.

With the rapid development of Internet financial, China shadow banks, and transmission mechanism from the intermediate target of monetary policy to the ultimate goal is becoming more complex, which is not easy to discriminate, therefore it is becoming difficult to make the ideal intermediate target of monetary policy (such as interest rate, exchange rate) as to achieve the expected effect of policies. To analyze effective transition of the Fed as the central bank of international financial powerful country under new situation has profound research significance and meaning which China can draw lessons from.

This book focuses on the research of transformation of the Fed's monetary policy operation model and policy tools, especially on the financial crisis's impact on central bank (the Federal Reserve), and the function changes of central bank. Meanwhile, I hope this book would propose relevant inspiration for the transition of People's Bank of China's monetary policies.

The main research contents are as follows: firstly, to retrospect the Fed's history before the global financial crisis and its policies to deal with the financial crisis, in order to make contrast with the following

part of this book, which is about the transition of Fed's monetary policies since 2008. Secondly, to analyze the basic reason of the Fed's transition since global financial crisis—financial system reform led by shadow banks has changed the foundation of the Fed's macro-control, to discuss the relationship among the development of shadow banks, financial system and global financial crisis, and to analyze the macro-control dilemma the Fed is faced with. Thirdly, to analyze the changes of Fed's monetary policy tools, that is, to discuss the cause, effect, form and development of each new account (plans such as overseas repurchase pool and temporary supplementary financing) based on the balance sheet study method, and to analyze how this new operation tool urge the central bank to cross its original function line, and provide liquidity support directly to various institutes and markets. Fourthly, to analyze the new paradigm of the central bank's monetary policy operations since global financial crisis, which is, with the financial system reform led by shadow banks, the relationship among different financial tools has become more and more complicated. The transmission between the intermediate target and final target of monetary policy is not by single line any longer. The original transmission mechanism by adjusting reserves to control the federal funds rate become invalid gradually, and the central bank has began to cross the intermediate target to manage the final macroeconomic target directly. Fifthly, to discuss the changes of central bank functions since global financial crisis: the Fed has surpassed its original function gradually, adjusted its monetary policies from mainly adjusting the money supply and interest rate to adjusting the market liquidity directly, from managing the scale of the balance sheet to its structure. Finally, with the background of current China financial system reform, to give implications on monetary policy of the People's Bank of China.

The possible innovation of this book:

Firstly, the new perspective: scholars usually consider that the Fed's monetary policy adjustment since 2008 is its temporary passive

measurement to deal with the crisis. However, this book discusses the basic reason of the Fed's adjustment intensively for the first time. That is, the financial system reform led by shadow banks, development has changed the original object of the Fed's macro - control. Therefore, the Fed adjusts its monetary policy operation paradigm actively against financial risk and financial crisis.

Secondly, innovation of theory and application: to challenge the central bank's traditional monetary policy, transmission mechanism, and its function. This paper is going to advance a new monetary policy transmission mechanism to adjust final target directly, and the central bank's transition from traditional "banks' banks" to managing liquidity of non - bank financial departments, enterprises and credit market directly. Also, with the change of the Fed's monetary policy, this paper is going to make monetary policy implications on China monetary authorities during current China financial system reform.

Thirdly, new materials and new method: for the first time to take a comprehensive and systematic study about the central bank's (the Fed's) monetary policy operation related first - hand English materials, to study on all the relative official original materials to make sure the reality and objectiveness of this research, and to make translation and books. Also, this research would use the advanced balance sheet research method to analyze the Fed's balance sheet.

**Key Words:** The Federal Reserve; Central Bank; Monetary Policy; Shadow Banks

# 目 录

<b>第一章 导 论</b> .....	1
<b>第一节 选题背景及意义</b> .....	1
<b>第二节 相关文献回顾</b> .....	2
一、早期的美联储、货币政策及相关理论评述 .....	2
二、较成熟的中央银行及货币政策理论评述 .....	10
三、2008 年至 2014 年 10 月美联储货币政策理论评述 .....	20
四、2014 年 10 月美联储结束 QE 以来的货币政策理论评述 .....	35
五、本书国内外研究现状评述 .....	44
<b>第三节 研究主要内容与基本观点</b> .....	45
一、研究主要内容 .....	45
二、研究基本观点 .....	47
<b>第四节 本书研究方法与创新之处</b> .....	50
一、本书研究方法 .....	50
二、创新之处 .....	51
<b>第二章 转变之前</b>	
——全球金融危机前的美联储 .....	53
<b>第一节 联邦储备系统建立概述</b> .....	54
一、“央行”性质与集权问题 .....	55
二、“非银机构”危机特殊性 .....	56
三、政府与市场如何分权制衡 .....	57
<b>第二节 1970 年以前美联储货币政策评述</b> .....	59
一、早期贴现率政策局限性 .....	59

二、政策独立性与准备金调节评述 .....	60
三、利率制定权的缘起、内在机理 .....	61
<b>第三节 信用货币时期货币政策模型分析 .....</b>	<b>63</b>
一、传导机制与准备金模型概述 .....	63
二、基金利率（1972~1979年） .....	66
三、非借入准备（1979~1982年） .....	67
四、借入准备（1982~1987年） .....	69
五、联邦基金利率（1987~2006年） .....	69
<b>第四节 全球金融危机前美联储应对金融危机评述 .....</b>	<b>71</b>
一、历史上美国危机救助主体 .....	71
二、救助的主要方式 .....	74
三、美联储应对金融危机的历史经验评述 .....	74

### 第三章 转变的基础

——影子银行引领的金融体系变革

与全球金融危机 .....	79
<b>第一节 影子银行发展与金融体系演进 .....</b>	<b>81</b>
一、影子银行的定义 .....	82
二、影子银行与金融创新 .....	84
三、“市场型”金融体系演进 .....	87
四、影子银行与金融全球化 .....	88
<b>第二节 影子银行与全球金融危机 .....</b>	<b>89</b>
一、较高“杠杆率”增加流动性风险 .....	90
二、不受金融监管制约放大系统性风险 .....	91
三、影子银行体系加剧信用市场摩擦 .....	92
四、信用市场摩擦与危机中“金融加速器”效应 .....	94
五、影子银行亏损牵连银行机构危机 .....	95
<b>第三节 美联储宏观调控困境 .....</b>	<b>96</b>
一、央行调控“货币供给”效果甚微 .....	96
二、联邦基金利率调控效果受限 .....	97
三、“最后贷款人”保护职能受限 .....	98



## 第四章 货币政策工具转变

——基于资产负债表视角 .....	101
<b>第一节 美联储资产负债表规模变化</b> .....	101
一、2007 年受危机影响各方组成规模下降 .....	103
二、2008 ~ 2009 年受政策影响规模迅速扩张 .....	106
三、2011 ~ 2012 年中性 MEP 规模不变 .....	114
四、2013 ~ 2014 年 (QE 退出后) 规模继续增长 .....	119
<b>第二节 资产方组成变化——回购及临时流动性便利</b> .....	121
一、传统回购 (RP) 抵押品转变与操作暂停 .....	122
二、临时流动性便利的创建、退出、救助方式及指向 .....	126
三、最先缓解海内外存款机构资金紧张: TDWP、TAF、 SL .....	128
四、向全球体系注入美元流动性支持: SL .....	136
五、支持交易商: PDCF、(中性) TSLF .....	139
六、维护货币市场运营: AMLF、MMIFF .....	142
七、开创向特定企业直接注资之先河: CPEF、TALF .....	145
八、救助特定机构: Bear Stearns, Maiden Lane, AIG 等 .....	150
<b>第三节 美联储资产负债表负债组成变化——逆回购及 准备金转移工具</b> .....	154
一、逆回购 (RRP) ——提供国债担保及准备金流出方式 .....	154
二、临时补充融资计划 (SFP) ——财政部向美联储 提供资金支持 .....	157
三、海外回购池 (FRPP) ——国际隔夜投资工具 .....	159
四、定期存款便利 (TDF) ——转移准备金以补充联邦基金 利率调控效果 .....	161
<b>第四节 联邦储备系统公开市场操作账户 (SOMA) 变化</b> .....	162
一、SOMA 的组成和作用 .....	162
二、由购买国债到机构债、机构 MBS .....	164
三、由传统货币政策转向资产负债表政策 .....	165