

严维石 著

美联储信息优势 及其对货币政策目标的影响

复旦大学出版社

美联储信息优势及其 对货币政策目标的影响

严维石 著

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

美联储信息优势及其对货币政策目标的影响 / 严维石著. —上海: 复旦大学出版社, 2008. 6

ISBN 978-7-309-06170-3

I. 美… II. 严… III. 货币政策—研究—美国 IV. F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 115775 号

美联储信息优势及其对货币政策目标的影响

严维石 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 徐惠平

出品人 贺圣遂

印 刷 句容市排印厂
开 本 890×1240 1/32
印 张 8.25
字 数 214 千
版 次 2008 年 6 月第一版第一次印刷

书 号 ISBN 978-7-309-06170-3 / F·1401
定 价 22.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

本书阐述了美联邦储备组织制度安排以及相关的制度安排对美联储收集和运用信息有效性的重要作用；论证了美联储获得信息优势的制度基础；模型化分析了美联储信息优势如何影响其货币政策目标的问题；证明了在信息优势影响下的美联储货币政策目标的特征。本书的观点对中国人民银行组织制度改革以及相关制度改革具有借鉴意义。

作者简介：

严维石，男，1971年9月生于江苏兴化，师从复旦大学甘当善教授，获经济学博士学位。在《生产力研究》、《工业经济技术》和《企业经济》等杂志上发表十余篇论文，主持和参与过4个科研项目。E-mail: yanweishi99@163.com

序

中央银行负责制定和执行货币政策,并具有金融监管职能,掌握经济增长、金融市场、金融机构的运行信息对中央银行进行货币政策和监管的决策是非常重要的。严维石博士撰写的《美联储信息优势及其对货币政策目标的影响》以美国中央银行——联邦储备系统(简称美联储)为研究对象,探讨美联储的信息优势和实现货币政策目标的关系,对研究中央银行制度的改革和操作的改进提供了一个新视角。

严维石运用现代组织学和制度经济学,结合美国的经济和金融实践,从理论上和实证上,深入分析美联储组织制度具有的信息优势,以及这如何有利于货币政策和金融监管的决策和有利于实现货币政策目标。美联储自1913年建立以来,多次调整组织制度,使其信息优势加强。美联储针对经济金融形势的变化,不断调整货币政策中介目标,进行宏观调控。二战后至20世纪60年代,美联储以利率作为货币政策中介目标,实现“廉价货币政策”。70—80年代改以货币供应量作为中介目标,而90年代至今,又起用利率作为中介目标。美联储的信息优势对货币政策目标的作用比较明显地体现在20世纪90年代至今的美国经济金融实践中。90年代,美国出现了快速持续的经济增长,通货膨胀也不高。21世纪之初,美国经历短暂轻微经济衰退后,仍保持较快增长,通货膨胀也处于可控状态。2007年爆发次贷危机和相伴的经济下滑,不断得到货币政策和财政政策的调控,情况并不像想象的那么严重。所谓的“新经济”消灭经济周期是神话,而货币政策也不会消

灭经济周期,但它可在一定程度上平抑经济周期,减轻经济波动。美联储利用它的信息优势,及时监控经济运行态势,把握经济发展趋势,采取适当的货币政策,特别是近二三十年来,采用利率这个中介目标,及时地小幅度调整利率水平,取得货币政策较好效果。同时,美联储领导人注意利用语言与市场沟通,调节市场预期,实现货币政策目标和金融监管要求。

严维石 2003 年秋考入复旦大学经济学院世界经济研究所,在我的指导下攻读博士学位。他以美国经济金融作为研究方向,对美国金融制度产生兴趣,经过两年多的文献收集、分析整理,与我多次商讨毕业论文的选题和写作,提交了题为“美联储信息优势及其对货币政策目标的影响”的博士学位论文。

本书是严维石在他的博士学位论文的基础上经修改和补充的结果,其特点是:一、从选题来说,此项研究有一定理论价值和现实意义。该书从中央银行制度系统的信息角度分析货币政策目标选择,做了新的尝试,对中央银行制度与货币政策理论的研究提供新视角,对央行相关制度改革实践也有一定的参考价值。二、从中央银行组织制度分析信息收集、传递以及决策中信息利用问题。这是将现代组织学和制度经济学等相关理论的综合运用,解析美联储相关制度安排对其货币政策决策所需信息的重要性。书中对美联储的建立和发展进行较为详细的阐释,并对美联储相关制度的历史变迁展开分析。第一,分析美联储的组织制度对其获取和运用相关信息的重要性,比如联邦储备银行的资本构成、组织架构以及在货币政策决策中的作用如何影响美联储的信息收集和运用。第二,美联储履行监管职能也可获取对货币政策决策可资利用的信息,尤其是隐蔽性信息。第三,在前面分析的基础上,建立新古典一般均衡模型来解释美联储信息优势对其货币政策目标的影响,并指出模型基本结论与相关理论的异同。第四,运用前面理论分析来考察中国相关领域存在的问题,提出改进建议。书中对美联储信息优势的计量以及信息优势对货币政策目标影响的实证

研究,尚嫌不足,有待进一步研究。

毕业后,严维石对学位论文作了进一步修改和补充,对论文答辩中专家们所提的意见采取分析的态度,坚持自己的正确观点,吸取别人有益的建议,并将一些解释性文字作为附录,使该书文稿进一步规范 and 成熟。他所在单位广东商学院聘请的专著出版资助审稿专家组对该书稿的学术水平给予比较高的评价,一致同意出版。这对作者和我都是莫大的欣慰。

严维石博士是一位具有很强思考能力和刻苦耕耘态度的年轻学者,他热爱教学和科研工作,期望他在学术研究和教学中取得更加丰硕的成果。

甘当善于复旦大学

2008年5月5日

前 言

关于中央银行货币政策对产出的影响问题一直是宏观经济学研究的核心问题之一。然而,不同学派对此的解释和论证存在很大争议,其中最主要的争议是,凯恩斯学派坚持“货币非中性”理论,通过价格黏性假设和吸收理性预期思想将其理论模型化,并经历从结构性模型到一般均衡模型的发展过程;理性预期学派则假设公众对货币政策的理性预期,并建立数理模型得出货币政策对产出的影响仅取决于公众对货币政策预期误差的结论。

本书通过对货币政策理论的梳理,认为这两个学派在公众对货币政策预期及其信息成本处理上存在局限性。凯恩斯学派从早期忽视公众预期对货币政策效果的影响到后来像理性预期学派一样处理公众预期;理性预期学派则以理性预期为基础建立理论模型,但不考虑公众形成理性预期的信息成本。实际上,这种信息成本是存在的,而且是不能忽略的。再者,本书考察了美国近 20 年的经济发展,认为美联储货币政策在美国经济中扮演了重要角色,使美国经济成功避免通货膨胀与经济成长的较大波动,并帮助实现美国经济总量较快增长。本书将这两方面联系起来思考的一个思路是,如果美联储在货币政策决策所依据的经济信息比公众形成预期的信息有优势,那么美联储货币政策应力求为公众传递真实利率的信息,减少公众预期的信息成本与资源消耗,引导公众形成合理经济发展预期,节省公众的信息成本与资源,促进经济发

展。这样可以很好地控制通货膨胀和避免通货紧缩,协助经济增长潜力的发挥。

首先,说明信息优势是指美联储进行货币政策决策所依据的相关经济信息优势(关于信息和信息优势将在第四章予以解释)。显然,美联储的信息优势是相对公众而言,因此这种信息优势是一个相对概念。而相关经济信息既包括常规经济统计数据信息,又包括有关潜在经济增长的非标准化信息。美联储获得统计数据信息和潜在经济增长信息优势的重要制度基础有两方面:一、美联储的组织制度与信息机制。美联储组织制度安排很好地解决了它收集和运用相关经济活动信息的效率,并形成有效的信息机制;二、美联储履行监管与信息获取。履行监管职能使美联储可以获得大量关于经济活动和潜在经济增长方面的信息。

其次,分析美联储信息运用的有效性和成本承受能力。美国银行的两级建制、联邦储备组织制度和联邦储备银行制度等方面安排不仅有助于金融创新与经济发展,而且解决了美联储收集与运用信息的有效性。同时,说明相关制度安排怎样使得美联储有较强的信息成本承受能力。

再次,本书对美联储信息优势如何影响其货币政策目标的问题进行模型化分析。其结果表明,在信息优势影响下,美联储货币政策力求为公众传递真实利率的信息,减少公众预期的信息成本与资源消耗。具体讲,有效控制通货膨胀,尽力避免货币政策引起通货紧缩,以及提供较为稳定的货币环境以协助潜在经济增长的实现。

然后,为了进一步显示在信息优势影响下的美联储货币政策目标特征,本书将其与其他货币政策目标的相关理论进行比较分析,并运用美国不同时期的经济数据对美联储货币政策目标进行

计量检验,说明近 20 年来美联储的货币政策实践是间接支持前面的论证,即在信息优势影响下,美联储货币政策应力求为公众传递真实利率的信息,减少公众预期的信息成本与资源消耗,提供较为稳定的货币环境以协助潜在经济增长的实现。

最后,本书分析和论证美联储信息优势的相关制度安排对中国人民银行组织制度改革以及相关制度改革的借鉴意义。

需要说明的是,本书是在博士论文基础上修改和扩充的结果,并将对在论文评审和答辩过程中有关专家的批评意见进行必要的修改和解释说明,为了保证书稿的完整性,就将解释性内容放在附录中。

目 录

第一章 导言	1
第一节 研究说明和研究内容与方法	1
第二节 研究框架	3
第三节 结论、创新点与后续研究	7
第二章 文献综述	10
第一节 关于美联储信息及信息优势	11
第二节 货币政策理论中的信息假设问题	18
第三章 美联储建立与发展	32
第一节 博弈分析美国央行制度历史	33
第二节 美国联邦储备体系建立与发展	39
本章小结	51
第四章 美联储信息优势及其制度基础	53
第一节 美联储货币政策决策信息及其优势	53
第二节 美联储信息优势的制度基础之一：组织制度与 信息机制	59
第三节 美联储信息优势的制度基础之二：监管职能与 信息获取	72
本章小结	81

第五章 美联储信息运用的有效性与成本承受能力	83
第一节 问题提出	83
第二节 美联储信息运用有效性的外部制度环境—— 银行两级建制	85
第三节 美联储运用货币政策决策信息的有效性	91
第四节 美联储信息成本承受能力	99
本章小结	101
第六章 美联储信息优势对其货币政策目标的影响	103
第一节 货币政策对产出影响的理论评述与假说提出	103
第二节 美联储信息优势利用对货币政策目标产生的 影响	110
第三节 在信息优势的影响下,对央行货币政策目标和 货币职能的思考	118
本章小结	123
第七章 美联储信息优势对货币政策目标影响的进一步分析	124
第一节 比较分析	124
第二节 信息优势对美联储货币政策目标影响的实证 分析	134
本章小结	146
第八章 美联储获得信息优势的相关制度借鉴意义	148
第一节 美联储信息优势的制度基础——组织制度借鉴	148
第二节 美联储信息优势的制度基础——监管职能借鉴	153

第三节 美联储信息运用有效性的制度环境—— 银行两级建制借鉴	154
本章小结	161
附录	163
与美联储货币政策相关的美国经济数据	220
参考文献	229
后记	251

第一章 导 言

第一节 研究说明和研究内容与方法

一、研究说明

1. 研究背景

改革开放以来,我国的中央银行体制、金融监管和货币政策目标的制定与执行方面经历了一个不断发展的过程。作为央行的中国人民银行从最初兼营商业银行业务发展为脱离商业银行业务而专门履行央行职能,而且其制定和执行货币政策的独立性也有了提高。但是我国经济经历了几次大起大落,人民银行的货币政策目标缺少一贯性,它独立制定与执行货币政策的能力受到置疑。就其监管职能来说,起初人民银行执行全面金融监管职能,但后来随着证监会、保监会和银监会等专业金融监管机构设立,人民银行的金融监管职能逐渐削弱。这种金融监管职能基本由专业监管机构负责的体制对人民银行履行货币政策职能会产生什么影响呢?这个问题尚未得到很好的分析研究。

理论上,关于央行组织制度如何安排、货币政策职能与监管职能是否应该分离、货币政策目标是什么以及其他相关问题的研究还存在很大的争议。各派宏观经济学家都在其学派的基本理念和基本方法的基础上做出自己的解释,宏观经济学还没有能够兼收并蓄地在相对统一的逻辑框架下对这些问题做出较好的诠释。对

这些问题之间关联性的研究尚处在初级阶段，央行组织制度安排对其制定货币政策目标有怎样的影响，该从何处入手来分析这一影响，现有文献对这两个问题还没有深入研究。

本书将从央行货币政策决策信息及其优势、央行信息优势的制度基础和央行的信息优势状况对其货币政策目标的影响入手，试图作出在相对统一的框架下对上述两个问题的解释。

2. 研究意义

通过解析美联储组织制度安排与监管职能履行是如何帮助其获得货币政策决策所需信息，并形成信息优势，以及美联储在信息优势影响下是怎样选择其货币政策目标问题，本书试图说明央行信息优势的制度基础所在以及央行信息优势对其货币政策目标的影响。从此角度的分析不仅有助于解释现实中既有像英国那样货币职能与监管职能分离的金融体系，又有像美联储一样货币职能与银行监管职能未分离的金融体系，而且为中国人民银行组织制度是否需要改革，怎样进行改革以及人民银行货币政策目标是什么等问题的分析研究提供了一个分析视角。另外，本书对影响美联储信息运用有效性的基础——美国银行两级建制的模型化分析为解决我国银行业组织结构和金融创新问题提供了借鉴思路。因为美国银行两级建制对美国金融创新起到了非常好的促进作用，国家规模相似和地区经济差异一样存在的中国可以借鉴美国银行两级建制。

二、研究方法

(1) 用历史方法阐释美联储的制度变迁。对美国央行制度建立和发展过程进行较为详细的阐述，重点分析美联储委员会与联邦储备银行在整个体系中的作用及其变迁以说明美联储信息优势的制度基础，并分析美联储监管对象、监管方式等以说明美联储履

行监管职能如何有助于其获得货币政策决策所需的经济信息等问题。

(2) 以数学模型来分析美联储体系提供货币政策决策信息的有效性以及美联储在信息优势影响下可以实现怎样的货币政策目标。在考虑信息成本和交易费用的情况下建立动态的一般均衡模型以解析美联储信息优势对货币政策目标影响问题。本书试图对新古典宏观经济学中的拉姆齐模型进行改造,使其包含货币政策因子。这将不仅与希德洛斯基模型和理性预期模型有差异,而且与运用损失函数来分析货币政策的博弈方法不同。

(3) 比较分析受信息优势影响的美联储货币政策目标与主要货币政策目标理论之间的异同及其原因,并实证分析近 20 年来美联储货币政策是否支持本书的结论。

三、本书研究的主要问题

(1) 美联储组织制度安排中的信息机制是否有效率? 美联储是否有信息成本承受能力的制度保障? 也就是说,美联储的制度安排是否有效解决其货币政策决策所需信息的收集与运用问题以及成本承受能力问题。

(2) 美联储的监管职能履行是否会为其带来有利于货币政策决策的信息? 这个问题的分析可以说明履行监管职能为什么是美联储获得信息优势的一个重要制度基础。

(3) 受信息优势影响的美联储货币政策要实现怎样的目标?

第二节 研究框架

第一章说明本书的研究背景、意义,研究方法,主要研究的问