

A STUDY ON THE
FED'S
NONCONVENTIONAL
MONETARY POLICY
FRAMEWORK

美联储
非常规货币政策框架

吴培新 著

“大衰退”以来美联储的危机干预和经济复苏政策手段之多、力度之大、影响之广是全球货币政策实践史上绝无仅有的，大大超出了美联储常规货币政策框架的范畴。美联储在非常时期的非常规政策框架具有诸多常规政策框架所不具备的特征。本书在分析美联储常规货币政策框架的基础上，对美联储的危机干预、经济复苏以及非常规政策退出的内在机理、政策框架进行了系统的研究，最后对引入资产价格泡沫的货币政策框架作了前瞻性研究。

研究美联储非常规货币政策框架使我们对货币政策理念、决策、工具和传导等有系统性的认识，扩展、深化和丰富了货币政策理论和实践。



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

A STUDY ON THE
FED'S
NONCONVENTIONAL
MONETARY POLICY
FRAMEWORK

美联储
非常规货币政策框架

吴培新 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

美联储非常规货币政策框架 / 吴培新著. —北京: 经济管理出版社, 2015.12
ISBN 978-7-5096-4312-9

I. ①美… II. ①吴… III. ①货币政策—研究—美国 IV. ①F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 304053 号

组稿编辑: 何 蒂

责任编辑: 杜 菲

责任印制: 司东翔

责任校对: 超 凡

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: 北京易丰印捷科技股份有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 14.25

字 数: 173 千字

版 次: 2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4312-9

定 价: 58.00 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

前 言

经济演变过程充满不确定性，从基准情形偏离是常态，货币政策决策者需要仔细观察，然后用系统性的方法加以应对，使经济回到基准情形。央行的这种系统性方法就是货币政策框架。一个恰当的货币政策框架对于成功实施货币政策是必不可少的。如果没有这一框架，中央银行就不能对经济扰动做出适时而正确的反应。

全球性金融危机以来，由于美联储对危机及危机后疲弱经济复苏的正确应对，使美国经济成功地从“大衰退”中逐步复苏。本轮美国经济“大衰退”显然大幅偏离了经济基准情形，自“大衰退”以来美联储的危机干预和经济复苏的政策实践也大大超出了美联储常规货币政策框架的范畴。

即便在传统的政策框架范畴之外，自危机以来，美联储仍用系统性方式来减缓外生冲击对经济的影响，这是危机以来美联储货币政策操作的核心。这种在非常时期美联储货币政策决策的系统性方法就是美联储非常规货币政策框架。当然，由于使用了此前并未使用过的非常规货币政策，美联储面临更多的挑战。美联储非常规货币政策框架具有诸多常规政策框架所不具备的特征。对美联储非常规货币政策框架进行研究既

有重要的学术意义，也对货币政策实践有重大指导作用。

本书拟在前期对“大衰退”以来美联储政策实践作全面梳理、总结的基础上（参见拙作《“大衰退”以来美联储的政策实践》），对“大衰退”以来美联储货币政策操作的内在机理、政策框架进行系统的整理和研究。这就是本书写作的目的。

全书共五章。第一章研究美联储常规货币政策框架。美联储常规货币政策框架是其非常规货币政策框架的基础，非常规货币政策框架是常规货币政策框架的延伸和拓展。第二章研究美联储危机干预政策框架。危机期间美联储政策操作激进、灵活，与常规政策操作策略大相径庭，也突破了以往的危机干预框架，富有开创性和独特性。第三章研究美联储经济复苏政策框架。在通胀及通胀预期较稳定的情况下，美联储复苏时期的政策重点是刺激就业，这是经济复苏政策框架的核心。第四章研究美联储非常规货币政策退出框架。该框架研究的是美联储放弃数量宽松政策、零利率前瞻性指引等非常规货币政策操作，转向以联邦基金目标利率为政策指标的常规货币政策操作的政策框架。第五章研究在引入资产价格泡沫因素下未来货币政策框架。重点研究货币政策、宏观审慎政策与资产价格泡沫之间的关系，这是对未来中央银行货币政策框架的前瞻。

“大衰退”以来美联储的危机干预和经济复苏政策手段之多、力度之大、影响之广是全球货币政策实践史上绝无仅有的。研究美联储非常规货币政策框架使我们对货币政策理念、决策、工具和传导等有系统性的认识，以扩展、深化和丰富货币政策理论和实践。

目 录

【第一章】

美联储常规货币政策框架 / 001

一、正常时期的政策决策机理 / 004

(一) 货币政策面临信息有限和引导市场预期的挑战 / 004

(二) 简单反馈式的决策模式 / 005

(三) 基于预测的决策模式 / 006

(四) 政策实践中的决策模式 / 008

二、政策目标：价格稳定和就业最大化 / 009

三、政策策略：先发制人、风险管理、沟通和渐进主义 / 012

(一) 先发制人 / 012

(二) 风险管理 / 013

(三) 沟通 / 014

(四) 渐进主义 / 018

四、政策规则：泰勒规则 / 023

五、政策手段：调整联邦基金目标利率 / 024

(一) 危机前联邦基金目标利率的调整 / 024

(二) 美联储控制联邦基金利率的工具 / 025

六、政策传导：以联邦基金利率为中介变量 / 029

七、小结 / 033

【第二章】

美联储危机干预政策框架 / 035

- 一、危机时期的经济金融风险和政策操作风险 / 038
 - (一) 危机时期的经济金融风险 / 038
 - (二) 危机时期的政策操作风险 / 040
- 二、危机时期的政策决策机理 / 045
- 三、政策目标：金融稳定 / 048
- 四、政策策略：大胆、激进、先发制人 / 052
- 五、政策手段：降低政策利率和提供流动性 / 053
 - (一) 降低政策利率 / 054
 - (二) 提供流动性 / 054
- 六、政策传导：降低市场利率以稳定经济金融 / 057
- 七、小结 / 059

【第三章】

美联储经济复苏政策框架 / 063

- 一、复苏时期的经济金融风险和政策操作风险 / 066
 - (一) 复苏时期的经济金融风险 / 066
 - (二) 复苏时期的货币政策操作风险 / 069
- 二、复苏时期的政策决策机理 / 070
- 三、政策目标：通胀预期稳定下的就业最大化 / 073
 - (一) 明确双重目标数值 / 075
 - (二) 以平衡方式实现双重目标，更加关注就业目标的实现 / 077
 - (三) 美联储实施通胀目标制的意义 / 078
- 四、政策策略：过度宽松、稳定通胀预期及刺激房地产 / 081
 - (一) 以过度宽松货币政策消除经济厚尾风险 / 081
 - (二) 稳定通胀预期以增大短期政策刺激力度的空间 / 082
 - (三) 刺激房地产复苏 / 082
- 五、政策规则：最优控制和成本收益比较 / 083
 - (一) 最优控制政策 / 083

- (二) 成本收益比较 / 089
- 六、政策手段：资产负债表工具和利率前瞻性指引 / 091
 - (一) 数量宽松政策的理论基础及货币政策含义 / 091
 - (二) 期限延长计划的理论基础及货币政策含义 / 095
 - (三) 利率前瞻性指引的理论基础及货币政策含义 / 095
- 七、政策沟通：自动稳定政策预期 / 102
 - (一) 零利率前瞻性指引 / 102
 - (二) 数量宽松政策的沟通 / 103
- 八、政策传导：压低长期资产收益率以刺激经济 / 104
 - (一) 引导市场形成低利率预期以拉低长期利率 / 105
 - (二) 扩张美联储资产负债表以增加货币供给 / 108
 - (三) 调整美联储资产构成以压低相应资产的长期收益率 / 109
- 九、小结 / 110

【第四章】

美联储非常规货币政策退出框架 / 117

- 一、非常规货币政策退出时期的经济金融风险和政策操作风险 / 120
 - (一) 非常规货币政策退出时期的经济金融风险 / 120
 - (二) 非常规货币政策退出时期的政策操作风险 / 124
- 二、非常规货币政策退出时期美联储的政策决策机理 / 127
 - (一) 以宽松政策促使低潜在增长率向历史均值回归 / 127
 - (二) 以过度宽松政策防范经济下行风险 / 128
- 三、政策目标：在实现价格目标的过程中改善就业 / 129
 - (一) 以平衡方式实现双重目标：更加关注价格目标的实现 / 129
 - (二) 劳动力市场状况与通胀变化 / 131
 - (三) 核心通胀、整体通胀与长期通胀预期 / 132
 - (四) 通胀偏离因素分析 / 134
 - (五) 在实现价格目标过程中改善就业 / 136
- 四、政策策略：缓慢渐进和过度宽松 / 138
 - (一) 缓慢渐进 / 138

(二) 过度宽松 / 140

五、政策手段：多政策工具组合 / 141

(一) 加息 / 141

(二) 为超额准备金付息 / 142

(三) 隔夜逆回购协议便利 / 144

(四) 减少准备金数量 / 145

六、非常规货币政策退出的原则和计划 / 147

七、非常规货币政策退出进程 / 149

(一) 首次加息前非常规货币政策的退出 / 150

(二) 首次加息后非常规货币政策的退出 / 153

八、小结 / 155

【第五章】

货币政策、宏观审慎政策与资产价格泡沫：未来政策框架前瞻 / 159

一、现行货币政策框架难以应对金融失衡风险 / 162

(一) 现行货币政策框架的内在缺陷 / 163

(二) 货币政策应对金融失衡的策略及其困境 / 168

二、早期预警、“逆风而动”货币政策策略与金融稳定 / 170

三、现行货币政策框架的调整与金融稳定 / 172

(一) 对现行货币政策框架进行调整仍难以保证金融稳定 / 173

(二) 欧央行以交叉检验的政策策略抑制金融失衡的形成 / 177

四、宏观审慎政策与金融稳定 / 179

(一) 宏观审慎政策的维护金融稳定功能 / 179

(二) 宏观审慎政策与货币政策之间的配合 / 182

(三) 宏观审慎政策与货币政策的实施主体 / 186

五、小结 / 188

参考文献 / 191

后 记 / 217

【第一章】

美联储常规货币政策框架

在正常状况下，一个经济体的经济金融运行是相对稳定的，经济金融在均衡水平附近波动，波动相对较缓和，波动幅度较小。此时，其中央银行采取常规的货币政策，这个货币政策框架也称常规的货币政策框架。

本书要研究的主要是本轮全球性金融危机以来美联储实施非常规货币政策时的政策框架。尽管美联储自危机爆发以来采取了一系列非常规的政策措施，但其政策框架基本沿袭危机前的范式，没有根本性的变化，因而，要研究危机以来美联储非常规货币政策框架，就需要先理解美联储常规的货币政策框架及其在该政策框架下的常规性货币政策操作。这是研究的起点。

本章共七节：第一节分析经济金融正常时期美联储的货币政策决策机理；第二节分析美联储的政策目标是价格稳定和就业最大化，同时也兼顾金融稳定；第三节分析美联储的先发制人、风险管理、政策沟通和渐进主义的政策策略；第四节分析货币政策规则——泰勒规则；第五节分析作为调整联邦基金目标利率的政策手段；第六节分析以联邦基金利率为中介变量的政策传导；第七节是本章小结。

一、正常时期的政策决策机理

(一) 货币政策面临信息有限和引导市场预期的挑战

无论数据统计机构如何努力，由于存在巨大的取样误差（Sampling Error）且有时滞，经济数据只能提供有关经济活动的不完整且滞后的信息。进一步地，不仅有经济数据统计上的问题和意外冲击，而且有经济自身的复杂性和易变性，预测未来几个季度的经济运行则更加困难。另外，政策制定者也无法对政策行为如何影响经济做出准确的判断。显然，货币政策制定者只能在信息有限的情况下做决策。

联邦基金目标利率充其量只是货币政策立场的指标，私人部门的预期在决定货币政策效用上至关重要。由于私人部门的支出更多地取决于长期利率而不是联邦基金目标利率，而长期利率则主要不是由当期联邦基金目标利率所决定的，更多地取决于金融市场参与者对未来联邦基金目标利率和其他短期利率如何演变的预期。如市场参与者预计未来短期利率将相对较高，这会导致长期利率走高；反之，则反是。当然，中央银行可以通过沟通、以往的政策模式来引导市场参与者的预期。由于市场预期的复杂性，如何引导市场参与者的预期显然是对货币政策制定者的重大挑战。

因而，无论采用哪种政策决策模式，货币政策决策者都面临信息有限和引导市场预期的挑战。下面在对不同政策决策模式进行比较时都会

对如何解决上面两个挑战做出解释。

在货币经济学文献中，主要的货币政策决策方式大致有两种：工具规则（Instrument Rules）和目标规则（Targeting Rules）。伯南克（Bernanke, 2004b）认为，鉴于规则一词原本意味着严格的、机制性的政策措施，没有相机抉择的空间，这种严格的货币政策决策方式已经逐步淡出。现今的规则一词则比较宽泛，给货币政策制定者很大的空间去相机抉择。另外，工具规则和目标规则这两个名称并不能准确地表述其全部含义，因而，伯南克相应地以简单反馈式决策和基于预测的决策来替代。

（二）简单反馈式的决策模式

在简单反馈式的决策模式下，中央银行的政策工具与少数宏观经济变量的变化紧密相连，这些宏观经济变量要么是可以直接观察的如失业率、通胀率等指标，要么是可以利用当前所拥有的信息估计而得到的如充分就业下的产出水平。^①在这种政策模式下，这些宏观经济变量通常就是中央银行的目标，一旦这些宏观经济变量偏离它们的均衡水平，政策制定者就相应调整政策变量。也即当期宏观经济条件反馈给政策变量的设定。简单一词反映了政策制定者将仅对少数几个经济变量做出反应。

一个经典的简单反馈式政策是著名的泰勒规则。最基本的泰勒规则方程式将当期的联邦基金目标利率与产出缺口、通胀缺口相联系。与大多数的反馈式政策相似，泰勒规则“逆风而动”，如当产出高于潜在产出水平或通胀高于目标值时，泰勒规则表示需将联邦基金目标利率设置在高于平均水平的位置上，这将使经济由偏离向均衡水平回归。当然，

^① 为讨论简便起见，这里撇除了任何预测的宏观经济变量，以便与基于预测的政策相区别。

除了泰勒规则外，简单反馈式政策还有许多其他形式。如有人认为美联储应该调整基础货币的增长来应对当期宏观经济条件的变化，也有人认为应该用产出增长来替代泰勒规则中的产出缺口，等等。

简单反馈式政策如何解决信息有限和私人部门的预期这两个问题？对于信息有限问题，即便政策制定者对经济及其潜在的结构变化的了解严重缺乏，也可以通过对该经济的数学模型进行计算机仿真来规避。研究者可以运用不同的经济模型进行仿真研究，从而挑选出每个模型最优的简单反馈式政策，即所谓的稳健性政策（Robust Policy）。这些支持者宣称，由于我们对许多经济模型中哪个政策措施对美国经济为最优是不了解的，最安全的方法是采用这些稳健性政策中的一个，再由政策制定者根据其了解和判断进行修正，然后就采用它了。^①

至于如何考虑私人部门的预期这一问题，简单反馈式政策也能在一定程度上予以解决。由于简单反馈式政策将中央银行的政策工具与几个宏观经济变量联系起来，这些政策易于为公众所理解，并用来对未来货币政策的演变形成预期。这样，私人部门的预期与中央银行的未来政策安排在很大程度上是一致的，这将提高货币政策的有效性。

（三）基于预测的决策模式

在基于预测的决策模式下，政策制定者必须预测经济将如何在中期（6~8个季度）内应对货币政策的变化。如政策制定者会评估联邦基金目标利率保持在低位一段时间的策略而不是逐渐提升利率水平的策略对经济将产生什么影响。在这种政策下，对于每一政策选项，政策制定者

^① 这种方式尽管有价值，但也存在不少缺陷（Bermanke, 2004c）。

必须评估其政策实施后经济将如何演变以及各种后果的可能性。在考察基准预测及其相关风险后，政策制定者选择其政策策略。总体看，这一政策策略最有可能产生最优结果。

基于预测的政策是如何应对信息缺失和私人部门的预期呢？其反对者认为，相对于简单反馈式政策，基于预测的政策需要更多的信息，政策制定者与其他人一样，往往对自己所掌握的信息及获取信息的能力过于乐观而犯错。

对这种批评，支持者认为，尽管人类的预测能力有限，但不是没有，我们可以利用所掌握的信息。特别是在利用基于预测的政策时并不要求政策制定者严格遵从某一经济计量模型或经济理论。无论是中央银行还是私人部门的经济预测，都是一整套模型和统计方法的结果，再融入专职经济学家的判断和思考。预测也可以考虑模型和数据的不确定性，如由于产出缺口的衡量比较困难，对这个变量的变化就可以少考虑些。因而，只要政策制定者适当运用其经济预测能力和有关经济的信息，基于预测的政策很可能比简单反馈式政策要好。

另外，与简单反馈式政策相比，基于预测的政策可以更多地将判断与一些特别的信息纳入政策制定。大多数人都认为，好的政策决策方式应该给相机抉择和专家判断留有余地。但是，由于简单反馈式政策对潜在的经济结构持不可知论的态度，这种政策并不能做到这一点。相反，在基于预测的政策下，如果专家判断或特殊信息影响预测或预测的风险，那么，这些判断或特殊信息就应该影响政策选择。如经济计量模型的仿真研究表明政策 A 很可能比政策 B 的效果好，但如果专家认为模型没有充分考虑特殊信息，或者政策 A 有未被模型考虑的经济风险，那么政策 B 或许应该是首先考虑采用的。

私人部门的预期是如何决定政策效果的呢？相对来说，基于预测的政策对信息的要求更高。与简单反馈式政策相反，在基于预测的政策决策下，金融市场参与者没有简单的模式来指导其对未来政策利率形成预期。他们必须在基于自己的预测及有关政策制定者的前景和目标的知识的状况下来推测未来的货币政策。这种推测显然是巨大的挑战。在基于预测的政策下，中央银行可以给金融市场参与者提供帮助，以便其对中央银行政策的变化形成预期。中央银行越就其前景、目标和策略与公众沟通，金融市场和货币政策就越有效率。

（四）政策实践中的决策模式

在理论界，何种货币政策决策方式为优的争论依然激烈，更何况在货币政策实践中中央银行在决策上往往是兼收并蓄、相互包容的。在美联储，简单反馈式货币政策（Simple Feedback Policy）和基于预测的货币政策（Forecast-based Policy）均被用来为决策者提供参考。如美联储公开市场委员会（FOMC）成员通常会按各种形式的泰勒规则（简单反馈式货币政策的一种）所得出的政策建议与美联储的各种模型仿真、前景预测（属于基于预测的货币政策）的政策建议相比较。当然，尽管这两种决策方式在货币政策决策中都起作用，但在决策中的地位是不同的——正如其他世界主要央行一样，基于预测的货币政策在美联储决策中占据主要地位。

相当多的采用通胀目标制的中央银行例行地公布主要经济数据的预测值并将货币政策决策与这些预测值紧密挂钩。^① 美联储并没有将货币政

^① 在综合性的研究中，20个采用通胀目标制的中央银行有19个例行地公布预测结果（Fracasso et al., 2001）。