

曾刚 陈婧 译

The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History

〔美〕罗伯特·L·黑泽尔 (Robert L. Hetzel) 著

美联储货币政策史

本书详细记录了从美联储成立之初到格林斯潘时代终结之时的美国货币政策的演变过程，评析了该过程中学术和政治环境变化的来龙去脉。书中详细解了金本位制与信用货币之间的更替过程，也反映出货币政策实施的实施就像是用于解答货币和价格的基本问题的一系列实验。20世纪周期性的货币动荡如何引起经济动荡以及与之相关联的政治和社会动荡等一系列问题。通过本书，我们可以更深刻地了解现代央行的兴起与本质。

CAMBRIDGE



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

美联储货币政策史



The Monetary Policy of the **Federal Reserve:** A History

〔美〕罗伯特·L. 黑泽尔 (Robert L. Hetzel) 著

曾刚 陈婧 译



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

美联储货币政策史 / (美) 黑泽尔 (Hetzel, R. L.)
著; 曾刚, 陈婧译 -- 北京: 社会科学文献出版社,
2016. 6

书名原文: The Monetary Policy of the Federal
Reserve: A History

ISBN 978 - 7 - 5097 - 8003 - 9

I. ①美… II. ①黑… ②曾… ③陈… III. ①货币政
策 - 货币史 - 美国 IV. ①F817. 129

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 208995 号

美联储货币政策史

著 者 / [美] 罗伯特·L. 黑泽尔 (Robert L. Hetzel)
译 者 / 曾 刚 陈 婧

出 版 人 / 谢寿光
项目统筹 / 恽 薇
责任编辑 / 王婧怡

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010)59367226
地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029
网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018
印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 889mm × 1194mm 1/32
印 张: 18.125 字 数: 419 千字

版 次 / 2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷
书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 8003 - 9

著作权合同 / 图字 01 - 2014 - 2221 号

登 记 号

定 价 / 89.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究

序 言

什么是货币本位？美联储是如何控制通胀的？这些问题在理论上从未有过共识。而且，就如何理解 20 世纪的货币政策实践，以印证不同的理论假说，学者们同样莫衷一是。

我曾是芝加哥大学货币银行学研讨会（Money and Banking Workshop at the University of Chicago）的一员，有幸聆听过罗伯特·巴罗（Robert Barro）、史丹利·费雪（Stanley Fischer）、罗伯特·戈登（Robert Gordon）、罗伯特·卢卡斯（Robert Lucas）、本尼·麦卡勒姆（Bennett McCallum）、唐纳德·帕廷金（Donald Patinkin）和米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）对货币理论与政策的真知灼见。在 1975 年离开芝加哥加入里士满联邦储备银行（the Federal Reserve Bank of Richmond）时，我对货币经济学已经持有了几个基本的假定：①价格水平是一个货币现象；②价格体系是有效的；③公众会通过学习，来使自身的预期与美联储货币政策保持一致（理性预期）。

保罗·沃尔克的经历证明，美联储控制通胀的成功，并不会引

起失业率的长期高企。反之，要实现低且稳定的失业水平，也无须借助频繁反复的货币管理。事实上，到目前为止，假定①和假定②已基本得到实践的证实。首先，通过垄断基础货币创造，中央银行可以控制长期的通胀趋势。其次，正如真实周期模型所描述的，价格体系可以很好地应对外部冲击。当然，在假定③上，就如何刻画公众通胀预期的本质，经济学家之间还存在广泛的分歧。

通胀预期和通货膨胀中不受货币政策影响的部分，是否存在某种黏性？如果存在黏性，那么中央银行能否利用这一黏性，通过调整实际变量（特别是通过调控失业率）来控制通货膨胀呢？用经济学术语来说，就是能否利用菲利普斯曲线？在这种情况下，实际产出和通胀之间的权衡选择，决定了货币本位的基本特征。相反，如果这种黏性不存在，中央银行就必须提供一种名义锚，来清晰地确定货币本位。本书旨在为回答上述这些问题提供一些经验证据。

作为美联储的经济学家，我逐步了解到，联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC）的讨论，无法对理解系统性的货币政策提供太多帮助。所谓系统性货币政策，是指美联储为实现其公开目标所遵循的行动策略。里士满储备银行的研究主管詹姆斯·帕提农（James Parthemos）曾认为，20世纪70年代美联储基本是以药剂师的方法在管理联邦基金利率。他所指的是，伯恩斯（Burns）将FOMC的讨论仅限为是否对联邦基金利率进行1/4或是1/8个百分点的调整，而将货币政策目标和战略决策的权力独揽于自己手中。在这个时期，相机抉择式的模式极大地限制了人们对货币政策本质的讨论。

从货币经济学的角度，我对沃尔克执掌美联储之初的经历

尤为关注。1979年，通胀预期已然失控，长期债券市场的交易急剧萎缩。我记得美林证券里士满分部负责人说，美林打算把分析师派到巴西去学习如何在通胀肆虐的环境中开展业务。1979年10月6日，美联储公布了新的操作程序，大幅强化了对货币目标（即货币供给量）的重视和遵循。而在此之前，货币政策对该目标的关注甚少。作为一名货币数量论者，我当时预见，美联储对货币目标的重视将为货币体系提供一个良好名义锚。

到1983年时，美联储成功地将通胀率降到了4%。但在此过程中，人们发现，对FOMC决策影响最大的名义变量是债券利率而非货币数量。我的同事马文·古德福里恩德（Marvin Goodfriend）因此创造“通胀恐惧”（Inflation scare）一词，描述了FOMC在实践中把债券利率的跳跃式增长（即通胀预期上升）视为对货币政策可信度的最大挑战。

1990年2月，里士满储备银行主席罗伯特·布莱克（Robert Black）在国会做证，就众议员斯蒂芬·尼尔（Representative Stephen Neal）的第409号联合决议发表意见。该决议要求美联储在5年内实现价格稳定。布莱克是货币主义信徒，在做证中，他建议使用多年度M2作为货币政策目标。而作为备选方案，我建议财政部发行一批期限相同的国债，其中一半提供名义收益，另外一半则与价格水平挂钩。两种债券收益率之差可以反映公众的通胀预期。如果美联储承诺稳定通胀预期（即上述收益率差），也可以为货币政策提供一个公开的名义锚。

我这个想法源自对小型开放经济体的观察。在小型经济体中，汇率贬值很容易传导为国内通胀，并对货币政策产生影响。通过对

预期通胀的度量，市场认为可能引发通胀的货币政策会立即触发警报，即便实际通胀在一段时间之后才会来临。我向米尔顿·弗里德曼提到我的提案，他鼓励我给《华尔街日报》写了篇专栏文章（黑泽尔，1991）（还可参见黑泽尔，1990b 和 1992）。弗里德曼（弗里德曼，1998，第 395 页）支持我这个想法，并在写给以色列银行行长迈克尔·布鲁诺（Michael Bruno）的信（胡佛档案馆，1991 年 3 月 22 日）中有所提及：

黑泽尔提出了一种名义锚，与你我过去的想法不同……他的建议是……美联储在国会的授权下，将（名义收益率与价格挂钩率）之差维持在一定水平之内……在我看来，这个名义锚比货币供给目标更好。当然，这也比价格锚要更为科学……因为后者的本质是后顾式的。

众议院议员小道格·巴纳德（Doug Barnard, Jr.）（政府工作委员会的商业、消费和货币事务小组委员会）的首席经济学家唐纳德·塔克（Donald Tucker），安排了对这一提案的国会听证（美国国会，1992 年 6 月 16 日和 25 日；1992 年 10 月 29 日）。（塔克曾是我在芝加哥大学的教授）弗里德曼给阿兰·格林斯潘（Alan Greenspan）写信，敦促他考虑价格指数挂钩债券的想法（胡佛档案馆，1990 年 1 月 24 日）。格林斯潘（1981）提出过类似的想法，不过是将国债与金价进行挂钩。

格林斯潘和经济顾问委员会（Council of Economic Advisers, CEA）主席迈克尔·博斯金（Michael Boskin）在做证中，对该提案表示了支持。财政部也同意开展调研，并向债券交易商顾问委员

会征求意见。实际上，交易商们并不喜欢指数挂钩债券，因为这种债券适合长期投资，个人和机构（如保险公司、养老基金等）一旦买入就不会频繁卖出，不会给交易商带来丰厚的交易收入。不过，在调研启动时，拉里·萨默斯（Larry Summers）正担任财政部长助理，他很欣赏这一想法，并最终在其基础上设计出了抗通胀国债（Treasury Inflation Protected Securities, TIPS）。

在实践中，美联储并不拘泥于货币目标。在不承认黏性的货币主义者看来，只有能稳定通胀预期的货币规则，才可以充作好的名义锚，并赋予货币以良好的价值。通过观察10年期、5年期名义国债和TIPS的收益率差，可以推算出未来5年的通胀变化趋势。2003年以来，FOMC旨在稳定通胀预期的持续政策操作，事实上就是当今货币体系的名义锚。如果将通胀预期维持在固定不变的水平，美联储名义锚的操作就很接近于弗里德曼（1960）提出的货币规则。

再次回到我们最初的问题，什么是货币本位？而美联储又是如何控制通胀的？失业率提高，是FOMC为抵消通胀冲击以及通胀预期恶化而带来的必然结果吗？从微观层面上看，FOMC能对雇主招聘和解聘职员的行为产生影响吗？或者说，FOMC有没有通过持续的操作来稳定价格预期，并最终实现实际价格的稳定？从微观层面上看，FOMC是否创造了价格稳定的环境，在其中，企业只有在想改变相对价格时才会调整产品价格？在价格预期稳定的情况下，企业无须为维持相对价格而调整价格。为了控制通胀，FOMC是通过相机调控失业率，还是通过持续遵循某种规则来管理公众预期？

美联储愿意承担维护价格水平稳定这一职责的转变过程，从实

验的角度为经济学家提供了重新思考 20 世纪货币政策的良机。一类政策基于真实票据原理，其关注的重点是将信用创造引向生产性用途而非投机。一类政策是马丁 - 沃尔克 - 格林斯潘等三任美联储主席奉行的“逆风而行”操作。在这类政策操作下，FOMC 根据长期资源利用率的变动来调整联邦基金利率，并将利率调整控制在保持通胀率不变的范围之内。此外，还有一类政策，即扩张 - 紧缩交替政策（stop-go）。这种操作模式类似于“逆风而行”，但其优先目标是低而稳定的失业率而非稳定的通胀水平。本书的主要任务，在于描述这些政策的特征，以便读者从中得到一些启发，来区别不同的货币经济学观点。

文中观点为作者个人观点，不代表里士满储备银行的意见。

译者序

随着中美学术、官方、商务、媒体等方面相关交流的增多，对美联储及货币政策的介绍、分析和报道越来越多。但是这些介绍、分析和报道经常是碎片化的、强调时效性的，虽然在信息不畅时期蒙在美联储面前的“神秘面纱”在逐渐揭开，一些无稽巷谈的阴谋论也得以纲正澄清，但可供全景地、历史性地学术研究以细致观察之用的系统性文献仍然比较稀缺。这本《美联储货币政策史》以变革为线索，对美联储近百年的货币政策历史，按照不同的时期分二十六章进行了详细梳理和评述，时间跨度之长久、历史资料之丰富、人物言论之鲜活，在已有研究美联储货币政策史的文献中极为罕有、非常珍贵。

这本书的原著者罗伯特·L. 黑泽尔（Robert L. Hetzel）是里士满联储银行（Federal Reserve Bank of Richmond）的资深经济学家和研究顾问。1975年，黑泽尔在芝加哥大学获得经济学博士学位，同年起至今在里士满联储银行供职近四十年。长期以来，他参与里士

满联储银行行长参加联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议的准备工作，还经常列席议息会议。基于对美联储货币政策出台情况的了解，以及他本人对美联储货币政策史的研究热忱，黑泽尔于2008年在剑桥出版社首次出版了这本专著。

不同于常见的那些分析美联储近二三十年货币政策或是简述美联储历史的研究，黑泽尔的这部著作详尽地描述了美联储货币政策的演变历程。这本书从美联储成立前夕的世界金融格局和金本位制度谈起，介绍了在这一历史背景下，为应对国内金融危机而仓促成立的美联储，起初只是简单地通过调整货币供给来缓解金融恐慌；接下来的大萧条时期，美联储在对抗经济衰退的过程中，逐渐明确自身定位，并奠定今日雏形；之后的二十年，美联储逐步放弃金本位、在争论中探索新的经济规律和通胀预测方法，进而逐渐形成信用本位体系下的现代中央银行理念；在二十世纪八九十年代的危机处理中，美联储开始将稳定通胀预期明确为新的货币政策锚，并以此为基础，探索形成了新的货币政策工具和规程。美联储百年来的货币政策发展演变史，由此完整而细致地呈现在了读者面前。

贯穿变革和史实的，是黑泽尔对美联储如何在扬弃和徘徊中找到货币本位和政策目标，如何明确现代中央银行的职能，如何形成控制通胀的理念、市场化的工具和明晰公开的管理规程，如何发现公众预期的影响并尝试与之沟通互动等问题的观察、再现和思考。我们可以看到，今日美联储货币政策所蕴含的理念、技术、制度等并非一蹴而就，当下我们看起来顺理成章、毋庸置疑的一些政策，历史上往往都经历过漫长的探索和往复。比如，美联储货币政策的独立性在全球中央银行中享有盛名。早在美联储成立之初，《联邦

储备法》就在法律层面上确定了美联储相对于政府的政策独立性。但在实际的演进和探索中，迫于某些历史时期政府、国会的压力和严峻的经济形势，美联储的独立性都曾受到过严重挑战，并造成了严重的经济后果。二十世纪七八十年代困扰美国的“滞胀”，在很大程度上便是美联储过度迎合政府，试图同时追求物价稳定和经济增长而造成的恶果。

尽管涉及的文献、主题浩繁，但黑泽尔的观点和理论线索却极其简单、清晰。在他看来，货币政策的核心是维护物价稳定。在金本位时期，这一目标取决于黄金供求及其在国际间的流动。而在信用本位时期，这一目标则取决于公众对通货膨胀的预期。因此，从金本位货币向信用本位货币的过渡，最根本的影响不仅是货币供求机制的变化，还在于货币价值的“锚”从具有内在价值的实物转向不确定的公众预期，这意味着以维护物价稳定为核心的货币政策体系将截然不同。当然，在实践中，中央银行家并没能及时地认识到这样的变化，而将金本位时期的货币政策理念沿袭到新的阶段。以至于在从金本位向信用本位过渡的漫长期间中，货币政策非但未能很好地实现其稳定物价的目标，反而屡屡成为经济动荡的根源。在黑泽尔看来，二十世纪三十年代的大萧条，以及六七十年代的滞胀，根源都在于货币政策理念与货币本位演进的错位。黑泽尔认为，在信用本位体系下，货币政策最重要的职责在于以更为明确的制度来锚定公众的通胀预期，以切断相机抉择对预期的频繁干扰，以此为货币政策赢得更大的空间。也正因为此，在黑泽尔看来，尽管沃尔克和格林斯潘成功地管理了公众预期，并将美国带进了长达二十年的“大缓和”的繁荣时期，但二者都没有意识到建立一个更

加透明和稳定的制度的重要性。在缺乏制度制约的情况下，中央银行领导的更迭与情势的变迁，仍有可能让货币政策重回窠臼。就这个意义上讲，百年联储的变革仍任重道远。

所幸的是，作为联储体系资深的研究人员，黑泽尔的观点代表了美联储内部的主流看法。在本书付梓（2008年）之后，美联储在完善“名义锚”制度方面做出了许多重大的探索。经过先后两位主席（伯南克和耶伦）的努力，美联储已经基本确立2%的通货膨胀目标，以更明确的方式来锚定信用货币的长期价值。此外，为进一步稳定公众对货币政策走向的预期，美联储在2012年还设立了沟通委员会，专门负责与社会公众的信息沟通和预期管理。在伯南克（2004年）看来，强化中央银行与社会公众的沟通有三方面的好处：其一，在短期内，清晰的沟通有助于经济主体预期并理解中央银行的决策，从而可以降低金融市场的波动与风险，并平滑利率变动；其二，在长期内，有关中央银行政策目标和路径的沟通，有助于锚定公众的长期预期，特别是对通货膨胀的预期；其三，通过更清晰和公开的沟通，可以引导金融市场参与者对未来政策路径的预期与中央银行的规划保持一致，这有助于提高货币政策的效力。以上这些变化，进一步证实了黑格尔贯穿始终的观点的正确性。这些变化，不仅局限于美联储，更是信用本位体系下各国中央银行演进的必然方向。

总体说来，黑泽尔的这部著作作为我们研究美联储货币政策提供了很多新鲜的、客观的观察视角。这部著作提示我们，美联储具体的货币政策都有着哪些历史的、当下的背景，可以帮我们避免生搬硬套的谬误，以及避免遗漏和忽视的风险。特别地，在2008年金

融危机之后，中央银行货币政策内外部环境发生了重大变化，各种工具创新也层出不穷，如何去评价这些创新的作用与价值，可能还需要借助更长的历史视野，而本书正好给我们提供了这样一个参考。借由这部译著的付梓，寄望我国货币政策研究在日益开阔的国际化视野下成果更加丰硕。本书所涉及的文献资料浩繁，囿于译者的水平，疏漏难免，还请广大读者不吝指正，以便我们不断改进和完善。

中国社会科学院金融研究所 曾 刚

目 录

第一章	货币本位的演化	1
一	沃尔克 - 格林斯潘货币本位	2
二	“扩张 - 紧缩”反复的货币政策与名义锚的丧失	3
三	新的名义锚	8
第二章	公众认知与政策模糊	10
一	有关货币政策本质的争论	10
二	规范的路线图	13
三	无理论的预测	15
四	总结性评论	17
第三章	从金本位到信用货币	19
一	金本位制度	19
二	重建金本位	22

三 “大萧条” 26

四 零利率下限 47

五 总结性评论 49

附录：借入准备金操作程序 50

第四章 从“二战”到财政部 - 联储协议 52

一 理念的改变 52

二 战后通货膨胀 54

三 用金本位预期解释衰退 61

附录：各种实际利率估算 68

第五章 马丁与“逆风而行”的政策 72

一 从真实票据到“逆风而行” 72

二 马丁与现代中央银行的创立 82

三 艾森豪威尔保守主义 84

四 总结性评论 86

第六章 通货膨胀是非货币现象 87

一 充分就业下的通货膨胀 87

二 赫伦的议事单：工资和物价制定指导 89

三 利用菲利普斯曲线 95

第七章 大通胀时期的到来 96

一 “扩张 - 紧缩”往复的货币政策的实质 96

二 马丁与赫伦之争	97
三 马丁和约翰逊	99
四 总结性评论	110
第八章 伯恩斯和尼克松	112
一 从紧缩到扩张	114
二 管制	123
三 表面上的成功	127
四 通货膨胀与管制的结束	131
五 是欧佩克或联储制造了通货膨胀？	138
六 总结性评论	141
附录 A：伯恩斯领导时期的货币政策程序	142
附录 B：货币增长与通货膨胀	147
第九章 布雷顿森林体系	149
第十章 福特政府时期的政策	162
一 政府的经济政策	162
二 伯恩斯与货币政策	166
三 在经济衰退中保持冷静	168
四 为何是紧缩的货币政策？	170
五 势均力敌的大选	174
第十一章 卡特、伯恩斯和米勒	177
一 汉弗雷 - 霍金斯法案	177