



“百年美联储”的货币政策演变历程及其启示

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮
王婕 郭可为 罗宁 吕振艳

执笔：程远 王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2013/9/5 《美联储退出量化宽松政策的路径及其影响分析》

2013/7/30 《有关美联储计划退出QE而引发的市场震荡的几点看法》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 美联储百年货币政策主要经历了以下阶段：成立初期，美联储的货币政策以被动适应管理为主；二战后到1970年代中期，美联储执行以利率为中介目标的“相机抉择”货币政策；1970年代后期到1990年代初，美联储确立以货币供应量为中介目标；从1994年开始，美联储开始遵循泰勒规则，将中介目标调整为实际利率；之后一直到2007年次贷危机前，货币政策的一个突出特征是利率微调；次贷危机后，美联储推出QE和前瞻性利率指引等非常规货币政策。
- 在百年发展历程中，美联储货币政策最终目标经过反复变动，最终确立了稳定物价和保证充分就业的双重目标，中介目标则经历了“利率—货币供应量—实际利率”的变化，而货币政策工具在三大工具基础上不断推陈出新。
- 美联储百年货币政策演变历程对我国货币政策改革和完善的启示：首先，货币规则的制定长期要以“规则”为指导，短期辅之以“相机抉择”进行灵活调整；其次，货币政策目标目前仍要兼顾四大目标，但应根据各时期的发展特点有所侧重；再次，利率将是中介目标的首选，应积极推动利率市场化进程；最后，应完善公开市场业务的操作工具，长期而言应通过加强国债市场建设使短期国债替代央行票据成为主要的公开市场操作工具。

目 录

一、美联储建立的历史背景.....	1
二、美联储货币政策的发展历史.....	1
(一) 1913年成立至1935年改革：“被动适应型”货币政策.....	1
(二) 二战后至上世纪90年代初期：“主动调整型”货币政策.....	3
(三) 上世纪90年代至2007年：利率微调式货币政策.....	5
(四) 金融危机以后：非常规货币政策.....	6
三、美联储货币政策最终目标、中介目标以及政策工具的演变.....	7
(一) 最终目标的转换：单一目标—多重目标—双重目标.....	7
(二) 中介目标的转换：利率—货币供应量—实际利率.....	8
(三) 货币政策工具：三大政策工具+创新性工具.....	9
四、美联储货币政策百年发展的启示.....	10
(一) 货币政策规则的选择.....	11
(二) 货币政策最终目标的选择.....	11
(三) 货币政策中介目标的选择.....	12
(四) 货币政策工具的发展变化.....	12



2013年正值美联储建立100周年，作为美国的中央银行，美联储自成立以来，就把维护美国经济平稳发展和金融稳定作为根本目标。100年来，美联储的货币政策几经变化，其角色和功能也有不断地调整，其中有成功经验，也有失败教训，通过对美联储货币政策演变的梳理和回顾，希望能够对我国货币政策的制定和执行有所启示。

一、美联储建立的历史背景

19世纪后半期到20世纪初，随着美国经济在内战后的迅猛发展，全社会对资本的需求也不断扩大，但是当时的国民银行体系和货币发行方式无法与之匹配，分散的货币发行管理机制和缺乏弹性的货币供给机制带来的是经常性的货币恐慌，进而诱发金融危机，阻碍经济的进一步发展，因此，有关银行体系和货币发行机制的改革迫在眉睫。对于改革方向，主要有两大派别，一派是由伍德罗·威尔逊为首的民主党和一部分中西部的中小型银行家组成，他们认为要建立以政府为主导的货币管理机构，而以大商业银行家为代表的另一派认为应建立为私人所有的中央银行，双方在长期的斗争中最终达成妥协，建立政府控制的联邦储备体系，但在这个机构中赋予私人银行家们一定话语权，允许他们就货币管理问题提出建议。1913年，由时任美国总统的伍德罗·威尔逊签署了《联邦储备法》，成立联邦储备体系，统一管理和发行货币，维护金融稳定。因此，美国联邦储备体系的成立实际上是一个公共利益和私人利益相结合的产物，美联储由联邦储备委员会和分散在各地的区域性联邦储备银行构成。联邦储备委员会体现公众利益，成员由政府任命，主要负责监管工作，而各地的联邦储备银行由私人银行家所有和控制，负责具体的货币管理工作。

二、美联储货币政策的发展历史

（一）1913年成立至1935年改革：“被动适应型”货币政策

1、成立初期的特点：央行地位未完全确立

美联储成立之初的政策目标是：防止周期性的金融恐慌带给美国社会更大的

损伤，努力维持金融稳定。这一时期的货币政策理论依据是真实票据理论¹和金本位制度²，主要的货币政策工具是通过贴现窗口向银行进行短期贷款，提供货币的弹性供给，来满足商业运行中对货币的流动性需求，同时，辅之以公开市场操作，在公开市场进行政府债券的买卖，最终达到维持金融和经济稳定的目的。

美联储的成立无疑对于稳定当时的金融形势有很大的作用，但是，由于刚刚成立的美联储在政策制定和货币管理方面的专业知识都比较欠缺，因此也存在一些不足之处。

首先，美联储并没有完全确立中央银行的地位，兼具公共和私人双重性质，两方面力量没有明确划分在贴现窗口和公开市场操作的掌控权力，致使双方在货币政策的制定和执行上都有分歧，成为后期政策失误的导火索。

其次，初期美联储的货币政策一直建立在真实票据理论和金本位制度的基础上，这两种都属于被动适应性的管理理论，认为信贷管理可以“自动”运作，而不进行主动的调节管理，这也导致在大萧条发生时，货币政策无所作为。

再次，最初成立的联储委员会实质上是财政部的附属机构，在贷款利率和贴现率制定等方面都听从于财政部的指示，美联储既没有控制货币与信贷的实权，也没有力量监管联储银行的行动。

2、大萧条时期：货币政策完全失效

大萧条时期，美联储基本延续了成立初期的货币政策，特别是对于货币政策理论基础的坚持，并且开始奉行“清算债务主义理论”（Liquidation Theory），认为20年代初期经济过于繁荣，市场上存在许多“过量”，这个时期的衰退只是经济自身“挤压”过量的过程，是经济的自我调节和修复。因此，面对经济大萧条，美联储担心美元受到投机性的攻击，为维持金本位制度，非但没有通过调节

¹真实票据理论是一种微观层面上的被动适应性管理理论，是通过监控信贷质量控制货币发行的理论。按照这种理论，货币的短期供给必须满足商业发展的需要，即社会需要多少贷款，就相应地提供同等数量的货币。银行的业务主要集中于以真实票据为基础的短期自偿性贷款，以保持与资金来源高度流动性相适应的资产的高度流动性。

²金本位制是一种宏观货币管理理论，在金本位体制下，所有的国家都以黄金作为储备，并以此为基础发行货币。货币管理基本上是一种市场“自动”运作的结果，并不需要依靠人的主观判断。联储决策者们所要做的主要是保护储备优势，以维持黄金支付的地位。



和放松货币政策补偿经济衰退，而是通过提高利率，防止货币外流。

可以说，大萧条时期，美联储的货币政策在执行上基本是失败的，并没有实现维持经济稳定的目标，主要的教训有两个方面：

首先，过分依赖真实票据理论和金本位制度，面对危机无所作为，没有根据经济变化形式及时做出调整，导致经济危机越来越严重。

其次，没有扮演好“最后贷款人”的角色，没有采取措施很好地应对银行挤兑，认为银行信贷过度，缩小银行规模是正常现象，听任银行在全国范围的破产倒闭，银行系统的衰退带来的是更大规模的金融恐慌。

3、罗斯福新政和 1935 年改革：放弃真实票据理论和金本位制

罗斯福新政时期是大萧条以后的恢复和修正期，货币政策最主要的目标是提高就业率，在这个阶段的调整中最终放弃了真实票据理论和金本位制的理论基础，在货币政策工具方面引入了法定存款准备金率，与贴现窗口和公开市场操作共同发挥效用。货币政策的制定不仅要关注商业中的短期流动性需求，更要考虑国家整体的信贷形势，同时允许向更多的交易方贷款，扩大了抵押担保品范围。

这一时期，《1933 年银行法》和《1935 年银行法》的颁布对美联储的改革具有重大的历史意义，设立了联邦公开市场委员会（FOMC）；美联储内部的权力和职责进行了更为明确的划分，联储委员会基本获得了完全意义上的货币管理权，成为货币政策的主要决策者。

罗斯福新政中对于银行和货币政策的改革主要有两个方面的成功之处，这也是大萧条过后美国经济复苏的重要起点。第一，放弃真实票据理论和金本位制度，货币政策得以放松，货币供应量加大，物价开始回升，通货紧缩的局面逐渐结束。第二，联邦存款保险公司（FDIC）于 1934 年成立，储户的存款资金就此有了保障，其存款信心得以增强，大大减少了挤兑风险。

（二）二战后至上世纪 90 年代初期：“主动调整型”货币政策

1、战时的盯住低利率政策

二战期间，美联储为了筹措军费，采取盯住利率政策，长期保持战时低利率，只要利率上升美联储就通过公开市场操作，迫使利率下降。这一政策一直延续到

1950年，朝鲜战争爆发，美国国内货币发行量扩张，物价高涨，导致了严重的通货膨胀。1951年美联储和财政部达成协议，开始取消盯住低利率政策，同时，美联储正式脱离财政部，真正开启美联储独立制定货币政策的时代。此外，在放弃“战时盯住低利率”之前，美联储对短期利率的调整集中在政府国库券利率上，但之后贴现工具和公开市场操作的重点从国库券利率向联邦基金利率侧重，联邦基金利率逐渐成为美联储调控的主要对象。

2、二战后至上世纪70年代中期：逆周期的货币政策

这一时期，美联储确立了货币政策的双重目标——“稳定物价”和“提高就业率”。从1951年放弃盯住低利率政策到70年代，美联储一直奉行凯恩斯主义“相机抉择”的货币政策，即随着美国周期性扩张或是紧缩的经济状况，货币政策也相应地在紧缩性和扩张性之间交替调整，因此这一阶段的美国货币政策主要以反经济周期的货币政策为主。货币政策的中心环节是利率，美联储主要是通过联邦基金利率来调节货币发行和信贷量。

从1951年到60年代中期，美国的货币政策总体来说偏向于宽松，在这一时期，通胀水平保持在较低水平，就业率也有所提升，经济实现了较为平稳的发展。而从60年代中后期至70年代中期，美国经济经历了从平稳增长到缓慢增长，再到70年代末期的“滞胀”状态。这一阶段由于经济状况复杂多变，美联储的货币政策目标也是在抑制通胀和提高就业率上不断变化，货币政策时紧时松，使经济基本处于“松—胀—紧—滞—停滞”的恶性循环中。

可以看出，这段时间，美联储虽然一直在积极地变动货币政策，调整政策目标，但从根本来说，美联储并没有发现问题的根源，只是一味交替使用扩张性和紧缩性的货币政策，以期熨平经济波动，但是货币政策非但没有起效，反而使美国经济最终陷入了“滞胀”的局面。

3、上世纪70年代后期至90年代初期：转变为以货币供应量为中介目标

1970年代后期，美国经济陷入严重的滞胀状态，通货膨胀高达两位数，因此这一阶段，美联储将货币政策的首要目标定为抑制通胀。同时，在1979年进行了一次重大的货币政策改革，主导思想由凯恩斯主义转向以弗里德曼为代表的



货币主义，将货币政策的中介目标由联邦基金利率转向货币供应量 M1，实行紧缩性货币政策，后来随着货币供应增长率出现大幅波动，美联储放弃设定狭义货币 M1 目标，转向广义货币 M2。到了 80 年代末，M2 增长与经济活动之间的关系也越来越弱，美联储最终放弃了以 M2 作为货币政策中介目标，仅仅将其作为监测的变量指标，取而代之的是准备金总量³指标，即通过控制准备金总量来调节利率水平，通过公开市场操作来达到准备金总量的目标，这一状况一直维持到 1994 年。

美联储在这一阶段顺应经济发展，及时地调整货币政策中介目标，在货币主义思想的指导下，该阶段美联储通过控制货币供应量来稳定币值和物价，缓解了通胀压力，为经济增长提供了稳定的宏观环境。

（三）上世纪 90 年代至 2007 年：利率微调式货币政策

本阶段的货币政策目标确定为低通货膨胀和适度经济增长。货币政策再次出现重大转变，从 1994 年开始，泰勒规则⁴代替货币主义成为货币政策制定的理论依据，相应地以实际利率为中介目标的“中性”货币政策⁵取代以货币供应量作为中介目标的政策。泰勒规则的政策含义是联邦基金名义利率要顺应通货膨胀率的变化，以保持实际均衡利率的稳定性。例如，如果产出的增长率超过潜在水平，或失业率低于自然失业率，以及预期通货膨胀率超过目标通货膨胀率，则使实际利率偏离实际均衡利率，货币当局就应该运用政策工具适当提高联邦基金名义利率，使实际利率恢复到实际均衡利率。到 2000 年末，美国经济发展逐渐放缓，为防止经济停滞，美联储在 2001 年当年连续 11 次降低联邦基金利率。连续的降息，低成本的融资，一方面刺激了投资、信贷和消费，经济低迷状态有所好转，但另一方面，连续降息导致经济中出现了大量的资产泡沫。从 2004 年到 2005 年，

³准备金是指银行为保证客户提取存款和资金清算等需要而留存的准备资金。将准备金总量确定为中介目标是因为银行准备金与货币供应量有内在的因果关系，货币当局通过银行准备金的变动来观测货币供应量的变动，但又因为不同种类和级别的银行，其准备金是不同的，所以只能从准备金总量的增减来观测货币供应量的变动。

⁴泰勒规则公式， $i_t = \pi_t + r_f + h(\pi_t - \pi^*) + g y_t$ ，其中 i_t 为名义利率，即联邦基金利率， r_f 为均衡实际联邦基金利率， π_t 为近期通货膨胀率的均值(预期通货膨胀率)， π^* 为目标通货膨胀率， $\pi_t - \pi^*$ 为通胀缺口， y_t 为产出缺口， g 、 h 是调整项的反映系数，一般确定为 0.5。

⁵中性货币政策是指货币当局根据宏观经济形势灵活调整利率，使利率水平保持中性，既不对经济起抑制作用，也不起刺激作用，从而使经济在潜在的低通货膨胀条件下稳定增长。

美联储又连续 10 次提高利息，加息不仅直接刺破了美国的房地产泡沫，还最终引发了 2007 年的次贷危机，并随后演化为全球性金融与经济危机。

在这一时期利率政策的实施过程中，美联储多次进行利率微调，次数多，但幅度小，既通过微调主动控制调控的力度和分寸，也注意结构式的利率调控，以此既为经济运行创造宽松的环境，又达到防止通货膨胀的目标。同时，努力提高政策的公开性与透明度，合理引导公众预期。在货币政策工具的运用上主要有以下特点：一是逐渐降低法定存款准备金率，而且逐渐减少对这一工具的运用；二是以联邦基金利率作为操作目标，通过公开市场操作来实现，公开市场操作也成为至今为止最重要、最常用的货币政策工具；三是自 1980 年代以来美联储逐渐减少对贴现窗口的使用，贴现窗口主要充当着最后贷款人的角色。总体来看，从上世纪 90 年代到次贷危机到来之前，货币政策对于维护美国经济的发展还是卓有成效的。

（四）金融危机以后：非常规货币政策

自 2007 年次贷危机爆发后，美联储开始连续降息，在短时间内将联邦基金利率目标由 5.25% 下调至 0-0.25% 之间，实际上启动了零利率政策。美联储无法再通过下调名义利率刺激经济，面对经济形势的恶化，美联储选择了量化宽松的非常规手段，于 2008 年 11 月至今，共启动了三轮 QE 和一次扭转操作，大规模买入政府债券及各种形式的机构证券，向金融体系与实体经济注入巨额流动性，目的是通过维持低利率和增加货币供给来刺激投资和消费，抵御金融危机的后续影响，进而刺激经济复苏。同时，美联储还创设了定期拍卖便利（TAF）、商业票据融资便利（CPFF）、一级交易商融资便利（PDCF）和定期证券借贷便利（TSLF）等创新性政策工具融出资金，尽力满足金融机构的流动性需求，帮助其恢复放款能力。

值得一提的是，美联储在危机后还采取了另一项重要货币政策——“前瞻性利率指引”。这是央行的一种非传统政策工具，指央行对未来利率政策走向给出一些语言暗示来引导市场预期。美联储在与公众的信息沟通中，通过降低私人部门对未来短期利率的预期，从而带动长期利率的下行，以此缓解紧张的金融状况，



以压低融资成本，刺激消费与投资。在联邦公开市场委员会公布的会议纪要中就多次指出“联邦基金利率可能在一段时间内保持在低水平”，从实施效果看，市场上对于利率上扬的时点预测都相应地延后，与委员会的指引保持了一致。

虽然针对非常规货币政策的实施效果各方评价不一，其政策利弊也一直是讨论的话题，但不可否认的是，与1929年金融危机时相比，美联储此次在应对金融危机、制定货币政策方面更加主动和及时，并对维护美国金融市场稳定及促进美国经济复苏发挥了积极作用。相比大萧条时期，本轮全球金融危机期间，美国的银行没有发生大规模倒闭风潮，货币市场流动性紧缩的状况也得到有效缓解，美国经济的衰退趋势较快得到遏制，实体经济逐步好转。

三、美联储货币政策最终目标、中介目标以及政策工具的演变

（一）最终目标的转换：单一目标—多重目标—双重目标

货币政策目标就是指最终目标，是整套货币政策制定的根本出发点，也是货币政策实施期间经济运行的总体方向。在百年的发展历程中，美联储货币政策的最终目标经历了从充分就业的单一目标，到充分就业、物价稳定、长期利率稳定和经济增长等多重目标，再到最终以法律的形式确立了稳定物价和保证充分就业的双重目标。

1929年以前，美国政府将稳定物价作为单一目标；1929—1933年经济大萧条到二战结束，美联储提出了充分就业和稳定物价的双重目标，在大萧条时期偏重于充分就业，而在二战时期偏重于稳定物价。战后至1960年代初，美联储在处理充分就业、经济增长和稳定物价三者的矛盾上，采取了避轻就重的原则，以充分就业为主，经济增长次之，稳定物价最次。从1960年代中后期到1990年代初期，经济发展周期性扩张与紧缩交替出现，美联储在这个时期仍然将降低失业率和稳定物价视为重点目标，但是由于特殊时期新的经济情况的出现，也呈现出多个政策目标并存的局面，例如70年代布雷顿森林体系崩溃，为继续保持美元的霸主地位，保证美元的信誉，美联储将平衡国际收支也作为货币政策最终目标之一；还有在1975—1993年期间，随着美国长短期利率的上涨和易变性的增

加，美联储一度把稳定市场利率这一目标也提到了相当的高度。但是多个货币政策目标并存的实践效果并不理想。例如，1970年代时，稳定物价、充分就业、经济增长、国际收支平衡等几大目标之间的矛盾极为突出，1970年代初美国出现高通胀和严重失衡的国际收支，为扭转这种局面，美联储实行了紧缩的货币政策，却又导致了1973—1975年严重的经济危机，经济增速放缓，失业率上升，美联储不得不放松货币政策，却又导致了高通胀和高失业率并存的局面。

此后，《1977年联邦储备法修正案》对美联储的货币政策目标做了详细规定，即“有效促进最大就业、稳定的价格以及适度的长期利率的目标”。因长期利率只能在稳定的宏观经济环境之下才能维持，所以上述目标常常被归纳为美联储的双重使命。换言之，美联储追求两个平行的政策目标：最大就业与价格稳定。自此，最终确立了美联储货币政策的最终目标。

从美国百年货币政策目标演进的历史可以看出，相比而言，美联储较少的货币政策目标比多重目标更加成功。要想达到多种目标之间的平衡需要两个条件：首先是美联储实行的货币政策工具能够同时对全部目标的实现有良性推动作用，其次是各个目标之间具有可靠的相关性。但是真正有效的货币政策工具有限，不可能同时对几个目标都起到正面的效果。因此，我们也可以得出，在制定货币政策目标时，要依据特定的经济情况突出重点，如果必须选取两个以上的目标，那应尽量使这些目标之间具有最大的正相关性。

（二）中介目标的转换：利率—货币供应量—实际利率

货币政策中介目标是指在货币政策传导过程中，中央银行依据事前既定规则，运用政策工具直接予以调控，以此影响最终目标实现程度的中介变量。它是货币政策最终目标和政策工具之间的过渡性指标。

美国的货币政策对宏观经济调控发挥着越来越重要的作用，中介目标作为货币政策传导机制的关键因素，不可能存在一个指标适合所有经济发展阶段，为了更好地适应不断变化的经济形势，中介目标的选取也要进行适应性调整。美国货币政策的中介目标经历了在利率和货币供应量之间的转换，具体过程是：利率—货币供应量—实际利率。



从战后到 1970 年代，货币政策以凯恩斯主义为理论基础，以充分就业为主要目标，中介目标以利率为主。70 年代末期“滞胀”局面的出现导致凯恩斯主义让位于货币主义，一直到 80 年代末，货币政策的中介目标主要为货币供应量。到 90 年代，随着美国货币供应量与经济增长的相关关系削弱，美联储引入“泰勒规则”，放弃 70 年代末以来以货币供应量为中介目标的货币政策，重新提高了利率指标在货币政策中介目标体系中的调控地位，确定“实际利率”为货币政策的中介目标。同时，建立了以利率为中心、包括由货币供给量和汇率等多项金融变量组成的中介目标体系。

从美联储中介目标的演变历史可以得到以下启示：第一，一套理想的货币政策中介目标体系要与其最终目标和宏观经济运行之间存在较好的相关性。第二，货币政策的中介目标应该是动态的目标体系，不能固守不变，而要随着国家经济运行状况的改变而进行调整。第三，随着经济的不断深化，中介目标将在一个更广泛的层次上展开，这也要求在中介目标的选择上要具有更加严谨的逻辑和综合的视角。

（三）货币政策工具：三大政策工具+创新性工具

货币政策工具是央行为实现一定的货币政策目标而采取的各种策略手段的总和，它是中央银行可以直接控制的经济变量。中央银行通过运用这些政策工具，对基础货币、银行储备、货币供应量、利率以及金融机构的信贷活动等产生直接或间接的影响，从而有利于货币政策目标的实现。有效的货币政策工具是货币政策目标得以落实的有力保证。

从美国货币政策工具实施的历史来看，从美联储成立到二战前采取的货币政策，美联储的三大政策工具——准备金政策、再贴现政策和公开市场业务都已投入实践。刚开始的时候，沿用的是通行的贴现率手段；1920 年代，将赢利性的公开市场业务变成政策工具；1930 年代大萧条时期，又由国会授权，采用存款准备金工具。

具体来看，贴现窗口是美联储使用最早的政策工具，1913 年美联储创立后，贴现窗口放款曾是帮助成员银行应急和执行货币政策的主要工具，主要是对商业

票据进行贴现。通过调整再贴现率来影响商业银行向美联储借款的成本，从而影响经济中的信贷总量。一直到1990年代，存款准备金率的持续降低使得美联储贴现窗口的作用越来越小，再贴现和再贴现率实际上已经降为一个次要的政策工具。现在，美联储不再通过再贴现向银行融资，而是直接向银行提供贷款。

法定存款准备金率在大萧条时被引入，在很长一段时间都是美联储进行货币发行量调节的重要工具，但90年代后随着法定存款准备金率的逐步降低，乃至取消法定存款准备金制度的建议逐渐受到重视，美国虽然到目前还没有最终放弃法定存款准备金制度，但实质上已经不把它当作一项政策工具来使用了。

至于公开市场业务则是美联储用得最多，也是最有效的一个工具。在美联储成立之初，公开市场业务的作用主要有两方面，一是利用联邦储备体系的多余资金，二是使得贴现政策更加有效。经过20世纪30年代的大萧条，公开市场业务逐渐演变为政策工具之一，现在已经是美联储最重要的政策工具。

此外，在三大政策工具的基础上，美联储也推出了一些辅助性的政策工具，例如在次贷危机发生以后，美联储推出了许多创新性的融资融券类非常规货币政策工具，正如在前文提到过的TAF、CPFF、PDCF等，这些政策工具可分为三类：一类是面向存款类金融机构的政策工具，一类是面向货币市场的政策工具，还有一类是面向一级交易商和证券持有与发行机构的政策工具。

总体来看，美联储运用货币政策工具的实践中，始终坚持三大政策工具并举，但每个时期各有侧重，同时又能根据经济金融形势的需要积极创造创新性政策工具，这种有主有辅、较为灵活的货币政策工具运用方式对各国央行都有着很好的借鉴意义。

四、美联储货币政策百年发展的启示

从对美联储百年货币政策的梳理中，可以发现，作为美国的中央银行，美联储在制定和执行货币政策中出现过失误，但总体来说，它能够及时地寻找到正确的解决方法，其宝贵的经验、也给我们提供了许多启示。



（一）货币政策规则的选择

货币政策的制定规则可以说是整个货币政策框架构建的基础,有效的货币政策规则有利于货币政策制定和执行的科学性和系统性,增强货币政策的可信性和适用性。长期以来有关货币政策规则的争论主要集中在凯恩斯学派的“相机抉择”与弗里德曼的“单一规则”。相机抉择货币政策是指中央银行依据对经济形势的判断,为达成既定的货币政策目标而采取的权衡性措施,主张在经济萧条时采取宽松的货币政策,在经济扩张时采取紧缩性货币政策。“单一规则”认为货币政策从制定、实施、到实际生效会有“时滞”,会造成货币政策无法如期及时准确地发生作用,因此,根据经济增长速度和居民长期消费需求等因素,确定每年的货币供给增长速度,央行按照这一确定的货币供给增长率稳定地供给货币。但是,目前“单一规则”已经向更宽泛的“规则”过渡,包括汇率目标规则、利率目标规则、货币供应量目标规则、通货膨胀目标规则、名义收入目标规则和价格水平目标规则等。

美联储货币政策实践证明,由于存在信息不对称,所以很难对未来市场信息有准确预期,这就要求货币政策规则的选择要从宏观、长远的角度出发,结合我国目前的形势,要继续实施稳健的货币政策,坚持货币政策的稳定性和连续性,增强政策前瞻性、针对性和灵活性,继续发挥宏观审慎政策的逆周期调节作用。在一定时期内,以“规则”为指导,确定一个稳定的发展目标,从长期来看,利率目标规则(即前文提到的泰勒规则)必然是最终选择,但是由于我国目前利率市场化还没有完全实现,因此在短期内还要结合其他“规则”,在短期操作中要利用“相机抉择”进行灵活性的调整。

（二）货币政策最终目标的选择

美联储货币政策实践证明,多重货币政策目标不存在稳定的相关性,同时,一个货币政策也无法作用于多重目标,只能根据具体经济形势择其一而行。从我国长期实践来看,货币政策始终围绕四大目标制定:保持低通胀、促进经济增长、促进就业和保持国际收支基本平衡。目前四大目标并举是由我国的现实国情决定的,作为一个处于经济转型期的发展中国家,中国在市场程度、货币政策运作

和传导机制上不同于发达国家，因此，在短期内还无法实现单一目标制。但是在兼顾和平衡四大目标的基础上，依据各个时期的主要矛盾和突出特征，在目标选择上还是应该有侧重性。如今，转轨期的中国经济，国内物价走势不容乐观，存在上涨压力，需要特别注意经济过热和通货膨胀问题，因此近期央行货币政策的主要调控目标是控制通胀，低通胀的权重将更加高于其他三个目标。

（三）货币政策中介目标的选择

从美国和其他发达国家的实践经验来看，利率已成为货币政策首选的中介目标，但目前我国的实际情况是，利率市场化还没有完全实现，金融衍生市场和资本市场尚未得到充分发展，货币供应量仍将是未来一段时间内我国货币政策的主要中介目标。但长远来看，我们有必要与国际接轨，加快推进利率市场化改革进程，搭建市场利率体系，实现从数量型政策目标向价格型政策目标转变，逐步增强金融机构自主定价能力，优化金融资源配置，从而更好地发挥金融支持实体经济的作用。目前从我国国情出发，在向价格型政策目标转变的过程中，一方面要继续完善中央银行利率调控体系，疏通利率传导渠道，引导金融机构不断增强风险定价能力，依托上海银行间同业拆放利率（Shibor）建立健全利率定价自律机制，积极培育各类金融产品市场化定价的基准利率，提高 Shibor 的使用范围和影响力，确保利率市场化改革按照“放得开、形得成、调得了”的原则稳步推进；另一方面，为保证利率市场化过程中及利率市场化后金融发展的稳定性，要构建健康有序的金融业生态环境，包括完善金融机构的准入和退出机制，安全稳步地推动民间资本开办银行和金融机构，以及建立存款保险制度等措施。

（四）货币政策工具的发展变化

从美联储货币政策实施方式看，公开市场业务已成为最主要的政策工具。而从金融发展趋势来看，市场竞争日趋激烈，公开市场因其主动性、灵活性和微调性必定是中央银行进行货币政策操作和金融机构进行资金运作的主要场所。为更好地发挥货币政策的效用，我国在选择和运用货币政策工具时也应将重点放在完善公开市场业务方面，结合我国目前公开市场业务发展的现状，借鉴美联储的经验，概括出三点建议。首先，公开市场业务作为货币政策的工具是以资金自由流



动为基础的，只有利率能够正确反映资金价格时，资金才能在市场上自由流动。因此，对于完善公开市场业务，利率市场化是当务之急。其次，中央银行票据是现阶段中国公开市场业务中最主要的操作工具，它在对冲过多流动性、维持宏观经济稳定运行方面发挥了重要的作用。然而，由于其操作具有一定局限性（如参与者范围小、操作成本高、操作空间小等），以及随着国债市场、货币市场的不断完善，央行票据不可能一直占据公开市场操作工具的主导地位。从长期来看，由于国债安全性高、收益稳定，尤其是短期国债具有期限短、变现性强、市场表现活跃等特点，符合公开市场操作的要求，理应成为央行公开市场操作的主流工具。但是我国国债市场还存在有一些问题，例如国债结构不合理、品种单一，国债市场被强制分割成为两个独立的市场——银行间国债市场和交易所国债市场，两个不同的市场价格机制造成国债的流通不畅，无法成为我国公开市场业务的有效工具。因此要想充分发挥国债作为公开市场主要操作工具的作用，必须加大国债市场建设的力度，在国家金融环境允许的情况下，统一国债市场，同时要进一步优化国债投资方向和国债期限结构，加大国债流通的比例，扩大国债的市场规模，这样才能为我国公开市场业务的开展提供更加广阔的操作空间，进一步优化我国公开市场业务的效果。最后，进一步完善公开市场操作一级交易商制度，扩大公开市场操作交易对象范围，增加交易商数量，构建多层次、范围广的交易范围主体；同时，强化对一级交易商的评估和考核，以保证实现公开市场操作的目标。