

THE FED FOR 100 YEARS

# 百年美联储

一个独立帝国的金融真相

中国金融博物馆 编著



用最简约的文字讲清美国金融体系



北京联合出版公司  
Beijing United Publishing Co., Ltd.



# 百年美联储

## THE FED FOR 100 YEARS

美联储一百年来承担着维护物价稳定、促进高就业和经济金融稳定等多项重要国家职能。也正因为如此，它从诞生起就一直备受关注和争议。中国民众对美联储的认识，主要来自国内诸多翻译或编撰的只言片语。与这种间接渠道相比，中国金融博物馆将此书内容完整地介绍到中国，使中国观众有机会通过生动的照片、文字乃至实物介绍，更加直观快捷地了解一个真正的美联储。

中国人民银行作为中国的中央银行，职能日臻完善，维护了宏观经济发展和货币稳定。美联储百年来积累诸多经验对我国中央银行体系的完善发展，也能起到重要的借鉴作用。

——吴晓灵 中国金融博物馆学术委员会主席，中国人民银行原副行长

上架建议 畅销书·财经

ISBN 978-7-5502-4694-4



9 787550 246942 >

定价：42.00元

THE FED FOR 100

# 百年美联储

一个独立帝国的金融真相

中国金融博物馆 编著



北京联合出版公司  
Beijing United Publishing Co., Ltd.



图书在版编目 (CIP) 数据

百年美联储：一个独立帝国的金融真相 / 中国金融博物馆编著. — 北京：北京联合出版公司，2015.3  
ISBN 978-7-5502-4694-2

I. ①百… II. ①中… III. ①中央银行 - 概况 - 美国  
IV. ①F837.123

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第025345号

百年美联储：一个独立帝国的金融真相

作者：中国金融博物馆

总发行：北京时代华语图书股份有限公司

责任编辑：王 巍

封面设计：小徐书装

版式设计：祖 涵

责任校对：王 俊

---

北京联合出版公司出版

(北京市西城区德外大街83号楼9层 100088)

北京盛兰兄弟印刷装订有限公司 新华书店经销

字数181千字 700毫米×1000毫米 1/16 13.75印张

2015年3月第1版 2015年3月第1次印刷

ISBN: 978-7-5502-4694-2

定价：42.00元

---

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书部分或全部内容

版权所有，侵权必究

本书若有质量问题，请与本社图书销售中心联系调换。电话：010-63788823



# 序言

## 中央银行还有用吗？

“傻瓜，不管谁当总统都无所谓，只要格林斯潘做美联储主席就好！”

没错，在美国现代经济生活中，美联储的决策具有极为重要的影响力，这种影响通过复杂的传导机制，最终将会与每个普通人的生活息息相关。不仅如此，美国在全球的经济地位也使得美联储的影响远远超出国界，成为左右全球各国中央银行决策的罗盘。没有人敢于低估美联储的历史作用，也很少有人质疑美联储的责任与权利。

不过，每到大的经济危机到来，在经济学家的引导下，大众都会将问题和责任指向美联储，质疑政策方向和效果。在迅速转向市场经济的中国，中央银行也开始取代财政部成为批评的目标。

2014年是美联储诞生100周年，美国纽约华尔街上的美国金融博物馆用了两年时间筹备了一个纪念展览。在开幕前的6个月几乎搁浅，其中一个赞助者破产导致资金不足。作为联盟机构的中国金融博物馆立即出资成为该赞助的冠名赞助人，同时买下版权在中国的北京、天津和苏州三地巡回展览。

当然，我们也同样增加了中国的中央银行的内容，包括清末以来的具有中央银行职能的政府金融机构。美国方面担心我们会大幅改动甚至妖魔化他们的描述，用了两个月时间审定我们的翻译稿和增补部分，感到非常满意。主要赞助方美国纽约联邦储备银行还请我们授权

他们在宣传上使用我们的中文翻译稿。

合作非常成功！在北京和天津两地的展出就有 10 万人参观。在北京展的开幕仪式上，我们邀请了中央银行前副行长吴晓灵女士主持，300 位金融界人士参加。著名学者也是中国金融博物馆学术委员的许小年教授在发言中，回顾并批评了美联储的历史作用，同时并非调侃地声称：我们纪念它的最好方式就是——解散美联储！吴晓灵职责在身，立刻反击，造就一段论战佳话。

中国金融博物馆是推动大众金融启蒙的平台，我们坚持一个原则：摆事实，不讲道理。我们将美联储展览原汁原味引进，让大众自己参观自己品味。感谢有眼光的出版人在展览文本基础上进一步丰富，推广到更多读者。

中央银行发轫于现代工商业文明，也奠定了 100 年来全球经济突飞猛进发展的基础。在互联网云计算大数据的新环境下，它还会如何演化，希望读者思考。

中国金融博物馆 王巍

2015 年 1 月





# 目 录

CONTENTS

序言 中央银行还有用吗? 001

## 第一章

### 从未倒下：美联储的金融危机史

- |                        |     |
|------------------------|-----|
| 1. 魔鬼的呼唤：1907 金融大恐慌    | 002 |
| 2. 恐慌的延续：《联邦储备法》问世     | 011 |
| 3. 一战：美联储的洗礼           | 027 |
| 4. 惨痛的失误：咆哮时代之后的大萧条    | 032 |
| 5. 二战：虚假的繁荣与漫长的调整周期    | 045 |
| 6. 沃尔克的革命：杀死通胀的人       | 053 |
| 7. 大缓和：20 多年的大繁荣是怎样实现的 | 059 |
| 8. 贪婪的惩罚：次贷危机的真相       | 064 |
| 9. 延伸阅读：布雷顿森林体系与美元霸权   | 074 |

## 第二章

### 稳定压倒一切：美联储的三大使命

- |                      |     |
|----------------------|-----|
| 1. 治理通货膨胀是一场持久战      | 084 |
| 2. 最后贷款人：怎样勒紧金融危机的缰绳 | 089 |
| 3. GDP 的背后，充分就业才是目标  | 106 |

### 第三章

## 谁在掌控美联储：可能是最有权力的一群人

1. X 机构：政府内部的独立实体	118
2. 12 区：美联储的幕后老板	125
3. 不为人知的高级幕僚	128
4. 美联储主席：仅次于总统的实权人物	131
5. 神秘的纽约联邦储备银行	137
6. 最庞大的地下金库：8000 吨黄金储备	141
7. 理事会：你所不知道的分权制衡原则	147
8. 公开市场委员会：控制美元的可怕机构	151

### 第四章

## 三种武器：美联储如何玩转金融市场

1. 公开市场操作：美联储能肆意印钞票吗	158
2. 贴现率：美元的价格	169
3. 法定准备金：牵一发而动全身	172

### 第五章

## 精益求精：成熟的美联储支付体系

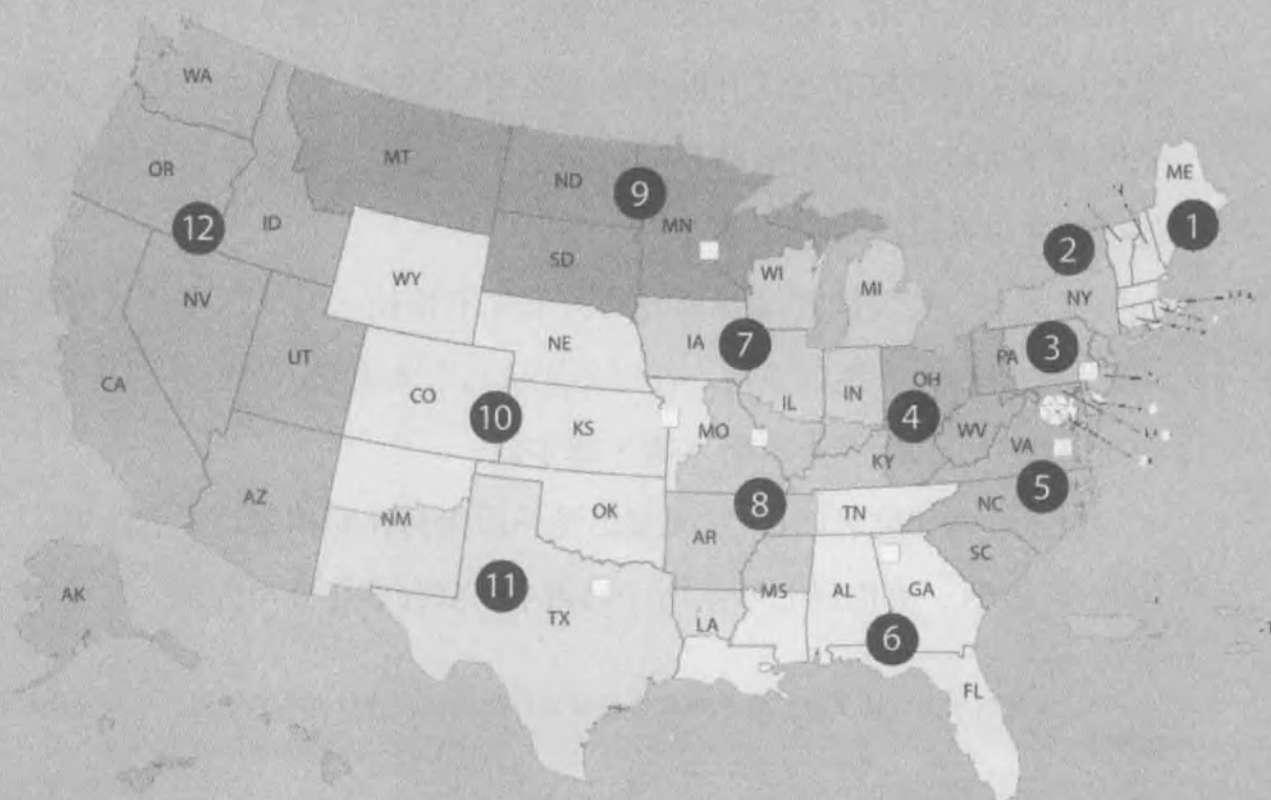
1. 美联储如何保证现金的充足	176
2. 美元是怎么生产出来的	181
3. 新美元如何投放	185
4. 美联储是怎么销毁纸币的	193
5. 电子转账背后的程序	195
6. 资金转账是怎么操作的	200
7. 自动清算系统是什么东西	204
8. 支票的秘密	206



## 第一章 >>>

# 从未倒下：美联储的金融 危机史

对于许多研究者而言，这无疑已是一段尘封在旧档案馆里的往事了。1907年10月，海因泽和摩尔斯计划做空联合铜业公司股票。这场大型金融投机活动在经过一系列复杂运作之后，于10月16日这天宣告失败，它直接导致了联合铜业的股价在短短两小时内从每股60美元暴跌至每股10美元，为接下来一场灾难性的金融危机拉开了序幕。





## 魔鬼的呼唤：1907 金融大恐慌

1907 年，当美国纽约市一家著名的信托公司掀起银行业恐慌浪潮并波及到金融中心之后，恐慌开始了。当时美国经济已经陷入衰退，在纽约证券交易所上市的股票价格下跌了 50%。在没有中央银行的情况下，恐慌很快蔓延全国。虽然由美国财政部、纽约票据清算所和那些最大的银行机构采取的权宜之计有助于制止之前的恐慌，但是这还远远不够，恐慌最终通过银行限制向储户支付而止步。之后，要求进行金融改革，包括建立中央银行的呼声又起。

事实上，美国联邦储备银行的历史并不算长，但试图厘清这段历史的确是一件令人头疼的事情。首先必须从两个人说起，他们分别是 F·奥古斯塔斯·海因泽和查尔斯·W·摩尔斯。

对于许多研究者而言，这无疑已是一段尘封在旧档案馆里的往事了。1907 年 10 月，海因泽和摩尔斯计划做空<sup>①</sup>联合铜业公司股票。这场大型

---

<sup>①</sup> 指预期未来行情下跌，将手中股票按目前价格卖出，待行情跌后买进，获取差价的利润行为。



金融投机活动在经过一系列复杂运作之后，于10月16日这天宣告失败，它直接导致了联合铜业的股价在短短两小时内从每股60美元暴跌至每股10美元，为接下来一场灾难性的金融危机拉开了序幕。

股价的暴跌导致联合铜业公司迅速破产，市面上的铜股持有人，包括罪魁祸首海因泽和摩尔斯在内，资产均遭受了重创。

不仅在20世纪初，即使在今天，投机商整垮上市公司的案例也时有发生。这种情况通常不会对股市造成大范围、深层次的影响，然而联合铜业的破产却是个例外，原因是海因泽和摩尔斯两人手里，控制着纽约众多的银行、股票经纪所以及信托公司，虽然这听上去有些不可思议，但实际情况却并不复杂，无论任何人，只要在这些机构的

■ 恐慌开始于纽约证券交易所外的场外交易市场，这个活跃市场后来成为美国证券交易所。



董事会中争取到一定数量的席位，都可以呼风唤雨。海因泽和摩尔斯做空铜业股票所使用的大量资金，主要就来自于所掌控的银行以及信托公司。

显而易见的是，做空活动的失败让这些机构皆蒙受了巨额的亏损，即使在没有互联网的1907年，这个消息依旧在一夜之间传遍了整个纽约。通常银行和信托公司的财产一旦遭受重创，随之而来的便会是投资者的挤兑。人们担心自己的存折和信托合同变成一张废纸，所以蜂拥而至要求兑现。

在众多被挤兑的金融机构里，当时纽约第三大信托公司——尼克伯克信托公司首先遭遇到了危机。

联合铜业股票暴跌发生在10月16日，仅仅在两日后，也就是10月18日，尼克伯克信托公司就遭遇了巨量挤兑的危机。面对这样的突发状况，尼克伯克公司并没有向外界求助或采取停业措施，而是尽量满足客户的提款要求，这样的挤兑持续了两天，期间纽约国民商业银行成为了该公司的清算银行。

两天以后，挤兑的狂潮非但没有停止，反而蔓延到了其他金融机构。金融市场的恐慌情绪开始迅速扩散，内陆的许多机构、储户听到风声，也争相来到纽约提取自己的存款，这让纽约的现金供应变得吃紧起来。

挤兑期间，纽约股市出现了严重的低迷。随着挤兑浪潮的扩散，股票投资人纷纷开始动摇，一些公司的股票直线下跌，电器设备公司的股票一天之内从每股103美元暴跌至每股79.875美元，随后被迫禁止交易，但这反而使股市产生了更为剧烈的动荡，短短几天里，两家股票经纪行相继宣告破产，普通投资人当中破产者更是数以千计。危机一刻不停地蔓延着，如果得不到有效的控制，那么挤兑浪潮很快就会从信托公司蔓延到商业银行，继而以纽约为中心向整个美国扩散，假如商业银行在挤



兑浪潮中倒下，那么美国的金融体系将面临崩溃。20世纪初的金融就是这样的脆弱。

眼看危机正在蔓延，而美国上下却找不出一个强有力的反危机组织来控制局面，处在悬崖边缘的纽约金融界该如何应对这场危机，是个急需解决的难题。

最终，纽约私人银行家们在经过激烈的讨论后，达成了联盟的共识，并请出已经隐退的老将摩根<sup>①</sup>来领导这场拯救行动。那么这位七十岁的年迈老人，将如何解救这场金融危机呢？

1907年10月20日，摩根返回纽约，迅速将遭受挤兑的几家信托公司总裁召集起来，敦促他们立即拿出一个应对挤兑的计划。这标志着摩根接手了领导危机解救工作的重任，他所面临的第一个难题，也是最关键的难题，便是可供应流动资金的紧缺。为此，拯救计划必须争取到私人银行和联邦政府的支持。

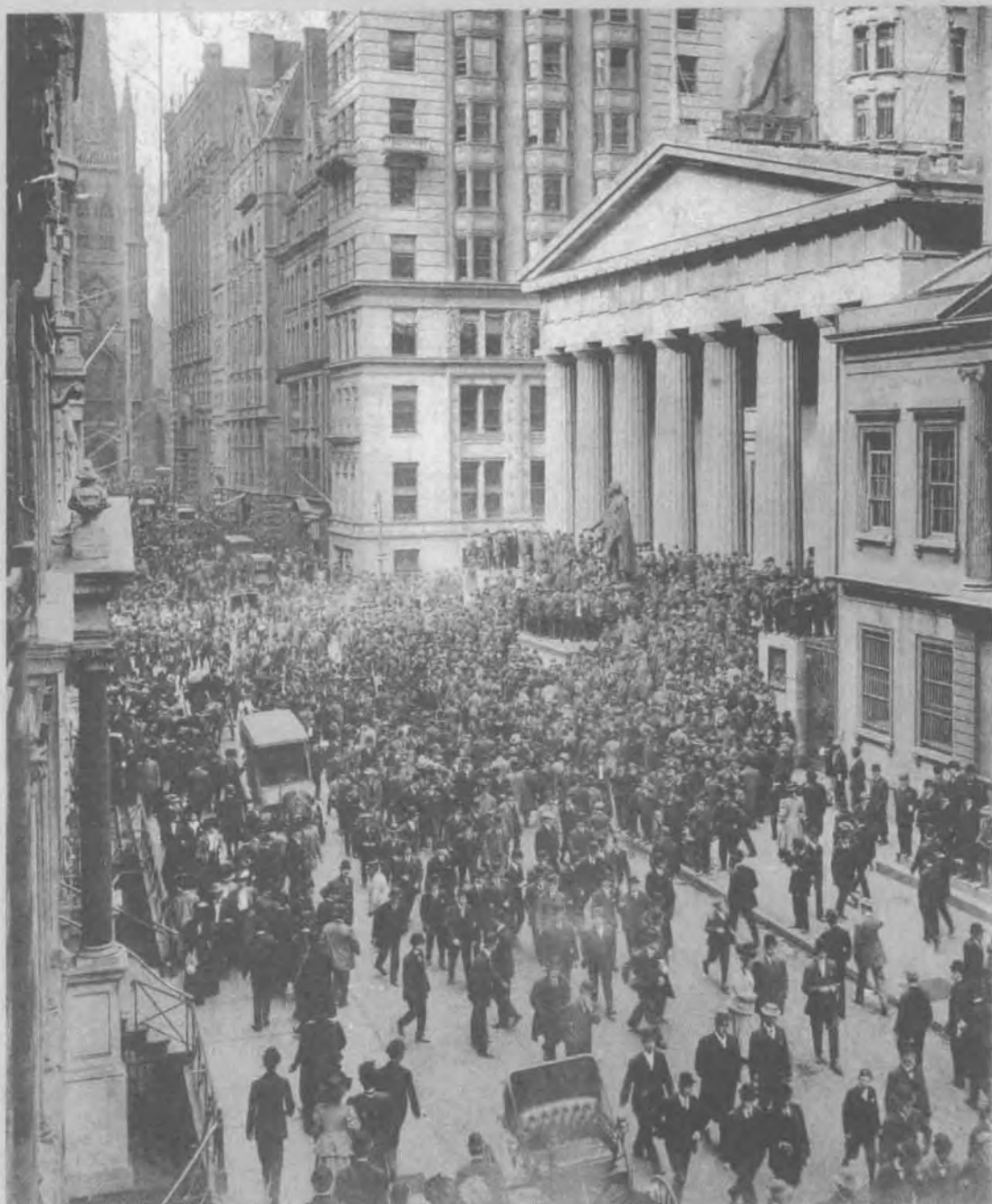
凭借其在金融界的地位、声望和影响力，摩根很快就争取到了纽约清算所和纽约银行家们的支持。纽约清算所应允与摩根协调行动，而银行家们则保证将支持摩根提出的任何建议，并服从摩根的调派。

10月20日晚上，摩根召集了两批人在自己的图书馆开会，第一批包括他自己、第一国民银行总裁乔治·贝克尔和国民城市银行（今天的花旗银行）总裁詹姆斯·斯蒂尔曼，由他们三人组成一个最高领导小组，负责总领全局、筹集资金，并讨论决策该如何分配眼前有限的资金。

第二支队伍由摩根的合伙人乔治·柏金斯、第一国民银行副总裁亨利·戴维森和银行家信托公司的本杰明·斯特朗组成。最高领导小组决

---

<sup>①</sup> 指约翰·皮尔庞特·摩根。1892年，他撮合了爱迪生通用电力公司与汤姆逊-休士顿电力公司合并成为通用电气公司。在出资成立了联邦钢铁公司后，他又陆续合并了卡内基钢铁公司及几家钢铁公司，并在1901年组成美国钢铁公司。1912年，著名的泰坦尼克号便是约翰·皮尔庞特·摩根所出资建造。



■ 恐慌期间拥挤的华尔街。

定让这三位年轻的银行家共同成立一个“营救委员会”，主要负责清查遭遇挤兑的信托公司账目，因此我们可以说这个委员会是一个会计团。

这轮账目清查的目的，是分辨出纽约哪些信托公司已经发展无望应

被允许解散，以及哪些信托公司是值得被拯救的。

图书馆会议结束之后，摩根努力争取得到了联邦政府的支持。因为银行家们发现恐慌已经开始大范围扩散，自己的银行时刻处于挤兑的威胁之下。全国各地的银行都在从纽约提走现金，这使纽约货币市场的现金供应出现了严重的短缺，此时仅仅依靠纽约银行界的资金来完成拯救计划，可以说是杯水车薪。

为了控制住危机，10月21日，摩根请来时任财政部长的乔治·科特柳，与其共同商议拯救危机的计划。经过磋商，私人银行家们得到了科特柳的支持。科特柳向私人银行家们作出承诺，财政部可以立即借给纽约银行界2500万美元，往后如果有必要的话还可以追加，并让摩根马上着手布置具体拯救行动。次日，科特柳将2500万美元的政府资金交由摩根掌管，这是一个非常具有历史意义的时刻，联邦政府向私人银行家摩根转交了一笔钱，同时意味着政府向摩根转交了反危机的领导权力与领导责任，这说明联邦政府不仅承认且依靠私人银行家联合起来解救金融危机。

为了让投资人恢复信心，科特柳特意向媒体宣布了政府借给纽约2500万美元用以解救危机的消息，并表示他本人也将留在曼哈顿与当地财政部门共同开展反危机的工作。科特柳声称：“如果公众知道我们的银行机构的真正实力，他们的信心会很快恢复。”媒体对此也作了有利的报道，财政部的这些举措与财政部长的对摩根等私人银行家解救危机的公开支持，一定程度上缓解了公众的焦虑情绪。

接下来，“营救委员会”对纽约陷入挤兑浪潮的信托公司一一进行了账目清算，在长长的清查名单上，首当其冲的便是尼克伯克公司。摩根决定派戴维森和斯特朗连夜审查该公司的账目，摩根对此作出承诺，如果清查后发现尼克伯克公司的财务状况不算太坏，便会设法筹集资金维持它的正常运转。然而清查工作还没有完成，尼克伯克托公司却已经



被挤兑掉了 800 万美元，这几乎是该公司全部的准备金。在无法确定该公司是否有足够的资产用做抵押，以保证在短时间内筹集到新的贷款的情况下，经过一番权衡，摩根得出了尼克伯克公司不值得拯救的结论。拯救小组抛弃了这家公司，尼克伯克宣布破产，成为了第一家在挤兑浪潮中倒下的牺牲品，公司总裁巴尼不久后开枪自杀，但这仅仅是悲剧的开始。

很快，纽约国民商业银行因不堪承受存款人的挤兑而被迫停止营业。为了应付存款人的挤兑，信托公司纷纷从股市投机商那里回收活期贷款，使得活期贷款的价格骤涨至 90%，这些本应注入股市的资金很快被信托公司回收一空，导致股市的资金流入变得紧张起来。到了 10 月 24 日上午，纽约的证券交易实际已经处于停滞状态，纽约交易所的主席兰森·H·托马斯此时意识到交易所正面临严重的货币短缺，他担心股市会因此而崩溃，慌忙向斯蒂尔曼求助。

斯蒂尔曼得知纽约股票交易面临停摆的局面后，让托马斯与摩根会面。托马斯告知摩根，若不能立即筹集 2500 万美元的资金来恢复股市交易，那么至少有 50 家股票经纪行会倒闭，作为交易所主席，他将不得不在 10 月 24 日下午 3 点收市以前宣布终止交易业务。摩根听后认为，关闭证券交易所将彻底打垮公众的信心，因此他果断地告诫托马斯绝对不能让交易所关门，并向托马斯承诺，将设法为其筹集所需的资金。当日下午两点钟，摩根将纽约各主要商业银行的总裁们召集到他的办公室，开始讨论筹款事宜，过程之顺利令人感到不可思议。

摩根迅速为纽约交易所筹集到了 2500 万美元的现金后，交给托马斯一张列有借款银行及其借款金额的清单，让他立刻回到股票交易所去，向人们宣布银行界借给交易所 2500 万美元的消息。尽管如此，恐慌的局势依然没有得到控制。第二天，活期借款的利率再次高涨，此时危机爆

发才仅仅一周时间，纽约已经有 8 家银行和信托公司相继倒闭。

为了能够有效地控制危机蔓延，10 月 25 日清晨，摩根领导的最高三人组向公众宣布，将追加纽约信托公司及交易所的拯救资金，结果到了中午，市面上活期贷款利率已飙升至 150%。面对近乎失控的局势，摩根不得不再度召集各商业银行总裁，几乎是以个人信誉为担保，筹集到了 1000 万美元的现金。摩根将这笔钱贷给交易所，利率在 25% 至 50% 之间，交易所濒临关门的危机终于有了短暂的缓解，但是对于整个纽约金融界而言，1000 万美元只不过是杯水车薪，纽约货币供应紧张、资金流通困难的问题仍然无法得到解决。

最终，以摩根为首的三巨头决定让纽约清算所发行总价值 1 亿美元的贷款凭证，以此向纽约各银行筹资，这笔钱将作为应急货币，目的是为了加强纽约的现金流通，从而缓解严重

#### 约翰·皮尔庞特·摩根

约翰·皮尔庞特·摩根，后人俗称其老摩根。作为美国近代金融史上最著名的金融巨头，老摩根一生做了太多影响巨大的事情，但最辉煌也最能体现其实力的是，在他半退休时，几乎以个人之力拯救了 1907 年的美国金融危机，并促成了美联储雏形的诞生。



的现金短缺。

得到清算所提供贷款凭证的承诺后，摩根开始四处游说，他必须说服纽约各银行接受清算所的贷款凭证，这无疑是一场艰辛的战役。好在最终的结果没有令人沮丧，在以摩根为首的私人银行家集团有力援助下，交易所挺过了这场灾难（意味着股市没有崩溃），纽约大部分信托公司也得以保全。

10月25日晚上，作为反危机的配套措施，摩根成立了一个公众关系委员会，向新闻界发布了一系列鼓舞士气的消息，并成立宗教委员会，以督促牧师们走到人群中去抚慰民众的情绪。尽管明眼人一看便知这是场“公关秀”，但各大媒体还是予以积极的配合。所有的报道都在向公众传达这样一个概念：飓风过去了，重建家园的时候到了。事实上这句话并没有错，但需要在它前面加上“纽约”一词。纽约的飓风过去了，一场波及整个美国的金融飓风即将来临。

10月28日，纽约市市长乔治·麦克莱伦也向摩根紧急求助。因为欧洲投资者受纽约银行危机的影响，正在把资金抽走。现在纽约市需要3000万美元来偿付到期债务，如果不能及时还债，纽约市政府的海外信誉将受到损害。摩根、贝克和斯蒂尔曼立刻又筹集了市政府所需的这笔资金，买下利息为6%的市政府债券。摩根把它们全部兑换成第一国民银行和国民城市银行账户上的清算所贷款凭证，从而保全了纽约市政府的信誉。

尽管以摩根为首的私人银行家集团想方设法出资出力，但接下来的情况却不容乐观，挤兑浪潮没有停止，反而逐渐扩散，最终形成了一场大规模的金融危机。这场危机横扫了纽约、芝加哥等金融要城，许多银行先后停止现金支付。一场由金融炒作引发的挤兑危机，为美国金融安全敲响了警钟。





## 恐慌的延续：《联邦储备法》问世

在挤兑危机中，美国凡是人口超过 2.5 万的城市里，大约有三分之二的金融机构转而使用现金替代品，各种代金券式的合同、证券充斥于金融市场甚至二级市场，其中大约有 90% 的代金券不具备合法性。这种情况的普遍化，令金融市场的价值交易被迫转为纯粹的价格交易，金融交易开始面临前所未有的信任危机。

除此之外，信托公司的破产和商业银行的停业，也对证券市场产生了严重的影响。涉入股市的企业和投资人广泛蒙受损失，大量经纪人和投机者破产。仅在 1906 年 12 月 31 至 1907 年 12 月 31 日一年之内，道琼斯指数 38% 的资本价值蒸发不见，包括当时最热门的投资项目——铁路业务，其股价跌幅亦达到了 32% 之多。

金融危机不会只在自己的领域内作祟，它还摧毁了大批实体企业，并让无数人失去了工作，这是它最可怕的地方，就像核武器的冲击波。

当危机过后，美国经济开始恢复，政府与舆论在一片反省的声浪中

共同得出了这样一个结论——私人银行家在拯救危机的过程中起到了至关重要的作用。舆论的看法是，如果没有私人银行家集团力挽狂澜，那么这场危机的灾难性影响将变得难以想象，整个国家很可能会因此而陷入长达数年的经济萧条。

由于民众普遍有着反对集权式货币银行<sup>①</sup>的传统意识，且社会各阶层利益集团的要求难以趋于一致，迫使1907年以前的银行改革，在范围上仅限于工商界、金融界以及传统学界<sup>②</sup>，在改革方案上也未能突破建立中央银行的障碍。

1907年金融危机将美国银行体系的弊病集中暴露出来，危机的破坏性影响，要比数年来银行改革派老掉牙的说辞更具有实际说服力。危机使社会各界对本土银行的安全性开始产生怀疑，最终达成了要彻底改变银行体制的共识。对美国而言，这无疑是一次伟大的转变。

达成共识后，接下来要做的就是探讨改革的具体事宜——面对庞杂的银行体系，该从哪里入手？这就像一个外科医生面对手术台上的病人。

几番讨论之后，工商界一致认为，货币银行领域内的自由放任和商业银行之间的恶性竞争是银行体系的最大弊病，而在本土实行货币集中式管理的中央银行制度，是解决该问题的唯一办法。

不久后，金融界和学界也达成了建立中央银行的共识，两界人士普遍认为1907年恐慌之所以演变成全面危机，根本原因是银行体系内部缺少一个能够统筹全局、施行统一有效地反危机措施的权威机构。金融研究者们进一步指出，美国金融体系不稳定的根本原因，在于制度散乱、竞争恶劣、自由过度的银行体系，在一个高度资本化的工业公司时代，这种“分散化的、竞争性的银行体系是不适当的和具有破坏性的”，因此，

---

① 即集货币权力于一身的银行机构，主要指掌控货币发行权的银行。

② 即教育界、学术机构。



■ 威尔逊总统签署《联邦储备法》。

他们主张用中央管理机制去维持整个银行体系的安全，并一致认为建立中央银行是解决金融危机问题唯一且适当的办法。

于是，1912年夏秋之际，在主要借鉴奥尔德里奇计划<sup>①</sup>并参考其他银行改革方案的基础上，新任货币委员会主席卡特·格拉斯和其助手

<sup>①</sup> 美国议员及财政专家。从1881年至1911年，奥尔德里奇是美国参议院中最有影响力的共和党人之一，也是罗德岛政坛的风云人物。他发起了1900年的金本位法案、奥尔德里奇-弗里兰货币法案（1908年），以及潘恩-奥尔德里奇关税法案（1909年）。他提出的奥尔德里奇计划是联邦储备法（1913年）的基础。

### 托马斯·伍德罗·威尔逊

托马斯·伍德罗·威尔逊，美国第28任总统，连任两届。他曾先后任普林斯顿大学校长、新泽西州州长等职。1912年总统大选中，以民主党人身份当选总统。







■ 托马斯·伍德罗·威尔逊总统在《联邦储备法》上的签字。

威廉斯制定出了《欧文-格拉斯法案草案》，该草案被提交至伍德罗·威尔逊总统，在该草案的基础上，参众两院经过反复地讨论与修改，最终制定出了正式的《联邦储备法》。

1913年威尔逊总统签署了《联邦储备法》，根据该法案筹建了美国联邦储备体系，这一体系于1914年11月16日开始正式运行。因为一战的缘故，有人揶揄该体系是“与战争并行的机器”。

## 《联邦储备法》在国会的周折与通过

《联邦储备法》的通过并没有人们想象中那么顺利，甚至可以说是跌宕起伏。参众两院对法案的质疑声从未停止过。争议主要来自于中央银行的组织结构和控制条款。

在储备银行数目、储备委员会结构、地区银行委员会成员选拔条件以及地区储备银行股票所有权等核心问题上，国会进行了激烈的争论，这说明国会成员对建立中央银行所持观点存在着诸多矛盾。

批评声围绕着三个主题：（对货币及银行体系）控制过多、控制过少、

由错误的人控制。

通常情况下，众议院认为控制太多，参议院则认为控制太少。尽管在每个立法机关都存在着对立双方的党徒。共和党人普遍支持授予银行家更多的权力；民主党人则大都认为银行家已经被授予了太多的权力。

### 众议院的争论

在众议院，民主党成员形成了三派观点。

民主党第一集团，支持主席格拉斯和民主党行政集团提出的法案，强力要求尽快提出从形式上批准法案的措施，认为政党应给予法案直接的支持，并将讨论转移到众议院代表席。

民主党第二集团包括以前在布莱恩领导下的西部和南部成员。这些人不反对立法，但是希望法案能够向农场主让步，提出的相应措施是修改法案中关于利息的部分。

民主党第三集团则完全反对任何立法，这些人怀疑《联邦储备法》很可能被金融利益集团所利用。这种观点虽然有些偏颇，但也不失正确性。

在众议院早期的争论中，许多民主党和共和党成员都清楚地认识到格拉斯力主联储法案已经无法回头。佐治亚民主党人托马斯·哈德维克痛心疾首地认为自己支持的《格拉斯法案》创立了货币垄断。

人们对《格拉斯法案》批评的焦点集中在联邦体系权力的授权范围上。大多数代表认同地区中央机构是胜任的，也授予了联邦委员会的权力，特别是允许委员会拥有强力要求银行之间相互贴现的权力。与国民储备协会相比，给予联邦储备体系更多集中权力的法案项目备受争论。

紧急时期，中央委员会要求地区储备银行贴现其他银行票据的权力最受争议。银行货币委员会成员帕克利认为，这项权力对维持银行体系的正常运转是必不可少的，他主张银行体系必须拥有 5 或 12 个地区储备银行，这就是《格拉斯法案》创立的银行体系。虽然看起来非常分散，但在困难时期，却能强迫单个银行共同的承担责任。但许多议员对此表示反对，他们认为这是对当地资金当地控制的分散改革基本原则的公然践踏。

在再贴现问题上，考伯莱提出的委员会修正案主张，要求修改第 1 段以实现与第 17 部分相一致的目的，这部分是禁止一家银行报复通过另一家银行发行的票据，途径是借助对受报复的票据征收面值 10% 的惩罚税。

修正案渴望修改美国成文法的 5202 部分，力图取消对国民银行可能产生的债务的限制，取缔该法案中债务的减少的规定。林德伯格和诺顿提出了有利于农场主的修正案，前者允许贴现以改良的没抵押的农场土地作担保的票据，后者允许票据流动期限从 90 天延长至 120 天。因为林德伯格认为国民银行从事国内分支业务已经足够，于是他建议删除在外国设立联邦储备银行的代理机构的条款，并宣称储备银行资金，包括将政府资金转移到外国的举动是危险的。佛兰和其他人指出发展外贸的必要性，于是这个建议不再受注意。

对于地区储备银行的主要争论在于客户的需求和信贷。过去要求地区银行相互贴现票据时，它们将向有限的票据投资。从联邦储备委员会对“符合资格”的票据作出规定开始，储备银行持有的资产就应与票据数量统一，但这仍然无法杜绝问题的产生。例如，农产品大获丰收，农业产品价格可能下跌，导致储备银行现存农业票据的估值变得过高，这种时候按照估值贴现，就会变成溢价交易，这是储备银行所难以接受的，



当储备银行不愿以全额面值贴现该票据，储备委员会就会利用授权，强迫储备银行注销不可靠或无价值资产，这样一来，不可避免会产生矛盾。

作为必要的妥协，格拉斯和其他委员会成员为权力的集中程度和联邦储备委员会的权力范围而辩护，认为《奥尔德里奇法案》选择传统的中央银行是多此一举且不符合未来的发展要求。当被问及《格拉斯法案》和《奥尔德里奇法案》具有相同的中央集权内容时，《格拉斯法案》的支持者们辩解说尽管它拥有的许多功能十分分散，但他们对这个类似于中央银行的体系的运转还是非常满意的，如果能够消除体系的诸多或全部令人讨厌的特征，那么该法案将会使美国拥有一个完美的中央银行。实际上，《格拉斯法案》的支持者们默认了集权的真相，不过某些共和党议员对此提出强烈反对，他们要求给予成员银行代表更多的权力。

在成员的选拔条件及权力分配方面，格拉斯最初希望建立一个由所有成员银行控制的体系，联邦储备委员会的管理成员完全由总统任命，这些人必须是内阁的当然成员，同时也是由总统任命的，有明确任期的通货审计长、职业成员。但到后来，银行要想加入体系并获取成员资格，就必需认捐体系的股票，因而一些国会议员认为银行体系成为了少数银行利益集团的代表。国会想要取消对其他众多银行家不公正的条款，因为实际上这些银行家只要有拥有充足的资本，都有可能获得成为体系成员的资格，问题在于表面上这些银行家必须表现出自己处理信贷业务的能力，这种逢场作戏的行为遭到许多人的抨击。

众议员西门·D·弗艾斯认为，《格拉斯法案》授予政府太多的权力，而给予银行的权力太少。宾夕法尼亚州众议员詹莫迈斯·F·伯克要求将所有的控制权授予在处理货币问题方面有经验的人，排除银行体系运作中的不公正现象，使这些人很好的为国家服务。佐治亚和德克萨斯的共和党人哈德维克同卡拉维反对隐含于法案中的集中管制，主张实行自由

竞争。大部分民主党人反对完全集权于政府的联邦储备体系，他们主张建立一个由银行决策并控制的中央权威组织。多数人则倾向于支持在商业管理和政府控制之间达成妥协。莫多克对此提出了大量意见，其中包括了普乔委员会民主党成员的银行改革建议。莫多克认为反对禁止银行合并，如果通货审计长批准的兼并对公众有利，针对银行间相互持有股票和投票决定创立的联合企业的禁止应该避免。

问题在于，几乎所有成员对票据理论的认识仅仅停留在表面，以至于对票据理论的争论无法展开，已有的争论其实是处于极低的水平，只涉及到承兑汇票等有资格贴现的票据，对不具备合法性的其他种类票据则很少提及。在票据争论中，人们抱怨立法对边远地区的信贷不公，错误理解贴现条款。《格拉斯法案》认为只有拥有特定期限的票据才有贴现资格。许多批评者认为因为法律仅允许 90 天或少于 90 天期限的票据贴现，所以流通 180 天的票据不符合要求，因此许多边远地区的银行所处理的大量总期限 120 到 180 天的票据不符合贴现资格，因此在实际操作中：达到符合标准的所有票据，都将满足 90 天期限的条件；尽管银行票据的总平均期限长于 90 天，但所有时间大体相称将符合贴现资格<sup>①</sup>。这个问题令许多代表理解起来非常困难，因而抱怨增多，要求放宽对其他合格标准限制的尝试不断。在边远地区银行代表团的推动下，代表们纷纷试图确保自己地区银行票据符合贴现资格，要求放宽限制的呼声此起彼伏。

在威利斯看来，“联邦储备票据（生效后将成为政府债券）的发行量，以总数不超过库存农业产品提供的数量为基础”。当将联储票据与农业联系起来后，提供相应种类的季节性的农业票据，可能比延长期限更重要，

---

<sup>①</sup> 即平均值估时，例如汇票 A 期限为 40 日，汇票 B 期限为 140 日，平均为 90 日，则 A、B 必然符合规定并生效。

以至于许多银行（甚至地区银行）都将持有一种以上的票据。

## 参议院的争论

与众议院形成鲜明对比的是，在议员见多识广、富有才智的参议院听证会上，证人的范围变得更为广泛，从美国银行家协会通货委员会，到议会小组委员会的证人都可以到参议院委员会作证。并且在对法案举行听证之前，参议员拥有大量时间去研究法案。这样一来，参议院听证会召开时，参议员已经了解了法案的细节。同时，参议院听证会比格拉斯小组委员会听证会长，代表可就提出的改革进行充分讨论，于是就能够对某些问题提出更多具体的批评和建议。代表利益集团的参议院委员会证人反对《格拉斯法案》的特色。在支持法案的人看来，参议院听证会成为格拉斯反对者的论坛。参议院听证会提出的观点广泛，反映了总体的观点。

关键证人的主要目标更为集中。作为主要证人的美国银行家协会代表，声明他们支持创立中央银行或最多设立5个储备银行。银行家对理论问题漠不关心，他们的主要兴趣集中在创建一个给予现存银行更多支持的体系。尽管参议院委员会的证词没有敌意，但它表达了对所支持法案的诸多不满。经过听证会和才华横溢的参议员的一般性辩论，参议院改变了最初的法案。

显而易见，与最初议院法案相比，从一开始大多数参议员就更多地支持中央集权，实际上，经过深思熟虑的法案也得到他们的公正对待。在参议院银行货币委员会，参议员欧文提出了一个被看作现存法案补充而不是替代的法案，它公然否定几乎完全支持以政府债券为基础发行票据的银行家的建议。



到 1913 年 10 月底，参议院尚存在主要三个未达成一致的、不同的通货法案，即格拉斯版本（已经在众议院通过）、《欧文法案》（他和他在参议院银行货币委员会的五个同事支持它）和共和党委员会成员支持的参议员希契科克与民主党人内布拉斯加制定的法案。吉尔伯特·M·希契科克法案的基本特色是取消法币条款和规定用黄金回收票据。希契科克法案除了主张政府控制联邦储备银行外，还规定了公共所有权。民主党核心小组成员继续支持欧文版本。

参议员詹姆斯·A·O·戈门和威廉·E·鲍瑞认为三个经过深思熟虑的法案（格拉斯法案和两个被提议的替代）实际上创立了中央银行。其他参议员在名义和实际上也公开倡导中央银行。

然而，格拉斯、总统和参议院的微弱多数阻止了这一措施。大多数参议员渴望减少储备银行的数目，并通过整体妥协使其得到接受。大多数参议员，特别是支持参议院银行委员会主席、参议员罗伯特·L·欧文提出“在银行自己控制下，银行储备应得到适当地集中，合理地流动，并且这些储备必须得到政府的强力保障；双重债务的适当银行资本作为储备银行和政府存款安全的保障金，被希望放入地区银行；依靠商业票据确保通货弹性；建立公开市场；通过中央委员会提高利率，来保护黄金储备”。

参议院银行委员会分裂为两组。参议员欧文领导的小组支持作出了一些变化的议会法案，尤其是减少储备银行数目的法案，希望能够保留议会通过的其他组织条款。由参议员希契科克领导的小组支持所有层次上的政府控制，甚至是储备银行，并更多的同情延长合格票据期限的要求。在议院中，代表政党路线的欧文法案以微弱多数击败希契科克提案。最后，在 11 月 30 日，星期六晚上，民主党核心成员就法案正文达成一致，次日，递交参议院。

在参议院，法案再次遭受争论，两周之后的12月15日才进行表决。在参议院，法案的结构和控制条款成为争论的中心。欧文法案只是主张设立8到12家地区储备银行，对其他的结构和控制条款实际上原封未动。而希契科克几乎反对所有格拉斯法案的结构和控制条款。

他们认为地区储备银行的数目暂时不多于4个，在将来如果必须，他们愿意考虑建立4个以上的储备银行。他们同意成员银行的资本和盈余应成为体系资本化的基础。参议员约瑟夫·L·布里斯托则认为储备银行越少，每个储备银行覆盖的版图越大，管辖的范围就越多，投资就越分散。储备银行规模过小，就可能造成对一个行业（如棉花、谷物、纺织等）严重依赖；遭遇困难时，银行资本过少无力应对，又会增加寻求外援的可能性。不过，在参议院通过的法案中，允许最多创建12家储备银行的主张变得显而易见。

希契科克小组与格拉斯法案最根本的分歧是，如果公众拒绝接受体系的全部股票，他们的计划将允许成员银行认购股票，还主张地区银行理事不以持有股票为基础选出。

此外，希契科克法案规定地区储备银行的多数理事由联邦储备委员会挑选，政府应完全控制权力更集中的银行体系，而成员银行不能拥有这项权力。法案还支持改变贴现条款，允许长期农业票据拥有贴现资格。同时，规定储备银行贴现票据中有50%的票据的期限可能在90到180天之间。反对变化的人争辩说农业地区的大多数票据流通120天或更多。

欧文主张银行捐了资，就应被授权提名地区银行的多数理事。最后，因为总统威尔逊坚定不移地支持有组织特征的《格拉斯法案》的基本思想，于是欧文的主张开始盛行。

参议员希契科克提出的修正案规定银行自愿认捐地区储备银行的股

款，而不是像欧文法案规定的那样强迫认捐。经过争论法案确定地区储备银行的数为 8 到 12 个。修正案以 40 对 35 票被搁浅，这个结果反映了在这一问题上的尖锐分歧。

纽约参议员爱丽胡·鲁特给予该法案以毁灭性的打击，他攻击参议员欧文在悬而未决的法案下发行能得到充分保障票据的要求，因为至少有 12 种不同的证券支持这些票据。鲁特认为这不是证券问题，而是票据发行总量的问题，他认为以黄金和商业票据为基础的票据发行具有天然的局限性，因为基本抵押品的供应将成为商业需求的精确措施。

在政府债券担保的票据发行中，总量没有限制，因为政府对资金的渴望是贪婪的，货币正成为一种权力形式，因为立法机关征税是很勉强的，一个一直支持政府约定支付票据的有利市场成为无法想象的可能性便利。

鲁特不仅反对法案的储备特性，而且反对成员银行减少持有的法定储备。他以一个拥有 100 万美元存款的银行的情况为例进行说明。对该银行手头现金的通货要求是 25 万美元。在《欧文法案》中，该银行的法定储备减少到 18 万美元，不过银行仅仅把这 18 万美元的其中一部分放在自己的金库，最终的结果是，有更多的新增贷款进入具有诱惑力的市场，与商界具备的抵制力的相比，其膨胀力的更大。

总之，鲁特要求黄金储备至少规定为 50%。他的攻击导致的分裂对民主党人发出警告，民主党人仓促重新召开了一次党的核心小组成员会议，达成满足鲁特观点的一致意见，至少将黄金要求从 1/3 提高到 40%，对储备的所有缺额征收累进税。

1913 年 12 月 19 日，欧文修正案以 54 对 34 票在 6 名共和党人的支持下在参议院通过，并且开始与众议员就参议员提出的修正案进行协商。众议院和参议院间的争论有明显的不同。主要的不同涉及法案应详细说



明的集中的程度。在众议院，许多成员渴望较少的集中，在参议员，许多成员为更多的集中辩护。争论的一个令人感兴趣的特色是两个机构看待格拉斯法案的不同方式。众议院成员认为或主张他们相信这项措施提供了很大程度的分散，但是除了名字外，许多参议员将这项措施看作是创立了中央银行。尽管对该措施的阐释迥然不同，但是众参两院通过的法案的内容非常相似是不容置疑的事实。众议院通过一个要求创立一个分散银行体系法案。参议院通过一个相似的主张以实用为目的提供了一个中央银行的法案。这个双重性反映在《联邦储备法》中，就是用不同方式解释结构都是可能的法案，这个特征对联邦储备体系的运作和发展有很大的影响。

### 最后的焦点

经过参众两院的讨论后，代表们在大部分问题上都已达成一致，只是在少数问题上仍然存在着分歧。参议院版本的法案与《格拉斯法案》最初的论点相冲突，其中储备银行的数目、储备委员会的结构、合格票据的种类和期限成了争议的焦点。

在储备银行数目上，参议院旗帜鲜明地支持减少地区储备银行的数目，而众议院主张至少设立 12 个地区储备银行。由于许多代表都渴望建立自己地区的储备银行，因而想要在众议院通过带有限制储备银行数目的措施是不可能。不过，格拉斯认为没必要建立大量的储备银行，他力图借助于组织委员会缩减储备银行的数目。然而，作为对众议院建立不少于 12 个储备银行的反对，参议院将储备银行的数目定格在 8 到 12 个之间。格拉斯的会议报告建议众议院与会者接收参议院的修改方案。

在储备委员会的结构问题上，参议院法案主张将农业部长和通货审计长，排除在委员会之外。在会议的讨论中，众议院与会者允许剔除农业部长，但坚决要求恢复通货审计长在委员会中的地位，他们认为拥有官方职位的通货审计长，更适合扮演委员会成员的角色。参议院与会者对这项措施表示反对，不过，在进行了一阵坚决抵制后，最终还是屈服了。体系独立是一个重大问题，并且委员会受政治压力的影响越少，它的成员拥有的独立性就越大。不过，国会却不这样考虑。它认为只要简单地授予体系执行货币的权力，就不应该再力图建立独立于银行集团之外的体系。

可能正鉴于此，参议院才将农业部长和通货审计长从委员会中排除。众议院却认为总统必须控制委员会的多数，在它建议的委员会人员的任期内，每位总统能够任命足够多的成员：3名内阁成员，再加上至少一名正式任命者。这样，就为从政治上控制10人委员会，打开了方便之门。与众议院的建议不同，在参议院法案中，6名成员，加上财政部长，他们的6年任期是交错式的。因而总统的第一个任期结束后，他任命的成员才能占据委员会的多数。当然，到总统的第二个任期结束时，所有成员就都是由他任命的了。最后，会议同意恢复通货审计长在联邦委员会的位置。总统任命的5名成员任期10年。总统最初任命的成员，与每2年任期届满的成员之间的任期是交错，这就使得总统在正式的两届任期内，不可能任命所有的委员会成员。

在联邦储备体系的贴现功能方面，参议院作了将农业票据的期限延长至180天的重要变化。众议院也改变了最初对所有合格票据的期限为90天的限制，转而，在这个问题变换了自己的立场，命令与会者同意参议院的修改。参议院也改变了再贴现条款允许成员银行接受以国内贸易为基础的票据。

众议院法案的再贴现条款仅允许成员银行接受以进出商品为基础的票据。这些法案规定这些票据的流通期限不多于6个月。如果它们已流通了不超过3个月，参议院法案除了允许联邦储备银行贴现那种承兑汇票外，还将那种承兑汇票扩展到国内贸易之中。两个法案对允许每个银行能够接收和通过联邦储备银行贴现的承兑汇票数量给予限制。参议院法案允许每家银行接收的票据总数等于它已付资本和赢余的一半。同时，对所有通过联邦储备银行贴现的成员银行的票据总数也进行了同样的限制。众议院法案允许银行接收的票据总数等于它们已付和未受损失资本的一半，并且贴现的总数等于库存资本的一半。

承兑汇票问题上，参议员欧文说众议院与会者借以反对国内承兑汇票的论点是，小银行力图通过接收国内票据，用承兑汇票的方式，滥出售它们信贷的权利。据说用这种方式，银行可以滥用它们的信贷，而很难存有出售承兑汇票的记录。由于担心滥用可能导致信贷波动，格拉斯和其他众议院的参加会议者甚至反对有限的国内承兑汇票。不过，在众议院与会议者的要求下，作出了变化，但允许使用的承兑汇票的总数没有发生改变。不同的是支持国外金融，歧视国内金融。绝大多数小银行不从事国外贸易，它们也受到歧视。

此外，参议院建议给予体系更多弹性并尽可能地扩大它的活动范围。在特定情况下，参议院法案允许联邦储备银行对成员银行最近的债券施行贴现。尽管参议院法案允许银行将它们所有储备保存在相应的储备银行，但是众议院与会者坚决要求成员银行应将它们的部分储备保存在它们自己的金库。参议院法案允许联邦储备委员会同意的银行将它们金库拥有的联邦储备票据计作法定货币。因为这些提案也承认国内承兑汇票的措施，于是随着法案的修改而被添加进去。



## 法案的通过

美国金融体系的脆弱注定了改革法案讨论的限时性，所有人都明白，议院的争论绝不能变成旷日持久的论战，否则下一轮危机将会带来更大的打击。法案讨论会议在白宫的压力下迅速推进，1913年12月22日，参众两院接受了协商报告。12月23日，威尔逊总统签署了法案。自此，《联邦储备法》宣布正式生效。



## 一战：美联储的洗礼

美联储开业于1914年，当时面临的第一个重大挑战就是一战的爆发。当美国在1917年参加战争后，美联储维持了低利率以便于美国财政部以低成本借款，并协调组织了四次营销运动，将自由公债出售给美国公众。最终近2000万人购买了债券，筹集到了180多亿美元的信贷资金。然而，货币扩张导致了战时和战后的通货膨胀。此次通货膨胀的消除肇因于美联储的信贷紧缩，以及意外的经济衰退与通货紧缩。

通过发行公债向人民筹集战款，在美国历史上并非首次出现，内战<sup>①</sup>时期就曾出现过政府发行的战时债券。比之内战，公债的意义在一战期间变得更加明显起来——战争费用总支出中，来源于公债的比例已然达到61.3%。

在美国向德国宣战后的第三个星期，国会通过了50亿美元的自由公

---

<sup>①</sup> 即美国南北战争。

债发行计划，并颁布《自由公债法》，要求进行战争筹款。

1917年6月，联邦政府发行了全额为20亿美元、利率为3.5%的第一批自由公债，这批公债在财政部的记录中被称为“美国有史以来政府发行的最大的一批独立公债”。

1919年5月，财政部共计发行4批自由公债和1批胜利公债，国债总额从战前的10亿美元飙升至近255亿美元。

一战期间“货币创造”也成为战时财政来源的重要部分。在以往的战争中，政府主要通过“印制新货币”来实现“货币创造”。如独立战争<sup>①</sup>时期出现在“大陆币”和南北战争时期的“绿背纸币”。到了一战时期，“货币创造”的实现变得复杂了许多，这与联邦储备体系的建立有着很大关联。

联邦储备体系的建立，主要是为了应对20世纪初美国金融市场因缺乏有伸缩性的、集中的货币供应体系而出现的周期性金融恐慌，其中包括银行倒闭、企业破产等状况。建立联储的目的在于“为国民经济提供有伸缩性的货币流通”。

在联邦储备体系中，各商业银行的存款要以“准备金”的形式存入所在地区的联邦储备银行，联储为此规定了准备金比率。当商业银行拥有超额准备金（准备金中超出法定的部分）时，就可以通过贷款的形式增加利润，此时该笔贷款<sup>②</sup>会以借款人的现金或另一存款的形式出现在账目中，因现金和存款都可以作为货币的一种形式，这样就意味着新货币的产生（对于不了解银行体系高级职责的人而言，记住这一点非常重要）。相反的，如果这笔超额准备金没有以贷款的形式被流通或储蓄，

---

① 美国独立战争，是大英帝国和其北美十三州殖民地的革命者，以及几个欧洲强国之间的一场战争。

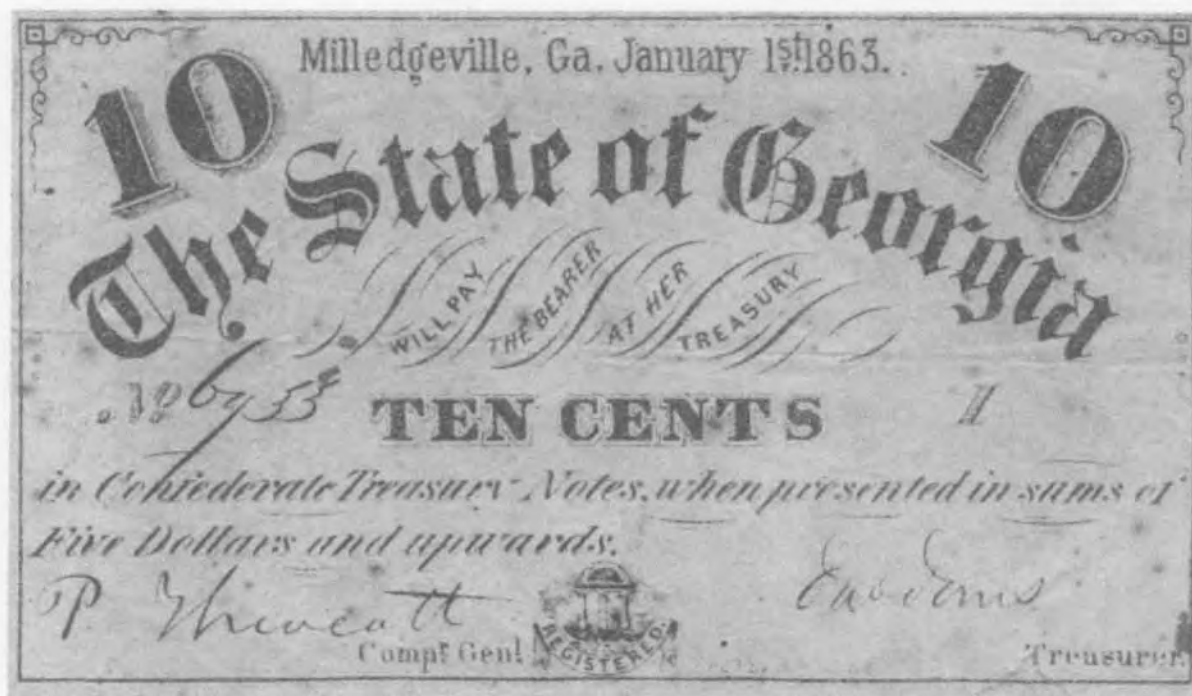
② 使用超额准备金作为有息贷款的业务。



仅仅作为银行准备金，便不具有货币的意义。

因此，在美国完整的银行体系中，各商业银行通过使用超额准备金发放贷款，借此来增加流通中的货币量的过程就是所谓的“货币创造”。在这一过程中创造出来的货币是一种弹性货币，因为它与各商业银行所拥有的超额准备金有直接关系，美联储便可通过调节准备金率或准备金中的贴现率来调节流通中的货币数量，这也就实现了最初建立联储体系的目的——对抗危机期间流通性不足的问题。

事实上，在1917年，随着军费开支的增加，美国政府不仅多次通过降低联储体系中的准备金比率扩大货币数量，还允许联储直属银行保留准备金，其附带条件也被取消，这样也就增加了准备金流动的自由度。此外，国会还要求美联储的所得与政府的需求挂钩，增加联邦储备银行的数量，并且为银行系统配备了当时最先进的设备。由此可见，当时的政府已经清楚地认识到了金融体系在战争中发挥的作用，



■ 美国南北战争中发行的战争债券。

美联储不仅为商业提供了必要的货币流通性调节，也在战争中发挥了重要功能。

另一方面，对于美联储来说，战争让它在购买政府公债的过程中实现了另一种方式的“货币创造”。这种方式逐渐发展为美联储重要的货币政策工具——“公开的市场操作”。

美联储在政府的公债发行过程中担当了“窗口”的作用。财政部最初采取的公债发行方式并不是通过银行发行，但为了让投资者转移投资方向，将他们的投资由商业转向战时公债，财政部允许人们使用银行贷款购买公债，并制订了相应的分期付款政策。这种举措虽然扩大了公债的购买量，但另一方面因为贷款量的增加，导致信用货币膨胀，结果引发了严重的通货膨胀。1916-1920年间，货币总供给量增加了大约75%，消费品价格指数几乎增加了一倍；1918年物价指数较1914年上涨65.5%；到了1920年更是比1914年上涨91.7%。



■ 美国大陆债券。

为了抑制战时公债发行过程中因过度信贷造成的通货膨胀，联邦政府决定减少公众及商业银行公债持有量。于是美联储开始在公开市场上大量收购政府公债，以减少信贷货币的数量。这种做法客观地实现了另一种方式的“货币创造”——在公开市场的条件下，美联储购买政府公债的对象无论是商业银行还是公众，都会增加商业银行的准备金，从而增加了货币数量；相反的，美联储如果出售公债，则会减少货币数量。

因此，美联储可以通过对政府公债的买卖方式，实现对经济体中货币数量的控制，进而实现对金融体系的调节。这一做法的积极作用，在一战期间的实践中为人们所普遍了解，并在后期成为美联储最重要的货币政策工具——“公开的市场操作”。该方法一直沿用至今。



■ 纽约街头的美国国债钟。





## 惨痛的失误：咆哮时代之后的大萧条

在那个被称为“咆哮的 20 年代（Roaring Twenties）”的繁荣时期，美联储依靠“逆向操作”来平复商业周期。美联储担心 1929 年股市崩盘及其后的过度投机行为，未能消除因银行恐慌不断加剧导致的货币供应量急剧收缩。由于美联储的分散化特性以及出于保护黄金储备安全的需要，美联储难以采取强有力的行动。

“咆哮的 20 年代”，是指北美地区（含美国和加拿大）的 20 世纪 20 年代。在这短短的 10 年里，发生了无数令人激动不已的大事件，因此许多人将其称之为“（美国）历史上最多彩的年代”。

在一战的阴云即将散去的时刻，美国士兵开始陆续从欧洲前线归国，这些人是拉开“咆哮时代”序幕的主力军。这一时期，以爵士乐为代表的新式艺术开始在北美地区传播，女权运动兴起，尽管 1929 年的灾难终结了活跃的氛围，但这一时期涌现出无数具有深远影响的发明创造，美国掀起了前所未有的工业化浪潮，民众的消费欲望开始膨胀，人们的生



在咆哮的20年代，禁酒令施行期间，许多商店被迫关门。

活方式发生了翻天覆地的变化，后来的历史学家们常常会把这种战火结束后的集体化热情称之为“战后综合征”。

言归正传，一战结束之后，美联储为了解决战争融资所造成的通胀问题，进行过阶段性的利率上调，如1919年1月和12月，部分地区的联邦储备银行将利率调升至4.0%—4.3%；1920年1月末至2月初，全国联邦储备银行将利率统一调整为6.0%，利率升幅最高达到了4.0%，这是美联储成立以来单次升幅最大的利率调整。

然而就在公开利率上调之后的不久，美联储竟然连续降低了再贴现率<sup>①</sup>。1920年5月至11月间，美联储再贴现率从7%下调至4.5%，这意味着商业银行将从联邦储备银行得到更多的贷款金。由此可见，美联储

<sup>①</sup> 再贴现率，即商业银行将其贴现的未到期票据向中央银行申请再贴现时，进行的预扣利率。再贴现意味着商业银行要向中央银行贷款，从而直接增加了货币的供应量。再贴现率的高低不仅直接决定了再贴现额的高低，而且会间接影响商业银行的再贴现需求，从而整体影响再贴现规模。简单地讲，贴现率或再贴现率越高，得到的抵押贷款就越少，反之得到贷款就越高。

应对战后通胀的临时计划在战后不久便发生了转变，政策目标由解决通胀转为振兴经济。贷款金的增加，得到了工商界的广泛支持。宽松的货币政策是企业家的强心剂，这一点即使在今天依然如此。

美联储自 1920 年至 1928 年间，持续施行宽松的货币政策，没有通过上调贴现率来抑制货币的供应量。这场长达 8 年的宽松，如果放在今时今日，它所带给人们的后果将不亚于引爆一枚核弹。

美国学者默里·罗斯巴德曾说过这样的话，他说：“纽约地区储备银行有效的为提供给股票市场的同业拆借确定了利率，在与纽约证券交易所货币委员会的合作中，美联储的政策是为银行提供必要的资金，以使银行能够随时准备着向股市提供贷款——如前所述，同业拆借利率要比战前及高峰时期的利率低得多。”

下面就让我们来看一看这场持续 8 年的宽松所造成的影响以及后果。

如果说这种长期的宽松的货币政策没有直接推动股价的上涨，那么至少也是间接地导致了 1927 年美国股价大幅攀升的局面。当时各类股票的涨幅均达到了 20% 以上，投资机构以及中小股民对此欣喜万分，但对于那些老资格的金融家以及有真才实学的经济学家们而言，这无疑是一个危险的讯号。

经过 8 年的宽松刺激，经济过热让美国患上了热病，终于，在 1927 年 12 月底和 1928 年初，美联储看到了危机的征兆，决定采取货币紧缩政策。

1928 年 10 月斯特朗<sup>①</sup>去世，这起事件被美国著名经济学家密尔顿·弗里德曼<sup>②</sup>看作是联邦储备系统此后未能继续采取反周期<sup>③</sup>政策的重要原因。然而有些学者并不赞成这一观点，因为从斯特朗生前的政策主旨上看，

---

① 前纽约联邦储备银行行长。

② 诺贝尔经济学奖得主。

③ 即反经济上涨的紧缩政策。



图 1929 大萧条期间美国街头景象之一。

他并不是愿意采取强有力的反周期政策的决策者。撇开斯特朗个人不论，联储系统在 1928 年下半年购买了超过 3 亿美元的承兑汇票，这一标志性举措，说明美联储将带领美国重返宽松时代，一时间乐观情绪充斥了几乎所有的市场。到 1928 年 12 月末，美国货币供给总量已经达到了 730 亿美元的可怕数字，这是自 1920 年 5 月实施宽松政策以来的最高值。

1928 年 3 月之后，美国股价在 18 个月内再度上涨了一倍，由于股价过高，许多中小股民即使倾囊而出也买不起一股，只能通过共同基金<sup>①</sup>购买这些正在疯涨的股票。

20 世纪 20 年代，共同基金风靡美国，波士顿一度被誉为“共同基

<sup>①</sup> 一种利益共享、风险共担的集合投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，从事股票、债券、外汇、货币等投资，以获得投资收益和资本增值。



金之都”。据一些文献的记载，1926年至1928年3月，美国投资基金公司数量达到80多家，总资产高达70多亿。然而繁华的背后风险正在涌动，当时美国平均工资水平并不高，贷款是消费金的主要来源，低利率政策使贷款消费成本变得极低，炫耀性消费大行其道，薄弱的消费基础和社会财富出现了前所未有的两极分化，为未来的经济埋下了隐患的种子。

1929年3月，胡佛宣誓就职，成为美国第31任总统。事实上胡佛早已为“不断增长的投机浪潮”充满担忧，但为了获得选票，他必须强调自己将保持“柯立芝时代的兴盛”，因为没有人愿意听到总统候选人谈及紧缩，无论是市民还是企业家。然而这些人却不知道，此时此刻，一场遍及美国、波及世界，可以说是史无前例的经济大萧条即将来临。

1929年10月24日是个值得纪念的日子，这一天发生的事情注定被



■ 1929 大萧条期间美国街头景象之二。



■ 1929 大萧条期间美国街头景象之三。

载入史册——世界上最强大的经济体险些成为金融灰烬。

曾经不可一世的华尔街，此时成为了恐惧与愤怒的代名词：1929 年 9 月至 1932 年 7 月，道琼斯工业平均指数下降了 89%，同期马萨诸塞投资信托净值下跌 83%；被誉为“华尔街教父”的本杰明·格雷厄姆一度濒临破产；1929 年中至 1930 年末，封闭式基金交易价格从平均溢价 50% 左右，降低至折价 25% 以下<sup>①</sup>，加上不可变现的约束，基金额券已形同废纸。

从极度繁荣到瞬间崩溃，大梦初醒的人们在一个接一个噩耗中不得不接受现实——“咆哮的 20 年代”已经结束。

---

<sup>①</sup> 例如一张 100 元的有价证券，过去需要花费 150 元才能购买到手，而如今仅仅需要 25 元即可。

1929年9月3日，持续四年的股票上涨期似乎走到了尽头，很多股票投机商还刚刚从佛罗里达回来，很快就看到了相关的数据，悲观论调开始蔓延。10月7日，收音机里传来了金融市场交易将要征收保证金的消息，很多投机者看到了信贷收缩的信号，他们的储蓄甚至房产很可能会因此而失去。

10月9日，星期一，股票下跌的消息通过私下渠道开始广为传播，这是第一次下跌。10月12日，周四，部分股票价格直线下跌，再也没有人会购买股票，很多人的账户因为无法满足保证金的要求被强制平仓。

10月19日，星期二，那些正在表现良好甚至正在上涨的股票开始被人们大量抛售。

根据加尔布雷斯的记载，股市恐慌从10月24日持续至10月29日，总共持续了五天的时间，到了10月29日这天，开始了真正意义上的暴跌，所有的股票都被不计代价地抛售出来，整个交易所陷入了无秩序的混乱当中，开盘后的半小时里，交易量达到了300万股，到了中午12点的时候，交易量达到了800万股，当天收盘时，交易量已经达到了1641.3万股，成为美国金融历史上交易量最多的一天。正是这一天，华尔街多位著名人物相继自杀，人们将这天作为大萧条的起点，此后一直到了11月13日，股票指数从452点下降至224点。

一直到1933年7月，美国股市终于走至最低点。股票市值蒸发了740亿美元，与股市高涨的1929年9月相比，83%的财富蒸发一空。

股市崩盘仅仅是经济下滑的开始，随之而来的是实体经济的迅速萎靡。尤其是农业方面，在整个一战之后的美国，农业萧条始终是个有待解决的问题，大萧条时期的农业在前期多年萧条的基础上总产值再度下降了33%，实际上主要农作物的产量并没有出现大的变动，总产值的下降是源于农产品价格大幅度下降所致，农产品的下跌在1931年之前并不

具有毁灭性，到了1931年后，由于迟迟没有价格回升的迹象，大量农场主开始了破坏性销毁农产品的活动，更为严重的是，由于20世纪20年代多次出台的对农业的补贴和优惠贷款法案，使得农业领域的负债率达到了历史最高水平，而农产品价格长期处于冰点，意味着这些负债难以偿还，美国的农业生产将成规模的凋零萎缩。

此外，在整个20世纪20年代作为支柱产业的房地产行业，在1927年以后出现了大幅的下滑。1929年的股市崩盘和1930年的银行业挤兑更是令房地产行业雪上加霜，总体建筑投资水平在三年间下降了73%，私人部门的建筑投资额在1929年到1933年期间总计萎缩了80%，到1934年才有所回升，一直到20世纪60年代中期，美国的房地产投资额才逐渐达到1927年最高点的水平。

随着经济的不断下滑，银行业恐慌在1933年大规模地爆发，这次恐慌直到“银行假期”即全国银行暂时停业才得以终止。由此，美国脱离了金本位制，国会也提出建立银行存款保险以及在联邦储备体系内建立集中的货币管理权力机构。这些改革措施带来货币扩张，由此启动了第一阶段的复苏。

一战后重建的国际金融机制<sup>①</sup>，加剧了全球既有的结构性通货紧缩，造成金融危机的连续扩散。由于英国缺乏充足的黄金储备，只凭汇兑信誉和对外贸易顺差保持支付平衡，经不起国际金融市场的波动。

1928年，美国的高利率和证券投机使大量外国资本流向美国证券市场，国际贷款受到影响。法国以黄金结算外贸顺差引起的资本还流则加剧了国际贷款的紧张形势。英国无力弥补美法退出对外贷款所形成的缺口，导致国际信贷普遍紧缩，资金缺乏且形式不断恶化。

---

<sup>①</sup> 即国际金本位机制，一种以黄金为本位通货的金融体系。



目前，主流的观点以 1929 年 9 月到 10 月期间发生的美国股市大崩盘作为大危机的标志性起点。但实际上从整个国际经济角度来看，危机早已经浮出了水面。欧洲的证券市场在此之前就已经开始崩溃，德国股市崩盘发生在 1927 年，英国发生在 1928 年 6 月，法国则是在 1929 年 2 月，而加拿大在美国股市崩盘的时候还刚刚开始高涨，维也纳的股票市场是在 1931 年才开始崩溃。

美国证券市场崩溃后，欧洲的贷款形势一度随外资撤出纽约市场而有所缓和，但随即又因物价的持续下跌以及国际范围内<sup>①</sup>的通货紧缩而面临紧张。

1931 年欧洲金融市场爆发了扩散性金融危机。1931 年 5 月，奥地利挤兑存款的浪潮波及到了匈牙利、捷克斯洛伐克、罗马尼亚、波兰等国；7 月初，德国的银行危机迫使美、英、法决定让德国延期偿还贷款 3 个月；7 月下旬，英国的挤兑风潮使得经济体在短短两个月内流失了至少 2 亿英镑的黄金储备，英国政府被迫于 9 月 21 日宣布脱离金本位，国际金本位体系正在崩溃。这场金融恐慌在波及整个欧洲后回过头迅速转向了美国，1932 年 6 月美国也流失了近 20 亿美元的黄金。

在危机面前，各国起初各自求生，采取以邻为壑的措施与政策。在金融方面，与英镑保持固定汇率的相关国家和地区也相继放弃金本位，形成了英镑集团。1931 年至 1932 年，哥伦比亚、玻利维亚、奥地利、阿根廷、希腊、捷克斯洛伐克、前南斯拉夫、拉脱维亚、丹麦、爱沙尼亚、尼加拉瓜、哥斯达黎加、罗马尼亚、日本和巴拉圭等国施行外汇管制，法国则因其黄金储备充足而坚持施行金本位，并从 1931 年 9 月起连续将美元储备兑换成黄金，到 1931 年 12 月中旬，法国从美国联邦储备系统

<sup>①</sup> 主要指国际金本位体系成员国。

换走共计 3.5 亿美元以上的黄金。与此同时，比利时、瑞士跟荷兰等国的银行也相继向美国联邦储备系统提出将美元储备兑换成黄金的要求，美国金融体系因此陷入了恐慌，黄金流失达到 7.55 亿美元，自此，战后重建的国际货币体系从本质上讲可以说是彻底崩溃了。

1930 年到 1933 年，美国每年银行的倒闭比率分别为 5.6%、10.5%、7.8%、12.9%，银行界的恐慌和挤兑在全国蔓延。公众对于银行体系的担心再次达到了历史峰值。1932 年底至 1933 年初，公众持有现金率上升了 16%，1933 年 3 月 6 日深夜，罗斯福总统紧急宣布银行大休假（即停业），并中断黄金赎回和禁止黄金出境，挤兑浪潮以强制银行系统瘫痪的方式告一段落。

经过破产和兼并，1933 年底能够开放营业的银行数量缩减至危机前的一半以下。随后，政府将美元贬值 41%，并授权联邦储备银行可以用国家债券担保发行通货，美国实行金本位制的历史到此结束。

1933 年银行业休假结束以后，整个金融体系仍然存在着很大的脆弱性。主要是，一方面，银行在储户心目中的信誉难以重建，人们担心银行业再次发生各种危机而减少存款，更主要的是减少对中小银行的存款；而另一方面，则是借款人在银行心目中的信誉难以重建。由于持续经济低迷，通货紧缩的趋势尚未结束，银行担心新增贷款很可能成为坏账，从而减少向中小企业发放贷款，整个金融体系由于缺少信用扩张而陷入了泥沼中。更为重要的是，对于 1913 年为了保持银行体系的运转效率而建立的美联储对此束手无策。

在经过一年的筹备以后，美国联邦存款保险公司（FDIC）于 1934 年开业。这一保险公司要求银行自愿参加，并对其成员银行的存款提供保险。这一机构并不隶属于美联储，而是一家相对独立的金融机构，投保银行也对此机构不具备支配权，该机构的理事会由总统

直接任命。

参加 FDIC 的会员银行在吸收存款的竞争中比未投保的银行具有较大的优势。由于银行间的吸储竞争以及各州不愿意给未投保的银行签发特许权，使得这一机构的会员迅速增加。会员银行向联邦存款保险公司支付保险费用，其将对最高限额为 10 万美元的存款进行风险担保。

设定 10 万美元作为上限是为了防止银行发生挤兑，根据大萧条时期的历次银行业危机的经验，中小存款人的恐慌性挤兑是造成银行危机的主要原因。保护中小存款人的存款安全就可以在在一定程度上杜绝这种恐慌情绪的蔓延。对于工商企业的大额存款，这一制度则促使他们不得不谨慎的选择存款银行，而不是盲目地追逐那些高利率但具有承兑风险的银行。



■ 联邦存款保险公司（FDIC）大楼内部标志。

FDIC 的建立较为迅速地恢复了存款人的信心，尽管没有帮助恢复银行向外放贷的信心，但银行的挤兑和破产的确得到了有效的控制。1934 年 6 月 19 日，罗斯福签订了《白银购买法案》，其中规定“命令财政部长在国内外购买白银，直到每盎司白银的市场价格达到 1.29 美元为止，或者直到财政部持有的白银储备的货币价值达到黄金储备货币价值的 1/3。财政部部长对此享有充分权利”。白银价格因此出现了暴涨，白银法案迅速增加了高能货币，扩张货币的目标有了明显的效果，从而也带来了新一轮的复苏——从 1932 年到 1937 年白银的扩张促使了价格水平上涨了 14%，批发价格上涨了 32%，农产品价格上升了 79%。

至此人们会发现，在这次危机中，那个于 1907 大恐慌中仓促成立的联邦储备体系几乎没有发挥任何的作用，客观地看，我们只能说这是联储体系一整套反危机措施中的致命漏洞，也可以被认为是美国政府的惨痛失误。由于罗斯福的改革弥补了前期的漏洞，FDIC 弥补了后期的漏洞，因此在后来的时代里，联储依然将注意力放在了货币问题上，相信这才是它的天职。

### <<< 知识点：金本位

金币本位制是以黄金作为货币金属进行流通的货币制度，它是 19 世纪末到 20 世纪上半期资本主义各国普遍实行的一种货币制度。1816 年，英国颁布了《金本位制度法案》，开始实行金本位制，促使黄金转化为世界货币。随后，德国于 1871 年宣布实行金本位制，丹麦、瑞典、挪威等国于 1873 年也相继实行金本位制。到 19 世纪末，资本主义各国已经普遍实行了这一货币制度。



金币本位制的主要内容包括：①用黄金来规定货币所代表的价值，每一货币都有法定的含金量，各国货币按其所含黄金的重量而有一定的比价；②金币可以自由铸造，任何人都可按法定的含金量，自由地将金块交给国家造币厂铸造成金币，或以金币向造币厂换回相当的金块；③金币是无限法偿的货币，具有无限制支付手段的权利；④各国的货币储备是黄金，国际间结算也使用黄金，黄金可以自由输出或输入。从这些内容可看出，金币本位体制有三个特点：自由铸造、自由兑换和自由输出入。由于金币可以自由铸造，金币的面值与其所含黄金的价值就可保持一致，金币数量就能自发地满足流通的需要，从而起到货币供求的作用，不会发生通货膨胀和货币贬值。由于黄金可在各国之间自由转移，这就保证了外汇行市的相对稳定与国际金融市场的统一，因而金币本位制是一种比较健全和稳定的货币制度。



金本位制度下，黄金作为第一储备，受到了全世界的追捧。



## 二战：虚假的繁荣与漫长的调整周期

二战的投入远远超过了一战的投入，导致了美国债务占 GDP 比例上升到历史最高水平。美联储通过维持低利率以确保财政部可以低成本发行国债。在此期间美联储的资产负债表迅速扩大。战争结束后，美联储用了六年才得以实现充分调整，不再需要人为地将利率保持在低水平。1951 年的《美联储协议》使得美联储重新独立于财政部，从而在 20 世纪 50 年代和 60 年代能够着力于确保物价稳定的使命。

二战时期，尤其是在美国参战以后，美国本土施行的是一种所谓赤字开支的财政政策。财政赤字连年攀升，达到了前所未有的巨大规模。1942 年美国正式参战后，尽管美国税收进一步增到 144 亿美元，但是财政预算开支增长更快，达 351 亿美元，预算赤字为 208 亿美元；1943 年政府预算收入为 236 亿美元，预算开支则为 785 亿美元，其间差额达 549 亿美元；1944 年预算收入为 443 亿美元，支出 913 亿美元，赤字额 470 亿美元；1945 年预算收入为 452 亿美元，预算支出 927 亿美元，赤

### 富兰克林·罗斯福

富兰克林·罗斯福，美国第32任总统，美国历史上唯一蝉联四届，迄今为止在任时间最长的总统。同时也是美国历史上最伟大的三位总统之一，同华盛顿、林肯齐名。



字额为 475 亿美元。

美国并不缺乏向国内商业机构甚至公民借债的经验。首先是内战。1861—1865 年的内战使美国债务在 1866 年达到了当时有史以来的最高峰——28 亿美元。

历经格兰特、海斯、加菲尔德、阿瑟、克利夫兰、哈里逊六位总统，直到 1891 年克利夫兰第二次出任总统时，美国债务方才下降至 15 亿美元。

1891 年到 1912 年期间，美国又发生了一系列重大历史事件：建设 48 州，展开美西战争，修筑巴拿马运河，建立国家公园。这些看似光辉的事件为美国增加了 14 亿美元的债务。1912 年伍德罗·威尔逊入主白宫时，美国国债达到了 29 亿美元。

1914 年爆发的一战，使得美国债务净增 133 亿美元，这个数字到了 1930 年变成了 162 亿美元。

美国的这些经历使得罗斯福以前的总统们总结出了这样一条原则：通过借债来满足不同寻常的国家大事的财政需要，事后加以偿还。

1929 年大危机爆发至 1940 年罗斯

福第二届任期期满时，经过计算，为了应付大危机，美国通过公债筹集了 266 亿美元，这让美国的债务增长到了 428 亿美元。

1942 年美国正式参战后，尽管美国税收达 144 亿美元，但是财政预算开支却是 351 亿美元，预算赤字为 208 亿美元。1942 年 4 月美国政府的每日开支仅战争一项就达 1 亿美元，开支异常庞大。罗斯福说：“去建设工厂，购买原料，向劳动力支付工资，提供交通，为士兵水手和海军提供装备给养和住房，为战争中无数的需求而忙碌，所有这一切都需要大量的金钱，这些钱比有史以来任何一个国家任何时期花的钱都要多得多，为求得战争的胜利，这些钱是非花不可而且不能拖延。”与此同时，随着战时国家财政的大量开支，社会就业的逐渐恢复，大量货币流入民众手中，社会购买力起初开始增强，但逐渐地，人们开始变得艰难起来——国家正在面临通货膨胀的压力。

1941 年 1 月至 1942 年 5 月，美国本土的平均生活费用大约上涨了 50%，如若任其发展，可能造成生活费用再度提高 20% 的结果。而通货膨胀将发展到什么地步谁也无法预测，这种情形使得罗斯福异常担忧，因为通货膨胀的恶性发展必然会激化阶级矛盾，人们对政府不再信任，最终会伤及政府本身，动摇整个经济体制。在国会对税收的极端抵制时期，以恶性通货膨胀来满足战时财政的庞大开支，决不是一种明智的选择，如果政府不愿大量发行纸币，那么加强向国民借债以应对财政开支的方法就成了政府的必然行为。

1942 年 4 月 28 日和同年 9 月，罗斯福先后发表了《为了文明必须付出艰苦工作、悲伤和流血的代价》及《如果出现恶性通货膨胀，就会动摇经济体制》的炉边谈话，决定将战时公债的发行与限制公司利润，稳定工资、物价、房租及农产品价格和重要商品配给等压制社会购买力的措施配套推行。



1942年1月30日，国会通过紧急价格控制法，将整个物价限制在1926年水平的96.5%，农产品价格限制在1926年水平的101.9%。同年2月，汽车生产完全停止，不久后收音机和电冰箱的生产也受到限制。

1942年4月，配给制度开始建立，控制是如此的全面和彻底，以至于战时许多人即便拥有高工资和大量超时工作所获得的收入，但消费途径不是被切断就是被限制，无论你出价多高，新的房屋、汽车和绝大多数家具、电器都无法购买，甚至连吃肉都依赖于公共配给。人们的旅行也大受限制，各类公共交通工具变得非常拥挤，因军队的需求具有优先权。

通过这些影响消费的强制措施，1942年起，货币流通的速度开始下降，这些措施加速了社会闲置资金的增长，从而提供了发行国债最好的理由和时机。

为了尽可能多的吸纳资金，战时债券的发行极具灵活性。所提供给公众的债券尽量适应各阶层投资者的需要。根据个人、企业、银行、证券交易所、保险公司、联邦储备银行的不同情况，财政部设计了不同的债券，为了向学生推销债券，有的干脆以邮票代替，学生们只要每周花几美分就可以购买。

普通的工人群众无疑是公债发行的重点。为了最大程度从普通工资收入者那里吸纳资金以压缩消费，从1941年5月开始财政部展开了一次战时借债运动，着力推动三种新债券的发行：E、F、G系列的储蓄公债。由于从1935年开始美国就已发行了储蓄债券，这种投资方式对于普通美国人并不陌生，因而新公债的发行还算比较顺利。

由于战时财政的巨额投资，货币储蓄大多由美国公司积累起来，他们成为了战时公债的主要购买成员之一。从1938年到1945年，美国公

司资产总额从 3000 亿美元增加到 4420 亿美元，增加部分几乎全部是国家证券投资和货币现金（库存现金和货币存款）。

在 1938-1944 年期间，货币资金和国家债券投资所占比重从 32% 增加至 57%，而物质财富的投资则相应减少，这从一定程度上起到了限制通货膨胀的作用。

二战时期，美国银行体系对战时公债的发行起巨大的作用。这期间，美国联邦储备系统的运作机制也在演进中。大危机之前，由于联邦储备系统在公开市场上购买政府债券导致公开市场操作的产生。大危机期间，国会授权美联储可以在相当宽泛的范围内改变会员银行的法定准备金比率。1935 年，罗斯福政府颁布了《1935 年银行法》，这一法案重新构造了联邦储备体系，正式授权美联储理事会执行其所具有的一切权力，用集中的货币政策执行权取代过去货币政策执行权在各区储备银行的分散制度，同时规定每个联储银行购买及销售国债必须经过公开市场委员会 (FOMC) 的批准。这两项法令强化了联储对货币的集中管理权以及对信贷的集中调整权，而参战期间改变会员银行的法定准备金比率，就成为了联储充分调动银行财力以供应联邦政府财政所需的得力工具。

二战时期，美国各银行都可以被看作是财政部的工具，这些银行为战争提供融资服务，它们在战争期间的主要任务就是帮助财政部销售债券以及各种票据，为战争融资，满足政府对资金的需要。因此，联邦储备银行、商业银行（国家的和各州的）和信用体系中的其他各机关实际上担当了推销公债的职责，而且银行不仅帮助公债在私人、工商企业和保险公司之间推销，并且将大量自身的资金投入国家有价证券当中。到 1945 年战争结束时，银行所持有的国家有价证券从 1939 年的 194 亿美元，

增加至 1251 亿美元，占当时国债发行总额的 45%。

为了满足财政部的需要，美联储为全国的银行系统提供了充足的、极大规模的储备，以便使财政部发行的证券能够维持非常低的利率水平，这就使得全国银行系统的储备和存款得到迅速增加。因此，在 1941 年至 1945 年期间，银行将大部分资金用到能产生效益的资产运用项目上，这些因素使得各大银行利润大幅增长。

另外，由于短期公债利息只有 0.375%，因此群众和商业银行都不愿意购买，美联储于是包销了由财政部发行的全部短期债券，购买总额从 1939 年的 25 亿美元上升到 1945 年的 233 亿美元，庞大的军事开支使得美国联邦储备银行资金全部被用于军事开支的拨款。联邦储备银行 1945 年 6 月 30 日综合资产负债表可以很明显地看出：美联储将其资金的一半以上投入国家有价证券中，而这些资金的来源主要是发行银行券。这些银行券的流通不但增加了银行存款，从而导致货币供应量的增加，并且准备金也增加，并且依此为基础进一步增大货币供应量，事实上就是通货膨胀。在 1946–1949 年时间段里，美国消费物价指数上涨率为 10.2%，最高时曾达到 14.4%，通胀非常严重。

二战后，美联储继续为财政部压低利率，但 1946 年《就业法案》却将“最大化就业、生产以及购买力”的责任交付于联邦政府（而不是联储）。战时对支出以及物价的成功控制，被完全归功于财政政策和政府的直接干预对经济的刺激。该法案使货币政策与联储的关联达到最疏远的程度。

1950 年，朝鲜战争爆发，财政部要求美联储继续将利率保持在较低的稳定水平，这导致财政部与美联储的矛盾激化。

双方都希望控制利率，财政部希望压低利率以降低融资成本，而联



■ 朝鲜战争爆发，对美国金融产生了巨大影响。



储则希望提升利率以控制通胀。最终，1951 年的财政部－美联储协议（the Treasury–Fed Accord）取消了财政部在二战时以固定利率货币化政府债务的特权，而该协议也意味着美联储开始朝真正地“独立”回归。





## 沃尔克的革命：杀死通胀的人

在 20 世纪 60 年代和 70 年代，通货膨胀率开始上升。美联储十分关注维持低水平的失业率，从而奉行宽松的货币政策，首先是为越南战争和“大社会计划”提供资金，其次是对石油和大宗商品的价格冲击作出反应。由此产生的后果是出现滞胀，即高失业率和高通货膨胀并存的情况。1979 年美联储主席保罗·沃尔克的任命成为政策根本转变的开始。利率大幅上升使通货膨胀开始迅速降低，并再度恢复了市场对美联储的信心。

### 保罗·沃尔克教授

保罗·沃尔克教授 1979 年至 1987 年供职于美国联邦储备系统，先后在纽约联邦储备局、大通曼哈顿银行以及美国财政部工作过，在美国乃至世界经济领域有着广泛的影响力。他是一位真正的美国英雄，格林斯潘把他赞誉为“过去 20 年里美国经济活力之父”。



20 世纪 50 年代和 60 年代，是美国经济快速发展和高度繁荣时期。1950 年美国国民生产总值和工业生产增长率分别达到 8.7% 和 15.7%，均创战后最高纪录。1947-1953 年，美国国民生产总值年均递增 6.6%。1961-1969 年，美国经济迎来黄金时代，出现连续 106 个月的持续增长，到 1971 年美国国民生产总值达到 10634 亿美元。这段快速发展和高度繁荣使美国经济实力迅速增强，奠定了美国在世界经济领域的霸主地位。

然而繁荣的背后，新一轮的危机正在不动声色地酝酿着。由于受扩张性财政政策的影响，战后美国急剧扩大的财政赤字与扩张性货币政策导致美国经济从 20 世纪 60 年代后半期开始出现通货膨胀现象，并不断上升。20 世纪 70 年代初，尼克松为了降低通胀实行紧缩性货币政策，暂时控制了工资和物价，到 1972 年虽然失业率与十年前相同，但通货膨胀率却上升了 3%，加上 1973-1975 年和 1979-1982 年中东的两次石油危机，导致能源价格上涨和企业运营成本提高，甚至带动非能源产品价格上涨，使美国的消费与投资都出现收缩，生产增长放慢，失业率普遍上升，进而使世界经济步入长达 10 年的滞胀<sup>①</sup>危机当中。

当然，滞胀危机与 20 世纪 70 年代的两次石油危机密切相关。1973 年爆发的第四次中东战争中，阿拉伯国家对支持以色列的国家实行石油禁运，消减石油产量，收回石油价格决定权，先后两次提高原油标价和市价，造成全世界范围内的石油恐慌。消减产量后，欧佩克国家在 1973 年 11 月份每天的石油产量比 9 月份减少 420 万桶，大约是 9 月份石油产量每天 3260 万桶的 13%。石油价格从 10 月份的每桶约 3 美元上升到 12 月份的 11.56 美元，到 12 月中旬达到每桶 17.04 美元，于是爆发了第一次石油危机。这次石油危机历时三年结束。到 1978 年，因受伊朗政变和

<sup>①</sup> 滞胀是指经济危机、经济萧条与通货膨胀并存且相互推动的经济现象，其独特的表现就是物价高涨、生产缩减、失业增加、利息率上升、利润率下降等同时存在并交织并发。

两伊战争的影响，世界石油产量大大缩减，世界第二大石油出口国伊朗原产量从每天 580 万桶骤降到 100 万桶以下，油价从 1979 年的每桶 13 美元猛增至 1980 年的 34 美元，再次造成石油恐慌，引发了第二次石油危机。

这两次石油危机对发达资本主义国家经济带来巨大的冲击，加剧了通货膨胀和物价上涨，进而引发了战后最严重的全球性经济危机。危机首先从英国开始，先后席卷了美国、日本、加拿大、联邦德国和法国等主要资本主义国家。以石油为生命线的汽车工业首当其冲，美国汽车工业受损最严重，生产下降了 32%。作为经济晴雨表的股市对经济不景气作出了直接的反应，1974 年 12 月上旬，美国道琼斯 30 种股票价格平均指数比危机前的最高点下跌近一半。滞胀危机以高通胀、高物价和低增长为特征，这一时期美国工业持续下降和停止 44 个月，工业生产下降了 14%，国民生产总值下降了 4.7%，但物价指数却在 9 月份比 1 月份上涨



■ 受石油危机的影响，美国汽油供应出现了严重短缺，图为 1974 年美国的汽油定量配给票。



了6个百分点。这次危机还在失业人数上创下战后新高，1975年5月美国失业率为9.2%，是自20世纪30年代大萧条以来的最高点。

## 保罗·沃尔克

保罗·沃尔克（Paula Volcker），曾任美国总统经济复苏顾问委员会主席，国际金融论坛（IFF）共同主席，1979年至1987年任美国联邦储备委员会主席。民主党人，毕业于普林斯顿及哈佛两所名校，为5位总统工作过，连任两届美联储主席，任期共长达8年。在担任美联储主席之前，他曾担任过尼克松政府中负责金融事务的财政部副部长、纽约联邦储备地区银行行长——这意味着他担任过联储会委员和开放市场委员会的副主席。

有人说，“（沃尔克）生来就是当美联储会主席的”。他对货币政策的精通，体现在大到货币策略、小到联储局日常工作的技术细节的方方面面。由于他在财政部和纽约联储银行任过职，沃尔克与许多国外央行官员以及许多国际金融界重要人物都有着不浅的私人交往。由于他成功地“打断通胀脊梁”，取得赫赫战果，有人对他在任期间总体表现的评分，甚至比给格林斯潘的评分还高些。

沃尔克出任美联储主席之际正是美国进入严重滞胀的阶段，1981年美国通货膨胀率高达13.5%，累积多年而加速的通胀已经成为了美国国内第一经济问题。

那时美联储的政策工具与后来格林斯潘时代的一样，主要是提升联储基金利率。沃尔克上任第8天即宣布，将联储基金利率提升至11%，之后又宣布将贴现率提高至10.5%。但当沃尔克要求再次提高贴现率时，

他遇到了麻烦——在美联储有投票权的7位委员中，有3位反对。虽然沃尔克还拥有多数，但舆论和市场却判断进一步的加息是不可能了。

在美联储投票决定基准利率的制度下，沃尔克遭遇了两难困境。如果他坚持“利息至少为正”的立场，要求进一步加息，那么他很可能成为上任不久就变成少数派的美联储主席，并因此无法贯彻自己的政策主张。如果他像他的前任一样圆滑地妥协，那么美国反通胀的历史就将改写。这里的关键是，通胀不单是货币现象，而且还是公众的心理现象。美联储内部的反对意见其实有更广泛的代表性，因为大幅度升息必然带来“治疗过程”的痛苦。从生产者的角度看，消费者一起减少购物意愿不啻是一场灾难，因为库存会增加、周转会减慢、破产要上升、失业会严重。

沃尔克理解自己的困境，但决不放弃为脱离金本位的美元重新建锚的使命。他坚持经济逻辑的原则，又凭借多年“周旋”在美国行政与政治迷宫里练就的本领，终于找到了破解困境的实际路径——美联储不再投票决定基准利率，转而直接制定美国货币供应量目标，然后经由市场过程，由货币供应量的变化决定利率的变化。不得不说，这是一个机智的创举，货币供应量当然决定着利率，但美联储却再也不需要为提升利率而直接同政治周旋。

1979年10月6日，美联储一致通过了货币供应量目标的新体制，接着在开门的市场上，联邦基金利率从12%攀升到18%，然后落在13%-15%之间。商业银行的优惠利率因此被推高。然后，利率在平静的氛围里持续上升，在1981年夏秋之际攀上了连沃尔克本人也没有想到过的峰值：联邦基金利率19.1%，商业银行优惠利率21.5%，狂奔的通胀野马终于被勒住了——美国通胀率在1981年降为6.5%，再过2年又降到4%以下。

当然，沃尔克的措施也带来了许多的负面影响：

首先是高利率降低了投资者信心，削弱了经济增长的动力，从而阻碍了美国经济的增长，导致经济危机周期缩短、程度加深。1980年2月，美国爆发了战后第七次经济危机，危机持续了6个月，工业生产下降了8.1%，失业率高达7.6%。一年后，即1981年8月美国出现了第八次经济危机，此次经济危机持续了16个月，成为战后持续时间最长的经济危机，工业生产下降了12.3%，失业率高达10.8%，失业人数高达1200万人。

其次是高利率吸引了世界各地的资金纷纷涌入美国。从1979年初到1983年年中，流入美国的外资净额高达1580亿美元，占美国名义国民生产总值的1.2%，这种外资的大量涌入虽然有助于弥补部分美国财政赤字，但同时却促使美元对西方主要国家货币的汇价上升，一定程度上削弱了美国商品的出口竞争力，导致美国贸易出口增长速度大大减缓甚至下降，1981年出口额仅比1980年增长5.9%，1982年比1981年下降9.2%。

1983年美国 and 西方一些发达国家出现不同程度的复苏，但美国出口增长速度不快，11月份出口额仅为168亿美元，比1月份的173.2亿美元下降了3%。由于出口减少、进口增加，导致贸易逆差不断扩大。如1980年美国贸易逆差为363.5亿美元、1981年为396.8亿美元、1982年为426.9亿美元、1983年前11个月的逆差竟高达629.6亿美元，比上年同期的389亿美元上升了61.9%。再加上美元坚挺对美国出口工业的沉重打击，进一步加剧了美国国内的贸易保护主义思想的抬头。



## 大缓和：20 多年的大繁荣是怎样实现的

大缓和时期指的是从 20 世纪 90 年代早期到 21 世纪初的低通胀时期，与此相伴的是美国历史上最长的经济扩张时期。大多数经济学家将这个时期的繁荣归功于价格稳定、科技进步和无重大冲击。

里根时期，为了迎合当时美国人民强烈要求制止通货膨胀的愿望，美联储把紧缩货币政策作为其经济复兴计划的一个重要环节，进行了货币政策改革。

货币政策的改革分为两个阶段  
第一阶段是从 1981 年初至

### 罗纳德·威尔逊·里根

罗纳德·威尔逊·里根，美国政治家，第 33 任加利福尼亚州州长，美国第 40 任总统。他是一名伟大的演讲家。在踏入政坛前，里根担任过运动广播员、救生员、报社专栏作家、演员、励志讲师。在美国历任总统之中，他是唯一一位演员出身的总统。





1982 年中期，美联储为了通过控制货币供应量的增长来缓和严重的通货膨胀现象，不惜以经济衰退为代价坚持执行了一项紧缩性货币政策。美联储 1981 年规定的货币供应量  $M1^{\text{①}}$  增长指标为 3%–6%，而实际上只有 2.1%，低于指标的下限，因而这一年银根奇紧。

1982 年美国的经济危机已十分严重， $M1$  的增长指标仍进一步紧缩到 2.5%–5.5%，与此同时，联邦储备银行的贴现率在 1980 年 12 月已提高到 13%，1981 年 5 月又提高到 14%，大额借款另外增收 4% 的附加利息。1982 年 10 月以前，贴现率始终保持在两位数以上，徘徊于 11%–12% 之间，商业银行的优惠利率曾经于 1980 年底上升到 21.5% 的历史最高峰，下降后再度回升，在 1981 年的大部分时间里持续保持在 20% 上下，1982 年仍在 15% 左右摆动。

第二阶段从 1982 年末至 1985 年，美联储在实施紧缩性货币政策时考虑到严重的经济衰退情况，灵活的进行了货币政策改革，实现了低通货膨胀和经济稳定增长。通过第一阶段的通货紧缩政策，通货膨胀有所缓和之后，1982 年 7 月起联邦储备银行的贴现率连续下降 7 次，每次下降 0.5%，由 12% 下降为年底的 8.5%；1984 年年底时下降为 8%，1985 年又下降到 7.5%。为了复兴经济增长，从 1982 年下半年起美联储还放松了对货币供应量的控制，10 月公开宣布今后不再强调货币供应量指标的重要性，可以允许货币供应量的增长超过原定指标。

这个时期，美联储实施的从供应入手的货币政策改革，不仅使严重的通货膨胀得到了迅速的缓和，还使美国经济有了较为稳定的发展局面，迎来了著名的里根繁荣时期。

---

<sup>①</sup> 首先， $M$  代表流通中的现金，是指在银行体系以外流通的所有现金量；而  $M1$  指狭义货币供应量，其计算公式是  $M + \text{企事业单位活期存款}$ ，它反映了居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标，流动性仅次于  $M$ 。

在克林顿执政时期，美联储的政策经历了由降低利率刺激经济复苏到提高利率防止通货膨胀的转折。继 1992 年 2 月 4 日美联储作出决定把联邦基金利率从 3% 提高到 3.25% 之后，接着于 3 月 22 日进一步提高到 3.5%，4 月 18 日再提高到 3.75%，5 月 17 日迈出更大步伐把联邦基金利率提高到 4.5%，贴现率则从 3% 提高到 3.5%，连续四次提高利率对美国经济的冲击很大，引起了激烈争论。

美联储这一决策主要是以所谓“自然失业率”为依据，早年通过的《联邦储备法》中把“促进最大限度就业”定为美联储的政策目标之一，1979 年通过的《汉弗莱-霍金斯法》又将最大限度就业规定为失业率不超过 4%，但是货币学派认为经济体中存在着一一种货币政策无法作用于其身的自然失业率，在他们看来，由于近年来经济条件的变化，自然失业率应当是 6.0%-6.5%，而不是 4%。如果决策者对自然失业率置于不顾，坚持实现 4% 的目标，必然会把经济推进到超过其潜在能力的水平之上，结果只能引起更大规模的通货膨胀，最终导致经济增长的放慢和失业率的剧增。

联邦储备第四次提高利率在社会上引起极大争论，美国商会责怪华尔街的金融人士不应当为自己的利益而牺牲整个工商界。劳工联合会与产业工会联合会 (AFL-CIO) 也对此发表声明，认为在美国仍然有 840 万人失业和 660 万人打零工的时候，联储却在提高利率给经济泼冷水，其结果只能使失业者更难找到工作。

参议院银行委员会在 5 月 27 日就利率问题举行了听证会，要求格林斯潘对提高利率的理由作出解释。争论的焦点就在于美国经济刚刚好转而又没有任何通货膨胀的迹象，美联储为什么要对经济刹车。议员们在听证会上则要求格林斯潘对今后不再提高利率作出保证。

这次提高利率一个月以后，由于对日贸易逆差扩大，外汇市场美元

对日元的比价在6月21日跌破了1:100的大关。这就把美联储置于提高利率以挽救美元颓势和维持利率以防经济滑坡的两难选择之间。在经过两个月的观察和思考之后美联储消除了对后者的顾虑,在8月16日作出把联邦基金利率提高到了4.75%、贴现率提高到4%的决定。美联储官员声称这个利率水平是与美国潜在的经济增长能力相适应的。

克林顿政府对美联储连续提高短期利率致使长期利率猛增的情况开始是不满的,但在经过研究之后认为美联储的做法可以把美国经济保持在2.5%-3.0%的持续温和增长的水平上,有利于克林顿在1996年的竞选,因而对联储的决策给予了支持。

但是这种暂时的一致并不能完全消除双方在金融政策上的分歧。这种分歧的第一个迹象是在1993年的总统经济报告中经济顾问们否认自然失业率自70年代初期以来有什么大的变化,强调目前的失业率远远超过了自然失业率,同时宣称用通货膨胀的加速来说明刺激经济的措施超过了自然失业率是不科学的,因为影响通货膨胀的加速还有许多其他因素。

另一个迹象是具有凯恩斯观点的新任美联储副主席布林德同格林斯潘在美联储召开的年会上,对美联储政策目标的不同提法。布林德主张西方中央银行在确定利率水平时既要考虑到通货膨胀,又要考虑就业问题,而格林斯潘则主张修改《联邦储备法》,把控制通货膨胀作为利率政策的唯一目标。

1993年7月22日,格林斯潘在参议院宣布,美联储决定不在继续强调运用货币量M1或者M2<sup>①</sup>作为指导货币政策的目标,同时相应地加大对实际利率的重视。1994年开始改为以调节实际利率作为调控宏观经济的主要手段。

---

① M2指广义货币供应量,其计算公式是M1+企事业单位定期存款+居民储蓄存款,它反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况。

90年代，美联储货币政策最终目标的制定，充分吸取了战后美国政府货币政策实践中，控制通货膨胀和经济衰退、失业率升高、利率攀升之间顾此失彼的经验教训，努力追求经济增长、充分就业和物价稳定之间的均衡关系。

因此，在90年代初美国经济衰退和复苏阶段，美联储采取利率下调手段以刺激经济恢复，但又不实行对经济的过分刺激而诱发日后的通货膨胀。在90年代上半期以来经济进入扩张阶段，美联储密切监测美国经济运行中的各项经济和金融指标，尤其以实际经济年增长率为尺度来作为调整实际利率的依据，适时地收缩银根来打压任何通胀苗头，剔除可能的通胀隐患；但货币政策工具的操作以防止经济过度紧缩为度，努力运用温和的货币政策将宏观经济增长调控到一个较为适度水平之上，这为美国长达20年的大缓和营造了一个非常稳定的金融货币环境，简而言之，美联储的货币政策对美国新经济时代的成长作出了不可磨灭的贡献。





## 贪婪的惩罚：次贷危机的真相

根据借款人信用条件的评级情况，美国住房抵押贷款主要可以分为三类：优质抵押贷款（Prime Loan）；近优级抵押贷款（Near-prime）；次级抵押贷款（Subprime Loan）。

美国次级抵押贷款简称“次级贷款”或“次贷”，如今人们所普遍谈论的“次贷危机”，实际上就是由次级抵押贷款市场动荡引起的金融危机。

美国住房抵押贷款的发放一般是在贷款机构或商业银行进行，这些机构通过经纪人的营销，特色贷款对象，并把信用评级作为发放贷款的重要依据。

优质贷款一般是面向信用等级高、信用评级分在 680 分以上的收入稳定的贷款人。而次级抵押贷款一般是向信用分数低于 620 分，还款能力差、负债较重的贷款购房人发放的住房抵押贷款。

近优级贷款（Near-prime）则是一个介于优质抵押贷款和次级抵押

贷款二者之间的贷款，也被称之为“Alt-A”贷款。这种贷款通常是发放给信用分在 620-680 之间的贷款人，这一类人信用记录不错，可是缺少或完全没有固定收入、存款、资产等合法证明文件。金融机构认为这类抵押贷款要比次级贷款更为安全些，而事实是“Alt-A”贷款的潜在风险有时要大于次级贷款。次级市场和“Alt-A”贷款市场都是高风险市场，按揭利率比优质贷款高，而问题就出在这部分市场上。

2001 年，随着网络泡沫的破裂，美国经济面临衰退的危险。此后，联储为促进经济增长和就业，连续 14 次降低再贴现利率，13 次降低联储基金利率，直至将利率降到 1% 的超历史最低水平，并维持了整整一年。这一政策极大地刺激了房地产业的发展，使之成为拉动美国经济增长的主要因素。

低利率让美国人更喜欢买房和负债消费，为了让他们借到更多的钱，有关机构不断放宽放贷标准，造成许多人盲目借贷。由于优质抵押贷款市场门槛太高，大量信用程度较差或偿还能力较弱而被银行拒绝提供优质贷款的购房人，往往转向次级贷款，该类贷款对信用要求程度不高，但利率通常要比优质贷款高 2%-3%，次级抵押贷款对放贷机构而言可以说是最激动人心的业务。

房地产市场的繁荣使得信贷市场也日渐火爆，而作为信贷市场一个组成部分的次级抵押贷款市场，在此次房地产繁荣中起到了推波助澜的作用。

对房地产市场大量的投资刺激了房价的上涨，2001-2005 年，美国的房价平均上涨了一倍，特别是在美国西海岸旧金山、洛杉矶地区和东部经济中心纽约、费城等地区的房屋价格节节攀升，这导致美国房地产投资泡沫产生。

在房地产价格不断攀升的情况下，对于房地产金融机构而言，发放

次级贷款可以获得更高的贷款利率，即使发生违约，金融机构也可以通过拍卖抵押房地产而回笼贷款本息。但自 2005 年以后，美联储在资产泡沫逐渐明显，通货膨胀压力加大的情况下开始提升利率，并且在两年之内连续 17 次将联储基金利率从 1.0% 提高至 5.25%。

随着利率的不断提高，美国的房地产市场终于开始逐步降温，一些地方的房价甚至开始下跌。然而在次级抵押贷款市场上，购房者的热情仍未冷却，以至于次级抵押贷款占美国全部房贷的比例从 2001 年的不到 5% 跃升至 2006 年的 20%。但是，随着美联储不断提高基准利率，房地产价格出现下跌趋势时，一方面那些通过浮动利率贷款购房的次级按揭贷款人，心理预期与偿付能力下降出现大量违约，而其违约风险通过次级按揭贷款衍生产品迅速放大，动摇了市场信心，最后引发了大面积的次级贷款信用危机。



■ 房利美 (Fannie Mae)，即联邦国民抵押贷款协会，成立于 1938 年，是最大的“美国政府赞助企业”，从事金融业务，可以增加抵押贷款资金的流动性，降低购房成本。2008 年 9 月发生次贷危机以来由美国联邦住房金融局接管，从纽约证交所退市。

另一方面，金融机构即使拍卖抵押的房产也难以得到本金的金额偿付，一些放贷机构因此出现巨额亏损，甚至倒闭，进而引发以其为基础资产的证券化产品次级债风波。一场因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的风暴终于在2007年8月爆发，并席卷了美国、欧盟、日本等世界主要金融市场。

次贷危机爆发后，冲击波传导到了“次级债券”，引爆了“次级债危机”。实际上，次贷危机就是包括次级贷款和次级债两个层面，“次级贷”和“次级债”都属于金融产品和工具范畴，它们是一脉相承的，彼此之间相互关联又相互作用。从次贷危机到次级债危机的演变过程，集中体现了金融产品的资金链、信用及风险传导的内在本质。

住房抵押贷款可以说是现代商业银行的主要业务之一，它具有借短还长的特点，进而影响着其资产负债结构和久期的匹配。为了能够获得更好的流动性，并分散次级抵押贷款的信用风险，发放住房抵押贷款的银行，通常愿意出售部分或全部住房抵押贷款，而发达的资本市场为此提供了有利的条件，住房抵押贷款证券化应运而生了。

而次级债是基于次级抵押贷款的资产证券化债券，最典型的就是债务抵押债券 CDO。这种债券一般是由投资银行打包次级抵押贷款，然后由信用评级机构对债券进行评级后在债券市场发行。债券的购买者可能是对冲基金、商业银行、保险机构，也可能是国外机构或投资者。

通过发放次级抵押贷款——贷款证券化——获得新的资金——再发放次级抵押贷款，银行业通过次级抵押贷款的证券化可以很快获得新的资金来进行下一笔抵押贷款的发放。

如此循环的结果就是美国的次级抵押贷款发放的金额和次级抵押贷款债券发行的数量相伴激增。因为次级债券的投资收益一般要高于优先级债券和国债等较低风险的债券，高回报率吸引了欧洲、亚洲（特别是



日本)、澳洲以及其他国家的许多金融机构,包括商业银行、投资银行、退休基金、保险基金、教育基金、政府托管的各种基金和对冲基金等保守型机构和激进型机构都参与进来。市场规模在短期内迅速扩大膨胀,这些次级债券投资者成为利益的获得者,也必然成为损失的承担者,以美国著名的住房抵押贷款公司新世纪金融公司为代表的贷款机构、以美林公司为代表的投资银行,以及以花旗集团为代表的金融超市和以全球财富管理著称的瑞银集团成为这场“金融飓风”的直接风眼,而一些大大小小的对冲基金、海外投资者等都受到波及,一场原本只涉及单一地区、单一金融产品的危机已经通过蝴蝶效应演变成了一场波及全球金融市场的飓风。

美国次贷危机由最初的次级抵押贷款市场问题开始,通过金融衍生工具的高杠杆率作用,迅速扩展到整个金融市场,引发了华尔街股市的大幅震荡,最终导致了自“大萧条”以来全球经济最大的衰退。多家住房抵押贷款机构破产,大量的金融机构陷入流动性困难并演化成银行信贷危机,随着金融机构相继倒闭和流动性短缺,证券价格开始大幅下降,次贷危机向资本市场和实体经济蔓延。与传统的金融危机相比较,本次次贷危机传导过程具有以下特点:

1. 次贷危机从全球最核心的金融市场——美国爆发。

本次危机,最先溃败的是最具创新能力的华尔街投资银行等金融机构,并引发全球金融动荡,并非局限于个别国家或地区。

“互联网泡沫”的破灭以及“9·11”恐怖袭击事件对美国消费者信心的打击使美国经济跌入低谷。为了刺激经济,美联储采取极度宽松的货币政策。宽松的货币政策促使美国经济持续增长,居民收入的增加、超低的利率以及宽松的住房抵押贷款审核条件刺激房地产市场的繁荣,但也累积了风险。

次级贷款业务不断膨胀，同时在金融自由化、监管放松的情况下，金融创新层出不穷，不断推出复杂的次级抵押贷款证券化产品，衍生次数和交易链条不断延长。风险从包含次贷的房贷基础资产向房贷证券化产品链条传递并累积。为了抑制通货膨胀，美联储从2004年起两年内连续17次加息，美国房价开始下降，次贷风险开始显现并向衍生品链条传递，次贷危机在美国爆发。

以往发生在其他国家的金融危机的影响和传递能力都是有限的，一般情况下对全球金融体系和经济的威胁不大，影响也只是局限于局部地区。例如，1997年爆发的亚洲金融危机主要对东亚新兴工业国家以及巴西造成冲击，对美国和欧洲国家的影响有限。

美国是世界上最大的消费市场，也是全球最发达、最重要的金融市场，美国金融市场向全球提供大量的金融产品。在经济全球化条件下金融机构经营也变得国际化。

美元是国际上最主要的储备货币，使得起源于美国华尔街的次贷危机迅速通过金融市场、贸易和投资、汇率以及市场信心等渠道向全世界传递，引发全球性的金融危机和经济衰退。

金融自由化和放松监管背景下，金融创新和各种衍生工具层出不穷。金融创新在促进金融市场繁荣的同时也放大了金融市场的风险。资产和负债期限错配和高杠杆化经营使得投资银行具有内在的脆弱性，一旦不能继续获得短期负债，投行不得不抛售长期资产，从而遭受资本金亏损，而且财务杠杆过高导致即使账面资产很小的损失也会带来资本金巨大损失。

次级抵押贷款违约率上升使得投资银行持有的证券化产品价格下降，从而引发投行去杠杆化，资产抛售资产价格进一步下跌；同时，市场信心危机使得投资银行无法筹集到新的短期债务，不得不大规模缩小资产

规模，损失进一步扩大，经营出现困难甚至倒闭。

随着危机的进一步蔓延，各金融机构的损失逐渐扩大。2008年3月16日，美国第五大投资银行贝尔斯登被摩根大通收购；2008年9月，房利美和房地美、雷曼兄弟、美林、AIG、华盛顿互惠银行等十多家著名的金融机构纷纷破产。

## 2. 从次贷危机向经济衰退传导的主要渠道是金融业和贸易。

本次危机主要是通过金融业和贸易渠道从金融市场向实体经济传导，从而导致经济衰退。

金融业衰退是导致经济衰退的重要因素之一。次贷危机导致多家金融机构相继倒闭，大量金融机构陷入流动性困难。而美国是一个金融业高度发达的国家，金融业不仅为实体经济提供服务，而且本身也是经济体中的极其重要的组成部分，美国金融业利用其在全球的核心地位赚取巨额的利润，金融业的增加值在GDP中占有很大的比例。金融业经营困难，金融机构发生巨额亏损，即使在危机没有向实体经济传导的条件下，整个经济也会受到重大冲击。

规避风险的资本在国际间流动也使得危机向全球传导。在经济全球化和金融国际化高度发展的背景下，危机的爆发使得国际投机资本甚至投资资本迅速撤回本国或者流向安全资产避险。外资大规模的撤出使得外资依存度高的国家或地区的投资下降，汇率贬值，通货膨胀上升，失业增加，经济陷入衰退。

危机通过外需渠道传递。美国是一个消费大国，次贷危机使美国经济陷入衰退，投资和消费需求下降，在经济全球化背景下，依赖出口的外向型国家外需不足，出口增长快速下降，甚至出现负增长。同时，大型金融机构陷入困境也冲击国际贸易支付和结算业务，特别是贸易融资，影响正常的国际贸易。

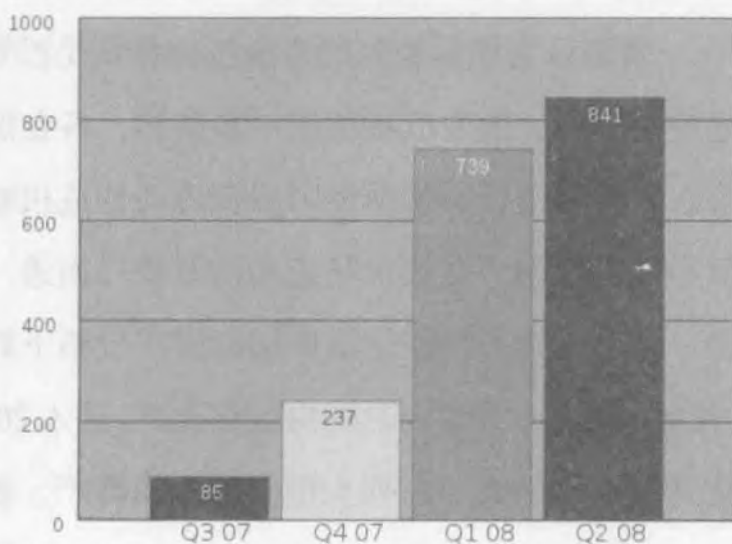
3. 严重的信心危机和羊群效应加快危机在国内和国家间传导，使得经济衰退进一步加剧。

相对于庞大的金融市场来说，美国次级抵押贷款只占很小的比重，但是通过“蝴蝶效应”却引发二战以来最严重的经济危机，其中信心危机和羊群效应起着重要的作用。随着金融自由化和金融创新的发展，金融监管存在漏洞、不恰当的市场激励机制以及中介机构特别是风险评估机构的道德风险等问题，使得次贷危机发生时信息不对称问题相当严重。

#### 房贷抵押证券（MBS）贬值

评级机构（如标准普尔和穆迪公司）已对近1.9 万亿美元的房贷抵押证券调降其信用评级。这对持有这些证券的金融机构产生压力。因为它们的资产账面缩水，这可能要求向银行募及更多额外的资本。

单位：10 亿美金



资料来源：财富杂志，2008 年 8 月 4 日

■ 房贷抵押证券的迅速贬值。



住房抵押贷款通过证券化并出售金融衍生品，提供了风险转移与分散机制，将借款人的风险从贷款发放机构转移到贷款购买者以及证券化债券的投资者，由于信息不对称，当住房抵押贷款违约率上升导致次贷危机时，在次级债、MBS、CDO、CDS 等规模庞大的金融衍生品市场中，衍生品风险以及危机严重性无法评估，因此当危机爆发时，整个市场参与者都急于脱身，市场流动性急剧紧缩，金融产品的价格急剧下降，金融机构出现经营困难甚至倒闭，恐慌弥漫着整个市场。特别是雷曼兄弟的倒闭使得整个市场的信心危机达到顶峰。

信心危机同样也严重冲击实体经济。由于网络技术的高度发展，使得信息能够在全球范围内迅速传递，次贷危机一爆发就在很短的时间内传遍全球的每个角落。信心危机的迅速蔓延大大加速全球经济的萎缩，而经济萎缩进一步加剧金融危机和信心危机。

#### 4. 金融市场几近崩溃，金融体系遭受重创，救助力度空前。

美国第二大抵押贷款公司——新世纪金融公司因无力偿付投资人贷款回购，于 2007 年 4 月 2 日申请而破产是美国次贷危机爆发的标志性事件。到 2007 年底，一贯被认为经营稳健的金融机构特别是投资银行和对冲基金不约而同地冲销资产。随着危机的进一步蔓延，各金融机构损失逐渐扩大。美国第五大投资银行贝尔斯登因出现流动性危机被摩根大通收购使得投资者信心危机加剧，金融市场流动性紧缺局面进一步恶化，股票指数大幅下挫。金融机构去杠杆化措施加剧资产价格下跌和借贷成本上升，市场流动性陷入枯竭，更多金融机构濒临破产。进入 2008 年 9 月，次贷危机急剧恶化升级，华尔街一系列大型金融机构破产，独立投资银行模式在美国消失。金融市场一片混乱，陷入极度恐慌，美国股价暴跌并连带全球股市进一步下挫。

由于结构性交易和衍生品的大量运用，评估机构为获得利润，在一

定程度上迎合银行机构的要求，对其产品给予超乎事实的评级，风险的真实状况无法从根本上评估，传统的资产负债表和风险计量、管控技术显得苍白无力，需要空前的救助力度和应对措施。

面对市场的急剧动荡和恐慌，美国财政部和美联储出台一系列救助政策，维护金融市场稳定。救助政策体现出历史罕见的大力度，美国财政支出和货币政策创新很大程度上突破了常规。为挽救陷入困境的金融机构，避免大范围银行倒闭破坏金融体系和整体经济的运行，美国财政部提出 7000 亿美元的救助法案并获议会通过实施，对金融机构展开一系列紧急注资救助活动。

美联储大幅调整基准利率和采取一系列创新性的货币政策工具，如 TAF、PDCF、TSLF、AMLF、CPFF 和 MMIFF 等旨在激活市场流动性，为经济、金融复苏营造宽松的货币环境。

此外，美联储还积极与其他国家开展货币政策国际协作，共同应对金融危机。





## 延伸阅读：布雷顿森林体系与美元霸权

随着二战的爆发，英美两国的实力发生根本逆转，以《布雷顿森林协定》为标志，美元压倒英镑，初步取得世界货币金融霸主地位。



布雷顿森林会议召开后，美元与黄金直接挂钩。

二战彻底改变了世界的政治经济格局。在主要资本主义国家中，德国、意大利和日本遭到毁灭性打击，英国、法国受到重创，而美国则发了一笔战争财。到二战结束时，英国的民用消费品生产只有 1939 年的一半，出口额不足战前的 1/3，对外债务高达 120 亿美元，黄金准备只有区区 100 万美元。而美国工业制成品占世界的一半，对外贸易占世界的三分之一以上，黄金储备约占资本主义世界的 59%，从 1938 年的 145.1 亿美元增至 1945 年的 200.8 亿美元，并成为世界最大的债权国。美国以强大的经济实力作后盾，不断打击英镑，抬升美元的国际货币作用，终于在二战结束前夕，建立了以美元为中心的布雷顿森林体系，初步取得世界货币金融霸主地位。

虽然二战使英美两国实力此消彼长，不过由于历史的惯性，当时英镑区和帝国特惠制仍然存在，国际贸易的 40% 左右仍用英镑结算，英镑仍是一种主要的国际准备货币，伦敦依旧是国际金融的重要中心。因此，在设计新的国际货币秩序时，英国竭力试图保持英镑的国际地位。而美国的目标非常明确，即要以经济实力为后盾建立美元的霸权。美英两国都从本国的利益出发，于 1943 年 4 月 7 日分别发表了各自对战后国际货币体系设计的方案，即美国的“怀特计划”和英国的“凯恩斯计划”。

“怀特计划”是美国财政部官员怀特提出的国际稳定基金方案。这个方案采取存款原则，建议设立一个国际货币稳定基金，资金总额为 50 亿美元，由各会员国用黄金、本国货币和政府债券缴纳，认缴份额取决于各国的黄金外汇储备、国民收入和国际收支差额的变化等因素，根据各国缴纳份额的多少决定各国的投票权。基金组织发行一种国际货币名为“unita”，作为计算单位，其相当于 10 美元，可以兑换黄金，也可以在会员国之间相互转移。各国要规定本国货币与“unita”之间的法定平价，平价确定后，非经基金组织同意，不得任意变动。基金组织的任务主要



是稳定汇率，并对会员国提供短期信贷以解决国际收支不平衡问题。会员国为了应付临时性的国际收支逆差，可用本国货币向基金组织申请购买所需要的外币，但是数额最多不得超过它向基金组织认缴的份额。美国设计这个方案的目的，显然是要由美国一手操纵和控制基金组织，从而获得国际金融领域的统治权。

“凯恩斯计划”是英国财政部顾问凯恩斯制订的。他提出了一个“国际清算联盟”的方案，极力主张减低黄金在国际结算中的作用，而采取更灵活的国际货币储备制度。他主张采取透支原则，设立一个世界性的中央银行，叫做“国际清算联盟”，由该机构发行以一定量黄金表示的国际货币“Bancor”，作为清算单位。当一国国际收支发生顺差时，就将盈余存入账户，发生逆差时，则按规定的份额申请透支或提存，各国的透支总额为300亿美元。这实际上是将两国之间的支付扩大为国际多边清算。如果清算后一国的借贷余额超过份额的一定比例时，无论顺差国或逆差国均需对国际收支的不平衡采取措施，进行调节。“国际清算联盟”总部设在伦敦和纽约两地，理事会会议在英美两国轮流举行，以使英国能与美国分享国际金融领域的领导权。这一方案反对以黄金作为主要储备，还强调顺差国和逆差国共同负担调节的责任。这对国际收支经常发生逆差的英国是十分有利的。

显然，这两个计划反映了美英两国经济地位的变化和两国争夺世界金融霸权的斗争。1943年9月到1944年4月，两国政府代表团在有关国际货币计划的双边谈判中展开了激烈的争论。由于美国在政治上和经济上的实力大大超过英国，英国最终被迫放弃“国际清算联盟”计划而接受美国的方案，美国也对英国作了一些让步，双方达成协议，随即召集了30多个国家开会共同商讨。会议经过3个星期的热烈讨论，于1944年发表了《专家关于建立国际货币基金的联合声明》。同年7月，

在美国新罕布什尔州的布雷顿森林召开有 44 国参加的“联合和联盟国家国际货币金融会议”，通过了以“怀特计划”为基础的《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称《布雷顿森林协定》，从而建立起布雷顿森林体系。这个体系的根本宗旨是建立一种汇率制度，以稳定汇价，促进世界贸易的增长，从而有助于保持高水平的就业和实际收入；建立一种世界性的货币，这种货币应该能够适应世界经济发展的需要；制定国际收支不平衡的调节政策，这包括调节作用和金融作用。

对于很多人而言，19 世纪金本位的建立是一个冗长而乏味的过程，但同时也难以回避。

当德国确立金本位制后，拉丁货币联盟因金银比价的变动所带来的巨大的压力而宣告解散，自此金本位正式登上了历史舞台。从它的诞生到它的结束，经历了一个非常复杂的过程，因为那是一个相当复杂的时代，各种战争、各种革命以及各种经济问题不断涌现，世界各地都在爆发火山，那是个不能忘却的时代。

以正常的逻辑来看，一种货币制度的建立应当是由于这种货币天然地具有某种优势，而这种优势会对经济形势起到某种良性的影响，但这种逻辑在金本位制的问题上是不成立的，这是一个十分荒谬的事实。

首先必须清楚的是，英国制定并施行金本位制的行动并非是英国政府本身的意愿。由于在实施金本位制后英国经济逐渐趋于稳定，利物浦第二勋爵及英国政府在后来便将这一切视为是自己的功劳。而在此之前，也就是牛顿、洛克与朗兹在铸币问题上展开大争论之后，英国实际上已经渐渐地走向了金本位的流通状态。到了 1816 年，拿破仑战争结束之后，英国政府有了充分的条件正式确立金本位制度，但引导英国走向金本位制的最终力量依然是金银比价的问题。在这个过程中，利物浦第二勋爵固然起到了一些作用，但几乎可以被忽视掉，他是一个在货币改革问题

上徒有热情的人，如果按照弗洛伊德的逻辑分析，他有着渴望在自己感兴趣的领域里留名史册的意愿和冲动。

当普法战争结束之后，各国开始商议建立一个新的货币联盟。这些国家看到英国施行了金本位制后经济情势稳定，便认为金本位是好的，所谓的国际金本位体系就是在这样的背景下诞生出来的。如同拉丁货币联盟那样，国际金本位联盟的成员国都是自愿加入该体系下的，并在入伙的时候承诺遵守相关协定。

事实上在拉丁货币联盟成立之前，欧洲已经相继出现过一些大大小小的货币联盟，但在应对货币紊乱的问题上并未起到太大作用，直到国际金本位体系建立之后，西方国家终于成功地建立了一套利用货币来维护国际贸易稳定的机制，这一实验过程似乎异常艰辛。

在国际金本位体系建立之初，曾一度饱受赞誉，因为它使各成员国之间在贸易与金融上有了一个较为稳定的局面，如果用更加准确的词语去表述，则是一种均衡。因为在国际金本位体系下，最重要的核心元素并非黄金本身，而是调节机制，也就是所谓的“黄金输入点”<sup>①</sup>与“黄金输出点”<sup>②</sup>。很难定义这种调节机制是人为创造的还是天然形成的，也可能是两种因素的混合体，总之它拥有一种制造均衡的力量。

首先需要说明的是，在国际金本位的游戏规则下，每一个施行金本位制的国家都必须给予身处自己国家里的任何人（包括外国人、旅行者等在内的任何人）进口与出口黄金的自由，同时亦规定任何人都有将非黄金的通货兑换为黄金的自由。其次，国际金本位体系下的均衡需要从

---

① 黄金输入点，指汇率波动的最低界限是铸币平价减运金费用，即黄金输入点。汇率总是以铸币平价为中心，在这个下限波动。

② 黄金输出点，指汇率波动的最高界限是铸币平价加运金费用，即黄金输出点。汇率总是以金平价为中心，在这个线下波动黄金输出点与黄金输入点概念相应，是黄金输送点的上下限。

两个角度作出解释，一是贸易角度，一是汇率角度；假使 A 国贸易出现逆差，会由于 A 国外汇在国际贸易市场被大量使用，导致国内出现通货紧缩，这时商品价格下跌，当下跌水平达到一定程度之后，会导致出口的增长，随之而来的是货币回流；假使 A 国汇率出现上涨（以间接标价法为标准），则持他国货币者在与 A 国发生贸易时在支付上会出现亏损，此时，在一笔交易中，当持他国货币者需要支付的货币数量（按面额计算）加上汇率亏损额的总和超过了可以用来支付这笔交易的黄金折算后与运费相加的总和，那么买方在这笔交易中会自然地选择以黄金作为支付工具，这样一来，如果将 A 国的货币兑换成他国金币，再将金币融化成黄金去兑换 A 国货币，那么就能从中渔利，这样一来 A 国的汇率在各种压力下会自然下降，直到下降水平恢复到投机商无利可图为止。

这便是国际金本位体系下对于国际收支平衡、黄金输送点与汇率的调节机制，亦可以描述为自然的均衡。必须承认的是，在一段时期内，这种均衡的确存在，但后来却遭到了破坏，导致国际金本位体系成了短命的小鬼。

由于国际金本位体系真正实现了上述的均衡，尽管在时间上显得十分短暂，但却给许多人留下了深刻的印象，也造成了一种误会。从二战结束至今，许多人呼吁重新建立金本位体系，但其中不乏有舍本逐末的曲解，因为我们真正需要的不是金本位，而是均衡。黄金只是在一个相对比较偶然的情况下取代了白银的地位而已，假如白银没有被黄金取代，那么将国际金本位体系换成国际银本位体系并不会出现本质的区别，只要兑换与贸易上的自由被允许，那么均衡就会显现。

后来发生的事情，超乎了所有人的想象，那就是一战的爆发。在一战爆发前，国际金本位体系已经遭到了一定程度的破坏，而战争则彻底摧毁了这一体系的均衡。相信任何人都可以理解，如果要维持国际金本



位体系的均衡是一件非常困难的事情，因为总是有成员国出于各种利益因素而不遵守协议，与维持均衡相比，打破均衡则是非常容易做到的，黄金产量的变化、使用量的变化以及其他人为的因素都可以轻松破坏整个体系的运转。阿尔弗雷德·马歇尔就曾在文章中一针见血地指出：

“如果世界上的所有商业国家都开始接受某项协议的约束，让其铸币厂以任何合理的兑换率自由铸造金币和银币，那么，只要该协议继续生效，它就会将各国金银的价值统一到该兑换率上来，但也可能出现这样的情况，如果形势的变化使得相对成本大大偏离其相对水平，那么这样的协议将不会维持很长的时间——这正如人性的变化。”

历史之玄妙在于人们难以预见未来的事情。一战的爆发摧毁了黄金，但却使另一个体系有了高速发展的空间，从经济与个人的关系角度讲，这一体系在今天已经绑架了我们所有人，那就是银行。

图克是早期银行学派的代表人物之一，他曾说过这样一段话：“只要硬币是完美无缺的，而且纸币可以永远地兑换为金币，那么硬币和纸币混合流通的益处就能充分地实现，而唯一需要防备的灾难，只是出现银行倒闭。”事实正如图克所言的那样，在一战爆发前的一段时期里，金币与银行券以及纸币（部分国家）一起流通，因此在市面上真正流通的金币渐渐变少，其中大部分流入了银行的腰包。

当一战结束之后，各国对经济复苏产生了极大的焦虑，因为战争是一项烧钱运动，并且是一项对于绝大多数人而言没有丝毫益处的运动，战后的焦虑与困惑令许多国家不免开始怀念战前的国际金本位体系，怀念那种均衡机制所带来的稳定。

布雷顿森林体系的主要目的是通过建立一个稳定的国际货币体系来促进世界经济的持续发展。其主要内容反映在《国际货币基金组织协定》上，主要内容包括：建立一个永久性的国际金融机构、黄金和美元并重

的国际储备体系、可调整的钉住美元汇率制度、短期融资机制、取消外汇管制以及所谓的稀缺货币<sup>①</sup>条款。

布雷顿森林体系是以美国经济在全球经济中的霸主地位为基础的，其自身存在着难以持续的问题，这就是著名的“特里芬两难”。

按照特里芬的说法，如果美元与黄金要保持固定官价，其他货币与美元保持固定汇率机制，美国的经常账户就必须保持顺差或维持平衡，否则人们对美元的信心就会丧失。同时，为了维持全球经济与贸易的扩张，把美元输送到世界各地，满足世界对美元的需求，美国的经常账户又必须是逆差。

这种两难困境决定了布雷顿森林体系是不可持续的。

从1918年至1940年，即一战后至二战前，这个时期美元逐渐超过英镑的信誉和影响，美英两国展开对国际货币体系主导权争夺。

一战后，英美两国实力此消彼长。1913年，英国持有世界货币黄金的9%，到1925年下降到7%；而同期北美的份额从25%上升到45%。战争期间各国为筹集军费纷纷停止了本国货币与黄金的自由兑换，国际金本位制度名存实亡。

战争结束后，美国由于本土远离战场，经济未遭破坏，因而率先恢复战前实行的金币本位制，显示了美国具有保持美元稳定的强大实力。而英国由于经济受到战争打击，无力恢复金币本位制，英镑在国际贸易和投资中的主导地位已经动摇。当然，英国并不甘心失去世界货币核心国家的地位，经过国内激烈辩论，英国决定从1926年1月1日起恢复金本位制，1英镑的平价仍然等于战前的4.8665美元。

---

<sup>①</sup> 如果一国国际收支持续大量顺差，国际货币基金组织可以宣布该国货币为“稀缺货币”。此时，国际货币基金组织可按逆差国的需要实行限额分配，其他成员国可以对“稀缺货币”实行临时性的兑换限制。



但由于英国经济实力已经是今不如昔，英镑的实际价值与名义平价有很大差距，导致英国经济恢复缓慢，国际竞争力下降，引发了贸易逆差和资本外流，英国的黄金储备频频告急。1931年9月21日，英国被迫宣布放弃金本位制，英镑汇率立即下跌，并于1932年跌到了3.4570美元的最低点，英镑的国际货币地位受到很大削弱，自此美元开始成为全球货币市场的霸主。

## 第二章 >>>

### 稳定压倒一切：美联储的三大使命

20 世纪 30 年代大萧条灾难性的通货紧缩，一战、二战和 20 世纪 70 年代的通货膨胀都是由于美联储的失误以及其无法控制的力量而共同导致的。随着美国从金本位到布雷顿森林体系再到目前的浮动汇率制度，国际货币制度的演变使得美联储的任务变得复杂化。







## 治理通货膨胀是一场持久战

从来没有一个国家能够像美国这样，甘为各种货币理论的实验基地。从凯恩斯的反放任型货币政策，到弗里德曼的完全放任型货币政策，美元和美国财政问题一次又一次被推至风口浪尖。在一堆大大小小的问题当中，长期受到人们关注的，便是通货膨胀、金融危机和经济增长这三个永恒命题。这里我们先来了解一下美国通胀的历史。

首先有必要说明的是，对待通胀，美国政府长期以来所持有的态度都是治理为主。所谓治理，可以被理解为控制、掌握，而非消除。

是的，美国并不希望消除通胀，只要让它时时处于政府可控的范围内即可，这就是美国对待通胀的一贯思维。了解这一点对于我们分析美联储的货币政策有着非常重要的意义。

事实上自 1913 年美联储成立以来，美国从未爆发过恶性通胀，并且有过不少通缩时期。说到这里，也许不少人会一头雾水，这究竟说明了什么呢？要清楚的是，世界历史上有详细记录的恶性通胀事件，全部发

生在 20 世纪。

20 世纪的恶性通胀大体发生在三个时期，分别为一战战后、二战战后以及 1980 年代债务危机期间。

一战后，奥地利、德国、匈牙利、波兰和前苏联陷入了恶性通胀当中。据资料记载，1922-1923 年间，德国最高通胀率达到了 29000%，而同期美国通胀率为 -6.10% 至 1.80%。

二战结束，即 1945 年之后，中国、希腊和匈牙利也纷纷陷入了货币混乱中，这些国家创下了世界金融史上最严重的恶性通胀记录——在一年左右的时间里，物价平均每月通货膨胀率达到 19800%。而同期的美国通胀率为 2.27%-14.65%。

全球第三轮恶性通胀发生于 1980 年代，阿根廷、玻利维亚、巴西、秘鲁等国因对外债务危机导致金融混乱，引发了一系列恶性通胀。但同时期美国的最高通胀率仅为 13.58%。

美国最犀利的地方在于，它拥有着全世界最强大的金融家和财政问题专家，因为全世界只有美国甘愿成为各种新式货币及金融理论的实验场。这些人很久以前就对通胀的属性进行了分析，从弗里德曼的理论延伸，适度的通胀不仅是合理的，而且是有利于经济增长的。构成这一理念的主要思维我们并不陌生，它是反映美国经济增长的主要数据之一——消费者物价指数（CPI）<sup>①</sup>。

从弗里德曼之后，美国在经济发展上几乎都在遵循自由市场的原则，这就需要充分的消费来支撑市场的运转。其中的逻辑十分简单——假如某件商品价格上涨 10%，消费者依旧会选择购买，这就可以被理解为经济出现了增长；但假如某件商品的价格在一个短暂的周期内上涨了

<sup>①</sup> CPI 是一个反映城乡家庭一般所购买的消费商品和服务价格水平变动情况的宏观经济指标，对宏观经济政策的选择、调整和节奏把握上具有重要的指标作用。

100%，无论消费者是否愿意继续购买，这都会是一件极其糟糕的事情。联储一直在做的，就是设法维持前者，防范后者。

过去 25 年里稳定的低通胀时期被称为“大缓和时期”，其形成的原因与保罗·沃尔克的行为有关。

保罗·沃尔克坚持认为物价稳定是实现就业最大化和经济好转的必要条件，他上任之后将自己的中心任务放在反通胀上面，并为此采取了紧缩性货币政策。此后，美联储和世界各国央行均更加注意控制通货膨胀。

美联储控制通胀的主要武器是联邦基准利率（Federal Funds Rate），即美国同业拆借市场的利率，其中最主要的是隔夜拆借利率。这种利率的变动能够敏感地反映银行之间资金的余缺，联储调节同业拆借利率就能直接影响商业银行的资金成本，并且将同业拆借市场的资金余缺传递给工商企业，进而影响消费、投资和国民经济。

尽管对联邦基金利率和再贴现率的调节都是由美联储宣布的，但其方式则有行政规定和市场作用之分，调控效果也有高低快捷等差别，这正是联邦基金利率逐渐取代再贴现率、发挥调节作用的一个重要原因所在。

联邦基金利率是在金融市场的重要基准，而该利率是透过两家银行之间的谈判而议定的。联邦公开市场委员会的成员每年都会进行例会议定联邦基金目标利率。

下面让我们来看一看调节联邦基金利率所产生的效果。

1993 年 7 月，格林斯潘宣布美联储将以联邦基金利率作为控制通货膨胀的主要调控目标。仅 1994 年 2 月至 2001 年 8 月的 7 年时间里，美联储根据国内外经济形势变化调整联邦基金利率达 25 次，从而确保美国通胀保持在一个较低的水平，同时保证经济不至于过热或过冷。

从美国历年通胀数据表中，我们可以清楚地看到这一事实，自 1993

年以来，美国通胀率始终维持在2%-4%之间，极少出现大幅反弹，这便是格林斯潘调整联邦基金利率所达到的效果，和预期基本一致。

为什么调整联邦基金利率就能够达到治理通胀的目的呢？下面就让我们一起来解读一下其中的奥妙。

要弄清所谓的联邦基金利率，首先需要搞清楚什么是联邦基金。联邦基金是美国各大商业银行存放在联邦储备银行的准备金，包括法定准备金和超过法定准备金要求的多余资金，这些资金有着一项天然的法律允许——可以通过联邦储备银行借贷给其他成员银行，以满足其对短期准备金的需求。简单地讲，假如联邦储备银行的某一成员银行遇到财务问题，短期内无法提供充足的法定准备金，则可以向联储银行的联邦基金申请贷款用于弥补短期性准备金不足的尴尬。提供这类资金拆借的就是联邦基金，而拆借资金的利率便被称为联邦基金利率。

联邦基金利率与贴现率是美国两大基准利率。

了解了联邦基金利率的运作原理之后，要弄明白它是如何起到抑制通胀的作用则显得容易许多。

当联邦基金利率被提升时，商业银行为了减少拆借所带来的成本损失，大都会选择向联储银行注入尽可能多乃至充足的法定准备金，因此商业银行在联邦基金利率上调时就会限制贷款，通过银行体系所释放出的资金减少，市场流动性就会必然受到一定程度的影响，通胀率随之便会逐渐下降。

反之，当联邦基金利率下降时，商业银行会尽可能多地从联邦基金拆借资金，以满足法定准备金的要求，这么做的理由是当放贷利率高于联邦基金利率时，商业银行如果从利润当中取出一部分贴补到联邦基金利率里，差值为正数，也就是还有利润可图，那么对于银行家而言，为什么不多拆借一些呢？拆借得越多，只要保证预期的坏账率在一个可控



的范围内，银行将会处于盈利期。市场流动性会有所增加，通胀率自然也会随之上升。

这种依靠利率来治理通胀的手段，至今仍然为包括美国在内的许多国家所倚重。近代以来，利率武器逐渐成为了治理货币必不可少的工具之一。



## 最后贷款人：怎样勒紧金融危机的缰绳

美联储成立前，当商业银行需要借钱支付储户取款时，尤其是在银行挤兑的情况下，商业银行无处可寻求强援。如今美联储为全国的银行充当“最后贷款人”，这意味着商业银行在危机时期可以向美联储借钱。同时银行也可以从美联储借钱以满足日常的非预期波动对银行准备金的要求。当参议员奥德里奇、欧文和众议员格拉斯制定成立美联储的计划时，他们已经想到了“最后贷款人”的角色，这是因为减少银行挤兑和银行倒闭有助于维持经济稳定。

首先，我们需要搞清楚的是“最后贷款人”究竟是做什么的？

答案是，在实行部分准备金制度和中央银行垄断货币发行的前提下，中央银行为应对引起流动性需求非正常增长的不利冲击，在其他市场来源不能满足这种流动性需求的情况下，对金融机构或整体市场所采取的相机提供紧急流动性的制度安排。因此，最后贷款人是中央银行在危机时为应对市场失灵而向金融体系提供的流动性救助。

当然了，美联储作为最后贷款人，其选择服务对象是有着极其严格的条件的，它仅向陷入流动性危机而非清偿力危机的银行提供贷款。过去的“最后贷款人理论”<sup>①</sup>中将救助对象严格限制为暂时流动性不足但仍然具有清偿力的金融机构，这是建立在市场有效性的假设基础之上的。如果银行间市场是有效的，那么在正常的情况下由银行间市场向出现流动性问题的银行提供流动性支持是可行的。

但是，危机的频频爆发说明市场调节有时候会失灵。由于信息的不对称，同业市场上有富余流动性的银行很难弄清楚那些提出流动性需求的银行的动机和资产负债的真实情况，这使得同业市场多家银行的关系变得紧张起来，有富余流动性的银行理所当然地不愿向其他银行提供流动性支持，这就导致了银行同业市场的自我调节功能失效。

在银行市场自我调节失效的情况下，具有清偿力的银行也无法从市场上获得更多的流动性；无流动性但有清偿力的银行会由于同业市场效率低下、不能从其他银行借得款项而发展成为无清偿力的银行。且像流动性不足、资不抵债这样的状态概念，在危机来临时亦很难及时并准确地作出界定，流动性不足可能只是资不抵债的前奏，受到未来整个经济状况恶化或者银行折价销售资产的影响，一家具有清偿力的银行也可能很快变得资不抵债，甚至伴随着流动性不足的发生资不抵债已经出现。

从现实情况来看，在危机的快速传染中，在市场流动性紧缩下当一家金融机构突然出现流动性危机时，中央银行很难在很短时间内获取充足的信息来判断金融机构的清偿力是否出了问题，危机的快速发展需要中央银行作出及时应对，尤其是一家大银行将要倒闭时，往往引起人们对整个金融体系的信任危机，最后贷款人肩负着维护金融体系稳定的职

<sup>①</sup> 这里指古典最后贷款人理论。

责，为避免系统性危机发生，就应该对陷入流动性危机甚至资不抵债的银行进行救助，不过这种救助通常会伴随着惩罚性利率。

根据“最后贷款人理论”，中央银行发放的最后贷款的利率应该是惩罚性的，这样可以使金融机构在申请贷款前充分利用市场化手段获取流动性，减少对中央银行的过分依赖，从而提高整个金融体系的效率。同时，惩罚性利率的存在也约束了金融机构在状况好转时尽快偿还贷款。但是惩罚性利率也相应地带来了问题，一是惩罚性利率没有充分考虑借款银行的承受力及救助目的，可能恶化危机。

惩罚性利率能够提高整个金融体系效率的前提是借款银行的利率需求弹性足够大，在流动性危机银行已无法从同业市场上借款，只能求助于最后贷款人，在这种情况下高利率不仅不能减小需求，反而会恶化借款银行的资金情况，容易产生逆向选择增大风险。二是惩罚性利率可能向市场传送银行失败的信号，反而加剧银行危机的恶化。三是惩罚性利率可能带来更加严重的道德风险，使银行管理者更倾向于为复苏而孤注一掷。

除此之外，银行还应当拥有良好的抵押品。在正常的市场条件下，银行更倾向于通过货币市场调节流动性需求，如果直接向中央银行申请贷款，说明货币市场已经无法满足自身的流动性需求，这时银行一般很难真正提供良好的抵押品，因为如果具有良好抵押品将能够从货币市场上获得贷款。

更进一步看，抵押品是否良好也取决于市场形势的变化，伴随着危机的蔓延和深化，抵押品价格将随之波动，良好抵押品也会很快变得不再“良好”。美国金融危机中，美联储为了便于金融机构获得中央银行救助，创设了多种流动性支持工具，其抵押品范围由原来的国债，扩展到了市政债、企业债、按揭贷款支持证券和其他资产支持证券等。显然，



最后贷款人要求的抵押品范围不断扩大，并没有墨守必需良好抵押品的成规。

那么，在 1970 年的商业票据危机中，美联储作为最后贷款人都做了哪些事情？

首先我们需要简单地了解一下什么是商业票据。

商业票据是货币市场最为重要的融资工具之一，商业票据市场也是美国货币市场重要的组成部分，是 60 年代发展起来的一个重要的融资方式。大部分商业票据期限短暂，通常 30 天内到期。它的一个非常突出的特点是，发行不需要美国证券委员会的批准。因此它的融资成本相对较低，且对于信誉好的大公司，通过发行商业票据可以融通到大量的资金。对于投资者而言，商业票据也非常有吸引力，投资者可以获得竞争性的市场收益，又可以享受商业票据量身定做的便利。

在 1970 年以前，美国的商业票据市场被认为是最安全的市场之一。因为只有信用非常良好的公司才能发行这种商业票据。此外，票据发行的公司通常是发行新票据用以偿付到期旧票据。

1970 年，商业票据市场发生了严重的滨州中央交通公司违约事件。滨州中央交通公司(下简称滨州公司)是商业票据市场的一个主要发行者，它有 2 亿美元这样的在外债务。受经济萧条影响，1970 年 5 月滨州公司开始处于破产的边缘，于是它申请联邦政府救助。当时处于尼克松总统执政时期，滨州公司寻求联邦政府援助的理由是，该公司承担大量美国国防运输业务。

根据国防生产法的宽松解释，政府准备提供 2 亿美元银行贷款担保，由约 70 家银行提供 2 年期贷款。尼克松政府向国会提议给予救助的议案，美联储对此也持同意态度。经过 6 个星期的辩论后，6 月 19 日，美国国会否决了这样的一个救助议案，尼克松政府同时申请美联储直接贷款，

因为根据《联邦储备法》的规定，非常时期经过特别的批准，美联储可以直接向非金融公司提供信贷。于是美联储指示纽约分行调查该公司信用状况，然后再决定是否给予救助。

纽约分行研究后认为该公司不能归还贷款，因此建议不应当给予救助。6月19日，美联储通知美国财政部，不能给予宾州公司贷款。6月21日，该公司宣告倒闭。

美联储虽然拒绝了对该公司施救，但却考虑到了由于该公司倒闭可能会引发其他商业票据发行人不能发行新债以偿还旧债，从而会引发一系列公司倒闭，最终会进一步引发全面的金融危机的局面。

因为市场对其他类似公司的财务状况并不清楚，所以并不知道该事件是共同的问题还是个案管理因素造成，这样对其他公司财务的怀疑会徒增。此外，坏消息会环绕宾州公司的债权人与信贷者。宾州公司的债权人非常集中，因此它的倒闭会对债权人造成重大损失，债权人面临流动性与清偿性问题，这些问题一旦发生，会对整个商业票据市场造成致命打击。

鉴于形势，美联储纽约分行最终决定，要求大型银行对商业票据发行的客户提供贷款支持，同时美联储承诺通过贴现窗口对这些银行提供信贷支持。

美联储开出了要求和条件，银行家开始纷纷开放贷款窗口，它们自身也能够因此得到贴现窗口 5.75 亿美元的贷款支持。同时，在 6 月 22 日，美联储决定暂停执行 Q 条例的 10 万美元存款以上的利率限制，此举意在吸引资金流向银行体系，以便让银行体系能够有充足的资金面对商业票据市场动荡后带来的巨大融资需求。

这之后，美联储照会联邦存款保险公司以及联邦住房贷款银行理事会，要求他们采取协同行动。美联储将通过公开市场向金融市场提供了

大量流动性，从6月17日到7月15日，美国政府债券持有量从578亿美元增加到588亿美元，最终，美联储通过提供大量流动性，避免了商业票据市场的彻底崩溃，使其能够正常的运转。这场“最后贷款人行动”可以说是保证了货币市场每一个重要部门的正常运行。

再来看看在1987年美国股灾当中，美联储作为最后贷款人采取的措施。

1987年10月，美国发生了百年以来最为剧烈的股市动荡。10月1日至19日，道琼斯工业股市价蒸发了43%的市值，使美国财富缩水接近1万亿美元。

这起股市下跌已经超过历史上的最大值<sup>①</sup>。无论是价格还是交易量都在那天创下纪录。10月19日发生的股市崩溃，是前面股市泡沫的一个必然结果。

1982年8月道琼斯工业股从776涨到1987年8月的2722点。世界其他工业国家，例如日本、德国、英国等国家的股市同期也出现了上涨，但上涨幅度远远低于美国。

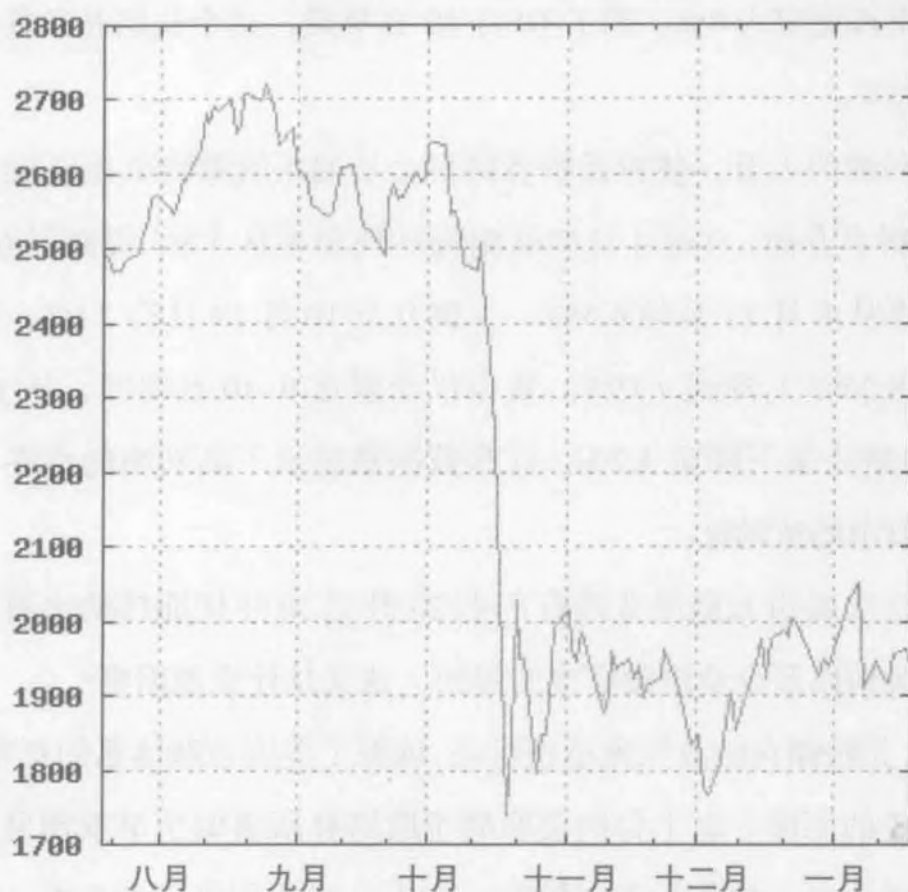
事实上这次股市下滑早在8月就已经开始，10月12日股市下滑趋势开始加强；10月14-19日，道琼斯工业股下跌760多点，下跌幅度超过30%；10月19日，美国股市下跌幅度达到43%的历史峰值，这次下跌载入了美国历史，它就是著名的黑色星期一。

那么究竟是什么原因促成了这次股市崩盘呢？

根据美国审计署后来的研究报告显示，这次股灾的原因，包含了政治、经济、心理以及计算机交易体系在内的许多因素，可以说是由这些因素共同促成的。

---

① 即1929年10月28与29日的华尔街崩盘。



■ 纽约道琼斯工业平均指数 (1987 年 7 月 19 日 - 1988 年 1 月 19 日)。

其中包括通胀率重新上涨的市场预期、美元贬值、利率上升导致债券比股票更具竞争力、外国投资者信心的逐渐丧失、对近期美国公司盈利性的悲观情绪的上升、日本与德国不愿意刺激它们经济的增长、联邦政府预算赤字的关切以及其他一些成分，结果是大家竞相出售股票以赶在价格进一步下降前实现盈利，而这一切结合起来，便拉开了这次股市灾难的序幕。

此外，与计算机联系的交易战略加强了这种市场气氛，从而导致竞相抛售股票的崩盘结果。这里特别需要指出的是利率因素，利率上升是导致市场崩溃一个主要原因。



长期利率上升开始于 1982 年 8 月 11 日，标志性事件是政府财政部债券收益率被更定为 8%。到了 10 月 19 日早晨，这个长期利率就已经飙升到了 10.5%。

长期利率的上升，使得投资者将资金从股市转移到其他金融市场。而在短期利率方面，9 月 4 日美联储将贴现利率从 5.5% 提高至 6%，联邦基金利率从 8 月 11 日的 6.5% 一下调升至 10 月 19 日的 7.6%，优惠利率同期从 8.25% 上升到 9.75%。货币供给量在 9-10 月期间，从 12 个月前 9.8% 的增长率下降至 4.2%，这些数据都显示了高利率的存在，直接危及到了股市的流动性。

然而这次股市大崩溃并没有产生 20 世纪 30 年代那样的大萧条，美国的金融机构以及企业也没有多少倒闭，这又是什么原因呢？

首先，美联储有的放矢地迅速行动，确保了美国金融体系的正常运转，这是最主要的原因。新上台的美联储主席格林斯潘似乎早就预见到了美国股市将要崩盘，他指示美联储的工作人员组成危机应急小组，专门研究纽约股市崩溃时期的紧急应对策略。正是这个对策使得纽约股市崩溃时，美联储能够迅速行动起来，作为最后贷款人向市场提供了大量流动性。正如最后贷款人古典理论所言，10 月 20 日纽约股市正式营业之前的 15 分钟，美联储主席对外宣告：“与美国中央银行的义务持续一致的是，我今天在此确信美联储随时准备提供流动性支持我国的经济与金融体系”。格林斯潘的这个宣告消除了市场对于 19 日股市崩溃所带来的常规性恐慌，这种恐慌主要是对美联储政策以及美国金融体系接下来发展状态的不确定性，格林斯潘将它扼杀在了摇篮里。

其次，美联储为应对危机制定了许多相应的工作。一方面通过公开市场与贴现窗口向金融市场注入大量流动性，照会货币中心的大型银行等金融机构，向他们陈述美联储关于纽约股市崩溃给美国金融体系以及

经济所带来的潜在威胁，并鼓励他们向其证券公司客户自由提供贷款以支持保证金付款以及清算要求。如 1970 年那样，美联储承诺向货币中心银行提供信贷支持。到 10 月 21 日为止，这些银行切实做到了美联储提出的要求，向证券公司及个人交易市场提供了 77 亿美元的贷款，同时，由于从美联储得到贴现信贷，导致这些银行在 11 月 4 日储备维护期的超额储备出现了超常的高涨，资产余额达到了 16 亿美元，因此到了 20 日，证券市场没有出现进一步的震荡，市场在 20 日这天开始回暖，道琼斯工业股上升了大约 100 多点，交易量为 6.08 亿股，为了维持这个势头，美联储通过公开市场交易，在 9 月份 47.02 亿美元基础之上，新注入了 38.31 亿美元。

另外一方面，美联储中止管理纽约分行给交易商发放证券的有关规定的执行，即放松了纽约分行证券信贷的规模与条件，以及延长美联储储备大额支付清算体系的营业时间。

最后，美联储配合救援行动，下调联邦基金利率 80 个基本点，以此作为成功应对危机的总结。

然而有些时候，美联储作为最后贷款人，在危机来临时所采取的拯救措施也不一定是合适的。1998 年对 LTCM 公司的拯救行动，就使美联储受谴责。

LTCM 公司是美国最大的对冲基金之一，其创始人是被称为点石成金的华尔街债券之父约翰·麦瑞威瑟，同时一些著名的经济学家以及官员亦聚在该公司旗下，如 1997 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·C·默顿同迈伦·休斯，前美联储副主席大卫·莫里斯，以及前所罗门兄弟公司债券交易部主管罗森菲尔德。

对冲基金的特点是采取奖励性的佣金（通常占 15%–20%），基金投资于多种资产，只做多头的基金，利用杠杆效应或利用各种套利技术牟利。



■ 麦伦·休斯和罗伯特·C·默顿皆为 LTCM 主要发起人。

格林斯潘界定对冲基金是一家通过将客户限定于少数十分老练而富裕的个体，组织安排他们避开管制，以追求大量金融工具投资和交易运用下的高回报率共同基金。

LTCM 的确是一家这样的公司，1994 年创立，初始资本 50 亿美元，各大金融机构借入 1200 亿美元，最高交易额高达 12500 亿美元。在 1994-1997 年间业绩辉煌，每年投资回报分别为 28.5%、42.8%、40.8%、17%，1997 年，1 美元分派 2.82 美元红利。随后，LTCM 将业务投向一些新的领域，如股票和商业抵押，以及新兴地区市场，如俄罗斯、巴西等地。

1998 年俄罗斯金融危机爆发，8 月宣布卢布贬值，停止国债交易，并冻结国外投资者贷款偿还期 90 天，投资者从新兴市场和较落后国家的有价证券撤资转持低风险高质量的美国和德国政府公债，大量资金涌入美国和德国公债价格迅速上涨，利率不断下降，全球借贷利差急剧加

大，由于 LTCM 的风险分散是地域性而非战略性，故而在 8 月 21 日这天损失了 5.5 亿美元，8 月 31 日，净资产下降至 23 亿美元，遭受了惨痛的损失。

在整件事情当中，美联储所做的事情包括：

1. 1998 年 9 月初，LTCM 合伙人与美联储官员接触，通报所处的困境，以及与投资公司商谈计划，募集新资本。

2. 1998 年 9 月 19 日，纽约联储银行行长向美联储主席通报，LTCM 的状况正在恶化，募集资本的努力已告失败，联储局派遣工作小组到 LTCM。

■ 1998 年 9 月 23 日，美孚银行、贝尔斯登、大通曼哈顿、高盛、J.P. 摩根、雷曼兄弟、美林证券、摩根士丹利添惠和所罗门兄弟等公司的老板们在纽约联储银大楼 10 楼会议室会面协商援助 LTCM 事宜。





3. 1998年9月21日，纽约联储银行与LTCM的主要投资人高盛、美林证券和J.P. 摩根接触，希望单个买家能收购LTCM的所有投资组合。但是，当天LTCM单个交易日损失5亿美元，资本金缩减到6亿美元。LTCM的主要结算代理商贝尔斯登要求LTCM对未来的结算额提供担保。

4. 1998年9月22日，美联储官员与LTCM的其他信贷人接触，讨论由LTCM的主要债权人和OTO市场的各大交易商（14家）成立合资公司，向LTCM注入资本金。

5. 1998年9月23日，美联储官员通电外国中央银行官员，通报LTCM的情况。财政部向商品期货交易委员会通报了LTCM的问题，商品期货交易委员会派出审计人员到LTCM，贝尔斯登，美林证券调查LTCM的账户。总统工作小组成员举行电话会议，合资公司的14位成员同意成立合资公司协议的条款，LTCM接受方案。

6. 合资公司（托管合伙人）向基金注入36亿美元，并正式管理和经营基金。在接管以后的头两周内，LTCM继续亏损，到1998年12月中旬，盈利4亿美元，到1999年6月30日，逐步走出困境，发起合伙人得到合资公司的许可，开始筹建新的机构，至此，LTCM危机基本消除。

但是美联储对于不属于其监管对象的LTCM实施援助，导致批评之声此起彼伏。批评者认为LTCM应该为其投资失败承担相应的责任，美国政府一向标榜市场自由开放政策，反对干预，而在LTCM事件上却放任美联储出手干预，这违背了市场公平原则；其次，这件事为整个市场开了一个危险的先例，美联储无异于向市场发出了一个错误的信号——你赌得越大，政府越不会让你破产，所导致的结果是各类金融机构将会更加放心地进行大额投机，人们相信只要交易额够大并把一些大型金融机构牵扯进来，就不用害怕自己会倒闭，这等于是用整个国家的金融系统来要挟政府，反正最终美联储一定会出面救助；最后，当政府要求领

取社会救济的母亲去工作，并拒绝给予小公司、小农场补贴，同时却去救助像 LTCM 这样的投机商，这种举措会迫使失公众对政府的经济改革失去信心，救助 LTCM 可以说是对亿万富翁在华尔街赌博行为的奖励。

不过对于这些批评，美联储却有着不同的看法。

美联储认为这一行为虽然罕见，却并非完全不合理。格林斯潘表示，首先，LTCM 在世界各地投资总额超过 900 亿美元，如果倒闭，会导致市场资金流动陷入混乱，对全球已经波动剧烈的金融市场无疑于雪上加霜；其次，美联储并没有使用公共资金来援助 LTCM，也没有提出动用政府资金的建议，等于没有损害广大纳税人的利益；最后，LTCM 是一个孤立的事件，这决不意味着再遇到这样的状况，美联储仍然会给予救助，美联储反而应当加强对对冲基金的管制。

客观来看，无论谁对谁错，作为最后贷款人的美联储，在今天已经成为了美国金融体系必不可少的反危机组织，并在其成立以来的数次危机中都起到了至关重要的作用。最后贷款人的作用在 2000 年后的次贷危机中更是体现得异常充分。

2000 年美国互联网泡沫破灭后，为了缓解其对经济增长造成的冲击，美联储于 2001 年 1 月将联邦基金利率由 6.5% 下调 5 个基本点，从此拉开了降息的大幕。“9·11”恐怖袭击进一步打击了消费者信心，美国经济在 2001 年陷入谷底，GDP 增长率从 1997 年至 2000 年的年均 4% 左右，一下子跌落到了 0.8%。

为了刺激居民消费，提升企业和个人投资意愿，美联储采取了极具扩张性的货币政策。经过 13 次降息，到 2003 年 6 月联邦基金利率已下降至 1%，创 45 年来最低水平。

在美联储长达 3 年的扩张性货币政策刺激下，美国经济重新走强，但也带来了经济运行风险。长期持续的低利率降低了借款成本，引起信

贷的急剧膨胀（2003–2007年中，美国年均信贷量增长了7%），也推高了资产价格，特别是刺激了房地产市场的快速扩张。房地产市场的繁荣带动了房价一路攀升。

2000–2007年房价涨幅大大超过了过去30多年来的长期增长趋势，标准普尔凯斯席勒房价指数显示，2006年6月美国房价涨至189.9的历史新高，是1996年年底的2.34倍，2000年以来上涨了93.2%。

持续的信贷增长和资产价格的大幅上涨，导致系统性风险逐步累积，增加了金融不稳定的可能性。美联储长期的低利率货币政策，在很大程度上促成了住房需求和资产价格的高涨，对房地产市场泡沫的形成产生了直接的催化作用，这是美国金融危机发生的宏观因素。

在美联储长达3年的扩张性货币政策刺激下，美国经济呈现出空前的繁荣，但为了避免经济快速增长带来的通货膨胀，美联储于2004年6月宣布将联邦基金利率由1%提高25个基本点，从此步入了加息通道。

经过连续17次的恐怖加息后，联邦基金利率最终在2006年6月达到了5.25%的高位。要知道，在美国次贷总额中，大约有75%是浮动利率贷款，基准利率的大幅上调导致贷款利率也相应大幅上调，购房者面临的还款压力显著上升。

基准利率的大幅上升可以说是捅破了房地产市场泡沫，房地产市场开始大幅降温。从购房者的角度上看，房地产价格下降导致其再融资渠道受阻，最终无法承受利率的大幅增长而开始破产。站在贷款机构的角度上看，房地产价格下降则导致其不能通过出售抵押品收回贷款本息。于是，次贷的拖欠率和回收率双双加速上升。

2007年4月，由于次贷违约率剧增，美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司宣布破产，成为次贷危机中第一个倒下的美国大型金融机构。次贷市场的问题影响到了对风险的重新评估。2007年7月，

标准普尔和穆迪一次性下调了超过一千支债券的评级，引发全球金融市场严重动荡，次贷危机全面爆发。

美国在 2008 年的金融危机中金融体系遭受严重冲击，流动性几近枯竭，美联储首先作为最后贷款人承担起向金融机构和金融市场提供流动性的职责，以阻止金融恐慌的蔓延。美联储传统的流动性支持工具主要包括贴现窗口和公开市场操作，面对严重危机，在利用传统手段的同时，美联储坚持积极探索操作创新，充分发挥了最后贷款人的救助作用。

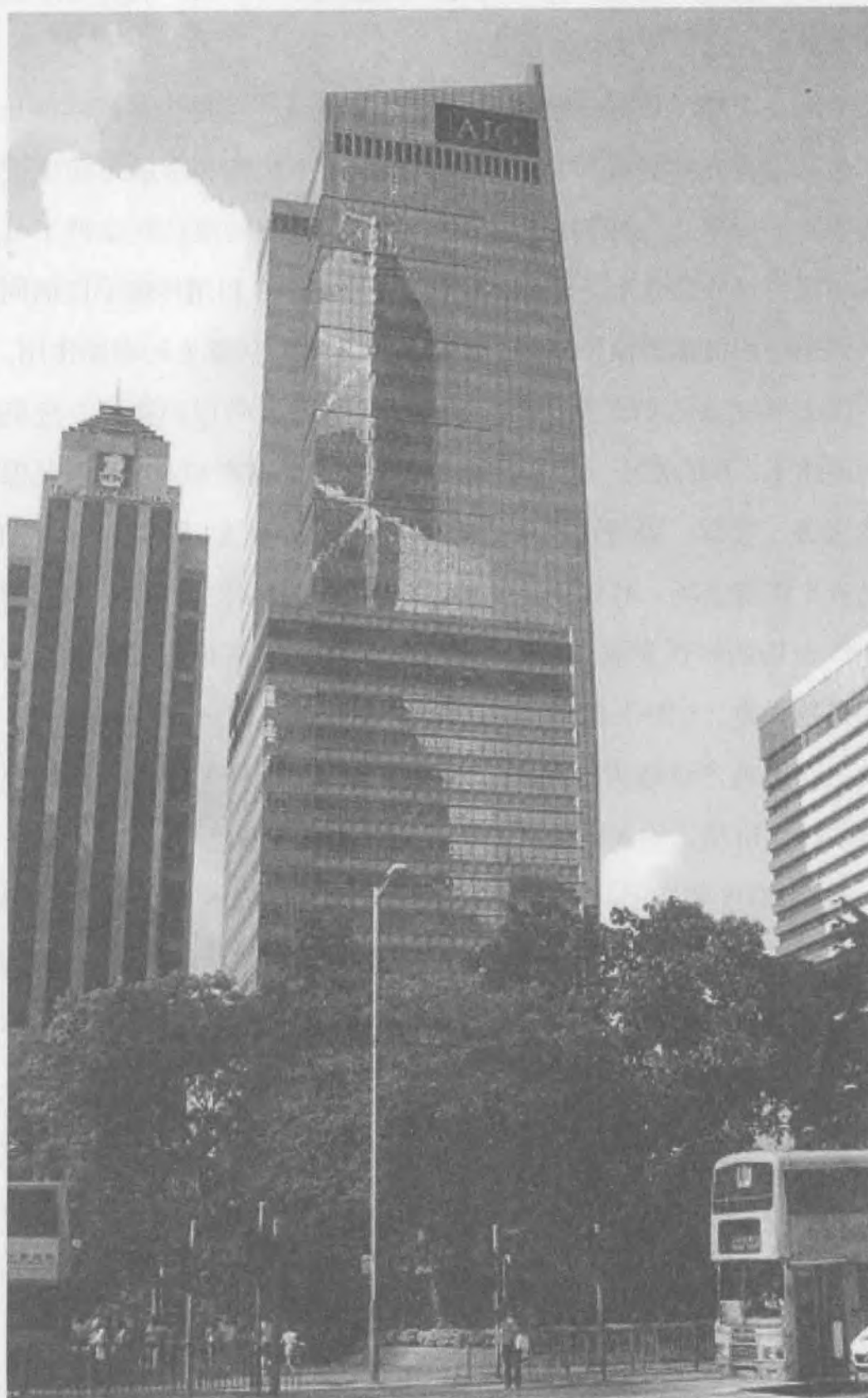
以美联储 AIG 的救助为例。AIG 是美国最大的保险集团，危机前总资产高达 1.1 万亿美元，业务遍及全球 130 多个国家和地区，涉足保险、退休服务、贷款、投资服务和航空租赁等诸多领域。危机前夕，AIG 大量投资于次贷市场，利用其 AAA 级的信用评级作为支撑，为大量基于房地产市场的担保贷款凭证（CLO）和抵押化债务债权（CDO）提供了信用违约掉期（CDS）保护，成为全球最重要的 CDS 提供商之一。危机爆发后，房地产市场大幅缩水，以抵押信贷为依托的证券投资组合市场价值暴跌，市场违约风险急剧上升，AIG 遭到重创。

截至 2008 年 6 月底的 3 个季度里，AIG 的 CDS 业务累计亏损高达 250 亿美元。2008 年 9 月 15 日，AIG 股票收盘竟然暴跌 61%。随着穆迪、标准普尔等主要评级公司纷纷下调了其信用评级，AIG 的财务危机进一步加重，流动性受到严重影响。

鉴于 AIG 拥有庞大的资产负债规模和数百万投保人，并与诸多金融机构存在业务联系，为避免系统性风险，美联储在财政部的全力支持下出资救助 AIG，于 2008 年 9 月 16 日，向 AIG 提供了总值为 850 亿美元的高息抵押贷款，美国政府由此获得了 AIG 股份中 79.9% 的股权，并持有其向其他股东分红的否决权，这起事件可以被理解为“国有化拯救”<sup>①</sup>，

<sup>①</sup> 以政府出面的形式，将私有企业收归国有，防止其倒闭，恢复其信誉的方法。





■ 美国国际集团 AIG 位于香港的总部大厦。

AIG 成为了国有型金融企业。

在对 AIG 的救助中，美联储除了通过发放贷款进行流动性救助外，还分别成立了 Maiden Lane II LLC 和 Maiden Lane III LLC 两家公司，用来购买 AIG 分支机构的资产。更为重要的是，美联储还通过救助持有了 AIG 两家 SPV 的股份。可见，美联储综合运用了负债救助、资产救助和资本金救助方式，对 AIG 进行了全方位救助。

一般认为，AIG 陷入困境的主要原因在于过度涉足高风险金融领域。金融衍生品的不透明性掩盖了实际问题的严重性，且作为保险公司又没有严格的监管约束，由于 AIG 规模过于庞大，在金融体系中的关联性极强，并且前一天雷曼兄弟倒闭的教训还历历在目，美联储和财政部不得不相互配合对其进行全力救助。



## GDP 的背后，充分就业才是目标

在动荡不安的 20 世纪 70 年代，美国经济同时被高失业率和 high 通胀所困扰，美国国会在 1977 年给美联储新增了一项任务，要求美联储实施同时能确保“就业最大化”的政策。因此，美联储密切监控物价水平、金融系统的健康状况以及范围广泛的经济指标，尤为关注失业率。除了充分就业之外，美联储还要实现物价和金融稳定。在这种情况下，美联储在试图同时实现职责规定的所有目标时，遇到了首尾难顾的极复杂局面。

通常中央银行制定货币政策的目标有四个，分别是稳定市场物价、维持充分就业、保障经济增长以及维持国际收支平衡。

无论是发达国家还是发展中国家，经济体都可以被看作是一整套多米诺骨牌。例如最能够代表市场经济动态的消费指数，只有当社会就业充分的情况下才会上涨，一旦失业率上升，人们在失业的情况下就必须缩减开支，市场购买力就会因此减弱，从而波及制造业。

假如一个经济体中失业率居高不下，将会给社会及市场带来恐慌。这种由于失业而导致的人心惶惶的时代，在近现代历史上并不罕见。失业不仅仅会影响经济发展，更会影响社会情绪，给社会带来动荡与不安。

在经济学中有一个著名的理论叫做菲利普斯曲线。1958年，在英国工作的新西兰经济学家菲利普斯研究了1861-1957年间英国失业率同货币工资变动的关系，发现这两者之间存在非线性的负相关关系<sup>①</sup>，其中货币工资率的变动与通货膨胀的变动呈现出同步发展的态势，这说明通胀与失业率之间的关系存在负相关性。简单地讲，通胀与失业率之间存在着一种交替关系，当通胀率上升的时候，失业率开始降低；反之，当通胀率降低的时候，失业率则开始上升。这两者的关系就好像孩子们的跷跷板，一边上去了，另一边就下来。1960年，美国经济学家萨缪尔森和索洛用美国的数据证明了这种关系的存在。

萨缪尔森和索洛的推导过程是：

低失业率与高总需求相关，而较高的总需求会带动工资上涨与物价上升的压力，由此引发通货膨胀。

要运用这一关系来指导经济政策，其具体表现形式就是在失业严重时期使用扩张性财政与货币政策，例如近年来人们津津乐道的量化宽松政策，以人为提升通胀率为代价，来降低社会失业率。

反之，在通胀严重时期，运用紧缩性财政与货币政策，以人为提高失业率为代价，降低通胀率。这其实是一把双刃剑。

美联储为寻求充分就业最为典型的措施就是推出量化宽松政策，并在长期阶段维持极低的利率，以此促进就业的改善。

宽松的货币政策和低利率为企业的融资提供了便利，也稳定了消费

<sup>①</sup> 负相关关系是指两个现象的变化方向相反，亦可理解为呈反比关系。



者的信心，消费指数的恢复和增长将刺激企业提高产出，从而创造更多的就业机会，这就能够拉动经济体的整体就业率。

以二战后美联储的利率政策为例，二战后初期，由于美国政府仍需庞大的政府支出，所以美联储继续延续实行战时的“钉住”利率政策，将国库券利率钉在 0.375%，长期财政公债利率钉在 2.5%，通过将利率维持在较低水平上以帮助财政部筹集廉价资金来刺激总需求。

但事实证明，在压低利率的钉住政策和二战后压抑多年的消费需求爆发的双重因素刺激下，物价开始飞涨，经济增长呈现过度反应，这为二战结束后的第一轮经济危机埋下了伏笔。

对此，美联储与财政部在经过激烈地讨论之后，于 1951 年 3 月达成了“一致协议”，决定取消长期以来实行的钉住利率的政策，前提是美联储承诺不让利率急剧上升。

“一致协议”生效后，美联储正式独立于财政部，成为了一家能够独立制定和执行货币政策的中央银行式金融机构。不必维持低利率政策，从而促使美联储彻底摆脱了长期听命于财政部的被动局面，可以较独立地制定政策来限制信贷、紧缩银根，这样就可以有效地抑制通胀。这个事件也标志着货币政策开始成为影响美国经济的主导力量之一。

二战后至 20 世纪 70 年代初的绝大部分时间里，美联储一直实行建立在凯恩斯理论基础上的低利率政策，除 1969 年后期和 1970 年的大部分时间贴现率达到 6% 外，其余时间一直在 4% 左右。就是在紧缩信用、紧缩银根时期，也很少突破 4.5%。

凯恩斯以“有效需求”不足为其理论基础，认为可以通过改变市场利率来影响总需求和经济活动；对于货币的供给，认为只有当它影响到利率的变动时才是最重要的。凯恩斯主义者认为对利率敏感的特殊部门，如住宅、工厂和设备的投资以及政府的支出等都是货币政策得以影响到

的有效途径。

二战后到 70 年代末的低利率政策积极推动了五六十年代美国经济的迅速增长：首先，由于二战后美国长期推行的较低利率标准，可以使政府和私人企业能够通过金融机构借入大量的廉价资金进行科技研究与开发，从而促进了科技成果的应用和劳动生产率的大幅提高。其次，数量庞大而且廉价的信贷资金进入生产流通领域，一方面可以刺激企业扩大生产，增加商品供给；另一方面也增强了消费者的购买力，很大程度上满足了生产与消费需要，缓和了二者之间存在的矛盾。再次，低利率货币政策引起通货膨胀，使得工人名义工资增长率常常落后于物价的上涨幅度，增加了企业的利润，从而刺激了资本主义扩大再生产的进行。

到了 20 世纪 70 年代，随着刺激美国经济发展的有利因素逐步消失或减弱以后，各种潜在的矛盾逐渐暴露和激化起来，美联储没能根据当时的经济形势及时调整自己的经济政策，反而继续推行凯恩斯学派的经济理论，利用较低的利率刺激经济增长，结果是不仅没有消除经济增长中的“停滞”的因素，而且还进一步恶化了业已存在的通货膨胀，导致消费者物价指数不断上升，平均年增长率达到 7.1% 的水平。

物价的迅速上涨反过来又对美国经济产生更加负面的影响，进一步加重了经济停滞的程度，最终导致了美国经济 20 世纪 70 年代严重“滞胀”局面的出现。

约翰·梅纳德·凯恩斯

约翰·梅纳德·凯恩斯，现代西方经济学最有影响的经济学家之一，他创立的宏观经济学与弗洛伊德所创的精神分析法和爱因斯坦发现的相对论一起并称为 20 世纪人类知识界的三大革命。



这种严重的“滞胀”局面对美国经济产生了许多不利影响：

1. 降低了劳动生产率。由于通货膨胀所带来的物价的普遍上涨使得科研经费数量相对减少，从而最终影响了科技的开发与应用，不利于科技进步和提高劳动生产率。据统计，美国自 20 世纪 60 年代以来用于研究与发展工作的支出以不变美元计算减少了 5%，而用于基础研究的支出减少 10% 以上。

2. 很大程度上抑制了固定资产投资。由于固定资产投资的主要推动力来自未来的预期利润，而利息是投资成本，因此利率的高低会直接影响到投资决策。随着通货膨胀率的逐步攀升，企业的利润空间被进一步压缩，再加上经济发展前景的不确定性也越来越大，从而企业进行固定资产投资的积极性被降低。据统计，在 1947-1973 年间，美国私人企业固定资本投资每年年均增长为 3.9%，而 1973-1978 年间，每年年均增长却只有 1.4% 的低水平。

3. 通货膨胀的攀升必将迫使商业银行取消利率优惠措施，提高借贷利率，进一步阻碍私人企业进行固定资产投资的热情。数据显示，美国商业银行优惠贷款利率从 20 世纪 60 年代平均 5.3% 的水平，上升到 70 年代的平均 8.27% 的水平。

4. 降低了居民的可支配收入，导致消费者的购买力下降。美国对个人收入实行的为所得税累进制，随着通货膨胀率的逐步上升，人们的名义工资收入有所增加，但却由于进入了新的纳税等级而不得不缴纳较多的个人所得税，从而加重了人们的纳税负担，很大程度上降低了人们的实际收入和购买力。据统计，美国通货率每增长 10%，税收将增加 14.7%。

5. 进一步恶化了美国的贸易收支状况。通货膨胀带来国内商品价格的急剧上涨，最终降低了出口商品的价格竞争力，直接削弱了商品的出

口能力，影响了美国国际贸易收支平衡，进而削弱美元的霸权地位。

二战后美联储利率政策的指导思想自 1979 年开始转向以弗里德曼为主要代表的现代货币主义理论，货币主义者一反过去凯恩斯主义者推行的把利率作为货币政策中间目标的传统做法，在他们看来，影响整个再生产过程的决定力量是货币供给量的变动而不是利率的变动。

凯恩斯主义者提出的刺激需求的货币“扩张”政策，短期内可能会起到一定作用，而长期来看不仅不会对经济有促进作用，反而会引起“滞胀”的恶果。

凯恩斯提出的以调节利息率为主要目标的货币政策，虽然也能对货币供给产生一定的影响，但这种影响力十分有限，利息率只会把人们引入歧途。

弗里德曼在他的研究报告中建议，美国可以根据其经济发展现状，把货币供应量按照每年 4% 到 5% 的固定增长率有计划地增长。报告认为，通过将货币政策转向货币供应量进行直接调节，不仅能够使政府从总体上通过有效地控制货币需求膨胀来达到遏制通货膨胀的目的，还能起到增加灵活性的作用，使美联储可以根据美国经济发展的实际情况，通过货币供应量的松、紧方法的交替使用，起到既可以抑制通货膨胀，还能确保经济的适度增长以免其走向全面衰退。这就使美联储更加深刻地认识到了要想遏制通货膨胀，保持经济良性运行，首要任务是保持币值稳定，控制货币供应。

20 世纪 80 年代美国推行的高利率政策对其经济发展的影响体现以下几个方面：

1. 高利率政策有效地遏制住了通货膨胀。例如 1981 年、1982 年和 1983 年 11 月美国的通货膨胀率分别为 8.9%、3.9%、3.6%，呈现逐步下降趋势。



2. 高利率降低了投资者信心，削弱了经济增长的动力，从而阻碍了美国经济的增长，导致经济危机周期缩短、程度加深。例如 1980 年 2 月，美国爆发了二战后第七次经济危机，危机持续了 6 个月，工业生产下降了 8.1%，失业率高达 7.6%。一年后，即 1981 年 8 月，美国出现了第八次经济危机，此次经济危机持续了 16 个月，成为战后持续时间最长的经济危机，工业生产下降了 12.3%，失业率高达 10.8%，失业人数高达 1200 万人。

3. 高利率吸引了世界各地的资金纷纷涌入美国。从 1979 年初至 1983 年中，流入美国的外资净额高达 1580 亿美元，占美国名义国民生产总值的 1.2%。这种外资的大量涌入虽然有助于弥补部分美国财政赤字，但同时却促使美元对西方主要国家货币的汇价上升，一定程度上削弱了美国商品的出口竞争力，导致美国贸易出口增长速度大大减缓甚至下降。1981 年出口额仅比 1980 年增长 5.9%，1982 年比 1981 年下降 9.2%，1983 年美国 and 西方一些发达国家出现不同程度的复苏，但美国出口增长速度并不快，11 月份出口额仅为 168 亿美元，比 1 月份的 173.2 亿美元下降了 3%。由于出口减少、进口增加，导致贸易逆差不断扩大，1980 年美国贸易逆差为 363.5 亿美元，1981 年为 396.8 亿美元，1982 年为 426.9 亿美元，1983 年前 11 个月的逆差竟高达 629.6 亿美元，比 1982 年同期的 389 亿美元上升了 61.9%。此外，再加上美元坚挺对美国出口工业的沉重打击，进一步加剧了美国国内的贸易保护主义思想的抬头。

20 世纪 70 年代末期美联储推行的以货币供应量增长率取代利率作为货币政策的中介目标的政策，是货币主义达到巅峰状态的标志。然而实际经济情况却是变幻莫测的，尤其是较高的通货膨胀预期促使利率水平不断上升，迫使企业、个人以及商业银行都在争相寻找其他更有效益的资产使用方式，再加上金融当局管理观念的变革和信息革命的发展，

大量金融创新工具不断涌现。

同时，经济全球化浪潮使得各国经济的联系更加紧密，国界的概念日益模糊。在“全新的金融环境下”，货币主义者所倡导的货币供应与经济增长间的关系被彻底打破。

以货币供应量增长率作为中介目标的货币政策的有效性受到严重质疑，而利率所具备的可测性、可控性，尤其是其相关性却得到了相应提高，美联储终于放弃执行了十多年的货币主义原则，再次举起利率这一有效武器。

利率中的贴现率和联邦基金利率是美联储公开市场业务中首要的关注目标，因此利率实际上成了美联储调控物价水平、消费和投资等宏观目标的重要手段。而且美联储在具体操作利率中介目标时，既通过微调主动控制调控的力度和分寸，也注意调控利率的结构，从而形成了自1994年以后实施的“放长抑短”的利率政策。这样的利率政策取得了既调控了总量，也调控了结构的良好效果。

同时，美联储将货币供应量变动范围、金融机构借入和非借入储备、消费物价指数、汇率、国际收支状况等变量纳入到货币政策中介目标体系，增强了货币政策中介目标的综合性。

由于现代经济生活中通货膨胀属于经常性现象，因而有必要对名义利率和实际利率作出明确区分。因为人们能够获得真实的利息收益和付出真实的利息成本的多少是由实际利率高低来决定的，因此能够真正对经济起作用的并非名义利率，而是实际利率。

人们在决定其经济行为时考虑的便是实际利率。美国著名的经济学家和货币金融理论家艾尔文·费雪（Irving Fisher）最早提出了实际利率这一概念，他对利率与货币价值及物价关系的实证研究得到了当代西方一些经济学者的大力推崇，被称之为“费雪效应”。

费雪首先提出，应该将利率区分为实际利率与货币利率两种，并认为在货币价值稳定时二者是一致的，而当货币贬值或增值时二者则是不一致的。他说：“假设本位货币相对于财货来讲是稳定的，那么利率以货币作为标准来计算与以财货作为标准来计算是一样的。然而当货币与财货之相对价值改变时，换言之，即以财货表示的货币增值或贬值时，那么以货币作为标准来计算的与以财货作为标准来计算的两种利率的大小，就将完全不同。”

美国 20 世纪 90 年代的货币政策属于以“泰勒规则”为理论基础，实行以实际利率为中介目标的中性化货币政策。

“泰勒规则”是由斯坦福大学泰勒教授于 1985 年提出的著名理论。该理论认为：

在各种对物价水平和经济增长率产生影响的因素中，唯一能够与物价和经济增长保持长期稳定关系的变量应该是真实利率，货币当局的主要操作方式应当为调整利率。处于潜在增长和自然失业率水平下的通货膨胀率都对应着一个真实均衡利率。如果产出的增长率超过了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通货膨胀目标的水平，真实利率就会偏离真实均衡利率，就应该调整和变动真实利率使其恢复到均衡的水平。因此，在实行通货膨胀控制目标的货币政策中，如果通货膨胀率偏离了所确定的目标，就必须运用各种手段调整和变动名义利率，使真实利率保持在一个真实均衡水平。

20 世纪 90 年代初期，由于 M2 与经济之间的关系破裂，直接导致美联储废除了 20 世纪 70 年代一直采取的以货币总量作为政策目标的做法，改而以短期利率（联邦基金利率）作为中间目标与操作目标。

具体来说，美联储接受泰勒规则，推行以实际利率作为主要货币手段是以美联储主席格林斯潘在国会的两次证词作为开端的。

1993年7月22日，格林斯潘在参议院作证时宣布，美联储决定放弃推行了十多年的以控制货币供应量为手段来调节经济运行的货币规则，改为以调节“实际利率”作为调控宏观经济的主要工具。

1994年2月22日，格林斯潘在众议院银行委员会作证时进一步指出，联邦储备委员会将以“中性化”的新货币政策来取代前几年的以刺激经济为目标的货币政策。所谓“中性化”政策是指货币政策根据对宏观经济形势的判断来对利率水平进行灵活调整，使得利率水平保持中性，既不起到刺激经济也不起到抑制经济的作用，从而使经济以其自身的潜在低通货膨胀条件下实现持续稳定地增长。

由此得出的结论是：美国劳动力的年增长率约为1.5%，生产率的年增长率约为1%左右。因此美联储的任务就是通过对利率的灵活调整，来保证经济增长率基本维持在2.5%左右，高于2.5%时就提高利率，低于2.5%时就降低利率。这样就可以同时起到稳定物价和保证经济增长的双重目标。





### 第三章 >>>

## 谁在掌控美联储：可能是最有权力的一群人

联邦储备体系理事会主席经常被认为是美国政府仅次于总统的第二有权力的人。这是因为主席领导着制定美国货币政策的中央银行，监管和控制着整个国家的银行，并负责监督大多数美国人几乎每天都使用的庞大支付系统，同时与外国中央银行合作以促进国际金融稳定。





## X 机构：政府内部的独立实体

美联储在美国政府内部处于一个特殊的地位。它不被任何人所拥有，也不是一个私人的、盈利性质的机构。它是一个政府内部的独立实体，既有公共目标亦有单独目标。美国国会美联储的主要监督机构，同时它也监督政府的其他许多方面。

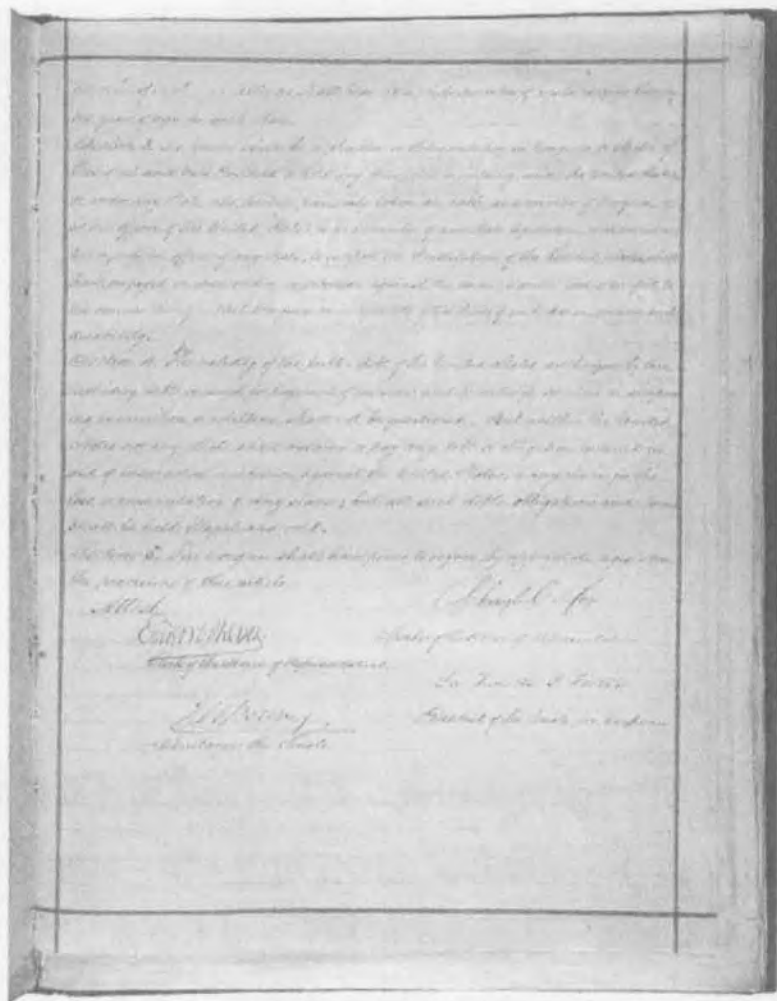
美国总统：美国总统任命美联储全部理事（包括主席和副主席），提名由参议院确认。

美国财政部：美联储主席与美国财政部部长定期举行会晤。

美国国会：根据法律，美联储理事会需要就每年的运营情况向众议院的发言人进行汇报，美联储主席需要就经济情况以及美联储公开市场委员会的情况每年向国会做两次汇报。

美联储根据宪法的规定设立，其形式与职能也随着立法而不断演进。国会可以根据其意愿更改美联储的职责约章。

美联储与国会关系非常密切。根据法律，美联储主席每年就经济情



■ 美利坚合众国宪法第十四条修正案文本。

况与美联储政策向国会汇报两次。美联储主席，理事会成员及工作人员有时候也会被要求出席国会听证会讨论经济问题。2008年金融危机初，美联储官员及工作人员出席国会听证达35次，美联储工作人员还经常向国会工作人员简述与美联储运营有关的问题。

美联储是一个复杂综合的组织，主要组成部分包括：联邦储备委员会、联邦储备银行、联邦储备系统会员银行、联邦储备系统公开市场委员会、联邦储备系统咨询委员会。

其中联邦储备委员会是由1935年以前的联邦储备局更名而来，该委员会是联邦储备系统的最高决策机构。





■ 美联储标志。

联邦储备委员会由 7 名理事组成。委员会成员均经参议院认可后由总统任命，任期为 14 年（主席和副主席任期为 4 年，可连任）。同一联邦储备区不得有两名理事，并且每 2 年有 1 名理事更换。

这些烦琐的规定，目的是尽可能保持委员会的独立性，使它不受政府人选更换的影响。联邦储备委员会的主要职能是负责制定货币政策和金融规章制度；决定联邦储备银行高级职员，任命各联邦储备银行的正副行长；决定再贴现率、存款法定准备金率和贷款利率；负责审查各联邦银行与有关金融组织的财务报表；监督银行券的发行和联邦储备银行的业务活动；监督各联邦储备银行与外国银行相互间的业务关系。

联邦储备委员会是直接向国会报告工作的机构，同时也是联邦储备系统的实际最高决策机构。

## 联邦储备银行

根据《联邦储备条例》规定，美国划分为 12 个区域，每个区域设立一家联邦储备银行。这 12 家联邦储备银行又分别在全美主要城市设立了分行。

联邦储备委员会成为实际的中央银行总行，而 12 家联邦储备银行则成为实际意义上的分行。

12 家联邦储备银行都是属于私营公用事业的股份机构，其股东也就是该储备区内作为联邦储备银行成员之一的私人商业银行。根据法律对成员银行义务的规定，这些银行购买自己所在储备区联邦储备银行的股票，但股息的支付不得超过年利率 6% 的水平。

联邦储备银行既是美国联邦储备体系中极其重要的政策执行部门，又是具体办理中央银行业务的业务部门，因此美国银行家把它们称作联邦储备委员会的左膀右臂。每个联邦储备银行在各自储备区又可设立联邦储备银行分行。由于各个储备区的情况不同，所以各储备区内分行的数量不尽相同，最多的地区设有 5 家分行，如亚特兰大储备区；有些地区则不设分行，如波士顿储备区。

全美共有 25 家联邦储备银行二级分行。为了方便执行票据清算等央行业务，在一些储备银行分行下还设有特别办事处，共有 9 家联邦储备银行分行特别办事处。

联邦储备银行主要职能是负责执行货币政策、银行监管、调拨货币、提供票据清算服务、代理国库和在联邦公开市场委员会指导下买卖公债等。

## 联邦储备银行委员会

联邦储备银行设有自己的委员会，委员会由 9 名董事组成，董事的人选可分为三类，第一类由 3 名会员银行代表组成，经本储备区会员银行选举产生；第二类由 3 名非会员银行代表组成，经本储备区会员银行选举产生，一般为工业界、商业界和农业界的知名企业家担任；第三类 3 位董事由联邦储备委员会任命，代表公众利益，不能由银行官员、雇员或股东担任。联邦储备银行委员会的正、副主席便是从这 3 名代表中产生。

联邦储备银行委员会主席与副主席的任期只有 1 年，其他董事的任期为 2 年。二级分行也设有委员会，所有董事由储备银行任命，联邦储备委员会批准。《联邦储备法》对联邦储备银行的董事人选安排作出这样的规定其意在于保证每家联邦储备银行的董事们都能充分反映美国公众的意见。

## 联邦储备系统会员银行

联邦储备系统的基础是会员银行。会员银行主要是在联邦注册的商业银行。根据法律规定，凡是向联邦注册而设立的国民银行都必须参加联邦储备系统，成为会员银行。

参加该系统的都是些大银行，小银行较少。从数量上看，联邦储备会员银行占不到美国商业银行总数的 40%，但其银行资产约占全美商业银行总资产的 75% 以上。会员银行既享受某些优待，同时也承担某些义务。

每个会员银行都必须认购它的联邦储备银行的股票，并享有选举联邦储备银行董事的权力。会员银行对联邦储备银行的所有权只是有名无实，它们无权参与管理和享有经济利益。

### 联邦储备系统公开市场委员会

联邦储备系统公开市场委员会负责实施公开市场业务，决定联邦储备系统外汇业务和国内外证券业务的活动。

公开市场委员会由联邦储备委员 7 人，联邦储备银行的行长 5 人组成。5 位行长中有 1 名固定为纽约联邦储备银行的行长，其余 4 名由 11 家储备银行的行长轮任，任期 1 年。

按传统习惯，联邦储备委员会主席还常被选为公开市场委员会主席，纽约联邦储备银行行长为副主席。公开市场委员会实际上是制定货币信贷政策的机构。

### 联邦储备系统咨询委员会

联邦储备条例规定，设立联邦咨询委员会。该委员会由每个联邦储备银行的董事会各选派 1 人组成，每年在华盛顿开会 4 次，与储备委员会委员共商有关经济与金融问题，并提出建议。

美国联邦储备系统不同于其他任何国家的中央银行制度，有其自身明显的特征，主要体现在以下两点上：

1. 联邦储备银行不是由联邦政府控制，而是由 12 个地区联邦储备银



行和联邦储备委员会共同执行中央银行职能，对货币政策的制订和执行有相对独立性和较大自主权。

2. 联邦储备银行由成员银行共同所有，而不是由联邦政府所有，其性质是私有的。

3. 联邦储备银行虽然是以私营机构注册，但其活动具有很强的政府色彩。因此，美联储每年约有 200 亿美元的盈利，90% 都要上交给联邦政府，只有很少的一部分作为红利分给股东，所以美联储是一个十分特殊的机构。



## 12 区：美联储的幕后老板

除阿拉斯加以外的美国大陆划分为 8 至 12 个区。联邦储备体系理事会可以对某些地区重新调整，也可以在总体上不超过 12 个的前提下随时创建新区，划分各区应当考虑便利性和商业习惯，而不一定是毗连的州。这些地区被称为联邦储备区，并可按数字代码区分（1913 年颁布的《联邦储备法》，1958 年和 1959 年修订）。

1913 年的《联邦储备法》为随后将推出的联邦储备体系的架构指引了方向。该法案通过后不久，联邦储备银行组织委员会的任务是决定建立分区的数量以及储备银行的地理分布。

为了传达他们的决定，委员会向国民银行做民意调查，并在全国各地举办听证会，与商业领袖、银行家、政府官员和公众交流。考虑到要均衡地方，代表国家经济的多样性，最终许多因素都被考虑在内，诸如人口密度以及作为金融中心的地位等。

虽然美国的地域情况自 1913 年以来发生了显著的变化，但是美联

联储拥有的 12 个储备区仍然保持不变并作为全国各地的代表。例如，1913 年芝加哥所在的联邦储备银行第七区代表了 17% 的美国人口，而旧金山所在的联邦储备银行第十二区代表了 6%。相比之下，目前，旧金山联邦储备银行代表了美国人口的 19%，在面积和人口上都已名列首位，而芝加哥联邦储备银行代表了 13%。

联邦储备银行的分支机构协助联邦储备银行为当地提供服务，目前，除 12 家储备银行以外，共有 24 家分支机构。

由上述资料可以看出，联邦储备银行的区域划分，是在 1913 年国会通过的《联邦储备法》的基础上进行的，它将全国划分为 12 个储备区，每个储备区设立一个联邦储备银行的分行。

因此联邦储备银行共分为 12 家地区银行，分别设于（括号内字母为银行代号）：波士顿（A）、纽约（B）、费城（C）、克利夫兰（D）、里士满（E）、亚特兰大（F）、芝加哥（G）、圣路易斯（H）、明尼阿波利斯（I）、堪萨斯城（J）、达拉斯（K）、旧金山（L）。

其中，位于纽约、芝加哥和旧金山的 3 所联邦储备银行分行，是 12 家分行中资产最大的 3 家银行，这 3 所分行的共同资产大约占到了美联储总资产的一半。在其他的 25 座大中城市，联邦储备银行也设立了自己的分支机构。

值得注意的是，每家联邦储备银行都由 9 名兼职董事组成的董事会来管理，每家区域性储备银行都是一个法人机构，拥有自己的董事会。因此联邦储备银行部分从某种意义上讲，可以被认为是一家股份制银行。然而联储实际上执行的是中央银行的分行职能。

虽然美国利率政策的决策以及公开市场的操作，全部集中在华盛顿的美联储总部，但各地联储也有一定的发言权。

联邦储备银行总行及其 25 家分行，每个月都要召开一次理事会议，

代表各行各业的理事，都有权参与到分析、预测本地经济、金融未来发展情况的讨论中去，也有权提出自己的意见。

基于政策的方向性，再结合各地区分行理事的意见，美联储各区分行要向联邦储备银行总行做定期报告，联邦储备银行总行则定期向美联储总部提交报告。美联储总部必须综合全国各地的意见，最后形成决议。

美联储总部作出的决议，有时候是同各地情况相一致的，但也有发生冲突的时候。例如 1994 年美联储 3 次调高利率的做法，是针对全国经济情况，防止通货膨胀而采取的措施，但是在南加利福尼亚州，特别是洛杉矶地区，因为经济发展迟缓，失业率很高，整体尚处于萧条时期，此时提高利率可以说是釜底抽薪，虽然洛杉矶分行及旧金山联储有权向美联储提出抗议，但对于美联储的全国性决策依然要执行下去，于是南加州陷入了更为严重的萧条当中。

由此可见，美联储在货币政策的制订和执行中具有集中和统一的作用，各地区行及各分行必须执行统一的货币政策，即使是各州政府有不同意见，但也改变不了美联储的统一行动。当然，这一方面说明了美联储在货币政策制订、执行中的集中统一性，同时也说明全美国已形成一个联系比较紧密的大市场，在这个大市场中，无论资金的流通还是商品的流通，在全国范围内来讲都产生了极为密切的联系。

各联邦储备银行对美联储总部决策了的货币政策必须执行，各联邦储备银行除了在利率政策、公开市场业务等方面要和全国保持一致外，各地可以具体操作的还有短期资金贴现贷款，以解决商业银行的头寸问题。比较大的商业银行不需要中央银行的再贷款，主要是一些小型的商业银行，可能会发生头寸不足的问题。





## 不为人知的高级幕僚

美联储的决策基于最新信息和学术研究。储备银行和理事会为研究部聘请了许多经济学家，确保拥有最好的指导。

最初级的美联储“研究小组”成员是助理研究员或研究助手，往往是刚毕业的大学生。助理研究员通常在美国联储工作两到三年后继续去学习深造。许多人选择攻读工商管理硕士或经济学博士学位，或者在私营企业和金融业找到工作。在专职经济学家指导下的工作，使这些助理能够熟悉数据分析，并可提供政策决策过程中用到的初步图表和统计资料。

研究团队的核心是专职经济学家。他们为美联储提供三种类型的研究，部分时间投入各自领域的基础研究，如劳动经济学、城市经济学、宏观经济学、金融学等；专职经济学家还通过出版物、互联网、展览，提供向公众解释国家经济情况和美联储行动的研究成果；最重要的是，他们的研究可为美联储的政策决定提供信息支持，包括那些在联邦公开市场委员会（FOMC）会议上作出的决策。研究部主管负责管理一家储备

银行的专职经济学家们，并作为研究团队和银行董事会、储备银行行长、联邦公开市场委员会之间沟通的桥梁。研究部主管的任务是传递和综合研究团队的信息。在联邦公开市场委员会会议上，他们一般坐在联储主席后面，在重要关头以他们渊博的知识提供支持。

为了做好对经济、金融的分析和预测，美国的各级联储机构都设立了强有力的调研、统计、分析组织。如美联储设置了六个部、局，其中有3个局和调查、分析有关系。

这3个“局”衔机构分别为：

1. 国际金融局，主要负责国际金融市场的调查。
2. 货币政策管理局，主要负责国内经济、金融情况的调查、分析，包括货币信贷情况的分析。
3. 调查统计局，拥有人员数量为275人，该局主要对货币、金融、经济发展情况进行分析和预测，并向美联储提出咨询意见。

除此之外，各联邦储备银行同样配备了强有力的调研分析机构。如旧金山联储，供职人员数量达到了2500人，联储本部的供职人员数量为1400人，其调研信息部及法律咨询部就有350人。

美联储调研信息部门的主要任务，是按期提供三个方面的报告：

1. 对未来两年的经济发展状况进行分析预测的报告。如果各联储与美联储调研部门的意见有分歧，就要分析原因，对联邦储备委员会提出各种参照意见。
2. 关于本地区经济、金融运行情况的分析报告。
3. 关于市场运转情况的报告，并提出金融相应要采取的措施。

上述3份报告要分别定期向联邦储备委员会、公开市场委员会及经济咨询委员会进行提交。

事实上各联邦储备银行均设立了研究部门，并由一名副行长直接兼

任研究部主任。每个储备银行的经济学家平均为 15 人，其中包括国内外知名经济专家、大学教授和访问学者。例如 2004 年诺贝尔经济学奖获得者普雷斯科特教授，担任了明尼阿波利斯联储的资深顾问；基德兰德教授同时是达拉斯联储和克里夫兰联储的研究员；著名的曼昆教授则兼任波士顿联储高级顾问。

此外，一些联储银行还直接与经济研究部门及各大学合作开展项目研究和模型开发。

研究部门最主要的职责是为行长出席 FOMC 会议准备“棕皮书”。这些研究报告有助于 FOMC 制定和执行货币政策，也有助于联邦储备银行在银行监管及其他领域作出正确判定。由于地理分布和产业发展的不均衡，各联邦储备银行高度重视区域经济研究并为美联储货币政策作出了突出贡献。

大多数储备银行致力于区域经济发展的基础研究和对广泛的经济问题进行分析，并形成了各自的理论观点和研究特色。

各联邦储备银行高度重视收集和积累经济数据，充分利用各自功能强大、运作畅通的计算机网络系统传递和处理数据。他们都有一套各具特色的经济指标体系和模型处理系统，利用数据来及时判断经济发展动向。各联储银行间的竞争形成了美联储体系内经济研究的多样性，这种多样性带来了各种对政策实证而审慎的分析。



## 美联储主席：仅次于总统的实权人物

联邦储备体系理事会主席经常被认为是美国政府仅次于总统的第二有权力的人。这是因为主席领导着制定美国货币政策的中央银行，监管和控制着整个国家的银行，并负责监督大多数美国人几乎每天都使用的庞大支付系统，同时与外国中央银行合作以促进国际金融稳定。

美联储的主席还掌管联邦公开市场委员会（FOMC），并为这个强大的决策机构制定日程，该委员会每年召开 8 次会议。根据法律，美联储主席每年要出席两次参议院和众议院相关委员会的听证会，阐述美联储的政策、本国目前的经济状况和未来经济前景。

主席与其他经济政策制定者举行定期会晤，如财政部长和总统的经济顾问委员会主席等。美联储主席也代表美国参加世界央行行长在国际清算银行的定期会议，并作为代表参加国际七大工业国家集团（G7）的财长和央行行长会议。

为了能够直观地感受到美联储主席这一职位所能发挥出的力量，我



们需要寻找一个典范，这位在世界范围内拥有极高知名度的美联储主席并非保罗·沃尔克，而是离这个时代更近一些的艾伦·格林斯潘。

格林斯潘的梦想是成为一名职业音乐人，为此他报读过纽约音乐学院，并在派拉蒙旗下的夜总会里演奏过萨克斯管。相信没有人会预料到，这位萨克斯管演奏者在不远的未来将对世界经济产生巨大影响。

1987年8月，由里根亲自任命，格林斯潘接替保罗·沃尔克成为美联储主席，开始了第一任期的政经生涯。

格林斯潘接管美联储后不久，华尔街爆发了著名的“黑色星期一”股灾，道琼斯工业指数在这一天下跌了23%。面对这场空前的闪击，格林斯潘处变不惊，创造了“一言救市”的轰动性纪录——承诺向任何处于困难的金融机构提供贷款救助，股灾立即得到控制，次日股价开始反弹。

面对这一历史事件，除了赞誉格林斯潘行事果断外，还应当引申出一个深层问题：美联储主席是否拥有实行“最后贷款人”机制的最终决策权？

换句话说，当金融危机出现时，身为美联储主席的格林斯潘是否能够不经过白宫或国会而直接向危机中的金融机构发放贷款？答案是肯定的。

在美国，美联储主席被公认为是仅次于总统的二号人物，这个位子的候选人由总统亲自提名，而后由国会投票决议。沿循历史轨迹，美联储除主席外还设有7名理事，他们全部由总统提名，但是任期为14年，超过总统最长任期（非战时）6年，因此白宫往往左右不了美联储理事会，更无法直接对联邦储备主席下达命令（特殊时期不算在内）。

既然白宫管不了美联储，那国会呢？总统提名后国会拥有投票决议的权力，按理说国会制约美联储是具有必然性的，然而实际情况却大相径庭，国会对美联储事务极少干涉，原因倒也简单，因为大部分国会

### 艾伦·格林斯潘

艾伦·格林斯潘，美国犹太人，美国第十三任联邦储备委员会主席（1987—2006），任期跨越6届美国总统。许多人认为他是美国国家经济政策的权威和决定性人物。在他人生的巅峰时刻，他被称为全球的“经济沙皇”、“美元总统”，无论走到哪里，都会红地毯上受到国家元首一般的接待。



议员对经济问题都是雾里看花。足可见大部议员是否有自知之明对美国经济的发展至关重要！

身为美联储主席，格林斯潘享受着“白宫管不了、国会不想管”的特殊待遇，权力的集中是格林斯潘得以顺利把控美国经济的重要因素。

1990年美国经济的短暂性衰退通常以伊拉克入侵科威特为标志，到了次年的3月，美国经济开始好转，由此开始了长达10年的扩张。这10年间掌舵美国经济的人，正是格林斯潘。

相比总统，格林斯潘对美国经济乃至世界经济的作用都显得尤为重要，1991年至2000年的10年间，格林斯潘主持的一系列降息及刺激计划，将美国经济推向了历史的高峰，没有任何一家企业希望格林斯潘离职，“谁当总统无所谓，只要格林斯潘继续执掌美联储就行”，这是当时美国经济界普遍的共鸣。

例如1996年12月5日，格林斯潘公开声称美国股市的上涨反映

出“非理性繁荣”，一句话让整条华尔街都颤抖起来，股票应声而跌。足可见其影响力。

一般来说，跨国和本土金融企业倘若能和美联储搞好关系，或被纳入会员机构的话，基本上等于有了非常时期的安全性保障。格林斯潘本人曾出任过大量金融企业的董事职务，不仅仅是他，历任美联储主席都曾出任过各类本土金融机构的要职，而美联储本身又是建立在各大金融机构的基础之上的上层建筑，因此我们不妨这样理解：在美国，凡和美联储有关联的金融机构及企业，都肩负着为美联储提供高级管理人员候选人的自然使命。这就好比常春藤的某些私密社团、政客学院。

由于美联储候选人大都在金融企业就职过，因此美联储本身就成了联接以华尔街为代表的金融企业与国家财政部门之间的纽带。

格林斯潘作为美联储主席，处于政治与经济组成的风暴核心，他每说一句话，华尔街都会仔细倾听并加以琢磨。这种敏感性令格林斯潘如履薄冰，他曾不止一次地说过“我花了不少时间努力回避问题，因为我担心自己说话过于直白”。足见美联储主席的宝座绝非侃侃而谈可以胜任。

## 美联储历任重要主席

马瑞纳·伊寇斯(Marriner Eccles)，美联储第7任主席，任期为1934—1948年。被公认为是在格林斯潘以前，美联储主席中得分最高的一位。曾协助罗斯福带领美国人民渡过了1929—1933年的艰难时代，主持制定了《美国银行法》，使美国银行体系在人们心目中重建了信誉。

托马斯·麦克凯(Thomas McCabe)，美联储第8任主席，任期为

1948—1951 年。此人由杜鲁门总统亲自任命。

小威廉·迈克切斯内·马丁（William McChesney Martini Jr.），美联储第 9 任主席，任期为 1951—1970 年。马丁曾连任过 5 届美联储主席，成为了联储历史上任职时间最长的主席。他时常讲，美联储的工作就是“在宴会刚开始的时候撤掉大酒杯”。

阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns），美联储第 10 任主席，任期为 1970—1978 年。是格林斯潘的学术恩师，他担任过艾森豪威尔总统的经济顾问委员会主席，还担任过尼克松总统的经济顾问。1970 年至 1978 年担任美联储主席，随后又出任美国驻联邦德国大使。

威廉·米勒（G.William Miller），美联储第 11 任主席，任期为 1978—1979 年。米勒是美联储历史上任期最短的主席，格林斯潘曾讽刺他是“圈外人”，可见其缺乏专业素质的传言并非空穴来风。

保罗·沃尔克（Paul A.Volcker），美联储第 12 任主席，任期为 1979—1987 年。沃尔克长期供职于美联储系统内部，在美国乃至世界经济领域有着广泛的影响力。他是一位真正的美国英雄，格林斯潘曾称赞他是“过去二十年里美国经济活力之父”。

艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan），美联储第 13 任主席，任期为 1987—2006 年。许多人认为他是美国国家经济政策的权威和决定性人物，比如他决定美国政府对通货膨胀的态度，以及他对陷入困境的金融市场频繁出手拯救的行为，显示出了格林斯潘的铁腕与魄力。他被媒体业界看作是“经济学家中的经济学家”。

本·伯南克（Ben Shalom Bernanke），美联储第 14 任主席，任期为 2006—2014 年。伯南克是宏观经济学家，主要研究方向是货币政策和宏观经济史。他是美国艺术与科学学院院士和计量经济学会会士，曾编著了《宏观经济学原理》、《微观经济学原理》等经济学教材。



珍妮特·耶伦（Janet L. Yellen），女，美联储第15任主席，她在2014年2月1日正式接替两届任期结束离职的伯南克，成为美联储历史上首位女性主席。耶伦为美国布朗大学经济学学士，耶鲁大学经济学博士，美国犹太裔经济学家及经济学教授，柏克莱加州大学哈斯商学院的名誉教授，第十八任美国总统经济顾问委员会主席，曾任美联储副主席。



## 神秘的纽约联邦储备银行

美国联邦储备体系是由 12 家不同区域的联储银行外加一个华盛顿特区的联储委员会共同组成的，纽约联储银行属于 12 家区域联储银行之一。这是它的身份。

尽管它属于 12 家区域联邦储备银行之一，但却有着极其特殊的性质。纽约联邦储备银行向来都是美国制定商业银行政策的风向标和马前卒。很多政策，尤其是有关大型银行和现代银行经营方面的政策，要么起源于纽约联邦储备银行，要么由纽约联邦储备银行来审查核实，无出其右。

无论用历史的眼光还是当下的眼光去看，纽约联邦储备银行都是具有传奇色彩的神秘机构。它是 12 区联邦储备银行中管辖区域最小的，同时又是资产总量最大的。简单地讲就是，纽约联邦储备银行在美国现代金融活动中扮演的角色，可能要比其他 11 家区域联邦储备银行加起来都要重要——这主要得益于它独特的地理位置和历史沿袭。别忘了，整条华尔街都在纽约，美联储的主要发起机构摩根银行总部也在纽约。相信

就凭这两点，便已足够让纽约联邦储备银行鹤立鸡群。

纽约联邦储备银行与曼哈顿的华尔街仅相距仅几个街区，是居于首位的储备银行，集中管理美联储体系的国内外市场交易，以及与其他国家中央银行的合作。标志这一特殊地位的是，纽约联邦储备银行行长是唯一拥有联邦公开市场委员会（FOMC）永久投票权委员资格的联邦储备银行行长。

纽约联邦储备银行有许多特殊职能。联邦公开市场委员指定纽约联邦储备银行代表所有储备银行执行公开市场操作。联邦体系的统一行动集中了中央银行的力量，通过买入和卖出美国国债，美联储直接调节短期利率和影响长期利率。纽约联邦储备银行同时处理联储体系的外汇业务，与其执行的国内货币政策互为补充。

作为美国财政部的“财务代理”，或者说银行机构，纽约联邦储备银行代表财政部拍卖和发行国债。这些债券的销售收入代表联邦政府根据预期税收收入情况决定借入的款项。纽约联邦储备银行代表美国政府的部门和机构处理国际交易，此外，它为外国央行持有美元和黄金储备，协助他们的美元交易。进行这些工作需要大量及时的信息，收集和管理国内外银行和金融市场数据正是纽约联邦储备银行的职责之一。

下面让我们先用历史的眼光来审视一下这家金融服务机构。

首先，纽约联邦储备银行的历史几乎同整个联邦储备体系的历史一样悠久。纽约联邦储备银行的第一任行长<sup>①</sup>是美国信孚银行（另译银行家信托银行）总裁本杰明·斯特朗。

斯特朗在美国联邦储备委员会成立的过程中发挥了至关重要的作用，在1914年被任命为纽约联邦储备银行的第一任行长。他对纽约联邦储备

---

<sup>①</sup> 纽约联邦储备银行行长是联邦公开市场委员会的永久投票成员，并始终担任副主席（联邦储备理事会主席始终担任联邦公开市场委员会主席）。

银行的贡献意义深远，尤其是在国际事务和央行间合作领域。

1916年，斯特朗在他的首次欧洲之行中，接受了资深银行家、后来的英格兰银行行长蒙塔古·纽曼在伦敦家中共进晚宴的邀请，这标志着一段意气相投、志同道合的友谊的开始。这段关系，伴随斯特朗帮助一战中的美国盟友战后重建的愿望，以及他对美国当之无愧跻身世界金融力量前列的深信，坚定了他对于美联储参与国际经济事务的决心。斯特朗和纽曼共同努力，增进了20世纪20年代中央银行间的合作。

现在，纽约联邦储备银行是唯一开展全球业务的储备银行，它秉承自己的宗旨——促进国际金融和经济的稳定，扩大国际联系。纽约联邦储备银行凭借它的新兴市场和国际事务团队以及其他分支机构，继续着斯特朗的事业。

其次，美联储拥有监督和干预公开市场操作<sup>①</sup>的权力。

在联邦公开市场委员会会议上，与会者决定下一次会议之前的货币政策。目前每次会议后会发表公开声明，解释其政策立场。纽约联邦储备银行随后给出正式指令，指示银行在市场上采取行动，实现联邦公开市场委员会的目标，其中包括调整联邦基金利率。为了实现FOMC的指令，纽约联邦储备银行的市场部门将预测银行准备金的供需情况，便于纽约联邦储备在准备金定价（联邦基金利率）偏离目标时随时干预。

目前普遍地认为，美国政府之所以给予纽约联邦储备银行干预公开市场操作的权力，是因其另一身份是美国政府在华尔街的耳目，负责监管和审查第二联邦储备区的会员银行，该区域包括纽约州、新泽西州北部的12个县、康涅狄格州的费尔菲尔德县、波多黎各和美属维京群岛。审查员根据这些金融机构的管理、财务状况和遵守法规的情况，对其表

---

<sup>①</sup> 公开市场操作（公开市场业务）是中央银行吞吐基础货币，调节市场流动性的主要货币政策工具，通过中央银行与指定交易商进行有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标。



现进行现场和非现场审查,以便对它们的安全性和稳定性作出评估。此外,当出现关于违规或犯罪不法行为的指控时,审查员将委派法律部门的执法组介入调查。这些美联储审查员是保护公众免受金融机构不法行为侵害的第一道防线。

从当下的视角来看,对纽约联邦储备与美国财政之间存在某种关联的猜疑是可以得到印证的。这一印证来自于两个方面,第一是纽约联邦储备银行拥有执行公开市场操作、执行外汇市场调控以及储存海外官方机构黄金资源的三大独有职责,假如没有美国政府作为主要背景,那么这些权力叠加起来所产生的破坏性力量将是不可想象的;第二是产生于2010年的《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》,该法案带来了大萧条以来最彻底的金融监管改革,以至于从2008年到2013年间,负责保护金融机构安全和稳定的纽约联邦储备银行金融机构督查组<sup>①</sup>(FIS-G)的雇员人数大约从575名增长至750名,假如纽约联邦储备银行的独立财产与政府之间没有任何关联,那么该法案势必会对纽约联邦储备银行的权利定义进行重新划分,然而我们并没有看到政府对此作出任何反应。

由此可见,作为联储系统12区域银行之一只不过是纽约联邦储备银行的表面身份,其背后隐藏着的是整个美国金融系统的点将台及弹药库。

---

<sup>①</sup> 美联储内部督查机构,负责监督金融机构的安全与稳定,涉及范围包括财务运作及资金转移等,可以被理解为美联储针对金融机构所设立的专门的监管部门。

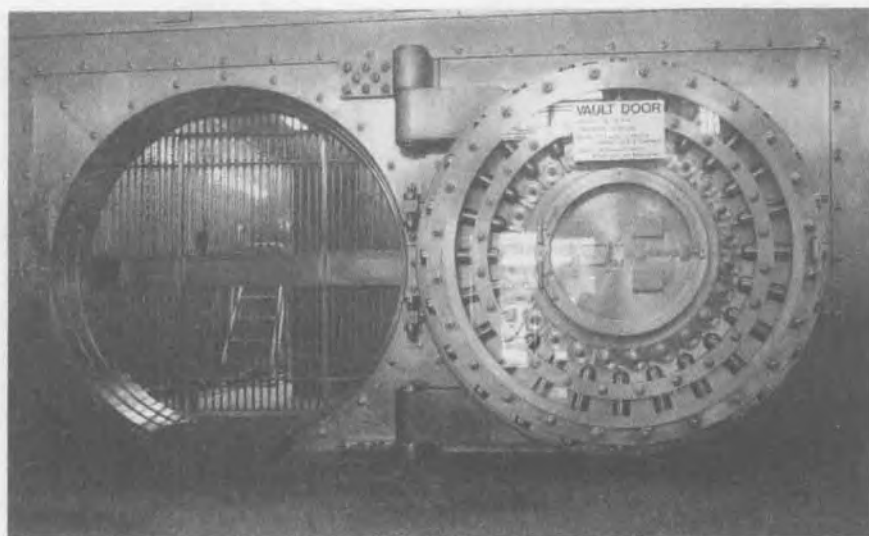


## 最庞大的地下金库：8000 吨黄金储备

众所周知的是美国联邦储备体系拥有全世界最多的黄金储备，然而鲜为人知的是这些黄金并非在美联储总部，它们全部被存放在位于曼哈顿的纽约联邦储备银行地下金库内。



■ 沉甸甸的金砖，于金汇兑本位制下作用于国家财政储备。



■ 银行金库。

纽约之所以会成为全球黄金的交易中心，完全是因为布雷顿森林货币体系的成立，这个以黄金为基础，将美元作为国际主要支付货币的体系，如今虽然早已消亡，但由于大宗黄金的运输和储备不易，为省去交易和储备的麻烦，各国干脆将黄金储存在了纽约。

因此，我们可以说纽约联邦储备银行坐落在金矿之上。

这座全世界最大的金库位于纽约曼哈顿岛地下 20 米处，里面存放着 60 多个国家的 8300 余吨黄金，这个数字约占全球官方公布的黄金总储备的 30%。按照 2008 年的黄金市值计算，纽约联邦储备银行的黄金价值总额超过了 2370 亿美元。

这座位于地下 20 米处的金库，其规模约有半个足球场那么大，四周全都是曼哈顿岛坚硬的花岗岩。金库共分为 122 个库房，最大的库房可以存放大约 10.7 万块金锭，堆起来可以形成宽高 3 米、长为 5 米的黄金立方体。

纽约联邦储备银行地下金库随时都可以在 28 秒内进行全方位封闭，一旦完全封闭，内部的空气就只够一人呼吸 7 至 8 小时。

在过去几十年里，或许不少江洋大盗都曾打过这座金库的主意，奈何实在无法攻破，因为这座金库根本就没有正常意义上的大门，它所谓的门，是一块高 2.7 米、重约 90 吨的实心钢体。钢体外围用重达 140 吨的钢筋混凝土墙加固，钢体中央有一段长为 3 米的狭窄通道，必须由安全人员操纵开关，使钢筒旋转 90 度后，通道才会显露出来。整个钢体系统全部采用手工机械操纵，即使碰到停电等紧急情况，也不会影响开闭。这种“笨办法”从 1924 年使用至今，从未出过一次故障。

金库内部的 122 个库房都有其特殊的编号，这个编号代表在此存放黄金的国家或机构。都有哪些国家在这里存有黄金、存放了多少黄金，这一信息至今为止仍属于绝对机密，在整个联邦储备体系当中，只有极少数高层人员知道这些信息。

黄金因其运输成本和安全成本高昂，所以通过联邦储备银行交易的黄金大都是以换房间的方式来完成的。

例如在美联储存有黄金的两个国家或机构之间产生一笔黄金交割，纽约联储金库的管理人员就将相应的黄金从 1812 房间搬到 2046 房间，但是没有人知道这两个房间号码背后的主人是谁，即使搬运人员也不清楚。

在美国战略界还流传着一种观点，认为欧洲国家将黄金存放在美国是为了防止当年的前苏联和现在的俄罗斯有朝一日会“入侵欧洲”。

不过外国合法政府将黄金储备存放在纽约联邦储备银行的地下金库，是完全免费的，但是当黄金发生交割或提取时，金库还是会收取一定费用，不过跟巨大的管理费用相比，也是微乎其微了。

纽约联邦储备银行代表超过 36 家外国中央银行、美国政府机构和官方国际组织，担任其存放于金库中的黄金的监护人和托管人。纽约联邦储备银行和美联储不拥有其中的任何黄金，当中只有 2% 属于美国财政部。





■ 纽约联储银行大楼。

纽约联邦储备银行金库中的黄金大部分是二战期间和之后送达的，因为许多国家希望在一个安全的地方存放其黄金储备。纽约联邦储备银行可以很方便地在自己的金库内办理国际收支，帮助两国结算贸易收支并避免国际运输黄金的费用。根据各国央行之间达成的协议，纽约联邦储备银行不收取黄金的存储费用，但是对金条的搬运收费。

金条的重量介于 27 至 28 磅之间。这里展示的这款天平可精确计量到  $1/100$  金衡盎司。例如 1 美元的钞票重约  $3/100$  金衡盎司。

纽约联邦储备银行的金库仍是世界上已知的最大的货币黄金储存库，储有超过 533000 根金条，其中大部分纯度超过 99%。尽管金价随市场波动，截至 2013 年 9 月，一根金条价值约 545880 美元。

在 1991 年初，纽约联储金库拥有近 315000000 盎司黄金，相当于世界官方黄金储备的 28%。那么，为什么外国政府会把黄金储存于纽约联邦储备银行？理由大致可以概括为三点：可靠、便利、统一管理。

首先是可靠。纽约联邦储备银行作为美国政府的代理机构及中央银

行，是联邦储备银行的一部分。政治的稳定，加上经济的强大，以及地下保管库的安全措施都是纽约联邦储备银行保证信誉的重要因素。

其次是便利。来源于纽约联邦储备银行的国际业务，除了代理美国财政部及联邦储备系统的国际金融交易外，还代理外国银行在美国本土的金融交易。

最后是统一管理。保管库具有优越的地理位置，在世界最强大的经济金融贸易中心存有黄金，使得国际支付变得十分简单迅速，而且具有降低管理成本的功效。

1924年9月，保管库开始运作之初，官方价值（官方价格一盎司42.2222美元）2600万美元的国外储备黄金被贮存在此。1931年底，黄金贮存上升到约4.58亿美元，而后在大萧条的起初几年急剧下降。美国的经济困难，世界贸易的锐减，对国际货币制度缺乏信心及为了给本国衰退的经济提供心理上的刺激，促使许多国家纷纷撤回了黄金储备。

到了1935年，外国黄金贮存下降到约9000万美元。后来由于二战爆发，这种情况很快发生逆转，客户们为了安全起见，纷纷将自己的黄金输送至纽约联邦储备银行的保管库里，一直到1945年战争结束时，贮存在保管库的外国黄金储备约达到40亿美元。

在二战结束后，有一小部分的黄金从保管库中流出。原因是在此期间，为了重建一度被战争摧毁的经济，许多国家用黄金交换美元。后来其他国家的经济得到了恢复，对美国的出口也开始增长，使得美国的贸易收支出现了较大的赤字。而对美国的贸易顺差的国家则用美元换取黄金，造成这些国家贮存在保管库中的黄金储备开始膨胀。

1947-1971年，美国停止了美元与黄金的自由兑换。因而，有约价值100亿美元的黄金贮存在保管库。结果，按照官方价格（每盎司42.2222美元）计算，黄金储备达到140亿美元。从1972年起金库逐渐



■ 1971 年每克黄金的实际美元及 2011 年美元计的金价。

转为黄金的净流出，以后，因为各国先后放弃了金本位制，黄金的装送和转移变得越来越不频繁。

多少年以来，由于官方和市场价格的变化，使得保管库的黄金储备的价值也随之改变。现在，黄金的转移基于黄金的市场价格。1971 年之前，国家之间的黄金交易是按照固定的官方价格，美国政府的黄金价格只变动了四次，依次为 1792 年的 19.75 美元每盎司、1834 年的 20.67 美元每盎司、1934 年的 35 美元每盎司。

在接下来的 38 年里，这个价格始终保持未变。后来价格也仅仅被提高了 2 次而已，分别是 1972 年提高至 38.00 美元每盎司，和在 1973 年提高到目前的 42.22 美元每盎司。

最近几年中，黄金的市场价格出现了巨大攀升，以致于黄金的官方价格同交易本身已无直接关系，美国和其他国家也不再愿意按照官方价格出售黄金，然而政府仍使用官方价格作为记账、报告之用。



## 理事会：你所不知道的分权制衡原则

尽管美联储具有相当的独立性，但国会可通过国会听证会监督美联储，并且当国会认为有必要时，可以制定新的立法，来约束美联储。这种监督是由众议院、众议院金融服务委员会和参议院银行、住房和城市事务委员会来执行的。

通过指导听证会和修改立法，这些委员会的主席在国会监督中发挥了关键作用。参议院委员会成立于 1913 年，主席由俄克拉何马州的罗伯特·欧文担任，他也是《联邦储备法》的支持者。当经济陷入大萧条时，参议院委员会的首席律师费迪南德·佩科拉举行了听证会，探讨金融危机的原因，制定改革方案。1933 年和 1935 年制定的新银行法建立了新的监管框架，给予了理事会更大的权力。

1978 年的《汉弗莱 - 霍金斯法案》通过指导理事会每年两次向国会报告货币政策从而正式形成监督。听证会都伴随着主席的证词。当 20 世纪 70 年代的大通胀破坏开始时，美国国会开始放宽对银行的管理从而提



升美联储在这个新环境中运行的能力。伴随着 20 世纪 90 年代的大缓和，美联储开始承担额外的监管责任。在 2008 年金融危机后，《多德 - 弗兰克法案 2010 法案》，加强了美联储对银行体系的监管。

争议对美联储来说从不陌生。国会对美联储结构的设计，使它能够独立于华尔街的经济利益和华盛顿的政治利益作出决策。也许正是因为它的独立性，美联储的政策和决策长久以来一直受到攻击。这些批评始于对美联储诞生的争论，以至于今天联储所面临的各种问题。

联邦储备体系享有非同寻常的独立性，是世界上独立性最高的中央银行。

美国联邦储备体系的独立性在 1913 年的《联邦储备法》通过时就被初步确定了下来，而 1935 年银行法的实施则在建立、健全美国独立的中央银行体系方面迈出了关键的一步。它改变了联邦储备委员会权力松散、独立决策机制不健全的局面，为美联储独立行使中央银行职能提供了重要的法律基础。

联邦储备委员会直接对国会负责，除了国会在个别时期授权美国总统可以对联邦储备委员会发出指令以外，一般情况下，任何人和部门都无权介入或干涉联邦储备委员会货币政策的决策和执行。联邦储备委员会可以根据调节经济的需要，独立掌握和控制货币供应量，独立决定存款准备率、贴现率以及在公开市场上买进和卖出证券的数量、种类和价格，并对货币政策的执行结果负责。

美国联邦储备体系的资本所有权，既不属于国会和参议院，也不属于政府机构，其所有的资本金均以股份的形式为联邦储备区内的会员银行所认购。为保证美联储的独立性，防止其他政府部门或公司集团以控股的形式控制联邦储备银行，《联邦储备法》对于会员银行认购联邦储备银行的股份有严格的规定，禁止转让或抵押联邦储备银行的股票，股

票所有者仅以固定股息取得固定收入。

美联储理事会各位理事的法定任期为 14 年，美联储主席及副主席的法定任期为 4 年，12 位联邦储备银行行长的任期为 3 年。

美国《联邦储备法》之所以对美联储总裁委员会的成员规定的长达 14 年的任期，其主要目的就是尽可能地减少因政府更迭或议会选举对美联储货币政策决策机构的影响，从而避免行政及立法当局操纵或左右货币政策运营现象的发生。

虽然美联储主席的任期仅为 4 年，但由于他与政府的任期并不一致，所以，当选总统亦不能完全控制自己任期内美联储主席的人选。另外，虽然 12 名联邦储备银行行长的任期只有 3 年，但对于他们的任命不仅行政当局无权干预，甚至立法当局也无权过问此事，并且他们当中谁有表决权不是某个人的决策，而是完全按照固定程序进行轮流。

这样的任期设计自然有利于加强中央银行的独立性。美国《联邦储备法》规定，理事会成员不得连任，如果允许这些中央银行官员连任，就有可能促使这些人在履行自己的职责时更倾向于迎合政府或立法机构的要求，而不愿意坚持自己的主张。

最后的结果是美联储不必遵守 1966 年的《信息自由法》和《政府阳光法案》条款的约束，这两个法案要求在政府会议审批的政策要向公众公开。因此，美联储的政策制定者们通常秘密开会制定政策。

尽管如此，它并不能使美联储彻底摆脱政治压力。事实上，要理解联邦储备体系的行为，必须承认，政治发挥着非常重要的作用。总统和国会都对联邦储备系统有相当大的影响。总统影响的一种方式是在道义上的劝告，而理事们也不愿意反对由全国人民选举的这个人的观点，如果他们认为不致违背自己的职责，一般都会照办。

其次，为了制定某种法律或阻止其他法律，联邦储备系统不断在国

会进行活动。它在这些立法斗争中希望得到总统的支持，因而具有与总统保持良好关系的动机。第三，理事会主席希望获得总统的好感，以便当总统任命一名新理事时可以得到自己满意的人选。



## 公开市场委员会：控制美元的可怕机构

早期美联储的政策集中关注贴现窗口。随着时间的推移，储备银行开始涉足更多公开市场操作，1923年，5位储备银行行长（当时称为“理事”）成立联邦公开市场投资委员会（FOMC）协调美联储买入和卖出国债。公开市场操作很快成为美联储首选的货币政策工具。

从法律意义上讲，美联储公开市场委员会是一个能够直接控制美元的巨大权力机构。这个机构掌控着美元的市场流动量与银行储备量。这里我们先来了解一下它的诞生前后。

进入21世纪后，世界经济中的不安因子逐渐增多，由于公开市场操作具备的种种优势，让许多国家开始效仿。问题是美国形成这一机制并非是在朝夕间，而是经历了一个相当漫长的过程。

首先是一战，美联储对中央银行的政策如何影响经济有了更深刻的理解。公开市场操作的雏形就是在这一时期产生的。

当时，各国都在为战争进行积极的融资活动，并由此产生了两个后果，





■ 美联储公开市场委员会会议。

这两个后果改变了人们对美联储的看法与定位，让美国清楚地意识到美联储在经济中应当起到怎样的作用。

第一个后果是大量黄金从欧洲涌入美国，用来支付购买美国战争物资的货款。这样一来，美国的黄金储备远远超过了美联储所要求的法定准备金。由于国内黄金的增加使得美元相对黄金升值，美联储有义务增加流通中的联储钞票以恢复美元与黄金的兑换价格。

这一后果导致了所有其他商品的美元价格上升，使美国经济在1919-1920年经历了一次高速的通货膨胀。

第二个后果是由财政部发行的美国政府的债券存量激增。大量美国

债券涌入商业银行，并成为其资产的一部分。

美联储的思维在当时受到所谓的真实票据理论的影响。这一理论认为，为商业活动融资的信贷应该根据交易的需求而扩张和收缩。相应地，由于发行短期商业票据是为了对商业交易融资，因此这些票据是不会过度发行的，从而不会造成通货膨胀。

相反，其他贷款可能会鼓励投机者，从而导致过度发行，引起通货膨胀。这种推理导致某些人认为美国经济中的通货膨胀不是因为黄金涌入和金本位，而是商业银行和美联储的组合资产中出现了美国政府债券。

因此，对通货膨胀的解决办法就是从商业银行和美联储的组合资产中清除政府债券，把政府债券变为公众储蓄的资产之一。

于是，美联储开始在公开市场上购买政府债券，因为美联储预期这种行动会导致经济恢复正常的价格关系。这便是公开市场操作最初的雏形。

事实上直到 20 世纪 20 年代初期，人们并没有很好地理解公开市场操作和经济中全部信贷量之间的关系。大多数美联储官员只是把公开市场操作看成一种收入来源，而不是作为调节准备金以控制货币和信贷的工具，这使得银行间信贷量与准备金的合理性受到怀疑，衍生出的最根本的问题是：流通中的货币量是否适合当下经济的发展？假如当前经济正在朝着紧缩的方向走，那么美联储就必须执行公开市场操作为市场增加流动性，反之则应当减少流动性。如果在这一问题上适得其反或是不作为，那么美国经济下一步走向何方就不再重要，因为最终它将走向坟墓。

为了解决上述的问题，在经历了 1920-1921 年的萧条后，美联储公开市场投资委员会正式成立，最初的目标便是利用公开市场操作解决美联储未偿付的信贷总量。

20 世纪 30 年代，美联储在销售财政部的证券时紧缩了货币供给，这一行为被广泛地认为催化了 1933 年的大萧条。

大萧条时的银行恐慌引发了一系列的金融改革，公开市场投资委员会被公开市场政策委员会代替，国会授权美联储理事会可以在相当宽泛的范围内改变会员银行的法定准备金比率，从而使美联储获得了一个新的政策工具。

1935 年，罗斯福政府颁布了《银行法案》。这一法案再次重构了美联储体系，这次重构之后形成的基本框架一直延续到了今天。该法案正式授权美联储理事会执行其所具有的权力，促进经济稳定；公开市场政策委员会更名为公开市场委员会（FOMC）；同时法案规定每个联储银行买卖国债必须经公开市场委员会批准；最后还规定，对银行存款提供永久保险。

在 1934–1939 年这段时期，尽管整个美国都在同危机作战，美联储却很少使用公开市场操作或再贴现等工具来应对危机，主要利用的工具反而是从《银行法案》中新获得的与银行准备金率相关的权力工具，即变动法定准备金率来缓解超额准备金的迅速上升，从而达到刺激经济增长的目的，但从广义上看，这无疑是另一种公开市场操作。

### <<< 小知识——快速读懂公开市场委员会

国会根据《1933 年银行法》和《1935 年银行法》设立了联邦公开市场委员会（FOMC）。目前联邦公开市场委员会 12 名投票成员（包括全部 7 名联邦储备委员会理事，其余 5 名由 12 名储备银行行长轮流担任）的架构成形于 1942 年。大多数储备银行行长都会出席联邦公开市场委员

会（FOMC）的会议，即使当时没轮到他投票。鉴于会议商讨事项的保密性，只有少数其他关键人员应邀参与。法律规定联邦公开市场委员会每年举行4次会议，但1981年以来，该委员会每年举行8次定期会议，间隔5到8周。在出现危机的情况下，主席可以行使他的自由裁量权召开电话会议。

从历史的角度看，《1935年银行法》的出台，是美联储公开市场委员会由雏形阶段迈入稳定阶段的重要标志事件。





## 第四章 >>>

### 三种武器：美联储如何玩转金融市场

美联储执行货币政策有三大利器：公开市场操作、贴现率和法定准备金。每种利器都会影响银行体系里流动的货币数量。美联储混合使用三种利器，以达到物价稳定、金融稳定和就业高增长的目标。





## 公开市场操作：美联储能肆意印钞票吗

美联储最常使用的货币政策利器是公开市场操作，即买卖国库券等政府证券。美联储公开市场委员会（FOMC）对证券买入或卖出下指令，纽约联邦储备银行作为国内交易柜台执行公开市场操作。为了评估经济和金融状况，美联储公开市场委员会定期举行会议。在每次会议后，美联储公开市场委员会向纽约联邦储备银行的国内交易柜台发出买入或卖出政府债券的指令，而买入还是卖出则取决于委员会对美国的货币供应量应当扩大、缩小或是维持现状的判断。

美联储制定货币政策，所使用的最普遍的政策工具之一，就是公开市场操作。

假如美联储认为当下经济有紧缩的风险，需要增加货币供给，那么美联储会向会员银行购买有价证券，以等额美元购得这些证券后，市场的货币供应量就会自然增加，而这些证券会成为美联储制定下一轮货币政策的重要参考资料。

进行公开市场操作会导致市场利率出现下降，投资额度增加，经济开始增长。

相反，假如美联储认为当下经济有泡沫风险，需要适度减少货币供给时，出售有价证券给会员银行便会得到立竿见影的效果。联储会员银行通常会用准备金购买证券，准备金就会相应减少，为了保证身为联储会员的资格，会员银行必须减少货币供应量以达到法定准备金率。

公开市场操作几乎可以被认为是—种立竿见影的货币工具，它对货币市场有着极其迅速的控制力，同时又具有相当充分的主动性，可以根据经济形势的不同而主动增加或减少货币供给。

公开市场操作有着独一无二的特殊性，它等于是将联储有价证券与流通中的美元挂钩，持有这类证券的联储体系只要通过这一操作，就可以决定整个银行体系的基础货币（流通货币与准备金之和），功能实质上等同于货币的发行和回笼。

美联储的公开市场操作具有以下几个特点：

1. 有一个专门的市场运作机构，设立专门的公开市场委员会来决定公开市场操作中的重大问题，这在世界上并不多见。
2. 形成公开市场操作的一级交易商制度。在具体的运作中，一级交易商制度对美联储政策意图的传递起着十分重要的作用。
3. 操作的频率很高，几乎达到每天操作的程度。

美联储正是通过这三种货币政策工具对宏观经济进行调整来实现货币政策的最终目标。

公开市场操作始于一战结束之后那段时期，到了20世纪50年代，美联储逐渐将其作为执行货币政策的基本工具，将贴现率和法定准备金率作为辅助工具。

在建立公开市场政策方面，公开市场委员会开始考虑贴现率对利率



和银行获得准备金能力的影响，但是公开市场委员会无权改变贴现率，这也是将其作为辅助工具的主要原因。

美联储理事会负责批准贴现率以对周期性变化作出的调整，并偶然改变法定准备金率以给出政策立场变动的信号。但是这些变动同 20 世纪 30 年代相比幅度要小得多，公开市场操作也减缓了经济对准备金的冲击。

从 20 世纪 50 年代末至 20 世纪 60 年代，纽约联邦储备银行的证券交易部在每天的公开市场操作中，将操作目标集中在自由准备金<sup>①</sup>和货币市场，而联邦基金利率作为准备金可获得性的指示器，在这些年里起了有限的作用。

首先，从自由准备金来看，相对高水平的自由准备金被认为代表了宽松的环境，在宽松环境下，扩张银行信贷是有利的；相反，高的净借入准备金水平被认为是有助于制定限制性政策，它会使银行信贷持续收缩，从正面讲，它可以预防盲目扩张带来的危害，例如预防泡沫的出现。

其次，由于公开市场委员会将货币市场条件作为关注的焦点，所以证券交易部要观察每日的市场变化情况，以决定是否要对自由准备金估计量所发出的信息作出反应，即关注市场状况并及时作出反应。如果银行缺少准备金，就会出售短期国库券等次级有价证券，并推动短期国库券利率上升。

银行有时候也会削减对交易商的贷款，因此使交易商融资更加困难。证券交易部官员监督短期国库券利率、交易商融资成本以及证券交易部针对有关证券存贷上融资困难所作出的评论，通过监督这三个方面的信息，来权衡是否对自由准备金估计量作出反应。

---

<sup>①</sup> 自由准备金被定义为超额准备金减去从贴现窗口的借入准备金，如果这个值为负值就是净借入准备金，正值则为自由准备金。

到了 20 世纪 60 年代初，银行在负债管理上的一个重要变化是引入了大额可转让存单。这一变化意味着即使当银行没有自由准备金时，如果他们愿意从其他银行积极地投标运作基金，也能扩张信贷。这种行为使作为银行信贷增长指示器的自由准备金信号不再那么准确。

之后由于财政赤字导致通胀率开始上升，美联储和学术界认为扩张性的货币政策对通胀率上升起到了作用。他们对当时的货币政策操作程序的假设提出了质疑，这些假设包括从自由准备金和银行信贷到经济扩张和价格稳定的最终政策目标的联系。

数量方法日益应用于检验在操作目标、中间目标和最终目标之间的关系。有些研究表明，应更多地注意货币增长和总准备金或货币基础的行为。作为对这些观点的回应，FOMC 扩大了政策的中间指示器目标。FOMC 指令继续把目标集中于银行信贷，但增加了货币总量增长、商业条件和准备金基础等指示器指标。自由准备金继续充当政策操作的主基衡量指标，但是，联邦基金利率作为货币市场条件的指示器表现了日益突出的地位。

始于 20 世纪 60 年代后期的通货膨胀压力导致 70 年代初的许多新政策的出现。美国的通货膨胀使官方持有的黄金外流，导致钉住汇率的布雷顿森林体系逐渐失去了存在的价值。

1970 年，联储正式采用试图逐渐降低通货膨胀的货币总量目标。制定和执行货币总量目标的技术逐渐形成，在 20 世纪 70 年代初期美联储常常对这一程序进行实验和纠正。这一过程一直到 1979 年 10 月才逐步形成框架，这一框架包括确定中间货币总量目标，如货币总量超过或低于目标值的话，就促使联邦基金率上下移动；将联邦基金率作为货币市场条件的指示器，成为每天公开市场操作的操作目标；自由准备金在这里只起次要作用。



日益活跃的联邦基金市场使得联邦基金利率成为可行的目标。银行信贷作为辅助性中间目标，其重要性日益下降。自由准备金充当了准备金存量的指示器，它被用来衡量联邦基金率是否保持在理想的水平。

证券交易部使用准备金总量的预测值来衡量公开市场操作的方向和幅度是否恰当。而后，随着美联储研究水平的不断提高，公开市场委员会的操作目标也开始不断变化。

1979-1982年，公开市场委员会的中间目标是货币总量，操作目标是非借入准备金；1983年至今，其操作目标为借入准备金或联邦基金率，中间目标为多种经济变量的综合目标体系。

公开市场操作有在银行系统中注入或抽出准备金的作用。公开市场操作影响银行获得准备金的能力和成本，从而影响经济中的货币数量和信贷流动。和其他货币政策工具相比，具有可控性强、灵活性强、政策传导机制明确、时效性强的特点。公开市场操作影响美联储对银行准备金的供给，从而影响准备金的价格——联邦基金利率。

美联储在银行间市场购买证券，贷记售出机构的账户，增加了银行系统准备金的供给。相反，售出证券，借记购买机构的账户，减少了准备金的供给。相比之下，当金融机构、商业企业或个人之间有交易时，只是将准备金余额在他们之间再分配，而没有改变总量。

公开市场操作由纽约联邦储备银行的国内操作室通过美联储公开市场交易账户进行，主要操作对象是可交易的美国国库券和联邦机构证券。联邦机构证券只占很小一部分，自1981年开始，美联储已经不再从二级市场上永久性买入联邦机构证券。可交易的美国国库券分为期限在26周以下的短期国库券、1到10年的中期国库券和10年以上的长期国库券，另外还有期限在5、10和20年的保值国库券。

美联储估算是否需要进行公开市场操作，第一步就需要根据非借入

准备金=法定存款准备金+剩余准备金-借入准备金这个公式，设定银行非借入准备金的目标值。

银行对于法定存款准备金的需求是由纽约联邦储备银行和美联储理事会根据银行报告的存款数据估算的。超额准备金数量相对稳定，一般为10亿美元左右，而没有太大波动。这是因为超额准备金和法定存款准备金一样，都是不付息的，持有超额准备金带来的机会成本就是由此放弃的投资或利息收入。

银行只有在难以做到严格管理超额准备金的数量，同时又避免在一天的资金流动之后在准备金数量低于法定要求，或者这种严格管理的成本超过了持有超额准备金而放弃的机会成本时，银行才会持有超额准备金。而借入准备金的数量则由操作室根据再贴现窗口借出款项估算。这三个量估算过后，就可以得到非借入准备金目标了。比如，若法定存款准备金估算为480亿美元，对超额准备金的需求为10亿美元，而借入准备金为5亿美元，则非借入准备金目标值为465亿美元。

第二步是纽约联邦储备银行和联邦储备理事会各自预测在没有公开市场操作的情况下，非借入准备金的供给，并提供给操作室。

在整个准备金保持期期间，计划通过公开市场增加或减少的多少准备金，取决于非借入准备金的目标值和预计的非借入准备金供给值之间的差额。如果预计的供给量超过目标量，则操作室必须减少市场上的准备金余额，反之，如果预计的供给量少于目标量，则操作室必须增加市场上的准备金余额。比如，如果预计保持期间非借入准备金的供给量为500亿美元，而目标量是550亿美元，操作室必须增加50亿美元的准备金供给。

纽约联邦储备银行的操作室负责公开市场买卖，通过控制非借入准备金的数量，将联邦基金利率维持在目标利率附近。因为中央银行不能够直接借款给政府，所以美联储不得购买新发行的政府债券，只能在二



级市场上与一级交易商交易，或与外国官方机构交易，自 1996 年以后，出于增加政策透明性的目的，与外国官方的交易日渐减少。

纽约联邦储备银行和理事会每天分别向操作室提供对准备金在保持期内的平均供给量和需求量，以及每天的实际供求量的预测。根据这两方面的预测信息，操作室会决定是否必须进行公开市场操作，公开市场操作的性质是临时性还是永久性的，以及需要在联邦基金市场注入或收回的准备金的数量。

如果在准备金的供求之间存在着大额和长期的不平衡，操作室就会采取永久性的证券买卖，从而永久改变美联储持有的证券组成，或者在持有债券到期时不再换成新券来逐渐减少持有债券量。如果预测银行对准备金的需求量只是暂时地增加或减少，操作室将进行临时性的操作。操作室采用回购协议来增加准备金余额的供给，采用配对交易或逆回购交易减少准备金余额的供给。

回购协议是指操作室从一级交易商或交易商的客户处购买证券，并许诺在未来一个确定日期再出售给交易商或其客户。在美联储回购交易中，操作室邀请交易商报价，并将报价按从高到低排列，最先和最高的利率成交，然后接受低一些的利率，直到操作室达到了意图注入银行的准备金量为止。

配对交易是指央行同券商订立出售证券的合同，同时还订立一个将来某一确定日期再购回证券的合同。从 2002 年 12 月起，美联储用逆回购协议代替配对协议。

逆回购协议的作用和配对交易协议相同，在金融市场上经常使用，不同之处在于会计处理上。在配对交易中，操作室售出证券时，和一次性交易一样，所有权发生了转移，从美联储账户转移到券商账户，操作室购回证券时，所有权又转回到美联储账户。而逆回购协议被处理成一

种融资交易，操作室售出的证券作为融资的抵押，仍然归美联储所有，在协议到期，证券有操作室购回之前，这笔交易视做一笔债务。

从市场上不常见的配对协议到逆回购协议的转变，反映了美联储用市场化方式运作公开市场操作的决心。

### 美联储应对次贷危机的公开市场操作

目前美联储公开市场操作的目标是联邦基金利率（即银行间隔夜拆借利率，银行间拆借存款准备金的利率），联邦基金本质上是银行为了保证在美联储的存款准备金要求而提取的准备金，由所有银行在美联储的超额准备金加上票据交换轧差的盈余构成。银行利用其联邦基金可调节头寸余缺，还可以轧差交易头寸。

一般情况下，准备金账户出现超过准备金要求盈余的银行会把资金拆借给准备金账户上出现不足的银行，这样的交易形成了联邦基金市场。联邦基金市场是美国最重要的货币市场，美联储通过在流通市场上买卖国库券来改变银行体系的准备金，从而影响短期利率和整个信贷状况。

美联储一旦宣布联邦基金利率的目标，就意味着市场上联邦基金利率将会朝着美联储确定的目标运动。假设市场流动性趋紧，银行在美联储的准备金需求增加，就会通过同业拆借市场对联邦基金利率产生向上的压力，美联储为了维持联邦基金利率的水平，就必须买入债券增加银行存款准备金供给，使联邦基金利率保持在目标水平。

经过反复的操作后，美联储的这种公开市场操作方法就能够产生告示效应，即只要中央银行公布了利率目标，市场就能够通过投资者的活动自发调节利率水平，使其达到这一目标，而无须中央银行进行公开市

场操作进行实际的干预。

作为同业拆借市场的最大的参加者，美联储并不是一开始就具有调节同业拆借利率的能力的，它只能够调节自己的拆借利率，进而影响整个市场的联邦基金利率。其作用机制是，美联储降低其拆借利率，只要使其低于当前市场利率水平，那么商业银行就会停止向同业进行拆借，因为向美联储拆借的成本低，就转向美联储进行拆借，整个市场的拆借利率就将随之向美联储提供的拆借利率运动。

如果美联储提高拆借利率，或是当时市场资金比较短缺，那么联邦基金利率本身就承受上升的压力，所以它必然随着美联储的拆借利率一起上升。假如是在市场资金比较宽松的情况下，美联储想提高拆借利率，向美联储拆借的商业银行就会转向其他商业银行，听任美联储的拆借利率目标停留在高位。但是美联储可以在公开市场上抛出国债，吸纳商业银行过剩的超额准备，造成同业拆借市场的资金紧张，这样就迫使市场上的联邦基金利率与美联储的拆借利率同步上升。

这样反复多次进行操作，市场就会相信美联储有这样干预市场利率的能力，因此就能形成合理的市场预期，只要美联储提高自己的拆借利率，整个市场上供求的关系就会自发进行变动，既然美联储能够直接宣布联邦基金利率的变动，至于之后是否要辅之以其他操作手段也就变得不那么重要了。

例如 2007 年 8 月次贷危机爆发后，美国出现了信贷紧缩现象，市场上联邦基金利率接近 6% 左右，美联储被迫买入 240 亿美元的国库券，以增加市场的流动性，目的是要让联邦基金利率回到美联储已经确定的 5.25% 的目标。

2007 年 8 月 10 日，美联储再度买入价值 380 亿美元的国库券，以维持联储基金利率的目标。但是，此时美联储没有改变联储基金利率的

目标，就意味着美国货币政策维持不变。

2007年9月18日，美联储宣布联储基金利率的目标确定为4.75%，降息50个基点。这是自次贷危机爆发以来美联储采取的第一次降息行动。从2007年9月18日至2008年12月16日，联储连续降息，将联邦基金利率的目标由5.25%下调至0.00%至0.25%之间，这实际上等于是启动了零利率政策。但美联储为了保持基础货币供应量的基本稳定，不断通过公开市场进行对冲的操作，将救援释放的货币同步回收。

由此可见，公开市场操作作为政策性货币工具，几乎主导了美元的发行和回收。

### <<< 小知识——量化宽松货币政策

是指当中央银行按照常规方法进行货币政策操作受到限制，难以向金融市场增加流动性并使实体经

#### 本·伯南克

本·伯南克，美国经济学家，前美国联邦储备局主席。2002年被布什任命为美联储理事。2005年6月，伯南克担任总统经济顾问委员会主席。2006年2月1日接任格林斯潘出任美联储主席。2009年12月，伯南克当选美国《时代》周刊2009年年度人物。



#### 珍妮特·耶伦

珍妮特·耶伦，美国犹太裔经济学家及经济学教授，第十八任美国总统经济顾问委员会主席，由前美国总统比尔·克林顿提名，曾任美国联邦储备委员会副主席。耶伦是美联储历史上第二位“女副总”，现任美国联邦储备委员会主席，成为了美联储百年历史上第一位女性掌门人，也成为了从20世纪80年代以来保罗·沃尔克之后的首位民主党主席。





济恢复到正常水平时，可以考虑定量地向政府或者企业部门直接注入流动性，以提高市场主体对未来的信心，改变其对利率和汇率的预期，促进经济复苏。这一思想是由前美联储主席本·伯南克和现美联储主席珍妮特·耶伦共同提出的，是一种非常规货币政策操作。

在次贷危机当中，美联储采取公开市场操作引导短期利率下降、扩大其资产负债表规模、改变资产负债表结构的途径，在短期内稳定了投资者的信心，帮助恢复市场流动性。



## 贴现率：美元的价格

贴现率是美联储对银行机构贷款的短期利率。作为“银行的银行”，当银行需要现金时，美联储通常贷款给银行。银行在需要贷款时，可以在当地的地方储备银行从贴现窗口申请到资金。美联储提供三种不同类型的贷款：初级、次级和季节性信贷。贴现率水平通常在整个系统都是一致的，并且必须由理事会批准。理事会为了减少货币供应量将会提高贴现率，为了鼓励信贷则会降低贴现率，增加货币供应量。

贴现窗口是美联储给商业银行和其他存款机构借钱的一个窗口，是美联储直接向存款机构提供流动性货币的重要手段之一。

目前，贴现窗口分为三类：一级或初级账户（primary account），二级或次级账户（secondary account）和季节性账户（seasonal account）。

一级账户主要是向经营状况稳健良好的存款机构提供短期（通常是隔夜）贷款，贴现率一般就是指一级账户的贴现率。

信用等级较低的存款机构可以向二级账户申请贷款，二级账户的贴

现率高于一级账户。季节性账户的主要针对对象是中小型存款机构，尤其是资金需求存在较大季节性波动的小型金融机构，他们缺少进入全国性货币市场融资的渠道，需要得到帮助来解决一年中由于季节性波动引起的资金困难。

信用等级高的商业银行一般可以靠抵押的方式从美联储获得直接贷款，贷款利率一般为联邦基金利率加 100 个基点。在通常的情况下，存款机构只有在出现流动性危机时才通过贴现窗口借款。贴现窗口的地位不如公开市场操作。

2003 年，美联储明确规定把贴现率从低于联邦基金目标利率的 0.5% 提高到超过 1%，再贴现率的变动只能影响那些符合再贴现资格的商业银行，再通过它们的超额准备余额影响同业拆借利率，因为能够获得再贴现资金的商业银行有限。仅仅从理论上讲，这些资金不能拆出牟利，这就阻断了再贴现率下降的扩张性效应。

假如再贴现率上升，愿意还款的商业银行不一定会有很多，商业银行超额准备的紧张也比较有限，其紧缩性效应也难以完全作用到位。在这个意义上，美联储的再贴现调节手段受限制因素较多，远不及调节联邦基金利率那样直接有效。

金融危机发生前，商业银行由于担心向美联储再贴现会引起市场对银行经营状况的怀疑，所以贴现窗口的交易额很低，每天平均为 2 亿美元。2007 年 8 月危机发生后，日平均贷款额也仅为 10 亿左右。次贷危机爆发后，美联储对贴现利率进行了调整，自 2007 年底至 2008 年底，美联储累计下调贴现利率 575 个基点，并将贴现利率同联邦基金利率间的差距由 100 个基点下调至 25 个基点。

此外，美联储在危机恶化之前还曾多次放宽可接受贴现票据的范围，以帮助受困的金融机构以更低的成本获得融资，这些票据的范围包括政

府债券、机构债券、公司债券、外国政府债券、资产抵押债券、商业地产抵押债券、住房抵押债券和住房抵押结构化债券等。

由于在正常情况下，非银行间市场<sup>①</sup>（如商业票据市场或资产支持证券市场）是美国家庭和企业获得贷款的主要来源，而向金融机构贷款还不能直接解决这些市场的流动性减少的问题。所以美联储扩充接受的抵押品的范围对提高金融机构发放贷款的意愿，进一步帮助非银行间金融市场恢复稳定起到良好的作用。

---

<sup>①</sup> 银行间市场，是指由同业拆借市场、票据市场、债券市场、外汇市场、黄金市场等构成。银行间市场有调节货币流通和货币供应量，调节银行之间的货币余缺以及金融机构货币保值增值的作用；非银行间市场则刚好相反。





## 法定准备金：牵一发而动全身

法定准备金是银行按要求存放在地区联邦储备银行的现金或现金等价物。理事会在法律规定的具体限额内对法定准备金水平的设定进行管理。单家银行按照在银行交易账户上的货币数量来计算准备金。理事会可以通过增加法定准备金来减少货币量。相反，理事会可以通过降低法定准备金而增加货币数量。

美国是世界上最早以法律形式规定商业银行必须向中央银行缴存存款准备金的国家。1935 年美联储获得了改变法定存款准备金率的权利，使得存款准备金制度正式成为了货币政策操作手段之一。通常来说，法定存款准备金是指存款机构以现金或存款形式，提取吸收存款中的一定比例放入中央银行的账户，来保证客户提取存款及资金清算需要。商业银行及某些金融机构必须上缴的准备金与吸收的存款之间的比例即为法定存款准备金率，而中央银行就可以通过调整法定存款准备金率的大小影响商业银行及某些金融机构的准备金水平，进而影响其可以放贷的资

金额度，并通过货币乘数影响商业银行及某些金融机构所能派生的存款和创造的货币，最终对整个社会的货币供应量产生影响。因此，中央银行降低法定存款准备金率是实行扩张性的货币政策，反之则为紧缩性的货币政策。

美联储向银行体系供给准备金的方法有两种：

1. 通过贴现窗口提供贷款和通过公开市场买进政府债券。通过贴现窗口获得的准备金称为借入准备金，美联储通过贴现窗口直接向符合条件的吸收存款型金融机构提供准备金，美联储决定机构获得贴现窗口贷款的规则和贷款的利率贴现率，借入准备金的供给取决于吸收存款型金融机构主动借入，当然它也受美联储规定的贴现率水平和获得贴现窗口贷款的条件的影响。一般情况下而言，银行仅仅在用完所有其他正常渠道的资金后，才会通过贴现窗口贷款满足流动性的需求，这就极大地限制了对这种资金供给渠道的使用。此外，虽然美联储会为贴现窗口贷款者的身份严格保密，但大多数银行仍然担心使用贴现窗口贷款会被其他市场主体获知，因为使用这种贷款是银行本身财务状况出现问题的表现。因此，通过贴现窗口供给的借入准备金数量通常只占准备金总供给的很小一部分；

2. 非借入准备金。虽然非借入准备金的供给取决于种种因素，且大多数因素不在美联储的日常控制之下，但美联储仍能通过公开市场业务控制准备金的供给。当美联储通过纽约分行市场操作室在公开市场上买进债券时，用准备金交换债券，非借入准备金的供给就增加；相反，当美联储通过纽约分行市场操作室在公开市场上卖出债券时，用债券换回准备金，非借入准备金的供给就会减少。换句话说，美联储通过在公开市场上买卖债券而调整非借入准备金的供给，增加或减少吸收存款型金融机构在美联储的准备金余额。

作为一种货币政策工具，中央银行在调节法定存款准备金率时可以同时对所有存款性机构产生影响，这一点是具有平等性的。此外，调节法定存款准备金率对货币供应量具有很强的影响，因而法定存款准备金率是一种力度大、可以迅速而直接地到达货币政策的中介目标的工具，而且中央银行具有调节的自主权，可以按照自己的意愿实施。不过由于法定存款准备金率作为金融工具而言威力较大，一旦实施会对实体经济产生很强的影响，这容易造成经济动荡，因此不适用于日常操作，只限于非常时期，例如次贷危机期间，美联储就使用了这一手段来应对市场巨变。

次贷危机爆发后，为增加受困金融机构收入并提高市场效率，美联储于2008年10月6日宣布，改变以往对准备金不支付利息的政策，开始向存款准备金支付利息。

这项声明让存款机构可以按日从美联储获得存款准备金的利息，按照规定，向法定存款准备金支付的利息比同期联邦基金平均利率低10个基点，可以用来弥补存款机构的机会成本；对超额存款准备金支付的利息比联邦基金利率低75个基点，但也可以根据市场的变化作出相应的调整，这样做是为了为联邦基金市场利率的波动设置一个下限。

目前向法定存款准备金和超额存款准备金支付的利率均为0.25%。对存款准备金付息的做法，一方面增加了美联储账上的存款，另一方面也为其货币政策的操作增加了一种新的手段。经过对存款准备金的调整，美国银行业的存款准备金直线增长，达到历史最高值。经过了这一系列的操作，应该说美联储在存款准备金制度上已经没有太多可操作空间。

## 第五章 >>>

### 精益求精：成熟的美联储支付体系

美联储不印刷纸币或铸造硬币，但它的一大作用就是保证每个地区对现金的需求都能得到满足，当然，这也就关系到美元的投放与纸币的销毁。在支付手段日新月异的今天，美联储必须维持整个支付体系的健康运转，以确保银行系统的有条不紊。







## 美联储如何保证现金的充足

目前，全世界流通的美元现金有 1.2 万亿。为地方银行处理并储存货币和硬币正是储备银行的职责。当持有太多的现金时，银行可以把现金交给美联储来存储，然后美联储将其计入该银行账户的贷方。

尽管现金需求经常变动，美联储的作用之一就是确保每个地区对现金的需求都能得到满足，以保证银行体系有条不紊。

作为美国的中央银行，美联储的一项重要职能是保证有足够的现金流通以满足公众的需求。《联邦储备法》授权 12 家联邦储备银行发行纸币（财政部发行硬币）。目前，30 个联邦储备银行现金办公室向全国近 2 万个存款机构中的 9200 多个提供现金服务，其他的存款机构通过代理银行存取现金。

在传统的现金流通与处理模式下，存款机构从美联储获得现金以满足客户需要，并将回笼现金存入美联储，美联储对回笼现金进行清分，区分宜流通现金与残损现金，宜流通现金再次支付给存款机构进

入流通，残损现金将被销毁。现金是非生息资产，持有多余现金不能带来超额利润。存款机构从成本收益角度出发，采取措施减少库存现金，除安全库存外，多余现金都存入美联储，以获得最大收益。这些措施和做法增加了存款机构到美联储存取款的规模和频率。

存款机构“重复调运”现金，过多地将现金存入美联储，人为增加了现金流通环节和存放在美联储的时间，一方面造成了存款机构现金调运成本上升且调运过程中的风险暴露，另一方面也形成了一定程度的现金“闲置”。现金的“闲置”说明当前流通中的现金是相对充足的，“闲置”现金既增加了货币发行成本，还有可能加剧通货膨胀。

为降低联邦储备银行的货币发行成本，联储委员会从 2006 年起正式实施“货币再流通政策”。该政策通过对存款机构征收“再流通费”和建立“托管库”(Custodial Inventory Vault，以下简称 CI 库)等措施促进固定面额美元的再流通，进而降低现金供应成本。

通常情况下，存款机构的现金库存应能满足一周内客户的现金需求，多余的则存入联邦储备银行。但存款机构为了赚取利息，并通过联邦拆借市场获取收入，往往会压缩自身库存，把更多现金存入联邦储备银行。

在这种情况下，存款机构经常出现现金库存不足的情况，只能提高从联邦储备银行存取货币的频率和额度来满足客户要求，出现了“交叉取款”行为，即一个工作周内在一地区联邦储备银行先后存取某面额完整券。

“交叉取款”行为增加了联邦储备银行的业务负担。据美联储不完全统计，2004 年存款机构“交叉取款”的 10 元以及 20 元面额美元，总额达 72 亿之巨。

在美国的传统模式下，存款机构必须将客户存储的货币进行清分，将适宜流通的货币再流通给其他客户，将不适宜流通的货币交存给联邦储备银行。不过到后来美联储认为，这种传统模式已发生了变化，存款机构不

再把客户存储的货币再流通给其他客户，而是直接存到联邦储备银行，同时直接从联邦储备银行取出适宜流通的货币满足其他客户的需要。

存款机构的这种做法减少了清分工作的人力和设备投入，却把应由其承担的货币清分义务转嫁给联邦储备银行，弱化了再流通功能。

由于存款机构滥用联邦储备银行的现金服务，联邦储备银行货币处理费用不断增加。据美联储统计，2003 年美联储总预算为 26.3 亿美元，而同年的货币处理费用为 3.87 亿美元，占全部预算的比例高达 15%。因此，在 2003 年，美联储提出货币再流通管理条例的草案，2006 年开始正式实施。该条例主要包括三个部分，即两项内容和一项配套措施：

## 征收再流通费

为减少存款机构交叉取款，滥用联邦储备银行的现金服务，美联储决定对交叉取款的存款机构征收再流通费，费用标准采用全国统一标准，且根据每年联邦储备银行处理货币的成本变化相应调整。目前的标准是每交叉取款 1 捆货币收取 5 美元。征收方法是按照再流通费用以季度为时间单位来收取，每季度计算存款机构交叉取款的货币数量，如果数量低于 875 捆，则不收取任何费用，高过 875 捆的部分按照每捆 5 美元收取。875 捆是美联储设定的“免费额度”。在交叉取款的计算数量方法如下，比较某存款机构一星期内存入和取出某面额货币量，只取最低值计算，例如某地区存款机构存入 20 元面额完整券共计 1250 捆，同一周内又从该地区联邦储备银行取出 20 元面额美元 1000 捆，则交叉取款的数量为 1000 捆货币。目前美联储只对 10 元和 20 元面额的美元收取再流通费。此外，“免费额度”只按季度和地区使用，上季度的额度不能调剂到下季，

一个地区的额度也不能调剂到其他地区。如果遇到一些特殊情况，例如发行新样式的货币，或是地区遭遇巨大灾害以及恐怖袭击等事件等等，美联储将不收取再流通费。

### CI 政策

征收再流通费后，存款机构将减少交叉取款的数量，主动加强货币再流通。为了减轻存款机构由于再流通而长期持有货币的成本，美联储决定实施 CI 政策。

基本内容：允许存款机构设立 CI 库，并把其 10 元和 20 元面额的美元存入该库。该库的特点是物理上位于存款机构内部，但库内货币属于美联储，往 CI 库存入货币等同于存入联邦储备银行，可以获得相应的利息，也可以进行拆借，在符合 CI 库存规定的基础上，存款机构可以任意存取货币。

申请条件：存款机构均可申请参加 CI 计划，但是必须满足一些条件。由美联储统计之后，存款机构每周交叉取款 10 元和 20 元面额美元数量达到 200 捆，又或者存款机构必须提供现金业务记录，证明每周能够在客户之间再流通 200 捆 10 元和 20 元面额美元的机构即可获得申请参与 CI 计划的资格。

操作管理：美联储制定了《联储银行 CI 库操作规程》，在业务人员安排、业务操作流程、内部控制制度、监控设备配置等方面都作了详尽的规定，同时采用美联储在互联网上的 FedCash 系统管理 CI 库，存款机构人员每日必须登陆 FedCash 系统，详细登记 CI 库操作情况。

库存规定：存款机构自身库存必须达到该面额货币的“日均支付量”



（指该存款机构一段时期内 10 元和 20 元面额货币的日均支付数量），多余的才能存入 CI 库，且 CI 库存总额不能超过“最高限额”（为该机构日均支付量的 4 倍）。

其他要求：第一，CI 库中的货币属美联储所有，如有损失，存款机构必须赔偿；第二，CI 库的货币必须与存款机构自身货币隔离；第三，必须无条件接受美联储或者联邦政府问责办公室关于 CI 库各方面操作的突击审计检查；第四，如果美联储发现存款机构使用 CI 库来规避再流通政策，则失去运作 CI 库的资格。

## 货币质量政策

征收再流通费、建立 CI 库等手段虽然能够减少存款机构对联邦储备银行现金服务的过度使用，却可能促使部分存款机构把不适宜流通的货币再流通给客户，降低了流通中货币的质量。为此，美联储决定在征收再流通费前实施货币质量政策，作为货币再流通政策的配套措施。该政策的主要内容：第一，制定《适宜流通货币指导意见》，根据消费者和货币处理设备的接受程度，制定货币最低适宜流通标准，每种面额美元的适宜流通标准都不同，在指导意见中还提供了适宜流通和不适宜流通的货币图样，以方便存款机构参照；第二，确定货币质量的监测框架，通过每月检查存入联储银行的货币质量、定期在存款机构进行货币取样等措施，加强流通中货币质量的监测；第三，及时调整流通中货币质量，防止给公众造成不便，降低假币流通的风险。

美联储正是通过这样的方式，来确保每个地区对现金的需求都能得到满足，以保证银行体系有条不紊。



## 美元是怎么生产出来的

美联储不印刷纸币或铸造硬币。当需要新的货币或硬币时，美联储与财政部负责印刷和铸造货币的两个部门联系：美国雕刻和印刷管理局（铸印局）和美国铸币局。

美元印刷最早可追溯到 1862 年财政部的地下室，在 1864 年搬到了现在的 14 街。它负责联邦储备所有的纸币。但在 1991 年，美国铸印局开始与德克萨斯州福特沃斯的一家机构共同担当此任。

### 美国雕刻和印刷管理局

1861 年 3 月 4 日，林肯就任美国第 16 任总统，4 月 12 日美国即爆发了南北内战。同年 7 月，美国国会授权财政部发行美元纸币，用来替代硬币，以缓解资金短缺问题。也就是说美元纸钞是在战争背景下开始

印制的。

美国财政部于 1862 年 8 月组建美国雕刻和印刷管理局，专门负责设计、雕刻、印制美国钞票纸币，以及印制债券、印花税票等政府金融票据，直到 1877 年起，该局成为唯一的美元纸币印制单位。此外，该局还承印外交护照、邮政汇票等产品，成为美国政府直接控制的最重要的安全印刷部门。

## 美国铸币局

1792 年 4 月 2 日，美国国会确立了全国铸币制度，并且根据一项法案创建了铸币局。原本对铸币局进行监督是国务卿的职责之一，但到了 1799 年，铸币局改革成为独立机构，有了直接向总统汇报情况的权力，现在该局已成为财政部所属的一个法定财政机构，局长由总统亲自任命，以便能够随时监督其运作情况。

铸币局主要负责生产美国所有的流通硬币，并将这些硬币运送到联邦储备银行及其分行。而后联邦储备银行通过存款机构将流通硬币发行给公众及商业区。此外，铸币局还负责保护财政部储备的金银及其他货币资产。

根据 1965 年的铸币法案，铸币局对一角硬币、二角五分硬币和半美元硬币中白银的含量进行了调整。铸币法案规定：这些银币的表面应该镀上一层铜镍合金，半美元硬币中银的含量应当减少到 40%。

1970 年，立法机关决定将半美元和 1 美元硬币的表面也镀上一层铜

镍合金。带有艾森豪威尔<sup>①</sup>头像的1美元硬币起始铸造时间是1971年，停止铸造时间是1978年，因为这一年立法机关要求铸造体积更小的印有苏珊·布朗奈尔·安东尼<sup>②</sup>头像的1美元硬币。后来的1979年至1981年，铸币局遵循立法机关的要求，生产了一批有安东尼头像的1美元硬币，使妇女头像首次出现在了流通的美元硬币上。

美国铸币局的总部位于华盛顿哥伦比亚特区，其生产设备分别安置在宾夕法尼亚州的费城、科罗拉多州的丹佛、加利福尼亚州的旧金山以及纽约州的西点。此外，铸币局负责保护设在肯塔基州诺克斯堡的美国金库。铸币局每年发行成套的新铸样币、银质的新铸样币和不用于流通的硬币。该局还铸造国家纪念章和具有历史意义的纪念章以纪念杰出的人物或者对美国人民来说特别有意义的事件或历史遗迹。

## 神秘的1美元纸币

1862年，第一张1美元纸钞被投入使用，上面的肖像人物是财政部大臣所罗门·蔡斯，这是第一版1美元纸钞。而现代人们所使用的1美元纸币，上面的肖像是在1957年所设计。

正面图案包括乔治·华盛顿肖像以及美国财政部标志，上方的天平象征着公平；底部的钥匙则象征着权威。周围是以V型环绕的13颗星，代表了美国的最初的13个英国殖民地。

最具神秘感的是1美元纸币的背面图案。从1782年开始，背面图案主要由美国国徽和一座金字塔组成，金字塔黑暗的一面朝向西方，暗示

① 美国第34任总统。

② 美国民权运动领袖，她在19世纪美国女性争取投票权的运动中扮演了关键角色。



了当时尚属于未知世界的北美西部。在金字塔的上方，嵌着一枚全视之眼的图案，这象征了虽然美国的建设还没有完成，但在上帝的帮助下一定会达成目标，旁边用拉丁文写着“神领导我们的事业”和“时代新秩序”。

一美元纸币是使用了 75% 棉花和 25% 亚麻混和材料，还有红色和蓝色的微小丝绸纤维交织其上。纸币宽度为 2.61 英寸（合 6.63 厘米），长 6.14 英寸（合 15.6 厘米），单张厚度为 0.0043 英寸（合 0.11 毫米），每张一美元纸钞的质量为 1 克。由联邦储备银行以蓝丝带<sup>①</sup>运输发行。

① 蓝色的丝带代表了表达感恩、鼓励、关怀和爱。



## 新美元如何投放

当银行需要现金时，它可以与当地的区域联邦储备银行联系，当地的联邦储备银行向银行提供资金并计入银行账户的借方，这也被称为银行的储备金。美联储提供资金时，通常以发行新钞的方式在流通领域注入了新的货币。

在这里首先要厘清货币的相关概念。虽然中央银行在理论上有无限信用扩张能力，但从逻辑上讲，中央银行必须先有资产业务，然后才能开展基础货币发行这一负债业务，即政府不能把中央银行当作“第二财政”任意透支。

在现代信用货币体制下，任何经济体都存在两类法定的货币发行机构。一类是货币当局（又称中央银行，在美国是美联储，在中国是人民银行），一类是存款类金融机构（特指能开立存款账户吸收存款的金融机构）。由中央银行发行的货币统称“基础货币”（或高能货币），或者说，基础货币特指由中央银行发行的货币；而由存款类金融机构发行的货币

统称为“存款货币”。中央银行发行的基础货币多数不进入实际流通领域，而存款类金融机构发行的存款货币多数都要进入流通领域。

## 基础货币和广义货币

基础货币特指中央银行发行的货币，它有两种基本存在形态。一种是实物现金货币，包括流通中的现金和存款类金融机构的库存备付现金两部分。以现金形态存在的基础货币对应于中央银行资产负债表负债方中的“货币发行”科目。另一种是央行存款货币。严格讲，中央银行资产负债表中的所有存款负债，都应归入以央行存款形态存在的基础货币的统计范畴。经济体中的基础货币总量等于央行发行的所有现金货币和央行存款货币之和。

与基础货币的两种存在形态相对应，基础货币发行方式也有两种。一种是直接向发行对象支付现金，例如，央行用现金向企业或个人购汇，商业银行从中央银行提取现金等；另一种是在发行对象（通常是存款类金融机构）的央行存款账户中记入一笔存款，例如，央行与金融机构签订再贷款合同后，会在其存款准备金账户记入一笔与再贷款数量相同的存款。

基础货币的两种存在形态可以相互转化。如果金融机构持有的现金过多，那么它们可以将多余的现金“存入”中央银行，变成它们在中央银行存款准备金账户中的存款；反之，如果现金出现短缺，它们可以向中央银行申请提现，这时它们在央行的存款相应减少。基础货币不同于我们通常所说的广义货币 M2，二者既有区别又有联系。通俗讲，广义货币是指现实生活中流通的货币，包括流通中的现金和银行存款两部分，

其中，流通中的现金属于央行发行的基础货币，而银行存款则属于存款类金融机构发行的存款货币。

## 基础货币的发行机制

虽然中央银行在理论上有无限信用扩张能力，但在大多数国家，中央银行发行基础货币必须有合法的“理由”：从逻辑上讲，中央银行必须先有资产业务，然后才能开展基础货币发行这一负债业务，即政府不能把中央银行当作“第二财政”任意透支。这些合法的“理由”（资产业务）共同构成基础货币发行的渠道或机制。

传统货币银行学认为，央行的基础货币发行渠道主要有4条：

1. 在二级市场上购买国债，这是央行发行基础货币最常用的渠道。
2. 向金融机构发放再贷款，包括向金融机构再贴现和向货币市场拆入资金。
3. 购买黄金增加黄金储备。
4. 购买外汇，增加外汇储备。

2008年金融危机发生后，欧美央行在大幅降低同业利率刺激信贷无效的情况下，引入了一种全新的基础货币发行方式：通过直接购买商业银行或非银行金融机构所发行的融资工具，来增加同业市场流动性的供应（量化宽松的货币政策操作）。这是在非常时期所采取的一种应急式的货币扩张措施，未来是否会成为基础货币发行的常规渠道还需要观察。



## 次贷危机后的货币投放

次贷危机后，美联储进行了举世瞩目的量化宽松政策，不仅将传统货币政策工具使用至极限，而且创新了大量的货币政策工具。

在应对次贷危机的货币政策操作中，美联储已将传统货币政策工具使用到了极限。这种表现反应在两件事情上：

1. 公开市场操作已将联邦基金利率降至近乎于零利率。在次贷危机冲击金融市场的初期，公开市场操作是美联储使用最频繁和力度最大的货币政策工具，在2007年8月，货币市场出现了黑天鹅效应<sup>①</sup>的异常波动，同业拆借利率快速上升，因此，美联储于2007年9月18日宣布降息50个基点，改变了自2004年至2006年持续提高联邦基金利率的操作方向。

2. 再贴现政策已十分宽松。首先，再贴现率不断降低，为应对流动性紧缩，2007年8月17日，美联储在降低再贴现率的同时将再贴现期限从隔夜扩展到最长30天，当金融危机基本得到稳定后，美联储于2010年于3月18日起将贴现窗口期限恢复至隔夜。

3. 对存款准备金支付利息的调整。存款准备金率原本自20世纪90年代后已经逐渐退出西方国家货币政策操作的舞台，但在次贷危机期间，美联储重新拾起了这枚操作工具。不过美联储并没有直接调节存款准备金率，而是选择对法定存款准备金和超额存款准备金支付利息，这个举措的意义在于消除对存款机构零准备金利率的隐性税负担，同时增加市场的流动性。虽然美联储对传统货币政策工具的使用频率和使用力度都已经到了前所未有的程度，但是由于金融部门与实体部门之间的信贷机

---

<sup>①</sup> 指非常难以预测，且不寻常的事件，通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。从次贷危机到东南亚海啸，从9·11事件到“泰坦尼克号”的沉没，黑天鹅存在于各个领域，无论金融市场、商业、经济还是个人生活，都逃不过它的控制。



■ 贝尔斯登世界总部。

制破坏，市场存在高风险溢价，而导致传统货币政策工具的操作并未达到预期效果。在 2008 年，LIBOR-OIS<sup>①</sup> 利差不断创出新高，贝尔斯登、雷曼兄弟等金融巨头相继垮台，在金融海啸的冲击下，实体经济也开始面临全面衰退的危险。

随着金融危机的不断深化，传统货币政策手段已经用尽，但效果却差强人意，于是美联储不得不抱希望于一系列前所未有的货币政策工具，

---

<sup>①</sup> LIBOR-OIS，是指同行业拆借利率与隔夜指数掉期利率之间的利差。也叫 Libor/OIS 息差，Libor/OIS 息差主要反映的是全球银行体系的信贷压力，息差扩大被视为银行间拆借的意愿下滑。

这些金融创新令人叹为观止。

美联储主导的创新货币政策工具大致可以分为三类：

第一类，为针对更广泛的金融机构发挥最后贷款人作用，提供短期流动性的货币政策工具。

第二类，为信用市场提供短期流动性，缓解信贷收缩的货币政策工具。

第三类，为扩展中长期信用的货币政策工具。

以上三类货币政策工具的创新，对应了次贷危机的演变进程。2007年下半年，在传统货币政策工具效果不明显的情况下，美联储第一次推陈出新，针对再贴现窗口不能对银行体系有效注入流动性的问题，美联储发明了 TAF 机制，该机制允许存款类金融机构使用更广泛的抵押品，通过拍卖机制获得美联储的短期贷款。

贝尔斯登倒闭之后，美联储针对再贴现窗口不能对以投资银行为主的一级交易商注入流动性的问题，又创设了 PDCF 和 TSLF 机制，为一级交易商注入流动性。而伴随危机再度深化，2008 年 9 月货币市场共同基金在大量赎回压力下不得不抛售资产，导致了商业票据等私人货币市场工具在一级市场的发行以及在二级市场的交易出现困难。针对这一市场现象，美联储推出了 AMLF、CPFF、MMIFF 等第二类货币政策工具，通过货币市场工具的投资和发行双渠道补充货币市场信用。至 2008 年的第四季度，美国经济又陷入衰退，为缓解不断下滑的实体经济，美联储又推出了 TALF 和中长期证券购买计划等第三类货币政策工具，用于支持房地产抵押贷款、汽车贷款、学生贷款、消费贷款、信用卡贷款和小企业贷款。2009 年 3 月 18 日，美联储宣布进一步扩大了中长期证券购买计划，增加 7500 亿美元 MBS 债券的购买，增加 1000 亿美元机构债的购买以及购买 3000 亿美元国债。

类别	政策工具	创新时间	参与机构	政策工具的操作
第一类	短期招标工具 (TAF)	2007 年 12 月	达到贴现窗口基本信贷要求的机构	美联储事先公布拍卖的总金额，最低报价利率为一个月的 OIS，存款机构通过拍卖的机制获得资金，确定利率，TAF 期限为 28 天和 84 天两类，抵押品范围和贴现窗口要求相同。
	一级交易商信贷工具 (PDCF)	2008 年 3 月	一级交易商	一级交易商通过清算银行向美联储提出申请，清算银行根据其抵押品计算所能获得信贷数额，从而获得联储资金，抵押品包括了可用于公开市场操作回购协议的债券以及有市场价格的投资级公司债券、市政债券、MBS 和 ABS，利率为再贴现率，期限为隔夜。
	定期证券借贷工具 (TSLF)	2008 年 3 月	一级交易商	美联储事先公布拍卖国债的平价，一级交易商以其债券作为抵押通过拍卖的方式融得国债，可作为抵押品的债券种类与 PDCF 相同，期限为 28 天。
第二类	资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具 (AMLF)	2008 年 9 月	存款类金融机构和银行控股公司	存款类金融机构和银行控股公司从联邦储备以再贴现率融资，用于向合格货币市场共同基金购买资产支持商业票据，所购票据作为融资的抵押品，对于银行类借款者期限不超过 120 天，非银行类借款者期限不超过 270 天。
	商业票据融资工具 (CPFF)	2008 年 10 月	票据发行人	美联储设立 SPV (特殊目的机构)，SPV 通过一级交易商购买票据发行者发行的无担保或者资产支持商业票据，票据期限为 3 个月，利率为 3 个月 OIS 加一个固定价差。
	货币市场投资者融资工具 (MMLFF)	2008 年 11 月	货币市场投资者	由私人部门成立五个 SPV，SPV 向合格货币市场投资者购买存单、银行券、商业票据等资产，SPV 的资金来源可通过美联储的 MMLFF 机制融资，也可通过发行资产支持商业票据融资，美联储融资利率为再贴现率。
第三类	定期资产支持证券信贷工具 (TALF)	2009 年 1 月	美国公司和投资基金	美联储成立 SPV，持有 ABS 的美国公司或者投资基金可以向 SPV 融资，期限为三年，浮动利率为一个月 LIBOR 加 100 基点，固定利率为三年 LIBOR SWAP 加 100 基点。
	中长期证券购买计划	2008 年 11 月	房利美、房地美和联邦房贷银行	美联储购房利美、房地美和联邦房贷银行的债券以及其 MBS。



各地的现金水平分别由 12 家联邦储备银行负责维持，但是对国外银行的这类服务是由另外的跨国中心提供的。近几十年以来流通中的现金数量一直在迅速上升，其中增加的大部分来自于跨国的需求。美联储估计目前流通中的美元大多数在美国境外。



## 美联储是怎么销毁纸币的

当现金移交给美联储后，美联储将这些货币进行处理，找出破旧的、不合格的纸币或假币，从而令这部分货币退出流通领域并被销毁。通常三分之一的货币被美联储认定不适合再流通并销毁掉了。

纸币清算是通过一台高速运转的机器进行的，其中的环节分别是鉴定真伪、盘点数量以及识别数额。美联储承担着保持流通中美元品质良好的重大责任，因此这种大型机器每天能处理高达 1000 万美元的纸币。

机器的性能主要是仔细辨别美元的真伪和使其保持整洁，其工作效率大约是手作业的十倍以上。工作人员把装有 2000 张美元一捆的钞票自动送入机器，每张纸币都必须通过一系列类似“电眼”的电子光源装置，以鉴别印刷油墨密度的变化，判定纸币的面值单位，然后识别出混藏在其中的假币，最终决定这些纸币是否符合投入市场再次流通的标准。

经过检验的纸币，通常会以 100 张为单位扎成一捆，那些问题纸币以及不确定真伪的纸币则会被另行投入其他装置当中，以进一步检验确

定,之后移送美国保密局。破旧和弄脏的纸币会被自动放入一个切割装置,切成一根根占横断面八分之一的细纸条。纽约联储每天要切割 3500 万美元,整个美国每天都要销毁面值达 2 亿以上的美元纸钞。

联储负责货币的分类、检查、清点以及销毁的任务是十分繁重和困难的。为了尽可能快地完成这项工作,美联储会尽一切可能让工作流程全自动化,也就是上面所提到的那种纸币处理机器,一台机器每年可以连续处理 20 亿美元的纸币。



## 电子转账背后的程序

美联储监管着电子支票和电子支付，并向银行提供了两项电子支付服务：资金转账系统和自动清算系统（ACH）。虽然美联储不提供网上银行和借记卡这样的服务，但是为了保护消费者的利益，美联储确实开展了对这些服务的研究工作，并制定了相应的使用规范。

美国联邦储备银行拥有并管理运行的联邦储备资金转账系统（Federal Reserve Settlement System，简称 FEDWIRE）是由美国联邦储备银行负责经营运行的允许提供日间信贷的全额实时结算系统。该系统于 1970 年开始建设、1976 年全面投入运行，由美国联邦储备银行负责其整体运行，其系统总部的操作转换中心是在美国首都华盛顿，并在弗吉尼亚州建立了一个转接中心，负责完成在美国各州之间各种银行对资金的支付和结算。FEDWIRE 属于贷记支付系统，为客户提供电子化的联储资金和债券转账服务，具有即时大额清算的强大功能，在美国的支付机构中发挥着重要的作用。



实际上 FEDWIRE 是一款非常古老的支付系统，它自 1914 年 11 月开始运行，1918 年通过专用的摩斯电码通信网络提供支付服务，并从每周结算逐渐发展到每日结算。联邦储备银行安装了一套专供其使用的电报系统来处理资金转账。

20 世纪 20 年代，政府债券也开始用电报系统进行交易，直到 20 世纪 70 年代初期，美国国内资金、债券的转移仍然依靠这套电报系统。

1970 年美国开始建立自动化的电子通信系统，到了 1980 年，美联储成员银行开始使用 FEDWIRE 提供异地支付服务，但收费标准并未明确，许多成员银行不缴纳或很少缴纳费用。但是随着政府逐渐放松对储蓄机构的监管力度，以及 1980 年货币控制法案的出台，FEDWIRE 的收费标准被确定下来，且正式成为美国银行界的公开服务系统——即非美联储成员银行也可以使用该转账支付系统。

为鼓励私营银行的竞争，法律规定 FEDWIRE 服务的收费必须反映提供此项服务的全部成本，以及因资金占用所带来的潜在成本和应有的赢利。

根据这些要求，联邦储备银行向那些资金余额不足以完成支付命令的 FEDWIRE 成员提供额外的信用担保，这使得联邦储备银行面临经济损失的风险。为减少这种风险，联邦储备银行采用了一系列控制日间信贷额的政策，其中包括债务最高限额以及日间信贷的管理和收费等。

FEDWIRE 的用户包括联邦储备银行及其分支机构、国库以及其他政府代理机构，其中包括储蓄机构、信贷联合、国外央行以及政府机构等。储蓄机构主要利用 FEDWIRE 向伙伴银行转移账户余额，或根据客户要求向其他机构转移资金。根据银行客户的要求而进行的转账包括买卖政府的证券、储蓄以及其他数额巨大、时间要求精准的支付业务。国库和其他联邦政府代理机构主要利用 FEDWIRE 进行筹集、分配资金业务。

FEDWIRE 系统的功能十分齐全，它不仅提供资金调拨处理，还具有清算功能。因此该系统在提供大额资金支付功能外，还可以使跨行转汇在同一体系内得到清算。

通过该系统传输和处理的信息主要有以下几种：

1. 资金转账（Funds Transfer）信息。

即将储备账户余额从一个金融机构划拨到另一个金融机构的户头上。这些资金几乎全是大额资金。

2. 传输美国政府和联邦机构的各种证券（Securities Transfer）交易信息。

3. 传输联邦储备体系的管理信息和调查研究信息。

4. 自动清算（ACH）业务。

在美国，大量采用支票作支付工具，通过 ACH 系统，就可使支票支付处理实现电子化。ACH 系统通过自动票据清分机，实现支票和其他纸凭证的自动阅读和清分，再进行传输和处理，以使支票支付的处理过程实现电子化。现在，所有的美国联邦储备银行都提供对支票的电子支付服务，大多数的金融机构可接收电子形式的支票。图像处理和条码技术是支票电子支付系统的两大关键技术。图像处理包括获得物理支票的图像和存储其中的数据信息，然后将图像信息传送到支付机构。条码技术使支付机构能对拒付支票自动进行背书，并可识别背书，以加快退票处理。

5. 批量数据传送（Bulk Data）。

通过 FEDWIRE 进行的资金转账过程，是通过联邦储备成员的联邦储备账户实现的。因此，资金转账的结果将直接影响成员行持有的联邦储备账户的储备余额水平。通过 FEDWIRE 结算的资金立即有效并立即可用，这也使 FEDWIRE 成为可使用在美国的任何资金转账（包括来自 CHIPS 和其他支付网络的资金转账）实现最终清算的唯一网络系统。

通过 FEDWIRE 的资金清算是双向的，即联邦储备银行借记寄出方账户，并以相同信息贷记接收方账户。FEDWIRE 允许白天透支。在转账时，如果寄出方在联邦储备账户中的资金不足，无法在其账户中对可用资金进行借记，即寄出方不能立即和联邦储备银行清算其资金余额，此时，FEDWIRE 则向其发出一笔贷款，并仍然贷记接收方储备账户。因此，不管寄出方能否同联邦储备银行清算其资金余额，对接收方来说，支付总是最终的。通过 FEDWIRE 进行的资金转账，从寄出方发出，到接收方收到，几秒钟、最多几分钟就可完成。

#### 6. 风险控制。

通过 FEDWIRE 进行资金转账时所引起的金融风险，主要是由于寄出行弥补日间透支失败而产生的。允许白天透支，是美国联邦储备体系为了提高国家支付系统的有效性和可靠性而采取的一项合理措施，联邦体系也因此要承担一定的风险。为了进行有效的风险控制，联邦体系为 FEDWIRE 制定了相应的规章和作业通告，并以此来保护自己。联邦的风险控制方法是针对资金寄出银行的。如果寄出行不能弥补日间透支，则联邦储备银行对寄出行在联邦的所有资产有扣押权。

#### 7. 收费政策。

FEDWIRE 服务收费根据美联储的一般定价政策来制定，用于弥补运行成本。

从 1999 年起，FEDWIRE 服务的定价采用按信息量计费的方式。FEDWIRE 收费的特点是固定费用高昂、边际收费偏低。

纽约联邦储备银行于 1982 年 11 月初发布了“关于通过 FEDWIRE 进行资金转账的日间透支协定”的作业通告，该协定要求银行签署一封给联邦的信件，以银行的资产作为通过 FEDWIRE 进行资金转账的抵押品；协定要求银行向联邦表明，它将保证有效控制日间透支；协定还允许联

邦根据该银行的资产、资本、总的金融条件、可用的附属担保品和网络传输量，来制定该银行的最高转账金额。初始的最高转账金额是该银行资本的 50%。

1985 年 5 月，董事会发表了大额电子资金转账的政策宣言，其中包括允许透支限额以及第二天必须补上资金等条款，以确保 FEDWIRE 对大额资金支付的安全，避免对美国的货币和经济系统产生不良的后果。





## 资金转账是怎么操作的

资金转账适用于不同金融机构之间或政府机构之间大额资金的转移。

FEDWIRE 系统为各个参与者提供实时全额的支付结算服务，可以处理各种大额的或者是时间紧急的资金支付交易，包括银行业金融机构之间的行间清结算、隔夜拆借、债权买卖、贷款的提供及偿还、不共产交易结算等业务。只要是 FEDWIRE 系统的系统参与者，就可以在联邦储备银行开设清算账户或者储备金账户，发送或接受各种支付指令，系统就会为其参与者完成支付及清结算。目前已有超过 10000 家金融机构（包括美国本土的金融机构以及外国的银行在美国开设的分支代理机构）在使用 FEDWIRE。

FEDWIRE 系统经过这几十年的运行和发展，不仅在交易业务量和交易金额上迅速增长，还在运行效率和风险控制方面都有了较高的发展水平，针对支付系统流动性风险所采取的方法和措施也很完善，主要包括以下几个方面：

## 允许日间透支，并进行适当收费

日间透支指的是在支付系统中的系统参与者机构在某个营业日内的储备金账户余额为负值。FEDWIRE 系统在国际上是较早允许出现日间透支的支付系统，有很多的支付系统都还未开放日间透支这部分功能。这就意味着，当 FEDWIRE 系统的一个参与者出现短时间的流动性不足情况时，系统管理者会向其提供一部分可以透支的金额，并针对这种服务向申请透支的参与者收取一定的费用。一方面，向系统参与者提供资金透支可以缓解参与者的流动性资产短缺，给予参与者适当的期限来补充自身的流动性；另一方面，提供透支的系统管理者也可能会面临着系统参与者无法偿还透支的信用风险。FEDWIRE 系统规定允许日间透支，说明系统管理者以承担和控制这部分信用风险为代价，更加追求系统的流动性效率。

为了限制系统参与者针对备付金账户出现恶意的透支行为，美国联邦储备银行从 1994 年开始对系统参与者每日的平均透支金额收取费用。FEDWIRE 系统对在营业时间内金融机构的透支金额进行加总并以时间来平均，得到金融机构每日的平均透支金额，针对平均透支金额与银行资产 10% 比例之间的差额征费。同时，联邦储备银行保留了对征费标准进行修改的权力，可以对不同机构的征费金额及相关费率进行调整。

## 设置日间透支上限

联邦储备银行在允许日间透支的同时，也规定了将会针对不同的金

融机构设置不同的透支额度上限。一般而言，透支上限的设定是以金融机构的信用度为基础的。系统管理者每年将会对金融机构的财务状况和经营环境进行评估，还会对日间透支的使用进行监督和控制。信用度较高的金融机构，系统允许的透支上限就会越高，而信用度很低的金融机构往往得不到享受日间透支的权力。

为了限制和管理金融机构日间透支的总量，联邦储备银行制定了统一的标准对最大透支金额进行准确的计算。按照联邦储备银行的规定，一个系统参与者的最大透支金额等于这个单位或机构在某段时间内的平均透支金额乘以一个透支类别系数。联邦储备银行设置了 5 个不同的透支类别，如下表所示：

联邦储备银行对日间透支的透支系数规定

透支类别	单日透支系数	两周透支系数
高	2.25	1.5
中等	1.785	1.125
一般	1.125	0.75
低	0.20	0.20
零	0.00	0.00

联邦储备银行在设置透支类别系数时采用了两种不同的标准，一个是单日平均系数，一个是两周平均系数。联邦储备银行认为设定两周平均乘数是非常有必要的，它可以更加灵活地衡量系统参与者在一段时间内透支金额的波动变化趋势。要计算两周透支金额，需要根据系统参与者在两周內所有天数的最大透支金额进行加总并用天数求平均。假如在计算时限内金融机构某天的储备金账户余额为正，那么该天的透支金额将被认定为零。系统参与者的透支类别系数与参与者两周内的平均透支额相乘，就可以得到该参与者在两周内的透支上限。制定单日的透支上

限是为了控制金融机构在当日所发生的过多透支，促使金融机构健全和完善内部流动性控制、加强对流动性资产的管理。

在透支上限管理方面，联邦储备银行还规定，如果某个金融机构在单个营业日的当日透支没有超过 1000 万美元，或者是没有超过自身注册资金的 10%，那么就可以认为该机构对整个系统造成的风险较小，不需向联邦储备银行提交关于最大透支上限的保证评定报告，这样就减轻了金融机构的自我评定负担。

### 对证券记账凭证的支付转移要求提供抵押担保

作为 FEDWIRE 系统参与者的金融机构，往往有资金支付转移的业务往来，还有关于证券记账凭证的往来交易。在这种状况下，联邦储备银行对系统参与者在当日透支金额方面进行总结和计算，需要将其在资金转移上的透支和在记账证券上的转移透支进行合并加总。

如果金融机构所转移的证券记账凭证超过了系统的最大透支上限，联邦储备银行将要求金融机构针对超过限额的部分提供抵押担保。作为抵押担保的资产必须是可以被联邦储备银行接受的种类，在其他的方面没有特别的要求。可以享受记账凭证担保的并不可能是所有的金融机构，必须是财务状况比较良好、相关资质符合系统相关规定的金融机构才可以享受到这样的流动性便利。





## 自动清算系统是什么东西

自动清算系统适用于不同金融机构之间或政府机构之间的无纸化交易，如电子账单支付、工资存款等。

自动清算所（Automated Clearing House，简称 ACH）是这个系统的执行者。美联储作为美国最大的自动清算所运营者，每天都要处理 85% 以上的 ACH 交易，纽约清算所的电子支付系统是全美唯一一家私营 ACH。

清算所银行同业支付系统（CHIPS）则是一个著名的私营跨国美元大额支付系统，目前 95% 的跨国美元最终清算都通过 CHIPS 系统进行，为来自全球 95 家会员银行提供美元大额实时最终清算服务。该系统采用了多边和双边净额轧差机制实现支付指令的实时清算，实现了实时全额清算系统和多边净额结算系统的有效整合，可以最大限度地提高各国金融机构美元支付清算资金的流动性。

CHIPS 是美国纽约的清算所协会 NYCHA（New York Clearing House

Association) 成立并经营管理的一个大额支付系统, 相对于其他支付系统是由中央银行管理而言, 这个系统是全球最为著名的私营系统之一。CHIPS 在自身经营的同时, 也接受美国联邦储备银行的相关管理要求。联邦储备银行要求 CHIPS 必须能够保证各种清算交易顺利地进行, 必须防止出现系统参与者不履行支付指令相关义务的情况出现。

CHIPS 在风险控制技术水平上一直处于世界的领先水平, 在流动性风险管理方面也有着自身的一套较为独特的做法。为了防范和管理整个系统及其参与者的流动性风险, CHIPS 要求系统参与者必须在每天支付交易进行之前在自身的系统账户上存储一定的资金余额。在系统进入运行时间后, 系统会对参与者的资金头寸进行跟踪, 对参与者的支付指令进行分类处理。当参与者的当前头寸足以支付其所有借记的支付指令时, 系统才会向其释放支付指令, 使得符合条件的参与者能够顺利完成资金的借记支付。在这种情况下, 任何参与者在支付指令发出前和完成后都会有着一定的资金头寸, 因而不会出现清算账户余额为负的情况。与 FEDWIRE 允许日间透支的情况不同, CHIPS 不允许系统参与者出现日间透支, 但是 CHIPS 能够为系统参与者提供一定量的信贷限额, 让其可以在特定情况下能够拥有充足的流动性去应对每日最初的以及最终的资金头寸需求。

CHIPS 在其参与者进入方面也设置了一定的门槛, 并不是所有想加入 CHIPS 的金融机构都能够顺利地加入到系统之中, 申请者必须要同意接受联邦储备银行或者纽约州银行的相关规章制度的管理, 并定期地接受检查和审核, 以此来确保系统参与者具有良好的资产状况或财务状况。此外, CHIPS 还设有董事会对系统进行管理及经营, 系统参与者必须要接受董事会的相关信用评估, 接受董事会的不定期或者定期的问询。



## 支票的秘密

美联储对商业银行的商业票据进行处理，包括运输、分类并将其分别借记或贷记到银行在美联储的账户上。

美国支票清算体系采用磁码清分的方式。为保证时效性，美国支票清分大多在夜间进行。每天夜里均有大量的纸质支票通过银行和专业票据清算机构进行清分，并用卡车或飞机运送到美国各地的付款银行以获兑付。依照美国现行法律，只有当收、付款银行之间达成一致，签定协议约定可将支票转化为电子信息，凭电子信息支付支票款项时，方可避免支票实物的处理和传递，而事实上这样的协议很难达成。同时，按照美国通行的做法，付款后的支票一般要随月末对账单返还客户，这也同样加大了银行的支票处理成本，并使支票截留难以实现，支票处理效率难以提高。

在美国每年签发的支票数量约在 70 亿张上下，而每张支票在金融机构中要平均经过 26 个环节才能处理完毕，金融机构在支票处理方面投入

的人力和物力成本相当惊人。据测算，如采用支票截留方式，仅美国金融机构在支票处理方面的支出每年即可节约 20 至 30 亿美元。为此，美国银行界普遍希望采取以电子化方式取代传统的纸质支票清分方式，以简化流程，提高效率，并缩减成本。

顺应业界的呼声，美联储支付系统发展委员会起草了《二十一世纪支票清算法案》。在法案第二部分中，对制定法案的背景做了这样的陈述：

“在 1987 年 8 月 10 日签署的《提高资金利用率法案》中，国会要求美国联邦储备系统管理者委员会为实现票据截流，改善支票处理系统提供相应法规”，且“2003 年，金融服务行业及其客户对实现票据截流的愿望并未比十五年前国会要求建立相关法规时有任何减少”。可见支票清算方式的改革呼声已经不是一天两天了。

2003 年 10 月 28 日，布什总统签署了《二十一世纪支票清算法案》<sup>①</sup>。该法案于 2004 年 10 月 28 日起正式实施，它将确立支票截留的全新处理方式，被誉为自 20 世纪 60 年代采用磁码清分以来在支票处理方面最大的变革。

《二十一世纪支票清算法案》确立了一种全新的支票处理方式：支票清算链条中的任意一家银行可以截留纸质支票，将支票转化为电子图象信息用于传递和处理，并可在需要时利用该图象信息产生代用支票，代用支票与纸质支票具有同等的法律效力。法案并未强制支票处理机构截留支票和接受电子图像信息，而是从支票处理的法律环境出发，为支票截留扫清障碍，使支票使用者自愿、主动采取电子处理方式。此法案的主要内容包括以下几点：

1. 支票截留。在新法案实施前，银行间如采取支票截留、传递电子

---

<sup>①</sup> 《二十一世纪支票清算法案》又称“支票 21 法案”。



信息方式进行支票处理，必须相互间签定双边或多边协议。由于缺乏相关法律框架、不同银行间对风险的把握不同等原因，协议的达成是一件困难的事情。新法案并未强制要求银行必须采取支票截留方式，但为了便于银行的电子化处理，新法案通过规定“代用支票”的方式间接地解决了这方面的问题。即银行间可采用依据电子信息进行支付，也可通过电子信息转换成的代用支票作为支付的依据。这可以说是在电子支付尚未被广泛接受的现实条件下，为提高支票处理效率而采取的一种折衷方案。

2. 代用支票。新法案通过定义“代用支票”的方式，在一定程度上解决了运用电子方式处理支票的问题。代用支票是原始支票的合法等价物，具有与原始支票等同的支付效力。合法的代用支票必须具备下列条件：

- (1) 精确反映原始支票被截留时正反面的信息。
- (2) 符合代用支票的行业标准。
- (3) 具有与原始支票相同的磁码条以便于支票清分处理。
- (4) 代用支票生成行必须保证代用支票上包含此前该支票持有人的一切背书记录。
- (5) 代用支票生成行必须在代用支票上留有该行标识并保留先前其他代用支票生成行标识。
- (6) 标注“此为支票的合法副本，您可将其与原始支票等同对待”字样。

法案规定，代用支票的使用无须协议，所有金融机构及客户均都必须接受代用支票。因而代用支票可以用于银行间的支付业务处理，也同样可以用于向客户提供回执，其使用领域与原始支票相同。代用支票的规定，使银行具有了自由选择采用电子信息处理方式或传统票据清分处

理方式的可能性,因而可以在不改变业务流程和新增处理设备的方式下,大大提高支票的处理效率。由于代用支票可以用支票的电子图像信息制作而成,电子图像信息也可以通过扫描代用支票获得,二者可以灵活地相互转化,故规定了代用支票的法律地位即等同于规定了支票电子图像信息的法律地位,为支票的无纸化处理提供了基本依据。

3. 保证和补偿。由于代用支票的使用,将导致一系列新的业务风险,如:接受了不合法律规定的代用支票,电子信息与原始票据信息失真,无法鉴别真伪的风险等。为保护代用支票使用人的利益,保证代用支票的正常使用,法案规定:制作代用支票的银行(亦称为再转换银行),以及随后传递、出示或返还代用支票的银行,应提供法案所规定的保证和补偿。

保证的内容包括两个方面,一是必须保证代用支票的接受人、任何后手的提出行或提回行、收款行、出票人、收票人、付款人、收款人或背书人所收到的代用支票符合本法案的所有要求,具备完全的法律等价性;二是上述有关各方均不会被要求重复付款。补偿则提供给支票提出、提回各方,所补偿的损失应是因接受代用支票产生的,且接受原始凭证不会产生的损失。法案规定上述保证和补偿“随支票流转”,即任何接受代用支票或原始支票的人均获得保证,并有获取补偿的权利。为保证代用支票得到良好的推广,支票清算效率得到有效提高,这些保证和补偿的规定是必要的。

4. 快速返还。法案为消费者客户提供了快速返还程序,即允许消费者在自己的账户因接受代用支票而发生不合理扣款的情况下,可以向其开户银行要求快速返还所扣款项。如客户的返还请求属实,开户银行应在规定时限内返还。快速返还的规定旨在减轻银行客户因接受代用支票而承担的风险,而且一般在此类情况下,银行也会主动尽快解决纠纷,

以避免承受不合理的名誉损失或其他责任。须明确的是，此项规定仅适用于作为消费者的客户，且仅当其返还请求的合法性无法靠代用支票证实，而必须通过原始支票证实时，方可进行快速返还（如若客户请求的合法性可以用代用支票证实，则接受代用支票并未影响其权益的实现，客户应按常规的权益纠纷解决方式提出请求，而不能请求快速返还）。

5. 保留纸质支票处理。法案并未改变现行的磁码清分方式，相反却规定了代用支票必须仿照原始支票打印磁码，以符合清分的需要。因而，该法案规定的票据处理方式与原有的票据处理方式是完全兼容的，对代用支票的处理要求与原始支票的处理要求完全相同。这样就使银行和专业票据处理机构的操作所受影响最小，既能满足电子处理的要求，也可满足传统票据处理方式的要求。

美联储的每家区域性银行分别负责监督和监管当地的银行。银行雇用审查员并进行培训，审查员前往当地银行，对银行的财务情况、经营情况和管理状况进行检查。银行审查员在研究中使用的—种方法是“骆驼评级体系”，它基于以下指标对银行进行判断：银行资本充足率、资产质量、管理水平、盈利能力、流动性和对市场风险的敏感度。

审查员从这些角度分析有助于确定银行的整体健康状况，以及对吸收存款和满足储户兑付中风险的管理能力。审查员看重规范的政策制度，强有力的管理以及清晰的部门职责分离。骆驼评级法最好的结果是1级；被评为2级表明银行比较稳健；评为3级则需要改进；而评为4级或5级则表明银行不够安全甚至濒临倒闭。评级结果递交到银行管理层，不对外公开。

成为联邦储备银行行长的道路不尽相同。12家区域性联邦储备银行的行长来自不同的背景。他们多数拥有经济学或商学的高级学位，并在他们所在储备银行工作了许多年。很多人从经济学者和研究职位一路上

升到行长，在联邦储备体系的工作经历占据了其职业生涯的大部分。

美联储银行行长往往也拥有教学经验。有些在加入美联储之前是教授；还有些除了在美联储工作之外，曾在大学讲授课程。行长不仅获有荣誉学位，而且在同类中脱颖而出，因此往往被认为是在各学术领域的领军人物，并供职于大学咨询委员会。那些没有长期在中央银行或学术界工作过的行长多来自私人企业，拥有大公司的管理经验，或者创办过自己的企业。



## 致 谢

中国金融博物馆书院基金会理事成员：

- 任志强 中国房地产业协会副会长  
刘晓光 北京首都创业集团有限公司董事长  
王 巍 中国金融博物馆理事长  
毛振华 中诚信集团董事长  
赵长甲 长甲集团董事长  
秦同千 秦森（集团）有限公司董事长  
潘石屹 SOHO 中国有限公司董事长  
胡葆森 建业地产股份有限公司董事局主席  
姜 明 天明集团董事长  
张民耕 盛世神州投资基金管理（北京）股份有限公司董事长  
俞敏洪 新东方教育科技集团董事长兼首席执行官  
林 洁 伟业我爱我家集团董事  
陈 俊 一德集团董事长  
黄海弟 上海山恒投资管理有限公司董事长  
樊朝侠 广东红云置业有限公司董事长  
高 霞 北京弘邦投资管理有限公司董事总经理  
尉立东 惠农资本管理合伙人、总裁

- 汪静波 诺亚财富董事局主席兼首席执行官
- 韩家寰 大成食品（亚洲）有限公司董事会主席
- 艾路明 武汉当代科技产业集团股份有限公司董事长
- 徐颂东 湖南长河文产集团董事长
- 陈 彤 小米科技有限责任公司内容运营与投资副总裁
- 侯守法 北京长安投资集团有限公司董事长
- 陈劲松 深圳世联行地产顾问股份有限公司董事长

Images have been losslessly embedded. Information about the original file can be found in PDF attachments. Some stats (more in the PDF attachments):

```
{
  "filename": "MTM3MTA2ODguemlw",
  "filename_decoded": "13710688.zip",
  "filesize": 23659433,
  "md5": "b9dff59d55949be8ac9f6d4a676c81ad",
  "header_md5": "6156086d0443f7b738569c5c150bfebe",
  "sha1": "579b423547d9aad8cd5366a9467d4e9f43bee7bd",
  "sha256": "db5cee3e0d86fa5e817909fd935fe964864683046da396c15339bd27064e159b",
  "crc32": 33607259,
  "zip_password": "wcpfxk&^TDwcpfxk",
  "uncompressed_size": 29514422,
  "pdg_dir_name": "",
  "pdg_main_pages_found": 213,
  "pdg_main_pages_max": 213,
  "total_pages": 221,
  "total_pixels": 1115357607,
  "pdf_generation_missing_pages": false
}
```