



美联储非常规货币政策的十年回望

◎执笔人：国家开发银行、中国社会科学院金融研究所联合课题组

由美国次贷问题引发的全球金融危机是一次系统性金融危机，不仅国际金融市场遭遇重创，而且全球经济陷入了“大萧条”以来最为严重的衰退。为了应对这个系统性金融风险，很多经济体出台了史无前例的政策措施以挽救崩溃的金融体系和失衡的经济体系，全球主要发达经济体货币政策纷纷走向宽松的政策框架，基准利率不断下调至零利率。

量化宽松货币政策实质上是相关货币政策当局在面对传统政策难题尤其是名义利率“零约束”以及金融市场结构性问题日益凸显的情况下，开动“印钞机”以总量扩张的方式向市场输入流动性，同时还以各种资产规模计划变相为财政融资或为企业部门提供信用保障。在市场信心缺失、投资萎缩的情况下，量化宽松货币政策向市场释放的巨量流动性，以缓释市场紧张导致的估值体系崩溃和防止“明斯基时刻”引致的信用骤停，进而扭转投资信心，最后实质改善经济状况和就业状况。过去十年，美国货币政策以量化宽松为主导，经历了危机救援、经济复苏和政策整固三个阶段，基本形成了一个金融货币政策的完整周期。

危机救援

2007年美国房价泡沫破灭，大规模次贷危机造成美国金融市场濒临全面崩溃，全国经济陷入深度衰退。美联储连续进行10次的降息操作将基准利率降低至零区间，但是，美国金融市场仍然没有摆脱危机，美国经济更是陷入了大萧条以来最为严重的衰退，美国失业率迅速攀升至10%的水平，美国传统货币政策已难以有效应对金融危机。

这一时期，美联储悉数使用了传统的货币政策工具以及相应的政策手段，对金融市场进行了全面的干预。一是通过公开市场操作注入流动性，二是降低联邦基金基准利率，三是降低贴现率，这一系列措施暂时性地缓解了美国金融市场的流动性紧张问题。但是进入2007年底，金融危机

风险蔓延，市场信心再度受挫，金融市场形势进一步恶化。随着危机的扩散和升级，美联储在 2007 年 12 月之后，相继推出了三种新的流动性管理工具：期限拍卖融资便利（TAF）、一级交易商信贷便利（PDCF）和定期证券借贷便利（TSLF），这些非传统工具的应用，一方面延长了流动性管理的期限，增强了流动性管理的灵活性，另一方面增强了对市场利率的管理，但是仍然未能实现完全意义上的危机救助操作效果。

经济复苏

为挽救处于水火之中的美国经济，自 2008 年起美联储先后推出了四轮非常规的量化宽松货币政策，主要目标是进一步缓释金融体系的流动性风险和降低长期利率以提振实体经济发展。

第一轮量化宽松货币政策（QE1）。次贷危机的爆发，导致美国金融市场的中介功能被极大程度地削弱，利率等传导渠道因此严重受阻，传统货币政策的操作空间极为有限，致使美国经济复苏陷入迟缓局面。为使美国经济尽快打破衰退僵局，确保市场恢复稳定运行，美联储于 2008 年 11 月 25 日将购买 5000 亿美元的政府支持企业（GSEs）房利美、房地美、联邦住房贷款银行与房地产有关的直接债务，以及将购买 1000 亿美元的由两房与联邦政府国民抵押贷款协会所担保的抵押贷款支持证券（MBS）。这标志着美国首轮量化宽松政策（QE1）正式开始，持续至 2010 年 4 月 28 日，美联储首轮量化宽松政策正式结束。

美联储第一轮量化宽松政策的主体是通过购买国家担保的问题金融资产，向信贷市场注入流动性，其旨在重塑金融信用，稳定市场。在第一轮量化宽松货币政策执行期间，美联储的资产负债表规模从 0.88 万亿美元扩大至 2.3 万亿美元，扩张近 3 倍；美国的基础货币也从 0.9 万亿美元升至 2 万亿美元，增度过 1.5 倍。然而，尽管 QE1 缓解了次贷危机之后美国干涸的流动性，但也并未能从根本上挽救美国经济。美国实体经济复苏疲软，就业增加缓慢，首轮量化宽松政策结束后，美国失业率甚至不降反升，由之前的 6.8% 进一步上升至 9.7%。这也为美联储日后继续使用量化宽松政策埋下了伏笔。

第二轮量化宽松货币政策（QE2）。在 QE1 退出之后，美国经济的各项隐患又再次浮出水面。2010 年 4 月之后美国各项经济数据的表现令人失望，经济复苏步履蹒跚。QE1 之后的美国实际 GDP 环比增速远低于次贷危机爆发之前的水平，其中投资对 GDP 贡献仅占 20% 左右；而受制于失业率的持续攀升，个人实际消费水平也远未恢复至危机前的平均水准，无法从根本上拉动美国经

济的复苏。此外，美国经济的失衡状况日趋严重，这也对美国经济的中长期发展造成了制约。

为防止美国经济复苏出现逆转势头，在传统货币政策调控空间缺失的情况下，受压于现实需求，美联储宣布再度启动第二轮量化宽松货币政策（QE2）。2010年11月3日，美联储正式推出第二轮量化宽松货币政策。QE2的主要手段包括：其一，继续维持联邦基金利率在0-0.25%区间内（即近零水平）；其二，增加购买长期国债规模，计划每月购买额度预计为750亿美元，直至2011年6月底，累计购买6000亿美元的财政债券和机构债券；其三，对到期国债实施展期，借此继续维持美国经济整体的低利率水平，从而刺激信用市场和真实经济的复苏。

遗憾的是，在美联储实施第二轮量化宽松政策后，虽然美国经济呈温和增长态势，但失业率仍维持高位。此外，美国家庭消费开支增速有所下降，但企业固定资产投资继续增长，尽管房地产市场出现了一些积极信号，但依然处于低迷状态。

第三与第四轮量化宽松货币政策（QE3、QE4）。受欧债危机持续发酵的负面影响，2012年起，美国经济再次出现下滑迹象，2012年第二季度美国GDP增速跌至1.5%，经济疲软态势严峻。同时，美国就业市场表现也大幅低于市场预期，2012年8月美国新增就业人数为9.6万，远低于市场预期的13万左右。欧债危机对全球经济的负面溢出效应，致使新兴经济体经济增长放缓，美元面临升值压力，导致美国经济复苏乏力，前景不明。为了从根本上解决美国失业高企和经济低迷等问题，美联储启动了第三轮量化宽松货币政策。

2012年9月13日，为改善就业市场、刺激经济复苏，美联储宣布正式启动第三轮量化宽松（QE3）。第三轮量化宽松政策主要包括三方面内容：一是，美联储每月购买400亿美元规模的抵押贷款支持证券，直至疲弱的就业市场呈现持续好转态势。须特别指出，与前两轮量化宽松政策不同，美联储并未对第三轮量化宽松政策的购买总量与购买时限进行明确的说明与限制，而仅仅公布了QE3中每月的购买额度。二是，美联储将在2012年年底前，继续执行QE2中的“扭转操作”。三是，美联储将联邦基金利率维持在0-0.25%的低位区间不变的时间从QE2公布的2014年年底延长至QE3中的2015年中期。与前两轮量化宽松政策相比，第三轮量化宽松政策的目标更加明确，直指美国就业市场。

第三轮量化宽松政策的实施使得2012年美国经济呈现出明显的U型走势。2012年美国实际GDP表现整体优于2011年，前三季度呈现先降后升的运行趋势。与此同时，随着第三轮量化宽

松政策的不断推进，美国财政状况却持续恶化，财政赤字压力巨大，财政政策陷入两难境地，政策失衡致使美国经济复苏严重依赖于非常规货币政策。

2012年12月，在经济预期尚不明朗且扭转操作即将到期的情况下，美联储于12月12日再次宣布推出第四轮量化宽松货币政策，以提振劳动市场，进一步刺激经济复苏。联邦公开市场委员会宣布的第四轮量化宽松货币政策内容包括：第一，在失业率高于6.5%且未来一两年内通胀率预期不超过2.5%的情况下，美联储将继续维持联邦基金利率在0-0.25%的区间不变；第二，美联储继续延长到期计划，每月购买450亿美元的长期国债，以替代“长债换短债”的扭曲操作，但不再以短期资产进行置换。QE4事实上再度扩大了货币供给总量，至此，美联储每月购买资产总计已经达到了850亿美元。

与前三轮量化宽松政策相比，QE4表现更为直接，美联储公开将失业率和通货膨胀率目标作为短期利率上调的门槛条件，政策前提更加具体，即强化了“阈值”在市场预期管理中的作用。随着美联储第三、四轮量化宽松货币政策的不断推进，2013年12月起，美国经济逐步改善，就业市场出现好转。

政策整固

2014年美国基本恢复至金融危机之前的水平，美联储考虑到大规模量化宽松政策可能对潜在通货膨胀以及金融风险定价的扭曲，在2014年底开启非常规货币政策的正常化进程：一是退出量化宽松政策，二是加息，三是央行资产负债表整固。此后，2014年，美联储接连实施了缩减量化规模的政策，不断减少国债的购买规模，此举也预示着美国正在逐步退出量化的货币政策。

2014年10月29日，美联储正式对外宣布，退出量化宽松货币政策。美联储退出量化宽松货币政策的具体路径表现为：首先，逐步减少每月资产购买计划的规模，其次，上调联邦基金利率目标区间，并推动目标利率收敛于基准利率；最后，停止持有到期证券本金的再投资，并逐步缩减资产负债表。这样循序渐进的退出路径，有助于货币政策发挥更大的作用，与此同时，还可以避免由此引发的市场紧缩预期。

美国的量化宽松货币政策为国内经济的复苏带来了极为有利的助力作用，与此同时，也在防

止金融危机影响的全球蔓延、促进全球经济的复苏回暖等方面，起到了显著的促进作用。然而不可否认的是，与美国实施量化宽松货币政策为全球许多国家带来影响相类似，美联储宣布退出量化宽松货币政策之举，同样给世界经济带来了较大的震动。

未来展望

2017 年美联储经过 3 次加息，将利率区间上调到 1.25%-1.50%，标志了美国货币政策的逐步紧缩。通过高收益率吸引海外资金注入，促进国内经济增长。同时，也趁当前美国经济短暂复苏，及时加息，以为日后调整留有余地。此外，2017 年 10 月起美联储开始启动渐进式被动缩表，通过停止对到期国债和 MBS 的再投资，减少市场中流通的货币。此举是对加息的强有力补充，进一步紧缩了货币政策，有助于推高美元走势，遏制金融市场上的过度泡沫，也为下一次可能到来的危机留有更多应对工具。

美联储“缩表”问题成为美国货币政策正常化新的焦点。利率政策调整和缩表独立实施还是组合实施取决于两种政策相互替代的程度，相对的精确度，以及其各自对经济活动产生的影响。目前短期名义中性利率处于历史地位，即使其收敛至长期名义中性利率，仍然偏低。如果经济遭遇与过去同等程度的负面冲击，受到有效下限的约束，名义利率没有足够的空间做出调整应对危机。相对于同时采取利率政策调整和缩表，维持资产负债表规模将有助于名义利率以更快的速度提升，以应对经济在低利率边界的不对称风险。

面对美联储起伏不定的加息节奏和缩表步骤，中国政府应稳步推进国内经济金融结构性改革。做好各类预案措施，针对不同情景，加强政策储备。建立快速反应机制，控制风险蔓延范围和程度，降低应对外部风险的成本和风险造成的损失。

声 明

《金融监管评论 (Financial Regulation and Supervision Review)》

主编：胡滨

《金融监管评论》栏目由中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地主办，主要发布研究基地最新的原创性学术成果。

《金融监管评论》为内部交流刊物，报告中所引用的信息均来源于公开资料，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地（以下简称“研究基地”）对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。文中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，是首批国家高端智库——国家金融与发展实验室下属的研究机构，专门从事金融法律、金融监管及金融政策等领域的重要理论和实务问题研究。

地址：中国北京朝阳区曙光西里 28 号中冶大厦 11 层 1101 室

邮编：100028

网址：<http://www.flr-cass.org>

电话：+(8610) 59868205

E-mail：flr-cass@cass.org.cn