美国货币政策的实践与启示

证券分析师：胡少华
执业证书编号：S0630516090002
电话：021-20333748
邮箱：hush@longone.com.cn
证券分析师：刘思佳
执业证书编号：S0630516080002
电话：021-20333778
邮箱：liusj@longone.com.cn
证券分析师：李沛
执业证书编号：S0630520070001
电话：021-20333403
邮箱：lp@longone.com.cn
联系人：陈茜茜
电话：021-20333532
邮箱：cxx@longone.com.cn

相关研究报告

摘要：

美国作为全球经济第一大国，其货币政策的变革及沿袭路径对我国有深刻的借鉴意义。早在 20 世纪 30 年代，美国《联邦储备法》明确美联储货币政策目标为“最大化就业、稳定的物价和合适的长期利率”。一般通常把美联储货币政策目标称为充分就业和稳定价格“双重目标”，而主要中介目标则为联邦基金目标利率。

1934 年-1971 年，美国货币政策处于布雷顿森林体系中。这个阶段货币政策的中介目标是联邦基金利率。七十年代，布雷顿森林体系解体，石油危机暴发，美国货币政策中介目标开始从联邦基金利率向货币供应量转变。1979 年，美联储改用货币供应量为目标，非借入准备金为操作指标，下决心控制通胀水平。1983 年 2 月，货币政策操作转向以借入准备金为目标，以控制准备金水平。1987 年股灾期间，货币政策操作目标又转变为联邦基金利率，1989 年末后成为长期使用目标，不再使用借入准备金。

2000 年前后，为了应对网络泡沫破灭，2001 年 1 月至 2003 年 6 月，美联储连续 13 次下调联邦基金利率，导致美国房地产泡沫化。2006 年开始，美联储连续 17 次加息，联邦基金利率从 1%提升到 5.25%。地产违约率开始上升，系统性风险引发了 2007 年夏季开始至 2008 年末的次贷危机。为应对危机，恢复美国经济，美联储实施了联邦基金利率降至零附近和三次量化宽松政策。

随着经济稳定加升，美联储于 2015 年 12 月和 2016 年 12 月分别加息一次和二次，2017 年加息三次，2018 年进行了四次加息，2018 年累计加息 100 个基点，四年加息共计九次。2019 年美联储经历了从加息到降息的反转。

2020 年 2 月中旬新冠疫情在海外爆发后，美联储及时采取大幅放宽货币政策，两次紧急降息将利率降至 0%、无上限的 QE 政策、重启次贷危机时的货币工具以投放流动性。

8 月 27 日，美联储宣布修改货币政策框架，将就业指标放在更加重要的位置，此外，将通胀考核更改为“平均通胀目标 2%”，更加关注经济恢复的持续性和全面性，小幅提升对通胀的容忍度。从目前情况看，美联储在短期内或将维持偏宽松的政策基调。

总结美国历次货币调控经验，美国货币政策以稳定物价为主要最终目标，以联邦基金利率为主要操作目标，在单独控制利率难以达到目标时，同时调节货币供应量，特别是在金融危机时期，通过大幅度增加货币供应量来稳定经济，总体上取得了较好的成效，但也常出现货币宽松时间过长，导致“泡沫化”现象。

正文目录

1. 美联储和美国货币政策概况.....4
1.1. 美联储概况.....4
1.2. 美国货币政策的目标和工具.....4
2. 美国货币政策的演变.....4
2.1. 大萧条与货币（1933 年以前）.....4
2.2. 布雷顿森林体系与货币政策（1934-1971 年）.....4
2.3. 七十年代的联邦基金利率与滞涨（1972-1979 年）.....5
2.4. 用非借入准备金控制 M1 增速（1979-1982 年）.....7
2.5. 借入储备金的操作（1982-1989 年）.....8
2.6. 回归联邦基金利率（1990s）.....9
2.7. 次贷危机与货币政策（2001-2015 年）.....11
2.8. 货币政策正常化（2015-2019 年）.....13
3. 美联储最新政策及其展望.....14
3.1. 新一轮量化宽松开启（新冠疫情至今）.....14
3.2. 短期或将维持偏宽松货币政策.....16
4. 美国的启示.....17

图 1 (美国联邦基金利率 1954-1972 年，%).....5
图 2 (美国联邦政府黄金储备，吨).....5
图 3 (美国 1960-1972 年 M1 变化率，%).....5
图 4 (美国 1960-1972 年 M2 增速，%).....5
图 5 (美国 1973-1979 年联邦基金利率，%).....6
图 6 (美国 1973-1980 年 GDP 增长率，%).....6
图 7 (美国 1972-1979 年 M1 变化率，%).....6
图 8 (美国 1972-1979 年 M2 变化率，%).....6
图 9 (美国 1972-1977 年 CPI 指数，%).....6
图 10 (美国 1971-1979 年失业率，%).....6
图 11 (美国 1979-1982 年联邦基金利率，%).....7
图 12 (美国 1980-1983 年 GDP 增长率，%).....7
图 13 (美国 1980-1983 年 M1 变化率，%).....8
图 14 (美国 1980-1983 年 M2 变化率，%).....8
图 15 (美国 1979-1982 年 CPI 指数，%).....8
图 16 (美国 1980-1984 年失业率，%).....8
图 17 (美国 1983-1989 年联邦基金利率，%).....9
图 18 (美国 1983-1989 年 GDP 增长率，%).....9
图 19 (美国 1984-1990 年 M1 变化率，%).....9
图 20 (美国 1984-1990 年 M2 变化率，%).....9
图 21 (美国 1983-1989 年 CPI 指数，%).....9
图 22 (美国 1983-1989 年失业率，%).....9
图 23 (美国 1990-2001 年联邦基金利率，%).....10
图 24 (美国 1990-2000 年 GDP 增长率，%).....10
图 25 (美国 1990-2000 年 M1 变化率，%).....10
图 26 (美国 1990-2000 年 M2 变化率，%).....10
图 27 (美国 1990-2001 年 CPI 指数，%).....11
图 28 (美国 1990-2000 年失业率，%).....11

图 29 (美国 2001-2015 年联邦基金利率，%) 12
图 30 (美国 2001-2015 年 GDP 增长率，%) 12
图 31 (美国 2001-2015 年 M1 变化率，%) 12
图 32 (美国 2001-2015 年 M2 变化率，%) 12
图 33 (美国 2001-2015 年 CPI 指数，%) 12
图 34 (美国 2001-2015 年失业率，%) 12
图 35 (美国 2016-2019 年联邦基金利率，%) 13
图 36 (美国 2016-2019 年 GDP 增长率，%) 13
图 37 (美国 2016-2019 年 M1 及环比，十亿美元，%) 14
图 38 (美国 2016-2019 年 M2 及环比，十亿美元，%) 14
图 39 (美国 2016-2019 年 CPI 指数，%) 14
图 40 (美国 2016-2019 年失业率，%) 14
图 41 (联邦基金利率，%) 16
图 42 (美联储总资产，亿美元) 16
图 43 (美国失业率，%) 16
图 44 (美国新增非农就业人数，千人) 16
图 45 (美国 PCE 通胀率当月同比，%) 17
图 46 (美国 GDP 不变价环比折年率，%) 17

货币政策在经济社会发展中有着举足轻重的地位，影响着经济的繁荣和衰退，甚至国家的兴衰。美国作为全球经济第一大国，其货币政策的变革及沿袭路径对我国有深刻的借鉴意义。本文在回顾美国货币政策框架变化历史进程的基础上，提出未来美联储行动的展望以及对我国的启示。

1.美联储和美国货币政策概况

1.1.美联储概况

美国联邦储备局成立于 1913 年 12 月 23 日，简称美联储（Federal Reserve），其法律依据是美国的《联邦储备法》。美联储的主要职能机构是位于华盛顿特区的联邦储备理事会、12 家地区性的联邦储备银行和联邦公开市场委员会（FOMC）。联储理事会向国会报告、对国会负责，负责指导联储系统的运行，监管 12 个地区储备银行。联储理事会共有 7 名理事，其任职由总统提名、参议院批准，理事任期 14 年，主席和副主席任期 4 年。

联储公开市场委员会（FOMC）决定美国货币政策，决定公开市场操作的执行、联储持有资产的金额和结构、与公众进行货币政策沟通。FOMC 有 12 位有投票权的委员，其中 7 名为联储理事，1 名为纽约联储银行行长，4 名由其余 11 家地区联储银行行长轮流担任 1 年。12 家地区联储银行的行长都参加议息会议，但只 5 名作为联储理事的委员有投票权。FOMC 监管联储实施货币政策主要工具——公开市场操作，指导联储外汇市场操作，与外国央行开展货币互换操作。

1.2.美国货币政策的目标和工具

美国《联邦储备法》明确美联储货币政策目标为“最大化就业、稳定的物价和合适的长期利率”。尽管法案列出了 3 个明确的货币政策目标，通常把美联储货币政策目标称为充分就业和稳定价格“双重目标”。

美国 FOMC 货币政策的主要中介目标是联邦基金目标利率，货币政策操作工具有：公开市场操作、贴现率、准备金要求、准备金利率和超额准备金利率、隔夜逆回购协议、定期存款工具。

2.美国货币政策的演变

2.1.大萧条与货币（1933 年以前）

1929 年，美国爆发影响深远的大萧条。危机发生后，家庭和外国因担心形势不稳定，要求央行兑出黄金量大幅增加，央行黄金储备下降，在当时金本位制情况下导致货币供应量的下降，成为加重危机的一个重要原因。诺贝尔经济学获奖者，米尔顿·弗里德曼认为美联储没有在危机发生后增加足够的货币供应量，导致了 1930 到 1933 年的大萧条。

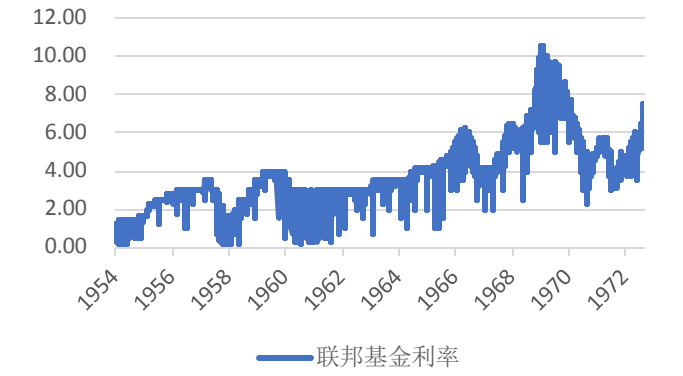
2.2.布雷顿森林体系与货币政策（1934-1971 年）

1933 年，美国终于放弃了金本位制，之后经济也逐步恢复。

1944-1971 年，西方国家建立了以美元为中心的布雷顿森林体系，美元与黄金挂钩，其他货币与美元挂钩，相当于西方主要国家间实行准固定汇率制度。

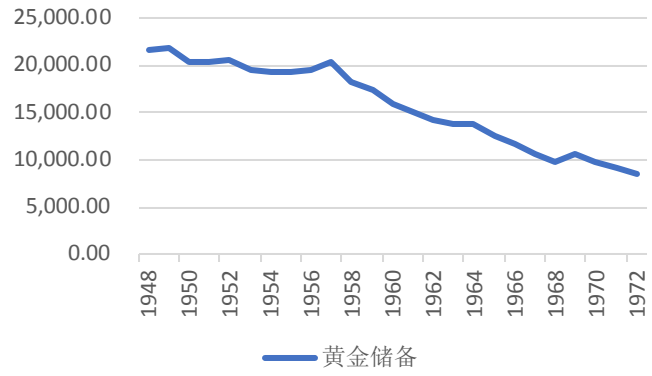
这个阶段货币政策的中介目标是联邦基金利率。

图 1 (美国联邦基金利率 1954-1972 年，%)



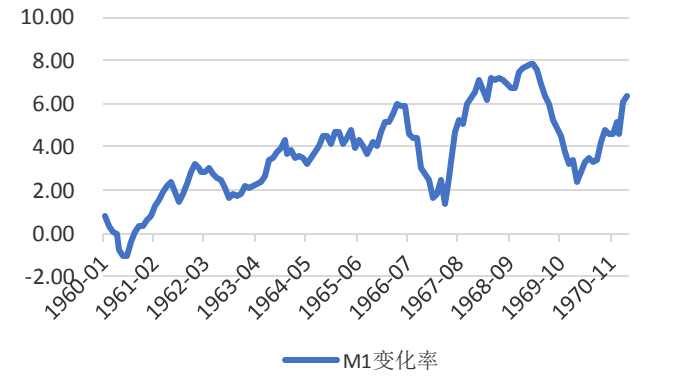
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 2 (美国联邦政府黄金储备，吨)



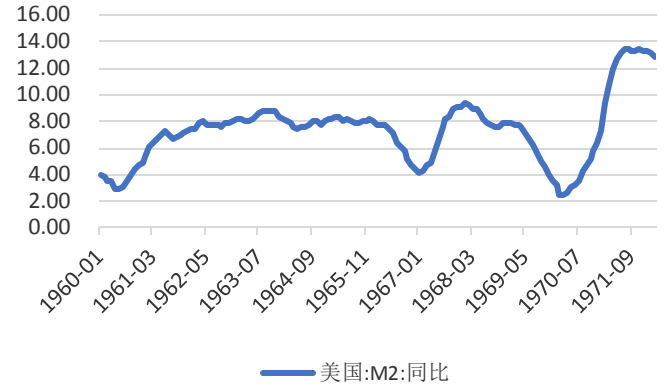
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 3 (美国 1960-1972 年 M1 变化率，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 4 (美国 1960-1972 年 M2 增速，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.七十年代的联邦基金利率与滞涨（1972-1979 年）

布雷顿森林体系解体后的七十年代，受中东石油危机等因素影响，出现了物价高涨和失业率居高不下的“滞涨”现象。1977 年，美国通过法案规定了美联储最大化就业、稳定物价和温和的长期利率三大目标。货币政策中介目标开始从联邦基金利率向货币供应量转变，但实际上仍以联邦基金利率为主导，物价难以控制，持续上涨。

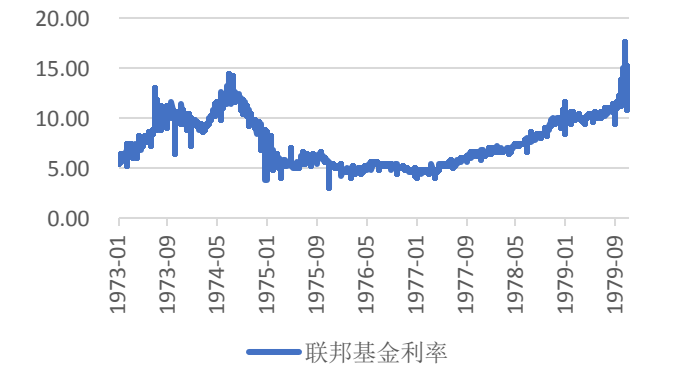
六十年后期，公开市场委员会给货币操作经理的指令一般明确以货币市场条件为目标（联邦基金利率），如果银行信贷明显偏离当时水平或预测水平时可以作一些调整，但没有明确的长期货币供应量要求。

1970 年开始，FOMC 公开市场操作指令以银行信贷和货币增速作为主要目标，货币市场条件为次要目标。但是，由于 FOMC 规定的联邦基金利率范围太小，操作经理没有办法在规定的利率范围内对冲货币供应增速，货币供应实际增速经常明显超出委员会规定的目标范围，物价持续上升。

1977 年，通过《联储改革法案》。FOMC 给货币操作经理的指令中明确了为期两个月的 M1 和 M2 增长目标，这个目标与向国会报告的年度增长范围保持一致。1977 年 2-3 月，M1 的增长范围为 3-7%，M2 的增长目标为 6.5-10.5%。FOMC 估计实现这个增长目标的联邦基金周平均利率大约为 4*5/8-4*3/4%。如果规定的利率与货币供应量增速不一致，货币操作经理需迅速报告 FOMC 主席，由后者决定是否需要新的操作指令。

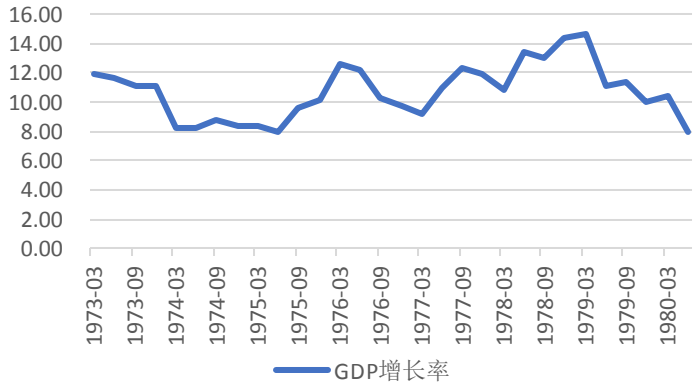
1978 年通过 Humphrey-Hawkins Act，要求公开市场委员会对货币和信贷增速设立目标范围，并且明确在 1983 年前必须达到 4%的失业率和 3%的通货膨胀目标。

图 5 （美国 1973-1979 年联邦基金利率，%）



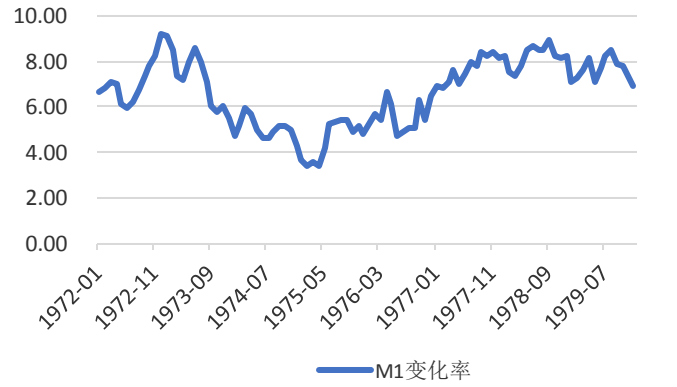
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 6 （美国 1973-1980 年 GDP 增长率，%）



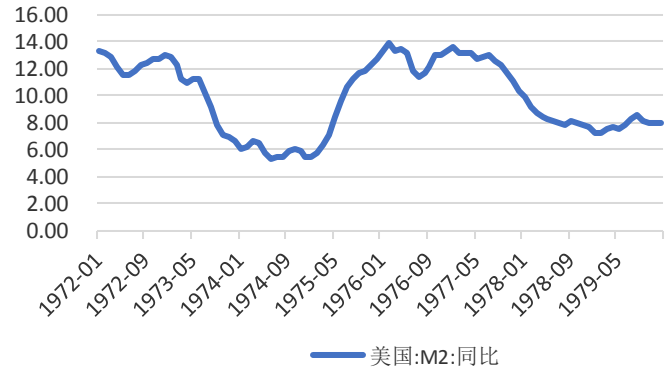
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 7 （美国 1972-1979 年 M1 变化率，%）



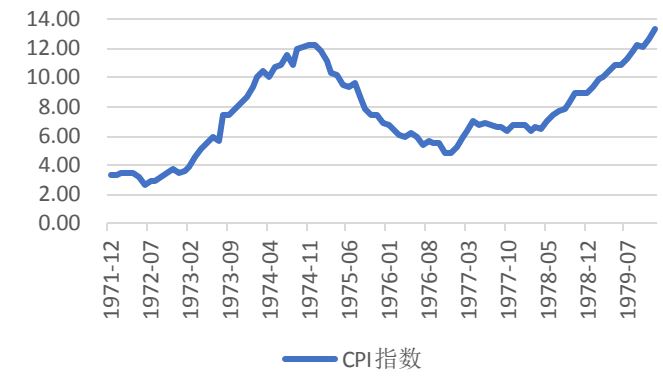
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 8 （美国 1972-1979 年 M2 变化率，%）



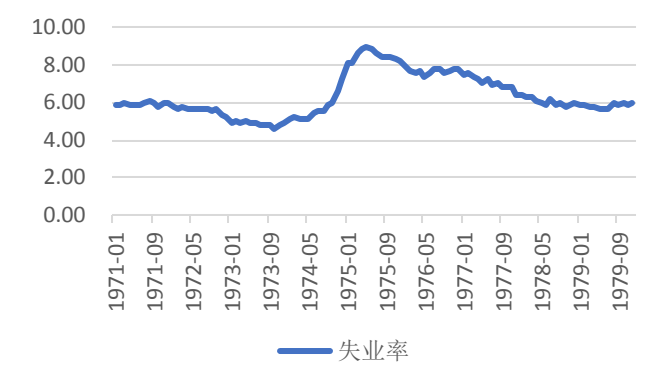
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 9 （美国 1972-1977 年 CPI 指数，%）



资料来源：美联储官网，东海证券研究所

图 10 （美国 1971-1979 年失业率，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.4.用非借入准备金控制 M1 增速（1979-1982 年）

七十年代，面对快速上涨的价格，货币政策上联邦基金利率调整力度太小，调整时间迟缓，货币供应量增长过快，以至物价大幅上涨，同时经济增速下降，失业率上升。美联储在 1979 年改用货币供应量为目标，非借入准备金为操作指标，下决心控制通胀水平。

1979 年 10 月 6 日，公开市场委员会宣布以控制货币供应量为目标，货币操作将增加对银行准备金的关注，减少对联邦基金利率短期波动的关注，并更重视贴现率和银行准备金率。决定将操作目标改为非借入储备金，取代之前的联邦基金利率。

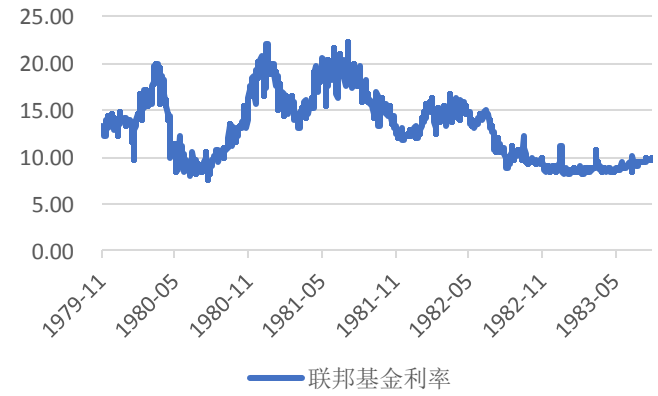
为了实现货币供应量目标，联邦基金利率宽度从 0.5 个百分点扩大到了 4 个百分点。1979 年 9 月 18 日，FOMC 的货币操作指令规定公开市场操作中联邦基金利率周平均在 11.25-11.75%的范围，利率宽度只有 0.5 个百分点。10 月 6 日，FOMC 的货币操作指令要求银行准备金增速与 M1、M2、M3 增速相一致，联邦基金利率周平均水平范围为 11.5-15.5%，利率宽度达到 4 个百分点。后来，又进一步扩大了利率宽度，并允许联邦基金利率超出规定范围，直至 1990 年 11 月。1979 年，M1 的范围为 3-8%，M2 的范围为 6.5 到 10.5%。

1980 年 2 月，由于金融货币创新发展，货币供应量的内涵和意义发生了变化，FOMC 重新定义货币供应量，用 M-1B 替代 M1。1981 年 M-1B 又改为调整后的 M-1B。1982 年又重新使用 M1、M2 作为货币供应量指标。

其中，1980 年 3 月 14 日，美联储宣布紧急信贷供给控制计划，对商业银行业、以前不受监管的货币市场基金和所有发放信用卡的零售公司进行限制，要求银行贷款从 2 月份的年化 17%以上的增长速度降低到 9%。因为问题严重，5 月 22 日宣布结束部分控制，7 月 3 号完全停止。

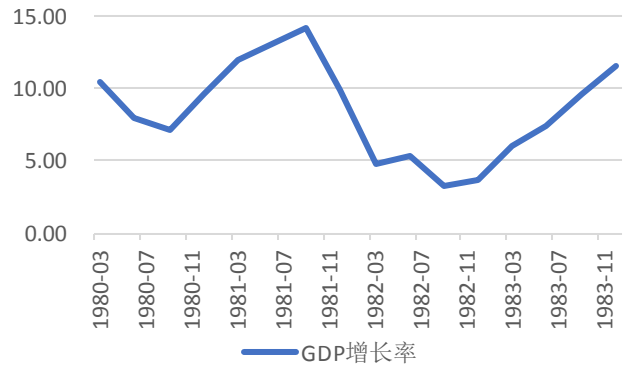
总体来看，用货币供应量指标较好地控制住了物价的大幅上涨。但货币供应量增速特别是 M1 增速稳定性较差，三年时间进行了多次修正。而且，M1 增速虽然已经超出其上限目标，但仍不能阻止经济的下滑。

图 11 （美国 1979-1982 年联邦基金利率，%）



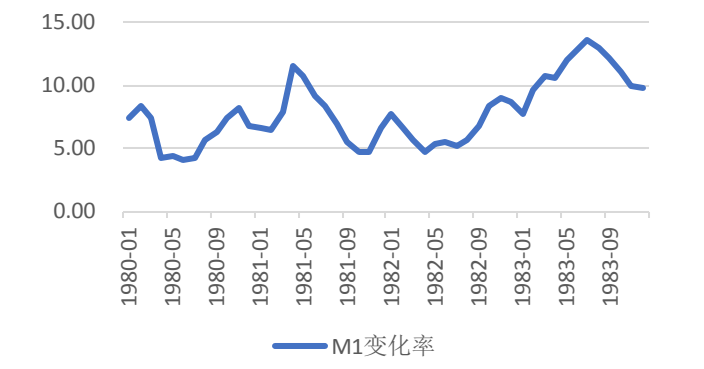
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 12 （美国 1980-1983 年 GDP 增长率，%）



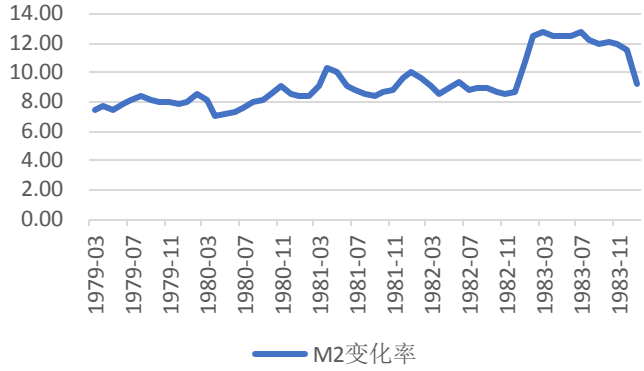
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 13 （美国 1980-1983 年 M1 变化率，%）



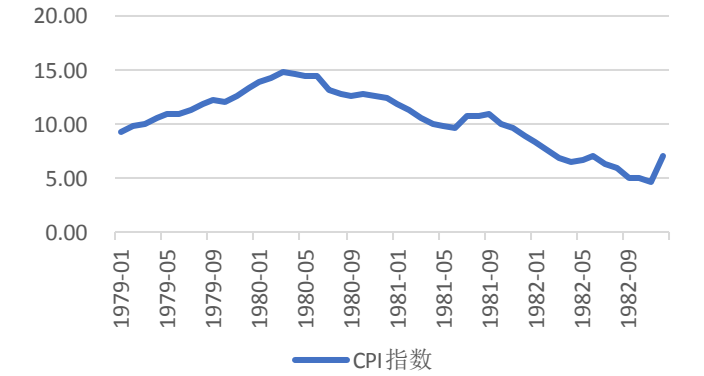
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 14 （美国 1980-1983 年 M2 变化率，%）



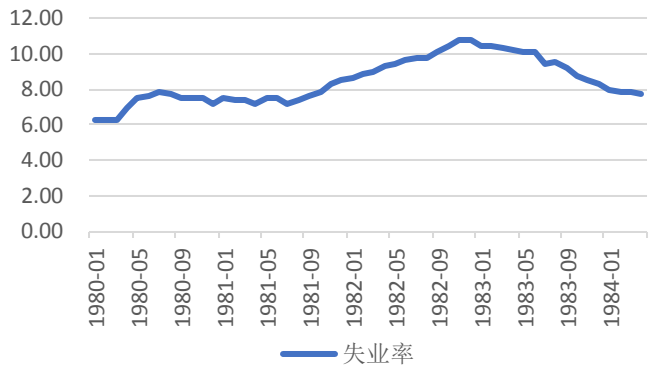
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 15 （美国 1979-1982 年 CPI 指数，%）



资料来源：美联储官网，东海证券研究所

图 16 （美国 1980-1984 年失业率，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.5.借入储备金的操作（1982-1989 年）

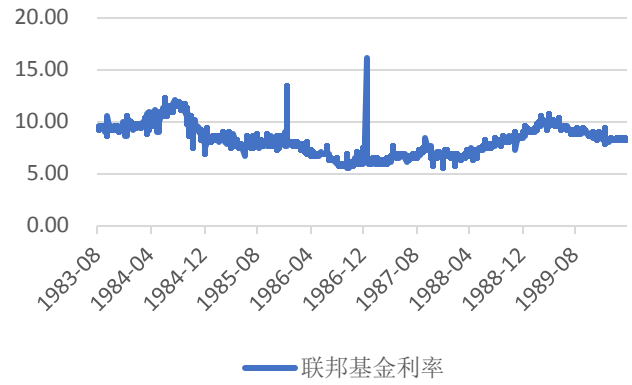
1979 年 10 月以来，美联储虽然通过控制货币供应量增速，降低了通胀水平，但是经济停滞不前，失业率上升到了战后最高水平，高利率和低消费影响了家庭、企业和银行。

1982 年，货币供应量增速已超过政策目标上限，而经济增速却在下降，失业率上升到了 9.8%。1982 年 7 月，美联储增加银行准备金供给，更快地扩张货币，信贷条件大幅放松，短期利率很快下降，并终于低于长期利率。到 8 月 24 日，联邦基金利率从年中的 14.25%降到了 9%，贴现利率从 12%降到了 10.5%。对于货币供应量增速超过目标值，美联储认为货币供应量实际值在目标上限附近是可以接受的。但国会不同意保持货币供应量增速不变，又允许其实际值超过目标上限。

1982 年 10 月，M1 的变化更加复杂化。当时，所有储户将有 350 亿美元存款到期，其中一部分会转变成 M1。另外，国会又通过了货币市场存款帐户，这种不封顶的帐户可能会将一部分 M1 存款转成 M2。

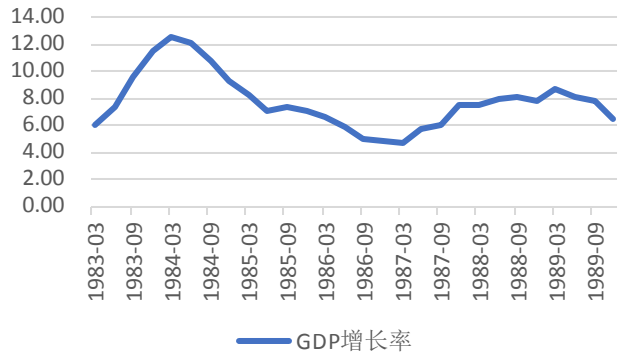
基于这种情况，美联储宣布货币政策将降低对 M1 的使用，更侧重广义货币的使用，更加重视经济增长和物价的结果。由于非借入准备金不适合于 M2、M3 的控制，FOMC 决定将借入准备金作为新的货币政策的操作工具，不再操作非借入准备备金。1983 年 2 月，货币政策操作转向以借入准备金为目标，以控制准备金水平。

图 17 （美国 1983-1989 年联邦基金利率，%）



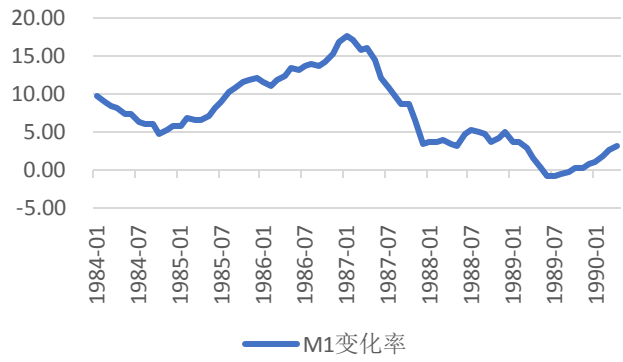
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 18 （美国 1983-1989 年 GDP 增长率，%）



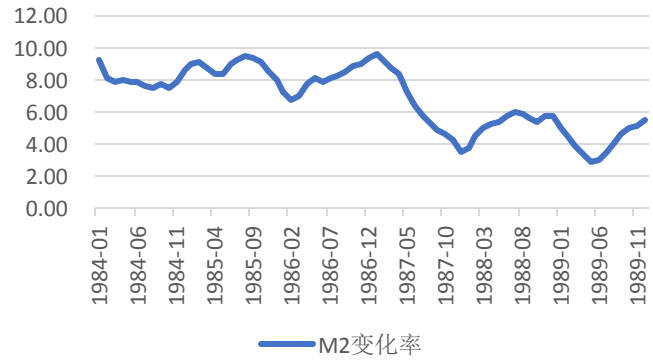
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 19 （美国 1984-1990 年 M1 变化率，%）



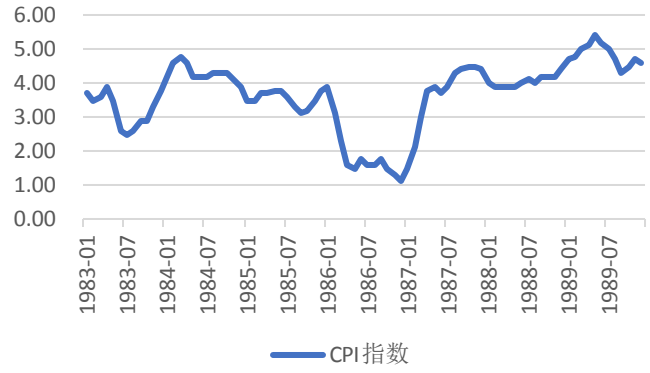
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 20 （美国 1984-1990 年 M2 变化率，%）



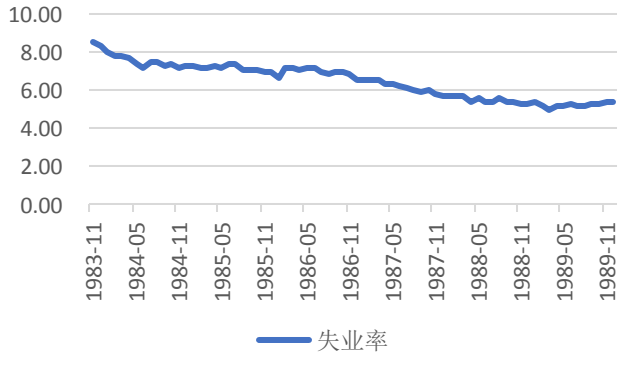
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 21 （美国 1983-1989 年 CPI 指数，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 22 （美国 1983-1989 年失业率，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.6.回归联邦基金利率（1990s）

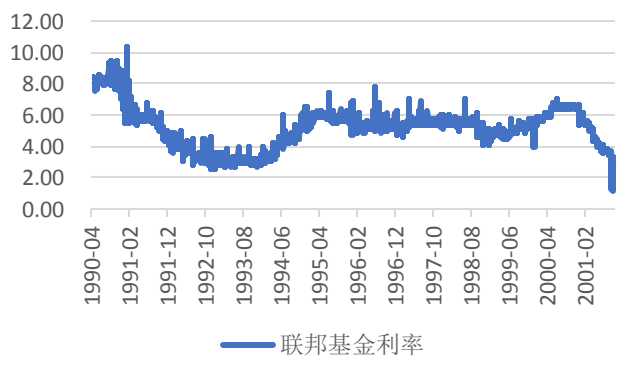
货币政策操作目标转变为联邦基金利率始于 1987 年股灾时短期作用，1989 年末后成为长期使用目标，不再使用借入准备金为目标。

1987 年美国爆发了大规模的股灾。在股灾爆发之后，美联储在沃尔克领导下进行“逆风干预”，成效很好。

进入九十年代，M2 增速与经济增速的关系弱化，美联储逐步放弃了 M2 目标。九十年代初，受 8 月份伊拉克入侵科威特影响，石油价格跳涨，经济有衰退迹象，其中 M2 增速又低于名义消费增速。其原因在于金融脱媒和家庭资产负债结构调整，广义货币周转率增加，导致 M2、M3 增速下降，但消费和名义经济增速其实并没有多少下降。1992 年上半年，M2 周转率明显上升，而 M3 周转率上升已经有好几年，FOMC 在货币政策中降低了 M2 的权重。1993 年 M2 的周转率继续上升，FOMC 主要以未来金融经济和价格作为制定货币政策的依据。1994 年 6 月，FOMC 将 M2 转变成了与价格稳定、经济可持续增长一样的一般性变量，当年和下一年的 M2 增速目标是 1-5%。2000 年 Humphrey-Hawkins Act 法案失效后，不再解释 M2 的变化。

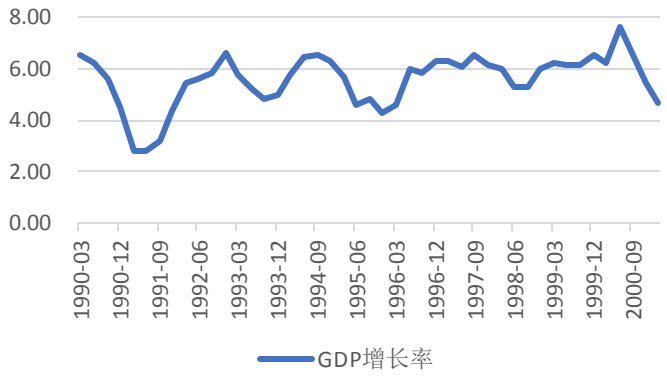
货币政策操作上，调整加季节性借款在 1989 年 12 月 22 日以后不再使用。FOMC 虽然继续以借入准备金作为操作目标，实际上在 FOMC 两次会议间是以隐含的联邦基金预期利率为优先操作目标的。从 1990-1996 年，FOMC 制定货币政策的时候主要依据对通胀和资源利用的预测，逐步调整预期联邦基金利率。也就是说，FOMC 已经通过调整联邦基金预期利率，来实现对通胀和失业率目标。从 1995 年 7 月 6 日开始，FOMC 在议息会议后公布联邦基金利率目标。

图 23 (美国 1990-2001 年联邦基金利率，%)



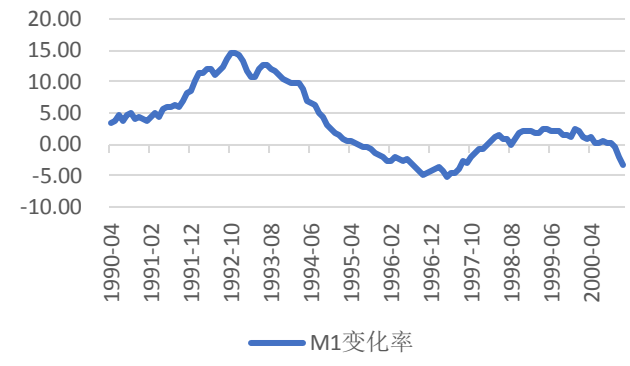
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 24 (美国 1990-2000 年 GDP 增长率，%)



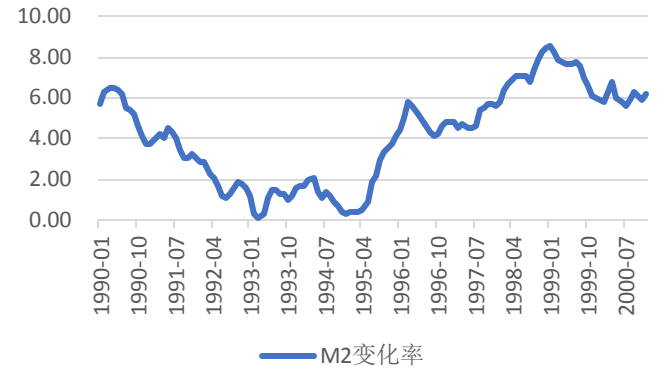
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 25 (美国 1990-2000 年 M1 变化率，%)



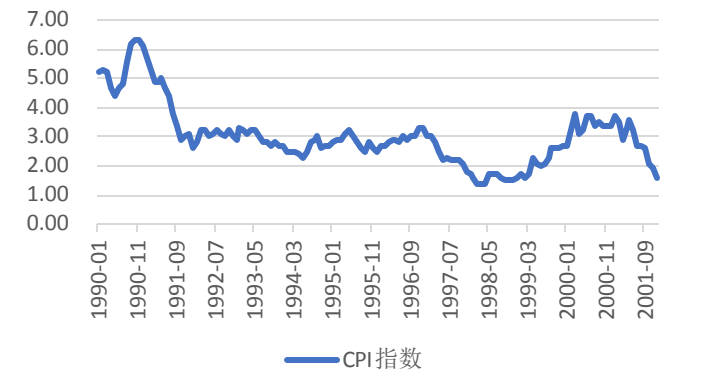
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 26 (美国 1990-2000 年 M2 变化率，%)



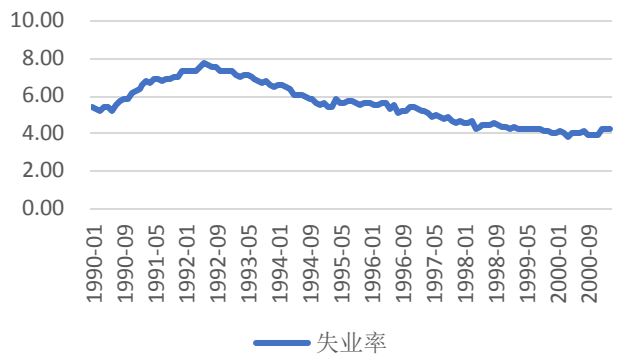
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 27 （美国 1990-2001 年 CPI 指数，%）



资料来源：美联储官网，东海证券研究所

图 28 （美国 1990-2000 年失业率，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.7.次贷危机与货币政策（2001-2015 年）

为了应对 2000 年前后的网络泡沫破灭，2001 年 1 月至 2003 年 6 月，美联储连续 13 次下调联邦基金利率，从 6.5%降至 1%的历史最低水平，而且在 1%的水平停留了一年之久。低利率促使美国民众将储蓄拿去投资资产、银行过多发放贷款，次级贷款投资风行一时，导致美国房地产泡沫的持续膨胀，并泡沫化。

2006 年，美联储连续 17 次加息，联邦基金利率从 1%提升到 5.25%。利率大幅攀升，加重了购房者的还贷负担，美国住房市场开始大幅降温。因为住房贷款利率调高，许多人无力偿还而违约，一连串的连锁反应在 2007 年夏季开始引发国际金融市场的震荡、恐慌和危机。2008 年 7 月中旬，美国房地产抵押贷款巨头“两房”遭受 700 亿美元巨额亏损，最终被美国政府接管。2008 年 9 月中旬，美国第四大投资银行雷曼兄弟陷入严重财务危机并申请破产保护。2008 年第四季度，美国 GDP 下降 6.1%，失业率节节攀升并于 2009 年创下 50 多年来的最高纪录。

为了应对次贷危机，恢复美国经济，美联储实施了联邦基金利率降至零附近和三次量化宽松政策。

“零利率”。从 2007 年 8 月开始，美联储连续 10 次降息，联邦基金利率由 5.25%降至 0%到 0.25%之间。在 2007 年次贷危机的前夕，该利率为 5.02%。

第一次量化宽松（QE1）。因为降息不能刺激经济复苏，在 2008 年 11 月 25 日，美联储宣布将从两大住房抵押贷款机构——房利美和房地美，以及联邦住房贷款银行购买最高达 1000 亿美元的直接债务，并另外购买最高达 5000 亿美元的抵押贷款支持证券。

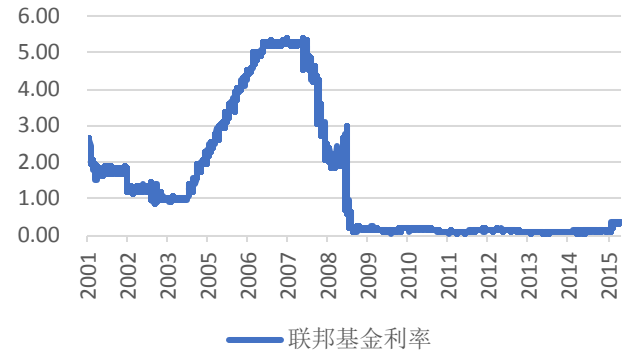
2009 年 3 月 18 日，美联储决定扩大 QE1。决定再购买最高达 7500 亿美元的抵押贷款支持证券和最高达 1000 亿美元的机构债来扩张美联储的资产负债表，美联储购买的抵押贷款支持证券和机构债券因此分别将增至最高达 1.25 万亿美元和 2000 亿美元。从 2008 年 12 月到 2010 年 4 月，美联储第一次量化宽松共计注入了 1.725 万亿美元流动性。

第二轮量化宽松。2010 年 11 月 4 日，美联储宣布了第二次量化宽松（QE2），决定购买 6000 亿美元的长期国债，以 750 亿美元每月的速度购买。至 2011 年 6 月 30 日结束，持续时间 8 个月，总计规模 6000 亿美元。

第三轮量化宽松。2012 年美联储宣布了第三次量化宽松（QE3），决定每月购买 MBS 400 亿美元和长期国债 450 亿美元，直到劳工市场“显著”的提升。2014 年 10 月 29 日停止购买。

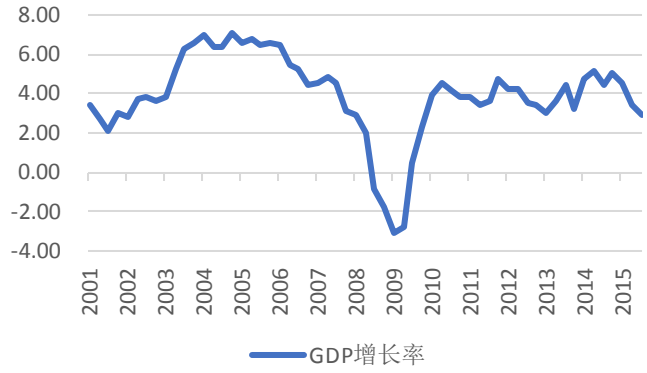
在这次经济危机中，美联储的一系列经济复苏的政策使美国成为在西方国家中第一个走出经济危机的国家，并自 2016 年起将失业率降至 5%，2018 年已低于 4%，2018 年第一季度的 GDP 增幅达 3%

图 29 （美国 2001-2015 年联邦基金利率，%）



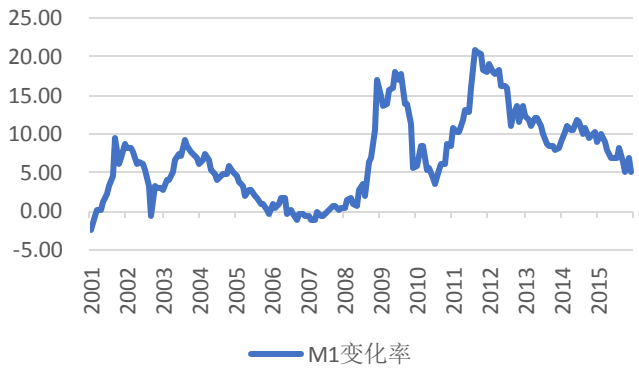
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 30 （美国 2001-2015 年 GDP 增长率，%）



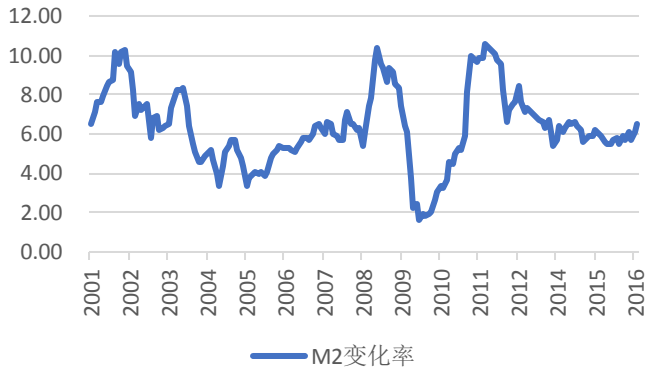
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 31 （美国 2001-2015 年 M1 变化率，%）



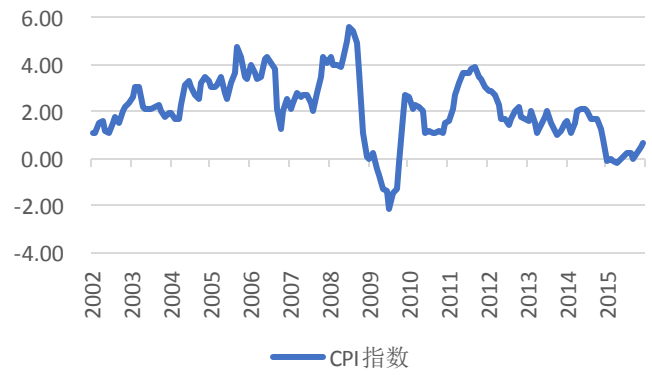
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 32 （美国 2001-2015 年 M2 变化率，%）



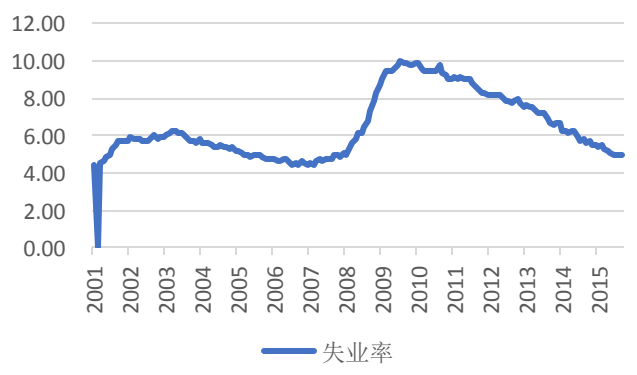
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 33 （美国 2001-2015 年 CPI 指数，%）



资料来源：美联储官网，东海证券研究所

图 34 （美国 2001-2015 年失业率，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

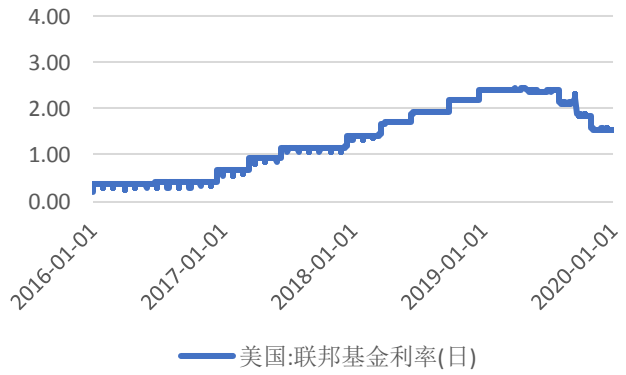
2.8.货币政策正常化（2015-2019 年）

2014 年的 FOMC 会议确定货币政策正常化的两个重要组成部分，一是逐步提高联邦基金利率的目标区间直到一个正常的水平，二是逐步降低联邦储备证券的持有。在 2015 年的 FOMC 会议将超额结余利息作为目标区间的上限，并将隔夜逆回购操作的利率（ON RRP）作为区间的下限。2017 年美联储决定将进一步逐步减少联邦储备证券的持有，降低从证券收取本金的再投资。2017 年 10 月，美联储启动“缩表”进程，2018 年 4 月末美联储资产规模降至 4.37 万亿美元，比 2017 年 10 月末缩减了 880 亿美元，其中，美联储持有的国债规模缩减了 530 亿美元，持有的抵押贷款支持证券（MBS）规模缩减了 260 亿美元。

美联储于 2015 年 12 月和 2016 年 12 月分别加息一次，两次加息后，当时利率还处于较低水平，对市场的影响较小。2017 年加息三次，2018 年进行了四次加息，2018 年累计加息 100 个基点。四年加息共计九次。

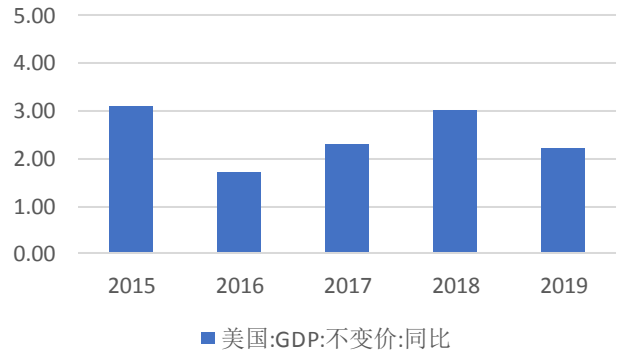
2019 年美联储经历了从加息到降息的反转。美联储在短短三个月内三次降息，结束了缩表计划并开始购买国债，持续开展回购操作，这些为市场注入了流动性，短期来看，继续宽松的必要性有所减弱。2019 年全年累计降息 75 个基点至 1.5%-1.75%，全球每股收益增长 1%，全球股市上涨 20%。

图 35 （美国 2016-2019 年联邦基金利率，%）



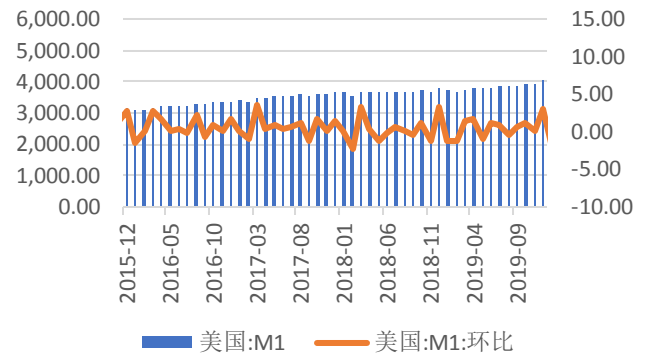
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 36 （美国 2016-2019 年 GDP 增长率，%）



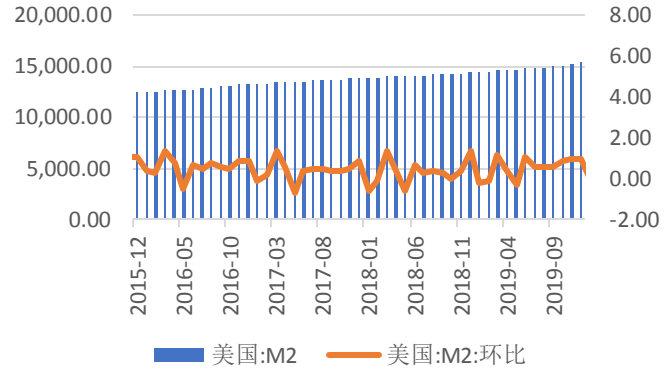
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 37 （美国 2016-2019 年 M1 及环比，十亿美元，%）



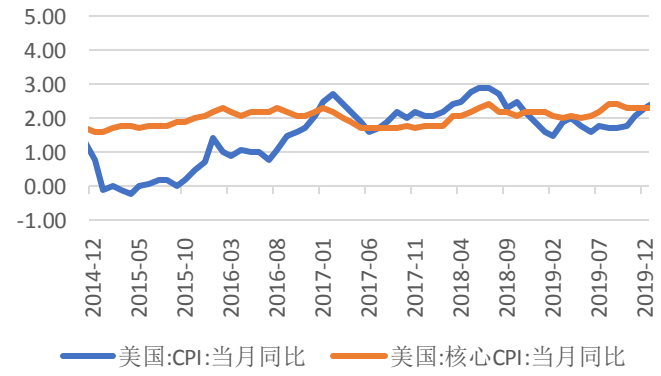
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 38 （美国 2016-2019 年 M2 及环比，十亿美元，%）



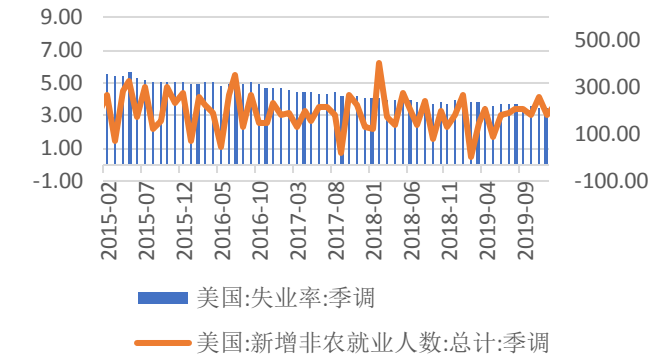
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 39 （美国 2016-2019 年 CPI 指数，%）



资料来源：美联储官网，东海证券研究所

图 40 （美国 2016-2019 年失业率，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.美联储最新政策及其展望

3.1.新一轮量化宽松开启（新冠疫情至今）

2020 年 2 月中旬，新冠疫情开始在海外大幅蔓延，全球金融市场均受到较大的冲击，美股出现暴跌，3 月份触发了四次熔断。2 月 20 日至 3 月 23 日，道指、纳指、标普 500 指数累计跌幅分别达 38%、30%、34%。投资者避险情绪达到高峰，传统的避险资产黄金、美债也遭到抛售，金融市场流动性危机开始凸显。

美联储为了缓解疫情带来的影响紧急采取应对措施，在金融市场刚开始出现反应时就大幅放宽货币政策，两次紧急降息将利率降至 0%、无上限的 QE 政策、重启次贷危机时的货币工具以及推出多种工具全方位向经济投放流动性。

3 月 3 日，美联储宣布降息 50 个基点至 1.00%-1.25%，自 2008 年以来的最大幅度降息，以此对抗新冠肺炎疫情的经济影响。同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。

3 月 9 日，美联储上调隔夜回购和定期回购操作规模。美联储称，隔夜回购操作规模至少从 1000 亿美元增至 1500 亿美元，本周定期回购操作将从 200 亿美元增至 450 亿美元。

3 月 11 日，纽约联储称，将把隔夜回购操作提供的资金量上限从周一刚刚调高后的 1500 亿美元进一步提升至 1750 亿美元。此外，美联储还延长了 450 亿美元的两周回购计划，并增加了 500 亿美元的一个月期回购计划。

3 月 12 日，纽约联储宣布了至少 1.22 万亿美元的资产购买计划：提供价值 5000 亿美元的 3 个月回购操作，外加 5000 亿美元的 1 个月市场操作，以及在两周内完成至少 2200 亿美元的操作。

3 月 15 日，美联储再次紧急降息，将利率降至 0-0.25%区间，并推出 7000 亿美元的大规模量化宽松计划。

3 月 16 日，纽约联储表示美联储 3 月 16 日将进行额外的隔夜回购操作，最高 5000 亿美元。

3 月 17 日，美联储宣布，恢复商业票据融资机制，而上一次使用该工具还要追溯到 2008 年金融危机时。建立一级交易商信贷便利机制，该机制将于 3 月 20 日起生效，到期时间最长 90 天。

3 月 19 日，美联储发布货币市场流动性工具的临时最终规则，修改机构资本规则，使金融机构能够因其进行 MMLF 活动的低风险而获得信贷，机构将不承担与这些活动有关的信贷或市场风险。

3 月 20 日，美联储与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行宣布协同行动，提高货币互换额度，进一步增加流动性。

3 月 23 日，美联储宣布开放式量化宽松政策，包括开放式的资产购买，本周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券，扩大货币市场流动性便利规模；为企业债新设两个流动性工具；将很快宣布“主体街商业贷款项目”以支撑中小型企业贷款。为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和 MBS。

4 月 9 日，美联储宣布，将提供总额高达 2.3 万亿美元的贷款帮助美国家庭、各类企业、州和地方政府应对新冠疫情和支持美国经济运转。美联储在一份声明中说，将通过大众借贷计划购买高达 6000 亿美元贷款，为中小企业提供信贷支持；通过一级和二级市场公司信贷工具以及定期资产支持证券贷款工具提供 8500 亿美元信贷支持，帮助企业和家庭从资本市场获取信贷；设立市政流动性工具为州和市政当局提供高达 5000 亿美元贷款；为参与小企业管理局薪酬保障计划的金融机构提供流动性支持，以保障小企业贷款和避免裁员。

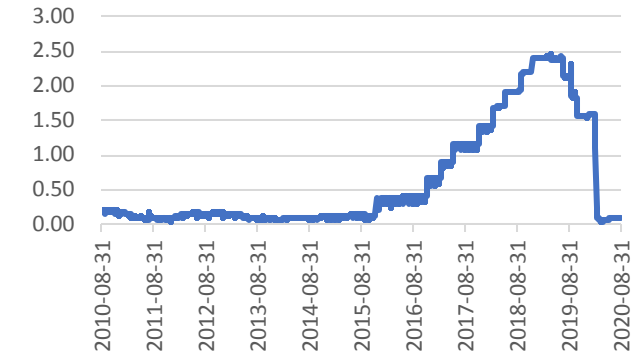
4 月 27 日，美联储宣布，将合格市政债券的到期时间延长至 36 个月；将把市政贷款工具扩展到更小的县市；将考虑扩大市政流动性工具，把可发行收益债券的有限政府实体纳入其中；在市政流动性贷款工具下，以 350 亿美元的国库证券提供至多 5000 亿美元的贷款；市政流动性工具的调整将允许更多的实体能够借贷。

6 月 3 日，美联储宣布扩大适用于市政流动性便利工具的经济实体数目和类型，将规模较小的借款人包括在内。各州至少可以有两座城市和县使用市政流动性便利工具，各州长也可以指定两家有收入支持的发行机构。

6 月 10 日，美联储公布 6 月利率决议，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%不变，承诺使用所有工具支持美国经济，实现最大就业和物价稳定两大目标。美联储联邦公开市场委员会 17 名成员一致认为，联邦基金利率目标区间在 2020 年和 2021 年将维持在零至 0.25%的超低水平。

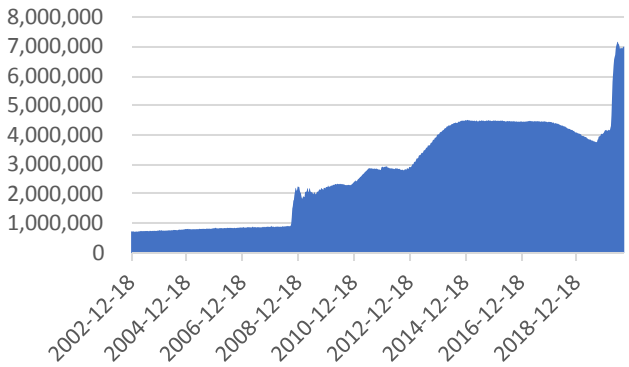
在一系列超宽松货币政策刺激下，美联储资产负债表规模迅速扩大，自 3 月 23 宣布开放式量化宽松政策以来，总资产规模在 6 月 10 日创下历史峰值达 7.2 万亿美元，远超次贷危机后三轮 QE 达到的 4 万亿美元。但随着金融市场逐步稳定，美联储放缓了购买速度，在 3、4 月流动性危机爆发时，美联储购买国债的速度一度达到每日 750 亿美元，购买 MBS 的速度最高也达到每日 300 多亿美元。当前美债购买速度维持在每月 800 亿美元，MBS 购买速度则维持在每月 500 亿美元左右。截至 9 月 2 日，总资产规模较 6 月峰值虽有所回落但仍超 7 万亿美元。

图 41 (联邦基金利率，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 42 (美联储总资产，亿美元)



资料来源：美联储，东海证券研究所

3.2.短期或将维持偏宽松货币政策

8 月 27 日晚间，美联储宣布修改货币政策框架，在新的货币政策策略中，美联储将就业指标放在更加重要的位置，表示将寻求确保就业不会低于最高水平；此外，将通胀考核更改为“平均通胀目标 2%”。

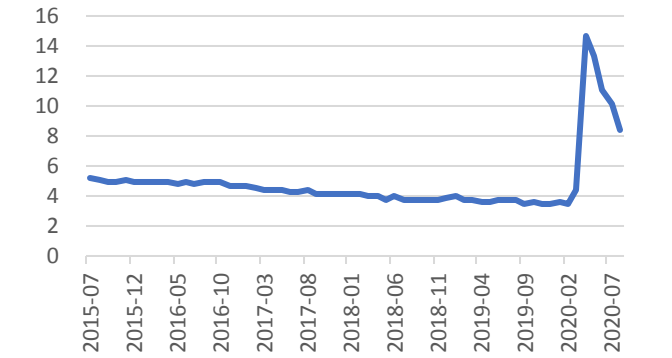
在旧版框架下，美联储采取的是“前瞻式加息”，即预期将实现充分就业、通胀抬升时就开始加息。历次美联储启动加息时，失业率往往尚未降至自然失业率，通胀也大多低于政策目标。但新版框架下，美联储考虑就业与最大就业之间的缺口，且实行“平均通胀目标制”，意味着即便通胀水平已经达到 2%的目标值，只要平均通胀不达标，美联储也不会加息。其本质是提高了对通胀的容忍度，允许一段时间内通胀高于 2%。截至 7 月，美国 PCE 通胀率仅有 1.0%，且自 2018 年 11 月以来持续低于 2%的目标。

当前金融市场流动性危机基本解除，随着各项商业经济活动的逐步恢复各州复工复产的持续推进，此前受到“禁足令”影响大幅上升的失业率也出现了快速回落。截至 8 月，美国国内失业率由 4 月的高峰 14.7%快速回落至 8.4%。虽然失业率和新增非农就业数据有所好转，但仍未修复至疫情之前的水平，且考虑到边际修复能力或将有所放缓，就业能否持续恢复仍存在一定不确定性。

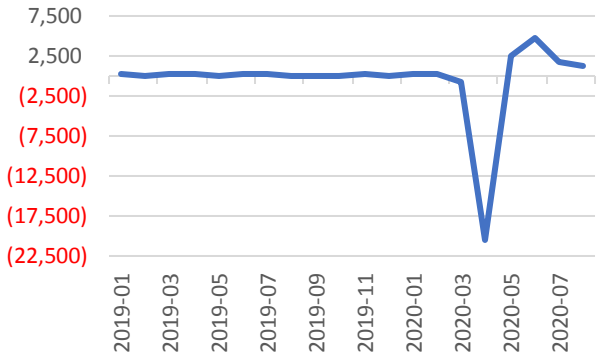
在新的货币政策框架中，美联储会更加关注经济恢复的持续性和全面性，而不会看到经济释放良好信号和通胀有抬头趋势后，就立马收紧货币政策。因而，美联储本轮宽松周期在短期内或将不会收紧，仍维持偏宽松的政策基调，估计美联储货币政策转向收缩最早可能要到 2021 年下半年。

图 43 (美国失业率，%)

图 44 (美国新增非农就业人数，千人)

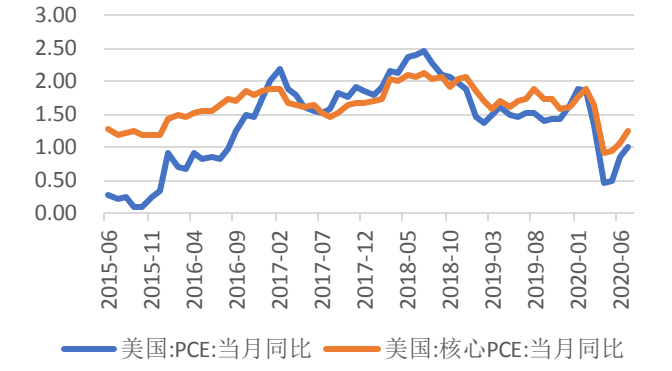


资料来源：美国劳工部，东海证券研究所



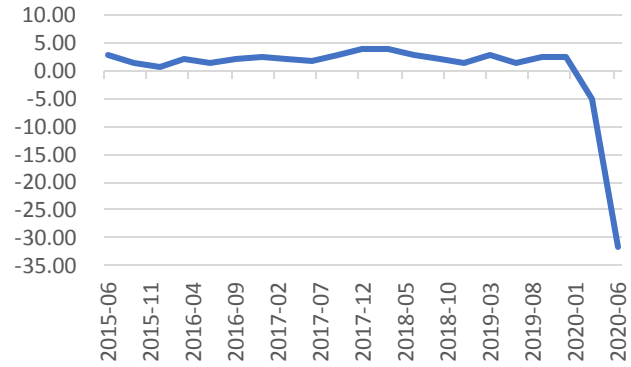
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 45 （美国 PCE 通胀率当月同比，%）



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 46 （美国 GDP 不变价环比折年率，%）



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

4.美国的启示

经历了严重的通胀、全球性的金融危机，整个货币政策体系已经较为稳定，有许多值得借鉴的经验和教训。

一是以稳定物价作为货币政策的主要最终目标。1977 年联邦储备改革法案规定了美联储三大目标：稳定物价、最大化就业和适度长期利率。而后渐渐演变为以稳定物价和就业为主，实际操作中主要以物价为主。反应物价的消费者价格指数作为货币政策的主要的经济目标，目标比较清楚。

二是以联邦基金利率为货币政策的主要操作目标。美联储货币政策，在七十年代以前以联邦基金利率为操作目标，在八十年代以货币供应量为目标，九十年代以后又以联邦基金利率为操作目标。从货币供应量目标使用情况来看，由于货币供应量增速稳定性较差，与经济、物价的关系不稳定，在金融创新较多的情况下不适合作为货币政策中介目标。而且，利率指标通过市场交易产生，更加直观，更加易于操作。

三是货币供应量指标在特殊时期有特效。在 1979 年，美联储宣布货币政策将以调控非借入准备金和 M1 为主，因为此前联邦基金利率并没有将通货膨胀有效的控制住。并用三年时间降低了货币增速，控制了通货膨胀。1983 年初，美国的通膨下降到了 3.7%，此后的十几年都维持在一个相对低并且稳定的区间内。

在通膨相对稳定的情况下，利率的调控无疑是货币刺激和放松的一个重要工具。而在利率也失灵的情况下，则需要双管齐下，通过调控利率和货币供应量来达到稳定经济的目的。2008 年次贷危机，美联储发现将联邦基金利率降到近乎为 0%还是无法达到重振经济

的效果，所以不得不在降息后，通过资产购买增加货币供应来进一步的刺激市场，重振信心。在未来，面对新一轮的金融危机时，应当要考虑结合利率和货币供应量的方式来规避或者减小其对经济的损失。

分析师简介：

胡少华：博士，正高级研究员，东海证券研究所宏观策略分析师，2014年开始从事证券研究，曾从事期货研究3年，有多年企业和政府工作经验。

刘思佳：东海证券研究所宏观策略分析师，三年证券研究研究经验。

李沛：四川大学经济学学士，英国圣安德鲁斯大学金融硕士，2018年加入东海证券研究所宏观策略组。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8621）20333619
传真：（8621）50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8610）66216231
传真：（8610）59707100
邮编：100089