中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 9 月 22 日　　2020 年第 41 期（总第 310 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：梁　斯　中国银行研究院
电　话：010　-　6659 4084

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：叶银丹
电　话：010　-　6659 6874

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　内参材料

金融危机和新冠疫情中美联储货币政策的异同、影响及启示*

通过对 2008 年金融危机和新冠疫情危机后美联储的政策操作的对比发现，与金融危机时期相比，新冠疫情中美联储从政策制定到执行的时间链条明显缩短，政策力度及工具创新方面均大幅超过金融危机时期。短短三个月内，美联储的资产购买规模已接近金融危机后四轮量化宽松政策的总规模，同时美联储通过 SPV（特殊目的公司）买入企业债券和商业票据，在实现精准救助的同时快速拉低了市场信用利差，稳定了市场波动。

金融危机和新冠疫情中美联储货币政策的异同、影响及启示

通过对 2008 年金融危机和新冠疫情危机后美联储的政策操作的对比发现，与金融危机时期相比，新冠疫情中美联储从政策制定到执行的时间链条明显缩短，政策力度及工具创新方面均大幅超过金融危机时期。短短三个月内，美联储的资产购买规模已接近金融危机后四轮量化宽松政策的总规模，同时美联储通过 SPV（特殊目的公司）买入企业债券和商业票据，在实现精准救助的同时快速拉低了市场信用利差，稳定了市场波动。

两次危机中，美联储的政策操作呈现出一些相似特征，主要包括三方面：一是资产购买+公开承诺在确保流动性供应充足的同时提振了市场预期，防范市场波动；二是通过降低资产质量的方式向市场提供流动性，在稳定资产价格的同时平衡各类债券信用溢价，拉低企业融资成本；三是低利率+量化宽松政策在提供流动性的同时压低了市场利率，降低了国债发行成本，支持政府通过加杠杆的方式推动经济复苏。

美联储采取的非常规货币政策在带来正面效应的同时也可能会带来一系列的成本和风险。包括：一是大量购买债券会降低交易活跃度，影响市场正常运转和价格发现功能。两次危机后美联储均介入二级市场大量购买债券，导致流通债券规模下降，一定程度上影响了交易活跃度，损害了价格发现功能，这一现象在此次危机中更加明显；二是流动性快速投放导致信用活动大幅上升，可能会推高通货膨胀率。流动性大量投放通常会带来严重的通货膨胀，但在金融市场快速发展后，其巨大的货币吸收能力使价格的表现形式发生明显变化，价格的涨跌不主要是反映在一般商品价格上涨中，更多体现在初级产品价格和各类资产价格变化上。从现实情况看，美联储的宽松政策并未导致物价水平出现明显上涨，物价不再是量宽政策的主要掣肘因素。三是政策退出可能引发全球金融市场动荡。2015 年末美联储宣布加息后，新兴经济体汇率出现大幅贬值，同时，在加息周期内美国国债收益率曲线出现多次倒挂，引发各界对美国经济衰退的担忧。考虑到此次危机中美联储资产负债表规模创下历史最高，预计后续政策退出时也将带来较大风险。四是宽松货币政策将导致财富收入重新分配，加剧社会收入差距。部分主体因宽松政策获益，股市和房地产上涨使收入出现集中，一定程度上

加剧了美国的收入分配差距问题，疫情过后这一现象将更加突出。五是政策退出可能带来资产损失，导致美联储资产负债表恶化。金融危机后美联储通过出售早期持有债券或持有债券获取利息确保能够获得较为可观的收益。但此次危机中，美联储大规模购买将债券价格推升至较高水平，一定程度上影响了后续资产负债表的腾挪空间，一旦利率上行，美联储将承担较大的资产损失风险。六是超低利率导致市场主体出现过度风险承担，增加了金融体系的不稳定性。宽松政策外加超低利率被认为是金融危机暴发的根源之一。金融危机后，美国股市和房地产价格的上涨与美国经济情况并不匹配，这意味着金融市场存在脱离实体经济的繁荣。此次危机中这一现象更加突出，美国经济出现严重衰退，但美国股市和房地产市场在遭遇短期下跌后出现强劲反弹，这增加了金融体系的不稳定性。

针对美联储政策操作及影响，对我国主要有以下几点启示。第一，警惕美联储政策的外部溢出效应，防止资金过度流入影响金融体系稳定；第二，货币政策与外部协调必要性下降，应坚持以我为主，强化结构性货币政策工具的使用；第三，货币政策应松紧适度，把握调控节奏，在稳增长与防风险之间建立长期均衡；第四，提前做好美联储政策退出的应对安排，密切关注相关风险。

新冠疫情暴发后，美国经济金融体系遭遇重创，为缓解疫情冲击，美联储迅速采取行动，重新推出超低利率+量化宽松货币政策，及时注入流动性平抑市场波动，防范流动性风险。当前美国并未出现金融机构大规模破产倒闭的现象，这与 2008 年金融危机时期存在不同。

一、两次危机暴发的原因存在区别

2020 年 3 月初，新冠疫情开始在全球蔓延，美国疫情确诊病例快速上升。为阻止疫情扩散，美国各州采取了不同程度的疫情防控举措，在社会生产活动骤停影响下，各界悲观情绪上升，市场恐慌情绪和负面预期持续发酵。与金融危机相比，本次危机发生原因存在不同。

2008 年金融危机暴发根源是居民部门杠杆率过高，宽松货币政策导致其过度负债

是重要诱因。互联网金融泡沫破灭后，美联储持续下调政策利率，仅 2001-2003 年间便降息 13 次，联邦基金利率迅速降低至 1%。在宽松政策环境下，金融机构信贷审批标准不断下降，居民杠杆率快速上升，外加以住房次级抵押贷款为主的各类金融产品大幅扩张导致房地产泡沫迅速积累。2004 年后，美国经济开始回暖，美联储在 2004 年启动加息，在金融危机暴发前共加息 17 次，联邦基金利率一路上升至 5.25%，在加息政策影响下，市场融资成本上升，房价上涨动力减弱，受此影响，居民偿还能力下降，次级贷款市场出现连续违约，最终引发了全球性的金融危机。

疫情对实体经济带来严重冲击，引发各界悲观预期大幅上升，经济金融发展遭遇重创。疫情前美国已面临经济增长动力减弱、资产价格高企等问题，疫情导致美国金融体系和经济发展受到严重冲击。2020 年 3 月，美国股市遭遇重挫，先后出现四次熔断，为历史首次；标准普尔 500 波动率指数（VIX）由不到 20 直接飙升至 80 以上；货币市场利率持续走高，市场流动性压力骤增，Libor/OIS 利差迅速上升至 0.6，为 2012 年以来最高。在疫情冲击下，美国经济也陷入严重衰退，2020 年二季度美国 GDP 环比折年率为-32.9%，创下自有该项数据统计以来最低。占美国经济总量约 70%的个人消费开支下降 34.1%。其中，受疫情打击最为严重的服务支出下降 43.1%，反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资下滑 26%。另外，美国失业率也保持在较高水平，截止 7 月份仍然维持在 10%以上。

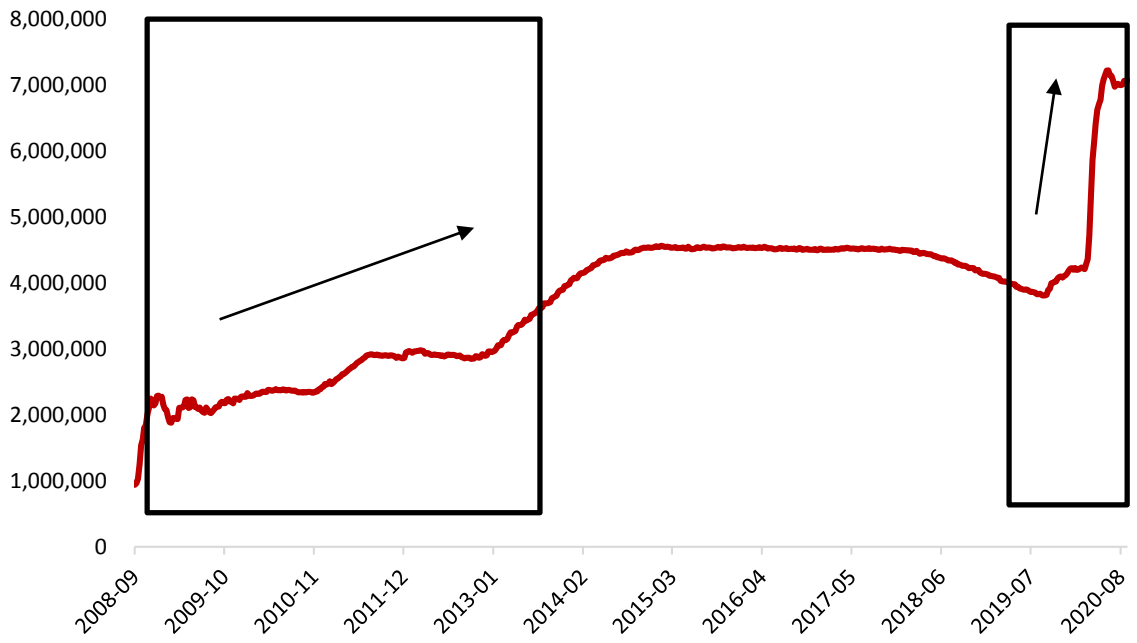
二、新冠疫情中美联储行动更快、政策力度更大

在 20 世纪 30 年代经济大萧条及 2008 年金融危机中，由于行动迟缓错过最佳救市时机导致以美联储为代表的中央银行受到严重批评。此次疫情开始蔓延后，美联储迅速行动，推出了大规模的资产购买计划，除重新启用金融危机时期推出的部分工具外，还创设了新的政策工具，间接介入二级市场干预，全力支持金融市场稳定，帮扶经济渡过难关。与 2008 年金融危机相比（表 1），本次危机中美联储操作主要有三方面特征：

第一，政策力度空前，资产负债表出现极速扩张。一是迅速调低联邦基金利率，

推行零利率政策。2007-2008 年，美联储先后 10 次下调利率，将联邦基金利率降至 0-0.25%，此次美联储在两周内即将联邦基金利率调至 0-0.25%，大大超过市场预期。**二是再次推出资产购买计划，资产负债表出现快速上升。**金融危机后，美联储在利率降至 0%-0.25%后宣布推出第一轮量化宽松政策（QE1）。QE1 推出后，美联储资产负债表由 2008 年 10 月的 9000 亿美元上升至 2010 年的 2.2 万亿美元，增长近 1.3 万亿美元。此后美联储又相继在 2010、2012、2013 年推出三轮量化宽松政策，资产负债表最高上升 2014 年的 4.5 万亿美元，与 QE 前相比增长近 3.6 万亿美元，增幅近 4 倍。本次危机中，美联储在 3 月份即宣布实施无上限的量化宽松政策，将按照需要购买美国国债和住房抵押支持证券（MBS），在“不计后果”的资产购买计划下，美联储的资产规模从 2020 年 3 月份的 4.2 万亿美元迅速飙升至 5 月末的 7 万亿美元以上，在不到三个月的时间内即扩张近 3 万亿美元，涨幅达 80%左右（图 1）。美联储不论行动速度和力度均大大超过金融危机时期，在美联储历史上也从未出现。大规模的资产购买迅速平抑了金融市场波动，避免了流动性风险的蔓延。

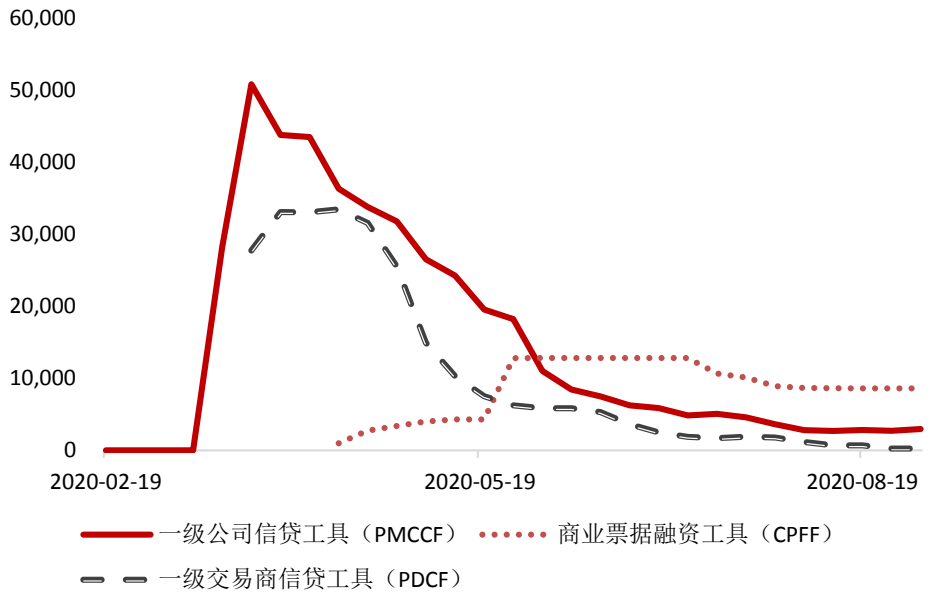
图 1：2008-2020 年美联储资产负债表变化（百万美元）



资料来源：WIND，中国银行研究院

第二，积极创新政策工具，通过 SPV 进入二级市场交易，纾困实体经济。受制于法律约束，美联储不能直接进入二级市场购买股票和企业债，若要扩大资产购买对象需要通过国会修改法案。金融危机时期，美联储创设了一级交易商信贷工具（PDCF）、商业票据融资工具（CPFF）等八项货币政策工具。其中，CPFF 是美联储为绕过法律约束，直接向企业提供资金支持创设的工具。通过专门成立 SPV 公司，从二级市场购买商业票据支持企业融资，缓解短期资金链紧张问题。从 2008 年 10 月起，美联储通过 CPFF 共计购买了 7380 亿美元的商业票据，为企业提供了充足的资金支持。此次危机中，美联储再次启用了 CPFF 工具，同时还新创设了一级市场公司信贷工具（PMCCF）、二级市场公司信贷工具（SMCCF）以及其他各类贷款支持计划，操作模式也是通过 SPV 购买企业债券或者贷款的方式为特定群体提供资金支持。与金融危机时期相比，疫情冲击下直接受到影响的是企业和个人，美联储的政策操作体现出明显的结构性特征，主要以短期纾困特定群体为主。从各类工具规模变化看，2020 年 3 月起，PMCCF、PDCF、CPFF 最高分别达到 500 亿、300 亿和 100 亿美元，此后便持续下降，若美国经济不能尽快复苏，不排除美联储继续扩大购买规模（图 2）。

图 2：部分货币政策工具规模变化（百万美元）



资料来源：WIND，中国银行研究院

第三，降低准备金率要求和资本约束，缓解监管压力，鼓励商业银行扩大信贷支持。金融危机时期，美联储的量化宽松政策使商业银行的准备金存款由 2007 年末的 400 亿美元上升至 2014 年的 2.8 万亿美元，同时美联储将存款准备金利率和超额准备金利率下调至 0.25%的历史低位，鼓励商业银行投放贷款。此次危机中，美国商业银行的存款准备金规模由 2020 年 2 月末的 1.7 万亿最高上升至 5 月末的 3.2 万亿美元，增长近 1.5 万亿美元，同时美联储将法定存款准备金率下调至 0%，将存款准备金率利率和超额存准备金利率下调至 0.1%，均低于金融危机时期。此外，考虑到美国主要商业银行风险抵御能力充足，为提高商业银行信贷投放积极性，美联储发表声明，鼓励商业银行合理利用资本和流动性缓冲，对受疫情影响较大的家庭和企业提供贷款支持。为此美联储和联邦存款保险公司等监管机构制定了临时最终规则（interim final rule），如果银行因为支持企业和家庭导致资本水平下降，监管部门将会进行技术性修正，缓解银行资本约束。

表 1：金融危机时期和新冠疫情后美联储政策操作对比

		金融危机	疫情	措施比较	目的
背景		2008 年金融危机始于美国经济增速放缓、美联储加息背景下次贷市场崩溃	新冠疫情冲击实体经济，全球经济增长预期急剧下滑，引发金融市场动荡	/	/
美联储措施	降息	2007-2008,10 次降息 500 个基点，0-0.25%	3 月 3 日和 15 日将联邦基金利率下调 150 个基点至 0-0.25%区间	本次降息更迅速，但幅度不及 2008 年	降低市场融资成本，增加市场流动性
	量化宽松政策	2008 年底至 2014 年 10 月，美联储先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约 3.9 万亿美元 第一轮量化宽松政策为挽救美国金融体系和帮助美国经济走出衰退发挥了至关重要的作用	3 月 15 日，宣布 7000 亿美元的量化宽松政策；23 日，开始无上限的量化宽松政策	资产购买种类构成都包括 MBS 和国债	
	准备金	2018 年 12 月，降为 0.25%	3 月 3 日，下调准备金利率 50 个基点至 1.10%；3 月 15 日，下调准备金利率 100 个基点至 0.10%，后下调至准备金利率为 0	本次准备金利率低于 2008 年	为金融机构提供流动性，推动信贷流向家庭和企业

	贴现窗口	2008 年金融危机早期，美联储先后十余次调低贴现率，从 6.25%降至 0.5%，累计下调 575 个基点，并将贷款期限最长延至 90 天	3 月 3 日下调贴现率 50 个基点至 1.75%，多次下调贴现率 150 个基点至 0.5%；3 月 15 日把贴现率下调 150 个基点，至 0.25%	本次贴现率低于 2008 年	
	货币互换	与 14 国签署 7550 亿美元货币互换协议	3 月 13 日，对 5 国降低互换利率 25 个基点等；3 月 19 日，与 9 国签署 4500 亿元美元互换安排	本次降利息，加频率，扩规模	为离岸美元市场提供流动性
	流动性工具	2008 年 3 月设立一级交易商信贷便利（PDCF）	3 月 17 日，重启一级交易商信贷便利（PDCF）		为回购市场提供流动性，向一级代理商提供贷款
		2008 年 10 月商业票据融资便利（CPFF）	3 月 17 日，商业票据融资便利（CPFF）	利率定价基准均为 OIS，但 20 年的加点幅度为 200bp，高于 2008 年利率水平	2008 年是应对雷曼兄弟破产后市场流动性危机；2020 年直接购买商业票据可以直接将资金注入中小企业，缓解企业暂时的资金困境
		2008 年金融危机商业票据-货币市场基金流动性工具（AMLF）和货币市场投资基金工具（MMIFF）	3 月 18 日，货币市场基金流动性工具（MMLF）	本次抵押资产更广，在其抵押品中加入市政债等	为货币市场基金提供流动性支持；2020 年也促进信贷流向市政当局
		2008 年，设立定期资产担保证券贷款便利（TALF）	3 月 23 日，定期资产担保证券贷款便利（TALF）	本次规模小，期限短	ABS 市场注入流动性，支持信贷向消费者和企业
		无	3 月 23 日，一级市场公司信贷便利（PMCCF）和二级市场公司信贷便利（SMCCF）	无	支持一级市场的企业信贷购买和二级市场企业债权的流动性
			3 月 23 日，薪资保护项目流动性便利（PPPLF），支持发放贷款规模约 3500 亿美元		旨在支持金融机构向小企业提供贷款，以帮助后者向员工发放薪资
			4 月 9 日，主街贷款计划（Main Street Lending Program），购买中小企业新发或续作的贷款。支持资产购买规模约 6000 亿美元		支持中小型企业应对资金问题
			4 月 9 日，市政流动性便利（Municipal Liquidity Facility），直接从州、郡（人口在 200 万以上）和市（人口在 100 万以上）购买短期票据，提供最多 5000 亿美元的贷款，		以帮助其应对因疫情冲击造成的现金流压力

		2007 年 12 月 12 日，美联储新设定期拍卖工具（TAF）	无	无	允许储蓄性金融机构通过拍卖确定的利率获得短期资金
		2008 年 3 月 11 日，美联储设立定期证券出借工具（TSLF），用国库券与一级交易商进行债券互换，包括联邦机构债券、联邦机构住房抵押贷款支持证券（RMBS）等，国库券总值 2000 亿美元，期限 28 天			用国债替换一级交易商的低等级抵押品，使一级代理商更易获得融资
		2008 年 9 月 19 日，美联储设立货币市场互助基金商业票据支持资产的流动性工具（AMLF）			向银行发行无追索权贷款，让银行购买商业票据支持的资产
	直接提供贷款	美联储多次发放定向贷款，贷款对象包括贝尔斯登和美国国际集团（AIG）等公司	3 月 23 日，美联储宣布建立“大众企业贷款计划”，为符合条件的中小企业提供贷款。4 月 9 日，美国财政部表示，将为实施“大众企业贷款计划”而建立的特殊目的工具进行 750 亿美元的股权投资		08 年目的：帮助大型金融机构应对金融危机；20 年目的：帮助实体经济中小企业渡过经济危机

资料来源：作者整理

三、两次危机中美联储货币政策操作的共同特征

两次危机中美联储均推出降低利率和大规模投放流动性的操作。与金融危机时期相比，此次危机对实体经济冲击更为严重，因此美联储通过适度创新政策工具为企业和居民提供了针对性救助。总结来看，两次危机中美联储的操作具有三方面共同特征。

第一，资产购买+公开承诺在确保流动性供应充足的同时提振了市场预期，防范市场波动。两次危机中美联储政策工具主要包括两类：**一是大规模资产购买计划（LASP）。**美国债券市场规模较大，尤其国债占债券市场规模比重超过 40%。金融危机中，美联储将联邦基金利率降至 0%以后，先后启动了四轮量化宽松政策，总共购买资产达 3.9 万亿美元。此次危机中，美联储在降低利率的同时设定了“不设上限”的资产购买计划，短短三个月内资产负债表规模扩张了近 80%，为市场提供了充足的流动性，缓解市场流动性风险。**二是信息沟通工具（CT）。**当政策利率已处于有效下界且经济条件需要更进一步的政策刺激时，清晰无误的信息沟通对中央银行非常重要

（Bernanke，2012）。两次危机中，美联储均承诺资产购买计划每月进行，并在一定期限内不会退出，配合政府推出的经济刺激方案。通过公开承诺向市场喊话，确保市场预期稳定，不断强化市场参与主体的信心。在市场得到“承诺”的情况下，债券规模供应量的增加不会导致市场出现流动性短缺，同时也不会导致利率水平出现明显上升，这有助于稳定市场预期。

金融危机时期，在资产购买+公开宣告后，市场各项指标给出了积极回应，不同期限收益率出现下降，股市出现上涨（表 2）。此次危机中，美联储尚未就未来预期的政策路径或者经济目标给出公开承诺，但美联储启动资产购买计划同时表示在一定时期内不会退出的做法提振了市场信心，股市出现长期向好（图 3）。

表 2：金融危机后资产购买及信息沟通后市场反应

2 年期国债	-10
10 年期国债	-27
30 年期国债	-14
MBS	-17
AAA 级公司债	-17
标准普尔 500 指数	5.61

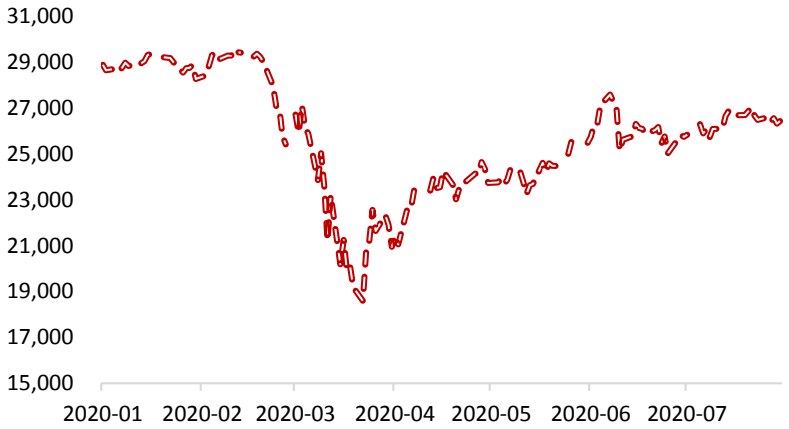
资料来源：根据 Bernanke（2012）计算

注：数据为市场在 2011 年 8 月 9 日和 2012 年 1 月 25 日的总反应，收益率为基点，股票指数单位为百分比。

第二，通过降低资产质量的方式向市场提供流动性，在稳定资产价格的同时平衡各类债券信用溢价，拉低企业融资成本。危机暴发后，市场参与主体信心不足，流动性风险上升的同时必然导致资产价格大幅下挫，驱动市场信用风险同步上升，这使低信用等级债券收益率快速上行，推高了企业融资成本，增大企业经营负担。2008 年金融危机后，美联储在大量购买国债的同时通过 SPV 购买了规模较大的商业票据，但并未购买企业债券，导致企业债收益率的下降速度明显慢于国债收益率和商业票据收益

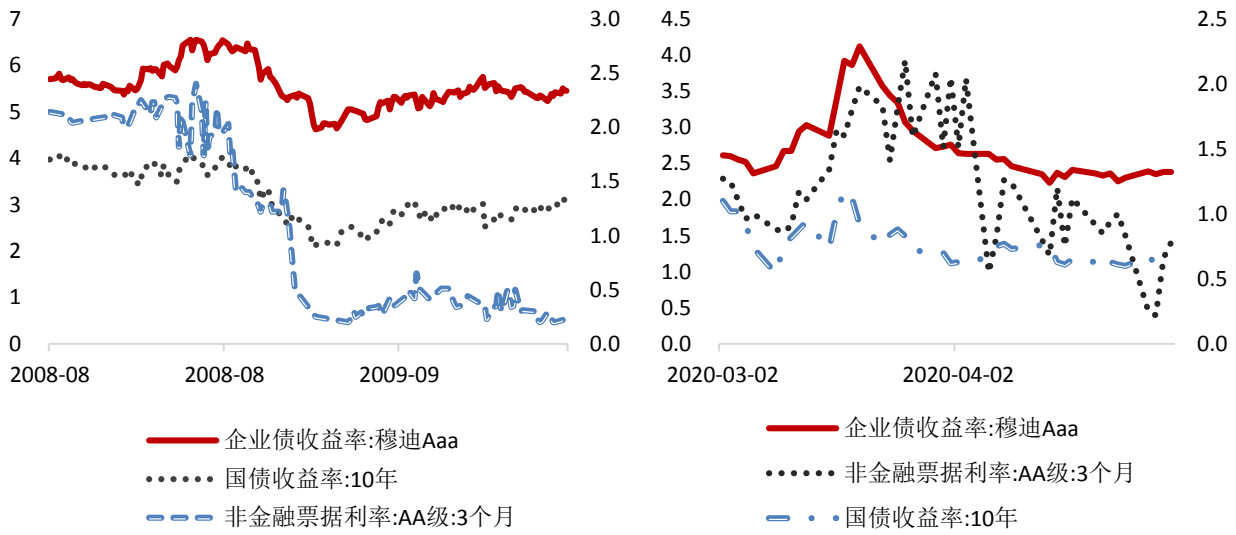
率，企业债收益率大幅上升到下降直至触达最低点大约持续了近 4 个月左右（图 4），但国债和商业票据收益率由于美联储介入并未出现明显上涨。虽然在市场流动性充裕后，企业债券信用利差也出现逐步缩小，但时滞效应的存在一定程度上会导致政策效率损失。此次危机中，美联储除购买国债和商业票据外，也同步购买了企业债券，结果是各类债券收益率均出现同步下降，国债收益率变化和企业债收益率变化基本同步，从收益率上升到下降直至回归正常这一过程大约仅持续了 1 个月左右（图 5）。

图 3：美国道琼斯工业指数变化



资料来源：WIND，中国银行研究院

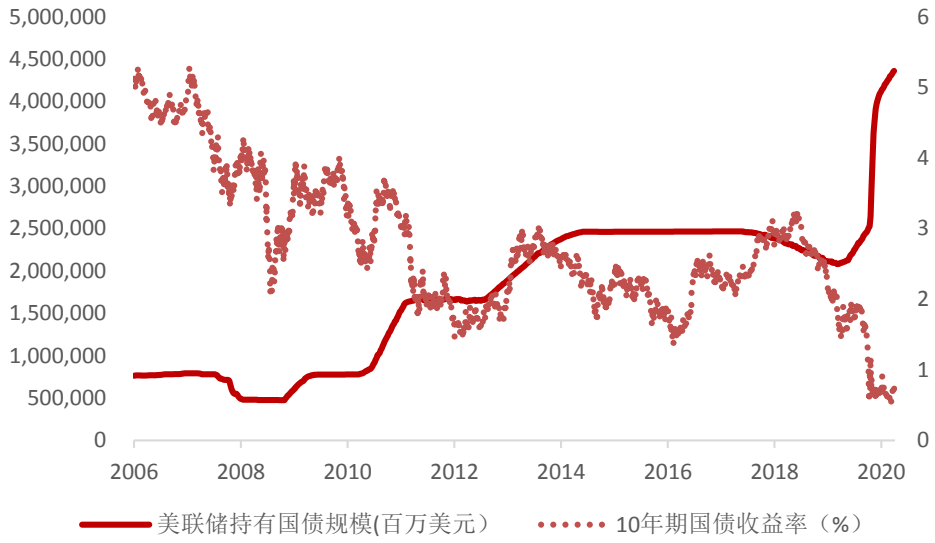
图 4：金融危机前后各期限企业债券信用溢价（%）图 5：新冠疫情前后各期限企业债券信用溢价（%）



资料来源：WIND，中国银行研究院

第三，低利率+量化宽松政策在提供流动性的同时压低了市场利率，降低了国债发行成本，支持政府通过加杠杆的方式推动经济复苏。两次危机期间，美国国债规模大幅上升，财政赤字持续扩大。虽然美联储并未在一级市场直接购买国债，但在二级市场大规模购买国债事实上间接为政府提供了资金支持。金融危机时期，美联储持有规模占总资产比重最高达到 58%，此次疫情中这一比重已经超过 62%。同时，量化宽松政策将市场利率压制在较低水平，国债供应量的增加不会导致利率出现上升，国债发行成本被同步压低（图 6）。美联储为政府通过主动加杠杆推动经济复苏提供了便利，政府通过扩大支出弥补金融机构担忧风险产生的信贷资金缺口，使用增加总需求、以“时间换空间”的方式推动经济复苏，这种操作在本次疫情中体现的尤为明显，美联储购买国债的速度和规模要远快于金融危机时期。

图 6：美联储持有国债规模和 10 年期国债收益率变化

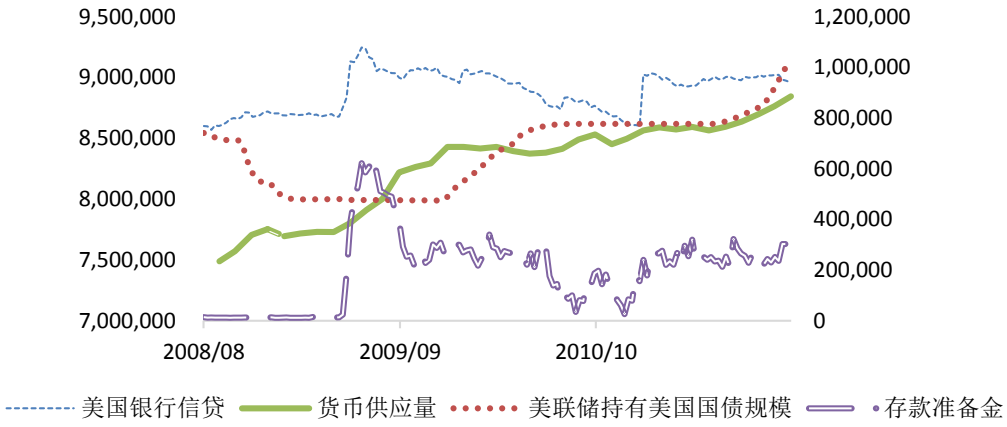


资料来源：WIND，中国银行研究院

危机当中金融机构普遍存在风险偏好下降的问题，为此，美联储购买国债为政府提供资金来源，政府增大财政支出推高货币供应量，弥补金融机构风险偏好下降带来的资金缺口。2008 年下半年开始，金融危机持续发酵，雷曼兄弟、贝尔斯登等大型金融机构倒闭，引发了金融机构破产潮。为缓解市场恐慌情绪，2008 年 10 月，美国国会通过了 7000 亿美元救市方案，财政支出增大快速推高了商业银行的存款准备金和货

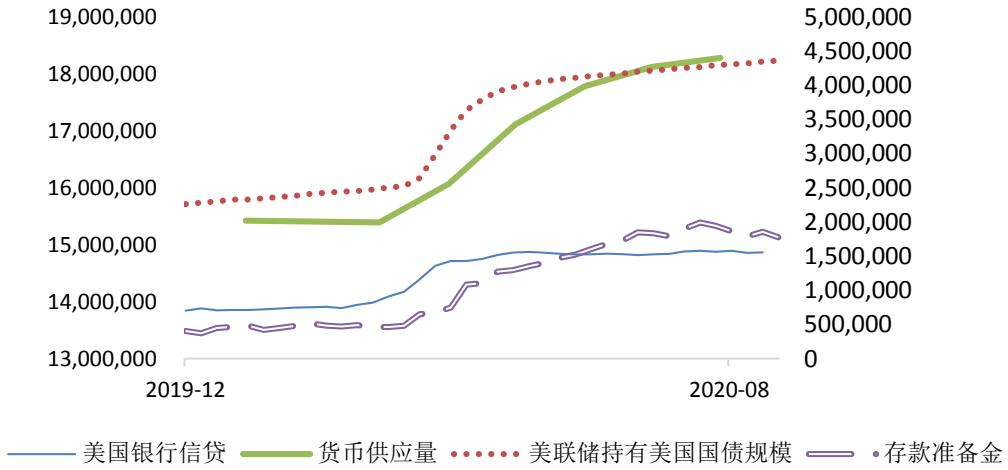
币供应量。随后美联储启动 QE 政策，持有国债规模开始上升，在银行信贷规模下降的情况下，货币供应量依然保持了较大规模的扩张（图 7）。此次危机中，特朗普签署了 2.2 万亿美元的经济刺激计划，美联储持有国债、存款准备金、货币供应量（M2）等主要金融指标同步上升，但美国商业银行贷款规模增幅相对较慢，说明货币供应量的扩张有较大部分来自财政支出的贡献，财政支出的扩大弥补了银行信贷下行造成的社会资金需求缺口（图 8）。

图 7：金融危机前后美国部分金融指标变化情况（百万美元）



资料来源：WIND，中国银行研究院

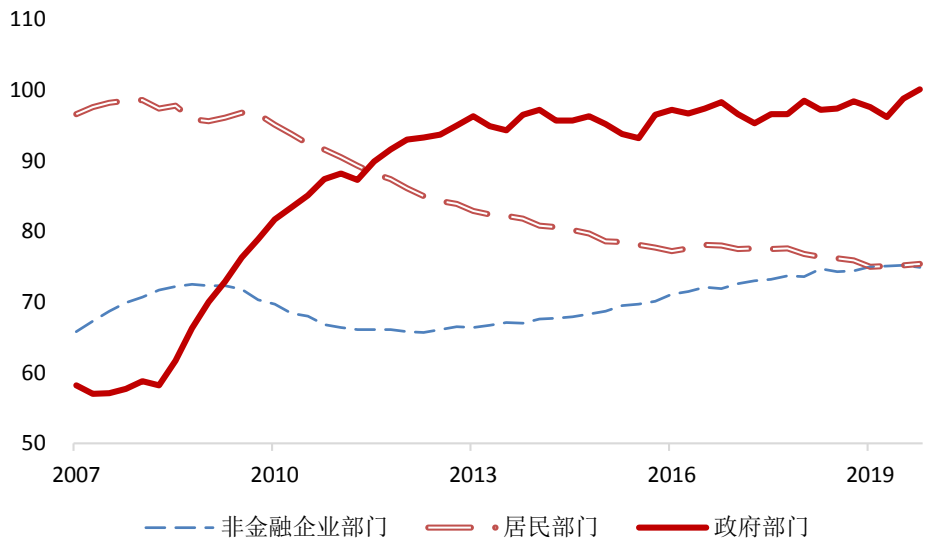
图 8：新冠疫情前后美国部分金融指标变化情况（百万美元）



资料来源：WIND，中国银行研究院

在危机时期，居民部门、非金融企业部门风险急剧上升，市场进入剧烈的“去杠杆”阶段。通常情况下，为克服经济衰退，普遍做法是通过政府部门加杠杆的方式弥补总需求缺口和资金缺口，为市场注入信心，阻止悲观情绪蔓延。金融危机暴发后，居民部门和非金融企业部门杠杆率迅速下降，非金融企业部门杠杆率直至美国经济开始逐步转暖后才开始同步回升，居民部门杠杆率则持续下降，2019 年非金融企业部门和居民部门杠杆率分别为 74.9%、75.4%。政府部门杠杆率在金融危机爆发后出现加速上升，2013 年至 2019 年保持在 90%-95%左右。此次危机中，美国同样采取了大规模的赤字政策，预计 2020 年美国政府部门杠杆率将迅速走高，大概率将突破 100%（图 9）。

图 9：美国各部门杠杆率变化情况（%）



资料来源：WIND，中国银行研究院

四、美联储政策效应的成本-收益分析

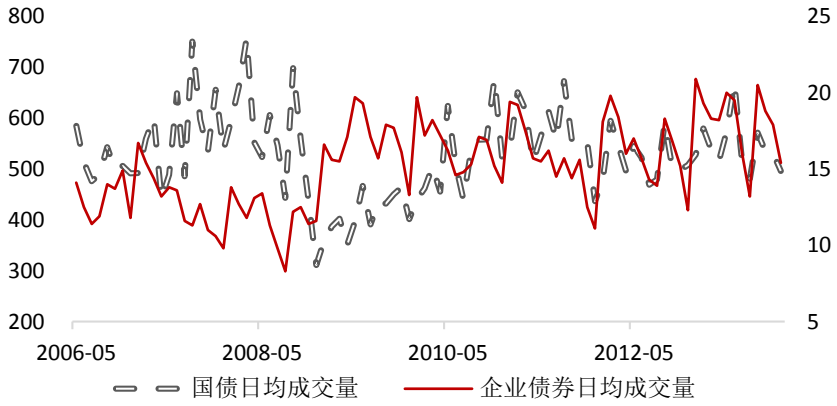
非常规货币政策在带来金融市场稳定、经济逐步恢复等效益的同时，也蕴含着潜在的风险和成本，包括可能会削弱市场活跃度和价格发现功能、推高通货膨胀及对金融稳定带来影响等。

第一，降低交易活跃度，影响市场正常运转和价格发现功能。危机时期，为保证金融市场稳定，美联储大规模介入二级市场购买国债、市政债等，在提供流动性的同

时，稳定了资产价格，提升了市场交易活跃度。但在各类主体风险偏好下降的情况下，中央银行介入二级市场交易虽然有助于维持市场正常运转，但市场债券规模供应整体有限，美联储大规模购买债券会成为市场的主要买方，为维持市场稳定，美联储并不能采取普通金融机构的操作，频繁进行双向操作获利，这会导致债券市场活跃度下降，影响市场价格发现功能和货币政策传导效果。但也有观点认为，美联储通过资产购买为市场注入流动性，改善了金融机构的资产负债表质量，这会增强市场信心和交易活跃度。

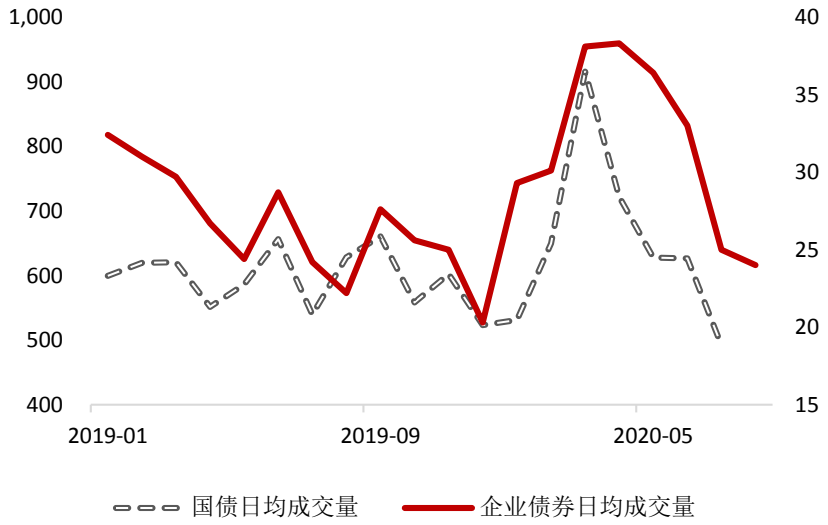
对比两次危机可以发现，金融危机时期美联储并未直接购买企业债，导致企业债券日均交易规模迅速下降，但在流动性预期修复后，企业债券交易逐步回暖。从国债交易情况看，由于美联储的资产购买计划分批实施，2018 年下半年国债交易量快速上升，市场情绪基本稳定，交易较为活跃（图 10）。此次危机中，美联储同时买入国债和企业债，二者日均交易量迅速走高。但在大幅购买操作后，国债和企业债的日均交易量又出现极速下降，2020 年 8 月，二者日均交易量已低于疫情前水平（图 11）。考虑到美联储持有的国债规模占国债总规模已上升至 16%左右，这意味着有 16%的美国国债无法完全进行交易，同时美联储资产端的 CPFF、PMCCF、SMCCF 等工具已经开始持续下降，但市场交易情绪并不活跃，说明此次危机中大规模资产购买确实在一定程度上影响了市场的交易情绪和价格发现功能。

图 10：金融危机前后国债、企业债日均交易量（亿美元）



资料来源：WIND，中国银行研究院

图 11：新冠疫情前后国债、企业债日均交易量（亿美元）

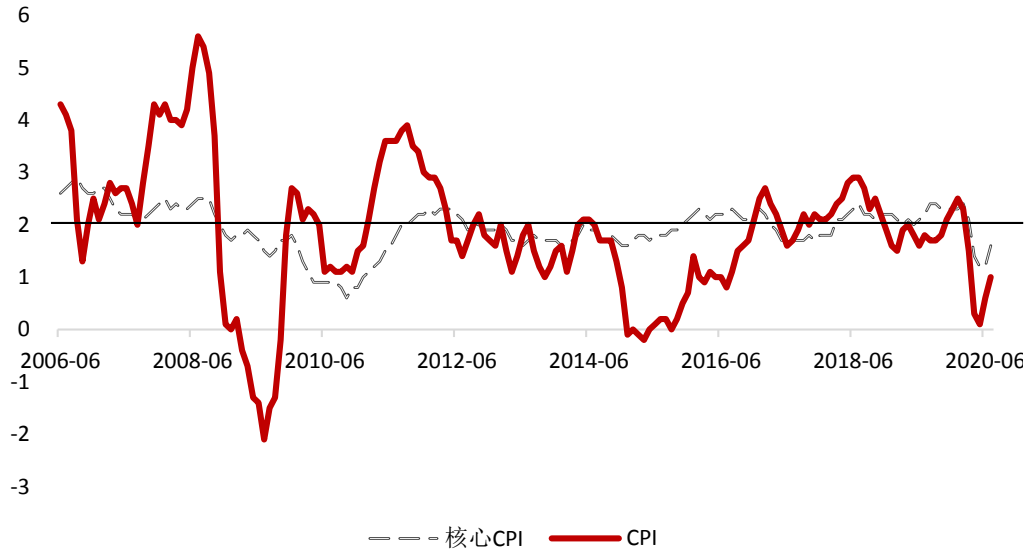


资料来源：WIND，中国银行研究院

第二，流动性大量投放导致信用活动上升，可能推高通货膨胀率。流动性大量投放将导致社会信用活动快速上升，由于经济衰退将影响总供给，同时在利率水平较低时银行存款需求弹性会快速上升，理论上对消费具有较大的刺激作用，导致过多货币追逐有限商品，继而推动物价上涨。此外，从历史经验看，政府赤字的持续攀升多会导致通货膨胀及货币贬值风险，大规模的政府赤字通常会带来通胀预期的改变。

但从实际情况看，金融危机后美国的物价水平并未出现明显上升，只有部分时点 CPI 在 2%以上，核心 CPI 多数时期也在 2%以下（图 12）。事实上，除美国外，其他如欧盟、日本、英国等使用通胀目标制作为货币政策调控基准的经济体在经历了长期的宽松政策后 CPI 也未能实现 2%的目标。因此，宏观政策的宽松不必然会导致物价水平的上涨，也不会完全改变通胀预期。2008 年金融危机后，越来越多的证据表明，金融市场的快速发展使得通货膨胀的表现形式发生变化，其巨大的货币吸收能力改变了价格的表现形式，价格的涨跌不主要反映在一般商品价格上，更多体现在初级产品价格和各类资产价格变化中，一旦物价出现全面上涨，往往已经到危机暴发的边缘。此次危机中，美联储的政策操作同样未导致物价出现明显上涨。

图 12：美国 CPI 和核心 CPI 变化情况（%）



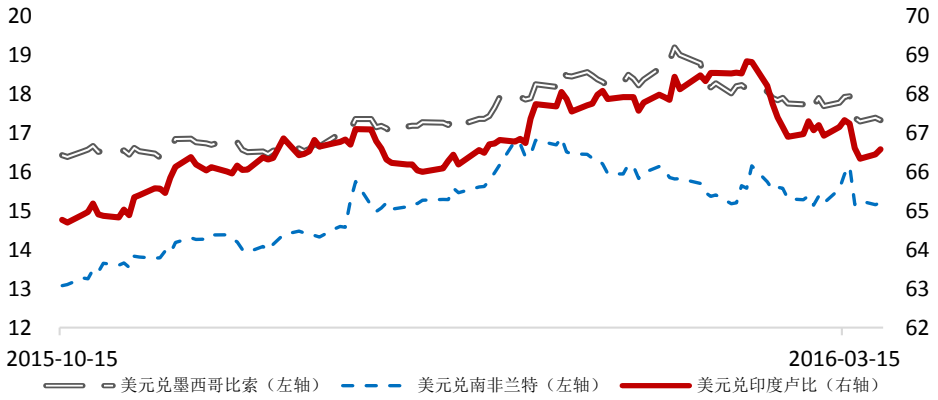
资料来源：WIND，中国银行研究院

第三，政策退出可能引发全球金融市场动荡。作为非常规政策，量化宽松+低利率的政策组合需要随着经济回暖、金融稳定而逐步退出。但由于美元的全球货币地位，在政策推出和退出阶段均会对全球金融市场带来影响。例如持续的宽松政策将导致资本外流至部分新兴市场国家，导致这些国家出现汇率升值、资产价格上升，形成资产泡沫，即产生所谓的“溢出效应”。一旦政策退出，又会带来资本回流、对美元汇率贬值、资产泡沫破灭等问题。从历史经验看，美国在政策退出时通常会伴随新兴市场国家金融市场的大幅动荡，尤其对资本管制相对宽松国家的影响更为严重。从美国国内看，金融危机后美联储通过缩表与加息退出量宽政策，美联储在平衡流动性供给的同时，如何提高短端利率并同时维护国债收益率曲线的形状，防止收益率曲线倒挂是十分关键的问题。

2015 年 12 月，美联储正式启动加息政策，并对存款准备金付息推动短端利率上行，同时在 2017 年 10 月开始缩表。在启动政策退出后，印度、墨西哥、南非等新兴经济出现了明显的资本外流和汇率贬值，金融市场出现动荡（图 13）。另外，美国 7 年期与 2 年、3 年期国债收益率出现数次倒挂，引发了各界对美国经济增长动力减弱，

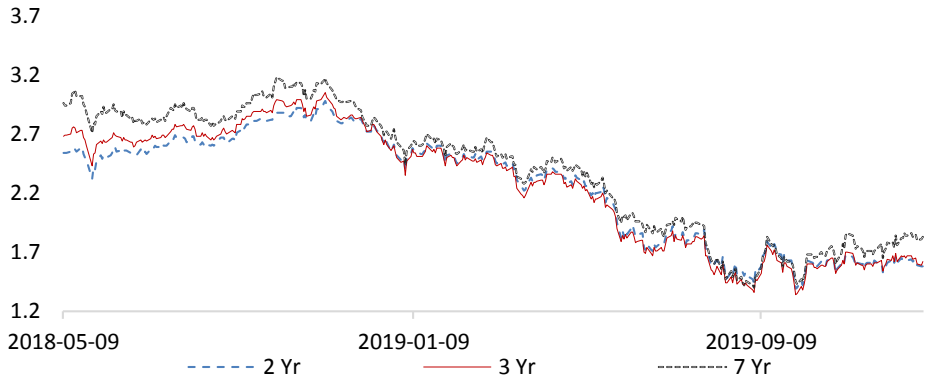
即将陷入衰退的担忧（图 14）。此次疫情中，美联储宽松政策预计将继续对其他国家产生溢出效应，在经济复苏后的政策退出阶段，也不可避免会对全球金融市场带来冲击，尤其此次政策刺激力度远超金融危机时期，这意味着美联储将面临更大的政策退出管理难度。

图 13：美联储加息后新兴经济体汇率变化情况



资料来源：WIND，中国银行研究院

图 14：美国 2 年、3 年、7 年期国债收益率变化情况（%）



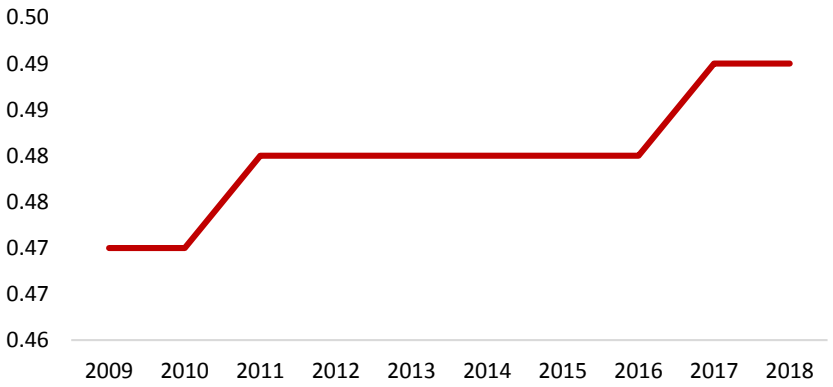
资料来源：WIND，中国银行研究院

第四，宽松货币政策将导致财富收入重新分配，加剧社会收入差距。部分研究成果发现，危机使得低收入人群更加贫困，宽松货币政策会提高金融机构的信贷供给能力和高收入人群的借贷意愿，导致资金向这些群体聚集。尤其大规模的流动性并未完全进入实体和消费领域，部分资金进入了房地产和股票市场，推高了资产价格。金融

危机后，美国的股市和房地产价格出现持续多年的上涨，股市更是不断创下历史新高，这增加了高收入人群的财产性收入，从而加剧社会的收入不平等问题。

2009 年以来，美国的全部住户和家庭住户基尼系数的确出现了一定程度的上升，尤其在 2017 年全部住户的基尼系数进一步扩大至 0.49，说明货币政策带来的收入分配效应的确存在（图 15）。整体看，美国收入分配差距变化虽然并不明显，但这一效应是存在的。同样，此次危机中，美联储的政策操作必然会使部分主体出现收益集中的现象，而股市和房地产市场的回升可能会导致美国的收入差距进一步扩大。

图 15：美国全部住户基尼系数变化情况



资料来源：WIND，中国银行研究院

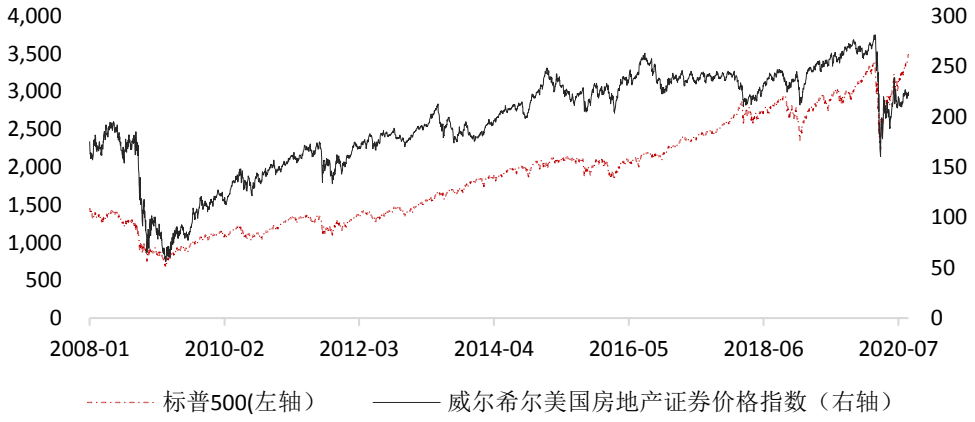
第五，政策退出时可能带来资产损失，导致美联储资产负债表恶化。美联储通过大规模购买稳定了资产价格，但如此之大的资产购买并未同步采用风险对冲策略，尤其美联储购买的资产事实上价格已经较高，可能会产生泡沫问题。一旦利率上升，美联储可能面临较大的资产损失，同时也可能会刺破债券市场的泡沫。整体看，2009 年至 2018 年，美联储通过持有债券获取利息、通过出售早期购买债券等方式获取收益，共向财政部上缴了约 8000 亿美元，大概是金融危机前的三倍。但在此次疫情中，美联储资产负债表规模最高突破 7 万亿美元，与金融危机时期最高的 4.5 万亿美元相比上升近 60%，美联储短期内大量集中购买国债将价格推至较高水平，这不仅增加了政策退出难度，未来也会面临较大的资产损失风险。

第六，宽松政策导致市场主体出现过度风险承担，增加了金融体系的不稳定性。

宽松政策虽然在危机中有助于缓解流动性问题，并通过适度鼓励各类主体的风险承担推动经济走出萧条，但在金融条件宽松情况下，信贷审批标准往往会下降，这会导致资金获得者产生缺乏理性的行动，在收益和风险之间往往难以把握平衡，金融机构的行为也会因此而扭曲。但在低利率环境下，收益率曲线扁平会降低期限错配现象，金融机构和投资者的资产组合的久期风险也会缓解，这实际上会增加资产的安全性和流动性。

但从金融危机后的相关研究发现，宽松政策确实鼓励了各类主体的风险承担行为，尤其金融危机爆发前的长期低利率政策被普遍认为是引发金融危机的重要诱因之一。由于信贷金融条件宽松，杠杆率快速上行导致部分主体出现过度负债现象，最终导致金融危机的暴发。2015 年，美联储在经济尚未出现明显复苏的情况下坚决加息，与担忧金融风险再度积累存在直接关系。金融危机后，美国股市和房地产价格的持续上涨并未完全反映出经济基本面，这更多与宽松的金融政策有关。同样，此次疫情暴发后，在美联储政策影响下，美股和房地产价格在短暂的下跌后随即出现持续性上涨，2020 年 8 月底已基本恢复至疫情前水平（图 16）。但美国经济却出现严重衰退，二季度美国 GDP 环比折年率为-32.9%，创历史新低，说明美国金融市场的表现与经济基本面出现脱钩，这为金融体系的稳定埋下了隐患。

图 16：美国标准普尔 500 指数与房地产价格指数变化



资料来源：WIND，中国银行研究院

五、对我国的影响与启示

美联储货币政策持续宽松导致流动性规模快速上行，资产收益率急剧下降，2020 年 8 月美国 10 年期国债收益率已跌至 1%以下，为金融危机以来的最低水平。而同时期中国、印度、巴西等新兴经济体 10 年期国债收益率分别在 3%、5%、6%以上，美国与新兴市场国家的利差持续扩大。我国需警惕美联储宽松政策的溢出效应，在坚持货币政策以我为主的同时，灵活适度应对内外环境变化，防范金融风险积累，同时要提前做好美联储政策退出的后续安排。

第一，警惕美联储政策的外部溢出效应，防止资金过度流入影响金融体系稳定。金融危机时期美国资本大量流入新兴市场国家，催生了这些国家的资产泡沫风险。近些年来，我国金融市场开放不断加速，积极鼓励外国投资者进入国内市场，分享中国金融改革红利。2020 年 7 月，我国债券市场境外投资者持有债券规模为 2.66 万亿元，与 2019 年相比增加 5085 亿元，增幅为 23.6%。沪港通、深港通 8 月末累积资金净流入为 1.72 万亿元，与 2019 年相比增加 4100 亿元，增幅为 31%。在美联储宽松政策影响下，未来外部资本或将加速流入，同时美联储修改货币政策目标事实上赋予了更大的宽松政策权力，未来美国货币政策存在进一步宽松的可能。在我国金融市场不断开放背景下，外部资金大幅进入空间增大，汇率管理难度上升，未来需密切关注外部资金流入情况，做好资金流向甄别，维持汇率水平基本稳定。

第二，货币政策与外部协调必要性下降，应坚持以我为主，强化结构性货币政策工具的使用。2020 年二季度起，我国经济已明显回暖，后续将加速复苏。全球货币政策尚在持续宽松阶段，但我国货币政策仍处于正常区间，短期内不会面临资本外流压力，因此外部协调必要性下降。在坚持稳健主基调同时，要强调以我为主的理念，不被动跟随其他国家政策变化，要根据国内经济复苏形势和金融市场变化进行动态调整。一方面，要密切跟踪流动性总量变化，分析影响资金供求的内外部因素，确保市场流动性总量稳定，排除外部因素过度干扰，尤其关注人民币持续升值带来的流动性意外增加的影响。另一方面，要坚持结构性调控的思路不动摇。未来需综合运用结构性降准、定向降准、定向再贷款和再贴政策等，增强对中小金融机构和特定目标企业的支

持力度，全面落实两项直达实体经济货币政策工具的使用，继续加大对普惠型中小企业的支持力度，切实降低财务成本，缓解资金负担。同时要创新激励机制，不断提高政策精准性，对金融机构信贷投向进行精准把控，在坚持原有考核办法之外，采取定向降低资本充足率考核、降低抵押品条件等方式鼓励商业银行加大对普惠型中小企业的支持力度。

第三，货币政策应松紧适度，把握调控节奏，在稳增长与防风险之间建立长期均衡。未来需避免货币政策的单向调整，防止市场出现过度风险承担，逐步在稳增长与防风险之间建立长期均衡。**一是继续坚持逆周期调控思路不动摇。**考虑到稳增长仍是未来较长时期内经济工作的重点，因此要坚持逆周期调节的大方向，但也要灵活调整政策节奏，确保流动性总量、利率变化及政府支出与经济复苏阶段相匹配，避免单方面刺激，防止政策“超调”诱发金融风险。**二是要强化政策沟通，积极回应市场关切，做好市场预期管理。**当前，适度宽松的货币政策不宜退出，为避免市场误解政策取向，政策制定部门和监管部门需建立更高频次的沟通机制或常态化的沟通渠道，及时回应市场关切，对流动性投放信息提前向市场“吹风”，提高流动性投放的透明度，平滑金融机构流动性波动，稳定各类主体对政策的方向性判断，做好市场预期管理工作，降低政策摩擦，助力稳增长。**三是严控资金流向，强化贷后资金管理。**指导商业银行对企业贷款的资金用途严格审核，对符合贴息政策等优惠条件企业的资质要做好把关，避免为达到监管要求而忽视资金流向，防止资金流入房地产、股市等领域，严控资金“脱实向虚”。

第四，提前做好美联储政策退出的应对安排，密切关注相关风险。一是在金融开放基础上进一步优化市场环境，增强对外部资本吸引力。中国未来仍将带来持续性的发展红利，在加大金融开放背景下，要持续完善市场环境，持续推动市场制度、法律、交易规则等机制建设，增加外部资本粘性，强化各国对我国经济长期向好的信心，增强对外部资本的吸引力。**二是**要提前做好应对安排，防范突发风险。借鉴美联储危机后的政策退出教训，我国应进一步强化宏观审慎逆周期调节力度，完善外汇头寸管理、外债管理等政策工具的使用，同时要积极构建市场风险动态监测机制，强化国际资金

流动体系监测与预警、国内金融市场异常波动控制等，避免资金大幅撤出引发股市、汇市、债市大幅下挫，防止引发金融风险。