

# 美国数量宽松货币政策的前景分析

□ 李众敏 (中国社会科学院)

美国主要通过增加存款机构在美联储的存款,扩大货币基础,启动了数量宽松货币政策。这一政策实际上却起到了紧缩的效果,对依靠银行贷款获得资金的中小企业造成严重影响,但依托数量宽松注入的流动性,增强了金融市场的信心,赢得了调整的时间。

在考虑此政策的退出机制时,美联储必须考虑美国国债的需求,和它自己最终被迫购买美国国债的可能性。一旦美联储被动买入国债,美国短期国债将面临较大通胀风险。在美国长期国债收益率不断上升、短期国债通胀风险不断加大的情况下,中国应该“减短持长”。

为了应对美国金融危机,在迅速减息之后,为了进一步向金融市场提供流动性,美联储自2008年9月起实施了数量宽松货币政策,也被称为信贷宽松货币政策。在美联储宣布实施数量宽松之后,引起了国际上对通货膨胀和美元贬值的普遍担心,尤其是对于美联储如何退出数量宽松政策,外界普遍比较悲观。本文拟对美联储数量宽松的主要措施、政策效果及其前景(主要是退出机制)进行一个较为全面的分析。

## 一、美联储数量宽松措施

数量宽松的途径多种多样,总体上是通过扩大中央银行的负债来扩张央行的资产负债表,同时增加资产方的国债、信贷等支出。日本在2001—2006年间曾经实施数量宽松,并大量购买了日本政府国债。与日本不同,美联储在资金使用上不以国债为主,而是大规模增加了对金融市场的资金投放,因此,伯南克也称自己的政策为“信贷宽松”,而不是“数量宽松”。

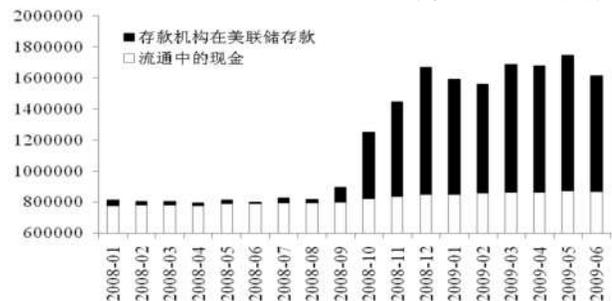
许多人喜欢用“印钞票”、“直升机撒钱”来形容数量宽松货币政策,虽然比较生动形象,却缺乏准确度,数量宽松的整个过程涉及许多细节。就美国而言,主要是通过增加存款机构在美联储的存款,扩大货币基础,启动了数量宽松货币政策。

在货币基础中,流通中的现金基本上没有什么变化,变动最大的是存款机构在美联储的存款。在2008年9月之后,存款机构在美联储的存款迅速增长。2008年8月,存款机构在美联储的存款仅为193.8亿美

元,到9月份,迅速上升到了953亿美元,10月进一步上升为4259.7亿美元。此后近半年的时间里,一直保持上升趋势,并最终维持在7500亿~8000亿美元。

图1 2008年初以来美国货币基础及其构成

(单位:百万美元)



说明:本图中货币基础等于流通中的现金加上存款机构在美联储的存款,未经调整,所以与美联储实际公布的货币基础有微小的差距。

数据来源:美联储资产负债表。

直观地看,存款机构在美联储存款之所以迅速增长,这是美联储政策的直接作用,主要是受到美联储在2008年10月后开始对存款准备金(包括法定和超额准备金)支付利息的影响。在这一期间,美国并未对存款准备金率进行调整,因为美联储视调整存款准备金率为非传统货币政策,这一点与中国是不同的。而且,美联储的存款准备金率相对稳定,共分为三个档:0.3%、10%,并根据公式计算出两个门槛值(这里称为A值和

B值),如果存款机构的存款小于A值,则免除存款准备义务,介于A和B值之间的适用3%的准备金率,高于B值则适用10%的准备金率。两个门槛值都是基本固定的公式进行计算,并在年底、年初据此调整,在2006—2009年间,两个门槛值的调整情况如表1所示。

表1 美联储三档存款准备金率的两个门槛值 (单位:百万美元)

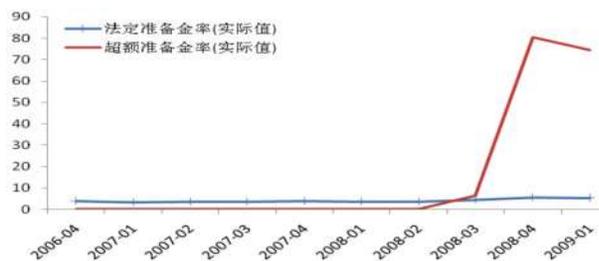
调整时间	A值	B值
2006年12月21日	8.5	45.8
2007年12月20日	9.3	43.9
2009年1月1日	10.3	44.4

说明:美国计算存款准备金的基数与统计意义上的“存款余额”有一定的出入,在计算时需要进行一定的调整。而且,在1990年12月27日以后,美联储对非个人定期(Nonpersonal Times Deposits)存款以及境外企业和政府存款(Eurocurrency Liabilities)不要求准备金。

数据来源:美联储。

与此同时,实际的情况也支持直观的判断。在2008年2季度之前,超额准备金率一直是在0.3%以下,最高的时候为0.26%,但是到3季度时,迅速上升到了6.3%,在4季度进一步增长到80.5%。因此,美联储构筑货币基础的主要来源,是巨额的超额准备金。当然,在这一时期,实际法定准备金率也有微弱的上升,但其对货币基础的影响甚微。实际法定准备金率的提高主要是因为大型银行接纳破产小银行的存款所致(图2)。

图2 2006年4季—2009年1季美国法定准备金率与超额准备金率(实际值) (单位:百分比)

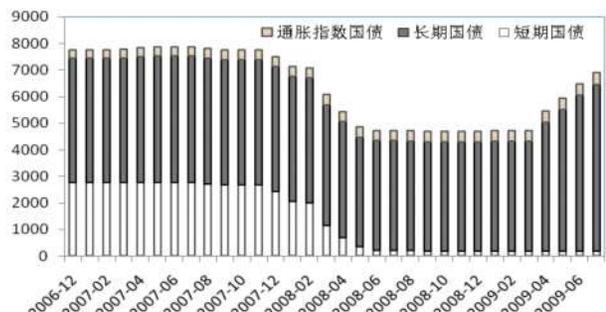


说明:法定或超额准备金率=法定或超额准备金/同期存款余额\*100%,这里称为“实际值”是为了与美联储3%和10%的法定值相区别。

数据来源:根据美联储、FDIC发布的数据计算。

也就是说,通过对准备金账户支付利息(目前为0.25%),美联储成功地扩张了货币基础,并启动了数量宽松的货币政策。但是,这只是第一步,数量宽松的货币政策要取得成功,还要取决于金融市场对这一政策的反应,这种反应很大程度体现在货币乘数等货币市场运行指标之中。

图3 美联储持有美国国债情况 (单位:亿美元)



说明:“短期国债”是指 Treasury bill, 期限在1年以内;“长期国债”指 Treasury notes 和 Treasury bonds, 期限在1年以上;“通胀指数国债”为长期国债。

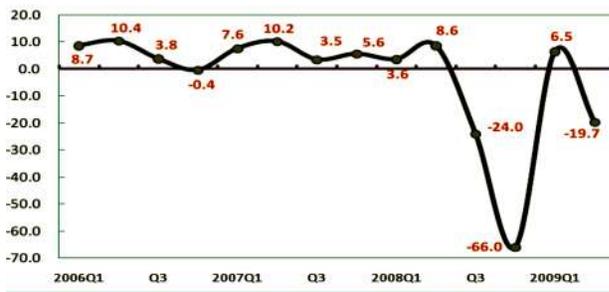
数据来源:美联储。

美联储实施数量宽松的过程中,另外一个备受关注的问题,就是美联储增持国债的问题。美联储在危机之后、实施数量宽松之前,曾经大量减持美国国债(主要是短期国债),以融得救助金融机构所需的资金。期间,长期国债从2770亿美元减少到184亿美元,减少了2586亿美元。在实施数量宽松的初期,美联储保持国债余额不变,但是,到2009年第二季度,受美国国债需求低迷的影响,美联储被迫增加持有美国国债,在2008年8月至2009年7月之间,美联储共增持国债2204.6亿美元左右,主要是长期国债(2158.5亿美元)。需要说明的是,尽管美联储在2008年底、2009年初不断增持美国国债,美联储持有国债余额仍然没有恢复到金融危机爆发之前的水平,目前增持的力度也还没有达到美联储宣布的水平(3000亿美元)。根据过去两年中美联储持有美国国债余额的变化情况,可以判断:第一,目前为止,美联储增持美国国债尚不构成问题,关键在于未来的趋势;第二,美联储减持短期国债、增持长期国债,是非常值得细究的行为。美联储减短持长,可能的原因有这么几种,要么是短期国债的风险大于长期国债,要么说明增持国债是长期行为,要么是长期国债的需求低迷(相对于短期国债),在中国等国债持有国减长持短的情况下,我们认为前两者情况的可能性要大得多,而本文后面的分析也印证了这一点。

## 二、数量宽松的效果分析

数量宽松货币政策通常被假定为是非常有效的,根据日本银行的经验,数量宽松是在零利率后的又一非常规、有效的措施。但是,如果仔细分析两种工具作用的不同机制,就会发现两种货币政策工具有很大的区别:减息会产生直接的影响,而且不依赖于其他的条件;而数量宽松要取得政策效果,实际上需要一定的条件,这一点与减息是不同的。

图4 2006年1季度—2009年2季度美国货币流通速度变化 (单位:百分比)



数据来源:根据美联储、美国劳工部、经济分析局数据计算。

数量宽松是依靠扩大货币基础来实现货币扩张,并同时把利率维持在零利率左右。在货币基础到货币扩张之间,涉及到乘数的大小,而乘数的大小取决于计算乘数的时间长短,以及货币的流通速度。单看货币流通速度的影响,如果在实施数量宽松的同时,货币流通速度保持不变(一般情况下都会下降,很少出现加快的情况),那么货币市场能够保持原来的乘数,数量宽松会取得明显的效果。

相反,如果货币流通速度出现较快下降,那么乘数会减小,直接影响到数量宽松的政策效果,甚至会使政策完全无效。而美国出现的正是这种情况,在实施数量宽松之前(2008年2季度),美国的货币流通速度仍然呈现正增长,在2008年的1季度和2季度分别达到3.6%和8.6%。相反,到2008年3季度和4季度(实施数量宽松之后),货币流通速度迅速下降,分别下降了24%和66%。货币流通速度的下降导致了货币乘数下降,也影响了美联储数量宽松的政策效果。

美国货币基础、 $M_2$ 的变化也充分证明了这一点。在采取数量宽松之后,货币基础几乎翻了一番。2008年8月,货币基础为8430亿美元,而到2008年11月已经达到14335亿美元,之后一直维持在15000亿~18000亿美元之间。与此同时, $M_2$ 的变化非常有限,2008年8月, $M_2$ 为76982亿美元,到2008年11月,增长为79800亿美元,只增加了2818亿美元(增长4%),此后一直保持在80000亿~85000亿美元之间。同期,货币乘数( $M_2$ /货币基础)从2008年8月的9.1下降到了2008年11月的5.6,下降了38%。

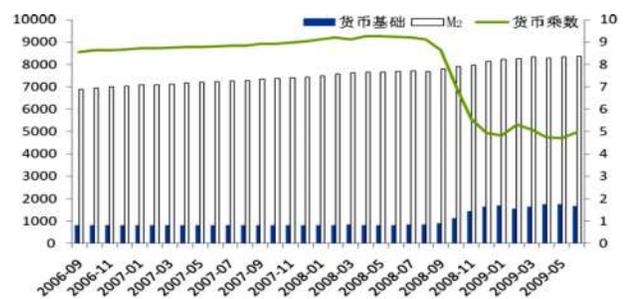
基于上面的分析,我们认为,美国数量宽松货币政策表面上看是一种宽松的货币政策,而实质上却起到了紧缩的作用:<sup>[1]</sup>

首先,美联储数量宽松政策起到了加息的效果。在为存款准备金率支付0.25%的利息之后,美国存款机构的超额存款准备金率从0.2%上升到80.5%,法定准备金和超额准备金率加在一起,占存款余额的比例从4%上升到了86%,也就是说,存款机构的所有存款,

几乎在一夜之间转移到了美联储。根据这一表现,可以判断的是,信贷市场的实际利率要远远低于0.25%的水平,几乎可以肯定已经达到或接近零利率(主要是因为风险过大,名义利息率无法提高到足以弥补风险贴水的水平)。那么,美联储通过支付0.25%的准备金利率,实际上是信贷市场的一次加息,这与数量宽松的政策初衷是完全背道而驰的。

其次,美联储数量宽松政策人为导致货币流通速度下降。这主要是因为美联储的数量宽松人为地改变了货币的流通方向,在市场上,资金会自动流通到风险小的地方,在金融危机时期,风险小意味着没有流动性陷阱,资金仍然有回收的余地(如实体部门),资金还依然在流动。但是,美联储吸收了所有的存款之后,把资金投向了出现流动性陷阱的地区(濒临倒闭的金融机构,以及流动性严重缺乏的地方),导致了资金“有去无回”,货币流通速度迅速下降。这也是导致货币乘数迅速下降的直接原因。

图5 2006—2009年美国货币基础、 $M_2$ 及货币乘数 (单位:十亿美元)



数据来源:根据美联储 Press Release 计算。

因此,从上面两点来看,美联储的数量宽松没有取得预期的效果,非但没有使货币扩张,反而在一定程度上发挥了紧缩的作用。主要是因为,在实施数量宽松货币政策的同时,货币乘数迅速下降。而且,美联储的数量宽松政策本身,就是导致货币乘数下降的主要原因。

但是,美联储的数量宽松政策在另一个方面却起到了非常重要的作用,那就是增强了市场的信心,在稳定市场的同时,为问题金融机构赢得了调整的时间。通过向问题金融机构,以及急需资金的机构投入大量流动性,虽然这对金融市场造成了紧缩的效果,但是却增强了市场对于问题金融机构的信心,有力地防止了金融机构发生多米诺骨牌式的倒闭。同时,美联储通过大量注入流动性,帮助可能陷入困境的金融机构融得所需的资金,也为这些机构赢得了调整的时间,使得这些机构在金融市场企稳、恢复之前,免于陷入倒闭的命运。从这一点判断,数量宽松货币政策显然取得了预期的效果。

### 三、数量宽松货币政策的前景展望

在上一部分的分析中,笔者已经指出,美联储数量宽松货币政策对金融市场造成了紧缩的效果,这对于一些依靠银行贷款获得资金的中小企业(实体经济)造成了严重的影响。但是,依托数量宽松注入的流动性,不仅增强了金融市场的信心,也为陷入困境的金融市场赢得了调整的时间,这是数量宽松货币政策最大的成果。在展望数量宽松货币政策的前景时,笔者认为,最为关键的问题不在于是否存在退出策略,或者退出策略是否有效,在讨论退出策略之前,更重要的是未来美国财政政策的走势,以及其对货币政策的影响。

最近,由于外界对未来通货膨胀的担心,美联储受到的压力很大,伯南克在《华尔街日报》上撰文,阐述美联储的退出策略。<sup>[2]</sup>伯南克阐明的主要措施是:提高存款准备金的利息水平,同时通过各种措施逐步减少准备金的数量。这一承诺(Assurance)被美国人视为笑话,在伯南克的文章中,《华尔街日报》配了一幅有趣的插图,说伯南克使用地球那么大的麻袋来撒钱,而只准备了一个公文包那么大的容器来回收(即退出策略)。

在不考虑其他因素之前,笔者认为,伯南克的逻辑是没有问题的,通过提高存款准备金利率稳住现有的准备金,并逐步地把超额准备金率下调到合理的水平,这是合理的选择;退出策略的目标也是准确的,就是给美联储资产负债表瘦身。伯南克认为,美联储资产负债表可以成功瘦身,因为美联储使用准备金所获得的资产,在市场恢复的时候可以待价而沽。<sup>[3]</sup>但是,伯南克的假设有问题,他没有考虑到美国的国债市场。在未来几年里,美国国债市场规模会迅速膨胀,如果美国国内和海外的购买能力不足以支撑这一规模,美联储将难以避免要购买美国国债(所谓的“财政赤字货币化”问题),如果考虑这一因素,伯南克的承诺就要大打折扣。可以说,不管美联储通过现在的方式撒出去多少钱,美联储都是可以收得回来的,不会对市场造成太多的影响,美联储能否成功退出的关键,不是数量宽松的规模,而是国债市场上的供求状况。

表2 美国国债持有者及其持有规模分布(2008年底) (单位:亿美元)

		金额	百分比	百分比小计
国内持有者	官方	20443	20.5%	64.3%
	公众	43737	43.8%	
国外持有者	官方	21387	21.4%	30.8%
	公众	9382	9.4%	
美联储		4911	4.9%	4.9%

数据来源:根据美国预算管理办公室、财政部数据计算。

根据美国预算管理办公室的估计,未来几年的赤字规模是已经大致可以确定的,也就是说未来几年的国债供给已经固定,国债市场表现如何,关键是看需求。美国国债的需求主要有国内和国外两个来源,到2008年底,美国共有国债99860亿美元。根据美国预算办公室和财政部公布的数据,美国国债的分布如表2所示。

为了便于计算美国国债的需求,我们把美国国债的需求分为以下四部分(暂不考虑来自美联储的需求),各部分的决定因素如下:国内需求,取决于国内的储蓄率;石油出口国需求,取决于石油出口总值;亚洲国家的需求,取决于亚洲国家(主要是日本和中国)外汇储备或海外头寸的增长;其他国家的需求。为了模拟各部分需求的变化,作者设计了A、B、C三种方案,各种方案设计的背景如下(表3):

第一,国内需求。国内需求可以分为两个部分,一部分是因为储蓄率上升产生的需求,根据美国居民储蓄不断上升的特点,假定在2009年美国的储蓄率上升4个百分点。在A、B和C方案中,分别假设上升的4个百分点中,20%,30%,50%用于购买美国国债,即国内的新增需求分别占GDP值的0.8%、1.2%和2%。根据美国预算办公室的测算,2009年新增国债占GDP的比例为12.9%,因此,在三种方案中,这一部分国内需求分别占新增国债的6.2%、9.3%和15.5%。另一部分是原有的储蓄更多地用于购买国债,在金融市场不景气的情况下,这是完全有可能的。在假定储蓄率不变的情况下,假设A、B、C三种方案中,美国国内持有国债的规模分别上升5%、10%和15%。在表3中,分别用国内需求(1)和国内需求(2)来表示这两部分需求。

第二,石油出口国需求。2008年,尽管受石油价格下跌的影响,但是石油出口总额基本与2007年保持平衡,因此石油出口国的购买能力能够保持不变。基于此,在A、B、C方案中分别假设石油出口国的国债存量分别上升0.5%和10%。

第三,中国的需求。2008年底,中国外汇储备为19460.30亿美元,比2007年底(15282.49亿美元)上升27%,考虑到2009年中国对外直接投资发展较快,会占用较多的新增外汇储备,因此,在A、B、C三种方案中分别假设中国持有的美国国债上升5%、10%和20%。

第四,日本的需求。2007年底日本对外投资总额为6104920亿日元,到2008年,则下降为5191790亿日元,下降15%,因此,日本购买国债的能力是下降的。考虑到日本对外投资头寸下降,以及日本民主党对美的政治态度,我们在A、B、C三种方案中分别假设日本持有的美国国债不变、上升5%和上升10%(这三种方案都是较为乐观的设定)。

第五,其他国家的需求。因为包含的国家数量众多,经济条件各不相同,这部分需求是很难识别的,为了简便起见,这里假设在A、B、C三种方案中,这些国家持有的美国国债分别下降3%、不变和上升3%。

表3 2009年美国国债需求模拟方案与结果

	单位	权重	方案A	方案B	方案C
国内需求(1)	百分比	—	6.2	9.3	15.5
国内需求(2)	百分比	0.643	5	10	15
国外需求	—	0.357	—	—	—
石油出口国	百分比	0.077	0	5	10
中国	百分比	0.077	5	10	20
日本	百分比	0.077	0	5	10
其他国家	百分比	0.126	-3	0	3
综合增长率	百分比	—	3.2	8.0	13.1
2009年需求合计	亿美元	—	4337	9701	15935
比2008年增长	百分比	—	-5.5	111.4	247.2
缺口(综合需求-供给)	亿美元	—	-14073	-8709	-2475

说明:

1.国内需求(1)为占新增国债的百分比,其他为持有国债存量的增长率。

2.石油出口国、中国、日本所占的权重是根据三方各占海外持有的25%确定的,25%这一取值是根据2008年底三方持有情况确定的。

3.综合增长率是指国债持有存量的增长率,其中不包括国内需求(1),但2009年需求合计中包括了国内需求(1)。

4.“2009年需求合计”的计算方法如下(以A方案为例):综合需求=TB2009×6.2%+TBS2008×(-5.5%),其中TBS2008表示2008年底的国债存量,TB2009表示2009年的新增国债总量。

根据美国预算管理办公室的估计,2008年新增国债为4590亿美元,2009年新增国债为18410亿美元,2008年底国债存量为99860亿美元。据此测算,在A、B和C三种方案下,美国国债的总需求分别为4337亿美元、9701亿美元和15935亿美元,对应的需求缺口分别为-14073亿美元、-8709亿美元和-2475亿美元。也就是说,基于最乐观的估计,美国国债仍然存在2475亿的需求缺口。

根据上述模拟的结果,我们认为美联储在考虑数量宽松货币政策的退出机制时,必须考虑美国国债的需求,以及美联储最终被迫购买美国国债的可能性。一旦美联储被动买入国债,伯南克所谓的“信贷宽松”将会变成名副其实的“数量宽松”(以下讨论基于B方案的模拟结果):

第一,美国数量宽松与日本殊途同归。尽管美联储力图避免陷入类似于日本银行的困境,但美联储最终恐怕无法摆脱与日本一样的结果,那就是财政赤字货币化。根据测算,美联储需要购入的美国国债在8709亿美元左右,规模相当于目前美联储拥有的全部超额准备金。也就是说,在这8709亿美国国债被消化之前,美联储实际上并不存在什么“退出机制”,考虑到

2009—2011三年都是美国国债发行的高峰,美联储在未来3—5年内不但没有希望瘦身,反而可能会出现更加严重的肥胖症。

第二,美联储的政策选择。在财政赤字货币化的情况下,美联储总体上只有两种选择:一是像伯南克承诺的那样,将存款准备金率提高到市场利率之上,将现有的准备金稳住,留在美联储,直到美国财政状况得到彻底的改善。但是,这一政策选择只在2009年可行,2009年以后,由于后续的国债发行,美联储即使使用现有的所有存款准备金,也无法填平国债需求的缺口,这时,美联储必须寻找另外一种解决办法:发行新钞购买美国国债。

第三,短期国债面临较大通胀风险。根据上述两点分析,美国的通货膨胀是已成定局的事情。2009年美联储或许能够勉强稳住局面,但是,2010年,美联储已经无法在稳定物价和购买国债之间保持平衡。这种情况下,短期国债面临着较大的通胀风险,因此,短期国债持有者需要的不是10年或者20年以后到期的通货膨胀保值债券,而是应该要求美国政府,将在未来几年到期的国债置换成为通货膨胀保值债券。美国国债的主要持有国,应当以此作为继续增持美国国债的必要前提。

第四,中国的策略是“减短持长”。对于中国而言,目前的“减长持短”的策略值得商榷,虽然美国财政赤字状况在短期内难以改善,但是美国国债续约的可能性仍然非常低,一旦美国国债违约,由于缺乏新的国债需求,美国政府无法融得足够的资金救助经济和维持复苏,美国政府救助金融危机的所有努力也都会付诸东流,因此,国债违约是严重违背美国利益的,也是不可能发生的事情。在这一基础上,笔者认为,在长期国债收益率不断上升、短期国债的通胀风险不断加大的情况下,中国应该“减短持长”,而不是“减长持短”。▲

#### 注释:

[1] 有意思的是,在中国,提高准备金率是作为紧缩工具之一。也就是说,准备金率是一个具有两面性的工具,它既可以起到紧缩的作用,也可以起到扩张的作用,关键在于央行怎么使用提高准备金率所获得的准备金。中国是把准备金从市场流通中退出,而美国虽然把准备金投入到了信贷市场,但是考虑到流动性陷阱的存在,和把这部分资金从市场流通中退出没有多大的区别。

[2] Ben Bernanke, “The Fed’s Exit Strategy”, *Wall Street Journal*, July 21, 2009.

[3] 伯南克引用了美联储向金融机构提供的短期信贷为例,在2008年底,短期信贷达到了1.5万亿,而到2009年7月中旬,已经下降到了6000亿的水平。也就是说,美联储购买的资产是可以卖得出去的。