

金融危机中美联储的货币政策工具创新及启示

刘胜会

内容提要：2007年8月美国次贷危机爆发以来，美联储针对金融动荡、信贷收缩和经济减速在常规货币政策的基础上采用了一系列诸如TAF、PDCF、TSLF、AMLF等货币政策工具创新，向金融市场注入流动性。这些货币政策工具的创新和应用对提供额外流动性，稳定市场信心，改善金融市场功能起到了一定的作用，也给其他国家中央银行实施货币政策、进行货币政策工具创新提供了借鉴。

关键词：美联储 货币政策 TAF PDCF TSLF AMLF

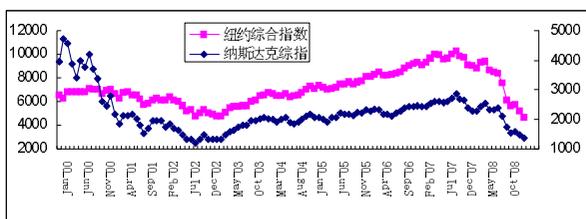
中图分类号：F831

文献标识码：A

2004年以来，随着美联储连续17次提高利率，美国高涨的房地产市场随之降温，房贷违约现象不断增加，信贷风险不断增大，次级按揭抵押贷款的坏账率不断上升。2007年4月，美国第二大次级抵押贷款机构申请破产保护，标志着次贷危机爆发。此后，危机进一步蔓延，2008年9月14日，美国第四大独立投资银行雷曼兄弟宣布申请破产保护，同日，美国第三大独立投资银行美林公司被美国银行收购，美国最大保险集团美国国际集团被曝陷入财务困境……这些事件标志着次贷危机已经演化为严重的金融危机。

次贷危机及其引发的金融危机给美国经济金融带来了巨大的打击：从美国国内经济形势总体运行情况来看，2008年12月初，美联储公布褐皮书显示，其整体经济进一步走软，众多行业表现惨淡；从美国股市状况来看，受次贷危机的影响，投资者信心大减，由于担心经济衰退，美国标准普尔500指数和道琼斯指数大幅下跌。根据2008年末的市场数据，相比2007年最后一个交易日的收市点位，纽约股市标准普尔500指数迄今已经下跌了40.6%，为多年来最糟糕的一年。为了应对危

机，美联储采取了定量宽松(Quantitative Easing, QE)^①的货币政策并在常规货币政策的基础上采用了一系列诸如TAF、PDCF、TSLF、AMLF等货币政策工具创新。这些货币政策工具的创新对稳定市场、提供流动性、防止信贷收缩和经济下滑具有重要的作用，同时对其他国家央行应对危机和进行货币政策创新具有重要的意义。



数据来源：CEIC.

图1 次贷危机后美国股市状况

一、危机发生后美联储采取的常规货币政策措施

(一)宽松的货币政策

2007年夏以来，美联储为了应对危机采取了

作者简介：刘胜会，金融学博士，中国人民银行金融研究所博士后流动站博士后研究人员，现供职于中国人民银行天津分行金融研究处。本文不代表作者单位意见。

^①定量宽松(Quantitative Easing, QE)是指如果中央银行允许或者事实上促使基础货币快速增长的话，那么央行的这种货币政策就可以称为定量宽松的货币政策。

包括降息在内的多项果断的措施。针对危机的扩散和经济的低迷,从2007年9月开始到2008年12月底为止,美联储连续9次降息,将联邦基金目标利率从5.25%下调至0.25%,共下调500个基点,在一年多的时间里几乎走完了所有的降息路,利率调整政策力度之大,速度之快,十分罕见。目前,美联储联邦基金目标利率维持在0到0.25%之间。



数据来源: CEIC.

图2 美国联邦基金利率与3月期定期存款利率 (1990.1~2009.2, %)

除了大幅降息外,美联储还努力采取措施支持信贷市场的正常运行,防止金融机构惜贷发生,减少对私人部门的信贷配给和信贷风险,为实体经济提供充足的资金支持。美联储大幅降低利率一方面维护了金融市场的稳定,降低了危机对实体经济的直接影响,宽松的货币政策有利于刺激实体经济的复苏;另一方面,宽松的货币政策、充足的流动性对防止信贷收缩以及由此引起的经济收缩起到了一定的作用。此外,宽松的货币政策也为解决那些濒临倒闭的金融机构和问题资产提供了政策支持。

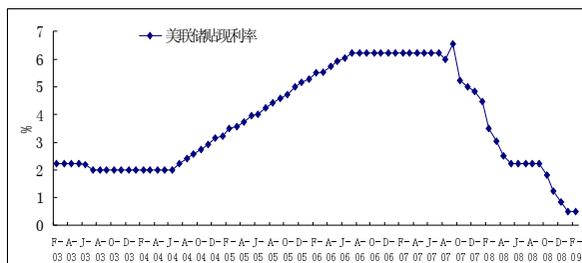
(二)传统的货币政策工具

一般来说,中央银行利用公开市场操作、再贴现和存款准备金率三大政策工具来实施自己的货币政策,将基准利率维持在目标范围之内。公开市场操作是中央银行通过买入或者卖出有价证券,吞吐基础货币,调节货币供应量的活动。该业务具有主动性、灵活性、时效性强的特点。目前,美联储公开市场操作的主要品种包括国债、地方政府债以及其他债权的买卖及回购交易等。

存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金,金融机构按规定向中央银行缴纳的存款准备金占其存款总额的比重就是法定存款准备金率。中央银行通过调整法定存款准备金率,加强银行体系流动性管理,影响金融机构的信贷资金供应能力,从而间接调控

货币供应量。但是,鉴于存款准备金政策对基础货币和货币乘数的影响比较猛烈,目前美联储已经很少通过这种手段进行调控了。

再贴现工具是指中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。美联储通过适时调整再贴现总量及利率,明确再贴现票据选择,实现货币信贷总量调控目标,合理引导资金流向和信贷投向。次贷危机发生后,公开市场操作委员会(Federal Open Market Committee)2007年8月首先降低了贴现利率后,释放出宽松货币政策的信号。目前,贴现利率已经降到0.5%的地位,为缓解金融机构资金压力提供了较好的支持(图3)。



数据来源: CEIC.

图3 危机中美联储贴现利率的变化

二、美联储应对危机的货币政策创新

尽管美联储将央行传统三大政策工具(公开市场操作、再贴现和存款准备金率)都用上了,但是银行信贷的热情并不高,信贷市场上风险溢价还没有恢复到正常的水平,个别金融企业资金链断裂的风险还在,这迫使美联储不得不进行进一步的动作和创新。按时间顺序,美联储的货币创新如表1所示。

概括来说,美联储近期的金融创新主要分为四类,一类是针对存款机构的工具创新,另一类是针对交易商的工具创新,第三类是针对货币市场的工具创新,第四类是直接针对特定的具有系统风险的企业和法人的。

(一)针对存款机构的工具创新

2007年8月以来,美联储在放宽存款机构在贴现窗口借款的条件,降低贴现贷款利率,延长贷款期限等措施的基础上,对银行贴现窗口(Discount Window)进行了改革和创新,以提高市场流动性。这些针对存款机构的工具创新主要有:定期贴现措

表 1 危机处理中美联储的货币政策工具及创新

| 政策措施 | 引入时间 | 参与者 | 借贷工具 | 担保 | 期限 |
|--|------------|-----------------------|-------|--|---------------------|
| 公开市场操作 (Regular OMOs) | | 一级交易商 | 资金 | 美国国债 MBS | 隔夜~14 天 |
| 单一证券的公开市场操作 Single-Tranche OMO Program | 2008.3.7 | 一级交易商 | 资金 | 美国国债/地方政府债/地方政府 MBS | 28 天 |
| 贴现窗口 Discount Window | | 储蓄机构 | 资金 | 贴现窗接受的抵押资产 | 隔夜也可以延长到几周 |
| 定期贴现措施 Term Discount Window Program | 2007.8.17 | 贷款机构储蓄机构 | 资金 | 贴现窗接受的抵押资产 | 最长 90 天 |
| 定期拍卖便利 Term Auction Facility, TAF | 2007.12.12 | 主要的贷款机构/储蓄机构 | 资金 | 贴现窗接受的抵押资产 | 28~84 天 |
| 一级交易商信贷便利 Primary Dealer Credit Facility, PDCF | 2008.3.16 | 一级交易商 | 资金 | 三方回购市场的抵押品 (2008 年 9 月 14 日 PDCF 抵押品的范围进一步扩大到三方回购市场的抵押品) | 隔夜~14 天 |
| 双边货币互换协议 Reciprocal Currency Arrangements | 2007.12.12 | 海外中央银行 | 美元 | 主权货币或者主权担保的抵押品 | 隔夜~3 个月 |
| 债券借贷业务 Securities Lending | | 主要交易商 | 美国国债 | 美国国债 | 隔夜 |
| 定期证券借贷便利 Term Securities Lending Facility, TSLF | 2008.3.11 | 主要交易商 | 美国国债 | 美国国债/地方政府债; 或计划 1+投资级别的证券 | 28 天 |
| 定期证券借贷期权计划 Term Securities Lending Facility Options Program | 2008.7.30 | 主要交易商 | 美国国债 | 计划 1+投资级别的证券 | 典型的是两周以下 |
| 资产支持商业票据货币市场共同基金流动便利 Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF | 2008.9.19 | 储蓄机构银行控股公司外国银行在美的分支机构 | 资金 | 高质量 ABCP | ABCP 到期日 (最大 270 日) |
| 商业票据信贷便利 Commercial Paper Funding Facility, CPFF | 2008.10.7 | 合格的美国商业票据发行者 | 资金 | 新发行的 3 个月无担保和资产支持商业票据 | 3 个月 |
| 货币市场投资基金便利 Money Market Investor Funding Facility, MMIFF | 2008.10.21 | 合格的货币市场共同基金、其他货币市场投资者 | 资金次级债 | 美元存款凭证商业票据 | 无 |
| 定期资产支持证券信贷便利 Term Asset-Backed Securities Loan Facility | 2008.11.25 | 所有拥有合格抵押品的个人、法人 | 资金 | 近期发行的美元计价的 AAA 级的 ABS | 至少 1 年 |
| 不良资产救济计划 Troubled Asset Relief Program, TARP | 2008.10.3 | 美国所有金融机构 | 资金 | 特定期限前发行的住房和商业抵押贷款相关资产 | 无 |

数据来源: 美联储。

施(Term Discount Window Program)、定期拍卖便利(Term Auction Facility, TAF)等。

定期贴现措施 (Term Discount Window Program)是对传统贴现窗口的拓展,它的创新性主要表现延长贷款期限上。2007 年 8 月 17 日公布此创新的时候,向财务健康的存款类金融机构提供的贷款期限由隔夜或几周延长到最长 30 天的时间,后来,鉴于金融危机的深入发展和一些存款类金融机构资金的紧张,美联储于 2008 年 3 月 16 日宣布将这一期限延长到最长 90 天的时间。

定期拍卖便利(Term Auction Facility, TAF)。这是由美联储 2007 年 12 月 12 日设立一种新型的贴现窗口,即通过招标方式向财务健康的存款类金融机构提供贷款。达到一级信贷方案合格要求的财务健康的存款类金融机构根据规定程序向所在地联储银行提交利率报价和竞拍额,由联储决定拍卖结果。在抵押物方面,贴现窗接受的抵押资产即可作为 TAF 的抵押资产。在资金数量方面,每次 TAF 拍卖的资金总量是由联储预先确定并公布的,利率通过存款机构之间的竞争程序确定,投标利率最高

的机构将得到资金。TAF的期限主要有28天和84天两种,2008年9月19日又增加了一种远期TAF。TAF解决了在标准贴现窗口借款不活跃的问题。2007年12月首次公布以来,每月进行两次拍卖,^①每次资金数量为200亿美元。2008年1月每次资金数量提高到300亿美元,2008年5月资金数额继续提高达到750亿美元,资金数量不断提高,为存款类金融机构提供了大量的资金。

(二) 针对交易商的工具创新

美联储的公开市场操作是在公开市场上买卖证券,证券买卖可以通过两种形式进行:或者直接与交易商买卖证券发放或回笼资金;或者由联储卖出证券,再按照协议买回证券,通过这种回购向交易商贷出资金。随着危机的深入发展,2008年3月开始,回购市场的压力不断增加,回购融资量大幅下降,相应地,成本在提高。为解决主要交易商资金紧张的形势,联储在债券借贷业务(Securities Lending)^②的基础上推出了以下融资便利:

一级交易商信贷便利(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)是美联储于2008年3月16日推出的一项针对一级交易商的工具创新。2008年3月13日,投资银行贝尔斯登流动性严重恶化,如果无法获得其他融资来源,它将被迫在第二天破产。而因贝尔斯登不是存款性金融机构,不能申请贴现贷款。因此,美联储为了救助流动性严重缺乏的大交易商,阻止信贷市场流动性危机向其他市场蔓延,根据紧急授权创设了PDCF。PDCF使一级交易商获得了与存款机构相同的进入贴现窗口的权利,一级交易商可以按存款机构同样的贴现率借款,资金数量取决于交易商的需要,而且利率是固定的,抵押物可以是各种投资级证券。2008年9月14日PDCF抵押品的范围进一步扩大到三方回购市场的抵押品(tri-party repo system collateral)。^③PDCF改善了一级交易商的融资能力,通过确保交易商能够获得资金,来提高市场流动性,对于维护金融市场稳定,防止流

动性大规模蔓延具有重要意义。

定期证券借贷工具(Term Securities Lending Facility, TSLF)于2008年3月11日推出,是一项针对一级交易商的固定期限借贷便利。TSLF允许交易商以缺乏流动性的证券做抵押来投标,交换高流动性的国债。具体程序是:TSLF面向一级交易商,通过公开招标程序融出国债。交易商借入国债的同时,必须提供可接受的债券作抵押。抵押物除了传统的公开市场可接受的国库券、机构债券、机构抵押支持债券外,还可以是3A级的居民抵押支持债券、商业抵押支持债券和其他资产支持债券。2008年9月14日联储将抵押品范围进一步扩大到所有投资级债券,而且将两周一次的拍卖改为一周一次,TSLF的总额度也从1750亿美元提高到2000亿美元。这项便利意图提高金融市场中国债和其他抵押证券的流动性,从而使金融市场的功能更加成熟。同联储其他流动性便利相比,TSLF较为中性,因为它是以抵押证券为担保贷出国债。也就是说,它不直接进行资金的借贷,不需要公开市场操作来对冲TSLF头寸。

(三) 针对货币市场的工具创新

为了对货币市场提供支持,稳定金融市场,2008年9月19日美联储采取两项措施,一是对资产支持商业票据(ABCP)货币市场共同基金流动性便利进行升级,建立资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利(Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF),扩大美国存款机构和银行持股公司无追索权贷款规模,为其购买高质量ABCP提供融资;二是从一级交易商手中收购由“两房”和联邦住房贷款银行发行的联邦机构贴现票据。

资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利(Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF)是2008年9月19日由美联储设立。AMLF允许存款机构、银行控股公司和外国银行在美的分支机构以高质量资产支持商业票据(ABCP)为抵押,从联储获得

^①一般情况下为每月两次,也可根据需要随时安排。

^②债券借贷是指债券融入方以一定数量的债券为质物,从债券融出方借入标的债券,同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券,并由债券融出方返还相应质物的债券融通行为。

^③包括非美元计价的证券。

这是美联储首次在国债融券交易中接受一级交易商将抵押贷款支持证券(MBS)作为担保品。

相应的资金,期限一般为资产支持商业票据(ABCP)的到期日,最长不得超过270天。AMLF提高了资产支持商业票据(ABCP)的流动性,维护了货币市场的正常运行。

2008年10月21日联储授权增设货币市场投资基金便利(Money Market Investor Funding Facility, MMIFF),授权纽约联邦储备银行为货币市场投资者提供流动性支持。其程序是:联储(通过提供资金支持特殊目的公司(SPV))从合格的投资者(货币市场共同基金及其他货币市场投资者)那里购买美元存款凭证和高信用等级金融机构发行的商业票据,放出资金,给货币市场以流动资金支持。

(四)针对特定企业和法人的工具创新

尽管美联储为应对危机所采取的货币政策前所未有的激进,也采用了大量的创新型工具,为稳定局势做了很多工作,而且已初见成效,但信贷市场仍存有相当大的压力。一些包括商业银行和投资银行在内的大型金融机构,在次贷危机中蒙受巨额损失,大量资产减记,减少了它们的可支配资本。由于从资本市场可获得资金的减少,大型银行也不愿发放新的贷款。另外,由于大量企业通常用房地产资产作为贷款的担保,危机导致资产价值不确定性上升,从而加大了信贷息差,提高了企业融资成本。信贷市场的紧缩,导致经济活动进一步收缩,激起更多的不确定性,金融危机随之恶化,经济活动进一步紧缩……如此恶性循环使得经济更加萎靡。为了刺激实体经济,阻止信贷紧缩在实体经济的蔓延,美联储创造了新型融资方式商业票据信贷便利(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)和定期资产支持证券信贷便利(TABS-LF),直接将资金送入继续的相关企业。

商业票据信贷便利(Commercial Paper Funding Facility, CPFF),是联储在2008年10月7日新开的短期融资窗口。联储将通过一个特殊目的公司(SPV)给美国商业票据的发行者提供流动性支持。一般由特殊目的公司(SPV)从符合条件的商业票据发行者那里直接购买无担保和资产支持商业票据,向有资金需求的商业票据发行者直接融出资金。CPFF开创了美联储直接将贷款给企业之先河,有人称美联储由“最后贷款人”变成了“直接贷款人”,但CPFF对于缓解特定企业资金紧张具有重要意义。

如果购买的是无担保商业票据,要以其全部资产、佣金的优先占有权或联储认可的证券作抵押。

定期资产支持证券信贷便利(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TABSLF)是联储于2008年11月25日提出的一项针对所有拥有合格抵押品的个人、法人的融资便利措施。所有拥有合格抵押品的个人、法人均可以参加定期资产支持证券信贷便利,可以将近期发行的美元计价的AAA级的ABS(包括汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款和其他中小企业贷款等)抵押给美联储,从而获得相应的融资支持。TABSLF期限较长,一般为1年以上,这对于缓解这些机构暂时的流动性缺乏具有重要的作用。

三、美联储货币政策创新的启示 意义和值得商榷的地方

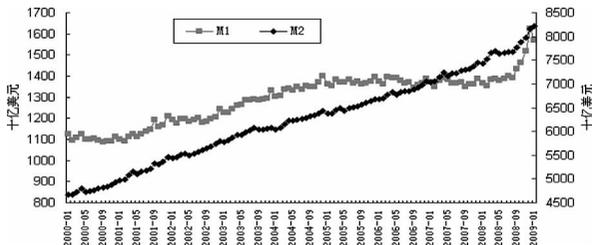
美联储在应对危机中,采用了大量的货币政策工具创新,对于其他国家央行来说具有重要的启示意义:

第一,流动性短缺、流动性陷阱与定量宽松的货币政策。

美联储为应对危机及其带来的经济下行,打破常规对货币政策工具进行了大规模的创新,创新性地引入了针对存款机构、主要证券交易商、货币基金市场以及企业和法人的流动性工具,将大量的资金注入金融体系和实体经济中,目的是防止银行部门由于资金紧张和信心缺乏而引起信贷收缩,防止金融市场流动性缺乏和重要的金融机构的倒闭。实践证明,定量宽松的货币政策起到了一定的作用。从货币供应量的角度来看,危机以来,美联储货币供应量 M_1 和 M_2 均呈现大幅增加。如果说美国 M_1 快速增长的主要原因有可能在于,由于避险考虑资金由货币市场共同基金等不属于 M_1 的资产转向安全性较高、得到担保的银行存款;果真如此,那么由 M_1 和货币市场共同基金存款构成的 M_2 不会有很大变化。但事实上,同期的 M_2 的增势也颇为明显。这充分说明了,美联储货币定量宽松货币政策导致货币供应量的增加。

但是,值得注意的是基础货币和广义货币供应量走势之所以呈现一定程度的背离,即相对大幅增长的 M_1, M_2 的增长却不那么迅速。 M_1 与 M_2

背离的原因在于美国银行及其他金融机构放款意愿的下跌和“货币乘数”的急剧下降。如何保持信贷市场的正常运行,防止“惜贷”发生,这是美联储在未来的货币政策中必须面对的问题。



数据来源: CEIC.

图4 美联储货币供应量的变化

第二, 金融危机货币政策传导链条的断裂与应对。

正常情况下, 央行的货币政策无论是通过货币渠道和信贷渠道传导, 基本原理是中央银行通过改变信贷市场中一些主要指标(如利率水平和信贷规模等), 改变了不同资产之间的收益和风险关系, 导致资产选择的替代, 影响居民企业的资产负债、投资消费等经济行为, 从而实际经济活动随之发生改变。

然而, 上述传导渠道在极端情况下并不能良好的运转, 虽然名义利率已降至接近零点, 但悲观的预期和低迷的货币需求仍不足以令货币政策发挥效力, 这就是所谓的“流动性陷阱”。在这种情况下, 利率对货币总量、信贷和总需求的传导机制已经失效, 以价格(利率)调整为核心货币政策的作用大大减弱。危机发生后, 美联储通过 TAF、PDCF、TSLF、AMLF、TABSIF 等创新工具直接购买抵押贷款支持证券和企业债券, 跳过货币政策传导机制中的先导环节(正是这些环节的瘫痪导致了政策传导不畅), 向市场、向具有系统重要性的大型金融机构、特定的企业和法人注入资金, 缓解它们的资金紧张局面, 降低它们的融资成本, 刺激它们的经济活动, 从而拉动需求的最终增长。

第三, 从“最终贷款人”到“第一贷款人和惟一贷款人”。

中央银行是“银行的银行”, 它一般不对企业和个人办理贷款, 只对银行发放, 充当“最后贷款人”(the Lender of Last Resort), 即在商业银行陷

入流动性困境时作为最后贷款人对其给予流动性援助, 阻止银行倒闭, 清除集体行为的非理性造成的恐慌及其传染和导致系统崩溃。

本次金融危机已经重创了金融系统, 金融机构流动性紧缺, 货币市场资金紧张, 为了防止流动性紧缺向实体经济蔓延, 美联储被迫向金融系统注入流动性, 但是效果并不明显, 资产价值的缩水、不确定性的增加, 增加了银行惜贷行为, 实体经济资金压力很大。为了解决实体流动性问题, 美联储不得不代替金融部门承担了融资功能。利用 TAF、CPFF、TABSIF 等创新工具, 在极端市场条件下履行“最终贷款人”的同时承担了“第一贷款人和惟一贷款人”的角色, 对稳定经济金融体系做出了重要的贡献。

第四, 货币政策组合与协调配合。

一般来说, 央行除了通过传统的货币政策工具放松银根之外, 还可以采用“非常规方式”执行宽松的货币政策: 一是央行可以通过自己的市场影响力, 引导舆论走向, 制造短期利率将长期保持低位的预期。二是央行可以扩大其资产负债表规模, 增加基础货币。^①三是央行可以改变其资产负债表的结构。如果投资者将不同资产视为非完全替代品, 央行买进特定资产的操作就会对资产价格产生明显影响。上述三种量化宽松的方式虽然概念不同, 但在操作上可以相互替代。随着美国经济进一步减速, 美联储运用所有这三种非常规方式进行宏观调控: 从 2008 年底以来, 美联储将联邦基金目标利率长期维持在 0~0.25% 之间, 并在其报告中承诺将在今后一段时间内继续维持, 这实际上是给公众制造短期利率将长期保持低位的预期; 通过新型融资工具, 从金融机构、金融市场和企业手中购买了大量的各类债券, 资产负债表的规模急剧扩大; 同时, 为了解决金融市场和金融机构流动性需求, 美联储放宽了抵押物的范围, 使得美国国债以外的地方政府债、地方政府 MBS、投资级别的债券、高质量 ABCP、无担保和资产支持商业票据、住房和商业抵押贷款相关资产等出现在美联储的资产负债表中, 其资产负债表的结构更加多样化。

总之, 美联储在应对危机过程中, 通过货币

^①在日本央行实行量化宽松政策的 2001 年 3 月至 2006 年 3 月间, 其资产负债表与该国 GDP 的比率由 13% 左右升至 22% 左右。

工具创新为金融市场和金融机构注入流动性,维持金融稳定和市场信心,防止信贷紧缩和经济衰退,应对次贷危机带来的影响,取得了初步的效果。但是,美联储货币工具创新的过程中,一些问题和风险不容忽视:

第一,美联储与财政部的关系及独立性问题值得关注。众多理论和实践表明,中央银行的独立性对其货币政策制定和实施效果具有非常重要的影响。为了应对危机,美联储与政府在救助有系统影响力的金融机构、处置有毒资产、修复银行业等方面进行了深度的合作,已经成为应对危机的绝对主角,有的领域已经超过了传统央行的职责范围,国会和财政部门对美联储在扩大信贷和经济复苏方面的干预和要求越来越多,央行的独立性受到了一定的损害。此外,为了稳定市场信心,避免投资者陷入抛售美国国债的“羊群效应”,2009年3月18日,美联储宣布,将在未来的6个月内购买3000亿美元长期国债,并准备再次购买8500亿美元机构债。美联储直接购买国债的行为实际上是将政府债务货币化,这将损害美联储的独立性,将美联储变为财政部门的钱袋子,严重影响联储保持独立性且专注于整体经济的稳定和价格稳定的能力。

第二,“输血”和“疏通管道”同样重要。目前,美国 M_1 和 M_2 的背离说明,数量宽松的货币政策

在增加基础货币的同时,广义的货币供应并没有显著改善,其货币政策效果大打折扣。同时,美国20世纪30年代应对大萧条的经验启示我们,数量型货币政策必须和问题金融机构的处置、不良资产的剥离相结合。金融系统的稳定、金融机构中介职能的发挥、货币政策传导渠道的畅通对于货币政策实施效果具有重要影响。如何迅速地处置金融机构的坏资产、“疏通管道”,对美联储来说是今后一项艰巨的任务。

第三,未来通胀风险不容忽视。危机中,美联储通过货币政策工具创新,使得美联储的资产已经急剧扩张,经济体系中存款机构准备金和流通中美元都大幅上升。美联储直接购买国债的举动等于直接开动印刷机印制钞票将政府债务货币化,必将加大货币供应量,引发通货膨胀和美元贬值。目前,美联储资产负债表巨额膨胀,货币供应量大幅增长,美国利率水平已经处在0~0.25%的区间,进入前所未有的低利率时期。一旦预期开始好转,货币利率与实体经济真实利率之间的关系开始发生逆转,宏观经济也开始复苏,过量的流动性和较低的实际利率就会形成新一轮的通货膨胀。

(责任编辑:李楠)

参考文献:

- [1] Stephen Jen, Spyros Andreopoulos. The Fed's QE Operations and the Dollar [R]. Morgan Stanley, 2008.11.28.
- [2] Chairman Ben S. Bernanke. The Crisis and the Policy Response [R]. At the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009.
- [3] Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report to the Congress [R]. February 24, 2009.
- [4] Joshua N. Feinman. Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform [R]. Federal Reserve Bulletin, June, 1993.
- [5] Hiroshi Ugai. Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses [R]. Monetary Affairs Department, Bank of Japan, 2007.
- [6] Manoj Pradhan. 第二代量化宽松政策将推动经济回升 [R]. 摩根斯坦利, 2009.3.5.

Abstract: Since the outbreak of subprime mortgage crisis in August 2007, the Fed adopted a series of measures and innovations on the side of monetary policy tools, such as TAF, PDCF, TSLF, AMLF, to deal with the crisis and restore economic growth. These measures and Innovations stabilized market confidence and improved the functioning of financial markets. At the same time, it provided an opportunity for other central banks to draw lessons on making monetary policy decisions and innovate monetary policy tools.

Keywords: The Federal Reserve Board; Monetary Policy; TAF; PDCF; TSLF; AMLF