

A Study on the Fed's Policy Practice
since *the Great Recession*

“大衰退”以来 美联储的政策实践

吴培新 ◎ 著

◎ “大衰退”以来美联储的政策实践成功地使美国经济避免了“大萧条”的重演。本书分析了金融危机的背景、起因、形成和爆发，梳理、总结了美联储危机干预和经济复苏政策，分析了不同政策手段导致美联储资产负债不同项目的余额和结构的变化情况。

 中国金融出版社

“大衰退”以来 美联储的政策实践

A Study on the Fed's Policy Practice
since *the Great Recession*

吴培新 著



中国金融出版社

责任编辑：方 晓

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

“大衰退”以来美联储的政策实践 (“Dashuaitui” Yilai Meilianchu de Zhengce Shijian) / 吴培新著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8081 - 6

I. ①大… II. ①吴… III. ①货币政策—研究—美国
IV. ①F837. 120

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 183713 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 9.25

字数 143 千

版次 2015 年 8 月第 1 版

印次 2015 年 8 月第 1 次印刷

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8081 - 6/F. 7641

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

编辑部邮箱: jiaocaiyibu@126.com



目 录

“大衰退”以来美联储的政策实践

第一章 金融危机全景：背景、起因、形成和爆发 /1

1.1 金融危机的背景 /1

1.1.1 危机前全球货币政策及经济基本面 /1

1.1.2 危机前美国货币政策及经济基本面 /4

1.1.3 危机前美国房地产市场 /5

1.2 金融危机的起因 /11

1.2.1 危机的触发因素 /11

1.2.2 私人部门的弱点 /12

1.2.3 公共部门的缺陷 /15

1.2.4 “大而不倒” /16

1.2.5 全球经济失衡 /16

1.3 金融危机的形成 /19

1.3.1 金融危机形成的共同机制 /19

1.3.2 次贷危机形成的独特原因 /21

1.3.3 次贷危机演化为经济金融危机的机理 /23

1.4 金融危机的爆发 /24

1.4.1 金融危机对美国金融业的影响 /25

1.4.2 金融危机向全球金融业传导 /30

1.4.3 金融危机向实体经济传导 /32

1.5 小结 /33

第二章 美联储的危机干预政策 /35

2.1 危机时期金融市场和宏观经济风险 /35

2.2 危机干预的政策手段 /37

2.2.1 大幅激进降息 /38

2.2.2 使公众保持低利率预期 /38

2.2.3 大量购买债券 /39

2.2.4 创设中央银行间流动性互换 /40

2.2.5 创设存款机构放贷便利 /42

2.2.6 创设一级交易商放贷便利 /43

2.2.7 创设其他放贷工具 /45

2.2.8 直接支持系统性重要机构 /49

2.3 各种放贷便利的抵押品和利率安排 /52

2.3.1 各种便利下抵押品资格要求、评估和折扣 /52

2.3.2 向各种便利出质的抵押品种类 /54

2.3.3 各种放贷计划的利率设定 /55

2.4 危机干预手段的风险管理 /59

2.4.1 监测财务状况 /59

2.4.2 抵押品政策和要求 /60

2.5 小结 /63

第三章 危机后美国经济的复苏 /66

3.1 危机后美国就业复苏迟缓 /66

3.1.1 经济复苏迟缓 /67

3.1.2 就业改善迟缓 /70

3.1.3 建筑业就业改善迟缓拖累整体就业复苏 /73

3.2 危机后美国就业改善与经济复苏不同步 /75

- 3.2.1 经济增长与失业率变化之间关系偏离奥肯法则 /75
- 3.2.2 奥肯法则失效的解释 /76
- 3.3 美国就业复苏面临的挑战 /80
 - 3.3.1 新增就业缓慢 /80
 - 3.3.2 长期失业占比较高 /81
- 3.4 周期性的总需求疲弱导致就业改善迟缓 /83
 - 3.4.1 劳动力市场的演变：从 Beveridge 曲线的视角 /84
 - 3.4.2 就业改善迟缓部分源于结构性失业上升 /85
 - 3.4.3 就业改善迟缓主因是周期性的需求疲弱 /86
- 3.5 小结 /88

第四章 美联储的经济复苏政策 /90

- 4.1 明确美联储双重目标数值及其实现目标方式 /90
 - 4.1.1 明确双重目标数值 /90
 - 4.1.2 以平衡方式实现双重目标 /92
- 4.2 资产负债表政策 /93
 - 4.2.1 资产负债表政策举措 /93
 - 4.2.2 量化宽松政策的沟通 /95
 - 4.2.3 量化宽松政策效果 /95
 - 4.2.4 期限延长计划 /97
- 4.3 利率前瞻性指引 /98
 - 4.3.1 利率前瞻性指引举措 /98
 - 4.3.2 利率前瞻性指引的理解 /100
 - 4.3.3 利率前瞻性指引的效果 /103
- 4.4 小结 /106

第五章 危机以来美联储资产负债状况的演变 /107

- 5.1 美联储资产负债表主要项目 /107
- 5.2 危机前美联储资产负债表状况 /113

5.3 危机以来美联储资产方的主要变化 /114

5.3.1 危机以来美联储资产规模和结构变化 /114

5.3.2 危机以来美联储各类主要资产变化 /115

5.4 危机以来美联储负债方的主要变化 /123

5.5 小结 /127

参考文献 /129

后 记 /138



第一章

“大衰退”以来美联储的政策实践

金融危机全景：背景、起因、形成和爆发

“大衰退”是指 21 世纪第一个十年后期的全球性经济下滑，各国对衰退的规模和时间争议较大，但就其整体影响而言，大家普遍认同这是第二次世界大战后最严重的全球性衰退。根据美国国民经济研究局（NBER）的官方认定，美国的经济衰退始于 2007 年 12 月，终结于 2009 年 6 月，为期 18 个月。“大衰退”与美国 2007—2008 年的次贷危机和全球性金融危机紧密相关。金融危机对全球范围内的市场和机构都产生了广泛、深入的影响，市场发生剧烈动荡，一些系统重要性机构倒闭或接近倒闭。研究本轮金融危机的背景、起因、形成和爆发，可以从中吸取教训，以防类似危机的重演，也为本书其余章节的分析提供基础。

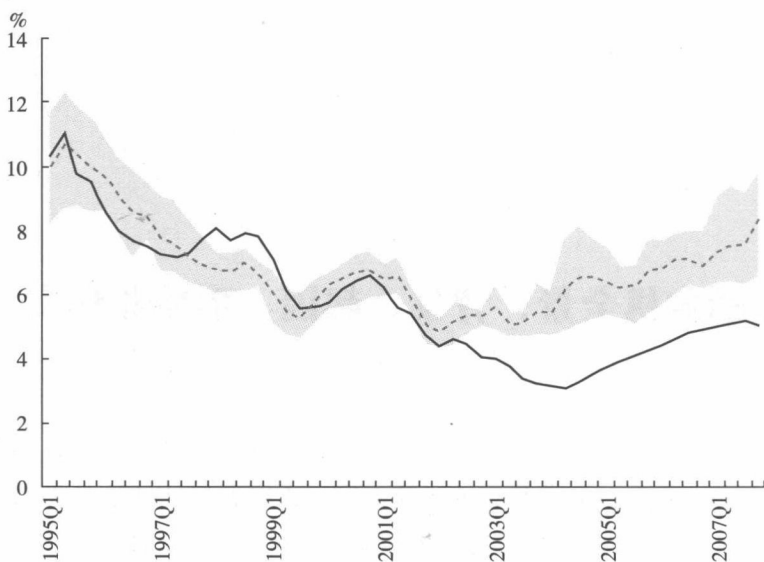
本章分五节，依次分析金融危机的背景、起因、形成和爆发，最后是本章小结。

1.1 金融危机的背景

1.1.1 危机前全球货币政策及经济基本面

21 世纪初以来，全球货币环境宽松。自 1995 年第一季度至 2002 年上半年，

全球政策利率与按照泰勒规则计算的虚拟政策利率较为接近，这表明在这段时间里的货币政策是适当的。但自 2002 年下半年开始，政策利率低于虚拟利率，且两者之间的差距逐渐拉大，这表明，相对于正常、适当的政策利率，实际的货币政策立场偏于宽松（见图 1.1）。



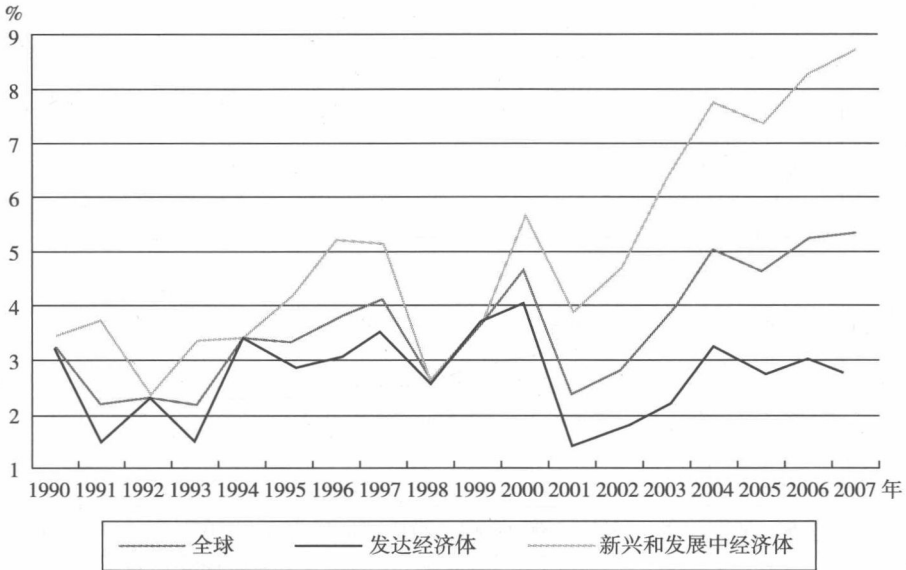
注：季度数据；实线为政策利率，虚线为按照泰勒规则计算的虚拟的政策利率。阴影部分为置信区间。

资料来源：转引自 Hofmann and Bogdanova (2012)。

图 1.1 危机前全球政策利率与虚拟的政策利率：1995 年第一季度至 2007 年第四季度

全球宽松的货币环境导致全球经济增长势头良好，保持了高增长态势（见图 1.2），失业率也趋于下降（见图 1.3），同时，通货膨胀率也保持在低位（见图 1.4）。

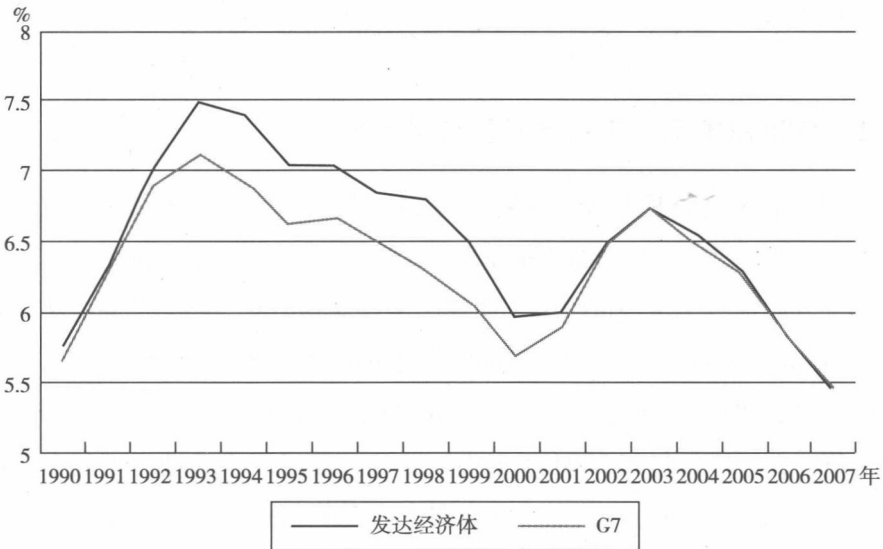
与全球经济的高增长和低通胀相对应的是全球金融市场表现异常强健。利率处于历史低位，包括美欧国家在内的资产价格上升很快，且资产价格的波动性及风险溢价异常低。异常低的利率和高涨的资产价格，导致货币供应量和信贷规模都以异常快的步伐扩张。



注：年度数据。

资料来源：IMF 数据库。

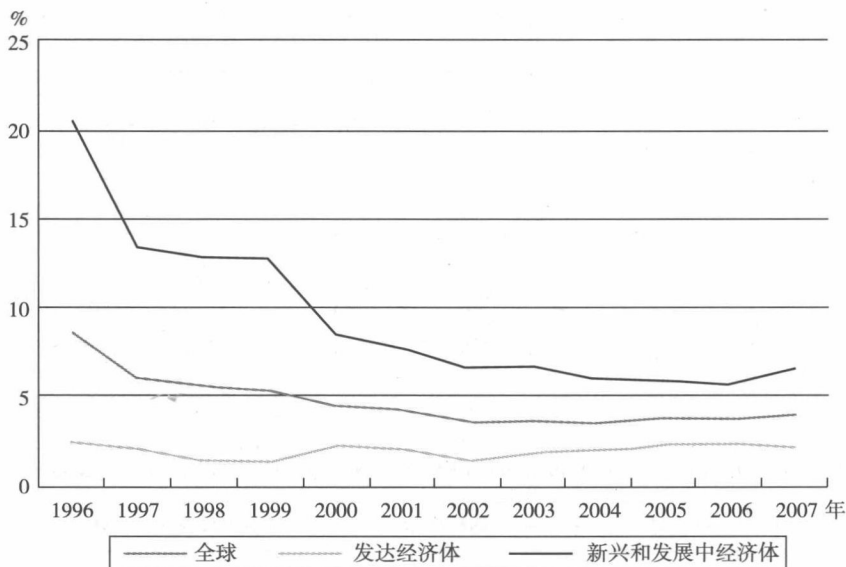
图 1.2 危机前全球经济增长状况：1990—2007 年



注：年度数据。

资料来源：IMF 数据库。

图 1.3 危机前发达经济体失业率状况：1990—2007 年



注：年度数据。

资料来源：IMF 数据库。

图 1.4 危机前全球通货膨胀状况：1996—2007 年

1.1.2 危机前美国货币政策及经济基本面

21 世纪初，高科技股泡沫破裂导致美国经济在 2001 年 3—11 月遭受了温和衰退，加之 2001 年 9 月的恐怖袭击、2003 年的入侵伊拉克和 2002 年系列公司财务丑闻也给美国经济蒙上了阴影，美联储从 2001 年初到 2004 年 6 月持续调降联邦基金利率，利率从 2000 年末的 6.5% 下调到 2001 年 12 月的 1.75%，再到 2003 年 6 月的 1%，总的降息幅度为 5.5 个百分点，为 50 年来的最低值，并一直保持到 2004 年年中。并且，其间还多次进行了利率的前瞻性指引，如在 2003 年 8 月就在政策声明中表示将保持宽松政策相当长一段时间。从 2004 年 6 月开始，美联储进入加息周期，联邦基金利率于 2006 年 6 月达到 5.25%。

有很多人在次贷危机发生后认为危机前的美国货币政策过于宽松，过于宽

松的货币政策导致房地产泡沫的积累，泡沫的破裂导致了危机的发生。接下来我们分析危机前美国货币政策是否过于宽松。

一般情况下，泰勒规则能较好地模拟美联储货币政策。如果由泰勒规则模拟的政策利率高于实际采用的美联储政策利率，则表明实际采用的政策利率过于宽松。泰勒规则一般式可以表示为

$$i_t = 2 + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y_t^*)$$

式中， i_t 表示 t 期模拟的政策利率水平， $\pi_t - \pi^*$ 表示 t 期通货膨胀率与通货膨胀目标值的偏离程度， $y_t - y_t^*$ 为“产出缺口”，是 t 期实际产出与潜在产出的偏离， a 、 b 为正的参数值，描述了当通货膨胀和产出偏离目标值时的政策反应强度。

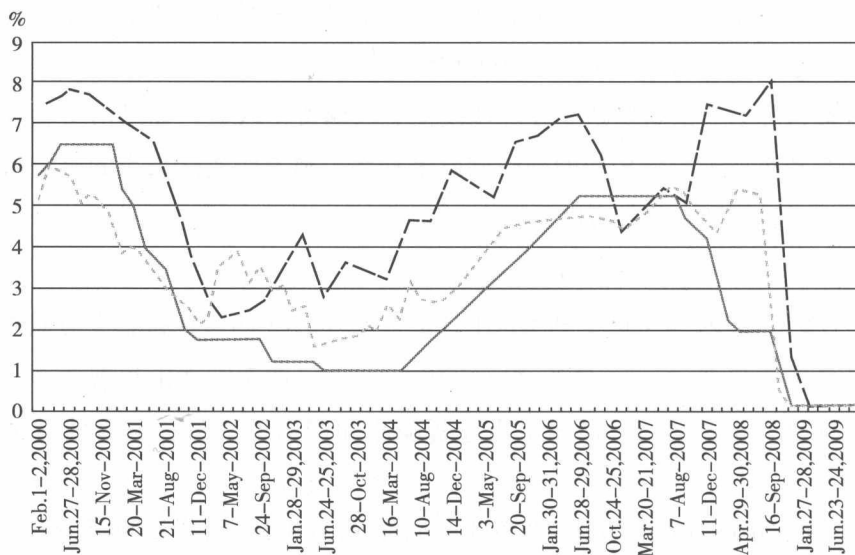
在1993年初始的泰勒规则版本中， a 、 b 均为0.5。通货膨胀用实际发生的CPI来表示。以此进行政策模拟，结果显示，总体上危机前的2002—2006年美国货币政策处在偏于宽松状态，实际采用的联邦基金目标利率低于虚拟利率大概2个百分点（Taylor, 2007）。

伯南克并不认同这一看法（Bernanke, 2010）。他认为，由于货币政策发挥效用有时滞，因而在货币政策决策时应该用预测变量而不是实际已经发生的数值，通货膨胀用消费者支出价格指数（PCEPI）涨幅来衡量，再按照1999年版的泰勒规则将 b 赋值为1，模拟的政策利率为图1.5中的虚线，其与政策利率基本吻合。这表明，危机前的货币政策基本上是适宜的（见图1.5）。

2002—2006年较长时期的低利率政策刺激了美国经济增长，使经济从放缓中很快恢复过来，经济增长于2004—2006年达到近4%，失业率趋于下降，与此同时，通货膨胀率则始终平稳地保持在低于3%的较低水平（见图1.6）。

1.1.3 危机前美国房地产市场

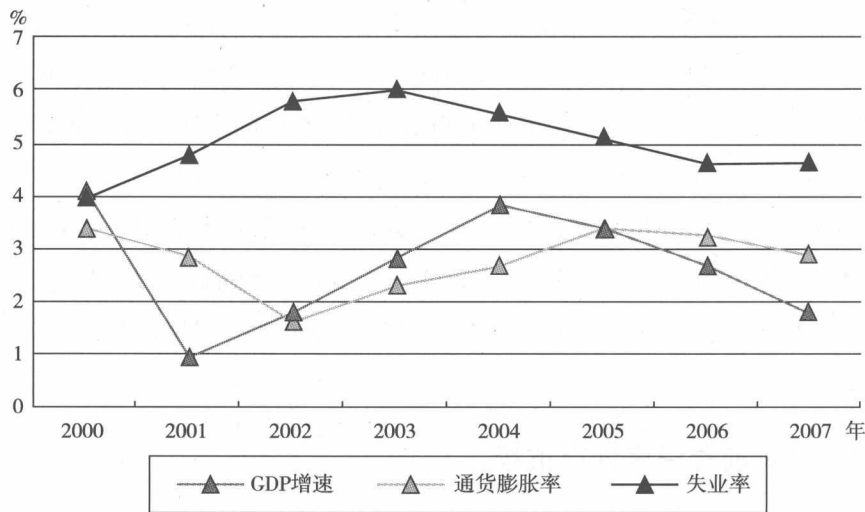
本轮美国房地产泡沫的积累肇始于20世纪90年代。在经过几年的缓慢上升后，房价在90年代后期开始加速上涨——1998—1999年房价年涨幅为7%~8%，2000—2003年年涨幅为9%~11%，也就是说，在2002—2004年高度宽松



注：实线为政策利率，分段线为按照 1993 年版泰勒规则计算的虚拟政策利率，虚线为按照 1999 年版泰勒规则计算的虚拟政策利率。

资料来源：转引自 Bernanke (2010)。

图 1.5 危机前美国政策利率与虚拟的政策利率：2000 年 1 月至 2009 年 6 月

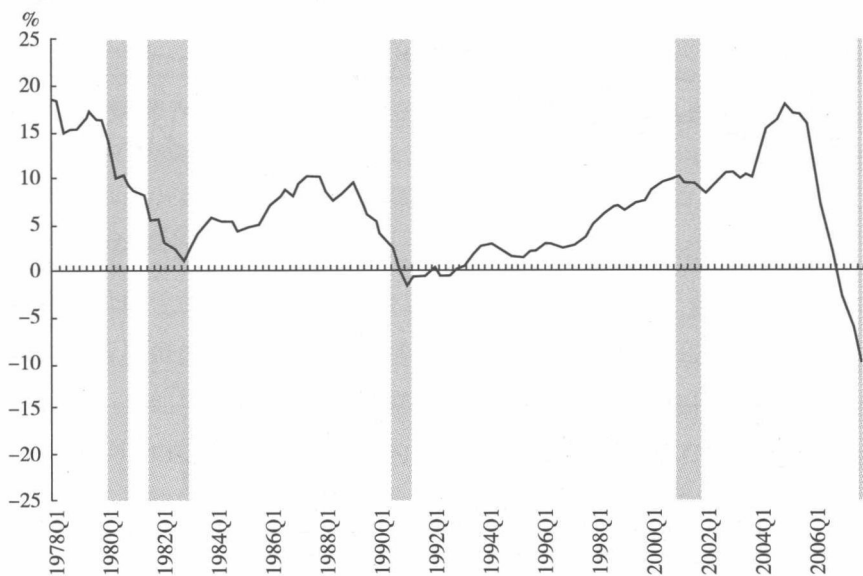


注：年度数据。

资料来源：IMF 数据库。

图 1.6 危机前美国经济基本状况：2000—2007 年

的货币政策之前，房价就已经大幅上涨（见图 1.7）。当然，也应该注意到，房价在 2004—2005 年加速上涨，年涨幅达 15%~17%。



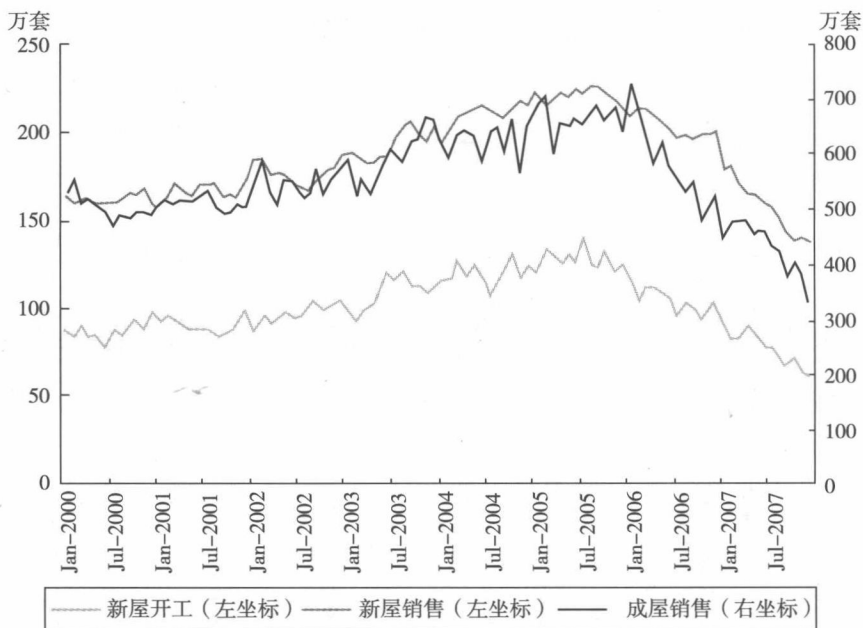
注：季度数据；阴影为衰退时期。

资料来源：转引自 Bernanke (2010)。

图 1.7 危机前美国房价涨幅：1978—2007 年

房价的持续上涨，吸引了越来越多的购房者，其中不乏炒买炒卖房地产的投机客，投机风潮兴起并不断蔓延。根据美国房地产协会的统计，美国的成屋销售从 2000 年的平均每月折年率 510 万套开始攀升，到 2005 年下半年，一度高达 720 万套，上升幅度超过 40%；新屋开工由 2000 年初的每月折年率 87 万套上升至 2005 年高点的每月折年率 139 万套；新屋销售由 2000 年初的每月折年率 163 万套上升至 2005 年高点的 227 万套，这表明，房地产市场已经趋热（见图 1.8）。

从货币政策与房价上涨之间的关系来看，通过利用 20 世纪 70 年代以来房产价格与货币政策的数据，21 世纪早期的房价上涨只有小部分可归因于美国的货币政策，房价上涨的相当部分无法用货币政策或宏观经济环境来解释（Del Negro and Otrok, 2007；Dokko and Others, 2009）。



注：月度数据，数据为季度调整后的年率。

资料来源：美国商务部统计局、美国房地产协会。

图 1.8 危机前美国住房市场状况：2000—2007 年

但是，21 世纪初以来，金融创新使利率变化与房产融资的关系变得比以往紧密。比如，在 2003—2004 年，大约 1/3 的按揭是利率可调按揭产品（见表 1.1）。这样，当按揭利率是可调的且与短期利率挂钩时，低利率政策可通过影响按揭月供而更加直接地与住房市场联系起来。

表 1.1 可选择按揭工具与初始月供

按揭产品	初始月供（美元）	占固定利率按揭月供比例（%）
固定利率按揭（FRM）	1 079.19	100
利率可调按揭（ARM）	903.50	83.7
无本金支付 ARM	663.00	61.4
40 年期 ARM	799.98	74.1

续表

按揭产品	初始月供（美元）	占固定利率按揭月供比例（%）
负分期偿还 ARM	150.00	13.9
选择性支付 ARM	<150.00	<13.9

注：固定利率按揭的月供按房屋价格 22.5 万美元、30 年期按揭、2003—2006 年平均按揭利率以及 20% 首付计算。负分期偿还利率可调整按揭贷款（Adjustable-rate Mortgage, ARM）指初期支付不必覆盖利息。选择性支付 ARM 指在还款初期给予借款人以很大的自由选择还款的权利。

资料来源：转引自 Bernanke (2010)。

随着房价的上涨，抵押贷款发放者为了扩大业务范围，逐渐降低借贷标准，开发出次级房屋抵押贷款和 Alt-A 等新品种。如表 1.1 所示，相对于传统的固定利率按揭，其他按揭工具都不同程度地减少了购房者的财务负担，特别是负分期偿还 ARM 和选择性支付 ARM 的使用者。这样，原来不符合抵押贷款条件的低收入者或无法提供收入证明的消费者也加入了购房者行列，非传统按揭占比上升（见表 1.2），住房自有率也由 2000 年的 67.4% 上升到 2004—2006 年的 69% 左右（见图 1.9）。而更多的抵押贷款借款人可以以较为优惠的条件获得以房屋抵押的再融资，从而进一步推动房价的上升。在房价飙升时期，房贷者即便没有收入来源，也可以用房产的增值部分进行再融资，用以偿还原来的贷款，并可用来支撑消费。这样，对次级贷款而言，其还款能力不足问题被隐藏起来了。

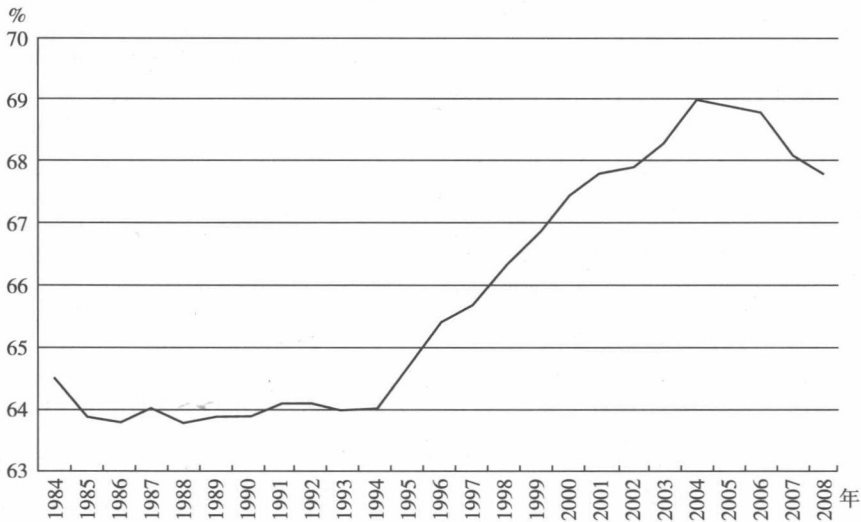
表 1.2 非传统按揭占 ARM 比例

单位：%

年份	无本金支付		延长的分期偿还		负分期偿还 Alt-A	选择性支付 Alt-A
	次贷	Alt-A	次贷	Alt-A		
2000	0	3	0	0	—	—
2001	0	8	0	0	—	—
2002	2	37	0	0	—	—
2003	5	48	0	0	19	11
2004	18	51	0	0	40	25
2005	21	48	13	0	46	38
2006	16	51	33	2	55	38

注：Alt-A 贷款是介于优质抵押贷款和次级抵押贷款二者之间的贷款。

资料来源：转引自 Bernanke (2010)。



注：年度数据。

资料来源：美国商务部。

图 1.9 危机前美国住房自有率

可以说，按揭市场的金融创新对 21 世纪初以来的房价上涨起到了推波助澜的作用。

2004 年 6 月底，美联储的政策利率转入上升周期，经过 17 次、每次 0.25 个百分点的持续升息，到 2006 年 6 月 29 日，联邦基金利率达到本次周期的巅峰——5.25%，并在该点持续到 2007 年 9 月，时间长达 15 个月。

联邦基金利率的上升使抵押贷款发放机构纷纷重新调整次级和可调整利率抵押按揭（Adjustable Rate Mortgage, ARM）的利率水平，并收紧房屋融资条件，房地产市场资金来源无以为继，房价在 2006 年中达到最高点后就逐步下行。房价的下行导致还款能力不强的次贷借款者失去了再融资来源，加之可调整利率住房按揭贷款的借款者在经过初始的低息期后普遍进入利率重置阶段，这大大加重了非传统按揭使用者的利息负担，次级贷款的还款能力不足问题浮出水面。房地产抵押贷款的违约增加，以及取消住房抵押赎回的情形急剧上升，导致房地产价格泡沫破裂，并成为次贷危机的导火索。