

2020 年 09 月 18 日

证券研究报告—宏观专题报告

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：cqx@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胀（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。

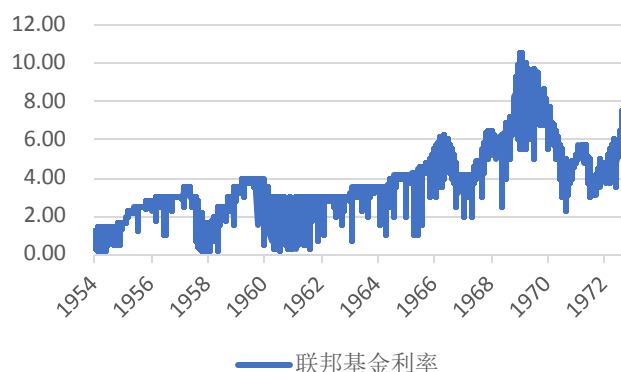
2.2. 布雷顿森林体系与货币政策（1934-1971 年）

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。

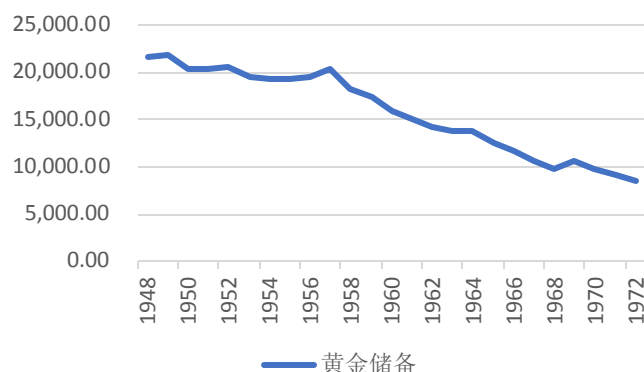
这个阶段货币政策的中介目标是联邦基金利率。

图 1 (美国联邦基金利率 1954-1972 年, %)



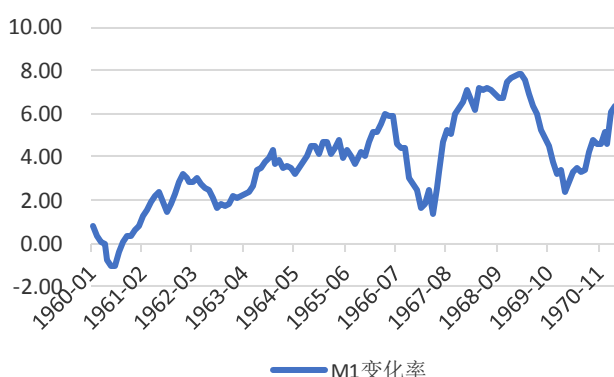
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 2 (美国联邦政府黄金储备, 吨)



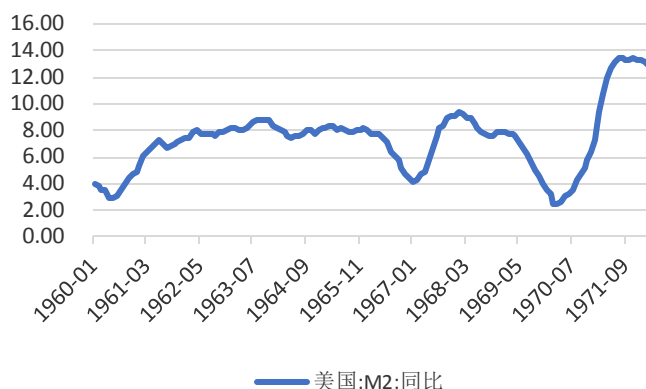
资料来源: Wind, 东海证券研究所

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。

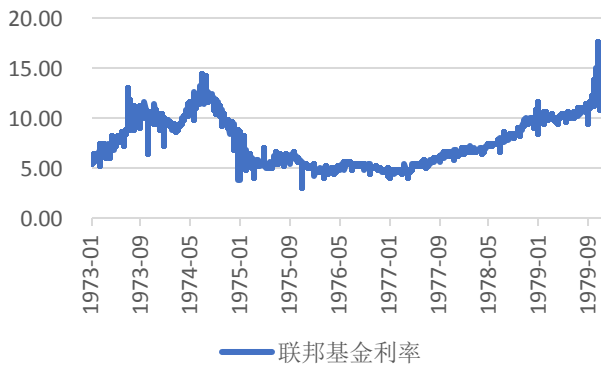
六十年后期, 公开市场委员会给货币操作经理的指令一般明确以货币市场条件为目标(联邦基金利率), 如果银行信贷明显偏离当时水平或预测水平时可以作一些调整, 但没有明确的长期货币供应量要求。

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 $4\frac{5}{8}$ - $4\frac{3}{4}$ %。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。

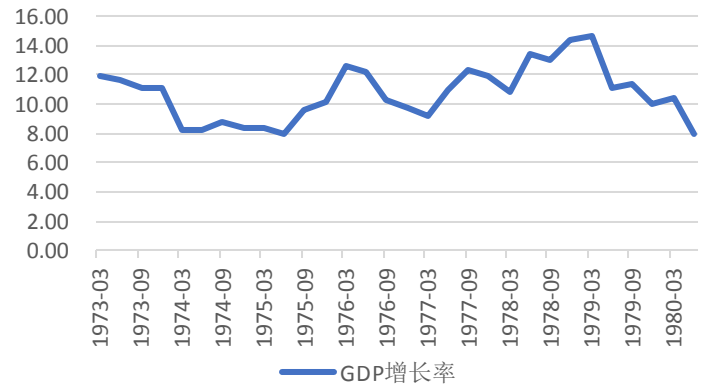
1978 年通过 Humphrey-Hawkins Act，要求公开市场委员会对货币和信贷增速设立目标范围，并且明确在 1983 年前必须达到 4% 的失业率和 3% 的通货膨胀目标。

图 5 (美国 1973-1979 年联邦基金利率，%)



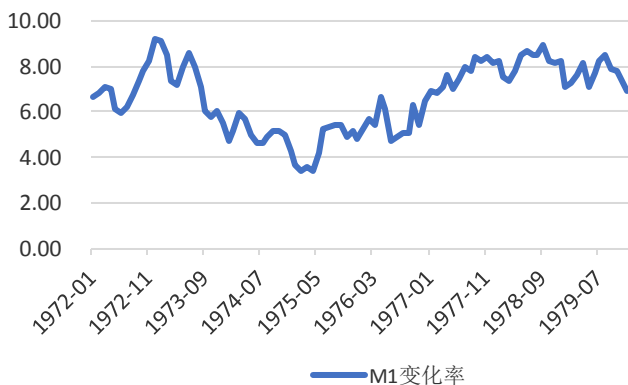
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 6 (美国 1973-1980 年 GDP 增长率，%)



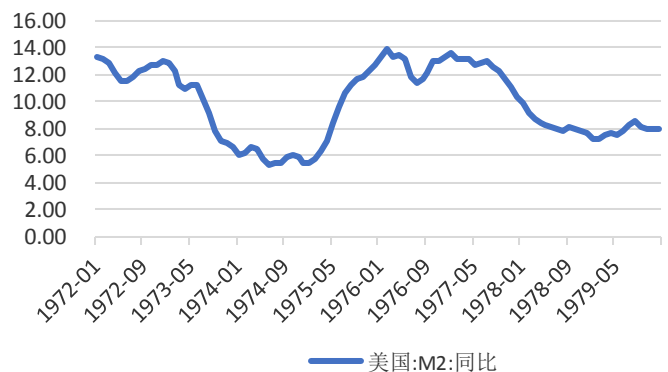
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 7 (美国 1972-1979 年 M1 变化率，%)



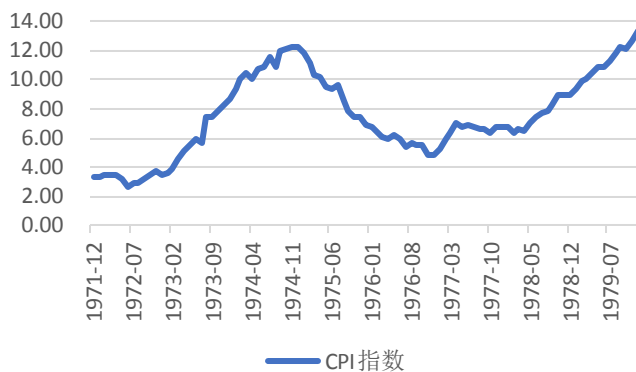
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 8 (美国 1972-1979 年 M2 变化率，%)



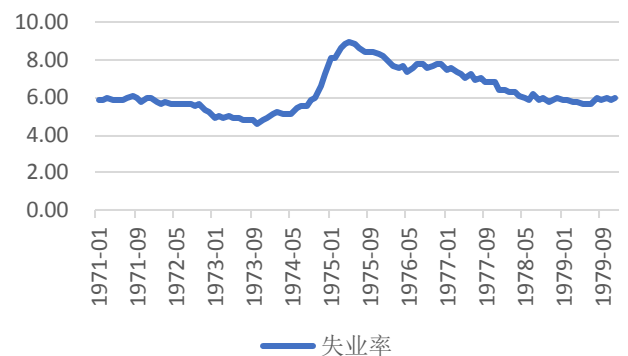
资料来源：Wind，东海证券研究所

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准备金，取代之前的联邦基金利率。

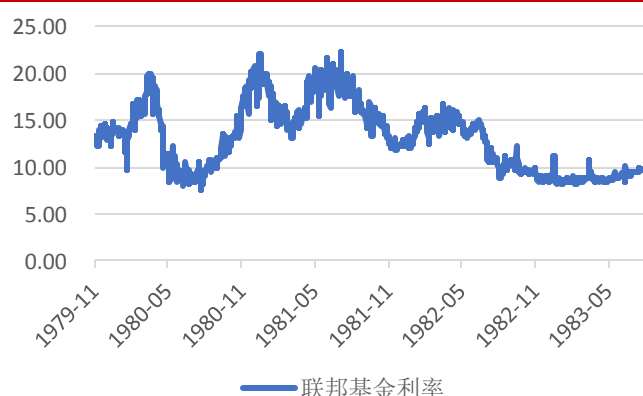
为了实现货币供应量目标，联邦基金利率宽度从 0.5 个百分点扩大到了 4 个百分点。1979 年 9 月 18 日，FOMC 的货币操作指令规定公开市场操作中联邦基金利率周平均在 11.25-11.75% 的范围，利率宽度只有 0.5 个百分点。10 月 6 日，FOMC 的货币操作指令要求银行准备金增速与 M1、M2、M3 增速相一致，联邦基金利率周平均水平范围为 11.5-15.5%，利率宽度达到 4 个百分点。后来，又进一步扩大了利率宽度，并允许联邦基金利率超出规定范围，直至 1990 年 11 月。1979 年，M1 的范围为 3-8%，M2 的范围为 6.5 到 10.5%。

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，%）



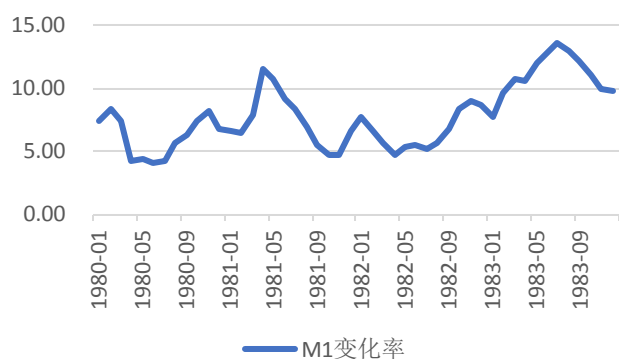
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 12 （美国 1980-1983 年 GDP 增长率，%）



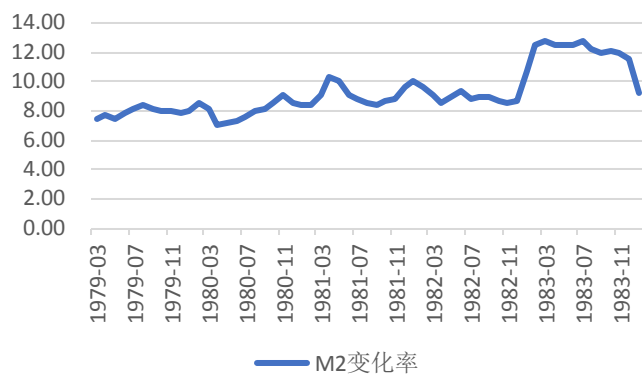
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 13 (美国 1980-1983 年 M1 变化率, %)



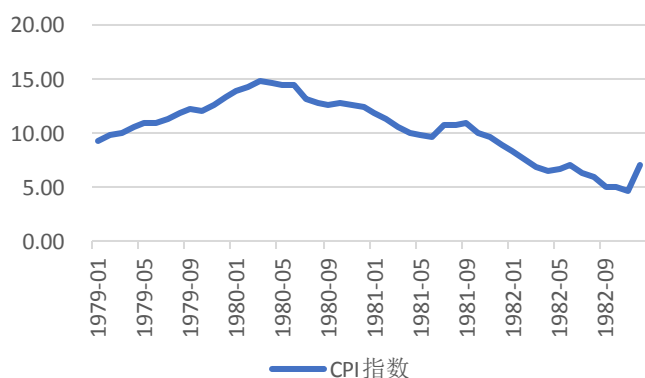
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 14 (美国 1980-1983 年 M2 变化率, %)



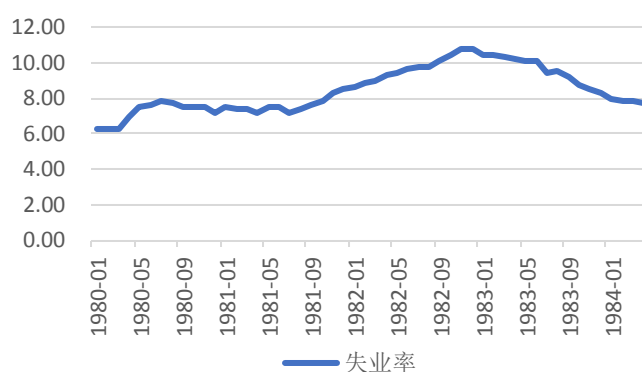
资料来源: Wind, 东海证券研究所

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

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2369

