

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。

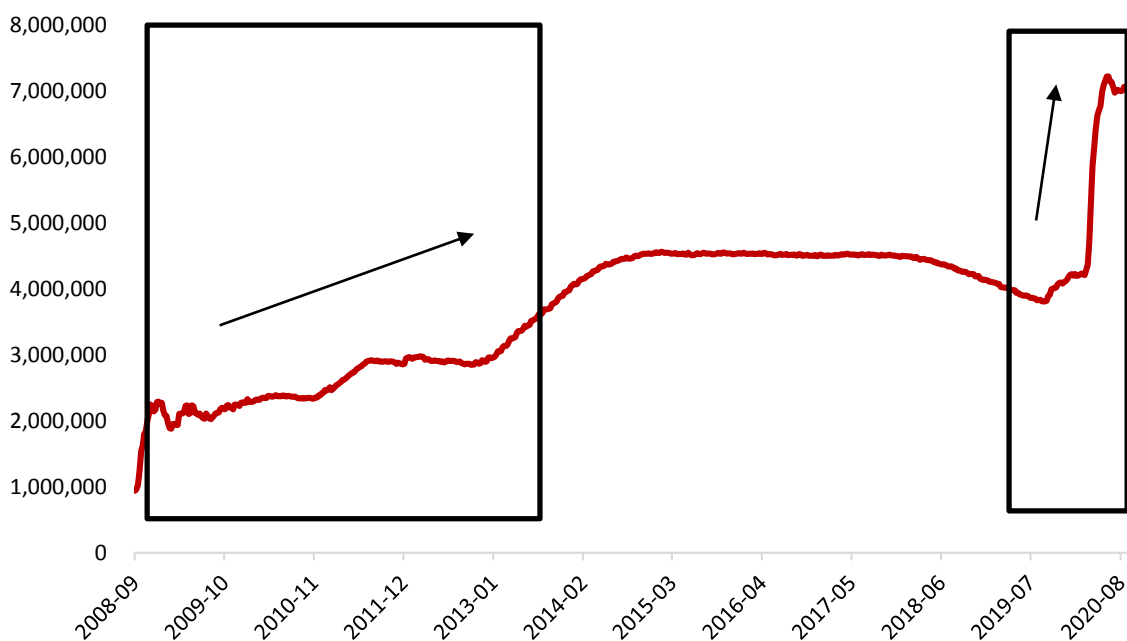
二、新冠疫情中美联储行动更快、政策力度更大

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。

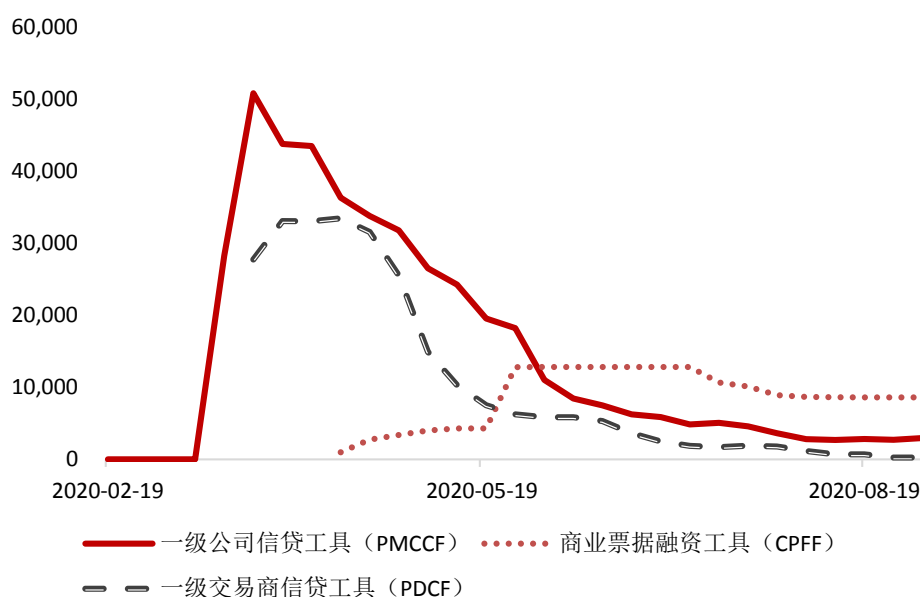
图 1：2008-2020 年美联储资产负债表变化（百万美元）



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
		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）		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 4 月 9 日，主街贷款计		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

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_2388

