

摘要

- 美联储在 08-14 年间的三次量化宽松被誉为现代央行历史上最大胆的政策试验。量化宽松虽有效的降低了不同金融工具的名义利率,稳定了金融市场,但对美国实际经济指标的影响并不大。三次量化宽松后,美国资产负债表扩大到危机前的 5 倍左右,但经济仍未达到危机前的水平, GDP 的增长低于其衰退前的趋势,通货膨胀率持续低于美联储目标值,危机后的复苏成为美国自大萧条以来最弱的经济复苏之一。
- 美联储资产的大幅扩张对应着基础货币的空前增长,而大量的基础货币通常会刺激总需求并推升实体的通胀。然而,事实证明,这样的情况并没有发生。通过分析我们发现,货币和实体经济之间的相关性在量化宽松政策实施后明显变弱。而量化宽松实施后,大批经济学家和政策制定者对其有效性的研究也进一步证实量化宽松创造的货币中,只有很少一部分发挥了刺激实体经济的作用。
- 通过观察美联储金融危机前后的资产负债表,我们发现过剩的流动性并没有向美联储计划的那样进入实体经济中,而是以银行储备的形式大量回流了美联储的资产负债表。但美国银行为何会突然加持准备金呢?一是量化宽松实施期间,美联储的政策发生了重要变化——开始支付准备金利息。这一政策改变了银行在计算所需超额准备金水平时权衡取舍的条件,提高了持有准备金的吸引力,使美国银行和其他存托机构更偏向于将美联储向市场注入的流动性变为其超额准备金而非增加贷款。二是美联储本身对金融危机的处理方式,美联储的政策模式本身就包含了减弱量化宽松政策效果的意图。而美联储在量化宽松政策实施期间没有坚定地承诺永久扩大货币基础的态度,使量化宽松未能强劲地刺激市场总需求的增长。再加上美国在实行量化宽松政策期间,全球经济疲软导致公众通胀预期降低。三种因素联合作用下,美国没有出现令人担心的通胀激增。
- 过剩的流动性除了回流美联储的资产负债表,还有相当一部分进入了资产市场。自金融危机爆发以来,美国的股票价格对货币刺激呈现“V”形反应。美联储通过 QE 政策所增加的资产负债表规模与同期股市的上升几乎处于同步。大量研究证实量化宽松主要作用于资产市场,进而通过压低资本市场收益率来影响实体经济。
- 此外,金融市场的高度开放和一体化意味着,当美国政府通过量化宽松政策向市场大规模注入流动性时,美元利率被压低,与发达国家相比,新兴市场提供的更高的投资回报率(风险调整后)吸引了美国过剩的流动性。美元通过套利、利率投机、货币投机等方式流

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

- 向海外，造成了许多新兴经济体“资产市场的繁荣”，同时在一定程度上缓解了美国本土的通胀压力。
- 基于量化宽松的历史表现以及本次经济衰退的程度，未来美国至少在经济显著复苏之前不大可能会有恶性通胀的风险。而近期美股再次大幅反弹，走势和基本面基本背道而驰，再次证实 QE 注入的流动性进入到实体经济的较少，大部分仍涌入了金融市场。实体经济的恢复依然需要一段时间并且可能还需要更多的宽松政策来扶持。



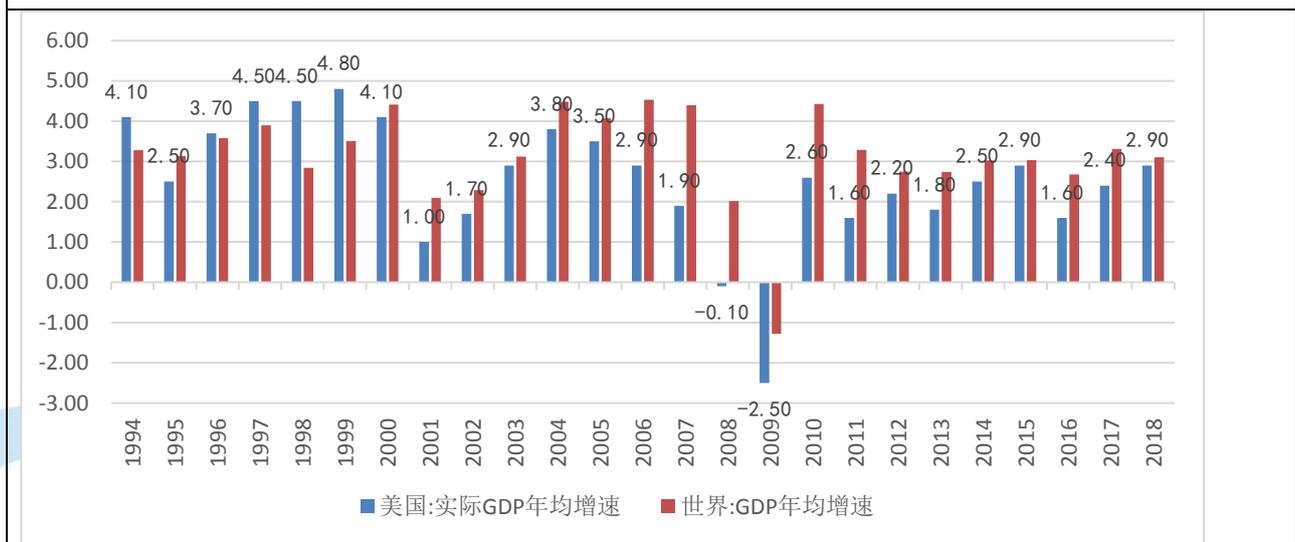
目录

一、	美国在 08-14 年间的量化宽松政策.....	4
二、	种种迹象表明大量量化宽松释放的流动性没有进入到实体经济.....	6
2.1	货币与实体经济的相关性下降.....	6
2.2	学术研究为 QE 在实体经济中的效果提供佐证.....	7
三、	造成流动性未进入实体经济的原因.....	8
3.1	美国银行大量加持储备金.....	9
3.2	美联储设计量化宽松政策以限制其通胀影响.....	11
3.3	公众通胀的预期降低.....	12
四、	通货膨胀可能隐藏在资产价格中.....	14
4.1	美国资本市场自 QE 以来的变化.....	14
4.2	QE 造成资本市场通胀.....	16
五、	流动性被新兴市场稀释.....	17
六、	2020 年疫情下的量化宽松.....	18

一、美国在 08-14 年间的量化宽松政策

2008 年，世界迎来自大萧条以来最严重的经济危机。这场起源于美国住房市场的危机迅速蔓延至美国信贷市场，波及了投资银行、保险公司、商业银行等许多业务与信贷高度相关的机构。随后蔓延至全球的金融部门，波及了欧洲和亚洲主要经济体，最后演变成严重的经济衰退，放缓了美国乃至全世界的经济增长(图 1)。

图 1: 美国和全球的经济增速 (%)



数据来源: wind, 中航证券金融研究所。

2008 年 12 月，联邦基金利率达到零下限，美联储失去了通过降息进一步刺激经济的能力，于是美联储采取了非传统的货币政策。在接下来的几年中，美联储进行了三轮大规模的资产购买 (LSAP)，以使经济回到正轨。美国的三次大规模资产购买扩张了美联储资产负债表的规模，并导致美联储资产的构成结构发生了重大变化(图 2)：资产负债表被其购买的抵押支持证券 (MBS)、联邦政府机构债券以及长期国库券所主导。标志着货币政策已转移到许多人称之为“量化宽松”的未知水域。

表 1: 量化宽松事件摘要

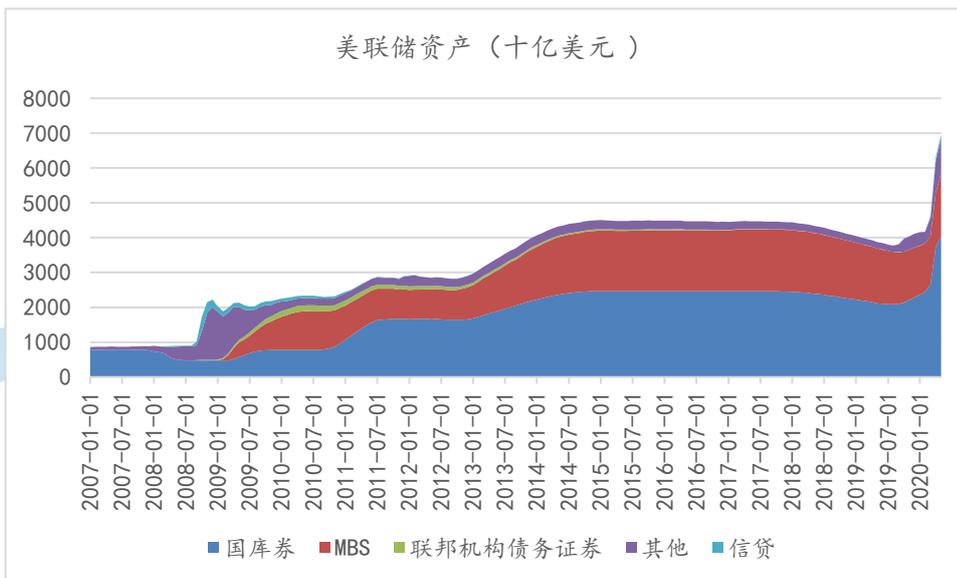
事件	时间	总金额 (美元)	占 QE 实施当年名义 GDP 的份额 ¹ (%)
QE1	2008 年 12 月- 2010 年 3 月	1.25 万亿 MBS, 1750 亿政府 机构债券, 3,000 亿国债	12
QE2	2010 年 11 月- 2011 年 6 月	6,000 亿美国长期国债	4

¹ 所有在本节中出现的占 GDP 比率中的 GDP 均为政策实施时的年度 GDP。例如对于 QE1，12 月的 6000 亿美元除以 2008 年 GDP，3 月的额外的 1.12 万亿美元除以 2009 年 GDP，12%是这两个百分比的总和。

Operational Twist	2011年9月-2012年12月	6,670亿美国长期国债	4
QE3	2012年9月-2014年10月	1.5万亿美国国债和MBS	9

数据来源：美联储数据库，中航证券金融研究所。

图 2：美联储资产自 07 年以后的变化

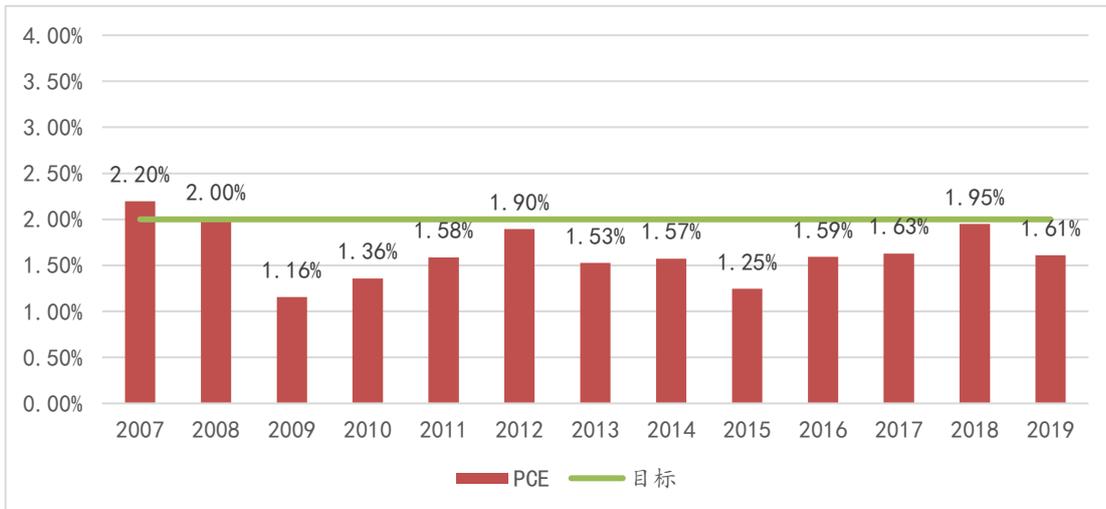


数据来源：美联储数据库。中航证券金融研究所。

理论上，量化宽松政策会大大增加市场的流动性，它的直接好处是降低信贷成本，刺激信贷需求，从而达到促进经济活动的结果。但随着更多的钱在市场中流通，往往也会带来较高通胀的风险。因此，当量化宽松政策首次被提上议程时，许多人担心它最终会导致美国出现失控的通货膨胀。

美联储从 2008 年 12 月开始增加债券持有量，在三次量化宽松政策期间，美联储的总资产从 2008 年初的 9000 亿增长到 2014 年 10 月 QE3 结束时的 4.5 万亿（图 2），是原来危机前的 5 倍左右。但经济仍未达到危机前的水平，GDP 的增长仍低于其衰退前的趋势（图 1）。同时，通货膨胀率没有出现飙升的迹象，而是低于 2% 的联储目标。在 2010 年至 2019 年期间，美国个人消费支出价格指数 (PCE) 平均每年仅增长 1.60%（图 3）。

因此我们不禁要问，为什么在 QE 向市场投放了庞大流动性后，美国经济仍然疲软？

图 3： 2008-2019 美国个人消费支出价格指数（PCE）同比


数据来源：wind，中航证券金融研究所。

二、 种种迹象表明大量量化宽松释放的流动性没有进入到实体经济

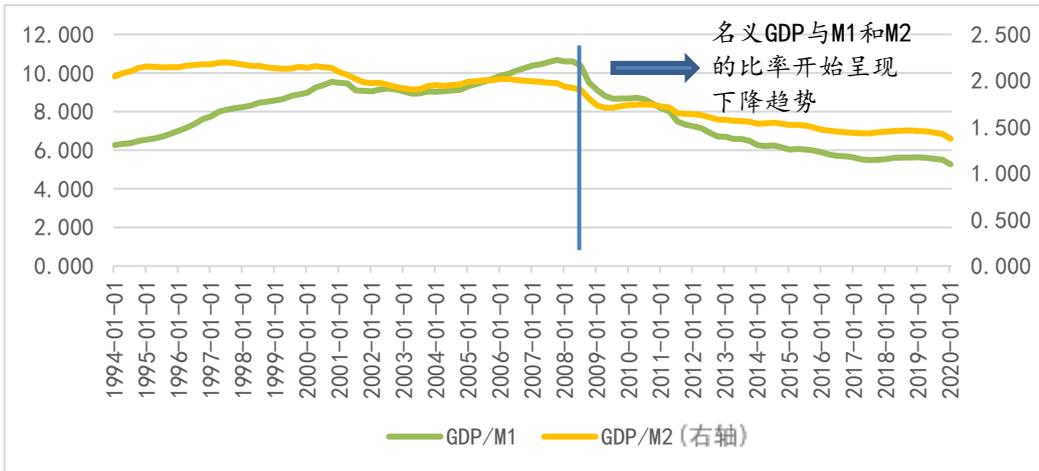
美联储资产的大幅增长意味着基础货币的空前增长。大量的基础货币通常会带动信用的扩张，并刺激总需求的强劲增长，从而推升实体的通胀。然而，事实证明，这样的情况并没有发生。货币和实体经济之间的相关性在量化宽松政策实施后明显变弱以及大量关于量化宽松政策的研究结果表明：量化宽松创造的货币中，只有很少一部分发挥了刺激实体经济的作用。

2.1 货币与实体经济的相关性下降

一般而言，当 GDP 增长率显示出经济生产率在不断提高时，流通中的货币往往会相应的增加。比如 94-08 年期间，M2 和 GDP 增长比率分别为 118%和 106%，两者相差不大。但自 08 年金融危机后，货币增长与实体经济之间的相关性明显转弱。

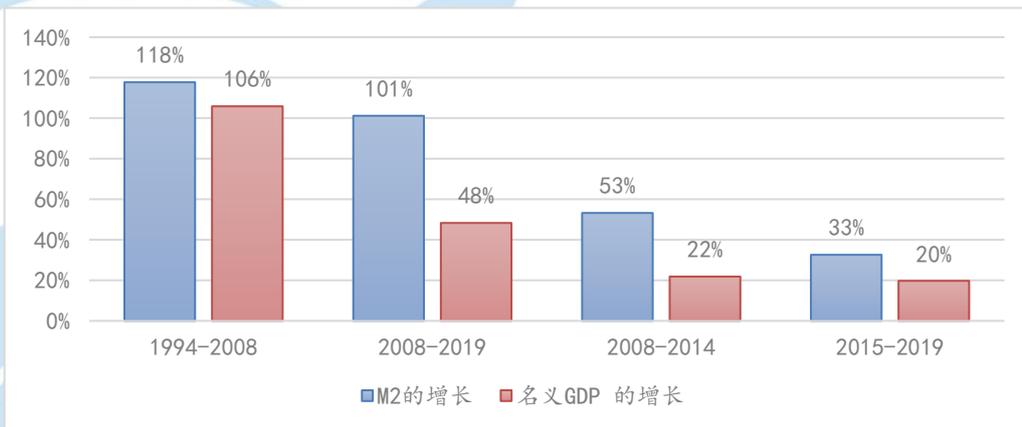
QE 实施后，GDP 与 M1 和 M2 的比率出现了明显的下降趋势（图 4）。08-19 年期间，衡量货币增长的指标 M1 增长了约 186%，包括 M1 在内的广义货币 M2 增长了 101%，而 GDP 累计增长仅为 48%（图 5）。对比之前的数据，我们发现货币的大幅增长对经济或通货膨胀的影响明显减弱，反映大部分 QE 释放的流动性并没有进入到美国的实体经济中。

图 4: 名义 GDP/M1 与名义 GDP/M2 的变化



数据来源: 美联储数据库, 中航证券金融研究所。

图 5: M2 和名义 GDP 在 1994-2008、2008-2019 期间的增长对比



数据来源: 美联储数据库, 中航证券金融研究所。

2.2 学术研究为 QE 在实体经济中的效果提供佐证

量化宽松被誉为现代央行历史上最大胆的政策试验。由于用量化宽松对资产负债表进行调整的方法对当时的美联储而言是全新的举措, 因此, 在量化宽松实施后, 它的有效性被大批经济学家和政策制定者研究。

量化宽松实施 10 周年时, Gagnon & Sack (2018) 统计了研究美国量化宽松对美国的经济影响的文献。基于它的统计研究, 量化宽松并没有完全发挥预想中的作用。美联储的量化宽松在实现稳定物价和促进经济增长两大目标上的效果和评价是毁誉参半的。大多数研究认为, 第一阶段量化宽松 (QE1) 最有效, 它成功阻止了金融危机的蔓延。而随后几轮的效果却明显转弱, 其中 QE2 的有效性仅是第一轮 QE 的

三分之一（仅使 2010 年的年经济增长率提高了 0.13 个百分点）。在 2018 年纪念 QE10 周年举行的研讨会上，包括量化宽松政策的设计者、前美联储主席伯南克在内的专家在总结 08 年量化宽松留下的教训时总结，是美联储对 QE 有效性的错误估计导致继 QE1 后的量化宽松效果令人十分失望。

量化宽松虽然有效的降低了不同金融工具（联邦机构债券，MBS，公司债券）的名义利率，稳定了金融市场，但对实际经济指标的影响并没有那么大。以长期政府债券的收益率为其政策有效性的衡量标准的话，美国 08-09 期间 QE1 的效果是将其收益率降低了大约 100 个基点（表 2）。如果将其影响换算成常规的货币政策，那么美联储每购买相当于 GDP 1.5% 的长期债券所产生的宏观经济刺激效果（对产出和通货膨胀的影响）仅相当于将政策利率降低 0.25 个百分点。经济学家们的分析，用最直观数据向我们证明了：量化宽松向市场注入的美元并没有有效地传递到实体经济中。

表格 2：基于量化宽松政策实际影响的学术研究结果

研究	美国的采样期	方法	收益率（10 年期国债）减少（基点）
<i>Gagnon, Raskin, Remache, and Sack (2011)</i>	2008-2009	事件研究	78
<i>Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen (2011)</i>	2008-2011	事件研究	91
<i>D' Amico, English, López-Salido, and Nelson (2012)</i>	2002-2011	时间序列 (周)	140
<i>Neely (2012)</i>	2008-2009	事件研究	84
<i>Bauer and Neely (2012)</i>	2008-2009	事件研究	80
<i>Arvind and Annette (2011)</i>	2008-2011	事件研究	160
<i>John C. Williams (2013)</i>	2008-2011	事件研究	120
<i>Eric Santor and Lena Suchanek (2013)</i>	2005-2013	统计	65-120
<i>Ben S. Bernanke (2012)</i>	2008-2011	统计	80-120

数据来源：中航证券金融研究所统计；

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_4145

