

关于美联储量化宽松政策的简要分析

美联储于 2020 年 3 月 23 日，美国东部时间上午 8:00，宣布以广泛的新措施（extensive new measures）来支持经济，包括了开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模。此次颁布的新措施被成为“无限量化宽松”。量化宽松是一种非常规的货币政策工具，它直接向金融体系投放大量的流动性。根据《美国联邦储备法》，美国的货币政策目标是控制通货膨胀，促进充分就业。

新措施主要包括以下六项：

支持关键市场运作。联邦公开市场委员会（FOMC）将购买国债和机构抵押贷款支持证券，所需金额将支持市场平稳运行和货币政策有效传导至更广泛的金融环境和经济。联邦公开市场委员会此前宣布，将购买至少 5000 亿美元的美国国债和至少 2000 亿美元的抵押贷款支持证券。此外，联邦公开市场委员会将把购买代理商业抵押贷款支持证券纳入其代理抵押贷款支持证券的购买范围。

Supporting the flow of credit to employers, consumers, and businesses by establishing new programs that, taken together, will provide up to \$300 billion in new financing. The Department of the Treasury, using the Exchange Stabilization Fund (ESF), will provide \$30 billion in equity to these facilities.

通过建立新的计划来支持信贷流向雇主、消费者和企业，这些计划加在一起将提供高达 3000 亿美元的新融资。财政部将利用外汇稳定基金（ESF）向这些机构提供 300 亿美元的股本。

Establishment of two facilities to support credit to large employers – the Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) for new bond and loan issuance and the Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) to provide liquidity for outstanding corporate bonds.

建立两项贷款机制，支持向大型雇主提供信贷：一级市场公司信贷机制（PMCCF）用于新债券和贷款发行；二级市场公司信贷机制（SMCCF）用于为未偿还公司债券提供流动性。

Establishment of a third facility, the Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), to support the flow of credit to consumers and businesses. The TALF will enable the issuance of asset-backed securities (ABS) backed by student loans, auto loans, credit card loans, loans guaranteed by the Small Business Administration (SBA), and certain other assets.

建立第三种贷款机制，定期资产支持证券贷款机制（TALF），以支持信贷流向消费者和企业。TALF 将允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局（SBA）担保的贷款和某些其他资产支持的资产支持证券（ABS）。

Facilitating the flow of credit to municipalities by expanding the Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) to include a wider range of securities, including municipal variable rate demand notes (VRDNs) and bank certificates of deposit.

通过扩大货币市场共同基金流动性工具（MMLF）以包括更广泛的证券，包括市政可变利率活期票据（VRDN）和银行存款凭证，促进向市政当局的信贷流动。

Facilitating the flow of credit to municipalities by expanding the Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to include high-quality, tax-exempt commercial paper as eligible securities. In addition, the pricing of the facility has been reduced.

来源：Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>

下面对美联储量化宽松措施做简要的分析：

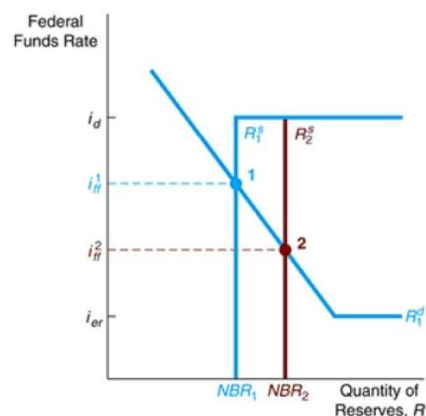
1. 美联储做了什么？

美国联邦公开市场委员会（FOMC）将进一步的购买大量的美国国债和抵押贷款，此举即美联储通过主动型公开市场操作，控制货币供给量并调节市场利率，并向市场进一步传达刺激经济的信息。

2. 美联储公开市场操作传导机制

购买国债和抵押贷款对经济的影响主要有两条传导路径：①增加市场货币供应量：公开市场买入债券，商业银行超额准备金增加，基础货币增多，使得货币供应量增加。②降低利率：公开市场买入债券，债券价格上升，利率下降。

美国的货币政策中间目标是利率，美联储将联邦基金利率 i_{ff} （美国同业拆借市场利率，主要是隔夜拆借利率）作为主要的货币政策监控指标和操作目标。这里我们能看出，**美联储通过对货币供应量和短期利率这两个中间目标来试图实现物价稳定和充分就业的最终目标**。下面对公开市场操作对于联邦基金利率的影响做一个说明。



注：NBR：由美联储公开市场操作提供的准备金

R^s （准备金供给曲线）：非借入存款准备金(NBR)+借入准备金(BR)

R^d (准备金需求曲线)：法定存款准备金+超额准备金

i_{er} :准备金利率

i_d :贴现利率

公开市场购买导致 R^s （准备金供给曲线）右移，联邦基金利率从 i_{ff}^1 下降至 i_{ff}^2 。

3. 美联储量化宽松的目标达成

根据凯恩斯学派的货币传导机制，扩张性货币政策 $\rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

由于在此前美国名义利率降低至接近零，通过量化宽松政策继续提高价格水平 P^e 和预期通胀率(π^e)，进而降低实际利率，从而刺激经济。

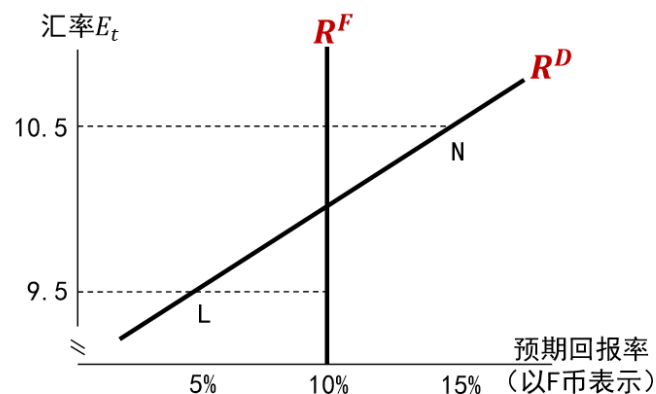
扩张性货币政策 $\rightarrow P^e(\pi^e) \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

4. 美联储量化宽松对美元汇率的影响（汇率表示方法为直接标价法）

总的来说，美联储量化宽松政策，在短期内会导致赤字和通货膨胀，美元贬值。在这里主要采用利率平价理论，对短期汇率的变动做简要的分析。

基于无套利均衡分析，假设 D 币（美国资产）资产与 F 币资产（除美国外的某国资产）是完全替代品，两种货币资产的风险和流动性基本相同。设两种货币资产的利率为 i^D 和 i^F ，而且不存在资本利得，因此它们以各自的货币计量的预期回报率分别为 i^D 和 i^F 。当前汇率（直接标价法）以 E_t 表示。下一阶段的预期汇率（直接标价法）以 E_{t+1}^e 表示。

用 F 币（除美国外的某国资产）表示 D 币（美国资产）资产预期回报率： $R^D = i^D - (E_{t+1}^e - E_t)/E_t$
 用 F 币（除美国外的某国资产）表示 F 币的预期回报率： $R^F = i^F$



当 $R^D = R^F$ 时，外汇市场达到均衡。

接下来，我们来讨论汇率的变动。美国国内利率 i^D 在这次量化宽松中下降，导致曲线 R^D 左移，美元贬值。预期汇率（直接标价法） E_{t+1}^e 上升，曲线 R^D 左移，美元贬值。

5. 美元贬值对经济的影响

对美国国内经济的影响

①刺激总需求：美元贬值，抑制进口，促进出口，通过 AD-AS 模型分析， $AD = C + I + G + (NX)$ ， $NX \uparrow$ ，AD 曲线右移，增加总需求。②促进就业：促进国内出口行业和进口代替行业繁荣，增加就业。③提高国民收入，产出增加，收入增加。④物价上涨： $AD \uparrow \rightarrow P \uparrow$ ， $成本 \uparrow \rightarrow P \uparrow$ 。

对国际收支的影响

①贸易收支：美元贬值→贸易顺差。②资本流动：资本回流至美国。③外汇储备：有利于增加外汇储备。