日美量化宽松政策比较

——《镜厅》读后思考

小组成员：陈雪妍 陈金熹 黄卉蕙 文程蘸

目 录

01 《镜厅》简介

02 量化宽松政策概述

03 美国和日本的量化宽松政策

04 量化宽松政策起效的前提

05 总结

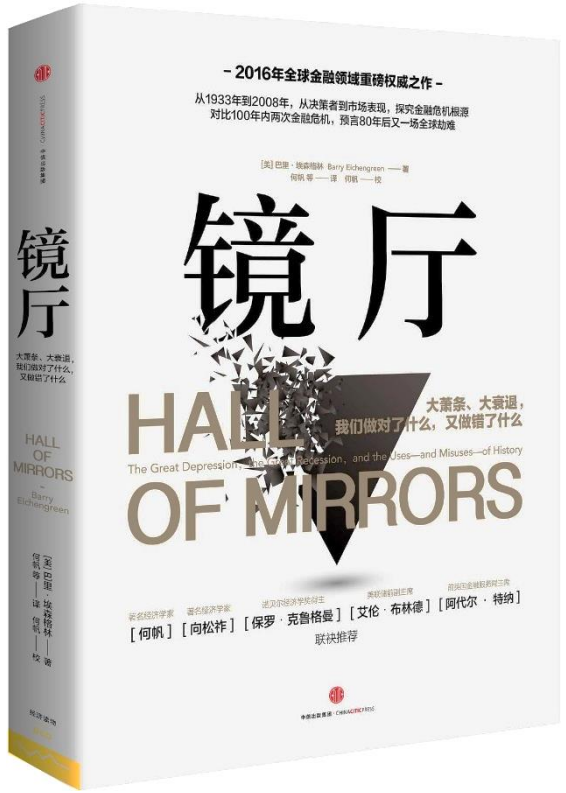
一

《镜厅》简介

大萧条、大衰退，我们做对了什么，又做错了什么？

本书对比了历史上最严重的两场金融危机——1929年大萧条和2008年大衰退。

无论是在1929还是2008年，人们对于已有的经济制度和理论的自信甚至迷信正是造成大萧条的原因：电气化和互联网等生产力的革新使得人们对当时的经济形势盲目地自信，认为经济增长会成为常态，而筑基于房地产泡沫之上的金融机构倒塌后，危机就此爆发。



大萧条、大衰退，我们做对了什么，又做错了什么？

人们的判断总是被固有的理论和经验影响。

1929年，无论是金本位的信条还是一战后通货膨胀的历史都令英国、德国、法国等欧洲国家在财政和货币政策上陷入犹豫，最终无法力挽狂澜。而在2008年，这种踌躇导致的尴尬局面缓解了许多，更强大的政府能及时干预市场，缓解形式恶化。

2008年的形势可能比1929年更加糟糕，但是最终大萧条没有复演，源于各国政府更加冷静、果断和及时地采取措施。

危机的产生与应对

低利率、宽松监管

↓

房地产与证券市场泡沫

↓

泡沫破裂经济下滑

↓

金融机构濒临破产

↓

政府救助被迫中止

↓

金融机构破产，市场混乱动荡

危机产生

应对危机

20世纪30年代：

- 救助银行机构
- 加强政府对经济的干预和控制
- 对经济制度实施改革

2008年：

- 向濒临破产的金融机构提供救助
- 宽松货币政策（包含QE量化宽松）
- 积极财政政策

合众国银行

1929.4
合众国银行股价开始下降

1929夏
监管者指出其资产过度集中于流动性较差的房地产投资，开始推动第三方合并

1930.12.8-12.11
兼并计划失败，发生挤兑。次日，纽约银行清算协会拒绝提供担保，合众国银行倒闭

中央共和信托

1932.6.22-6.24
由于英赛尔电力公司的破产，为其贷款的中央共和信托遭遇挤兑。6.24 政府背景的纽约复兴金融公司出面救助中央共和信托

1932.8-1932.9
由于“旋转门”等怀疑，国会要求从8月起公示受援助的银行，导致9月向其借款大幅下降

守望者集团

1933.2.8
福特掌控的守望者集团的联合守望者信托公司爆发危机，为纠正因救助中央共和信托而产生的负面影响，复兴金融公司决定放弃救助

2007.6
贝尔斯登宣布暂停两只大量投资CDOs的高评级对冲基金的赎回，面对“影子银行”系统挤兑，贝尔斯登为救助基金而耗尽16亿美元，最终为其申请破产

贝尔斯登

2008.3.10-3.14
穆迪下调贝尔斯登旗下抵押贷款证券评级，其经营状况受到质疑，面临挤兑。3.14，美联储向摩根大通贷款129亿，由摩根大通收购贝尔斯登

雷曼兄弟

2008.9.10
雷曼兄弟第三季度39亿亏损曝光，保尔森拒绝救助雷曼兄弟

2008.9.15
雷曼兄弟破产，道琼斯指数暴跌近5%，标准普尔收盘下跌超过10%

美国国际集团

2008.9.16
美联储出面救助美国国际集团AIG。由于AIG以高杠杆率为债券及衍生物产品提供担保，在危机发生时流动性不足，无法偿付现金。

量化宽松

在《镜厅》中，作者巴里·埃森格林认为美国三轮QE量化宽松对经济起到强心剂的作用，但是对长期经济的改善并不明显，多有不足之处。

我们将通过对比日本和美国的量化宽松政策，讨论其内容、实施过程和不同时间尺度上的影响，分析2008年金融危机中量化宽松政策的作用，以验证或反驳巴里·埃森格林在书中关于美国量化宽松的观点。

二

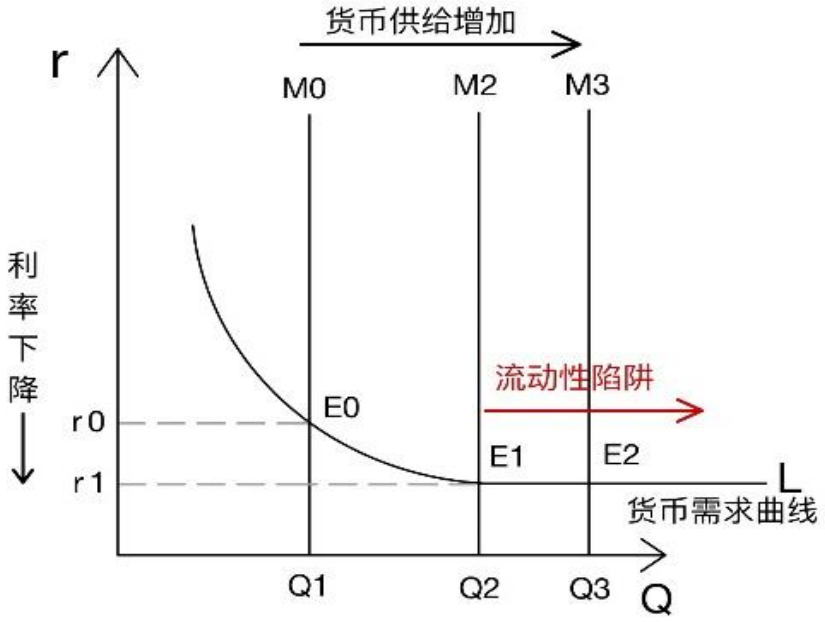
量化宽松政策概述

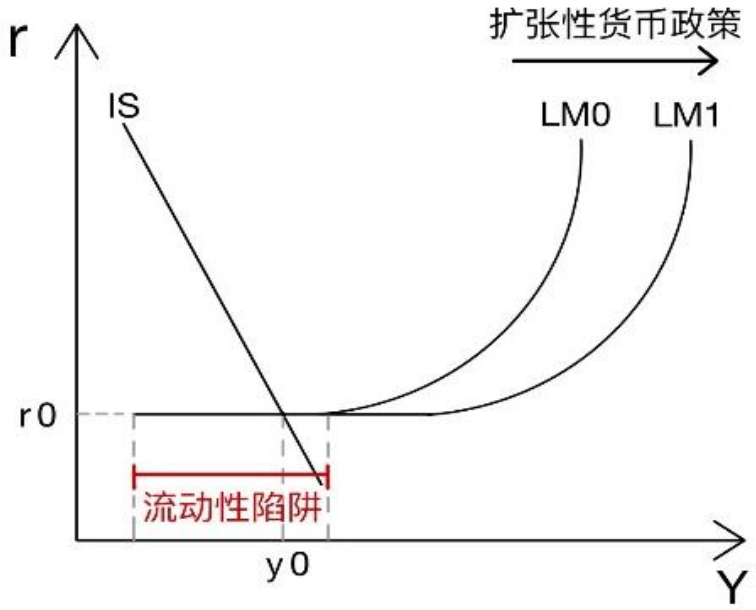
传统的货币政策

- 中央银行运用货币政策工具，增加或减少基础货币，调节货币供应量，引导市场利率，影响消费和投资，直至社会总需求，从而调控经济运行态势。
- 核心环节：市场利率。
- 中央银行主要通过调节政策利率影响市场利率。比如：美联储宣布政策利率——公开市场操作——影响市场利率——调控社会总需求。

流动性陷阱

经济形势恶化后，公众倾向于持有高流动性的货币，导致货币需求远大于供给，货币需求的利率弹性变得无限大，出现流动性陷阱。中央银行下调政策利率达到零以后，没有继续下调的空间，而货币供给仍小于需求，政策利率无法进一步影响市场利率。





量化宽松政策（QE）

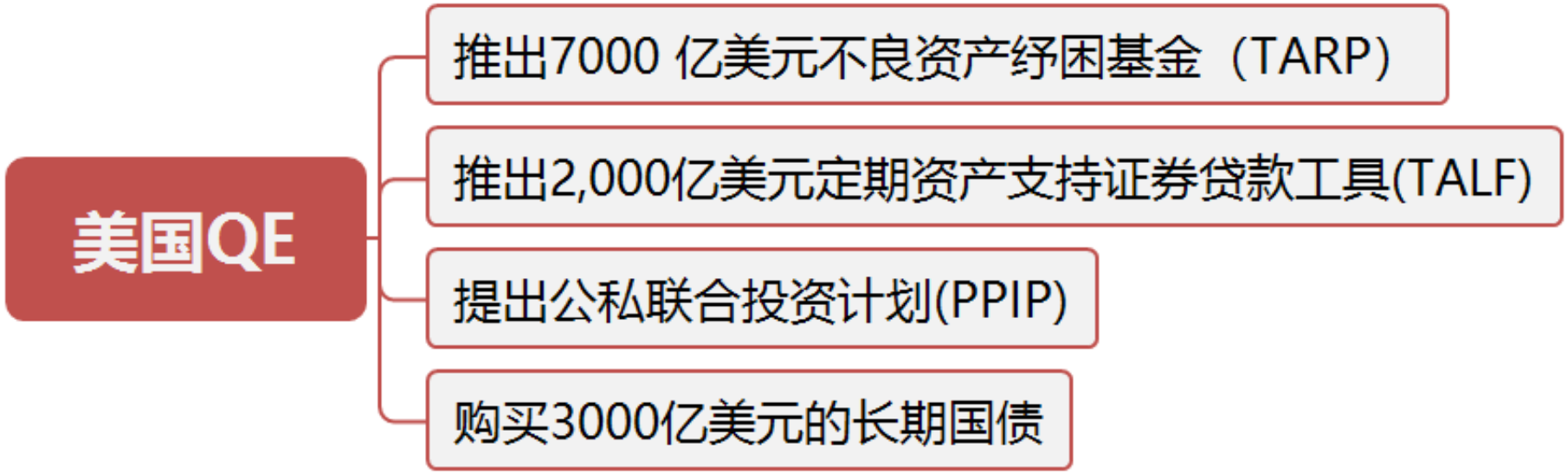
运用非常规货币政策工具，直接向市场释放流动性，引导市场利率下降，拉动投资与消费。

- 降低政策利率（基准利率）至历史低点或接近于零
- 创新货币政策工具，如购买资产抵押证券（MBS）等
- 配合财政政策，直接购买长期国债，解决财政资金不足问题。

三

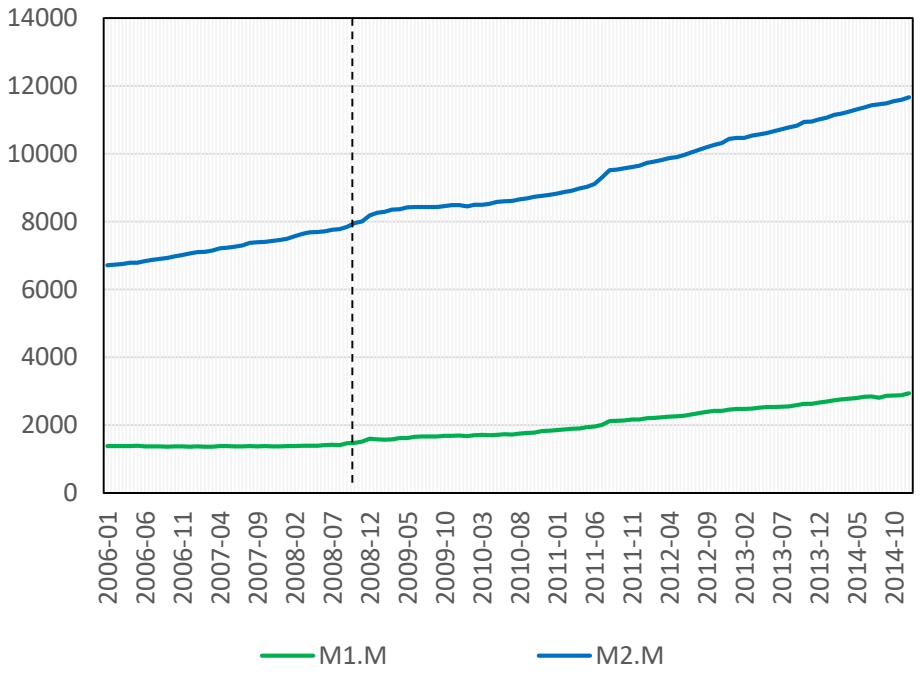
美国和日本的QE

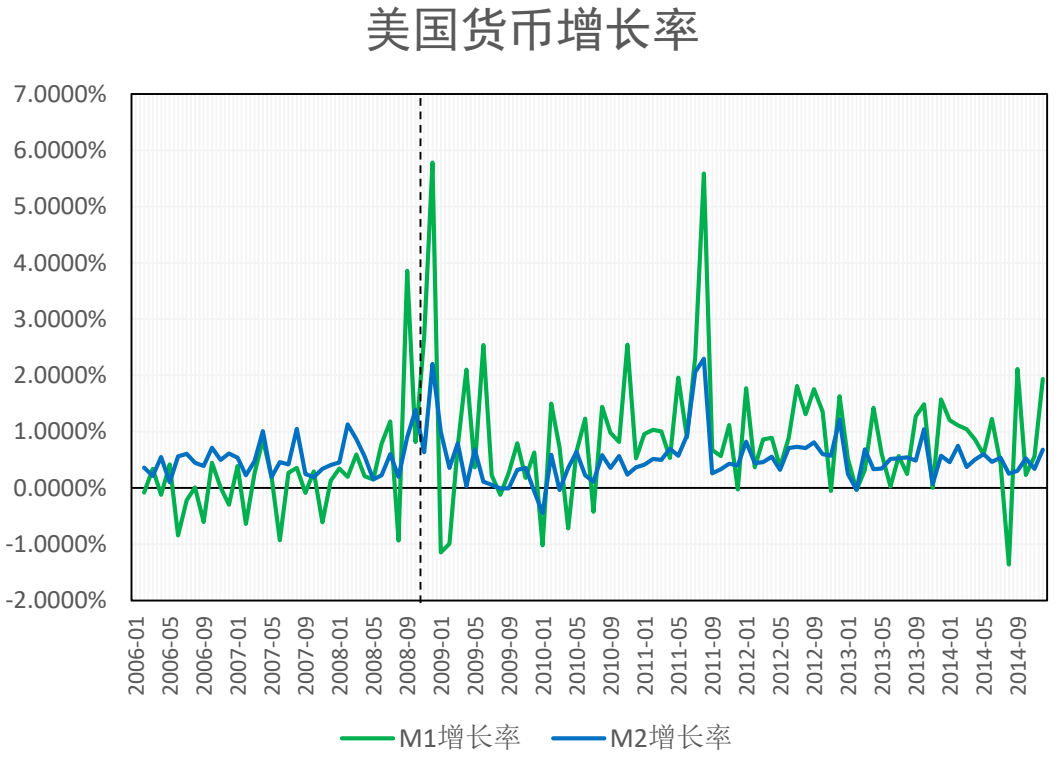
美国量化宽松的基本政策



美国量化宽松的效果——货币增速

M2增速快速上升，QE对增加流动性起到了一定效果。

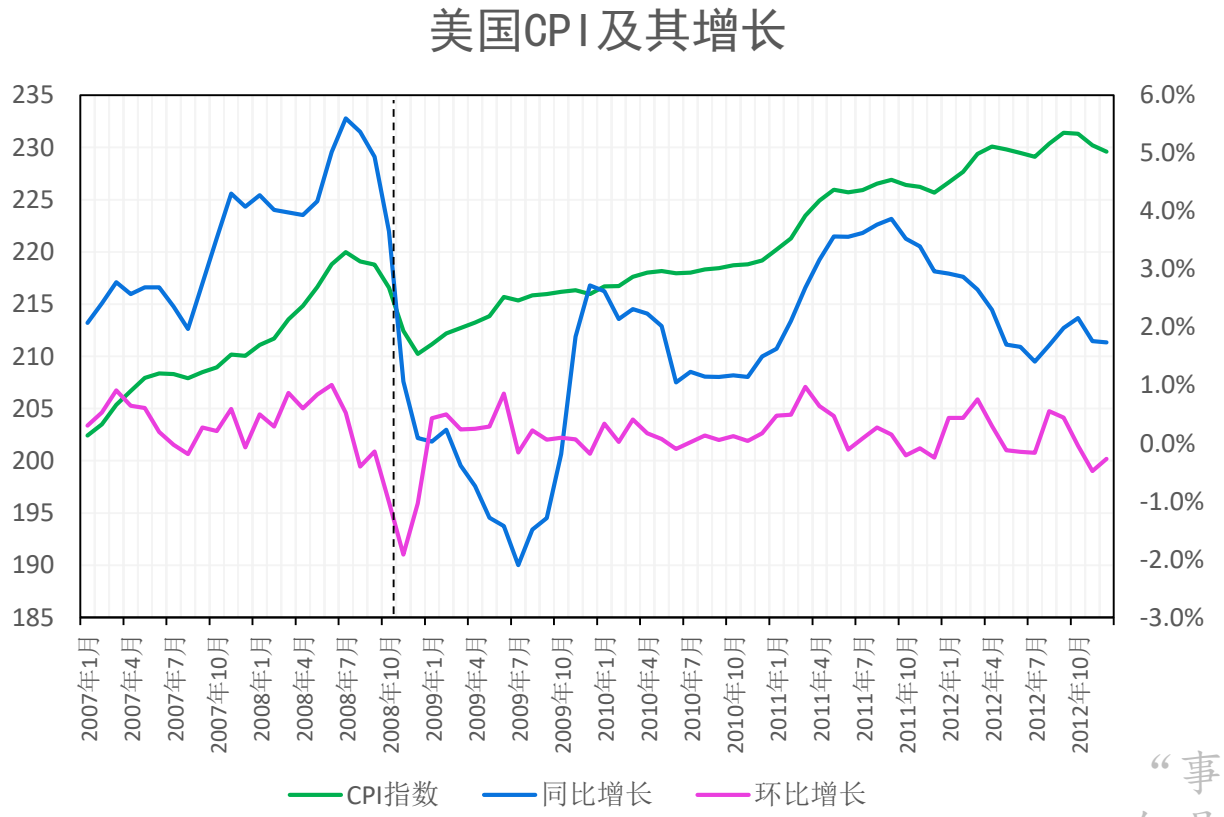


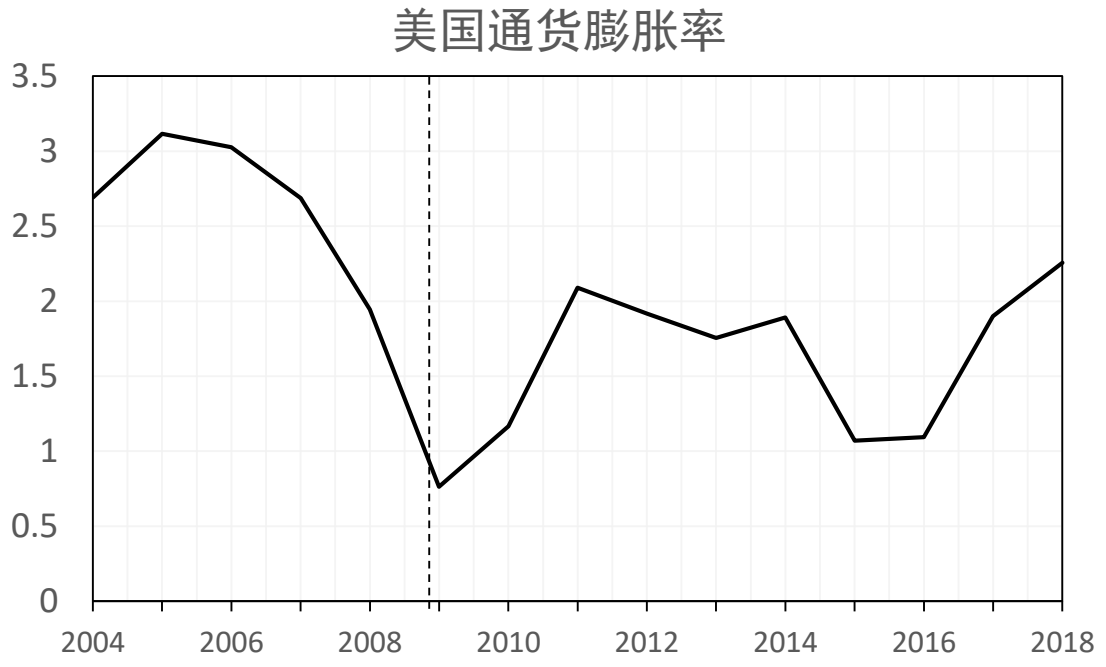


数据来源：美联储https://www.federalreserve.gov/

美国量化宽松的效果——通货膨胀率

CPI指数的环比增速迅速上涨，通胀率由下降变为上升。





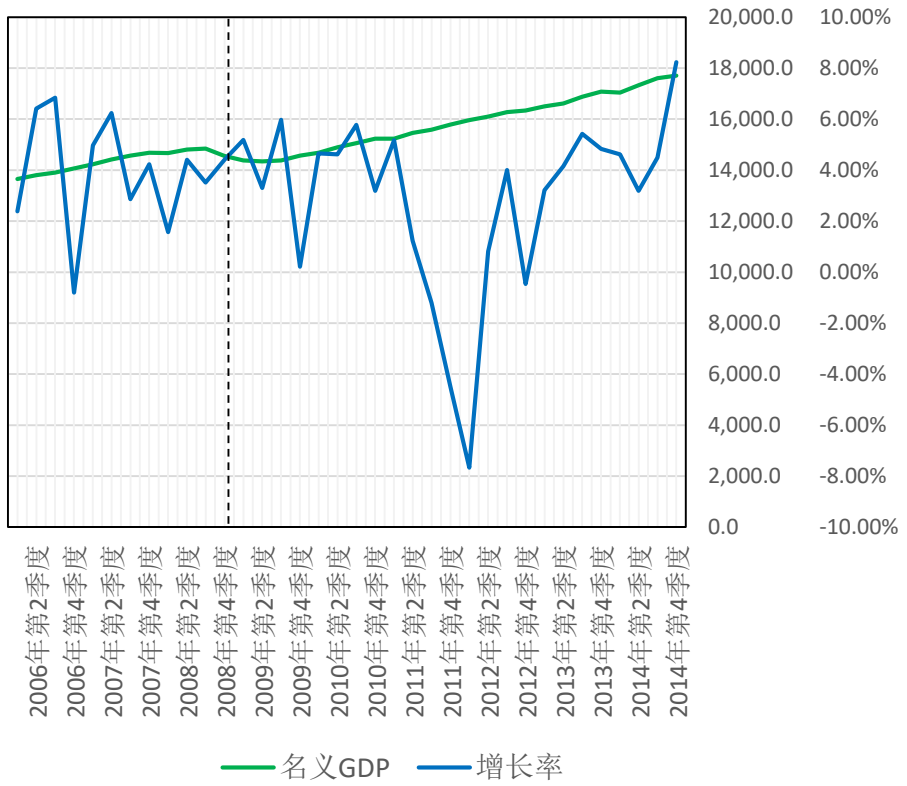
“事后看来，如果购买规模更大，声明更为大胆，效果会更好。但是在当时的政治压力下，这是难以做到的。”

数据来源：世界银行

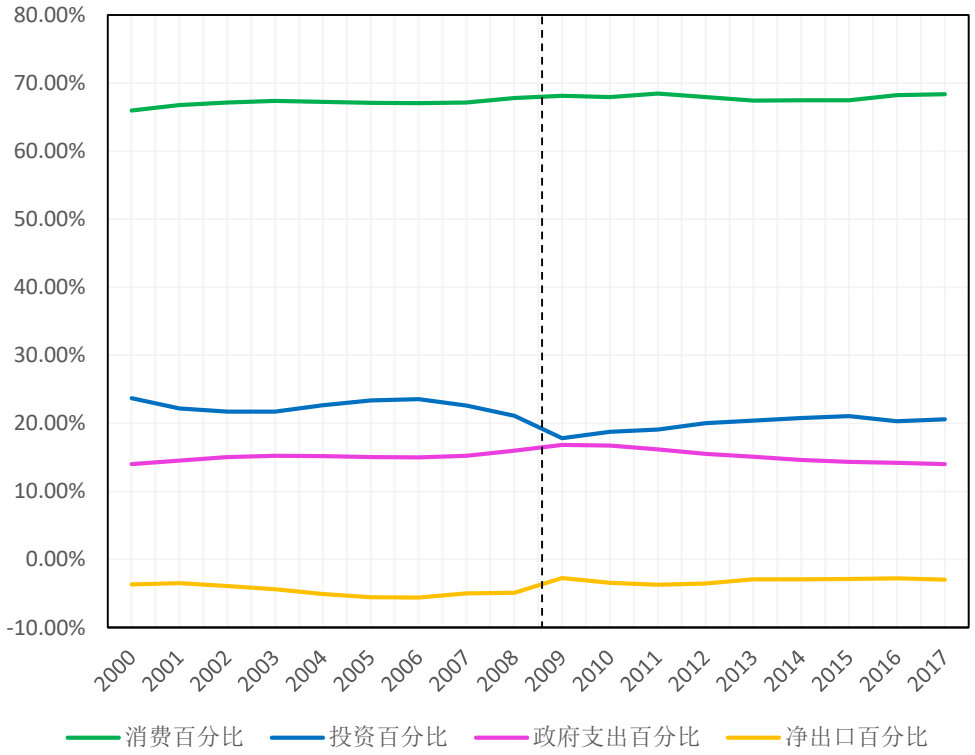
美国量化宽松的效果——GDP

QE只对GDP增长起当期刺激作用，但是在一定程度上改善了投资环境。

美国名义GDP及其增长率（季度）



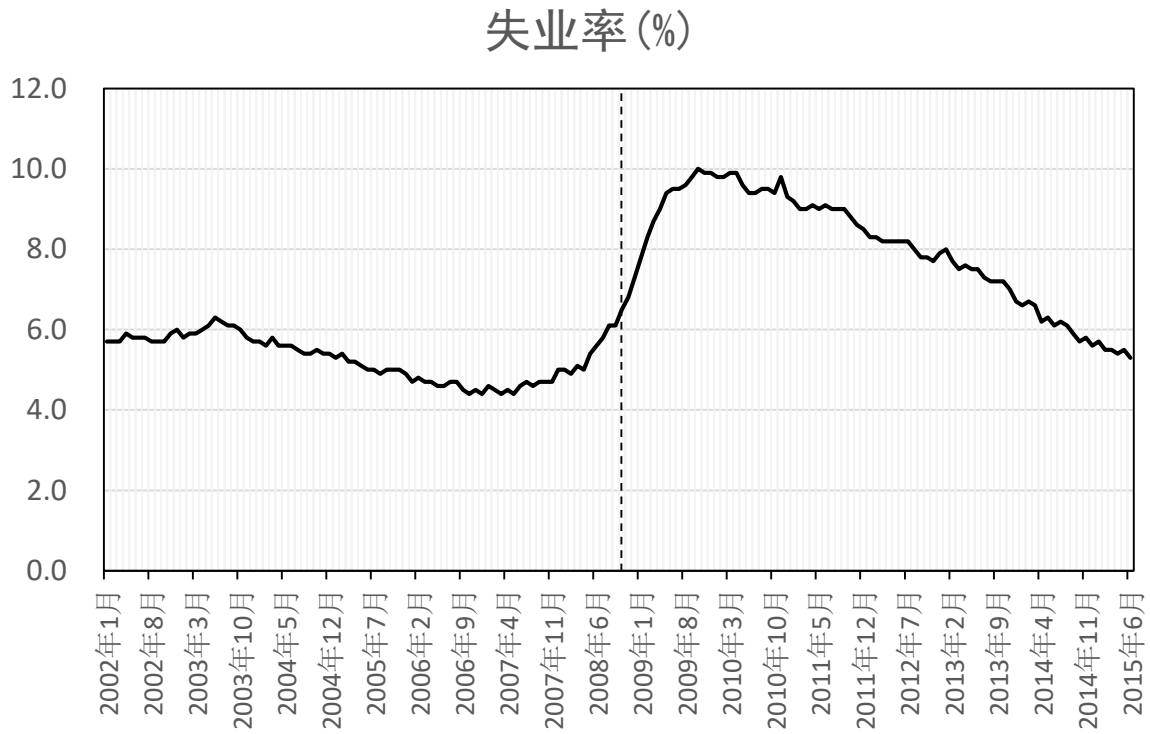
美国GDP结构



数据来源：BIS

美国量化宽松的效果——失业率

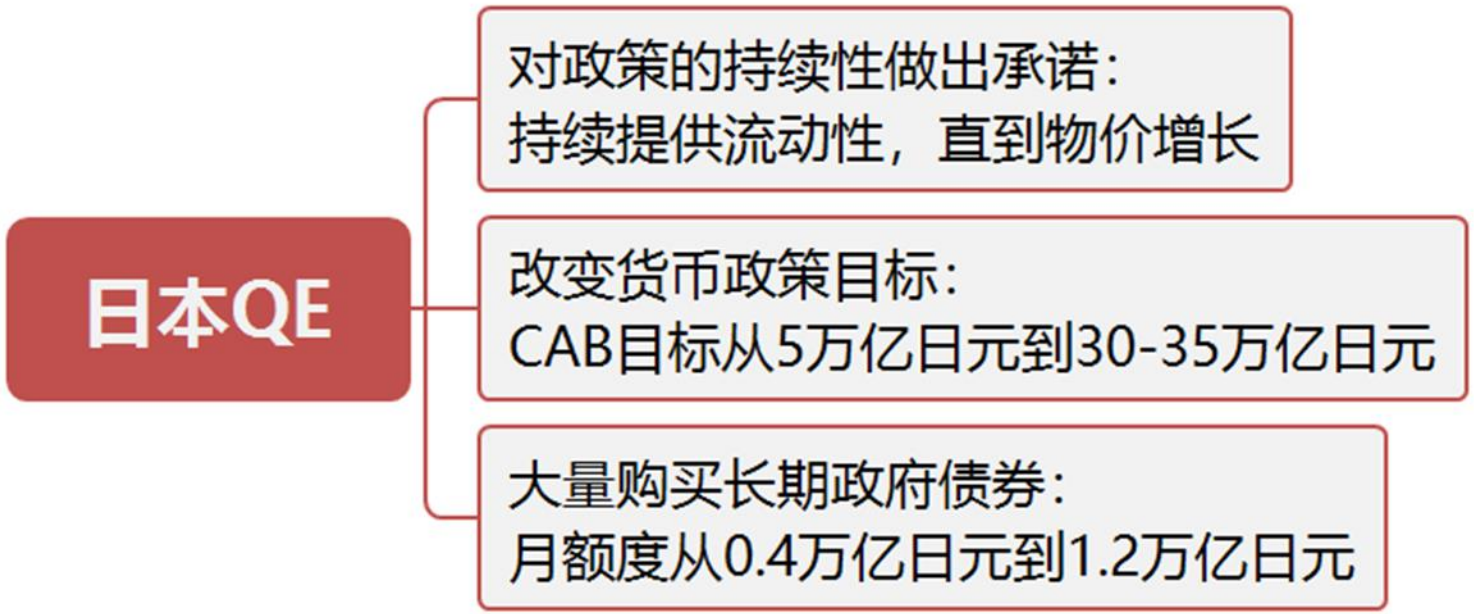
QE在短期难以改善就业状况，但在一定程度上地抑制了危机对就业市场的冲击。



“决策者防止了一次大萧条——他们避免了失业率长期保持在10%以上。”

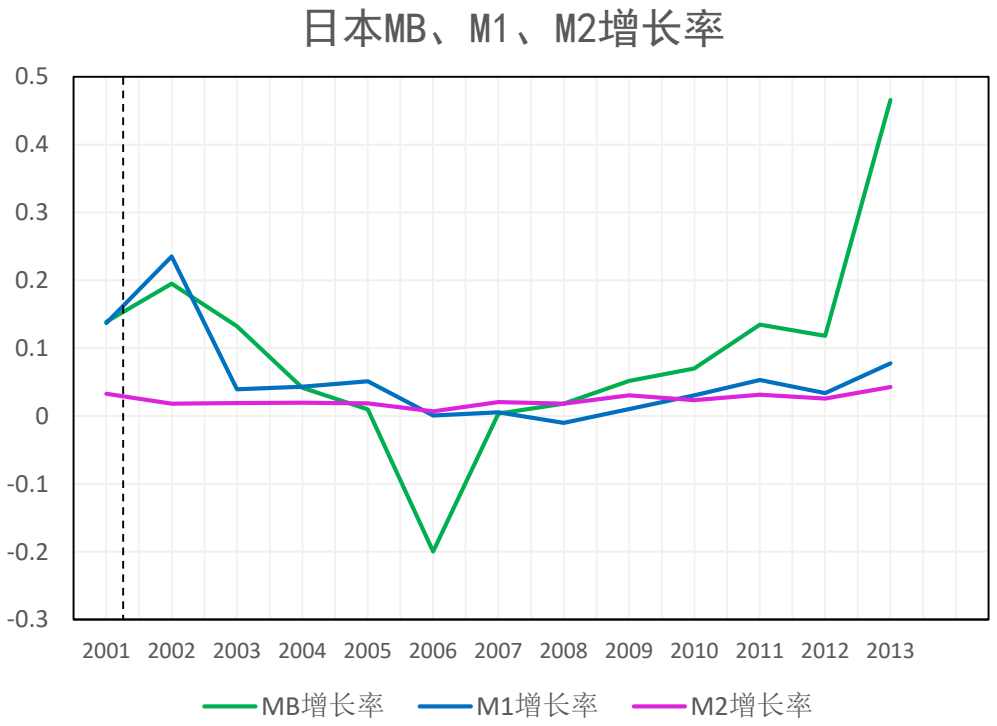
数据来源：美联储https://www.federalreserve.gov/

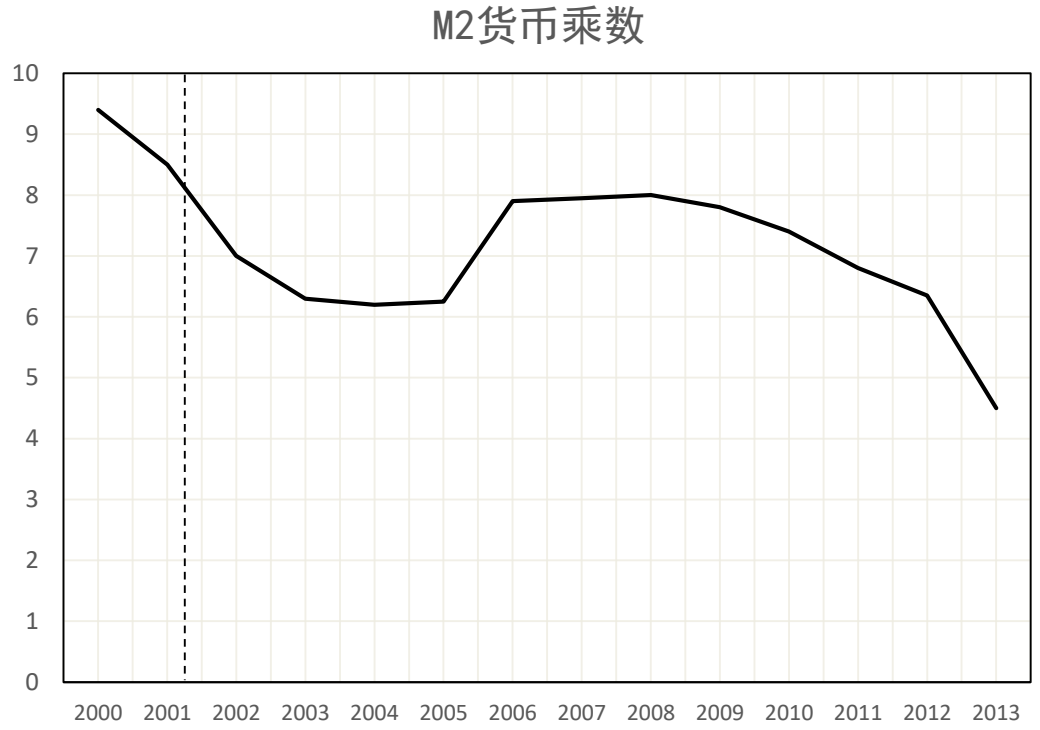
日本量化宽松的基本政策



日本量化宽松的效果——货币增速

QE开始后，货币扩张的速度迅速上升。然而，基础货币、狭义货币和广义货币变动的差异明显。M2货币乘数不断下降。QE反而加深了流动性陷阱。

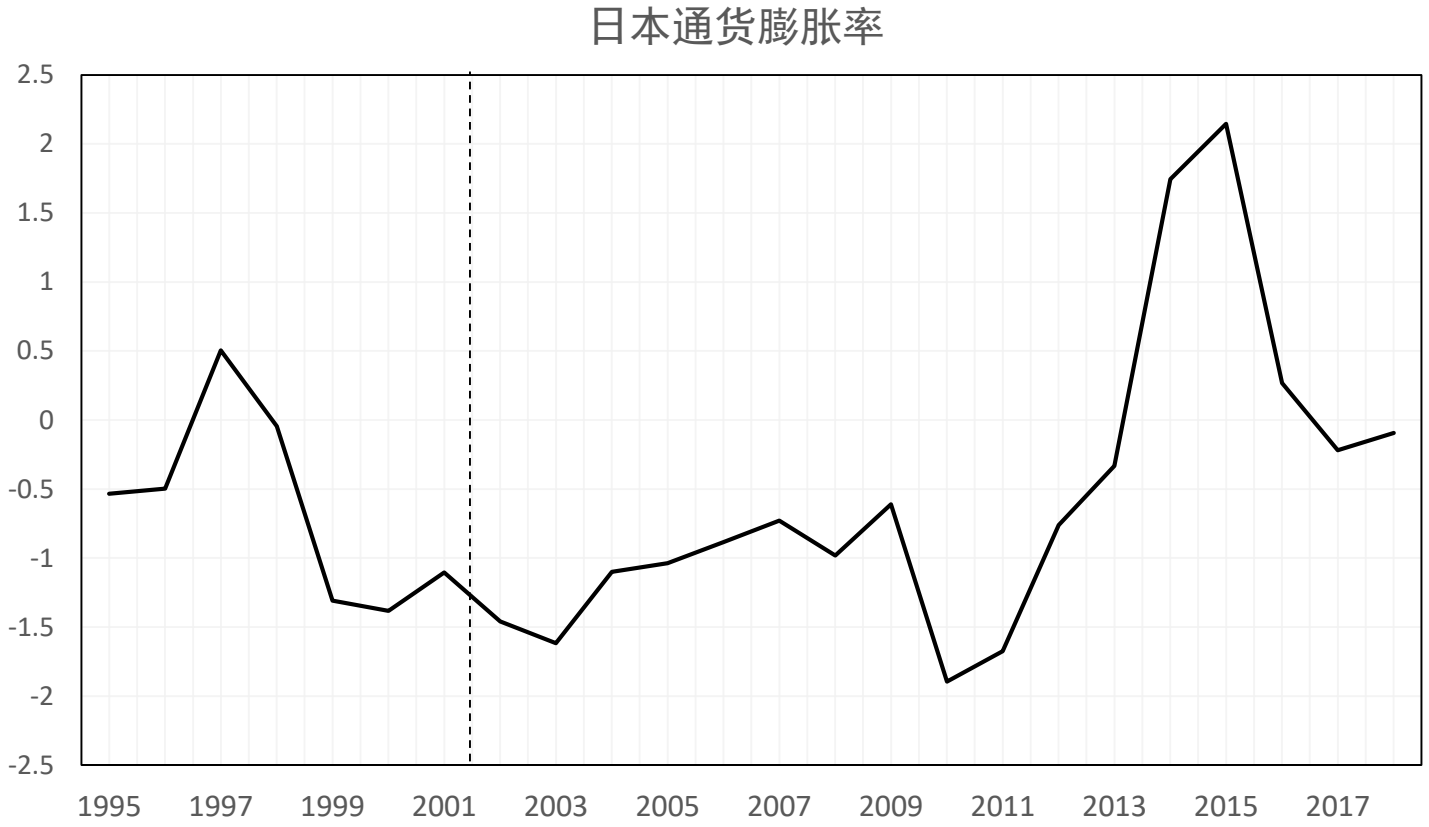




数据来源：日本银行http://www.boj.or.jp/

日本量化宽松的效果——通货膨胀率

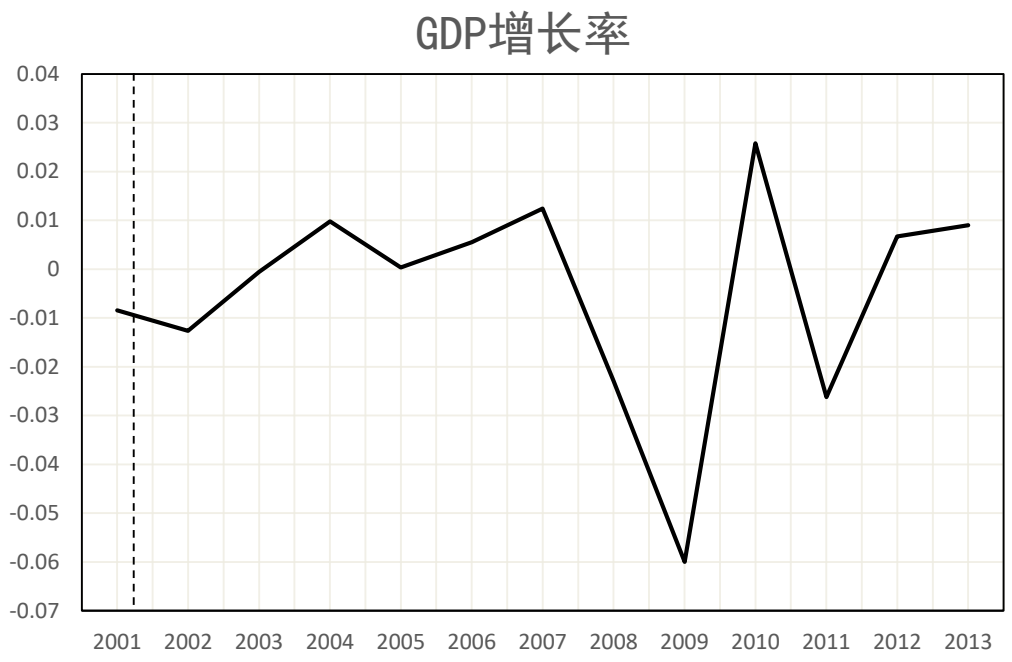
通胀率由下降转为波动上升，但是始终为负。

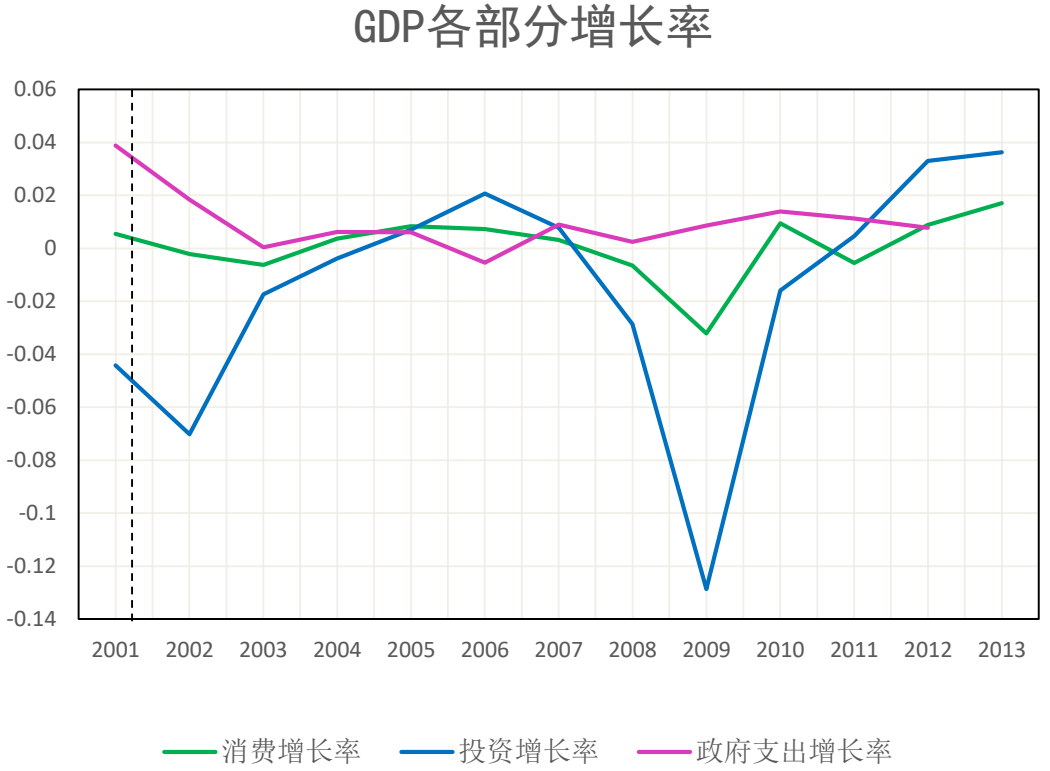


数据来源：世界银行

日本量化宽松的效果——GDP

GDP增长率由负转正；QE对投资增长率影响较大，对消费影响轻微。

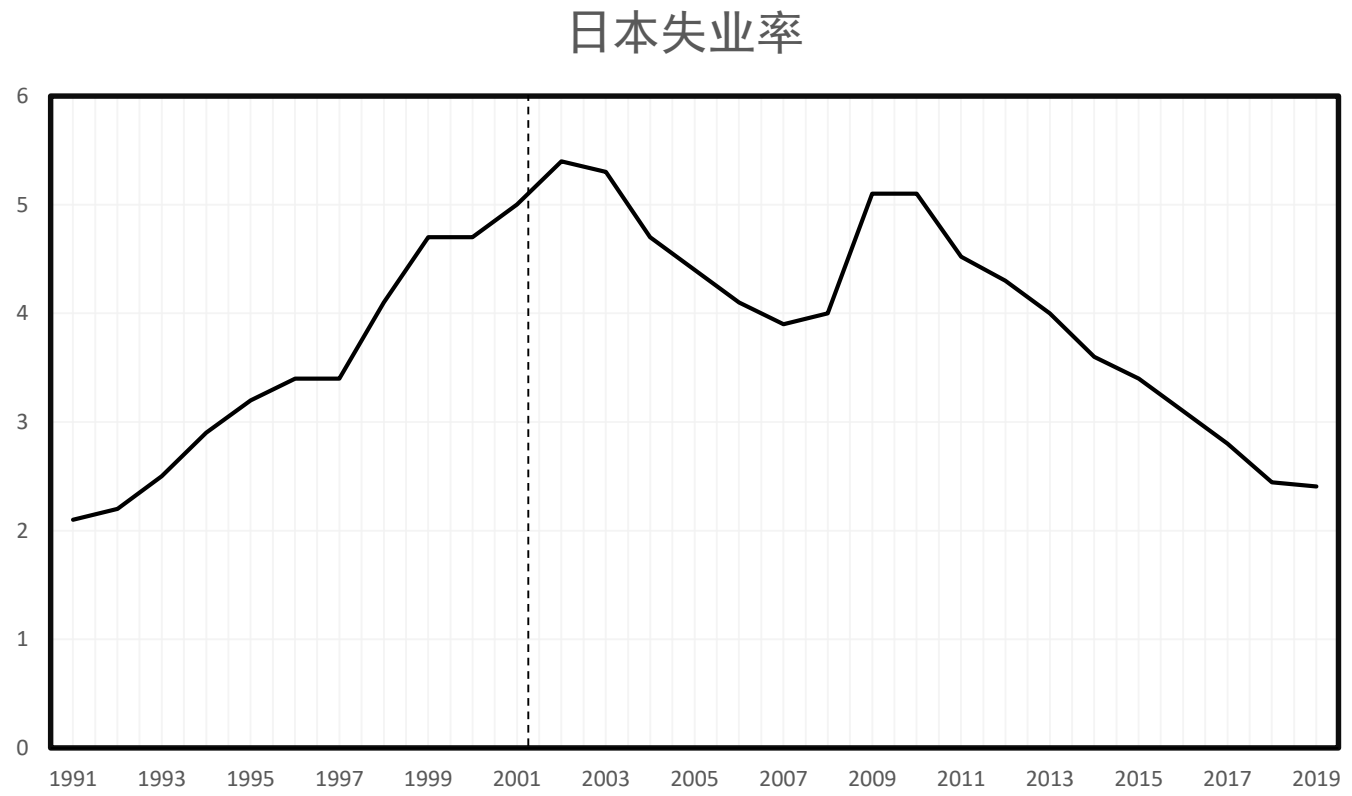




数据来源：BIS、世界银行

日本量化宽松的效果——失业率

失业率由上升转为下降，QE在增加就业方面起到了一定效果。

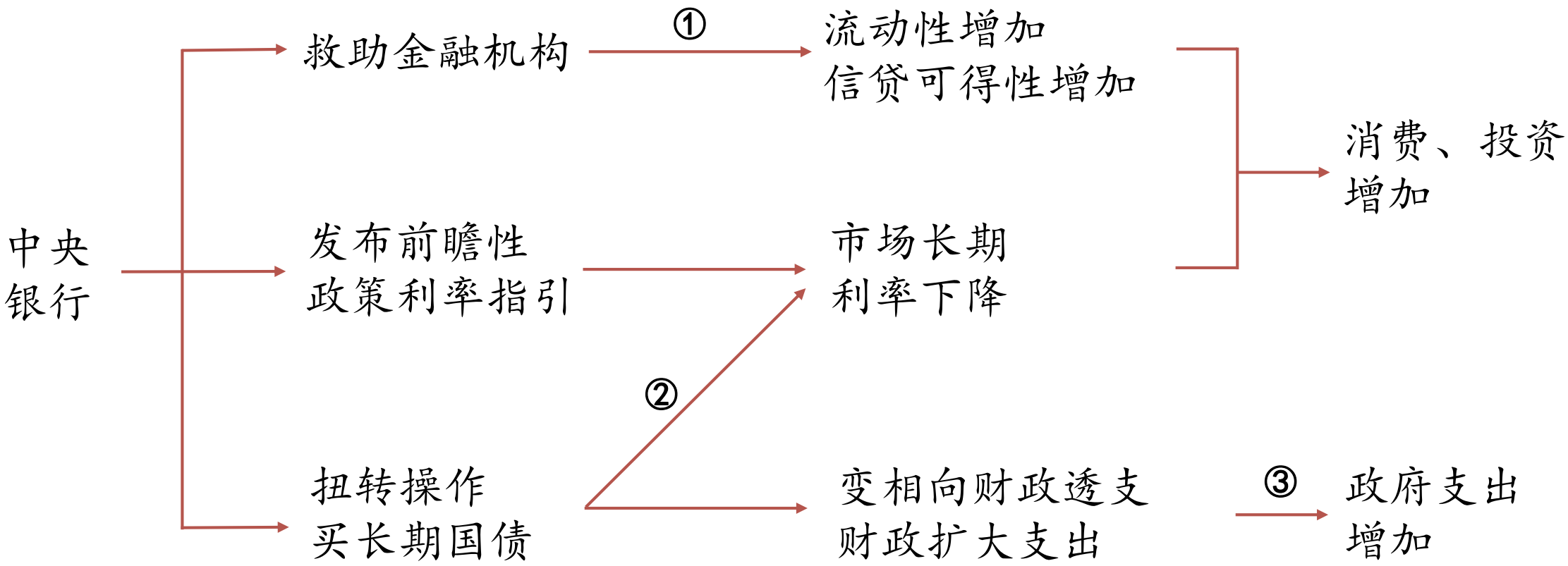


数据来源：TradingEconomics

四

QE的前提条件

QE传导机制


中央银行
救助金融机构
①
流动性增加
信贷可得性增加
发布前瞻性政策利率指引
市场长期利率下降
消费、投资增加
②
扭转操作买长期国债
变相向财政透支
财政扩大支出
③
政府支出增加

QE起效果的条件

1. 银行和企业间通道畅通，使增加的流动性可以顺利地扩散到实体经济

- **“能贷不愿贷”：**

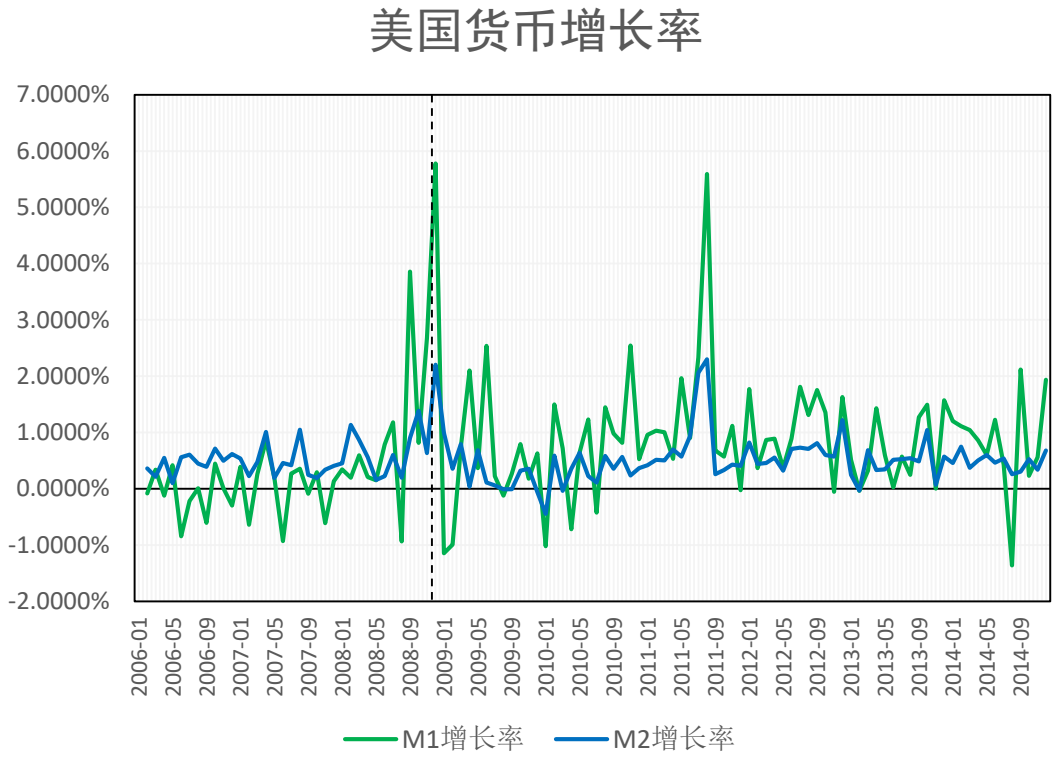
“零利率”政策造成利率不断走低，存贷款利差不断收窄，银行盈利下滑，此时银行如果增加贷款，一方面有无法收回的风险，另一方面能取得的利润极少。

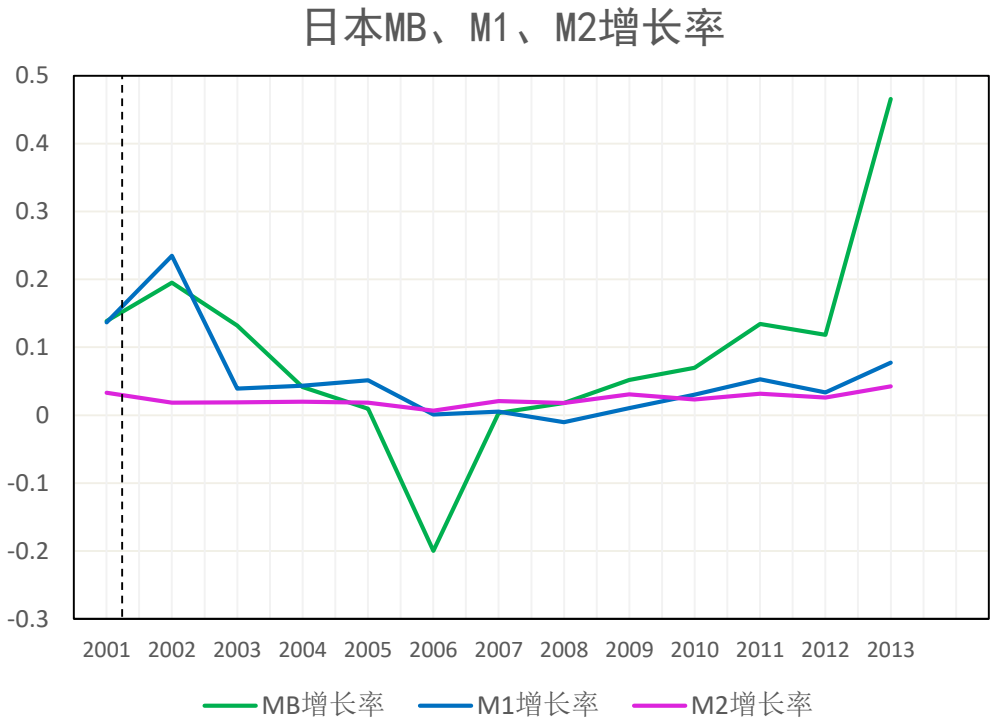
- **“能借不想借”：**

经济泡沫破灭带来的巨大冲击摧毁了日本私人部门的资产负债表，企业净资产的大幅减少，负债过于庞大。因此，企业为了修复资产负债表，开始专注于负债最小化而不是利润最大化。私人部门借贷意愿薄弱，投资需求疲软。

QE起效果的条件

1. 银行和企业间通道畅通，增加的流动性可以顺利地扩散到实体经济





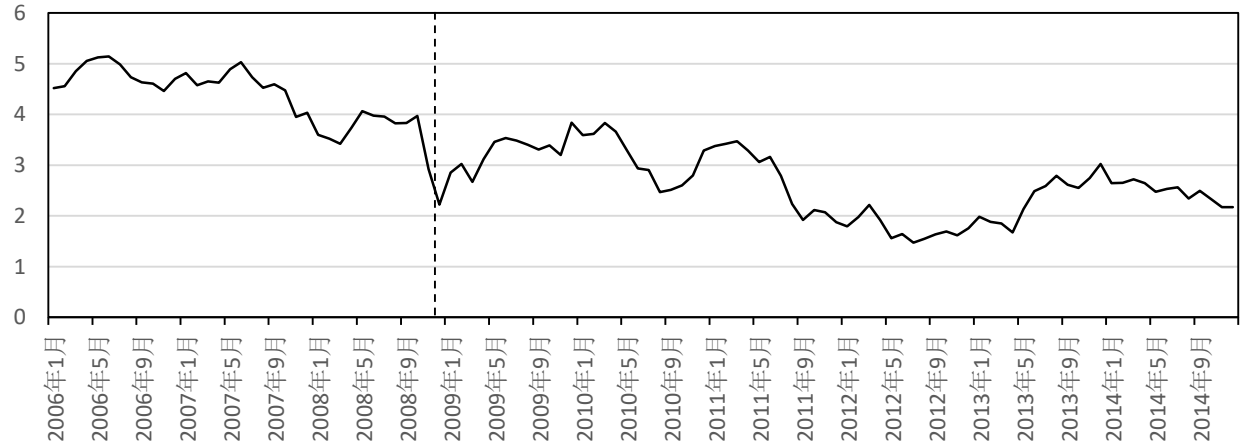
QE起效果的条件

1. 银行和企业间通道畅通，增加的流动性可以顺利地扩散到实体经济

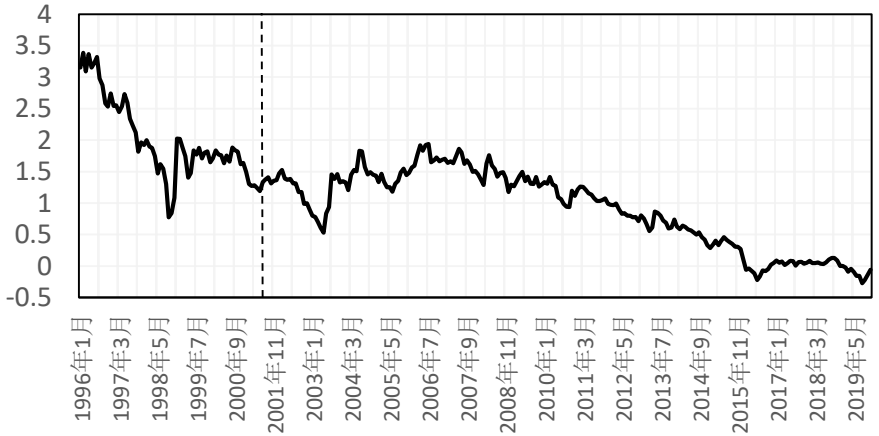
2. 央行购买国债不会影响国债的其他购买者

央行购买长期国债会导致国债收益率下降，可能引起国内外的组织和个人对该国国债的购买量下降，这种“挤出效应”又会使国债的利率上升，削弱政策的有效性。

2006-2014美国10年期国债收益率



日本十年期国债收益率



QE起效果的条件

1. 银行和企业间通道畅通，增加的流动性可以顺利地扩散到实体经济

2. 央行购买国债不会影响国债的海外融资

3. 财政政策的配合

量化宽松政策需要扩张型财政政策的配合，而政府还需要考虑财政赤字情况，如果财政赤字过大导致无法偿还债务，会引发政府财政危机和信用危机。

QE起效果的条件

1. 银行和企业间通道畅通，使增加的流动性可以顺利地扩散到实体经济
2. 央行购买国债不会影响国债的海外融资
3. 财政政策的配合
4. 行动及时

日本在1990年刺破泡沫导致经济崩溃，之后并没有及时采取措施，1993年甚至有财政紧缩，2001年开始使用量化宽松政策。

五

总结

“我们从这段历史能够得出的启示是，没有一种货币理论能够在所有的时期通用。这是美联储和美国这个国家付出了巨大的代价后，最终学到的一课。”

——《镜厅》第64页

参考文献

[1]李欢丽, 王晓雷. 传导机制扭曲与日本量化宽松货币政策失灵[J]. 现代日本经济, 2015(01):33-42.

[2]周子炜, 王艳玲. 日本量化宽松货币政策评析及借鉴[J]. 金融发展评论, 2016(12):39-51.

[3]许祥云, 郭朋. 日美“量化宽松”政策操作方式比较[J]. 日本学刊, 2013(01):82-99+159.

[4]杨晶晶, 周定根. 量化宽松货币政策的效果如何?——基于日本的经验[J]. 金融经济学研究, 2013, 28(04):72-82.

[5]杨金梅. 日美两国量化宽松货币政策的比较[J]. 金融理论与实践, 2011(03):100-102

[6]杜德明. 美国量化宽松货币政策的传导机制研究[D]. 南开大学, 2013

[7]李石凯. 从货币供应量变化看量化宽松货币政策的效果[J]. 中国金融, 2010(23):77-78.

[8]穆争社. 量化宽松货币政策的实施及其效果分析[J]. 中南财经政法大学学报, 2010(04):3-7+43.

[9]姚斌. 美国量化宽松货币政策的影响及我国的对策[J]. 上海金融, 2009(07):33-36+72.

[10]王树同, 刘明学, 栾雪剑. 美联储“量化宽松”货币政策的原因、影响与启示[J]. 国际金融研究, 2009(11):39-44.

谢谢观赏

小组成员：陈雪妍 陈金熹 黄卉蕙 文程蘸