



盛松成：中美货币政策有何不同



【财新网】(作者 盛松成)

一、美联储货币政策的目标重心已发生实质性变化

我在4月底发表了一篇文章《美联储货币政策目标重心已发生实质性变化》，时间已经过去快3个月了，并没有证明我的观点的错误，反而是现在美国的物价、经济发展及美联储政策，进一步证实了我当时提出的观点。为什么呢？

因为大家都知道，长期以来美联储的两大货币政策目标是物价稳定与充分就业。货币政策一般有四大目标：经济增长、充分就业、物价稳定与国际收支平衡。国际收支平衡现在各个国家都很难做到，而充分就业和经济发展实际上是基本同方向的，尽管它们不是线性关系，所以充分就业就基本上能代表经济发展。美联储长期以来的两大货币政策目标就是物价稳定与充分就业，而且物价稳定一般都是放在首位的。

历史上例子很多，举一个例子就是1980年3月美国通胀率高达14.8%，而当年美国GDP增速是-0.3%。这个时候就面临着一个决策，到底是要把经济搞上去，还是要把通货膨胀降下来。时任美联储主席保罗·沃尔克力排众议，紧缩货币、提高利率。1980年4月联邦基准利率一度达到19.96%，于是通胀迅速下降，为里根时代的经济繁荣打下了基础。事后证明，当时沃尔克的政策是正确的，所以沃尔克也被称为美国历史上最成功的美联储主席之一。

但是，近期我们观察到美联储的货币政策目标重心已经发生了变化，它更加侧重充分就业，而不是物价稳定。比如说今年 6 月，美国 CPI 同比增速已经达到 5.4%，远远超过了长期目标 2%，创下 2008 年 8 月以来新高，而且核心 CPI 也高达 4.5%。按照历史的情况，此时应开始施行紧缩政策。然而，7 月 14 日，鲍威尔继续表示美国经济复苏仍未达到可以开始缩减购债的程度，就是说美联储的紧缩政策还远远没有开始。紧缩政策第一步就是缩减购债，第二是停止购债，第三步是出售债券（即收缩美联储资产负债表），最后才是提高利率。所以紧缩政策看来真正要到提高利率少说也一年半以后。7 月 19 日，拜登也表示通胀是暂时的，美联储应采取一切必要措施支持经济复苏。由此可见，无论是拜登政府还是美联储都一切以经济增长为重，达成了高度一致，体现了美国的国家意志。

说到这里想起来，小平同志说过一句话就是“发展是硬道理”。看来这句话被美国人学去了。

目前美国宽松的财政政策与货币政策已经深度捆绑在一起了。7 月份美国联邦政府债务总额已突破 28.5 万亿美元，创造历史最高水平，达到美国 GDP 的 130%。我们还需要分析美国国债持有者的结构的变化。让我们看 2009 年 12 月和 2020 年 12 月的对比情况。

	2009年12月		2020年12月	
	国债余额 (万亿美元)	占比%	国债余额 (万亿美元)	占比%
美国国外持有合计	3.7	30.1%	7.1	25.6%
国外官方	2.7	22.0%	4.2	15.2%
国外其它	1	8.1%	2.9	10.5%
美国国内持有合计	8.6	69.9%	20.6	74.4%
美联储	0.8	6.5%	4.7	17.0%
美国商业银行	0.3	2.4%	1.2	4.3%
美国政府基金	5.4	43.9%	6.1	22.0%
美国其他机构	2.1	17.1%	8.6	31.0%
合计	12.3	100.0%	27.7	100.0%

图 1：美国国债持有者结构对比

与2009年12月相比,2020年12月外国投资者持有美债比例从30.1%降到25.6%，尤其是国外官方，主要是美国国外的中央银行，持有占比从22%降到15.2%。那么国内投资者持有比例肯定是在上升的，尤其是美联储，美联储持有的美债余额占比从2009年12月的6.5%，大幅上升到2020年12月的17%。因为美联储的资产负债表是每个星期四公布，而中国的中央银行资产负债表是每个月公布一次。从美联储资产负债表里可以看出，7月21日美联储持有美债占比更是上升到了18.4%。按照这个速度下去，美联储持有的美国国债占比有可能接近20%。为了配合积极的财政政策，2020年美联储持有的新发美债比例达到53%，就是说去年美国新发国债

53%是由美联储购买的。所以美国宽松的财政政策与货币政策已经深度捆绑在一起了。

一般说来，在历史上美联储与美国政府往往是一种相互制约的关系。但是现在发生了变化，两者完全捆绑在一起了。美联储积极支持了极度宽松的美国的财政政策，因为只有美联储大量购买国债，国债供需关系才使得国债的价格上升，国债的收益率下降。现在美国国债收益率只有 1.2%。如果没有美联储这么配合，美国国债甚至有可能流标。美国能大量发债，很重要的一点就是降低美国国债的票面利率，降低联邦政府融资成本。如果国债收益率上升，表面上看是不会影响到它的付息成本。但是因为国债买卖是市场行为，国债收益率上升会影响到下一步新发美国国债的票面利率。国债收益率上升，票面利率也要上升，票面利率上升就使得未来的美国财政付息提高，对美国的国债发行会形成很大制约。所以美联储就大量地购买国债，使得美国国债的收益率大幅下降。这就是美联储对财政政策的配合。

美联储的资产负债表,以前变化很小,2008 年金融危机以后变化很大,有增有减。2008 年扩表到 2014 年,扩大了约 5 倍。2014 年-2017 年基本没有扩也没有缩。2017 年缩表到 2019 年,仅缩表了 6000 亿美元。2019 年缩表结束,又开始扩表,2019 年 9 月 18 日到 2021 年 7 月 21 日,两年不到扩了一倍以上。

项目	2019.09.18 (缩表结束)	2021.07.21	项目	2019.09.18 (缩表结束)	2021.07.21
黄金	110.37	110.37	发行在外的联邦储备券	17145.68	21357.57
特别提款权	52	52	逆回购协议	3251.18	11368.78
硬币	17.03	12.48	存款	17603.41	48772.16
证券、未摊销的证券溢折价和贴现、 回购协议和贷款	37828.75	80933.76	存款性机构定期存款	0	0
持有证券	35926.07	76675.1	存款性机构其他存款	13854.26	39745.47
美国国债	21058.26	52429.87	财政存款	3030.57	6162.94
联邦机构债务证券	23.47	23.47	外国存款	51.86	58.37
抵押支持证券	14844.34	24221.77	其他存款	666.73	2805.39
证券溢价的未摊销部分	1279.27	3536.39	待付现金项目	1.66	1.62
证券折价的未摊销部分	-127.46	-146.21	其他负债	42.04	106.33
回购协议	750	0	负债合计	38054	82009.24
贷款	0.87	868.48	自有资本	324.7	328.2
Maiden Lane LLC的资产净额合计	0	0	盈余	68.25	67.85
TALF LLC的资产净额	0	0	其他资本项目	0	0
待收现金项目	0.47	0.53	资本合计	392.95	396.05
固定资产	21.89	18.67			
中央银行货币互换	0.39	4.75			
外汇资产	206.52	212.13			
其他资产	209.53	385.23			
资产合计	38446.95	82405.3	负债及资本合计	38446.95	82405.3

图 2：美联储资产负债表

从 38446 亿到 82405 亿，扩了一倍以上，主要是通过购买美国国债。美联储持有美债从 21000 多亿增加到 52000 多亿，增加了 30000 多亿。还有抵押支持证券也从 14000 多亿增加到 24000 多亿，增加近 10000 亿。美联储主要通过大量扩表来实行宽松的货币政策和对财政政策的支持。

二、中国央行降准助力经济恢复与增长

中国与美国恰恰不同。降准是中国常用的货币政策工具。去年疫情期

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_34085

