

全球央行观察蓝皮书

难以退出的宽松

——美欧日央行二十年货币政策回顾及其对中国的启示

总量研究中心

宏观经济组

分析师：边泉水

执业编号：S1130516060001

邮箱：bianquanshui@gjzq.com.cn

联系人：段小乐，邸鼎荣

DATE： 2019.7

- 货币政策总览：危机后主要央行政策利率大幅下调，短端利率开始面临“零下限”约束，货币政策从常规向非常规扩展，央行资产负债表规模迅速扩张；未来资产负债表绝对规模难以收缩，只有以时间换空间的方式降低资产负债表相对规模（即相对名义GDP的规模）；
- 美联储：扩表后唯一成功启动货币政策正常化的央行。危机后，美国通过联邦政府加杠杆、联储扩表的政策组合成功实现经济复苏，2014年以时间换空间的方式实现了资产负债表相对规模的下降；2017年启动缩表后资产负债表绝对规模下降，但也将于今年9月停止缩表，资产负债表绝对规模难以收缩；
- 欧央行：经历二次衰退，2013年欧央行大幅缩表失败，资产负债表再度扩张，2018年末结束的QE预计也将再次重启；
- 日本央行：潜在经济增速放缓，2006年短暂退出宽松，但危机后货币宽松不断加码，资产负债表相对、绝对规模迅速扩张；
- 对我国货币政策的启示：随着外汇占款流入的放缓、准备金下调空间的收窄、以及非准备负债的自然扩张，央行需要主动扩表来增强货币政策主动性，以应对经济潜在增速下降阶段。

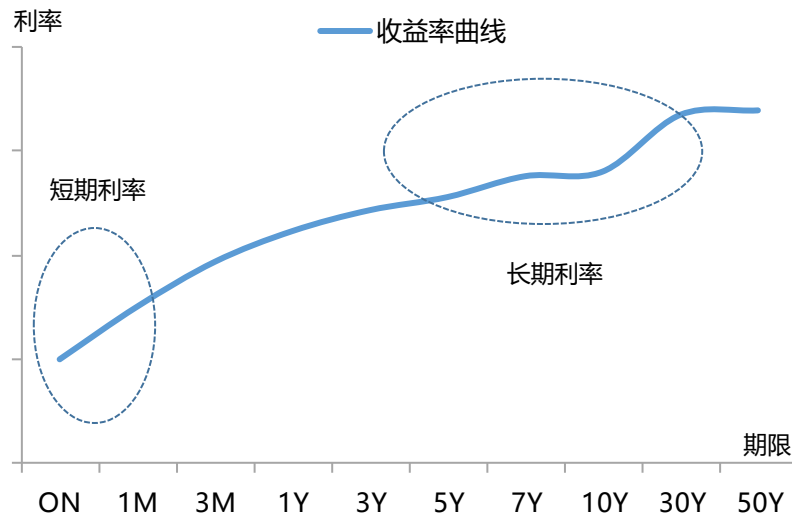
- 1、货币政策总览：常规&非常规-----P4
- 2、美联储：退出后再度面临宽松-----P10
- 3、欧央行：难以退出的宽松-----P26
- 4、日本央行：“异次元”宽松之路-----P41
- 5、对我们有哪些启示？-----P51



一、货币政策总览：常规&非常规

- 传统货币政策操作以调控短期利率为主
 - 1) 短期利率由超额准备金供给和需求均衡决定（常规）
 - 2) **负利率（非常规）**

- 当然，货币政策也可以调控长期利率
 - 1) 直接调节（我国以及利率市场化之前的其他国家）
 - 2) **间接调节：资产购买等（非常规）**

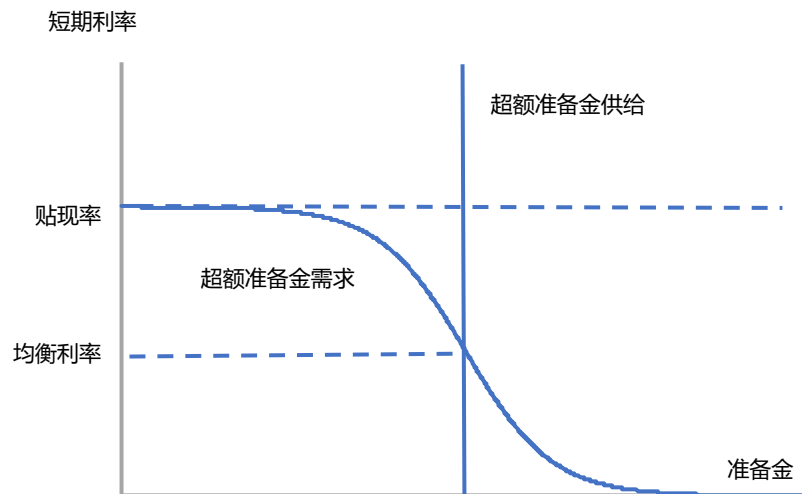


超额准备金供给的决定因素

- 从整体来看，央行是准备金的唯一供给方，金融机构之间的拆借并不改变超额准备金总量

超额准备金需求的决定因素

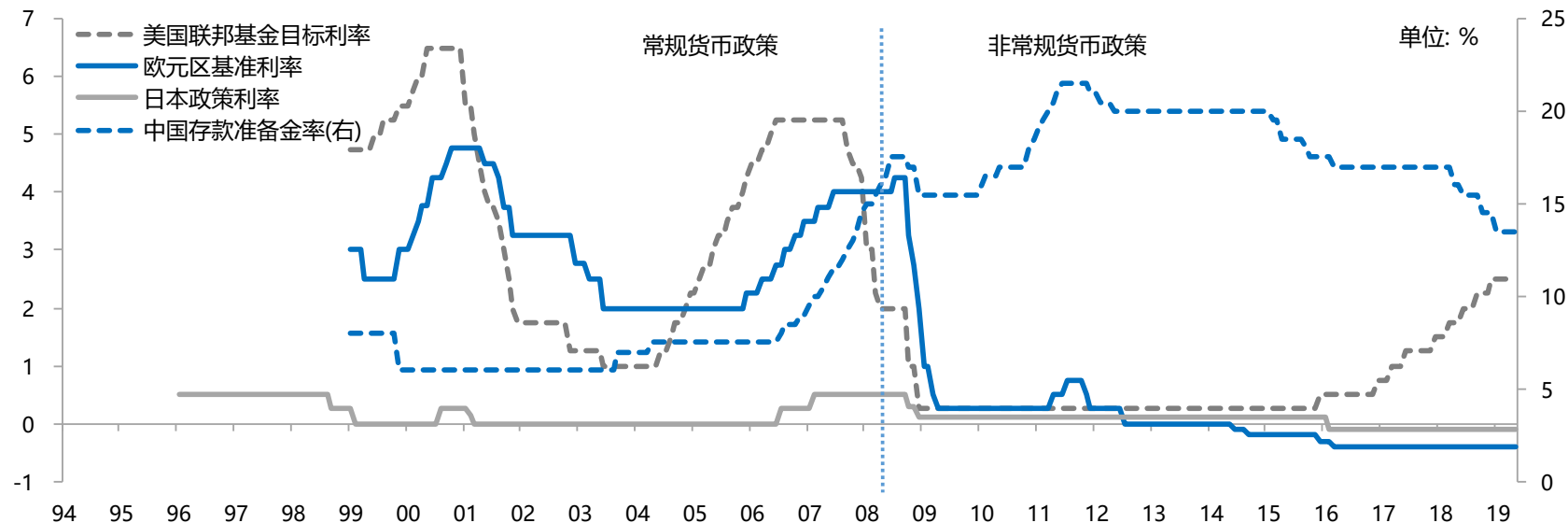
- 金融机构资产负债表的扩张速度、清算需求、季节性因素等决定了超额准备金的需求



长期利率的调节方式：

- I. 直接调节（我国，以及利率市场化之前的其他国家）
- II. 长期利率=短期利率+**期限溢价（非常规）** ---→购买长期国债
- III. 长期利率=无风险利率+**风险溢价（非常规）** ---→购买风险资产
- IV. 长期利率=实际利率+通胀预期（前瞻指引） ---→利率前瞻指引
- V. 其他方式还包括资产负债表前瞻指引等

危机后货币政策从常规向非常规扩展



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_11685

