

三次危机中美联储政策措施比较

——宏观观察分析

宏观摘要

三次危机下的宏观背景：1929 年大萧条与 2008 年的金融危机均在十年周期的顶部，是一轮繁荣结束后的衰退进程。而 2020 年的危机是在一轮周期拐点时受到疫情突发因素的冲击而继续的衰退趋势。1929 年与 2008 年的危机发生在第二次和第三次技术革命之后，在科技繁荣的推动下由盛转衰；2020 年全球经济持续低迷，缺乏生产动能刺激。在 1929 年大萧条前，政府采用自由放任政策，坚持由市场“看不见的手”进行自我调节，因此对实体经济冲击巨大。而 2008 年和 2020 年经济监管与制度日益完善，受到之前经验的影响政府更偏向于使用“看得见的手”对经济进行宏观调控，避免实体经济遭受重创。

三次危机的触发原因：三次危机均与债务息息相关，在三次危机下，企业与居民杠杆率居高不下，导致信用危机，流动性紧缩。1929 年主要由于科技进步导致生产效率上升，企业利润增加，大量投资者涌入美国市场，开始大幅举债使得市场处于高杠杆环境中，最后政府紧缩政策刺破泡沫。2008 年主要由于房地产泡沫膨胀，美联储连续加息刺破泡沫，通过次级贷款等传播至整个金融市场，导致经济危机。2020 年受到新冠疫情黑天鹅的影响导致经济活动放缓，供给与需求双双下降。但根本原因是由于长期低利率、高赤字政策下资产泡沫高企带来股市超规模上涨，股票市值远高于估值。疫情使泡沫破裂，流动性紧缺，经济萧条初显。

三次危机下的货币政策工具：1929 年的金本位制度限制货币政策实施，因此 1933 年美国放弃金本位制度走向货币本位制度，采用宽松货币政策帮助经济复苏。而在 2008 年，2020 年的信用本位制度下，美联储采用一揽子救市工具积极帮助经济走出危机。

新冠危机的路径展望：目前市场已经从第一阶段情绪冲击下的流动性危机转向第二阶段实体经济的信用风险释放阶段。经济停滞导致美国失业率高企，供需两弱，实体经济危机已经显现。同时银行收入减少，信贷支持能力要求提高使得银行业处境艰难。而各国为减少疫情扩散降低进出口贸易活动也将长期损害自由贸易规则导致去全球化趋势加重。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美取消发展中国家优惠待遇——近期中美贸易政策跟踪和评述](#)

2020-02-21

序

2020年初新型肺炎疫情扩散全球，为了防止疫情进一步恶化带来更大的灾难，各国相继停工停产降低疫情传播速度。由于经济活动和娱乐活动的减少以及市场恐慌情绪高涨，以美国为代表的各国金融市场发生巨大动荡，新一轮金融危机正在路上。

本文将对1929年、2008年与本次危机的宏观背景与美联储刺激政策进行分析，比较三次危机的触发原因和美联储措施的差异，以对未来的路径作参考。

1929年、2008年、2020年三次危机的宏观背景

由于三次危机发生时的宏观背景不同，对人类社会造成的负面影响程度也不尽相同。从危机爆发后的历史数据来看，1929年大萧条对实体经济总量的损失和破坏远超2008年次贷危机。首先根据经济周期理论可以看出，美国经济存在大约十年为一轮的中周期朱格拉周期，主要以设备更替和资本投资为驱动因素。1929年和2008年的危机均在十年周期的顶部，开启了一轮繁荣结束后的衰退进程，而2020年则是在一轮周期拐点受到疫情突发因素的冲击继续的衰退趋势。

从科技技术层面观察，1929年大萧条发生在第二次技术革命之后，2008年次贷危机发生在第三次技术革命之后，均受到科技进步后社会生产力提升的影响，在一轮生产创新过后触发繁荣的危机。而本次经济危机发生时，全球经济正处于衰退周期中，由于缺少新的生产要素刺激，经济缺乏增长动能，经济基本面持续低迷。因此，在新型肺炎黑天鹅刺激下，新一轮经济衰退大概率将到来。

从经济和社会制度层面观察，1929年大萧条前，柯立芝总统实行了放任自流政策，政府对市场经济的运行保持缄默，放松监管，维持经济自由化。经济高速增长的同时对应着高风险，因此在大萧条到来之际脆弱的经济体制受到严重冲击。在大萧条后各国政府吸取经验教训，对经济的宏观调控加强，中央银行制度体系更加完善。同时全球一体化经济治理程度提高，国际货币基金组织，世界银行，世界贸易组织相继建立，全球金融体系更加健全。因此在2008年新一轮金融危机爆发时，政府快速出手干预，避免经济自由落体。但同时，由于全球经济网络结构发展迅速、体系健全、相互依存度上升，危机的传播速度和范围均会扩张，全球风险加深并带来各个金融体系间的共振。危机对短期经济的冲击可能减弱，但长期余震将持续蔓延。

从资产价格角度观察，1929年和2020年金融危机前都伴随着美股持续上涨的牛市，后受到冲击股价快速下跌，为危机开始的信号。而2008年金融危机前后，股市波动率较小，在危机前为缓慢上涨的牛市，而危机到来时下跌速度也较为缓慢。

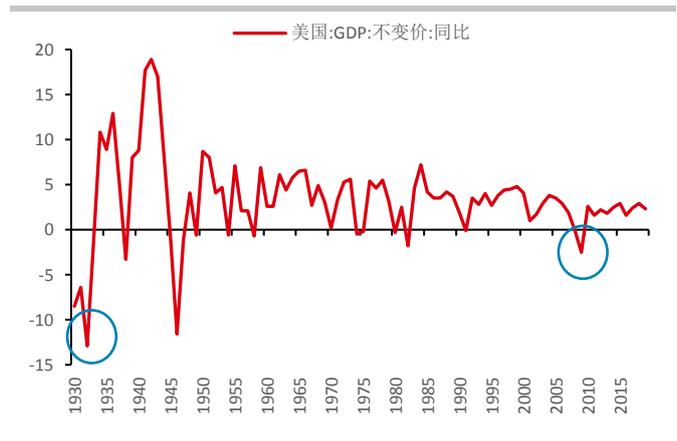
从三大部门杠杆率角度观察，三次危机都伴随着不同程度的债务危机，市场存在普遍看涨情绪，投资者利用高杠杆融资投资消费。在高速债务扩张带来的繁荣后，政府紧缩政策加剧信用危机，企业资金链断裂，居民失去偿债能力，最终导致流动性紧缺。1930年，居民杠杆与企业杠杆双双突破新高，2008年居民部门杠杆率处于高位，2020年企业端杠杆率逐渐走高。

图1： 制造业 PMI 指数显示约十年一轮经济周期，近两次为 2008 年和 2020 年



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图2： 由于宏观经济管理制度日趋完善，危机后实体经济波动降低



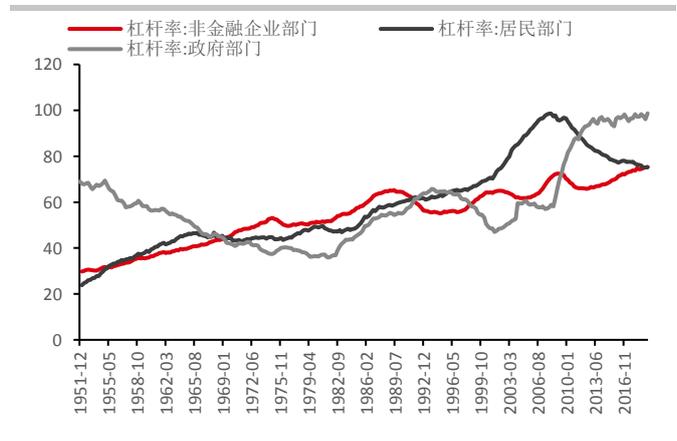
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图3： 1930 年大萧条时期对实体经济影响更大



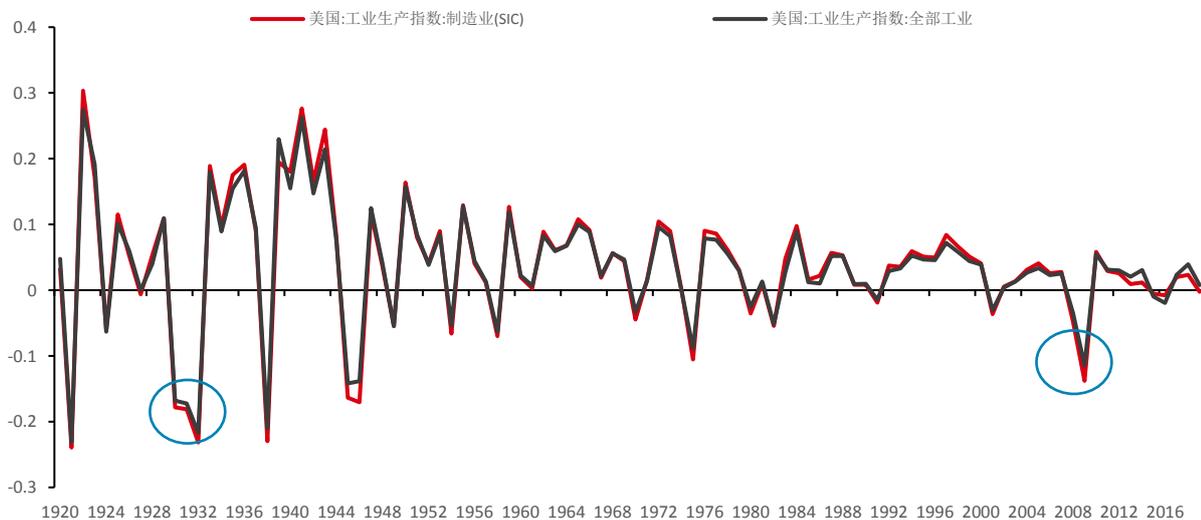
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图4： 企业部门杠杆率逐年走高



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 5: 工业生产指数近九十年变化趋势同比 (%)



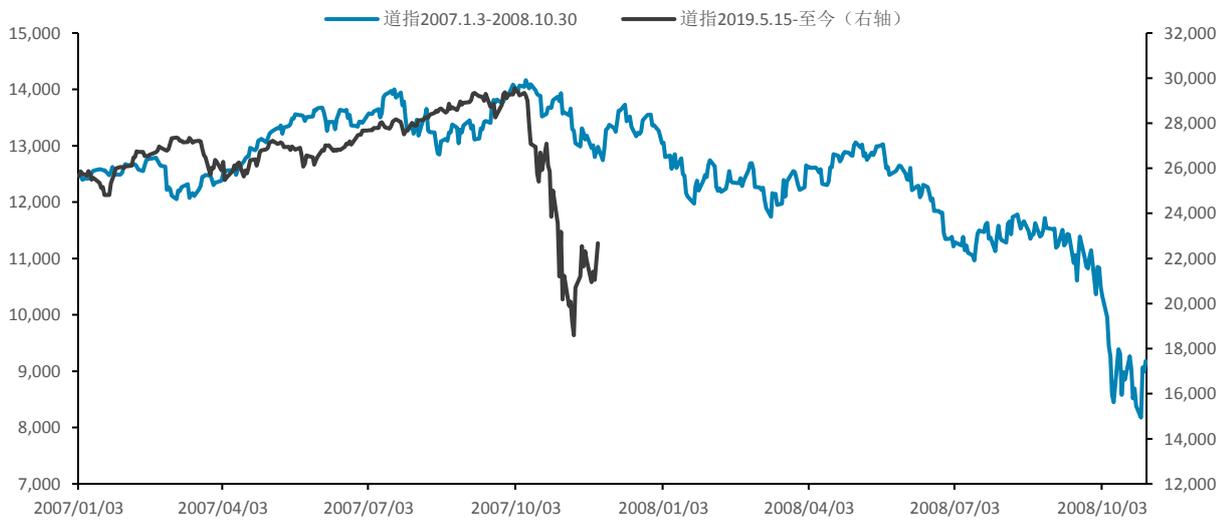
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 对比三次危机下道指价格变动情况, 本次股市变动情况与 1929 年大萧条更为接近



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 7: 对比三次危机下道指价格变动情况, 2008 年金融危机时股市处于较为缓慢下跌状态



数据来源: WIND 华泰期货研究院

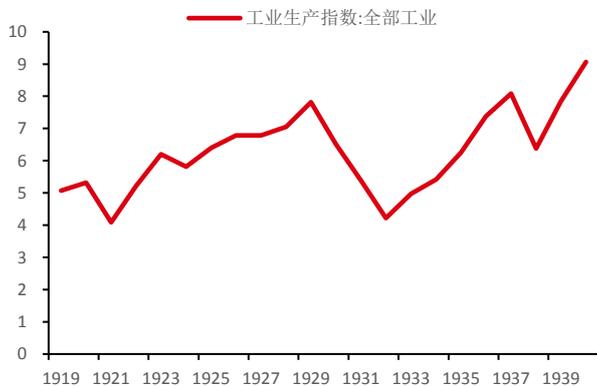
三次危机的触发原因对比

- 1929年“大萧条”时期

由于科技进步导致生产效率上升，企业利润增加，大量投资者涌入美国市场，开始大幅举债使得市场处于高杠杆环境中，看涨情绪高涨。投资者纷纷进行超长期远期购买避免物价上涨，新投资者涌入市场，资产价格超预期走高，逐渐吹大经济泡沫。经济过度繁荣后紧缩的调控政策戳破泡沫，最终触发经济危机。1929年10月23日道琼斯指数一日暴跌40%，被视为大萧条的起点。在1929年至1933年整个大萧条中，累计破产企业13万多家，倒闭银行5000余家，失业人口超过1400万，流离失所人口近200万。在第一次世界大战后，世界爆发了第一次经济危机，但美国由与科技驱动导致工人生产力提高，经济进入快速增长期。

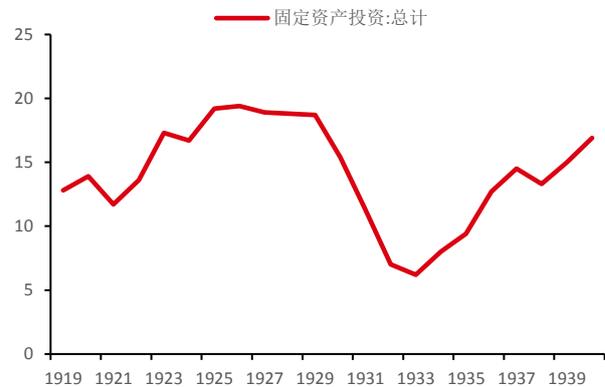
1922年至1927年为本轮周期的早期阶段，出现了强劲的经济增长和低通胀，资本家和工人都获得了充裕的收益。企业利润上升至一战后高位，失业率降至一战后低位，实际工资上涨20%以上。此时债务增速与收入增速保持着适度一致，企业通过债务融资投资建设增加收入。1927年后，泡沫开始出现。由于当时生产效率提高、科技加速发展，人们开始大幅举债加大投资。在金本位制度下，过多的投资者进入美国导致黄金从其他国家流入美国，而其他国家（英法德）开始担忧本国黄金过快流失的问题，因此希望美联储下调美元利率降低以美元吸引力。一般来说利率是货币的价格，当一国利率降低时，未来投资的收益率也会随之下降，因此投资吸引力下降。但是他们忽略了降息后的宽松利率环境可以刺激更多投机行为，因而吸引更多投资者进入美国。1927年春，美联储更多的关注经济增长和通胀变化，将贴现率从4%降至3.5%。此举间接鼓励了美国信用创造，导致债务增长，吹大金融泡沫。1928年下半年，美国工业生产增长9.9%，汽车产量创历史新高，股票的市盈率处于极高水平，许多股票市盈率高达30倍。为了控制泡沫，美联储于1928年开始加息，将基准利率上调至5%，希望减缓投机性信贷增长。加息的紧缩政策导致投机空间缩小，部分投资者兑换黄金撤出美国，因此市场黄金需求量大涨，美国黄金储量下跌。美联储忽略了基础利率对信用增长的影响，认为加息从货币价格的角度可以提高美元的竞争力继续吸引投资者进入美国，于是1928年8月再次加息至6%以维持本国黄金储量。但随着短期利率上升，收益率曲线趋于平缓甚至倒挂，流动性下降。同时导致长期信用收缩，投机行为减少，杠杆率下降，黄金加剧流出美国。紧缩政策形成金融市场的恶性循环，同时传导至实体经济中由于资金错配使贷款人和借款人双双面临资金困难，实体投资和收入相继下降，经济陷入萧条状态。

图 8: 1922 至 1929 年工业生产指数呈现上升趋势



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 9: 1921 年至 1929 年固定资产投资持续高位



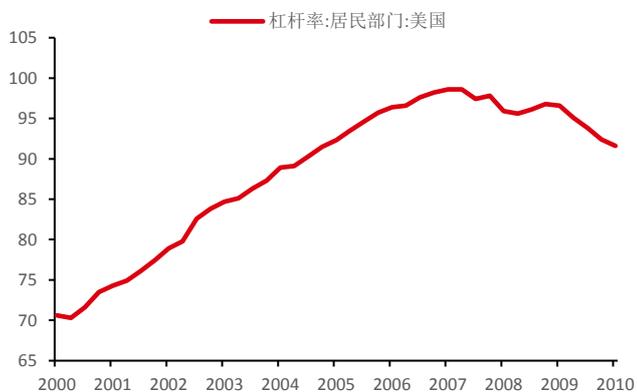
数据来源: WIND 华泰期货研究院

• 2008 年“次贷危机”时期

房地产泡沫膨胀，美联储连续加息刺破泡沫，通过次级贷款等传播至整个金融市场，导致经济危机。二十一世纪开始，房地产推动经济增长，楼市繁荣，就业向好。根据 Economy.com 分析显示，2000 年至 2005 年，房地产行业为美国增加了 70 万个就业岗位，由于美国日益宽松的贷款操作，美国房价在 2004 年至 2006 年上涨了约 30%。

2000 年美国互联网泡沫破裂、2001 年“911 事件”爆发，美国经济在双重打击下变得一蹶不振。为了拯救经济，美联储主席格林斯潘联合美国政府推出大规模减税政策，但效果一般。此后美联储在三年内降息 11 次之多，将美国利率水平从 2000 年的 6.5% 左右降至 2003 年的 1%。由于利率接近于零，金融市场借机推出新产品“次级贷款”，以满足由于大幅降息增加的借贷和消费需求。家庭债务占家庭可支配收入比例从 2000 年的 85% 上升至 2006 年的 120% 左右。由于低利率宽松政策刺激，2005 年前美国经济形势持续向好，增长率稳定在 3%-4%，失业率低于长期平均水平，在 4% 至 5% 徘徊，通胀略高于理想水平在 2% 至 3.5% 之间，但仍处可控范围。房价上涨越多，贷款人和借贷人发现发放贷款和借款购房越有利可图，信贷标准逐步降低，再次推动房价上涨，吹大房地产泡沫。由于房地产市场带动经济持续强劲，美联储通过观察 GDP，通胀率与失业率指标反馈开始逐步加息紧缩政策。美联储将利率从 2004 年的 1% 低点提高至 2006 年的 5.25%。同时由于影子银行监管不足、资金不足、杠杆率过高，缺乏充足流动性应对经济衰退时的偿付问题，加剧了货币政策收紧时泡沫破裂速度与影响力。2007 年 8 月 9 日，各大金融机构宣布亏损，AIG 和雷曼兄弟倒闭。2008 年初传导至实体经济，经济萧条开始。

图 10: 居民杠杆率在 2007 年达到新高



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 11: 2004 年至 2007 年失业率持续低位



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 12: 02 至 07 年 GDP 增长率持续高位, 略有下滑



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 13: 02 至 06 年通胀小幅走高, 07 年回落后再度回升



数据来源: WIND 华泰期货研究院

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_6014

