

專題 2.1

美國的非常規貨幣政策及退市策略

自從二零零七年年中次按危機在美國發生以來，聯邦儲備局(聯儲局)一直透過連番下調聯邦基金目標利率來銳意放寬其金融政策。截至二零零八年四月底為止，目標利率下調了 325 個基點⁽¹⁾。不過，二零零八年後期金融危機突然升級，促使聯儲局除把聯邦基金目標利率進一步下調至二零零八年十二月中的 0-0.25%外，還加緊採用非常規貨幣政策。

非常規的貨幣政策是指中央銀行在其政策利率趨近零的時候所採取的手段以提供額外的貨幣刺激效果。大體來說，聯儲局通過四種做法推行非常規措施。第一，聯儲局表明將維持短期利率低企，以穩定市場預期。這在美國聯邦公開市場委員會在二零零八年下半年起發表的聲明，以及聯儲局人員在不同公開場合的講話中，已有所表明。第二，聯儲局通過現有或新設的機制，向金融機構提供大量低成本的短期融資⁽²⁾。第三，聯儲局購買較長期的政府證券，例如美國國庫債券及政府資助企業的債務證券，以降低長期私人借貸利率。第四，聯儲局直接向出現混亂的主要信貸市場的借貸者及投資者提供流動資金⁽³⁾。第二至第四種做法有一個共通點，就是三者都動用了聯儲局資產負債表的資產方(即涉及借出資金或購買證券)。

至今，聯儲局採取的多項非常的政策行動(當中不少屬前所未見)，已大大降低金融市場的系統風險，並通過加強提供短期融資減低流動資金風險。然而，聯儲局的資產負債表大幅擴大，亦令市場關注過剩的流動資金可能會轉化為急速的信貸增長，以致引發通脹。

(1) 此外，基本貼現窗利率與政策利率在這段期間的差距由通常的 100 個基點下調至 25 個基點。

(2) 舉例來說，貼現窗的貸款期由隔夜延長至 90 日；設立定期拍賣機制、定期證券借貸機制，以及一級交易商信貸機制等新機制，藉以容許聯儲局以那些在這次危機中流動性急降的證券為抵押品向金融機構提供資金。

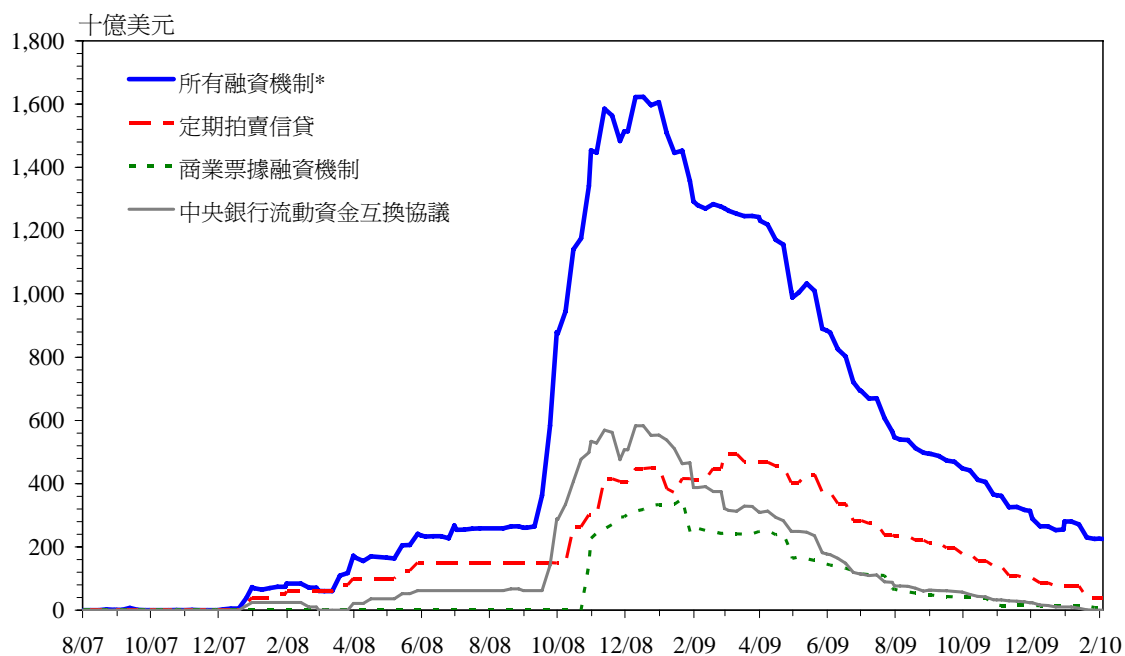
(3) 包括資產支持商業票據貨幣市場互惠金融融資機制、商業票據融資機制、貨幣市場投資者融資機制，以及定期資產支持證券貸款機制。

專題 2.1 (續)

為作回應，聯儲局主席伯南克在金融海嘯還在較為初期的時候便曾公開宣示，聯儲局在適當時間將須撤回各項貸款計劃，務求與聯儲局促進全民就業和維繫穩定價格的責任一致⁽⁴⁾。其後，在去年不同場合上，伯南克提出多個具體方案，讓聯儲局在經濟情況許可下，可以積極地從市場抽離資金。有關的方案包括：1)聯儲局可與各金融市場參與者安排實施大規模的逆向回購協議，協定聯儲局把其持有的投資組合的證券出售，並承諾日後以稍高價格回購。事實上，聯儲局在去年十月中曾證實，一直有就逆向回購活動進行測試；2)財政部可出售債券，然後把收到的資金存放於聯儲局；3)聯儲局可運用國會在二零零八年秋天時所賦予的權力，向銀行存放在聯儲局的結餘發放利息。二零零九年十二月二十八日，聯儲局發出諮詢文件，建議修改其規則，讓聯儲局可以通過拍賣機制向合資格的金融機構提供有利息的定期存款；4)聯儲局可在公開市場出售部分其所持有的長期證券，以減低儲備金額。

事實上，當金融市場的狀況出現改善，聯儲局的融資機制使用率便會減少，該局的資產負債表規模也會自動縮小。正如圖 1 所示，在二零零九年，大部分聯儲局融資機制所提供的流動資金都大幅下跌。不過，聯儲局的資產負債表規模則大致上在二零零九年全年維持穩定(見圖 2)。在該年內，各個融資機制所涉及的流動資金陸續縮減被聯儲局大量增持證券所抵銷，主要反映出在美國聯邦公開市場委員會公布的大規模資產購買計劃之下，聯儲局購入國庫債券、機構債及機構擔保按揭證券。

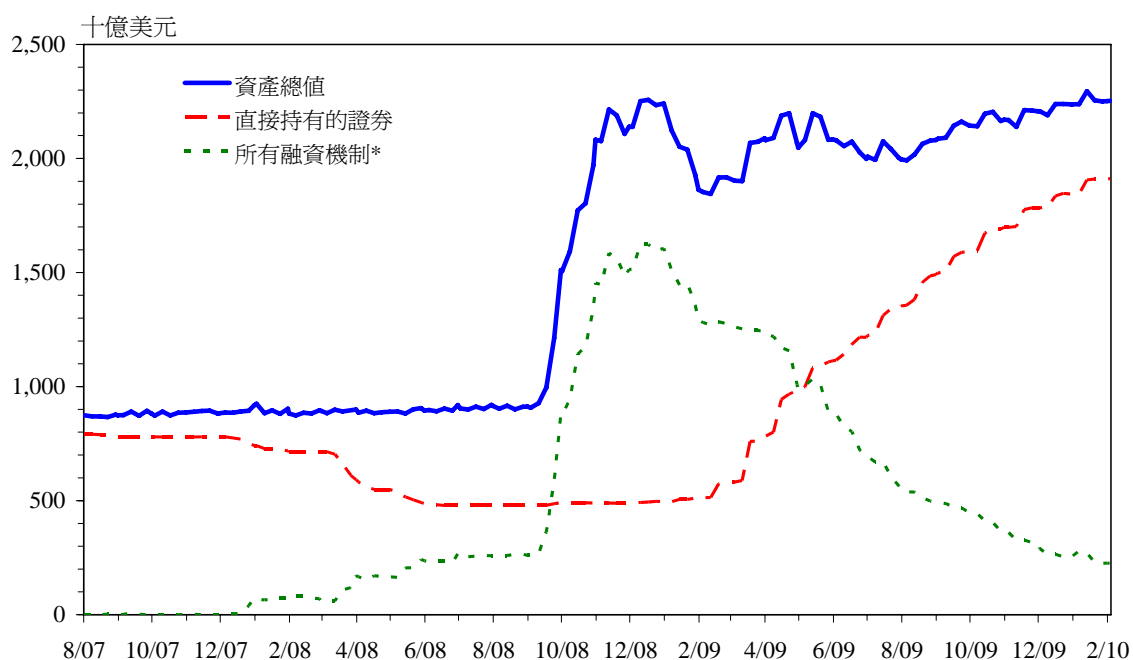
圖 1 由聯儲局提供的融資機制使用率隨財政狀況改善而下跌



(4) 聯儲局主席伯南克在二零零九年一月十三日在倫敦經濟學院的講話見以下網址：
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

專題 2.1 (續)

圖 2 聯邦儲備局資產負債表的組成隨金融市場情況的進展而變化



註：(*) 所有融資機制包括：定期拍賣信貸、一級信貸、次級信貸、季節性信貸、一級交易商信貸機制、資產支持商業票據貨幣市場互惠金融融資機制、定期資產支持證券貸款機制、商業票據融資機制、向美國國際集團(AIG)、Maiden Lane LLC、Maiden Lane II LLC、Maiden Lane III LLC 及 TALF LLC 提供貸款的未償還本金，以及中央銀行流動資金互換協議。

隨著經濟危機自二零零七年年中左右演變以來，聯儲局按照統稱為“信貸寬鬆”的政策方針，採取了各項不同的政策行動。同樣地，其他主要經濟體系的央行為了紓緩其體系內緊絀的金融狀況，亦採取了非常的政策行動，儘管確實的措施視乎其體制安排而或有不同。這些措施有效地穩定了整體的經濟情況，全球經濟因而自二零零九年下半年起回復增長。今年一月尾的美國聯邦公開市場委員會的會後聲明指出，美國經濟的近況“應會使利率處於異常低水平的時間延長”，但多個聯儲局的特別融資機制已經關閉，而其他大部分的特別融資機制在未來數月屆滿後都不會延長⁽⁵⁾。之後，聯儲局主席伯南克於二月中向國會作出聲明，勾劃出聯儲局在實施退市策略時可使用的一籃子政策工具及其實行的先後次序⁽⁶⁾。聯儲局撤回非常規措施的時間及步伐，將對未來的全球經濟有著重大影響。倉促退市，可造成再次陷入經濟衰退的危機；但太遲行動，則可能會造成通脹高企。聯儲局退市策略的進展，值得加以密切注視，因為這是決定今年全球經濟表現的主要因素之一，因而也影響著高度外向的香港經濟的表現。

(5) 美國聯邦公開市場委員會會議於二零一零年一月廿七日發佈的會後聲明見以下網址：
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100127a.htm>

(6) 伯南克於美國眾議院就聯儲局的退市策略所作的聲明：
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>