

收益率曲线控制——美联储在二战时兼顾“稳通胀与财政扩张”的尝试

2017-01-15 08:00:00

加入见智研究所的见识圈子：<https://jianshiapp.com/circles/451>，如果您喜欢见智研究所的内容，欢迎订阅见闻研究（此为华尔街见闻见智研究所独立管理的付费特辑），了解我们的特辑请点击[这里](#)。

如有错误，还请指正。对文中提及的其他机构的研究观点，见智研究所及作（译）者持保留意见。本文作（译）者为张纬杰、朱尘。

引子：在日本央行推行收益率曲线控制新政以后，“长期利率目标”这一政策工具又被推至风口浪尖。而前美联储主席伯南克在一季度末的博文"[What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates](#)"中非常有先见之明的提到了该工具。我们重读了美联储官方在今年4月15日公布的一份题为[Targeting the Yield Curve: The Experience of the Federal Reserve, 1942-51](#)（2003年6月18日）的政策备忘录，该备忘录中回顾并分析了1942年至1951年（战时）间的联储与财政部协同政策，时间线以联储与财政部达成著名的FED-Treasury Accord为止。

备忘录中提出了三个重要的问题：

1. **国债收益率上限，其效应是否会溢出到私人部门的负债利率？**如银行存单（CPs、CDs）与企业债券。历史表明，价差的扩大似乎显示长期利率目标政策对私人部门的影响有限。当政府负债的可得性较差（供应量少且大量由政府自持的前提下）时，企业债利差很高，而倘若政府负债可得性较好的时候，企业债利差则很低，因此当央行大量购债导致市场无法获取足够的官方负债时，私人部门相对充裕的负债供给会推升利差。“The corporate bond spread is high when the stock of government debt is low, while the spread is low when the stock of debt is high.”
2. **如何退出利率目标而尽可能减少利率上涨带来的资本损失？**1951年的例子表明，**财政部通过对债券的置换项目，减少了持有者的资本损失。**
3. **对利率的直接管理对财政部门花费有直接影响，这导致了央行与财政机构的冲突，或也是利率上限目标在失去原本意义后久拖不废的重要原因。**

那么，我们为什么在当下要关注收益率曲线控制以及长期利率目标政策呢？战时的货币政策对当下有何指导意义？

「伯南克曾经提到：“诸如负利率以及长期利率目标这类政策工具不太可能会在美国被使用。之所以需要讨论它们，理由在于**公众对这些工具的信念将会影响到预期**。举个例子——如果公众和金融市场参与者对于政府达致通胀目标的许诺有信心，那么长期通胀预期更可能被锚定，这反过来又会使得达到通胀目标变得容易。因此，**看上去有些矛盾的是，向公众及市场参与者明确这些更激进地货币政策选项可以确保这些选项不再被需要**。

此外，最为重要的一点在于，当下市场不仅对央行控制通胀的能力有所怀疑，对各国政府部门的债务积压也存在担忧，无论美、欧、日都存在债务积压问题。倘若中央银行因通胀蹿升而需要以更快速度上调利率，那么财政部就会面临利息支出上升的压力。而如果央行考虑财政部的利息支出对通胀水平有所宽容，又会影响到自身的政策独立性以及政策目标。所以，在当下债务积压、通胀预期扭转（油价及PPI）且财政刺激呼声（特朗普、安倍以及欧洲议会）较大之时，回顾战时的中央银行-财政部协同政策历史是有价值的。

」

钉住收益率曲线政策之历史背景

钉住长期/短期利率的政策很大程度上源于战时的财政需求，**而非货币政策本身的考量**。然而，该政策的种子（财政部与联储对债券市场日益增多的干预）在战前数年就埋下了，财政部在利率政策上较联储有更多的影响力，也是那几年的重要特征。

1935年早期，财政部对利率走高导致的债务管理上产生的影响之关切使其敦促联储稳定债券价格，作为回应，联储自历史上第一次购买长期国债。2年后，联储再次介入国债市场，购买了10.4亿美元的债券以试图阻遏1937年准备金要求提升后长期国债价格下滑的趋势。此举无意受财政部影响，后者威胁联储若不购买国债则将终止黄金冲销政策（指美国于1936年12月为防止黄金流入而造成银行信用膨胀，导引物价上涨，于是冻结进口黄金，以便让其不影响货币供给额的政策）。此外，1939年，联储也购买了10亿美元的国债，以应对欧洲战争的爆发给收益率带来的上行压力。

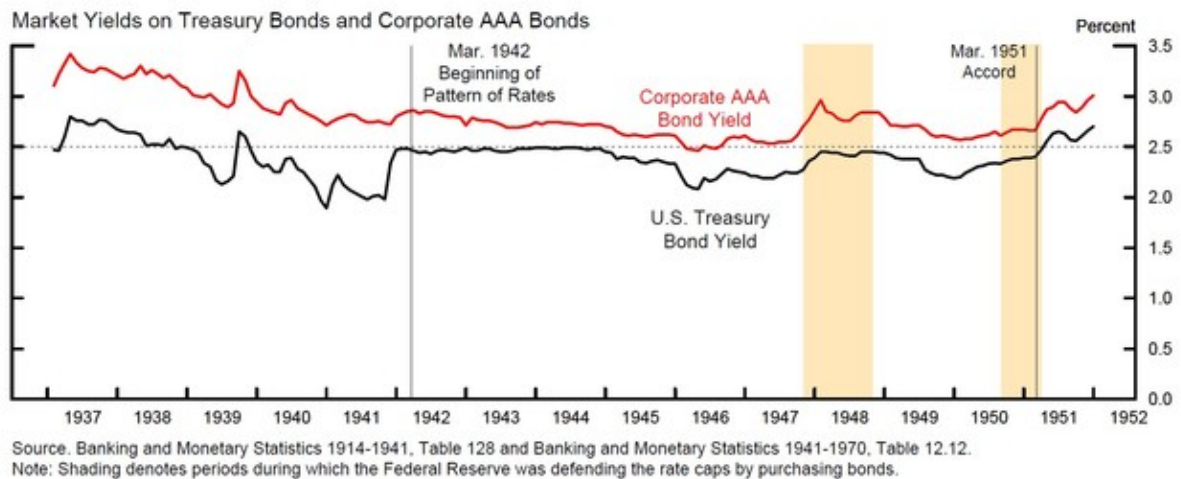
1941年初夏，当FOMC与财政部就迅速上涨的债务问题召开联合会议寻求长期对策时，联储与财政部之间的合作加强了。实际上，这要求财政部为不断上涨的利率买单。由于出发点不同，联储与财政部对如何解决该问题出现了分歧。财政部官员坚信可通过**向银行体系注入大量准备**

金来压低短期利率，来降低长期利率。相反，联储对此政策潜在的通胀后果表示担忧，他们认为应当允许短期利率上升，并通过大量购买长期债券来压低长期利率，联储认为，此举可将长期利率稳定在2.5%，并将之定为政策目标利率。

1942年3月20日，双方达成妥协——长期国债收益率钉在2.5%，7-9年期国债收益率目标为2%，1年期债券收益率目标为0.875%。联储反对财政部增加准备金量的计划，**然而最终接受了将国债短期利率钉住在0.375%的方案**，不过这一方案似乎影响有限，因为之前流行的短期利率已达0.25%。有趣的是，长期利率目标从未被公开，或许是担心未达成目标后造成尴尬。

利率上限的战时影响，1942年-1945年

1941年12月，珍珠港隆隆作响，美国加入战争，长期国债收益率陡增，自2%升至2.5%（见下图）：

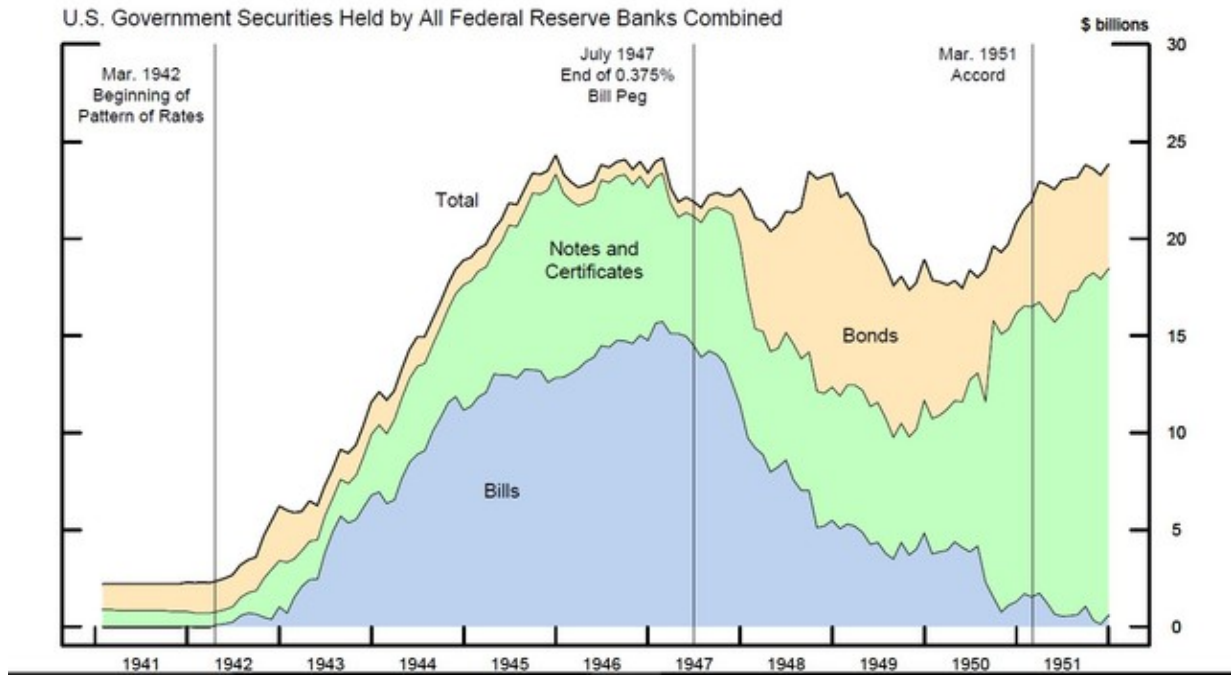


尽管长期债券收益率仅略低于2.5%上限几个基点，但联储始终未出手干预，可见上限此时并未直接发挥限制作用。

相反，恰恰是0.375%的短期债券利率主导了联储及私人部门在这一时期的购买活动。由于**1942-1943年间的长期利率上限目标日益明确，陡峭的、向上倾斜的收益率曲线与市场对未来短期利率的预期呈现出不一致性**，具体而言，基于期限结构的预期假设，由0.375%的短期锚定利率出发所指引的长期利率水平理当远低于联储及财政部设置的利率上限。与此同时，该举措的也削减了长期国债价格的下行风险，从而减低了长期收益率中的期限溢价。这使得投资者们更愿意持有长期债券，其收益率远高于0.375%的短期债券，如此，不同期限间的可替换性显著增强。

因此，投资者们将其短期债券置换为长期债券，为防止该过程中短期债券利率攀升，该政策便在此时购买了大量短期债券——从1942年3月的0持有量陡升为1945年8月的130亿美元（总组合为230亿美元），占了全部未偿付债券的76%，见下图：

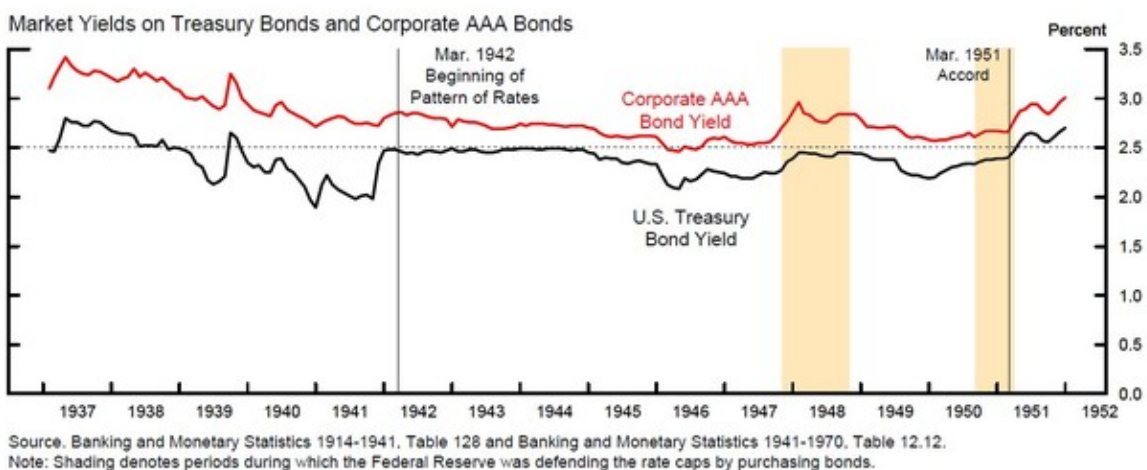
Chart 1
Federal Reserve System Holdings of Government Securities



相反，联储却从未为了维护2.5%的长期收益率介入债券市场，可见2.5%或许是彼时长期债券的均衡收益率。因此，联储/财政部系统持有的长期债券实际上数量在战时减少，1945年8月，降到略高于10亿美元。

战后的崩裂与繁荣，1945-47

随着战时财政需求褪去，1945年春，长期利率开始降低，见下图：



实际上，长期利率在战前就开始降低（至2%的水平）。不过与其说是利率上限目标所致，不如说是**对短期利率未来的低预期之传导所致**。

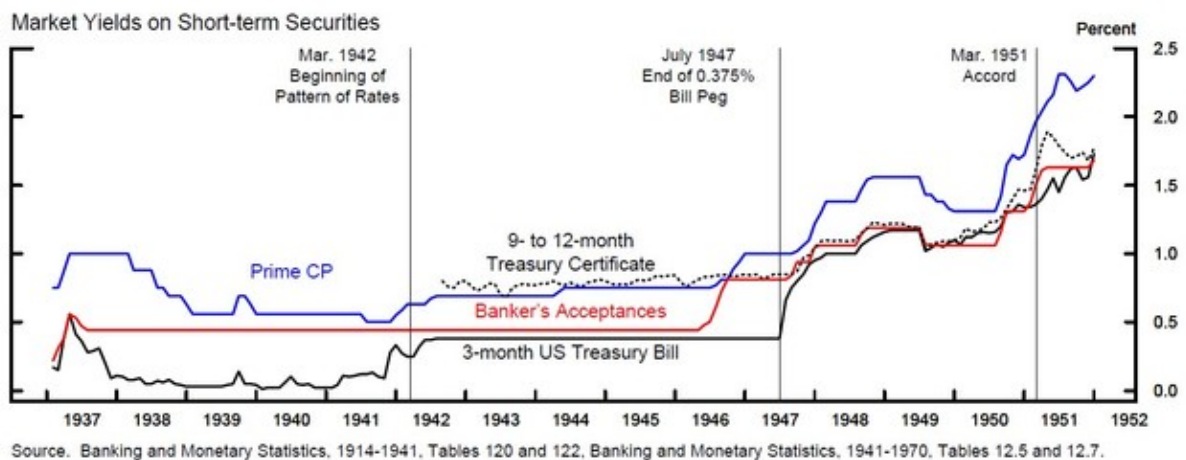
令人困惑的是，虽然1942年短期利率上限就被限定在0.375%，但长期利率在1945年以前并未因此降低。Walker对此作出了分析，认为其中之一的原因在于人们对利率上限政策的持续时间

感到不确定（虽然政策利率目标已经明确），银行显然期待短期利率在未来可以走高。另一个因素即“胜利贷款（Victory Loan）”，作为一种战争融资手段，胜利贷款等同于政府负债，投资者可以无限购买财政部的这类负债发行，因此相当于政府负债供应增加了，此举实际上推高了长期债券收益率。

短暂的紧缩后，经济迅速恢复。同时由于价格管制被解除、马歇尔计划带来的欧洲需求攀升，通胀飞涨，然而长期利率基本维持不变，原因有二：人们认为一切只是暂时现象；人们相信联储会适时干预。

短期利率低上限的维持现象令人瞩目。实际上早在1944年，纽约联储就发声表示应提高短期利率上限，然而出于银行业稳定性考量被联储主席Eccle拒绝，银行在战时吸收了相对于他们的资本而言的大量政府证券，一旦加息，将使其变得十分脆弱。1945年的联储年报当中也提到了这一点，“利率上升会引发政府正确的市场价值下跌，价格下跌一方面会影响财政部的再融资，还会冲击到金融机构的资产端，引发公众信心问题。”

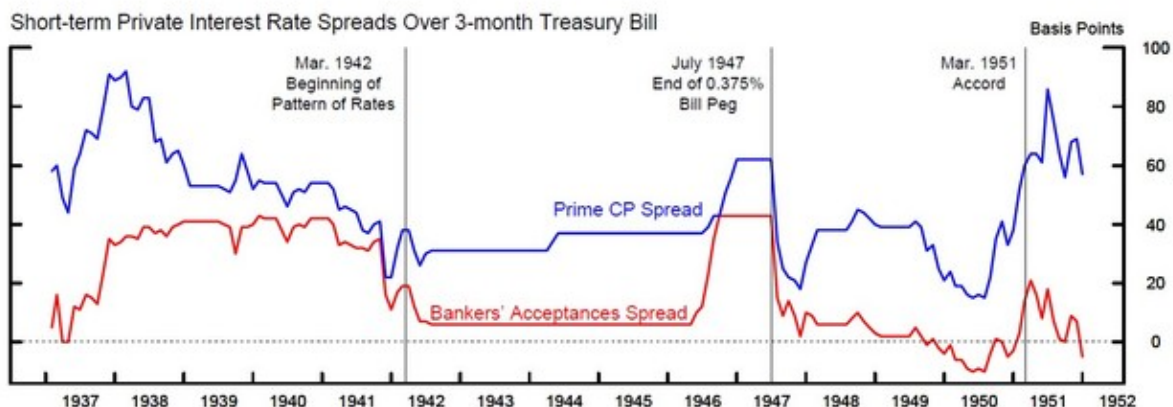
1946年中期，90天银行承兑汇票以及4-6个月商业票据利率的提高表明短期利率上限并不符合市场的真实短期利率定价。



捍卫利率上限，1947-1948

1947年下半年，通胀压力又现，6月-12月通胀率提高12%。对此，联储与财政部于1947年7月达成协议提高短期利率上限——于年底提高到1%，收益率即刻发生变化。实际上，**联储为了说服财政部允许其提高短期利率的举措，答应将联储银行90%的利润交给财政部，以抵消利率提高给财政部带来的损失。**

然而，私人部门短期利差并未随国债收益率陡增而大幅上行，见下图，这或许可说明私人部门负债利率与国债收益率之间的联系并没有想象中密切。



短期债券收益率的提高使长期债券的收益率并不再显得那么诱人，同时**短期利率上限之弃置也让人怀疑长期利率上限的信用度**。因此，私人部门再次期限置换，**以短期债券换长期债券，继而又抬高了长期利率的上涨压力**。

1947年下旬，捍卫长期利率的战役打响了。联储/财政部系统在11、12月购买了20亿美元长期债券，在1948年第一季度又购买了30亿美元长期债券。到1948年底，系统持有的长期债券从不到10亿美元上升到将近110亿美元，总比例占投资组合中的50%，最终利率保卫战获得了胜利——1948年长期利率一直低于2.5%。值得一提的是，联储在其中持有的长期债券只占了10%。

大部分时期，这些资产购买的融资主要是靠到期的短期债券，从而使得联储资产负债表几无变化。然而1948年末，有一笔资产购买则是建立在联储扩张资产负债表的基础上，带来的超额准备金增量也被1948年将准备金率从22%升至26%而冲销。

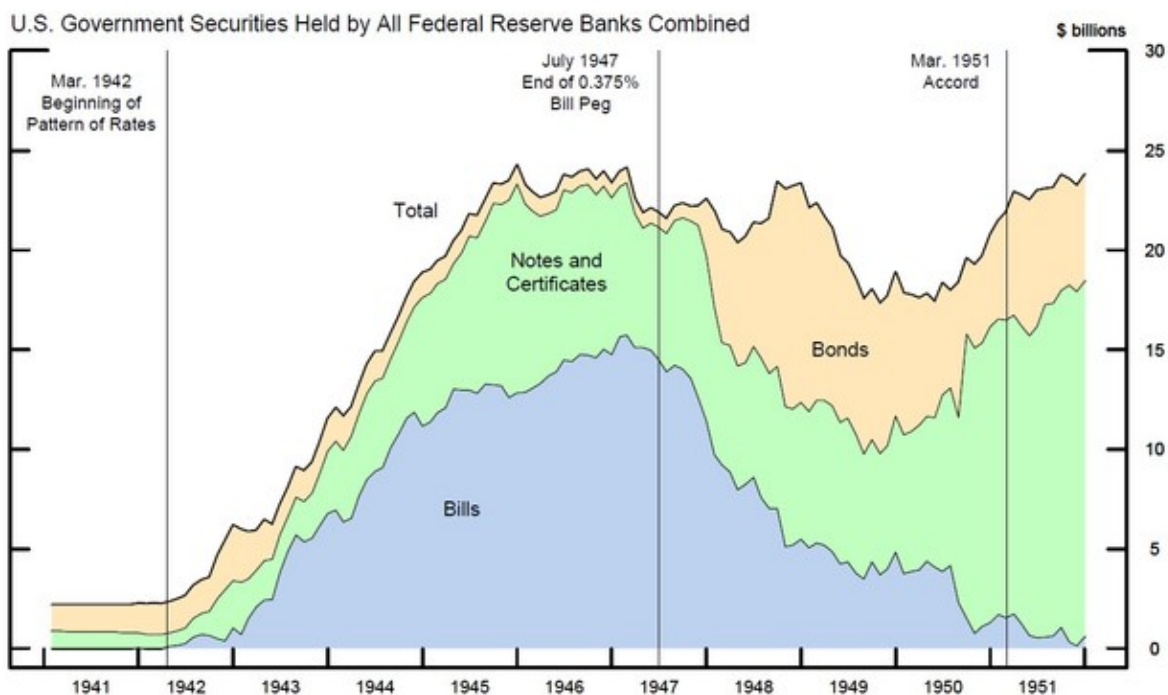
1947年7月-12月间，AAA-企业债券利率与国债利率价差从30个基本点上升到47个基本点（联储打响利率保卫战）。1948年缩小，但仍略高于1947水平。1949年利率上限被撤销后该价差也未见明显缩小，**可见利率上限并未严重扭曲市场**。

萧条与复苏：1948-1949

1948年11月开始的衰退减轻了通胀压力及信贷需求。因此，实际上自1948年夏开始，国债收益率便开始下降，这促使联储停止债券购买以维持收益率上限。然而，联储对衰退的承认显得谨慎而缓慢，并与此同时继续努力抬高短期利率，以此作为彻底撤销利率楔子的第一步。1949年3月，联储将短期利率提高了0.125%（虽然财政部拒绝）。

与此同时，系统把握长期利率降低的机会，将在利率上限保卫战中购买的长期债券抛售了不少——在1949年的头几个月，联储便出售了30亿美元的长期债券。同年5、6月准备金要求的减少同样导致系统向银行出售债券（以此维持现行利率），见下图：

Chart 1
Federal Reserve System Holdings of Government Securities



直到1949年中期，联储才降低短期利率以应对已发生数月的萧条，该延误的原因部分是由于联储与财政部之间的斗争。自1948年12月力推财政部提高短期利率以来，FOMC明显在犹豫是否要降低短期利率，因为联储不想给财政部一个理由让他把短期利率上限定得更低。1949年6月底，FOMC宣称当下的利率会进一步吸收市场中的储备金，而实际上目前的状况需要做的事与之相反，因此决定降低短期利率。同时，储备金要求的降低及停止向银行出售债券进一步提升了货币政策的宽松度。

1949年10月，衰退末尾，联储的态度又发生转变。11月，委员会采纳了一种“让增加的信贷需求体现在短期利率的上升”中的政策，便开始在1950年初出售短期与长期债券，此举降低了过量储备金并逐渐收紧了短期利率。

联储-财政部协定（FED-Treasury Accord），1951

1950年6月朝鲜战争爆发后，联储与财政部对利率政策上的分歧加深。财政部主张维持低利率以进行战时融资；而联储则主张抬高利率以应对战争带来的通胀压力。由于对战争的预期，公众纷纷抢购生活必需品，1950年下半年，CPI上涨7.7%，而1951年上半年则上涨17.2%。

联储提高利率的努力为财政部设置的利率楔子所限。1950年6月FOMC主张提升1年期利率，财政部拒绝了该要求并发行了新存单以降低利率。联储对这些财政部负债的购买增加了对国库券与存单的持有（1950年下半年）。在此期间，售卖长期证券的目的在于将先前的购买对系统资产负债表的影响降到最低。

对长期债券的需求随着时间推移递减，长期利率因此于1950年9月开始提升。年底，联储再次出手购买长期债券以压低长期利率。1951年1月，准备金要求的提高让联储在不增加超额储备金的情况下购买额外的债券与票据。然而，1951年初，额外的20亿美元购买并不足以遏制长期利率的上行趋势。因此，长期利率上限此时已严重影响了联储的职能发挥，尤其是在遏制通胀上。

1951年3月，长期利率为2.47%，联储与财政部达成协议不再直接设定长期利率目标。4月，2.5%的长期利率上限终被废止。原因在于“财政部债务管理目标与联储通胀管理目标的冲突”。

然而，废除长期利率上限存在一个问题，**如何处理因利率提高而给债券持有者们带来的损失？对银行和保险公司而言，这甚至还牵涉到他们的清偿力问题。**对此，财政部的解决方式是**将持有者利率为2.5%的长期债券置换为不可流通的29年期利率为2.75%的可转债券，持有者自由选择将其转为1.5%利率的5年期国债。换言之，财政部承担了大部分损失。**

总结

1942-1947年，由于持续的低短期利率，长期利率上限高于市场均衡利率，因此联储可以在不进行市场操作的情况下维护长期利率上限目标。

1948-1951年为我们展示了捍卫利率上限可以采取的手段及货币政策与利率上限间的潜在冲突。1948年，当利率上限目标承压时，联储开始积极购买长期债券，导致系统投资组合大规模期限错配。1950年利率目标再次承压时，由于手头上的短期债券很少，联储必须增加总的证券持有并向银行注入储备金，储备金要求也于1951年提升以降低此举之影响。然而，通胀持续，货币政策与利率上限目标之间的冲突越发明显，为这项政策的终结画上句点。