

## 美国金融稳定措施及其财政效应\*

**[内容摘要]**美国金融稳定措施主要由问题资产纾困计划、“两房”接管计划和量化宽松货币政策组成。美国金融稳定措施近来虽为美国政府创造了可观的利息和股息收入，但也给其带来了巨额或有负债。2008-2013年期间，美国政府用于金融稳定措施的财政支出总成本为6100亿美元，获取的准财政收入（利息和股息收入、节省的国债利息成本）规模为1.97万亿美元，实现了1.36万亿美元的准财政盈余，但美联储的大举购债行为和美国财政部向“两房”提供的担保，导致美国政府或有负债增加了6.75万亿美元。截至2013年末，金融稳定措施给美国政府带来了5.39万亿美元的净或有债务，占美国2013财年末政府债务余额的45.0%。

**[关键词]** 问题资产纾困计划、“两房”接管计划、量化宽松政策、财政效应

为应对2008年爆发的金融危机及其引发的大萧条以来最为严重的经济衰退,美国政府推出了一系列史无前例、决定性的金融稳定措施,如问题资产纾困计划、房利美和房地美(简称“两房”)的接管计划、量化宽松货币政策等,来缓解金融危机对美国金融系统和实体经济的打击,提高信贷的可获得性,巩固金融机构的资产负债表,恢复美国金融市场信心和稳定住房部门的市场价格。这些金融稳定措施有力地促进了美国金融系统的稳定、房地产市场和实体经济的复苏,避免了美国金融和经济系统的毁灭性崩溃。在2008-2009年实施初期,问题资产纾困计划和“两房”接管计划显著加重了美国政府的财政负担,导致联邦财政赤字和政府债务大幅攀升。近年来,随着美国实体经济和房地产市场的稳定复苏,美国的金融稳定措施基本停止了财政资金支出,进入了财政投资的资金回收阶段,甚至一些投资项目获得了丰厚的投资回报。而且,量化宽松政策不仅为美联储带来可观的利息收入,还通过利率效应显著降低了美国财政部门的国债利息成本。这两个因素的共同作用,导致美国联邦财政赤字在最近两年明显下降。不过,美联储大举购买住房抵押支持证券(MBS),以及美国政府接管房地美和房利美的行为,显著增加了美国政府的或有负债,加剧了美国主权债务的不可持续风险。未来数年,美国房地产市场和实体经济的稳定复苏料将得以延续,随着TRAP计划投资的资产陆续清盘、美联储资产购买计划的有序退出、“两房”的逐步关闭及其资产负债规模的不断压缩,美国金融稳定措施对美国政府债务造成的负面影响将会持续稳步下降。

### 一、问题资产纾困计划<sup>1</sup>

问题资产纾困计划(The Troubled Asset Relief Program, TARP)是根据“2008年紧急经济稳定法案”授权设立的。根据该法案,美国财政部拥有购买或担保7000亿美元问题资产的权限。2010年7月,多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案将TARP计划的总购买权限降至4750亿美元。2010年10月3日,TARP计划到期,财政部不能再利用TARP计划购买新的不良资产。TARP计划,对于促进美国金融系统的稳定,稳固美国银行体系的资产负债表发挥了重要作用。

#### 1、资本购买计划

为确保银行系统有充足的资本来应对潜在的资产损失,并向信誉好的借款人提供资金支持,财政部于2008年10月创立了资本购买计划(Capital Purchase Program, CPP)计划。2009年末,所有合格的银行机构均接受了财政部的注资。在CPP计划下,财政部购买了700余家银行机构的2455亿美元的优先股。截至2013年9月底,美国财政部通过出售资产、回收贷款、

<sup>1</sup>除特别指出外,本部分绝大部分的数据来源于美国总统预算管理办公室(Office of Management and Budget, OMB)。

收取股息和利息等方式收回2734亿美元,其中,财政部在2013财政年度回收了64亿美元资金。2013年9月,美国财政部通过CPP计划持有的银行资产余额为36亿美元,基本上配置于规模较小的社区银行。未来,美国财政部将继续通过股权回购、资产出售和资产重组等方式减持银行资产。在CPP银行资产投资方面,美国财政部已至少实现盈利315亿美元(OFS,2014)。

### 2、目标投资计划

目标投资计划(Targeted Investment Program, TIP)的目的是对具有系统特殊重要性的金融机构进行投资,以稳定金融系统,避免一个金融机构的资产负债表恶化对金融市场产生显著的破坏性影响。根据TIP计划,财政部不仅分别购买了200亿美元花旗银行、美国银行的优先股,而且为这两家银行的普通股提供了担保。2009年12月,花旗银行、美国银行全部偿还了TIP投资,并支付了约30亿美元的股息。2010年3月,财政部以12亿美元出售了其对美国银行的担保。2011年1月,财政部以1.9亿美元的价格售出了对花旗银行的担保。TIP计划已终止,且无任何剩余资产。

### 3、资产担保计划

资产担保计划(Asset Guarantee Program, AGP)的目标是对美国具有系统重要性的金融机构的资产提供财政担保。2009年1月,财政部、美联储和联邦存款保险公司(FDIC)协商了一个潜在的损失共担方案,对美国银行总额为1180亿美元的金融资产提供了担保。2009年9月,在美国银行向联邦政府方面支付4.25亿元的保费后协议终止,其中,2.76亿美元支付给TARP计划。2009年1月15日,财政部、美联储和联邦存款保险公司与花旗银行达成了损失共担协议,财政部承诺对花旗银行持有的3010亿美元资产提供不完全担保,其承担的资产损失上限为50亿美元。2009年12月23日,该协议终止。根据协议,美国政府方面获得了52亿美元花旗银行发行的信托优先证券(Trust Preferred Securities),其中,TARP计划持有了22亿美元的信托优先证券。2010年9月底,财政部卖出了所持有的花旗银行的信托优先证券。2012年8月底,财政部基于损失共担协议,从FDIC处获得了8亿美元的花旗银行信托优先证券。美国政府和纳税人从AGP计划中获得了正的投资回报。

### 4、公私合作投资计划

为重新启动问题抵押支持证券(legacy mortgagebacked securities)或“有毒证券”市场,美国财政部于2009年3月23日宣布实施公私合作投资计划(Public Private Investment Program, PPIF),以帮助金融机构将问题证券资产从其资产负债表中剥离出去,改善消费者和小企业的信贷可获得性。美国财政部主导建立了公私合作投资基金,从商业银行、保险公司、共同基金、养老基金和其他合格金融机构处,购买经紧急经济稳定方案认可的问题证券资产。

PPIF自2010年6月底起停止筹集新的资金，并从2012年12月起不再投资新项目。不过，该基金仍有5年的存续期来管理其已投资的资产。2012年末，PPIF计划从219亿美元初始投资资金中回收了186亿美元，并偿还了财政部150亿美元。另外，PPIF计划设立的9家基金公司中的5家已经关闭，其资金已归还财政部，私人投资者也获得了正的投资回报。2013年9月底，美国财政部已完全处置了PPIF计划的资产，获得了约40亿美元的盈利。

### 5、美国国际集团投资计划

为缓解美国国际集团（AIG）的无序破产风险及其对美国金融系统产生的系统性影响，纽约联储银行和美国财政部向AIG提供了财政援助。2008年9月，纽约储备银行向AIG提供了850亿美元的资金支持，获取了79.8%的普通股权。2008年底，美国财政部通过TARP计划购买了AIG公司400亿美元的优先股。2011年5月，经过资产重组之后，美国财政部拥有了AIG 77%的股权（14.5亿股）。2012年12月，美国财政部全部卖出了其所持有AIG股份。在AIG投资计划上，美国财政部和纽约储备银行不仅完全收回了本金，而且实现了227亿美元的投资回报。2013年3月，财政部以2520万美元的价格卖出了向AIG提供的270万份资产担保。至此，美国财政部全部退出了对AIG的投资。

### 6、汽车产业融资计划

为阻止美国国内汽车产业的崩溃，缓解其对美国经济和数以万计的汽车产业工人就业产生的系统性威胁，财政部于2008年12月推出了汽车产业融资计划（Automotive Industry Financing Program, AIFP）。美国财政部承诺通过紧急贷款和股权投资的方式，向美国的汽车企业、汽车财务公司、汽车零部件制造商和供应商提供总额为848亿美元的资金支持。具体包括：一是持有总额为71亿美元的新克莱斯勒公司的债务证券和9.9%的股份，并向老克莱斯勒公司发放40亿美元的贷款；二是获得通用汽车公司60.8%的普通股和21亿美元的优先股；三是向Ally金融公司(通用汽车金融服务公司的前身)提供163亿美元的资金。

美国政府分别在2011年6月、2013年底分别全部退出了对克莱斯勒公司、通用汽车公司的投资，目前尚持有57.2万Ally金融公司普通股。美国政府在AIFP计划上的投资虽遭受一定的投资损失，但其损失规模远低于2008年TRAP政策设计时的预期水平。截至2013年9月底，美国财政部通过出售资产、回收贷款、获取股息和利息收入等方式从汽车产业融资计划中获取了533亿美元的收入，而该计划的财政支出规模为797亿美元，财政资金回收率达66.9%（OFS, 2014）。

### 7、TARP住房计划

2009年2月，美国政府宣布了一项总额为500亿美元的综合性生活住房TARP计划。TARP住

房计划的目标是向住房抵押贷款偿还信誉好、负责任的房屋所有人提供可持续、可承受的住房抵押贷款，以缓解房屋止赎对邻居、社区、金融系统和美国经济产生的负面影响。TARP住房计划有三个具体目标：一是使房屋可承担计划。财政部与中介服务机构根据修改了住房抵押贷款合同，以在借款人、中介贷款公司和投资者之间达成利益平衡。2009年4月至2012年年底，超过600万家政府和私人企业的贷款合同作了修改。二是住房金融局设立受损最严重者救济基金。美国财政部拿出76亿美元的财政资金，在美国18个州和哥伦比亚特区设计与实施的创新性救济计划。目前，该计划的70%的资金用于资助购买房屋的失业者，30%用于本金减计。三是启动联邦住房局再融资计划。该计划拨出30亿美元资金用于发放经联邦住房局担保的住房抵押贷款，另拨81亿美元用于弥补住房抵押贷款损失和联邦住房局的行政开支。

## 二、“两房”接管计划

2008年3月，随着次贷危机的深化，投资者对房利美和房地美的财务状况与债券担保能力提出了强烈质疑。为避免住房金融市场的崩溃及其风险传递到其他金融市场，2008年9月6日，联邦住房金融局依据“住房和经济复兴法案”，接管（Conservatorship）了房利美和房地美。美国财政部采取三项措施向“两房”提供临时性金融支持。第一，财政部通过优先股购买协议（Preferred Stock Purchase Agreements, PSPA）向“两房”注资，以确保其净资产为正。2008年9月，在“两房”被接管时，美国财政部承诺购买房利美、房地美的优先股的上限各为1000亿美元。2009年5月，美国财政部将承诺购买优先股的上限均提高至2000亿美元（U.S. Government Printing Office, 2013）。截至2012年底，美国财政部通过PSPA计划向房利美、房地美分别注资1171亿美元、713亿美元。第二，财政部曾计划向两房、联邦住房贷款银行提供信贷支持，以保证其拥有足够的短期资金。不过，这一信贷计划没有实施。第三，出于提高住房抵押贷款二级市场流动性的初衷，美国财政部也曾在公开市场购买了两房担保的抵押支持证券（与美联储的MBS购买计划是相互独立的）。

优先股购买协议计划PSPA要求“两房”每季度向财政部支付红利（股息）。根据2012年8月17日生效的优先股购买协议计划修正案，房地美、房利美在2013年的资本金规模被设定为30亿美元，其资本金规模将每年下降6亿美元，直至为0。截至2012年年底，财政部通过PSPA计划向“两房”注资1875亿美元，而“两房”向美国财政部支付的股息为552亿美元。根据OMB（2013）的预测，2013-2023年期间，美国财政部获得的净红利收入约为1833亿美元。

另外，2011年12月生效的“收益税连续削减临时法案”（The Temporary Payroll Tax Cut Continuation Act）要求，“两房”应提高承保费率，承保费率在2011年平均水平的基础上提高



0.1个百分点，而且，“两房”因承保费率上升而增加的承保费收入将直接上缴给美国财政部，以部分弥补美国财政部因注资“两房”而增加的预算赤字。这将导致2012-2023年期间美国财政赤字总规模减少210亿美元（OMB, 2013）。

### 三、美联储的量化宽松政策

为支持住房抵押贷款和房地产市场的稳定，促进美国劳动力市场和实体经济的恢复，美联储先后推出了三轮量化宽松货币政策。2008年11月下旬，美联储宣布实施第一轮量化宽松政策（QE1），开始购买“两房”发行的机构债券及其担保的住房抵押贷款支持证券MBS。2009年，为降低美国住房抵押贷款市场和其他信贷市场的长期利率，美联储购买了3000亿美元的长期美国国债。2010年3月，美联储完成了1.25万亿美元“两房”担保的住房抵押支持证券的购买任务，这为美国住房抵押贷款市场提供了大量流动性，有助于住房抵押贷款利率降至美国家庭部门可承受的水平。在第一轮量化宽松政策执行期间，美国共购买了1.725万亿美元的长期住房抵押贷款支持证券、机构债券和美国国债。

虽然第一轮量化宽松政策帮助美国经济从衰退中逐步走了出来，然而疲弱的就业市场和房地产市场继续制约着美国经济复苏，美国的通货紧缩风险仍然居高不下。为加快美国经济复苏的步伐，2010年11月，美联储宣布实施第二轮量化宽松政策（QE2），在2011年6月底购买总额为6000亿美元的美国国债。美联储购买长期国债，有助于降低美国的长期证券资产的收益率和长期住房抵押贷款的利率。

2011年下半年，欧洲主权债务危机加剧了投资者对于美国经济下行风险的担忧。为稳定市场预期，2011年9月，美联储公开市场委员会宣布实行“扭曲操作”，计划延长美联储资产组合的时间期限，用4000亿美元的到期期限较短的美国国债来置换到期期限较长的美国国债，购入国债的剩余到期时间为6年至30年，而出售国债的剩余到期时间为3年以下，以保持美国长期利率处于低水平。扭曲操作通过压低长期利率而不是注入流动性的方式，来刺激美国住房市场和经济的复苏。

2012年，在美国住房和劳动力市场依旧低迷、长短期国债置换效果有限和长期资金利率压力上升的背景下，美联储于9月13日宣布实施第三轮量化宽松政策（QE3）。美联储决定启动一项新的开放式的“两房”担保的MBS购买计划，每月的MBS购买规模为400亿美元。同时，美联储公开市场委员会还指令公开市场操作台在2012年底前继续实施6月份宣布的计划，即延长所持有证券的到期期限，并把美联储持有的到期证券的回笼资金继续用于购买MBS。2012年12月12日，美联储公开市场委员会宣布每月增加购买450亿美元

的中长期国债，以使长期利率维持在足够低的水平，直至满足特定的门槛条件，如失业率降至 6.5% 或通货膨胀率超过 2.5%。这对美国住房抵押贷款市场构成了强力支撑，并有助于美国金融机构修复资产负债表，促进美国经济的稳定复苏。

2013 年 12 月，在美国的房地产市场和实体经济实现了稳定复苏的背景下，美联储宣布从 2014 年 1 月起每月各削减 50 亿美元的 MBS 和美国长期国债的购买量。2014 年 1 月底，美联储再度宣布，从当年 2 月起将每月的证券资产购买规模再削减 100 亿美元，至每个月 650 亿美元。2014 年 3 月，美联储的议息会议决定继续推进缩减刺激规模的计划，宣布从 2014 年 4 月起每月各减少 50 亿美元的 MBS 和长期国债的购买量，从而，美联储的月度证券资产购买规模削减至 550 亿美元。

自量化宽松政策实施以来，美联储的资产负债表的规模急剧膨胀，资产结构也发生了显著变化。美联储的总资产规模由 2008 年 11 月 26 日的 2.11 万亿美元增长至 2013 年 12 月 25 日的 4.03 万亿美元，增长了 0.9 倍。其中，国债持有量由 0.48 万亿美元增长至 2.21 万亿美元，增长了 3.6 倍；MBS 的持有量由零增长至 1.50 万亿美元；机构债券的持有量由 120 亿美元增长至 570 亿美元，增长了 3.8 倍。

#### 四、美国金融稳定措施的财政效应

美国各金融稳定措施对美国政府的财政赤字和债务的影响不尽相同。问题资产纾困计划取得了巨大的成功，不仅推动了美国金融市场的稳定和实体经济的复苏，而且基本实现了财政收支相抵。“两房”接管计划实际上将“两房”的资产负债表并入美国政府的资产负债表，导致美国政府的准主权债务（或有负债）显著上升。量化宽松政策虽有助于降低美国政府债务利息支出和提高美联储的利息收入，但明显增加了美国财政部的或有负债。

##### 1、问题资产纾困计划的财政效应

问题资产纾困计划不仅稳定了美国金融市场，为美国经济的复苏奠定了较为坚实的基础，而且该计划本身的成本也远低于当初计划制定时的预期水平。目前，美国财政部已出售了大部分在危机期间购入的金融机构的问题资产。在降低美国金融机构对紧急援助的依赖度以及用私人资本替代公共资本方面，美国财政部取得了显著进展。截至 2013 年 9 月底，TARP 计划共投入财政资金 4216 亿美元和政府担保承诺 350 亿美元，美国政府通过资产出售、本金偿还、红利、利息和其他收入等形式回收了 4054 亿美元的财政资金，资金回收率为 96.2%。同时，TRAP 计划的资产余额为 235 亿美元。从而，美国财政部从 TARP 计划中获得了 73 亿美元的投资回报（见表 1）。另外，美国财政部还从非 TARP 的 AIG 投资中获取了

175 亿美元的收入（United States Department of the Treasury, 2013）。

如表 1 所示，美国财政部不仅从资本购买计划、目标投资计划和公私合作投资计划中收回了全部的财政投资成本，而且还实现了一定的投资盈余。其中，资产购买计划的财政支出 2049 亿美元，回收资金 2247 亿美元，资金余额 31 亿美元，实现投资盈余 229 亿美元；公私合作投资计划的财政支出 186 亿美元，财政担保 10 亿美元，回收财政资金 224 亿美元，投资盈余 38 亿元；目标投资计划的财政投资不仅全数回收，还获得盈利 44 亿美元。美国财政部在汽车产业融资计划、美国国际集团投资计划方面的财政投资虽未能全部收回，但其财政亏损显著低于预期水平。美国政府对汽车产业融资计划的财政支出规模为 797 亿美元，回收财政资金 533 亿美元，资产余额 199 亿美元，投资亏损 65 亿美元。在对美国国际集团投资计划方面，美国政府的财政支出 678 亿美元，回收财政资金 553 亿美元，财政亏损 125 亿美元。TARP 住房计划具有较强的公益性质，用于救助美国受失业和房价下跌冲击损失最为严重的人群，美国政府在该项目上的财政支出规模为 95 亿美元，提供的财政担保 290 亿美元，财政资金回收规模为 0。

表1 截至2013年9月底TRAP计划的财政收支状况 单位：亿美元

	资产购 买和担 保	财政 支出	资产出 售和贷 款偿还	资产减 计和损 失	资产 余额	投资 收入	投资 盈余
资本购买计划 (CPP)	2049	2049	1979	39	31	268	229
目标投资计划 (TIP)	400	400	400			44	44
资产担保计划 (AGP)	50					41	41
公私合作投资 计划(PPIP)	196	186	186			38	38
汽车产业融资 计划(AIFP)	797	797	471	127	199	62	-65
美国国际集团 投资计划	678	678	543	135		10	-125
TARP 住房计划	385	95					-95
其他计划	11	11	6		5	6	6
合计	4566	4216	3585	301	235	469	73

资料来源：OFS（2014）和作者的计算。

注：投资收入（received from investments）包括美国政府财政支出（资产购买或提供贷款）所获得的红利和利息收入，以及投资的资本利得（所投资资产的销售或回购的价格与购买成本之差）。投资盈余等于资产出售和贷款偿还、投资收入和资产余额三项之和，减去财政支出项之后的差额。投资盈余项未考虑政府担保所引起的或有负债增加。



## 2、“两房”接管计划的财政效应

美国政府接管“两房”计划的财政效应主要体现在：一是财政部注资“两房”（优先股购买协议），导致美国政府的财政赤字和债务上升；二是“两房”向美国财政部支付的优先股股息和缴纳的承保费增加额，将有助于部分弥补注资“两房”所增加的财政赤字；三是美国政府接管“两房”的资产债务导致其政府或有债务大幅上升。

表2显示，2008-2011年期间，美国财政部向房利美、房地美的注资总规模为1884亿美元。此后，美国财政基本上停止了注资“两房”的计划。2008-2013年期间，房利美、房地美累计向美国财政部缴纳的优先股股息规模分别为1211亿美元、713亿美元，合计1924亿美元。若不考虑对“两房”的债务担保责任，仅从现金流角度看，美国财政部对“两房”的投资在2013年年底获利40亿美元。值得指出的是，2013年“两房”向美国财政部缴纳的股息规模高达1300亿美元，显著改善了美国当年的财政状况。未来数年，预计“两房”的股息支付将会继续拉低美国的财政赤字。根据CBO（2014）的预测，在2014财政年度，“两房”向财政部支付的股息规模预期为810亿美元。

表2 美国财政部注资“两房”以及“两房”支付财政部股息的规模 单位：亿美元

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	合计
财政部注资							
房利美	152	600	150	259			1171
房地美	446	61	130	76	0.2	0.0	713
支付财政部股息							
房利美	0.3	25	77	96	116	824	1211
房地美	2	41	57	65	72	476	713

资料来源：Freddie Mac(2013)and Fannie Mae(2014).

尽管如此，“两房”给美国财政部带来的或有负债规模仍远远大于其所缴纳的政府优先股股息和增加的承保费收入。2013年底，两房发行的债券证券规模高达5.16万亿美元，而其资本金仅为224亿美元，从而，“两房”的资本金仅能覆盖其0.4%的债务。以目前美国住房市场状况，“两房”不可能依靠自身能力来履行债务的本息偿还责任。“两房”能够偿还其债务的唯一先决条件是，美国房地产市场实现了强劲复苏，MBS市场价格大幅反弹，从而，“两房”所投资的住房抵押贷款和MBS的市场价值实现大幅回升，并超越其债务方的价值。否则，美国财政部将会承担“两房”的债务负担。随着美国的实体经济和住房市场较为稳定的复苏，“两房”购买的住房抵押贷款和MBS的市场价格将很可能会稳定上升，但不可能反弹至美国次

贷危机前的水平，因此，美国财政部将不可避免地承担“两房”所造成的或有债务，但其最终规模可能会远远低于“两房”现有的债务规模。

### 3、量化宽松政策的财政效应

美联储大举购买“两房”担保的MBS、长期美国国债和长期机构债券，对美国财政部门的资产负债表的影响主要体现在：一是美联储购买长期债券所获取的利息收入（利润）须上缴美国财政部，可弥补部分的财政赤字；二是美联储购买长期国债的行为有利于降低美国长期国债的利率，有助于降低美国财政部的债务利息负担；三是美联储实际上是美国广义上的一个政府部门，而美联储大规模购买MBS、机构债券的行为，实际上是将大量的MBS违约风险由私人部门转移至美国公共部门，从而，美联储持有的MBS和机构债券，事实上成为美国财政部门的或有负债，将加剧美国主权债务的不可持续风险。

美联储通过大规模购买长期的美国国债、MBS和机构债券，获取了大量的长期债券利息收益。我们现估算美联储购债的利息收入。具体测算公式可表示为

$$I = i_T \bar{B}_T + i_M \bar{B}_M + i_A \bar{B}_A$$

其中， $I$ 为利息收入， $\bar{B}_T$ 、 $\bar{B}_M$ 和 $\bar{B}_A$ 分别为美联储实施量化宽松政策以来持有国债、MBS和机构债券的累计增量的年度均值（上年、本年末余额的数学平均）， $i_T$ 、 $i_M$ 和 $i_A$ 分别为美国长期国债、MBS和机构债券的年均收益率。为方便起见，我们用10年期国债年均收益率代表美国长期国债收益率，用10年期国债收益率加上100个基点来表示长期机构债券收益率，用30年期住房抵押贷款利率来代表MBS收益率。

美联储从量化宽松政策中获取了可观的利息收入。如表3所示，随着资产购买规模的不断上升，美联储从实施量化宽松政策中获得的利息收入由2009年的471亿美元大幅升至2011年的830亿美元。2012年，美国市场利率的下降，导致美联储获取的利息收入降至648亿美元。不过，美国债券市场利率的反弹和购债规模的持续增加，又将美联储的利息收入推高至2013年的947亿美元。但与此同时，美联储的利息支出成本却未出现明显变化，这是因为，美联储主要通过货币发行方式来为其长期债券购买行为融资，而货币发行的利息成本为零。从而，美联储近年来的利润水平大幅上升。2012年，美联储上缴给美国财政部的利润规模为820亿美元，略低于2011年的缴纳水平。根据OMB(2013)的预测，在2013年、2014年，美联储上缴给美国财政部的利润将分别达829亿美元、920亿美元。

表3 量化宽松对美联储和美国财政部的利息收支的影响 单位：亿美元

	美联储的利息收入	财政部节省的利息支出	量化宽松的利息效应	利息效应占比	
				财政支出	财政赤字
2008	15	96	111	0.4%	2.4%
2009	471	1423	1894	5.4%	13.4%
2010	799	1726	2525	7.3%	19.5%
2011	830	1990	2820	7.8%	21.7%
2012	648	2209	2857	8.1%	26.3%
2013	947	2359	3306	9.0%	34.0%

资料来源：作者的计算。

美联储大规模购买美国长期国债对美国财政的一个更为重要的效应，体现在压低美国长期国债的收益率，降低美国政府的利息偿还负担。鉴于美国国债是以5年期为主要组成部分，我们可以5年期国债为代表，大致测算美联储量化宽松政策对美国财政部利息负担的影响。美国5年期国债的平均收益率在2012年、2013年分别为0.8%、1.17%，而在2014年，随着美联储开始减少债券的购买规模甚至逐步退出量化宽松政策，其收益率可能升至2.5%。<sup>2</sup>若美联储不实施量化宽松政策，美国5年期国债的收益率在2012-2013年期间很可能上升至3.5%左右，在2014年将进一步攀升至4.0%的水平。

为简单起见，我们假定量化宽松政策导致美国5年期国债的收益率平均降低2个百分点。从而，美国财政部在各年度所节省的国债利息等于公众当年持有的美国政府债务余额的均值乘以2%，而美国政府债务余额均值等于本年度和上一年度年末的美国政府债务余额的数学平均值。表3显示，随着美国国债规模的不断上涨，美国财政部因量化宽松政策所节省的利息成本由2009年的1423亿美元升至2013年的2359亿美元。若合并计算美联储的利息收入和美国财政部节省的债务利息负担，美联储量化宽松政策的财政效应非常显著，且呈不断增强的态势。量化宽松政策的利息效应规模从2009年的1894亿美元快速升至2013年的3306亿美元，占美国当年联邦财政支出规模、财政赤字的比例分别由前者的5.4%、13.4%，大幅升至后者的9.0%、34.0%。

<sup>2</sup>美联储退出量化宽松政策及其预期对美国国债收益率产生了显著影响。美国5年期国债收益率、10年期收益率从2013年6月底的1.4%、2.5%升至2013年底2014年初的1.7%、2.9%。另据CBO（2014）的预测，美国10年期国债的收益率在2014、2015年将很可能分别升至3.1%、3.7%。因此，美国5年期国债的平均收益率在2014年升至2.5%是一个较为保守的假设。

但与此同时，美联储大举购买长期 MBS 和机构债券的行为显著加重了美国财政部的或有债务负担。2013 年底，美联储持有了 1.497 万亿美元的 MBS 和 570 亿美元的机构债券。这意味着，美国财政部的或有负债增加了 1.55 万亿美元。若 MBS 和机构债券违约，美联储可采取两种方式来弥补资产亏损：一是发行货币，即债务货币化；二是请求美国财政部注资，让财政部承担美联储的购债损失。从美国房地产市场的现状及其发展趋势来看，MBS 的市场价格出现稳定反弹的可能性很大，但将难以避免部分的 MBS 出现违约。

#### 4、金融稳定措施的总财政效应

现综合分析问题资产纾困计划、“两房”接管计划和量化宽松政策的财政效应。表4列示了2008-2013年期间美国金融稳定措施的总财政效应。TRAP计划基本实现了财政收支平衡，其财政成本支出4216亿美元，财政担保额350亿美元，而财政资金回收额为4289亿美元，从而，政府或有债务净增加277亿美元，仅占2013财年末美国政府债务的0.23%。从现金流角度，“两房”接管计划也基本实现了财政收支平衡，财政成本支出1884亿美元，优先股股息收入1924亿美元，从而财政投资盈余40亿美元，但接管计划致使“两房”发行的5.175万亿美元的债务证券成为美国政府的或有负债。

表4 截至2013年底美国金融稳定措施的财政效应 单位：亿美元

	(准) 财政收支		政府或有债务	对政府(或有)债务的净影响	
	支出	收入		规模	公众持有债务占比
量化宽松政策		13513	15416	1903	1.59%
TRAP计划	4216	4289	350	277	0.23%
“两房”接管计划	1884	1924	51752	51712	43.16%
合计	6100	19726	67518	53892	44.98%

资料来源：作者的计算。

注：量化宽松政策的准财政收入包括美联储的利息收入、美国财政部节省的利息支出两项，而其对美国政府或有债务的影响体现在其持有的“两房”发行的机构债券和“两房”担保的MBS。“两房”接管计划所产生的或有负债规模是“两房”2013年底所发行和担保的债务证券总规模。公众持有美国政府债务余额数据的日期为2013财年年末。

美联储的量化宽松政策为美国政府带来了准财政收入13513亿美元，包括美联储的利息收入3710亿美元和美国财政部节省的国债利息成本9803亿美元，但与此同时，美联储购买的15416亿美元的MBS和机构债券构成了美国政府的或有负债。从净财政效应角度，截至2013年底，美联储量化宽松政策导致美国政府或有负债增加了1903亿美元，占美国2013财年末公

众持有政府债务余额的1.59%。从准财政收支的角度看，量化宽松政策基本实现了收支平衡，美国广义政府部门获得的利息收入和节省的利息支出的规模，很接近美联储购债所导致的或有负债增量。考虑到美联储未来数年将继续从所购入的债券资产中获得利息收入，且量化宽松对美国金融市场的影响将会持续一段较长的时间，美国财政部门将会从量化宽松政策中获利。

从总体上看，2008-2013年期间，美国政府用于金融稳定措施的财政支出总成本为6100亿美元，其获取的准财政收入规模为1.97万亿美元，实现了1.36万亿美元的准财政盈余，但美联储的大举购债行为和美国财政部向“两房”提供的担保，导致美国政府或有负债增加了6.75万亿美元。从而，金融稳定措施给美国政府带来了5.39万亿美元的净或有债务，占美国2013财年末政府债务余额的44.98%。因此，美国的金融稳定措施虽在实施初期加重了政府的财政负担，但近年来其向美国政府提供了可观的利息和股息收入，显著改善了美国政府的财政状况。不过，美国金融稳定措施所带来的巨额政府或有负债，加大了美国长期政府债务不可持续的风险。未来数年，美国房地产市场和实体经济的稳定复苏料将得以延续，随着TRAP计划投资的资产陆续清盘、美联储资产购买计划的有序退出、“两房”的逐步关闭及其资产负债规模的不断压缩，美国金融稳定措施对美国政府债务造成的负面影响将会稳步下降。



## 参考文献：

Congressional Budget Office (CBO), “The Budget and Economic Outlook: 2014 to 2024”, Congress of the United States, February 2014.

Fannie Mae, “Fourth Quarter and Full Year 2013 Results”, February 21, 2014.

Freddie Mac, "News Release", November 7, 2013.

Office of Financial Stability’s (OFS), “Citizen’s Report--Troubled Asset Relief Program Fiscal Year 2013”, United States Department of the Treasury, January 2014.

Office of Management and Budget (OMB), “Analytical Perspectives, Budget of the United States Government, Fiscal Year 2014”, U.S. Government Printing Office, Washington 2013.

United States Department of the Treasury, “Troubled Asset Relief Program (TARP): Monthly Report to Congress – March 2013”, April 10, 2013.

U.S. Government Printing Office, “Government Sponsored Enterprises”, April 2013.

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。