

金融危机后全球量化宽松 货币政策比较研究

Jinrong Weiji Hou Quanqiu Lianghua Kuansong
Huobi Zhengce Bijiao Yanjiu

Assets
operation
Twist
Fiscal Cliff
Financial Market
Cash
Capital
Analysis
Credit
Exchange Rate
Subprime Crisis
Financial Crisis
Quantitative Easing
Public Goods
Optimal Monetary Policy
Derivatives
Liquidity
LIBOR-OIS
Financial Statements
Finance
Deposit
Foreign Exchange
Bank
Asset Purchase
Profits
Interest Rate



图书在版编目(CIP)数据

金融危机后全球量化宽松货币政策比较研究/刘刚著. —厦门:厦门大学出版社, 2015. 6

ISBN 978-7-5615-5550-7

I. ①金… II. ①刘… III. ①货币政策-对比研究-世界 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 114535 号

官方合作网络销售商:



厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

总 编 办 电 话:0592-2182177 传 真:0592-2181253

营销中心电话:0592-2184458 传 真:0592-2181365

网址:<http://www.xmupress.com>

邮箱:xmup @ xmupress.com

厦门集大印刷厂印刷

2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

开本:720×1000 1/16 印张:23.75 插页:1

字数:426 千字 印数:1~1 000 册

定价:60.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

序 言

一、主要内容

本专著全面、客观地研究了金融危机后发达经济体央行祭出的量化宽松货币政策这一波澜壮阔的主题,主要涵盖理论篇、实践篇和影响篇三部分。理论篇基于经济学原理,结合量化宽松货币政策的最新发展,拓展了货币政策内涵,并为后续研究全球量化宽松货币政策实践奠定了理论基础;实践篇基于微观角度,从全球量化宽松货币政策实践出发,对主要发达国家央行实施的量化宽松货币政策进行不同实践阶段的纵向比较和国别横向比较,具体分析量化宽松货币政策在不同经济体中的特征和实践效果;而影响篇则以宏观角度,利用经济计量模型,实证研究美国量化宽松货币政策对美国、中国、其他新兴经济体及其市场产生的影响。这三个部分有机组成了全书框架。

第一部分理论篇,首先从量化宽松货币政策的理论渊源和理论基础演进过程切入,融合凯恩斯学派、货币主义学派、理性预期学派的理论观点,分析论述量化宽松货币政策存在的合理性,及其理论基础和演进过程,揭示量化宽松货币政策跳出传统货币政策局限的关键。从政策目标、政策工具和传导机制三个方面与传统货币政策进行比较,指出量化宽松货币政策与传统货币政策的区别,中介目标为长期利率和货币供应量,最终目标为金融稳定和物价稳定;政策工具包括预期管理、流动性宽松类工具、信贷宽松类工具和数量宽松类工具;量化宽松货币政策传导机制的关键环节是央行通过放出一定的承诺和大量购买有价证券,来影响利率的变化以及市场的风险溢价。本书全面构建量化宽松货币政策的理论框架,并从理论角度研究量化宽松货币政策的政策效应和实施风险,并试图分析构建风险最小化的政策退出方式。

第二部分实践篇,侧重研究次贷危机中量化宽松货币政策的发展阶段。这一部分从量化宽松货币政策实践背景、实践内容、实践特征和实践效果四个方面,横向比较次贷危机阶段量化宽松货币政策应用最多、影响最深的五个国家(地区)的实践内容,分别是美国、欧元区、英国、日本和加拿大。此外,还根

据各个国家(地区)的经济形势和政策实施过程,纵向比较量化宽松货币政策实践在各个国家(地区)的不同实施阶段的特征。首先,本书以次贷危机爆发的时间轴为主线,阐述了这五个国家(地区)的量化宽松货币政策的具体实践内容、方式和特色,全面涵盖了量化宽松货币政策在这一阶段的实践过程,包括美国四轮量化宽松货币政策实践和首轮退出计划、欧元区的长期再融资计划、英国资产购买计划、日本的“双化”宽松政策和加拿大的货币互换机制。这是对各国中央银行货币政策调控方式的总结归纳,也在一定程度上为我国中央银行在今后面临类似经济问题时进行货币政策调控提供经验借鉴。其次,该部分采用定性分析为主,辅以统计性描述的方法,研究各国量化宽松货币政策的具体实践效果,包括利用各国就业市场、货币市场、资本市场、通胀率、GDP 增长率等方面的数据,直观体现量化宽松货币政策带来的经济变化,以及结合各国(地区)具体政策实践过程分析了量化宽松货币政策的传导机制及其在实践过程中出现的问题,这也在一定程度上为影响篇的定量分析提供了研究思路。根据五个国家(地区)的量化宽松货币政策实践的横向和纵向比较,本书进一步归纳总结了量化宽松货币政策在这一发展阶段的实践特征和发展变化。

第三部分影响篇,首先,深化定量研究美国量化宽松货币政策对美国经济影响的效果,检验量化宽松货币政策的经济刺激效应、金融资产推升效应、金融稳定效应、货币扩张效应和汇率贬值效应的影响程度和影响效果。一方面,模型结论显示美国量化宽松货币政策并没能促进金融机构信贷扩张,但在维护金融市场稳定方面发挥了一定作用,并有效推动了金融市场的复苏;另一方面,货币供给扩张不能刺激经济发展,但能提升物价水平,且使美元出现相对较小幅度的贬值效应。其次,通过对美国基础货币投放与中国经济变量建立 SVAR 模型的实证研究,认为美国量化宽松货币政策对中国经济的影响有限,并未对中国经济产生巨大的负面冲击。但中国仍需面临开放经济下“不可能三角”的问题,稳步推进金融去杠杆化,加强短期资本和热钱流动的监管,加强与新兴经济体合作,敦促美国有序、渐进、稳妥地退出量化宽松政策。再次,本书从股市、汇市和资本流出方面研究阐述了美国量化宽松货币退出政策对新兴经济体的影响,并提出积极推进东亚货币合作、减少美元资产购买、有效管理人民币升值预期和加强新兴经济体间政策协调的对策。最后,集全书分析研究之大成,提出量化宽松货币政策对中国的启示,以及中国面临量化宽松货币政策以及自身金融改革的政策建议。

二、主要观点

1. 量化宽松货币政策成为主要发达经济体央行稳定市场与刺激经济的共同手段,在具体做法上虽然并不完全一致,但本质相同,都是在无法通过低利率实施宽松货币政策时,通过“量化宽松”直接向市场注入流动性,通过资产价格上升、收益率下降来刺激投资与消费,达到促进经济复苏的目的。换言之,受初始状况、危机影响程度、经济金融环境的不同而有所差异,但其量化宽松货币政策运作的模式基本相同,即中央银行通过购买一系列中长期证券向不同市场主体有针对性地投放大量资金,或修复金融市场受损的信贷传导机制以提高货币政策的有效性,或绕开传导机制直接注入流动性刺激需求。

2.主要发达经济体央行量化宽松货币政策多以金融稳定为目标,同时关注多维经济变量,充分体现了短期内维护金融稳定与中长期保持低通胀率目标的统一。量化宽松货币政策理论上存在以下政策传导路径:低利率预期引导下的利率传导渠道、非货币资产相对价格传导渠道、微弱的资产负债表渠道以及配合财政政策使用形成的财政支出扩张渠道等。

3.美国量化宽松货币政策是次贷危机阶段非常规货币政策发展最快、创新最多、程度最深和影响最广的典型案列,其量化宽松货币政策是“量化”宽松与“质化”宽松相结合,并逐步向“质化”宽松发展的过程,与欧元区、英国和加拿大的量化宽松货币政策相区别。

4.欧元区量化宽松货币政策取得了比较符合预期的效果,成功减轻了欧元区货币市场流动性压力,降低了欧元区成员国政府债券收益率,维持汇率稳定,提振市场信心,一定程度上修复了货币政策传导机制,较为妥善地处理好了欧元区危机中最棘手的问题。

5.英国量化宽松货币政策实施后,市场流动性获得显著提升,企业信贷市场重新活跃起来,实体经济进一步复苏;急速提升的储蓄率缓慢回落,一定程度上刺激了居民消费增长;量化宽松货币政策没能使储蓄率降至经济危机前的水平,但是在一定程度上缓和了储蓄率的飙升速度,刺激了居民消费水平回升;英国量化宽松货币政策实施后,英国家庭的收入状况逐步改善,但仍然略低于危机前的收入水平。

6.加拿大央行与主要发达经济体央行推行的量化宽松货币政策相比是最不显著的,与美联储、日本央行、英格兰央行和欧洲央行实施的量化宽松的货币政策相比,加拿大央行所运用的是一种“隐性的量化宽松货币政策”。

7.从主要发达经济体央行量化宽松货币政策实践来看,该政策并不完全

有效,甚至还带来了新风险,具体表现在:量化宽松货币政策未能有效改善信贷市场的融资功能,未有效疏通货币政策传导的“管道”,尚未形成且难以形成经济复苏及持续增长的永恒有效动力;受制于国内宏观、微观层面因素,量化宽松货币政策扩张效应受到阻碍;长期内全球货币供给必然增加,政策面的继续宽松和资金面的流动性过剩,加之经济基本面的好转,将形成新一轮的通胀预期并推动资产价格上涨。

8.量化宽松货币政策是一种非传统的货币政策,其动用的央行储备庞大,为市场注入流动性的方式也更直接,对金融市场造成的影响也更为强烈。非传统货币政策顾名思义是发达经济体央行在为达到各自政策目标和维持经济稳定中极少使用的政策,大规模的流动性直接输入市场可能造成的溢出效应以及其他无法预知的负面效应都给世界经济造成了巨大的不确定性,未来出现由量化宽松引起的新一轮通胀危机的可能性也大大增加,因此,量化宽松货币政策本身是一种十分大胆的货币政策,其余波效应仍有待进一步观察。

三、研究方法

1.文献研究法。主要通过文献研究梳理了量化宽松货币政策实施以来的理论基础演进过程,并在前人研究基础上结合最新实践特点,对量化宽松货币政策进行了理论溯源。

2.比较研究法。主要采用比较研究法分析量化宽松货币政策在美国、欧元区、英国、日本和加拿大的政策实践,其中结合描述性研究法和定性研究法论述了各个国家(地区)的政策效果。

3.定量研究法。利用经济数据和计量模型检验美国量化宽松货币政策对美国自身和中国经济产生的实际效果,以及美国退出量化宽松对新兴经济体的影响。

四、学术创新

本书最大的学术创新在于将量化宽松货币政策实践的国别比较融入对量化宽松货币政策的效果研究中。理论篇和实践篇以定性分析法和比较研究法对次贷危机阶段量化宽松货币政策的实践过程和实践特征作横向和纵向比较,影响篇则以定量分析方法检验量化宽松货币政策的实际效果与理论效果的差别。

五、学术价值

首先,本书将量化宽松货币政策实践的国别比较融入对量化宽松货币政策的效果研究中。从大萧条时期、日本经济通缩时期、次贷危机时期三个阶段,全面总结归纳了量化宽松货币政策理论和实践,集成了各经济学派对量化宽松货币政策的理论研究成果。

其次,本书从横向和纵向的角度对量化宽松货币政策这个专题进行了深入细致的国别研究。按照国别的研究体系,全面地考察了美联储、欧洲央行、日本央行、英格兰央行和加拿大央行量化宽松货币政策的实践与影响,系统地对各个国家的具体实践进行了深入的研究。为学界呈现了一部较为完整的量化宽松货币政策专题研究,丰富了中央银行货币政策调控手段的经验借鉴,为随后的货币政策研究提供了丰富的理论和现实依据。

最后,本书可为我国央行货币政策操作提供很多有益的借鉴,同时对中国如何抵御全球范围内量化宽松货币政策冲击提出了非常具有针对性的建议。

六、存在问题和需要改进之处

关于欧元区、英国、日本和加拿大的量化宽松货币政策效应只是通过国外数据和图表等定性方式来阐述,尚未进行定量研究,因此,有待后续进一步的实证检验。由于量化宽松货币政策退出只有美国在进行尝试,欧元区、英国、日本和加拿大尚无具体行动,因此,对于量化宽松货币政策退出的实践与影响,还应继续进行跟踪研究,而这也是未来的主要研究方向之一。

七、下一步研究计划

密切关注美联储及其他发达国家(地区)央行的量化宽松货币政策实践,待这些国家量化宽松货币政策完全退出后,进一步研究各国量化宽松货币政策的退出内容及其溢出效应,尤其是对包括中国、俄罗斯等新兴市场国家的影响。

八、致谢

在本书成稿过程中,我与指导的研究生卢燕峰、何永、唐婉容、吴昊芃、杨忠、周广如和现已毕业在广州银行工作的胡增正以及就职于富德生命人寿保险股份有限公司广东分公司的胡立,在资料收集、数据处理、提纲拟定与具体撰写等方面进行了充分的沟通与交流,他们付出了很多,也成长了不少。在此致谢。

目 录

第一部分 理论篇

第一章 量化宽松货币政策理论溯源.....	3
一、量化宽松货币政策的理论基础及演进	3
二、对流动性陷阱理论的认识	7
三、理性预期与零利率下的政策选择.....	10
本章小结	13
第二章 量化宽松货币政策的理论框架体系	15
一、量化宽松货币政策与传统货币政策.....	15
二、量化宽松货币政策的目标.....	18
三、量化宽松货币政策的工具.....	21
四、量化宽松货币政策的传导机制.....	25
本章小结	29
第三章 量化宽松货币政策效应、风险与退出.....	31
一、量化宽松货币政策效应.....	31
二、量化宽松货币政策风险.....	34
三、量化宽松货币政策退出.....	37
本章小结	41

第二部分 实践篇

第四章 美国量化宽松货币政策实践	45
一、美国量化宽松货币政策实施背景.....	45

二、美国四轮量化宽松货币政策实施内容	56
三、美国量化宽松货币政策的实施效果	70
四、美国量化宽松货币政策的特征	83
本章小结	90
第五章 欧元区量化宽松货币政策实践	92
一、欧元区量化宽松货币政策实施背景	92
二、欧元区量化宽松货币政策的实施内容	101
三、欧元区量化宽松货币政策的实施效果	110
四、欧元区量化宽松货币政策的特征	125
本章小结	131
第六章 英国量化宽松货币政策实践	133
一、英国量化宽松货币政策实施背景	133
二、英国量化宽松货币政策的实施内容	139
三、英国量化宽松货币政策的实施效果	152
四、英国量化宽松货币政策的特征	179
本章小结	182
第七章 日本量化宽松货币政策实践	184
一、日本量化宽松货币政策实施背景	185
二、日本量化宽松货币政策的实施内容	191
三、次贷危机后量化宽松货币政策效果	209
四、政策局限性	216
五、日本量化宽松政策特征	218
本章小结	221
第八章 加拿大量化宽松货币政策实践	222
一、加拿大量化宽松货币政策实施背景	222
二、加拿大量化宽松货币政策的实施内容	234
三、加拿大量化宽松货币政策的实施效果	239
四、加拿大量化宽松货币政策的特征	252
本章小结	260

第三部分 影响篇

第九章 美国量化宽松货币政策对美国的影响	263
一、美国量化宽松货币政策的经济刺激效应	263
二、量化宽松货币政策金融资产推升效应	274
三、量化宽松货币政策金融稳定效应	282
四、量化宽松政策货币扩张效应	286
五、量化宽松货币政策汇率贬值效应	290
本章小结	293
第十章 美国量化宽松货币政策对中国经济的影响	296
一、美国量化宽松货币政策影响中国经济的传导机制	296
二、美国量化宽松货币政策对中国经济影响的统计性描述	298
三、美国量化宽松货币政策对中国经济影响的实证分析	301
本章小结	310
第十一章 美国量化宽松退出对新兴经济体的影响	312
一、美元霸权与美元全球环流机制	313
二、美国量化宽松货币政策冲击新兴市场的传导机制	314
三、美国退出量化宽松对新兴市场的影响	316
本章小结	324
第十二章 量化宽松货币政策的启示与中国应对之策	326
一、量化宽松货币政策对中国的启示	326
二、中国应对量化宽松货币政策的政策建议	329
本章小结	332
附录 英国货币供应量层次划分	333
参考文献	335

图表索引

图 1-1	IS-LM 模型中的流动性陷阱	8
图 1-2	加入预期的 AD-AS 分析	12
图 2-1	常规货币政策的传导机制	16
图 2-2	低利率承诺政策的作用机制	26
图 2-3	量化宽松货币政策的传导机制	28
图 3-1	主要发达国家(地区)产出的变化(年度同比)	33
图 3-2	主要发达国家(地区)通货膨胀的变化(年度同比)	36
图 3-3	美联储量化宽松货币政策退出的可能步骤	41
图 4-1	金融危机爆发前后美国失业率和通货膨胀率走势	48
图 4-2	美国消费贷款的注销率和消费贷款标准	49
图 4-3	美国 GDP 总量和 GDP 同比	50
图 4-4	2001 年至 2006 年美国财政赤字变化图	50
图 4-5	金融危机前后美国财政和贸易赤字变化	51
图 4-6	次贷危机爆发期间大事件时间轴	52
图 4-7	美国股票指数走势图	53
图 4-8	石油和非燃料商品价格变化	54
图 4-9	美国居民房地产贷款注销率	54
图 4-10	QE1 期间美国失业率趋势	60
图 4-11	危机前后美国四轮量化宽松货币政策资产变化	65
图 4-12	美联储资产负债表中商业银行活期存款总额变化趋势图	66
图 4-13	美联储量化宽松货币政策退出时机与策略判断指标	68
图 4-14	美国货币供给与失业率	72
图 4-15	就业岗位净变化	73
图 4-16	次贷危机以来美国 GDP 变化趋势	73
图 4-17	每小时产出变化	74
图 4-18	企业固定资产投资变化	74

图 4-19	个人实际消费支出变化	75
图 4-20	消费者信心指数变化	75
图 4-21	美国量化宽松货币政策时期货币供给变化	75
图 4-22	2007 年 1 月至 2014 年 2 月货币扩张与信贷余额变化趋势	76
图 4-23	2008 年 6 月至 2014 年 2 月的金融压力指数走势图	77
图 4-24	2008 年 6 月至 2014 年 3 月美联储持有长期国债和短期国债 额度走势	78
图 4-25	2008 年 11 月至 2014 年 2 月美联储长期国债收益率	79
图 4-26	道琼斯工业平均指数与 S&P 500 指数月度走势	80
图 4-27	美国房地产市场变化趋势	81
图 4-28	美元指数变化趋势	82
图 4-29	M2 同比与滞后一个月的美元指数同比变化趋势图	83
图 4-30	美联储的资产及负债	84
图 4-31	美联储资产负债表主要资产构成变化	85
图 5-1	欧元区失业率走势图(2008 年 1 月—2013 年 12 月)	99
图 5-2	欧元区主要利率走势	103
图 5-3	欧元区与美国的非金融企业融资渠道对比	104
图 5-4	爱尔兰十年期政府债券收益率走势图	107
图 5-5	欧元区货币市场主要利率随基准利率变化而变化	111
图 5-6	欧元区非金融企业贷款利率(5 年期限以上)随基准利率变化 而变化	112
图 5-7	次贷危机以来欧元区货币市场流动性走势图	115
图 5-8	美元兑欧元汇率走势图	117
图 5-9	欧元区资产担保债券发行量和欧元担保债券指数走势图	120
图 5-10	葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙、五国十年期国债收益率 与德国十年期国债收益率息差走势	121
图 5-11	欧元区部分国家十年期国债收益率变化图	125
图 6-1	英国 QE 实施前 GDP 年增长率走势图	137
图 6-2	英国 QE 实施前消费者价格指数走势图	138
图 6-3	英国 QE 实施前失业率走势图	139
图 6-4	资产购买计划各资产比例	145
图 6-5	英格兰银行 APF 国债持有量	147
图 6-6	英格兰银行 APF 企业债券每周累计持有量	149

图 6-7	英格兰银行 APF 商业票据每周累计持有量	149
图 6-8	英格兰银行 APF 担保商业票据每周累计持有量	150
图 6-9	QE 对国内生产总值的影响	154
图 6-10	QE 对英国消费者价格指数的影响	156
图 6-11	QE 对英国失业率的影响	157
图 6-12	英镑汇率走势图	159
图 6-13	2000—2013 年英国出口总额	160
图 6-14	英国国债月平均名义收益率走势	162
图 6-15	英国国债月平均实际收益率走势	163
图 6-16	富时全股指数与欧元区斯托克 50 指数走势图	166
图 6-17	富时全股指数与标准普尔 500 指数走势图	167
图 6-18	英国 M4 和 M4 贷款增长率	169
图 6-19	货币金融机构给英国私人非金融企业和家庭的净贷款增长率 ..	171
图 6-20	3 个月美元 LIBOR 走势图	175
图 6-21	主要 QE 实施国家实际利率	176
图 6-22	英国家庭人均收入、消费和储蓄率	177
图 6-23	英国中等家庭收入增长率、实际人均可支配收入和人均 GDP 比较	178
图 7-1	2009—2012 年主要国家 CPI 变动	186
图 7-2	主要国家货币实际有效汇率变动幅度	187
图 7-3	日本 GDP 年增长率	188
图 7-4	日本消费物价指数(CPI)增幅	189
图 7-5	日经 225 指数 1970 年以来走势图	191
图 7-6	日本央行经常账户存款余额	194
图 7-7	日本央行的资产总量	195
图 7-8	日本不同利率变化走势	207
图 7-9	政策利率(无担保隔夜拆借利率)和中长期利率	207
图 7-10	日本央行业不良债权的变化	208
图 7-11	Tankan 企业景气指数	209
图 7-12	日本 PMI 指数	211
图 7-13	日本 Sentix 投资和消费者信心指数	211
图 7-14	日本家庭平均实际支出同比	212
图 7-15	日本出口额与增速	212

图 7-16	日本对中国的金融投资净额	213
图 7-17	日本对中国的金融投资结构	214
图 7-18	中日在货物贸易中存在的融资情况	215
图 7-19	欧盟和美国进口中日本和中国占比	216
图 7-20	2013 年以来日本股市和国债收益率走势图	218
图 8-1	各主要发达经济体的政策利率	223
图 8-2	全球金融稳定图	225
图 8-3	加拿大出口到美国占其出口总额的比例	227
图 8-4	美国量化宽松货币政策影响加拿大产出水平的传导机制	228
图 8-5	美国消费需求水平下降对加拿大产出水平的影响	229
图 8-6	加拿大国内生产总值和总需求增长率的概况(季度数据)	230
图 8-7	加拿大总就业人数及其失业率(月度数据)	231
图 8-8	加拿大居民消费价格指数	231
图 8-9	加元汇率走势图	232
图 8-10	加拿大金融状况指数(周度数据)	233
图 8-11	加拿大央行的总资产及增长率	239
图 8-12	加拿大基准利率对产出水平变动的影响(季度数据)	241
图 8-13	基准利率对通货膨胀的影响(月度数据)	242
图 8-14	银行利率与加元实际有效汇率走势	243
图 8-15	低利率与家庭信贷和企业信贷增长率走势	244
图 8-16	加拿大的银行利率与国债收益率走势	245
图 8-17	加拿大与美国的 1 年期国库券收益率	247
图 8-18	加拿大广义货币供给量和信贷总量	250
图 8-19	加拿大政府基准国债收益率走势图	252
图 8-20	加拿大货币政策的传导机制	254
图 8-21	加拿大货币政策的传导机制	256
图 9-1	基础货币供应量与失业率走势图	265
图 9-2	基础货币供应量与 ISM 制造业指数	266
图 9-3	TVP-VAR 模型参数估计结果	272
图 9-4	TVP-VAR 模型脉冲响应	272
图 9-5	量化宽松货币政策影响资本市场路径	274
图 9-6	美国广义货币供给 M2 和 S&P 500 指数走势	275

图 9-7 美国 Case-Shiller 20 个大城市房价指数 (2008 年 1 月—2013 年 9 月)	279
图 9-8 2008—2013 年 TED 利差走势图	283
图 9-9 美国基础货币与 M1 货币乘数	287
图 9-10 美国超额准备金	287
图 9-11 美元对主要货币汇率走势图	291
图 9-12 美元指数周度数据走势图	291
图 9-13 滞后一期美元指数与 M2 同比变化趋势图	292
图 10-1 美国量化宽松货币政策影响中国经济的传导机制	297
图 10-2 美国 M2 供应量与中国 M2 供应量对比	298
图 10-3 美国 M2 供应量与中国 M2 供应量同比增长率比较	299
图 10-4 美国 M2 供应量同比增长率与中国通货膨胀率比较	300
图 10-5 美国 M2 增长率与中国 GDP 累计增长率比较	301
图 10-6 (MB,EER,NX,Y)VAR 系统(左图)和(MB,FOFFE,M2, CPI)VAR 系统(右图)稳定性检验	306
图 10-7 SVAR 模型(MB,EER,NX,Y)单位标准差冲击的结构式脉冲 响应	307
图 10-8 SVAR 模型(MB,FOFFE,M2,CPI)单位标准差冲击的结构式 脉冲响应	308
图 11-1 美元的全球环流机制	314
图 11-2 量化宽松冲击新兴市场的传导机制	315
图 11-3 新兴经济体货币汇率大幅贬值走势	317
图 11-4 iShares MSCI 新兴市场 ETF 周度走势	318
图 11-5 代表性新兴经济体股票指数周度走势图	319
图 11-6 印度 10 年期国债(India Government Bond 10Y)收益率 走势图	320
图 11-7 印度尼西亚 10 年期国债(Indonesia Government Bond 10Y) 收益率走势图	320
图 11-8 巴西 10 年期国债(Brazil Government Bond 10Y)收益率 走势图	321
图 11-9 俄罗斯 10 年期国债(Russia Government Bond 10Y)收益率 走势	321

图 11-10 南非 10 年期国债(South Africa Government Bond 10Y)

收益率走势 322

图 11-11 新兴经济体经济增长率 324

表 2-1	传统货币政策传导机制	16
表 2-2	主要发达国家央行预期管理措施	21
表 2-3	主要发达国家央行流动性宽松类工具	22
表 2-4	主要发达国家央行信贷宽松类工具	23
表 2-5	主要发达国家央行数量宽松类工具	25
表 3-1	2014 年主要发达经济体央行发布的量化宽松货币政策声明	38
表 4-1	美国四轮量化宽松货币政策内容概览	57
表 4-2	第二轮量化宽松货币政策计划购买国债期限与比重	61
表 4-3	QE 实施前后美国经济和金融指标	70
表 4-4	2007—2011 年创新货币政策	86
表 5-1	欧元区部分国家每 5 年平均 GDP 增长(1989—2008 年)	95
表 5-2	2008 年和 2009 年欧元区部分国家财政赤字及负债水平	97
表 5-3	2011 年葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙、五国政府更迭 一览	100
表 6-1	次贷危机后美国金融业巨头现状	134
表 6-2	QE 资产购买计划的 MPC 决定	141
表 6-3	QE 对零息国债实际收益率的影响	164
表 6-4	非银行私人部门	170
表 6-5	私人银行	170
表 6-6	中央银行	170
表 6-7	英格兰银行资产负债表	172
表 6-8	英格兰银行连续九次降息过程	174
表 6-9	发达经济体央行主要资产占资产负债表总资产比重	182
表 7-1	日本央行经常账户余额目标和长期国债购买增量变化	193
表 7-2	量化宽松政策实施前的日本央行资产负债表	196
表 7-3	日本央行资产负债表结构的变化	197
表 7-4	2008 年以来日本央行资产购买计划	202
表 7-5	黑田东彦“双化宽松”货币政策的主要措施	204

表 8-1	主要发达经济体的增长率	226
表 8-2	加拿大关键利率走势一览	234
表 8-3	战后西方各国不同时期货币政策最终目标	256
表 9-1	M2、RPI 和 CCPI 序列 ADF 单位根结果	270
表 9-2	滞后两阶的 TVP-VAR 模型估计结果	271
表 9-3	S&P 500 指数与 M2 单位根检验	276
表 9-4	S&P 500 指数与 M2 构建 VAR 模型最优滞后阶检验结果	277
表 9-5	S&P 500 指数与 M2 序列 Johansen 协整检验结果	277
表 9-6	M2 与 S&P 500 指数序列 Granger 因果关系检验结果	278
表 9-7	SPCS2RSA、M2 和 REL 单位根检验	280
表 9-8	SPCS2RSA、M2 和 REL 构建 VAR 模型最优滞后阶检验 结果	281
表 9-9	SPCS2RSA、M2 和 REL 序列 Johansen 协整检验结果	281
表 9-10	SPCS2RSA、M2 和 REL 序列 Granger 因果关系检验结果	282
表 9-11	美联储量化宽松货币政策金融稳定效应检验结果	285
表 9-12	基础货币扩张对信贷规模变化的有效性检验	288
表 9-13	基础货币扩张对存款机构超额准备金变化的有效性检验	288
表 9-14	基础货币、信贷规模扩张对货币供给总量 M2 变化的有效性 检验	289
表 9-15	美联储量化宽松货币政策汇率贬值效应检验结果	293
表 10-1	变量选取和数据说明	303
表 10-2	ADF 单位根检验	304
表 10-3	变量组(MB, E, NX, Y)和变量组(MB, FOF, M2, CPI)协整 检验	306
表 10-4	美国量化宽松货币政策冲击中国经济变量的方差分解	309
表 11-1	新兴经济体经常项目赤字占 GDP 比重	323