

CF 中国财经学术专著系列

危机救助货币政策 效应研究

The Study on the Effect of Curative Monetary Policy
during Financial Crisis

李秀婷◎著

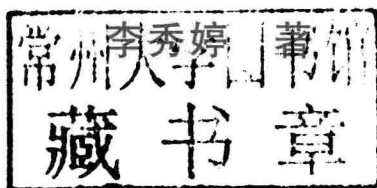


中国财富出版社
CHINA FORTUNE PRESS

中国财经学术专著系列

危机救助货币政策效应研究

The Study on the Effect of Curative Monetary
Policy during Financial Crisis



中国财富出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

危机救助货币政策效应研究/李秀婷著. —北京: 中国财富出版社, 2015. 8
(中国财经学术专著系列)

ISBN 978-7-5047-5870-5

I. ①危… II. ①李… III. ①金融危机—货币政策—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 217345 号

策划编辑 寇俊玲

责任编辑 齐惠民 谷秀莉

责任印制 方朋远

责任校对 饶莉莉

责任发行 敬 东

出版发行 中国财富出版社

社 址 北京市丰台区南四环西路 188 号 5 区 20 楼 邮政编码 100070

电 话 010-52227568 (发行部) 010-52227588 转 307 (总编室)

010-68589540 (读者服务部) 010-52227588 转 305 (质检部)

网 址 <http://www.cfpress.com.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京京都六环印刷厂

书 号 ISBN 978-7-5047-5870-5/F·2464

开 本 710mm×1000mm 1/16 版 次 2015 年 8 月第 1 版

印 张 11.5 印 次 2015 年 8 月第 1 次印刷

字 数 200 千字 定 价 46.00 元

版权所有·侵权必究·印装差错·负责调换

序

货币政策是宏观经济间接调控的重要手段，在国家宏观经济政策中处于非常重要的地位。毋庸置疑，系统分析和阐述货币政策理论，是研究的先决条件。基于此，李博士的著作主要对货币政策有效性理论、危机与货币政策之间关系等方面的相关研究进行了深入分析和阐述。

货币政策的制定和实施总是和其理论的发展紧密联系在一起的。从 20 世纪 30 年代“凯恩斯革命”开始，西方宏观经济政策和理论经历了一系列演变和发展，并且衍生出许多具体的流派，如凯恩斯主义、新古典综合派、货币主义学派、理性预期学派、新凯恩斯主义等。其中，从货币政策理论发展实践看，凯恩斯主义、货币主义学派和理性预期学派是最重要的三大学派。各流派对货币政策的有效性都有各自的理论观点及政策主张，各流派理论之间既有区别又有联系，既有一致又有冲突。

危机与货币政策的关系，曾是理论界关注和讨论的焦点。2007 年开始的美国次贷危机，危机前和危机时的货币政策，均成为探讨危机产生原因与对策的主要内容。自 2008 年全球性金融危机爆发以来，各国政府纷纷采取各种手段，以使经济早日走出泥潭。货币政策作为政府能够动用的两大经济政策之一，自然得到高度重视。我国政府通过降低利率以及存款准备金率等货币政策手段，不断释放流动性，以刺激经济增长。那么，货币政策能否刺激经济复苏？其效果究竟如何？其与稳定物价的关系如何？李博士的著作在回顾现代经济学各个理论流派关于货币调控理论研究成果的基础上，利用经验数据进行实证研究并得出了相关结论；在此基础上，对危机救助货币政策的实施及其效应进行了国际经验总结，得出了一些有益的经验教训；针对得出的经验和教训，结合实证结论，对未来危机救助货币政策的发展和完善提出了参考性建议。

从本书对于危机救助货币政策效应的分析可以看出，政府在采取积极的货币政策措施应对危机带来的各种影响时，会面临多方面的挑战和限制。若



大规模实施货币政策,则会面临危机救助和稳定物价的双重压力,即协调保增长和稳物价双方需求。无论是哪一方的程度加深,都会令该国的发展面临严峻的挑战。而危机的发生往往有来自一国自身和外部的多方面原因。因此,做好危机前的预防和危机中的应对,则能够在危机到来时更好地使用货币政策工具,在更宽松的条件下针对问题有的放矢。

著作主要有以下 3 个创新点。

从研究视角来看,本书不同于以往的研究,更侧重从协调经济复苏和物价稳定二者关系的角度,研究危机救助货币政策的经济增长效应、就业效应和通胀效应。

从研究范围来看,本书从横向和纵向两个角度系统地比较分析了 1992—2012 年几次典型的国际金融危机救助中,主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策及其产生的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应。在此基础上,用具体数据和图表对危机救助货币政策的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应进行了系统分析,并分别对主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策及其产生的上述效应进行了简要的比较分析。

从研究方法来看,本书建立了静态面板估计方法和动态面板 GMM(广义矩估计)模型,以 1992—2012 年主要发达国家和发展中国家为研究对象,分别实证分析了 25 个样本国家危机救助货币政策变量与 GDP、CPI 和就业率的波动关系,并比较分析了实证结论和定性分析结论。

目前虽然危机已完全结束,但本书的研究对未来货币政策的讨论,对预防危机再次爆发,对促进金融的稳定,都有重要的意义。系统地对这些问题进行梳理,能帮助我国确定合理的货币政策,采取合理的货币政策除能推动经济复苏外,也能够进一步维持金融市场的稳定,以减少危机发生的频率。

本书的出版得到了北方集团国际大学联盟总副校长杨炜苗博士的鼎力相助,以及中央财经大学政府管理学院、中国财富出版社、北京工商大学嘉华学院等单位领导的大力支持,在此深表感谢!

张志敏

中央财经大学经济学院

教授、博士生导师

2015 年 7 月

前 言

货币政策作为宏观经济调控的手段之一，是在 20 世纪 30 年代凯恩斯革命之后登上历史舞台真正发挥其宏观调控作用的。自此，如何选择一种有效的货币政策框架（或准则），促进货币政策正效应的发挥始终是理论研究和实践探索中的重大问题。一般而言，货币政策的目标是寻求实现持久的真实产出增长、高就业和物价稳定的广泛目标的行动^①。在国际经济条件下，还需考虑如何实现国际收支平衡。在以上宏观经济四大目标中，货币政策对物价稳定的影响最深，任何偏离真实产出增长的货币政策都会引发通货膨胀或通货紧缩，导致物价波动。一般意义上的货币政策主要通过运用三大政策工具来实现其政策目标。其中，新凯恩斯学派提出的泰勒规则因主张货币政策应该兼顾两大目标（保持物价稳定的同时兼顾经济增长），成为诸多发达国家货币政策操作的基础。在金融危机条件下，真实产出萎缩，失业率大幅上升，政府常采取一定的危机救助措施。无论实施货币政策、财政政策，还是产业政策，或是多种政策组合的协同实施，都会将刺激经济复苏和促进就业放在政策目标的首位。为了实现经济的快速复苏，货币当局往往会实施非常规的货币政策。此时，常规货币政策已无实施空间^②，常规货币传导机制受阻，只能采取非常规货币政策。首先，央行要做出维持低利率政策承诺，并且通过实行定量宽松或信贷宽松的货币政策增强其可信性，以影响公众预期；其次，央行为了降低市场上的风险溢价，要从经济体中直接购买其问题资产，才能修复短期利率和长期利率间的转化机制；此外，通过有保证的低利率承诺和量化宽松等非常规手段向市场持续注入流动性，才能降低长期实际利率，缓解通货紧缩压力，并协同实施财政政策等其他政策来实现经济复苏的目标。

总体而言，非常规货币政策对成功实施危机救助具有重要的积极作用。

① 新帕尔格雷夫货币金融大辞典（第 2 卷）[M]．北京：经济科学出版社，2000：719.

② 零利率下限限制了常规货币政策的使用空间，因而使用非常规货币政策。



但是,纵观历次金融危机后各国经济表现,发生危机后常伴随有较强的物价波动,甚至会出现资产价格泡沫风险。自20世纪90年代以来,国际上先后发生的最主要的几次典型的、具有明显溢出效应的国际金融危机分别是1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融危机、1998年俄罗斯金融危机、1999年巴西金融危机、2000年阿根廷金融危机、2008年全球性金融危机^①和2010年的欧债危机,它们均有相似的物价波动特点。这几次国际金融危机发生后,相关国家都采取了危机救助措施。救助措施的实施虽然实现了危机救助目标,但也带来不少负面影响。尤其是危机救助的货币政策实施后,出现了物价上涨、通货膨胀压力提升、资产价格泡沫风险加大等负效应。例如,1994年墨西哥通胀率高达50%;1997年亚洲金融危机后,泰国通货膨胀率超过10%;1998年俄罗斯金融危机后,卢布大幅贬值,通胀率高达38.4%;自2009年3月美联储实施了所谓“印钞票”的量化宽松货币政策之后,物价明显上涨,通货膨胀压力加大^②,同时还导致众多其他国家通胀压力提升,资产价格泡沫化风险加大。2011年美国、欧洲的CPI都达到了近年来的高位。期间,中国虽然实现了“保8”的增长目标,但银行释放过多的流动性资金注入到市场,导致物价上涨,通胀率居高不下,资产泡沫风险日益凸显。CPI同比增速由2010年9月的3.6%一路升至2011年7月6.5%的高点,直到2012年CPI同比增速才回落,但依然在高位上小幅增长,物价很难再回到前几年的水平^③。此外,不少国家还出现了资产泡沫风险。虽然危机期间的货币政策为刺激各国经济复苏发挥了至关重要的作用,但与此同时,针对危机救助所实施的“迫切时期”的危机救助货币政策,在危机后一段时间内不断显现出诸多负效应。

危机救助过程中,各国央行在常规货币政策无效的情况下,在货币政策方面突破了常规思路,实施了非常规货币政策,直接向市场注入流动性资金。尤其是2008年金融危机救助中,各国货币政策操作不论是在最后贷款人的职能范围内使用诸多创新货币政策工具,还是在国际合作协同救助方面都有较大的突破,并且取得了良好的效果。就目前而言,全球范围内需求依然较低,

① 姚淑梅. 国际金融危机的演变与中国的应对 [M]. 北京: 人民出版社, 2010: 52.

② 陈宁, 赵三英, 李秀婷. 危机救助货币政策实施的国际研究总结与启示 [J]. 经济界, 2013(4): 23.

③ 数据来源: 国家统计局网站.



就业形势不容乐观，经济复苏的基础尚未稳固。

在危机救助货币政策实施后，随着金融机构信贷传导机制的恢复，过剩的流动性不断溢出到他国，导致诸多国家通胀压力明显提升，有些国家甚至出现了资产泡沫风险。特别是，危机发生国在此时通常处于高负债水平时期，只好维持低利率，以便担负债务高额的利息支出，并成为继续实施危机救助时期的非常规货币政策的一个由头。在国际经济背景下，大量国际游资的流入，不但有损于率先摆脱危机影响的发展中国家和地区经济增长，而且不利于全球经济的实质性复苏。历次金融危机的教训和当前面临的“困境”均表明，当前最重要的不再是如何扩张货币供给、维持低利率，更重要的是重新认真审视危机救助时期及危机后仍然在继续实施的非常规货币政策，以消除或减轻资产泡沫风险和通货膨胀等负效应。在未来，金融危机的爆发是不可避免的，为此，如何协调经济复苏和物价稳定的关系，提高危机救助货币政策正效应，防止危机救助货币政策实施后物价波动、资产价格泡沫化等负效应的出现成为关键。

为此，针对以上问题至少有 3 点值得进一步研究：

第一，危机救助货币政策实施中经济复苏与物价稳定的目标如何协调？

第二，针对危机后面临的负效应，货币政策如何调整更合理？

第三，从长期看，在未来不可避免的危机中，危机救助货币政策如何通过选择政策工具、实施时间、控制调控力度和节奏，实现经济复苏和物价稳定间“刀锋上的均衡”？

在当今经济全球化深入发展、国与国之间相互依存程度日益紧密的大背景下，任何国家都不可能独善其身，由任何国家引发的经济金融危机都会不可避免地扩散至其他国家。为此，重新审视危机救助货币政策以及危机救助中宏观经济指标之间的协调之道，全面而深入地分析以往几次典型的金融危机救助中主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策的实施及其产生的经济增长效应、就业效应和通胀效应，并进行国际比较，总结出有益的经验 and 引以为戒的教训，将对发展和完善危机救助货币政策理论，提高未来危机救助货币政策的实施效果具有非常重要的指导意义。

深入分析各国危机救助货币政策的实施，虽然在经济复苏上取得了显著成效，但是通货膨胀的压力和资产泡沫风险仍然存在。为此，在实施危机救助货币政策的同时，如何协调好经济复苏和物价稳定二者之间的关系是各国



央行所面临的重大课题。然而,国内外已有的文献更多的是侧重于常规货币政策效应的研究,而对危机救助货币政策的效应缺乏深入系统的研究,这无疑为本书的研究提供了空间,这也是本书研究的意义所在。本书对 1992—2012 年主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策的(经济增长和就业增长)效应和通胀效应进行了研究。

本书针对 20 世纪以来的几次典型的、具有溢出效应的国际金融危机救助中一些国家实施危机救助货币政策后出现的物价攀升,通货膨胀压力明显增强,资产泡沫风险加大等现实问题,基于货币政策相关理论,从协调经济复苏和物价稳定的角度,比较分析了几次国际金融危机发生的主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策的(经济增长和通胀)效应。在对主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策的(经济增长和通胀)效应进行定性分析的基础上,进一步对以上几次国际金融危机发生和波及的主要国家,危机救助货币政策的(经济增长和通胀)效应,进行了静态和动态的实证研究,并从中总结出一些值得借鉴的有益经验和引以为戒的教训。实证结论结合各国危机救助货币政策制定和执行的实际情况,探寻协调经济复苏和物价稳定关系的危机救助货币政策路径,为完善和发展危机救助货币政策提出参考性建议。为此,本书主要包括以下 6 个方面的内容。

第一部分,绪论。具体而言,首先,从金融危机后各国经济陆续复苏,而当前又面临比较突出的危机“后遗症”,如物价居高不下,通货膨胀形势依然严峻,资产泡沫风险加大等现实问题出发,表明研究危机救助货币政策的(经济增长和通胀)效应的重要意义。其次,对国内外关于危机救助货币政策效应的相关研究进行了综述。最后,介绍了本书研究的主要内容、研究方法、行文思路、结构框架、创新与不足。

第二部分,危机救助货币政策的相关理论与机制分析。如何进行金融危机救助,一直以来是宏观经济争论的热点问题,不同学派对此有不同的主张。第二部分首先对凯恩斯学派、新古典综合派、货币主义学派、理性预期学派、新凯恩斯学派关于危机救助货币政策的(经济增长和通胀)效应的不同观点进行分析,并进行了简要的评析。在此基础上,深入分析了危机救助货币政策的目标、工具和传导机制,为后续章节的研究奠定了理论基础和依据。

第三部分,发达国家危机救助货币政策及其效应。主要分析了 2008 年全球金融危机和 2010 年欧债危机救助中,美国以及欧盟主要成员国英国、德



国、法国、希腊等危机救助货币政策的实施及其产生的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应。在运用统计数据、图表进行系统分析的基础上,展开了简要的评析,并对上述发达国家危机救助货币政策及其效应进行了简要的比较分析。

第四部分,发展中国家危机救助货币政策及其效应。对亚洲金融危机和拉美几次主要的金融危机中主要发展中国家危机救助货币政策及其产生的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应进行了分析。同样,在运用具体的统计数据、图表进行系统分析的基础上,对东亚主要成员国中国、泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国^①,以及拉美主要成员国墨西哥、阿根廷、巴西等发展中国家危机救助货币政策及其效应进行了比较分析,并进一步对上述发展中国家和第三部分中分析的发达国家危机救助货币政策及其效应进行了比较分析。

第五部分,危机救助货币政策效应的实证分析。本书对以上几次国际金融危机发生和波及的主要发展中国家和发达国家危机救助货币政策变量与GDP增长率、CPI和就业率波动的关系进行了量化分析,研究危机救助货币政策对经济增长、通货膨胀以及就业是否有影响及影响程度如何的问题。在经济分析中,比较常用的线性模型是多元回归模型,金融危机救助的货币政策变量与GDP增长率、CPI和就业率波动的关系是典型的线性问题,而且本书对1992—2012年主要国家危机救助货币政策的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应进行了考察。因此,运用静态面板估计方法和动态面板GMM(广义矩估计)模型可以较为准确地描述危机救助货币政策的上述效应。

第六部分,危机救助货币政策的国际经验总结和政策建议。“前车之覆,后车之鉴”,深入总结和归纳上述几次典型的国际金融危机救助中,主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策实施的经验和教训,并从中得出启示,结合实证结论,从货币政策的调控目标、操作工具选择以及实施的时间、强度、节奏和转变的条件等方面,对发展和完善危机救助货币政策理论以及健全金融体系提出了参考性建议。

此外,本书主要有以下3个创新点。

^① 按历史和1997年亚洲金融危机发生的时间分,中国、泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国都属于发展中国家。



从研究视角来看,本书不同于以往的研究,更侧重从协调经济复苏和物价稳定二者关系的角度,研究危机救助货币政策的经济增长效应、就业效应和通胀效应。

从研究范围来看,本书从横向和纵向两个角度系统地比较分析了 1992—2012 年几次典型的国际金融危机救助中,主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策及其产生的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应。在此基础上,用具体数据和图表对危机救助货币政策的经济增长效应、就业效应和通货膨胀效应进行了系统分析,并分别对主要发达国家和发展中国家危机救助货币政策及其产生的上述效应进行了简要的比较分析。

从研究方法来看,本书建立了静态面板估计方法和动态面板 GMM(广义矩估计)模型,以 1992—2012 年主要发达国家和发展中国家为研究对象,分别实证分析了 25 个样本国家危机救助货币政策变量与 GDP、CPI 和就业率的波动关系,并比较分析了实证结论和第三部分、第四部分的定性分析结论。

在此基础上,对危机救助货币政策的实施及其效应进行了国际经验总结,得出了一些有益的经验教训。针对得出的经验和教训,结合实证结论,对未来危机救助货币政策的发展和完善提出了参考性建议。

目 录

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义	1
1.2 国内外研究综述	3
1.2.1 国外相关研究综述	3
1.2.2 国内相关研究综述	8
1.3 主要概念界定	13
1.3.1 金融危机与危机救助政策	13
1.3.2 危机救助货币政策	14
1.3.3 危机救助货币政策的增长效应和通胀效应	15
1.4 研究思路 and 主要内容	17
1.4.1 研究思路	17
1.4.2 研究内容	18
1.4.3 研究方法和数据来源	20
1.4.4 本书框架	20
1.4.5 研究重点、难点与解决思路	21
1.5 主要创新点和不足	23
1.5.1 本书的主要创新点	23
1.5.2 本书不足之处	23

2 危机救助货币政策的相关理论与机制分析

2.1 危机救助货币政策的相关理论：观点与分歧	24
2.1.1 凯恩斯学派关于危机救助货币政策理论的主张	24
2.1.2 新古典综合派对凯恩斯危机救助货币政策理论的发展	26



2.1.3	货币主义和理性预期学派对凯恩斯主义危机救助政策的质疑及解释	28
2.1.4	新凯恩斯主义对危机救助货币政策效应的解释	31
2.2	危机救助货币政策的目标和工具	33
2.2.1	危机救助货币政策的目标	33
2.2.2	危机救助货币政策的工具	36
2.3	危机救助货币政策的传导机制	42
2.3.1	利率渠道的传导机制	44
2.3.2	资产价格、资产负债表和资产再平衡渠道的传导机制	46
2.3.3	银行贷款渠道的传导机制	48
2.3.4	汇率渠道的传导机制	50
2.4	小结	51
3	发达国家危机救助货币政策及其效应	
3.1	美国危机救助货币政策的实施及其增长效应和通胀效应	52
3.1.1	美联储危机救助货币政策	52
3.1.2	美国危机救助货币政策的增长效应	60
3.1.3	美国危机救助货币政策的通胀效应	64
3.2	欧盟危机救助货币政策的实施及其增长效应和通胀效应	66
3.2.1	欧盟危机救助货币政策	66
3.2.2	欧盟危机救助货币政策的增长效应	72
3.2.3	欧盟危机救助货币政策的通胀效应	75
3.3	小结	77
3.3.1	发达国家危机救助货币政策及其效应的共同特征	77
3.3.2	发达国家危机救助货币政策及其效应的主要差异	78
4	发展中国家危机救助货币政策及其效应	
4.1	中国危机救助货币政策及其效应	80
4.1.1	中国救助亚洲金融危机的货币政策	80
4.1.2	中国救助全球金融危机的货币政策	82



4.1.3 中国危机救助货币政策的增长效应	88
4.1.4 中国危机救助货币政策的通胀效应	92
4.2 亚洲其他发展中国家危机救助货币政策及其效应	94
4.2.1 亚洲其他国家危机救助的货币政策	95
4.2.2 亚洲其他国家危机救助货币政策的生长效应	99
4.2.3 亚洲其他国家危机救助货币政策的通胀效应	102
4.3 拉美发展中国家危机救助货币政策及其效应	104
4.3.1 拉美主要发展中国家危机救助货币政策	105
4.3.2 拉美主要发展中国家危机救助货币政策的生长效应	108
4.3.3 拉美主要发展中国家危机救助货币政策的通胀效应	112
4.4 小结	114
4.4.1 发展中国家危机救助货币政策及效应的共同特征	114
4.4.2 发展中国家危机救助货币政策及效应的差异	114
4.4.3 发达国家和发展中国家危机救助货币政策及效应的比较	115
5 危机救助货币政策效应的实证分析	117
5.1 模型的建立与分析	117
5.1.1 计量方法	117
5.1.2 实证模型	118
5.2 数据和变量选择	121
5.2.1 数据	121
5.2.2 变量选择	124
5.3 实证检验与结果分析	125
5.3.1 实证方法	125
5.3.2 结果分析	126
5.4 实证结论	143
6 危机救助货币政策的国际经验总结和政策建议	145
6.1 危机救助货币政策的国际经验和教训	145
6.1.1 危机救助货币政策的国际经验	146
6.1.2 危机救助货币政策的教训	151



6.2 政策建议	157
6.2.1 明确和强化中央银行相关职能	157
6.2.2 保持合理的市场流动性, 管理好通胀预期	158
6.2.3 增强信贷支持经济的均衡性和可持续性	158
6.2.4 货币政策需贯穿危机的整个周期	158
6.2.5 深化金融改革, 维护金融市场长期稳定	159
6.2.6 加强货币和财政政策协调配合, 强化国际合作	159
参考文献	161
后 记	167

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义

时至今日，席卷全球的国际金融危机已经结束了，但此次波及范围最广、冲击最大、影响最深的国际金融危机给各国带来的危害，并没有随各国经济的陆续复苏而销声匿迹，危机的“后遗症”依然存在。为此，国内外学者在研究本次危机相关问题的同时，开始比较本次危机与以往危机之间的异同。回顾金融危机史，发现自 20 世纪以来，具有明显溢出效应，称得上是国际金融危机的主要有几次金融危机：1994 年墨西哥金融危机、1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯金融危机、1999 年巴西金融危机、2000 年阿根廷金融危机、2008 年全球性金融危机^①，以及 2009 年始于希腊至今尚未消退的欧洲债务危机。纵观历次国际金融危机后各国经济表现，虽然通过实施危机救助的政策措施后都实现了经济复苏的目标，但也带来了不少负面影响。尤其是，危机救助货币政策的负效应更加突出，如物价上涨、通货膨胀压力加大、资产价格泡沫化风险突出等问题。其中，1994 年墨西哥金融危机后，墨西哥通胀率超过了 50%^②；1997 年亚洲金融危机后，泰国通货膨胀率超过 10%；1998 年俄罗斯金融危机后，卢布大幅贬值，通胀率甚至高达 38.4%^③；2008 年国际金融危机中，自美国 2009 年 3 月实施俗称为“印钞票”的危机救助货币政策以来，也出现了明显的通胀迹象，2011 年美国、欧洲的 CPI 都达到了近年的高位。期间，中国虽然实现了“保 8”的增长目标，但银行释放过多的流动性注入市场，导致物价上涨，通胀率居高不下，CPI 同比增速由 2010 年

① 姚淑梅，国际金融危机的演变与中国的应对 [M]，北京：人民出版社，2010：52。

② 田春生，国际金融危机理论与显示的警示 [M]，北京：中国人民大学出版社，2010：94。

③ 邢天才，20 世纪金融大危机 [M]，西安：陕西人民出版社，2010：124；139。



9月的3.6%一路升至2011年7月6.5%的高点,直到2012年CPI同比增速回落,但依然在高位上小幅增长,物价很难再回到前几年的水平^①。此外,不少国家还出现了资产泡沫风险。

在发生金融危机的情况下,真实产出萎缩,失业率大幅上升,政府常采取一定的危机救助措施,无论是实施财政政策、货币政策,还是产业政策,或是多种政策的组合实施,都会将刺激经济复苏和促进就业放在政策目标的首位。为了实现经济的快速回升,自20世纪末以来,货币当局通常实施以非常规的货币政策为主的危机救助政策。

在危机救助过程中,各国一般实施危机救助货币政策的同时,配合实施积极的财政政策和货币政策。在货币政策方面,各国央行除了大幅降低利率外,多数国家突破了常规思路,实施了非常规货币政策,直接向市场注入流动性。因为,在比较严重的金融危机中,常规货币传导机制受阻,常规货币政策已无实施空间^②。在常规货币政策失效的前提下,财政政策达不到调控效果时,货币当局只能采取非常规货币政策,通过调整其资产负债表规模和结构,从而调整经济流动性或金融结构来刺激经济复苏。尤其是,在2008年金融危机救助期间,各国货币政策操作不论是在最后贷款人的职能范围内非常规货币政策工具的使用,还是在国际货币政策的协调方面,都有不同程度的突破,取得了良好的效果。

然而,危机救助货币政策实施后,具体表现是伴随着多数国家经济的陆续复苏,都会出现物价攀升、通货膨胀压力上升、资产泡沫化风险凸显、金融市场不稳定、经济波动加剧等现象。更糟糕的是,危机发生国在此时往往处于高负债水平时期,为了负担债务高额的利息支出,不得不将利率维持在低位,并成为继续实施危机救助时期的非常规货币政策的一个由头。在国际经济背景下,大量国际游资的流入,不仅对率先摆脱危机影响的发展中国家和地区经济增长不利,对全球经济的实质性复苏同样不利。目前来看,全球范围内经济复苏的基础仍然不够稳固,并且随着金融机构信贷传导机制的恢复,流动性必将进入市场,中长期内多数国家面临着巨大的通胀压力和资产泡沫化风险。

① 数据来源:国家统计局网站。

② 零利率下限问题是非常规货币政策产生的前提,是零利率下限限制了常规货币政策的使用空间。