



国际金融新趋势

New Trends in
the International Finance

全球货币量化 宽松：何时退出？

戴金平 著
张华宁



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

QE旨在改变市场悲观预期，
恢复正常的货币政策传导机制。

QE会导致流动性泛滥，
形成经济泡沫，
孕育下一次危机。

QE只是饮鸩止渴的权宜之计，
不能过早退出，
但又终须退出。

国家社科重大项目“互利共赢的开放战略”资助

全球货币量化宽松： 何时退出？

戴金平 著
张华宁



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

全球货币量化宽松:何时退出? /戴金平,张华宁著. —厦门:厦门大学出版社,
2012.10

(国际金融新趋势/戴金平总主编)

ISBN 978-7-5615-4432-7

I. ①全… II. ①戴…②张… III. ①货币政策-研究-世界 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 235214 号

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)

<http://www.xmupress.com>

xmup@xmupress.com

厦门集大印刷厂印刷

2012 年 10 月第 1 版 2012 年 10 月第 1 次印刷

开本:720×1000 1/16 印张:18.25 插页:3

字数:250 千字 印数:1~3 000 册

定价:35.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

总 序

2007 年美国爆发次贷危机,危机迅速演化为一场全球性的经济和金融危机。世界经济复苏的道路艰难曲折,2010 年欧洲主权债务危机爆发,美国债务危机警钟拉响,世界粮食危机再现,世界经济再次陷入衰退。国际金融体系风雨飘摇,国际政治秩序一片混乱,国际经济前景日趋悲观。正确认识当前复杂而多变的国际经济金融环境,深刻反思世界经济发展的内在矛盾,探寻一条更加持续、更加均衡、更加健康的全球经济发展之路,是经济学人的使命。为此,我们推出“国际金融新趋势”系列研究成果。

全球不平衡发展是 20 世纪 90 年代以来世界经济发展的基本特征。2007 年全球经济金融危机是全球不平衡发展模式的危机,是全球不平衡发展规模积累到一定程度的必然产物。

20 世纪 90 年代,在第三次科技革命的带动下,美国经济走出 80 年代后期的泥潭,步入平稳高速增长的新经济时代。美国独特的负债式的经济发展模式也在延续和固化:经常项目逆差迅速扩张,资本项目顺差呈现不可抑制之势。1992 年中国卸任领导人邓小平南行,将中国经济改革与发展推向一个新的时代,这是一个中国外向型经济发展模式最终形成和固化的时代——中国经常项目顺差进入一个持续扩张的时代。与此同时,世界第二大经济体日本,正在经历 90 年代泡沫经济破裂的炼狱。源源不断的资本从日本本土流出,到美国和欧洲国家去寻求更好的投资出路,60 年代业已形成和固化的出口导向型的经济模式在国内需求持续疲软的背景下,经常项目顺差不断上升。世界经济呈现了这样一幅画面:世



界经济增长速度平稳高企,美国与日本和中国以及一些石油输出国家之间的经常项目逆差迅速扩张,国际债务规模突飞猛进。

全球不平衡发展模式的强化引爆了 2007 年以来的全球经济和金融危机。当危机之火已经在悄悄点燃的时候,世界各国领导人都低估了这束火苗的力量。世界经济和政治领域的精英都对此表现了过于漠然的态度! 2008 年 9 月,美国第四大投行——雷曼兄弟轰然倒下,向世人宣布:这场危机刚刚开始!

2008 年金融危机首先表现为流动性危机。针对 2005 年以来石油价格上涨和通货膨胀的流动性泛滥的抨击声还没有消失,流动性危机就来临了!

流动性失衡是一种常态,是流动性供给与流动性需求之间的动态失衡,表现为流动性供给大于流动性需求,或者是流动性需求大于流动性供给。前者持续到一定程度表现为流动性泛滥,体现为资产价格和商品价格的持续和大幅度上扬;后者持续到一定程度表现为流动性危机,体现为资产价格剧烈下跌,融资需求难以满足,投资活动因流动性严重不足而停滞。流动性失衡是流动性供给与流动性需求动态异常波动的结果。货币当局大规模的基础货币投放、商业银行激进的放贷倾向、个人与非银行类机构的持现比例下降和投资需求旺盛,都会带来流动性的扩张,并进一步带来流动性过剩。而货币当局紧缩基础货币投放、商业银行对放贷的保守态度、个人与非银行机构的持现比例上升以及货币需求上升,都会带来流动性不足,进一步演化为流动性危机。流动性扩张和收缩的过程在资产价格放大器、杠杆加速器和会计催化器的作用下呈现乘数扩张或收缩。2007 年美国次贷危机爆发,房地产价格急速下跌,MBS 与 CDS 资产价格迅速下跌,并进一步恶化房地产价格,资产价格放大器和杠杆加速器发生作用;金融机构资产负债遭到破坏,会计催化器发生作用;商业银行放贷意愿下降、非银行金融机构投资欲望不足,流动性供给极度萎缩;与此同时,流动性需求无限放大,流动性危机瞬间爆发。世界流动性管理的混

乱,使一场流动性危机迅速演化为全面的金融危机和经济危机。

危机后各国央行大规模发放流动性的行为受到微观主体审慎行为的制约,流动性的扩张机制遭到破坏。流动性危机与经济危机交融在一起,相互强化。为了走出这一困境,量化宽松货币政策出世。量化宽松货币政策的实施给流动性周期带来新的问题,流动性波动周期变短,波动幅度加大,这就是我们看到的 2008 年后,伴随着世界经济的艰难复苏,石油价格、粮食价格 and 世界大宗商品价格的几起几伏。

危机救助的措施之一是全球性的量化宽松货币政策。

量化宽松货币政策是一种非传统的货币政策操作,是在常规货币政策传导机制丧失功能之后的一种不得已的选择,旨在修复常规货币政策传导机制,使货币经济摆脱流动性陷阱。量化宽松货币政策以零基准利率、央行资产负债表规模急速扩张、直接购买长期债券及不良资产为特征,反映了中央银行面对这场前所未有的金融危机的激进态度。量化宽松货币政策在有效摆脱了货币危机的同时,却迟迟不能达到修复传统货币政策传导机制的目标,更不能实现对经济的根本性刺激作用,但却带来了全球性的大宗商品价格的快速上扬和新兴国家的资产泡沫以及遍及美国、欧洲和日本的主权债务危机。

量化宽松货币政策的作用尚难正确评估。日本实施了长达十几年的量化宽松货币政策都未能使其真正走出流动性陷阱。在美国、欧洲乃至新兴国家复制的量化宽松货币政策是否能够真正发挥效能呢?对此,众说纷纭。尽管对量化宽松货币政策的成效存在争议,但无论是美国,还是欧洲和日本,在财政政策空间受债务规模约束越来越狭小的状况下,继续量化宽松货币政策操作是唯一出路。这便最终出现了美国的 QE3 和欧洲央行无限制购买主权债务危机国债务的法案。各国央行的姿态表明:金融危机的阴霾不散,量化宽松货币政策不会消失。

全球经济危机阴魂不散,危机后的财政和货币救助又将危机推入一个新的深渊——主权债务危机。欧洲主权债务危机标志着全球金融危机

进入一个新的阶段。

主权债务危机早已有之。20 世纪 70 年代美元危机事实上是一次美国主权债务危机,是美国政府变相拖欠和违约其他国家对美国的美元债权。80 年代的拉美债务危机、90 年代的阿根廷金融危机、俄罗斯金融危机,都是典型的主权债务危机。2010 年爆发的主权债务危机在规模、持续时间、覆盖范围、影响程度等方面都堪称历史之最。

2010 年主权债务危机是危机国长期以来的债务依赖型、政府赤字型经济发展模式使然,更是 2008 年金融和经济危机后大规模的财政扩张和救助的必然结果,是危机后凯恩斯主义和新凯恩斯主义复活的产物。主权债务危机的爆发和蔓延严重损害了世界金融信用。主权信用作为顶级信用,一直以来是世界经济和国际金融顺利发展的信用基础。主权信用缺失使国际金融体系陷入混乱。资本大规模逃离欧洲,评级机构不断调低债务国信用级别,使欧洲债务危机陷入恶性循环。

短期来看,欧洲主权债务危机最便捷也是最有效的一个出路,就是发行欧元来(直接或间接)购买危机国政府债务。欧元区成员国经济的非对称性决定了通过发行欧元向世界转嫁欧债危机的做法遭遇到核心国家的强烈反对。发行欧元在解决债务国家债务的同时,也必然向债权国转移债务负担和通货膨胀。在欧债危机解决的过程中,欧元区成员国需要在两个方向上寻求平衡和一致:一方面欧元区通过救助基金和欧元发行集体救助债务国,另一方面债务国强化财政纪律约束、转变债务依赖型发展模式。前者是短期解决危机、缓解危机蔓延和恶化的重要途径;而后者是解决危机的根本。

美国债务危机已然箭在弦上。2011 年 8 月,虽然民主党和共和党在提高债务限额上达成一致,将债务限额从 14.3 万亿美元提高到 16 万亿美元,但两党对财政赤字和政府债务缩减计划尚未达成一致,这便带来 2013 年自动减赤风险。2013 年的“财政悬崖”(税收减免到期和自动减赤)使美国经济复苏再次蒙上阴影,也使世界经济复苏蒙上阴影。

后布雷顿森林货币体系是全球不平衡发展的基础,也是 2008 年国际经济和金融危机爆发和持续的基础。危机后的国际货币体系风雨飘摇,面临重大变革。

如果说布雷顿森林体系是美元体系形成和发展的制度基础,那么牙买加体系中的美元地位则是市场自由选择的结果。布雷顿森林体系之后的国际货币体系是一个多元化的、无制度的体系。美元、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、英镑、日元等货币共同承担世界货币的功能。美国强大的政治经济实力,加之布雷顿森林体系下形成的世界对于美元的惯性依赖,成就了美元世界第一货币的地位。

美元的国际地位使得美国从容不迫地向世界征收铸币税,使美国通过印制钞票就可以从世界其他国家购买任何产品和服务、偿还任何国际债务;美元在国际货币体系中的地位越高,世界经济对美元的需求就越大,内在的特里芬难题就越强化。结果是,美国经常项目逆差持续扩张,对外负债规模日益扩大,一个债务严重依赖型的、储蓄投资缺口持续扩张的、虚拟经济控制的美国经济模式形成并强化。

世界上没有免费的午餐。2007 年美国爆发了次贷危机,这是一场美元危机,是美国经济发展模式的危机。金融经济危机使世界人民意识到当今国际货币体系的矛盾。危机后的救援政策,无论是美国的积极财政救助,还是量化宽松货币政策,对国际货币体系都是重大冲击:美元指数一路下滑,美元岌岌可危。2010 年欧洲主权债务危机爆发又引发了一场欧元危机。改革国际货币体系的呼声日益高涨。国际货币体系何去何从?

国际货币体系改革的设计多种多样,有回归黄金本位的建议,也有建立世界统一货币的意愿,美元、欧元、人民币三足鼎立也是方案之一,更有人坚持维持美元本位,如此等等。当世界各国就国际货币体系改革争论不休之时,中国确立了人民币国际化的基本战略。

人民币国际化是中国大国崛起的必由之路。中国已经超过日本成为



世界第二经济强国、第二贸易大国、第一出口大国,中国经济在过去 30 多年保持了年均 10% 的增长速度。中国的金融市场也在日益成熟,股票市场总市值全球第二,商品期货市场成交量世界第一,黄金产量自 2007 年以来一直是世界第一。中国已经具备了推进人民币国际化的基础和条件;要摆脱长期依赖美元、并被美元绑架的局面,中国的唯一出路就是人民币国际化。

人民币国际化,可以成功摆脱我国人民币汇率长期钉住美元、货币政策自主、资本项目开放和资本流动日趋自由化之间的“三难冲突”,可以扭转我国外汇储备刚性增长尤其是美元储备刚性增长的局面,可以使人民币价值充分体现我国经济的快速发展和经济地位的提升,真正使所有中国人享受改革开放以来我国经济快速成长的成果。

人民币国际化是一个长期而渐进的过程。鉴于存在着资本项目尚未完全开放、利率尚未市场化、人民币尚未自由兑换等人民币国际化的障碍,我们应该采取动态渐进性的人民币国际化道路:分阶段地推进人民币成为国际结算货币、国际投资货币和国际储备货币;采取先周边化,再区域化,最后国际化的道路。渐进性国际化的道路选择决定了香港是人民币国际化的实验场。在人民币国际化的过程中,加快人民币汇率形成机制市场化改革、利率市场化改革、资本市场开放改革、人民币自由兑换等都是十分重要的。

要真正走出流动性危机,走出金融和经济危机,走出主权债务危机,世界需要进行一场真正的变革。

全球不平衡的发展模式需要变革。美国需要改变债务依赖型的、经常项目逆差扩张型的发展模式,加快再工业化进程,加速去债务化和去杠杆化,逐步形成内外部平衡的发展模式。中国需要变革外向型发展模式,加快经济市场化改革,进一步推进经济开放,加快经济增长模式的转换,向一个可持续的,消费主导型且消费、投资与出口相协调的,集约式环保型的发展模式转换。欧洲内部各国,也需要向更加平

衡的经济发展模式转换。

国际货币体系需要变革。要强化 20 国集团国际金融和货币的协调作用,加强国际货币体系的纪律约束,进一步推动发展多元化的国际货币体系。欧洲货币体系需要进一步改革和深化,加强经济货币一体化基础建设,尤其是推动财政一体化和政治一体化改革,逐步消除内部的非对称性。人民币需要加快人民币汇率形成机制改革,加快人民币国际化改革。人民币加入国际货币体系将会使未来的国际货币体系更加稳定。

量化宽松货币政策需要择机退出。量化宽松货币政策不能解决经济发展的结构性障碍和制度性障碍,相反会强化固有的结构性矛盾和制度性矛盾。美联储和欧洲央行向世界输出美元和欧元,在转嫁债务危机的同时,也在侵蚀美元和欧元作为世界货币的基础,加剧国际货币体系的动荡,推动国际货币体系的变革。量化宽松货币政策本质上是一个短期、临时刺激和救助政策,一个短期临时政策常态化、长期化必然带来市场经济扭曲,加剧经济发展的长期性和结构性矛盾。

世界经济正在面临前所未有的复杂局面,主流经济学正在饱受挑战和诟病,我们尝试着去剖析、去拨开重重迷雾、去探索光明之路。我们谨以此套丛书献给所有关注和忧虑世界经济发展前途的人们。

戴金平

2012 年 10 月

目 录

绪 言	1
第一章 量化宽松货币政策之概念解析	7
一、信贷宽松	9
二、性质宽松	10
三、其他分类	10
四、本书对量化宽松货币政策的概念界定	11
第二章 量化宽松货币政策之理论透视	15
第一节 传统货币政策传导机制:失灵的轨迹	17
一、货币政策的传导机制	17
二、传统货币政策无效之原因:到底出了什么故障?	24
三、次贷危机后金融市场摩擦的典型事实	29
四、量化宽松货币政策与利率传导机制的恢复	36
第二节 量化宽松货币政策的传导机制:修复的路径	37
一、预期渠道	37
二、资产再平衡渠道	42
三、中央银行贷款渠道	42
四、汇率渠道	43
五、量化宽松货币政策的有效性标准	44
第三章 危机后的全球量化宽松	47
第一节 美国的量化宽松货币政策:无奈之举	49
一、伯南克对零利率下的货币政策实施的理论研究	49



二、美国采取的货币政策措施	51
三、量化宽松货币政策实施对资产负债表的影响	60
第二节 英国的量化宽松货币政策:羊群行为	65
一、英国的货币政策主要措施	65
二、英国央行资产负债表的变化	69
第三节 欧洲中央银行的量化宽松货币政策:平衡的结果	70
一、降低基准利率	71
二、强化的信贷支持政策	71
三、债券市场项目	74
四、欧洲中央银行体系资产负债表的变化趋势	74
五、欧洲中央银行的量化宽松退出与重启	79
第四节 危机后日本的宽松货币政策:二进宫	86
一、日本的货币政策	87
二、第二轮宽松货币政策	90
三、日本大地震后货币政策的变化	91
四、日本央行资产负债表的变化	92
第五节 各国量化宽松货币政策之比较分析	93
一、货币政策的共同特点——维持低利率	93
二、资产负债表的扩张程度不同	94
三、放松贴现窗口贷款标准	95
四、购买的资产有所不同	95
第四章 日本量化宽松货币政策之路漫漫	97
第一节 日本经济泡沫破灭后的货币政策演变	99
一、20 世纪 80 年代日本泡沫经济的发展及破灭	99
二、日本泡沫破灭后的货币政策发展路径	102
第二节 日本量化宽松货币政策之理论与实践	107
一、日本量化宽松货币政策的理论基础	108

二、零利率政策(ZIRP)(1999年2月—2000年7月)	110
三、量化宽松货币政策(2001年3月—2006年3月)	111
四、量化宽松货币政策之短暂退出	114
五、危机后量化宽松货币政策重启	117
第三节 日本量化宽松货币政策的有效性研究	118
一、基本无效:前人的研究成果	118
二、日本量化宽松货币政策的有效性分析	120
三、货币政策成效低的内因探讨	127
第四节 日本量化宽松货币政策退出:经验研究	133
一、量化宽松政策退出的条件	134
二、量化宽松货币政策退出的具体安排	134
三、对危机后量化宽松货币政策退出的启示	136
第五章 量化宽松货币政策之成效研究	139
第一节 美国量化宽松货币政策经济成效:初步分析	141
一、美国的经济持续低迷,失业率居高不下	141
二、通货膨胀率依然处于可控水平	142
三、美国的房地产市场依然在低谷徘徊	144
四、美元指数及进出口状况	147
第二节 美国的金融市场:脆弱中趋于稳定	149
一、货币市场价格指标基本恢复正常	149
二、短期资金市场依然脆弱	151
三、抵押贷款支持债券市场的发展	153
四、国债收益率的变化	153
五、信贷市场没有完全复苏	155
第三节 美国量化宽松货币政策成效:总体评估	157
一、经济逐渐复苏,但速度缓慢	157
二、货币市场流动性风险消除,但是依然比较脆弱	157



三、信贷市场的状况在好转,恢复仍需时间	158
第六章 量化宽松与全球流动性过剩	161
第一节 2001—2006 年的全球宽松货币政策与流动性过剩	164
一、2001—2005 年发达国家的宽松货币政策	164
二、发展中国家汇率稳定政策与流动性过剩	166
三、金融创新和金融发展与全球流动性过剩	167
四、2001—2006 年全球流动性过剩的特征	168
第二节 危机后的量化宽松与流动性过剩	171
一、全球大宗商品价格	172
二、粮食危机	177
第三节 新兴工业化国家的通货膨胀	186
一、2009 年新兴国家率先复苏	187
二、通货膨胀与资产价格上涨	189
第七章 全球量化宽松与中国的经济泡沫	197
第一节 量化宽松与中国通货膨胀的形成	199
一、中国通货膨胀的走势	200
二、中国通货膨胀成因的实证检验	201
三、结论	210
第二节 量化宽松与中国的资产价格泡沫	211
一、中国的资产价格走势	211
二、热钱流入与资产价格泡沫的典型事实	213
第三节 量化宽松与中国货币政策的两难	217
一、量化宽松与热钱套利	217
二、汇率稳定目标与价格稳定目标的冲突	218
三、冰火两重天下的调控	220
第八章 量化宽松货币政策之退出	227
第一节 量化宽松货币政策退出之原因	229

一、量化宽松货币政策的负面影响	229
二、量化宽松货币政策对其他国家的负面影响	234
三、美国量化宽松货币政策实施对我国的影响	235
第二节 量化宽松货币政策与政府债务危机	237
一、债务危机的蔓延加剧了财政脆弱性	237
二、货币政策肩负调控经济的重任	238
三、量化宽松货币政策效果有限	238
第三节 量化宽松货币政策对美元及国际货币体系的冲击	239
一、国际货币体系的现状	240
二、量化宽松货币政策对美元及国际货币体系的冲击	240
三、国际货币体系可能的演变方向	241
第四节 量化宽松货币政策之退出策略	242
一、量化宽松货币政策退出的主要内容	243
二、量化宽松货币政策退出的具体步骤	243
第五节 量化宽松货币政策退出的条件	247
一、经济状况的显著改善——退出的基础	247
二、量化宽松货币政策退出的条件	248
第九章 退出之路漫漫	253
第一节 欧债危机与世界经济二次探底	255
一、欧债危机的概况及演进过程	255
二、欧债危机严重打击了欧洲的银行业	256
三、给欧元区地位带来了巨大的挑战	258
四、全球经济面临重大下行风险	258
五、欧洲中央银行继续实施宽松货币政策	259
第二节 美国经济复苏乏力之黔驴技穷	260
一、美国的财政政策面临债务规模限制	260
二、美国的量化宽松货币政策进退两难	261



第三节 日本经济之天灾人祸	262
一、“3·11”日本大地震概况	262
二、灾害对日本经济的影响	263
三、灾害对全球经济的影响	264
四、日本地震后货币政策的变化及走向	265
第四节 退出之路之柔性	265
一、欧债危机的恶化使得全球经济二次探底风险加大	266
二、美国的债务困境需要宽松货币政策的刺激	267
三、日本地震对经济造成的危机短时间内难以消除	267
四、量化宽松货币政策的退出本身是一个长期过程	268
参考文献	269