

美国货币 政策调整 及其影响研究

A Study on the Adjustment of
American Monetary Policy & Its Impacts
in the Post-Financial Crisis Era

by Liu Weiping

刘卫平◎著



清华大学出版社



美国货币 政策调整 及其影响研究

A Study on the Adjustment of
American Monetary Policy & Its Impacts
in the Post-Financial Crisis Era

by Liu Weipin

刘卫平◎著

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书介绍了货币政策的相关理论和背景,分析了后金融危机时代美国货币政策调整的主要内容及其对我国、对发达经济体的影响,以及对新兴市场和发展中经济体的影响。阐述了美国货币政策调整对中国经济的溢出效应,指出中国需要在经济发展方式、对外经贸战略等方面进行战略性调整。最后总结了后金融危机时代中国经济面临的挑战,对中国应对美国货币政策调整从经济发展战略与金融发展战略等方面提出相关对策建议。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

美国货币政策调整及其影响研究 / 刘卫平著. — 北京:清华大学出版社, 2017
ISBN 978-7-302-47506-4

I. ①美… II. ①刘… III. ①货币政策—研究—美国 IV. ①F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 127929 号

责任编辑:高晓蔚

封面设计:汉风唐韵

版式设计:方加青

责任校对:宋玉莲

责任印制:沈 露

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市中晟雅豪印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×230mm 印 张:17 字 数:269 千字

版 次:2017 年 6 月第 1 版 印 次:2017 年 6 月第 1 次印刷

印 数:1~2500

定 价:75.00 元

本研究受到国家社科基金重大项目资助：（1）后金融危机时代中国参与全球经济再平衡的战略与路径研究（项目号：11&ZD008）；（2）“一带一路”相关国家贸易竞争与互补关系研究（项目号：16ZDA039）。

序 言

互利共赢：中美需要有更积极的合作

后金融危机时代，全球经济失衡与再平衡是世界经济发展面临的首要问题，而全球经济的再平衡离不开中国和美国经济的再平衡。随着中国经济开放程度的不断深化，美国经济已经成为影响中国宏观经济发展的最主要的国际经济因素之一。

就美国次贷危机引发的国际金融危机来看，现行的货币政策框架存在诸多缺陷需要改善。2008年引发的全球金融危机也提示我们应当注意，虚拟经济在现代社会经济中的分量越来越大，其地位也越来越重要，虚拟经济对经济社会发展的推动力和破坏力作用是一把“双刃剑”，这就要求各国在货币政策决策时，都应予以充分的关注。2008年全球金融危机爆发后，美国基本进入“零利率时代”，以联邦基金利率为工具的常规货币政策无法继续发挥效力，事实证明2008年美国的量化宽松货币政策的调整在应对金融危机的周期中起着举足轻重的作用。

刘卫平博士的专著《美国货币政策调整及其影响研究》，以后金融危机时代的视角比较深入地研究了美国货币政策的调整、影响以及中国货币政策的战略选择，具有重要的理论意义与现实意义。该研究的创新之处在于：首先，作者认为美国货币政策调整的溢出效应在不同国家地区间有显著异质性，因此有必要论证这种货币政策调整是如何影响不同类型国家的。为此该研究选取更多的国家和地区作为研究样本，基于统一的、可比的研究框架对该问题进行了深入研究。其次，

该研究对美国货币政策调整的内涵进行了拓展，使其能够量化和对比分析。最后，以历史演变的视角总结了历次金融危机中，世界各国货币政策的操作及其成效，期望能够通过学术研究和政策研究优化当前的中国货币政策决策机制，使中国的货币政策决策和引导机制在有效预防与化解金融危机、参与国际和区域金融合作、参与全球经济再平衡、参与国际货币体系改革、推进人民币国际化的过程中取得长足进步。

中国是一个发展中的大国，作为负责任的大国和世界第二大经济体，中国将会为克服世界经济增长的不确定性做出努力，在坚决反对贸易保护主义的基础上继续推动经济全球化和全球经济治理，推动世界经济可持续发展。在中美经济合作方面，第一，中国和美国是世界上两个最大的经济体，中美经贸关系中竞争与互补并存，互补大于竞争。2016年美国是中国第二大贸易伙伴和最大的出口市场，未来在经贸合作方面有更广阔的前景。第二，中国应利用较充足的外汇储备、产业能力和基础设施建设经验积极参与美国基础设施投资，为新一轮美国基础设施建设提供支持。虽然中美关系面临种种挑战和问题，但面对当前美国基础设施建设领域的巨大机遇，加强中美在经贸和基础设施等领域的合作具有重大意义。第三，中美之间需要有更积极的合作，特别是在“一带一路”和亚太地区的战略合作，这将使世界上两个最大的经济体之间的联系更加紧密，带来经济利益的同时加强两国政治互信、贸易畅通、民间互通，促进全球经济的稳定与繁荣。

陈继勇

中国美国经济学会会长

武汉大学美国加拿大经济研究所所长

教授、博士生导师

2017年5月于武昌珞珈山

前言

2007 年以来，由美国次贷危机引发的全球金融危机对世界货币政策理论研究提出了新的问题。当前世界经济已进入后金融危机时代，本书基于后金融危机视角，对美国货币政策调整及其影响进行深入研究。

从 2007—2008 年开始的全球金融危机和 1929 年的“大萧条”还是存在本质区别的，这次危机并未触发“大萧条”式灾难的一个重要原因是，现今发达国家的政府和中央银行都采取了应对措施，阻止了金融系统的崩溃，同时也创造了必要的流动性来避免银行机构的倒闭，而“大萧条”时的银行公开倒闭潮曾让世界经济走向崩溃边缘。2008 年全球金融危机爆发后，美国基本进入“零利率时代”，以联邦基金利率为工具的常规货币政策无法继续发挥效力，随即美联储开始大规模购买国债和抵押贷款证券从而掀开量化宽松（QE）货币政策的序幕。事实证明，2008 年美国的 QE 货币政策的调整在应对金融危机的整个生命周期中起着举足轻重的作用。在此次次贷危机引发的金融危机中，美联储早期实行的不当货币政策，可以说是为危机的爆发和蔓延埋下了伏笔。由于虚拟经济与实体经济间是非线性的关系，对于金融动荡在理论上难以形成成熟的可遵循的规则。当必须调整货币政策来应对金融危机时，货币政策的选择就表现得更像是一种权衡的艺术，而不是“科学”。因此，货币政策决策对解决金融危机问题就显得至关重要，应制定严谨的货币决策机制以决定货币政策框架，进而间接控制危机的蔓延。

本书主要包括以下内容：首先，介绍本书的选题背景和研究意义，对后金融危机时代美国货币政策的溢出效应等研究成果进行梳理，阐明研究思路和方法；

接着简要总结了货币政策的相关理论，分别从货币需求、货币供给以及货币政策调整的传导机制方面说明货币政策赖以生存的根基和渠道，并对货币政策的有效性、20世纪30年代经济大萧条以来美国货币政策理论基础的演变进行回顾。其次，本书较为详细地阐述美国货币政策演进的历史历程及其影响，分析后金融危机时代美国货币政策调整的国内外背景，并从货币政策工具、国际传导机制、退出效应等方面探讨了美国货币政策调整的主要内容，其中主要包括常规货币政策和量化宽松货币政策。然后运用向量自回归（VAR）模型首先对美国货币政策调整的世界经济溢出效应进行实证研究，主要分析政策调整的国内影响、对发达经济体的影响，以及对新兴市场和发展中经济体的影响；接着考察了美国货币政策传导机制的基本特征、影响路径以及对世界经济增长的影响，结合实证研究以明确在大国博弈环境下美国货币政策调整带来的多视角多层面冲击。在此基础上，通过选取更加全面的中国数据实证检验了美国货币政策调整对中国经济的溢出效应，结果表明后金融危机时代常规货币政策和量化宽松货币政策的溢出效应存在差异，且后者影响较为显著；接着论证了这种调整对处于经济转型期的中国所带来的压力，本书认为中国需要在经济发展方式、对外经贸战略等方面进行战略性调整。最后本书总结了后金融危机时代中国经济面临的挑战，对中国应对美国货币政策调整主要从经济发展战略与金融发展战略等方面提出相关对策建议。

本书的创新点主要有两点：第一，大多数相关文献主要研究美国货币政策对一个或少数几个国家和地区（如“金砖五国”）等的溢出效应，较少拓展至多个国家。本书认为，美国货币政策调整的溢出效应存在国家地区间的显著异质性，因此有必要论证这种调整是如何影响不同类型国家的。因此，本书选取更多的国家和地区作为研究样本，基于统一的、可比的研究框架对该问题进行深入研究。第二，本书对美国货币政策调整的内涵进行了拓展，使其能够量化和对比分析。后金融危机时代，美国货币政策调整最显著的特征是实施量化宽松货币政策，但同以联邦基金利率为中介工具的常规货币政策相比，前者产生的溢出效应究竟有

何差异？为了回答这一问题，本书选择 2002 年 1 月—2015 年 6 月作为样本区间，并将整个区间分为 2002 年 1 月—2008 年 8 月、2008 年 9 月—2015 年 6 月两个子区间，前者定义为美国常规货币政策区间，后者定义为美国量化宽松（非常规）货币政策区间，从而可以定量对比分析两个阶段政策冲击造成影响的差异。

刘卫平

2017 年 3 月于北京昆玉河畔

Abstract |

Since 2007, the global financial crisis triggered by the US subprime mortgage crisis has raised new questions for the world's theoretical study of monetary policy. The current world economy has entered a post-financial crisis era. Based on the perspective of post-financial crisis, this Study conducts an in-depth study of the Adjustment of American Monetary Policy and its impact.

An essential difference between global financial crisis beginning from 2007 to 2008 and the 1929 Great Depression is that the former hasn't triggered a disaster by virtue of measures endorsed by the governments and central banks of developed countries. Those measures successfully prevented the collapses of financial systems and created necessary liquidity to shun the breakdown of banking institutions. In comparison, the trend of open bank failure during the Great Depression once pushed the world economic towards the edge of crackup. After the outbreak of the global financial crisis in 2008, the United States stepped into the era of "zero rate". The common monetary policy based on the function of federal fund rate could not exert effects anymore. Federal Reserve Board immediately began to buy national debt and mortgage loan certificate on a large scale, which started quantitative easing monetary policy. It is proved that the adjustment of monetary policy adopted by America in 2008 has served a decisive function in coping with the life cycle of financial crisis. In the financial crisis caused by subprime mortgage crisis, the inappropriate monetary

policy adopted by Federal Reserve at the early stage made the way to the explosion and expansion of the crisis. Theoretically, it is demanding to formulate mature rules to be followed for financial turmoil due to the nonlinear relationship between fictitious economy and real economy. Considering the timeliness, hysteresis and uncontrollable intensity, the improper adjustment may lead to longer economic depression or even more hidden troubles, resulting in the selection of monetary policy more like a kind of balanced art instead of science when dealing with financial crisis. Therefore, decision on the selection of monetary policy as a resolution of financial crisis vitally matters. Rigorous monetary policy decision-making mechanism should be shaped to decide a framework of monetary policy so as to then control the expansion of crisis indirectly.

This study mainly discusses the following matters: to be started with, the Study introduces its background and research significance, and reviews the former research achievements including the overflow effect in America in post-financial crisis era. The Study illustrates the thoughts and methods of the former research and points out the innovations and shortcomings of them. Then this Study briefly summarizes theories of monetary policy, and explains the foundation and influence path of monetary policy in the aspects of money demand, money supply and transmission mechanism of monetary policy. Besides, the Study reviews the effectiveness of monetary policy and the evolution of the foundation of United States' monetary policy theories since the Great Depression in 1930s. Next, the Study illustrates the history course of the evolution of America's monetary policy, and analyzes the domestic and overseas background of the adjustments of the United States' monetary policy in post-financial crisis era. The Study discusses the main content of American monetary policy adjustments including common monetary policy and quantitative easing monetary policy in the aspects of monetary policy tool, international transmission mechanism and exit effects,

etc. Afterwards, this study applies the model of VAR to do empirical research on the overflow effect on global economy by the adjustments of American monetary policy. The research mainly contains the effects of the adjustments of American monetary policy on the United States, developed economies, emerging markets and developing economies. Then the study studies the essential features and influence paths of conduction mechanism of monetary policy of the United States and the influence on global economic gains. With the combination of empirical research, the study clarifies the impact of the adjustments of the monetary policy of the United States in the atmosphere of superpower games in multiple views and dimensions. Besides, the study chooses comparatively more comprehensive data of China to deliver an empirical test of the overflow effect on China's economy by the adjustments of America's monetary policy. The results show that, in post-crisis era, there are some differences between the overflow effect of common monetary policy and quantitative easing monetary policy, and the latter's is more prominent. Then the study demonstrates the pressure brought by those adjustments on China, which is experiencing the economic transformation period. The author believes that China needs to make strategic readjustment in the aspects of economic development pattern and foreign trade strategies. At last, the author summarizes the challenges that China's economy faces in post-crisis era, and provides China economy with related advice on how to face the adjustments of monetary policy of the United States in the aspects of economic development strategy and financial development strategy.

目 录

第1章 绪论	1
1.1 研究背景和意义	3
1.1.1 研究背景	3
1.1.2 研究意义	4
1.2 文献综述	6
1.2.1 金融危机与货币政策	6
1.2.2 美国货币政策的演变	9
1.2.3 美国货币政策的溢出效应	13
1.2.4 货币政策的有效性	18
1.3 研究思路和方法	22
1.3.1 研究思路	22
1.3.2 研究方法	23
1.4 创新与不足	24
1.4.1 创新点	24
1.4.2 不足	25

第2章 货币政策及其调整的相关理论27

2.1 货币需求理论.....30

2.2 货币供给理论.....34

2.3 货币政策调整理论.....36

2.4 简要评述.....38

第3章 美国货币政策的调整对国际货币政策的直接影响.....41

3.1 美国量化宽松货币政策调整问题的凸显与内外背景.....43

3.1.1 全球金融危机与货币政策问题的凸显.....43

3.1.2 美国量化宽松货币政策调整的国内背景.....44

3.1.3 美国量化宽松货币政策调整的国际背景.....46

3.2 美国货币政策调整的传导机制及其对国际货币政策的影响.....49

3.2.1 美国货币政策的工具选择与传导机制.....49

3.2.2 美国量化宽松政策退出的外溢效应表现与传导机制特征.....52

3.3 美国量化宽松货币政策调整对国际货币政策的影响.....55

3.3.1 美国量化宽松货币政策调整对全球金融市场的影响.....55

3.3.2 美国量化宽松货币政策退出对全球金融市场的影响.....60

3.3.3 美国量化宽松货币政策对典型市场经济国家货币政策的影响.....62

3.3.4 全球货币政策调整对人民币汇率的影响.....64

第4章 美国货币政策调整对世界经济影响的实证分析.....73

4.1 引言.....75

4.2 研究方法与数据选取.....78

4.2.1 研究方法.....78

4.2.2 数据选取.....80

4.3 实证分析及结果.....84

4.3.1 美国货币政策调整的国内效应.....85

4.3.2 美国货币政策调整对发达经济体各主要经济变量的影响.....90

4.3.3 美国货币政策调整对新兴市场和发展中经济体变量的影响.....95

第5章 美国货币政策调整对中国经济影响的实证分析.....101

5.1 变量选取与研究方法.....103

5.1.1 变量选取.....103

5.1.2 研究方法.....106

5.2 实证分析及结果.....107

5.3 美国常规货币政策调整对中国经济的影响.....110

5.4 美国量化宽松货币政策调整对中国经济的影响.....116

第6章 中国货币政策与经济调整战略的启示、挑战与策略.....121

6.1 中国货币政策战略的启示、挑战与策略.....125

6.1.1 全球金融变革与中国金融定位的启示.....126

6.1.2 中国金融实现全球战略定位的挑战.....131

6.1.3 国际货币体系改革与人民币国际化的策略.....134

6.2 中国经济调整与再平衡战略的启示、挑战与策略.....141

6.2.1 中国经济调整与再平衡战略的启示.....141

- 6.2.2 中国经济调整与再平衡战略的挑战.....144
 - 6.2.3 中国经济调整与再平衡战略的策略.....149
- 6.3 “一带一路”战略实施的策略.....154
 - 6.3.1 促进亚欧大陆经济整合实现中国最大的战略利益.....156
 - 6.3.2 当前外交环境下中国实现战略对冲的必要性.....157
 - 6.3.3 中国的大战略应该是建立海权与陆权的对冲.....159
 - 6.3.4 向西开放推动亚欧大陆经济整合战略符合世界经济发展大趋势.....160
 - 6.3.5 中国经济走向世界亟须“智力资本”.....162
- 6.4 “一带一路”多领域战略合作实施的策略.....164
 - 6.4.1 金融领域的合作.....165
 - 6.4.2 农业领域的合作.....165
 - 6.4.3 交通运输领域的合作.....166
 - 6.4.4 能源、矿产、水电、木材等资源领域的合作.....167
- 6.5 中国中长期投融资战略实施的策略.....168
 - 6.5.1 国家发展战略对中长期融资的内在需求.....170
 - 6.5.2 加快推进中长期融资体系建设.....171
 - 6.5.3 中长期融资是均衡社会融资总量的关键途径.....172
 - 6.5.4 借鉴混业经营经验，创新债券融资体系.....173
 - 6.5.5 构建政策性金融体系与立法建设.....175

第7章 总结与政策建议.....181

- 7.1 总结.....183
- 7.2 政策建议.....184
 - 7.2.1 中美需要共调经济结构应对全球供求变化.....184

7.2.2 “一带一路”战略亟须开展海外调研工作.....187

7.2.3 增加需求应从三个方面加快改革.....191

7.2.4 着力推进中长期融资与绿色金融体系构建.....194

7.2.5 TPP 对中国的机遇与挑战198

7.2.6 全球治理与国家主权的博弈——从英国“脱欧公投”看全球治理.....201

7.2.7 美对华政策能否更具建设性？207

7.2.8 特朗普时代：“地缘政治”与“贸易保护”收缩策略的机遇与挑战.....212

7.2.9 能源问题与气候变化：加强中美合作是实现全球合作的重要途径.....218

表目录.....231

图目录.....233

参考文献.....235

后记.....245