



浙江省科学发展观与浙江发展研究中心
SCIENTIFIC DEVELOPMENT CONCEPT &
ZHEJIANG DEVELOPMENT RESEARCH CENTER

美国金融危机与 货币政策 关系研究

孙雪芬◎著

中国社会科学出版社

014036885

F837.125.9
56



浙江省科学发展观与浙江发展研究中心
SCIENTIFIC DEVELOPMENT CONCEPT &
ZHEJIANG DEVELOPMENT RESEARCH CENTER

美国金融危机与 货币政策 关系研究

孙雪芬◎著



F837.125.9
56



北航 C1725108

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国金融危机与货币政策关系研究 / 孙雪芬著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 12

ISBN 978-7-5161-3575-4

I. ①美… II. ①孙… III. ①金融危机—研究—美国②货币政策—研究—美国 IV. ①F837.125.9②F827.120

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 265735 号

出版人 赵剑英
责任编辑 冯春风
责任校对 林福国
责任印制 王炳图

出版 中国社会科学出版社
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010-64070619
发行部 010-84083685
门市部 010-84029450
经销 新华书店及其他书店

印刷 北京君升印刷有限公司
装订 廊坊市广阳区广增装订厂
版次 2013 年 12 月第 1 版
印次 2013 年 12 月第 1 次印刷

开本 710×1000 1/16
印张 14.25
插页 2
字数 210 千字
定价 45.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社联系调换

电话:010-64009791

版权所有 侵权必究

前 言

纵观世界经济发展史，银行危机、股市危机、债务危机、货币危机等各种形式的金融危机频频爆发。尤其是 20 世纪 70 年代以来，金融危机此起彼伏，金融市场剧烈动荡，日本以及挪威、芬兰、瑞典等北欧国家以及 OECD 大多数国家都不同程度地遭受了金融危机的冲击。2007 年 8 月爆发的美国次贷危机，2008 年 9 月即升级为系统性金融危机，波及美国金融体系的各个领域，并迅速蔓延至全球，引发全球性的金融危机。这场危机影响程度之深、波及范围之广，被认为是自 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的金融危机、二战以来最具破坏性的金融危机。2009 年下半年，美国经济结束衰退、步入复苏。然而，后危机时期，这场危机的影响仍未完全消散，美国经济复苏根基仍然不稳，通货膨胀与通货紧缩交替隐现，国际社会各种形式的债务危机不断扩散、愈演愈烈，而关于后续宽松货币政策的退出问题也成为目前各界关注的热点。

每一场金融危机爆发前，一般都伴随着货币和信贷的扩张、资产价格泡沫的形成以及随后的崩溃。货币政策作为重要的宏观政策之一，是否与金融危机存在着一定的内在关系呢？1929 年美国金融危机，最早推动了有关金融危机与货币政策关系的研究。历经几十年历史，金融危机与货币政策关系的理论和实证研究不断丰富和完善。2007 年爆发的美国金融危机，使得货币政策这一角色再度引起了社会各界的普遍关注与讨论，金融危机与货币政策的关系问题再次成为研究的热点。

在经济全球化和金融全球化的背景下，我国虽然在 2007 年美国金融危机引发的全球金融危机中幸免于难。但是，美国金融危机不可

避免地通过贸易、金融等各个渠道影响我国的经济发展和金融稳定；尤其是后危机时期美联储所实施的第二轮数量宽松货币政策，通过各种渠道传导至我国，给我国的宏观经济、金融环境带来了极大的干扰，使我国的货币政策陷入困境。而且，我国本身正处于经济发展的瓶颈期，经济增长方式和经济结构存在诸多问题，存在着很多不稳定的因素，这些因素的长期积累甚至可能引发金融危机。短期看，房地产价格存在泡沫风险，地方融资平台贷款风险显现，系统性金融稳定受到威胁。深入研究和剖析美国金融危机与货币政策的关系，借鉴其成功和失败的经验教训，对我国以及全球实现金融稳定具有很强的理论和政策意义。

本书将贯穿 20 世纪以来美国爆发的三次主要金融危机，即 1929 年金融危机、1986 年储贷危机和 2007 年金融危机，以 21 世纪初的金融危机为主要研究样本，系统地研究金融危机与货币政策的关系，即危机前美联储所实施的货币政策操作，是不是引发金融危机的主要原因？危机期间传统和非传统的货币政策操作，是否有效治理了金融危机、改善了金融市场条件、实现了经济快速复苏？与前两场金融危机相比，美联储在 2007 年金融危机期间的表现如何？金融危机后宽松货币政策退出的时机与策略，以及货币政策框架应如何改革，以更好地维持金融稳定和最大可能地预防金融危机？同时，在以上研究的基础上，将考察美国金融危机与货币政策对中国的影响，以及美国危机管理对中国的货币政策启示。

本书构建了一个全新、全面的研究体系，主要在以下三个方面有所创新：第一，摒弃从金融创新、杠杆化等常规化层面来剖析金融危机产生的微观机制，转而着眼于货币政策这一宏观政策视角，探讨货币政策在金融危机爆发、治理以及预防中所扮演以及应当扮演的角色。第二，基于金融体系的顺周期性，提出不合理货币政策降低了货币政策的有效性，强化了信贷、投资与资产价格的内在机制，是金融危机爆发的主要原因。并进一步提出采取事前主动货币政策，应对信贷驱使的资产价格泡沫；同时加强在时间和空间两个维度的宏观审慎监管，加强货币政策与宏观审慎监管的协调，以更好地预防金融危

机。第三，以往有关金融危机与货币政策关系的研究，大多局限于定性分析，本书在以往研究的基础上，收集大量的数据，通过统计分析、计量分析、比较分析等多种研究方法，进行定量研究。

目 录

前言	(1)
第一章 导论	(1)
第一节 研究背景和意义	(1)
一 研究背景	(1)
二 研究意义	(2)
第二节 文献综述	(4)
一 国外研究现状	(5)
二 国内研究现状	(16)
三 对已有研究的评述	(17)
第三节 研究内容和方法	(18)
一 研究内容与结构安排	(18)
二 研究方法	(20)
第四节 本书的创新与不足	(20)
一 本书的创新之处	(20)
二 本书的不足之处	(21)
第二章 金融危机与货币政策关系的理论基础	(22)
第一节 基本概念界定	(22)
一 金融危机概念及分类	(22)
二 货币政策相关概念	(25)
第二节 货币政策与金融危机关系的理论回顾	(34)
一 货币经济周期角度下金融危机与货币政策关系 的相关理论	(36)
二 企业负债角度下金融危机与货币政策关系的相	

关理论	(38)
三 投资者预期角度下金融危机与货币政策关系的 理论	(41)
四 不对称信息角度下金融危机与货币政策关系的 理论	(44)
本章小结	(50)
第三章 20 世纪以来美国金融危机与货币政策的演变	(52)
第一节 20 世纪以来的美国三大金融危机	(52)
一 1929 年金融危机过程以及影响	(52)
二 1986 年储贷危机过程以及影响	(55)
三 2007 年金融危机过程以及影响	(58)
四 三次危机的比较	(62)
第二节 美国联邦储备系统及其货币政策演变	(62)
一 美国联邦储备系统职责及其组织结构	(63)
二 美联储货币政策的历史演变	(66)
三 美联储资产负债表	(73)
本章小结	(74)
第四章 美国货币政策与金融危机成因	(76)
第一节 不合理货币政策引发金融危机的机理	(76)
一 金融体系自身固有顺周期性	(77)
二 不合理货币政策引发金融危机的机理	(78)
第二节 三大危机前的货币政策及其作用机理	(82)
一 1929 年危机前货币政策及其影响路径	(82)
二 1986 年危机前货币政策及其影响路径	(86)
三 2007 年危机前货币政策及其影响路径	(89)
四 小结	(93)
第三节 2007 年危机前货币政策影响的实证分析	(94)
一 研究方法与模型构建	(95)
二 实证结果	(97)
本章小结	(102)

第五章 金融危机的货币政策治理	(103)
第一节 金融危机治理的货币政策选择	(103)
一 宽松货币政策是应对金融危机的最佳选择	(103)
二 非传统的宽松货币政策操作	(104)
第二节 1929 年和 1986 年危机期间货币政策及效果	(108)
一 1929 年金融危机期间货币政策及效果	(108)
二 1986 年储贷危机期间货币政策及效果	(112)
第三节 2007 年危机期间货币政策操作	(114)
一 传统货币政策操作	(115)
二 非传统货币政策操作	(116)
三 从资产负债表看美联储货币政策	(122)
第四节 2007 年金融危机期间货币政策效果	(125)
一 货币政策短期效果——基于货币市场的事件研究	(126)
二 2007 年危机期间货币政策长期效应——基于实 体经济的考察	(134)
本章小结	(138)
第六章 货币政策与金融危机的预防	(140)
第一节 危机后宽松货币政策的退出	(140)
一 2010 年 11 月退出机制搁浅, 数量宽松政策 重来	(141)
二 宽松货币政策退出势在必行	(142)
三 美联储退出策略	(148)
第二节 金融稳定与货币政策目标	(150)
一 价格和产量稳定不足以确保金融稳定	(151)
二 联储内部关于资产价格应对的争论	(152)
三 金融危机的事后救助成本非常昂贵	(153)
四 将资产价格纳入货币政策框架	(153)
第三节 货币政策与宏观审慎监管的协调	(156)
一 必要性	(156)
二 宏观审慎监管的演进、界定和层次划分	(157)

三 宏观审慎监管框架的构建和完善	(159)
四 加强货币政策与宏观审慎监管的协调	(160)
本章小结	(161)
第七章 对中国的影响与政策启示	(163)
第一节 2007 年美国金融危机与货币政策对中国的影响	(163)
一 美国金融危机影响及中国的货币政策应对	(163)
二 美国货币政策的传导及中国的对策	(172)
三 小结	(179)
第二节 对中国危机管理的政策启示	(179)
一 中国货币政策与金融波动历史回顾	(180)
二 对中国的政策启示	(187)
本章小结	(194)
第八章 主要结论	(195)
参考文献	(200)
后记	(214)

图 目 录

图 3—1	大萧条前后道琼斯工业价格指数	(53)
图 3—2	储贷危机中破产的储贷机构	(57)
图 3—3	储贷危机前后道琼斯工业价格指数	(58)
图 3—4	2007 年危机道琼斯工业价格指数	(60)
图 3—5	美国联邦储备系统组织架构	(65)
图 4—1	1913—1932 年美国黄金储备、信贷、货币供给增 长率	(83)
图 4—2	1929 年危机期间道琼斯工业价格指数	(84)
图 4—3	储贷危机以前联储贴现率	(87)
图 4—4	2007 年金融危机以前联邦基金目标利率	(89)
图 4—5	2007 年金融危机以前美国广义货币供应量 M2	(90)
图 4—6	2007 年金融危机以前美国住房抵押贷款环比增速	(91)
图 4—7	2007 年金融危机以前美国私人住宅固定投资环比 增速	(91)
图 4—8	2007 年金融危机以前美国次级贷款余额占房屋抵 押贷款比重	(92)
图 4—9	2007 年全美住房价格指数环比增速	(93)
图 4—10	联邦基金目标利率预测值与实际值	(99)
图 4—11	住房价格预测值与实际值	(100)
图 5—1	储贷危机期间联邦基金目标利率	(113)
图 5—2	2007 年金融危机期间联邦基金目标利率	(115)
图 5—3	2007 年金融危机美联储总资产及细分类别变化	(123)
图 5—4	2007 年金融危机美联储负债及其细分类别变化	(123)

图 5—5	2007 年金融危机美联储持有的各类债券数量	(124)
图 5—6	LIBOR OIS 利差	(128)
图 5—7	危机以来美国实际 GDP 增长率	(135)
图 5—8	危机以来美国 CPI、核心 CPI 同比增长率	(137)
图 5—9	美国非农失业率	(137)
图 6—1	美联储持有各类债券比例 (2013 年 6 月 5 日)	(145)
图 6—2	美联储负债结构 (2013 年 6 月 5 日)	(146)
图 7—1	中国 GDP 同比增长率	(165)
图 7—2	中国进口额、出口额同比增速	(166)
图 7—3	中国制造业采购经理指数	(166)
图 7—4	中国社会消费品零售总额增速	(167)
图 7—5	中国 CPI 同比增速	(167)
图 7—6	中国上证股票价格指数	(168)
图 7—7	中国房地产开发综合景气指数	(169)
图 7—8	中国商品房销售价格指数环比增速	(169)
图 7—9	中国广义货币供应 M2 同比增速	(171)
图 7—10	美元对人民币汇率	(175)
图 7—11	中国面临的短期资本流动估算值	(176)
图 7—12	WTI 石油现货价格	(176)
图 7—13	商品价格指数 (商品零售价格指数和居民消费 价格指数) 同比增速	(184)
图 7—14	上证、深证股票价格指数同比增速	(186)
图 7—15	上证、深证股票价格指数	(186)

表 目 录

表 3—1	12 家联邦储备银行的合并资产负债表（2007 年 8 月 29 日）	（ 73 ）
表 4—1	各变量的单位根检验结果	（ 98 ）
表 4—2	联邦基金利率、住房价格指数实际值、预测值及 偏差	（ 100 ）
表 5—1	2007 年金融危机期间美联储引进的政策工具	（ 118 ）
表 5—2	次贷危机阶段平均异常偏差和平均累积异常偏差	（ 130 ）
表 5—3	系统性金融危机阶段平均异常偏差和平均累积异 常偏差	（ 131 ）
表 5—4	平均异常偏差的显著性检验	（ 131 ）

第一章 导论

第一节 研究背景和意义

一 研究背景

2007 年 8 月美国次贷危机爆发、2008 年 9 月升级为系统性金融危机，波及美国金融体系的各个领域，并迅速蔓延至全球，引发全球性的金融危机。危机影响程度之深、波及范围之广，被认为是自 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的金融危机、二战以来最具破坏性的金融危机。在这场危机中，数以百万计的美国人失业，上万亿美元的财富湮灭，无数家庭流离失所，成千上万家公司破产，这其中包括超过 250 家银行。2009 年下半年，美国经济结束衰退、步入复苏。然而，后危机时期，这场危机的影响仍未完全消散，美国经济复苏根基仍然不稳，通货膨胀与通货紧缩交替隐现，国际社会各种形式的债务危机不断扩散、愈演愈烈，而关于后续宽松货币政策的退出问题也成为目前各界关注的热点。

实际上，进入 20 世纪 70 年代以来，金融危机在世界范围内频频爆发，其中既有源于发展中国家的危机，又有源于发达国家的危机。而且，一国内部的金融危机，往往很快波及全球其他诸多经济体，表现出极强的国际传染性。危机的具体表现形式也不尽相同，既有货币危机，又有银行危机、系统性金融危机和债务危机等等。从美国 20 世纪以来的金融货币史看，自 1913 年美联储正式建立以来，金融危机仍然频繁爆发，从 1929 年金融危机，到 1986 年储贷危机，再到 21 世纪初次贷危机引发的金融危机；而且，危机影响程度和破坏性仍然表现出深而广的特点。那么，这些金融危机爆发的背后，是否存在着

一定的共性呢?

纵观历次金融危机,危机爆发前,一般都伴随着货币和信贷的扩张、资产价格泡沫的形成以及随后的崩溃。货币政策作为颇为重要的宏观经济政策之一,是否与金融危机存在着一定的关系呢?在2007年爆发的美国金融危机中,货币政策这一角色更是引起了社会各界的普遍关注与讨论。金融危机前中后各个不同的阶段,美联储推出的各项货币政策,都表现出很强的影响力。那么,危机前美联储所实施的货币政策操作,是不是引发金融危机的主要原因?危机期间传统和非传统的货币政策操作,是否有效治理了金融危机、改善了金融市场条件、最大限度减少了危机成本、实现了经济的快速复苏?金融危机后宽松货币政策又该如何退出、货币政策框架该如何改革,以更好地促进金融稳定和最大可能地预防金融危机呢?

在经济全球化和金融全球化的背景下,我国虽然在2007年美国金融危机引发的全球金融危机中幸免于难,但是,美国金融危机不可避免地通过贸易、金融等各个渠道影响到我国的经济发展和金融稳定。尤其是后危机时期美联储接二连三推出、目前仍在实施的数量宽松货币政策(QE),通过各种渠道传导至我国,给我国的宏观经济和金融环境带来了极大的干扰,使我国货币政策陷入困境。而且,我国本身正处于经济发展的瓶颈期,经济增长方式和经济结构存在诸多问题,短期看房地产价格和物价水平上涨压力巨大,房地产价格存在泡沫风险,地方融资平台贷款风险显现,系统性金融稳定受到威胁。

在此背景下,金融危机与货币政策的关系,成为国内外研究的热点问题。

二 研究意义

对金融危机与货币政策关系的研究,具有深刻的理论和现实意义。

(一) 理论意义

金融危机理论一直是金融理论的重要研究领域,而货币政策是一国实现其宏观经济目标、应对金融危机及经济衰退萧条的两大重要宏

观政策之一。有关金融危机与货币政策关系的研究,有助于丰富金融危机理论,有助于为金融危机的货币政策治理提供相应的理论依据,并最大限度避免金融危机的发生。

1929 年美国金融危机,最早推动了有关金融危机与货币政策关系的研究,代表性的人物如奥地利经济学派米塞斯 (Mises)、哈耶克 (Hayek) 和罗斯巴德 (Rothbard),货币主义者弗里德曼 (Friedman) 和施瓦兹 (Schwartz),以及明斯基 (Minsky) 和金德尔伯格 (Kindleberger) 等,他们的研究都基于不同的角度和视角,直接考察了金融危机与货币政策的关系。

20 世纪 70 年代末,克鲁格曼 (Krugman) 的第一代金融危机理论,指出扩张性的宏观经济政策和固定汇率之间的不协调是导致货币金融危机的根源。此后,20 世纪 90 年代,在欧洲货币体系危机和亚洲金融危机下发展起来的第二代金融危机理论和第三代金融危机理论,逐渐从强调宏观经济基本面因素过渡到强调微观因素;尤其是第三代金融危机理论,完全跳出了以往宏观经济分析的框架。虽然第三代金融危机理论在对微观经济主体行为的分析中,都涉及货币政策的角色,如流动性危机理论、孪生危机理论、紧缩货币政策引致危机理论以及资产泡沫化危机理论,但是货币政策在金融危机理论中的地位明显下降。

2007 年美国金融危机的爆发,使得货币政策这一视角再度引起学者们的关注,有关金融危机与货币政策关系的理论再次成为学者们研究的热点。对金融危机与货币政策关系的研究,有助于从货币政策这一视角,进一步深入和拓展金融危机理论,更好地实现金融危机的货币政策治理,并有助于制定合理的货币政策以最大限度地避免金融危机。

(二) 现实意义

纵观世界经济发展史,银行危机、股市危机、债务危机、货币危机等各种形式的金融危机频频爆发,从 17 世纪荷兰的郁金香热,到 18 世纪英国的南海泡沫事件、法国的密西西比泡沫事件,再到 1929 年美国股市大崩溃引发的金融危机。尤其是 20 世纪 70 年代以来,金

融危机此起彼伏，金融市场剧烈动荡，日本以及挪威、芬兰、瑞典等北欧国家以及 OECD 大多数国家都不同程度地遭受了金融危机的冲击。20 世纪末的亚洲金融危机刚刚平息，21 世纪初的美国金融危机即再行肆虐。美国金融危机阴霾未散，欧洲债务危机又接踵而至，愈演愈烈。而且，伴随着经济和金融全球化进程日益加速的发展，金融危机的国际传染性明显增强，通过贸易、金融等各种渠道在全球范围内大肆传染。2007 年金融危机在美国爆发后，迅速波及全球多个国家和地区。

当前，我国经济运行整体状况良好，但仍然存在着很多不稳定的因素，这些因素的长期积累甚至可能引发金融危机。比如，我国股票市场和房地产市场的资产价格在最近几年表现出明显的波动性，其中房地产价格自 2006 年以来持续高涨；后危机时期，通货膨胀和房地产价格压力巨大，房地产价格存在泡沫风险，地方融资平台贷款风险显现，系统性金融稳定受到威胁。而且，其他国家的金融危机，也很可能通过各种途径传导至我国。

深入研究和剖析美国金融危机与货币政策的关系，借鉴其成功和失败的经验教训，对我国以及全球具有很大的现实意义，有助于各国央行制定合理的货币政策，维持本国金融市场的稳定，最大限度地避免危机的产生，确保金融稳定和经济持续健康发展；也有利于各国在金融危机期间制定合理的货币政策，有效应对金融危机和经济衰退，快速实现经济复苏。

第二节 文献综述

迄今，国内外学者关于金融危机与货币政策关系的研究已经取得了诸多丰硕的成果，笔者将已有研究归纳为三个方面：第一，危机前不合理的货币政策是不是引发金融危机的主要原因？第二，金融危机期间应采取什么样的货币政策以治理危机？第三，金融危机后货币政策应如何改革以最大限度地预防金融危机？