

教育部人文社会科学研究规划基金项目（10YJA790090）成果

The New Frame of Monetary Policy
Keeping away from the Asset Inflation

防范资产型通货膨胀的 货币政策新框架

李健 邓瑛/著



 中国金融出版社

教育部人文社会科学
研究规划基金项目（10YJA790090）成果

防范资产型通货膨胀的 货币政策新框架

The New Frame of Monetary Policy
Keeping away from the Asset Inflation

李健 邓瑛 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 王 君

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

防范资产型通货膨胀的货币政策新框架 (Fangfan Zichanxing Tonghuo Pengzhang de Huobi Zhengce Xinkuangjia) / 李健等著. —北京：中国金融出版社，2014. 1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7255 - 2

I. ①防… II. ①李… III. ①通货膨胀—研究—中国②货币政策—研究—中国 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 313113 号



出版 中国金融出版社

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 10.75

字数 186 千

版次 2014 年 1 月第 1 版

印次 2014 年 1 月第 1 次印刷

定价 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7255 - 2/F. 6815

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

编辑部邮箱: jiaocaiyibu@126.com

前言

改革开放以来，中国共经历了五轮通货膨胀，分别为1998年、1994年、2004年、2007年和2010年。前三次通货膨胀具有明显的需求拉动型特征，2007年以后的物价上涨其需求拉动特征并不显著，却具有明显的成本推动特征：一是2007年美国次贷危机爆发后引发全球金融动荡，中国的经济增长在温和减速的同时CPI出现了上升；二是经济复苏过程中并未出现以往通货膨胀发生时煤电油运紧张的情况；三是国内原材料、劳动力等价格上涨，导致工业企业生产成本大幅上升。因此，国内许多研究认为应从“供给面”进行解释，将2007年后的通货膨胀分为两类：一是输入型通货膨胀，认为国际大宗商品价格上涨通过进口品价格等途径传导至国内；二是劳动力成本上涨，认为中国正在经历刘易斯拐点，低端劳动力供需紧张导致劳动力成本持续上涨，推动国内价格水平上涨。

虽然许多研究从供给面的角度可以解释近几年通货膨胀的一系列具体原因和传导机制，但如果着眼于整体价格体系的变动态势，这些解释仍然缺乏足够说服力。首先，在2007年后的通货膨胀中，劳动力等生产要素成本上升固然可以部分解释CPI的上涨，但显然不能解释以房价为代表的各类资产价格的快速上升。其次，国际大宗商品价格上涨对国内生产者价格以及CPI中非食品价格的上涨影响较为显著，但对带动CPI上升的主要因素食品价格上涨的解释力不足。另外还有一些研究使用通胀预期来解释，认为长期负利率引发了通胀预期，通胀预期刺激相关商品的投机需求，最终推动价格水平上涨。但是通胀预期是如何产生，又是如何影响各类生产要素价格的？现有的研究无法清楚说明这些疑问。可以说，2007年以后中国通货膨胀的产生有成本推动、预期推动，以及需求拉动等各种因素交织在一起，单从某一个方面的成因无法准确解读，需要我们突破传统的通货膨胀形成机理与治理范式，以更广阔的视野来考量后危机时代出现的新问题。

因此，我们将目光聚焦在后危机时期的两大显著特征：高货币化现象与资产价格的快速上涨。危机以来，在力度空前的扩张政策刺激下，无论是以美国

为代表的股市，还是以中国为代表的房市，资产价格率先“复苏”且力度最大，这是量化宽松政策刺激下复苏路径的显著特点。我们用“资产型通货膨胀”来界定这一新现象，即：货币量过多的反映更多地体现在资产类物品（如房屋、保值品、股票等）的价格上涨中，从而为研究后危机时代的通货膨胀问题找到了一个较好的突破口。

与此同时，金融危机的爆发也使得货币政策受到前所未有的挑战。全球金融危机之前，无论经济学家还是政策制定者均认为大量的理论和实证研究已经使得货币政策成为一门科学。自20世纪80年代以来的“大缓和”标志着货币政策在全球范围内的空前成功。然后始料未及的金融危机使央行的货币政策方略遭到严重质疑，危机之后关于货币政策实践的争论，尤其是货币政策是否应该关注资产价格的论战，更是愈演愈烈。

基于此，我们尝试在防范资产型通货膨胀的货币政策框架方面做一些探索性的研究。本书以金融危机后过量货币投放引起资产价格的超调现象作为研究的起点，深入剖析资产价格对通货膨胀的传递机理和动态效应，揭示资产型通货膨胀演进的一般规律及其与货币政策之间的双向关系，并制定出应对资产型通货膨胀的货币政策框架。

本书共分为八章。前三章是对研究对象“资产型通货膨胀”的概念界定与特征解析。第四章从货币的媒介职能和资产职能分析入手，研究货币的交易性需求和资产性需求及其作用，探讨货币量与资产价格之间的关系，论证资产型通货膨胀的形成机理。第五章是国际经验的比较研究，选择日本的泡沫经济、美国的次贷危机、中国2003年以来的资产价格波动为样本进行研究，重点从货币总量这个全新的角度来审视房地产价格超调和资产型通货膨胀发生的根源。第六章以货币结构为切入点研究了货币冲击后房地产价格和物价不同步上涨的原因。通过刻画货币结构的时间和空间两个维度，构建货币的资产化比率和非实体化比率两个指标，对中国的货币结构与房地产价格、物价之间的非线性关系进行了实证分析。第七章探索建立应对资产型通货膨胀的货币政策框架，以“一个支柱、两个辅翼”推进房地产价格软着陆，力图解决中国货币政策决策与效果评价中的理论和实践难题。第八章总结了全书的研究结论和未来进一步研究的方向。

本书在写作的过程中得到了众多专家学者的建议和帮助。感谢中国人民大学沈伟基教授、中国国际金融学会吴念鲁教授、中国社会科学院何德旭教授和中央财经大学的郭田勇教授对本书的初稿提出的宝贵意见，他们在货币理论方

面的深厚造诣和真知灼见为我们的修改工作提供了启发,也十分感谢中央财经大学金融学院的各位同事,他们对本书的完成给予了有力支持。感谢中国金融出版社的王效端主任、王君编辑,得益于她们辛勤与细致的工作态度、良好的职业素养,本书的出版才能顺利实现。

李健 邓瑛

二〇一三年冬于北京

资产型通货膨胀是近 30 年出现的新现象。随着 2008 年金融危机发生,使得各国政府都推出了大规模经济刺激计划,采取了以大规模货币刺激大为金融体系“补血”的情境,由此引发了金融风险的特质化与货币化,增加了全球货币政策多重调整的难度与货币范围内的通胀压力,加剧了流动性过剩和货币贬值的风险。在货币超发的刺激下,中国出现了资产价格的大幅度上涨。由于房地产价格膨胀往往与流动性过剩紧密相连,房地产价格更易于成为流动性过剩而通货膨胀的先行指标。同时,人们的货币支出结构中购房和投资已成为主体,货币的资产职能空前强化。如果我们把巨额货币存量与资产价格普遍上涨这两个现象结合起来考虑,就可以得出一个“资产型通货膨胀”的新概念,即货币量过多的反映更多体现在资产类物品价格大幅上涨中。

本书以此为线索,回顾了国内外关于通货膨胀、资产价格与货币政策的相关研究,探讨了传统实物型通货膨胀和资产型通货膨胀的区别,针对中国及其他国家的数据对后危机时期资产型通货膨胀的形成、演进及向实物型通货膨胀的传导机制进行了理论与实证分析,从货币总量和货币结构两个视角剖析了货币政策与资产型通货膨胀的双向关系,并在此基础上提出了治理资产型通货膨胀的货币政策新框架,形成得出了如下主要研究结论:一是扩展了传统的物价上涨、通货膨胀定义,给予通货膨胀更为精准的分类,包括实物型通货膨胀和资产型通货膨胀;二是论证了在后危机时期,房地产价格上涨的实体经济推动因素不足,最重要的还是货币推动因素;三是解析了货币结构的改变对价格体系的冲击作用,提出应特别关注货币结构对不同类通货膨胀的引致作用;四是提出了完善中央银行“单一目标”模式的政策目标体系的政策建议,认为应将资产价格和货币资产化比率作为货币政策的跟踪和监测指标,同时辅以中央银行的功能性改革与宏观审慎监管、更均匀的货币政策反应周期等以构建治理资产型通货膨胀的货币政策新框架,防止资产型通货膨胀向实物型通货膨胀的传导和转化。

本书的创新主要体现在:一是在理论上打通了宏观货币理论与微观金融理

内容摘要

资产型通货膨胀是近 20 年出现的新现象。数次全球性金融危机的发生,使得各国政府都推出了大规模经济刺激计划,采取了以大规模货币刺激去为金融体系“补血”的措施,由此引发了金融风险的财政化与货币化,增加了全球经济政策多重调整的难度与世界范围内的通胀压力,加剧了流动性泛滥和货币贬值的风险。在货币超发的刺激下,中国出现了资产价格的大幅上涨。由于房地产价格膨胀往往与流动性充裕紧密相连,房地产价格更容易成为流动性进而通货膨胀的先行指标。同时,人们的货币支出结构中购房和投资已成为主体,货币的资产职能空前强化。如果我们把巨额货币存量和资产价格普遍上涨这两个现象结合起来考虑,就可以得出一个“资产型通货膨胀”的新概念,即货币量过多的反映更多体现在资产类物品的价格上涨中。

本书以此为线索,回顾了国内外关于通货膨胀、资产价格与货币政策的相关研究,辨析了传统实物型通货膨胀和资产型通货膨胀的区别,针对中国及其他国家的数据对后危机时期资产型通货膨胀的形成、演进及向实物型通货膨胀的传导机制进行了理论与实证分析,从货币总量和货币结构两个视角剖析了货币政策与资产型通货膨胀的双向关系,并在此基础上提出了治理资产型通货膨胀的货币政策新框架,由此得出了如下主要研究结论:一是扩展了传统的物价上涨、通货膨胀定义,给予通货膨胀更为精准的分类,包括实物型通货膨胀和资产型通货膨胀;二是论证了在资产泡沫积聚时期,房地产价格上涨的实体推动因素不足,最重要的还是货币推动因素;三是解析了货币结构的改变对价格体系的冲击作用,提出应密切关注货币结构对不同类型通货膨胀的引致作用;四是提出了变革中央银行“单一目标”模式的政策目标体系的政策建议,认为应将资产价格和货币资产化比率作为货币政策的跟踪和监测指标,同时辅以中央银行的功能性改革与宏观审慎监管、更均匀的货币政策反应周期等以搭建治理资产型通货膨胀的货币政策新框架,防止资产型通货膨胀向实物型通货膨胀的传导和转化。

本书的创新主要体现在:一是在理论上打通了宏观货币理论与微观金融理

论的内在联系渠道，重新论证了通货膨胀理论，扩展了现有货币政策的研究范式；二是提出防范货币政策引致金融危机的新观点，并从结构视角论证了货币结构对不同价格体系的冲击作用。

关键词：通货膨胀 资产型通货膨胀 货币政策 房地产价格

Abstract

The asset inflation is a new phenomenon in recent decades. After several global financial crises, each government brought about plans stimulating the economy, adopting easy monetary policy to secure the financial system, which resulted in monetization of financial risk, increased the adjusting difficulty and global inflation pressure, pricked up the risk of excess liquidity and money devaluation. Under this background, asset prices in China have increased sharply. Since the inflation of housing prices is linked closely with the excess liquidity, housing prices are more ready to be the leading indicator of inflation. Meanwhile, the major expenditures are purchase and investment in houses, and the capital function of money is more strengthened. If we combine the substantive money stock and the rise of asset inflation, we can get the new concept of "asset inflation", i. e. , the excess money is reflected in the increase of asset prices.

This study based on the background, reviewed international literatures regarding inflation, asset prices and monetary policy, analyzed the difference between the traditional inflation insubstantial economy and asset inflation, made theoretical and empirical analysis on the formation, evolution and transmit mechanism to the substantial economy of asset inflation in the post - crisis era with data in China and other countries, explored the bidirectional relation between monetary policy and asset inflation from point of view of both money stock and money structure, and presented the new monetary policy frame keeping away from the asset inflation. Therefore, this study has come to the following conclusions.

Firstly, this study extended the traditional definition of commodity price rise and inflation, set inflation into more accurate catalogue which includes inflation in the substantial economy and asset inflation. Secondly, this study has proved that the most important factor that pushed up housing prices in the asset bubble period is money stock instead of the real economy. Thirdly, this study analyzed the impact of changes in money structure to the price system, and presented that we should pay close attention to the role of money structure played in the different inflations. Fourthly, this study posted the policy recommendations, such as reforming the single object model

of central banks, setting asset price and the ratio of capitalization of money as a supervisory index of monetary policy, establishing the new frame of monetary policy keeping away from asset inflation to inflation in substantial economy, with the functional reform of central banks and macro - prudential supervision as well as more symmetrical policy responding period.

The innovation of the study is as follows. On one hand, it set up a connection channel between macro monetary theory and micro financial theory, revised the inflation theory and expanded current paradigm of monetary policy study. On the other hand, it put forward a new viewpoint of keeping away from financial crisis resulted from monetary policy and demonstrated the impact of money structure to different price systems.

Keywords: Inflation, Asset Inflation, Monetary Policy, Housing Prices

目 录

1 导论	1
1.1 选题背景	1
1.1.1 后危机时期全球量化宽松政策加剧了流动性过剩	1
1.1.2 中国资产价格的“超调”现象引人注目	4
1.1.3 资产型通货膨胀成为金融危机后亟须应对的问题	5
1.2 研究意义	6
1.2.1 理论意义	6
1.2.1 现实意义	6
1.3 目前国内外研究的现状和趋势	7
1.3.1 资产型通货膨胀概念的提出	7
1.3.2 资产价格与通货膨胀关系	8
1.3.3 资产型通货膨胀与货币之间的关系	8
1.3.4 应对资产型通货膨胀的货币政策	9
1.4 研究对象与研究目的	10
1.4.1 研究对象	10
1.4.2 研究目的	11
1.5 研究思路与结构安排	11
1.5.1 实物型通货膨胀和资产型通货膨胀的异同比较	11
1.5.2 资产型通货膨胀的形成和传导机理	13
1.5.3 资产型通货膨胀的国际比较研究与中国的经验研究	13
1.5.4 货币结构与房地产价格、物价的非线性关系研究	13
1.5.5 治理资产型通货膨胀的货币政策框架	14
1.6 研究方法	14
1.6.1 并重理论模型分析与逻辑推演	14
1.6.2 综合运用各种计量分析和模拟分析方法	14
1.6.3 注重案例分析和比较研究方法	15
1.7 创新之处	15
1.7.1 研究视角独特	15
1.7.2 研究内容系统	15

1.7.3 研究方法创新	16
2 资产型通货膨胀与货币政策范式转变：文献综述	17
2.1 资产型通货膨胀的特点	17
2.2 资产型通货膨胀的产生机理	19
2.2.1 理论研究	19
2.2.2 经验研究	21
2.2.3 国内的研究动态	22
2.3 资产型通货膨胀的促成因素：货币及流动性的作用	23
2.3.1 增强的看涨预期	23
2.3.2 内生的流动性推动	25
2.4 如何建立应对资产型通货膨胀的货币政策新框架	28
2.4.1 通过预期管理加强货币政策的有效性	28
2.4.2 利用改进的货币政策规则防范资产型通货膨胀	29
2.4.3 编制包括广义 CPI 指数在内的更加全面的指标体系	29
2.5 本章小结	33
3 实物型通货膨胀和资产型通货膨胀的异同比较	35
3.1 实物型通货膨胀和资产型通货膨胀的相同点	35
3.1.1 产生的本源相同	35
3.1.2 对经济的终极影响相同	37
3.2 实物型通货膨胀和资产型通货膨胀的区别	38
3.2.1 两者的反映和表现不同	38
3.2.2 两者的产生原因及机理不同	41
3.2.3 两者对经济的影响不同	44
3.2.4 两者的治理方法不同	47
3.3 本章小结	49
4 资产型通货膨胀的形成和传导机理	51
4.1 货币政策对房地产价格传导的理论分析	51
4.1.1 货币政策对房地产价格的货币供应量传导渠道	52
4.1.2 货币政策对房地产价格的利率传导渠道	54
4.1.3 货币政策对房地产价格的信贷传导渠道	59
4.2 房地产价格变动对宏观经济的影响	61
4.2.1 房地产价格变动对消费的影响	61

4.2.2	房地产价格变动对投资的影响	63
4.2.3	房地产价格变动对通货膨胀预期的影响	64
4.3	房地产价格对通货膨胀的传导机制	64
4.3.1	相关文献回顾	65
4.3.2	房地产价格变动对通货膨胀的影响机制	68
4.3.3	通货膨胀对资产价格的影响机制	75
4.3.4	资产型通货膨胀的扩散机制	79
4.3.5	房地产价格与通货膨胀关系小结	81
5	推动房地产价格上涨的货币因素研究：国际比较分析	82
5.1	相关文献回顾	85
5.2	房地产价格上涨与货币量关系的理论解析	88
5.2.1	从货币需求角度分析	88
5.2.2	从货币供给角度分析	89
5.2.3	从信贷过程的角度分析	89
5.2.4	从动态价格调整的角度分析	90
5.3	实证检验：基于协整 VAR 的货币冲击模型的分析	91
5.3.1	计量模型	92
5.3.2	数据选取	93
5.3.3	单位根检验	95
5.3.4	货币量—房地产价格双变量协整检验	97
5.3.5	格兰杰因果检验	97
5.3.6	影响房地产价格诸因素的脉冲响应函数	98
5.4	结论与政策启示	103
6	货币结构与房地产价格、物价的非线性关系研究	105
6.1	相关文献回顾	106
6.2	理论分析与经验模型	109
6.2.1	理论分析	109
6.2.2	经验模型	112
6.3	实证分析	114
6.3.1	研究假说	114
6.3.2	研究方法与数据构成	115
6.3.3	门限模型对货币结构时间维度的实证分析	115
6.3.4	VAR 模型对货币结构空间维度的实证分析	117

6.4 结论与政策建议	120
7 治理资产型通货膨胀的货币政策框架：基于中国实际	123
7.1 构建包含房地产价格在内的动态核心 CPI，提高货币政策制定的精确性	124
7.1.1 资产价格与通货膨胀测度的关系	124
7.1.2 中国房地产价格对通货膨胀测度的影响分析	126
7.1.3 包含房地产价格在内的动态核心 CPI 的改进	128
7.2 均匀货币政策反应，提高政策的稳定性和可持续性	130
7.2.1 灵活运用数量型工具，从源头上控制货币数量的增长	131
7.2.2 高效运用价格型工具，持续改进货币政策规则	134
7.3 理顺功能性改革，加强宏观审慎监管与逆周期调控	138
7.3.1 功能性改革：平衡金融稳定与经济增长之间的关系	139
7.3.2 货币政策应纳入宏观审慎监管的内涵	140
7.3.3 宏观审慎监管应加强对房地产价格逆周期的调控	141
7.4 推进房地产价格软着陆，防控经济陷入滞胀泥潭	141
7.4.1 房地产价格持续高涨会将中国经济拖入“滞胀”泥潭	142
7.4.2 依托市场机制逐步化解住房需求压力，实现房地产价格的软着陆	143
7.4.3 实现房地产价格的软着陆需要从结构调整视角实现货币政策与财税政策的组合	144
7.5 加强国际合作，共同应对资产价格泡沫	145
7.5.1 必须科学设定各国货币总量控制标准并严格执行	145
7.5.2 建立国际间的协调机制，避免监管套利和负的外部性	146
7.5.3 构建多层次合作体系，推动更具约束力的合作机制	149
8 研究结论及展望	152
参考文献	154

1

导论

1.1 选题背景

1.1.1 后危机时期全球量化宽松政策加剧了流动性过剩

2008 年国际金融危机爆发以来，各国政府都推出大规模经济刺激计划，采取了以大规模货币刺激去为金融体系“补血”的措施。我们可以看到，美国自 2009 年以来共推出了 4 轮量化宽松政策，而在 2012 年，英国、日本及欧洲中央银行都实施了直接向市场注资的政策（见表 1-1、表 1-2），但这并没有解决危机的深层次根源，却引发了金融风险的财政化与货币化，增加了全球经济政策的多重调整的难度与世界范围内的通胀压力，加剧了流动性泛滥和货币贬值的风险。在外部压力的冲击下，中国也实施相对宽松的货币政策，客观上形成了巨额的货币存量，2013 年 3 月末 M_2 余额 103.61 万亿元，首次超过 100 万亿元大关，其中准货币占比 70%（见图 1-1），人们的货币支出结构中购房和投资已成为主体，货币的资产职能空前强化。

表 1-1 美国 2008 年以来历次量化宽松政策

国家	历次操作	时间	措施	市场反应
美国	首轮量化宽松 (QE1)	2008 年 11 月至 2010 年 4 月	美联储在首轮量化宽松政策的执行期间共购买了 1.725 万亿美元资产	QE1 把华尔街的金融公司从破产边缘拯救了出来，而美国经济仍在苦苦挣扎。虽然道琼斯工业指数大幅上涨，但美国就业率没有根本改善

续表

国家	历次操作	时间	措施	市场反应
美国	第二轮量化宽松 (QE2)	2010 年 11 月至 2011 年 6 月	美联储第二轮量化宽松总计将采购 6 000 亿美元的资产	此一轮政策吹大货币泡沫, 世界各国纷纷采取紧缩政策对抗
	美联储推出开放式量化宽松 (QE3)	2012 年 9 月至 “以美联储认为经济形势令人满意作为终点”	美联储将每月购买 400 亿美元机构抵押贷款担保债券, 并视情况决定额外采购额度	大宗商品价格上涨
	第四轮量化宽松 (QE4)	2012 年 12 月 12 日开始	每月采购 450 亿美元国债的 QE4, 俨然向全球金融市场输出通胀	黄金、原油及其他大宗原材料价格都出现了下跌的趋势

表 1-2 英国、日本和欧洲 2008 年以来的量化宽松政策

	时间	措施	市场反应
英国	2009 年 3 月 11 日	英格兰银行当天通过逆向拍卖的方式从保险公司、养老金和投资基金等机构手中购得价值 20 亿英镑的 5~9 年期国债	英国经济恢复增长, 首轮量化宽松政策稳定经济并改善了金融业信心, 发挥了理想的效果
	2011 年 10 月 6 日	将量化宽松规模从之前的 2 000 亿英镑 (约 3 080 亿美元) 增加至 2 750 亿英镑 (约 4 240 亿美元), 并将基准利率维持在 0.5% 的历史低点	消费价格指数到 2012 年 12 月下降到了 4.2%, 且短期仍有走低的可能
	2012 年 2 月 9 日	规模扩大 500 亿英镑至 3 250 亿英镑, 同时继续维持当前 0.5% 的基准利率不变	
	2012 年 7 月 5 日	规模扩大 500 亿英镑至 3 750 亿英镑, 同时维持基准利率于 0.5% 不变	
日本	2010 年 10 月	日本央行在 2010 年 10 月的货币政策会议上决定, 实施总额为 5 万亿日元的金融资产购买计划, 并以固定利率、资金供给担保等形式为市场提供 30 万亿日元流动性	在日本经济开始出现复苏信号时, 对刺激需求、防止通胀以及稳定金融市场起到了一定作用, 极低的利率水平有利于日本经济复苏

续表

	时间	措施	市场反应
日本	2011 年 3 月 14 日	资金池扩大 5 万亿日元, 至 40 万亿日元	
	2011 年 8 月 4 日	将资产购买以及有担保市场操作的资金规模从 40 万亿日元提高至 50 万亿日元, 将资产购买规模自 10 万亿日元提高至 15 万亿日元; 将有担保市场操作规模提高至 35 万亿日元	
	2011 年 10 月 27 日	资产购买计划扩大 5 万亿日元, 总额达到 55 万亿日元	
	2012 年 2 月 14 日	资产购买规模扩大 10 万亿日元, 总额增加至 65 万亿日元, 增购的部分将全用于购买日债	扭转了日元升值的态势, 同时使得市场对于央行将“不遗余力”扭转通缩的预期不断升温
	2012 年 4 月	维持无担保隔夜拆款利率在 0~0.1% 的区间不变, 同时将资产购买计划规模扩大至 70 万亿日元 (约合人民币 5.44 万亿元)	
	2012 年 9 月	再次宣布新增 10 万亿日元 (约 1 264 亿美元) 资金, 一半用来购入短期国债, 一半用来购入长期国债, 并维持基准利率在 0~0.1% 的水平不变	
	2012 年 12 月	资产收购基金额度再增加 10 万亿日元 (约合人民币 7 400 亿元) 至 101 万亿日元	
欧洲	2011 年 12 月	欧洲央行以 1% 的利率推出了首期无限制的三年期长期再融资计划 (Long-Term Refinancing Operation, LTRO), 为 523 家欧洲银行提供了 4890 亿欧元的三年期贷款	具有稳定市场的作用, 但由于欧洲经济结构的异质性、多边政府的政治影响、欧洲央行职能机器政策操作的特性等问题, 非常规货币政策作用的发挥受到制约。而对于量化宽松政策本身, 非但无法触动欧元区结构性失衡和治理机制不健全等根本性问题, 短暂的金融市场反弹更是掩盖了实质性的恶化
	2012 年 2 月	欧洲央行再施援手, 启动第二轮三年期 LTRO, 为 800 家欧洲银行提供了 5 295 亿欧元贷款	
	2012 年 9 月	当西班牙国债收益率再创新高之后, 欧洲央行祭出了又一“杀手锏”——直接货币交易, 即在成员国提出购债申请并符合条件后, 欧洲央行将在二级市场上直接购买该国债券	