



新常态下的 金融运行与央行履职

周学东◎主编

Financial Operation and Central Bank's Duty under
China's New Normal



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

周学东◎主编

新常态下的 金融运行与央行履职

Financial Operation and Central Bank's Duty under
China's New Normal



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

新常态下的金融运行与央行履职/周学东主编. —北京: 经济管理出版社, 2016. 9
ISBN 978-7-5096-4512-3

I. ①新… II. ①周… III. ①金融运行—研究—中国 ②中国人民银行—工作—研究
IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 168912 号

组稿编辑: 宋 娜
责任编辑: 宋 娜
责任印制: 黄章平
责任校对: 超 凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: <http://www.E-mp.com.cn>

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 10.5

字 数: 200 千字

版 次: 2016 年 9 月第 1 版 2016 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4512-3

定 价: 88.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

学术指导委员会

主任：李 超 周学东

委员：单 强 姜再勇 贺同宝 杨 立 付喜国
严宝玉 刘玉苓

专家委员会

主任：付喜国

委员：林晓东 董洪福 史炳栋 赵 宏 袁新峰
毛笑蓉 雷晓阳 王远志 余 剑

专家委员会办公室

余 剑 李宏瑾 李 佳 孙 丹 苏乃芳

序 言

2015年，世界经济仍处于深度调整之中，复苏动力不足，推动增长、增加就业、调整结构成为国际社会共识。同时，我国经济发展进入新常态，经济下行压力加大，经济发展中深层次矛盾凸显。认识新常态、适应新常态、引领新常态，是当前和今后一个时期我国经济发展的大逻辑，也是中央银行工作的出发点和立足点。面对错综复杂的国内外经济、金融环境，央行需要创造性地做好宏观调控和金融改革、发展的稳定工作，进一步提升履职水平，这就要求我们开阔视野、创新思路，同时深入调研、积极思考，为科学决策提供重要参考。

一年来，中国人民银行营业管理部认真贯彻中国人民银行工作会议精神，紧密围绕营业管理部的中心工作内容，组织开展了2015年度跨部门联合研究工作。2015年度联合研究工作围绕“新常态下的金融运行与央行履职”这一主题，共有八项课题获准立项。经过同志们的攻坚克难，八项课题已经顺利完成。

其中，课题“货币政策变化对我国跨境资金流动的影响”紧跟后金融危机时期世界经济运行总体趋势，全面回顾了发达国家货币政策的周期性变化，分析其对包括我国在内的新兴市场跨境资金的影响，并就未来全球货币政策分化对我国跨境资金流动规模、波动性等进行预测、评估。课题思路清晰，实证分析严谨，政策建议深入，有助于全面了解跨境资金流动基本规律，拓宽跨境资金流动管理路径，为新常态下合理利用外资提供了新的思路。

课题“我国中长期投资趋势研究”紧抓新常态下经济增长动力问题，回顾了国内外关于投资、经济增长以及二者关系的相关理论，重点研究了投资资金的来源——我国高储蓄率的来源以及如何保持高储蓄率给投资提供资源支持的问题和投资效果——资本深化与劳动生产率之间的影响关系的问题，最后通过结合国际、国内的产业投资经验，对未来如何转变投资方向、提高投资效率提出建议。课题理论底蕴深厚，实证讨论全面，切入点与供给侧改革理论高度契合。

课题“利率市场化进程中的商业银行利率定价机制转型问题研究”立足于利率市场化背景下的金融资源配置效率提升及货币政策框架转型的问题，在回顾国外商业银行贷款定价方法的基础上，详细介绍国内商业银行利率定价机制的现状，深入剖析利率定价机制转型面临的问题，然后基于宏观数据对利率传导机制



的有效性进行实证研究，最后就利率市场化条件下商业银行利率定价机制的完善和货币政策转型提出政策建议。课题从大处着眼，紧密围绕新常态下金融改革这一重要主题，从小处着手，针对商业银行微观利率定价机制建设问题展开研究，逻辑思维严密，调研深入务实，研究方法得当，为新常态下的货币政策调控提供了重要参考。

课题“新常态下商业银行资本、信贷行为与经济周期关系”对商业银行的资本缓冲调整行为、银行信贷行为以及存贷款溢价情况与经济周期波动的关系进行了理论分析和实证研究，指出在新常态下不仅要关注经济波动对以商业银行为中心的金融体系的影响，更要关注商业银行资本缓冲、信贷行为和利率价格行为对经济周期的反作用，并就利率市场化条件下提高货币政策调控效率，更好地实现稳增长、调结构的总体目标提出了政策建议。课题目标明确，理论基础扎实，实证分析详尽，研究结论对宏观调控具有很强的参考价值。

课题“新常态下影子银行体系脆弱性及其治理”在推动金融创新、防范和缓解金融风险的总体思路下，针对影子银行实体的脆弱性展开分析，在将我国影子银行实体或业务按经济功能分为四类的基础上，详细分析了各类影子银行机构的脆弱性，并据此分别提出了治理工具的选择建议。课题研究角度新颖，资料来源广泛，数据时效性强，建议具体可行。

课题“股权众筹中的投资者保护问题研究”在互联网金融总体框架下，围绕股权众筹问题展开研究。课题详细介绍了股权众筹的基本理论和发展现状，并结合案例详细分析股权众筹中的投资者权益受侵害的具体类型，阐述股权众筹投资者保护中的国内监管现状和国际监管经验，最后就构建股权众筹中的投资者权益保障体系提出政策建议。课题选题具有新意，案例分析详细，政策建议深入，能够为行业相关规则设计提供强有力的理论支撑和鲜明的方向指引。

课题“新常态下金融服务支持小微企业发展研究”概述了经济新常态下发展小微企业的重要意义及面临的主要挑战，总结归纳了北京地区金融服务支持小微企业的主要做法，分析其取得的成效和存在的问题，最后提出政策建议。课题紧扣金融支持小微企业发展这一热点问题，分析视角独特，资料可靠翔实，政策建议针对性强，对中国人民银行（以下简称央行）的工作具有重要的现实指导意义。

课题“支持科技创新的财政与金融政策协同问题研究”全面回顾了支持科技创新的财政和金融政策现状，剖析了当前财政、金融政策协同过程中存在的问题，最后就构建财政、金融政策协同的机制框架提出政策建议。课题紧扣新常态下经济增长动力的转换问题，围绕政策支持科技创新这一议题，从财政政策和金融政策的协同性入手展开研究，选题独辟蹊径，资料丰富翔实，能够为科技金融

政策和财政政策制定与央行信贷政策的有效落实提供理论支撑和政策参考。

总体来看，联合研究工作的顺利开展为服务首都经济发展、服务社会公众发挥了积极作用。本次将 2015 年度联合研究课题成果结集出版，旨在加强部门之间的交流与借鉴，进一步聚合行业内调研资源，拓展调研深度和广度，提升调研水平。同时，我们也期待着读者的反馈，以推动央行经济金融理论和政策研究的深化和发展，促进联合研究工作的进一步完善。

博观而约取，厚积而薄发。央行营业管理部将继续扎实推进联合研究工作，求真务实，开拓创新，力争形成高水平的课题研究成果，同时注意加强研究成果的转化利用，为新常态下科学决策提供重要依据，提升央行履职能力，助推首都经济发展。



2016 年 6 月

目 录

货币政策变化对我国跨境资金流动的影响 / 1

一、国内外实证研究现状 / 1

二、主要发达国家货币政策变化及传导机制 / 3

三、主要发达国家货币政策变化影响实证分析 / 8

四、未来发达国家货币政策变化及对新兴市场影响分析 / 23

五、结论和政策建议 / 26

我国中长期投资趋势研究 / 30

一、投资与经济增长的理论分析 / 30

二、投资与经济增长的实证分析：从投资来源（储蓄）看中长期投资趋势 / 38

三、改革开放以来我国的投资经验 / 45

四、投资运用（方向）存在的问题及中长期趋势 / 49

五、产业转型升级过程中的投资驱动 / 57

利率市场化进程中的商业银行利率定价机制转型问题研究 / 67

一、引言 / 67

二、国外商业银行贷款定价方法 / 69

三、我国商业银行利率定价机制现状：基于实地调研的分析 / 72

四、当前商业银行利率定价机制转型面临的问题 / 76

五、利率传导机制有效性的实证研究：基于宏观数据的分析 / 80

六、结论与政策建议 / 84

新常态下商业银行资本、信贷行为与经济周期关系 / 90

一、引言 / 90

二、文献梳理与研究假设 / 91



三、研究设计与实证检验 / 94

四、结论与政策建议 / 103

新常态下影子银行体系脆弱性及其治理 / 106

一、影子银行概念界定 / 106

二、新常态下我国影子银行的经济功能分类及脆弱性表现 / 107

三、治理工具建议 / 110

股权众筹中的投资者保护问题研究 / 113

一、绪论 / 113

二、股权众筹的基本理论 / 117

三、股权众筹中投资者被侵权的主要类型及案例分析 / 121

四、股权众筹投资者保护的监管现状和国际监管经验 / 128

五、政策建议 / 133

新常态下金融服务支持小微企业发展研究 / 136

一、宏观经济新常态下小微金融服务体系的内涵 / 136

二、北京市小微企业金融服务体系构建工作的实践与成效 / 141

三、小微企业金融服务体系构建中存在的问题 / 144

四、政策建议 / 146

支持科技创新的财政与金融政策协同问题研究 / 148

一、支持科技创新的财政和金融政策现状 / 148

二、当前财政金融政策协同中存在的问题 / 151

三、财政金融政策协同的机制框架 / 153

四、政策建议 / 155

货币政策变化对我国跨境资金流动的影响

20 世纪 30 年代经济大萧条前和 2008 年全球金融危机爆发前，美国均因宽松的货币信贷政策导致经济泡沫恶性膨胀，在经济泡沫导致消费价格上涨的压力下，货币不得不采取紧缩货币政策，从而捅破泡沫，经济危机因此爆发。周期性是历史变化和自然界的本质特征，历史在时间跨度足够长时会不断重复。我们的工作之一是通过历史对比发现发达国家货币政策周期性变化，及其对包括我国在内的新兴市场跨境资金的影响进行分析，并就未来全球货币政策变化对我国跨境资金流动规模、波动性等进行预测、评估，以期对我国外汇管理政策的调整提供借鉴。

一、国内外实证研究现状

（一）国外学者研究现状

蒙代尔和弗莱明在凯恩斯分析框架基础上构建了蒙代尔—弗莱明模型（MF 模型）。该模型认为在浮动汇率制下，积极的货币政策将增加本国产出，并通过实际汇率的贬值效应，降低外国的产出（Mundell, 1963; Fleming, 1962）。奥斯特里等和 IMF 用传导乘数这一指标衡量了国家间外溢效应的大小，最近的实证数据表明传导乘数在数量上较历史数据已经有所提高，反映了国家间贸易和金融联系的加深（Jonathan D. Ostry、Atish R. Ghosh, 2013; Ilzetzi、Jin, 2013; IMF, 2014）。这种乘数的变异与贸易和金融联系的强度有关，资本流动行为也随着时间表现出不同。在量化宽松政策的早期，新兴市场国家会拥有大规模的资本流入，在量化宽松政策收缩或退出时，新兴市场国家会经历大规模的资本流出。经济危机以来，也有许多学者讨论了在常规的资产定价模型的框架下，包括数量宽松和信贷宽松的非常规货币政策是如何影响汇率的（Fratzscher 等, 2013）。Menzie (2013) 认为，尽管发达国家非常规货币政策的实施可能会为全球市场带来更多的波动，但是这一政策能够通过促使新兴国家货币的再估值，有助于全球再



平衡。

实证研究方面，Peter Tillmann（2014）利用2007年8月至2013年3月的月度数据构建了Qual VAR模型来研究美国货币宽松（以下简称“QE”）对新兴市场国家跨境资金流的影响。研究发现：QE的冲击会导致流入新兴市场的跨境资金显著增加。Lim和Mohapatra等（2014）基于60个发展中国家自2000年第一季度至2013年第二季度的季度数据，建立了固定效应动态面板模型来研究美国的量化宽松货币政策对发展中国家资金流的影响。实证结果表明：量化宽松确实通过流动性、资产组合平衡和信心指数三个渠道引起了跨境资金流入的显著增加。此外，进一步的研究发现：量化宽松对不同项目资金流的影响存在异质性，证券投资流入比外商直接投资更加敏感。Ahmed和Zlate（2014）构建了新兴市场国家跨境资金流与美国非常规货币政策变量、全球风险厌恶系数、资本控制措施的数量等的固定效应面板模型，发现非常规货币政策对新兴市场国家的跨境资金流入有正向的影响。

（二）国内学者研究现状

目前，国内学者就发达国家货币政策变化对我国影响的研究多集中在美国货币政策变化对我国经济增长的研究，而就欧美日货币政策变化对我国跨境资金流动影响的研究较少，实证研究更少。柳光程（2013）认为量化宽松货币政策主要通过贸易渠道和金融渠道对经济运行产生影响。徐涛（2014）、中国人民银行西宁中心支行国际收支处课题组（2014）等研究认为美国量化宽松在短期内对我国资本流动波动影响较大，并对人民币的升值产生了较大压力。张利勇、刘东虎（2013）分析了发达国家量化宽松政策退出对我国跨境资金流动的影响机理，认为利率、汇率、大宗商品价格、投资者风险预期、经济需求和货币供给是主要影响路径。路妍、方草（2015）采用VAR模型对美国量化宽松货币政策调整对中国短期资本流动的影响进行实证分析，研究结果表明：美国实施及退出量化宽松货币政策以汇率、利率作为核心媒介作用于中国短期资本流动，并且其政策调整或退出会对中国短期资本流动造成一定的冲击。

此外，关于货币政策的外溢效应的研究也为货币政策分化对我国跨境资金流动产生影响提供了理论基础。李自磊、张云（2014）通过构建SVAR模型，对美国量化宽松政策与金砖四国的汇率、产出和通胀之间的动态关系进行了实证检验，实证研究结论表明，量化宽松政策对金砖四国的汇率、产出和通胀产生了显著影响，但由于四国在经济结构等方面存在差异，这种影响对四国而言也不尽相同。肖娱（2011）运用贝叶斯结构向量自回归（Bayesian SVAR）模型，检验了美国货币政策冲击对6个具有不同汇率制度的亚洲经济体的传导渠道。谢蓓

(2012) 认为美国的货币政策对中国经济产出及物价水平有一定的冲击,但相比对西方发达国家的影响,该冲击并不显著。美国货币政策对中国经济的冲击主要是通过贸易渠道发生作用,说明中国的经济对外贸易依存度仍然较高。

目前国内外就发达国家货币政策变化对包括我国在内的新兴市场跨境资金流动影响的文章相对较少,且多为定性研究,定量研究就更少。本文在梳理 20 世纪经济大萧条以来主要发达国家货币政策周期性变化的基础上,采取定性分析和定量分析相结合的方法,基于 2002 ~ 2013 年 25 个新兴市场国家的年度数据构建 Panel Data 模型,分析发达国家货币政策对包括我国在内的新兴经济体国际资本流动的影响。基于 2000 年 6 月至 2015 年 3 月的月度数据构建 VAR 模型,分析主要发达国家货币政策变化对我国短期跨境资金规模及波动的影响。最后,基于实证研究结果提出我国跨境资金管理的相关政策建议。

二、主要发达国家货币政策变化及传导机制

(一) 主要发达国家货币政策周期变化历程

1. 美国的货币政策变化

20 世纪经济大萧条以来,美国货币政策主要发生了以下几个方面的变化(见表 1):

表 1 美国货币政策的演变

时间	货币政策工具	货币政策实施
1934 ~ 1941 年	以存款准备金为主	1935 年《银行法》赋予了美联储变动法定存款准备金率的权利。为防止超额准备金带来信贷扩张,加强货币控制,美联储于 1936 年 8 月、1937 年 1 月和 1937 年 5 月分三次提高了法定存款准备金率。但这些紧缩政策也带来 1937 ~ 1938 年的经济萧条和高企的失业率,之后美联储使用这一工具更加谨慎
1942 ~ 1951 年	战争筹资和盯住利率	“二战”期间,为了降低财政部发行债券的国债成本,美联储采取盯住利率的政策:短期国债利率为 0.375%,长期国债利率为 2.5%。美联储实际上放弃了对货币政策的控制来满足政府的融资需要。战后,美联储继续盯住利率,一直到 50 年代初,盯住利率被取消



续表

时间	货币政策工具	货币政策实施
20 世纪 50 年代	以货币市场 状况为目标	20 世纪 50 年代开始, 美联储将货币市场状况作为货币政策指标, 包括短期利率和自由存款准备金。美联储认为自由存款准备金代表了银行体系闲置资金的数额, 货币市场状况准确的指示器, 美联储可通过公开市场来调节这一指标
20 世纪 60 年 代至 70 年代	盯住利率	这个时期美国奉行凯恩斯主义的经济政策, 认为利率处于中心环节, 用利率作为货币政策的中介目标。20 世纪 60 年代初, 美联储采取了宽松的货币政策, 以刺激经济恢复、增加就业。到了 60 年代中期, 美国通胀率从 1965 年的 2.3% 升至 1969 年的 6.1%。为此美联储采取了紧缩性的货币政策, 提高银行定期存款的限制利率, 并数次将贴现率从 4% 提高到 4.5%、6%。70 年代初, 美联储转而采取了扩张性的货币政策, 降低贴现率和法定准备金比率, 更多地关注货币供应量和银行信贷量, 但仍盯住利率
20 世纪 70 年 代末至 80 年代	盯住货币 供应量	20 世纪 70 年代后, 随着通货膨胀的加剧, 美国经济陷入停滞, 以弗里德曼为代表的货币学派逐渐取代了凯恩斯主义, 成为货币政策制定理论根据。1979 年美国调整货币政策, 以控制货币供应量 M1 增长率作为其货币政策的中介目标, 以抑制通胀作为首要调控目标, 实行紧缩性的货币政策。之后随着通胀的被控制, 1982 年美联储暂停公布 M1 的目标空间, 转而设定借入储备金目标。此后到 1987 年, 美联储放弃 M1 目标, 转向广义货币 M2
20 世纪 90 年代至 2008 年	盯住真 实利率	20 世纪 80 年代中期美联储放弃货币供应目标后, 美国的货币政策也发生了重大的调整, 实行以泰勒规则为理论基础、以实际利率为中介目标的中性化货币政策。从 1994 年以来, 美联储开始公布联邦基金目标利率, 并根据实际情况, 采取相应的政策工具, 及时调整利率目标。此后美联储的公开市场操作成为最重要和最常用的货币政策工具
2008 年国际 金融危机 之后	量化宽 松政策	2008 年全球金融危机爆发后, 美联储除了采取大幅降低基准利率、加大公开市场投放流动性的力度等传统政策手段外, 采取了量化宽松的货币政策, 即在实行零利率或近似零利率政策后, 通过购买国债等中长期债券, 增加基础货币供应量, 向金融市场注入大量流动性的一种特殊的货币市场干预方式。从 2008 年 11 月至 2014 年 10 月, 美联储先后实施三轮量化宽松货币政策

2. 欧元区货币政策演变

1999 年 1 月, 欧元正式启动以来, 欧元区由欧洲中央银行 (ECB) 负责制定及执行欧元区的货币政策。其货币政策运用可以分为以下几个阶段 (见表 2):

表 2 欧元区货币政策演变

时间	货币政策实施
1999 年 11 月至 2003 年 6 月， 亚洲金融危机后	1999 年 1 月，ECB 首次进行主要再融资措施，将主导利率设定为 3%。经历了过渡期的调整后，1991 年 4 月将主导利率降低 50 个基点。随着经济复苏以及通胀上行风险的增加，1999 年 11 月至 2000 年 10 月，连续 7 次上调主导利率，共 225 个基点。进入 2001 年之后，经济衰退开始出现，2001 年 5 月至 2003 年 6 月，又连续 7 次下调主导利率，从 4.75% 降至 2%
2005 年 12 月至 2009 年 5 月， 次贷危机前后	2005 年下半年，受益于全球经济的快速增长，欧元区出口增加，同时信贷条件宽松，通胀风险增加。为缓解通胀压力，ECB 从 2005 年 12 月至 2009 年 5 月，连续 9 次上调利率 225 个基点。2008 年次贷危机发生后，全球经济下滑，需求下降，2008 年至 2009 年 5 月，ECB 连续 7 次下调利率，主导利率降低到 1% 的历史低位
2011 年 4 月以来， 经济脆弱 复苏过程中	随着全球经济的缓慢复苏，欧元区出口需求及消费、其他投资增加，通胀风险加大，2011 年 4 ~ 7 月，ECB 连续上调主导利率。之后欧元区主权债务危机爆发，经济再度陷入衰退。2011 年 11 月至 2013 年 5 月，ECB 又 4 次下调主导利率到 0.5% 的历史低位。由于欧元区经济持续低迷，而利率政策效果并不明显，欧洲央行终于正式推出了量化宽松政策。2015 年 1 月 ECB 宣布，将从 2015 年 3 月至 2016 年实施总额高达 1 万亿欧元的量化宽松政策，通过购买政府债券来增强流动性，以刺激萎靡不振的欧元区经济

3. 日本货币政策演变

“二战”后，日本货币政策主要发生了以下几方面的变化（见表 3）：

表 3 日本货币政策演变

时间	货币政策实施
经济恢复期： 1945 ~ 1955 年	“二战”后日本国内物资匮乏，产业衰败，物价飞涨，恶性通货膨胀严重，为此，日本的货币政策的目标是控制通货膨胀，遵从紧缩的货币政策，并以严厉的行政手段控制信贷活动
经济高速发展期： 1955 ~ 1973 年	由于当时日本国内资金短缺，其实施的是宽松的货币政策。日本银行实行人为的低利率政策，对各种利率进行人为的规定，将金融市场的利率水平限制在市场力量决定的实际利率水平之下，从而为国内企业提供了宽松的信贷环境，减轻了企业的成本负担，推动了经济的高速发展
经济平稳增长期： 1973 ~ 1985 年	进入 20 世纪 70 年代，日元面临升值压力，为了抑制日元的升值趋势，日本银行实行的是扩张性的货币政策和财政政策。1973 年第一次石油危机推高了日本的物价，使日本爆发了严重的通货膨胀，日本银行随即采取紧缩的货币政策。度过通胀之后，日本银行又采取了扩张的货币政策，将经济引入稳定增长状态。面对 80 年代前半期的资金过剩和财政预算赤字问题，日本货币部门采取了低利率的货币政策



续表

时间	货币政策实施
“广场协议”后货币政策的持续扩张与收缩： 1985~1990年	1985年9月，“广场协议”后，日本政府为抑制日元上涨的势头，开始频繁降低利率，1986年1月至1987年2月，日本银行连续5次下调中央银行贴现率。之后随着股票市场和房地产价格的暴涨，经济泡沫不断膨胀，国内通货膨胀迹象越来越明显，日本从1989年5月至1990年8月，连续5次提高中央银行的贴现率，将贴现率从2.5%提高到6%。日本央行的紧缩政策效果很快在市场上得到显现，随着金融体系中泡沫的破裂，实体经济也遭受严重打击，日本经济在20世纪90年代陷入了持续衰退之中
低利率时期： 20世纪90年代	日本银行在泡沫经济崩溃后，于1991年7月1日开始采用扩张的货币政策，连续9次下调公定贴现率至1995年9月8日的历史最低水平0.5%，并保持这一公定贴现率到1999年初。1999年2月，日本银行为应对经济衰退和金融系统大量的不良债权，决定实施“零利率”政策，将有担保的隔夜拆借利率降至0.07%，同年4月进一步降至0.01%的超低水平。扣除货币市场经纪佣金成本，短期利率已经降至0
量化宽松政策时期：2001~2006年	2001年3月，除零利率政策外，日本银行开始采取进一步的放松政策即量化宽松货币政策。2001~2006年，日本银行不断提高准备金存款账户余额目标，同时大幅度增加长期国债的购入额，以此供给基础货币，满足准备金账户余额增加的要求。2003年7月至2006年3月，日本银行还采取了有时限的购买资产担保证券的措施
从量化宽松到超量化宽松： 2008年国际金融危机以来	2008年秋国际金融危机爆发后，日本银行也迅速采取了紧急应对措施。2010年日本银行出台了总体性的货币宽松政策，新建资产购置基金，不断增加基金额度。2013年3月，开始实施更大幅度的量化宽松政策，2013年和2014年基础货币量每年增加60万亿~70万亿日元，到2014年末基础货币量比2012年增加近一倍；除增加了长期国债的购买额度和期限更长的品种之外，还开始购入非国债资产（ETF和J-REIT）等。大量购入其他资产，使得央行持有资产结构发生变化，这一政策也称为“质化宽松政策”。所以新的政策称为包括量化和质化的“双化宽松政策”

（二）货币政策的传导机制

传统的货币政策操作主要通过利率、资产价格（包括汇率和股票价格）以及信贷渠道（包括银行借贷和资产负债表机制）向实际经济传导。Lim等（2014）指出，QE等非传统的货币政策还会通过资产配置再平衡、流动性和投资者信心三个渠道进行传导，引起跨国资本流动。资产配置再平衡指的是在实施QE的过程中，央行大量购买长期债券，私人持有的本国风险资产就会减少，风险偏好的投资者就会调整其资产组合，一方面加长久期，另一方面增加对国外（发展中国家）资产的配置，直至达到新的平衡。在这一过程中，就会产生跨国资本流动。流动性渠道是指央行直接向金融机构购买长期资产，增加了商业银行的超额准备金，之前受到流动性制约的商业银行就能够扩大信贷规模，引起整体



信贷规模的增加和借贷成本的下降，这其中也包括对国外（发展中国家）的贷款。投资者信心是指央行的大规模资产购买，相当于提供了一个长期保持低利率水平的可信承诺，这一信号有助于减轻投资者对通缩风险的担忧。央行的干预也有助于降低市场波动性以及经济的不确定性，增强投资者的信心，从而扩大跨国资本流动。

本文将发达国家 QE 政策引起跨国资本流动的传导渠道概括为以下几方面：

1. 金融渠道传导

一是利差引起跨国资本流动。发达经济体通过多轮 QE 政策向市场注入大量流动性，实际利率水平长期保持低位，与新兴市场经济体之间的利差加大。出于套利和资产配置再平衡的目的，国际资本从发达经济体向新兴市场经济体流动。反之，当发达经济体退出 QE 政策时，利差将会收窄，就会导致新兴市场经济体资本外流。

二是汇率贬（升）值预期引起跨国资本流动。在发达经济体实行 QE 政策期间，货币供应量快速增加，引发市场对本币贬值的预期，使得投机资本从发达国家流向新兴市场经济体，并加大后者的货币升值压力。反之，当发达经济体退出 QE 政策时，就会形成本币升值预期，并对新兴市场经济体造成贬值压力。

三是通过信贷投放引起跨国资本流动。发达经济体实行 QE 政策增加了银行体系的流动性，使银行拥有更多廉价资金，能够为本国的进口提供充足的信贷支持，或是直接增加对新兴市场经济体的贷款，导致新兴市场经济体的资本流入增加。反之，当发达经济体退出 QE 政策时，就会引起新兴市场经济体的资本外流。

2. 投资者信心传导

当跨国企业出现流动性不足时，往往倾向于将境外子公司资金撤回国内。发达经济体实施 QE 政策有助于降低非金融机构的流动性风险，减少发达经济体的跨国企业从新兴市场经济体撤资的情况。同时，发达经济体量化宽松政策有助于稳定全球金融局势，使资本风险偏好上升，增大资金流入新兴市场的动力，有利于新兴市场经济体吸引外商直接投资。反之，当发达经济体退出 QE 政策时，则会降低投资者的风险偏好，引起新兴市场经济体的资本外流。

3. 贸易渠道传导

发达国家通过实施量化宽松政策刺激国内需求，有助于增加对新兴市场经济体产品的进口，从而有利于后者贸易状况的改善和资本流入。反之，退出量化宽松政策则会对后者的出口造成负面冲击，导致贸易状况恶化、资本外流。

4. 大宗商品价格传导

目前国际市场大宗商品主要以美元计价，且金融属性日益增加，成为机构投



资者避险和投机的重要载体。发达经济体的量化宽松政策导致全球货币过剩，使得以美元计价的石油、贵金属和农产品等全球大宗商品价格出现上涨，机构投资者选择大宗商品避险会进一步助推大宗商品价格上升。高企的价格将对部分依赖大宗商品进口的新兴市场经济体造成输入性通货膨胀。而美国退出量化宽松的货币政策则会促使石油、贵金属和农产品等国际大宗商品价格下降，进而导致包括中国在内的以大宗商品进口为主的国家进口项下跨境资金流入减少。

三、主要发达国家货币政策变化影响实证分析

（一）对新兴市场跨境资金流动的影响

1996~2013年，25个新兴市场国家平均国际资本净流入整体呈现增长态势，其中全球金融危机爆发之前增长尤为明显。金融危机爆发后，流入新兴市场国家的国际资本先降后升，并在2013年达到历史高点。分类别看，新兴市场国家直接投资净流入基本保持平稳较快增长势头，证券投资、其他投资净流入自金融危机爆发以来波动尤为剧烈（见图1）。

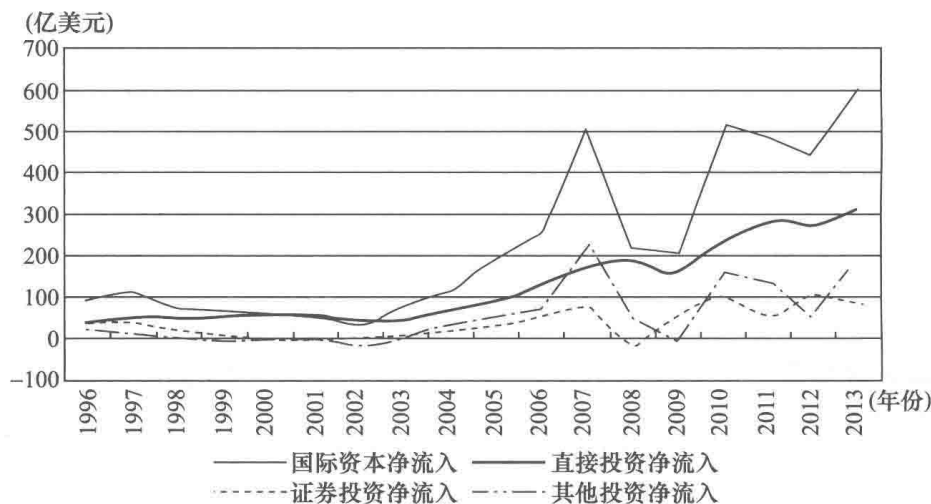


图1 新兴市场国家国际资本净流入走势图

1. 建模指标选取

“发达国家量化宽松政策”是指在2009~2013年美国、欧洲、日本三大经济体所实施的量化宽松货币政策。“新兴市场”是一个相对概念，泛指相对成熟或