



全球量化宽松： 十年演进

胡 滨 郑联盛 等著

中国金融出版社

全球量化宽松：十年演进

胡 滨 郑联盛 等著



中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

全球量化宽松：十年演进/胡滨，郑联盛等著. —北京：中国金融出版社，2019. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9994 - 8

I. ①全… II. ①胡…②郑… 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 (2019) 第 030261 号

全球量化宽松：十年演进

Quanqiu Lianghua Kuansong: Shinian Yanjin

出版
发行 **中国金融出版社**

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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 17.5

字数 280 千

版次 2019 年 4 月第 1 版

印次 2019 年 4 月第 1 次印刷

定价 56.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9994 - 8

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

十年轮回

2008 年，美国次级住房抵押贷款问题引发了“大萧条”以来全球最为严重的金融危机。国际金融危机对国际金融市场和世界经济体系带来了重大的冲击：美国股票市场遭遇了重创，国际原油价格从 147 美元每桶下跌至 30 美元每桶，欧洲发生了严重的主权债务危机，新兴经济体先是相对独立于美国而“脱钩”蓬勃发展再是被美国“反脱钩”而陷入重重困境。

为了应对这一严重的金融危机，相关经济体出台了史无前例的救援措施和政策协调措施。雷曼兄弟破产使得美国资金市场几乎停摆，引发了全球短期“信用骤停”，美联储与其他经济体的流动性互换机制使得流动性枯竭得以改善。在 AIG、花旗银行等面临困境之时，内在关联性及其系统性风险的处置成为刻不容缓的任务，因此美国政府亲自主导了大型复杂金融机构的救援直至将其收归国有。在国际层面，七国集团（G7）让位于二十国财政部长及央行行长升级后的二十国集团峰会（G20），后者对危机救援、金融稳定和经济复苏等进行了重要的政策协调，全球经济治理体系发生了深刻的变化。

国际金融危机带来的最大的政策变化就是非常规货币政策的普遍化。以美国、欧盟、日本为核心的发达经济体，在国际金融危机期间及其后出台了超低利率、零利率、量化宽松、质化宽松、负利率等非常规货币政策，货币政策似乎超越于财政政策成为危机应对和促经济增长的基础政策。在非常规货币政策框架中，量化宽松政策成为核心变量。

危机十年轮回，回顾、讨论和反思宏观经济政策是极其有意义的。在过去十年美国量化宽松政策的演进过程中，美国货币政策经历了危机救援、经济复苏和政策整固三个阶段，基本形成了一个金融货币政策的完整周期。

第一个阶段是危机救援。2007 年美国房价泡沫破灭，大规模次贷危机造成美国金融市场濒临全面崩溃，全国经济陷入深度衰退。美联储连续进

行 10 次降息操作将基准利率降低至零区间，但是，美国金融市场仍然没有摆脱危机，经济更是陷入了大萧条以来最为严重的衰退，失业率迅速攀升至 10% 的水平，美国传统货币政策已经难以有效应对金融危机。

第二个阶段是经济复苏。为挽救处于水火之中的美国经济，自 2008 年起美联储先后推出了四轮非常规的量化宽松货币政策，主要目标是进一步缓释金融体系的流动性风险和降低长期利率以提振实体经济发展。从量化宽松政策的发展来看，量化宽松政策始创于日本，但是，政策实践最为全面系统的应该是美国。

第三个阶段是政策整固。2014 年美国经济基本恢复至金融危机之前的水平，美联储考虑到大规模量化宽松政策可能对潜在通货膨胀以及金融风险定价造成扭曲，在 2014 年底开启非常规货币政策的正常化进程：一是退出量化宽松政策，二是加息，三是央行资产负债表整固。2018 年初美联储已经进入加息深化期和资产负债表缩表启动期。

过去十年，国际金融危机、国际金融市场波动以及发达经济体政策给中国带来了重大的外溢效应，成为中国经济平稳发展、转型升级和防范风险的重大外部变量。在危机应对中，史无前例的金融危机使得中国出台了史无前例的应对政策。“四万亿”刺激计划在危机应对中是具有必要性、及时性和针对性的，但是，刺激计划实施过程中，其效果一定程度上被放大了，最后出现了部分产业产能过剩、部分地方政府债务高企以及房地产市场价格持续上涨等问题。

2012 年以来，在经济增长速度换挡期、经济结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”中，中国经济进入了“新常态”。大洋彼岸的美国已经基本从国际金融危机中恢复过来，并逐步走向了重构全球经济政治秩序的新政策框架。最为凸显的就是重回亚太战略、跨太平洋伙伴关系协定（TPP）启动以及美联储政策的转向。这使得中国面临更为复杂的世界经济与地缘政治环境。尤其是 2015 年以来，中国经济面临更为显著的下行压力，而美国经济则逐步走向金融危机后的经济周期高峰。美联储在 2014 年底退出量化宽松政策并于 2015 年开始加息，这使得美元指数持续上扬，人民币面临重大的贬值压力并形成了显著的“破七”市场预期，同时资本流出压力十分凸显，且形成一种汇率贬值和资本流出之间的恶性循环。

2016 年特朗普政府上台以来，中国面临的外部环境更加复杂。特朗普实施了退出 TPP、大规模减税、放松金融监管等政策，随后，中美贸易摩擦不断升级，对中国金融体系的稳定产生冲击，中国资本市场波动加剧。同时，美联储加快加息节奏并开始进行资产负债表整固，这一系列政策具有重大的外溢效应，造成人民币整体处于相对弱势之中，资本流出仍具有显著的压力，2018 年底人民币再度经历“保七”的市场考验。

更值得注意的是，美国、欧元区和日本等的政策取向发生了重大的分化，其对中国经济的外溢影响更加复杂。美联储退出量化宽松、深化加息政策并逐步进行资产负债表整固；欧元区时至 2018 年底尚未实质性退出量化宽松政策，欧元区统一的货币政策和分散的财政政策的结构性矛盾使得欧元区货币政策面临诸多的不确定性；日本实施量化宽松政策时间最长，但尚未实质性缓释通缩压力，负利率、质化宽松和量化宽松何时退出仍有待观察。

从国际金融危机爆发到金融危机应对，从危机应对模式到经济复苏模式，从一致政策取向到各自政策分野，过去十年的全球货币政策体系和政策工具发生了重大的变化，且正处于结构性分化过程之中。这给与世界经济互动日益深化的中国经济带来了复杂且实质的影响。

鉴于此，我们组织所内外的专业研究人员特别是青年学者从事国际金融危机及反思、量化宽松政策基本框架、主要经济体量化宽松政策实践、量化宽松政策对我国经济的影响等问题的研究。十年轮回，刹那间。美国经济似乎到了本轮周期的高点，美国股票市场下跌调整压力较为凸显，世界经济主要经济体差异化发展态势成为常态。量化宽松等非常规货币政策路向何方，这是值得我们进一步思考和研究的问题。

是为序。

胡滨

2019 年 3 月于北京

目 录

第一章 绪论	1
第二章 量化宽松货币政策：理论、根源与发展	7
第一节 量化宽松货币政策的内在逻辑	8
第二节 量化宽松货币政策的缘起：日本衰退	10
第三节 量化宽松货币政策的普遍化：国际金融危机	13
第四节 长期增长停滞下的政策分化	21
第五节 量化宽松政策环境下的国际协调	29
第六节 全球负利率政策：操作逻辑与实际影响	33
第三章 美国量化宽松政策及其正常化分析	55
第一节 美国货币政策十年历程与量化宽松政策演进	55
第二节 美国量化宽松货币政策的有效性	61
第三节 美国量化宽松政策的消极影响	65
第四节 美国量化宽松政策的正常化	67
第五节 美国量化宽松政策的外溢效应	79
第四章 日本量化宽松政策及其“退出”之路	85
第一节 日本量化宽松政策的框架	85
第二节 量化宽松政策与央行资产负债表分析	90
第三节 日本量化宽松政策的有效性分析	112
第四节 日本量化宽松政策未来走势	115
第五节 日本量化宽松政策退出：时机、目标和工具	121
第六节 日本量化宽松政策的溢出效应	125

第五章 欧元区量化宽松政策及其未来之路	130
第一节 欧元区货币政策：十年回顾	130
第二节 欧元区量化宽松货币政策的有效性	134
第三节 欧元区量化宽松政策的局限性	138
第四节 英国脱欧对欧元区量化宽松政策的影响	144
第五节 欧元区量化宽松政策的未来发展趋势	150
第六节 欧元区量化宽松政策的外溢效应	156
第六章 全球量化宽松政策及其退出的影响：基于理论的分析	159
第一节 量化宽松政策外溢效应机制分析	160
第二节 基本经验事实：后 QE 时代的“量价齐观”	166
第三节 政策外溢效应与金融稳定的内在逻辑再思考	172
第四节 国家金融稳定外部冲击压力的实证分析	175
第七章 全球量化宽松政策的影响：基于中国银行业的分析	186
第一节 影响机制分析	186
第二节 美国 QE 政策的影响	187
第三节 日本与欧元区 QE 政策的影响	204
第八章 量化宽松政策退出对中国的影响	213
第一节 量化宽松政策退出对中国房地产市场的影响	213
第二节 量化宽松政策及其对中国货币政策的影响	233
第三节 量化宽松政策退出对我国经济发展的影响及应对机制	241
参考文献	262
后记	270

第一章 绪 论

由美国次贷问题引发的国际金融危机是一次系统性金融危机，不仅国际金融市场遭遇重创，而且全球经济陷入了“大萧条”以来最为严重的衰退。为了应对这个系统性金融风险，很多经济体出台了史无前例的政策措施，以挽救崩溃的金融体系和失衡的经济体系，全球主要发达经济体货币政策纷纷走向宽松的政策框架，基准利率不断下调至零利率。

面临名义利率为零的“零约束”，美国、欧元区、日本等部分经济体陷入了传统政策的困境，面对不断恶化的经济状况和就业市场，美国、欧元区、英国、日本等发达经济体纷纷出台非常规货币政策，尤其是量化宽松货币政策。量化宽松货币政策实质上是相关货币政策当局在面对传统政策难题尤其是名义利率“零约束”以及金融市场结构性问题日益凸显的情况下，开动“印钞机”，以总量扩张的方式向市场输入流动性，同时还以各种资产规模计划变相为财政融资或为企业部门提供信用保障。在市场信心缺失、投资萎缩的情况下，量化宽松货币政策向市场释放巨量流动性，以缓释市场紧张导致的估值体系崩溃和防止“明斯基时刻”引致的信用骤停，进而扭转投资信心，最后实质改善经济状况和就业状况。

2011年以来，从全球范围看，非常规货币政策愈演愈烈，除了进行大规模的资产购买计划、实施量化宽松政策之外，一些经济体甚至逐步突破了货币政策框架的“零约束”，进入了名义利率为负的时代。2012年7月，丹麦政府开始实施负利率政策；2014年6月，欧洲中央银行将隔夜存款利率降至 -0.1% ，启动了负利率政策；2014年7月，瑞典重启金融危机时期内短暂实施过的负利率政策；2014年12月，瑞士中央银行将超额活期存款利率设为 -0.25% 。日本中央银行在2016年1月29日宣布将对超额准备金实行负利率，至此，瑞士、欧元区、瑞典、丹麦和日本等五个经济体都实施了不同程度的负利率政策。2015年4月，瑞士政府成为有史以来

首个以负利率发行基准十年期国债的政府。2016年7月，欧元区最大经济体德国首次以负收益率发售10年期国债。

在美国走向相对独立的发展历程和逐步退出非常规货币政策过程中，美联储加息节奏整体低于市场预期，这导致美国整体流动性是过剩的，美国股票市场屡创历史新高，被称为“扎实的泡沫”（Solid Bubble），存在潜在的估值调整压力。欧洲、日本为了促进经济复苏，阻止本国货币相对于美元升值，冲击本国出口行业，进一步恶化本国经济，而竞相深化量化宽松货币政策。在量化宽松政策的影响下，欧洲、日本等经济体的国债收益率创出历史新低。综观全球，一方面是美国政策相对独立且逐步走向正常化，另一方面是外围经济体日益强化量化宽松政策甚至出台负利率政策，国际货币体系进入了一个新的不确定的时代。

值得重点关注的是，2017年以来，全球货币政策进一步出现重大的分化。在2014年底开始宣布停止资产购买计划之后，美联储政策一直在徘徊摇摆，甚至还有研究认为，美联储可能重新走上新的量化宽松政策，如果说2015年和2016年美联储的政策方向仍然相对不明朗，那么，2017年美联储“走出”量化宽松政策的趋势就十分明显：一方面，美联储在2017年3月16日、6月15日和12月14日分别加息各25个基点；另一方面，美联储从2017年10月开始进行资产负债表的缩表行为。美联储“走出”量化宽松政策或货币政策正常化“三部曲”全部展现出来：一是停止购买资产；二是提高基准利率；三是资产负债表整固。

2017年以来，欧洲的政策开始出现新的变化，欧元区预计从2018年开始逐步收缩量化宽松的规模，甚至可能进行欧元区中央银行的资产负债表整固，即欧元区也可能开始走向货币政策的正常化进程。但是，日本仍然保持20世纪90年代末以来实施的量化宽松政策。大型新兴经济体的货币政策呈现相对分化的态势。美国和欧元区可能正在引领一种“走出”量化宽松政策的趋势，而日本则无法从长期量化宽松政策中真正“走出”。

中国已经成为全球第二大经济体，中国经济与全球经济互动日益显著。量化宽松政策及负利率政策的实施使得全球无风险收益率，以及风险资产收益定价发生了重大的改变，可能深刻改变我国的无风险收益率和风险溢价，从而对整个金融货币及经济体系造成重大的影响。2017年以来，非常规货币政策开始出现分化的趋势，这将对中国的经济和金融体系带来

明显的溢出效应。国家开发银行作为开发性金融机构，在中国的经济社会发展以及中国与全球经济的互动中发挥了重要的作用。为了更好地支持全面深化经济体制改革，为了更好地服务全面实现小康社会的目标，为了更好地统筹国内和国际两个大局，继续跟踪、逐步深化对量化宽松等非常规货币政策的研究，对于我国更好地防范化解系统性金融风险，更好地实践“十三五”时期转型发展战略，更好地实现全面建成小康社会、实现中华民族伟大复兴中国梦等都具有重大的理论价值和重要的现实意义。

党的十九大和2017年第五次全国金融工作会议对我国面临国际金融市场风险、内外风险关联机制以及潜在的系统性金融风险防范提出了重要的要求。防范化解包括外部冲击在内的系统性金融风险已经成为党和国家的重大任务和方针政策，2017年第五次全国金融工作会议和党的十九大报告都严格要求，要把防范化解金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性金融风险，确保我国金融体系稳定和金融安全。

2017年7月14日，习近平总书记在全国金融工作会议上强调，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度；必须加强党对金融工作的领导，坚持回归本源、优化结构、强化监管、市场导向四个原则，完成服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务的各项目标。^①这是党中央首次将金融安全提升至国家安全的战略高度。2017年10月18日，在党的十九大报告中，习近平总书记在部署加快完善社会主义市场经济体制中进一步强调，要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。^②2019年2月底，习近平总书记在中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行的第十三次集体学习中强调，坚决打好防范化解金融风险攻坚战，深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。

过去四五年以来，由于外部冲击、要素结构、发展模式和风险暴露等

^① 新华社：《第五次全国金融工作会议通稿》，2017年7月17日。

^② 习近平：《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告》，2017年10月27日。

多重因素的影响，中国经济增长面临较大的下滑压力，经济增长平均速度从10%以上下移至6.5%左右，同时，面对在不合理国际货币体系下日益独立的美国经济，外向型经济面临日益严重的挑战，向内需、向消费的高质量转型成为我国经济转型的重大任务，这个压力在“十三五”时期表现得更为迫切。

在这个过程中，人民币从长期缓慢升值转变为双向波动态势，经常项目顺差增速开始放缓甚至出现顺差的萎缩或个别季度的逆差，资本和金融项目长期大额顺差的状况也发生实质性变化，其中，资本流出成为国际收支的重要影响因素。与此同时，我国的货币政策框架发生了实质性转变，从一个外汇占款高企、冲销压力巨大的体系转变为外汇占款式微、亟待流动性创造的新框架，货币政策框架转向寻找新的“锚”，多种流动性管理工具被创造且广泛用于金融市场之中，价格决定、市场机制及其在货币政策传导中的作用更加凸显。

随着美联储加息节奏的加快，2017年以来，包括美联储政策调整等外部因素的统筹更加重要，中央政府和货币当局都强化了系统性金融风险防范化解的各项工作，金融监管逐步强化，市场体系主动去杠杆。但是，叠加美联储加息等多种外部因素影响，中国货币市场供求波动有所加大，流动性整体呈现偏紧状态。中国人民银行在防范化解系统性金融风险的要求下，强化货币市场的流动性管理，加强预调微调和市场沟通，综合运用逆回购、中期借贷便利、抵押补充贷款、临时流动性便利等工具，调节货币市场流动性条件，银行间市场整体交易活跃，货币市场流动性整体相对合理。人民银行相机抉择、削峰填谷管理流动性，一方面，强化金融去杠杆政策要求，强化市场微观主体的利率敏感性，降低金融体系严重依赖短期融资市场的脆弱性；另一方面，保持流动性相对合理稳定、结构偏紧，防止出现内生性或政策性的流动性风险。

美国等经济体可能逐步“走出”量化宽松政策，在一个不平等、不均衡和不对称的国际货币体系中，美元和美国处于核心地位，包括中国在内的一些发展中国家处于外围，核心国家基本不承担经济失衡的调整责任，往往是以汇率和资本流动等作为渠道转移其内部失衡和内外失衡的责任，为此，美国政策具有极其重大的外溢效应。同时，美国单边主义发动贸易战，中美贸易摩擦可能是一个长期性问题。美国政策的变化对于中国的贸

易、金融和经济的冲击存在较大不确定性，甚至可能引发国内风险与外部风险共振而产生系统性风险，为此，需将外部因素纳入中国系统性风险防控的理论研究和政策应对框架之中。

2019年2月底，在政治局第十三次集体学习上习近平总书记强调，要正确把握金融本质，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力。金融管理当局应以完善金融服务、防范金融风险为重点，以金融供给侧结构性改革为主线，构建金融体系与实体经济良性互动、共生共融的内生机制。

一方面，防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务，也是经济平稳发展的基础保障。深化宏观杠杆率的整体控制，重点把控流动性风险。实施结构性去杠杆，重点降低地方政府、国有企业和金融机构的杠杆率，继续防范房地产泡沫化风险。坚持影子银行及资产管理严格监管方向不变，适度调整节奏和力度，持续有效防范监管套利、混业经营、虚假创新等风险。防范外溢效应冲击，重点关注美联储加息、缩表和贸易战的走势及其对中国的影响，重点警惕外部冲击与内部因素共振的风险。

另一方面，实体经济健康发展是防范化解金融风险的基础。应深化实体经济供给侧结构性改革，加快经济结构优化，逐步向高质量发展转型，夯实金融稳定的经济发展基础。首先，认清稳增长和防风险的关系。没有经济的平稳增长和高质量发展，金融风险防范和金融稳定维系就是“无本之木”。防风险、稳金融需要与经济平稳增长相统筹，实现防风险、稳金融和稳增长的有效统一。在人口老龄化和资本投入约束大的情况下，创新和技术是全要素生产效率提升的关键。要强化创新驱动战略，强化技术创新、模式创新和组织创新，促进经济创新升级，实现防控金融风险、完善金融服务和实现高质量发展的有效平衡。

本书将以全国金融工作会议、党的十九大精神和习近平总书记在政治局第十三次集体学习的讲话精神为指导，基于过去一段时间的全球经济金融背景，在简要梳理量化宽松政策的理论发展和政策发展的基础上，重点分析美国、欧洲、日本等经济体量化宽松政策的实施、绩效以及未来演进的具体情况，尤其是分析负利率及其在货币政策传导机制中的最新趋势。在此基础上重点分析三大经济体量化宽松政策及其变化的外溢效应特别是

对中国经济金融的影响，尤其是对经常项目、资本项目以及银行业、房地产业等的影响。最后提出我国的应对策略。为了防范化解内外共振潜在的系统性金融风险，中短期内重点防范美国税改、美联储加息和“缩表”对于我国资本流动、币值稳定、外汇储备安全和金融稳定等的潜在影响。未来更应该有效统筹短期资本流动管理、中长期汇率机制改革、长期资本项目开放以及同人民币国际化的关系，构建内外市场有效互动、内外风险防控有效的制度安排。同时，平衡好稳增长和防风险的关系，深化金融供给侧结构性改革，更好地服务高质量发展。

第二章 量化宽松货币政策： 理论、根源与发展

量化宽松政策的思想起源于 20 世纪 30 年代的大萧条时期，在常规的低利率货币政策无法有效地为市场注入流动性的情况下，量化宽松政策以货币作为直接的政策工具，通过增加货币的供给量，直接为市场提供充足的流动性，以达到促进经济增长、维护金融稳定的目的。但是，零利率和量化宽松政策思想的实践首度出现于 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初的日本。国际金融危机以来，量化宽松政策成为日本、美国甚至欧元区重要的政策选择，从而成为货币政策框架中的一个具有普遍意义的工具。

金融危机是量化宽松政策的基本应对目标。自 20 世纪 80 年代以来，由于全球进入一个加息周期和全球化时代，随着第二次石油价格泡沫破灭，美国随后在 1987 年发生了严重的储蓄贷款危机，美国、日本和欧洲等世界主要经济体受到重大打击。同时，拉美经济体的债务问题持续呈现，拉美债务危机又给全球经济发展带来新的创伤。20 世纪 90 年代中期，东亚金融危机对泰国、马来西亚、韩国等危机国家和东亚地区造成了系统性的影响。这些危机的发生需要重要的宏观经济政策特别是货币政策加以应对。

日本是量化宽松政策的最先实践者。在危机相对频发的背景下，叠加《广场协议》之后的政策失误和国内的经济结构问题，日本陷入较为长期的低迷状态，甚至一度陷入了通货紧缩，日本率先“创造性”地实施了量化宽松的货币政策，以稳定本国的经济。21 世纪以来，随着全球化的深入发展和国际分工体系再造，全球经济进入了新的繁荣期，但是，2008 年金融危机给全球经济带来重创，成为大萧条以来全球最为严重的金融危机。

本轮国际金融危机使得量化宽松政策成为一个普遍性的政策选择。为了应对新一轮系统性经济金融危机对贸易、金融和经济的不利影响、刺激

经济增长，各主要经济体大幅度降低利率水平甚至接近或达到零利率水平，并大幅向市场注入流动性，以防止出现“信用骤停”和市场停摆的情况。在传统政策面临约束之后，主要经济体先后开始实施了非常规货币政策特别是量化宽松的货币政策。在“百年一遇”的金融危机应对中，日本、美国、欧元区、英国等主要发达经济体都实施了量化宽松政策，非常规的量化宽松政策在国际金融危机的应对中成为一种普遍性政策选择。“量化宽松”无疑是最重要的反危机“遗产”。

第一节 量化宽松货币政策的内在逻辑

量化宽松政策是国内学术界和政策界重要的研究主题。20世纪90年代中后期，量化宽松政策成为日本的重要政策实践，但是并不具备普遍政策工具的意义。2010年以来，量化宽松货币政策是一些经济体在传统货币政策失灵时使用的创新型货币政策。实施该政策时，一般通过向金融机构和非金融机构购买或抵押金融资产的方式，在基础利率（名义利率）为零的情况下向经济体注入流动性，以实现经济的扩张性刺激作用。21世纪以来，美国、日本、英国、欧元区等相继实施了量化宽松货币政策，为后危机时代全球经济复苏起到了关键的作用，但也强化了流动性泛滥的风险。发达国家货币政策持续量化宽松，已成为当前世界经济运行的重要特征和面临的主要风险，也成为学术界、政策制定者、市场机构竞相研究的热点。

在过去30多年，由于全球化的发展，全球储蓄率水平处于上升状态（Bernanke, 2013），同时，杠杆率不断提升（Adrian and Shin, 2014），资本价格随之下行，长期实际利率下降了4.5个百分点，这使得全球的中央银行面临着更多的复杂约束（Yellen, 2014）。金融危机过去7~8年时间内，即使在史无前例的经济刺激之后，很多国家的通货膨胀水平远低于目标区间，经济复苏也十分艰难，此前货币政策拇指法则面临实质性的纠正，非常规货币政策大行其道，甚至开始出现名义负利率（Olsen, 2015）。

非常规政策是全球经济发展困局中少有的政策选择，但是，该政策对于货币政策空间的改善是有限的。中央银行实行多种非传统货币政策工具面临着政策的约束。特别是资产购买计划，本质上就是“直升机撒钱”

(Bernanke, 1999), 但是, 会面临诸多的约束 (Gertler, 2013)。一是资产购买计划会增加公共支出; 二是使得金融部门风险承担反而更高 (Borio and Zhu, 2008); 三是中央银行资产负债表扩张不是无限的, 除非中央银行资产负债表扩张能够导致真正的增长效应; 四是长期的资产购买会恶化中央银行的公信力, 甚至会面临政治性问题 (Minsky, 2010); 五是从应对经济衰退的角度看, 财政政策可以发挥更大的作用, 其基础性地位要强于货币政策 (Stein, 2012)。

货币政策需要更加长期的视角。长期经济停滞 (Secular Stagnation) (Summer, 2014)、低利率水平以及大型经济体政策外溢可能是“新常态”, 这将长期约束外围经济体的政策空间、政策独立性以及汇率的弹性, 尤其是低利率可能难以创造总需求和总供给的新平衡, 反而使得经济陷入了总需求低、资源利用率低以及通货膨胀水平更低的困局之中。虽然, 有研究认为目前的经济困境是超级债务周期 (Debt Supercycle) 而非长期经济停滞 (Rogoff, 2015), 但是, 从实际运行的角度看, 这种困局可能会与超级债务周期相互强化, 使得周期性的总需求不足演变为长期性的总需求不足, 严重恶化债务周期, 并带来更多的结构性问题。这种变化对于中国经济发展模式的转型升级和高质量发展是一个重要的外部因素 (郑之杰, 2015a)。

非常规货币政策的外溢效应十分明显。货币政策的利率传导机制实际上与通货膨胀的预期是紧密相关的, 但是, 通货膨胀的预期又与政策利率水平紧密相连。由于经济全球化, 量化宽松政策在大型经济体之间形成相互的反馈机制, 量化宽松政策对于总需求扩张的效果有待观察, 但是, 对于通货膨胀预期的恶化反而是相对直接的 (IMF, 2015), 这对外围经济体是一种冲击。特别是大型经济体的货币政策具有外溢效应, 对于小型开放经济体以及发展中经济体都有重大约束力。包括中国在内的新兴经济体与全球经济互动日益深化, 如何应对非常规货币政策的外溢效应及其分化趋势成为国内重大的政策议题 (郑之杰, 2015b)。特别是, 美国货币政策变化与财政政策调整相互关联, 比如美联储加息与特朗普政府减税相互叠加, 这对于美国国债收益率、美元指数以及风险资产定价等都是一个实质性的影响因素。

非常规货币政策开始出现分化的趋势, 使得国际金融货币体系出现新