

发达经济体非传统货币政策及其退出

The Unconventional Monetary Policy of the Advanced Economies and Its Exit

摘要：本文介绍了国际金融危机后发达经济体非传统货币政策的内涵、形式以及实施特点，对非传统货币政策的理论传导渠道以及经验评估进行总结。虽然直接从危机后金融市场以及宏观经济走势上看，非传统货币政策的确显示出积极效果，但这一效果面临收益递减约束，并对金融市场正常化运作产生不利影响。发达经济体退出非传统货币政策从长远看符合全球宏观经济和金融稳定的共同利益，但由于缺乏先例，可能存在相当程度操作风险和市场超调风险。我国应重视发达经济体非常规货币政策退出的溢出效应，并从国内宏观政策、短期资本流动管理以及国际合作等领域加强对相关风险的应对。

关键词：非传统货币政策 数量宽松 溢出效应

Abstract: The paper outlines the content, various forms and implementation process of the unconventional monetary policy (UMP) in the advanced economies. It summarizes the theoretical transmission channel of the UMP and evaluates the empirical effects of it. Although the UMP has displayed positive effects from the evidence in the financial market and the macroeconomic development, its effects face diminishing returns and even to some extent dampen the normalization of the financial market. The exit from the UMP is in the long-term interest of global macroeconomic and financial stability. However, due to lack of precedence, large implementation risks and market overshooting risks exist in the process. China should pay close attention to the spillover effects during the exit of the UMP, and deal with the relevant risks with the domestic macroeconomic policy, the short-term capital flow management and the international policy coordination.

Key words: unconventional monetary policy; quantitative easing; spillover effects

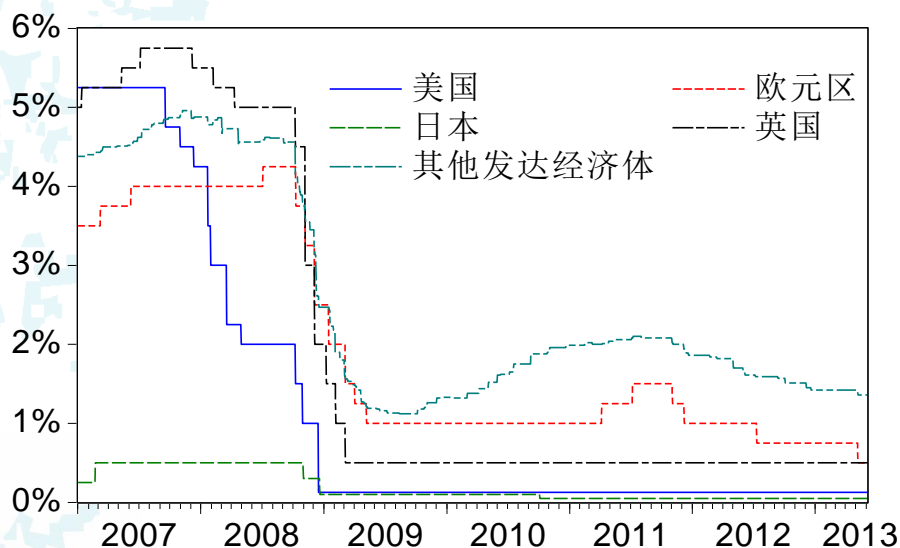
国际金融危机后，随着发达经济体中央银行传统货币政策空间快速耗尽，美英欧日等货币当局陆续采取了非传统的超宽松货币政策。由于这类型政策普遍包括通过资产购买或者流动性工具为金融体系提供确定数量的资金，故也被普遍称之为“数量宽松政策（quantitative easing policy）”，简称量宽政策。发达经济体非传统货币政策到目前为止实施已接近五年，其规模和持续时间在历史上都没有可以匹配的前例。作为特殊时期政策措施，其传导机制及效果相比传统货币政策面临更大的争议及不确定性。在全球化的背景下，该政策对于其他经济体的溢出效应及风险也成为 G20 等国际经济治理平台上的重要议题。本文将介绍发达经济体非传统货币政策的特点、理论机制及实际效果，并结合 2013 年末美联储退出量宽政策的前景，分析其退出方式、可能的溢出效应及对中国的政策启示。

一、发达经济体非传统货币政策实施特点

1、非传统货币政策的背景与内涵

自金融危机于 2007 年夏露出端倪以来，发达经济体货币当局开始陆续调降政策利率，并在“雷曼兄弟”倒闭后加速下调，政策利率很快便接近零下限（zero lower bound）。如美联储在 2008 年 10 月到 12 月间连续三次调低联邦基金利率目标，总幅度接近 200 个基点，联邦基金利率继而维持在 0%-0.25% 的超低水平（见错误!未找到引用源。）。英国、日本、欧元区也采取了类似的操作。相比包括上世纪三十年代大萧条在内的历次危机，以美国为代表的发达经济体应对此次危机的降息力度前所未见^①，政策利率降至前所未有的低水平（BIS, 2012）。

图 1 主要发达经济体政策利率走势（2007.1-2013.6）



数据来源与说明：CEIC 数据库，部分国家央行网站。其他发达经济体政策利率引自 BIS (2013)，为澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士的政策利率平均值。当政策利率目标为一区间时，取区间中值。

在利率零下限的约束条件下，为救助金融体系并防止宏观经济陷入严重通货紧缩，发达经济体继续采取了与传统货币政策工具存在一定区别的措施来对经济提供流动性并压低风险资产的实际利率。这些措施被广泛的称之为“非传统货币政策（unconventional monetary policy）”。对于非传统货币政策工具，目前并不存在一个

^① 早期央行如美联储和英格兰银行的货币政策操作与现在的操作方式有较大区别。当时美联储和英格兰银行通过调整再贴现利率（discount rate）影响银行向中央银行借入储备的成本。30 年代大危机期间，美联储再贴现利率从 1929 年 9 月的 5.58% 经过两年时间逐步下调到 1.5%，英格兰银行将再贴现利率从 1929 年 10 月 6.48% 下调到 1932 年 7 月的 2%。

普遍接受的统一定义。如 Borio 和 Disyatat (2010)认为,区分传统与非传统工具在一些情况下可能存在特殊困难。工具本身的差异自然可以用来界定二者,但更频繁的应用传统工具,特别是当用于特殊目标时是否应划定为非传统工具,却并无定论。对此,Cecioni, Ferrero 与 Secchi (2011)同时从目标以及实施条件两方面将非传统货币政策定义为,当政策利率达到零下限时,为修复货币政策传导机制或者对经济提供进一步刺激而采取的任何政策干预措施。

2、非传统货币政策的形式

危机后由于各国所面临具体问题的不同,金融体系在结构上的不同特点以及各国央行判断上的差异,发达经济体实施的非传统货币政策并没有标准化的方案,而是包括了多种形式。按照 Bernanke (2009)年的区分,非传统货币政策包括两种主要类型。一类体现为政策沟通,即所谓前瞻性指引(forward guidance)。在短期利率接近零下限时,央行通过与公众就未来货币政策走势进行沟通,直接影响更长时期内公众对于利率走势的预期,从而对更为长期的利率产生影响。通过影响长期利率,前瞻性指引最终对实体经济总需求产生作用。第二类工具则直接对央行资产负债表的资产方进行操作。

第二类工具又可根据功能的不同分为三种。第一种与央行作为最后贷款人的传统角色紧密相连,旨在对金融机构提供流动性。如美联储在危机爆发后创造了定期拍卖工具 TAF (Term Auction Facility)、定期证券借贷工具 TSLF (Term Security Lending Facility)、一级交易商信贷工具 PDC (Primary Dealer Credit Facility)等,并与多个外国央行签署了双边货币互换协议,为国际市场提供美元流动性。欧央行也采取了类似的措施给金融部门提供更长期限的流动性,特别是外币流动性等。如固定利率全额分配程序 FRFA (Fixed-Rate Full-Allotment),长期再融资操作 LTROs (Longer-Term Refinancing Operations)。第二种工具直接向关键性信贷市场上的借贷者及投资者提供流动性,旨在减轻信贷市场功能受损对商业票据、资产支持证券等非银行市场以及实体经济的影响。如美联储直接购买商业票据、以资产支持证券为抵押品提供信贷,欧央行扩大了抵押品的范围,英格兰银行设计了融资换贷款计划 FLS (Funding for Lending Scheme)。第三种工具则是央行在二级市场上直接购买长期证券,直接对长期利率施加影响。

随着发达经济体面临主要风险及局限的变化,其货币当局在不同时期实施的主要非传统货币政策的具体内容也相应有所变化。以美国为例,自 2008 年末利率接近零

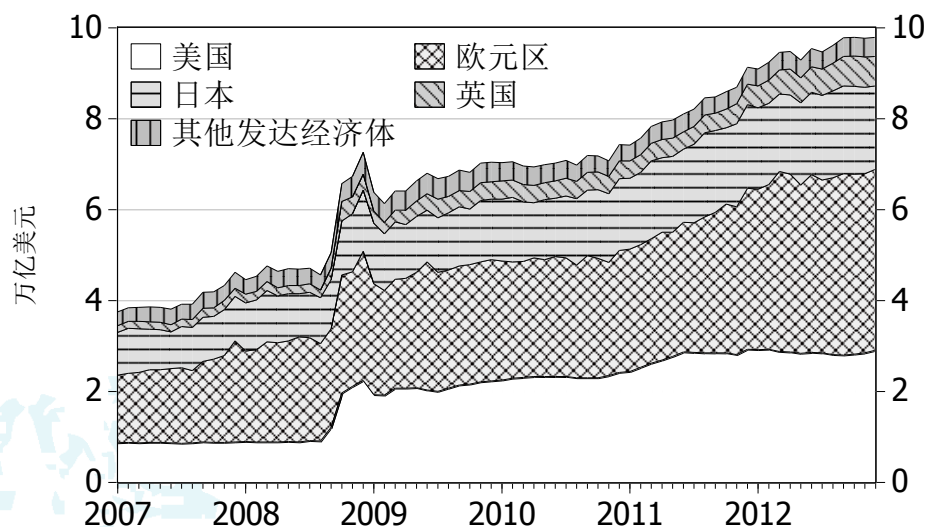
下限以来，美联储一直运用了前瞻性指引影响市场对利率的预期，每次联储会议对外公告都说明在未来特定期限内维持联邦基金利率在 0-0.25% 间。对资产负债表的操作重点则陆续发生转移。在危机爆发的初期，经济最大的风险在于金融系统崩溃与实体经济收缩之间形成恶性循环。因此美联储通过购买特定机构债券来向私人部门直接提供流动性，重建机构信用，缓解信贷市场运作不良的后果。当美国政府采取了大规模的财政刺激，使得财政赤字与债务负担成为影响经济前景的重要风险时，美联储开始大规模购买联邦政府长期债券来稳定长期利率，从而间接缓解美国政府的财务负担。当美国政府承诺稳定债务规模并以法案的形式确定了减支计划后，为缓解财政紧缩对国内需求和就业复苏的影响，美联储再次选择抵押贷款支持证券作为资产购买的一大对象，实际上等同于直接支持房地产市场。

当前，美联储仍在实施每月 850 亿美元的开放式资产购买计划与对于政策利率的前瞻性指引。英格兰银行扩大了融资换贷款计划 FLS（Funding for Lending Scheme）的范围，并将这一计划延长至 2015 年初，以鼓励金融部门对小企业提供信贷。欧央行设计了直接货币交易 OMTs（Outright Monetary Transactions）的程序，对欧元区的主权债市场提供流动性支持，改善货币政策在整个欧元区内的传导。日本央行则启动了质与量的货币宽松计划，将通胀目标从 1% 提高到 2%，扩张央行资产负债表并延长其资产期限，以改善困扰日本多年的通货紧缩问题。

3、非传统货币政策的操作规模

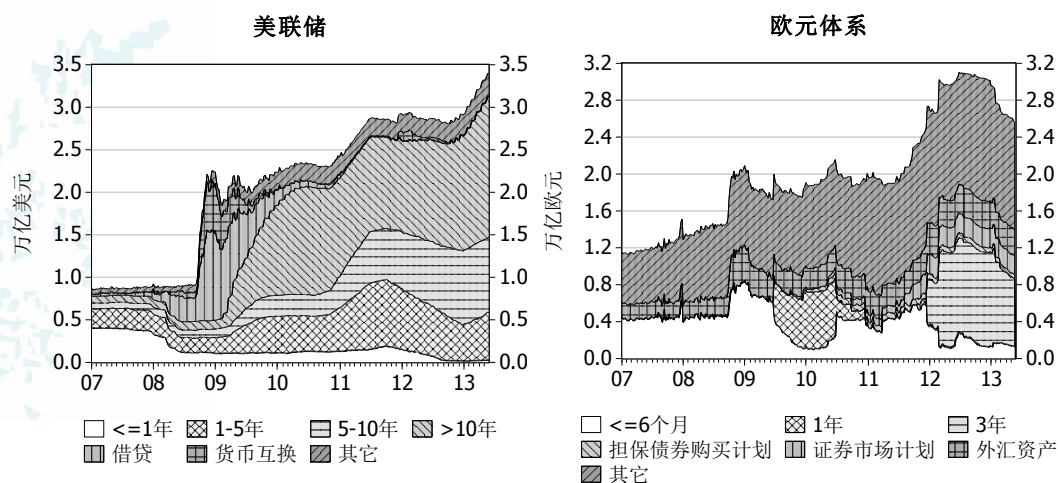
综上所述，除前瞻性指引外，其他非传统货币政策基本上都直接操作于央行资产负债表的资产方之上。因此，危机以来发达经济体央行资产负债表的规模及资产构成变化反映了非传统货币政策的操作幅度。图 2 报告了 2007 年以来主要发达经济体央行资产规模的扩张过程。相比 2007 年初，主要发达经济体央行资产规模总体扩张了 170%，其中英格兰银行资产扩大了 3.3 倍，美联储资产扩大了 2.3 倍，欧央行为 1.7 倍，日本央行扩大了一倍。

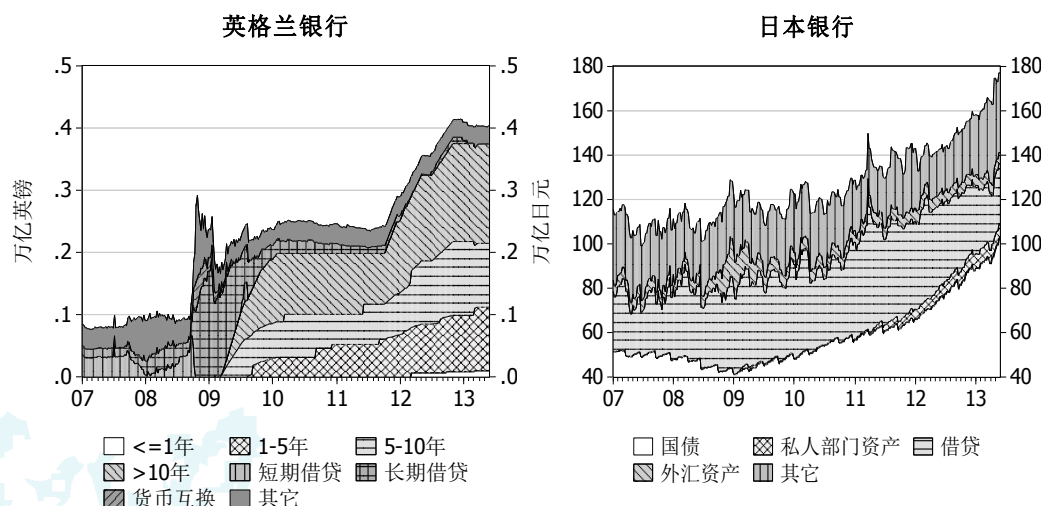
图 2 主要发达经济体央行资产规模（2007.1-2012.12）



数据来源与说明：CEIC 数据库，部分国家央行网站。其他发达经济包括澳大利亚、加拿大、丹麦、新西兰、挪威和瑞典。

发达经济体央行资产构成的内容与期限也随着非传统货币政策操作在各个时期侧重点的不同而发生变化。总体上，在主要发达经济体央行资产的构成中，公共部门和私人部门证券的比重均明显上升，资产的期限也显著延长。以美联储为例，2007年伊始，10年以上的证券持有量在总资产中仅占不到8%，到2013年中占比已经超过四分之一。通过长期再融资操作，欧央行持有的三年期回购协议最高时达到欧央行总资产的三分之一。而在危机前，欧央行仅仅持有期限等于或少于六个月的回购协议。





数据来源与说明：各国央行网站。对于美联储，四种期限序列代表美联储持有的国债、MBS 以及机构债。对于欧元体系，三种期限代表回购协议。对于英格兰银行，四种期限序列代表英格兰银行持有的英国国债。

二、非传统货币政策的理论机制及效果评估

1、金融危机对传统货币政策的挑战

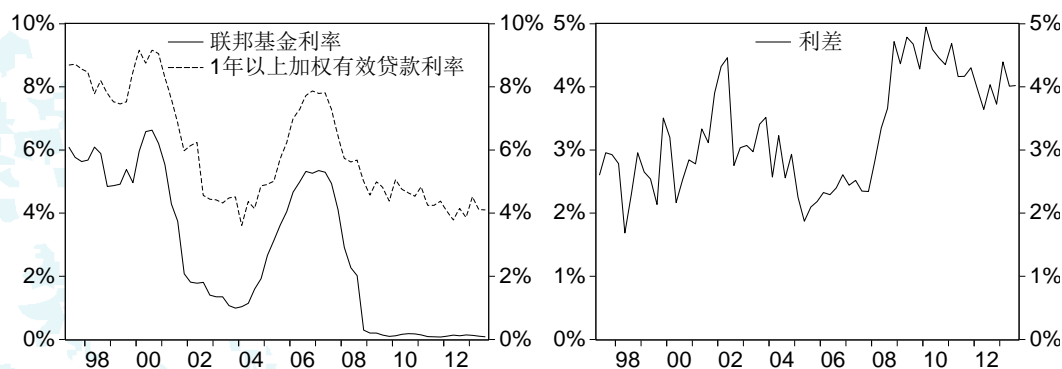
在危机前，学界关于发达经济体中货币政策的普遍共识认为，货币政策目标应是实现稳定的低通货膨胀，即通胀目标制，中间目标是银行间市场短期利率。在通常情况下，这一短期利率对其他市场利率以及整体经济的效果也被认为是较为明确可靠的。短期利率水平需要参考各种各样的宏观经济信号，而这一决策过程能近似的由泰勒规则描述（Woodford, 2003）。

从上世纪九十年代到危机前，发达经济体整体较低的通胀与较平稳的经济增长对于这一传统共识形成无疑提供了强有力的支持。然而本次危机的爆发对于传统货币政策理论提出了巨大挑战，其核心争议在于货币政策是否应于事前控制资产价格泡沫而非仅仅用于事后清理（Joyce, Miles, Scott 和 Vayanos, 2012）。从实际政策操作层面看，发达经济体央行无疑都或多或少偏离了传统货币政策理论，在通胀目标之外增加了货币政策对于金融稳定的关注，事前预见并控制金融风险正逐渐成为新的货币政策共识。

本次危机对于传统货币政策用于事后清理的效果也提出了严重质疑。首先，根据传统的泰勒规则，当发达经济体面临深度经济衰退时，短期名义利率应该降到零以下，但由于经济主体总能持有零利率的现金，市场利率总是面临零下限。这意味着传统货币政策工具失效。其次，由于金融体系以及私人部门所持有的大量资产遭遇重创，信

贷市场对金融机构和借款人偿债能力可信度需要进行重新评估，市场不确定性增加，这导致官方利率和市场利率传统上较为稳定可靠的联动关系被打破，即传统货币政策的传导机制部分失效了。反映这一现象的一个显著事实是，尽管银行间市场短期利率接近于零，长期国债收益率也达到极低水平，但私人部门实际的借贷利率下降幅度相对有限，这导致企业借贷利率与联邦基金利率之间的差异扩大并维持在相对高位（见图 3）。

图 3 美国 1 年以上加权有效贷款利率及与联邦基金利率之利差（1997Q2-2013Q3）



数据来源：美国 1 年以上加权有效贷款利率来自美联储企业借贷情况调查，与联邦基金利率转载自圣路易斯联储银行网站。

非传统货币政策尽管形式多样，但其核心出发点基本上都针对传统货币政策面临零下限约束以及在金融市场尚未正常运作前传导机制部分受阻这两个问题。针对短期利率零下限的问题，非传统货币政策考虑影响其他类型的利率，譬如长期国债收益率。对传统货币政策传导机制部分受阻的问题，非传统货币政策则设计了直接针对特定市场提供流动性的操作方式。这两方面操作都带来央行资产负债表规模的显著扩张。而央行扩张资产负债表本质上是央行应用其创造一般支付手段的能力获取资产的过程。在这一过程中，央行资产负债表扩张了，同时私人部门所持有的资产构成也变化了。

2、资产组合再配置效应渠道

非传统货币政策发挥作用的核心在于央行以高度流动性的货币资产置换公共或私人部门其他资产将如何影响整体经济，即所谓的资产组合再配置效应（portfolio rebalancing effect）如何产生。更细致的拆分这一问题，它涉及这一资产置换如何影响私人部门的信贷成本以及信贷可得性，进而又如何影响经济中的总需求。另外，央行购买资产的构成会有何影响，购买私人部门资产与购买公共部门债券是否会有不同效果等等。

从理论角度看，资产组合再配置效应是否存在受特定条件约束。Eggertsson 和 Woodford (2003)应用一个无生命限期模型证明，在资产具有完全可替代性的条件下，与央行的任何资产置换都不会对人的经济决策产生任何影响。这一假说与财政理论上的李嘉图等价本质上是相同的。不过这一假说成立所依赖的前提，即各种资产可完全相互替代，投资者可购买或出售无限量的资产，即便在正常条件下也难以成立。因此，Curdia 和 Woodford (2011)应用一般均衡模型证明，当某些市场存在参与约束时，资产组合再配置效应存在，即央行购买私人部门资产的政策会影响私人部门决策。另外，当资产价值不仅仅来自于该资产的未来现金流收入，那么也将存在资产组合再配置效应。如 Krishnamurthy 和 Vissing-Jorgensen (2011)说明由于回购协议经常要求用美国国债作为抵押，因此相对其他类型资产，美国国债的价值超出其未来现金流收益的折现值。

Miles (2011)将央行购买长期国债的资产组合再配置效应作用于国内需求的渠道概括为两个。第一个渠道是通过压低国债收益率，使得期限溢价以及其他长期风险资产收益率下降，这使得私人部门财富上升，同时还使得信贷约束得以缓解，从而对国内需求产生促进作用。第二个渠道是通过增加银行的流动性资产提高银行信贷的可获得性，从而促进国内需求。

3、非传统货币政策效果的经验证据

从危机后金融市场以及宏观经济走势上看，非传统货币政策的确显示出积极效果。不过评估非传统货币政策的效果还需要进行更严格的反事实分析，其难点在于隔离同时发生的其他因素，譬如财政刺激的影响。由于非传统货币政策对于金融市场的影响几乎没有时滞，因此有关的实证研究更丰富一些。反之，由于非传统货币政策对总体经济的影响往往存在长度不确定的时滞，这一领域的实证研究更为困难，相对而言也较少。

总体上，实证研究支持非传统货币政策对于金融变量的显著影响。包括 D'Amico 和 King (2010)在内的一系列实证研究发现，美联储第一轮大规模资产购买成功的压低了中长期利率。Neely (2012)则发现，美国公布大规模资产购买计划对于国际长期利率和美元现价也具有重大影响。一些研究者对于这一影响的持续性也进行了分析。如 Wright (2011)测算的结果显示，尽管非传统货币政策对国债收益率之外的金融变量也具有重大影响，但这些效果常常是非常短暂的。不过，由于金融市场往往会存在初期的过度反应或者这些金融变量逐渐受其他因素（如宏观经济前景的改善）的抵消性影

响,这一测算并不意味着非传统货币政策的影响就是短暂的。与之不同, Joyce 和 Tong (2012)发现当控制宏观和财政性因素后, 资产购买对于收益率的压低效应是较为持久的。

对于非传统货币政策更广泛的宏观经济效应, Baumeister 和 Benati (2010)估计了时变参数的结构 VAR 以考察 2007-2009 年间长期债券利差下降的宏观经济效果。对美国、欧元区、日本和英国, 他们发现降低长期收益率对产出增长和通货膨胀都有显著影响。其反事实模拟则表明, 美国和英国的非传统货币政策在避免通缩和产出下滑的重大风险上起到了重大作用。

从有关研究看, 非传统货币政策的确能够降低长期利率, 而长期利率降低对经济复苏也的确有正面作用。然而国际金融危机后近五年, 发达经济体的复苏仍然脆弱, 这或者说明经济衰退的力量非常强大, 或者说明非传统货币政策作用很小。如果是该政策作用很小, 那很可能是因为货币政策本身影响有限, 且面临收益递减的约束, 还需要其它促进经济增长的措施来补充。与此有关的问题是, 即便非传统货币政策很有效, 其成本可能是什么? 一个值得关注的问题是大规模的银行超额储备降低了银行间市场同业拆借的规模, 并使得这一市场运行不良 (Joyce, Miles, Scott 和 Vayanos, 2012)。当经济出现复苏后, 央行将如何减少这一高额储备水平并避免高通胀? 另外, 央行大规模购买政府债券事实上为政府债务规模不断上升提供了便利条件, 这也同时意味着财政风险、金融风险与通货膨胀风险。

三、非传统货币政策退出的时机与策略

1、美国非传统货币政策的退出时机

随着美国经济的好转, 对当前以购买长期债券压低长期利率为核心的非传统货币政策退出的预期也越来越强。2013 年 6 月 19 日, 美联储发布本年度第四次 FOMC 议息会议声明与联储经济预测, 将 2014 年经济增速从 2.9%-3.4%上调到 3.0%-3.5%; 预测 2013 年底失业率降到 7.2%-7.3%, 2014 年底失业率降到 6.5%-6.8%, 2015 年失业率进一步降至 5.8%-6.2%。这一预期下, 美联储暗示正在考虑开始减少资产购买规模。伯南克在随后举行的新闻发布会上进一步表示, 如果经济复苏数据符合预期, 那么美联储将会在 2013 年晚些时候放缓资产购买步伐, 在 2014 年上半年继续有序削减资产购买步伐, 并在 2014 年年中左右终止购买。

从宏观和金融稳定的角度考虑, 退出量宽不会一蹴而就, 而是一个循序渐进的逐

步推进过程，其时机选择是重要和棘手的问题。退出过早，可能给经济复苏带来压力；退出过晚，则可能引发新一轮资产价格泡沫和恶性通货膨胀。美联储不仅要持续关注美国的 GDP、失业率、居民收入和支出、消费者信心，工业生产，房屋销售，股票指数等指标，还要密切关注通胀预期与大宗商品价格等。只有在国际经济环境持续改善，内外部需求不断增强，经济数据连续好转的情况下，美国量宽政策退出的具体方案才能得以执行。

从伯南克的表态来看，量宽政策退出的基本逻辑仍是有条件“可以退”。目前的“可以退”主要是基于增长与就业两个变量的改善，但从危机后近四年的宏观数据上看，美国经济增长和就业指标不时存在波动，美国两党政治使得债务上限问题反复成为高悬在美国经济乃至全球经济上的显著风险，因此未来美联储的退出政策仍存在很大不确定性。譬如，近期由于按揭贷款利率上升、财政政策对经济增长的抑制作用，美联储下调了对于 2013 和 2014 年 GDP 增长的预期，因此 9 月美联储会议未如市场普遍预期宣布放缓资产购买，而是宣布需要等待经济复苏可持续的更多证据，这导致国际金融市场剧烈反应。类似的情形在未来一段时间仍可能反复出现。

2、非传统货币政策的退出策略

从美联储当前的资产负债表以及非传统货币政策的实施现状看，其退出应包括两方面内容：第一是美联储资产负债表的瘦身；第二是政策利率脱离零下区间开始正常化。对于第一步，技术上可采取如下三种方式。首先是通过逐步削减当前的资产购买规模以减缓资产负债表的扩张；二是通过持有长期债券自然到期并不再将本金再投资于债券来实现资产负债表自动缩减；三是直接出售债券资产，主动缩减资产负债表。其中削减资产购买规模是逻辑上的第一步，而当美联储不再购买长期资产后，是否会直接出售存量长期资产还是持有至自然到期则需要根据经济活动与金融市场具体情况再来确定。

退出策略上最重要的是如何协调资产负债表规模缩减与升息两方面政策的问题。这从理论上存在三种可能性：首先是先退出资产购买计划，然后开始升息；其次是在不收缩资产负债表规模的条件下直接升息；第三种是前两者的调和，即前期以出售资产为主，升息为辅，在资产负债表大幅收缩之前不进行大幅升息，直到资产负债表大幅瘦身之后才会持续上调利率。从实际情况看，在资产负债表大幅收缩之前，美联储不会大幅上调联邦基金利率。美联储会议所公布的信息与此一致。这一选择的主要原因主要包括三方面。

第一，从联邦基金利率调控有效性角度考虑。由于银行系统存在大量超额准备金，联邦基金市场交易规模和流动性已经显著降低，调整联邦基准利率难以影响市场短期利率走势，因此联邦基金利率作为货币政策基准利率的有效性有所下降。这种情况下，超额准备金利率的调控作用相对而言更强。另外，美联储还可运用逆回购、定期存款工具等来调控金融市场的短期利率水平。

第二，从美联储财务成本和金融市场稳定的角度考虑。从资产方的角度看，放缓加息步伐可为出售美联储所持有的长期资产创造有利的市场条件。如果短期利率上升幅度过大，使得长期利率显著上升，将导致有关资产价格下降，这不仅使得美联储受到损失，也会导致金融机构蒙受损失，并可能使得相关市场再度失去流动性。从负债方的角度看，随着市场利率的提高，美联储为避免大量超额准备金流入市场，会通过各种短期工具吸收超额准备金，并上调超额准备金利率。目前美联储存款准备金高达 1.8 万亿，短期利率每上升 1 个百分点，美联储存款准备金的利息支出就增加 180 亿美元。这会增加美联储的利息支出和财务成本，从而对美联储的加息政策形成掣肘。从财政角度看，加息会提高国债收益率以及各级市政债的收益率水平，在当前美国债务率达到二战后最高的情况下，发债成本提高将大大加重财政负担。

第三，美联储也不太可能等到资产负债表完成瘦身后再开始升息。零利率是非常时期的政策，联邦基金利率在 0-0.25% 的极低利率水平上已经维持了将近五年。美联储未来出售资产时间可能长达四到五年，继续维持低利率如此长的时间很可能助长金融市场的依赖性，妨碍金融机构正常的利率预期，并导致资产价格泡沫。小幅加息也可逐步引导市场预期，让利率发挥信号作用，测试市场反应和美国经济的承受能力。因此，目前市场普遍预期当失业率下降到 6.5% 以下、核心个人消费支出物价指数(PCE)增长接近 2% 时，美联储会开启加息进程。

综上所述，美联储退出非传统货币政策的策略核心是实现有秩序的退出，避免造成金融市场动荡或者通胀风险不可控制的上升。为实现这一目标，同时需要平衡对市场预期的引导以及适度相机抉择两方面关系。通过建立退出规则和透明度，加强与市场的沟通，以大体可预期方式逆转非传统货币政策，另外还需要根据债券市场、信贷市场、通货膨胀和失业率的动态变化，适时适度地收缩流动性供应。

四、美国退出非传统货币政策的溢出效应

从历史上看，主要发达经济体尤其是美国货币政策的大调整都对全球经济产生重

大影响。20 世纪 90 年代中期，当美国经济从 90 年代早期的衰退中恢复时，格林斯潘领导的美联储开始提高利率以控制通胀，此次美国利率提高成为国际资本从东南亚流回美国、最终导致亚洲金融危机的原因之一。美国互联网泡沫 2000 年崩溃以后，美联储从 2001 年 1 月到 2003 年 6 月间连续 13 次下调联邦基金利率，该利率从 6.5% 降低到 1% 的历史最低水平。美元的低利率导致低风险套利交易在全球范围内风行，热钱大量流入新兴经济体和石油输出国，造成全球流动性过剩的局面。本次国际金融危机后，美联储推行前所未有的超宽松货币政策，欧元区和英日等国相继跟进，导致国际流动性泛滥，大宗商品价格高位震荡，并推动大量短期资本流入新兴经济体。非传统货币政策的正常化过程必定会在大宗商品价格、短期国际资本流动及全球金融体系稳定等方面产生不可忽略的冲击。

1、非传统货币政策实施与退出时的溢出效应

非传统货币政策退出的冲击幅度在一定程度上可以看作非传统货币政策实施时溢出效应的逆转。在非传统货币政策实施中，虽然通过刺激发达经济体更快的复苏对其贸易伙伴的出口以及跨境借贷产生了积极作用，但也对新兴经济体产生了包括资本流动加剧、汇率升值、资产价格上升及信贷扩张等溢出效应。这些效应由于新兴经济体金融体系和汇率制度的不完善甚至有加剧的倾向。

尽管关于溢出效应的实证经验还存在一定分歧，但总体上新兴经济体在量宽政策公布后经历了明显的资本流入（IMF, 2013; Fratacher, Lo Duca and Straub, 2012）。以巴西为例，Barroso 等人（2013）估计了美联储量宽政策的事前与事后对巴西经济的影响，分解其传导机制并检验了其统计显著性。他们对美国第一轮量宽（2008 年 12 月-2009 年 6 月）、第二轮量宽（2010 年 8 月-2011 年 8 月）以及扭转操作（2011 年 9 月-2012 年 6 月）的研究发现，这几轮操作对巴西经济的影响总体上与预期方向一致，并在统计上显著。巴西通胀、消费与实体经济活动随之上升，汇率名义升值 7.3%，实际升值 9.3%，总资本流入上升 13.9%，其中证券投资类的资本流入增长 17.6%，社会信贷相对 GDP 规模上升 0.9 个百分点而股市市值相对 GDP 上升 4.4 个百分点。另外他们还发现从渠道上看，溢出效应最重要的传导渠道是资本流入。

因此，新兴经济体对非传统货币政策退出最基本的关注点在于，随着货币政策正常化，资本流出将导致金融市场与金融机构遭遇冲击。由于发达经济体央行已实施近五年的非传统货币政策，其正常化过程可能面临操作经验不足与市场超调风险的巨大挑战。本次危机使得市场各类利率之间的关系产生系统性变化，另外发达经济体也缺

乏在大量超额储备的情况下操作货币政策的经验。这可能使得利率波动性风险加剧，并可能导致长期利率的超调。这不仅意味着金融风险 and 资产价格风险，资本流动和汇率的大幅变动，还可能对经济复苏产生损害。

在这种情况下，流动性较差的企业或银行乃至国家将面临重重困难，而那些以杠杆化方式持有风险资产以及长期债券同时又没有采取足够保值措施的实体则将陷入偿付危机。虽然总体上看新兴经济体爆发危机仍属于小概率事件，但一旦爆发则将对区域经济、同类型经济体产生传染效应，其最终导致的负面影响可能大大超出事前估计。因此，发达经济体实施非传统货币政策的效果虽然已成为可以分析的经验资料，但其退出非传统货币政策对外部影响的不确定性并没有因此而明显降低。

2、退出非传统货币政策的溢出效应可能渠道分析

首先，退出非传统货币政策将对市场利率、资产价格产生直接影响。美国缩减资产购买规模后，势必对美国长期国债收益率产生明显影响。美联储在量宽后期购买的美国国债占新发行量的规模接近 90%。目前美联储持有 1.99 万亿美元的美国国债，占美国国债总额 12%，是美国国债市场上最大的买家。一旦美联储减少购买乃至出售美国国债，必将导致美国国债价格下跌。由于美国国债在金融体系中的基础性资产定价作用，这将使得包括股市房市在内的其他资产价格受到不同程度影响。事实上，由于美联储退出 QE 的预期，美国 10 年期国债收益率从 5 月初的 1.66% 快速飙升至 6 月美联储议息会后的 2.4% 左右。

第二，核心发达经济体利率变化将导致国际资本的重新配置以及汇率调整。根据历史经验，美联储升息后往往带来美元的走强。1994 年美联储将基准利率迅速从 3% 开始升息，并在 1995 年中期维持在 6% 左右的高位后，美元指数迅速上升。2004 年中期美联储开始加息，到 2005 年 12 月 13 日共加息八次，美元对欧元、日元的利差分别达到 200、415 个基点，推动美元走强。随着美国经济增长向好，美国启动量宽货币政策退出后美元利率上升，加之欧洲和日本的货币紧缩滞后于美国，这都将对美元形成支撑。一旦美元出现升值，国际资本往往会从新兴市场回流美国，美元套利交易平仓，造成新兴市场经济体出现新一轮国际资本外流风险。新兴市场金融市场流动性以及资产价格都会受到冲击，货币贬值压力和宏观经济调控压力加剧。

第三，美元汇率走强及全球利率上行可能对大宗商品价格产生一定抑制作用，这对大宗商品进口国和出口国意味着不同的福利效应。从历史数据看，美元汇率与原油等大宗商品价格呈现较为明显的负相关关系。但对不同类型大宗商品价格的影响还要

具体考虑供给和需求面因素，尤其是中国等大型新兴经济体的影响。譬如，在第一轮和第二轮量宽期间，大宗商品价格大幅上涨，主要由于量化宽松带来了经济复苏和通胀的预期。到第二轮量宽结束时，受制于全球经济需求疲软、欧债危机等因素影响，大宗商品价格开始走软。而从去年 9 月开始的新一轮量宽以来，尽管美国经济开始复苏，但欧洲、日本和新兴经济体的增长不及预期，大宗商品价格走弱。因此，非传统货币政策退出对大宗商品价格的影响还需结合考虑主要经济体增长形势。

五、中国的政策应对

发达经济体非传统货币政策逐步退出并实现正常化，这不仅是其内部利益的大势所趋，从长远看也符合全球宏观经济和金融稳定的共同利益。不过大规模非传统货币政策退出缺乏先例，即便是理论水平和政策操作水平均处于先进地位的美联储也不能不谨慎为之。我国需要对这一过程中的可能风险有提前认识和准备。

如上文所述，非传统货币政策退出将对全球市场利率、汇率、资产价格、资本流动等金融变量产生调整压力。由于缺乏经验导致的不确定性使得调整过程出现超调的可能性很大，这将加剧新兴经济体稳定宏观经济和金融体系的困难。不过，不同类型新兴经济体面临的冲击将存在显著异质性，将取决于特定国家宏观经济周期状态、市场成熟度以及有关监管政策。如果一国经济宏观经济运行低于其潜在产出，即面临总需求不足的问题，那么资本流出将使得国内需求进一步收缩。如果一国金融市场存在缺陷、市场深度不足，那么由大规模资本流出造成的外部冲击很可能造成宏观经济冲击，如果没有采用针对性的宏观审慎政策及短期资本流动管理的措施，那么该国将被动面临外部环境变化的挑战。

因此，我国需结合以上几方面因素准备相关政策应对。首先，密切监控国内宏观经济周期及货币流动性。在美国退出量化宽松政策的背景下，短期资本外流会通过外汇占款减少和存款增速放缓等渠道造成国内流动性出现一定下降，央行可在控制通货膨胀目标的同时，考虑对国内金融市场流动性提供补充。譬如我国当前大型金融机构的法定存款准备金率为 20%，中小型金融机构为 16.5%，这一水平在主要经济体中处于最高位置。当需要补充流动性时，下调法定存款准备金率是一项有效的数量型工具，同时也符合金融机构提高市场化运作水平的需要。

第二，为防范短期资本大规模流出的潜在风险及对国内金融市场的冲击，我国应加强对短期资本流动的管理，完善微观审慎和宏观审慎政策框架。短期资本跨境流动

往往具有顺周期和超调特征，将加大汇率和市场利率波动性，增加宏观经济不稳定性和脆弱性。我国应通过对跨境业务和金融机构的监测，加强对短期资本流动的监测和风险评估。在短期资本流动风险的管理上，还应考虑以市场手段为主，以行政措施为辅，以避免对正常资本流动的过度约束。

第三，加强国际沟通与协作，督促美国实行更加负责的货币政策。尽管美国量宽政策进入与退出主要以美国经济形势为最终决定因素，但是考虑到美国经济对世界经济的影响，美国货币政策操作要顾及对其他国家，特别是新兴市场经济体的影响。我国应在 G20 等国际经济治理平台上督促美国实行更加负责的货币政策，建立信息共享机制和政策协调机制，加强同新兴市场经济体的沟通，确保量宽政策有序退出，并通过 IMF 或货币互换等机制性安排确保针对脆弱经济体的流动性供应。

第四，考虑建立区域性的汇率协调机制，与东盟等贸易上存在一定竞争关系的经济体一同防范竞争性贬值风险。在此次非传统货币政策实施期间，亚洲新兴经济体经历了相比其他地区而言更大规模的资本流入，预期在非传统货币政策退出时，这些地区也将经历大规模的资本流出冲击。这一过程如果导致汇率的无序贬值，对于中国对外贸易以及国内宏观经济稳定将带来重大影响。我国可考虑通过东盟 10+3 的合作机制，强化与亚洲新兴经济体的汇率合作，以共同促进本地区的宏观经济与金融稳定。

参考文献

Baumeister, C. and Benati, L. Unconventional monetary policy and the great recession - Estimating the impact of a compression in the yield spread at the zero lower bound, Working Paper Series No. 1258, European Central Bank, 2010.

Barroso, Joao Barata R.B., Luiz A. Pereira da Silva, and Adriana Soares Sales. Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: measuring its effects and transmission channels through a rigorous counterfactual evaluation, Working Papers Series 313, Central Bank of Brazil, Research Department, 2013.

Bernanke, B., The Crisis and the Policy Response, Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 2009.

BIS, 82nd BIS Annual Report 2011/2012, June 24, 2012.
<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e.htm>.

BIS, 83rd BIS Annual Report 2012/2013, June 23, 2013.
<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.htm>.

Borio, C. and P. Disyatat, Unconventional Monetary Policies: an Appraisal, The Manchester School, University of Manchester, 78: 53-89, 2010.

Cecioni, M., G. Ferrero and A. Secchi, Unconventional monetary policy in theory and in practice, Occasional Papers No. 102, Bank of Italy, September 2011.

Curdia, V. and Woodford, M. The central-bank balance sheet as an instrument of policy, Journal of Monetary Economics, vol. 58, pp. 54–79, 2011.

D’Amico, S. and King, T.B. Flow and stock effects of large-scale treasury purchases’, Finance and Economics Discussion Series No. 2010-52, 2010.

Eggertsson, G. and Woodford, M. The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 1, pp. 139–211, 2003.

Fratzscher, Marcel and Lo Duca, Marco and Straub, Roland, A Global Monetary Tsunami? On the Spillovers of US Quantitative Easing (October 19, 2012).

<http://ssrn.com/abstract=2164261> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2164261>

IMF, Unconventional Monetary Policies: Recent Experiences and Prospects, Board Paper, April 19, 2013.

Joyce, M., D. Miles, A. Scott and D. Vayanos, Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction, The Economic Journal, vol.122(564), pp. F271–88, 2012.

Krishnamurthy, A. and Vissing-Jorgensen, A. The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 2, pp. 215–87, 2011.

Miles, D. Monetary policy and financial dislocation, Royal Economic Society lecture, 10 October 2011.

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2011/speech521.pdf>.

Neely, C. The large-scale asset purchases had large international effects, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper No. 2010-018A, 2012.

White, William R. Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences. Working Paper No. 126. Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, August 2012.

<http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>.

Woodford, M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton NJ: Princeton University Press, 2003.

Wright, J. What does monetary policy do at the zero lower bound?, The Economic Journal, vol.122(564), pp. F447–66, 2012.

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

