美国、欧洲和日本非常规货币政策比较

摘要：2008年次贷危机爆发之后，美国、英国率先开始以量化宽松为代表的非常规货币政策，并且不断加码。然而日本和欧洲在非常规货币政策实施方面却并不积极，直到2013年和2015年才开始正式实施量化宽松政策。本文在分析非常规货币政策效果的基础上，比较了各国非常规货币政策在实施过程中的差异及其背后的原因。非常规货币政策对于稳定价格和通货膨胀有比较明显的作用，但是对产出和就业恢复作用有限。因此要想成功恢复经济，除了有必要的政策实施时间之外，非常规货币货币政策还应该配合结构性改革和扩张性财政政策。

**一、前言**

次贷危机和欧洲主权债务危机爆发之后，美国和欧洲的货币政策都出现了零利率下限约束问题，继而相继采取量化宽松或者非常规货币政策。由于早在此前，日本的利率长期处于零利率水平，因此有经济学家认为日本是大经济体中实施非常规货币政策最早的国家。然而危机爆发八年以来，尽管非常规货币政策不断加码，到目前为止，仅美国经济出现复苏迹象，并且已经进入讨论非常规货币政策退出程序的阶段。但是反观欧洲和日本，两个地区仍深陷经济衰退的泥潭。

究竟是什么原因导致了各国非常规货币政策效果出现如此巨大的差异？围绕着各国货币政策效果的差异，本文重点研究了美国、欧洲和日本非常规货币政策的起因、操作程序、特点和差异，进而分析为什么非常规货币政策会在不同的国家产生不同的效果。

下文分为如下几个部分：第二小节从货币政策理论方面简要概括了非常规货币政策的基本特征；第三小节总结了美、日、欧非常规货币政策实施的进程；第四小节通过对比的方法总结了各国和地区非常规货币政策的差异及其原因。最后是结论。

**二、非常规货币政策及其基本特征**

非常规货币政策是指中央银行在名义利率降到零时为了刺激总需求而采取的政策。就货币政策操作本身来看，非常规货币政策可以简单理解为通过中央银行资产负债表实施的货币政策。

（一）**非常规货币政策的实施**

作为非常规货币政策的代名词，“量化宽松”(Quantitative easing)最初是由日本银行为应对20世纪初出现的通货紧缩在2001年开始采取的，并一直持续到2006年。面对20世纪90年代开始持续的经济停滞和严重的不良债权问题，从1999年年初，日本银行开始实行“零利率”政策。但是这一政策的效果并不明显，2001年日本经济继续恶化，通货紧缩严重，银行自有资本损失剧增，企业投资减少。由于传统货币政策已失去操作空间，日本必须采取其他方法来实施进一步的宽松政策，2001年3月日本银行引入了“量化宽松”政策，并最终于2006年退出。

对于2001年日本银行的量化宽松政策而言，其核心有三个方面，Franta(2011)。一是日本银行货币政策目标从活期贷款利率(call rate)转变为金融机构存款准备金，由于金融机构存款准备金是中央银行的负债，因此上一轮日本的量化宽松政策被认为是中央银行通过其资产负债表的“负债方”主动实施的货币政策；其次，日本银行承诺核心CPI通缩消失之前持续采用量化宽松政策，这一点与美国非常规货币政策中的“前瞻性指导”颇为相似；第三，日本银行承诺购买长期国债来为市场增加流动性，这一点也与美国非常规货币政策中的扭曲操作相似。可以看出，日本最早一轮量化宽松货币政策与次贷危机之后美、英等国的非常规货币政策在操作方式等很多方面存在相似之处。

2006年日本银行退出量化宽松货币政策，而且将货币政策目标重新调整为活期贷款利率，并继续实施零利率政策。但2006年日本银行退出量化宽松政策之时，核心CPI的同比增长率并未恢复到正数，仅CPI同比增长率短期出现正数，但极不稳定，2007年年初之后重新陷入通货紧缩。从量化宽松的规模上来看，2001年-2006年量化宽松的规模要远远小于日本银行在2013年之后量化宽松的规模。图1显示，日本银行的资产总量从2001年年初约105.45兆日元增长至2005年年底约155.6兆日元，年平均增长率仅为6.7%。而且在2006年退出量化宽松之后，日本银行的资产负债表实施了快速紧缩过程，到2006年6月底日本银行的资产总规模迅速降低到113.8兆日元，比2005年年底降低了27%。

2013年重启量化宽松之后，日本银行大大加强了资产购买力度。2013年年初资产总规模为157.94兆日元，截止2015年10月底以及达到373.55兆日元，在近三年的时间内增长了近1.4倍，年均增长率为33%，远远高于2001年-2006年量化宽松政策的力度。

图1 日本银行总资产和政府债券（兆日元）

2008年之后美联储在主要中央银行中率先开始实施非常规货币政策，英格兰银行紧随其后。这一方面是由于美国和英国是遭受次贷危机直接打击的国家，另一方面也与时任美联储主席伯南克的货币政策理论有关。日本最初实施“量化宽松”政策时，宽松的对象主要是指金融机构的准备金，这与次贷危机之后美国所实施的“Credit easing”存在一定差异。[[1]](#footnote-1)除了所谓的信贷宽松之外，美联储还提出了所谓的前瞻性指导的概念。 2013年4月之后，日本银行又开始新一轮非常规货币政策，并将其定义为附加前瞻性指导的“质、量双宽宽松政策”，即“Quantitative and Qualitative Monetary Easing，QQE”。 [[2]](#footnote-2) 在该货币政策框架下，日本中央银行在消费者价格指数稳定在年增长率达到2%之前，都将持续采取量化宽松的非常规货币政策。

因此本文将使用非常规货币政策，而不笼统地称之为量化宽松。表1 给出了各国中央银行实施量化宽松货币政策之后中央银行资产负债表规模的变化。从扩张程度上来看，美联储、日本银行和英格兰银行扩张的程度相当。从2007年到2015年7月份，上述央行资产规模与GDP的比例大致增长了3.3倍左右。由于欧元区正式实施非常规货币政策相对较晚，总资产占GDP的比例增长约1.1倍。

表1 主要国家(地区)中央银行非常规货币政策状况

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 时间 | 总资产(% GDP) | 基础货币(% GDP) | 资产购买(% GDP) |
| 欧洲央行 | 2007年 | 9.9 | 8.8 |  |
| 2015年7月 | 20.7 | 15.2 | 5.2 |
| 美联储 | 2007年 | 5.8 | 5.7 |  |
| 2015年7月 | 24.5 | 22.7 | 24.3 |
| 日本银行 | 2007年 | 16.3 | 17.1 |  |
| 2015年7月 | 70.1 | 66.0 | 63.6 |
| 英格兰银行 | 2007年 | 5.4 | 4.4 |  |
| 2015年7月 | 23.4 | 21.7 | 20.9 |

注：欧洲中央银行资产最高规模在2012年6月欧洲主权债务危机期间达到GDP的26.2%，基础货币达到GDP的18%。

**（二）非常规货币政策的基本传导机制**

尽管在具体的政策执行方式上存在一定的差异，非常规货币政策基本上是通过由中央银行购买政府债券或者私人资产的方式将货币直接注入到经济中去。通过购买金融资产，非常规货币政策可以产生几个方面的影响：

首先、中央银行的交易对手方通过卖出资产可以获得必要的流动性，从而增强了自身的安全性，有利于稳定金融市场。

其次、中央银行通过购买特定金融资产推动资产价格上升，这一方面会产生财富效应，刺激消费或者投资；另一方面资产价格上升所导致的收益率下降也有利于降低融资成本。

第三、对于私人金融机构而言，对中央银行出售资产将会获得准备金，而准备金的增加将可能推动金融机构对家庭和企业增加信贷供给。

 第四、除了上述有形的渠道之外，货币数量的增加将会产生通货膨胀预期，拉动实际利率下降，有利于实体经济复苏。非常规货币政策的传导渠道见图1。

 由于经济危机期间，金融机构的风险偏好往往会发生逆转，因此非常规货币政策是否有效很大程度上取决于其是否能有效地影响信贷市场的供需双方。从信贷供给来看，非常规货币政策是否有效取决于其是否能够降低贷款成本和增加信贷供给，即家庭和企业是否能够以更便宜的价格借到更多的贷款。从信贷需求方来看，非常规货币政策是否有效取决于其是否能够有效的修复家庭和企业的资产负债表，实现企业去杠杆。只有信贷供求双方都得到改善，非常规货币政策才能取得预期效果。



图1 非常规货币政策的主要传导渠道

（二）、非常规货币政策的理论基础

非常规货币政策的理论基础可以追溯到弗里德曼对零利率处货币政策的研究，其后克鲁格曼和伯南克发展了非常规货币政策理论。

克鲁格曼发展了“广义流动性陷阱”理论，将其定义为当名义利率降到零时，总需求仍持续下降的状态。克鲁格曼把流动性陷阱归结为一个信息或预期问题。当经济陷入流动性陷阱后，经济处于停滞状态，这种情形也会影响人们的预期。由于担心未来的信用问题，消费者减少投资和消费，最终使得经济更加恶化。管理预期是使经济走出通缩陷阱的重要途径，如果公众相信未来通货膨胀将重现，实际利率也会下降，从而刺激总需求和经济增长。

伯南克系统论证了在通货紧缩的条件下、当货币政策到达零利率边界时，央行可能采取的应对策略。伯南克认为，在短期名义利率达到零利率边界后，央行可以采取“非传统”的政策手段继续刺激经济。伯南克提出三项主要措施：管理公众对未来利率水平的预期、改变央行资产负债表的结构以及扩大央行资产负债表的规模。具体的做法包括：央行可以通过购买或承诺购买长期国债和机构债券的方式，将市场利率控制在低位，扩大购买资产的数量和种类将货币注入经济，或通过向银行提供低息贷款、与财政部门配合等多重方式投放流动性。伯南克正式将有关央行资产负债表调控的政策称为中央银行资产负债表政策，并将扩大资产负债表规模的相关政策称为量化宽松政策(Quantitative Easing)，将改变资产负债表组成的相关政策称为信贷宽松政策(Credit Easing)。这些理论最后也成为2007-2008年金融危机期间美联储非常规货币政策的蓝图。

Anderson等(2010)在基于各国非常规货币政策实践的基础上，总结了非常规货币政策实施的基本原则：首先、如果一个国家央行的资产负债表在短期内快速增加，可以为经济复苏提供动力。其次、中央银行应该将非常规货币政策实施的目的与公众进行沟通。第三、与购买资产的类型相比，资产负债表扩张的规模更加重要。最后、当危机过去后，资产负债表扩张应及时解除。

（三）、非常规货币政策的效果

非常规货币政策实施的效果又如何呢？Ncube（2014）的研究发现非常规货币政策对于稳定价格和刺激经济增长的作用是不对称的。其中，非常规货币政策对于价格稳定是非常有效的。如果不采取非常规货币政策，主要经济体的通胀率将将会降低到更为不利的水平。然而研究结果还表明量化宽松对经济增长的影响是有限的。除了英国国内生产总值增长率有0.7个百分点的增长之外，没有显着的影响，量化宽松政策对主要经济体国内生产总值增长率没有发现直接影响。

此外，Ncube的分析还发现量化宽松政策有助于减少美国和日本的失业率，同时还导致美国、英国和欧元区通胀预期的上升。然而，量化宽松政策对房价、股票价格、消费者信心和汇率的影响是不确定的。

因此如果没有结构性改革和其他政策措施，要战胜全球性经济危机仅仅靠货币政策是不够的。

**三、美、欧和日本非常规货币政策的基本进程和特点**

（一）美国非常规货币政策的实施进程

在非常规货币政策实施过程中，伯南克(2009)将货币政策工具区分为三种类型：

第一类金融工具在金融市场上为健康的金融机构提供短期流动性(extend liquidity)。但是美联储为银行间市场提供流动性并不是解决经济危机的万能药。由于风险偏好改变，尽管银行间市场上流动性充足，但金融机构信贷扩张(extend credit)的意愿大打折扣，美联储对金融机构扩张流动性供给无法全面解决非银行市场(nonbank markets，例如商业票据市场和资产抵押证券市场)信贷不足的情况。

第二类金融工具直接在信贷市场上为借款者和投资者提供流动性，例如直接购买商业票据和货币市场共同基金等。这一类金融工具的目的是试图将银行间市场上的流动性传递到借贷市场，避免信贷市场面临短期大量资产赎回时出现动荡，同时降低那些相对期限较长资产的展期风险(rollover risk)，激励私人投资者向市场提供信贷资金。

 第三类金融工具，通过购买长期资产来降低长期利率，支持信贷市场正常发挥作用。这三种非常规货币政策工具的共同点是通过扩张美联储资产负债表的总资产(信贷扩张和购买资产)来实现货币政策扩张。美国量化宽松政策实施的过程参见表2。

表2 美国非常规货币政策的实施过程

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 时间 | 失业率 | 通货膨胀率 | 非常规货币政策操作 |
| 2008年11月 | 6.8% | 1.1% | 第一轮量化宽松(QE1) |
| 2010年11月 | 9.8% | 1.1% | 第二轮量化宽松(QE2) |
| 2011年9月 | 9.0% | 3.9% | 扭曲操作“Operation Twist” (OT) |
| 2012年9月 | 7.8% | 2% | 第三轮量化宽松(QE3) |
| 2012年12月 | 7.9% | 1.7% | 第四轮量化宽松(QE4) |

注：失业率为季节调整后调查调和失业率，通货膨胀率为同比CPI增长率。

（二）欧洲非常规货币政策的实施进程

与美国相比，欧元区在采取非常规货币政策方面并不积极，Bullard(2015)。2009年5月份欧洲中央银行将基准利率降到1%之后，既不愿意将利率长期维持在0的水平，也不愿意采取采取英美等国所采取的非常规货币政策。直到2015年，欧洲中央银行才开始实施量化宽松政策。

自此贷危机和欧洲主权债务危机爆发之后，欧洲中央银行所实施的非常规货币政策可以分为两个阶段：

第一个阶段是自此贷危机爆发之后到2014年6月份。在这一阶段，欧洲中央银行货币的政策重点还停留在增强其常规货币政策传导机制的有效性。在这一阶段，欧洲央行资产负债表的变化仅仅是被动的满足商业银行对流动性的需求，与美国和日本典型的以资产负债表作为政策工具的非常规货币政策存在较大差异。从2012年年中到2014年年中，欧央行所采取的降息政策效果并没有导致公司借款成本下降。例如从2012年6月起欧洲央行已经将主要再贷款利率(main refinancing operation，MRO) 从1%降至2014年6月的0.05%，下降幅度约95个基点；然而大多数欧元区国家企业贷款利率下降的幅度却很小，中位国家中小额贷款的中位贷款利率仅仅下降不到30个基点，Constâncio(2015)。

第二个阶段是2014年6月份之后，欧洲中央银行开始实施更加激进的扩张性货币政策。2015年1月后，欧洲央行扩大了资产购买计划，并且正式增加了公共部门资产购买计划(public sector purchase programme，PSPP)，即所谓的量化宽松货币政策。

Constâncio(2015)将欧洲中央银行非常规货币政策的传导渠道归纳为四个方面：一是信息显示渠道，非常规货币政策的实施表明欧洲央行坚定的经济刺激决心。第二个渠道是通货膨胀预期机制；第三个渠道是信贷渠道，即通过降低私人部门有效贷款成本并提升信贷的可得性来刺激实体经济恢复；第四个渠道是资产购买渠道，通过长期资产购买在表象上导致了中央银行资产负债表的扩张，在实质上降低了私人部门资产组合的流动性风险和存续期风险，降低了持有资产的风险溢价。通过私人部门资产组合再平衡和资产价格上升，降低了私人部门的杠杆率，使得私人目标可以更容易从银行部门获得贷款。

表3 欧洲中央银行货币政策操作

|  |  |
| --- | --- |
| 时间 | 非常规货币政策操作 |
| 2009年-2010年 | 第一轮资产担保购买计划(covered bond purchase programs) |
| 2010年-2012年 | Securities Markets Program (SMP) |
| 2011年-2012年 | 第二轮资产担保购买计划(covered bond purchase programs)；two liquidity-providing long-term refinancing operations in euro with a three-year maturity |
| 2011年 | 扩大合格可担保品的范围 |
| 2012年-2014年 | open-ended outright monetary transactions |
| 2014年 |  targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)；outright purchases of private sector assets |
| 2015年-2016年 | Expanded Asset Purchase Program ，包括公共资产购买计划(public sector purchase programme，PSPP) |

图2 美国与欧元区的失业率和通胀率

注：失业率为季节调整后的调和失业率，通胀率为CPI同比

（三）日本非常规货币政策的实施进程

次贷危机发生之后，与欧美国家相比，日本扩张性货币政策的力度相对比较温和并且具有暂时性，Vollmer和Bebenroth（2012）。究其原因，主要有两个方面：一是日本并非次贷危机的直接发生国；其次是基于日本货币政策当局在1990年代金融危机当中获得的经验教训。相对于货币政策而言，日本财政政策的力度相对欧洲地区更大。然而随着日本经济衰退不断加剧，自2013年4月份开始，为了实现CPI年增长率达到2%的目标，日本开始实施附加前瞻性指导的“质、量双宽”货币政策(QQE)。

1、“质、量双宽”货币政策的核心内容

“质、量双宽”货币政策的核心内容包括两个。首先、中央银行承诺在两年内尽快使CPI增长率稳定在2%的水平。其次为了实现2%的CPI年增长率，一方面通过扩大资产负债表规模实现量化宽松；另一方面通过扩大资产购买种类提升政策效果。具体来看，量化宽松政策主要体现在日本银行将通过购买政府债券实现每年增加基础货币60-70万亿日元的规模。质量提升则主要体现在扩大高风险资产(assets with a higher risk profile)和长期资产的购买比例。例如日本银行已经开始购买汇率交易基金(exchange-traded funds, ETFs)和日本房地产投资信托(Japan real estate investment trusts，J-REITs)，通过提升价格来降低这些资产的收益率中所隐含的风险升水。

2、“质、量双宽”货币政策的传导渠道

Iwata(2014)指出日本银行“质、量双宽”货币政策传导渠道中最重要的因素是降低预期实际利率。[[3]](#footnote-3)事实上，虽然日本银行强调对资产购买种类的调整，但是其“质、量双宽”货币政策可以看做是附加前瞻性指导的量化宽松政策。也就是在CPI稳定在2%的水平之前，宽松货币政策将一直持续下去。通过设立明确的通货膨胀目标和积极的扩张货币政策，有利于形成私人部门关于通货膨胀的稳定预期。



图3 “质、量双宽”货币政策的传导渠道

图4 危机之后日本经济的变化（2008=100）

注：存货改变/GDP为右轴，其余为左轴。

**四、欧、美、日非常规货币政策差异的原因分析**

在次贷危机发生之后，美国、英国、日本和欧元区在实施所谓非常规货币政策方面存在较大差异。这些差异大体来看是由三个方面的因素造成的：一是经济(包括金融市场)状况的差异；二是金融市场结构的差异；三是决策机构自身政治框架的差异。由于美国和英国在非常规货币政策实施方面的相似度较高，因此我们在下文中重点对比美国、欧元区和日本非常规货币政策的差异。

从经济状况的差异来看，美国是次贷危机的发生国，而欧元区和日本则是受次贷危机的波及国。但这并不意味着危机之后，美国实体经济状况最为糟糕。根据图2，无论是在危机爆发初期的2009年，还是深度发酵期的2011年-2012年，美国经济增长率都要高于日本和欧元区。2014年之后，美国经济增长率更是持续高于日本和欧元区的水平。除了次贷危机的冲击之外，欧元区还在2008年之后遭受主权债务危机的打击。日本经济则是在进入21世纪后呈现长期低迷。

从金融市场结构的差异来看，美国和英国的金融市场是以直接金融为主，而欧元区和日本的金融市场则是以银行体系为代表的间接金融为主。金融市场结构的差异导致了货币政策传导的差异，进而导致货币政策在制定时存在差异。例如英格兰银行(2009)指出由于商业银行不在金融市场中不占主要地位，英格兰银行在购买资产时不应局限于商业银行。

从决策机构自身政治框架的差异来看，美国和日本是主权国家，拥有同意的财政政策和货币政策。欧元区是一个非主权跨国组织，虽然实现了货币政策的统一，但是没有统一的政府和统一的财政政策。同时在欧元区的政治框架下，对货币政策的实施有诸多限制，例如禁止中央银行提供货币融资(monetary financing)；公共机构和政府在向金融机构借款中不享有优先权；不救助条款(the “no-bailout” clause)等等。

（一）美、日非常规货币政策的差异

伯南克(2009)特别分析了美联储所采取的非常规货币政策与日本银行在2001-2006年所采取的量化宽松政策的差异。伯南克将美联储的非常规货币政策概括为“信贷宽松”(credit easing)，与日本在2001-2006年所采取的量化宽松相比，其共同点在于两种政策都导致中央银行资产负债表扩张；然而美国的非常规货币政策与日本的非常规货币政策相比，也存在巨大差异。

1、政策目标的差异

在日式纯量化宽松政策下，货币政策致力于扩张商业银行准备金，而准备金是中央银行的负债。中央银行资产方贷款和证券的组成是被动变化的。反观美联储所采取的“信贷宽松”政策，其侧重点在于通过对美联储资产方中贷款和证券的组合管理，影响居民和企业的的信贷条件。之所以产生这样的政策差异，是由于次贷危机之后美国面临着比日本在2001-2006年更加严峻的信贷市场扭曲。与日本当年的情形相比，美国信贷市场上利差缺口(credit spreads)更大，信贷市场功能丧失更加严重。美联储不得不将更大的经历致力于恢复私人信贷市场的正常功能。

2、政策传导机制的差异

在经济危机中，由于金融机构、家庭和企业的资产负债表可能遭受重大破坏，央行不同类型政策的扩张效果存在较大差异。美联储的“信贷宽松”政策通过中央银行资产方贷款(lending programs)和证券购买的组合，不仅有利于维持金融机构安全和金融市场稳定，而且在事实上替代了部分商业银行的作用，促进私人信贷市场尽快恢复功能。例如，

3、对于是否采取非常规货币政策的态度

次贷危机之后，尽管日本的利率一直维持在较低的水平，但是与英美等国相比，日本开始重启量化宽松政策的时间要滞后很多。甚至在2007年至2006年日本银行间市场流动性不足的情形下，日本银行也并未大规模扩张其资产负债表。2007年至2008年日本银行间市场隔夜无担保拆借利率曾上升到0.5%左右，并维持了将近两年的时间。在此期间，日本银行主要增加了对商业银行短期贷款，对放宽家户和企业贷款条件的作用非常有限，而且也没有将低利率资产抵押证券纳入合格抵押品范围。可以说在2008年次贷危机爆发到2013年正式实施量化宽松之前，日本银行的扩张性货币政策的力度是非常有限的。

那么为什么次贷危机之后，日本银行迟迟不愿意采取美式量化宽松政策呢？对于日本银行来说，1990年代扩张性货币政策造成的资产泡沫的后果；同时从1990年代的宽松政策定为回归正常政策也被证明是非常漫长和困难的过程，使得日本银行在采取量化宽松货币政策时过度谨慎。对于日本银行而言，在开始实施非常规货币政策之时，关于如何退出量化宽松货币政策还是个尚未解决的问题。

图5 日本的利率和M3增长率(%)

（二）美、欧非常规货币政策的差异

在应对次贷危机或者非常规货币政策实施方面，欧洲中央银行之所以举棋不定，主要有以下几个方面的原因：

首先、欧元区在制度安排上存在先天性缺陷。欧元区是一个非主权跨国组织，虽然实现了货币政策的统一，但是没有统一的政府和统一的财政政策。欧洲中央银行购买成员国主权债务的行为在马斯特里赫特条约中并没有规定。在多个主权国家中使用同一种货币的现状使得各成员国政府缺少激励来采取财政和结构政策改革来维持金融市场稳定，Cour-Thimann和Winkler(2013)。在这种情况下欧洲中央银行对低利率政策采取了观望的态度，试图仅通过低利率政策来解决次贷危机的影响。然而欧洲主权债务危机在2009年爆发，并于2011年和2012年达到高峰期。欧元区失业率也在2013年第二季度达到12.1%的峰值，到2015年9月份仍然高达10.8%。[[4]](#footnote-4)

 其次、欧洲中央银行实施的是单一目标制货币政策。虽然稳定通货膨胀是货币政策的主要目标，但并非唯一目标。美联储实际上实施的是稳定就业和稳定价格的双目标制(dual mandate)货币政策框架；而欧洲中央银行实施的是单目标制货币政策规则，即通过规定明确的通货膨胀目标将通货膨胀稳定在2%的水平，Bullard(2015)。例如2011年年中，CPI同比增长率达到甚至超过3%，而失业率维持在10%的情况下，欧洲中央银行在2011年两次上调其基准利率。直到2014年12月份CPI同比降至0之后，欧洲中央银行才开始考虑实施非常规货币政策。2015年1月份之后，欧洲中央银行开始实施类似美国QE3的无预定期限(open ended)量化宽松货币政策，并将该政策至少持续到2016年9月份。

**五、结论**

本文在总结美国、英国、欧洲和日本等主要经济体实施非常规货币政策的进程特点及其效果差异的基础之上，分析了导致这些差异的原因。

从各国实施非常规货币政策的进程来看，美国和英国在实施非常规货币政策方面最为积极。美国和英国分别于2008年和2009年率先实施非常规货币政策，其主要原因在于英国和美国是直接遭受次贷危机打击的国家。日本银行由于顾忌扩张性货币政策的负面影响极其退出的困难性，在2013年之后才开始实施量化宽松货币政策。此时距离英美量化宽松政策实施已经5年。而欧元区在实施非常规货币政策方面更加滞后，由于在实施非常规货币政策方面存在制度性障碍，欧元区在2015年1月后正式实施公共部门资产购买计划。

从非常规货币政策的效果来看，非常规货币政策在稳定通货膨胀及其预期和刺激经济增长两个方面具有不对称性。从已有的实证研究结果来看，量化宽松政策对于稳定价格和通货膨胀而言是有效的；但是对于刺激经济恢复的作用有限。因为通货紧缩对经济稳定的危害极大，从这个角度看，非常规货币政策是必要的。但是考虑到稳定增长和降低失业的需要，仅仅是非常规货币政策是不够的。

参考文献：

Bernanke, Ben S., “The Crisis and the Policy Response,” Speech at the Stamp Lecture,London School of Economics, January 13, 2009a (http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/berake20090113a.htm).

Bullard, James, “President's Message: A Comparison of Unconventional Monetary Policy in the U.S. and Europe”,https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/april-2015/a-comparison-of-unconventional-monetary-policy-in-the-us-and-europe, 2015.

Cour-Thimann, Philippine and Bernhard Winkler, “The ECB’s non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure”，ECB Working Paper, No. 1528, 2013.

Bank of England, “Quantitative easing explained: Putting more money into our economy to boost spending”, http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/qe-pamphlet.pdf, 2009.

Franta, Michal, “Identification of Monetary Policy Shocks in Japan Using Sign Restrictions within the TVP-VAR Framework”, Bank of Japan Discussion Paper, No. 2011-E-13, 2011.

Constâncio, Vítor, “Assessing the new phase of unconventional monetary policy at the ECB**”,** http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150825.en.html.

Vollmer, Uwe and Ralf, Bebenroth, “The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan”, The European Journal of Comparative Economics,Vol. 9, n. 1, pp. 51-77.

1. Bernanke(2009)。 [↑](#footnote-ref-1)
2. <http://www.boj.or.jp/>。 [↑](#footnote-ref-2)
3. Kikuo Iwata为时任日本银行副行长。 [↑](#footnote-ref-3)
4. 该失业率数据为调查调和失业率。 [↑](#footnote-ref-4)