

发达经济体货币政策演变述评：2008—2022

肖筱林*

摘要：本文述评了2008—2022年间以美日欧为代表的发达经济体货币政策的演变，尤其是这一时期涵盖了2008年的国际金融危机和2020年初爆发的新冠疫情导致的全球公共卫生健康危机，正值世界百年未有之大变局的特殊阶段。本文从货币政策操作体制、货币政策目标以及货币政策工具和传导机制等维度对发达经济体的货币政策演变进行了全方位分析，尤其重点述评了2008年国际金融危机以来发达经济体推出的以量化宽松为首的非常规货币政策。最后，基于中国当前宏观经济面临的下行压力和多重挑战，探究了对中国的启示和政策建议。

关键词：货币政策操作；非常规货币政策；演变；启示

中图分类号：F821.0

JEL 分类号：E58；E52；E50

一、引言

2008—2022年，正好涵盖了两次全球危机，即2008年的国际金融危机与2020年初爆发的新冠疫情导致的全球公共卫生健康危机，正值世界百年未有之大变局的特殊阶段。在此期间，以美国、日本和欧元区为首的发达经济体，货币政策操作体制发生了较大的变化，包括货币政策目标、货币政策工具和传导机制等方面都发生了变化。随着时间进入2023年，全球新冠疫情持续时间已超过三年，国际政治经济形势也发生了巨变，包括俄乌冲突、欧洲能源危机，以及新冠疫情对供需两侧的冲击导致发达经济体通胀高企与劳动力短缺等相交织。总体上发达经济体都进入了加息周期，政策制定者需要执行紧缩的货币政策，并逐渐收缩疫情期间出台的大量扩张性财政政策。

作为全球第二大经济体，中国面临的宏观经济形势跟发达经济体不尽相同：从2022年1—11月奥密克戎毒株快速传播，不断影响各地疫情防控和经济运行，到12月调整和优化防控措施后的传染冲击等，中国全年的经济增长受到较大冲击；

* 肖筱林（通信作者），北京大学光华管理学院，E-mail: sylvia.xiao@gsm.pku.edu.cn。作者感谢中国人民银行金融研究所和国家自然科学基金面上项目（72073006）对本文研究的支持。作者感谢匿名审稿人和编辑部的宝贵意见，当然文责自负。

截至2023年2月,中国经受了整整三年新冠疫情的冲击,虽然疫情防控措施发挥了重大作用,但依然面临着全球供应链重塑、内外需下降、消费预期转弱等多重风险和挑⚔。这些因素决定了中国当前处于经济的下行周期,财政政策需要积极有效,货币政策需要宽松且精准有力。因此,新冠疫情叠加世界百年未有之大变局的当下,我们全面梳理和分析2008—2022年间发达经济体货币政策体制和工具的演变,一方面,有助于深刻理解美日欧发达经济体政策执行背后的底层政策框架和逻辑,进而有助于理解当前全球宏观经济金融形势的变化以及发达经济体政策执行对中国的外溢效应;另一方面,更重要的是,深刻理解发达经济体在两次危机期间货币政策的演变以及用于执行宽松货币的多种非常规货币政策工具,有助于我们了解当经济下行时,推行宽松的货币政策可以有哪些选择,以及可能产生哪些成本和收益。

本文其余部分的结构如下:第二部分简述美日欧货币政策操作体制的演变;第三部分聚焦货币政策目标的演变;第四部分是货币政策工具和传导机制的演变,尤其区分了常规和非常规政策工具,并重点述评了2008年国际金融危机后新出现的非常规政策工具及其传导机制;第五部分是对中国的启示和相关建议。

二、美日欧货币政策操作体制的演变

探讨货币政策演变,我们首先需要区分货币政策操作体制。这是因为不同的货币政策操作体制下所使用的货币政策工具、瞄准的货币政策中介目标都可能存在一定差异。全球范围内,主要有两种货币政策操作体制,分别是利率下限体制(Floor System)和利率走廊体制(Channel System或Interest Rate Corridor System),但两者特色兼具的混合体制目前逐渐成为主流(Martin and Monnet, 2011)。

2008年国际金融危机以前,美国实行的是典型的利率下限体制。该体制的主要特点是,一国央行主要通过公开市场操作来控制短期基准利率(美国是联邦基金利率),不对商业银行和其他金融机构提供贷款或者存款便利¹。2008年金融危机爆发后,由于短期利率已触及零利率下限,美联储采取了一系列非常规货币政策工具,包括量化宽松(即长期资产购买,大量购买长期国债和其他长期金融资产,试图直接影响长期利率),对银行准备金付息以及前瞻性指引等。其实,对银行准备金付息就是提供联邦基金利率的下限,这也意味着美联储的货币政策操作体制逐渐融入了利率走廊体制的一些特点。

1 利率下限体制,从名称上来看,跟中国国内曾经实行的利率下限管制容易混淆。其实,前者是一种货币政策操作体制,后者则跟中国曾经实行的利率双轨制和利率管制密切相关,相关研究见汪洋等(2016)。应该说,中国自2014年左右提出建设利率走廊体制,并在之后持续推进利率市场化改革,逐渐取消各种利率管制,都是在逐渐为中国利率走廊体制的构建和实施铺平道路。

日本和欧元区实行的都是利率走廊体制。该体制的主要特点是存在利率通道并形成相应的利率区间，上限是常备贷款利率（Lending Facility Rate），是央行向商业银行和其他金融机构提供有抵押贷款的利率；下限是常备存款利率（Deposit Facility Rate），一般是商业银行超额准备金存款的利率；另外，还有一个锚定的短期基准利率，其利率水平通常处在“走廊”的中点。在利率走廊体制下，央行既可以对称式地同时调整利率上限或下限，也可以非对称式地仅调整利率上限或下限，来执行货币政策。换句话说，央行调整时既可以选择保持“走廊”宽度不变，即保持上限和下限的利差不变，也可以根据需要收窄或扩大“走廊”宽度。因此，相较于利率下限体制，利率走廊体制给货币政策提供了更多的灵活性，必要时还能实行负利率。实际上，2008年金融危机以后，欧元区和日本的利率走廊下限在一段时间之后就处在负利率状态，前者的负利率持续到2022年6月，而后者截至2022年11月还处在负利率区间。另外，需要指出的是，在利率走廊体制中，央行也经常使用公开市场操作来锚定短期基准利率（正常情况下是利率走廊“中点”）。所以，也可以说，欧元区和日本实际上也在逐渐向“利率走廊+公开市场操作”的混合体制演变，只不过“利率走廊”的特色保持得还比较鲜明。

三、货币政策目标的演变

一般而言，发达经济体货币政策目标偏向简洁且长期保持一致的单目标制或双目标制，其核心是保持物价稳定和促进经济增长，而物价稳定主要通过将通胀控制在2%左右的量化指标来实现，也称为通胀目标制。但是，不同国家的通胀目标制本身存在一些差异，包括点目标制和范围目标制两种。另外，越来越多的国家开始重视充分就业的货币政策目标。以美日欧三大经济体的当前货币政策目标而言，日本央行（Bank of Japan）和欧洲中央银行（European Central Bank）都将货币政策的主要目标界定为保持物价稳定，但美国联邦储备银行（Federal Reserve Bank of U. S.，简称“美联储”）则一直强调物价稳定和充分就业的双目标，同时还强调保持稳定的中长期利率。

为简便起见，表1提供了一个概览，涵盖了2008年国际金融危机至今三大经济体央行的货币政策目标的变化（目标定义与水平、目标时间跨度、目标测度）、货币政策目标、央行信息沟通和货币政策工具等。从表1可以看出，2008年以来，总体上美日欧发达经济体的货币政策目标的变化较小，通胀目标制的总体路径未变，但是具体的目标定义和水平上存在差异和变化。可以看出，美联储的通胀目标制从点目标制向范围目标制演进：2008年金融危机以后，美联储逐渐明确通胀目标制，其量化指标是2%的PCE平减指数（米什金，2016）；但是，2020年8月美联储明确今后将寻求实现2%的长期平均通胀率，标志着从点目标向范围目标的演变。这也意味着美联储不再严格固守2%的通货膨胀目标，即允许通胀率短期内

可能超过 2% 的上限，只要长期内平均通胀率维持在 2% 就可以了，其主要目的是为美联储应对危机提供更多的政策空间。

欧元区一直实行较为灵活的通胀目标制：1999 年欧元全面运作前，欧洲央行将物价稳定定义为通胀率低于 2%；2003 年 5 月，其将中期通胀目标确定为“低于但接近 2%”（米什金，2016），且该目标一直保持至今，在经历了金融危机新冠疫情后，依然未变。相较于清晰界定的通胀点目标制，欧洲央行实行的范围目标制似乎是希望通过避免严格承诺的通胀目标值以给自身争取更多的政策空间。

表 1 2008 年以来三大发达经济体央行的货币政策框架

央行	目标定义与水平	目标时间跨度	目标测度	货币政策目标	央行信息沟通	货币政策工具
美联储	点目标 2% 2020 年后： 范围目标	中期	PCE 价格指数	价格稳定，充分就业	职员预测与前瞻性指引	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率削减 - 再融资操作 - 目标流动性供应 - 政府债券购买 - 私有资产购买
欧洲央行	范围目标 低于但接近 2%	中期	广义消费者 物价调和 指数 (Headline HICP)	价格稳定	职员预测与前瞻性指引	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率削减 - 再融资操作 - 与美联储的互换额度 - 负存款准备金率 - 目标流动性供应 - 政府债券购买 - 私有资产购买
日本央行	点目标 2012 年：1% 2013 年：2%	2012 年：中长期 2018 年：“尽可能早的时间”	广义消费者 价格指数 (Headline CPI)	价格稳定	职员预测与前瞻性指引	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率削减 - 再融资操作 - 与美联储的互换额度 - 负存款准备金率 - 目标流动性供应 - 政府债券购买 - 私有资产购买 - 汇率干预 - 对收益曲线控制的 QQE

注：由作者根据 Samarina and Apokoritis (2020) Table 1A 的部分内容摘录、整理和翻译而成。

最后，以日本来说，从 20 世纪至今，大部分时间陷于经济衰退和通货紧缩的状态，因此，日本央行的通胀目标制，有了更多的将通缩转为正通胀的政策色彩。例如，2012 年日本央行将货币政策目标表述为“中长期物价稳定”，设定的通胀率目标为 1%；但在 2013 年 1 月货币政策会议上，将货币政策的目标修订为“物价稳定

和2%的通胀率”；2018年，日本央行又将实现2%通胀率的时间跨度从中期改为“尽可能早的时间”。通过前瞻性指引承诺将通过持续的大规模量化宽松政策，尽可能早地实现2%的通胀率，这也是为了改变日本国内持续的低通胀预期而做出的努力。

另外，2008年国际金融危机以后，发达经济体从源于美国的次贷危机逐渐演变为国际金融危机中汲取教训，开始更加重视金融稳定，因此学术界和政策制定者不断讨论是否要将“宏观审慎监管”增加为新的货币政策目标。虽然欧洲中央银行确实将金融稳定的职责增加为欧元区各主权国家央行的单独目标，但这些讨论并未导致“宏观审慎监管”成为某个发达经济体的新增货币政策目标（Blinder et al., 2017; Samarina and Apokoritis, 2020）。不过，2008年金融危机以来，发达经济体和相关国际组织已经达成较强的共识，要注重维护系统性金融稳定，弥补微观审慎监管的不足。具体来说，在G20框架内，金融稳定理事会（FSB）、国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）、巴塞尔银行监管委员会（BCBS）等国际组织和主要经济体，致力于改革和完善金融监管体制，其核心内容就是建立健全宏观审慎政策框架，加大宏观审慎政策实施力度，从而增强全球金融体系的韧性和稳健性，提高应对冲击的逆周期调节能力（潘功胜，2020）。

四、货币政策工具和传导机制的演变

2008年国际金融危机带来的冲击，使得发达经济体的货币政策工具从常规工具全面转向非常规工具。所谓常规货币政策工具（Conventional Monetary Policy Tools）是指各国央行的三大传统货币政策工具，即准备金政策（Reserve Requirements）、再贴现政策（Discount Policy）以及公开市场操作（Open Market Operations）。而非常规货币政策工具（Unconventional Monetary Policy Tools）则主要是指量化宽松（Quantitative Easing）、前瞻性指引（Forward Guidance）、对准备金付息（Interest on Reserves）以及负利率（Negative Interest Rate）等。

货币政策工具与货币政策传导机制，本质上密不可分。在一国的货币政策框架里，一般是通过货币政策工具（包括常规和非常规工具）来影响操作目标（诸如银行准备金总量、利率等），进而实现货币政策的中介目标（货币总供应量、长短期利率等）和最终目标（物价稳定、充分就业等）。而货币政策传导机制就是运用货币政策工具到实现货币政策目标的过程，传导机制是否完善直接影响货币政策的实施效果。因此，本部分分析不同的货币政策工具时也会顺带分析相关的货币政策传导机制，尤其是非常规货币政策工具。本文会依据发达经济体实施的具体情况，来逐一分析其传导机制。

特别要指出的是，2020年初爆发的新冠疫情，在初始阶段，各国疫情防控情况

差别很大，疫情带来的公共健康危机在发达经济体总体上表现得更为严重，以美国为首的发达经济体更是深陷疫情泥潭，国内陷入经济危机。为了应对新冠疫情给经济带来的冲击，发达经济体也普遍采取了类似于2008年国际金融危机爆发后的应对措施，包括降息、量化宽松（其资产购买的规模甚至远高于2008年金融危机时期）、增加对特定金融机构的融资便利等。表1最后一列提供了美日欧三大经济体使用的货币政策工具（以非常规工具为主）的具体情况，但大致可以归纳为量化宽松、前瞻性指引和负利率这三大类。这意味着本文针对2008年以来发达经济体推出的非常规货币政策的述评，非常具有现实意义。

下文简述发达经济体的常规货币政策工具，接着重点分析2008年以来推出的各种非常规货币政策工具，同时会具体分析2008—2022年间美日欧三大经济体非常规工具的相关背景、政策效果评估和传导机制等。

（一）常规货币政策工具和传导机制

央行的常规货币政策工具包括准备金政策、再贴现政策以及公开市场操作。以美国为例，准备金政策是指美联储通过调整法定存款准备金，向银行系统注入或抽取流动性，直接影响货币供应总量；再贴现则是指美联储作为最后贷款人向商业银行和存款类机构提供贷款，该贷款的利率称为再贴现率，而通过调整再贴现率，美联储可以影响银行体系准备金的水平，继而影响联邦基金利率的水平；公开市场操作是指美联储通过卖出或者买入证券（常规操作中主要涉及短期国债，非常规操作则主要包括长期国债、资产支持证券和按揭抵押证券等），来改变联邦基金利率，以增加或减少银行系统的准备金，从而改变基础货币供应的方式。2008年金融危机前，公开市场操作是美联储最为重要也是使用得最为普遍的货币政策工具。这是因为，相较于准备金政策和再贴现政策，通过公开市场操作，美联储能主动进行并控制交易的规模（再贴现则无法实现这种控制），而且非常灵活精准，可用于各种规模（准备金政策的影响太大，不容易控制规模），很容易对冲，而且公开市场操作可以立即执行，不存在时滞（准备金率的调整需要时间，执行的成本较高）。

2008年金融危机爆发以后，美联储为了向金融市场提供流动性，前所未有地扩大了其贷款便利，包括扩张贴现窗口、提供短期资金拍卖工具（Term Auction Facility, TAF）和一系列其他的贷款项目。从宽泛的意义上说，这些也可以说是美联储在危机时期对再贴现政策的演变和延伸。例如，扩张再贴现窗口体现在2007年8月金融危机刚爆发时，美联储调低了贴现率，从政策允许高于联邦基金利率100个基点降到只允许高于50个基点，后来又降至只允许高于25个基点。但时，由于通过贴现窗口借款会留下“污点”，金融危机期间再贴现政策的作用有限。而提供TAF和其他一些贷款便利，也有部分消除贴现窗口污名化效应的考虑，因为TAF的利率不是惩罚性利率，而是通过竞争的方式确定的，其利率水平低于贴现

率，银行更愿意借款。另外，在金融危机期间，美联储通过这些前所未有的贷款便利，救助了不少濒临倒闭的银行和大型金融机构，也引起了不少关于救助“太大而不能倒”的大型金融机构所导致的道德风险的讨论。不过，从后面的图3可以看出，随着时间的推移，美联储逐渐退出了这些贷款便利或者对特殊机构的救助。至于公开市场操作，金融危机爆发以后，美联储从常规的针对短期国债的操作变为大规模的长期资产购买，即“量化宽松”。这在后文的非常规货币政策工具中，会有详细的分析。

再以欧元区和日本来说，调整准备金率、向银行贷款和公开市场操作是常规的货币政策工具，跟美国的情况较为类似。但是，由于欧元区和日本都实行利率走廊体制，仍存在一定差异。以欧元区为例，2008年金融危机之前，欧元区的常规货币政策以利率走廊体制为核心。其利率走廊上限由边际借贷便利利率（Interest Rate of Marginal Lending Facility）控制，下限由存款便利利率（Interest Rate of Deposit Facility）控制，其锚定的短期基准利率是同业拆借市场隔夜拆借利率。但是，锚定基准利率也是通过公开市场操作的方式进行的，包括主要再融资操作（Main Refinancing Operations）和较长期限的再融资操作（Longer-term Refinancing Operations）。这也再次印证了之前提到的“利率走廊+公开市场操作”的混合操作体制成为主流的观点。

另外，2008年金融危机后，危机刺激导致的货币政策操作空间收缩，欧元区利率走廊也随之出现了较大的变化，其一是出现了负利率，存款便利利率自2014年起变为负利率；其二是利率走廊自2016年起偏离对称形式。如图1所示，2008年金融危机爆发后，边际借贷便利利率与存款便利利率的利差从危机前的2.00%迅速收窄至1.00%。2012年欧债危机爆发以后，7月欧洲中央银行历史性地实施了零利率政策，将存款便利利率下调至0.00%的水平，边际借贷便利利率与存款便利利率形成的利率走廊区间再次收窄，并在0.50%至0.80%的范围内波动。从2014年开始，欧洲中央银行再次历史性地实施了负利率政策，将存款便利利率由2014年6月的-0.10%下调至2016年3月的-0.40%，并自2019年9月开始进一步下调至-0.50%。而对于利率走廊形式而言，2008年金融危机前，主要融资利率与边际借贷便利利率以及存款便利利率的利差均固定在1.00%水平上，利率走廊框架为对称利率走廊；2008年至2015年间，尽管存款便利利率和边际借贷便利利率的利差不断变化，但短期再融资操作利率亦接近利率走廊上限和下限的中间位置，利率走廊框架接近对称形式；2016年以来，随着主要融资利率固定在零利率水平上，存款便利利率在穿过零利率水平以后的下调空间被压缩，利率走廊已经开始偏离对称形式，短期再融资操作利率与利率走廊上限的利差开始明显低于短期再融资操作利率与利率走廊下限的利差。

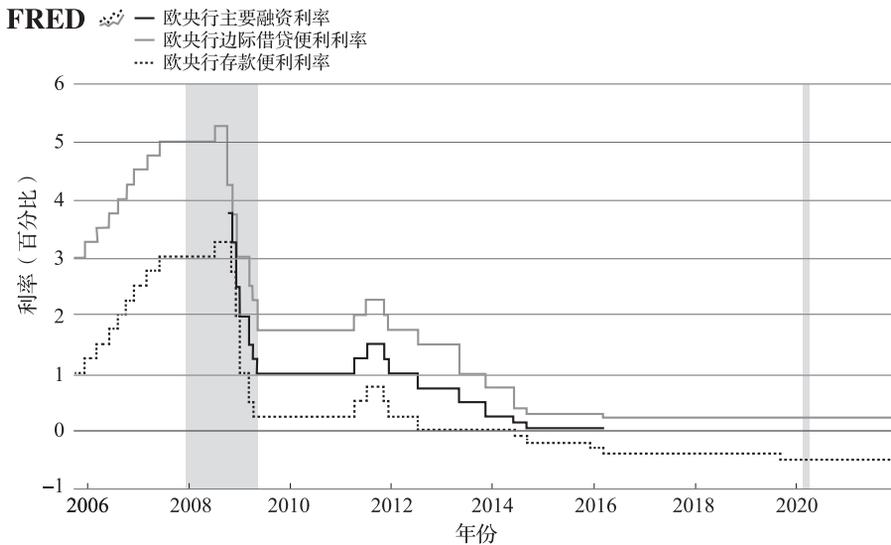


图 1 欧元区利率走廊趋势图

注：数据来源于 <https://sc.macromicro.me/collections/43/eu-market-relative/525/eu-ecb-benchmark-interest-rate>。

（二）非常规货币政策工具和传导机制

如上所述，2008 年金融危机以来，发达经济体采用的非常规货币政策工具包括量化宽松、前瞻性指引、对准备金付息和负利率等。其中，量化宽松和前瞻性指引是三大发达经济体金融危机期间都采用的共性非常规货币政策工具，但对准备金付息的政策仅针对美国，负利率则仅针对日本和欧元区。应该说，这些非常规货币政策工具出台的共同背景都是 2008 年金融危机后发达经济体的基准短期利率进入零利率下限，常规货币政策工具要么失效，要么操作空间极其有限，只能转向非常规货币政策工具，寻求其他途径来执行货币政策。

以量化宽松来说，尽管在美日欧等不同经济体的具体操作或者名称存在一些差异，但共同的特征都是央行通过购买长期国债或者长期私人金融资产，试图直接影响长期利率或者利率的期限结构。前瞻性指引也是在零利率下限的情况下，发达经济体央行通过加强常规沟通力度，以及以低利率承诺来引导和影响公众预期，从而成为金融危机后央行沟通和预期管理的重要方式。对准备金付息和负利率两项政策，字面意思已经解释了其政策内容，后文会结合具体国家或地区的情况，进行详细阐述。

以下分析将通过数据图表，基于政策出台背景，对每项非常规货币政策工具在不同经济体的执行效果进行深入的分析，包括对 2008 年金融危机后出台政策的回顾性分析，以及 2020 年初新冠疫情后出台政策的深入分析。

1. 量化宽松及政策评析

前文已经提及，2008 年国际金融危机后发达经济体推出量化宽松政策的共同背景以及存在的共同特征。如果追溯历史，日本是最早推行量化宽松的国家，1997 年亚洲金融危机以后就开始推行了。当然，日本大规模推行则跟美国和欧元区一样，是在 2008 年的国际金融危机期间。另外，量化宽松政策的具体操作和名称，在不同经济体中存在一定的差别。在美国，2008 年金融危机后，美联储相继推出了 QE1、QE2、QE3，还有 2011 年卖出短期国债买入长期国债“操作扭曲”（Operation Twist）等，其实都属于量化宽松政策，也被归入宽泛意义上的公开市场操作。日本在 2008 年金融危机后，有 QE，还有 QQE（Quantitative and Qualitative Monetary Easing），即量化和质化货币宽松。欧元区则有 APP（Asset Purchase Programmes），即资产购买项目。而在学术界和政策界，有时也将量化宽松政策称之为央行扩表（Balance Sheet Expansion），因为量化宽松政策下发达经济体央行购买的长期国债和其他长期金融资产金额庞大，且央行持有周期也较长，其直接效应就是央行的资产负债表扩张。总之，这些不同操作和名称，并不影响量化宽松政策的实质和共同特征，因此，本文将所有跟上述相关的政策统称为“量化宽松”。

图 2 展示了美日欧三大发达经济体在 2008—2020 年期间资产总量的变化。可以清晰地看到，2008 年以后，三大发达经济体央行的资产都出现了大幅增长。美联储在 2017—2019 年期间因为执行资产负债表正常化项目（Balance Sheet Normalization Program）从而总资产有所下降，但 2020 年新冠疫情爆发后资产总量再次上升，而且上升速度和幅度远大于 2008 年金融危机期间。欧元区央行的资产除了 2012—2015 年期间有所下降外，其他期间一直在增长。日本央行的资产总量则在持续增长。2020 年新冠疫情爆发后，三大发达经济体央行的资产都出现了更大幅度的急剧增长。

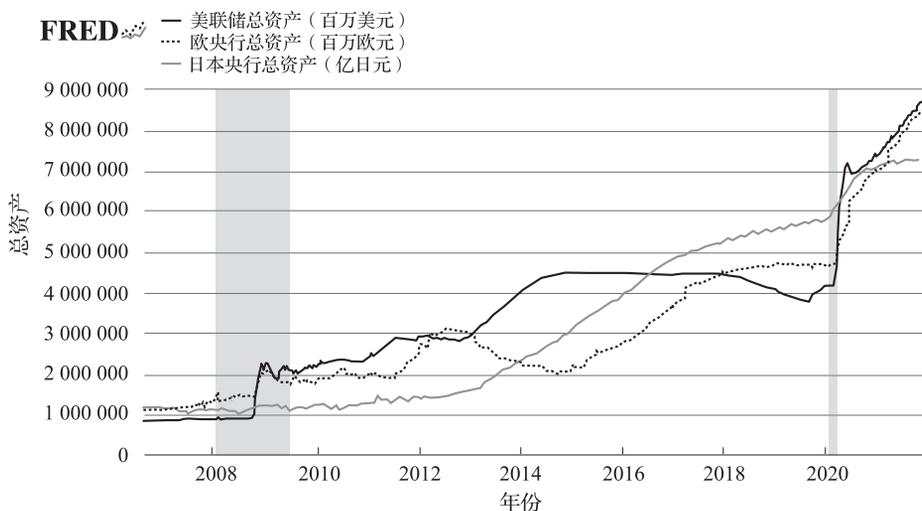


图 2 2008—2020 年美日欧三大经济体央行资产总量的变化

注：数据来源于 <https://fred.stlouisfed.org/>。

以美国来说,美联储在 2008 年国际金融危机中推出的大规模量化宽松政策,涉及的长期资产购买,既涵盖长期国债,也包括住房抵押贷款证券化产品和其他资产抵押证券化产品等长期金融资产。2008 年 12 月,美联储设立了政府担保机构购买项目 (Government Sponsored Entities Purchase Program), 购买了房利美和房地美担保的总计 1.25 万亿美元的抵押支持证券 (ABS), 也被称为 QE1。2010 年 12 月,美联储宣布购买 6000 亿美元的长期国债, 该资产购买项目被称为 QE2。2012 年 9 月,美联储公布了第三个资产购买项目, 被称为 QE3, 购买了 400 亿美元的抵押支持证券和 450 亿美元的长期国债。QE3 跟之前的 QE1、QE2 的显著不同在于其是开放性的, “只要劳动力市场没有显著改善”, 购买计划就持续下去。另外, 2011 年 9 月,美联储推出价值 4000 亿美元的扭曲操作, 卖出短期国债, 买入长期国债, 延长所持国债的平均期限, 目的也是降低长期利率, 刺激银行向中小企业贷款, 促进经济复苏。类似的扭曲操作在 QE3 中也得到了再次强调。图 3 展示了 2008—2020 年美联储持有的总资产量、直接持有的证券量 (即持有的长期资产量) 以及金融危机期间推出的流动性融通量和对特定金融机构的资金支持量。后两者在 2009—2010 年迅速减少, 但美联储购买的长期资产却长期持有, 而且总体上不断增长。

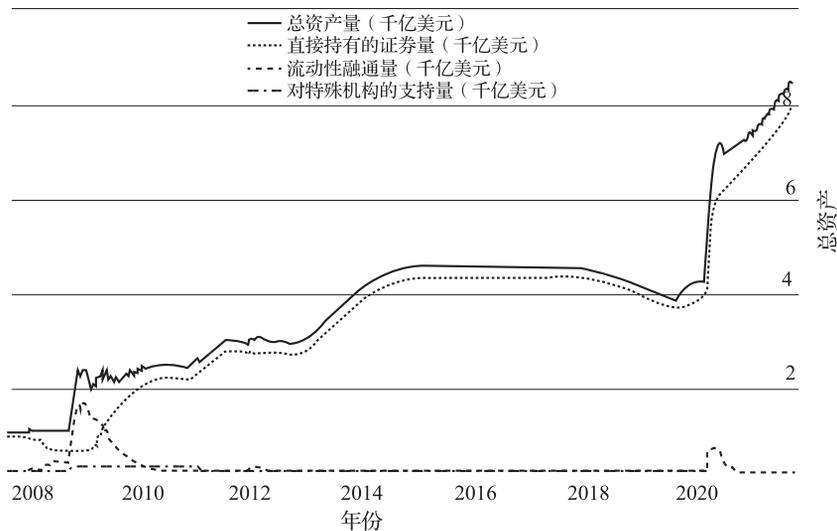


图 3 2008—2020 年美联储资产总量的变化趋势

注: 根据美国联邦储备银行网站的数据整理和翻译。

对欧元区来说,欧洲中央银行实施的量化宽松政策是指资产购买项目,是欧洲中央银行非常规货币政策的重要组成部分,包括购买公共部门债券的公共部门资产购买项目 (Public Sector Purchase Programme, 简称“PSPP”)、购买企业部门债券的企业部门资产购买项目 (Corporate Sector Purchase Programme, 简称“CSPP”)、购买资产支持证券的资产支持证券购买项目 (Asset-Backed Securities Purchase Programme, 简称“ABSPP”) 以及购买资产担保债券的资产担保债券购买项目 (Covered Bond

Purchase Programme, 简称“CBPP”)。

在 2014 年全面推出量化宽松措施前, 欧洲中央银行已经在资本市场上启动资产购买项目, 以支持货币市场的流动性。然而, 由于早期量化宽松措施只针对市场的有限部分, 因而在定向释放流动性的同时也通过对冲操作回收流动性, 避免对整体流动性造成冲击 (Nocella, 2020)。从项目启动时间来看, 最早的资产购买项目是 2009 年 5 月启动的第一轮资产担保债券购买项目, 然后为 2010 年 5 月启动的证券市场项目, 2011 年 11 月启动第二轮资产担保债券购买项目后, 又于 2012 年 9 月推出直接货币交易项目替代证券市场购买项目, 至 2014 年 10 月第三轮资产支持证券购买项目全面启动后, 欧洲中央银行开始全面实施量化宽松措施。

最后, 聚焦于日本。2000 年 3 月, 日本央行宣布改变货币市场操作目标, 将主要的操作目标从无抵押隔夜拆借利率目标转向日本央行的经常账户余额, 并在必要时直接购买长期国债, 首次开启 QE。在此框架下, 日本央行将向市场提供足够的流动性, 使其经常账户余额增长至约 5 万亿日元。相应地, 足够多的流动性承诺也将使无抵押隔夜拆借利率从当时的 0.15% 降至接近零的水平。同年 8 月日本央行继续加码宽松政策, 宣布将使准备金余额水平从 5 万亿日元提高至 6 万亿日元。同时, 将对日本长期国债的购买量从每月 4 000 亿日元提高至每月 6 000 亿日元。此后直至 2004 年 1 月, 日本央行不断加强货币政策的宽松力度。2006 年 3 月, 日本央行决定将货币政策操作目标从准备金余额重新转向无抵押隔夜拆借利率目标, 同时将准备金余额的上限在几个月内降至常规水平, 暂时退出 QE。

2008 年 10 月, 为应对金融危机, 日本央行将日本国债规模从每年 14.4 万亿日元提高至每年 16.8 万亿日元, 并将购买范围扩大至包括 30 万亿日元的日本国债、浮动利率国债以及通胀指数国债, 以提供长期资金、加大 QE 力度, 并于 2009 年 3 月将日本国债购买规模进一步提高至每年 21.6 万亿日元。2012 年底, 安倍晋三第二次出任日本首相, 日本货币政策的宽松力度再次加码。2013 年 1 月, 在安倍政府的干预下, 日本央行提出“价格稳定目标”, 替代之前于 2012 年 2 月提出的“中长期价格稳定目标”, 作为制定货币政策框架的前提。为尽快实现 2% 的通胀目标, 日本央行于 2013 年 4 月推出量化和质化货币宽松 (QQE), 将货币市场操作目标从无抵押隔夜拆借利率转向基础货币供应量。在此框架下, 基础货币目标供应量将以每年 60 万亿~70 万亿日元的速度增加, 即从 2012 年底的 138 万亿日元增加至 2013 年底的 200 万亿日元, 到 2014 年底进一步增加至 270 万亿日元。

站在当下, 如何评价和分析 2008 年以来发达经济体推出的量化宽松政策? 前文已经提及, 量化宽松政策推出的目的, 是在短期基准利率进入零利率下限时, 试图直接影响长期利率。量化宽松的理论研究包括 Rocheteau et al. (2018), Dong and Xiao (2019) 等, 主要研究购买长期国债为主的量化宽松货币政策如何影响货币政策传导, 以及包括对劳动力市场和实体经济的影响等相关实证研究, 以美国来说,

基本上集中于长期国债与抵押支持证券（MBS）的利率，而最为广泛使用的两种方法是事件研究与对期限溢价（Term Premiums）的时间序列模型，而研究的结果总体上显示量化宽松的政策在降低长期利率上是有效的。对量化宽松的事件研究，包括 Gagnon et al. (2011)，Krishnamurthy et al. (2011)，Bauer and Rudebusch (2014) 等，结果显示美联储的三次量化宽松对长期收益率均存在负的效应，且 QE1 的效应最为显著，而 QE3 的作用相对比较小。不过，Kuttner (2018) 也指出，事件研究存在一些局限，主要在于很难去估计长期的影响。Wright (2012) 与 Swanson (2021) 的研究也证明了这一点，他们发现量化宽松政策的效果都相对短暂。而基于期限溢价的时间序列方法研究，其总体上跟事件研究的结果类似，认为量化宽松政策对于降低长期利率是有效的。具体来说，Kuttner (2018) 总结相关研究的结果，显示美联储推出的一系列量化宽松政策共同降低了 10 年期国债溢价约 150 个基点。

另外，相关研究较为关注量化宽松为代表的非常规政策的负面效应。第一，当长期证券购买和前瞻指引通过压缩期限溢价使收益率曲线变平时，它们对银行的盈利能力构成压力 (Borio et al., 2015; Borio and Gambacorta, 2017)。第二，货币宽松导致安全资产收益下降，促使金融中介机构转向风险更高的资产。例如，如果人寿保险公司和养老基金等机构参与者无法将其长期负债的承诺收益与安全资产相匹配，就会出现这种情况 (Rajan, 2005)。承担额外的风险在某种程度上是货币宽松的预期效果 (Chodorow-Reich, 2014)，但从总体福利的角度来看，它也可能变得过度。第三，低利率环境可能减少银行确认和注销不良贷款的动机 (Caballero et al., 2008)。第四，通过提高资产价格和减少波动性，央行的购买可能导致资产价格偏离其基本面的累积，并引发随后的资产价格大幅回调 (ECB, 2017)。第五，非常规政策的批评人士还警告称，如果央行偏离了其执行货币政策的传统方式，就可能危及其来之不易的独立性。批评人士说，中央银行越是参与到多重（且难以衡量的）目标和政策工具中，货币当局就越容易受到政治干预 (Taylor, 2016)。

最后，关于量化宽松的传导机制，Kuttner (2018) 总结了三种作用机制：资产不完美替代、对未来政策的信号效应、对金融资产负债表的改进。对于这些措施的重要程度，有一些竞争性的观点。通过直接以市场为基础的利率预期指标，可以得出一些推论。Gagnon et al. (2011) 发现，2008 年 12 月 16 日的一年期远期利率没有变化，2009 年 3 月 18 日 28 个基点的下跌很快就逆转了。因此，他们将收益率的变化归因于大规模资产购买，而非前瞻指引。同样，Swanson (2021) 的模型将 3 月 18 日收益率下降的主要原因归咎于大规模资产购买因素。然而，考虑到 QE1 的整体影响，Krishnamurthy et al. (2011) 将市场反应的更大份额归因于信号渠道。他们指出，一系列声明与两年期联邦基金期货利率下调 40 个基点有共同关联，并得出结论称，在 10 年期美国国债收益率 107 个基点的跌幅中，信号效应造成了不可忽视的 20~40

个基点的跌幅。Bauer and Rudebusch (2014) 使用欧洲美元期货得出了类似的结论。

此外，通过利率的期限结构模型可以看出两种途径的相对重要性。利用 Kim-Wright 对期限溢价的估计，Bauer and Rudebusch (2014) 计算出，在 QE1 导致的 10 年期国债收益率下降中，有 22% 可归因于信号传导，78% 来自于期限溢价。然而，QE1 对传统估计的期限溢价的影响非常不精确，不能排除更大的信号效应。他们青睐的模型（在风险价格受限的情况下）认为信号效应的贡献为 36%（在 30% ~ 56% 的范围内），这表明收益率下降的主要原因是期限溢价的降低（Kuttner, 2018）。

2. 前瞻性指引

2008 年国际金融危机后，除了量化宽松，前瞻性指引也是美日欧三大发达经济体采用的另一重要的非常规货币政策工具。国际金融危机后，降息以刺激经济使得发达经济体进入零利率下限困境，为此其央行不仅加大了常规沟通的力度，还通过低利率承诺引导公众预期，前瞻性指引成为中央银行沟通和预期管理的重要方式。

具体来说，前瞻性指引包括开放式指引（Open-Ended）、时间指引（Time-Contingent）和状态指引（State-Contingent）三类。开放式指引，即对未来政策路径做出的定性描述。此类指引灵活性较高，但信息含量较小，公众对其可能有多种不同解读，容易引起误解。时间指引，即明确给出货币政策可能发生变化的时间节点。其优势是简单明了、易于理解，但不附带任何条件地承诺在固定日期前维持货币政策不变，这种做法明显存在风险，容易影响央行声誉。这是因为，一旦经济状况发生意外改变，央行很可能需要改变货币政策，但人们此时会认为央行背弃了此前的承诺。而状态指引，即明确规定可能引发货币政策变化的经济状态指标的门槛。状态指引可以帮助公众理解央行的反应函数，在央行改变货币政策时，了解政策变动的潜在原因，并对此前预期做出相应调整。因此，状态指引较适合目前不确定性较高的经济形势。

美联储前瞻性指引的实践先后经历了开放式指引、时间指引和状态指引三个阶段。美联储对前瞻性指引的使用始于 2003 年。互联网泡沫破灭后，美国经济复苏疲软、失业率高企，在将联邦利率降至历史新低（1%）后，美联储于 2003 年 8 月首次发布了开放式前瞻性指引。2008 年底，次贷危机的爆发迫使美联储再次采用前瞻性指引，美联储将联邦基金利率降至最低点，同时宣布联邦利率将在“一段时间内维持在极低的水平”。2009 年 3 月，美联储重复了以上指引，但将“一段时间”改为“很长一段时间”。在这一阶段，美联储采用的前瞻性指引均属于开放式指引，措辞比较模糊，各界对“很长一段时间”等措辞的确切含义莫衷一是。随着经济形势的持续疲软，美联储对前瞻性指引的使用开始升级。2011 年 8 月到 2012 年 9 月，美联储连续三次使用时间指引，确切地给出了维持低利率政策的最短时间。这些指引对公众预期的影响力度显著强于开放式指引，但却没有反映任何与美联储反应函数相关的信息。2012 年 12 月，美联储再一次对前瞻性指引进行了修正，开始采用基于

失业率和通胀率的状态指引，这一改变较好地反映了美联储货币政策的双重目标，附加条件又不过多，从而在效果上优于此前采用的开放式指引和时间指引。总体来看，美联储对前瞻性指引的使用日趋成熟。

日本是首个采用前瞻性指引的国家。为了缓解持续的通缩压力，1999年4月，日本央行首次在零利率条件下采用开放式前瞻性指引，宣布“将在通缩压力消除之前维持零利率政策”。从20世纪初至今，日本央行每轮量化宽松政策都伴随着与通胀指标挂钩的状态型前瞻性指引。自2010年10月起，日本央行还在前瞻性指引中加入了与金融稳定相关的附加条件。日本央行每年定期召开8次货币政策会议进行货币政策声明，并由行长在会后召开记者会对政策声明直接进行解释，降低国内外投资者对政策风险的担忧。由于日本多年的低通胀导致企业和家庭牢固地形成了低通胀预期的判断，因此，2016年9月日本央行承诺允许通胀超过长期价格水平的目标，希望以此形成通货膨胀的“前瞻性机制”，打破企业和家庭长期以来形成的低通胀预期。2018年7月，为能够持续地实施货币宽松，日本央行决定引入“政策利率前瞻性指引”，以达到长期价格稳定目标，并加强收益率曲线控制下的量化质化宽松的可持续性。

欧洲中央银行于2013年7月初次引入前瞻性指引，强调其希望利率在未来更长的时期内保持在较低水平。2014年正式引入量化宽松措施后，前瞻性指引已经多次用于阐释欧洲中央银行关于关键政策利率未来走势以及资产购买项目预期规模等货币政策信息。在货币政策工具与货币政策传导机制中，前瞻性指引的作用在于降低金融机构、企业以及消费者对于未来参与经济交易过程中对借贷成本或信贷收益的不确定性，帮助中央银行在传统货币政策近乎失效的情况下提升货币政策工具以及货币政策传导机制的有效性。

类似地，站在当下，如何评价2008年金融危机以来三大发达经济体推行的前瞻性指引政策的实施效果？现有的理论研究对前瞻性指引的效果提出了较多的质疑。首先，有所谓“前瞻性指引之谜”（Forward Guidance Puzzle）。Carlstrom et al. (2012) 在一个新凯恩斯主义模型（Smets and Wouters, 2007）中表明，若央行承诺将利率固定在自然利率以下大约两年，会产生爆炸性的通胀和产出动态（Dynamics for Inflation and Output）。Del Negro et al. (2013) 将这种现象称为“前瞻性指引之谜”，但他们认为产生“前瞻性指引之谜”的“实验”本身是不合理的，因为其核心假设是央行能实质性地影响长期利率，而这一假设本身就不合理。其次，现有的理论模型也对前瞻性指引的有效性提出了质疑，包括Caballero and Farhi (2018) 和Mckay et al. (2016) 等。

从实证研究来看，相关的研究结果也只提供了有限的证据表明前瞻性指引影响了金融市场预期。部分研究表明，前瞻性指引可以提高货币政策的透明度和有效性，在零利率条件下较好地引导了公众的通胀预期，有助于经济稳定（徐忠，2017）。日

本最早在1999年采用了开放式前瞻性指引，但早期对该政策的评估就存在分歧。例如，Okina and Shiratsuka（2004）研究了引入前瞻性指引后收益率曲线的表现，他们发现前瞻性指引稳定了金融市场参与者对短期利率走势的预期，从而降低了长期利率，并导致收益率曲线趋平。但是，Bernanke et al.（2004）只发现有限的证据显示央行跟公众的沟通能够塑造公众对于未来政策的预期。Filardo and Hofmann（2014）也表明，在零利率下限的情况下，前瞻性指引在短期内降低了预期利率的波动性，但在长期内效果较小。

最后，关于前瞻性指引的传导机制，相关研究认为其通过两种途径影响利率预期（以美联储为例）。第一个途径是，前瞻性指引促使美联储采取时间不一致的政策，允许通胀率在一段时间内超过通胀目标（Campbell et al., 2012）；而一个对未来更高通胀的承诺，将降低未来短期实际利率（Eggertsson and Woodford, 2003）。第二个途径是，前瞻性指引可以传递美联储的政策规则，进而改变对利率的预期，且当市场对经济体处于零利率的时间不确定时，这一途径就更为重要。支持这一观点的证据有Femina et al.（2013）和Swanson and Williams（2014）。

3. 对准备金付息

对准备金付息是美联储在2008年国际金融危机后推出的非常规政策之一，并持续至今。此项政策工具出台的背景依然是金融危机后联邦基金利率进入零利率下限，美联储的常规货币政策工具失效，转而对银行准备金付息，实际上是将准备金利率作为联邦基金利率的下限，也使其成为一个新的货币政策工具。严格来说，准备金利率包括法定准备金利率（Interest Rate on Required Reserves）和超额准备金利率（Interest Rate on Excess Reserves）。从图4可以看出，这两个利率主要在2008年存在差异，后来基本重合。从2021年7月29日起，美联储不再区分这两种利率，并用一个新的“准备金余额利率”（Interest Rate on Reserve Balances，简称IORB）取而代之。为了全面，图4还提供了联邦基金的上限利率（Federal Funds Target Range-Upper Limit）和下限利率（Federal Funds Target Range-Lower Limit）的走势，这两个利率主要在2015年美联储利率政策正常化以来发挥作用。另外，从图4可以看出，自2008年10月美联储对准备金付息以来，准备金利率等于或者小于联邦基金利率，确实是发挥了联邦基金利率下限的作用，尤其在2008—2015年期间（利率政策正常化之前）。

图5则提供了2008—2022年间美联储的总负债（total liabilities）、基础货币总额（total monetary base）、准备金总额（monetary base: reserve balances）、流通中的货币（monetary base: currency in circulation）的变化趋势图。从图5中可以看出，在此期间，随着美联储于2008年开始对准备金付息，存款性金融机构持有的准备金总额迅速增长，其增长趋势跟美联储资产负债表的总负债和基础货币总额的增长趋势基本

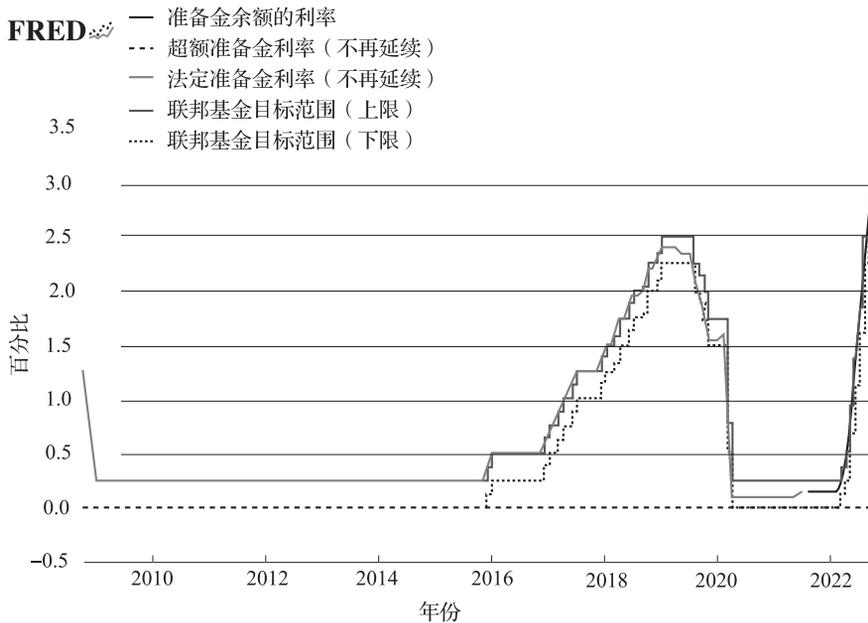


图 4 2008—2022 年美联储的准备金利率和联邦基金利率

注：根据美联储圣路易斯分行的月度数据整理而成。

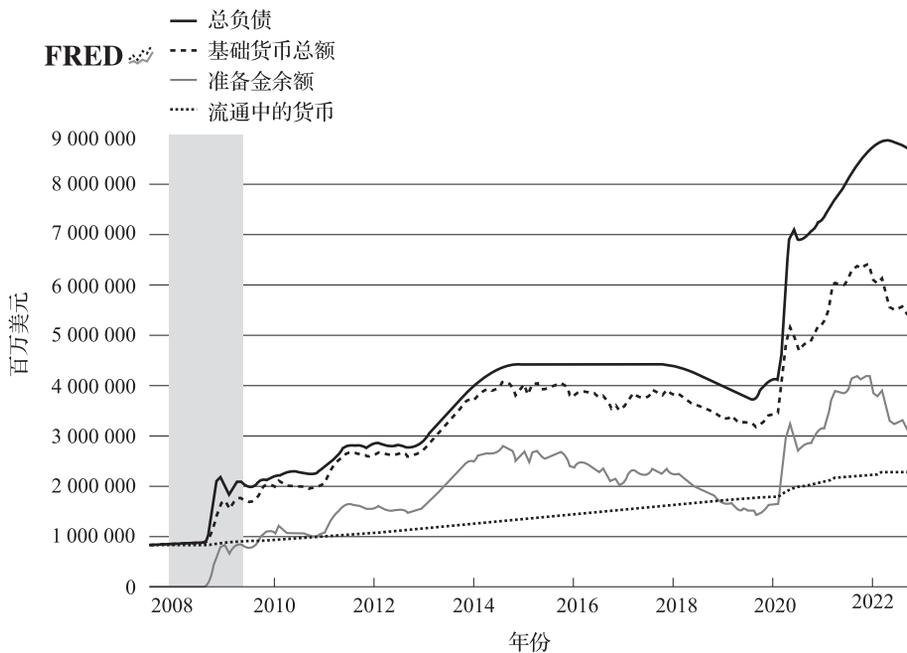


图 5 2008—2022 年美联储资产总负债、基础货币及构成

注：根据美联储圣路易斯分行的月度数据整理而成。

一致；而且，相较于“流通中的货币”的增长较为缓慢平滑，基础货币的增长主要来自于准备金总额的迅猛增长。2020年新冠疫情爆发后，美联储推出比2008年金融危机期间更大规模的量化宽松政策，可以看到，美联储的总负债、基础货币总额和准备金总额呈现出更高比例的急速膨胀。

如何解读和评估美联储对银行准备金付息的政策呢？

第一，如前文所述，对准备金付息意味着美国的货币政策操作体制在向混合体制转变。2008年以前美国实行的是典型的利率下限体制，主要的货币政策操作工具是通过公开市场操作锚定基准的联邦基金利率。但是，金融危机后出现的零利率下限，实际上已经使得该体制失效。因此，某种程度上，美联储的货币政策操作体制朝着一个比较典型的利率走廊体制转型，以准备金利率取代之前的联邦基准利率，也使其成为重要的货币政策工具。

第二，美联储对准备金付息，有理论和实际操作两个层面的正当性。从理论层面来说，跟 Tolley (1957) 和 Friedman (1960) 提出的效率理论一脉相承，即银行准备金作为基础货币的一部分，基本上可以被央行以零边际成本来提供，因此可以通过央行对准备金付息，并将该利率设为高流动性的短期安全资产的利率（如短期美国国债利率）的水平来实现 (Ireland, 2017)。换句话说，对准备金付息消除了央行对银行准备金所征收的（隐含的）扭曲性税收 (Walter and Courtois, 2009)。从实际操作层面来说，美联储主要是为了便利对信贷市场的干预而对准备金付息 (Bernanke, 2009; Ireland, 2017; Goodfriend, 2011)。具体来说，2008年金融危机爆发后，美联储为了救助雷曼兄弟和 AIG 这样的“太大而不能倒”的大型金融机构，而不得不通过供应更多的银行准备金来创立紧急救助基金。正常情况下，美联储大量增加准备金供应会导致联邦基金利率下行，而通过对准备金付息则相当于提供了一个联邦基金利率的下限，从而实现了对宽松货币政策的“收缩”，避免了量化宽松导致的货币供应量增长和通货膨胀。

第三，以一种事后视角来评估对准备金付息的效果的话，既有正面效应，也有负面效应。其正面效应体现在这一政策避免了量化宽松下货币供应量大增可能出现的通货膨胀；其负面效应则是，金融危机之后，实体经济改善有限，不确定性风险很高，该政策也使得商业银行缺乏对实体经济放贷的动力，这也部分解释了金融危机后，虽然流动性充裕，但美国的企业投资和经济复苏却较为缓慢。

最后，对准备金付息这一政策工具的传导机制，主要是通过改变央行资产负债表的组成部分，促进特定信贷市场的正常运转 (Bernanke, 2009)。简单地说，量化宽松带来的资产负债表和基础货币的大幅扩张，并未引起货币供给的大幅扩张，因为增加的大部分基础货币都转化为了存款机构持有的超额准备金。

4. 负利率

在三大发达经济体中，实施负利率这一非常规工具的主要是采用利率走廊操作

体制的欧元区和日本。另外, 在一些欧洲国家, 比如瑞典在2009—2019年, 丹麦自2012年到2022年9月, 以及瑞士从2014年至2022年9月, 都实行过负利率。不同于实行利率下限体制下的央行受到严格的零利率下限约束, 利率走廊体制提供了更多的灵活性, 使得零利率甚至负利率在理论和实践中都可行。

以欧元区来说, 2008金融危机后, 欧洲中央银行迅速下调利率走廊, 并且在2012年7月, 直接下调存款便利利率至零利率水平上, 同业拆借利率在2012年8月下探至0.09%的零利率水平附近。2014年6月, 欧洲中央银行史无前例地将存款便利利率下调至-0.10%, 2014年9月再次下调至-0.20%, 同期同业拆借利率被拉低至-0.01%的负利率水平。至2019年, 存款便利利率的持续下调已经导致MRO利率跌至零利率水平, 边际借贷便利利率跌至0.25%的零利率水平附近。需要强调的是, 尽管政策利率和同业拆借利率均已经下跌至零利率水平或跌破零利率水平, 但由于存贷款利率息差以及市场利率与政策利率息差的存在, 银行信贷名义利率依然保持在零利率水平之上, 包括债券市场在内的零利率产品或负利率产品的范围依然较小。

以日本来说, 2010年10月, 在全面宽松(Comprehensive Monetary Easing, 简称CME)货币政策框架下, 日本央行将无抵押隔夜贷款利率从0.1%的超低水平进一步下调至0~0.1%的区间, 负利率首次出现。2016年1月, 日本央行将负利率和原本的QQE结合实现进一步的货币宽松。在实际的操作过程中, 日本央行建立准备金账户的三级利率体系, 通过把部分准备金余额的利率下调至-0.1%来降低短期利率, 并加大对日本国债的购买, 进而压低整条收益率曲线的水平。具体来说, 日本央行将把金融机构准备金账户中的余额分为三部分, 即基本余额(Basic Balance)、宏观附加余额(Macro Add-on Balance)和政策利率余额(Policy-Rate Balance), 适用利率分别为0.1%、0%和-0.1%。也就是说, 只有超过基本余额和宏观附加余额的部分才会被施加负利率。

2016年9月, 日本央行对实行QQE以来的经济发展和价格水平情况做了全面评估, 认为通过结合负利率与QQE降低了实际利率, 从而改善了经济活动和价格水平, 使日本经济不再处于通缩状态。因此, 日本央行决定在QQE的基础上引入“收益率曲线控制”(YCC), 通过控制短期利率和长期利率进一步降低实际利率。新的货币政策框架以“收益率曲线控制”为核心, 并做出“通胀超调承诺”。日本央行将设定短期政策利率(-0.1%)以及长期的目标利率水平, 并通过增加以固定利率购买国债的方式维持相应期限国债的目标收益率(0%附近)。

负利率的出现, 尤其是政策利率中出现负利率, 而且是在多个发达经济体中相继出现, 在学术界和政策制定层面都是新的挑战。以欧元区和日本为代表, 如何评价这一非常规政策的实施效果? 其传导机制又是怎样的呢?

2014年夏季, 欧洲央行通过降低存款便利利率以将银行同业隔夜利率降至零以

下，开始迈入负利率领域。为了应对通货膨胀数据疲软，欧洲央行同时降低了构成其利率走廊的所有政策利率，即边际贷款便利利率（走廊的上限），主要的再融资操作利率（传统上是中央政策利率目标）和存款便利利率（走廊的下限），并将存款便利利率降为负利率。应该说，负利率的实施带来了欧元区独有的某些挑战——在国际金融危机和欧洲主权债务危机的背景下，欧元区不同成员国的银行通过欧元系统内的 TARGET 2 结算系统进行流动性交易，净债权国的银行积累了大量净盈余头寸，净债务国的银行积累了大量净赤字头寸。由于负利率政策适用于商业银行存放在央行的超额准备金，因此该政策对那些拥有大量盈余头寸的国家的国家的影响要大于其他国家，负利率政策对欧元区的影响在欧元的货币联盟中分布不均（Angrick and Nemoto, 2017）。更大的挑战是负利率政策对商业银行盈利能力的影响。对于欧元区不少成员国来说，商业银行的盈利能力是个长期存在的问题（Albertazzi and Gambacorta, 2009），而负利率政策的实行使得商业银行的盈利能力进一步下降。另外，根据 Bech and Malkhozov（2016）的研究，在负利率政策实行以后，同业拆借市场的交易量保持稳定，但也指出，银行进行了展期，并增加了对风险更高的对手方的贷款。

关于负利率的传导机制，目前的研究涉及的层面较多，包括利率和信贷渠道、汇率渠道、资产评估和投资组合渠道等。迄今为止，大多数研究发现负利率政策已按预期方式传递给了私募市场利率，尽管私募市场利率的降低幅度不如政策利率在正数范围内降低时所观察到的降低幅度明显（Arteta et al., 2016）。由于贷款利率和存款利率之间的价差下降意味着利润率下降，因此负利率政策对银行获利能力的影响已成为有关该政策利弊辩论的焦点（Bech and Malkhozov, 2016）。汇率渠道主要是指 2017 年后美国货币政策逐步正常化，这对于采用负利率的欧元区和日本等经济体来说，情况可能会进一步恶化（Angrick and Nemoto, 2017）。负利率政策还可能通过资产评估渠道和投资组合渠道影响金融资产收益。资产价格随资产收益率的下降而上升，而较低的收益率则同时鼓励投资者转向期限较长或风险较高的资产，从而使收益率曲线趋于平坦并可能改善市场准入（Hannoun, 2015；Sheard, 2016；Arteta et al., 2016）。负利率政策还可能会以多种其他方式影响市场，例如通过影响消费者的期望值（Sheard, 2016）、生产者和消费者的信心以及储蓄决策（Cliffe, 2015；Aizenman et al., 2019）等。

自实施以来，负利率政策的有效性已被广泛讨论。一项基于欧洲约 13 000 名消费者的早期调查（Cliffe, 2015）发现，表示他们自己会消费更多的钱来应对储蓄账户的负利率的人数几乎等于说他们要花更少的钱的人数。Demiralp et al.（2016）发现，欧洲央行的负利率政策导致对非金融私营部门的银行贷款增加、批发融资水平降低以及对欧元区（非国内）主权债券的收购增加。Arteta et al.（2016）在欧元区以及瑞典、日本、瑞士、丹麦和匈牙利对负利率政策向其他宏观金融变量的传导进

行了实证分析,他们认为负利率政策直到2016年中期在提供更大的弹性和改善融资条件方面与传统的货币政策放松措施的作用相似,尽管这些影响似乎不如在正利率地区进行类似的降息后那么明显。Hameed and Rose (2016)的一项研究使用2010年1月至2016年5月之间61个国家的日频数据分析了负利率对汇率的影响,发现其对可观察到的汇率行为几乎没有影响。

支持该政策的作者认为,通过增强信贷增长、增加非利息收入、提高资产价格、降低融资成本以及最终增强总需求,负利率政策将对总体产生积极影响(Viñals et al., 2016; Blanke and Krogstrup, 2016; Jobst and Lin, 2016)。支持者通常都承认其对银行盈利能力的潜在负面影响,但他们认为,负利率政策的正面影响将超过这些负面影响(Coeuré, 2014)。但是,也有经济学家对于负利率政策持怀疑态度,认为该政策确实会降低商业银行的盈利能力(Borio et al., 2015; Caruana, 2016)。尽管一些银行已经通过加快信息技术的采用从而降低了运营成本,但是日本、欧元区、瑞士的银行盈利能力确实下降了(Fukase, 2016; Danthine, 2016)。另有不少研究指出,低利率和负利率导致所有金融市场参与者转向更长的期限,进一步影响了这些金融机构的盈利能力和稳健性,并给金融稳定带来了负面作用(Hannoun, 2015; Domanski et al., 2015)。

五、对中国的启示和相关建议

(一) 关于货币政策目标

跟发达经济体相比,中国目前实行的是货币政策多目标制,具体包括保持物价稳定、促进经济增长、保持充分就业、促进金融稳定、维护国际收支平衡五个方面。应该说,作为转型中的新兴经济体,多目标制是适合中国当前经济发展阶段的安排(周小川, 2016)。但是,这也并不意味着多目标制会一成不变,毕竟中国经济还在以较高速度增长,也许在不远的将来,就会进入发达经济体的行列,届时货币政策目标也应随着发展阶段的变化而调整。因此,深入了解和分析发达经济体货币政策目标的演变之后,有助于中国对于货币政策目标的设定有前瞻性的认识和设想。

从美日欧三大发达经济体来看,央行一直非常重视保持物价稳定这一核心目标,但在2008年国际金融危机后,美联储的通胀目标制确实从点目标制向范围目标制转变,欧元区和日本也一直在实行灵活的通胀目标制。这给我们的最大启示是在“不变”中“求变”,央行应在保持央行信誉和保留货币政策空间两者之间权衡利弊得失,在动态中寻找均衡。

(二) 关于货币政策工具

前文详述了发达经济体货币政策工具自2008年国际金融危机始,从常规向非常

规货币政策工具的演变，共同背景都是金融危机以后各发达经济体触及零利率下限，转向非常规工具可以说是情势所逼，但也可以说是巨大的创新。在货币经济史上，这还是主要发达经济体首次共同推出史无前例的大规模量化宽松政策，以及与之相关的前瞻性指引、对准备金付息和负利率等非常规政策。这是非常难得的观察零利率下限情况下货币政策工具创新的“自然试验”。以发达经济体自身来说，这些“自然试验”总体上是有效的，避免了更严重的经济危机甚至经济萧条，也并未引发严重的通货膨胀（尤其是对美国和欧元区来说）。当然，从更长的时间跨度来看，以量化宽松为代表的非常规政策可能会带来不少负面效应，包括其导致的收益率曲线变平，使银行的盈利能力承压，甚至促使金融中介机构转向风险更高的资产，以及货币政策财政化、中长期内可能影响央行的独立性等。这也是美国在2016年左右启动货币政策正常化进程的主要原因，但2020年爆发的新冠疫情使得逐渐启动的正常化进程又很快回到原点，货币政策再次全面进入非常规化。

因此，发达经济体货币政策工具的演变，对于货币政策一直处于正常空间的中国来说，更多的是镜鉴作用。一方面，让我们深刻地意识到中国货币政策处于正常空间的可贵，以及中国需要进一步推进利率市场化改革，采用适合中国国情的货币政策工具；另一方面，也让我们看到，未来如果经济金融形势进入严峻的下行期间，甚至要求利率进入零利率下限，有什么样的政策工具可以选择。

（三）完善中国的利率走廊体制

2014年以来，中国人民银行积极探索构建中国的利率走廊机制，目前利率走廊上限为常备借贷便利（SLF）利率，下限为超额存款准备金利率，货币市场基准利率大多参考DR007（即7天期银行间债券质押式回购利率），也是中国人民银行调控的政策目标。从美、日、欧的货币政策操作体制演变来看，2008年国际金融危机以来，利率下限体制和利率走廊体制两者混合而形成的“利率走廊+公开市场操作”已逐渐成为各主要发达经济体的主流货币政策操作体制。这一混合体制兼具利率走廊下调整利率的灵活性（包括推行负利率政策），以及通过公开市场操作掌握积极且精准的货币政策操作的主动性。中国人民银行在当前利率走廊体制下，也基于中期借贷便利或者央行票据频繁进行公开市场操作，这跟国际主流的混合操作体制的演进趋同。

但是，跟发达经济体较为完善的货币政策操作体制相比，中国还需要进一步健全利率走廊机制，完善公开市场操作，提高央行的利率引导能力。例如，与欧元区和日本相比，中国目前的利率走廊宽度较大，常备借贷便利利率与超额准备金利率之差超过300个基点；其次，中国利率走廊三大要素的调整并不同步，核心是政策基准利率的调整；最后，常备借贷便利利率被市场利率突破的情况并不少见，其上限职能仍有待强化（张继强等，2020）。因此，为了更好地发挥利率走廊降低货币市

场利率波动性的作用，帮助货币政策从数量型调控向价格型调控转型，需要进一步强化利率走廊上下限的作用，并且结合逆回购利率和中期借贷便利利率等不同期限的利率起到货币市场利率锚的作用，以收窄利率走廊宽度。再结合2019年末以来进行密集试点的数字人民币，除了在零售端逐渐取代现金外，是否也可以通过对数字人民币在批发金融端付息来进一步完善中国的利率走廊（刘晓蕾等，2022），这些都是可以考虑的尝试。

（四）前瞻性指引和加强央行沟通

在当前大数据时代，加上社交媒体和资讯传播极度发达，在货币政策制定和发布的过程中，为了确保公众得到正确的信息，央行应该加强与公众之间的沟通，以提升货币政策传导的效果，对公众进行前瞻性指引。以美日欧的经验来看，前瞻性指引可以较为有效地提高货币政策的透明度和有效性，在零利率下限情况下较好地引导公众的通胀预期，有助于经济稳定。美日欧的央行都十分重视并擅于使用前瞻性指引，每年定期召开货币政策会议，发布货币政策声明，并由行长或相关央行官员在会后召开记者会对政策声明直接进行解释，降低国内外投资者对政策风险的担忧。前瞻性指引工具的调控作用已经获得不少国家中央银行的认同，但这一货币政策工具的有效性仍然受到一些不确定因素的制约，因此需要在信息披露频率、明确性、准确性和一致性上进一步完善，探索多种渠道传导中央银行对经济金融的判断和政策意图，并逐步常规化和制度化。

近年来中国人民银行也在不断创新跟公众沟通的方式，包括建立研究部门，定期发布工作论文，以及建立中国人民银行的官方微信公众号，及时传递货币政策的最新变化等。当然，从发达经济体的央行跟公众沟通以及零利率下限情况下推行前瞻性指引的经验中，我们还可以进一步尝试建立双向多渠道的定期沟通机制，增加货币政策的透明性，更好地管理市场预期，提升货币政策传导的效果。

（五）完善央行的宏观审慎监管职责

前文已经提及，2008年国际金融危机以后，注重宏观审慎监管已经成为发达经济体和各国家组织的共识。2020年新冠疫情爆发以来，主要经济体普遍采取降低逆周期资本缓冲、流动性要求等政策举措，及时释放宏观审慎政策缓冲，发挥了良好作用。据国际金融协会统计，截至2020年8月，包括G20成员在内的33个国家和地区，针对银行部门共实施了500多项审慎政策措施以应对疫情冲击，其中具有宏观审慎特征的政策措施占比达到60%左右（潘功胜，2020）。

中国也一直高度重视宏观审慎监管，相关探索起步较早。2017年第五次全国金融工作会议提出，要以防范系统性金融风险为底线，加强宏观审慎管理制度建设。党的十九大报告明确提出，“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”。2019

年初，党中央、国务院批定的机构改革方案，进一步明确了中国人民银行负责宏观审慎管理的职能，牵头建立宏观审慎管理框架，统筹监管系统重要性金融机构、金融控股公司和重要金融基础设施，并批准设立了宏观审慎管理局。2022年，党的二十大报告指出，要加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。

最后，从政策效果来看，宏观审慎政策可以有效地维持金融稳定，稳定房价和资产价格，限制杠杆率过度增加，扼制流动性风险累积。构建完善的宏观审慎政策框架，加强与货币政策、财税政策等其他政策的协调配合，对防范系统性金融风险、促进经济长远健康发展具有非常重要的意义。

参考文献

- [1] 纪洋, 谭语嫣, 黄益平, 2016. 金融双轨制与利率市场化 [J]. 经济研究, 51 (6): 45-57.
- [2] 刘晓蕾, 马长宙, 董博文, 等, 2022. 利率走廊下的央行数字货币研究 [R]. 工作论文.
- [3] 米什金, 2016. 货币金融学 (第十一版) [M]. 郑艳文, 译. 北京: 中国人民大学出版社.
- [4] 潘功胜, 2020. 中国宏观审慎政策框架建设与管理实践——中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在2020金融街论坛上的讲话 [EB/OL]. (2020-10-21) [2023-02-08]. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4113690/index.html>.
- [5] 徐忠, 2017. 中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿 [J]. 金融研究, 439 (1): 1-21.
- [6] 张继强, 张亮, 吴宇航, 2020. 利率走廊的初心与演变 [R/OL]. (2020-04-15) [2023-02-08]. <https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309634579976132559023>.
- [7] 周小川, 2016. 把握好多目标货币政策: 转型的中国经济的视角 [R/OL]. (2016-06-24) [2023-02-08]. <http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128719/128766/3090366/index.html>.
- [8] AIZENMAN J, CHEUNG Y W, ITO H, 2019. The interest rate effect on private saving: alternative perspectives [J]. Journal of International Commerce, Economics and Policy, 10(1): 1-37.
- [9] ALBERTAZZI U, GAMBACORTA L, 2009. Bank profitability and the business cycle [J]. Journal of Financial Stability, 5(4): 393-409.
- [10] ANGRICK S, NEMOTO N, 2017. Central banking below zero: the implementation of negative interest rate policies in Europe and Japan [J]. Asia Europe Journal, 15(4): 1-27.
- [11] ARTETA C, KOSE M A, STOCKER M, et al., 2016. Negative interest rate policies: sources and implications [R]. Discussion Paper, No. DP11433. London: Centre for Economic Policy Research.
- [12] BAUER M D, RUDEBUSCH G D, 2014. The signaling channel for Federal Reserve bond purchases [J]. International Journal of Central Banking, 10(3): 233-289.
- [13] BECH M L, MALKHOZOV A, 2016. How have central banks implemented negative policy rates? [J]. BIS Quarterly Review, (March) 31-44.
- [14] BERNANKE B S, 2009. The crisis and the policy response: a speech at the stamp lecture [R]. London: London School of Economics.
- [15] BERNANKE B S, REINHART V R, SACK B P, 2004. Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment [J]. Brookings Papers on Economic Activity, (2): 1-100.
- [16] BLANKE J, KROGSTROP S, 2016. Negative interest rates: absolutely everything you need to know [EB/OL]. (2016-11-02) [2023-02-08]. <https://www.weforum.org/agenda/2016/11/negative-interest-rates-absolutely-everything-you-need-to-know/>.

- [17] BLINDER A, EHRMANN M, DE HAAN J, et al., 2017. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis [J]. *Economic Policy*, 32(92): 707 – 755.
- [18] BORIO C, GAMBACORTA L, 2017. Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness? [J]. *Journal of Macroeconomics*, 54:217 – 231.
- [19] BORIO C, GAMBACORTA L, HOFMANN B, 2015. The influence of monetary policy on bank profitability [J]. *International Finance*, 20(1): 48 – 63.
- [20] CABALLERO R J, FARHI E, 2018. The safety trap [J]. *Review of Economic Studies*, 85(1): 223 – 274.
- [21] CABALLERO R J, HOSHI T, KASHYAP A K, 2008. Zombie lending and depressed restructuring in Japan [J]. *The American Economic Review*, 98(5): 1943 – 1977.
- [22] CAMPBELL J R, EVANS C L, FISHER J D M, et al., 2012. Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1):1 – 80.
- [23] CARLSTROM C T, FUERST T S, PAUSTIAN M, 2012. Inflation and output in New Keynesian Models with a transient interest rate peg [R]. Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper, No. 12 – 34.
- [24] CARUANA J, 2016. Persistent ultra-low interest rates: the challenges ahead [EB/OL]. (2016 – 01 – 12) [2023 – 02 – 08]. <http://www.bis.org/speeches/sp160114.pdf>.
- [25] CHODOROW-REICH G, 2014. The employment effects of credit market disruptions: firm-level evidence from the 2008 – 09 financial crisis [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 129 (1): 1 – 59.
- [26] CLIFFE M, 2015. Negative rates, negative reactions: survey suggests sub-zero deposit rates might not boost consumer spending [R]. Amsterdam: ING Wholesale Banking.
- [27] COEUREÉ B, 2014. Life below zero-learning about negative interest rates [EB/OL]. (2014 – 09 – 09) [2016 – 10 – 14]. <http://www.bis.org/review/r140911a.htm>.
- [28] DANTHINE J P, 2016. Negative interest rates in Switzerland: what have we learned? [R]. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- [29] DEL NEGRO M, GIANNONI M, PATTERSON C, 2013. The forward guidance puzzle [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 574.
- [30] DEMIRALP S, EISENSCHMIDT J, VLASSOPOULOS T, 2016. The impact of negative rates on bank balance sheets: evidence from the euro area [R]. Istanbul: Bogazici University.
- [31] DOMANSKI D, SHIN H S, SUSHKO V, 2015. The hunt for duration: not waving but drowning? [R]. BIS Working Paper, No. 519. Basel: Bank for International Settlements.
- [32] DONG M, XIAO S X, 2019. Liquidity, monetary policy and unemployment: a new monetarist approach [J]. *International Economic Review*, 60:1005 – 1025.
- [33] EGGERTSSON G B, WOODFORD M, 2003. The zero bound on interest rates and optimal monetary policy [R]. *Brookings Papers on Economic Activity*. The Brookings Institution, 34(1):139 – 235.
- [34] European Central Bank (ECB), 2017. Financial stability review [R]. Working Paper, November 2017.
- [35] FEMINA K, FRIEDMAN S, SACK B, 2013. The effects of policy guidance on perceptions of the Fed's reaction function [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 652.
- [36] FILARDO A, HOFMANN B, 2014. Forward guidance at the zero lower bound [J]. *BIS Quarterly Review*, (March): 37 – 53.
- [37] FRIEDMAN M, 1960. A program for monetary stability [M]. New York: Fordham University Press.
- [38] FUKASE A, 2016. Negative rates hit Mizuho earnings [EB/OL]. (2016 – 07 – 31) [2016 – 10 – 19]. <http://www.wsj.com/articles/negative-rates-hit-mizuho-earnings-1469984739>.
- [39] GAGNON J, RASKIN M, REMACHE J, et al., 2011. The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases [J]. *International Journal of Central Banking*, 7(1): 3 – 43.
- [40] GOODFRIEND M, 2011. Central banking in the credit turmoil: an assessment of Federal Reserve practice [J]. *Journal of Monetary Economics*, 58(1): 1 – 12.
- [41] HAMEED A, ROSE A K, 2016. Exchange rate behavior with negative interest rates: some early negative observations [R]. Discussion Paper, No. DP11498. London: Centre for Economic Policy Research.

- [42] HANNOUN H, 2015. Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth [EB/OL]. (2015-04-22) [2016-10-11]. <http://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf>.
- [43] IRELAND P N, 2017. A monetarist view of policy renormalization [R]. New York: Shadow Open Market Committee. http://shadowfed.org/wp-content/uploads/2017/09/IrelandSOMC_September2017.pdf.
- [44] IRELAND P N, 2019. Interest on reserves: history and rationale, complications and risks [J]. *The Cato journal*, 39(1):327-337.
- [45] JOBST A, LIN H, 2016. Negative interest rate policy (NIRP): implications for monetary transmission and bank profitability in the Euro area [R]. IMF Working Paper, No. 16/172.
- [46] KRISHNAMURTHY A, VISSING-JORGENSEN A, GILCHRIST S, et al., 2011. The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy with comments and discussion [J]. *Ssrn Electronic Journal*, (3):215-287.
- [47] KUTTNER K N, 2018. Outside the box: unconventional monetary policy in the great recession and beyond [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 32(4): 121-146.
- [48] MARTIN A, MONNET C, 2011. Monetary policy implementation frameworks: a comparative analysis [J]. *Macroeconomic Dynamics*, 15:145-189.
- [49] MCKAY A, NAKAMURA E, STEINSSON J, 2016. The power of forward guidance revisited [J]. *The American Economic Review*, 106(10): 3133-3158.
- [50] NOCELLA I, 2020. The effects of ECB's unconventional monetary policy on Portuguese government bond yields [D]. Porto: Universidade do Porto.
- [51] OKINA K, SHIRATSUKA S, 2004. Policy commitment and expectations formation: Japan's experience under zero interest rates [J]. *North American Journal of Economics and Finance*, 15(1): 75-100.
- [52] RAJAN R, 2005. Has financial development made the world riskier? [C]//HOLE J. Proceedings of the economic policy symposium. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 313-369.
- [53] ROCHETEAU G, WRIGHT R, XIAO S X, 2018. Open market operations [J]. *Journal of Monetary Economics*, 98: 114-128.
- [54] SAMARINA A, APOKORITIS N, 2020. Evolution of monetary policy frameworks in the post-crisis environment [R]. DNB Working Papers, No. 664.
- [55] SHEARD P, 2016. The logic and limits of negative interest rate policy (S&P Global Report, No. 2016-08-17) [R]. New York: S&P, 14-16.
- [56] SMETS F, WOUTERS R, 2007. Shocks and frictions in US business cycles: a bayesian DSGE approach [J]. *The American Economic Review*, 97(3): 586-606.
- [57] SWANSON E T, 2021. Measuring the effects of federal reserve forward guidance and asset purchases on financial markets [J]. *Journal of Monetary Economics*, 118: 32-53.
- [58] SWANSON E T, WILLIAMS J C, 2014. Measuring the effect of the zero lower bound on medium-and longer-term interest rates [J]. *The American Economic Review*, 104(10): 3154-3185.
- [59] TAYLOR J B, 2016. Independence and the scope of the central bank's mandate [J]. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 3 (special issue: rethinking the central bank's mandate): 96-103.
- [60] TOLLEY G S, 1957. Providing for growth of the money supply [J]. *Journal of Political Economy*, 65(6): 465-485.
- [61] VIÑALS J, GRAY S, ECKHOLD K, 2016. The broader view: the positive effects of negative nominal interest rates [EB/OL]. (2016-04-10) [2016-10-19]. <https://blog-imfdirect.imf.org/2016/04/10/the-broader-view-the-positive-effects-of-negative-nominal-interest-rates/>.
- [62] WALTER J R, COURTOIS R, 2009. The effect of interest on reserves on monetary policy [R]. Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief, December, No. 09-12.
- [63] WRIGHT J H, 2012. What does monetary policy do to long-term interest rates at the zero lower bound? [J]. *The Economic Journal*, 122(564): 447-466.

Monetary Policy Evolution of Advanced Economies: A Review for 2008 – 2022

XIAO Xiaolin*

(Guanghua School of Management, Peking University)

Abstract: This paper reviews the monetary policy evolution of advanced economies during 2008 – 2022, which is a special period with radical changes, and covers two global crisis; the 2008 Global Finance Crisis and the 2020 Covid-19 Pandemic. This paper provides a comprehensive analysis regarding three dimensions of monetary policy evolution of advanced economies: monetary policy implementation, monetary policy mandates, and policy tools and transmission channels, and particularly unconventional monetary policy like “Quantitative Easing”, conducted by central banks of advanced economies since the 2008 Global Finance Crisis. In the end, The paper also provides inspirations and suggestions to China, based on the multiple challenges and downturn pressures the Chinese economy is facing right now.

Keywords: Monetary Policy Implementation; Unconventional Monetary Policy; Evolution; Inspiration

JEL Classification: E58; E52; E50

* Corresponding Author: XIAO Xiaolin, Guanghua School of Management, Peking University, E-mail: sylvia.xiao@gsm.pku.edu.cn.