



量化宽松对实体经济的影响： 回顾与反思

A Review of the Impact of Quantitative Easing on the Real Economy

张文婷 徐瑞慧 熊文涛

摘要：为应对2008年全球金融危机，发达经济体各中央银行纷纷实施了大规模量化宽松政策（QE），短期内为金融市场注入大量流动性，避免了债务螺旋和通货紧缩，从而有效缓解了金融危机和经济衰退。然而，本属临时“救火”举措的QE，在各发达经济体持续数年甚至十余年，并在2020年新冠肺炎疫情暴发后，重启新一轮大幅扩张。本文从银行贷款和消费者、企业行为的角度，回顾十余年来QE对金融市场和实体经济的影响。研究发现，大量、长期QE刺激实体经济的边际效应趋弱，滞留在金融体系中的大量流动性助长了资产泡沫。即便如此，各国央行力图维持金融稳定，难以及时退出量化宽松政策。

关键词：量化宽松 债务 实体经济

Abstract: In response to the 2008 global financial crisis, the central banks of developed economies implemented large-scale quantitative easing (QE) policies, which injected large amounts of short-term liquidity into the financial market. These ambitious efforts avoided debt spirals and deflation, and effectively mitigated the financial crisis and averted recession. But there have been unanticipated consequences. QE was supposed to be a temporary "firefighting" measure, but has lasted for more than a decade in some developed economies and contributed to a new round of economic expansion in the wake of the Covid-19 pandemic in 2020. This article reviews the impact of QE on the financial market and the real economy over the past decade from the perspective of bank lending as well as consumer and corporate behavior. The study concludes that there has been a weakening of the marginal effect of large and long-term QE stimulus on the real economy, while the large volume of liquidity in the financial system has contributed to asset bubbles. Central banks are trying to maintain financial stability and reduce the risk of recession, making it difficult to exit quantitative easing.

Keywords: Quantitative Easing, Debt, Real Economy

张文婷、徐瑞慧均就职于中国人民银行金融研究所；熊文涛，毕业于哈佛大学经济系。相关内容系个人观点，与所在机构无关。



2008年秋，美国次贷危机引发全球金融危机。美联储为了稳定金融市场，紧急启动非常规货币政策。一是量化宽松（以下简称QE），主要包括大规模资产购买（LSAP）；二是前瞻指引，即声明长期不提高政策利率，旨在加强宽松效果（Kuttner, 2018）。自2008年量化宽松政策在发达经济体普遍实施以来，大量文献对QE的影响进行深入讨论。迄今研究较多关注QE对金融市场的影响，针对实体经济的研究较少。本文回顾QE对金融市场和实体经济的影响，重点从银行贷款和消费者、企业行为的角度研究QE如何影响实体经济，反思发达国家央行迟迟无法退出QE的原因。

其一，在危机来临时，量化宽松政策（QE）有效避免了银行贷款断崖式下跌，从而缓解了经济衰退。然而危机过后，QE继续大幅增加银行准备金，导致银行资金向风险更高的贷款转移。不仅银行，在安全资产收益率长期近零，甚至为负的环境中，金融市场投资者通过投资高风险资产追求收益，催生风险资产泡沫。

其二，QE资金没有完全流入实体经济，对企业投资促进作用有限。QE大幅降低了企业融资成本，尤其是长期债券收益。部分大企业发行大量长期债券，回购股票，从而在债市、股市之间跨市场套利。这种行为弱化QE对投资的促进作用，推升企业杠杆率，加大金融风险。此外，

部分QE资金流入低效、无力偿债的“僵尸”企业，让这些企业得以继续占用行业资源，制约其他企业发展，抑制生产率的提高和经济增长。

其三，虽然QE对实体经济刺激作用有限，但各国央行难以及时退出QE的主要原因：一是财政政策、结构改革停滞不前；二是央行受到金融市场、政治因素制约；三是央行对通胀的容忍度上升。这进一步催生风险资产泡沫，增加系统性金融风险，乃至通胀压力。

量化宽松简要回顾

自20世纪90年代初日本经济泡沫破裂以来，日本央行多年实施极低利率，乃至零利率政策，却无力挽救其低迷经济，于是2001年3月首次推出了量化宽松政策。日本央行大量购买了一系列金融资产，为市场注入流动性。自此非常规货币政策进入人们的视野。此时，QE的主要目标是摆脱通缩，稳定物价。

2007年中，美国爆发次贷危机，美联储连续10次降息。2008年9月，全球金融危机爆发。2008年11月，美联储宣布紧急启动大规模资产购买，即QE，主要目标是修复市场信贷，维护金融稳定。作为一种非常规的扩张性货币政策，美联储大规模购买中长期国债、政策担保房贷，甚至在2020年3月新冠肺炎疫情暴发后，开始购买企业债，从而向金融系统注入大量流动



性。Bernanke (2009) 将QE政策定位为修复市场信贷，旨在减缓金融市场环境恶化对实体经济的负向加速器作用。

美联储在2008年金融市场恐慌过去后，虽然暂停了第一轮QE (QE1)，但不久后陆续启动了QE2、QE3、QE4，旨在更进一步刺激经济。每轮QE的规模不断扩大，持续时间不断延长。QE1和QE2都明确了资产购买总额和退出时限，而QE3和QE4在通胀率、失业率好转后，只是逐步缩减资产购买规模，并不声明退出时间。相应的QE推出时间、购债规模等细节可参见Kuttner (2018)。

自QE实施以来，美联储资产负债表规模三次翻番（图1）。2008年第三季度，美联储资产负债表规模保持在9 000亿美元左右，QE1实施仅一个季度后，翻番至2.2万亿美元。2014年QE3收尾时，翻番至4.5万亿美元。美联储2014年9月宣布将采取循序渐进和可预期的方式缩减美联储资产负债表，2015年12月首次加息，2017年6月再次对资产负债表缩减方案进行调整。2017年10月至2019年9月期间，美联储所持证券自然到期，但美联储资产负债表并没有明显收缩。2020年3月，新冠肺炎疫情在欧美暴发，引发全

球金融市场震荡，美国股市出现连续熔断。2020年3月23日美联储宣布实施开放式QE。至今，美联储资产负债表规模增至近9万亿美元。随着通胀持续、大幅高于目标^①，美联储2022年1月发布缩减资产负债表规模的原则，以可预测的方式减少美联储的证券持有量，2022年3月以来多次加息。

自2009年12月，以希腊为代表的欧元区部分国家陆续爆发债务危机。出于对希腊无序违约可能会破坏欧洲银行体系稳定的担忧，欧洲央行和财政当局不得不开始设立救助机制，极力维护欧元的地位^②。2013年，欧洲央行开始聚焦于信贷紧缩和

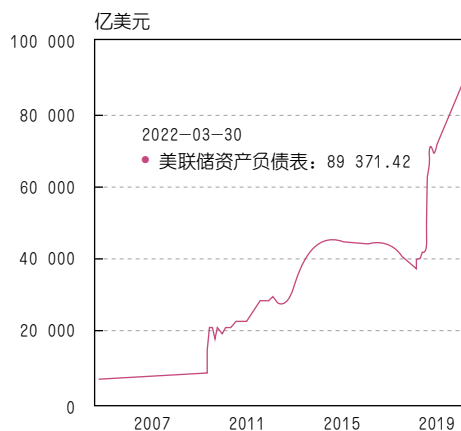


图1 美联储资产负债表规模 (2003—2022年)

① 美国2022年3月消费者物价指数 (CPI) 同比上升8.5%，创下1981年12月以来的新高。

② 欧盟委员会2009年发布报告《欧洲经济危机：原因、后果和应对措施》 (Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses)。



通货紧缩的风险。欧洲央行理事会决定对存款便利实施负利率，并积极对市场开展前瞻性指引。2014年6月，欧央行将隔夜存款利率降至 -0.1% ，使欧元区成为世界首个负利率经济体。在欧洲法院授予欧洲央行货币政策自由裁量权之后，2015年3月欧洲央行宣布了总额超过1.1万亿欧元的扩大资产购买计划，即欧元区QE，主要为了应对低通胀风险。2020年3月，欧央行为应对新冠肺炎疫情冲击，启动1.85万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划。随着通胀大幅上升，欧央行2022年3月宣布将于三季度结束QE，并在一段时间后加息。

此外，为对抗通货紧缩，日本央行在2013年1月以通货膨胀率达到2%目标推出QQE，2016年9月引入收益率曲线控制目标，推出附加收益率曲线控制的QQE。当前，与欧美主要经济体央行收紧货币政策不同，日本央行仍将维持超宽松货币政策，主要是受制于疲软的通胀。

QE对实体经济的影响渠道

量化宽松政策旨在通过调整货币政策修复市场信贷和维护金融体系稳定，最终促进经济复苏。QE从金融市场传导到实体经济的渠道主要包括：信号渠道（降低公众对市场利率的预期）、投资组合调整效应和资产负债表扩张效应（Bernanke & Reinhart, 2004）。

通过信号渠道降低融资成本

央行通过大量购买政府债券给市场释放信号，即央行将长期保持宽松的货币政策立场，有助于降低家庭及企业的融资成本。除购买政府债券外，央行也可以直接收购私人机构发行的证券（Dell'Ariccia et al., 2018）。例如，日本央行不仅购买了政府债券，还购买了公司债券、交易所交易基金和房地产投资基金等。欧洲央行在2009—2017年分三个阶段购买了“担保债券”（即银行或抵押贷款机构发行的担保债券），并从2016年6月开始在一级和二级市场购买公司债券。购买私人证券可以直接降低债券发行者的融资成本。

投资组合调整效应刺激消费和投资

通过投资组合调整效应刺激经济。通过购买大量政府债券，QE推高了政府债券价格，降低了政府债券利率，推动以此为定价基础的其他利率下行，从而降低企业和家庭的借贷和消费成本。向央行出售政府债券的机构（银行或企业），会通过购买其他金融资产（如公司债券、股票或房地产支持证券）来重新平衡其投资组合，从而推高这些资产的价格，降低收益率，刺激消费和投资。

投资组合调整效应可以鼓励银行放贷。传统宏观经济理论认为，宽松货币政策可以通过增加银行贷款来提振实体经济。大规模资产购买（LSAP）可



以通过两种方式来影响银行放贷倾向。一种是“净值”方式。资产购买会提高银行持有证券的市值，银行通过投资组合的调整进而提高其净值，这一方式被 Brunnermeier & Sannikov (2014) 称为“隐形资本重组”。另一种是“流动性”。Rodnyansky & Darmouni (2017) 的研究结果表明，QE补充的流动性可以通过多种形式在银行间使用，QE3主要是通过“流动性”发挥作用。随着抵押贷款支持证券（MBS）变得更具流动性，银行可以将其换成准备金。这会鼓励银行向家庭和企业提供更多贷款，从而刺激家庭消费，鼓励企业投资。

资产负债表扩张效应有利于增加总需求和产出

QE不但改变了央行资产负债表的资产构成，也促使央行资产负债表的规模增大。资产持有者（银行、企业等）的资产组合也随之发生变化，由此产生的货币政策效果被称为资产负债表扩张效应。QE带来资产价格上涨，提升投资者财富，有利于增加总需求和产出（Bernanke, 2010; Huston & Spencer, 2016）

本节描述了央行资产购买的理论效果，通过信号渠道（降低公众对市场利率的预期）、投资组合调整效应和资产负债表扩张效应几个可能的渠道影响实体经济。但是，实际经验证据显示QE实行效果不尽人意。

多数经验证据显示QE效果不尽人意

QE对实体经济的影响效果与其规模不成比例，主要是两个环节不畅。一是相当多QE资金并没有流入实体经济，二是流入实体经济的资金没有完全用于促进消费或扩大实体投资。不仅如此，QE甚至产生了一些负面效果。

对银行的影响

QE会使银行贷款增加，但幅度不大。关于QE能否通过银行贷款渠道传导到实体经济的争议越来越多。央行向银行提供了大量廉价的流动性，理论上可以促进银行贷款增加。但是，如果银行资本不足，在存在风险权重资本要求时，QE可能会与负向的投资激励结合，从而限制银行贷款的增长。迄今为止的经验证据表明，QE确实促进了银行增加贷款，但相比QE的巨大规模，政策效果往往较小，而且随着QE持续数年，效果又会进一步减弱。

Rodnyansky & Darmouni (2017) 发现美联储QE刺激账簿上持有大量MBS的银行放贷。Adrian & Shin (2010) 提出，宽松货币政策可以提高MBS价格，增加银行资产净值，抬升银行股价。假设商业银行的目标是恒定杠杆率，这些变化会促使银行扩大贷款并承担额外的债务。

Fatouh et al. (2021) 采用英格兰银行资产购买计划（APP）的独特数据库来

研究英国QE对银行资产构成的影响。作者使用了双重差分方法，研究发现英格兰银行从开始实施资产购买计划的3年里，银行贷款利率整体年均下降1%—3%。其中，从2009年一季度到2014年年末，对非金融企业和中小企业的贷款比重从15.9%下降到12.2%。当银行资本不足时，基于风险的资本约束会制约QE的有效性。即便在控制需求侧效应的情况下，也没有发现QE促进了银行对实体经济放贷的证据，甚至受QE影响更大的银行，个人消费贷款整体减少更为明显。

Bowman et al. (2015) 研究了2000年9月至2009年3月日本央行QE对银行贷款的影响，发现此举提高了银行流动性，增加了银行贷款，但贷款增量非常小。原因之一是，随着日本央行向银行注入大量流动性，银行减少相互贷款，因此总体流动性增量有限。此外，作者还发现流动性与贷款的正相关性仅限于QE初期银行系统较弱的几年，也仅限于缺乏流动性的银行。

QE增加了银行准备金，导致银行资金向风险更高的贷款转移。美联储通过从授权的一级交易商处购买证券资产来实施QE，将准备金余额记入与每个交易商关联的银行账户。此时银行持有更高的准备金，资产组合中现金的边际收益下降。银行将配置更多现金之外的相对低流动性、高风险资产，例如贷款。Kandrac & Schlusche (2021) 评估了QE对银行贷款和

风险承担活动的影响，发现随着银行准备金增加，贷款不但数额增加，而且向高风险的类别转移，如商业地产、建筑和消费贷等；同时，QE导致公司债务收益率下降，降低大公司在资本市场上的借贷成本，促使大型企业用资本市场融资代替银行贷款 (Butt et al., 2014; Fatouh et al., 2021)。

对企业投资的影响

迄今研究发现，部分企业利用QE期间债券相对较低的融资成本，进行股市、债市跨市场套利，弱化QE对投资的促进作用。一旦QE将企业债纳入购买范围，部分企业会增发符合QE购买条件的债券，置换已有债务。这可以缓解企业融资困难，但对投资的促进作用有限。

部分大企业在其债券和股票市场之间进行跨市场套利：在债券融资成本相对较低时，倾向于发债用于股票回购，反之亦然。股票回购直接提升股价，持有公司股票的管理层因而得益。这种跨市场套利行为在无融资约束的大公司中较为常见。据统计，1985—2015年，美国有45%进行净股权回购的公司同时在债券市场净融入资金 (Ma, 2019)。1989—2019年，美国企业进行股票回购和派发股息的资金平均每年有31%来自外部融资，尤其是债务融资 (Farre-Mensa et al., 2020)。QE将发债成本降至极低，且史无前例地维持了持数年乃至十余年，因而促成了上市大公司发债回



购股票的热潮。^①

企业跨市场套利会弱化QE对投资的促进作用。Elgouacem & Zago (2019) 基于1985—2016年美国非金融上市企业数据的研究显示，股票回购会挤出企业的未来投资。宽松货币政策通过降低企业债务成本、促进企业通过杠杆融资进行股票回购和派息，会加剧挤出效应。作者因此质疑宽松货币政策在企业层面传导的有效性。Acharya & Plantin (2019) 构建理论模型，提出QE带来的低利率可能使企业通过提升杠杆来增加股利分配，对投资的促进作用有限。Todorov (2020) 研究欧央行的企业债购买计划 (Corporate Sector Purchase Program, CSPP)^② 公告前后的欧盟企业，发现CSPP有效增强了债券市场流动性，企业通过增发符合QE条件的债券缓解融资约束，降低了融资成本。然而所融资金主要用于增发股息，而非增加投资。

负面效果

QE资金没有完全流入实体经济，反而会加剧投资者在低利率环境中“追求收益” (Search for Yield) 行为，催生金融市场泡沫，增大系统性风险。如果低

效“僵尸”企业获得廉价资金，得以继续生存，会阻碍市场优胜劣汰，拉低潜在产出。

一是QE导致利率下降，鼓励投资者“追求收益”，助长了资产泡沫，导致风险资产的过度积累。随着短期实际利率和长期利率的下降，投资者追求预期收益和风险更高的资产，而金融机构投其所好。Gennaioli et al. (2012) 提出理论模型：金融中介为了迎合投资者的偏好，设计了所谓的“安全证券”，却忽略了低概率的风险。当投资者最终认识到这些风险时，这些所谓的“安全证券”就会在短期内被大量抛售。即便投资者没有杠杆，这种抛售也会使得金融市场分外脆弱。Lian et al. (2019) 研究投资者心理和风险偏好。在低利率时，即便风险资产的超额收益不变，个人投资者也会增加风险资产配置。

QE降低了融资成本，促使投资者“追求收益”。Acharya & Naqvi (2019) 建立金融中介投资模型，发现当金融中介能够获得足够高的流动性时，他们在风险资产上会过度投资，同时在安全资产上投资不足以此争取更大的收益。宽松货币政策降低了流动性成本，鼓励经理人投资高风险

① 摘自相关报道、评论：William Lazonick, Mustafa Erdem Sakinç, Matt Hopkins. Why Stock Buybacks Are Dangerous for the Economy[EB/OL]. (2020-01-07)[2022-06-10]. <https://hbr.org/2020/01/why-stock-buybacks-are-dangerous-for-the-economy>; Nina Trentmann, Mark Maurer. Stock Buybacks Beat Capital Spending for Many Big Companies[N]. Wall Street Journal, 2021-09-14.

② 2016年3月，欧洲央行宣布面向企业的量化宽松计划，即企业债购买计划 (Corporate Sector Purchase Program, CSPP)，大量购买符合条件的企业债券。

资产。同样，Drechsler et al. (2018) 的模型提出，杠杆使银行面临融资风险，银行通过持有流动性缓冲来降低风险。通过下调名义利率，中央银行降低流动性溢价，促使银行提高杠杆率，从而导致较低的风险溢价和较高的资产价格。

二是以债券融资进行股票回购推升企业杠杆率。Farre-Mensa et al. (2020) 基于1989—2019年美国上市公司数据研究认为，公司通过债务融资回购股票大幅提升了杠杆率。其杠杆率中值从债务融资回购前低于目标杠杆率5个百分点，上升至略高于目标水平，有39.5%的公司杠杆率超出目标水平5个百分点。Aramonte (2020) 分析美国企业2010—2019年数据发现，十年间美国公司股票回购达到历史高位。企业进行股票回购通常是为了提升杠杆率水平，而杠杆率较高的公司一旦遇到系统性危机，例如在2020年3月新冠肺炎疫情暴发初期，股价跌幅更大。因此金融稳定政策应关注股票回购背后的企业杠杆率变化。

三是部分资金流向“僵尸企业”，扭曲资源配置，阻碍产业生产率提升。银行在宽松货币政策下从央行获得大量资金，部分银行向“僵尸”企业放贷以帮助企业偿还存量贷款，避免因核销不良贷款导致坏账提高。“僵尸”企业如此“借新还旧”，并未将宽松货币政策释放的资金用于投资。Hong et al. (2021) 基于日本

2004—2015年企业数据研究认为，QE政策改变了利率期限结构。随着期限溢价下降，企业相应增加融资结构中的长期债务比例。僵尸企业大量进行债务替换，很少增加投资，因此弱化了QE效果。Caballero et al. (2008) 基于日本20世纪80—90年代数据研究表明，商业银行为满足巴塞尔协议对资本充足率的要求，为了避免将僵尸企业无力偿还的贷款划为坏账，只能持续向僵尸企业放贷。

僵尸企业的过剩产能压低了行业利润，阻碍生产率更高的企业在该行业进行投资。这抑制了行业竞争，拉低了行业平均生产率，拖累经济复苏。Blattner et al. (2019) 利用2009—2015年葡萄牙商业银行贷款数据研究发现，受2011年10月资本监管要求影响的商业银行既减少贷款，又将信贷重新分配给僵尸企业，以延迟报告贷款损失，这降低了企业之间生产要素配置的效率，可以解释葡萄牙2012年生产率下降幅度的20%。Acharya et al. (2020) 研究显示，僵尸企业信贷减少了行业企业的进入和退出，导致资本和劳动力等生产要素的配置效率下降，拉低生产率。政策措施使受损的公司能够轻易获得廉价的债务融资，具有抑制通胀的作用，从而为欧洲持续的低通胀率提供了解释。

四是QE催生资产泡沫，在美国机构体制弊端下加剧。Andonov et al. (2017) 使用国际养老基金数据库比较了美国、加



美国政府几次大规模的财政刺激，例如为了应对新冠肺炎疫情而全民发钱的临时举措，对美国经济长期健康发展益处有限。

拿大和欧洲公共和非公共基金的资产配置。美国各州及地方政府养老基金的负债贴现率与预期资产回报率挂钩。较高的贴现率可以降低负债总额，改善账面资金状况。为了维持高贴现率，这些公共养老基金需要持有高风险资产，从而维持总体资产的高预期回报。过去三十年间，美国基准利率大幅下行，在2008年金融危机后更史无前例地长期维持零利率。这直接导致安全资产（如长期国债、高级企业债等）收益大跌并滞留低位。这些公共养老基金将投资从低收益的安全资产转移到高收益的风险资产（如垃圾债、股票、对冲基金、私募股权等）以维持较高的预期投资收益，从而维持较高的负债贴现率，降低纸面负债率。这助长了美国风险资产泡沫，增加了系统性金融风险。

为何迟迟不退出QE？

即便QE对实体经济效果有限且有诸多副作用，但发达国家央行却迟迟不退出QE，主要原因如下。

财政政策、结构改革停滞不前

政府主要通过财政、货币两大类政策

调控经济，其边际收益皆递减。在货币政策已达零利率下限时，继续宽松的边际效益，不如从消极、稳健的财政政策转为积极。在欧美发达国家，货币政策制定比较流畅，（至少名义上）独立的央行货币委员会开会讨论，数周之内便可调整货币政策方向。然而，财政政策，诸如税改、产业补贴、公共教育及医疗投资等，必须经过民选政府讨论、投票、立法。这些流程本来旷日持久，动辄数年之间反复无常。在社会财富分配及政治倾向皆趋向极化时，极端思潮滋生，各政党明争暗斗加剧，更难达成一致。2008年金融危机后十余年，欧美诸国虽然在货币政策方面实施并保持了史无前例的宽松，在财政政策方面却乏善可陈。美国政府几次大规模的财政刺激，例如为了应对新冠肺炎疫情而全民发钱的临时举措，对美国经济长期健康发展益处有限。于是即便继续宽松货币政策的边际效益很低，甚至导致如上所述的资产泡沫等负面后果，但在经济好转之前，央行也面临着继续宽松的压力。

2008年金融危机暴露了美国诸多经济、政治的深层问题，例如产业空心化、金融市场泡沫、贫富悬殊（和种族、社区密切相关）等。这些问题的解决，依赖于政府作出全面而深入的改革，不能仰仗短期的财政、货币政策刺激。然而，这类大刀阔斧的改革，在政治极化的气氛中举步维艰。即便开始实施，也未必能在下次选举之前见效。于是大多政客主动回避这些



难题，转而依赖短期的刺激政策。渐渐短期的救急成为常态，加剧了央行维持QE的压力。

美联储受到金融市场、政治因素制约

美国前任总统特朗普多次批评美联储的缩表行为^①，认为其减少货币供给量，导致2018年末美国股市急跌和金融市场动荡，对美国经济长期增长造成负面影响。即便美联储否定了该论调，但QE对实体经济的影响有滞后性，对金融市场的影响却是即时的，这迫使美联储关注短期金融市场波动。新冠肺炎疫情暴发以来，美联储量化宽松、美国财政刺激的力度皆史无前例，直接导致金融市场非理性繁荣，甚至在疫情不断恶化、短期经济恢复无望时，依然创造了大牛市。由此吸引了大量散户参与，又进一步强化了美联储稳定股市的责任，令美联储骑虎难下。

美联储对通胀的容忍度上升

QE对通胀的影响远远弱于预期。2008年金融危机后，随着美联储资产负债表扩张，基础货币增加。但实体经济的贷款需求不足，商业银行增加超额存款准备金，但新增货币大多滞留金融系统，流入实体经济的货币有限。此外，全球化、科技进



新冠肺炎疫情暴发以来，美联储量化宽松、美国财政刺激的力度皆史无前例，直接导致金融市场非理性繁荣，甚至在疫情不断恶化、短期经济恢复无望时，依然创造了大牛市。



步、老龄化等因素带来持续低通胀（Auer et al., 2017；BIS, 2014；Carney, 2017）。2008—2020年，即便发达国家央行实施了史无前例的QE，却不见通胀失控的迹象，通胀甚至时常落后于央行设定的较低目标。长期低通胀促使美联储日益强调就业目标的重要性，在2020年调整了货币政策框架，采取灵活的平均通胀目标制（FOMC, 2020^②）。然而，自2021年中以来，美国通胀逐渐失控，迫使美联储加快缩减资产购买、提早结束QE。

总结

在危机来临时，量化宽松政策有效避免了银行贷款断崖式下跌，从而缓解了经济衰退。然而，危机过后，QE继续大幅增加银行准备金，导致银行资金向风险更高的贷款转移。不仅银行，在安全资产收益

① James R. Is Trump Right in His Criticism Of The Fed?[EB/OL].<https://freedomwire.com/trump-criticizes-federal-reserve/>.

② FOMC. Statement on longer-run goals and monetary policy strategy[EB/OL].(2020-08-27)[2022-06-10].<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>.



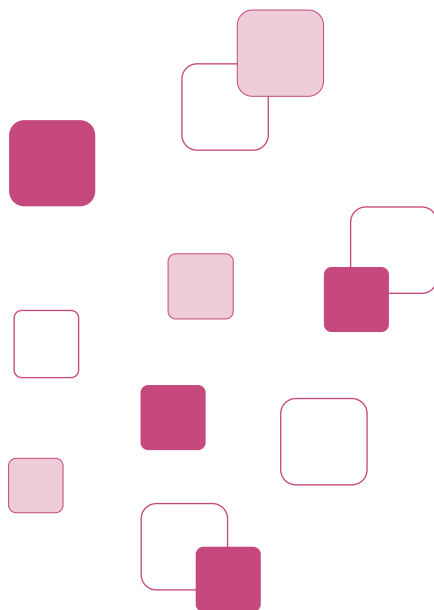
率长期近零，甚至为负的环境中，金融市场投资者通过投资高风险资产追求收益，催生风险资产泡沫。

经验证据显示，QE资金没有完全流入实体经济，对企业投资促进作用有限。QE大幅降低了企业融资成本，尤其是长期债券收益。部分大企业发行大量长期债券，回购股票，从而在债市、股市之间跨市场套利。这种行为弱化QE对投资的促进作用，推升企业杠杆率，加大金融风险。此外，部分QE资金流入低效、无力偿债的“僵尸”企业，让这些企业得以继续占用行业资源，制约其他企业发展，抑制生产率的提高和经济增长。

虽然QE对实体经济刺激作用有限，但各国央行难以及时退出量化宽松政策。长期以来财政政策、结构性改革停滞不前；央行受到金融市场、政治因素制约；长期持

续的低通胀导致央行过度强调就业目标的重要性，对通胀的容忍度上升。这将进一步催生风险资产泡沫，增加系统性金融风险，乃至通胀压力。^[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1] Bernanke B S.What the Fed did and why: supporting the recovery and sustaining price stability[N].Washington Post,Nov 4,2010.
- [2] Bowman D,Cai F,Davies S,Kamin S.Quantitative easing and bank lending: evidence from Japan[J]. Journal of International Money and Finance,2015,57:15-30.
- [3] Dell'Ariccia G,Rabanal P,Sandri D.Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom[J].The Journal of Economic Perspectives,2018,32(4):147-172.
- [4] Fatouh, M., Markose, S., & Giansante, S. (2021). The impact of quantitative easing on UK bank lending: Why banks do not lend to businesses?. Journal of Economic Behavior & Organization, 183, 928-953.
- [5] Kandrac J,Schlusche B.Quantitative easing and bank risk taking: evidence from lending[J].Journal of Money, Credit and Banking,2021,53(4):635-676.
- [6] Ma Y.Nonfinancial Firms as Cross-Market Arbitrageurs[J].The Journal of Finance,2019,74(6):3041-3087.
- [7] Rodnyansky A,O Darmouni.The Effects of Quantitative Easing on Bank Lending Behavior[J].Review of Financial Studies,2017,30(11),3858-3887.

(因篇幅有限，本文略去部分参考文献。若有需要，请联系本刊编辑部。)