

美国金融危机管理的货币政策操作

张细松

(山东财经大学公共管理学院, 山东济南, 250014)

摘要: 金融危机的产生与不当的对待资产价格泡沫的货币政策操作有密切关系。在此次美国金融危机中货币政策操作及国际协调发挥了积极的作用。多种方式融资、国债工具的提供、增加市场流动性以及防止大量金融机构倒闭是此次美国金融危机中货币政策操作的基本特征。金融危机中货币政策操作存在政策反应太慢或太快、市场以及负面效应等风险, 货币政策国际协调也有效率不高、稳定性不足和可持续性不强等方面的不足。因此, 为提高货币政策金融危机管理的效率, 一方面要改进货币政策的操作, 另一方面要加大货币政策国际协调的力度。

关键词: 美国金融危机; 危机管理; 货币政策操作; 国际协调

中图分类号: F831.59; F821.0

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2012)01-0115-06

内生于金融体系的金融危机都有一个共性, 即其根源是源于危机前的经济金融状况良好时的过度信贷扩张和风险承担, 在金融市场上表现为信贷和资产价格的“繁荣—萧条周期”。在经济景气时段, 这种过度状况往往被强劲有力的经济增长所掩饰。当经济运行到难以承受这种过度时, 其对金融、对经济的巨大杀伤力就充分呈现出来, 始则导致显著地偏离长期均衡的金融失衡和经济恶化、衰退, 随后以金融动荡、灾难的方式释放金融失衡, 表现为金融的过度繁荣与过度萧条的交替^①。策源于美国的这场金融危机有其内生的信贷繁荣——萧条周期性的一面, 这种信贷繁荣——萧条周期的内生性与货币政策的周期非对称性效应是有密切关联性的。风险积累过度因为信贷扩张、资产价格膨胀呈现出金融失衡。实际上, 这种失衡是金融经济与实体经济发展的一种非均衡和经济失衡, 其根源都是与不当的货币政策有密切关系, 即与在对待资产价格泡沫的不当的货币政策操作有紧密关系^[1]。与传统的信贷繁荣——萧条周期极为相似, 美国次贷市场的爆炸性的、不可持续的增长导致了其自身的崩溃, 即次贷危机。

本文首先通过对美国金融危机中货币政策操作措施与特征的分析, 总结危机中货币政策操作存在的风险

以及货币政策国际协调的不足, 然后从改进货币政策操作和加大货币政策国际协调力度两个方面提出提高货币政策危机管理效率的建议。

一、美国金融危机中货币政策操作的措施与特征

(一) 危机中的货币政策操作措施

1. 危机初期的货币政策操作措施

自2006年8月美联储停止加息以来, 货币政策对金融市场的调控处于真空时期。美联储在观察经济时局的变化, 他们并不明确货币政策的调控方向。在这期间, 美国经济增长形势乐观, 美国房地产价格持续下跌。实际上, 美国次贷危机越来越严重, 美联储举棋不定, 并没有实施反危机的货币政策。据估算, 假如美国政府在2007年中期前后采取强力救市措施, 不仅不会形成恐慌性金融危机和“大衰退”, 政府支付的净成本也可降至略高于后来美国拯救房市的直接成本, 同时可能因此减少恐慌导致的数万亿美元社会成本。总体看, 危机初现阶段美国货币政策是“不作为”的, 其丧失了有效化解重大危机的历史机遇。

收稿日期: 2011-08-05; 修回日期: 2011-12-13

基金项目: 教育部2009年应急课题《国际金融危机应对研究——基于近30年数次全球性危机治理的视角》(2009JYJR039); 山东省自然科学基金项目《货币政策区域效应及微观规制政策研究》(ZR2011GL008); 山东财经大学2010年博士基金项目《中国货币政策非对称效应研究——基于地区经济周期差异视角》(2010030)

作者简介: 张细松(1974-), 男, 湖北黄冈人, 经济学博士, 山东财经大学公共管理学院讲师, 主要研究方向: 货币政策。

2. 危机爆发后的货币政策操作措施

危机爆发后不到10天,美联储首先将贴现利率降低50个基点。在随后15个月内美联储连续10次降息,直至将利息降至很低接近于零的水平。美联储在2007年《公开市场操作声明》中误判了时局,将通货膨胀依然作为当前的主要问题。随着息差的急剧升高,美联储开始认识到问题的严重性,并立即着手向市场注入流动性。布什政府时期,各种融资工具向金融体系中总计注入超过2.7万亿美元流动资金。TARP[®]一开始就成为真正的焦点,经过立法否决、资金投向修订,它已经从最初的“不良资产购置”计划,转变为直接向困难金融机构和实体企业进行股本注资的计划。截至2009年7月22日,通过购买银行、保险、汽车类企业的优先股等TARP实际执行了3630亿美元。奥巴马政府时期,美联储2009年1月14日~2010年3月10日期间持续购买了1.02万亿的MBS[®],同时计划购买3000亿美元长期国债。到2009年底,美联储购买“定期资产支持债券融资工具”最多持有量为470亿美元^[2]。在伯南克领导下的美联储使用许多创新性金融手段,实行大胆与激进的货币政策,基本完成了此次金融危机的拯救工作,致使本轮金融危机带来的经济“大衰退”并未演化为经济“大萧条”。

3. 货币政策的国际协调

在美国金融危机中,货币政策的国际协调主要是致力于提供美元的流动性和一致性实施宽松的货币政策。其措施之一是通过货币互换安排提供美元的流动性。2007年12月开始,G10的中央银行就开始货币互换行动。货币互换行动中,美联储行使对全球短期美元资金市场的最后贷款人职能。首先,参与货币互换的其他国家(地区)中央银行从美联储借入美元资金。接着,借入美元资金的中央银行按事先确定的固定利率在其管辖权范围内招标提供7天、28天或者84天等不等的美元资金。然后,提供相应担保品的交易对手各自中央银行借入相应的美元资金。欧洲央行和瑞士国民银行是最初参加与美联储货币互换的中央银行。伴随危机的加深和向世界各国蔓延,越来越多的各国中央银行参与货币互换。到2008年底,先后有十四个国家(地区)的中央银行参与了货币互换。其措施之二是主要国家(地区)中央银行一致性实施宽松的货币政策而大幅降低利率。各国央行在2008年9月之前并没有积极采取利率政策方面的协调。迫于国内通货膨胀的压力,一些尚未切身感受到金融危机冲击国

家的中央银行采取高利率和稳定物价的政策,而美联储在过去的一年里频频采取降息举措。直到2008年10月初,全球主要央行才开始了一致降息的货币政策行动。10月8日,美联储、加拿大银行、英格兰银行、欧洲央行、瑞典银行、瑞士国民银行“联合”发表降息声明^[3]。之后,利率政策的国际协调在世界范围内展开,而危机管理和防止经济衰退也成为各国利率政策的重点。

(二) 危机中的货币政策操作特征

与1929~1933年的大危机中美联储不仅没有增加货币供应,还紧缩了货币不同,在这次金融危机中,美联储不断创设货币政策工具,扩展货币政策操作的空间。货币政策操作表现出如下明显特征。

1. 向金融机构多方式融资

在2007年底以前,再贴现是商业银行解决流动性不足问题的主要手段。实际上,贴现窗口这种手段很少被商业银行使用。由于很多商业银行对贴现窗口有所顾虑,美联储采取一系列政策措施,鼓励大银行进行贴现窗口融资。紧接着,美联储又创设了很多新的融资方式帮助商业银行获得资金,使商业银行流动性短缺的问题得到极大地解决。

2. 提供国债工具

在美国金融危机中,美联储一方面大幅度增加基础货币供应来提供市场流动性,另一方面还提供国债工具,尤其是向信誉较高、流动性较强金融机构提供国债。在美国市场信用关系遭到破坏的时期,美国金融机构将国债作为除现金以外保持流动性的最主要手段。美联储向金融机构提供国债,一方面增加市场交易需要的更多安全抵押物和市场上无风险金融资产的数量,同时也能促进正常金融交易,使市场信心得以恢复。

3. 增加市场流动性

在美国金融危机期间,市场最明显的特征之一就是市场流动性严重不足。次贷危机爆发后,发售和持有抵押债券的机构由于抵押的债券价格急剧下跌损失惨重。市场信用风险的急剧上升,破坏了金融机构间的信用关系,导致市场正常的融资无法顺利进行。为维护正常的金融秩序,通过有价证券置换、向货币市场投资者提供融资等方式美联储向市场注入了大量资金,大大减轻了市场流动性严重不足的压力。

4. 防止大量金融机构倒闭

美国金融危机爆发之后,很多金融机构与抵押贷

款相关的资产投资发生了严重亏损，因业绩下滑金融机构未分配利润转化为资本的能力也被削弱了。美国大量金融机构的资本被消耗，面临资本不能冲抵亏损、极有可能破产的困境。在这种情况下，美联储通过各种注资方式向市场提供了大量的流动性，尤其是对流动性严重不足的金融机构提供了资金，避免了金融机构的大规模倒闭^[4]。

总体来看，此次金融危机中货币政策操作具有两面性。一方面，货币政策利率工具操作具有趋同性。金融危机爆发后，为应对全球金融市场不振局面，美联储等全球主要央行进行了大规模降息，并向市场注入了大量流动性。另一方面，非常规货币政策操作的实施独具创造性。在市场利率水平很低接近于零时，中央银行只好以非常规货币政策操作刺激经济复苏，即通过改变资产负债表结构和扩大资产负债表规模的方式，向市场提供流动性。危机期间非常规货币政策操作主要包括创造性地使用常规性货币政策工具，创新非常规救助工具以及主要中银行参与政府对问题金融机构的救助方案等。

二、美国货币政策操作的风险与国际协调中存在的不足

（一）危机中货币政策操作的风险

在金融系统内和金融系统与实体经济之间存在高度的非线性关系，这使得现行的货币政策框架出现“时间不一致性”问题。也就是说一系列即时的货币政策反应在当时是最优的，一旦串联起来作为整体时可能就不是最优的，存在“合成谬误”。在危机中，一系列货币政策的操作也会存在这个问题，并带来一些风险。

1. 政策反应风险

政策反应风险主要表现在两个方面：一是政策反应太小且太迟的风险。在危机时期，金融系统内和金融系统与实体经济之间存在非线性的自增强机制。在危机中，一旦货币当局在自增强过程中获得足够能量之后才进行调控，在减缓经济滑坡和金融紧缩方面货币政策就不能有效地发挥作用；二是政策反应过度、过快，持续时间过长的风险。在短期内可能较为有效的政策反应发挥作用时，可能会产生更大的金融风险，这种更大的金融风险将导致更大的成本。从政策实践来看，困难主要在于为应对金融危机而大幅降低的利率需要很长的时间才能回复到长期均衡的水平。

危机中，低通胀反而成为障碍，它降低了利率回归“正常化”的必要性，央行在作出政策利率正常化的决策时难度也会加大^[5]。

2. 市场风险

这里的市场风险主要是两方面：一是增大新兴经济体资产价格泡沫的风险。危机中，美国等国家实行宽松的货币政策，一方面向市场注入了大量流动性，使国际市场流动性充盈，另一方面却使得大规模国际资本从低利率的发达国家流入新兴经济体等利率较高的国家，从而推高了新兴经济体国内资产的价格；二是增强通货膨胀预期的风险。在宽松货币政策下基础货币迅速扩大，资金流通速度回升，最终导致货币供应量增大，这会诱发长期通货膨胀预期的形成。一旦中央银行不能保持通货膨胀处于低位水平，或者公众对中央银行抑制通货膨胀压力的及时性和可信性产生质疑，中央银行将很可能会丧失对通货膨胀预期的控制机会，从而加大现实中的通货膨胀风险^[6]。

3. 负面效应

从货币政策实践来看，为应对经济金融危机，一般实施积极的非对称货币政策。但是，这种非对称货币政策会带来副作用：一是货币政策的扩张意味着当时的金融失衡在本应进一步约束的过程中未被解决，而新的扩张阶段会加大这种失衡；二是一旦在经济下滑时政策利率下调幅度大于经济好转时期的上升幅度，货币政策很可能由于政策利率被推向零名义利率限制的极限而无效，进一步会导致经济走向衰落^[5]。另外，鉴于中央银行为维护金融稳定而行使的“最后贷款人”职能，微观经济主体可能更增强金融机构“大而不倒”信条，诱发倒逼机制，产生严重的道德风险，不利于长期经济效率的增长和金融资源的有效配置。

（二）国际协调的不足

在此次金融危机中，各国在货币政策方面的国际协调发挥了积极作用，尤其在危机爆发后对遏制危机的蔓延和进一步恶化起到了关键的作用，但在协调的过程中也体现了不足。

1. 效率不高

参与协调各国的经济实力是不对称的，国家之间经济实力的不同使得协调中各国的地位并不一致，这会导致危机中货币政策国际协调的效率不高。通常情况下，小国对外贸易在国民生产中的份额比大国高，其对外依存度比大国高。在开放经济条件下，小国受大国货币政策冲击的作用更强，但小国是不能采取相

应的报复措施的。在危机管理的货币政策国际协调中,小国往往处于货币政策协调谈判的较弱势地位,大国则处于较强势地位。在地位不对等的货币政策协调谈判中,大国往往考虑自身的利益更多,违背小国的意愿要求经济实力较弱的小国按照大国政策意图进行货币政策协调,这种协调的效果当然就不好。

2. 稳定性不足

在危机中,货币政策的国际协调存在可信度问题,这使得货币政策协调的稳定性不足。在协调中,通常的做法是制定某种惩罚性机制对协调各方违反其承诺的行为进行惩罚。事实上,这种强有力的惩罚机制是无法建立的,参与协调的各方不能也不愿意实行这种惩罚性措施,最终对那些不履行协调承诺的各方也不产生约束作用。长此下去,在协调组织内部,协调各方组织纪律涣散,预期的协调目标往往不能实现。尤其是在货币政策采取随机协调方式的状况下,协调各方通过协商决定货币政策协调的措施,很难建立一个明晰的协调规则。在货币政策协调规则和政策可信度不确定的情况下,通过影响公众心理预期发挥货币政策效力将变得难上加难。

3. 可持续性不强

一方面,由于调控机制的差异,各国政府在进行协调时,往往认为本国的货币政策是适宜的,总希望通过调整对方的国内货币政策来达到一致的目标。同时,对参与货币政策国际协调的成本和收益的估计各国也是存在分歧的,通常的情况是各国高估货币政策协调的成本而低估其可能带来的收益。这种情形下,货币政策的协调困难很大,由于协调各方评价标准的不一致往往会使双方政府达成的协调方案很难真正去执行。另一方面,货币政策国际协调中存在“搭便车”的情况。在货币政策协调带来类似公共物品的经济福利改善时,“搭便车”的动机就会在一些国家产生。当这种货币政策协调在很多国家展开时,“搭便车”动机会更强。虽然在货币政策协调中有一方违约其他方也不一定会不执行已经协调一致的政策,但一旦参与协调的各方都产生“搭便车”的动机,这种货币政策的多方协调就很可能缺乏可持续性^[7]。

三、提高危机管理中货币政策操作效率的思考

拖尾风险的积累产生稳定的假象,金融体系似乎

越来越强健,表现为能支持较高的资产价格和较低的风险溢价。真实情况是,资产价格的飙升提高了随后反转的可能性,金融系统的高财务杠杆增加了这种反转的损失程度。作为能在危机管理中发挥也应该发挥更积极作用的货币政策,其操作应该更加有效率。为提高货币政策危机管理效率,一方面要改进货币政策操作,一方面要加大货币政策国际协调的力度。

(一) 改进货币政策操作

1. 推行贷款准备金政策

以美国为核心的“金融资本主义模式”和以美元为核心的国际货币金融体系存在制度性缺陷,这种制度性缺陷导致一国货币政策在金融危机管理中的作用被削弱。建立货币区是较为现实的选择,但在现行货币政策框架下,货币区不可避免会陷入“三元悖论”困境。贷款准备金政策框架模型能够解决货币区在保证其内在要求的资本自由流动和汇率稳定基本前提下区内各个成员保持货币政策独立性的问题。由于银行贷款亲周期效应的存在,银行贷款在经济扩张时投放较多而经济衰退时投放较少。《巴塞尔新资本协议》对银行监管资本的要求进一步加剧了这种亲周期性和经济的波动性,会降低政策当局反周期政策的有效性。而实行法定贷款准备金政策,在经济处于上升周期、信贷扩张时,征缴增量贷款准备金会多于经济处于下降周期、信贷紧缩时,贷款准备金政策的这种逆周期性调节可以熨平信贷和经济的周期波动。在贷款准备金政策的实施操作上,可以比照现行的法定存款准备金政策来实施。在过渡阶段,一种贷款增量准备金政策操作^④具有现实意义。一种情况下,商业银行不进行大规模信贷扩张,央行所规划的总体信贷规模目标能很容易地实现。一种情况下,中央银行对不同行业、不同地区发放的贷款分别适用不同的贷款准备金率,这种情况下信贷分配得到调控,产业结构和区域经济结构得以调整,货币政策区域经济效应问题也会得到解决^[8]。

2. 加强货币政策对资产价格的灵活应对

资产泡沫的累积是一个过程,其许多迹象是在累积过程中发现的,如何对待是关键。美国金融危机之后,格林斯潘被很多人认为是美国资产泡沫的始作俑者。格林斯潘不仅非常关注资产价格,而且对于资产泡沫也是有着清楚认识的,之所以采取不干预态度,最根本原因还是更加看重任期内的经济发展情况。他认为,只要泡沫在短期内不破灭,则泡沫的膨胀可

能通过托宾 q 效应、财富效应等带动投资和消费,促进经济繁荣,而经济发展则还有可能消化这些泡沫^[9]。实际上,资产价格上升通过金融加速器的作用刺激总需求,资产价格下降则压缩总需求。当没有脱离基本面的资产价格变动导致信贷的大幅度扩张和总需求增长,进而形成通货膨胀压力时,货币政策不能因资产价格的变化而调整。当脱离基本面的资产价格变动出现并造成通货膨胀压力时,货币政策就应该积极应对,在通货膨胀压力形成的初期予以抵消。换句话说,当货币政策对通货紧缩或通货膨胀压力不但不反应,还强化这种压力时,货币政策调控对经济的持续破坏作用就会产生。因此,要加强货币政策对资产价格的灵活应对,一是要应对由资产价格变化所带来的总需求的变化,一是要应对与资产价格变化、总需求和物价水平变动相关的信贷增长的变化。

3. 以货币稳定为货币政策首要目标,增强其灵活性和前瞻性

当货币不稳定时,债务合约呈现短期化,一旦利率提高,现金流或流动性问题往往会导致非金融企业的资产负债表状况恶化,整个金融和经济体系的脆弱性增加。通货膨胀时期,债务实际价值降低,融资需求增长。在金融加速器效应^①的作用下,通货膨胀、资产价格和债务担保效应会推动总需求以更快的速度扩张,物价总水平也上涨更快。通货紧缩时期,债务实际价值增加,融资需求减少。在金融加速器效应的作用下,总需求下降,物价低迷,出现“债务—通货紧缩”的循环。因此,在通胀目标制下,货币稳定成为货币政策的首要目标,而在具体实施中,一定要增强货币政策的灵活性和前瞻性。一方面,实行货币政策通货膨胀目标制。通胀水平越稳定,微观主体预期就越稳定,名义变量粘性对金融加速器的推动力就越小,通胀目标制就可以有效控制通胀水平。另一方面,要充分考虑金融加速器的非对称性和非线性影响,通过判断和预测信贷市场对于货币政策操作的反应来选择合适的政策工具、调节规模和时机。另外,货币当局还要关注资本充足监管对经济周期的影响,以实现价格稳定的调控目标^[10]。

(二) 加大货币政策国际协调的力度

对于各国来讲,加大货币政策国际协调的力度,主要体现在两个方面。

1. 建立规则性的货币政策国际协调机制

通过一定的货币政策协调机制的设计,可在适当

程度上解决货币政策国际协调中的逆效合作问题,提高货币政策协调的效率。在货币政策国际协调机制中规则协调的最大优势就是达成的合作协议对于协调各国具有一定的约束力与强制性,能保证合作的连续性,使各国政策的运用符合议定的规则和制度安排。这主要有两方面的事情要做。第一,进一步加强国际货币基金组织、世界银行、国际清算银行等超国家机构在协调国际货币事务中的职能和作用,以帮助和支持成员各国解决经济失衡及由此引发的货币、债务危机问题。一方面,制定明确的规则、协定和条款,指导各国进行良好的货币政策国际协调。一方面,致力于建立国际货币金融新秩序,让发展中国家的利益和愿望更多地得到体现。第二,建立欧洲货币联盟这样的区域性货币联盟,加强各国经济货币政策的统一与合作。通过在地域上相近、经济结构上类似的国家之间建立区域货币联盟,消除区域内各国间的汇率风险,减少区域内各国受到的汇率变化和资本流动的外部冲击。^[7]

2. 提升中央银行危机联合管理能力,进行部分货币政策协调

多次金融危机中由于国际货币基金组织和相关国家救助迟缓,危机得以蔓延,次贷危机中美国监管当局迟迟不作为使得美国金融危机迅速向全球传导,并最终演化为全球性金融危机。因此,国际金融组织和相关国家的联合救助与干预能力应该更强。一方面,各国的金融管理部门对全球经济中出现的突发性事件,应进行共同的政策调整以加强危机管理。通过采取临时性的协调方法,防止危机的加重和蔓延,维护国际金融秩序的稳定。另一方面,各国可以进行部分领域货币政策协调。全面的货币政策协调对各国来讲并不容易,各国可以采取部分协调的方式。各国可以就国内经济的一部分目标或政策工具在特定领域内进行协调与合作,并建立部分货币政策协调机制^[11]。

注释:

- ① 这种金融过度所导致的金融失衡及其释放被定义为金融系统的“过度亲周期性”。
- ② TARP 计划即不良资产拯救计划, TARP 最初隶属于 2008 年 10 月 3 日通过的《紧急经济稳定法案》。
- ③ MBS 主要由美国住房专业银行及储蓄机构利用其贷出的住房抵押贷款发行的一种资产证券化商品。其基本结构是把贷出的住房抵押贷款中符合一定条件的贷款集中起来,形成一个抵押贷款的集合体,利用贷款集合体定期发生的本金及利息的

现金流入发行证券,并由政府机构或政府背景的金融机构对该证券进行担保。

- ④ 即以某一时间点信贷总量为基数,商业银行此后所有新增贷款都向央行交纳一定比例的准备金。缴纳比例可以根据经济形势灵活调整,基数也可以调整。贷款增量准备金政策很有针对性,对那些超规模进行信贷扩张的商业银行有“惩罚”作用,没有进行信贷扩张的银行则不会受到贷款准备金政策的“连累”。
- ⑤ 信贷市场发生变化,放大和传播了最初的真实货币冲击的效应,这种由信贷市场状况变化导致的初始冲击被放大的机制,被称为金融加速器。

参考文献:

- [1] 黄飞鸣. 金融危机与货币政策: 一个新的理论框架—兼论货币区的“三元悖论”之解[J]. 金融评论, 2009(1): 73.
- [2] 韩士专. 美国反危机货币政策的特征与效果[J]. 华南师范大学学报, 2010(2): 30-34.
- [3] 彭兴韵. 金融危机管理中的货币政策操作—美联储的若干工具创新及货币政策的国际协调[J]. 金融研究, 2009(4): 31-32.
- [4] 尹继志. 美联储应对金融危机的货币政策操作与效果[J]. 财经科学, 2009(9): 7-8.
- [5] 吴培新. 现行货币政策框架难以有效应对全球金融危机[N]. 上海证券报, 2008-11-19(B06): 2-3.
- [6] 杨国中. 后危机时期货币政策的地位与作用[J]. 中国金融, 2010, (13): 21.
- [7] 尹继志. 开放经济条件下的货币政策国际协调[J]. 上海金融, 2008, (12): 40-41.
- [8] 黄飞鸣. 开放经济下的货币政策独立性: 一个理论框架—兼论货币区的“三元悖论”之解[J]. 国际金融研究, 2009, (11): 17.
- [9] 徐亚平. 析金融证券化对货币政策的影响与挑战—基于美国金融危机的分析视角[J]. 世界经济研究, 2009, (12): 38-39.
- [10] 何德旭, 张捷. 后危机时代的货币政策选择: 金融加速器视角[J]. 当代财经, 2010(10): 61.
- [11] 虞伟荣, 胡海鸥. 国际货币政策协调低效的经济学分析[J]. 世界经济与政治论坛, 2005, (1): 65.

Monetary Policy Operation of Financial Crisis Management in the U.S.A.

ZHANG Xisong

(School of public management, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: There is close relationship between the generating of financial crisis and improper monetary policy operation on asset price bubbles. Monetary policy operation and international coalition played an active role in the U.S.A. financial crisis. Basic features of monetary policy operation in the crisis were to finance by a variety of ways, to provide debt instruments, to increase market liquidity and to prevent the collapse of large financial institutions. There was risk of policy responses which was too supercilious or rapid market and negative effects during the monetary policy operation. At the same time there was insignificance in terms of low efficiency and insufficient stability and weak sustainability during the international coalition of monetary policy. In order to improve the efficiency of crisis management, it should be to make better monetary policy operation, on the other hand to intensify international coalition of monetary policy.

Key Words: U.S. financial crisis; crisis management; monetary policy operation; international coalition

[编辑: 汪晓]