



中国经济文库·应用经济学精品系列(二) ▶▶▶▶▶▶▶▶

张 弼◎著

金融危机下的 国际货币政策协调研究 ——基于非对称冲击的国际传导模型

Analysis of Monetary Policy Coordination
under the Financial Crisis

— Based on International Transmission
Model of Asymmetric Shocks



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

013060782



F822
28

中国经济文库·应用经济学精品系列(二)



张 弼◎著

金融危机下的 国际货币政策协调研究 ——基于非对称冲击的国际传导模型

Analysis of Monetary Policy Coordination
under the Financial Crisis
— Based on International Transmission
Model of Asymmetric Shocks

B821.0
28



北航

C1666441



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

987000610

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机下的国际货币政策协调研究——基于非对称冲击的国际传导模型/张弼著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 8

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1370 - 5

I. ①金… II. ①张… III. ①货币政策—国际经济协调—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 282399 号

责任编辑 崔姜薇

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市昌平区新兴胶印厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 12.25

字 数 195 千字

版 次 2013 年 8 月第 1 版

印 次 2013 年 8 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1370 - 5/F · 9196

定 价 36.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

1 导论

1.1 选题背景及意义 / 3

1.2 文献综述 / 4

1.3 本书结构、内容及研究思路 / 7

2 国际货币政策协调的理论回顾

2.1 国际货币政策协调的含义 / 13

2.1.1 国际货币政策协调的定义 / 13

2.1.2 国际货币政策协调的前提 / 15

2.1.3 国际货币政策协调的对象 / 15

2.1.4 国际货币政策协调的机制 / 17

2.1.5 国际货币政策协调的方式 / 18

2.2 国际货币政策协调的发展轨迹 / 19

2.3 国际货币政策协调的理论基础 / 23

2.3.1 国际货币政策协调的必要性研究——相互依存理论 / 23

2.3.2 建立在博弈论基础上的最优政策分析 / 25

2.3.3 国际货币政策协调收益研究的基本框架 / 28

2.3.4 有关国际货币协调机制的研究 / 31

2.3.5 与欧洲货币联盟相关的国际货币政策协调研究——最优货币区理论 / 32

2.3.6 国际货币政策协调的逆效研究 / 34

2.4 本章小结 / 37

3 非对称冲击的国际传导机理

3.1 非对称冲击的界定 / 41

3.1.1 经济冲击(economic shock)的概念 / 41

3.1.2 经济冲击的属性 / 42

3.1.3 非对称冲击的定义 / 44

3.2 模型的建立 / 46

3.2.1 模型的基本方程 / 47

3.2.2 两国模型的构建 / 48

3.2.3 模型的均衡解 / 49

3.3 经济冲击的影响:一国模型的分析 / 52

3.4 非对称冲击的传导渠道 / 55

3.4.1 经济冲击的国际传导机制 / 56

3.4.2 经济冲击的传导渠道 / 57

3.4.3 经济冲击的效果取决于哪种传导渠道占优 / 59

3.5 非对称冲击的效应 / 61

3.5.1 小国模型 / 61

3.5.2 非对称冲击产生引擎效应 / 65

3.5.3 非对称冲击产生以邻为壑效应 / 67

3.6 本章小结 / 68

4 非对称冲击下的国际货币政策协调与优化

4.1 最优的政策安排 / 73

4.1.1 货币政策的国际传导 / 73

4.1.2 最优化问题 / 75

4.2 非对称冲击下的非合作博弈福利分析 / 77

4.2.1 引擎效应下的非合作博弈 / 77

4.2.2 以邻为壑效应下的非合作博弈 / 84

4.3 非对称冲击下的合作博弈模型福利分析 / 89

4.3.1 引擎效应下的合作博弈模型 / 89

4.3.2 以邻为壑效应下的合作博弈模型 / 93

4.4 非对称冲击下的货币政策协调意愿 / 95

4.5 本章小结 / 99

5 非对称冲击国际传导的现实分析:次贷危机中的国际货币政策协调

5.1 次贷危机的爆发及其国际传导 / 103

5.1.1 次贷危机的演变与扩散过程 / 103

5.1.2 次贷危机的国际传导渠道 / 106

5.2 次贷危机冲击下的国际货币政策协调福利分析:以对新市场国家的传导为例 / 111

5.2.1 美国次贷危机向新兴市场的传导 / 111

5.2.2 次贷危机下的两国货币政策协调的博弈模型 / 114

5.2.3 次贷危机中新兴市场国家的协调意愿 / 117

5.3 应对次贷危机的国际货币政策协调及效果分析 / 118

5.3.1 应对金融危机的国际货币政策协调措施 / 118

5.3.2 协调的效果评价 / 122

5.3.3 后危机时期的国际货币政策协调 / 126

5.4 国际货币政策协调的发展趋势 / 128

5.4.1 改革当前的国际货币体系 / 128

5.4.2 IMF 多边国际协调的强化和完善 / 131

5.4.3 加强各国金融监管,推进金融监管国际合作 / 132

5.4.4 积极发展联合国框架之外的国际货币政策协调机制 / 133

5.4.5 积极推进区域货币政策协调 / 135

5.5 本章小结 / 136

6 国际货币政策协调中的中国角色

6.1 中国应积极参与国际货币政策协调 / 141

6.1.1 中国经济的对外开放程度越来越高 / 141

6.1.2 中国货币政策的溢出效应日益增强 / 143

6.1.3 外部因素对中国货币政策的制定与实施的影响增大 / 144

6.2 中国参与国际货币政策协调的实践 / 146

6.2.1 利率协调的实践 / 146

6.2.2 汇率协调的实践 / 149

6.2.3 中国与国际组织的协调与合作 / 152

6.3 中国货币政策的自主性问题 / 154

6.3.1 中国是否丧失了货币政策自主性 / 154

6.3.2 中国货币政策自主性与汇率制度的选择 / 157

6.3.3 影响未来中国货币政策自主性的主要因素 / 158

6.3.4 全球化与中国货币政策自主性 / 159

6.4 中国参与国际货币政策协调面临的政策选择 / 160

6.4.1 中国进行国际货币政策协调的目标与原则 / 160

6.4.2 中国参与国际货币政策协调的对策 / 162

6.5 本章小结 / 169

7 总结与展望

7.1 本书主要结论与创新 / 173

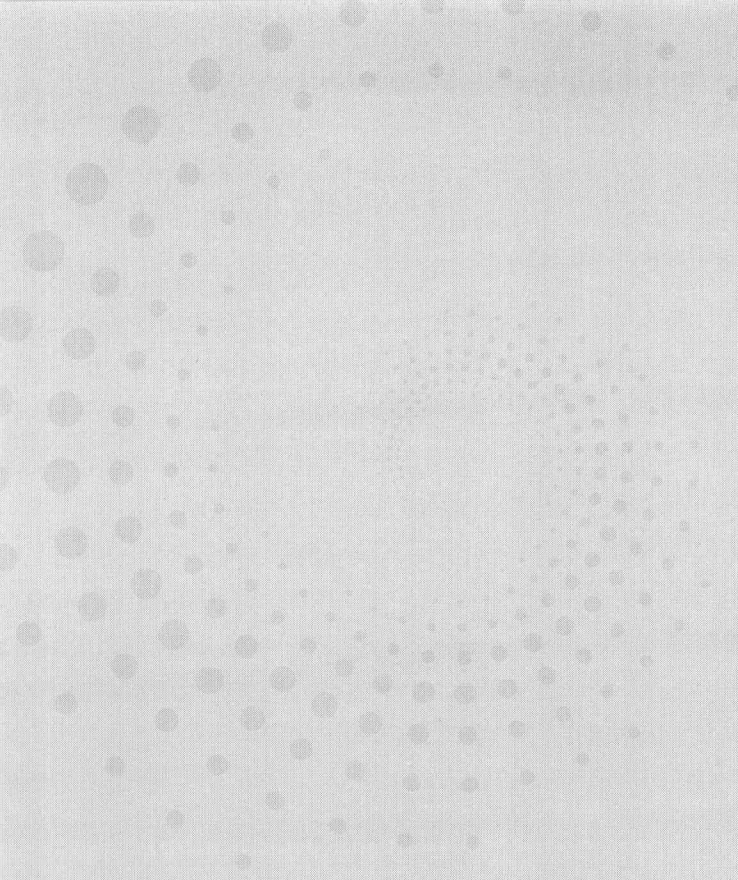
7.1.1 本书主要结论 / 173

7.1.2 本书主要创新 / 174

7.2 未来研究方向 / 175

参考文献 / 176

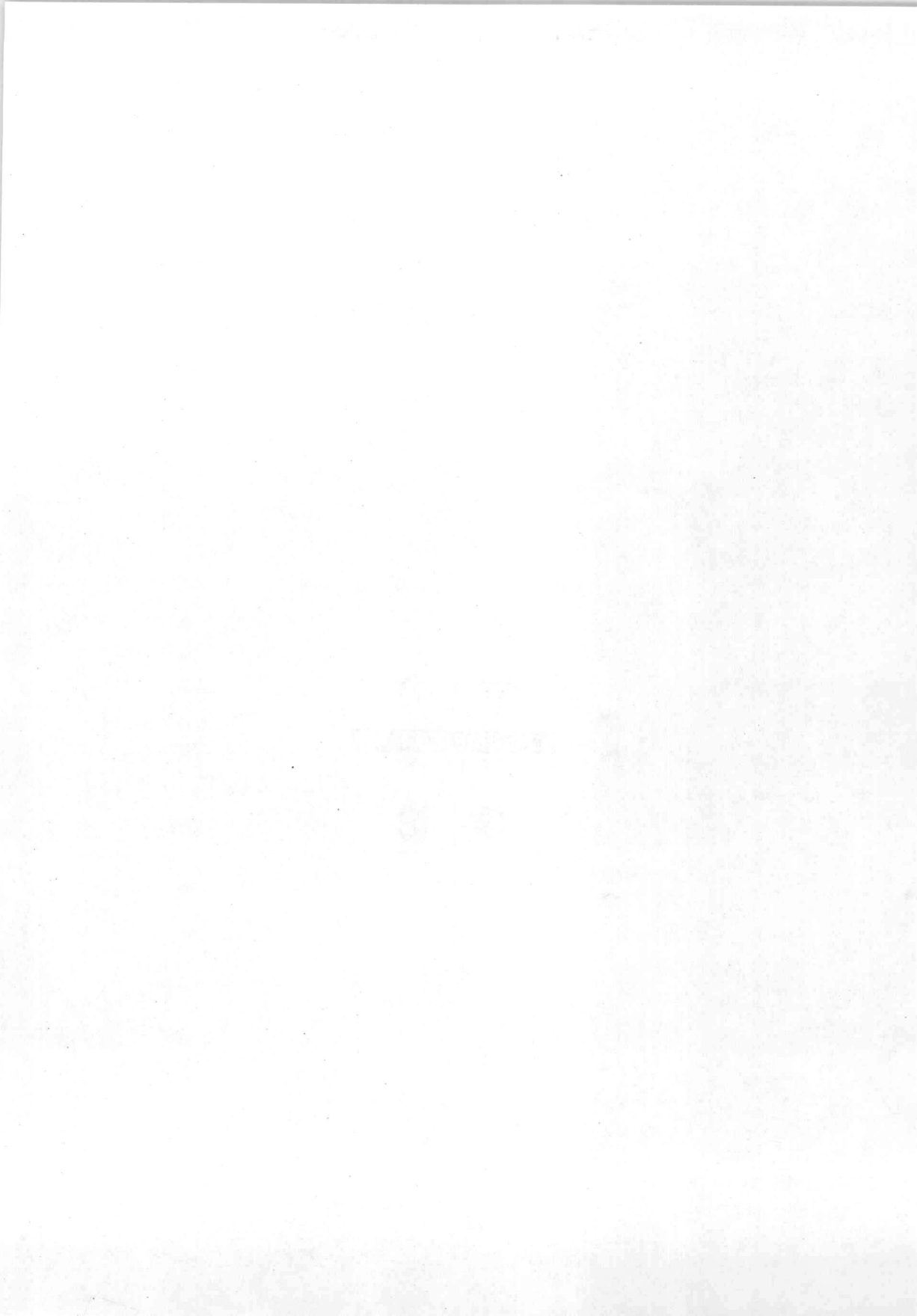
重要术语索引表 / 187



第 1 章

▪ CHAPTER 1 ▪

导 论



1.1 选题背景及意义

随着全球经济一体化的迅速发展,国家与国家之间的联系日益紧密,相互依存程度越来越深,任何一个国家的经济波动都可能在短期内传递到其他国家。尤其是随着各国货币政策的外溢性日益明显,本国施行的货币政策会影响到他国的社会福利函数,反过来又受他国货币政策的影响。因此,各国货币政策的制定和选择过程就是一种博弈,每个国家在制定和实施货币政策时不得不考虑他国的反应以及将会采取的措施,以尽可能地做出使自身利益最大化的决策。

在这样的背景下,一国在追求经济内外均衡目标的过程中,不能仅从本国的福利函数出发孤立地制定经济政策,还必须要考虑别国的政策目标以及政策反应。货币政策是一个国家重要的宏观经济政策,是一个国家调控宏观经济、稳定货币的重要工具。每个国家运用货币政策实现各自的宏观经济目标的同时,必然会对别国产生“溢出效应”,反之也会受到“溢入效应”的影响。因此,国际货币政策协调变得日益紧迫和重要,对其相关领域的研究成为国际货币经济学研究的一个核心问题。

早在布雷顿森林体系时代,芝加哥学派曾经指出浮动汇率可以使国内产出和就业远离国际经济变动的干扰,即浮动汇率能够完全隔离国外经济扰动的影响,因此各国无须进行国际间的政策协调,仅通过浮动汇率制度自身的调节力量就可以实现经济的内外均衡。但是,开放经济条件下的实际情况表明,浮动汇率不可能使经济免受国外经济冲击的影响,这种隔离作用只能在特殊情况下有效,于是出现了大量的国际经济政策协调的研究。研究指出,由于各经济体的相互依存关系,使得各国面临的外部冲击会通过多种渠道传导出去,不仅对冲击源发国产生影响,对其他国家的经济也会产生影响,这就是“溢出效应”。基于溢出效应的普遍存在,各国政府面临着这样一种现实:在相互依赖的全球经济中,每个国家都试图实现特定的政策目标,而能否成功地实现这一目标则部分地取决于其他国家所实施的政策。

政策协调的成效必须要避免那些对他国具有不利影响的创伤性溢出效应。因此,一国在遭受外部冲击时,面临着自行制定货币政策还是进行国际货币政策协调的选择。

随着博弈论与计量经济学的发展,国际货币政策协调理论也得到了极大的发展。我们可以通过比较国际货币政策协调与非协调的福利效果来说明是否要协调,同时由于协调有时会产生“逆效”,需要我们关注在什么条件下协调会带来正效应。本书旨在探讨在一个短期的非对称冲击发生时,各国采取货币政策协调的效果要优于不协调的情况。

从20世纪90年代开始金融危机频繁爆发可以看到,国家间在金融经济领域的相互影响不断加强,而风险防范能力则不断弱化。一国经济的突然震荡如果得不到其他国家立即的和有效的协同拯救,将会迅速波及全球,全球经济政策的协调变得比以往任何时期都更为重要和迫切。为了降低因经济全球化而带来的金融危机国际传导的风险,从布雷顿森林体系建立以来,西方发达国家就开始进行国际货币合作的尝试。目前西方发达国家主要在货币政策制定和外汇市场干预两个方面进行国际合作。各国通过货币政策的协调,建立符合各方面利益的协调机制,旨在一定程度上化解政策矛盾和减少利益冲突,尽可能地保证一国货币政策目标的实现和共同福利的最大化。

美国次贷危机爆发以来,世界经济发展面临困境,各国中央银行积极通过货币政策等工具的国际协调来推动增长、摆脱危机。国际社会为应对这次百年不遇的金融危机所做出的努力,让我们看到在应对短期非对称冲击时,各国在货币政策上进行协调,能够有效地扩大国际协调的正效应,从而有效地缓解金融危机对各国的冲击。目前,国际社会正在谋求建立一个新的国际协调框架,以使各国能在制定本国单边政策时经过密切的协调和交流,不会损害到其他国家的利益或者整个体系的稳定。G20金融峰会的成功举行,更让我们看到在应对危机、稳定全球金融市场方面,加强国际金融合作与协调的重要性。在此背景下,系统回顾和梳理国际货币政策协调理论的发展,探讨未来国际货币政策协调的基本框架,对于中国参与国际货币政策协调具有非常重要的现实意义与借鉴意义。

1.2 文献综述

关于货币政策的国际协调问题,较早的研究来自于 Meade(1951)的文

献。他在研究中明确指出,国家之间出现的各种政策冲突问题需要通过政策协调来解决。对国际货币政策协调理论做出主要贡献的 Cooper(1969),在其结构性相互依存性理论中提出了货币政策的溢出效应,论证国际间进行政策协调的必要性。Cooper 在研究中指出,一国所采取的货币政策不仅会影响本国经济运行,也会通过多种途径传导到其他国家,这就是货币政策的“溢出效应”(Spill-over Effect);相应地,其他国家的货币决策也可能传导到国内,并影响本国的政策效果,这是货币政策的“溢出效应”。因此,在开放经济下,如果各国在制定货币政策时不考虑国际间的协调,则会严重削弱政策的最终实施效果。蒙代尔则于1961年对最优货币区理论进行了开创性的研究,这一理论为此后不断发展的区域货币政策的协调及一体化实践奠定了理论支持,成为国际货币政策协调的重要经济学基础。

20世纪70年代以来,随着世界经济一体化的发展,各国之间的相互依存关系不断增强,国际货币政策协调的重要性日益突出。伴随着国际货币政策协调实践的发展,越来越多的经济学家开始了广泛而深入的研究,主要是从国际货币政策协调的动因、利益、障碍、形式等方面加以分析和论述。随着博弈论和计量经济学的发展,国际货币政策协调理论逐步形成两大分支。

一个分支是建立在博弈论方法基础上的最优政策分析。最早用博弈论来研究国际政策协调问题的是 Hamada(1976),他采用了一个两国模型,将各国政策目标定义为福利函数,政府在选择政策工具时必须考虑其他国家可能做出的反应,在此前提下进行最优化决策。Hamada 采用图形的方式说明了两国进行国际政策协调相较于非合作时各国的福利水平得到了改善。其后,Copper(1985)、Canzoneri 和 Gray(1985)等都用博弈论的方法对国际协调进行了研究,结果显示,如果一国货币当局不考虑相互依存关系的存在,其结果不是最优的,如果进行协调,结果将会达到帕累托最优。这些研究都从理论上支持了国际货币政策协调。Rogoff(1985)、Currie 和 Levine(1985)在以上静态博弈分析的基础上,引入时间相容性和政策制定者的信誉等因素,认为这些问题对协调的可持续性以及协调收益有重要影响,因而各国的政策协调实际上是不同国家之间的动态博弈。

另一个分支是通过建立多国模型并利用实际数据对协调收益进行的实证研究。以 Oudiz 和 Sachs(1984)的研究为开端,许多学者利用不同的模型

对国际货币政策协调的收益进行了实证研究。实证研究的文献中通常用各国独立制定政策的纳什均衡与在政策协调假设下达到的帕累托均衡之间的福利差异来衡量货币政策协调的收益大小。实证检验发现,协调带来的收益并不十分明显,不会比各国进行简单的信息交换更好。如 Oudiz 和 Sachs (1984) 的研究表明协调的收益很小,如果用实际收入的百分比来表示,福利所得小于 GNP 的 1%。此后出现的对政策协调收益进行实证检验的文章,绝大多数对政策协调收益的估计值都与 Oudiz 和 Sachs 所估计的值近似。Holtman 和 Hughes Hallet (1987) 的研究结果相比较而言则较为乐观,得出的协调收益是 GNP 的 6% ~ 7%,至少为 3% ~ 4%。最新的研究, Gunter Coenen、Giovanni Lombardo、Frank Smets 和 Roland Straub (2008) 采用欧洲中央银行 (ECB) 发展的 Area - Wide Model (NAWM) 模型进行实证检验,结果显示国际货币政策协调的收益很少 (大约仅占稳态消费的 0.03%), 但协调的收益明显地对经济开放度较为敏感。如果各协调主体进一步经济一体化,则可能从协调中获得较大收益。

上述实证分析通过模拟均衡状态估测政策协调的结果,没有考虑系统从非均衡状态向动态均衡转化而获得的协调收益。此外,依赖于他们所用的模型,似乎从政策协调中仍然还有大量未开发的收益,如政府的信誉、政策协调的执行时机等,但这些收益并不能完全获得。考虑到这些因素,国际货币政策协调的收益可能比上述实证分析的结果要大得多。

新开放宏观经济学 (NOEM) 为国际货币政策协调的分析提供了新的框架,这些新凯恩斯主义模型包含了家庭追求效用最大化、不完全竞争以及名义价格刚性等假设,由于融入了微观经济基础理论,能够用于政策评估和福利分析。在 NOEM 框架下, Obstfeld 和 Rogoff (2000a, 2002) 以及 Corsetti 和 Pesenti (2001, 2005) 等认为,尽管在理论上通过国际货币政策协调可能带来社会福利增进,但实际增加的数量却很少。但是, Guglielmo 和 Henry (1998) 以及 Zheng Liu 和 Evi Pappa (2005) 却得出了较为乐观的结论,认可国际货币政策协调在增进各国社会福利中的重要贡献。这里特别需要指出的是,不管是 Hamada 模型还是 Rogoff 模型,从假定到政策结论都还有很多值得商榷的地方,因此到目前为止,理论界还没有一个被普遍接受的研究国际货币政策协调的模型形式。

不论理论研究还是实证检验都试图求证并量化国际货币政策协调的收

益。但是协调却并不必然带来福利改善,甚至在一定条件下还可能带来负效应。很多经济学家开始寻找国际货币政策协调存在的障碍以及效果不佳的原因,可称之为国际货币政策协调的逆效研究。

此外,一些学者还对国际货币政策协调的机制进行了研究,提出了一些政策协调的制度规则。这一领域的主要研究成果有麦金农(R. I. McKinnon, 1979, 1988)的固定汇率制方案、威廉姆逊(J. Williamson, 1985)等的汇率目标区方案、日本经济学家细见卓(Hosono Takashi)的设立独立的干预基金的建议、托宾(J. Tobin, 1978)等提出的关于征收全球外汇交易税的建议及特里芬、Cooper等提出的建立世界性中央银行、发行统一货币的设想,等等。

国内学者对国际货币政策协调的研究还不是很成熟,大多数的研究成果都建立在国外学者的研究基础上,还没有形成理论体系。其中,孔祥毅(2002)通过考察百年金融制度变迁的轨迹,发现金融协调是金融制度变迁中的一条主线,认为当前宏观金融的内外协调问题(即国际金融协调问题)日益突出,而货币政策的国际协调则是其核心;黄梅波(2002)在《国际货币合作的理论与实证分析》一书中从历史和实证的角度对国际货币合作作了系统论述;钟伟(2001)对国际货币合作的效应作了理论上的总结与评述;李小娟(2006)在《货币政策国际协调》一书中系统地分析了国际货币政策协调的机制及协调中收益的分配和成本的负担等问题。还有很多其他学者也在这一领域进行了深入的研究。

在已有文献中,涉及非对称冲击下的国际货币政策协调效果的研究成果并不多,主要集中在货币区内(如欧盟)应对非对称冲击的研究。如前文所述,由于对非对称冲击的界定不统一,因此研究结论也没有可比性。已有研究主要关注应对非对称冲击的政策协调效果,而忽略了国际传导渠道对政策效果的最终影响。基于此,本书的主要研究目的是:构建出能够反映国际传导渠道的相互依存的两国模型,进而考察当经济体遭受非对称冲击时开展国际货币政策协调的效果,并做出政策评价。

1.3 本书结构、内容及研究思路

本书研究在应对经济的非对称冲击时,各国在货币政策上采取国际协调策略优于独立制定本国货币政策的情况,尤其是在应对次贷危机等突发性的短期非对称冲击时,国际货币政策协调的正效应明显,可以有效减小非

对称冲击的影响,有利于经济较快恢复到均衡状态。

本书的总体逻辑思路可以用图 1.1 表示。

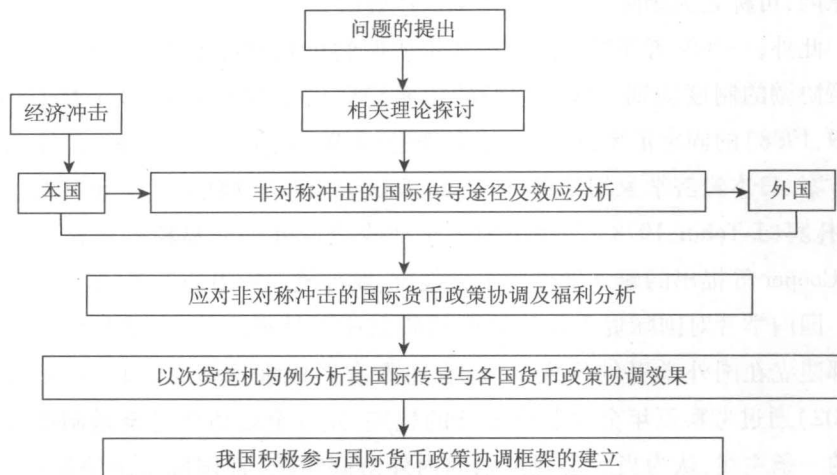


图 1.1 本书的总体逻辑思路

本书的技术思路围绕两条主线展开:一是在既有研究理论基础上建立一个存在相互依存关系的两国模型,分析当源于一国的经济冲击(供给冲击、需求冲击、货币冲击)通过多种渠道传导到其他国家所产生的影响(见图 1.2);二是分析各货币当局为抵消非对称冲击的影响应采取的最优政策反应,以及各国根据自身情况独立制定政策与协调情况的比较(见图 1.3)。最后,以次贷危机为例证,总结危机中的协调行为并进行效果评价。从而推导出国际货币政策协调能够有效地缓解危机的冲击、重振市场信心、遏制金融危机进一步扩散,在推动世界经济尽快复苏、恢复增长方面发挥重要作用。

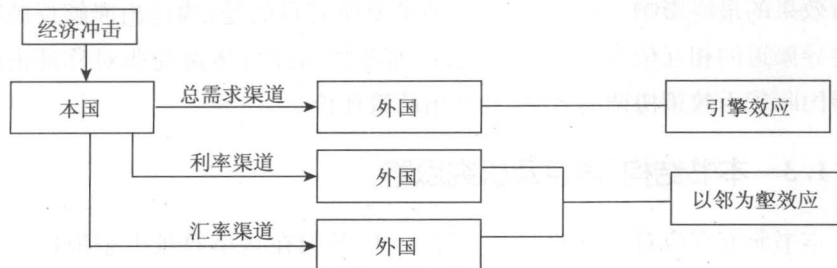


图 1.2 第一条技术主线

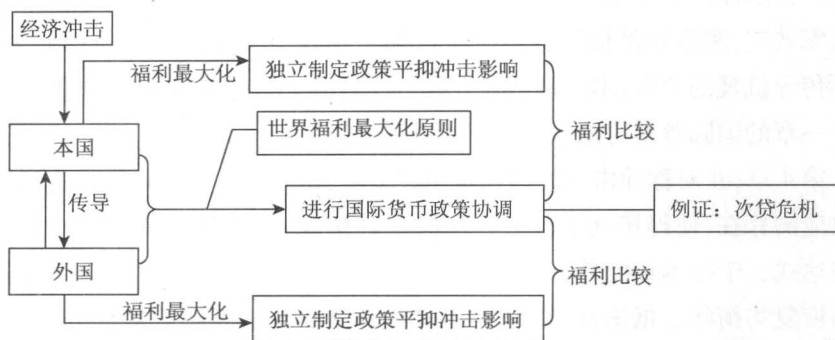


图 1.3 第二条技术主线

基于以上逻辑思路,本书的章节结构安排如下:

第1章,导论。本着提出问题、统领全文的目的,阐述本书论题的研究背景和意义。在对已有研究成果进行梳理的基础上,对非对称冲击国际传导下的货币政策协调的基本思路进行综述,并根据本书逻辑需要,对本书结构框架进行图示并详细说明。

第2章,国际货币政策协调的理论回顾。本章在了解国际货币政策协调基本含义的基础上简要回顾了国际货币政策协调的实践历程,着重介绍迄今为止的国内外关于国际货币协调理论的研究成果,对现有理论进行归纳总结,为后文的分析奠定理论依据。自相互依存理论出现以来,技术方法出现了以博弈论为基础的最优政策分析和以计量经济学为基础的实证研究两大分支。在实践方面,则出现了为国际货币政策协调的制度规则进行的设计和研发。此外,欧洲货币联盟的建立也为国际货币政策协调研究提供了新的对象。虽然目前在该领域的研究中还存在许多争议,但是受到研究方法的限制以及随着经济全球化的日益发展,各国经济学家以及各国政府已经趋向达成协调的共识。

第3章,非对称冲击的国际传导机理。一个国家受到出乎意料的外部冲击,会经过多种渠道传导到其他国家。这种冲击有别于各国面临的共同冲击,对冲击源发国和传导国的影响不同,我们称之为非对称冲击。本书认为,经济冲击国际传导中,不仅要判别冲击的属性(货币冲击、供给冲击和需求冲击),还要分析其传导的渠道(利率渠道、总需求渠道和汇率渠道)。研究发现,供给冲击产生的效应与传导渠道无关,两国的产出和物价变动方向

相同。需求冲击和货币冲击产生的效应取决于传导渠道,总需求渠道会产生引擎效应,利率和价格渠道则产生以邻为壑效应。通过对非对称冲击的国际传导机理的分析,本章试图建立起一个存在相互依存关系的两国模型,为下一章的国际货币协调福利分析做准备。

第4章,非对称冲击下的国际货币政策协调与优化。引擎效应和以邻为壑效应的存在,使得相互依存的两国模型分化成分别反映这两种效应的经济表达式。于是本章的分析也是建立在这两个分支上的,其核心目的是:研究为恢复均衡状态抵消冲击带来的影响,各国的最优经济政策是什么?是各自独立地制定政策以应对冲击(即竞争性解决方案),还是进行政策协调。从理论上讲,协调比各国独立地制定政策要好,因为协调能够把冲击产生的外部性内部化从而实现帕累托改进。假设各国对政策目标的偏好不同,各国如果都做出自身福利最大化的决策,政策之间可能存在冲突,需要进行协调才能获得帕累托改进。在这里笔者利用博弈论的方法,分别比较分析在引擎效应和以邻为壑效应下竞争性方案和协调方案的福利损失。

第5章,非对称冲击国际传导的现实分析:次贷危机中的国际货币政策协调。由2007年美国次贷危机演变的全球金融危机,令各国加强国际协调的意愿空前增强。为应对危机带来的巨大冲击,世界范围内的协调行动频繁,对缓解金融危机的冲击起到了重要作用,使得国际社会就进一步加强国际协调达成共识并积极探讨未来国际货币政策协调的发展趋势。本章以次贷危机为例证,选择美国与新兴市场经济国家为分析对象,用第4章的方法对其进行协调福利分析,推导出在应对次贷危机这个非对称冲击时,国际货币政策协调可以实现帕累托改进。

第6章,国际货币政策协调中的中国角色。本章基于中国经济对外开放和货币政策制定的现实发展状况,明确了中国参加国际货币政策协调的目标与原则,通过回顾以往的协调实践活动,总结目前我国参与国际货币政策协调中的经验与教训,并试图发现可能要面临的一些问题,在如何处理国际协调与我国货币政策自主性的关系上提出了相关政策建议。

第7章,总结与展望。本章对全书做出总结,并提出了有待进一步研究的课题。