

美国货币政策的国际传递效应 及其影响的实证研究^①

吴 宏^{1,2} 刘 威¹

(1. 武汉大学经济发展研究中心; 2. 浙江财经学院)

【摘要】 本文实证研究发现美国货币政策对各国产出水平、净出口和物价具有国际传递效应, 其中对各国物价的影响还具有同步效应。结构化脉冲响应分析表明, 美国货币政策可在基本不损害美国经济增长的情况下改善美国的贸易收支, 并对其他国家的经济增长产生负面影响, 对中国贸易顺差波动影响尤为显著。因此必须关注美国货币政策的道德风险, 谨防美国采取损人利己行为所带来的全球性冲击, 并从货币政策的角度来挖掘平衡中国贸易收支的手段和方法。

关键词 货币政策 传递效应 同步效应 SVAR

中图分类号 F821.0 **文献标识码** A

Empirical Research on the International Spillover Effects of US Monetary Policy and Their Impacts

Abstract: From empirical research, it showed that there were international Spillover effects for the US monetary policy to output level, net exports and price levels of each country, and the effect on price of each country was of synchronous. The structural impulse response analysis showed that the US monetary policy could improve US income and payment without damaging US economy growth basically, but the shocks affected the economy growth of the rest of the world negatively. Besides these findings, the US monetary policy shocks affect China's trade surplus fluctuations strongly.

Key words: Monetary Policy; Spillover Effects; Synchronous Effect; Structural Vector Auto-regression

① 本文获教育部人文社会科学重点研究基地重大项目《美国“双赤字”与世界经济失衡》(07AJL016)、国家社科基金重点项目《经济全球化背景下中国互利共赢对外经济开放战略研究》(07AJL016)、教育部人文社科规划青年项目《美中贸易失衡中的利益分配不均、调整路径及其风险评估的实证研究》(08JC790078)、浙江省“政府管制与公共政策研究中心”重点基地项目(浙江省哲学社会科学规划课题)《“地下”金融机构的转化与政府监管机制研究——基于金融发展的角度》(07JDCZ12YB)资助。

引言

2003年以来,世界经济失衡问题日益受到国际经济组织、理论界和政界的普遍关注,并对其主要成因、影响及其可持续性展开了大量的研究,但至今仍是众说纷纭、莫衷一是(Frankel, 2004; Bernanke, 2005; Rajan, 2006; Hausmann 等, 2005; 张幼文, 2006; 李向阳, 2006; 陈继勇等, 2008)。直到2007年美国次贷危机大规模爆发,各界人士才对美国货币政策的国际传递效应不对称性以及世界经济失衡的影响有了进一步认识(Sousa 和 Zaghini, 2007)。进入2008年,一场由美国引发的金融海啸席卷全球,更是引发了人们对美国货币政策国际溢出效应的担忧。

本文运用结构向量自回归模型(SVAR),对美国货币政策的国际传递效应及其对世界经济失衡的影响进行实证研究,从中观察美国政府,特别是其货币政策当局对世界经济尤其是对中国经济的影响,从而使中国能更好地应对世界经济失衡所带来的各种机遇与挑战。

论文结构如下:第一部分回顾了有关货币政策国际传递的理论脉络,并对美国货币政策国际传递效应的实证研究文献进行梳理及评述;第二部分对模型的构造和数据采集、加工方法进行说明;第三部分对美国货币政策的国际传递效应及其对世界经济失衡的影响进行分析;第四部分是简要结论及建议。

一、货币政策的国际传递机制:简单的文献综述

在实体经济和货币经济之间建立联系是国际宏观经济学最艰巨的任务之一^①。20世纪60年代早期,Mundell (1963) 和 Fleming (1962) 在凯恩斯分析框架基础上创立了著名的蒙代尔-弗莱明模型(MF模型)。该模型较为系统地阐述了货币及财政政策的国际传递机制,认为在浮动汇率制下,积极的货币政策创新(意味着增加货币供给)将导致“以邻为壑”效应,即增加本国产出,并通过实际汇率的贬值效应,降低外国的产出(Betts 和 Caroline, 1999)。

MF模型本质上是建立在静态的汇率预期这一假定基础之上的。随着理性预期方法的出现,Dornbush (1976) 运用完全预期扩展了凯恩斯主义的静态分析方法,建立了蒙代尔-弗莱明-多恩布什模型(MFD模型),论证了名义产出粘性价格会导致汇率的超调现象。虽然MFD模型有其局限性,例如不能很好地处理经常项目和财政政策的动态变化,但该模型仍是理解国际货币经济学基本问题的主要工具,它为货币政策的主要变化对汇率、利率和产出的影响提供了较为接近现实的预测方法(Frankel 和 Rose, 1995; Dooley, 1995)。

长期以来,MFD模型的一个中心工作是解释非预期的货币紧缩对产出的影响。尽管可以用经济周期模型对其进行解释,但Friedman 和 Schwartz (1963) 认为货币冲击起主要作用。但实际上估计货币冲击的效果并不容易。面对困难,研究者把研究重点集中在20世纪30年代大萧条这样的重大事件上。已有的研究发现大萧条实际上是由外生的、世界范围的货币紧缩所引起的,而货币紧缩主要起源于美国,并且通过两次世界大战之间的金本位政策错误和技术缺陷而传递到国外(Choudhri 和 Kochin, 1980)。因此,Friedman 和 Schwartz (1963) 把大萧条归咎于美联储的观点得到普遍赞同。

^① 莫瑞斯·奥博斯特弗尔德、肯尼斯·若戈夫著,刘红忠等译:《高级国际金融教程》,中国金融出版社,2002年,第560页。

20世纪90年代初以来,美国的经常项目赤字和贸易逆差逐步恶化,从收支相抵到2006年经常项目赤字占GDP的6.5%。与此同时,世界其他地区如东亚对美国形成了巨额盈余。世界经济失衡(或称全球经常项目失衡)成为新世纪国际经济学界关注的焦点问题(Roubini, 2004; Caballero, 2006; 余永定, 2006)。人们普遍担心巨额赤字会使美国融资困难,从而导致实际利率上升,给世界经济带来风险。为此很多学者对世界经济失衡的原因、可持续性及其调整机制展开研究(Greenspan 和 Kennedy, 2005; Calvo 和 Talvi, 2006; 姚仲枝, 2006; 王胜等, 2007)。现在学者不但关注美国的经济的发展,而且还十分重视美国货币政策的变化,尤其是自2000年以来美国货币政策的调整对全球经济的影响(Bems 等, 2007)。因为,经济最发达国家的货币政策对其他国家的影响最为显著,而美国以外的其他国家的货币政策的国际传递效应较之相比微弱得多(Kim 和 Soyoung, 2001)。因此,对美国货币政策国际传递效应的研究成为分析世界经济失衡的核心问题。

随着经济全球化的发展,美国货币政策的国际溢出效应日益加强。2001年5月至2004年6月,为抵御网络经济泡沫破灭对实体经济的冲击以及“911”恐怖袭击的影响,美联储连续13次调低联邦基金利率,将其从6%调至美国46年来的历史最低点1%,以刺激经济尽快恢复增长。到2003年,世界经济呈现出明显失衡的态势,主要表现为以美国为代表的一方拥有大量贸易赤字,而对应的贸易盈余则集中在其他一些经济体,即东亚地区,特别是中国(Rato, 2005)。自2004年6月以来,美联储又连续加息17次,将联邦基金利率从1%推高至5.25%,导致美国房地产泡沫破灭,进而引发2008年全球金融海啸,美国联邦基准利率由2006年6月的5.25%迅速降至2008年12月的0~0.25%区间,导致包括中国在内的新兴经济体和世界其他国家都出现剧烈动荡,产出和出口明显下滑,世界经济进入一场剧烈的调整过程中。

综上所述,我们认为在经济全球化情况下,美国货币政策的国际溢出效应进一步得到加强,美国货币政策的变化会给世界各国经济带来巨大冲击,并导致世界经济失衡及其被动调整。

二、模型构建与数据说明

1. 模型的基本结构

向量自回归模型(VAR, vector autoregressive)在美国货币政策国际传递效应分析中得到了广泛的应用,但VAR并不能给出变量间的当期关系,同时也存在模型参数过多的问题,而结构向量自回归模型(SVAR, structural vector autoregressive)正是为了解决VAR中存在的这种问题被提出的。SVAR是一种通过对参数空间施加约束条件从而减少所估计参数的一种方法,并能有效地消除模型中的干扰。同时,结构向量中结构因子的估计也可以使用多种方法来估计(Waston, 1994; Hartley 和 Walsh, 1992),当对变量施加一个长期约束就可以考察变量之间的长期冲击效应(Blanchard 和 Quah, 1989)。有鉴于此,我们以Bems等(2007)模型为基础,运用SVAR模型分析美国与其他国家和地区(欧元区、东亚国家等)货币政策与贸易差额等诸多变量之间的动态波动效应。

在变量选取上, Kim (2001)运用包含实际GDP、GDP平减指数、联邦利率和商品价格指数等变量的VAR模型考察了美国货币政策对贸易和其他国际性因素的影响。Bems等(2007)进一步扩展了Kim (2001)模型,以一阶对数差分而不是对数形式引入实际GDP和GDP平减指数,同时也引入贸易净额占GDP比率,并假设货币政策对贸易净额有影响,而

贸易净额对货币政策没有影响。Mackowiak (2006) 认为用新兴经济宏观变量替代美国变量是可行的, 并发现美国货币政策解释了新兴市场总体价格水平和实际总产出变动部分, 并且比对美国自身的解释力更强。Sousa 等 (2007) 采用加总的方法分析了全球货币政策冲击对 G5 (美国、欧元区、日本、英国和加拿大) 的影响。参照上述研究结果, 为考察美国货币政策对世界经济失衡的影响, 我们构建如下 SVAR 模型:

$$Y_t = [G_t, D_t, \Delta NX_t, i_t] \quad (1)$$

其中, G_t 表示美国的实际 GDP 增长率, D_t 表示 GDP 平减指数; ΔNX_t 是美国贸易差额的一阶差分; i_t 是联邦基金利率。模型分别估计美国货币政策对美国产出和贸易差额的冲击以及美国货币政策对其他国家产出和贸易差额的冲击, 这里我们选择的其他国家和地区包括中国、日本、欧元区、韩国和马来西亚, 因为中国是美国最大的贸易顺差国, 日本曾经是美国最大贸易顺差国, 韩国和马来西亚与中国分别处于东亚产业分工的不同阶段, 而欧元区相对平衡, 可以作为参照物进行比较分析。通常, 我们估计下面简约形式的 VAR:

$$K(L) Y_t = \mu \quad (2)$$

其中, Y_t 是一组宏观经济变量的向量, $K(L) Y_t$ 是一个矩阵多项式, 其滞后算子 L 使得该多项式 $K(L_0) = I$ 。其残差的基本假设包括:

$$E(\mu) = 0 \quad (3)$$

$$E(\mu \mu'_s) = \begin{cases} \Sigma & \text{当 } t=s \\ 0 & \text{当 } t \neq s \end{cases} \quad (4)$$

但为了估计动态效应, 我们可以将模型的真实结构考虑进去, 得到如下模型:

$$Y_t = B(L) Y_{t-1} + \mu \quad (5)$$

其中:

$$E(\mu \mu'_s) = \Sigma \quad (6)$$

$$B(L) = B_1 + B_2 L + \dots + B_q L^{q-1} \quad (7)$$

这里 B_1 是非奇异矩阵, 用以反映变量之间的同步关系。

总体上, SVAR 可以用如下形式表示:

$$B_i = -B_1 K_i \quad i=2, \dots, q \quad (8)$$

$$B_1 \mu = e_t \quad (9)$$

$$E(B_1 \mu \mu'_s B'_1) = B_1 \Sigma B'_1 = E(e e'_t) = I \quad (10)$$

根据已有研究文献及其理论解释, 我们假定各变量之间存在如下的结构性影响, 即 GDP 平减指数影响实际 GDP, 贸易差额对产出有影响, 美国货币政策影响产出和贸易差额。以此为依据, 我们构建如下 SVAR 模型:

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ b_{21} & 1 & 0 & 0 \\ b_{31} & b_{32} & 1 & 0 \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu_t^{\text{gdp}} \\ \mu_t^{\text{dgdg}} \\ \mu_t^{\text{nx}} \\ \mu_t^i \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} e_t^{\text{gdp}} \\ e_t^{\text{dgdg}} \\ e_t^{\text{nx}} \\ e_t^i \end{bmatrix} \quad (11)$$

其中, 0 表示不发生即时影响, b21 表示 GDP 平减指数对 GDP 产生的同步效应, b31 表示净出口对 GDP 产生的同步效应, b32 表示净出口对 GDP 平减指数产生的同步效应, b41 表示联邦基准利率对 GDP 产生的同步效应, b42 表示联邦基准利率对 GDP 平减指数产生的同步效应, b43 表示联邦基准利率对净出口产生的同步效应。

2. 数据说明及处理

根据数据的可得性和美国货币政策的演变, 我们选取 1993 年第三季度到 2007 年第二季度作为实证分析的样本区间。主要原因有两个: 一是 1993 年 7 月 22 日格林斯潘在参议院作证时宣布, 美国放弃实行了十多年的以控制货币供应量为手段来调节经济运行的货币规则, 改为以调节实际利率作为调控宏观经济的主要工具^①。这一政策一直延续至今。因此我们在模型中选择联邦基金利率代表美国的货币政策; 二是 20 世纪 90 年代初期, 美国的贸易差额是基本平衡的, 但随后持续扩大, 特别是 1997 年以后美国显现出巨额贸易赤字, 引发了学者们的广泛关注。

我们的数据主要来源于国际货币基金组织的 IFS 数据库和中国经济统计数据库。为了便于分析美国货币政策对欧元区经济的总体影响, 我们借鉴 Sousa 等 (2007) 的方法对欧元区 8 个主要经济体的 GDP、GDP 平减指数进行了加总^②。

三、实证检验及结果

1. 模型滞后区间的确定

对于模型的滞后区间, 季度数据往往选择 4 或 8 等 (张晓峒, 2004), 根据本文的数据量, 结合 AIC、SC 信息准则的判断, 除欧元区外的其他国家我们选择滞后 4 阶, 欧元区选择滞后 8 阶。

2. 同期效应估计

从短期看, 大多数国家通货膨胀对产出构成负向冲击, 而中国却不同, 呈现出正向效应, 但系数不具备统计显著性; 净出口增加对大多数的产出有利, 但对中国和马来西亚不利, 其中对美国的影响具有统计显著性, 其他系数不显著; 净出口增加对所有国家的通货膨胀都具有正向的影响, 其中美国、中国和韩国统计上显著; 美国货币政策的正向冲击对美国、中国和马来西亚形成正面影响, 其中对美国的产出具有显著性; 而对日本、欧元区和韩国具有负面影响, 但不具有统计显著性; 美国货币政策对大多数国家的通货膨胀具有正向影响, 并且美国、欧元区和日本具有统计显著性, 而对中国和韩国具有负面影响, 其中对韩国的影响具有统计显著性; 美国货币政策对净出口的影响除美国和马来西亚外都具有正向效应, 但都不显著 (见表 1)。

综上所述, 模型中各变量之间确实存在一定程度的同期效应, 特别是美国货币政策具有较强的国际效应, 这种效应主要体现在对通货膨胀的影响上, 这种传递效应具有很强的货币

^① 1993 年斯坦福大学的 John B. Taylor 提出了著名的“泰勒规则”。该规则认为, 联储基金利率应等于三部分之和: 通货膨胀率、与长期充分就业目标一致的“均衡”真实联储基金利率、通胀缺口和产出缺口两项的加权平均值。

^② 我们选择德国、法国、意大利、荷兰、比利时、丹麦、西班牙、葡萄牙 8 国作为欧元区经济的代表, 这 8 个国家的 GDP 总和占到整个欧元区的 90% 以上。首先将上述国家以美元计价的名义 GDP 以 2000 年汇率折算成统一货币、统一汇率的 GDP, 以此计算各国 (或地区) 的权重, 然后用该权重对各国 GDP 平减指数计算加权和, 得到上述地区的 GDP 平减指数。用 GDP 平减指数作为综合反映物价水平的指标, 用上述地区的名义 GDP/GDP 平减指数* 100 得到它们的实际 GDP。此外, 我们对 GDP 用 X11 乘法进行了季节性调整, 并对净出口用 X11 加法进行季节调整。

特征,从而也一定程度上印证了弗里德曼所认为的“通货膨胀本质上是一个货币现象”。

表 1 同期效应估计

		a21	a31	a32	a41	a42	a43
美国	系数	-0.04	0.78 ^{***}	1.47 ^{***}	0.40 ^{***}	0.55 ^{**}	-0.02
	p 值	0.76	0.00	0.00	0.02	0.03	0.91
欧元区	系数	-0.03	0.05	0.14	-0.04	0.57 ^{**}	0.02
	p 值	0.87	0.82	0.48	0.83	0.01	0.94
日本	系数	-0.02	0.00	0.00	-0.02	0.41 ^{***}	0.09
	p 值	0.90	1.00	1.00	0.88	0.01	0.57
中国	系数	0.11	-0.02	0.84 ^{***}	0.08	-0.11	0.06
	p 值	0.46	0.91	0.00	0.60	0.58	0.68
韩国	系数	-0.04	0.01	0.49 ^{***}	-0.02	-0.28 [*]	0.12
	p 值	0.78	0.95	0.00	0.91	0.08	0.42
马来西亚	系数	-0.04	-0.02	0.09	0.00	0.22	-0.10
	p 值	0.76	0.87	0.54	0.99	0.14	0.50

注: *、**、*** 分别表示参数估计值在 10%、5%、1% 水平上显著。

3. 美国货币政策对世界经济的冲击

为了揭示美国货币政策对世界经济的影响程度,我们引入脉冲响应函数来考察美国货币政策对产出和净出口的累积效应。图 1 是货币政策一个标准差冲击对美国的影响,从图中可以发现美国货币政策冲击导致美国净出口增加,从而有助于改善美国的贸易收支,并且这种冲击在第 12 期达到峰值,累计增加净出口 20.3%。对产出的影响则是先升后降,在第 3 期达到峰值 0.27% 后逐步下降,第 8 期后转为负效应。

美国货币政策对欧元区净出口的冲击存在很大的波动,经过初期上升后又迅速下降,而后上升,在第 12 期达到峰值 4.91% 后逐步下降并趋于 0; 产出方面是逐步下降,在第 11 期达到最低 -26.5%,而后略有提升,显示出美国货币政策冲击对欧元区而言较为不利。

美国货币政策对日本经济影响比较特殊,如图 3 所示,在 2 倍标准差下,对日本的净出口和产出的影响基本无法显现。改为 1 倍标准差后,从图 4 可以看到美国货币政策对日本净

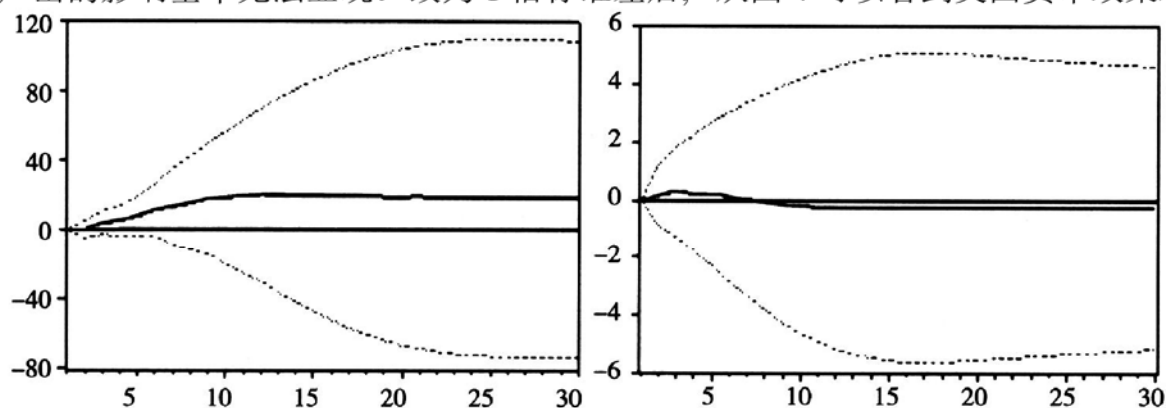


图 1 美国贸易收支 (左图) 和 GDP (右图) 对美国货币政策冲击的累积响应

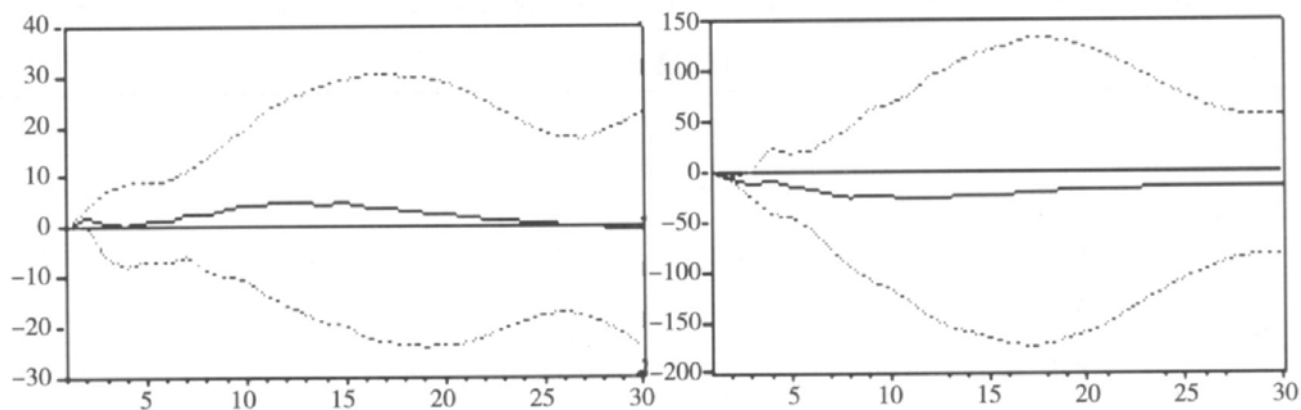


图2 欧元区贸易收支(左图)和GDP(右图)对美国货币政策冲击的累积响应

出口初期有一个正向冲击,其后转为负冲击,但总波动幅度仅0.0043%,反映出美国货币政策对日本净出口的影响十分有限。在产出方面,在经历短暂上升后也迅速下降,在第12期达到峰值-15.2%。

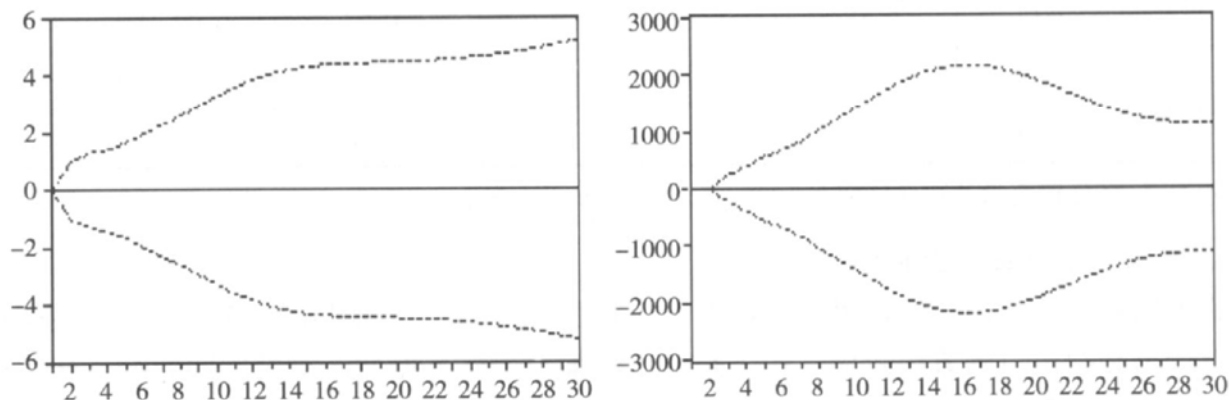


图3 日本贸易收支(左图)和GDP(右图)对美国货币政策冲击的累积响应(2倍标准差)

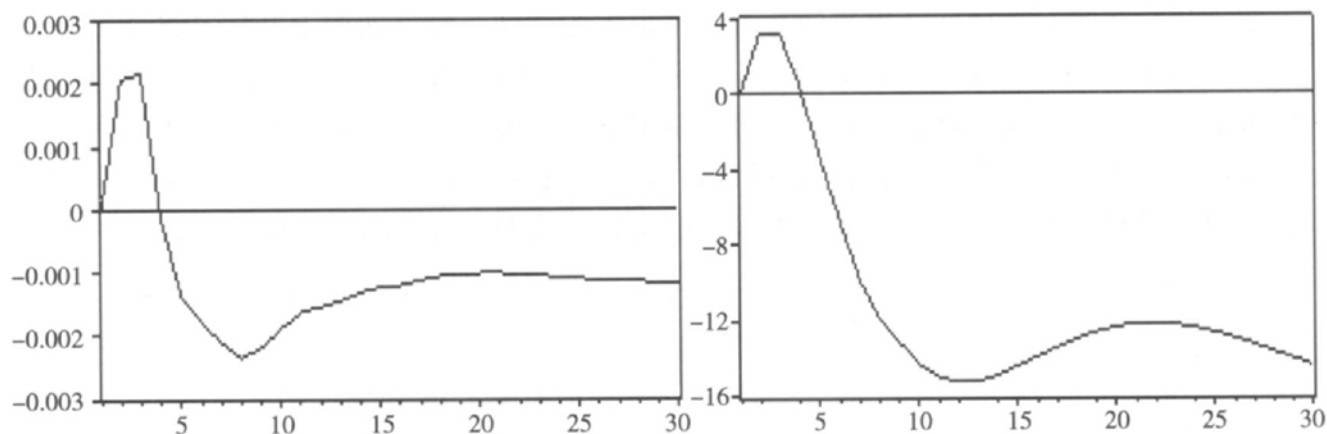


图4 日本贸易收支(左图)和GDP(右图)对美国货币政策冲击的累积响应(1倍标准差)

美国货币政策对中国净出口的影响则是先显著上升,在第7期达到峰值6.72,随后下降,在第18期转为负效应,并维持在-2%的水平上;而在产出方面,经过初期的上下波动后显著下降,并一直维持在-12%~-13%的水平上(见图5)。

美国货币政策对韩国净出口具有显著的负效应,并在第10期达到峰值-2.5%,随后小

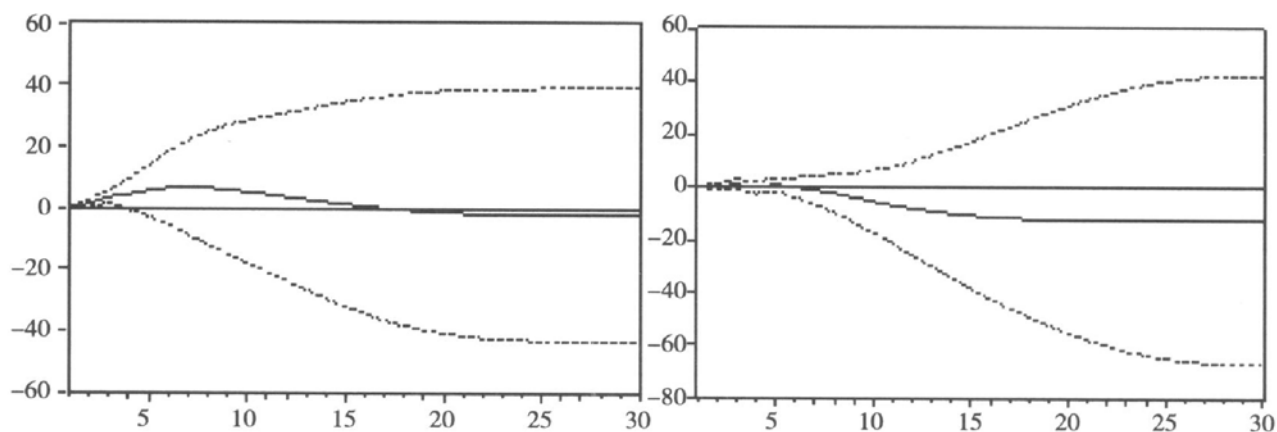


图5 中国贸易收支（左图）和 GDP（右图）对美国货币政策冲击的累积响应

幅波动；对产出的影响与中国类似，初期小幅波动，而后大幅下降，并在第 16 期达到峰值 -11.6% ，随后小幅波动（见图 6）。

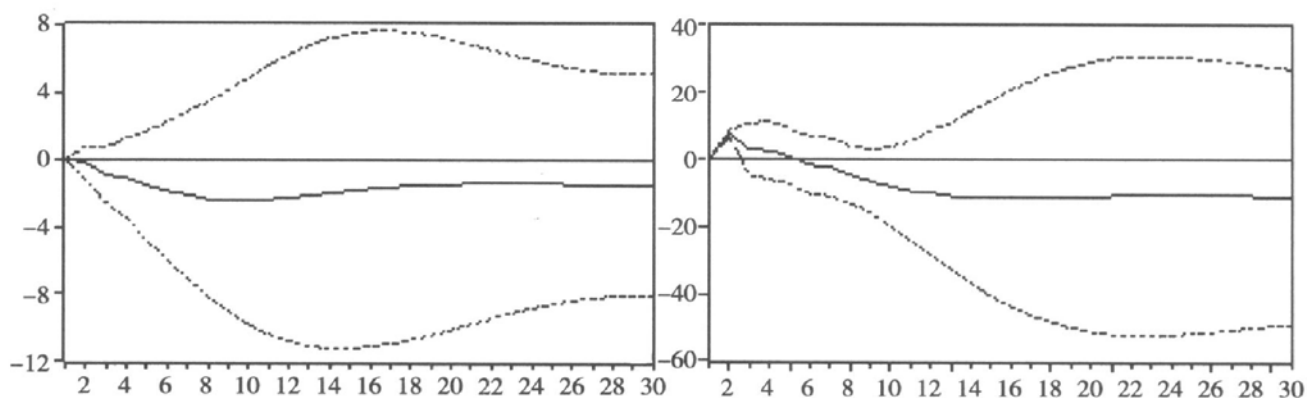


图6 韩国贸易收支（左图）和 GDP（右图）对美国货币政策冲击的累积响应

美国货币政策对马来西亚的冲击与中国和韩国不一样，与欧盟较为类似，在经过初期的快速下降后，迅速上升，并最终收敛于 0，其中在第 2 期达到最低峰值 -0.27% ，在第 11 期达到最高峰值 0.12% 。在产出方面，具有典型的东亚特征，都是快速下降后逐步稳定。

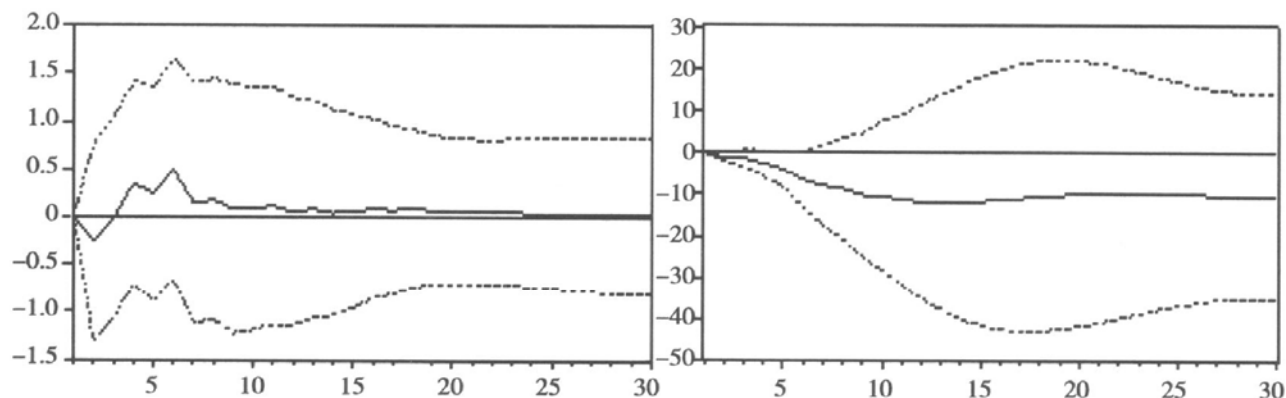


图7 马来西亚贸易收支（左图）和 GDP（右图）对美国货币政策冲击的累积响应

总体上看,美国货币政策对美国净出口有明显的改善作用,并持续时间较长,对其他国家虽有一定的影响,但弱于美国,其中在初期对中国的促进作用最为明显,而对韩国的抑制作用最强,但对日本基本上没有影响。在产出方面,尽管初期对日本、中国和韩国有利,但持续性不强。尽管美国货币政策对自身会产生负面影响但程度与其他国家相比较弱,尤其对欧元区累计最大负面冲击达到 26.7% (见表 2),显示出美国货币政策对其他国家的影响不可小视。因此,特别要谨防美国利用货币政策损人利己。

表 2 美国货币政策对世界各国净出口和产出的冲击效果

国家/地区	受冲击因素	累积最大正向冲击		累积最大负向冲击		冲击效果描述
		冲击率%	到达时期	冲击率%	到达时期	
美国	净出口	20.3	12	NA	NA	持续正向冲击
	GDP	0.27	3	-0.28	30	先短暂正向冲击后持续负向冲击
欧元区	净出口	4.9	12	-0.65	30	先持续正向冲击后负向冲击
	GDP	NA	NA	-26.7	11	持续负向冲击
日本	净出口	0.002	3	-0.002	8	先短暂正向冲击后持续负向冲击, 波幅很小
	GDP	3.27	3	-15.19	12	先短暂正向冲击后持续负向冲击
中国	净出口	6.72	7	-2.11	29	先持续正向冲击后持续负向冲击
	GDP	1.15	5	-12.27	30	先短暂正向冲击后持续负向冲击
韩国	净出口	NA	NA	-2.5	10	持续负向冲击
	GDP	7.42	2	-11.5	16	先正向冲击后持续负向冲击
马来西亚	净出口	0.12	11	-0.27	2	先负向冲击后持续正向冲击
	GDP	NA	NA	-11.95	14	持续负向冲击

4. 中国净出口波动的影响因素

通过对中国净出口的标准差进行方差分解后,发现除第 1 期引起净出口差异的主要原因是其本身外,其后各期差异的主要原因来自美国货币政策的冲击,其次是 CPI 的影响 (见表 3),这表明美国货币政策对中国贸易顺差具有重要影响。同时,从中国 CPI 的方差分解结果也可以看出,美国贸易政策的实施将对中国消费者价格指数产生比较显著的影响,这说明美国实行扩张性货币政策,将会推动中国的通货膨胀,因此中国应注意美国政府货币政策的道德风险,以免美国采取损人利己的货币政策,使中国尽量减轻来自美国的政策损失,减少中国未来进入金融危机的可能。

表 3 中国贸易波动的方差分解

时期	标准差	GDP	CPI	净出口	美国货币政策
1	1.000000	2.343158	28.89722	68.75962	0.000000
2	1.736501	2.154367	11.48705	29.83321	56.52538
3	2.424454	1.460020	21.41395	10.20394	66.92209

(续)

时期	标准差	GDP	CPI	净出口	美国货币政策
4	2.840993	1.161611	40.71095	7.253535	50.87391
5	3.292422	1.289124	41.66815	5.983795	51.05893
10	4.792274	1.379578	43.94687	5.225784	49.44776
20	5.558155	1.150616	39.35856	4.157378	55.33345
30	5.560556	1.144338	39.17976	4.132792	55.54311

四、简要结论及建议

通过对美国货币政策的国际传递效应及其对世界经济失衡影响的实证分析,我们发现:美国货币政策确实可以通过价格机制对世界各国经济产生不同程度的影响,并且这种影响会即时地反映到各国的物价指数水平上,从而对世界各国的宏观经济产生较强的同步效应。首先,从美国货币政策对自身及其他经济体净出口冲击的最终影响性质看,货币政策的实施对美国净出口的影响是积极和有效的,而对其他经济体,虽然货币政策的调整对欧元区、日本和中国最初存在正向冲击,但最终都转化为负面影响;其次,美国货币政策对美国及其他经济体的GDP影响则主要表现为负向冲击。这可能是因为美国的货币政策主要针对本国及其他经济体的通货膨胀进行反向调整,因而从理论上政策的实施将对美国以及其他经济体的GDP产生负向效应,这从一个侧面也反映了美国货币政策在样本期间的有效性。

值得注意的是,美国货币政策对自身产出造成的不利影响很小,但能较大幅度改善其贸易收支,而这一改善可能会导致其他国家的产出产生较大幅度的下降。因此要谨防美国政府货币政策的道德风险,以免美国采取损人利己的货币政策。尤其是从实证结果可以看出,美国货币政策对中国贸易收支具有显著影响,这意味着一旦美国为应对2008年金融危机持续采取膨胀性货币政策,缓解其流动性不足,将导致中国出口贸易失去持续增长的动力,进而导致美国逐步将金融危机的危害转嫁给中国,这必将对中国经济增长产生严重的负面影响。因此,虽然中国政府当前应当逐步采取相应的贸易政策、产业政策及货币政策来减缓中国贸易顺差的过快增长,但在当前金融海啸席卷全球的危机时刻,中国政府应考虑运用适当的货币政策抵消美国货币政策对自身出口及经济增长的负面影响,帮助中国出口企业走出困境,实现中国经济的可持续增长。

参 考 文 献

- [1] 莫瑞斯·奥博斯特弗尔德、肯尼斯·若戈夫著:《高级国际金融学教程》[M],刘红忠等译,中国金融出版社,2002。
- [2] 张晓峒编:《计量经济学软件 Eviews 使用指南(第二版)》[M],南开大学出版社,2004。
- [3] 姚仲枝:《美国贸易逆差的可持续性:调整及其影响》[J],《国际经济评论》2006年第2期。
- [4] 余永定:《全球国际收支失衡:中国视角》[J],《国际经济评论》2006年第5期。
- [5] 王胜、陈继勇、吴宏:《中美贸易顺差与人民币汇率关系的实证研究》[J],《国际贸易问题》2007年第5期。
- [6] Dornbush, R. A. 1976, *Exchange Rate Expectations and Monetary Policy* [J], *Journal of Interna-*

tional Economics, 6, 231~ 244.

[7] Choudhri, Ehsan U & Kochin, Levis A, 1980, *The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycle Disturbances: Some Evidence from the Great Depression* [J], Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, Vol. 12 (4), pages 565~ 74, November.

[8] Sims, Christopher A, 1980, *Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles: Monetarism Reconsidered* [J], American Economic Review, American Economic Association, Vol. 70 (2), pages 250~ 57, May.

[9] Blanchard, O. J. & Quah D, 1989, *The dynamic effects of aggregate supply and demand disturbance* [J], American Economic Review 79: 655~ 673.

[10] Hartley P. R., Walsh C. E., 1992, *A generalized method of moments approach to estimating a structural vector autoregression* [J], Journal of macroeconomics 14: 199~ 232.

[11] Watson, M. W. 1994, *Vector Autoregressions and Cointegration* [M], in: R. F. Engle und D. L. McFadden (Hrsg.), *Handbook of Econometrics*, Vol. IV, New York: Elsevier.

[12] Dooley, Michael P & Isard, Peter & Taylor, Mark P, 1995, *Exchange Rates, Country-Specific Shocks, and Gold, Applied Financial Economics* [J], Taylor and Francis Journals, Vol. 5 (3), pages 121~ 129, June.

[13] Frankel, Jeffrey A. & Rose, Andrew K., 1995, *Empirical research on nominal exchange rates* [M], *Handbook of International Economics*, in: G. M. Grossman & K. Rogoff (ed.), *Handbook of International Economics*, edition 1, volume 3, chapter 33, pages 1689~ 1729, Elsevier.

[14] Betts, Caroline, 1999, *The International Effects of Monetary and Fiscal Policy in a Two-Country model* [R], the university of British Columbia, department of economics, Discussion Paper No. : 99~ 10, <http://web.arts.ubc.ca/econ/>.

[15] Kim, Soyoung, 2001, *International Transmission of US Monetary Policy Shocks: Evidence from VARs* [J], Journal of Monetary Economics, Vol. 48, 339~ 372.

[16] Greenspan, Alan and Kennedy, James E., 2005, *Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences* [J], FEDS Paper No. 2005~ 41, September.

[17] Rato, Rodrigo de y, Figaredo, 2005, *Correcting Global Imbalance-Avoiding the Blame Game* [J], Foreign policy association, Financial services dinner, New York city, February 23. <http://www.imf.org/eternal/np/speeches/2005/022305a.htm>.

[18] Caballero, Ricardo J., 2006, *On the Macroeconomics of Asset Shortages* [R], MIT Department of Economics Working Paper No. 06~ 30, November 23.

[19] Calvo, Guillermo, & Talvi, Ernesto, 2006, *The Resolution of Global Imbalances: Soft Landing in the North, Sudden Stop in Emerging Markets?* [J], Journal of Policy Modeling 28, 605~ 613.

[20] Roubini, N. 2006, *Global Imbalances: Causes, Solutions and Risks of a Disorderly Rebalance* [R], www.rgemonitor.com.

[21] Bems, Rudolfs, Dedola, Luca & Smets, Frank, 2007, *US Imbalances: The Role of Technology and Policy* [R], European Bank Working Paper Series 719.

(责任编辑: 陈卫宾; 校对: 曹 宇)