

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2022.02.005

# 货币政策的国际溢出效应与国际协调研究进展

马振宇

(中央财经大学 国际经济与贸易学院,北京 102206)

**摘要:**随着世界各国经济活动关联程度的不断增强,一国货币政策变动对其他国家经济社会发展的影响越来越显著,国家间的货币政策协调也愈加重要。在此背景下,有关货币政策国际溢出效应的研究日益丰富,货币政策的国际协调也逐渐受到关注。本文对货币政策国际溢出效应及国际协调领域的现有文献进行回顾和展望。

从货币政策国际溢出效应研究的发展历程来看,1990年以前相关研究主要基于开放条件下的宏观经济模型及博弈论等进行理论探讨,1990年至2000年多数研究开始借助动态随机一般均衡模型和经济计量模型探究货币政策国际溢出效应的传导机制和渠道,2000年以后越来越多的研究将理论应用于对现实经济问题的解释,其中以探讨中心国家货币政策的国际溢出效应为主。从货币政策国际溢出效应的研究方法来看,相关研究大多通过控制货币政策的内生变化来获取货币政策的外生冲击,主流研究方法也逐渐从基于MFD模型的纯理论分析转向基于VAR系列模型的实证分析和具有一致性框架的DSGE模型分析。从货币政策国际溢出效应的传导渠道来看,早期文献大多认为汇率和贸易是主要渠道,随着全球经济金融一体化的推进,金融渠道的作用日益凸显,且比汇率渠道和贸易渠道传导更加迅速、后果更为严重,并逐渐成为近些年研究的重点。由于货币政策的国际协调在实践中存在一定难度以及经济下行压力较大下的货币政策调整空间较小,目前关于货币政策国际协调的研究相对较少,而且相关研究的观点并不统一。大部分学者认为随着世界经济联动趋势的不断增强,货币政策国际协调是必然趋势并有利于各国经济发展,而部分学者认为政策协调需要花费大量的时间和政治成本,货币政策的国际协调应慎重。

现有研究已经取得丰硕成果,但仍需进一步深化和拓展:一是大多数文献仅考察中心国家货币政策对外围国家(新兴经济体)的单向溢出效应,有必要进一步考察货币政策的双向国际溢出效应;二是关于金融渠道的研究还不够完善,尤其是对货币政策不确定性冲击、全球金融风险传递等的研究较少,相关研究需要深化;三是关于货币政策国际协调的研究较少且观点不统一,尤其是对政策协调的有效路径缺乏系统研究,相关研究有待加强。中国学者应加强该领域的研究,尤其要在中国货币政策的国际溢出效应及其传导渠道、应对国外货币政策溢出效应的有效政策工具、促进货币政策的国际协调等方面取得突破。

**关键词:**货币政策冲击;国际溢出效应;政策国际协调;溢出效应传导渠道;中心国家;新兴经济体

**中图分类号:**F821.0 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2022)02-0063-15

\* 收稿日期:2022-01-02;修回日期:2022-03-01

作者简介:马振宇(1997),男,安徽阜阳人,博士研究生,主要从事开放宏观经济、国际金融研究;E-mail:mazhenyu\_cufe@126.com。

## 一、引言

货币政策的国际溢出效应是指,一国的利率、货币供应量等货币政策工具调整通过贸易、资本流动、汇率等渠道对他国经济社会发展产生的冲击。随着经济区域一体化与全球化进程的不断推进,世界各国在政治、经济、文化等领域的相互影响日益加深,一国制定货币政策时,不仅要考虑其对国内经济社会发展的影响,也要考虑本国货币政策对他国的溢出效应以及他国可能采取的货币政策所带来的溢回效应。货币政策国际协调则是指,在经济、金融等方面存在相互联系、相互依存的国家之间,经过协商与合作,共同采取使双方或多方经济福利最大化的货币政策措施,以发挥国家间货币政策的协同作用,减小货币政策国际溢出效应的负面影响。由此可见,在当前全球各经济体的经济联系日益紧密的背景下,货币政策的国际溢出效应会更加明显,且已经成为一国经济发展不可忽视的外部不确定性冲击,因而国家间的货币政策协调便显得尤为重要。

自全球新冠肺炎疫情爆发以来,世界各国经济均受到不同程度的负面冲击,为了维持宏观经济的平稳运行和金融体系的稳定,很多国家相继推出了一系列非常规的量化宽松货币政策。低利率的政策环境在一定程度上缓解了由新冠肺炎疫情带来的负面冲击,然而,由于各个国家疫情防控的效果不同,导致各国经济复苏的步伐和时间出现差异。尤其是自美联储在2021年12月的FOMC会议上宣布于2022年开始施行Taper政策以来,国际资本大量流入美国,给其他国家的经济复苏带来了严重的负面影响。面对全球低利率政策环境的逆转,多数国家的宏观经济和金融稳定性必然会受到他国货币政策溢出效应的影响,如何根据国内外经济形势的变化选择,调整货币政策目标并选择最优的货币政策,成为各国央行面临的新挑战。因此,无论是从理论价值还是现实意义上来看,研究货币政策的国际溢出效应与国际协调都十分重要。有鉴于此,本文对该领域的已有文献进行梳理和评述,并尝试指出该领域未来的研究方向。

## 二、货币政策国际溢出效应研究的发展历程

对于货币政策国际溢出效应的研究最早可以追溯至20世纪60年代。Fleming(1962)和Mundell(1963)分析了开放经济下的宏观政策调整,并将汇率制度和资本流动纳入模型中<sup>[1-2]</sup>,Dornbusch(1976)在理性预期的基础上对模型做了进一步的扩展<sup>[3]</sup>,由此形成的蒙代尔—弗莱明—多恩布什模型(以下简称MDF模型)可以刻画一国货币政策在不同方向上的变动会对其他国家的经济产生怎样的影响。Cooper(1968)认为,随着全球经济一体化的推进,各国之间的经济联系日益紧密,宏观经济政策调整的国际溢出效应不可避免,因此一国在制定货币政策时不仅要考虑国内经济目标的实现,还要兼顾政策溢出效应对其他国家的影响<sup>[4]</sup>。Hamada(1976)同样认为国家之间的经济行为存在相互影响,并基于博弈论分析框架考察多个国家在古诺和斯塔克伯格行为假设下制定货币政策的博弈,发现国际收支、国际储备与国际通货膨胀之间存在一个权衡关系,一国在存在超额国际储备的情况下实施扩张的货币政策可能导致国际通货膨胀<sup>[5]</sup>。

上述文献为后续货币政策国际溢出效应研究提供了重要的理论基础。随着该领域研究的不断深入,一些学者开始将研究视角转向对货币政策国际溢出效应传导机制或渠道路径的探讨上。Obstfeld和Rogoff(1995)在新凯恩斯主义和MDF模型框架下,通过将汇率和经常账户的动态变动纳入动态随机一般均衡模型(DSGE模型)来考察汇率渠道和贸易渠道对货币政策国际溢出效应的传导效果,发现扩张的货币政策对外国经济体存在正向的溢出效应<sup>[6]</sup>。借助上述开放的宏观分析框架,Corsetti和Pesenti(2001)、Galí和Monacelli(2005)进一步探讨货币政策国际溢出效应对宏观经济福利的影响等问题<sup>[7-8]</sup>。此外,随着人们对经济周期的日益关注,部分学者也开始着手探究货币政策国际溢出效应如何通过金融

摩擦等各种金融渠道进行传导(Aghion et al,2004;Gertler et al,2007)<sup>[9-10]</sup>。

进入21世纪以来,越来越多的研究开始针对经济发展中具体的现实问题展开。在2008年爆发国际金融危机后,以美国为代表的中心国家频繁实施非常规的货币政策,对外围国家和新兴经济体产生了一系列影响(Chen et al,2016;Zhang,2018;Antonakakis et al,2019;Nsafaoh et al,2019)<sup>[11-14]</sup>。在此背景下,货币政策国际溢出效应的相关研究主要从以下几个方面展开:一是中心国家货币政策调整对新兴经济体(外围国家)产出、就业和通货膨胀等宏观经济变量的影响(Vicondoa,2019;Bonciani et al,2020;Bhattarai et al,2020)<sup>[15-17]</sup>;二是货币政策国际溢出效应的渠道分解,如汇率、贸易渠道(Erceg et al,2005;Boivin et al,2010)<sup>[18-19]</sup>和信贷、金融渠道等(Gertler et al,2010;张炜等,2022)<sup>[20-21]</sup>;三是中心国家货币政策溢出效应对全球信贷市场、股票市场以及新兴经济体(外围国家)其他经济变量等的影响(Avdjiev et al,2019;Bräuning et al,2020;谭小芬等,2021)<sup>[22-24]</sup>;四是随着新兴经济体国际地位的提升,发达经济体与新兴经济体的双向货币政策溢出效应也逐渐受到关注(兰熊,2009;Lombardi et al,2018)<sup>[25-26]</sup>。

综上所述,可以将货币政策国际溢出效应研究的发展历程总结如图1所示。在1990年以前,相关研究主要基于开放条件下的宏观经济学模型及博弈论等从理论上探讨一国货币政策调整对其他国家经济变量的影响;1990年至2000年,随着开放宏观分析框架的不断成熟,多数研究开始借助动态随机一般均衡模型和经济计量模型探究货币政策国际溢出效应的传导机制与渠道;而2000年以后,越来越多的研究将理论应用于对现实问题的解释,并发现货币政策国际溢出效应主要是由中心国家的货币政策变动所主导,进而基于全球经济周期波动的视角对货币政策国际溢出效应的传导机制和渠道进行更加细致的探讨。此外,随着新兴经济体在世界经济发展中发挥的作用越来越大,部分研究也开始将研究范围拓展至发达经济体与新兴经济体之间的双向货币政策溢出效应。

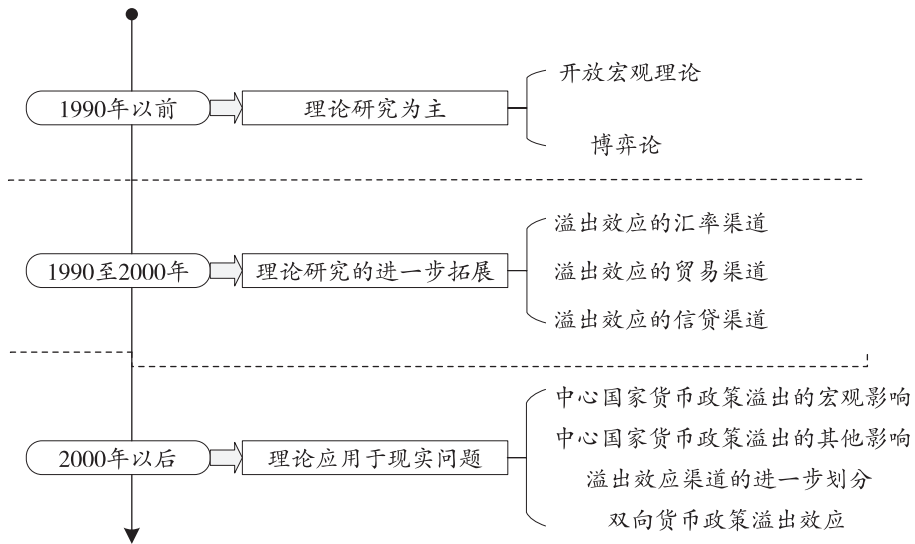


图1 货币政策国际溢出效应研究的发展历程

### 三、货币政策国际溢出效应的研究方法

#### 1. 货币政策冲击的识别

一国货币政策的调整是对国内外经济发展状况变化的反应,既内生于宏观经济系统中(取决于相关宏观经济变量的变化),又可能对系统中其他经济变量产生外生的政策冲击。Christiano等(1999)总结

了早期研究中识别货币政策冲击的三种常用方法<sup>[27]</sup>:一是通过一系列的假设使模型参数的估计尽可能地贴近实际的货币政策调整行为(Christiano et al, 1996)<sup>[28]</sup>;二是采用外生的能够反映货币政策行为的替代变量(Romer et al, 1989; Christiano et al, 1995)<sup>[29-30]</sup>;三是基于货币政策冲击在长期内不会影响经济活动的假定进行识别(Pagan et al, 1995; Faust et al, 1997)<sup>[31-32]</sup>。

Kim(1999)利用“利率”“货币总量”“通货膨胀指数”“工业增加值”“以国内货币计价的全球商品出口价格指数”5个变量构成向量,采用SVAR模型(结构向量自回归模型)对G7国家的货币政策冲击进行识别,发现使用该方法识别出的冲击能够反映货币政策的外生波动<sup>[33]</sup>。Kilinc和Tunc(2014)也运用SVAR模型对土耳其的货币政策冲击进行了识别<sup>[34]</sup>。Romer和Romer(2004)则采用一种类似事件分析的方法,借助FOMC会议的历史记录构建一系列预期利率变化的时间序列以解决内生性问题,其研究发现,使用该方法识别出的货币政策冲击对产出和通货膨胀的溢出效应更强<sup>[35]</sup>。Coibion(2012)、Cloyne和Hürtgen(2016)对上述两种方法的货币政策冲击识别结果进行比较,认为实际的货币政策冲击应处于两种方法的结论之间<sup>[36-37]</sup>。Champagne和Sekkel(2018)结合上述两种方法,借助货币政策调整的实时数据和加拿大银行员工的预测数据对加拿大的货币政策冲击进行估计<sup>[38]</sup>。Murgia(2020)也采用类似的方法对欧洲中央银行的货币政策冲击进行分析<sup>[39]</sup>。

根据上述文献,本文将目前常用的货币政策冲击识别方法总结如表1所示。可以发现,货币政策冲击识别方法的共同点在于通过控制货币政策的内生变化来获取货币政策的外生冲击。其中,采取严格性假设的识别方法多应用于宏观经济模型中,通过对货币政策行为的刻画来识别货币政策冲击;采取VAR系列模型、事件分析法等的识别方法多应用于实证计量模型中,通过对经济变量之间内生关系的分析得到货币政策变化引起的外生波动。

表1 货币政策冲击的识别方法

代表文献	识别方法
Christiano等(1994) <sup>[28]</sup>	设定一系列研究假设,刻画中央银行的货币政策行为,进而对模型参数进行估计或校准,得到贴近于实际的模拟方程。
Romer和Romer(1989) <sup>[29]</sup> Christiano和Eichenbaum(1995) <sup>[30]</sup>	选择能够外生反映中央银行货币政策行为的替代变量进行识别,该方法的关键在于确保替代变量在足够外生的同时又与货币政策实施具有足够的相关性。
Pagan和Robertson(1995) <sup>[31]</sup> Faust和Leeper(1997) <sup>[32]</sup>	假定货币政策冲击不会影响长期经济活动,进而识别货币政策冲击。
Kim(1999) <sup>[33]</sup> Kilinc和Tunc(2014) <sup>[34]</sup>	借助VAR系列模型,在模型中纳入受货币政策影响或能够影响货币政策的宏观经济变量,进而控制货币政策的内生变动,将估计得到的残差项视为由货币政策冲击带来的外生波动。
Romer和Romer(2004) <sup>[35]</sup> Coibion(2012) <sup>[36]</sup>	借助事件分析等方法,选择外生的时间序列对货币政策冲击进行识别。

## 2. 货币政策国际溢出效应的分析

早期对于货币政策溢出效应的分析大多数基于MFD模型框架,如Frankel和Rockett(1986)、Bryant(1988)等的研究<sup>[40-41]</sup>。近年来,随着经济计量方法的快速发展,使用VAR模型及其拓展的SVAR、GVAR、PVAR等模型的分析也十分丰富,该方法基于现实经济数据能够较好地刻画经济变量之间的定量关系。Potjagailo(2017)采用VAR模型分析欧洲中央银行货币政策冲击对欧元区外欧洲国家的溢出

效应,发现扩张的货币政策冲击在产出上具有正向溢出效应,且固定汇率国家比浮动汇率国家受到的影响更大<sup>[42]</sup>。Trung(2019)利用 GVAR 模型探究美国货币政策不确定性冲击对世界经济周期波动的影响,发现货币政策的国际溢出效应存在显著的异质性,且这一异质性主要与溢出效应接受国的自身特征相关,贸易和金融开放度越高的国家所受到的冲击越小<sup>[43]</sup>。马理和余慧娟(2015)采用 PVAR 模型研究发现,美国量化宽松的货币政策短期内有助于金砖五国实体经济发展环境的改善,且这一影响兼具稳定性和持续性<sup>[44]</sup>。对比来看,使用 VAR 模型的研究结论具有较强的一致性,即中心国家的货币政策国际溢出效应具有异质性,且紧缩和宽松的货币政策的影响具有非对称性(何国华等,2014;Gertler et al, 2015;Degasperi et al, 2020)<sup>[45-47]</sup>。

此外,很多研究基于动态随机一般均衡模型(DSGE 模型)展开。Poutineau 和 Vermandel(2015)采用 DSGE 模型研究美联储和欧洲中央银行的货币政策国际溢出效应,得到了与经验数据相匹配的结论,认为大国的货币政策变动会通过全球和区域性金融周期蔓延至小型开放经济体中,并对其金融状况产生显著影响<sup>[48]</sup>。Kolasa 和 Wesołowski(2020)通过构建一个小国开放经济模型来研究中心国家实施量化宽松政策对新兴经济体的影响,基于新兴国家大量购买国外资产的重要事实,其研究发现中心国家的量化宽松政策能够拉动小型新兴经济体的内需,但不利于新兴经济体国际竞争力和总产出的提升,而常规的宽松货币政策对新兴经济体有正向的溢出效应<sup>[49]</sup>。Georgiadis 和 Jančoková(2020)基于商业周期建立一个包含欧元区中心国家和外围国家的两国模型,分析发现大多数外围国家的产出和中央银行利率对外部冲击的敏感性较低,而投资和经常账户失衡对外部冲击的敏感性较高<sup>[50]</sup>。韩景倜和孟凡祥(2020)基于 DSGE 模型对美联储的行为规则进行假定,认为其实施的价格型货币政策和数量型货币政策会同时盯住产出缺口和通胀缺口,并由此发现美联储货币政策调整对中国宏观经济存在非线性影响<sup>[51]</sup>。可以看出,目前采用 DSGE 模型的研究大多数构建的是小国开放经济模型,即研究中心国家货币政策对外围国家单向的溢出效应,较少有学者使用大国开放经济模型来研究货币政策的相互溢出效应(Kollman, 1997;Galí et al, 2010)<sup>[52-53]</sup>。然而,随着新兴经济体的快速发展和各国经济联系的不断增强,不仅中心国家的货币政策变动存在外溢效应,一些新兴经济体的货币政策也具有越来越显著的溢出效应。因此,货币政策的双向国际溢出效应将成为该领域研究重要的拓展和深化方向。尤其对于中国而言,在积极参与全球经济治理、对外开放程度不断扩大的背景下,深入研究货币政策的双向国际溢出效应十分必要。

如表 2 所示,随着货币政策国际溢出效应研究的不断丰富,主流研究方法也逐渐从基于 MFD 模型的纯理论分析转向基于 VAR 系列模型的实证分析和具有一致性框架的 DSGE 模型分析。

表 2 货币政策国际溢出效应的分析方法

研究方法	代表文献	研究问题
MFD 等理论框架	Frankel 和 Rockett(1986) <sup>[40]</sup> Bryant(1988) <sup>[41]</sup>	主要应用于理论层面的分析,较少与现实数据相结合。
VAR 系列模型	Potjagailo(2017) <sup>[42]</sup> Trung(2019) <sup>[43]</sup>	主要应用于实证层面的分析,结合现实数据考察国家之间或中心国家的货币政策溢出效应。
DSGE 模型	Poutineau 和 Vermandel(2015) <sup>[48]</sup> Kolasa 和 Wesołowski(2020) <sup>[49]</sup> Georgiadis 和 Jančoková(2020) <sup>[50]</sup>	主要应用于模型层面的分析,通过建立一致性的分析框架,研究框架内一国货币政策变动对其他国家宏观经济变量的影响。

#### 四、货币政策国际溢出效应的传导渠道

早期关于货币政策国际溢出效应传导渠道的研究主要基于 MFD 模型的理论基础对汇率和贸易渠

道进行分析(Cushman et al, 1997)<sup>[54]</sup>。Obstfeld 和 Rogoff(1995)通过构建一个开放经济下的两国模型,从理论上分析货币政策国际溢出效应在贸易需求层面的传导链条,认为单边货币政策扩张具有支出转换效应,即扩张的货币政策会提高本国居民的消费和投资需求,并促进外国产出的增长以及经常账户和贸易条件的改善<sup>[6]</sup>。Borda 等(2000)借助 VAR 模型对货币政策国际溢出效应的汇率渠道进行分析,发现实施浮动汇率制度的国家所受到的溢出效应主要来自实际汇率和国内需求的变动,而实施固定汇率制度的国家所受到的溢出效应主要来自需求变动<sup>[55]</sup>。Rohit 和 Dash(2019)从不同的汇率制度角度考察货币政策国际溢出效应的国别异质性,认为相较于实施浮动汇率制的发达国家,实施有管理的浮动汇率制的新兴市场国家可以更大程度地规避国外货币政策冲击的影响,且对于新兴经济体而言,风险和 Information 传递等渠道承担了更重要传导作用<sup>[56]</sup>。Ha(2021)指出,在浮动汇率制下外部货币政策冲击将会直接引起汇率的波动,而灵活的汇率变动能减弱中心国家货币政策冲击带来的负面影响,此外,情绪和资产价格也是中心国家货币政策国际溢出效应的重要传导渠道<sup>[57]</sup>。Benigno 等(2006)、Albagli 等(2019)也基于汇率渠道研究了中心国家货币政策对新兴经济体和全球资本市场的溢出效应<sup>[58-59]</sup>。

如上所述,汇率和贸易作为连接世界各国经济活动的两个主要渠道,不可避免地成为货币政策国际溢出效应的传导路径,众多文献也通过理论或实证分析证明汇率和贸易是货币政策国际溢出效应传导的两个重要渠道,因此,分析货币政策的国际溢出效应首先应从这两个渠道出发。同时,越来越多的研究发现,随着国际金融市场的不断完善,诸如风险、情绪、资产价格等一系列因素也逐渐在货币政策国际溢出效应的传导中产生重要作用,并形成货币政策国际溢出效应的第三条传导路径——金融渠道。

关于货币政策国际溢出效应通过金融渠道传导的研究始于学者们对经济周期和金融加速器效应的关注(Stiglitz et al, 1981; Gertler et al, 1989)<sup>[60-61]</sup>。Gertler 和 Gilchrist(1994)在研究货币政策对制造业企业的影响时发现,由于商业周期的存在,大型制造企业会通过调整自身的财务杠杆来维持一个健康的商品库存,而货币政策的变动加剧了企业杠杆率的波动<sup>[62]</sup>。Bernanke 和 Gertler(1995)研究认为,在货币政策紧缩的时期,金融市场的信息不对称性会加大,这一金融摩擦会通过资产负债表和银行借贷渠道对实体经济的产出等产生影响<sup>[63]</sup>。Borio 和 Zhu(2012)分析认为,随着金融体系的不断完善和审慎监管的日益增强,金融渠道在货币政策的经济效应传导中起到越来越重要的作用,货币政策对经济变量的影响会随着金融的顺周期性而增强,因此探索如何应付货币政策调整与顺周期波动引致的风险对于政策决策者来说至关重要<sup>[64]</sup>。除了对宏观经济变量的影响之外,货币政策还会通过信贷和资本市场对私人部门的决策产生影响,尤其是对信息和价格十分敏感的投资者会基于未来的预期调整自身决策。Bjørnland 和 Leitimo(2009)对美国联邦基金利率与标普 500 指数之间联动关系的分析发现,利率的设定与股价之间存在着很强的相互依赖,且股票市场对货币政策调整的响应比商品市场更快<sup>[65]</sup>,这种现象在新兴市场国家也存在(Christou et al, 2017; Lawal et al, 2018; Chang et al, 2019)<sup>[66-68]</sup>。Istiak 和 Serletis(2020)的研究也发现,资本市场的交易商比商业银行更容易因为货币政策的变动而做出增减杠杆的决策<sup>[69]</sup>。

Rey(2015)将货币政策经济效应的金融传导渠道拓展到国际层面,认为中心国家的货币政策是影响全球金融周期的重要因素,其通过改变各国银行的杠杆影响国际金融体系中的资本流动和信贷增长,同时,对于资本完全流动的国家而言,无论是否施行固定汇率政策都将无法实现货币政策的自主性<sup>[70]</sup>。国际金融体系的密切关联使由资本自由流动、固定汇率政策和独立货币政策构成的“三元悖论”转变为资本自由流动与独立货币政策之间的“二元悖论”(Rey, 2016; Obstfeld, 2021)<sup>[71-72]</sup>。Anaya 等(2017)在研究美国非常规货币政策影响新兴经济体金融和经济的溢出效应时,也强调资本流动是货币政策效应国际传递的重要渠道<sup>[73]</sup>。肖卫国和兰晓梅(2017)在探究美联储加息对中国跨境资本流动的影响时发现,美联储紧缩性货币政策会给中国带来很强的负向溢出效应,需要警惕和防范美联储加息的不利冲击<sup>[74]</sup>。吴立元等(2021)的分析也发现,美国紧缩的货币政策将引起中国资本外流和国内资产价格下跌,进而导



致国内投资下降,兼顾宏观审慎和效率两方面的资本账户管理手段可以有效缓解这一负面溢出效应<sup>[75]</sup>。此外,Morris 和 Shin(2014)、Bruno 和 Shin(2015)、Neely(2015)、Hanson 和 Stein(2015)等也对金融渠道在货币政策国际溢出效应传导中的作用进行了研究<sup>[76-79]</sup>。

在上述研究的基础上,Ammer 等(2016)将货币政策国际溢出效应的传导渠道划分为汇率渠道、贸易渠道和金融渠道三种,并探讨了三种渠道的不同作用方式:汇率渠道带来的溢出是一种支出转移效应,即宽松的货币政策促使本币贬值进而改善本国的贸易条件;贸易渠道则主要通过需求端影响消费和投资,即宽松的货币政策会通过增加国内需求来促进外国的产出增长;而金融渠道则依赖于资产价格的波动,即宽松的货币政策会在降低本国资产长期收益率的基础上提高资产价格,且会强化国内支出对外国产出的促进作用<sup>[80]</sup>。Iacoviello 和 Navarro(2019)借鉴上述渠道划分考察美国紧缩性货币政策的国际溢出效应,并构建脆弱性指数来进一步衡量金融渠道的传导作用,结果发现,美国货币政策对发达经济体的溢出效应主要通过汇率渠道和贸易渠道来传导,而对新兴经济体的溢出效应则主要通过金融渠道(脆弱性指数)来传导<sup>[81]</sup>。

图2以中心国家实施紧缩性货币政策为例,展示了浮动汇率制下货币政策国际溢出效应传导的汇率和贸易渠道:从汇率渠道来看,当中心国家利率上升时,会导致外围国家的汇率相对贬值,进而有利于外围国家出口增长;但从贸易渠道来看,实施紧缩性货币政策会导致中心国家进口水平下降,进而不利于外围国家的出口增长。而在固定汇率制下,外围国家的货币政策需要跟随中心国家进行调整。图3同样以中心国家紧缩性货币政策为例,展示了货币政策国际溢出效应传导的金融渠道:当中心国家利率提升时,一方面外围国家的汇率贬值使其外债水平提升(若外围国家持有大量外币计价的负债,则会增强其金融系统性风险),另一方面会导致中心国家资产价格水平下跌,并在风险和恐慌情绪的作用下引起外围国家资产价格水平下跌,进而对外围国家的宏观经济产生影响。需要指出的是,以上分析为多数学者研究得到的一般性结论,对于各个国家而言,由于其与中心国家的经济联系程度不同,各渠道的传导作用也会有所不同。总体来看,在全球经济金融一体化背景下,金融渠道在货币政策国际溢出效应的传导中发挥的作用日益凸显,同时,相较于汇率和贸易渠道而言,金融渠道不仅传导更加迅速,而且引发的后果也更为严重。因此,一国在应对其他国家货币政策调整的溢出效应时,需要重点关注金融渠道的作用,谨防输入性金融风险。

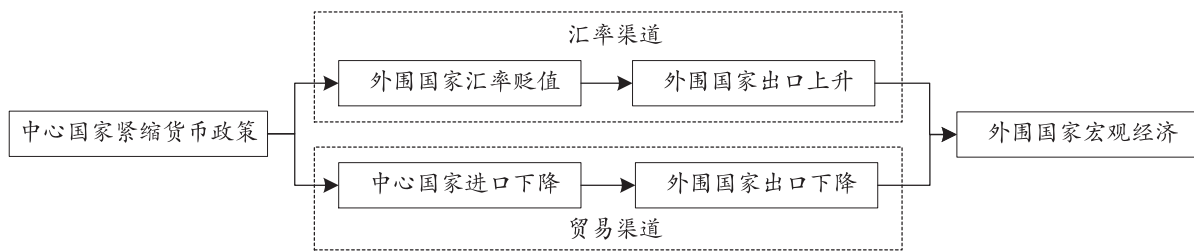


图2 货币政策国际溢出效应传导的汇率和贸易渠道

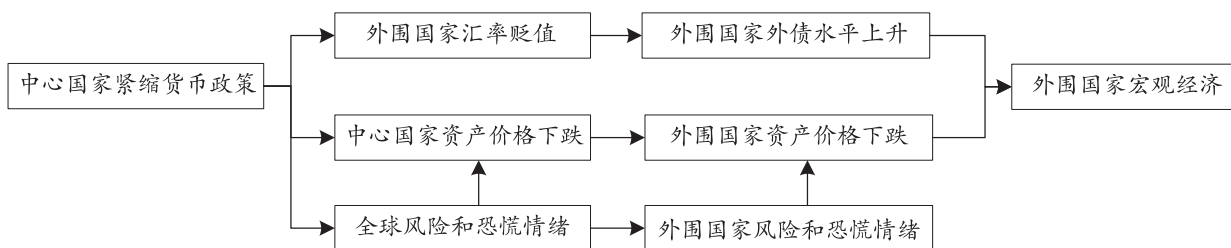


图3 货币政策国际溢出效应传导的金融渠道

## 五、基于货币政策溢出效应的货币政策国际协调研究

政策的国际协调不同于单边情况下的政策制定,是指不同的国家为追求共同的目标而通过协商不断调整各自的政策(Webb, 1990)<sup>[82]</sup>,是各个国家的政策相互作用、相互影响以及相互调整的过程(Wallich, 1984)<sup>[83]</sup>,也是各个国家政府之间在政策施行上的一种合作和承诺(Branson et al, 1990)<sup>[84]</sup>。随着全球经济联动的趋势进一步增强,经济政策的国际协调显得日益重要。Meade(1951)较早研究开放条件下国内均衡与外部均衡的协调问题,认为宏观经济政策不仅要关注内部均衡,实现国内充分就业和经济增长,还要关注外部均衡,保持国际收支的平衡<sup>[85]</sup>。Hamada(1979)研究发现,一方面在固定汇率制下各国商品价格存在联动关系,另一方面在资本完全流动下各国相同类型的债券具有相等的收益率,因而无论是商品价格还是资产价格都是由全球各个国家共同决定的,各国之间应进行政策协调以实现全球价格的稳定<sup>[86]</sup>。货币政策的国际协调与货币政策的国际溢出效应是紧密相关的,因而本文主要关注基于货币政策国际溢出效应的货币政策国际协调研究。

Georgiadis(2016)认为,由于中心国家的货币政策具有全球溢出效应,外围国家会受到不同程度的负面影响,外围国家应通过实施促进贸易一体化、加快国内金融市场开放等积极融入全球经济活动的政策来减轻负面影响,而禁止金融开放、抵制政策协调虽然可能在短期内显著降低所受到的负面影响,但并不利于长期的发展<sup>[87]</sup>。Agénor 和 Pereira(2018)借助纳入金融市场摩擦的多国模型定量分析宏观审慎政策的国际协调,认为自国际金融危机以来主要国家货币政策的调整频率及其国际溢出效应的强度都在增加,应该加强国际清算银行、国际货币基金组织的协调能力,提高各个国家在宏观审慎政策国际协调中的收益<sup>[88]</sup>。Bruni 等(2019)基于主要国家实施非常规货币政策给全球金融稳定带来的威胁,强调货币政策全球协调的重要性,认为各个国家应以正式和良好的沟通方式推进货币政策全球协调战略的实施<sup>[89]</sup>。Di Giovanni 和 Hale(2021)指出,由全球价值链形成的国际分工体系加强了全球生产联系,在此背景下,美国货币政策存在国际溢出网络效应,将通过全球生产联系对全球经济体产生影响,因此货币政策的国际协调是对时代发展需求的顺应<sup>[90]</sup>。此外,少数研究还对货币政策国际协调的实施效果进行了探讨。Clarida(2019)通过构建两国 DSGE 模型研究汇率、货币政策和政策协调的关系,认为各国中央银行的沟通成本在具体实践中可能较大,但由于国家之间的经济关联日益紧密,货币政策国际协调的收益也是十分可观的<sup>[91]</sup>。

目前,关于货币政策国际溢出效应的研究大多是探讨中心国家对外围国家的影响,在这一过程中,中心国家(多以美国、欧元区等发达经济体为代表)充当货币政策工具的调整方,而外围国家(多以新兴经济体为代表)则是政策溢出效应的接受方。一些研究发现,中心国家的货币政策溢出效应会对新兴经济体产生较大的负面冲击。如 Chen 等(2016)和 Anaya 等(2017)的研究表明,美国量化宽松的非常规货币政策帮助发达经济体避免了长期衰退和通货紧缩的发生,而对于新兴经济体的影响则多种多样,总体而言,新兴经济体更易受到发达国家货币政策调整的影响<sup>[11][73]</sup>。Quadrini(2020)的研究也发现,在 2008 年国际金融危机后全球低利率的环境下,新兴经济体不仅没有像工业化国家一样缓解产出下降,反而受到一定程度的负面影响<sup>[92]</sup>。可见,新兴经济体更应该关注货币政策的国际协调问题。

但是,从目前的世界经济发展现实来看,大多数外围国家(包括新兴经济体),并没有与中心国家进行平等的政策协商的实力,因而更多的选择是通过被动改变本国货币政策来尽可能与中心国家的政策保持一致性。Hofmann 和 Takáts(2015)认为世界各国的利率水平具有联动性,当中心国家调整利率时,外围国家也将同方向调整本国的利率,美国短期或长期利率的调整均会引发其他国家相应的利率调整<sup>[93]</sup>。Azad 和 Serletis(2020)的研究发现,美国货币政策的不确定冲击将促使以通货膨胀率为目标的新兴经济体提高利率,而以汇率为目标的新兴经济体则会采取货币贬值策略<sup>[94]</sup>。当然,也有部分学者认为



中心国家的货币政策调整并不会对新兴经济体产生显著的影响,因此新兴经济体不需要过度关注其他国家货币政策的调整(Powell,2018)<sup>[95]</sup>。此外,还有一些学者认为,由于不同国家的经济和政治目标存在较大差异,政策协调可能并非最优的解决方法,而且政策的国际协调需要花费大量的时间和政治成本,因此应在权衡成本与收益的基础上进行政策协调决策(Peters,2018)<sup>[96]</sup>。

近年来,一些研究开始关注货币政策的双向国际溢出效应,进而为货币政策的国际协调提供了新的思路。Miranda-Agrippino等(2020)对中美货币政策的互溢效应进行研究,发现美国货币政策冲击主要通过金融渠道对中国经济产生影响,而中国货币政策冲击主要通过贸易渠道对美国经济产生影响,因此两国可以在这种非对称影响中寻求货币政策协调的均衡点<sup>[97]</sup>。赵星和崔百胜(2020)分析中国货币政策对美国经济的溢出效应,发现中国采用利率规则和货币供应量规则对美国宏观经济的影响存在大小差异,选择利率规则会更加有助于中国实现国内目标,并能够降低对美国宏观经济的影响<sup>[98]</sup>。

总的来看,目前关于货币政策国际协调的研究相对较少。这一方面是由于在现实经济活动中各个国家的货币政策目标存在较大的差异,政策的国际协调存在一定难度(金中夏等,2015;Slobodyan,2018)<sup>[99-100]</sup>;另一方面是因为近年来全球经济下行压力较大,主要国家一直维持低利率政策,货币政策调整的空间较小。

## 六、总结与展望

在全球经济一体化的趋势下,世界各经济体之间的经济活动联系日益紧密,一国货币政策的调整不仅会影响国内的经济状况,也会通过贸易、资本流动、汇率等渠道对他国的经济增长和物价水平等产生冲击。货币政策国际溢出效应的增强不仅要求世界各国在调整货币政策时要考虑本国的政策目标,还要关注货币政策对其他国家经济变量的影响,这就需要加强货币政策的国际协调。本文对货币政策国际溢出效应与国际协调领域的文献进行梳理和归纳,得到以下认识:

关于货币政策国际溢出效应的研究,逐渐从理论模型分析向动态随机一般均衡模型构建和基于经济现实的计量模型实证分析转变。较早的研究主要集中于对国家之间内外部均衡问题的讨论,这类研究为后续的实证分析奠定了坚实的理论基础。目前,对货币政策国际溢出效应的研究主要针对中心国家货币政策调整对新兴经济体(外围国家)宏观经济变量及其他经济变量、对全球金融市场的影响,所采用的研究方法主要是DSGE模型和VAR系列模型。关于货币政策国际溢出效应的传导渠道,以往文献大多认为汇率和贸易是主要渠道,随着世界各国之间经济金融活动联系的日益紧密,与全球经济周期相关的金融渠道逐渐成为近些年研究的重点。从货币政策国际溢出效应的表现来看,大多数研究认为中心国家宽松的货币政策有利于发达经济体的经济增长,但对新兴经济体的影响则存在较大的差异性。此外,中心国家货币政策冲击对全球资本市场的影响也不断增强。对于货币政策国际协调的必要性,相关研究的观点并不统一,多数学者认为随着全球经济联动趋势的进一步增强,进行货币政策国际协调是有利于各国发展的必然趋势,而部分学者认为各国货币政策的目标存在较大差异,且政策协调需要花费大量的时间和政治成本,需要慎重对待货币政策的国际协调问题。

综上所述,关于货币政策国际溢出效应和国际协调的研究成果较为丰富,但仍有以下几点有待进一步拓展和深化:第一,现有研究主要探讨中心国家货币政策变动对外围国家(新兴经济体)的影响,较少考察新兴经济体货币政策的国际溢出效应,而众多新兴经济体在世界经济发展中的地位和作用不断增强,且积极参与全球经济治理,有必要进一步考察货币政策的双向国际溢出效应。第二,金融周期对全球经济的影响不断增大,而目前关于货币政策国际溢出效应传导的金融渠道的研究还不够完善,尤其是对于政策不确定性冲击、全球金融风险传递等的研究较少,需进一步拓展和深化这方面的研究。第三,由于货币政策的国际协调在实践中存在一定难度以及全球经济下行压力较大导致低利率政策下货币政

策调整空间较小,目前对于货币政策国际协调的研究相对缺乏,且对于是否需要加强货币政策国际协调的认识并不统一,也未对政策协调的有效路径进行系统研究,该领域的研究有待加强。

中国学者同样关注中心国家货币政策对中国经济产生的溢出效应及其传导渠道,但总的来说,这方面的研究相对较少且未形成一个完整的框架体系,有待进一步加强,尤其应在以下方面有所突破:第一,随着经济的高质量发展和对外开放水平的不断提高,中国在世界经济发展中的地位、优势、作用不断提高,同时也将更大程度地融入全球经济,货币政策的国际溢出效应必将持续增强,对此,国内学者应积极探索中国货币政策调整对其他经济体的影响及其主要传导渠道;第二,在百年未有之大变局下,国际经济关系不确定性和不稳定性增强,国内学者需要系统地研究应对国外货币政策溢出效应的有效政策工具;第三,在开放环境下,一国货币政策的制定要兼顾国家间货币政策的双向溢出效应,国内学者可以尝试基于货币政策双向国际溢出的情景,在动态随机一般均衡框架中探讨中国货币政策的策略选择以及与其他国家的政策协调路径。

#### 参考文献:

- [1] FLEMING J M. Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates[J]. Staff Papers, 1962, 9(3): 369-380.
- [2] MUNDELL R A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates[J]. Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique, 1963, 29(4): 475-485.
- [3] DORNBUSCH R. Exchange rate expectations and monetary policy[J]. Journal of International Economics, 1976, 6(3): 231-244.
- [4] COOPER R N. The economics of interdependence[J]. The International Executive, 1968, 10(4): 3-5.
- [5] HAMADA K. A strategic analysis of monetary interdependence[J]. Journal of Political Economy, 1976, 4(4, Part 1): 677-700.
- [6] OBSTFELD M, ROGOFF K. Exchange rate dynamics redux[J]. Journal of political economy, 1995, 103(3): 624-660.
- [7] CORSETTI G, PESENTI P. Welfare and macroeconomic interdependence[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001, 116(2): 421-445.
- [8] GALÍ J, MONACELLI T. Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy[J]. The Review of Economic Studies, 2005, 2(3): 707-734.
- [9] AGHION P, BACCHETTA P, BANERJEE A. Financial development and the instability of open economies[J]. Journal of Monetary Economics, 2004, 51(6): 1077-1106.
- [10] GERTLER M, GILCHRIST S, NATALUCCI F M. External constraints on monetary policy and the financial accelerator[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2007, 39(2-3): 295-330.
- [11] CHEN Q, FILARDO A, HE D. et al. Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers[J]. Journal of International Money and Finance, 2016, 67: 62-81.
- [12] ZHANG W. Monetary policy spillovers through invoicing currencies[M]. The University of Chicago, 2018.
- [13] ANTONAKAKIS N, GABAUER D, GUPTA R. International monetary policy spillovers: Evidence from a time-varying parameter vector autoregression[J]. International Review of Financial Analysis, 2019, 65: 101382.
- [14] NSAFOAH D, SERLETIS A. International monetary policy spillovers[J]. Open Economies Review, 2019, 30(1): 87-104.
- [15] VICONDOA A. Monetary news in the United States and business cycles in emerging economies[J]. Journal of International Economics, 2019, 117: 79-90.
- [16] BONCIANI D, RICCI M. The international effects of global financial uncertainty shocks[J]. Journal of International Money and Finance, 2020, 109: 102236.
- [17] BHATTARAI S, CHATTERJEE A, PARK W Y. Global spillover effects of US uncertainty[J]. Journal of Monetary Economics, 2020, 114: 71-89.

- [18] ERVEG C J, GUERRIERI L, GUST C. SIGMA: A new open economy model for policy analysis[J]. *International Finance Discussion Papers*, 2005, 83(1): 1-50.
- [19] BOIVIN J, KILEY M T, MISHKIN F S. How has the monetary transmission mechanism evolved over time? [J]. *Handbook of Monetary Economics*, 2010, 3: 369-422. .
- [20] GERTLER M, KIYOTAKI N. Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis [J]. *Handbook of Monetary Economics*, 2010; 3, 547-599.
- [21] 张炜, 王东一. 大国货币政策溢出效应与资产泡沫调控有效性研究[J]. *世界经济研究*, 2022(1): 90-103+118+136.
- [22] AVDJIEV S, HALE G. US monetary policy and fluctuations of international bank lending [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2019, 95: 251-268.
- [23] BRÄUNING F, IVASHINA V. US monetary policy and emerging market credit cycles [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2020, 112: 57-76.
- [24] 谭小芬, 李兴申. 美国货币政策对新兴经济体宏观审慎监管跨境溢出效应的影响 [J]. *国际金融研究*, 2021(8): 3-12.
- [25] 兰熊. 货币政策冲击影响利率的国际差异分析 [J]. *重庆工商大学学报(西部论坛)*, 2009(1): 79-86.
- [26] LOMBARDI D, SIKLOS P L, XIE X. Monetary policy transmission in systemically important economies and China's impact [J]. *Journal of Asian Economics*, 2018, 59: 61-79.
- [27] CHRISTIANO L J, EICHENBAUM M, EVANS C L. Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? [J]. *Handbook of macroeconomics*, 1999, 1: 65-148.
- [28] CHRISTIANO L J, EICHENBAUM M, Evans C L. Identification and the effects of monetary policy shocks [R]. *Federal Reserve Bank of Chicago*, 1996.
- [29] ROMER C D, ROMER D H. Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz [J]. *NBER macroeconomics annual*, 1989, 4: 121-170.
- [30] CHRISTIANO L J, EICHENBAUM M. Liquidity effects, monetary policy, and the business cycle [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, 27(4): 1113-1136.
- [31] PAGAN A R, ROBERTSON J C. Resolving the liquidity effect [J]. *Review*, 1995, 77.
- [32] FAUST J, LEEPER E M. When do long-run identifying restrictions give reliable results? [J]. *Journal of Business & Economic Statistics*, 1997, 15(3): 345-353.
- [33] KIM S. Do monetary policy shocks matter in the G-7 countries? Using common identifying assumptions about monetary policy across countries [J]. *Journal of international economics*, 1999, 48(2): 387-412.
- [34] KILINC M, TUNC C. Identification of monetary policy shocks in Turkey: A structural VAR approach [Z]. 2014.
- [35] ROMER C D, ROMER D H. A new measure of monetary shocks: Derivation and implications [J]. *American Economic Review*, 2004, 94(4): 1055-1084.
- [36] COIBION O. Are the effects of monetary policy shocks big or small? [J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2012, 4(2): 1-32.
- [37] CLOYNE J, HÜRTGEN P. The macroeconomic effects of monetary policy: A new measure for the United Kingdom [J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2016, 8(4): 75-102.
- [38] CHAMPAGNE J, SEKKEL R. Changes in monetary regimes and the identification of monetary policy shocks: Narrative evidence from Canada [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2018, 99: 72-87.
- [39] MURGIA L M. The effect of monetary policy shocks on macroeconomic variables: Evidence from the Eurozone [J]. *Economics Letters*, 2020, 186: 108803.
- [40] FRANKEL J A, ROCKETT K A. International macroeconomic policy coordination when policy-makers disagree on the model [R]. *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass, USA*, 1986.
- [41] BRYANT R C. *Empirical macroeconomics for interdependent economies* [M]. *Brookings Institution*, 1988.
- [42] POTJAGAILO G. Spillover effects from Euro area monetary policy across Europe: A factor-augmented VAR approach [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2017, 72: 127-147.

- [43] TRUNG N B. The spillover effects of US economic policy uncertainty on the global economy:A global VAR approach[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*,2019,48:90-110.
- [44] 马理,余慧娟.美国量化宽松货币政策对金砖国家的溢出效应研究[J].*国际金融研究*,2015(3):13-22.
- [45] 何国华,彭意.美、日货币政策对中国产出的溢出效应研究[J].*国际金融研究*,2014(2):19-28.
- [46] GERTLER M,KARADI P. Monetary policy surprises,credit costs,and economic activity[J]. *American Economic Journal: Macroeconomics*,2015,7(1):44-76.
- [47] DEGASPERI R,HONG S,RICCO G. The global transmission of us monetary policy[R]. CEPR Discussion Papers,2020.
- [48] POUTINEAU J,VERMANDEL G. Cross-border banking flows spillovers in the Eurozone:Evidence from an estimated DSGE model[J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*,2015,51:378-403.
- [49] KOLASA M,WESOŁOWSKI G. International spillovers of quantitative easing[J]. *Journal of International Economics*,2020,126:103330.
- [50] GEORGIADIS G,JANČOKOVÁ M. Financial globalisation,monetary policy spillovers and macro-modelling:Tales from 1001 shocks[J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*,2020,121:104025.
- [51] 韩景侗,孟凡祥.美联储非线性政策溢出效应及中国货币政策选择模拟[J].*国际金融研究*,2020(9):3-13.
- [52] KOLLMAN R M W. The exchange rate in a dynamic-optimizing current account model with nominal rigidities: A quantitative investigation[M]. *International Monetary Fund*,1997.
- [53] GALÍ J,GERTLER M. International dimensions of monetary policy[M]. *University of Chicago Press*,2010.
- [54] CUSHMAN D O,ZHA T. Identifying monetary policy in a small open economy under flexible exchange rates[J]. *Journal of Monetary economics*,1997,39(3):433-448.
- [55] BORDA P,MANIOC O,MONTAUBAN J G. The contribution of US monetary policy to Caribbean business cycles[J]. *Social and Economic Studies*,2000:225-250.
- [56] ROHIT A K,DASH P. Dynamics of monetary policy spillover:The role of exchange rate regimes[J]. *Economic Modelling*,2019,77:276-288.
- [57] HA J. Financial market spillovers of US monetary policy shocks[J]. *Review of International Economics*,2021,29(5):1221-1274.
- [58] BENIGNO G,BENIGNO P. Designing targeting rules for international monetary policy cooperation[J]. *Journal of Monetary Economics*,2006,53(3):473-506.
- [59] ALBAGLI E,CEBALLOS L,CLARO S. et al. Channels of US monetary policy spillovers to international bond markets[J]. *Journal of Financial Economics*,2019,134(2):447-473.
- [60] STIGLITZ J E,WEISS A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. *The American economic review*,1981,71(3):393-410.
- [61] GERTLER M,BERNANKE B. Agency costs,net worth and business fluctuations:Business cycle theory[M]. *Edward Elgar Publishing Ltd.*,1989.
- [62] GERTLER M,GILCHRIST S. Monetary policy,business cycles,and the behavior of small manufacturing firms[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,1994,109(2):309-340.
- [63] BERNANKE B S,GERTLER M. Inside the black box:The credit channel of monetary policy transmission[J]. *Journal of Economic perspectives*,1995,9(4):27-48.
- [64] BORIO C,ZHU H. Capital regulation,risk-taking and monetary policy:A missing link in the transmission mechanism?[J]. *Journal of Financial stability*,2012,8(4):236-251.
- [65] BJØRNLAND H C,LEITEMO K. Identifying the interdependence between US monetary policy and the stock market[J]. *Journal of Monetary Economics*,2009,56(2):275-282.
- [66] CHRISTOU C,CUNADO J,GUPTA R,et al. Economic policy uncertainty and stock market returns in PacificRim countries: Evidence based on a Bayesian panel VAR model[J]. *Journal of Multinational Financial Management*,2017,40:92-102.
- [67] LAWAL A I,SOMOYE R O,BABAJIDE A A,et al. The effect of fiscal and monetary policies interaction on stock market performance: Evidence from Nigeria[J]. *Future Business Journal*,2018,4(1):16-33.

- [68] CHANG B H, MEO M S, SYED Q R, et al. Dynamic analysis of the relationship between stock prices and macroeconomic variables: An empirical study of Pakistan stock exchange [J]. *South Asian Journal of Global Business Research*, 2019, 8 (3): 229-245.
- [69] ISTIAK K, SERLETIS A. Risk, uncertainty, and leverage [J]. *Economic modelling*, 2020, 91: 257-273.
- [70] REY H. Dilemma not trilemma; The global financial cycle and monetary policy independence [R]. National Bureau of Economic Research, 2015.
- [71] REY H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma [J]. *IMF Economic Review*, 2016, 64(1): 6-35.
- [72] OBSTFELD M. Trilemmas and tradeoffs: Living with financial globalization [C]//The Asian Monetary Policy Forum: Insights for Central Banking, World Scientific Book Chapters, 2021.
- [73] ANAYA P, HACHULA M, OFFERMANN C J. Spillovers of US unconventional monetary policy to emerging markets: The role of capital flows [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2017, 73: 275-295.
- [74] 肖卫国, 兰晓梅. 新一轮美联储加息对中国跨境资本流动溢出效应研究 [J]. *经济学家*, 2017(2): 84-90.
- [75] 吴立元, 赵扶扬, 王忬, 等. 美国货币政策溢出效应、中国资产价格波动与资本账户管理 [J]. *金融研究*, 2021(7): 77-94.
- [76] MORRIS S, SHIN H S. Risk-taking channel of monetary policy: A global game approach [J]. Unpublished working paper, Princeton University, 2014, 24(8): 316-340.
- [77] BRUNO V, SHIN H S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2015, 71: 119-132.
- [78] NEELY C J. Unconventional monetary policy had large international effects [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2015, 52: 101-111.
- [79] HANSON S G, STEIN J C. Monetary policy and long-term real rates [J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(3): 429-448.
- [80] AMMER J, DE POOTER M, ERCEG C J, et al. International spillovers of monetary policy [R]. Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2016.
- [81] IACOVIELLO M, NAVARRO G. Foreign effects of higher US interest rates [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2019, 95: 232-250.
- [82] WEBB M C. International coordination of macroeconomic adjustment policies, 1945-1989 [D]. Stanford University, 1990.
- [83] WALLICH H C. Institutional cooperation in the world economy [J]. *The world economic system: Performance and prospects*, 1984: 85-99.
- [84] BRANSON W H, FRENKEL J A, GOLDSTEIN M. International policy coordination and exchange rate fluctuations [M]. University of Chicago Press, 1990.
- [85] MEADE J E. The balance of payments [R]. London and New York, 1951.
- [86] HAMADA K. Macroeconomic strategy and coordination under alternative exchange rates [J]. *International Economic Policy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1979: 292-324.
- [87] GEORGIADIS G. Determinants of global spillovers from US monetary policy [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2016, 67: 41-61.
- [88] AGÉNOR P, PEREIRA DA SILVA L A. Financial spillovers, spillbacks, and the scope for international macroprudential policy coordination [J]. *BIS Paper*, 2018(97).
- [89] BRUNI F, SERRATE J S, VILLAFRANCA A. The quest for global monetary policy coordination [J]. *Economics*, 2019, 13(1).
- [90] DI GIOVANNI J, HALE G. Stock market spillovers via the global production network: Transmission of US monetary policy [R]. National Bureau of Economic Research, 2021.
- [91] CLARIDA R. The global factor in neutral policy rates: Some implications for exchange rates, monetary policy, and policy coordination [J]. *International Finance*, 2019, 22(1): 2-19.

- [92] QUADRINI V. The impact of industrialized countries' monetary policy on emerging economies[J]. IMF Economic Review, 2020,68:550-583.
- [93] HOFMANN B, TAKÁTS E. International monetary spillovers[J]. BIS Quarterly Review, 2015.
- [94] AZAD N F, SERLETIS A. Monetary policy spillovers in emerging economies[J]. International Journal of Finance & Economics, 2020,25(4):664-683.
- [95] POWELL J H. Monetary policy influences on global financial conditions and international capital flows[Z]. Board of Governors of the Federal Reserve System(US), 2018.
- [96] PRTERS B G. The challenge of policy coordination[J]. Policy Design and Practice, 2018,1(1):1-11.
- [97] MIRANDA-AGRIPPINO S, NENOVA T, REY H. Global footprints of monetary policies [R]. CFM, Centre for Macroeconomics, 2020.
- [98] 赵星, 崔百胜. 中国货币政策对美国的溢出效应研究——基于两国开放经济 DSGE 模型的分析[J]. 中国管理科学, 2020(7):77-88.
- [99] 金中夏, 洪浩. 国际货币环境下利率政策与汇率政策的协调[J]. 经济研究, 2015(5):35-47.
- [100] SLOBODYAN S. Pitfalls of Coordination? [J]. International Journal of Central Banking, 2018,14(3):337-346.

## Research Progress on the International Spillover Effect and International Coordination of Monetary Policy

MA Zhen-yu

(School of International Trade and Economics, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China)

**Abstract:** With the continuous enhancement of the correlation of economic activities in various countries in the world, the impact of changes in a country's monetary policy on the economic and social development of other countries has become more and more significant, and the coordination of monetary policies between countries has become more and more important. In this context, studies on the international spillover effects of monetary policy are increasingly abundant, and the international coordination of monetary policy is gradually attracting attention. This paper reviews and prospects the literature on international spillover effects and international coordination of monetary policy.

From the perspective of the development process of international spillover effect research on monetary policy, before 1990, the relevant research was mainly based on macroeconomic models and game theory under open conditions for theoretical discussion. From 1990 to 2000, most of the research began to explore the transmission mechanism and channel of the international spillover effect of monetary policy with the help of dynamic stochastic general equilibrium models and economic econometric models. After 2000, more and more researches applied the theory to the explanation of real economic problems, especially focusing on the spillover effects of monetary policy in central countries. From the perspective of research methods on the international spillover effects of monetary policy, most of the relevant researches obtain exogenous monetary policy shocks by controlling the endogenous changes in monetary policy, and the mainstream research methods have gradually shifted from pure theoretical analysis based on MFD models to empirical analysis based on VAR series models and DSGE model analysis with a consistent framework. From the perspective of the transmission channels of the international spillover effect of monetary policy, most of the early literature believes that exchange rate and trade are the main channels. With the advancement of global economic and financial integration, the role of financial channels has become increasingly prominent, and financial channels not only have a faster



transmission process but also have more serious consequences compared with exchange rates and trade channels, thus becoming the focus of research in recent years. Due to the difficulty of international coordination of monetary policy in practice and the small space for monetary policy adjustment under greater economic downward pressure, there are relatively few studies on the international coordination of monetary policy, and the views of related research are not unified. Most scholars believe that with the continuous enhancement of the trend of world economic linkage, the international coordination of monetary policy is an inevitable trend and is conducive to the economic development of countries around the world, while some scholars argue that the issue of international monetary policy coordination needs to be treated with caution because policy coordination requires time and political costs.

The existing research has achieved fruitful results, but it still needs to be further deepened and expanded: first, most of the literature only examines the one-way spillover effect of the monetary policy of the central country on the peripheral countries (emerging economies), and it is necessary to further examine the two-way international spillover effect of monetary policy; second, the research on financial channels is not perfect enough, especially the research on the impact of monetary policy uncertainty and the transmission of global financial risks is less, and related research needs to be deepened; third, there are few studies on the international coordination of monetary policy and the views are not unified, especially the lack of systematic research on the effective path of policy coordination, and related research needs to be strengthened. Chinese scholars should strengthen their research in this field, especially to make breakthroughs in the international spillover effects of China's monetary policy and its transmission channels, effective policy tools to deal with the spillover effects of foreign monetary policies, and the promotion of international coordination of monetary policies.

**Key words:** monetary policy shock; international spillover effect; international policy coordination; spillover effect transmission channel; central countries; emerging economies

**CLC number:**F821.0      **Document code:**A      **Article ID:**1674-8131(2022)02-0063-15

(编辑:刘仁芳)

## 声 明

本刊已许可中国学术期刊(光盘版)电子杂志社在中国知网及其系列数据库产品中以数字化方式复制、汇编、发行、信息网络传播本刊全文;同时,本刊为《国家哲学社会科学学术期刊数据库》《万方——数字化期刊群》《中文科技期刊数据库》《科技论文在线》《超星数字图书馆》《国研网》《龙源期刊网》《教育阅读网》《博看网》等数据库全文收录期刊(其中《国研网》为选择性收录),论文在本刊发表后将通过上述数据库传播。

文章凡经本刊选用,即视为作者同意本刊代理该作品电子版的信息网络传播权,并且本刊有权授权其他机构进行该作品电子版信息的网络传播。

作者向本刊提交文章发表的行为即视为同意本刊上述声明。若作者不同意其作品收录入上述或其他数据库,请在来稿时说明,我们可做相应处理。

西部论坛编辑部