

分类号 F11-0/47
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 美联储货币政策溢出效应研究
——以欧元区、日本与中国为例

研究生姓名: 魏念春

指导教师姓名、职称: 雷兴长 教授

学科、专业名称: 理论经济学 世界经济

研究方向: 区域经济一体化

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：魏念春 签字日期：2021.5.15

导师签名：雷岩 签字日期：2021.5.25

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：魏念春 签字日期：2021.5.15

导师签名：雷岩 签字日期：2021.5.25

Research on the spillover effect of the monetary policy of the Federal Reserve

——Take the Euro Area , Japan and China for
example

Candidate :Wei Nianchun

Supervisor:Lei Xingchang

摘 要

美联储是全球最大最重要的中央银行。在世界经济国际化、一体化背景下，美联储货币政策对全球金融业和国际金融市场变化，以及各经济体央行货币政策制定具有重大影响。全球金融危机之后，美联储货币政策发生了重大变化，采取了一些非常规性货币政策，对欧洲央行、日本央行和中国人民银行的货币政策都有不同程度的影响。

文章采用向量自回归（VAR）模型，研究了美联储货币政策对三个经济体的溢出效应。结果显示，美联储货币政策对三个经济体的溢出效应存在差异。美联储货币政策对欧元区经济存在明显溢出效应，对日本经济的溢出效应有变小趋势，对中国存在有限溢出效应。

文章认为，各主要经济体央行应保持稳健货币政策和审慎态度并保持足够的货币政策空间。各主要经济体央行应进行货币政策合作，做好退出非常规性货币政策长期合作。美联储应该在恰当时机稳步退出非常规性货币政策。

关键词：美联储 货币政策 溢出效应

ABSTRACT

The Federal Reserve is the largest and most important central bank in the world. Under the background of the internationalization and integration of the world economy, the monetary policy of the Federal Reserve has a significant impact on the changes of the global financial industry and international financial markets, as well as the monetary policy-making of central banks. After the global financial crisis, the monetary policy of the Federal Reserve has undergone significant changes. It has adopted some unconventional monetary policies, which have different degrees of impact on the monetary policies of the Bank of Japan, the Central Bank of the euro zone and the people's Bank of China.

This paper uses the vector autoregressive (VAR) model to study the spillover effect of the Fed's monetary policy on the three economies. The results show that the spillover effects of the Federal Reserve monetary policy on the three economies are different. The monetary policy of the Federal Reserve has obvious spillover effect on the economy of the euro area, the spillover effect on the economy of Japan tends to be smaller, and the spillover effect on China is limited.

According to the research results, this paper believes that the central banks of major economies should maintain a prudent monetary policy and a prudent attitude, and maintain sufficient monetary policy space. They should carry out monetary policy cooperation, and do a good job of long-term cooperation in withdrawing from unconventional monetary policy. The Fed should steadily withdraw from unconventional monetary policy at the right time.

Key Word:The Fed; Monetary Policy ;Spillover Effect;

目 录

1.绪论	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
1.2 文献综述.....	4
1.2.1 有关货币政策溢出效应内涵研究.....	5
1.2.2 有关货币政策溢出效应计量方法研究.....	5
1.2.3 有关货币政策溢出效应传递渠道研究.....	7
1.3 研究内容、方法及框架.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	8
1.4 研究可能存在的创新.....	8
2.美联储货币政策发展现状	10
2.1 美联储常规性货币政策演变与现状.....	10
2.2 美联储非常规性货币政策演变与现状.....	12
2.2.1 结构型非常规货币政策工具.....	12
2.2.2 向市场提供安全资产.....	13
2.2.3 加强与公众之间的沟通.....	13
2.3 美联储货币政策目标.....	14
2.3.1 稳定就业.....	14
2.3.2 稳定物价.....	14
2.3.3 稳定增长.....	15
2.4 本章小结.....	16
3.美联储、欧洲央行、日本央行与中国人民银行货币政策比较	17
3.1 各央行货币制度比较.....	17
3.1.1 美联储制度.....	17
3.1.2 欧洲央行制度.....	18

3.1.3 日本央行制度.....	18
3.1.4 中国人民银行制度.....	19
3.1.5 各经济体央行制度比较小结.....	19
3.2 各央行货币政策目标比较.....	19
3.2.1 美联储货币政策目标.....	19
3.2.2 欧洲央行货币政策目标.....	20
3.2.3 日本央行货币政策目标.....	20
3.2.4 中国人民银行货币政策目标.....	21
3.3 各央行货币政策工具的比较.....	21
3.3.1 美联储货币政策工具.....	21
3.3.2 欧洲央行货币政策工具.....	23
3.3.3 日本央行货币政策工具.....	24
3.3.4 中国人民银行货币政策工具.....	25
3.4 本章小结.....	27
4.美联储货币政策溢出效应实证分析	29
4.1 美联储货币政策溢出效应计量模型与计量过程.....	29
4.1.1 美联储货币政策溢出效应计量模型与数据选取.....	29
4.1.2 美联储货币政策溢出效应计量模型.....	31
4.1.3 美联储货币政策溢出效应计量过程.....	31
4.2 美联储货币政策溢出效应计量结果分析.....	32
4.2.1 模型及变量检验结果分析.....	32
4.2.2 欧元区方差分解与脉冲响应结果分析.....	33
4.2.3 日本方差分解与脉冲响应结果分析.....	36
4.2.4 中国方差分解与脉冲响应结果分析.....	38
4.3.美联储货币政策溢出效应变化分析.....	41
4.3.1 美联储货币政策溢出效应变化分析方法.....	41
4.3.2 美联储货币政策溢出效应变化结果分析.....	41
4.4 本章小结.....	47
5.政策建议与研究展望	50

5.1 各主要经济体央行应保持稳健货币政策和审慎态度.....	50
5.2 各主要经济体央行应保持足够货币政策空间.....	50
5.3 各主要经济体央行应进行货币政策合作.....	51
5.4 各主要经济体要做好退出非常规性货币政策长期合作.....	51
5.5 美联储要参考全球经济状况退出非常规性货币政策.....	52
5.6 研究展望.....	52
参考文献	54
后记.....	58

1. 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

作为美国的中央银行，美联储可以通过货币政策对美国国内经济产生影响，而在影响国内经济的同时，美联储货币政策亦对国际资本市场和全球流动性产生影响。而美联储又作为最重要的全球流动性控制源，其可以通过美元霸权地位与世界货币属性，从而对国际资本和全球流动性产生重要影响，其货币政策溢出效应就是在这种国际资本和全球流动性变动对其它经济体的宏观经济影响中表现出来的。在全球经济一体化进一步深化的条件下，美联储货币政策变化引起其它主要经济体央行从各方面采取相应的货币政策，来应对美联储货币政策溢出效应可能产生的一些负面影响。

(1) 金融危机时美联储货币政策对欧洲央行、日本央行与中国人民银行的货币政策影响

从 2008 年金融危机发生到 2014 年，为应对全球金融危机冲击，美联储采用非常规性货币政策，推出三轮量化宽松（QE）政策并通过前瞻性指引对经济加以引导。受美联储影响，日本央行亦采用非常规性货币政策向市场释放流动性。2009 年 1 月 22 日开始，日本央行直接在一级交易市场上购买商业票据（CP）和公司债券（CB）。欧洲央行（ECB）亦采用非常规性货币政策结构性货币政策工具，向特定领域定量输送流动性支持。参考美联储货币政策创新，中国人民银行也推出中期借贷便利（MLF）、短期流动性调整（SLO），加强对金融市场的中期与短期流动性控制。

有数据显示，在实施非常规性货币政策应对金融危机时，美联储资产负债表规模在 2008 年表现出直线上涨趋势。此时正值美联储采取规模空前的非常规性货币政策，其通过向市场释放超大量流动性来拯救危机下的美国经济。2014 年美联储有过短暂的紧缩操作，但资产负债表规模不降反升。长期的扩张性操作直接导致美联储资产负债规模一直居高不下。2008 年之后日本央行资产负债表规模也迈开稳步增长的步伐，并于 2019 年一度超过美联储，其资产负债表规模远超日本经济稳定增长的正常流动性需求，此时日本非常规性货币政策力度达到了

前所未有的宽松程度。同样遭遇全球金融危机之时，欧洲央行资产负债表规模亦有迅猛增长迹象，2012年欧洲债务危机又使之有所增长。也仅在2015年欧洲央行资产负债表规模才表现出较小缩减迹象。但随着美联储加息与英国脱欧公投和贸易摩擦等因素冲击，欧洲央行重新开启量化宽松的操作使得其资产负债表规模随即进一步扩大。空前宽松的货币政策力度，也终于传染到了欧洲大陆。受美联储非常规性货币政策影响，中国人民银行保持审慎态度，根据市场流动性需求适量引入部分非常规性货币政策，其资产负债表规模在合理幅度内表现出有限浮动。

（2）新冠疫情下美联储货币政策对欧洲央行、日本央行与中国人民银行的货币政策影响

新冠疫情发生后，美联储又一次在全球范围内掀起非常规性货币政策浪潮，导致国际市场上超大量流动性海啸来势汹汹。美联储将常规性政策非常规使用，还进一步启用超常规货币政策。美联储利用特殊工具避过《美国联邦储备法案》规定，直接在一级交易市场上购买债券并贷款支持企业和居民部门。美联储还提供额外信贷扶持政策以支持实体经济。为缓解离岸美元流动性压力，最大化保护美元资产，美联储多次进行货币互换与资产互换操作。

受新冠疫情冲击，美联储货币政策发生了变化。同样受疫情影响的欧洲央行和日本央行，也在美联储带动下调整了货币政策。欧洲央行和日本央行在保持低水平利率条件下，又一次加大了流动性的释放力度。

为应对新冠疫情的影响，维持金融市场运行，缓解危机对实体经济的冲击，欧洲央行加大了非常规性货币政策力度，启动大流行紧急长期再融资（PELTRO）工具，欧洲央行通过再贷款向银行提供流动性来支持企业和家庭。大流行紧急购买计划（PEPP）工具则是，向整个市场流动性做出有效保障，降低了流动性传递过程中的风险。欧洲央行还将2020年的大流行紧急购买计划目标提高到7500亿欧元的规模，并额外增加了资产购买计划净购买额度1200亿欧元。数据显示，2020年第2季度，欧洲央行资产负债表规模再现猛增痕迹，基准利率则处于零水平，实际利率则属于负水平。

在日本央行货币政策委员会公开发布会上，日本央行行长黑田东彦表示，早在2019年年底疫情前日本经济就表现出疲软姿态。2020年初，受新冠疫情影响，

中小企业财务压力再一次增大。为减轻中小企业财务压力，恢复中小企业经营状况，日本央行再一次加大量化宽松货币政策（QQE）力度。日本央行将交易所交易基金（ETFs）目标年购买量提高至 12 万亿日元并将公司债券的年目标购买量提高至 4 万 2 千亿日元，还将商业票据年目标购买量上限提高至 3 万 2 千亿日元以及将日本房地产投资信托基金（J-REITs）目标提高至 1800 亿日元。单从日本央行上述操作的总量来看，上述目标操作总量甚至超过了 2020 年日本 GDP 的 3.5%。除了这些巨额操作之外，日本央行还设立金融支援特别计划以及加大美元流动性供给等操作。数据显示，2020 年日本央行资产负债表规模按 2019 年增速稳定增长，目前处于历史最高位。同时日本处于负区间的零水平利率也创造了基准利率的历史新低。

新冠疫情期间，中国人民银行推出 3000 亿人民币再贷款来支持疫情防控工作，其资产负债表规模与市场利率等数据均在合理区间内变化。中国人民银行一如既往地保持着充足的货币政策空间。

在多个外部冲击中，各经济体央行一直致力于解决不断出现的经济问题，从而维持着经济的健康发展。目前，新冠疫情给各经济体带来的影响还在继续，在疫情期的抗疫助力和疫情后的经济恢复工作中，各经济体央行任重而道远。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

理论上，只有完全封闭的经济体间才不会存在货币政策溢出效应，而现实中大部分经济体都是处于半开放半封闭的状态。作为世界经济最重要的流动性控制阀，可以说美联储货币政策的溢出效应是无处不在的。美联储货币政策存在溢出效应的条件下，其它经济体央行有能力保护内部经济的平稳运行，但也只能通过货币政策调整与相关政策约束条件来削弱美联储货币政策溢出效应可能存在的负面影响，而不能完全抵消这种溢出效应。

对开放条件下的货币政策进行研究，有助于拓展货币与货币政策的内涵问题研究。美联储货币政策溢出效应问题一直是开放条件下货币政策领域的研究热点，对美联储货币政策溢出效应的研究有助于开放条件下国际经济关系的深入研究。对美联储货币政策溢出效应的作用渠道研究，可以对传统研究提出的传递渠道进行定量验证和拓展。

(2) 现实意义

目前美元仍然是美国行使世界霸权的重要工具，美联储通过控制美元长期影响着世界经济。用近 20 年的数据，将美联储资产负债表规模与美国、欧元区、日本和中国的 GDP 做协整检验，结果如图 4.1 所示，美联储货币政策与四大经济体的 GDP 存在显著协整关系，这说明，在长期内，美联储货币政策对四大经济体存在显著影响。

全球金融危机之后，美联储、欧洲央行、日本央行与中国人民银行的货币政策表现出相同的变化趋势。金融危机之后，四大经济体基准利率均有所降低。除了中国，其它三大经济体基准利率长期维持低水平。只有在 2015 年至 2020 年初这段时间，美国基准利率处于零水平之上。受新冠疫情影响，目前其基准利率又一次“跳水”至“零水平”。长期内，美国、日本与欧元区三大经济体基准利率处于低水平状态，这充分说明，在 2008 年金融危机后，美联储、欧洲央行与日本央行在长时间内都处于较小的常规性货币政策操作空间之内；而美联储、欧洲央行与日本央行资产负债表规模数据则说明，三者均以力度较大的非常规性货币政策为主。

美联储应对金融危机的货币政策奉行“美国优先”，美联储的种种操作对全球经济产生了巨大负外部性，众多学者对此提出批评与强烈反对。中国正处于历史的新起点，面临充满机遇与风险的外部环境。在全球主要经济体中，只有中国已经成功控制住新冠疫情，而其它主要经济体仍饱受新冠疫情困扰。值此关键时刻，美联储为应对新冠疫情又推出超级宽松的货币政策。无论对处于历史新起点的中国，还是仍然处于新冠疫情影响下的其它主要经济体来说，研究美联储货币政策溢出效应是一个充满现实意义的重要课题。

首先，对美联储货币政策溢出效应进行研究，有助掌握美联储货币政策框架的演变历程与未来的发展趋势；其次，通过测算美联储货币政策对主要经济体宏观变量的不同影响及其变化，可以对美联储货币政策溢出效应及其未来趋势做出预测；还有，通过研究美联储货币政策溢出效应，可以探明全球经济一体化的深入程度及全球合作的重要性；最后，对美联储货币政策溢出效应进行研究，还有助于决策者理解并把握主要经济体货币合作的机制与政策重点。

1.2 文献综述

1.2.1 有关货币政策溢出效应内涵研究

1910—1930 年间，霍特里（Hawtrey）做了有关经济周期货币因素的研究，他认为经济周期受货币因素影响。他提出的纯货币理论，将宏观经济周期的货币因素提高到理论共识层面。随后的研究证明了经济体的货币政策会对贸易对象有明显的影响。

米德（1951）发现，在一定程度上，两国的经济政策会存在一致性，米德选择用经济政策一致性模型去解释此观点。1968 年，美国经济学家库珀（Cooper）在米德的研究基础之上，对国际间的依存问题与宏观经济政策的溢出效应进行研究，并在总结前人的大量研究基础上首次就国际经济相互依赖的本质做了系统的阐述。

1976 年，另一位经济学家开始将宏观政策的溢出效应研究视野转向货币政策领域，这个人就是哈马达(Hamada)。哈马达以瓦尔拉斯一般均衡理论与一价定律理论为基础，做了货币政策溢出效应研究。他认为别国的货币政策会通过影响本国价格与本国收入对本国产生溢出效应。哈马达（1976）认为，经济体央行的货币政策存在溢出效应，是由国际间相互依存的关系决定的。

综合米德、库珀与哈马达的观点，货币政策溢出效应内涵为国际经济依存关系的条件下，经济体货币政策在国际范围内产生的外部性。货币政策溢出效应是倡导国际政策合作的一个理念。

1.2.2 有关货币政策溢出效应计量方法研究

货币政策溢出效应是一个复杂的宏观总量问题，所以在研究的时候，需要选用系统性综合性比较强的计量模型。选择 VAR 模型就是一种可行的做法，通过阅读近几年的文献得知，近几年来 VAR 模型是一种被广泛应用的计量方法

大量学者的研究视野首先聚集在美联储的广泛影响上。基姆（KIM）和鲁比尼（Roubini）2000 年就做了相关研究。二位学者采用结构向量自回归（SVAR），对美联储货币政策的溢出效应做出了验证，他们认为这种溢出效应仅仅是有限的。崔百胜和高崧耀（2019）则通过建立面板条件同质性向量自回归模型（PCHVAR），从货币政策传递过程的影响因素考虑，将影响货币政策溢出效应的外生因素与共同因素都归纳到一个系统的模型中，考察了 G20 内部货币政策作用的对称性与同质性问题，而这种非对称性与一致性被研究证明是的确存在

的。李婧和高明宇（2019）采用动态面板向量自回归模型（PVAR），研究了2014年至2018年间联邦基金利率变化对16个发达经济体与23个新兴经济体产生的溢出效应，结果表明，美联储在实施紧缩性货币政策的时候，16个发达经济体与23个新兴经济体具有不同的表现。

第二，中国学者将研究目标放到了中国的身上，以中美为研究对象，对美联储对中国的货币政策溢出效应进行了丰富的研究。陈建宇和张谊浩（2019）采用结构向量自回归（SVAR）模型，用短期利率与美联储资产负债表规模来分别描述价格型与数量型货币政策，研究了从2014年美联储开始退出非常规性货币政策以来，数量型和价格型货币政策变化对中国宏观经济的影响。郭栋（2019）采用全局向量自回归（GVAR）模型，研究了2年期与10年期美国国债利率对美、欧、日、中四个经济体宏观经济的影响，之后又采用时变向量自回归（TVP-VAR）模型，研究了四个经济体十年期国债利率的联动性，发现10年期美债利率具有更明显的联动作用。郭建娜（2020）以中美为研究对象，采用了随机波动时变参数向量自回归（TVP-VAR-SV）模型进行研究，她认为美联储货币政策会影响中国人民银行货币政策目标且其作用机制会随时间变化。

第三，国内学者们将研究视线转向其它主要经济体央行。崔百胜和葛凌清（2019）运用全局向量自回归（GVAR）模型，采用短期利率与货币供给量分别表示价格型货币政策与数量型货币政策。首先建立单个国家的VAR模型，之后通过外贸数据矩阵将研究对象联系起来，再加上全球共同变量，构成了全局向量自回归模型，结果表明，中国利率政策对美、日两国GDP影响一致。郭红玉、张运龙（2016）采用马尔科夫区制转移向量自回归（MSVAR），研究了日本央行货币政策溢出效应，应用资产定价模型从理论上说明货币政策的资产平衡传递渠道并用实证验证了日本央行对中国的溢出效应的确存在。张蓉（2019）分两步研究了全球流动性对中国的影响，首先应用因子分析法对影响流动性的三大机制进行分析，将因子分析结果引入附加符号因子分析和带有随机波动的时变参数因子增强向量自回归（TVP-SV-FAVAR）模型，实证结果表明基础货币作用与商业银行作用和金融市场作用三大机制都会对中国宏观经济产生明显影响。

第四，国内学者从货币政策对金融市场的溢出效应来进行研究。唐旭茂（2015）以中美为对象，采用结构向量自回归（SVAR）模型进行研究，他认为

美联储货币政策对中国股票市场与债券市场和信贷市场具有不同的影响。马理和彭承亮（2019）以美联储的加息政策为研究对象，建立多个时变参数向量自回归（TVPVAR）模型，研究了美联储货币政策可能存在的溢出效应。

其它的计量方法有动态随机一般均衡模型（DSGE）、自回归条件异方差模型（GARCH）等。还有人引用“影子价格”数据来做文章。马理和尤阳（2019）在描述货币政策变量时，用影子利率作为替代变量避开了非常规性货币政策的宏观条件（流动性陷阱），有效地测算了欧洲央行货币政策的溢出效应。

综合上述研究，文章认为货币政策溢出效应的计量方法多种多样，而近年来大多数的研究大都是以VAR模型及其衍生模型为主的宏观总量分析。VAR模型与方差分解和脉冲响应分析一起，在研究货币政策溢出效应大显身手。针对不同的研究要求，VAR衍生模型可以解决复杂的时变非线性相关关系研究，为愈加纷繁的宏观经济条件下，货币政策的复杂关系研究做了厚实的铺垫。

1.2.3 有关货币政策溢出效应传递渠道研究

货币政策溢出效应的传递渠道是指开放条件下货币政策产生外部性的具体理论作用机制。综合之前总量领域的研究，大量的研究内容主要涉及的传递渠道都集中于利率渠道与汇率渠道和贸易渠道这三个传递渠道。在这三个传递渠道中最主要的传递渠道为汇率渠道与利率渠道。利率渠道主要是通过影响其它经济体的实际利率水平与资产价格来传递的；同样，汇率渠道也是通过影响其它经济体的实际汇率来进行传递。目前，美联储货币政策溢出效应的研究较多，但能将货币政策溢出效应与国际政策合作联合起来的分析却略显不足。总之，货币政策溢出效应传递渠道研究是在各主流理论模型的基础上选择变量，并围绕货币政策对金融市场与宏观市场的溢出效应展开的。针对金融市场的研究主要是以国际短期资本在利率、汇率传递渠道中的传导研究为主；而针对宏观市场的溢出效应则是，结合回归分析的结果从理论上存在的传递渠道进行分析的。

诸多的研究都是通过不同角度，在模型与变量选择上做文章，而没有对货币政策本身及其近年来发生的变化进行研究。本文在对美联储货币政策的研究基础上采用向量自回归（VAR）模型对美联储货币政策溢出效应进行研究。

1.3 研究内容、方法及框架

1.3.1 研究内容

文章在第一章节对已有文献进行梳理，从概念与研究方法角度进行整理综述，结合本文的研究对象，根据主要参考文献，确认文章的研究目的与研究方法。

文章的第二章节与第三章节主要对美联储货币政策演变与现状进行研究，并对美联储、欧洲央行、日本央行和中国人民银行的货币政策进行比较分析，比较得出各经济体央行货币政策的异同，为之后的定量研究与政策建议做好铺垫。

文章的第四章节继续针对研究对象选取适合的计量模型与描述变量进行计量分析，得到货币政策溢出效应以及其随着时间而产生的变化。

文章第五章节在美联储货币政策溢出效应的计量分析结果上根据已有的政策和美联储货币政策发展趋势提出适宜的政策建议。

1.3.2 研究方法

文献研究法：文章采取文献研究法对有关研究进行整理，根据已有研究确认本文的研究方法与主要内容。文章通过结合已有相关文献，对美联储货币政策演变及其现状进行定性描述，并将美联储与各央行进行比较得出异同。基于计量结果，文章结合已有文献并根据各经济体政策演变及发展趋势提出政策建议。

描述性统计：文章通过通过获取的宏观数据对四大经济体的宏观经济与货币政策进行描述性统计；利用时间序列数据进行定量研究，并对研究结果进行描述性统计展示。

定量研究法：文章采用定量研究法为主，文献研究法为辅，结合二者，对于美联储货币政策溢出效应进行深入研究。采用向量自回归（VAR）计量模型对货币政策溢出效应进行定量研究，其中采用双重差分的思想设立对照组来研究美联储货币政策溢出效应及其变化。

1.4 研究可能存在的创新

本文采用美联储资产负债表规模数据来表示美联储货币政策，这样能更好的描述美联储非常规性货币政策的力度和美联储的主观意愿；在危机期间货币政策传递渠道受阻，实际货币乘数变小，用 M2 表示货币政策会低估美联储货币政策的力度，而用美联储资产负债表来表示美联储货币政策就可以剔除货币乘数对广义货币供给量 M2 的影响。

本文创新地利用双重差分的思想设置对照组进行研究。具体是将数据分为两个窗口进行 VAR 分析，两组结果进行对比，通过比较分析得出美联储货币政策

溢出效应的变化。这样可以在简单的模型基础上将美联储货币政策溢出效应变化测算出来。

2. 美联储货币政策发展现状

文章认为，因为“流动性陷阱”的存在，货币政策才被分为常规性与非常规性。

其一，常规性货币政策与非常规性货币政策在宽松程度与操作灵活度方面具有较大差异。“流动性陷阱”的出现使得货币政策的宽松程度与操作灵活度发生了变化，即“流动性陷阱”使得常规性货币政策转变成为非常规性货币政策。

其二，从货币政策发展过程来看，当全球金融危机发生之后，经济增长的长期预期恶化且实际利率居高不下，美联储货币政策传递渠道受阻，市场资本价格体系失效，“流动性陷阱”问题出现，常规性货币政策失效，非常规性货币政策才登上世界范围的舞台。从发展过程来看，由于金融危机中的“流动性陷阱”问题的出现，货币政策才会有危机前的常规性与危机后的非常规性之分。

其三，非常规性货币政策可以解决“流动性陷阱”问题。强力度的非常规性货币政策可以引导甚至改变人们的预期，在危机中帮助降低实际利率，从而疏通常规性货币政策传递渠道，拯救经济于危机之中。而这些是常规性货币政策所做不到的。

其四，从货币政策的本质和操作流程来看，非常规性货币政策就是力度较大，操作灵活的非常规化的一般货币政策。事实上，“量化宽松”、“质化宽松”与“无限量 QE”等非常规货币政策本质上是按货币政策宽松程度来进行的分类的。全球金融危机中的“流动性陷阱”问题确实对主要发达经济体央行的货币政策宽松程度，及其货币政策操作灵活度产生了巨大的影响。而在 2008 年金融危机后期，美国货币政策传递渠道恢复，美联储货币政策又从非常规性转为了常规性。

综上所述“流动性陷阱”使得货币政策发生了质的变化，“流动性陷阱”将货币政策划分为常规性货币政策与非常规性货币政策。

2.1 美联储常规性货币政策演变与现状

经过长期的政策实践，美联储分别将公开市场操作、再贴现贷款与准备金要求制度设为自己的常规性货币政策。

公开市场操作是指，联邦公开市场委员会（FOMC）通过在一级市场与二级市场上参与债券与票据的买卖来控制市场中基础货币量，在货币乘数的作用下控制市场的货币供给量。20 世纪 20 年代金本位时期，美联储在买卖债券时意外发

现这个有效的流动性控制操作，但有规则的公开市场操作货币政策是后来才受到重视的。

再贴现政策是指，商业银行可以折价出售自己持有的未到期的资质合格债券，向美联储的 12 家地方储备银行申请临时流动性，以满足自己的短期流动性需求。美联储可以通过控制这种折价率，即再贴现率，进而通过控制银行流动性，间接控制市场流动性。

准备金制度是指，为应对短期流动性波动与系统性波动，联储银行按理事会要求将商业银行与存款机构的部分负债控制在联储银行的账户上，这个最低比例要求就是法定存款准备金率。美联储可以通过控制法定存款准备金率来限制银行部分负债进而影响货币供给乘数，从而起到控制到信贷市场运行的作用，由此来对市场中的流动性产生较大影响。

公开市场操作方面，公开市场委员会先公布联邦基金利率目标区间，并依靠回购与逆回购等短期公开市场操作和长期买卖等长期公开市场操作，将联邦基金利率控制在承诺的目标区间内。20 世纪 80 年代之后的二十年，欧美国家经济增长稳定，美国股票市场长期保持牛市，而又伴随着稳定的温和通胀，所以这稳定增长的 20 年被学者称为大缓和（Great Moderation）时期。由于其易操作、效果灵敏等优点，美联储在这个时期更常用的是公开市场操作。美联储通过在一级批发市场与二级交易市场上买卖债券控制基础货币供给量，基础货币供给量变化通过货币供给乘数效应影响市场中的流动性，从而起到稳定宏观经济的作用。甚至在科技泡沫破灭之后至全球金融危机爆发之前，公开市场操作仍作为主要的货币政策操作。

在应对新冠疫情初期，美联储大幅度降低目标利率，一次性宣布降低 100 个基点；准备金要求方面，交易账户类与非个人定期存款储蓄存款和欧元货币负债等特定债务需要缴纳一定的存款准备金；再贴现政策方面，贴现率也长期处于零水平，其作用一直不被关注。

直到全球金融危机发生前，被称为一般性货币政策的公开市场操作与贴现率和准备金要求制度，被认为是普遍有效的。经济学家提出的“新共识”（New Consensus）即是对一般性货币政策最好的肯定。基于凯恩斯主义宏观经济学和新古典宏观经济学 40 年的理论发展和技术积累，通过对大缓和时期政策的总结，

全球金融危机前由本·伯南克、劳伦斯·梅耶肠和迈克尔·伍德福特等人提出来的“新共识”货币政策理论标志着常规货币政策理论的发展达到了巅峰。而大部分西方学者也都以为在“新共识”货币政策理论下，找到了一种稳健有效的货币政策框架。美联储根据菲利普斯曲线与动态 IS 曲线得到产出与价格波动，然后根据泰勒规则设置短期利率（联邦基金利率）来控制通胀预期。新共识作为常规性货币政策的发展巅峰，批判接受了凯恩斯主义理论与货币主义理论，并且经过了长期政策实践的有效证明。

2.2 美联储非常规性货币政策演变与现状

非常规性货币政策是相对常规性货币政策而言的，其政策运行机理与操作机制本质上就是零利率水平的公开市场操作。20 世纪末至今，日本经济一直遭受通缩的困扰。为解决恶性的通货紧缩问题，本世纪初，日本央行进行了第一次非常规性货币政策的尝试——量化宽松（QE）。2008 年之后受金融危机影响，传统常规性货币政策工具失效，美联储仿效日本央行，引入量化宽松并先后创设了一系列非常规性货币政策工具用来应对金融危机冲击。

全球金融危机影响了公众信心并破坏了美国宏观经济的信贷创造传导机制。金融危机使得美国的宏观经济表现与政策期望相差迥异，由于“流动性陷阱”与低通胀预期问题的存在，名义利率为零而实际利率持续居高不下，扩张的货币政策释放的流动性没有流向实体经济，反而流向虚拟经济。这造成了金融市场过热而处于困境中的宏观市场实体经济疲软表现无人问津。美联储主动与公众加强沟通、主动承担资产风险并向主要信贷创造传导部门施加流动性，为此制定了三大类非常规性货币政策。

2.2.1 结构型非常规货币政策工具

危机发生之时，最先受到影响的是信贷市场，当传统的信贷创造传导路径失效时，货币政策工具再也不适合采取大水漫灌的形式，而是要分析具体问题，根据市场主体需求定向地释放流动性。美联储针对具体领域，采用有针对性的货币政策工具，将有限的资金投入到了信贷市场。

由于市场恐慌情绪的存在，金融机构普遍存在提高贷款要求的保守行为，这造成信贷市场供需脱节大量流动性留滞。美联储出面，主动向银行提供流动性支持来降低银行资金成本，激发银行向市场注入流动性的主观意愿。美联储推出定

期拍卖工具（TAF），组织商业银行等金融机构参与类似贴现贷款的拍卖活动，实际则是以近乎零利率的价格将大量流动性借给银行。数据显示，在危机发生后一段时期 TAF 与贴现贷款的利差几乎为零。雷曼兄弟破产后，票据市场受影响较大。为了向票据市场提供流动性，美联储推出商业票据融资便利（CPFF）向票据市场提供流动性。其维持了票据市场的稳定运行，缓解了危机冲击，保护了实体经济。

2.2.2 向市场提供安全资产

对流动性陷阱的深入研究有超级债务周期理论（Debt Supercycle）与安全资产陷阱（Safety Trap）理论。超级债务周期理论认为，危机时的正反馈恶性循环会使资产市场大幅收缩，从而影响到宏观市场实体经济。安全资产陷阱理论则认为，危机发生时，市场充斥着大量高风险资产，但缺少充足的安全资产供给。以上两者催生了美联储向市场提供安全资产的部分非常规性货币政策。

2008 年 7 月份开始，美联储实行为市场托底的操作，以政府信用做担保提供安全资产，将市场上的风险资产置换为安全资产，从而阻止资产价格的下跌，帮助经济走出“安全资产陷阱”。2011 年 9 月份开始，美联储将市场上的长期债券置换为短期债券，通过控制通胀预期以期降低长期债券利率和实际利率，从而起到刺激投资和消费的作用。

2.2.3 加强与公众之间的沟通

金融危机带来的危害之一是对市场信心的沉重打击，美联储通过加强与公众之间的沟通，强化货币政策的可靠性和可信度以恢复市场信心。当一切非常规性货币政策已实施一段时间，美联储选择加强与公众之间的沟通，采用了前瞻性指引向公众做出持续宽松的货币政策的承诺，这相当于做出了长期维持低水平短期利率的政策保证，从而提高通胀预期降低长期利率，进而降低经济主体的实际融资成本，盘活整个金融市场。

格林斯潘时期的美联储，以稳定通胀预期为主要目的，主要遵循“准规则”。当产出增长缺口由负转正时，美联储立即提高联邦基金利率，提前预防通胀预期的形成，而不是等通胀形成再去解决。格林斯潘忽略了公众预期的作用，“准规则”以控制通胀预期为主要目的的“逆风而行”，自然与公众之间的沟通显得模糊不清。而前瞻性货币政策，是在充分考虑公众预期的条件下，对“准规则”

进行的补充改良。

对于前瞻性指引的政策效果，有人对此保持质疑。相对于经典的格林斯潘的“准规则”，有学者认为，危机期间，正是由于前瞻性指引过度引导，公众才会对危机做出过度意识和反应。

2.3 美联储货币政策目标

宏观经济政策的四大目标是充分就业、物价稳定、经济增长与国际收支平衡。由于稳定就业的特殊属性，宏观经济领域的共识中稳定就业的目标排在第一位，稳定物价的目标排在第二位。在意识到货币政策对宏观经济周期存在明显影响之后，各大经济学派就货币政策的目标在稳定就业和稳定物价之间争论徘徊。

2.3.1 稳定就业

传统经济学理论认为，自由竞争的市场可以自动实现充分就业条件下的稳定均衡，一场突如其来的变革彻底改变了人们的认知。凯恩斯主义认为，大萧条时期美国宏观经济存在“流动性陷阱”问题，货币政策是无效的，政府应该干预经济，采用财政政策发挥政府的调节作用来稳定就业。凯恩斯主义秉持的政府干预主张帮助美国从大萧条的阴影中走出来，大萧条之后稳定就业成为国家和社会共同关注的重点，成为国民经济发展的一个重要社会基础与经济基础。

“大通胀时期”，人们认为存在失业的情况下，扩张性货币政策不会产生通货膨胀，所以用货币政策来稳定就业，而稳定物价的目标，就交给了政府其他政府部门。约翰逊总统时期，社会需要稳定就业来应对外部冲击时，人们认为市场存在失业，经济不会因为扩大总需求而产生通货膨胀，货币政策便成为稳定就业的选择，而这时候稳定物价的责任会落到政府其他部门的身上。到了尼克松时期，在伯恩斯的带领下，稳定就业依旧是美联储的第一要务。原因是伯恩斯没有考虑到美联储的独立性，想通过美联储货币政策影响到政府的财政和收入政策。

货币主义认为，货币是非中性的，货币政策是有效的，美联储可以通过控制货币供给来影响通胀，从而影响实际经济变量。事实是，在应对外部冲击与通缩预期时，凯恩斯主义与货币主义理论会结合起来，美联储采用货币政策稳定就业就是最好的映证。

2.3.2 稳定物价

凯恩斯主义认为，价格是经济体系内生的，内生的价格决定了公众对货币的需求，从而决定了商业银行的货币供给，商业银行的货币供给又进一步决定了央行的基础货币供给，总之货币政策不能影响价格。货币主义认为，如果市场上存在过多的货币追逐有限商品的现象，货币的实际购买力就会下降，那么物价就会上涨，即通货膨胀本质上是一种货币现象。货币主义认为央行的基础货币供给，可以影响信贷创造的整个过程，央行既可以控制基础货币，又可以通过影响预期对市场的货币供给乘数产生影响，最终央行可以通过货币政策来控制货币供给量，从而控制市场上的货币量，达到控制物价的目的。

二战之后的巨额财政赤字造成了全国范围内的恶性通货膨胀，美联储政策开始更多地关注物价稳定问题。作为任期最长的美联储主席，1951年至1970这段时间，马丁以稳定物价为主要目标。经过五届连任的努力，马丁建立起了现代意义上的中央银行，开创了以产出增长缺口为中介目标，用利率工具来控制通胀预期从而稳定物价的货币政策。与之存在矛盾的是，届时美联储内的凯恩斯主义者认为货币政策要以产出缺口为目标，待到产出缺口为回正时，美联储才当提高利率以控制通胀。而在马丁看来，待产出缺口回正时，经济中已会存在通货膨胀，如果反应迟钝的话，通胀预期又会提高，不利于经济稳定。所以，马丁认为美联储应在产出增长缺口为正而产出缺口接近零时，提前提高利率，以提前消亡可能会存在的通胀预期。

总之，货币政策的目标是随着经济发展与宏观经济学理论的研究而发生变化的，目前宏观经济学家已经就基础的货币政策目标形成共识。实际上，在大多数时候，美联储将稳定就业与稳定物价目标融合在一起，所以其会将凯恩斯主义与货币主义理论结合起来采用货币政策来应对萧条和外部冲击带来的就业问题，其货币政策也会在稳定物价的基础上促进经济增长。

2.3.3 稳定增长

美联储货币政策目标是，保持物价稳定、充分就业的双重目标，从而促进经济增长。而2008年之后，美联储多出一个货币政策目标，即稳定经济增长。而稳定经济增长主要存在两层含义。

(1) 危机时，美联储采用非常规性货币政策疏通政策传递渠道，缓解危机冲击降低其对实体经济的影响。米什金(2009)认为，美联储应对金融危机的货

币政策，可能并没有起到像理想中那样的效果，但宏观经济表现说明，美联储货币政策的确降低了危机对实体经济的冲击。正如他说：“没有这些政策，美国的宏观经济表现可能会更加糟糕”。所以，在危机时，美联储货币政策表现出新的货币政策目标。危机时美联储会采用非常规性货币政策缓解危机冲击，保护实体经济，尽快恢复增长，即货币政策目标变为稳定经济增长。

(2) 危机后，美联储加强了对金融市场的监管。2010年，历史上第44任美国总统奥巴马签署了法案，通过设立消费者金融保护局、扩大美联储监管职责等做法来加强对金融市场的监管。美联储积极吸取全球金融危机的教训并加大对金融市场监管，这种做法实际是通过提高金融创新的门槛来加强对金融机构负债管控，防止再次出现系统性金融危机，而它的最终目标还是稳定经济增长。

2.4 本章小结

本章主要对美联储货币政策发展及其现状进行分析，从常规性货币政策与非常规性货币政策的演变与现状入手，并结合对美联储货币政策的目标进行阐述。文章认为，随着宏观经济的周期性运行，以及不同时期美联储主席的不同风格的直接领导，美联储的货币政策目标在充分就业与稳定物价之间游转。结合货币政策演变与现状研究，文章认为在危机之后，美联储货币政策又出现一个目标，即稳定经济增长。美联储货币政策是将充分就业与物价稳定的目标结合起来的，二者在不同的时期的重要性存在些许差异。在应对危机和萧条时的失业问题时，其货币政策目标较偏向于充分就业的目标；相反在经济平稳运行时，美联储货币政策较为稳定，其政策目标更多强调稳定物价即2%水平的温和通货膨胀。美联储货币政策表现出新的目标，即稳定增长。危机之时，美联储加大货币政策的宽松力度来减小危机对实体经济的冲击，并刺激经济恢复，即稳定增长；而且危机之后，美联储加强了对美国金融市场的监管，从而保持经济稳定增长。

3. 美联储、欧洲央行、日本央行与中国人民银行货币政策比较

3.1 各央行货币制度比较

3.1.1 美联储制度

美联储主要由美联储理事会（FRB）、12家联邦储备银行（BFR）、联邦公开市场委员会（FOMC）三个重要部分组成，此外还包括联邦咨询委员会以及2000多家存款机构。

美联储理事会是美联储管理机构，负责监管联邦储备银行、审批地方联储银行上报的贴现率方案和决定商业银行准备金要求，并直接对国会负责。联邦储备银行在各自区域内独立运营，决定贴现利率，但需要通过理事会审核，受美联储理事会监督。7位理事会委员与5位联储银行主席共同组成美联储公开市场委员会，其主要负责制定公开市场操作政策并决策联邦基金利率水平等作用广泛且影响深远的货币政策。美联储内部的组织结构将整个美联储有机地联合起来，但大多数时候，12家联邦储备银行过度的独立性也成为货币政策与财政政策配合的最大障碍。

相关法律文件对美联储的日常运行做出规定和示范。作为核心机构，美联储公开市场委员会对货币政策做出大局规划和最终决定；理事会则控制和监管商业银行在12家地方联储银行的准备金账户，并对公开市场的市场买卖操作与联邦基金利率进行监管，以及按照政策要求对12家地方联储银行的再贴现率报备进行批准监管。

美联储的三个机构同时会对市场上的美元数量和价格产生影响。理事会的准备金要求一般都比较稳定，其对公开市场委员会的公开市场操作与联邦基金利率的确定影响较大，但对12个地方联邦储备银行的贴现率影响较小。市场上的美元数量受公开市场委员会的买卖操作的直接影响较大，也受控制的联邦基本利率间接影响，而受12家联储银行的影响较小。2020年3月，美联储公开市场委员会宣布重新开启量化宽松政策，直接降低利率100个基点，联邦基金利率跳水式地降为零；而12家地方联储银行也推出积极的贴现政策。在疫情的影响下，理事会与白宫方面保持一致，同时推出宽松货币政策与赤字财政政策。

3.1.2 欧洲央行制度

欧洲央行（ECB）是欧元区的中央银行，其资本由 19 家欧元区成员国中央银行（NCBs）按照一定的比例投入，成员包括所有欧盟国家。欧洲央行和成员国中央银行构成欧元体系，共同实施单一货币政策并对银行进行监管。

欧洲央行内设理事会、执行委员会和总理事会三个重要机构。

执行委员会由 6 位委员构成，这 6 位委员同时也是理事会委员。执行委员会主要负责实施货币政策、组织理事会会议和管理欧洲央行的日常事务，从职能上看，执行委员会类似于常务理事会。

理事会是欧洲央行的核心决策机构。6 位执行委员会委员与 19 名成员国央行行长都是理事会委员。理事会负责制定货币政策及其实施纲要、确定欧元区货币政策目标、主要利率水平及中央银行体系准备金数量等。当欧盟东扩，欧洲中央银行成员变多，欧盟采用“三速”模式去简化投票过程，即按照成员国的经济和人口规模分配投票权，并采取轮流投票的模式提高理事会的决策效率。理事会中，常务委员拥有永久投票权，另外 19 名成员国央行行长轮流使用投票权。

欧洲央行总理事会由欧洲央行主席和副主席、欧盟 27 个成员国央行行长组成。总理事会主要负责欧洲央行的咨询工作、资料统计与收集工作、准备欧洲央行年度报告并确定欧洲央行出资比例；以及在欧盟成员国还未全部加入欧元区之前，为欧盟内部的汇率制度作出准备安排。

欧洲中央银行制定货币政策而其成员国央行负责去实施。由于各国家的经济发展与人口规模不尽相同，导致成员国央行在实施货币政策时皆表现出独有的特点。所以，在制定统一的货币政策时，欧洲央行需要考虑各成员国的特点，并制定货币政策实施纲要，以保证成员国央行货币政策实施的统一性。

3.1.3 日本央行制度

日本央行成立于 1882 年，由政策委员会、总部、32 家支行、14 家当地办事处和 7 个海外代表办事处等构成。

政策委员会是日本央行的最高决策机构，由央行行长与 2 位副行长和 6 位其他政策委员会委员构成，其核心职责在于制定货币政策。分支机构主要负责具体执行各项业务操作，例如保持钞票发行平稳，为国库基金及日本政府债券提供柜台交易服务等。

为解决通缩问题，2016 年日本央行引入配合收益曲线控制的量化质化负利率宽松货币政策（QQE）。接到政策委员会的政策要求，日本央行地方分支会在一级市场与二级市场向金融机构释放流动性，以牺牲利率控制实现 2% 通胀目标。

3.1.4 中国人民银行制度

《中国人民银行法》规定，中国人民银行设行长一人，副行长若干人。整体实行行长责任制，副行长负责协助行长工作。

中国人民银行可以根据需求设置分支派出机构，由总行统一领导。而在货币政策制定与执行中起核心作用的是货币政策委员会，在执行货币政策时，各分支派出机构统一接受货币政策委员会的领导。

各派出分支机构，则根据中国人民货币政策委员会的要求，在权限范围内，对当地金融机构实施流动性控制。比较特殊的是，中国人民银行分支机构，可以根据货币政策委员会的要求，对当地不同金融机构及不同用途的负债剔除有差异的最低准备要求。这些分支机构会按旬计算平均准备金率，并按要求对当地金融机构进行监管。

3.1.5 各经济体央行制度比较小结

美联储、日本央行与中国人民银行均属于单一式中央银行，统一行使中央银行权力与履行中央银行职责。不同的是，美联储属于单一二元式中央银行，美联储由总部纽约联储银行与相对独立的地方分支机构共同组成，而其资本构成为单一的非政府资本。欧洲央行属于跨国央行，由总部与分设在各国的分支机构组成。

从制度层面来看，不同于中国人民银行与日本央行，美联储与欧洲央行都具有多元的制度，其中各部门都具有较强的独立性，各机构之间以严格的固定机制相互作用，而资本所有制更是从法理基础上保证了美联储与欧洲央行的分支机构较大的自主权。从货币政策运行机制来看，美联储与欧洲央行的货币政策运行机制更加全面完善，而中国人民银行与日本央行的货币政策运行机制更加统一。

3.2 各央行货币政策目标比较

3.2.1 美联储货币政策目标

美联储货币政策采取就业最大化和价格稳定的双重目标。依据一定原则，美联储将就业、通胀等指标纳入五类模型中，模型结果作为货币政策决策的重要参

考。在传统框架下，货币政策引导联邦基金利率变化，引起总需求变化，进而影响就业和物价。美联储采用 2% 通胀物价目标，而对于失业率，更多考虑非货币因素而确定。

为实现自己制定的联邦基金目标利率，公开市场委员会和理事会共同发力，将存款准备金利率与联邦基金目标利率同方向调整，并通过公开市场操作控制市场流动性以实现目标利率承诺。而对于稳定增长的货币政策目标，则是三大部门同时加大货币政策力度和监管力度，来保持宏观经济稳定增长。

3.2.2 欧洲央行货币政策目标

欧洲央行（ECB）货币政策主要目标是维持价格稳定，其货币政策直接影响短期利率以及中长期通胀与利率预期，间接影响总需求和总供给，最终影响物价。由于传导链条较长，作用范围广力度大，所以货币政策的实际效果存在不确定性。因此，货币政策需要坚定锚定通胀预期，坚持前瞻性、注重中期等原则。欧洲央行认为，短期内货币政策对实际产出具有一定效果，不过，长期内货币中性且通货膨胀只是一种货币现象。

货币学派认为，2% 的温和通货膨胀即代表物价稳定，这个标准被多个经济体所采纳。而特别的是，欧洲央行理事会将维持价格稳定的目标进一步量化，采取计算范围更广的调和物价指数（HICP）2% 水平作为物价稳定目标。

3.2.3 日本央行货币政策目标

日本央行货币政策的目标为实现价格稳定促进经济健康发展，其引用的各个价格稳定目标没有发挥有效稳定通胀的作用，所以长期以来，日本央行没有自己稳定的明确价格稳定目标。

起初，日本央行将价格稳定这样定义，即个人、企业等经济主体进行消费、投资决策时，可以不用过度考虑总体价格波动的影响。事实上 20 世纪末至今，日本经历了通货紧缩，甚至出现过负水平的 CPI。2012 年，日本央行引入中长期价格稳定目标，将中长期价格稳定又一次确定为 0%—2% 的平均通胀水平，并将在短期内将目标定为 1%。然而事与愿违，该年的短期目标没有达到，年均通胀水平仅为 0%，所以，紧接着 2013 年，日本央行将价格稳定目标设置为货币主义奉行的 2% CPI。2016 年日本央行又引入超通胀承诺（IOC），将实施扩大基础货币规模来达到稳定的 2% CPI。

相比于美联储与欧洲中央银行已经成熟的“名义锚”，日本央行仍没有形成稳定有效的稳定价格机制，总行的统一管理与政策委员会的绝对领导，似乎并没有为日本央行的独立性和稳定性做出有效的机制保障。

美联储二元式的制度决定了其货币政策目标是双重的，而同为资本主义发达经济体的欧元区与日本央行的货币政策目标强调物价稳定。

3.2.4 中国人民银行货币政策目标

社会主义市场经济体制与社会主义初级阶段的发展现状，共同决定了中国人民银行货币政策目标为：保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。其一，中国人民银行特殊的资产负债表结构使之。自改革开放开始，中国积攒了大量外汇，外汇资产在中国人民银行资产负债表中具有特殊重要地位，中国的货币政策维持币值稳定也有利于国内金融市场与宏观经济的稳定。其二，从央行的发展阶段来看，在发展初期，发达经济体的央行货币政策的目标主要为维持币值稳定，促进经济增长。相对于发达经济体央行来说，中国人民银行处于发展初始阶段，所以选择了这个基础的货币政策目标。

3.3 各央行货币政策工具的比较

3.3.1 美联储货币政策工具

(1) 常规性货币政策

美联储创立之初，准备金要求的目标是保证商业银行的流动性，伴随着货币政策中间目标与商业银行的创新，准备金要求的目标分别经历过控制银行信贷为目标和控制货币供应量的过程。美联储准备金要求于 1980 年之后就没发生过实质性变化了，只是对商业银行的负债账户提出不同的要求。公开市场委员会定时公布联邦基金利率目标区间，通过公开市场的数量交易与期限交易，将联邦基金利率控制在承诺范围之内。正常条件下，贴现窗口的目的只是为了解决临时问题，只发放隔夜贷款，2008 年金融危机之前，窗口贴现率曾高达 5% 以上。

(2) 非常规性货币政策

相较于常规性货币政策工具，非常规性货币政策的使用范围更广、运用规模更大。非常规性货币政策主要包括超低政策利率、大规模资产购买、大规模再融资、前瞻性指引和经济恢复后的货币正常化工具。

准备金方面，金融危机与新冠疫情期间，交易账户类与非个人定期存款储蓄存款和欧洲货币负债和符合条件的债务等准备金率都曾达到过零水平。

公开市场操作与再贴现方面，2008年金融危机之后，美联储进行了较大规模的资产规模购买并加大贴现窗口方面的支持，扩大支持时间和对象范围。

另外，美联储非常规货币政策工具还有以下几个。

首先，美联储提供2万3千亿再贷款。为应对疫情冲击，美联储推出了2万3千亿再贷款计划，向国内金融机构与市场主体以及国外提供流动性。一是向国内金融机构提供贷款，如通过一级交易商信贷便利（PDCF）拯救大量濒临倒闭的公司。二是向市场主体提供流动性，如通过货币市场共同基金流动性便利（MMLF）满足企业和个人流动性需求；通过薪资保护计划贷款便利（PPP）支持小企业和工人就业。三是借助特殊目的工具（SPV）向实体经济提供资金，如商业票据融资便利（CPFF），CPFF持续期为一年，在这一年期间，美联储可以直接购买符合条件的商业票据。《联邦储蓄方案》规定，美联储不能直接向任何企业和个人提供贷款或担保，CPFF的实质则是，通过美财政部的许可，美联储借助购买商业票据为企业直接提供贷款。还有，美联储连续推出二级市场企业信贷便利（SMCCF）与一级市场企业信贷便利（PMCCF）直接向实体经济提供流动性。再者，美联储推出定期资产支持证券贷款便利（TALF）恢复广大消费者的信心。还有，为解决疫情间封闭对地方经济带来的影响，美联储推出市政流动性便利（MLF），通过购买地方政府短期债券，向州和地方政府提供贷款；民间借贷计划（MSLP），也称为普通民众贷款计划，薪资保护计划贷款便利为小企业带来支持，而因为员工数量与盈利规模超过其限制未得到支持的小企业，可能会被忽略，美联储鼓励注册银行将贷款发放予这类企业，并对借款企业给予一定的监管与限制，以保持对更大范围市场主体的支持，所以民间借贷计划是薪资保护计划贷款便利的补充。四是向国际社会提供流动性。美联储创设中央银行流动性互换（CBLS）工具，先后与18家央行签订流动性互换协议；并推出临时回购协议安排（FIMA），在纽约联储银行拥有账户的央行和其他国家央行，可以将其账户上的美国国债或以美元计价的资产暂时换为美元，为美国国内市场提供更多的流动性，以稳定金融市场运行。短期的回购协议可以将市场上多余的国债与以美元计价的资产买入，降低因抛售美元资产而带来的资产价格波动，进一步维持

美国金融市场的平稳运行。

其次，前瞻性指引方面，在综合多个实际变量后，美联储按时向市场公布联邦基金利率区间以及公开市场操作的方式、目标来引领公众预期。

3.3.2 欧洲央行货币政策工具

(1) 常规性货币政策工具

作为世界上最具代表性的超国家央行，欧洲央行的货币政策工具也比较具有创新性和代表性。

为稳定信贷市场利率，欧洲央行要求商业银行保持应对临时性与结构性流动性的能力，这样既能稳定货币市场，又能防止出现结构性系统风险。最低要求准备金就能做到这一点。欧洲央行的独特之处在于，允许停业、破产或重组过程中的存款金融机构停止缴纳最低要求准备金；欧洲央行还要求金融机构将发行的债券进行准备金交存，但对于非银行金融机构同业负债则不要求交存准备金；欧洲央行的最低准备金要求平均计算日期也是按月计的，远大于中国人民的计算标准；欧洲央行按照负债的不同期限对金融机构负债准备金进行差异化要求；对于未完成最低准备金要求惩罚，欧洲央行主要采用增加金融机构的资金成本的方法，将“非法”获利转移至成员国央行。

自动停止缴纳的机制有助于促进欧盟商业银行竞争，金融机构健康发展；对债券进行最低存款准备及要求，则对各国金融机构与政府设置了限制，减轻了欧洲央行最后贷款人的压力，降低了发生债务风险的几率；而按月计的计算标准与灵活的惩罚方式给予了金融机构较大的操作与交易空间；按照债务不同期限进行交存准备金的操作则是符合货币的基本逻辑，可以最大化货币的流动性。

从成立之时起，欧洲央行就采用降低准备金要求来扩张信贷、刺激经济；受2008年全球金融危机与后来欧债危机的双重影响，欧洲央行准备金率持续降低；为应对可能出现的通缩，2014年欧洲央行更是将准备金利率降为-0.1%。

欧洲央行公开市场操作主要以储备交易为常用货币政策工具，而以直接交易与发行债券和外汇互换以及吸收定期存款为辅助工具。

欧洲央行的再贴现政策主要是常设信贷，其中主要再融资利率与边际再贷款便利利率和存款便利利率为欧洲央行利率走廊的引导利率与上下限。

(2) 非常规性货币政策工具

为应对 2008 年金融危机等特殊事件冲击，欧洲央行采用非常规货币政策工具，定向支持特定领域融资，以期提振经济和通胀。

为应对全球金融危机，2009 年，欧洲央行政策基准利率一度下跌到 1% 历史低水平，之后有所反弹；然而好景不长，2012 年，迫于欧洲债务危机的压力，欧洲央行将政策利率降低至 0.75% 的历史最低水平。为向市场提供充足的流动性，2009 年欧洲央行扩大长期再融资操作的期限至 1 年，并扩大可抵押资产范围，向包括欧洲投资银行在内的大量金融机构提供再贷款。2011 年至 2012 年，欧洲央行又一次推出了长达 3 年的长期再融资操作。2009 年，欧洲央行推出资产支持证券购买工具，向市场主体和私人部门提供流动性，以期提振市场信心。同一年，欧洲央行推出债券市场计划，即通过购买政府债券，向成员国政府提供流动性。2012 年，为了给破产边缘的成员国兜底，欧洲央行又一次重启了证券市场计划。

3.3.3 日本央行货币政策工具

2001 年之后，日本央行就开始实施非常规性货币政策。日本央行主要通过货币支持向金融机构提供流动性。

日本央行通过再贷款，向市场提供货币支持。日元再贷款的竞价机制更为灵活，交易对手可以通过多重价格竞争拍卖机制或各金融机构的协议利率水平作为投标利率水平，进行再贷款拍卖。日本央行还通过贷款分类对贷款期限也进行了规定，其中，以浮动利率定价的再贷款期限不得超过一年，以固定利率定价的再贷款期限不得超过十年。2008 年金融危机之时，日本央行更是提出了融资便利特别货币支持操作。在针对 2011 年地震灾区重建和应对 2020 年新冠疫情方面，日本央行向相关金融服务机构提供了大量零利率再贷款。

2010 年，日本央行提出贷款支持项目，针对企业研发活动、企业扩大再生产、国内基础设施投资与环境保护以及国家社会福利事业建设方面提供长期再贷款，以期金融机构能够向可持续增长的基础领域提供流动性，进而促进国内经济的可持续发展。

面对持久的通货紧缩，日本央行也会将金融机构超额准备金分级给付利息，按特定分级，分别给付 0.1%、0%、-0.1% 的准备金利息，目的就是促使金融机构将多余的流动性注入市场。

比较具有创造性的是，2013 年日本央行开始实施 QQE，即日本央行为达到目标收益曲线而放弃利率与货币数量的控制。事实上，日本通缩状况由来已久，QQE 只不过是日本央行为了避免舆论压力而勉强提出的一个面子概念。

日本央行也会进行资产回购向市场提供流动性，逆回购的操作对象主要有政府债券、财政部短期票据和短期融资券等贴现票据，而交易对手必须满足特定的条件，并要提供符合资质的保证金，当交易对手存在净风险敞口，日本央行会要求交易对手必须追加合格的抵押品。日本央行允许回购债券可以在交易对手之间交换，即回购相关的流动性可以在市场主体间流动。日本央行通过购买政府债券与财政部票据向金融机构提供流动性，其中购买政府债券是主要提供流动性的方式。日本央行资产购买的定价方式为：采用多重价格机制进行拍卖，逐笔完成购买交易。

比较特别的是，日本央行购买企业债券时，对于不同行业的企业采取不同的信用评级要求。对于房地产行业与资本支持行业债券，日本央行要求 A 级信用评级，而对于普通企业则要求 B 级。日本央行还对单个企业购买量上做出规定，即对单个企业债券购买不得超过 1000 亿日元，亦不得向单个企业购买超过其发行量 25% 的数量。日本央行对部分开放的封闭性基金与地产信托基金的购买是其量化宽松的重要部分，其中指数挂钩型部分开放封闭式基金购买为其主要部分。

2010 年日本央行与纽约储备银行签署短期货币互换协议，解决短期美元不足的状况，2011 年又与欧洲央行签订短期不设限货币互换协议，解决欧元等货币供给不足的状况，2012 年与主要发达经济体签订永久货币互换协议，从而形成长期的货币合作。日本国内金融机构可以向日本央行申请外汇融资，并附上符合条件的担保资产，日本央行会向货币互换协议央行买入外币，并以再贷款的方式提供给金融机构。

3.3.4 中国人民银行货币政策工具

(1) 常规性货币政策工具

中国人民银行货币政策比较有代表性的是准备金要求。1984 年，人行制定准备金制度，2004 年开始，实施有差别的准备金制度。除部分银行将准备金交存到人行总行，其它金融机构需要将准备金交存到金融机构所在地的人行分支。

相对于发达经济体央行，中国人民银行具有更加灵活的准备金要求。为加强对流动性的管理，2006—2008 年上半年，中国人民银行多次提高准备金要求；而为了向市场提供流动性以应对金融危机影响，2008—2009 年底，中国人民银行则连续降低准备金要求。从 2014 年开始，中国人民银行引入定向降准的政策，向支持实体经济、农业和农村发展的金融机构定向降准。中国人民银行的准备金要求还可以调整流动性结构，如 2018 年 10 月，中国人民银行降准 1%，释放数千亿流动性，从而吸收了金融市场到期的中期借贷便利（MLF）。

公开市场操作方面，人行于 1996 年开始国债公开市场操作，1999 年以后开始以公开市场操作作为常用政策工具。人行每年都会对公开市场交易对手名单进行公布，其交易对手涵盖了主要国有银行、部分股份制商业银行与几家国外商业银行分支机构。为保持货币平稳增长、利率稳定，人行会发行中央银行票据控制市场流动性，2018 年以来，为丰富境内人民币金融工具、控制其人民币资产收益，人行向香港地区多次发行大量中国人民银行央行票据。为支持银行发行永续债券补充资本，2019 年初，中国人民银行创设了央行票据互换工具（CBS）。

为调节金融机构短期流动性，2013 年人行实施短期流动性调节工具（SLO），向金融机构投放了 7 天内的短期流动性。为做好春节期间的流动性管理工作，2016 年，人行扩大短期流动性调节的质押品范围，并将邮储、平安和广发等商业银行纳入交易对手范围。

中国人民银行还有一个比较具有代表性的货币政策操作，那就是中央国库现金管理业务：为提高闲置国库资金利用率，降低人行管理成本，人行会向符合条件的商业银行拍卖中央国库闲置现金的短期管理权。该操作不仅可以控制市场流动性，也为中国的财政政策与货币政策配合设置了良好的机制。

1994 年以来，中国外汇占款比例上升，导致人行再贷款比例占比降低。而人行的再贷款与再贴现一直是围绕中国的县域发展与“三农”问题来实施的。

中国人民银行也在利率政策方面做了一定的尝试，2015 年之前，中国人民银行会公布政策基准利率，当利率市场化的条件成熟时，中国人民银行进行利率市场化试验，2019 年 8 月份开始，中国人民银行在每月 20 左右公布 1 年期与 5 年期贷款市场报价利率（LPR）数据。

（2）非常规性货币政策工具

2015 年之后，中国巨大的贸易顺差开始缩减，外汇占款比例增速开始减慢。为帮助金融机构解决流动性需求，加强市场流动性控制，参考危机之中发达经济体的非常规性货币政策操作，中国人民银行创设了以下非常规性货币政策。

为解决金融 1—3 个月的较长期限大额资金需求，中国人民银行于 2013 年初设立了常备借贷便利（SLF）。2013 年初，中国人民银行在全国范围内设立 10 个常备借贷便利试点，试点成功后，2015 年人行开启全国范围试验。同年 2 月，人行开始在每月初公布上月常备借贷便利开展情况。

中国人民银行通过中期借贷便利（MLF）向金融机构提供中期流动性，通过抵押补充贷款（PSL）支持期限较长的基础发展领域。而定向中期借贷便利（TMLF）则是，从 2019 年开始，人行为支持脱贫攻坚的金融机构提供中期流动性的工具。

3.4 本章小结

图 3.1 为近 20 年美联储、日本央行和欧元区央行资产负债表规模折线图。从图中可以看出，2008 年之后，美联储、欧洲央行与日本央行资产负债表规模都有跳跃增长表现。这说明在金融危机发生时，在美联储的带动下，日本央行和欧元区央行也采取了空前宽松的非常规性货币政策。为应对危机，三大经济体央行使出浑身解数创设了纷繁多样的非常规性货币政策。



图 3.1 美、欧与日央行资产负债表规模

（数据来源：各经济体央行官网）

全球金融危机在不同的央行制度与差异的货币政策目标基础上促生了各异

的货币政策工具。受美联储应对金融危机的货币政策变化影响，欧洲央行在货币政策上进行了大胆地创新，应用非常规货币政策实施较大力度的宽松政策，从而刺激经济从危机中恢复。受通货紧缩的影响，日本央行对货币政策工具的创新则在 20 世纪末就已经开始，日本的“量化宽松”与“质化宽松”就发端于这个时期。金融危机之后，受美联储货币政策变化影响，日本央行竟然提出了更加宽松的“质化量化”系列货币政策工具。

图 3.2 为近 20 年四大经济体基准利率折线图，从图中可以看到，全球金融危机爆发之后，受美联储货币政策变化影响，日本、欧元区和中国基准利率均有所降低，而日本和欧元区经济体基准利率长期维持低水平。美、欧、日三大经济体央行常规利率政策在长期皆处于较小货币政策空间，这充分说明，受美联储货币政策变化的影响，全球金融危机后，各央行的货币政策均以力度较大的非常规货币政策工具为主。

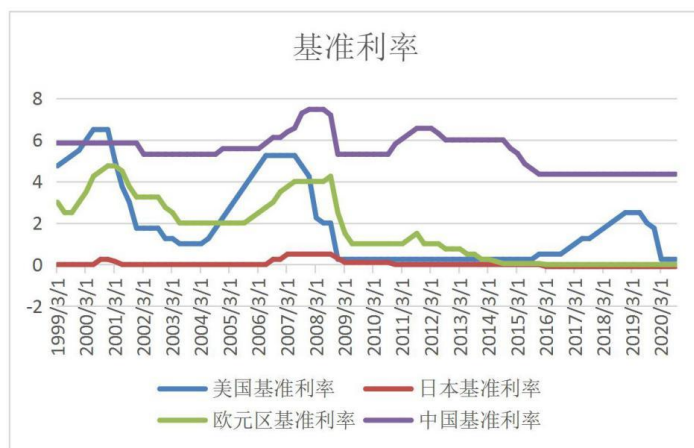


图 3.2 四大经济体基准利率

(数据来源：各经济体统计网站)

4. 美联储货币政策溢出效应实证分析

为研究美联储货币政策与欧元区、日本与中国三大经济体的关系，用近 20 年美联储资产负债表规模和美国、欧元区、日本与中国四大经济体 GDP 数据做协整检验。

协整检验得到结果如表 4.1 所示。结果显示，五个变量存在协整关系，说明美联储货币政策与四大经济体的 GDP 存在长期的稳定关系，即美联储货币政策不仅对美国国内经济长期存在影响，而且长期以来一直影响着其它三大经济体的国民经济。所以，本文将选取美联储货币政策与欧元区、日本与中国经济体宏观经济表现为对象，来研究美联储货币政策对三大经济体的溢出效应。

表 4.1 美联储资产负债表规模与四大经济体 GDP 协整检验结果

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Stastic	Critical	Prob. **
None *	0.378301	102.3735	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.291003	64.64947	47.85613	0.0007
At most 2 *	0.211825	36.83710	29.79707	0.0066
At most 3 *	0.122349	17.79425	15.49471	0.0221
At most 4 *	0.087824	7.353778	3.841466	0.0067

4.1 美联储货币政策溢出效应计量模型与计量过程

4.1.1 美联储货币政策溢出效应计量模型与数据选取

VAR 模型有自己独特的优势，模型不对变量的内外生性做出要求，而模型基础上的脉冲响应与方差分解可以对系统模型的结构进行分析，比较适合宏观经济总量研究，所以，本文采用 VAR 模型研究美联储货币政策溢出效应问题。

考虑到宏观经济变量的时间和空间维度，为了提高变量显著性与拟合优度以及确定合理的滞后期，本文将欧元区、日本与中国分为宏观市场与金融市场进行分析。具体分析过程中，在应用脉冲响应分析与方差分解的基础上，采用双重差分思想，设置对照组对美联储货币政策溢出效应的变化进行对比分析。

主流传递渠道研究表明, 货币政策溢出效应的主要传递渠道是利率渠道与汇率渠道。

利率渠道主要有两种作用机制。在第一种作用机制中, 利率发生变化引起其它国家的实际利率变化, 实际利率变化导致当局中央银行货币政策发生调整, 市场上的流动性发生变化, 从而最终影响到国民收入发生变化。第二种作用机制是, 利率变化会引起其它国家的资产价格发生变化, 从而引起国际资本发生流动。

汇率渠道也存在两种作用机制, 货币政策变化会引起货币币值发生变化, 而货币币值的变化会引起贸易条件发生变化进而影响到总产出。同时, 变化的币值改变进口生产原料的成本, 从而影响到国内的生产。显然, 这两种作用机制存在相反的作用, 当币值降低时, 贸易条件会优化, 但国内生产的成本会增加从而受到限制; 而币值升高时, 贸易条件会恶化, 但国内生产的成本会降低从而促进生产。

综上, 文章选取 GDP、失业率、通胀率来描述研究对象国家的宏观市场, 选取实际利率、实际汇率、基准利率、长期国债利率与央行资产负债表规模来描述金融市场。描述金融市场的基本变量有价格指数、政策变量和期望水平。利率与汇率都属于价格变量, 用来描述金融市场的实际融资成本与贸易商品的相对价格, 这两个变量信息含量丰富且真实, 比较适合研究长期问题。市场基准利率与央行资产负债表规模表示金融市场的政策信号, 基准利率可以用来表示常规性货币政策, 资产负债表规模则可以用来表示非常规性货币政策。长期国债利率则表示金融市场的期望水平。

涉及到货币政策相关的长期问题, 大部分研究都选取广义货币供给量 M2 来描述美联储货币政策, 而本文选用美联储资产负债表规模来描述美联储货币政策。广义货币供给量是市场中存在的服务经济发展的广义货币存量, 采用 M2 可以对为经济长期发展服务的广义货币存量进行准确而全面的描述。但由于 M2 除了受美联储的影响还受货币乘数的影响, 所以采用美联储资产负债表规模, 更能体现出非常规货币政策中美联储的货币政策主动性和非常规货币政策力度。

本文选取近 20 年的季度数据进行研究, 具体数据为 1999 年第一季度到 2020 年第三季度的数据, 货币单位统一为美元。本文的数据整理自世界银行数据库、各经济体央行与统计网站和彭博数据库。

4.1.2 美联储货币政策溢出效应计量模型

(1) 美联储货币政策对宏观市场的溢出效应分析

$$\begin{bmatrix} c_m \\ gdp \\ sy \\ tz \end{bmatrix} = A_1 \begin{bmatrix} c_m \\ gdp \\ sy \\ tz \end{bmatrix}_{t-1} + A_2 \begin{bmatrix} c_m \\ gdp \\ sy \\ tz \end{bmatrix}_{t-2} + \dots + A_p \begin{bmatrix} c_m \\ gdp \\ sy \\ tz \end{bmatrix}_{t-p} + V_t \quad (4.1)$$

公式 4.1 为宏观市场向量自回归模型，用来研究美联储货币政策对研究对象的宏观市场影响。其中 c_m 表示美联储资产负债表规模， gdp 表示研究对象的国内生产总值， sy 表示研究对象的失业率， tz 表示研究对象的通胀， $V_t \sim N(0, \Omega)$ ， Ω 是 4×4 维协方差矩阵。

(2) 美联储货币政策对金融市场溢出效应

$$\begin{bmatrix} c_m \\ sr \\ sh \\ jr \\ gr \\ cd \end{bmatrix} = A_1 \begin{bmatrix} c_m \\ sr \\ sh \\ jr \\ gr \\ cd \end{bmatrix}_{t-1} + A_2 \begin{bmatrix} c_m \\ sr \\ sh \\ jr \\ gr \\ cd \end{bmatrix}_{t-2} + \dots + A_p \begin{bmatrix} c_m \\ sr \\ sh \\ jr \\ gr \\ cd \end{bmatrix}_{t-p} + V_t \quad (4.2)$$

公式 4.2 为金融市场向量自回归模型，用来研究美联储货币对研究对象的金融市场影响。其中， c_m 表示美联储资产负债表规模， sr 表示研究对象的实际利率， sh 表示研究对象的实际汇率， jr 表示研究对象的基准利率， gr 表示研究对象的国债利率， cd 表示研究对象的央行的资产负债表规模， $V_t \sim N(0, \Omega)$ ， Ω 是 6×6 维协方差矩阵。

4.1.3 美联储货币政策溢出效应计量过程

整理得到季度数据存在的季节因素会对计量结果产生重大影响，故采用 X-12 法剔除。随后，对各个宏观经济变量进行 ADF 检验，结果显示各变量皆为一阶单整，对变量进行一阶差分做平稳化处理。代入模型的数据是剔除季节因素的一阶差分时间序列数据，所以，模型的经济含义为变量的变化之间的影响关系。

最终，确定选择 GDP、失业率和通货膨胀率的一阶差分数据带入模型进行

计量；确定实际利率、实际汇率、基准利率、十年期国债利率与央行资产负债表规模的一阶差分数据带入模型进行计量。代入数据选择适合的滞后值 p 之后进行方差分解和脉冲响应分析。

4.2 美联储货币政策溢出效应计量结果分析

本文涉及变量较多，正文部分将方差分解主要结果整理成图表进行简明阐述，将主要变量的脉冲响应结果进行整理分析。

4.2.1 模型及变量检验结果分析

(1) 变量 ADF 检验

由于本文研究变量较多，故选取研究对象 GDP 进行平稳性检验过程与结果说明。表 4.2 整理了 GDP 平稳检验过程的 p 值，由检验结果得，欧元区 GDP、日本 GDP 与中国 GDP 皆为一阶单整时间序列。按照上述检验方法，所有检验结果说明，本文所选变量皆为一阶单整。

表 4.2 GDP 平稳性检验结果

	欧元区		日本		中国	
	GDP	DGDP	GDP	DGDP	GDP	DGDP
趋势+截距	0.7	0	0.4	0	0.5	0
截距	0.5	0	0.2	0	1.0	0
无	0.9	0	0.7	0	1.0	0.014
结果	非平稳	平稳	非平稳	平稳	非平稳	平稳

(2) 滞后阶数检验

由于本文研究变量较多，故选取研究对象宏观经济模型滞后期检验结果进行分析。图 4.1 分别为中国、日本、欧元区三个研究对象的模型滞后期检验结果。如图所示模型的根都在单位圆内，说明模型滞后期选择符合要求。中国宏观市场 VAR 模型滞后期 $P=1$ ，日本 VAR 模型滞后期 $P=2$ ，欧元区 VAR 模型滞后期 $P=1$ 。金融市场模型采用相同方法进行滞后期检验。

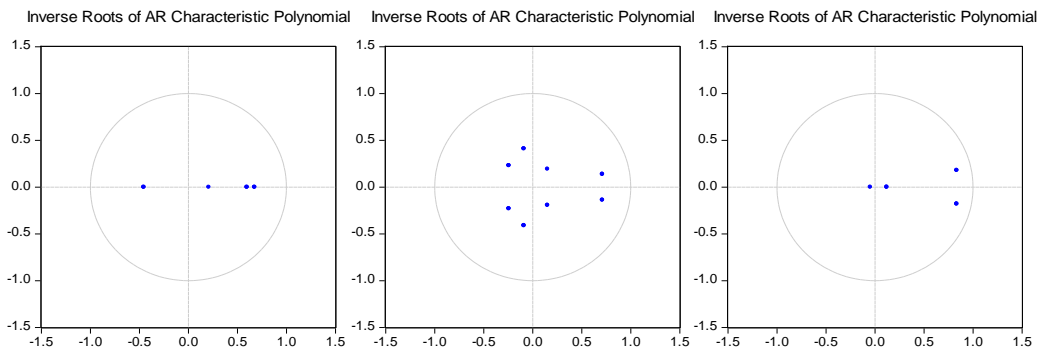


图 4.1 各宏观经济模型 VAR 滞后阶数检验图

4.2.2 欧元区方差分解与脉冲响应结果分析

(1) 欧元区宏观市场与金融市场的方差分解结果

表 4.3 为欧元区宏观市场与金融市场的方差分解结果。由表可知，美联储资产负债表规模对欧元区宏观市场失业率与通胀的方差贡献较大，而对欧元区 GDP 方差贡献较小。这说明，美联储货币政策对欧元区经济体失业率与通胀影响明显，而对 GDP 不存在明显影响。

美联储资产负债表规模对欧洲央行资产负债表规模方差贡献较大，对其它变量方差贡献较小。这说明，美联储货币政策对欧洲央行货币政策影响较为明显，而对金融市场其它变量不存在明显影响。

表 4.3 欧元区宏观市场与金融市场的方差分解结果

	变量	GDP	失业率	通胀		
宏观市场	方差贡献	35.84	85.29	50.64		
	t 值	1.8	10.6	2.2		
	结果	不显著	显著	显著		
	变量	实际利率	实际汇率	基准利率	国债利率	资产负债表规模
金融市场	方差贡献	9.29	2.35	10.39	1.48	27.80
	t 值	1.5	0.7	1.3	0.5	3.4
	结果	不显著	不显著	不显著	不显著	显著

(2) 欧元区宏观经济与金融市场的脉冲响应

正向脉冲响应说明，美联储货币政策对研究对象的经济变量存在正向影响，即当美联储货币政策发生较大变化时，影响到研究对象的经济变量也产生较大变化，即美联储货币政策会影响到研究对象变量的稳定性。负向脉冲响应说明，美联储货币政策变化对研究对象的经济变量变化存在负向影响，即不会影响研究对象宏观经济变量稳定性。

图 4.2 为欧元区失业率与通胀脉冲响应图。欧元区失业率脉冲响应为正。第 1 个周期为 0.02，之后迅速变大，至第 5 个周期达到峰值为 0.25，从第 6 周期开始逐渐变小，至第 15 个周期变为 0，响应消失。欧元区通胀脉冲响应为负，第 1 个周期为-0.1，之后迅速变强，至第 4 周期为峰值-0.19，第 5 个周期开始变弱，至第 15 个周期变为 0，响应消失。宏观市场失业率与通胀响应结果皆表示，美联储货币政策对欧元区宏观市场失业率与通胀存在明显滞后影响，其变化会引起欧元区失业率变得不稳定，但不会影响通胀的稳定性。

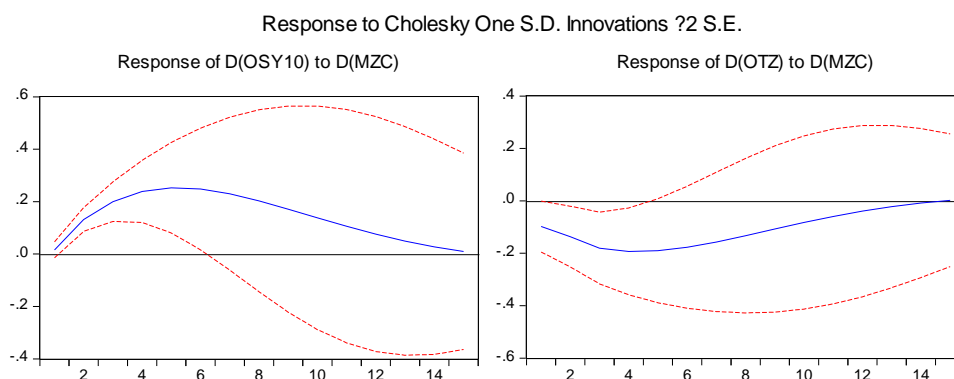


图 4.2 欧元区失业率与通胀脉冲响应图

图 4.3 为欧洲央行资产负债表规模脉冲响应图，由图可知，欧洲央行资产负债表规模脉冲响应为正，且响应持续变小，最后消失。第 1 个周期为 120，第 2 个周期为 66，第 4 个周期降为 0，响应消失。这说明，美联储货币政策对欧洲央行货币政策影响较为明显，美联储货币政策发生变化会导致欧洲央行货币政策发生变化。

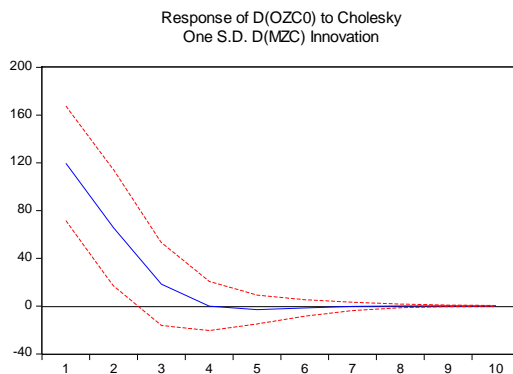


图 4.3 欧洲央行资产负债表规模脉冲响应图

(3) 欧元区宏观市场与金融市场的结论分析

方差分解结果显示，美联储货币政策对欧元区失业率、通胀与欧洲央行资产负债表具有明显影响，而对其他变量不存在明显影响。

这与欧元区经济事实吻合，同样作为重要的世界货币，欧元与美元之间存在紧密的关系。欧元为美元指数最重要、占比最大的货币。所以导致美元与欧元是时刻走势相反的货币，比美元与石油、美元与黄金的相反走势还要稳定。再从贸易往来角度看，美国与欧元区经济体联系较为紧密，互相为自己的主要贸易对象。2019 年数据显示，美国与德国和法国的贸易量占到美国对外贸易量的 6.8%；同年，美国稳居欧盟十大贸易伙伴榜首。从高端产业发展合作角度来看，垄断荷兰阿森麦尔公司在光刻机领域的垄断，就是欧元区经济体与美国在高端产技术方面的合作成果；美国波音公司与欧盟空客公司协作瓜分世界大飞机市场的现状，也是欧美在高科技产业方面的利益一体化具体表现。欧元与美元的反向变动和欧美在高端产业方面的合作充分说明了欧美经济的紧密性，所以，美联储货币政策会对欧元区宏观经济产生明显影响。

实际利率与实际汇率方差分解结果表明，美联储货币政策溢出效应的利率与汇率渠道都不存在明显作用，美联储货币政策对欧洲央行资产负债表规模影响较为明显，即美联储货币政策对欧洲央行货币政策会产生明显影响，所以文章认为，在传统的溢出效应传递渠道不存在明显作用的情况下，美联储货币政策溢出效应是通过货币政策渠道作用的，即美联储货币政策通过对欧洲央行货币政策产生影响，从而对欧元区宏观经济产生溢出效应。

失业率与通胀的脉冲响应结果则表明，美联储货币政策对欧元区宏观市场存在时滞；这说明，欧元区宏观经济具备短期的稳定性，能够在短期内具有一定的

抗冲击能力，其溢出效应在一个周期之后才会表现出来。

4.2.3 日本方差分解与脉冲响应结果分析

(1) 日本宏观市场与金融市场的方差分解结果

表 4.4 为日本宏观市场与金融市场方差分解结果。由表可知，美联储资产负债表规模对日本宏观市场失业率方差贡献较大，对日本 GDP 与通胀方差贡献较小；对日本央行资产负债表规模方差贡献较大，而对其它金融市场变量方差贡献较小。这说明，美联储货币政策对日本宏观市场失业率与日本央行资产负债表规模存在明显影响；而对其它变量不存在明显影响。

表 4.4 日本宏观市场与金融市场的方差分解结果

	变量	GDP	失业率	通胀率		
宏观市场	方差贡献	15.10	55.84	26.06		
	t 值	1.25	3.0	1.4		
	结果	不显著	显著	不显著		
	变量	实际利率	实际汇率	基准利率	国债利率	资产负债表规模
金融市场	方差贡献	2.72	6.72	4.55	0.39	13.16
	t 值	0.5	1.2	0.8	0.1	2.2
	结果	不显著	不显著	不显著	不显著	显著

(2) 日本宏观市场与金融市场的脉冲响应分析结果

图 4.4 为日本失业率脉冲响应图。由图可知，日本失业率脉冲响应为正。第 1 个周期 0.047，峰值为第 5 个周期 0.092，之后开始逐渐变小，第 15 个周期变为 0，响应消失。这说明，美联储货币政策对日本宏观市场失业率影响存在时滞且影响存在时间较长，当美联储增大扩张货币政策力度时，日本就业情况稳定性会受到影响。

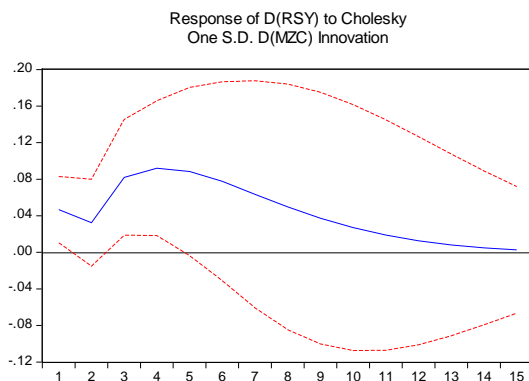


图 4.4 日本失业率脉冲响应图

图 4.5 为日本央行资产负债表规模脉冲响应图。由图可知，日本央行资产负债表规模响应为正方向，第 1 个周期为 35，第 2 个周期迅速变大至 52，之后开始逐渐变小，第 8 个周期为 0，响应消失。这说明，美联储货币政策对日本央行货币政策影响具有时滞，当美联储增大扩张性货币政策力度时，会引起日本央行货币政策力度也发生较大变化。

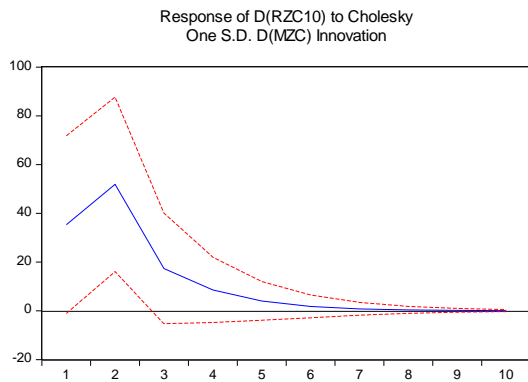


图 4.5 日本央行资产负债表规模脉冲响应图

(3) 日本宏观市场与金融市场的结论分析

方差分解结果表明，美联储货币政策对日本宏观市场就业情况存在明显影响，而对日本 GDP 与通胀不存在明显影响。

自 20 世纪 90 年代开始，日本经济就陷入了严重的通货紧缩。可以说，日本经济近三十年的经历就是一段治理通缩的历史。由于长期存在通缩，加上日本的宏观经济表现欠佳，21 世纪初，日本央行就进行了一系列的宽松货币政策尝试，

上文中提到，日本政府与央行的各种尝试仍没有将日本经济从通缩泥潭中解救出来。而面对日本央行都无能为力的宏观经济表现，美联储的影响当然就会显得微不足道了。所以，日本宏观市场 GDP 与通胀基本基本不受美联储货币政策影响。

从货币政策传递渠道来看，美联储货币政策溢出效应的利率渠道与汇率渠道均不存在明显传递作用。而对日本央行货币政策存在明显影响，所以，文章认为，美联储货币政策对日本失业率的影响是通过货币政策渠道传递的，即美联储货币政策溢出效应是通过影响日本央行的货币政策来变现出来的。

4.2.4 中国方差分解与脉冲响应结果分析

(1) 中国宏观市场与金融市场的方差分解结果

表 4.5 为中国宏观市场与金融市场方差分解结果，由表可知，美联储资产负债表规模对中国宏观市场失业率方差贡献较大，而对 GDP 与通胀的方差贡献次之；对中国金融市场国债利率与实际利率方差贡献较大，对其它变量方差贡献较小。这说明，美联储货币政策变化对中国宏观市场失业率变化具有明显的影响，同样对金融市场国债利率与实际利率具有明显影响。

表 4.5 中国宏观市场与金融市场的方差分解结果

	变量	GDP	失业	通胀		
宏观市场	方差贡献	9.09	43.59	28.83		
	t值	0.9	2.6	1.6		
	显著性	不显著	显著	不显著		
	变量	实际利率	实际汇率	基准利率	国债利率	资产负债表规模
金融市场	方差贡献	10.30	3.10	9.28	16.99	9.68
	t值	2	1	1.8	2.6	1.7
	显著性	显著	不显著	不显著	显著	不显著

(2) 中国宏观市场与金融市场的脉冲响应

图 4.6 为中国失业率脉冲响应图，中国失业率变化对美联储资产负债表规模变化的脉冲响应为正向，且响应会存在 10 个周期。而正向响应则说明，

美联储在加大扩张性货币政策力度时，中国宏观市场失业率变化会变大，即中国宏观市场就业情况就变得不稳定了。响应存在 10 个周期，这说明，美储货币政策对中国宏观市场失业率存在长期影响。

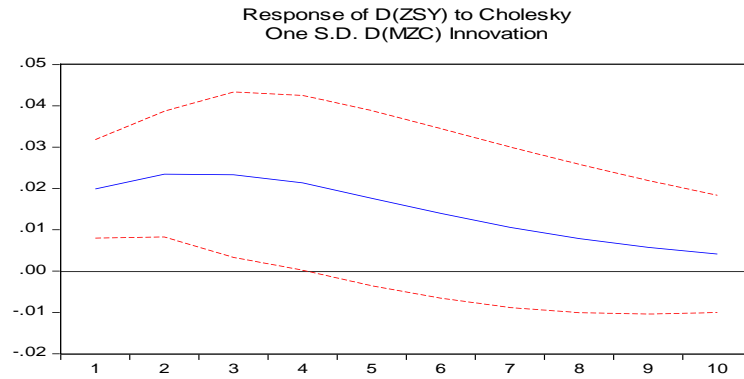


图 4.6 中国失业率脉冲响应图

图 4.7 为中国实际利率与国债利率脉冲响应图，由图可知，中国金融市场实际利率脉冲响应为正，第 1 周期为 0.03，第 2 周期上升至 0.36，第 3 周期又降为 0.04，之后逐渐降低，第 9 个周期降为零水平，响应消失。中国金融市场国债率响应由负转正，第 1 个周期为-0.12，第 2 个周期转为 0.05，之后逐渐降低，第 5 个周期，响应降为零水平，响应消失。中国金融市场实际利率响应峰值出现在第 2 个周期，这说明，美联储货币政策对中国金融市场实际利率影响存在时滞。而中国金融市场国债利率响应由负转正则说明，美联储货币政策发生调整之初，不会影响到中国国债利率的稳定性，而之后，这种不稳定会逐渐表现出来。

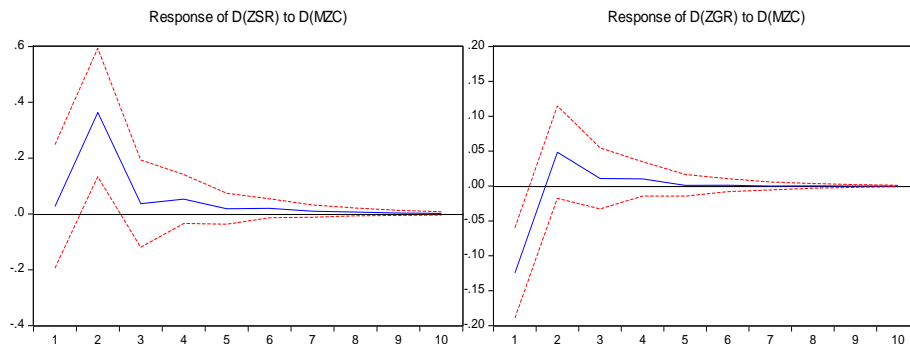


图 4.7 中国实际利率与国债利率规模脉冲响应图

(3) 中国宏观经济与金融市场的结论分析

方差分解结果表明, 美联储货币政策对中国失业率存在影响。其正向脉冲响应说明, 美联储货币政策变化对中国的失业率变化有正向影响, 这与中国的经济发展与产业结构的现状是相匹配的。目前, 中国大量外向型企业多以从事初级加工贸易为主, 缺乏核心竞争力, 容易受外界因素影响。尤其是当美联储货币政策发生变化之时, 这些外向型企业的生产经营会受到较大影响, 从而影响到企业的发展, 进而使这些企业的劳动力需求变化波动增大使得中国就业率波动同时增大。

从传递渠道来看, 方差分解结果表明, 利率渠道存在明显作用, 而汇率渠道不存在明显作用。美联储货币政策会通过影响中国实际利率来影响到中国宏观经济。这与中国金融市场现状是吻合的。中国金融市场属于后起之秀, 受中国经济发展阶段与社会主义市场经济体制影响, 在个别方面, 中国金融市场的发展确实显出不足, 相对于发达经济体, 某些方面的综合竞争力相对欠缺, 且易受其它经济体影响。中国人民银行在人民币国际化与利率市场化方面的尝试, 使得中国的金融市场开放程度进一步深化。在中国金融市场综合竞争力不足与金融市场开放程度深化的条件下, 美联储货币政策的利率作用渠道才会凸显。目前, 中国的采取的是管制的浮动汇率制度, 中国人民银行的货币政策目标也是维持币值稳定, 再加上目前中国仍然是世界第一大外汇储备国, 中国人民银行资产负债表外汇占款比例较高, 在有管理的浮动汇率制度与强大外汇储备支撑下, 面对美联储货币政策的变化, 中国人民银行有能力也有必要去保持人民币稳定。所以, 美联储货币政策溢出效应的汇率渠道作用不明显。

美联储货币政策对中国人民银行的货币政策影响不明显。中国人民银行会以常规性货币政策去稳定经济增长与应对美联储的非常规性扩表操作, 这与中国人民银行货币政策倾向是一致的。中国人民银行保持审慎态度, 保留较大的货币政策空间, 谨慎对待非常规型性货币政策, 所以相对美联储因常规货币政策失效而采取非常规货币政策的的行为, 中国人民银行的常规性货币政策经常保留较大的政策空间。结构性货币政策和普惠金融的发展, 只是中国人民银行针对国内经济转型、产业升级与脱贫攻坚做出的一些政策支持。特殊的央行制度决定了中国人民银行的货币政策可以与财政部财政政策形成较好配合而且货币政策往往是有效

的。中国社会主义市场经济体制优势与经济发展优势决定了，当经济面临外部冲击的时候，中国举国之力投资带动经济，财政政策与货币政策配合使用以提振宏观经济，从而为世界经济提供源源不断的动力。

中国经济规模增长、外贸依存度降低和产业转型升级使得中国经济发展取得长足进步。所以，中国宏观经济会在独立稳定的前提下受到有限的外界影响。

4.3. 美联储货币政策溢出效应变化分析

4.3.1 美联储货币政策溢出效应变化分析方法

用单一的窗口去做 VAR 及方差分解与脉冲响应，可以分析美联储货币政策的溢出效应。为了能够进一步了解金融危机后美联储货币政策溢出效应的变化，本文还做了以下工作。

基于 VAR 的方差分解与脉冲响应可以对经济系统的结构方进行分析，而将数据分为不同的窗口分别进行方差分解与脉冲响应分析，通过比较不同窗口的结果，就可以对系统的结构变化做出定性判断。

在 2008 年金融危机发生前后，美联储货币政策变化较大，考虑到这个因素。本文将近 20 年的数据分为两个阶段进行比较分析，第一阶段为 1999—2006 年，第二阶段为 2007—2020 年。

4.3.2 美联储货币政策溢出效应变化结果分析

(1) 美联储货币政策对欧元区溢出效应变化分析方差分解结果分析

表 4.6 为两个阶段欧元区宏观市场方差分解结果。由表可知，2007 年之后，美联储资产负债表规模对欧元区宏观经济变量的方差贡献变大。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对欧元区宏观经济的溢出效应变大。

表 4.6 两个阶段欧元区宏观市场方差分解结果

变量	GDP	失业率	通胀
1999—2006	7.63	4.48	3.33
2007—2020	37.66	80.24	55.71
变化	变大	变大	变大

图 4.8 为两个阶段欧元区宏观市场脉冲响应图，上半部分为 1999—2006 年欧元区宏观市场脉冲响应结果，下半部分为 2007—2020 年欧元区宏观市场脉冲响应结果。由图可知，第二阶段脉冲响应结果变大了。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对欧元区宏观市场溢出效应变大。

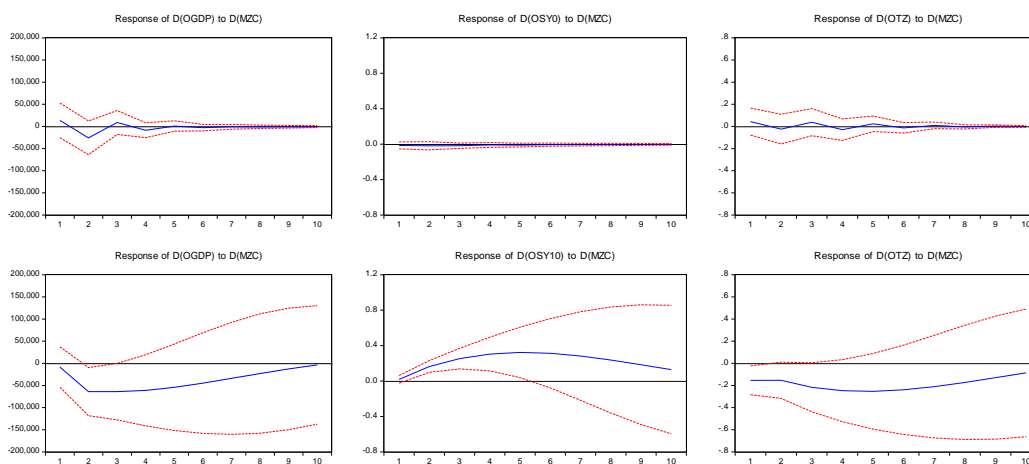


图 4.8 两个阶段欧元区宏观市场脉冲响应图

表 4.7 为两个阶段欧元区金融市场方差分解结果，由上表可知，2007 年之后，美联储资产负债表规模对欧洲央行资产负债表规模方差贡献变小；而对于其它变量的方差贡献则没有明显变化。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对欧洲央行货币政策影响变小。

表 4.7 两个阶段欧元区金融市场方差分解结果

变量	实际利率	实际汇率	基准利率	国债利率	资产负债表规模
1999—2006	0.78	2.89	3.23	5.17	38.03
2007—2020	16.16	5.12	10.46	0.71	22.54
变化	无	无	无	无	变小

图 4.9 为两个阶段欧洲央行资产负债表规模脉冲响应图，左图为 1999—2006 年欧洲央行资产负债表规模脉冲响应图，右图为 2007—2020 年欧洲央行资产负债表规模脉冲响应图。由图可知，第二阶段，欧洲央行资产负债表规模短期脉冲

响应程度较大；而第一阶段，响应时间更长久。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对欧洲央行货币政策影响时滞效应消失，短期影响变强，但作用时间变短。

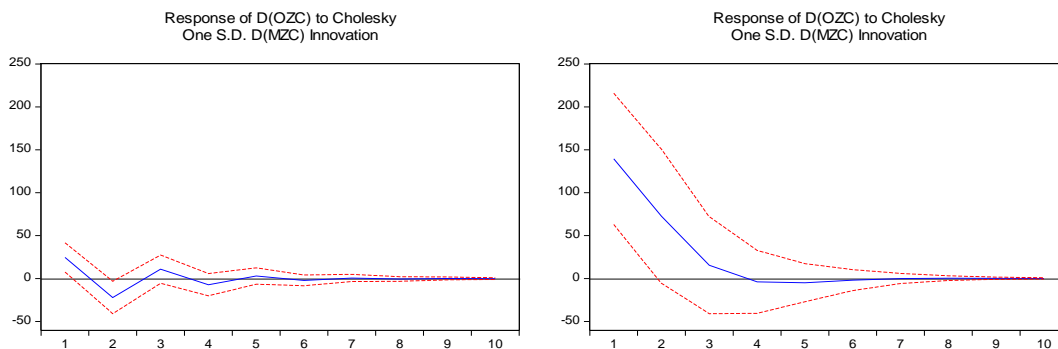


图 4.9 两个阶段欧洲央行资产负债表规模脉冲响应图

(2) 美联储货币政策对日本溢出效应变化分析方差分解结果分析

表 4.8 为两个阶段日本宏观市场方差分解结果。如图所示，第二阶段，美联储资产负债表规模对日本宏观市场失业率方差贡献变大；而对其它变量方差贡献没有明显变化。这说明，2008 年全球金融危机之后，美联储货币政策对日本宏观市场失业率影响变大；而对其它变量不存在明显影响。

表 4.8 两个阶段日本宏观市场方差分解结果

变量	GDP	失业率	通胀
1999—2006	1.92	7.87	8.13
2007—2020	19.85	65.32	31.35
变化	无	变大	无

图 4.10 为两个阶段日本失业率脉冲响应图，左图为 1999—2006 年日本失业率脉冲响应结果，右图为 2007—2020 年日本失业率脉冲响应结果。由图可知，第二阶段日本 GDP 与失业率的脉冲响应变大了。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对日本 GDP 与失业率影响变大。

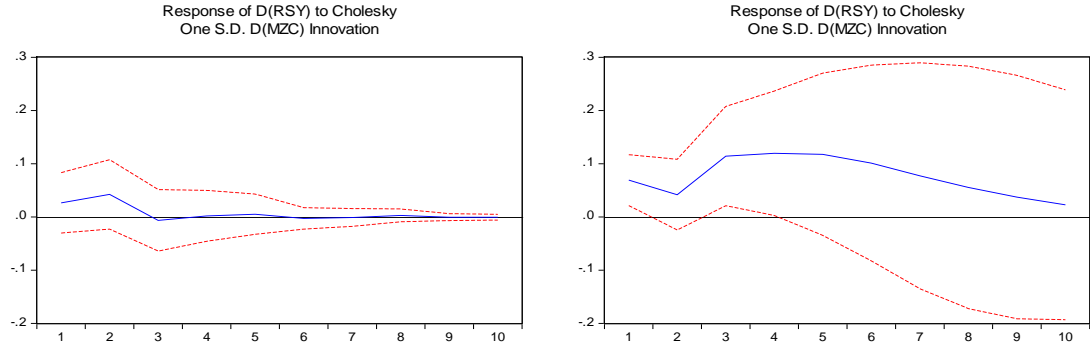


图 4.10 两个阶段日本失业率脉冲响应图

表 4.9 为两个阶段日本金融市场方差分解结果，由表可知，美联储资产负债表对日本央行资产负债表规模的方差贡献变小，对其它变量的方差贡献无明显变化。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对日本央行资产负债表规模影响变小。

表 4.9 两个阶段日本金融市场方差分解结果

变量	实际利率	实际汇率	基准利率	国债利率	资产负债表规模
1999—2006	1.31881	6.70257	21.13353	2.129007	29.5011
2007—2020	6.549428	7.832476	15.11412	1.404927	9.467039
变化	无	无	变小	无	变小

图 4.11 为两个阶段日本基准利率与央行资产负债表规模脉冲响应结果，上半部分为 1999—2006 年脉冲响应结果，下半部分为 2007 年—2020 年脉冲响应结果。由图可知，第二阶段，日本金融市场基准利率脉冲响应程度变小。日本央行资产负债表规模脉冲响应程度变小。这说明，金融危机之后，日本央行资产负债表受美联储货币政策影响变小。

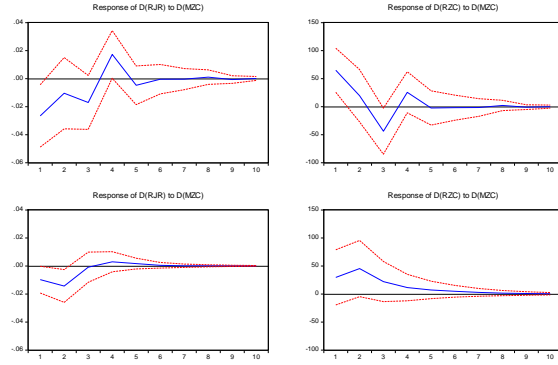


图 4.11 两个阶段日本基准利率与央行资产负债表规模脉冲响应结果

(3) 美联储货币政策对中国溢出效应变化分析

表 4.10 为两个阶段中国宏观市场方差分解结果。由表可知，2007 年后，美联储资产负债表规模变化对中国宏观经济变化的影响变大。

表 4.10 中国宏观市场方差分解结果

变量	GDP	失业率	通胀
1999—2006	2.66%	11.15%	2.27%
2007—2020	11.92%	69.28%	44.79%
变化	无	变大	变大

图 4.12 为两个阶段中国失业率与通胀脉冲响应结果，上半部分为 1999—2006 年中国宏观市场失业率与通胀脉冲响应结果，下半部分为 2007—2020 年中国宏观市场失业率与通胀脉冲响应结果。由图可知，第二阶段，脉冲响应程度明显增大了，而且响应政府方向也发生了变化。这说明，金融危机之后，美联储货币政策对中国宏观市场的影响变大了。即 2008 年金融危机之后，美联储加大扩张性货币政策力度会引起中国宏观市场失业率的稳定性发生较大变化；而对中国宏观市场通胀稳定性影响变小。

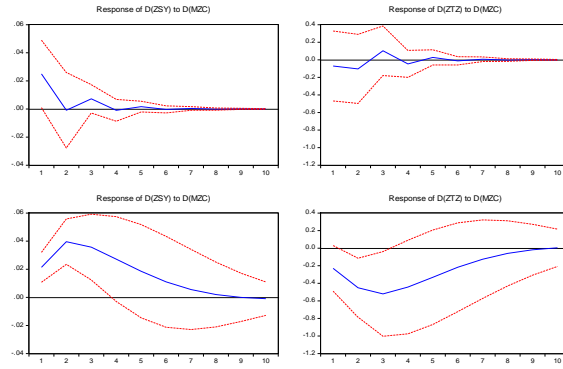


图 4.12 两个阶段中国失业率与通胀脉冲响应结果

表 4.11 为两个阶段中国金融市场方差分解结果。如表所示，2007 年之后，美联储资产负债表规模变化对中国国债利率影响变大；而对中国金融市场其它变量影响没有明显变化。

表 4.11 中国金融市场方差分解结果

变量	实际利率	实际汇率	基准利率	国债利率	资产负债表规模
1999—2006	9.14	14.83	1.85	6.69	0.41
2007—2020	14.18	2.43	10.70	27.19	10.33
变化	变小	无	无	变大	无

图 4.13 为两个阶段中国国债利率脉冲响应图，左图为 1999—2006 年脉冲响应结果，右图为 2007—2020 年脉冲响应结果。由图可知，第二阶段，中国金融市场国债利率脉冲响应发生了明显变化，其中，国债利率的响应程度明显变大，而且其响应的正负方向也发生变化。

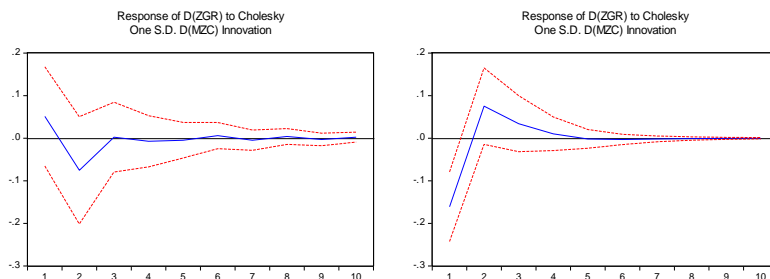


图 4.13 两个阶段中国国债利率脉冲响应图

4.4 本章小结

1.实证结果表明,近20年来,美联储货币政策对欧元区存在明显的溢出效应。

方差分解结果表明,美联储货币政策对欧元区宏观市场失业率与通胀具有明显影响,全球金融危机之后,失业率与通胀受美联储货币政策的影响变大。

稳定的货币关系、贸易关系和产业合作导致欧美经济具有较为紧密的联系。在传统紧密的联系下,发端于希腊等国家的欧债危机为处于金融危机中的欧元区经济火上浇油,使得欧洲经济发展能受到重创;英国脱欧拉锯谈判过程带来的众多不确定因素也直接为欧洲发展蒙上一层阴影;而特朗普任期内,对欧盟的贸易限制导致欧洲央行无暇应对重重冲击下的欧元区经济。美联储货币政策变化趁虚而入,对其产生了较大影响,备受煎熬的欧元区经济状况火上浇油。

方差分解结果表明,美联储货币政策对欧洲央行资产负债表规模具有明显影响,全球金融危机之后,资产负债表规模与基准利率受影响美联储货币政策影响变小,即金融危机之后,美联储货币政策对欧洲央行的货币政策影响变小。

从传递渠道看,方差分解结果比较表明,美联储货币政策溢出效应的利率传递渠道与汇率传递渠道不存在明显作用。欧洲央行货币政策存却发生了明显变化。文章认为,美联储货币政策,是通过影响欧洲央行货币政策来产生溢出效应的,而在全球金融危机后,货币政策传递渠道作用变小了。

2.实证结果表明,美联储对日本的溢出效应是减小的。

方差分解结果表明,美联储货币政策对日本央行资产负债表规模存在明显影响,而两阶段方差分解结果表明,金融危机之后,美联储货币政策对日本金融市场基准利率与央行资产负债表规模影响变小。

作为与美国合作最全面且最坚实的盟友,2007年之后日本的金融市场受美联储货币政策影响却有减弱的迹象。观察日本宏观市场通胀表现可以知道,2005年之前的大部分时间,日本通胀都处于负水平,2009年第3季度更是达到了-2.2的历史新低,也是只有在2014年,短暂的达到了2%通胀的物价稳定目标。事实上,日本央行的货币政策第一目标是解决国内的通缩问题。数据显示,日本金融市场基准利率,大部分时间处于0水平,也只有在危机2008年第2季度达到了0.5%的水平,日本央行资产负债表规模也曾一度超过美联储资产负债表水平。这

说明,全球金融危机之后,日本央行常规性货币政策与非常规性货币政策一直处于极小空间。持续的通货紧缩与极小的货币政策空间使得美联储货币政策对日本央行货币政策的溢出效应变小。

从传递渠道看,近 20 年来,利率渠道与汇率渠道始终没有存在明显作用,文章认为,美联储货币政策对日本宏观经济的溢出效应,是通过影响日本央行货币政策来传递的。全球危机之后,货币政策作用渠道也呈现变小趋势。所以,本文认为,近 20 年来,美联储货币政策对日本的溢出效应变小。

3.实证结果表明,美联储货币政策对中国的溢出效应有限。

近 20 年,中国的国内生产总值、人民币实际汇率、中国人民银行基准利率和资产负债表规模始终没有受到美联储货币政策变化的明显影响,而中国实际利率受到的影响也在全球金融危机之后减小甚至消失。

2008 年中国对外贸易依存度为 52%,之后稳步下降,2019 年降低到 30%附近的水平。数据显示,全球金融危机之后,中国对外贸易依存度下降,宏观经济贸易拉动因素减小,经济结构发生变化。同时,中国经济总量与人均国民收入也增长到新的高度,此时,中国经济发展水平实现长足进步,开始发了生质的升华,经济独立性与韧性得到提高。所以,美联储货币政策溢出效应变小。

从溢出效应传递渠道看,两阶段方差分解结果表明,全球金融危机之后,溢出效应的利率渠道作用减小甚至消失,而汇率渠道始终没产生明显作用。

中国失业率和国债利率的变化受到美联储货币政策影响,全球金融危机后还有明显变大迹象。2007 年之后,世界经济持续遭受到各种冲击影响,非常规性货币政策登上世界舞台。为应对外部冲击和支持经济转型升级,中国人民银行适度加大公开市场操作力度并推出相应的结构性货币政策支持;而人民币国际化、利率市场化与逐渐开放金融服务市场等深化改革开放的政策也走上坦途。中国开放程度进一步扩大深化,所以,全球金融危机之后,美联储货币政策对中国国债利率的影响会明显变大。而失业率受到的影响则为部分缺少核心竞争力的外向型企业所致。美联储货币政策对中国失业率与国债利率的影响,是由于外向型企业缺乏核心竞争力与金融市场开放导致的,这都属于是中国经济发展过程中短期影响。综合以上分析,文章认为,美联储货币政策对中国的溢出效应是有限的。

4.北美、西欧、东亚是世界经济的三大主要区域。美国、欧元区、中国与日

本则是三大主要经济区的主要代表。出奇一致的是，四大经济体宏观市场失业率一致受到美联储货币政策的影响，且在危机之后，影响有变大迹象。这主要归因于，金融危机之后，各主要经济体央行，从货币政策上发生了质的变化。由于非常规性货币政策可以向市场迅速释放大量流动性，而对流动性的收回则缺少合理有效的控制。自 2008 年全球金融危机暴发时登上世界舞台之后，非常规性货币政策已持续表演十几年，至今仍未退出。所以，大力度实施非常规性货币政策的金融市场，都存在较大的杠杆；而且政府都背负着沉重的债务负担，导致宏观经济发生质的变化。所以，美联储控制的世界流动性阀门一旦发生变化，就会影响主要经济体国家失业率发生较大变化。而同作为发达国家，日本央行与欧洲央行资产负债表受美联储资产负债表状况影响，且在金融危机之后，这种影响都有变小迹象，这就是对以上论述最好的佐证。

本文计量结果表明，自始至终，中国人民银行货币政策都没有受到美联储的明显影响，即中国人民银行的货币政策在一定程度上保持了较好的独立性。这也说明，中国的宏观经济具有自己的独特优势。

5.政策建议与研究展望

5.1 各主要经济体央行应保持稳健货币政策和审慎态度

本文对美联储货币政策溢出效应的研究表明,美联储货币政策对主要经济体的宏观市场与金融市场存在一定的影响。

在货币政策目标与货币政策工具实践方面,中国人民银行一直保持审慎态度。当美联储无限制释放流动性的时候,中国人民银行也以支持“抗疫”与促进“复工复产”的目的放出了部分流动性,进而成功刺激国内经济实现疫情后反弹,在疫情中也保住了中国 GDP 2.3% 的增长。中国人民银行稳健的货币政策与审慎态度亦将在下一个阶段为我国的经济提供稳定的流动性。

其它主要经济体央行也要保持审慎态度。事实上,全球金融危机之后,各主要经济体央行曾发生过货币政策分化。从利率数据与资产负债表数据来看,货币政策分化条件下,日本与欧元区经济体市场表现并没有变得更好。而本文结论表明,危机之后,美联储对各金融市场与各经济体央行的影响都有变小迹象。这说明,全球金融危机之后,中国、日本与欧元区的货币政策的独立性都有增强表现。所以,中国人民银行、欧洲央行与日本央行有动机更有必要去继续保持稳健的货币政策与审慎的态度。

5.2 各主要经济体央行应保持足够货币政策空间

数据显示,虽然处于金融危机与新冠疫情期间,中国人民银行仍然保持较大的货币政策空间。社会主义初级阶段市场经济体制决定了中国人民银行货币政策的特殊性。危机期间,与美联储货币政策的单一作用不同,中国人民银行对就业具有重要作用的民营企业进行了较大力度的支持,并在其货币政策与财政部财政政策的强力配合下达到了保就业的目标。中国人民银行也在进行非常规货币政策的尝试,如 2013 年初设置常备借贷便利(SLF)、2014 年设置中期借贷便利(MLF)。但中国人民银行始终都保持这较大的货币政策操作空间。

在以国内循环为主国内国际“双循环”相互促进伟大战略的作用下,中国将步入新的发展阶段。中国对外开放的程度只会进一步深化,目前中国经济保持平稳运行,而新阶段的机遇是与挑战并存的,面对美联储无限量放水、可能存在的贸易争端与其它因素,中国人民银行应以稳健的货币政策与审慎的态度及对非常规

货币政策的尝试，来保持其较大的常规货币政策空间。

与之形成鲜明对比的是，美联储、日本央行与欧洲央行的基准利率已经为零，货币政策只能通过无限加大量化宽松的非常规性货币政策来实现了。其正常的货币政策操作空间，已经被全球金融危机与新冠疫情影响压缩到极小程度。量化宽松等非常规性货币政策操作的尝试，可以为中央银行理论发展带来长足进步，但举宏观经济主要力量去做这场旷日持久的试验，的确为未来的流动性消化问题埋下祸根。面对新冠疫情长期影响，各经济体央行确实需要做好充分应对多种可能性的准备。

5.3 各主要经济体央行应进行货币政策合作

自全球金融危机之后，非常规性货币政策已走上世界舞台。而本次研究表明，美联储货币政策对主要经济体的非常规性货币政策影响变小，对常规性货币政策的影响变小，即美联储货币政策在常规性货币政策与非常规性货币政策上的领导权都在逐渐消失。

事实上，在“流动性陷阱”存在的条件下，代表常规性货币政策的基准利率已经多次接近零水平，常规性货币政策已失去有效性，所以美联储对主要经济体的常规性货币政策影响变小；在常规性货币政策无效的条件下，主要经济体纷纷转向非常规性货币政策，而各经济体宏观经济周期表现各异，使得各央行的货币政策之间出现分化，美联储对各央行非常规性货币政策影响逐渐在消失。

在丧失货币政策领导权的条件下，“美国优先”的策略再也不具有原有的影响力。欧元区、日本与中国央行三者之间有潜力更有必要进行货币合作，从而促进疫情后的经济恢复。

5.4 各主要经济体要做好退出非常规性货币政策长期合作

全球金融危机之后，非常规性货币政策在世界范围内广泛施行。造成美联储、日本央行与欧洲央行的资产负债表规模迅速扩大，如上图 3.1 所示。数据同样表明，近十年期间，非常规性货币政策带来的大量央行资产和负债并没有明显缩减迹象。主要经济体近十年的非常规性货币政策历史证明了一个问题，相对于传统常规性货币政策工具对流动性的强力控制，非常规性货币政策不能及时有效地将市场上的流动性收回，即非常规性货币政策存在退出难的问题。

目前，美联储、日本央行与欧洲央行资产负债表规模都处于历史最高水平。

再者，美国的债务水平也一直居高不下，接近甚至超过欧债危机前的希腊债务水平；虽然，欧元区成功经历了欧洲债务危机的考验，但欧元区经济体各主权国家债务水平也一直居高不下；日本更是特殊，其债务水平已经超过了日本全年国民生产总值的 2 倍。事实上，金融危机之后，美国、日本、欧元区经济体的经济发展是发生了质的变化。

高流动性水平和高债务水平决定了，主要经济体央行需要做好退出非常规性货币政策的有关长期合作。只有合作，才能保证全球主要经济体共同顺利退出非常规性货币政策，收回超量流动性。

5.5 美联储要参考全球经济状况退出非常规性货币政策

全球金融危机期间，美联储首先开启量化宽松放水操作；2014 年，美联储又第一个开启退出非常规性货币政策的操作。美联储开启量化宽松放水操作，的确为保全美国市场与全球市场做出了一定贡献。而美联储擅自退出非常规性货币政策的做法，使得仍处于危机中的其它经济体的情况进一步恶化。

从美联储资产负债表规模来看，美联储退出非常规性货币政策的操作反而使得其资产负债表规模又一次扩大了。只有在 2019 年底之前的一段时间，世界主要不确定因素消失，世界经济表现出复苏势头的时候，美联储资产负债表规模与美国金融市场基准利率水平才有常规化的表现。这说明，世界经济是一个整体，只有当主要经济体宏观经济表现好的时候，美联储紧缩的货币政策才会有积极作用。

作为世界货币的控制阀与国际金融市场的风向标，美联储货币政策的变化对全球经济是极其重要的。已经释放大量流动性的美联储，需要与其它主要经济体合作才能在保住自身的条件下实现完美转身。

5.6 研究展望

1. 美联储货币政策溢出效应展望

目前，美国经济仍受疫情影响，短期内，美联储会保持宽松货币政策不变。文章认为，疫情后，美联储货币政策溢出效应仍然具有巨大不确定性。中国具有优先控制住疫情影响的优势，有足够的货币政策空间去应对美联储货币政策溢出效应。欧洲央行与日本央行缺少货币政策应对的条件，经济体可能会产生较大波动。疫情后，欧元、日元和人民币之间具有巨大的合作潜力与合作必要。

2 本次研究可能存在的不足及解决方法

(1) 本次研究数据有限，可能会导致比较分析结果产生误差。针对数据有限的问题，可以增加变量个数和扩大时间范围弥补此缺陷。

(2) 本次设置对照组的研究方法本质属于定性比较研究，得到的溢出效应随时间变化的结论不具有精确定量性质。应用更高级且贴近经济事实的先进计量方法可以弥补此缺陷。

参考文献

- [1]Adrian K.UK Monetary Policy Change during the Financial Crisis: Paradigms, Spillovers,and Goal Co-ordination[J].Journal of Public Policy,31(2):143-161.
- [2]Benigno, G. and Benigno, P. Designing Targeting Rules for International Monetary Policy Co-operation[J]. Journal of Monetary Economics 2006 ,53,473 -506.
- [3]Cooley T.F.,and Quadrini V.The Costs of Losing Monetary Independence:The Case of Mexico[J].Journal of Money Credit & Banking,2001,33(2):370-397.
- [4]Cooper,Richard N.Macroeconomic policy Adjustment in Independent Economics[J].The Quarterly Journal of Economics. February 1969,83(1),pp.1-24.
- [5]Ehrmann M,Fratzscher M.Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks[J].Oxford Bulletin of Economics & Statistics, 2009,71(6):739-759.
- [6]Glick R, Hutchison M. The illusive quest: Do international capital controls contribute to currency stability?[J].International Review of Economics & Finance,2011,20(1):59-70.
- [7]Hamada, Chochi. A Strategic Analysis of Monetary Independence[J].Journal of Political Economy. August 1976 ,84(4),pp.677-700.
- [8]Kim S.,and Roubini N.Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries:A Solution with a Structural VAR Approach[J].Journal of Monetary Economics,2000,45(3):561-586.
- [9]Kim S J. , Nguyen D Q. The Spillover Effects of Target Interest Rate News from the U. S. Fed and the European Central Bank on the A-sia-Pacific Stock Markets[J].International financial markets, Institutions & Money, 2009, 19(3) : 415-431.
- [10]Kucharcukova O.B.,Peter C.,and Borek V.Spillover of the ECB's monetary policy outside the euro area:Kucharcukova area:How Different is Conventional from Unconventional Policy?[J].Journal of Policy Modeling,2016,38(2):199-225.
- [11]Mendoza E.The Benefits of Dollarization when Stabilization Policy Lacks Credibility and Financial Markets are Imperfect[J].Journal of Money Banking and Credit,2001,33(2):440-474.

- [12]白玥明,王自锋,陈钰钰.美国非常规货币政策退出与中国实际产出——基于信号渠道的国际分析—基于信号渠道的国际分析[J].国际金融研究,2015(8):21-30.
- [13]陈创练,龙晓旋,姚树洁.货币政策、汇率波动与通货膨胀的时变成因分析[J].世界经济,2018,41(04):3-27.
- [14]陈建宇,张谊浩.美国“双紧缩货币政策”对中国经济的影响——一个基于SVAR模型的实证检验[J].上海经济研究,2019(3):88-98.
- [15]崔百胜,葛凌清.中国货币政策对世界主要经济体溢出效应的异质性分析——基于GVAR模型的实证研究模型的实证研究[J].华东经济管理经济管理,2019(8):83-94.
- [16]郭栋.美国国债利率对中国债市宏观基本面冲击及两国利率联动时变效应研究——基于GVAR和TVP-VAR模型的实证分析[J].国际金融研究,2019(4):55-65.
- [17]郭红玉,张运龙.基于资产组合再平衡渠道的央行资产负债表政策溢出效应研究[J].世界经济研究,2016(6):32-42,134.
- [18]郭建娜.美国货币政策对中国货币政策目标的影响机制研究[J].统计与决策,2020,36(7):142-145.
- [19]韩乾,袁宇菲,吴博强.短期国际资本流动与我国上市企业融资成本[J].经济研究,2017,52(6):77-89.
- [20]李婧,高明宇.美国货币政策正常化外溢性研究——新兴经济体和发达经济体的比较[J].上海经济研究,2019(6):110-120.
- [21]李欣,雷兴长.全球金融危机爆发的原因观点综述[J].经济研究导刊,2009(27):75-76.
- [22]雷兴长.世界“新经济”的范畴与特点分析[J].兰州商学院学报,2001(01):36-39.
- [23]雷兴长.美国“新经济”的政策分析[J].兰州商学院学报,2000(02):36-38.
- [24]雷兴长.全球化与多边首脑外交[J].兰州商学院学报,1999(03):7-10.
- [25]雷兴长,李俊霞.世纪之交的世界经济发展特征[J].甘肃社会科学,1998(01):39-41.
- [26]夏绍宣,雷兴长.日本经济迅速发展的种种因素[J].甘肃社会科学

- 学,1993(03):51-54.
- [27]雷兴长,齐磊,王勋铭.当代世界经济格局特征浅析[J].西北民族大学学报(哲学社会科学版),1992(03):47-51.
- [28]雷兴长.论美国外交政策的演变[J].兰州商学院学报,1992(02):78-82.
- [29]马理,彭承亮.美联储加息对中国经济的影响效应[J].上海经济研究,2019(7):115-128.
- [30]马理,文程浩,钱成.发达国家货币政策的分化调整对中国经济的影响与风险防范[J].世界经济研究,2019(10):35-50+135.
- [31]马理,尤阳.货币政策传导路径阻滞与对策建议——基于欧洲央行影子利率的数据检验[J].国际金融研究,2019(6):14-25.
- [32]潘成夫.量化宽松货币政策的理论、实践与影响[J].上海金融,2009(7).
- [33]孙寅浩,黄文凡.主要发达国家货币政策分化背景下的全球短期资本流动——美联储、欧央行、日本央行货币政策溢出效应的实证研究[J].投资研究,2016,35(2):118-128.
- [34]宋敏,张凤泽,王丹华.国际投机资本对股票市场与房地产市场的影响[J].管理现代化,2016,36(3):9-11.
- [35]唐旭茂.美联储量化宽松政策对中国资本市场的冲击效应研究[J].世界经济研究,2015(6):12-23,127.
- [36]王树同.美联储“量化宽松”货币政策的原因、影响与启示[J].国际金融研究,2009(11).
- [37]王晓雷,刘昊虹.量化宽松货币政策下美国的消费投资与全球流动性泛滥[J].财经科学,2011(2):1-9.
- [38]肖卫国,兰晓梅.美联储货币政策正常化对中国经济的溢出效应[J].世界经济研究,2017(12):38-49+133.
- [39]修晶.美元会丧失其主导型国际货币地位吗?[J].广东金融学院学报,2009(5).
- [40]胥爱欢.美联储货币政策效应对中国经济增长的影响:基于 TVP-VAR-SV 模型的省际研究[J].世界经济研究,2018(04):40-48+135-136.
- [41]杨雪峰.商业银行流动性研究:基于中美两国货币政策变动的视角[J].世界经济研究,2019(10):67-74+135.

- [42]张江涛.中美资本市场相关性及货币政策因素研究[J].中国物价,2019(3):31-34.
- [43]张璞,宋云星.欧洲央行结构性货币政策冲击与中国宏观经济非线性波动[J].世界经济研究,2021(04):43-55+135.
- [44]张蓉.全球流动性对中国宏观经济的冲击——基于实际产出、物价水平和资产价格的实证检验[J].上海金融,2019(7):29-35.
- [45]张勇.热钱流入、外汇冲销与汇率干预——基于资本管制和央行资产负债表的DSGE分析[J].经济研究,2015,50(7):116-130.
- [46]周彬蕊,刘锡良,张琳.货币政策冲击、金融市场化改革与企业风险承担[J].世界经济,2017,40(10):93-118.

后记

在导师与各位任课教授的教导和帮助下，经过自己一年的努力，毕业论文即将完成。这个时候，有各种的东西浮现在脑海里，心里好久不能平静下来。

我的导师，雷兴长教授，他已经在岗位上认真工作 40 年，如今年过花甲，仍然坚守在教学与科研岗位上。他一直教导我们亲自动手写论文，才能学习到更多的东西，他以自己近 40 年兢兢业业的教学经历与慷慨宽容的行事风格，为我的人生立下了新的标杆，为我的学习工作立下了长期目标。胡静寅教授，不仅在课堂上对我严格要求，多次帮我修改论文，在课下也耐心地帮我讲解论文，让我收获不菲。杨志龙教授，在讲台上绘声绘色、掷地有声地讲解，课下与同学们一起讨论时事，这激发了我对国际局势的强烈兴趣，也让我养成了联系现实思考的好习惯。张璐教授，她不仅在课堂上给我以悉心教导，还经常以提问的方式激发我的思维。对于课后作业与课下问题，她也会联系理论与实际，在课下帮我答疑解惑。余倩教授，通过随时提问的方式集中课堂的注意力，也通过关键词提示，引导大家的思维，还通过举例，使大量基础知识与课外技能牢牢地扎根在我的意识里。王思文教授，她严谨的学术风格、紧密的逻辑思维与宏观的思维方式，以及她严肃的课堂风格，让我有意识培养自己的逻辑思维，并提高对自己的要求。还有很多帮助过我的教授和师长，在此，我想向对我的研究学习以及论文书写提供帮助各位师长表达诚挚的感谢！学生定以认真的工作与优异的成果来报答你们的教导之恩！

在这三年的学期过程中，家人给我物质上的支持和精神上的鼓励，朋友给我陪伴、建议和信任，有了他们的支持，我才能更好的完成了这三年的学习任务。毕业之后，在工作岗位和生活中，我将继续保持学习和工作的热情，勇敢得承担起家庭责任和社会责任。

在这三年的学期过程中，在党组织的认可与我的不懈努力下，我加入了中国共产党，成为了一名中共预备党员。在党组织的领导与关怀下，我在学习了习近平新时代中国特色社会主义思想的基础上，更好完成了专业知识的学习，更好地练就了本领，我能更好地为共产主义事业贡献自己的力量。

在党组织的领导与关怀下，在导师和各位任课教授的帮助下，在家人和朋友的全力陪伴与支持下，三年的求学生涯，虽然走得很辛苦，但我也获得了很多知

识和技能。我会时刻保持认真学习工作的状态，通过认真学习和勤奋工作来提升自己，为共产主义事业奋斗终生。