

欧元区宏观政策对系统 重要性经济体的溢出效应

陈建奇 张原*

摘要：欧元区宏观政策溢出效应的评估对于保障全球经济健康发展尤其重要,对此,本文通过构建溢出效应理论分析框架,并结合美国、英国、欧元区、中国和日本五个系统重要性经济体的经验数据进行实证分析。研究表明,基于各系统重要性经济体与欧元区不同的产业结构和经济联系,欧元区宏观政策产生不同的溢出效应。促进欧元区经济增长的扩张性宏观政策的实施,将促使欧元区对与其具有相似产业结构的美英等国产生负向溢出效应。而中国与欧元区由于处于产业链的不同阶段而具有互补性,欧元区扩张性宏观政策对中国经济产生正向溢出效应。欧元区自金融危机以来采取的扩张性财政政策及债务危机后滋生的内生性财政整顿需求,促使欧元区宏观政策溢出效应呈现复杂性和不确定性,在此背景下,各国亟待加强宏观政策的国际协调,加快构建兼顾溢出效应的开放政策体系。

关键词：宏观政策;溢出效应;系统重要性经济体

一、引言

观察近年来欧洲经济发展,金融危机及欧债危机对其构成双重冲击,欧洲经济陷入深度调整。尽管欧洲央行、国际货币基金组织(IMF)及欧盟“三驾马车”积极出手救助陷入困境的国家,但欧债危机不仅暴露欧元区部分成员国高福利的特殊原因,更揭示了欧元区货币一体化而财政分散的体制性矛盾。截至目前,欧元区的体制机制尚未出现实质性改进,预示欧洲经济仍面临较大不确定性。欧洲经济在全球经济中占有重要地位,而且高度开放的市场经济促使欧洲与外部深度连接,欧洲宏观经济政策调整可能对外部形成较强的溢出效应。IMF将美国、英国、欧元区、中国和日本列入世界五大系统重要性经济体,并提出着力促进国际协调,降低宏观政策负向溢出效应,G20将其列入国际协调的主要内容。在此背景下,研究欧元区宏观政策对系统重要性经济体溢出效应,既有助于为相关研究提供溢出效应的经验证据,而且有助于制定有针对性的国际协调政策,较大程度降低欧元区宏观政策负面溢出效应,促进全球经济健康发展。

理论上,对于融入全球经济的开放经济体,其宏观经济波动会导致经济结构或者经济总量发生变化,由此将对与之紧密联系的经济体产生直接影响,受之影响的经济体会产生相应

*陈建奇,中共中央党校国际战略研究所,邮政编码:100091,电子信箱:chenjq@ccps.gov.cn;张原,中国劳动关系学院,邮政编码:100048,电子信箱:zhangyuan5566@163.com。

本文得到国家社会科学基金项目“欧美主权债务风险溢出效应及中国应对策略研究”(项目编号:12CGJ011)和国家自然科学基金项目“中国财政现金管理效率评估及其最优化研究”(项目编号:71103183)的资助。感谢匿名评审人富有建设性的修改意见,文责自负。

变化,从而再往外影响其他相关的经济体,如此影响最终会间接传导到诸多国家乃至全球。从这一点看,任何开放国家的经济波动都会产生或大或小的溢出效应,开放国家宏观经济溢出效应早已有之,溢出效应问题并非新话题。然而,追溯相关文献,对溢出效应的相关定义大多是结合某个领域展开,比如人力资本投资溢出效应、R&D 溢出效应、外商直接投资溢出效应等等,而针对财政政策等宏观政策溢出效应的研究文献并不丰富。

直观来讲,Lorenz(1972)提出的“蝴蝶效应”可以作为溢出效应的生动阐释,即“一只蝴蝶在巴西轻拍翅膀,可以导致德克萨斯州的一场龙卷风。”一国宏观经济政策也可能产生类似的效果,顾名思义,宏观经济政策溢出效应就是反映一国宏观经济政策制定、调整及其实施过程对外部经济体所产生的影响程度。从传导机制看,可以分为两个层面,一是对外部经济体的宏观经济变量产生直接扰动,导致外部经济体宏观政策有效性受到影响。一国宏观经济政策变化,可能影响外部经济体资本流动,从而引起汇率波动、利率波动或者是股票等资产价格波动,导致外部经济体宏观政策有效性变化。二是对外部经济体的产出或者经济结构造成间接影响,导致外部经济体宏观经济政策环境发生变化。即一国宏观经济政策变化将影响本国的产出水平及经济结构,从而影响自身的进出口结构或者国际收支平衡,由此将对外部经济体贸易结构或者国际收支状况产生非对称性影响,促使外部经济体的产出水平及经济结构出现扰动。

Jan(2013)运用结构化的多国模型来分析2011-2013年欧元区财政整顿所产生的影响。他指出溢出效应应有三个渠道:首先是需求溢出效应,即一国实施财政整顿会降低国内经济增长速度与国内需求,对其他国家总需求构成负向溢出效应。其次是竞争力渠道。财政整顿的紧缩性政策会压低物价和工资,从而提升竞争力水平,由此会对其他国家形成负向的溢出效应。第三,金融资本跨境流动渠道。一国财政整顿会影响资本回报率,引发本国与其他国家的资本跨境流动直到资本收益再次相等为止,同样由此可能引发汇率波动对贸易产生影响。研究表明,财政整顿通过需求渠道和竞争力渠道产生较大的溢出效应,德国及其他欧元区核心国家的财政整顿对欧元区整体经济形势造成较大负面影响。

Giuliodori和Beetsma(2004)基于VAR模型,运用乔克力冲击及结构化方法分析欧洲财政溢出效应。研究发现,德国、法国与意大利的财政扩张促使其从诸多欧盟国家进口增长。Subarna(2012)采用VAR计量模型研究美国、墨西哥、加拿大、德国及澳大利亚等国的财政政策变化对伙伴国产出产生的溢出效应,同时进一步分析这些国家之间溢出效应程度的高低,结果发现并没有一致的结论,而且没有发现各国之间进行财政政策协调的迹象。Auerbach和Gorodnichenko(2012)研究了OECD国家之间政府购买对产出的跨国溢出效应,研究表明,各国溢出效应对产出波动有较大的影响,尤其是那些处于衰退之中的国家受到伙伴国政府购买的溢出效应影响程度更大。欧阳雪艳等(2014)采用COVAR方法分析欧元区金融市场的风险关联,实证发现,危机程度较严重的欧洲五国市场的风险关联较强,但风险传染并不明显,陷入危机主要是源于自身经济出现问题。刘璐和武月(2014)研究发现,欧债危机引发全球经济低迷,国际投行为储备足够的流动性纷纷减持中国上市保险公司的股票,使其股价大幅下跌;而且受欧债危机溢出效应的影响,中国出口贸易遭到重创,出口信用保险赔付成本大幅上升,保费收入下降。

综合来看,溢出效应尽管在近年来受到的关注度持续上升,IMF在金融危机以来也作为重要技术部门介入研究(IMF,2011),相关研究不断创新。但相关研究采取的方法既涉及初级的计量回归,又有复杂的系统性模型,在评估不同系统重要性经济体溢出效应时,缺乏统

一的分析框架,得出的结论也并不一致。对此,本文主要实现两个目标,即创新分析方法,借鉴 GVAR 思想分析欧元区宏观政策溢出效应。同时,创新分析内容,探讨欧元区对其他系统重要性经济体的溢出效应。接下来第二部分是欧元区宏观政策溢出效应理论模型构建,第三部分是变量定义与平稳性检验,第四部分是欧元区宏观政策溢出效应实证分析,最后是结论与政策建议。

二、欧元区宏观政策溢出效应理论模型构建

宏观政策溢出效应的分析难点在于多国相互影响,既有自身变动对外部的冲击,也有外部经济体受到影响后产生的反向冲击,如此循环,各变量之间往往具有内生性问题,同时,分析多国经济变量交互作用往往面临变量数过多,以致于样本数不足以支撑有效的统计分析。为了更客观揭示欧元区宏观政策的溢出效应,这里借鉴 Pesaran 等(2004)研究提出的 Global Vector Autoregression(GVAR)模型思路,构建欧元区宏观政策溢出效应的理论分析框架。

由于溢出效应不仅在当期有影响,还可能形成滞后影响。这里必须考虑溢出效应滞后期,那么包含本国变量和外国变量的 VAR 模型为:

$$Y_{i,t} = b_{i,0} + b_{i,1}t + P_i Y_{i,t-1} + Q_{i,0} Y_{i,t}^* + Q_{i,1} Y_{i,t-1}^* + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(1)式中: $i=0,1,\dots,N,t$ 为时间变量, $Y_{i,t}$ 是 $k_i \times 1$ 阶国内向量变量, $Y_{i,t}^*$ 是 $k_i^* \times 1$ 阶国外向量变量, $b_{i,0}, b_{i,1}, P_i, Q_{i,0}, Q_{i,1}$ 是相应系数向量或系数矩阵, $\varepsilon_{i,t}$ 是零均值独立同分布随机变量。 $Y_{i,t-1}^*$ 是将其他各国变量加权平均计算而得的 i 国国外变量,加权权重可以依据 i 不同而不同。(1)式可进一步变形为:

$$(I, -Q_{i,0}) \begin{pmatrix} Y_{i,t} \\ Y_{i,t}^* \end{pmatrix} = b_{i,0} + b_{i,1}t + (P_i, Q_{i,1}) \begin{pmatrix} Y_{i,t-1} \\ Y_{i,t-1}^* \end{pmatrix} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

将所有国家变量放在一起成为 $k \times 1$ 阶变量 Y_t ,其中 $k = \sum_{i=0}^N k_i$, 则:

$$Z_{i,t} = \begin{pmatrix} Y_{i,t} \\ Y_{i,t}^* \end{pmatrix} = W_i Y_t \quad (3)$$

(3)式中: $Z_{i,t}$ 为 $(k_i^* + k_i) \times 1$ 阶向量,是以权重矩阵 W_i 加权计算而得的包括本国变量与外国变量在内的向量变量。将(3)式代入(2)式可得:

$$A_i Z_{i,t} = b_{i,0} + b_{i,1}t + B_i Z_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

即:

$$A_i W_i Y_t = b_{i,0} + b_{i,1}t + B_i W_i Y_{t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

(5)式中: $A_i = (I, -Q_{i,0}), B_i = (P_i, Q_{i,1})$ 。这样(5)式成为一个将所有国家变量均作为内生变量的一阶滞后 VAR 模型。将各国 VAR 模型进一步整合,可以得到方程:

$$UY_t = b_0 + b_1 t + TY_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

(6)式中: $U = \begin{pmatrix} A_0 W_0 \\ A_1 W_1 \\ \vdots \\ A_N W_N \end{pmatrix}, T = \begin{pmatrix} B_0 W_0 \\ B_1 W_1 \\ \vdots \\ B_N W_N \end{pmatrix}, b_0 = \begin{pmatrix} b_{0,0} \\ b_{1,0} \\ \vdots \\ b_{N,0} \end{pmatrix}, b_1 = \begin{pmatrix} b_{0,1} \\ b_{1,1} \\ \vdots \\ b_{N,1} \end{pmatrix}, \varepsilon_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_{0,t} \\ \varepsilon_t \\ \vdots \\ \varepsilon_{N,t} \end{pmatrix}$ 。 U 和 T 是 $k \times k$ 阶矩阵,

如果 U 满秩,则(6)式可以写为:

$$Y_t = d_0 + d_1 t + HY_t + u_t \quad (7)$$

(7)式中: $d_0=U^{-1}b_0, d_1=U^{-1}b_1, H=U^{-1}T, u_t=U^{-1}\varepsilon_t$ 。由于矩阵 U 满秩,则 u_t 各分量同样服从零均值独立同分布。

基于上述分析,形成了将所有国家变量作为内生变量的溢出效应 GVAR 模型(7),根据此模型,可以动态分析某国 i 冲击或政策变化对特定国家 j 可能产生的溢出效应。特别地,将 i 国定义为欧元区,其他国家则包括美国、英国、中国、日本四个系统重要性经济体,那么式(7)就是欧元区宏观政策调整对其他系统重要性经济体溢出效应的理论分析框架。

三、变量定义与平稳性检验

在变量数据选择上,由于本文是对 S5(Systemic Five)国家运用 GVAR 模型进行溢出效应分析,S5 国家是由 IMF 确定的 5 个具有全球系统重要性的经济体,包括美国、中国、欧元区、日本和英国(IMF,2011),因此这里主要考虑的就是这五个系统经济体的宏观政策指标及其相关指标。由于溢出效应变量较多反映在国家之间相互联系的主要关系,为此本文分别选取实际 GDP、实际政府支出、实际私人消费、实际进口额、实际出口额、实际利率和实际有效汇率 7 个变量,各实际变量由名义变量结合 CPI 折算而得。即:

$$\begin{aligned} y_{it} &= \ln(GDP_{it}/CPI_{it}), g_{it} = \ln(G_{it}/CPI_{it}), c_{it} = \ln(C_{it}/CPI_{it}), \\ m_{it} &= \ln(M_{it}/CPI_{it}), x_{it} = \ln(X_{it}/CPI_{it}), rl_{it} = IRL_{it} - \pi_{it}, \\ reer_{it} &= \ln(REER_{it}) \end{aligned} \quad (8)$$

而:

$$Y_{it} = (y_{it}, g_{it}, c_{it}, m_{it}, x_{it}, rl_{it}, reer_{it})' \quad (9)$$

式(8)中: CPI 为消费价格指数; GDP 为名义国内生产总值; G 表示名义政府支出; C 表示名义居民消费; M 表示名义进口额; X 表示名义出口额; IRL 为长期名义利率,用 10 年期国债利率表示; π 为通胀率,用 CPI 同比表示; rl 为实际利率; $REER$ 为实际有效汇率指数。 i 为国别下标, t 为时间下标。本文最终选取美国、欧元区、日本、英国和中国五个系统重要性经济体进行分析,在保持数据质量和口径一致性技术上,尽量向前延伸数据后,获得 1995 年 1 季度至 2012 年 4 季度的观测值数据,各指标均有 72 个观测值,为季调后季度数据。数据来自 World Bank GEM,OECD Database 和 BIS 等国际机构以及各国央行和统计部门(见表 1)。由于中国未公布 GDP 分项中各季度私人消费和政府支出数据,假定各季度这两个变量占全年比例与各季度 GDP 占全年比例相同,估计各季度私人消费与政府支出,然后进行季节调整。

表 1 样本数据基本信息

变量	单位	来源	样本区间
国内生产总值	十亿美元	World Bank GEM,OECD Database	1995Q1-2012Q4
政府支出	十亿美元	OECD Database, 中国国家统计局	1995Q1-2012Q4
私人消费	十亿美元	OECD Database, 中国国家统计局	1995Q1-2012Q4
进口总额	十亿美元	World Bank GEM, 欧元区数据为 17 国加总数	1995Q1-2012Q4
出口总额	十亿美元	World Bank GEM, 欧元区数据为 17 国加总数	1995Q1-2012Q4
长期名义利率	%	Federal Reserve, ECB, BOJ, BOE, PBOC	1995Q1-2012Q4
实际有效汇率	指数(2010 年=100)	BIS	1995Q1-2012Q4
通胀率	%	World Bank GEM, ECB	1995Q1-2012Q4
消费价格指数	指数(1993 年=100)	根据通胀计算	1995Q1-2012Q4
兑美元汇率	美元/本币	World Bank GEM	1995Q1-2012Q4

与 7 个国内变量相应的应该有 7 个国外变量,但由于进口、出口以及实际有效汇率为双向指标,为避免重复计算,只选取实际 GDP、实际政府支出、实际私人消费和实际利率 4 个变

量作为国外变量。即:

$$Y_u^* = (y_u^*, g_u^*, c_u^*, rl_u^*)' \quad (10)$$

其中, $y_u^*, g_u^*, c_u^*, rl_u^*$ 分别是将各外国对应变量按相应权重加权平均计算得到的 i 国国外变量。计算方法如下:

$$y_u^* = \sum_{j=1}^{16} w_{ij} y_{uj}, g_u^* = \sum_{j=1}^{16} w_{ij} g_{uj}, c_u^* = \sum_{j=1}^{16} w_{ij} c_{uj}, rl_u^* = \sum_{j=1}^{16} w_{ij} rl_{uj} \quad (11)$$

(11)式中: w_{ij} 为贸易变量,表示 i 国与 j 国贸易额占 i 国总贸易的比重。本文选取 2000-2012 年交互贸易数据计算得到各国贸易权重,数据来自各国统计部门(见表 2)。

表 2 G5 国家贸易权重矩阵(横排国家占纵列国家比重,单位:%)

	美国	欧元区	日本	英国	中国
美国	0.0	39.2	19.6	9.6	31.7
欧元区	32.8	0.0	9.3	37.6	20.3
日本	36.4	22.8	0.0	3.9	36.9
英国	16.6	73.7	3.5	0.0	6.2
中国	33.7	34.5	27.5	4.3	0.0

数据来源:美国数据来自 BEA,欧元区数据来自 Eurostat,日本数据来自 Japan Statistics Bureau,英国数据来自英国国家统计局网站(<http://www.ons.gov.uk/ons/index.html>),中国数据来自中国海关总署。

在进行模型估计前^①,首先需要对变量进行平稳性检验。为了保证所有变量在进行回归之前都是平稳的,这里对所有变量进行一阶差分,表 3 是检验结果。数据显示,一阶差分变量都是平稳的。而从指标定义看,GDP、政府支出、私人消费、出口、进口以及汇率指数等绝对量对数值的一阶差分即增长率,而利率是衡量资本收益率的指标,本身就是增长率的概念。所以本文采用实际利率与其他变量的一阶差分进行模型估计。在采用(7)式估计的时候,由于各序列为平稳序列,所以我们去除时间项,即采用(12)式形式进行估计。

$$Y_t = d_0 + HY_t + u_t \quad (12)$$

表 3 一阶差分变量 ADF 检验

	美国	欧元区	日本	英国	中国
y	-3.43	-3.81	-3.95	-5.90	-6.12
g	-3.52	-5.91	-6.17	-9.04	-7.24
c	-4.66	-2.60	-8.52	-3.19	-6.84
x	-5.25	-5.66	-5.81	-6.57	-5.33
m	-5.54	-5.35	-4.77	-5.58	-7.68
rl	-7.94	-6.26	-6.38	-6.60	-4.72
$reer$	-6.48	-6.62	-4.08	-5.61	-6.49
y^*	-7.01	-5.82	-6.04	-4.28	-6.93
g^*	-6.62	-9.13	-7.86	-1.95	-5.05
c^*	-6.69	-6.42	-7.46	-2.82	-5.32
rl^*	-5.59	-6.22	-5.64	-6.86	-7.55

数据说明:大于 2.91 表示在 5% 的显著度水平下不存在单位根,大于 2.59 表示在 10% 的显著度水平下不存在单位根。

四、欧元区宏观政策溢出效应实证分析

正如前面引言所阐述的,宏观政策溢出效应传导机制颇为复杂,但宏观政策主要包括财

^①这里由于篇幅限制原因,省略了矩阵 T 与 U 的具体数据形式。

政政策与货币政策,财政政策变化将通过政府支出影响外部经济体外部需求,进而影响到经济增长的总量变化。货币政策主要体现为货币松紧引发的利率变化,由此直接对其他经济体利率等相关金融环境产生溢出效应,在此基础上,影响其他经济体的外部需求及经济增长等宏观变量。根据这些机制,接下来主要结合第二部分得出的宏观政策溢出效应理论模型来研究欧元区宏观政策变化的溢出效应。即根据上述得出的 GVAR 模型及五个系统重要性经济体的基础数据,探讨欧元区宏观政策溢出效应。重点运用模型(7)探讨欧元区经济增长、政府支出、实际利率对美国、日本、英国和中国经济增长、出口和实际利率的影响,以此揭示欧元区宏观政策的溢出效应。从理论上讲,虽然欧元区经济增长会拉动其他国家需求扩张,但欧元区产出的增加同样会挤占其他国家市场份额,综合影响取决于两者相互作用的结果。

图 1 报告基于上述 GVAR 模型分析欧元区经济增速变化对其他 S5 国家的脉冲效应的结果,数据显示,美国和英国与欧元区具有相近的产业结构,经济竞争关系大于合作关系,欧元区经济增速提高会挤占美国和英国的市场份额,虽然短期内会通过拉动英美外需来提高经济增速,特别是对英国,但从长期来看,替代效应更为显著,欧元区经济增速提高 1 个百分点在长期会导致美国和英国经济增速分别下降 0.045 个百分点和 0.159 个百分点。而中国与欧元区处于产业链的不同阶段,相互之间合作关系强于竞争关系。欧元区经济增长加快对中国经济具有持续的带动作用,长期来看,欧元区经济增速加快 1 个百分点会推动中国经济增速加快 0.07 个百分点。欧元区经济增速变动对日本影响较为中性,显示与日本经济替代效应和合作效应较为均衡,欧元区经济增速加快在前 10 个季度对日本经济有负面影响,而后转为微小正面影响,欧元区经济增速提高 1 个百分点大致在长期推高日本经济增速 0.02 个百分点。可见,影响欧元区经济的宏观政策对其他国家的溢出效应有赖于外国经济体与其经济体的相似度。

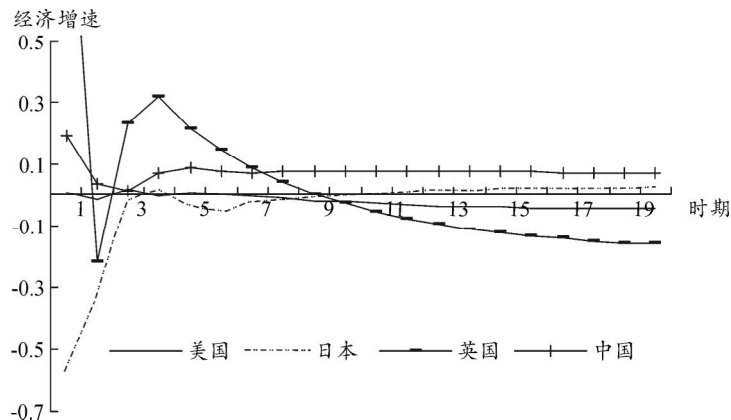


图 1 欧元区经济增速变动对其他 S5 国家经济增速的脉冲效应 (%)

关于欧元区宏观政策变动对其他国家出口的溢出效应,由于扩张性的宏观政策有助于提升国内总需求,对其他国家出口形成拉动作用,而紧缩的宏观政策则可能产生负向的影响,从而欧元区宏观政策变化对其他国家出口的溢出效应则比较一致。图 2 报告欧元区总需求变化对其他 S5 国家出口的脉冲效应,数据显示,短期内欧元区扩张性政策引发的经济增速上升对其他国家出口均存在拉动作用,而在 3 年后转为微小负面作用。欧元区总需求提高 1 个百分点在短期 1 年内会提高中国和美国出口 0.4 个百分点左右,对日本影响较弱,约 0.2 个百分点,英国出口波动变大,总体水平提高 0.5 个百分点左右。

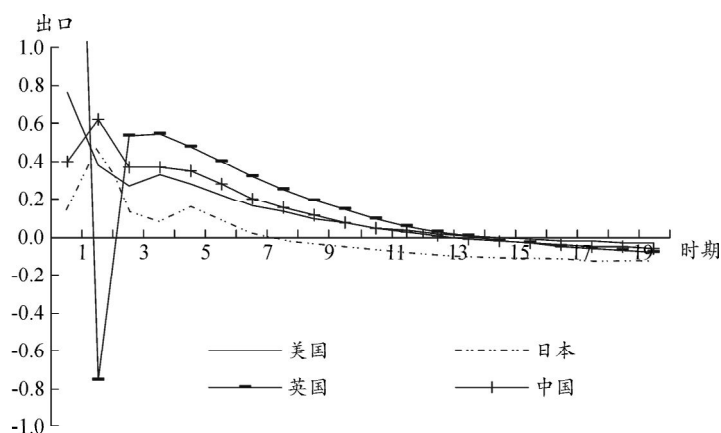


图2 欧元区总需求变化对其他S5国家出口的脉冲效应(%)

宏观政策主要包括财政政策与货币政策,从财政政策的溢出效应来看,欧元区财政政策增加其他经济体短期波动,而不具有长期趋势性影响。图3报告欧元区财政政策对其他国家产出脉冲效应。数据显示,欧元区扩张性财政政策在短期通过增加进口对中国经济增速产生正向冲击,同时也通过改变国际资本流动推高中国利率产生负面影响,前两个季度,欧元区财政支出增速提高1个百分点会降低中国0.03个百分点的经济增速,而后转为接近0.03个百分点的正向冲击,在1年后作用减弱至0.01个百分点以下。欧元区扩张性财政政策对美国经济增长冲击持续为负,1个百分点的冲击在7个季度后影响降至0.01以下;对英国则是加大短期波动,1个百分点的冲击长期具有0.01个百分点的负面冲击。对日本影响较为微小,且迅速减弱。

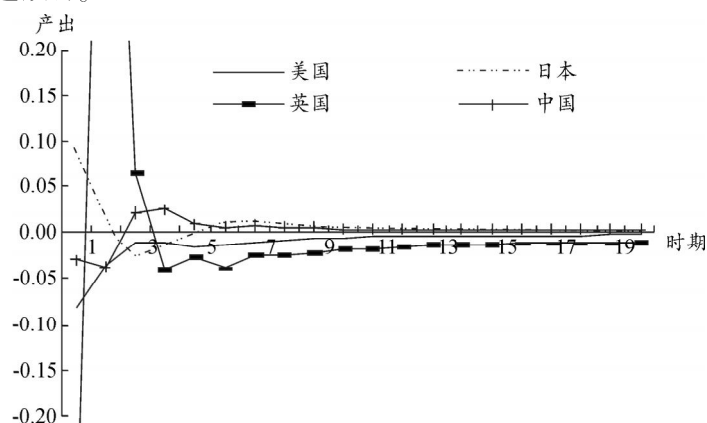


图3 欧元区财政政策对其他国家产出的脉冲效应(%)

出现上述现象的潜在解释在于,欧洲扩张性财政政策主要着力于增加社会福利支出与支持产业转型升级,倾向于低收入群体的社会福利增加将促使该群体从中国等发展中国家购买更多的消费品,因为低收入群体大多对发达国家生产的高档消费品的需求较弱,由此促进中国等外需增长。而支持产业转型升级将鼓励购买本国的先进设备,欧元区与美英等国都处于世界技术前沿领域,欧元区财政政策扩张可能由于增加本国高新技术产品购买而减少了从美英的进口,从而欧元区扩张性财政政策对美英外需乃至总产出构成负向溢出效应,这种推测在图4的溢出效应检验中得到了进一步的确认。

图4报告欧元区财政政策对其他国家出口的脉冲效应。数据显示,欧元区扩张性财政

政策在短期内刺激中国外需,但对美日等发达国家外需却起到抑制作用,而在长期,欧元区财政政策对各国出口几乎没有影响。欧元区扩张性财政政策增加了中国出口导向型国家的外需,1个百分点的财政支出增加在后1季度增加中国0.2个百分点的出口增速,1年后影响回落至零附近。而对美日等国来说,欧元区扩张性财政政策会提高全球利率水平,导致资本回流发达国家,推高美日等国汇率,抑制其出口。前2个季度,欧元区1个百分点的财政支出增长会降低美日出口增速0.2个百分点左右,而后影响迅速缩减到零附近。

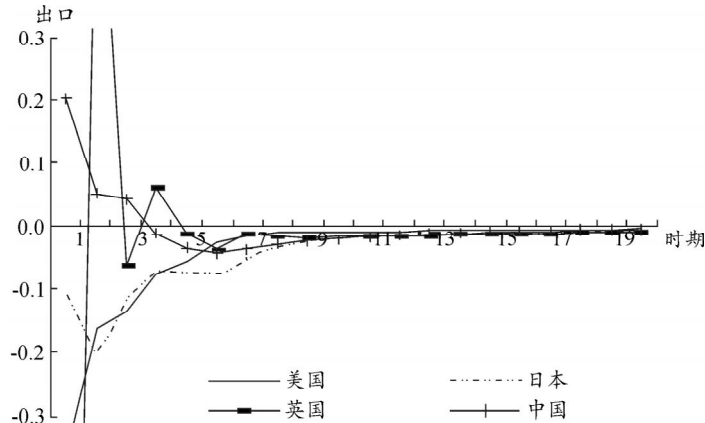


图4 欧元区财政政策对其他国家出口的脉冲效应(%)

从货币政策溢出效应来看,由于价格粘性等因素,扩张性货币政策并不会马上导致通胀,但对名义利率影响却较显著。欧洲央行的货币紧缩会对其他国家带来资本流出压力,并提升全球利率,导致其他国家货币被动紧缩。图5报告了欧元区实际利率对其他国家实际利率脉冲效应,数据显示,欧元区实际利率变动对其他国家有持久显著的溢出效应。对中国实际利率影响最为显著,欧元区实际利率提高1个百分点在长期提高中国实际利率0.65个百分点。对英国实际利率影响约0.56个百分点。由于日本长期陷入流动性陷阱,名义利率变化较小,欧元区实际利率变动对日本溢出效应有限,1个百分点的欧元区实际利率提高推升日本实际利率0.11个百分点;对美国影响稳定在0.3个百分点附近。

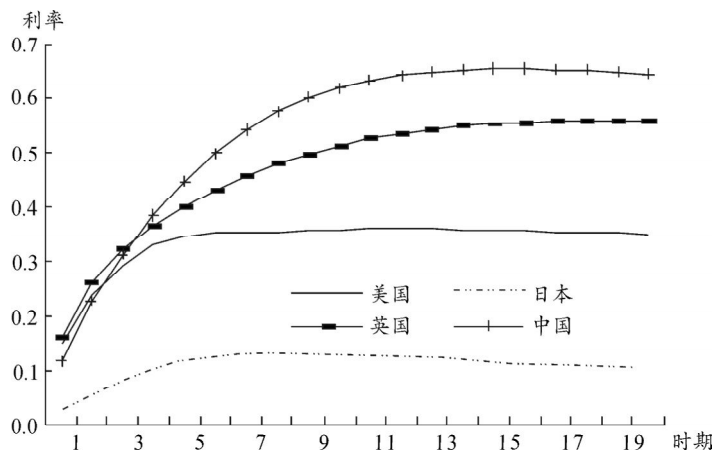


图5 欧元区实际利率对其他国家实际利率的脉冲效应(%)

虽然欧元区货币政策变动会影响全球利率,但对各国产出却产生不同影响。图6报告

欧元区实际利率对其他国家产出的脉冲效应,数据显示,欧元区扩张性货币政策对中国经济增长有显著的正向溢出效应,欧元区实际利率下跌1个百分点推动中国经济增速提高0.18个百分点左右,这不仅由于扩张性货币政策带来的对中国进口需求增加,同时因为中国出口和资本流入同时增加货币投放,被动刺激经济增长。但欧元区与美英等国的竞争关系使得欧元区扩张的货币政策推动经济增速提高,对美英等国经济会产生挤压效应。欧元区实际利率下跌1个百分点在长期会降低美国和英国经济增速分别为0.12和0.42个百分点。欧元区实际利率对日本产出影响有限,长期影响仅有不到0.06个百分点。

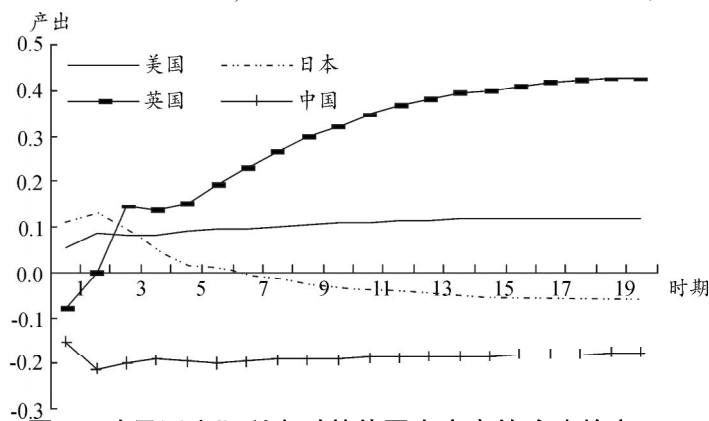


图6 欧元区实际利率对其他国家产出的脉冲效应(%)

相比其他影响,欧元区货币政策对其他国家出口的溢出效应则颇为一致,扩张性货币政策在短期内对其他国家有出口促进作用,而在长期有抑制作用。欧元区扩张性货币政策在短期对英国溢出效应最为显著,1个百分点的实际利率下降会在下一季度推动英国出口增速提高1.4个百分点,而在前两个季度对中国和美国出口增速促进作用也在0.4个百分点附近。而在两年后,扩张的货币政策影响普遍为负,事实上,如果欧元区实际利率长期下降,意味着欧元区经济活力减弱,对外部需求降低,其他国家出口长期自然受到负面冲击。欧元区实际利率下降1个百分点会在长期对日本、英国、中国、美国的出口带来0.34、0.27、0.18和0.12个百分点的负面冲击。

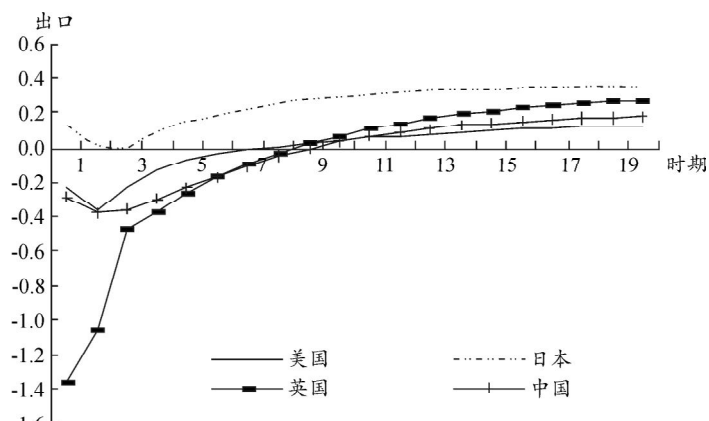


图7 欧元区实际利率对其他国家出口的脉冲效应

五、结论与政策建议

通过本文的分析,得出了欧元区宏观政策溢出效应的若干重要结论。基于与欧元区不

同的产业结构和经济联系,欧元区宏观政策产生不同的溢出效应。促进欧元区经济增长的宏观政策的实施,将促使欧元区对与其具有相似产业结构的美英等国产生负向溢出效应。而在全球化背景下,中国与欧元区由于处于产业链的不同阶段而具有互补性,欧元区扩张性政策会拉动中国经济增长,对中国经济形成正向溢出效应。金融危机以来欧元区迅速推出扩张性财政政策,由此构成对中国出口的正向溢出效应,但对美国出口短期内具有抑制作用;然而,欧元区自金融危机以来采取的扩张性财政政策及债务危机后滋生的内生性财政整顿需求,促使欧元区宏观政策溢出效应呈现复杂性和不确定性。

欧债危机对其他系统重要性经济体的溢出效应并非通过财政支出直接产生,而是通过危机导致流动性收紧和名义利率提升,同时,经济衰退导致价格水平下降,实际利率显著提高,对各国产生较强溢出效应。欧债危机对全球实际利率具有正向作用,通过减少外需和减缓资本流入等方面对中国出口和产出产生显著负面冲击,而对美英等国出口同样具有负面溢出效应,但由于欧元区竞争力的减弱,美英等国获得更大的市场空间,经济增长获得提振。实际利率长期由劳动生产率决定。欧债危机推高欧元区长期利率,对经济产生收缩调整效应,但长期脱离经济基本面的实际利率难以维持。随着欧债危机的缓解以及财政整顿,欧元区经济出现阶段性企稳,名义利率向下调整而通缩状况有所改善,真实利率下降意味着资本重新流出,需求温和回升,对中国出口和经济增长产生正向溢出效应,而竞争力的重新恢复将对美英等国产生负面溢出效应。

上述得出的重要结论厘清了欧元区宏观政策调整对其他系统重要性经济体的溢出效应,不仅验证了溢出效应的存在,更重要的是揭示了溢出效应对不同国家的不同影响。尽管欧元区成员国自欧债危机以来重视财政整顿及结构调整,但当前应对欧债危机的财政联盟或者银行联盟仍然没有取得实质性进展,预示欧洲经济不确定性依然较大。在此背景下,国际社会应加强协调,促进欧洲经济结构深层次调整及财政体制变革优化,同时,中国应重视调整开放政策,缓解欧洲经济疲软所引发的外需减速滋生的产能过剩问题。

首先,应注重加强各国尤其是系统重要性经济体之间宏观政策协调,降低欧元区宏观政策调整产生的负向溢出效应。宏观政策负向溢出效应的客观存在内在要求各国之间加强协调,当前可以考虑进一步完善 G20 平台,借助金融危机以来各国的国际协调经验引导系统重要性经济体实施负责任的宏观政策,及时避免本国宏观政策引发的强烈的负向溢出效应,同时构建国际风险防范体系,共同应对溢出效应引发的系统性风险。同时,各国应抓紧构建兼顾溢出效应的开放宏观政策体系,提升宏观政策的有效性和针对性。溢出效应的存在可能使得一国宏观政策受到其他国家的影响而失去独立性,在全球化日益深化的背景下,这一现象将越发突出,由此内在要求创新宏观政策调控体系,主动开展溢出效应评估,适时构建更加高效的开放宏观政策体系。

其次,我国应着力推进开放战略调整,促进外需健康平稳发展,缓解产能过剩难题。欧洲经济疲软加剧我国产能过剩问题,倒逼我国重新审视国际经济合作政策。当前我国进出口贸易总额已经位居世界前列,未来开拓国际市场的边际提升空间不大,为此,当务之急是稳定现有市场,目前中国的外部市场大部分是基于 WTO 框架取得的,从而短期内中国应坚持 WTO 谈判,促进中国外部市场的稳定。另一方面,加强与周边协调合作,积极推进“一带一路”、亚洲或者东亚自贸区的建立,注重区域一体化对贸易增量的贡献。目前美洲有北美自由贸易区,欧洲有欧盟经济一体化,但亚洲仍然没有自贸区。中国通过积极推动周边国家贸易自由化以最终实现亚洲或者亚太经济一体化,并在中长期内稳步推进“一带一路”战略,那么将有望在增量上提升国际贸易空间。

第三,我国应更加重视扩大内需战略,促进内外需协同发展。在外需难以回到金融危机之前高速发展的背景下,短期内我国面临的产能过剩难题的化解需要多方努力。其中重要的途径是,通过着力扩大内需推动经济结构调整优化,稳步化解产能过剩。中共十八大报告指出,要牢牢把握扩大内需这一战略基点,加快建立扩大消费需求长效机制,释放居民消费潜力,保持投资合理增长,扩大国内市场规模。短期来看,可以通过结构性减税等举措促进投资以保持宏观经济稳定。长期来看,可以通过社会保障制度建设、收入分配制度改革等举措以构建扩大内需的长效机制。

参考文献:

- 1.刘璐、武月,2014:《欧债危机对保险业的影响研究》,《宏观经济研究》第1期。
- 2.欧阳雪艳、杨晓光、李应求,2014:《欧元区国家金融市场的风险溢出效应研究》,《经济数学》第6期。
- 3.Auerbach, A. J., and Y. Gorodnichenko. 2012. "Output Spillovers from Fiscal Policy." National Bureau of Economic Research Working Paper 18578.
- 4.Giuliodori, M., and R. Beetsma. 2005. "What Are the Trade Spill-Overs from Fiscal Shocks in Europe? An Empirical Analysis." *De Economist* 153(2): 167-197.
- 5.IMF. 2011. "Consolidated Spillover Report-Implication from the Analysis of the Systemic-5." IMF Policy Paper Working Paper 071111.
- 6.Jan in't Veld. 2013. "Fiscal Consolidations and Spillovers in the Euro Area Periphery and Core." European Commission Working Paper 506.
- 7.Lorenz, E. N.1972. "Does the Flap of a Butterfly's Wings in Brazil Set off a Tornado in Texas?" American Association for the Advancement of Science. Global Atmospheric Research Program. 139th Meeting of the American Association for the Advancement of Science.
- 8.Pesaran, M. H., T. Schuermann, and S. M. Weiner. 2004. "Modeling Regional Interdependencies Using a Global Error-correcting Macroeconometric Mode." *Journal of Business & Economic Statistics* 22(2): 129-162.
- 9.Subarna, S. 2012. "An Empirical Study of Fiscal Policy Spillovers and Fiscal Policy Coordination." The College of New Jersey Working paper 201210.

Spillover Effects on Systemically Important Economies from the Macroeconomic Policy in Eurozone

Chen Jianqi¹ and Zhang Yuan²

(1:Party School of the Central Committee of CPC; 2:China Institute of Industrial Relations)

Abstract: In this paper, we find that the expansionary macroeconomic policies promoting economic growth in the euro zone will lead to negative spillover effects on the US and UK economy. On the other hand, the expansionary macroeconomic policies promoting economic growth in the euro zone will lead to positive spillover effects on China's economy because of China's special industrial structure. And since the financial crisis, the euro countries have shifted their expansionary fiscal policies to prudent policies, which caused the macroeconomic policy spillovers complexity and uncertainty. In this context, the main countries in the world, when implementing macroeconomic policies, should take international coordination into consideration, and it is the time to step up the construction of an open macroeconomic system.

Keywords: Macroeconomic Policy, Spillover Effects, Systemically Important Economies

JEL Classification: F42

(责任编辑:陈永清)