

国际货币政策协调理论研究的新进展^{*}

何国华 谭 炯

内容摘要：国际货币政策协调是国际经济政策研究的核心。目前，理论界关于国际货币政策协调的研究大多是在新宏观经济学的框架内展开的，重点包括国际货币政策协调的效果、协调收益与成本的来源以及提高协调效果的途径等。美国金融危机爆发以来，理论界进一步分析了危机对已有协调政策的冲击和危机中所采取应急性协调政策的效果，并探讨了金融危机后国际货币政策协调的方向。

关键词：新宏观经济学 货币政策溢出效应 国际货币政策协调

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

引 言

国际货币政策协调是指经济上相互依存的国家为了避免货币政策溢出效应的负面影响、实现整体经济福利最大化所实行的双方或多方在货币政策领域的高度协作。2008年美国金融危机爆发后，为了防止危机在全球范围的蔓延，各国中央银行推出了一系列应急的货币政策协调举措，并取得了良好的效果。特别是为推进全球货币体系的改革、维护自身利益，以“金砖五国”为代表的新兴市场国家在金融领域展开了深度协调合作，2014年7月巴西峰会上正式确立建设的“金砖国家”开发银行旨在通过“金砖国家”间的合作降低对美元和欧元的依赖，成为新兴市场国家加强货币政策协调的标志性成果。

但是，与各国货币政策协调的实践相比，理论上对国际货币政策协调有效性的研究却一直未能形成统一观点。早期的研究认为，开放经济下国家经济依存度的提升使得货币政策协调成为必然的政策取向。但是随着开放经济理论模型和实证方法的发展，越来越多的经济学家对国际货币政策协调是否有效有不同看法。Obstfeld & Rogoff (1995) 开创性地将垄断竞争和名义价格黏性纳入动态一般均衡模型中，并建立了分析经济主体行为的微观基础，从而开创了新开放经济宏观经济学 (New Open-Economy Macro, NOEM) 的理论体系，并据此对国际货币政策协调的有效性进行了系统性研究。其后，诸多学者通过放宽 NOEM 在垄断程度、定价方式、市场结构等方面的假定对国际货币政策协调进行了更加深入的研究，并提出了相应的政策建议。2008年美国金融危机爆发后，理论界进

作者简介：何国华，经济学博士，武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师；谭炯，武汉大学经济与管理学院博士研究生。

* 基金项目：本文获得国家社会科学基金重大项目“完善宏观金融调控体系研究——基于针对性、灵活性和前瞻性的视角”(12&ZD046)、教育部哲学社会科学研究重大攻关项目“欧美国家债务危机对我国的影响及对策研究”(12JZD029)的资助。

一步分析了危机对现有协调政策的冲击以及危机中所采取的应急性协调政策的效果，并探讨了危机后国际货币政策协调的方向。

本文着眼于 NOEM 框架下国际货币政策协调的研究，重点论述有关国际货币政策协调的效果、协调收益与成本的来源以及提高协调效果的途径等方面的研究成果，同时，较为系统地总结了美国金融危机爆发后理论界有关国际货币政策协调研究的最新进展。

一、国际货币政策协调的福利效果

现有研究表明，在市场较为完善的假定下，国际货币政策协调是无效的；当各国经济存在结构性差异或市场分割时，货币政策协调有显著的福利效果；当协调各方地位不对等、存在较强的政策博弈时，货币政策协调可能是逆效的。

（一）国际货币政策协调无效论

NOEM 理论体系对国际货币政策协调效果研究最突出的改进在于衡量政策效果的标准从单一的产出、消费等指标过渡到对一国福利水平的全面考察，并且认为如果国际货币市场较为完备、资本流动性较高，则各国中央银行独立货币政策就能实现最大福利，国际货币政策协调是无效的。

例如，在 Obstfeld & Rogoff (2000, 2002) 所建立的 NOEM 框架两国基准模型中，假定采用浮动汇率、一价定律始终成立，则当一国采用扩张性货币政策时，政策协调产生收益的途径主要为汇率渠道和利率渠道。由于产品价格黏性，一国扩张性货币政策使本国居民实际购买力增强，从而提高本国消费、产出水平。但本币贬值使本国贸易条件恶化，国外居民相对消费能力增强，汇率的支出转换效应使本国扩张性政策的福利收益由两国分享。另一方面，虽然扩张性货币政策可在短期内降低利率、使产出达到充分水平，但长期实际利率效应只由时间偏好决定，不受货币扩张的影响。因此，Obstfeld & Rogoff 认为，在扩张性货币政策冲击下，货币政策协调不存在明显的福利收益。Corsetti & Pesenti (2005a) 在模型中加入不完全的国际资本市场，同样发现当国内外生产力冲击通过资本渠道对本国产生的影响时，货币政策协调存在收益，但是这种收益非常小，只有在市场主体风险厌恶系数异常高的情况下，协调才有可观的收益。

在实证研究上，Barrell & Dury (2003) 使用随机模拟方法比较了外部冲击下协调政策对美国与欧洲产出、通货膨胀波动的影响。模拟结果表明，在欧、美双方采取货币政策协调后，美国产出波动减弱了 5%，通货膨胀波动减弱了 4%；而欧洲产出波动只减弱了 2%，通货膨胀波动几乎保持不变，因而政策协调有利于美国，但对欧洲作用有限。

（二）国际货币政策协调有效论

尽管 Obstfeld & Rogoff 认为货币政策协调收益甚微，但沿着他们所开创的 NOEM 框架，其他一些学者却发现，如果放宽 NOEM 模型的部分假设或改变假设作用的形式，加上市场非完善的因素，货币政策协调可能存在收益。

Devereux & Engel (2006) 将市场分割和市场定价引入模型，由于市场分割的存在，厂商能在不同国家进行差异化定价。结果表明，如果两国采用不对称的定价方式，货币政策协调是有必要的，并且由此产生的收益非常可观。Liu & Pappa (2008) 将厂商分为贸易品部门和非贸易品部门，发现一国贸易条件的变动只会影响贸易部门，并允许国家之间贸易部门存在规模上的差异，则贸易规模较大的国家的贸易条件偏好，从而在其政策制定中必须平衡贸易条件缺口的波动。不对称性越高，货币政策协调的收益越大，当结构性不对称性高到一定程度时，政策协调的收益是很可观的。此外，贸易中进口部门比重越大、国内冲击相关性越低、价格合约持续期越长合作收益也越高。

在实证研究上，Conen & Lombardo (2008) 通过模型校准，在数量上计算出协调收益约为稳态消费的 0.03%，这一数值尽管仍然较小，但显著大于 Obstfeld & Rogoff 的结果，如果两国经济一体

化程度提高, 协调收益也将随之增大, 当两地区贸易份额增加到占 GDP 的 32%, 协调的收益约为稳态消费的 1%。

(三) 国际货币政策协调逆效论

国际货币政策协调在产生协调收益的同时也需要协调各方付出相应的成本, 当货币政策协调的成本超过福利收益时, 货币当局所实行的货币政策并非最优货币政策, 这就是 Rogoff (1985) 所定义的逆效合作 (Counter-productive Cooperation)。

如果将 NOEM 模型的视角从宏观福利层面转向微观层面或引入国家间的非对称博弈, 货币政策协调的效果也将发生改变。Reinikka & Svensson (2004) 设定了理性预期经济主体, 由于协调政策下各国中央银行货币政策受到其他国家牵制, 当国外实行一种货币政策时, 本国居民预期本国中央银行会制定相应的政策并采取措施, 因而本国货币政策效果减弱。Frieden & Broz (2013) 认为中央银行货币政策协调过程中往往忽视这些政策对特定群体的影响, 因而其协调政策偏离了所有个体的福利最大化条件, 各国中央银行的国内货币政策因此是次优的。

总体而言, 尽管目前理论界多数学者是在新开放经济宏观经济学框架下研究货币政策协调的收益问题, 但研究结论却大相径庭。在市场完备的假定下, 一国货币政策向两国经济变量传导渠道畅通, 货币政策协调不仅无利可图, 还会由于协调过程中的政策博弈带来福利减少; 而一旦市场存在扭曲, 开放经济下一国货币政策无法达到预期的效果, 货币政策协调就能平衡一国货币政策对两国的不对称冲击, 从而提高两国总体福利水平。

二、国际货币政策协调收益和成本的来源

(一) 收益来源

货币政策协调通过矫正市场扭曲而产生收益, 收益大小取决于市场扭曲程度。具体来说, 在 NOEM 框架中, 市场扭曲的来源主要包括垄断程度与加成定价、市场分割与市场定价、产品结构与金融市场发展程度等。

1. 垄断程度与加成定价

新开放经济宏观经济学的理论特征之一在于它引入了垄断竞争厂商, 该类厂商能根据市场供需状况自主调整产品价格, 且产品价格通常高于边际成本, 当外在冲击使得居民对产品需求减弱时, 厂商通过调整产量维持利润, 实际产出低于最优产出水平, 全社会福利水平低于帕累托最优情形。货币政策协调能增加国家间产品替代程度, 使国内厂商垄断程度降低, 居民福利水平提升。

Corsetti & Pesenti (2005b) 指出, 一国实行扩张性货币政策的福利效果是与该国厂商的垄断程度以及该国在国际贸易中的垄断地位相联系的。因为扩张性货币政策带来的国内产出增加的福利收益可能被贸易条件的恶化所抵消, 所以未预期的汇率贬值不仅不会降低外国居民的福利, 反而对本国福利状况产生负面影响。由于小国或开放程度较高的国家在贸易中不愿采取通胀政策, 这一福利效果对它们来说影响更大。

Hau (2000) 假定商品价格完全弹性、名义工资黏性并由此改写了 NOEM 模型, 在均衡情形下, 垄断竞争厂商按工资的固定加成 (mark-up) 设定产品价格可实现利润最大化。Coenen & Lombardo (2008) 运用动态随机一般均衡模型, 建立一个新型区域模型 (New Area Wide Model, NAWM), 并使用美国和欧盟的实际数据进行了校准。结论是合作的收益对经济全球化的程度非常敏感, 通过分解来自不同渠道、面对不同冲击 (如本国和外国的偏好冲击、投资冲击、货币政策冲击等) 而产生的协调收益, 认为“加价冲击”是国际货币政策协调收益的最主要来源, 约占合作收益的 50%, 这意味着该冲击可能是经济中通货膨胀易变性最主要的原因, 也是货币当局产生政策权衡的最重要的问题。当国内中间商品生产部门的价格黏性较低时, 协调收益很高。

2. 市场分割与市场定价

NOEM 模型含有一价定律始终成立这一重要假定,但现实中由于国际贸易中存在的障碍和壁垒,垄断竞争厂商可以在不同市场实行价格歧视,一价定律并不总是成立,这也为国际货币政策协调创造了收益的空间。

当存在市场分割时,垄断厂商在不同国家实行价格歧视,会使汇率完全传递失效;厂商在国外建立市场的投资成本具有不可逆性,也可能导致汇率不完全传递。Devereux & Engel (2006) 研究发现,当厂商采用生产者货币定价 (Producer Currency Price, PCP) 时,进出口商品价格变动与汇率波动成比例、购买力平价成立,汇率与价格之间的传递是完全的,因而无需进行国际货币政策协调;如果厂商采用当地货币定价 (Local Currency Price, LCP),则价格不对汇率变动做出反应,一国实行扩张性货币政策时,本币贬值不会造成本国贸易条件的恶化,由于本国对国外商品需求减少,外国福利受损,有必要通过国际货币政策协调优化扩张政策的福利分配。Lombardo & Ravenna (2010) 也分析了市场分割下国内外商品替代程度对汇率传递的影响。研究表明,当国内外商品替代程度较高时,汇率传递程度较高;而当国内外产品替代弹性不足时,由于价格黏性,汇率无法有效表示两国产品的相对价格,厂商需要根据其所面临的市场需求调整定价方式,进而提高汇率传递程度和本国福利水平。

3. 产品结构与金融市场发达程度

NOEM 模型关于产品结构与金融市场有两个假定:一是假定两国消费者有相同的消费偏好,两国产品结构无差别,因而汇率变化不对两国产品的相对需求产生影响;二是假定不存在国际金融市场,因而全球各国的贸易收支都必须平衡。然而现实中的产品、金融市场是非完备的,如果在模型中引入产品结构差异与国际金融市场,则货币政策协调存在收益。

一国内部产品结构差异源自于贸易部门与非贸易部门技术进步速度的差异,因而受两国贸易结构影响。Liu & Pappa (2008) 强调国家之间产品结构的不对称在国际货币政策协调中的作用。在标准的两国模型 NOEM 分析框架之中,每个国家有贸易部门和非贸易部门,在不同发展阶段不同国家之间,其贸易品的规模是不同的,较发达国家比不太发达国家拥有规模较大的服务部门,而服务中的贸易成分较少。福利分析表明,由于多部门及多因素的名义刚性,最优的独立的货币政策不能产生协调范围内的自然率分配。合作的收益来自于两条途径:其一来自于 NOEM 模型的标准途径,其二是国家间的结构非对称性。缺少结构的不对称性,在计量参数下协调所得的福利收益数量上较少。随着不对称性程度的提高,福利收益也随之产生。当国家之间存在不对称的产品和贸易结构时,政策协调将产生很高的收益。

国际金融市场的风险分担功能也会影响国际货币政策协调收益。Berger (2007) 假定金融资产可在两国之间交易,在完善国际金融市场中,风险在国际间分担完全,一国货币当局无需考虑其政策对本国居民消费水平的影响,因而可以将货币政策对产出的负面影响转嫁到其他国家,货币政策溢出效应巨大,国际货币政策协调的潜在收益很高;相反,当国际金融市场不完全时,其风险分担功能有限,一国货币当局在制定货币政策时必须考虑对国外经济的影响,货币政策的溢出效应有限,国际货币政策协调的潜在收益较低。

总结现有研究文献可以发现,货币政策协调产生收益主要是通过矫正市场扭曲实现的。从微观角度来看,在垄断竞争市场中厂商加成定价冲击是货币政策协调收益的主要来源,厂商在不同国家市场的定价方式决定着两国市场的相对价格水平并影响汇率传递程度;从宏观角度来看,国家间产品替代弹性、贸易结构、垄断势力、国际金融市场风险分担都会影响货币政策协调收益。市场扭曲程度越大,通过货币政策协调产生的福利收益也就越大。

(二) 成本来源

货币政策协调除因国家间沟通、协商产生成本外,协调各方货币政策自主权的丧失是货币政策协调中各国福利损失的主要来源。从微观层面来看,各国市场主体的理性预期通过消除货币政策对生产的刺激作用而带来协调成本;从宏观层面来看,各国经济内在机制的差异和国家之间政策的博弈所产

生的成本使政策协调的收益降低甚至可能导致逆效协调。

1. 市场主体理性预期

理性预期学派认为，理性的市场主体都遵循最大化原则，它们都能够获取所有信息并据此做出理性预期。一旦政府宣布即将采取某项经济政策，理性的市场主体便能够迅速识别到政策的意图并安排相应的对策，由于协调各方货币政策自主权降低，市场主体可从其他国家的货币政策推断本国的货币政策走向并做出相应的反应，从而使本国货币政策效果减弱。当存在市场主体理性预期时，各国中央银行协调政策不仅无法达到预期效果，还会承担通货膨胀上升带来的福利成本。

货币当局在政策制定中的利己行为若被公众所预期也可能带来协调成本。Reinikka & Svensson (2004) 引入了理性预期下的现金替代模型，在浮动价格下，由于各国中央银行试图使其铸币税收最大化，公众预期中央银行将采取非合意的货币政策，因而减少现金持有，当两国中央银行联合实行宽松政策时，只会导致两国的流动性同时扩大、资产价格上涨，通货膨胀加剧。

2. 经济内在机制不一致

货币政策协调涉及各参与国在政策上的协商统筹，当各国经济内在机制的差异导致货币当局的政策目标、对外部冲击的看法不一致时，协调政策要在两国利益之间进行平衡或牺牲一国的利益，从而产生相应的协调成本。

Frankel & Rose (1996) 将经济内在机制不一致的情况称为“协调中的不确定性”，认为这种不确定性使得各国政府很难就协调达成一致，其原因包括：第一，参与协调的成员国货币当局可能对本国经济运行机制的认识存在分歧，导致其货币政策倾向不同；第二，参与协调的成员国可能运用不同的经济学模型预测经济运行，导致各国对政策结果的预测不同；第三，宏观经济中过多的外生扰动形成噪音系统，对各国协调性政策产生负面影响。由于各国发展程度不同，其货币政策目标并不一致。

Eichengreen & Rua (2011) 对美国与主要贸易盈余国家的货币政策进行了分析，认为汇率失真贸易失衡的主要原因，因而可通过货币政策协调解决贸易失衡问题。但由于美国货币政策主要目标是实现充分就业，而贸易盈余国家更注重汇率的稳定，两者制定的协调政策无法充分考虑两国的共同利益，任何形式的政策协调都会造成一国福利的损失，带来协调成本。

3. 政策协调方之间的政策博弈

货币政策协调过程也与各国货币当局在政策协调中的博弈行为有关。当国家之间经济实力差别较大时，政策博弈往往是小国单方面行为；当协调各方实力接近时，在货币政策协调博弈过程中产生的成本主要包括搭便车行为与时间非一致性导致的机会主义行为。

Yang & Davies (2011) 以太平洋岛国 (PICs) 为例分析了外在冲击下小型开放经济体和他国进行政策协调时的行为。他们发现，这些小型经济体虽然参与了协调，但由于其在协调中的议价能力较弱，于是选择静观其变，只参与对本国有利的事务而极力回避对本国不利的事务，尽可能获取协调收益而避免支付协调成本。Bilbiie (2005) 在一个线性平方框架中引入了可信的、纳什均衡帕累托最优。在政策协调的博弈中，政府为实现最优合约需要在代理阶段上进行协调，政策制定、执行过程中的时间非一致性导致某些成员国为了短期收益而违反协调政策规定的机会主义行为。若各国政府按照其个体理性进行政策选择，协调过程中政策制定者的利己动机的存在使得协调必须引入相应的监督机制，从而需要大量的协调成本，影响货币政策协调整体的福利收益。

需要说明的是，在对货币政策协调效果进行定量分析时，很难完全区分计算中收益部分、成本部分以及其相对大小。另外，由于不同国家福利标准不同，研究中所采用的模型对不同国家的适用性也不同。但如果从定性角度看各变量的相互关系，可将产生收益与成本的因素进行分离，并分别探讨提高收益、降低成本的途径。

总的来看，货币政策协调成本不仅来源于国家之间的政策博弈，也可能由经济主体产生。由于各国经济规模和发展阶段不同，其货币政策目标和对国际货币政策协调的需求也不同，通常国际货币政

策协调由经济实力雄厚的大国主导，小国可能以搭便车者的形式参与协调。经济主体的理性预期会使货币政策协调出现“时间不一致”，并产生协调成本。

三、提高货币政策协调效果的途径

当前国际经济形势的不稳定使得各国对货币政策协调的需求大大增强，但如前所述，货币政策协调产生收益是有条件的，如果协调政策存在缺陷，各参与方不仅无法获取福利收益，还可能承受福利的损失。因而学者们在模型和实证的基础上也给出了增加政策协调收益、降低协调成本的政策建议，主要包括采用通货膨胀目标的货币政策规则、选取适当的汇率制度及建立完善的市场结构。

（一）采用通货膨胀目标的货币政策规则

尽管货币政策协调涉及两国在货币政策目标上的协同，但在商品和金融市场一体化的情形下，各国政策制定者只需关注国内通胀率的变动就能实现货币政策的协调。G·Benigno & P·Benigno (2008) 发现，若厂商不预设产品价格而是根据当期供求设定产品价格时，一国货币政策制定者只需在其目标函数中为产出缺口和国内生产者通货膨胀率设置合适的相对权重，就能在任何类型冲击下实现目标函数的最优解。如果加成冲击导致两国通货膨胀率共同波动，则对国内产出缺口赋予较大的权重是最优的，因为它能矫正协调政策的“收缩偏差”；如果两国通货膨胀率变动方向相反，则应通过给两国国内通货膨胀设置较高的权重来矫正“扩张偏差”。一国开放程度越高，贸易活动对该国的影响越大，通过货币政策协调纠正各类偏差就越有意义。同时，通货膨胀目标制也有利于公众形成合理的通货膨胀预期，提升本国货币政策的可信度。Canova & Pappa (2011) 也认为，通货膨胀预期对于中央银行保持弹性价格下自然产出水平和利率水平的稳定具有重要意义，本国货币当局需要建立一个客观、透明的决策机制和有利的监督机制，以引导公众和它国货币当局形成合理预期，提升本国货币政策的可信度。

（二）选取恰当的汇率制度

在存在市场分割时，厂商的定价方式决定着汇率传递程度与国内消费品价格，若根据市场定价的需求选取汇率制度，就能减轻价格黏性带来的扭曲，产生福利收益；协调各国的货币政策目标也会影响到汇率制度的选取。

Paries (2007) 探讨了定价方式、国内消费价格与汇率制度的关系，研究表明，当出口厂商采取 LCP 方式定价时，货币当局应将消费者价格指数 (CPI) 作为通货膨胀钉住目标，由于汇率不影响进出口商品相对价格，中央银行无需考虑货币政策溢出效应，可选取固定汇率制度；当出口厂商采取 PCP 方式定价时，货币当局应将生产者价格指数 (PPI) 作为通货膨胀钉住目标，为保证货币政策的灵活性和有效性，中央银行应选取浮动汇率制度。对于进出口厂商同时存在 LCP 和 PCP 定价的情形，应根据贸易中两种定价方式的相对比例选取福利效果最好的汇率制度。

Micheal & Devereux (2011) 则分析了存在美元本位时的汇率选择。在货币政策均衡的博弈中，美国的偏好处于统治地位，均衡结果与其单独制定全球货币政策的结果相同，因而美国在进行货币政策协调时不重视汇率因素，而其他国家对汇率因素设置了较高的权重，可能实行钉住美元的汇率制度。

（三）建立完善的市场结构

货币政策协调通过货币市场向产品市场传导，传导效率取决于一国金融市场发达程度，因此金融市场发展程度与产品结构会共同影响货币政策协调的收益。Rabitsch (2010) 的研究表明，在完全金融市场中，黏性价格是唯一的扭曲来源，一国货币政策可能通过其在贸易渠道上的垄断势力造成外国的福利损失，只有当两国产品为替代品时，各货币当局会在政策制定中考虑对方福利的影响，货币政策协调有较高的收益；在不完全金融市场中，国际风险分担程度很低，各国贸易条件不存在垄断势力，当两国产品为互补品时，政策协调能减小贸易条件变动的冲击从而产生福利收益。因而协调各国根据其金融市场发达程度调节相对产品结构能提高协调收益。

部门之间生产力的差异也会带来劳动力的流动，政策协调在调节贸易部门与非贸易部门生产水平的同时也会影响劳动力的流动。Craighead (2012) 通过对要素市场流动性的分析发现，当劳动力在部门间自由流动时，政策协调能显著减小两部门生产力波动，当劳动力流动受限时，协调使贸易品部门波动减小，但增加了非贸易部门的生产力波动。因此，根据要素市场发展程度调节部门的相对规模也能提高协调效果。

此外，在开放经济下，国际货币政策协调应在一定货币规则框架内进行，充分考虑协调各国政策的独立性和政策目标，在各国利益共享、责任共担的基础上制定和实行协调政策。

增强货币政策协调的效果，意味着尽量增加货币政策协调的收益、降低协调成本。理论上，开放经济中厂商定价方式、中央银行通胀预期管理、汇率制度、金融市场发达程度都会影响货币政策协调的收益。但在现实经济中，由于政府无法直接调控厂商和经济主体行为，为提高货币政策协调收益，政府只能在货币政策中加大通货膨胀和汇率稳定的权重，并根据自身金融市场发展程度决定货币政策协调的对象。

四、金融危机以来国际货币政策协调研究的进展

2008年美国金融危机爆发使得全球经贸环境短期内发生了剧烈变化，并对已有货币政策协调形成冲击。各国中央银行为应对全球金融体系的系统性冲击开展了规模巨大、形式多样的应急性货币政策协调。在这些政策协调实践的基础上，理论界进一步分析了金融危机对已有协调政策的冲击、应急性协调政策的效果，并对金融危机后国际货币政策协调的方向进行了探讨。

(一) 金融危机对国际间已有协调政策的冲击

国际货币政策协调的中心问题在于维持市场流动性、稳定各国汇率。但在金融危机时期，各国金融机构的避险资金需求增加，国际资本流动性受到很大的冲击，各国市场均陷入流动性缺失的困境。Obstfeld (2011) 将这种流动性缺失归因于国际货币体系的不对称，石油危机以来，新兴市场国家经济增长速度长期快于发达国家，但由于这些国家金融发展程度低于实体经济，其货币国际化程度较低，因而新兴国家大量持有外汇储备，这就形成了新形势下的特里芬难题。金融危机前，在经济结构和发展水平较为接近的国家实行货币政策协调可调节贸易失衡、提高各国市场流动性。金融危机期间，由于美元供给减少，世界各国金融市场都产生了美元流动性不足所导致的“美元荒”。

货币政策协调对汇率的调节作用在金融危机期间也受到了冲击。Devereux (2011) 分析了需求冲击对政策协调的影响，结果表明，在不完全金融市场中，如果消费相对增长快的国家实际汇率贬值，则意味着两国风险分担的失败，Devereux 将之定义为边缘效应，边缘效应是政策协调国家间汇率变动的重要原因，固定汇率国家的相对消费增长与实际汇率呈正相关，浮动汇率国家呈负相关。

但是，在金融危机中，一国中央银行无法独立应对全球金融的系统性冲击，同时独立货币政策决策往往带来全球资本流动失衡，因而在金融危机期间各国中央银行之间采取了大量应急性的货币政策协调措施。

(二) 金融危机中应急性协调政策的效果

金融危机中的应急性协调举措包括协调的扩张性政策与风险的联合监管，前者为全球金融市场注入流动性以促进金融市场功能的恢复，后者防止风险扩散，提升全球金融系统的稳定性。具体而言，各国中央银行通过利率政策协调（联合降息）、货币互换与多边合作为全球金融市场提供了流动性支持，而对银行资产风险的联合监管避免了危机的进一步蔓延。这些措施不仅促进了经济的复苏，也获得了学者们的高度认可。Resler (2008) 认为，联合降息是全球中央银行联合发出的信号，宣告中央银行会采取任何必要的行动来回复金融市场的正常运作，从而有助于恢复市场信心，促进金融市场的复苏。Rose (2012) 从数值上分析了互换政策对金融风险跨国传导的影响，结果表明尽管金融危机期

间各国中央银行之间进行了大规模的货币互换，但互换利率并未出现大幅波动。这表明，互换政策在提高各国美元流动性的同时并未造成危机的相互传染。金融危机爆发后，各国都加强了以宏观审慎监管为主要内容的金融监管改革，巴塞尔银行监管委员会根据 G20 峰会的倡议对一系列监管措施进行了重大调整，Scott (2011) 指出，银行业的国际化发展趋势不会因为危机而终止，各国监管部门必须在一定标准下加强反周期资本监管和宏观审慎监管才能预防货币渠道的危机传导。

从长期看，宽松的货币政策只会带来物价水平的上涨，中央银行在经济回稳时应逐步退出刺激政策，以免造成更加严重的通货膨胀以及资产泡沫等后果。由于各国经济复苏步伐不一致，各经济体宏观经济政策和货币政策也出现了严重分化，而国际会议达成的共识对世界各国并不具有普遍约束力，本国经济的需要依然是各国出台政策的首要考量因素。为此，Posen (2009) 指出，退出政策对市场具有发信号功能，表明该国经济已出现明显好转，资本由弱势国家转向这些国家，从而使复苏缓慢国家的经济形势更加困难，而一旦弱势复苏国家出现二次衰退，将引起一系列负面连锁反应，对全球经济产生不利影响。

(三) 金融危机后国际货币政策协调的方向

在当前全球经济仍未出现根本好转的情况下，处理好国际协调与国家利益独立的关系、把握宏观经济政策的导向和推动国际金融体系改革成为世界各国面临的首要问题。由于美国不愿放弃美元在全球货币体系中的统治地位，各国试图全面改革国际货币体系以解决全球失衡的实践进展缓慢。而在理论研究上，各国学者探讨了通过货币政策协调推进国际货币体系改革的途径，研究热点在于建立超主权货币体系和加强区域货币合作。

首先，由于当前全球金融、贸易体系依然由美元主导，美国以本国需求为准则施行货币政策、转移通货膨胀压力的行为助长了全球信贷泡沫，加速了危机的爆发，因此，包括中国、俄罗斯在内的国家都要求建立超主权储备货币以减小美国货币政策的溢出效应。超主权货币的特征在于其与国家主权脱钩，币值长期稳定，在国际货币市场上，它既能规避主权货币的内在风险，也能有效调节全球流动性。早在第二次世界大战期间，凯恩斯就提出采用透支原则，建立一个世界性中央银行，并发行以一定量黄金表示的国际货币“班柯”(Bancor)作为国际清算单位的设想，这就是超主权货币的“凯恩斯方案”。Alessandrini & Fratianni (2009) 则提出了当前国际政治经济形势下的“凯恩斯方案”，他们提出，超主权货币的创建应独立于美联储和欧洲中央银行的运营资产，发行数量由市场需求决定，同时应创建新的国际清算机构根据市场需求发行货币并记录超主权货币信贷供求。

在现有国际机构中，国际货币基金组织 (IMF) 功能最接近该方案中国际清算机构的要求，其所创立的特别提款权 (SDR) 在一定程度上具备超主权货币的特性。尽管当前 SDR 并未用于私人交易且私人 SDR 市场发展面临诸多障碍，但中国人民银行行长周小川仍认为短期内可用 SDR 充当成员国与 IMF 之间的国际支付工具和货币单位。为实现 SDR 的货币功能，需要 IMF 充当国际贸易的清算机构和各国中央银行的最终借款人，Obsefeld(2011) 指出，由于 IMF 规模有限、政策灵活性不够，因而难以充当危机中全球金融系统的最终借款人，只有改革 IMF 的构架、扩大其规模，才能实现其作为全球性中央银行的潜能。

其次，当前世界政治经济形势使得建立全球性的货币协调体系、建立超主权货币存在巨大困难，但是欧洲、北美等地区的货币合作实践表明，在区域内部，通过加强货币政策的协调可以提高该区域在全球货币体系中的话语权，并提升应对外来负向冲击的能力。当前区域货币政策协调活动和研究的焦点在于东亚地区货币合作和新兴市场经济体的货币政策协调。

东亚地区是全球外汇储备最多的地区，货币政策所受到的溢出效应最为显著，理应通过货币政策协调共同维护自身利益。但由于政治、历史原因，东亚货币政策协调不仅起步晚，而且发展缓慢。金融危机中弱势美元政策使得东亚地区成为最大受害者，客观上也推动了该区域货币合作的进程。Chen (2011) 从银行资金来源角度分析了东亚货币合作的效果，认为如果银行从国外借款以满足本国借贷需求，则本国货币政策对信贷市场和实体经济的影响减轻，货币政策自主性减弱所带来的协调成本也相应降低；如果东亚内部资金流动增加，则各国无需依赖区域外的借款，从而银行债务的美元化程度

降低。因而，当东亚地区进行货币政策协调时，区域内的银行能从本区域其他国家借入资金，货币政策协调和持有外汇储备的成本降低。与之对应的是 Yeh (2012) 建立了包含欧元、美元、日元、人民币的 IS-AS 模型，并考察了各政策协调组合的福利损失情况，数值模拟结果表明由于外在冲击对各国具有不对称影响，欧盟、美国、日本和中国并不满足最优货币区的条件，当前各国独立政策抉择是最佳的，只有建立了区域内的超主权货币政策机制才能有效地开展货币政策协调。

根据各国的经验，在经济发展水平相似的国家间进行货币政策协调能综合统筹各协调方的利益，政策效果更明显。当前，以“金砖五国”为代表的新兴市场经济体逐渐成为全球增长的主要驱动力，相似的经济水平、较高的经济发展速度使得这些国家之间的货币政策协调逐渐增强。Obstfeld (2011) 以中国和巴西为例分析了当前美元单边制度下 EME 货币政策协调的博弈过程。由于两国货币均相对于美元有升值趋势，但双方都希望在对方的升值过程中成为免费搭车者，因而纳什均衡的结果是非合作的，即两国均钉住美元并承受相应的通胀压力。但他同时也指出，由于 EME 国内贸易品市场巨大，可通过市场定价行为缓解汇率对国内价格的影响，因而 EME 货币升值的成本低于成熟的发展中国家，而 IMF 相应的测算结果也表明随着 EME 内部贸易的增强，协调收益增大。这一研究结果也与 EME 国家货币合作的实践相契合，在 2013 年“金砖五国”峰会上，各国达成了以成立“金砖银行”为代表的一系列货币政策协调框架，以期通过货币合作提高“金砖国家”在国际货币市场中的话语权。

五、总结与展望

近年来，学术界在 NOEM 的框架下对国际货币政策协调的效果、收益与成本来源以及增强协调效果的途径等问题进行了较为深入的研究，并且呈现以下趋势：一是研究焦点从货币政策协调有效性的争论转向通过分析影响协调收益的来源探讨增强货币政策协调效果的途径，从而指导政策协调的实践；二是研究方法更加注重模型推导与实证相结合，逐步放松 NOEM 模型的各项假定以接近现实经济情况，通过实际经济数据校准增强理论的说服力；三是研究结论上早期研究普遍认为货币政策协调收益甚微甚至逆效，而近期的模型和实证结论都认为货币政策协调在一定的条件下有可观的收益。这也与当前国际货币政策协调程度日益加深的现实趋势吻合。

美国金融危机的爆发检验了已有协调政策的效果。由于当前国际货币政策总体上为单边美元格局，已有协调政策无法有效应对国际货币市场对美元的需求因而效果不显著。但随着危机在全球蔓延，各国中央银行陆续展开联合行动，为市场注入流动性并联合监管金融风险，这些临时的货币政策协调举措有效抑制了危机的蔓延和对实体经济的影响。金融危机后，世界经济发展仍然面临诸多的不确定性，各国需要吸取危机的教训制定货币政策协调的长效机制，其中最突出的问题在于改变目前国际货币体系单边美元的现状，因而世界各国尤其是以“金砖五国”为代表的新兴经济体展开了新一轮、更深层次的国际货币政策协调合作，以推动国际货币体系改革、增强其稳定性。

直到今天，虽然理论上对于是否有必要进行国际货币政策协调仍然没有得出统一的结论，但实践中，国际货币政策协调已成为各国中央银行抵御外来冲击、提升国际货币体系稳定性的重要举措。这也将推动理论界对国际货币政策协调的进一步研究，从而为世界经济的稳定和发展发挥更加重要的作用。

(责任编辑 辛本胜)

参考文献：

- [1] 白当伟. 全球化的新进展与货币政策国际协调 [J]. 国际金融研究, 2010 (5): 4-10
- [2] 张学勇, 宋雪楠. 金融危机下货币政策及其效果: 基于国际比较的视角 [J]. 国际金融研究, 2011 (9): 9-17
- [3] Alessandrini & Fratianni. Resurrecting Keynes to Stabilize the International Monetary System [J]. Open Economic Review, 2009 (20): 339-358
- [4] Barrell & Dury. International Monetary Policy Coordination: An Evaluation Using a Large Economic Model [J]. Eco-

conomic Modeling, 2003 (20): 507-527

[5] Benigno. P & Benigno. G. Implementing International Monetary Cooperation through Inflation Targeting[J]. Journal of Macroeconomic Dynamics, 2008, S1: 45-59

[6] Berger. W. Optimal Monetary Policy and Sectoral Shocks: Is International Monetary Cooperation Beneficial? [J]. Scandinavian Journal of Economics, 2007, 109 (2): 267-290

[7] Bilbiie. F. The Utopia of Implementing Monetary Policy Cooperation through Domestic Institutions[J]. Economics Papers, 2005, No. 2005-W13

[8] Canova & Pappa. Fiscal Policy, Pricing Frictions and Monetary Accommodation[R]. BGSE Working Paper, 2011, No. 549

[9] Chen XF. The Dampening Effect of Banking Foreign Liabilities on Monetary Policy[J]. Journal of International Money and Finance, 2012 (31): 412-427

[10] Conen & Lombardo. International Transmission and Monetary Policy Coordination[R]. ECB Working Paper, 2008, No.902

[11] Corsetti & Pesenti. International Dimensions of Optimal Monetary Policy[J]. Journal of Monetary Economics, 2005, 52 (2): 281-305

[12] Craighead. W. Specific Factors and International Monetary Policy Coordination[J]. Open Economy Review, 2012 (23): 319-336

[13] Devereux & Engel. Exchange Rate Policy and Endogenous Price Flexibility[J]. Journal of European Economic Association, 2006, 4 (4): 735-769

[14] Eichengreen & Rua. Exchange Rates and Global Rebalancing[R]. Macroeconomics Working Papers, 2011, No.23258

[15] Frieden & Broz. The Political Economy of International Monetary Policy Coordination[C]. Havard Scholar Online, 2013

[16] Hau. H. Exchange Rate Determination: The Role of Factor Price Rigidities and Nontradables[J]. Journal of International Economic, 2000 (150): 1421-4481

[17] Kuo-chun Yeh. Renminbi in the Future International Monetary System[J]. International Review of Economics and Finance, 2012 (21): 106-114

[18] Liu & Pappa. Gains from Coordination in a Multi-sector Open Economy: Does It Pay to Be Different? [J]. Journal of Economic Dynamics and Control, 2008, 32 (7): 2085-2117

[19] Lombardo & Ravenna. Openness and Optimal Monetary Policy[R]. European Central Bank Working Paper, 2010, No.1279

[20] Michael & Devereux. Country Portfolios in Open Economy Macro-models [J]. Journal of European Economic Association, 2011, 9 (2): 337-369

[21] Obstfeld & Rogoff. Global Implications of Self-oriented National Monetary Rules[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2002 (117): 503-535

[22] Obstfeld & Rogoff. New Directions for Stochastic Open Economics[J]. Journal of International Economics, 2000, 50 (1): 117-153

[23] Obstfeld. M. The International Monetary System: Living with Asymmetry[R]. NBER Working Paper, 2011, No.17641

[24] Paries. D. International Frictions and Optimal Monetary Policy Cooperation Analytical Solutions[R]. ECB Working Paper Series, 2007, No. 834

[25] Rabitsch. K. The Role of Financial Market Structure and the Trade Elasticity for Monetary Policy in Open Economies [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2010 (44): 603-629

[26] Reinikka & Svensson. The Power of Information: Evidence from a Newspaper Campaign to Reduce Capture[R]. World Bank Working Paper Series, 2004, No. 3239

[27] Rose. A. International Financial Integration and Crisis Intensity[R]. ADBI Working Paper, 2012, No.341

[28] Yang & Davies. Monetary Policy Transmission Mechanisms in Pacific Island Countries[R]. IMF Working Paper, 2011, No.1196.

Abstract: The research of international monetary policy coordination has been the center of the research of international economic policy. In recent years, most research on monetary policy coordination have been done in the framework of New Open Economic Macroeconomics, but the focus has extended from the scale and origin of coordination gains to profound study on counter-productive coordination and methods to augment coordination gains. The global financial crisis testified the defects of existing coordination and give impetus to a new wave for research in this field. This essay gives systemic conclusions on the latest research results from the above aspects and thus provides ideas for domestic research by introducing the new developments of research on international monetary policy coordination.

Keywords: New Open-Economy Macro; Gains from Coordination; International Monetary Policy Coordination