



No. 2123

Working Paper

## 应对新冠疫情冲击的货币政策国际协调

何青 冯浩铭 余吉双

**【摘要】** 新冠疫情冲击了世界经济增长和金融市场稳定，很多国家推出极度宽松货币政策应对危机。从经典货币政策国际协调的博弈理论来看，应对本次疫情冲击的各国货币政策协调性不足，“以邻为壑”的非合作均衡意味明显。为数不多的货币政策协调也存在执行力不足、深度与广度不够、新兴市场国家话语权低等问题。在世界经济紧密联系、货币政策溢出效应加强的背景下，为了应对疫情冲击，国际组织需要创设协议和合作剩余分配机制，寻求货币政策刺激和防止国际资产泡沫之间的平衡，加强政策沟通和信息共享，提高新兴市场国家话语权，建设有效的应对危机的货币政策国际协调机制。中国应在“一带一路”倡议的框架下建立长期货币政策协调机制，在现有的IMF和G20等平台上发挥发达国家与新兴市场国家的协调桥梁作用，通过持续开展央行间技术性合作等措施参与和推进协调进程。

**【关键词】** 货币政策；国际协调；新冠疫情；博弈论

**【文章编号】** IMI Working Papers NO.2123



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 应对新冠疫情冲击的货币政策国际协调

何青<sup>1</sup> 冯浩铭<sup>2</sup> 余吉双<sup>3</sup>

**【摘要】**新冠疫情冲击了世界经济增长和金融市场稳定，很多国家推出极度宽松货币政策应对危机。从经典货币政策国际协调的博弈理论来看，应对本次疫情冲击的各国货币政策协调性不足，“以邻为壑”的非合作均衡意味明显。为数不多的货币政策协调也存在执行力不足、深度与广度不够、新兴市场国家话语权低等问题。在世界经济紧密联系、货币政策溢出效应加强的背景下，为了应对疫情冲击，国际组织需要创设协议和合作剩余分配机制，寻求货币政策刺激和防止国际资产泡沫之间的平衡，加强政策沟通和信息共享，提高新兴市场国家话语权，建设有效的应对危机的货币政策国际协调机制。中国应在“一带一路”倡议的框架下建立长期货币政策协调机制，在现有的IMF和G20等平台上发挥发达国家与新兴市场国家的协调桥梁作用，通过持续开展央行间技术性合作等措施参与和推进协调进程。

**【关键词】**货币政策；国际协调；新冠疫情；博弈论

## 一、引言

新冠肺炎疫情在全球的扩散与蔓延对各国的金融市场和实体经济造成了剧烈的冲击。2020年一季度我国GDP同比实际下降6.8%，美国GDP同比实际下降4.8%。6月25日国际货币基金组织进一步下修2020年的经济预测，预计全球经济萎缩4.9%。种种迹象都表明，经济有进入深度萧条的风险。以美国为首的发达国家，推出了力度空前的宽松货币政策，来刺激经济增长。诚然，各国以本国利益为中心的货币政策刺激能让资本市场迅速反弹，也有助于实体经济的逐步改善。但是，极度宽松的货币政策刺激造成了货币政策的无序性。一方面未来治理通胀的难度增大，而另一方面，全球经济的稳定和发展面临极大的挑战。在疫情冲击下，各国的货币政策更应该加强协调与合作，共同走出全球性的经济危机。

所谓货币政策协调，指的是不同经济体的货币当局，通过正式或非正式的协调机制，采取联合措施对国内外的利率、汇率等操作目标进行干预，以期达到国内外的多政策目标最优。相较于各行其道，货币政策国际协调能以高效率实现政策目标的同时，避免货币竞争性贬值、新兴市场国家货币危机等问题。然而，货币政策协调不能总是达成。货币政策协调的经典博弈理论认为，参与协调各国的博弈结果是纳什均衡。有国际金融体系主导国存在时，协调博弈的结果是斯塔克

---

<sup>1</sup> 何青，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中国人民大学财政金融学院教授。

<sup>2</sup> 冯浩铭，中国人民大学财政金融学院。

<sup>3</sup> 余吉双，中国人民大学财政金融学院。

伯格博弈均衡。无论纳什均衡还是斯塔克伯格博弈均衡，都不及合作均衡实现的总体福利水平。本文的研究表明，目前各国应对疫情的货币政策刺激“以邻为壑”意味明显，本质上以非合作均衡为主。相较于规则性货币政策协调，目前已有的随机性政策协调缺乏纪律性和执行力，货币政策国际协调在深度、广度以及新兴市场国家话语权方面有很大改进空间。优化货币政策协调机制，促进均衡点向合作均衡移动，将实现一次帕累托改进，让各协调国以更小的通胀和竞争性贬值代价，应对疫情的不利影响。

本文从经典的博弈理论出发，探讨了优化货币政策国际协调机制的路径和方向。研究结果表明，要让协调各国动力进行货币政策合作，就要改变博弈的约束条件。对于国际组织和论坛而言，应创设货币政策协调协议和合作剩余分配机制，重视借鉴规则性货币政策国际协调的优点，指引各国央行在货币政策刺激和控制国际资产泡沫间进行平衡，从技术性合作深入到战略性协调，搭建起央行的政策沟通和信息共享渠道，并提升新兴市场国家参与，以建设有效应对危机的货币政策国际协调体系。对于中国而言，可以通过积极开拓与“一带一路”沿线国家的政策协调潜力，学会运用和参与制定全球性国际组织和论坛的货币政策协调规则，持续开展央行间本币互换合作，坚持灵活适度的稳健货币政策，用扩大开放和深化改革表达中国开展国际合作的信心等措施，与各国一道建立有效的应对疫情冲击的货币政策国际协调体系。本文既从货币政策协调的角度认识了新冠疫情期间各国货币政策刺激的有效性，又给货币政策协调的理论研究增加了应用分析。实践上不仅对各国合作应对冲击有短期现实意义，而且对未来合作应对危机有长期参考价值。后面的章节将首先陈述研究宏观经济政策协调的基本博弈论理论框架，随后回顾疫情的冲击和目前货币政策的协调情况。最后，从理论角度提出改进现有协调框架的优化方向，分别从国际组织及论坛和中国的角度出发，提出了建设全面的应对危机的货币政策国际协调体系的可行措施。

## 二、货币政策国际协调的理论基础

货币政策协调的必要性源于货币政策的溢出效应。上世纪 60 年代对开放宏观经济的研究让理论界较为全面地认识到了货币政策溢出效应 (Mundell, 1962, 1963; Fleming, 1962; Cooper, 1969)。Cooper (1969) 在货币政策溢出效应基础上，提出经济体依赖度越强，货币政策国际协调也就越重要。Hamada (1976) 把博弈论的方法引入到货币政策国际协调分析中，创立了经典的博弈论分析框架。尽管随后的研究或许有不同的模型和不同的结论，但是基本沿着 Hamada 的分析思路<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 部分研究肯定了货币政策国际协调的积极作用：Taylor (1985) 发现货币政策协调更有助于通胀调节，Benigno (2003) 发现货币政策协调有利于对抗冲击，Coenen (2010) 发现货币政策协调收益与经济体开放度有关，Berger (2010) 发现协调货币政策最优，平衡生产冲击时次优的价格目标制是对政策协调的良好近似，Eichengreen (2013) 发现货币政策协调减少应对危机时的不确定性和相互指责，Engel (2015) 发现以就业和通胀为目标的货币政策越来越需要考虑外国货币政策。质疑货币政策国际协调收益的研究有：Rogoff (1984) 发现货币政策协调可能损害央行反通胀信誉，造成负面效果，Obstfeld & Rogoff (1999, 2002) 发现采取纳什政策基本与采

这一经典的理论框架用政策反应图像表达国际协调的博弈过程。

图 1 是以两国为例的货币政策协调博弈分析。横轴表示外国的货币政策，纵轴表示本国的货币政策，正方向均为扩张。货币政策目标效用函数以无差异曲线的形式表现。经济收缩时，双方总是希望对方维持不变的货币政策，自己通过信贷宽松、货币贬值、增加出口等扩张性政策实现更好的复苏；经济过热时，双方也总是希望对方维持不变的货币政策，自己通过紧缩减少经济泡沫。给定任意一种外国货币政策选择的铅直线，铅直线与本国无差异曲线的切点是本国最优的政策反应。所有的切点连线就是本国的货币政策反应线。外国反应线同理。

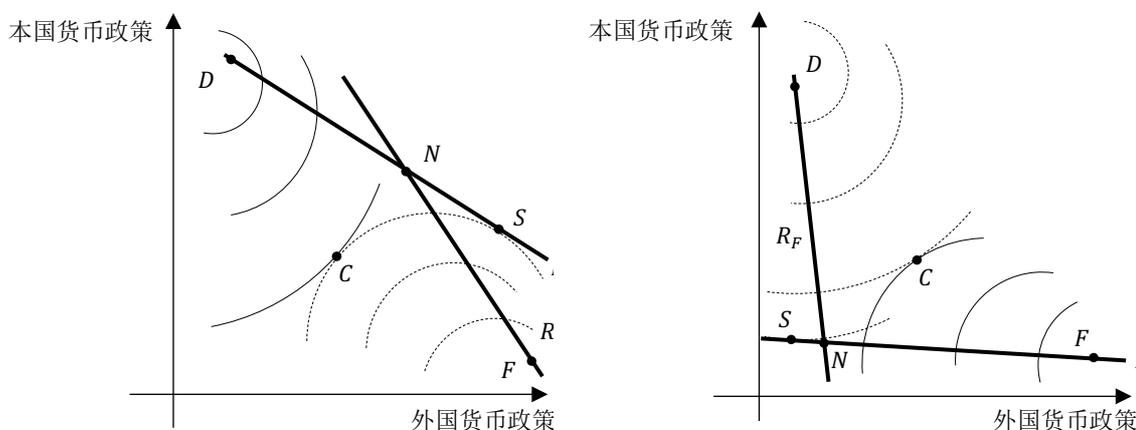


图 1 货币政策博弈

说明：左图为经济收缩时的货币政策博弈，右图为经济过热时的货币政策博弈。 $D$ 、 $F$ 分别为国内、国外最优  
点， $R_D$ 、 $R_F$ 分别为国内、国外的政策反应线， $N$ 是两国货币政策的纳什均衡， $S$ 是两国货币政策的斯塔克伯格均  
衡， $C$ 是两国货币政策的合作均衡。

简单博弈模型（古诺模型）认为，对等的两国同时进行决策，同时在各自的反应线上选择政策。两国都会并且明确地知道对方会选择利己策略，最终的博弈结果只能实现纳什均衡。但是两国完全可以通过货币政策协调，最大化整体福利，实现无论在经济紧缩还是经济过热条件下的帕累托最优点。

真实的世界货币体系并非理想化的由实力对等的经济体组成，而是由发达国家主导，其他国家参与的内部结构。现有的国际体系由美国主导，美国的政策有先发优势，其他国家只能依据美国既定的政策进行反应。斯塔克伯格博弈区分了先行和后行，更贴近国际金融体系中占主导地位的发达国家先发，其他国家后发的实际。斯塔克伯格模型中，发达国家作为“领导者”先决定自身货币政策，其他国家作为“跟随者”后决定货币政策。假设外国为“领导者”，“领导者”将在

取协调政策收益相近，Corsetti（2001）发现中等汇率转嫁程度下收益小。

预料到所有“跟随者”货币政策反应后，直接选择“跟随者”反应线与能达到的“领导者”最高无差异曲线的切点的纵坐标，切点就是斯塔克伯格博弈均衡。Canzoneri（1985）提出斯塔克伯格均衡与固定汇率这两种方法，都是在合作均衡无法实现的情况下，改进纳什均衡实现更好整体福利的途径<sup>1</sup>。这也是2014年美联储加息，世界其他国家同步进入加息周期的实际情况。

两种博弈模型都以较低的整体福利水平作为均衡。要想实现合作，必须让参与协调博弈的两国满足一些额外的条件。在长期重复博弈的状态下，其中一方要弃约时，必须考虑对方在未来的报复行为，或许会让所有人都长期处于糟糕状态。所以如果博弈满足长期重复博弈，双方更可能达成合作（Fudenberg, 1991; Benoit & Krishna, 1985）。通过一定的规则约束，如收益分配机制、一致行动协议等，能让参与博弈的个体结成联盟并实现联盟内的合作，联盟对外开展合作博弈（Nash, 1953; Neumann & Morgenstern, 1953）。具体到货币政策国际协调，孙国峰（2017）在让“跟随者”必须对“领导者”的政策性通胀正溢出效应进行反应后，“领导者”的合作态度会让“跟随者”的合作策略成为更优策略，进而整体实现合作均衡。这些合作理论给现有货币政策国际协调提供了优化的方向。

### 三、金融冲击和货币政策协调现状

#### （一）发达资本市场波动明显

金融市场对新冠疫情的冲击反应最明显。受疫情影响，发达资本市场经历了2008年金融危机以来最大的一轮下跌，市场振幅明显上升，股票、债券和商品市场均被波及。各主要发达资本市场对新冠肺炎疫情的反应呈现出阶段性特征。以美国为例，1月23日起，美国市场上的中国概念股、与跨境贸易相关的公司股票开始下行。从2月末到3月底，疫情全球扩散，美国市场恐慌情绪显著提升，开始出现大幅度的震荡。10天内4次的美股熔断也发生在这一阶段。进入4月份，美联储的强势干预稳定了预期，美国股市没有再发生大幅下跌，而是进入了缓慢回升并小幅震荡的运行区间。

对多国股票市场收益的实证研究发现，疫情的早期阶段亚洲股票市场下跌，对欧美市场有溢出影响；疫情中期阶段以后，欧美股票市场开始震荡，又对亚洲市场产生溢出影响（He *et al.*, 2020）。相较于SARS、MERS、甲型H1N1和埃博拉疫情，本次疫情给美国资本市场带来了更大的波动。投资者很明显地利用每天的病例数据更新对市场的情绪，当病例快速增长时，股市就开始经历最猛烈的下跌（Alfaro *et al.*, 2020）。新闻媒体对新冠肺炎疫情的报道显著地解释了美国股票市场的负收益率和波动率（Baker *et al.*, 2020）。这些新的信号表明在今天高度信息化的社会经济体系里，

---

<sup>1</sup> 斯塔克伯格均衡与纳什均衡实现的福利相对大小，取决于由无差异曲线决定的反应线的斜率。示例图像中，斯塔克伯格均衡要劣于纳什均衡。

疫情信息的传播是快速即时的，产业部门、国家地区之间是相互依赖的，资本市场对大流行病的反应是高度敏感的。

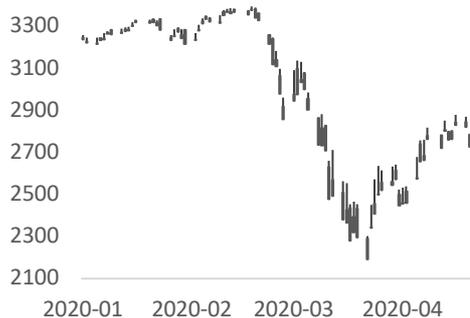


图2 美国标普 500 指数



图3 欧洲斯托克 600 指数

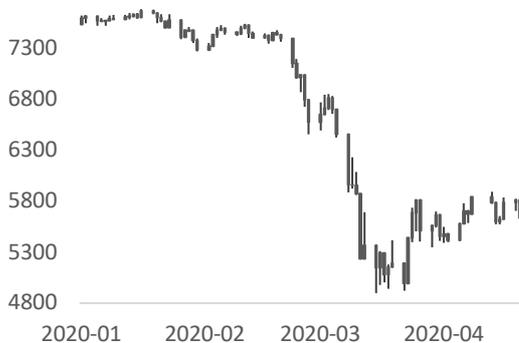


图4 英国富时指数

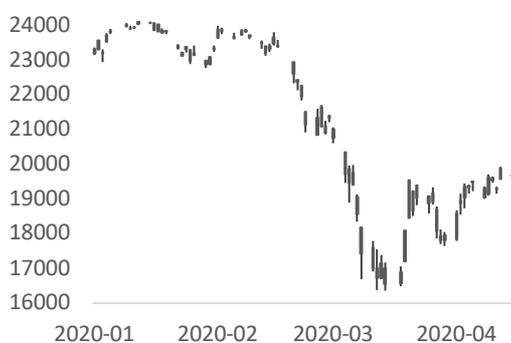


图5 日经 225 指数

## （二）新兴市场震后反弹，面临资本外逃风险

疫情扩散，发达市场波动，新兴资本市场势必会遭受下行的冲击。但是新兴资本市场的反弹普遍比美国等发达市场更快。与发达资本市场面临的单纯下跌风险不同的是，新兴市场还面临着资本外逃的风险。全球疫情大幅增加了投资的不确定性，国际资本选择回流至发达市场，新兴资本市场的资本账户开始承压。新兴市场国债和美国国债的利差，自疫情扩散以来都有不同程度的显著上升。3 月份国际疫情较为严重的时期，东欧国家的乌克兰、土耳其，亚洲的巴基斯坦、越南、印度尼西亚，拉美的哥斯达黎加、巴西、墨西哥的利差抬升最为明显。这表明国际投资者对疫情之下新兴市场投资安全性的担忧。通常来说有信用违约历史的新兴市场国家，可能在这次资本外逃的趋势中受伤更深。4 月 20 日，受封锁政策拖累严重的阿根廷宣布主权债务违约，成为疫情期间第一个经济全面危机的主权国家。

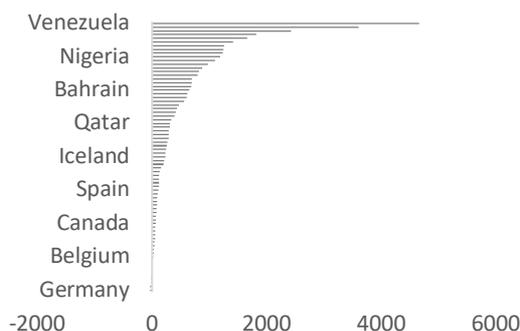


图6 世界经济体政府债相对于美国国债利差（10年期，4月23日）

资料来源：<http://www.worldgovernmentbonds.com/spread-historical-data/>

资本大规模回流到发达市场，新兴市场的货币普遍大幅贬值。实际上，疫情之前全球不确定性本就处于较高水平，部分新兴市场国家货币已经出现了贬值的迹象。疫情的冲击则加速了这些国家货币的贬值。印度、泰国、马来西亚、南非甚至俄罗斯的货币，都出现了不同程度的货币贬值。

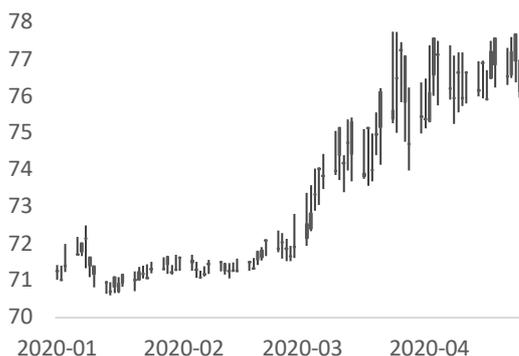


图7 美元兑印度卢比汇率

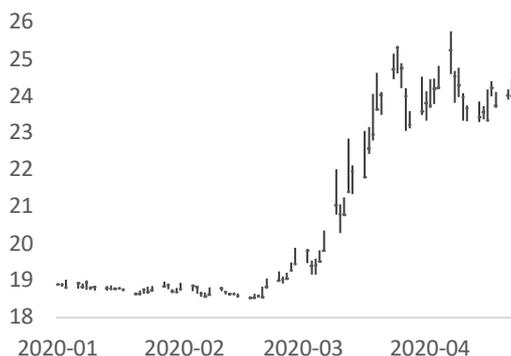


图8 美元兑墨西哥比索汇率

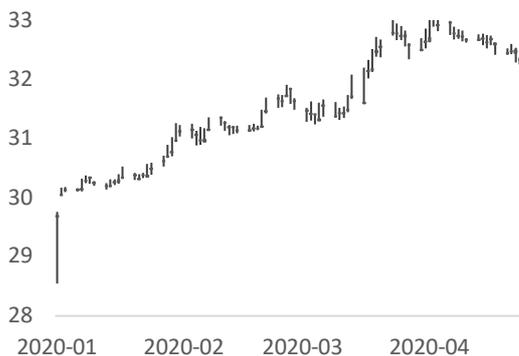


图9 美元兑泰铢汇率

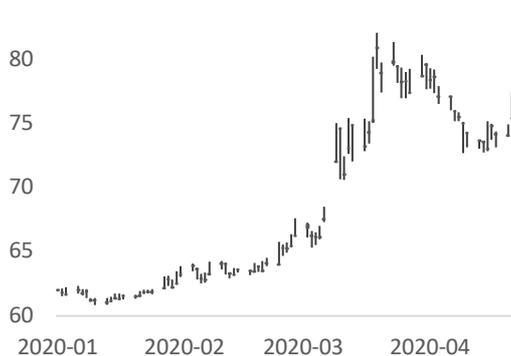


图10 美元兑俄罗斯卢布汇率

### （三）各经济体的应对和货币政策国际协调现状

主要的发达经济体先后推出了空前的货币刺激政策。美联储的货币政策把国内目标放在优先位置，美国国内金融市场资产价格急剧下跌的信号触发了美联储的救市措施。利率政策方面将政

策目标利率下调到 0~0.25%的区间，并作出维持零利率水平的预期承诺，同步开启量化宽松压低长端利率。本轮量化宽松在 3 月 19 日到 4 月 1 日，以每天 1 250 亿美元的速度持续保持宽松的货币政策。而 2008 年金融危机后三轮量化宽松的速度是每天 1 000、700 和 800 亿美元。美联储还降低准备金到零、扩大隔夜回购、用贴现贷款和各种紧急流动性工具，向市场和企业直接注入流动性。

表 1 美国应对疫情主要货币政策

类别	政策	工具	内容
政策调整类	降低利率	联邦基金利率	降至 0%~0.25%
		量化宽松	无限量资产购买
		前瞻性指引	承诺维持低息到就业改善
充裕市场流动性		存款准备金率	首次降至 0%
		回购	持续提供隔夜和更长期限回购贷款
紧急贷款类	紧急流动性工具 <sup>1</sup>	CPFF	购买票据支持票据发行人，未设限
		MMLF	贷款支持货币市场基金，未设限
		PMCCF/ SMCCF	购买公司债支持企业，7 500 亿美元上限
		TALF	贷款支持 ABS 发行人，1 000 亿美元上限
		MSLP	购买贷款支持非金融企业，6 000 亿美元上限
		MLF	购买市政债支持地方政府，5 000 亿美元上限
		PDCF	贷款支持一级交易商，未设限
	PPPLF	贷款支持雇主，未设限	
	贴现窗口贷款		支持银行，降低贴现贷款利率到联邦基金利率上界 0.25%

资料来源，Congressional Research Service，The Federal Reserve's Response to COVID-19: Policy Issues，2020 年 6 月 12 日。

自从 3 月份出台了一系列刺激力度空前的货币政策后，美联储资产规模在几个月内迅速扩张达到历史峰值，7 月份同比增速有所回落但依然高于正常年份。作为国际货币体系主导国的美国实行激进的货币政策宽松，给其他主要发达国家带来政策溢出冲击。加上疫情和经济衰退的多重压力，其他国家也开始实施宽松的货币政策。欧洲央行推出疫情紧急资产购买计划（Pandemic

<sup>1</sup> 这些工具的全称是：Commercial Paper Funding Facility (CPFF)，Money Market Fund Liquidity Facility (MMLF)，Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)，Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)，Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)，Main Street Lending Program (MSLP)，Municipal Liquidity Facility (MLF)，Primary Dealer Credit Facility (PDCF)，Paycheck Protection Program Lending Facility (PPPLF)。

Emergency Purchase Programme, PEPP, 即欧盟版量化宽松)。欧洲央行承诺购买总价值 7 500 亿欧元的政府和企业债券, 支持金融市场的流动性和实体企业的信贷。从 6 月 4 日起, 欧洲央行再把 PEPP 的总额度提高一倍到 1.35 万亿欧元, 操作截止日期从 2020 年底延长到 2021 年 6 月底。

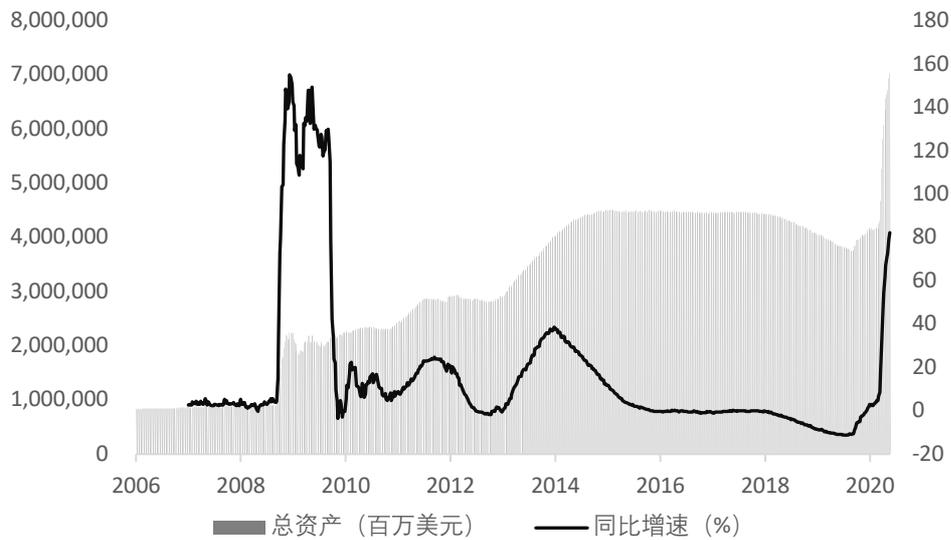


图 11 美联储资产负债表规模

资料来源：美国联邦储备委员会圣路易斯分行

此外欧洲央行还维持了自 2016 年以来的大额流动性零利率和隔夜银行存款负利率政策, 让欧元政策利率处于历史最低水平。欧洲央行还发放中长期贷款、临时放松抵押条件、临时放松银行业资本监管条件, 应对经济收缩压力<sup>1</sup>。

表 2 欧洲央行关键政策利率调整<sup>2</sup>

时间	银行隔夜存款利率	主再融资操作利率	隔夜贷款利率
2019 9-18 (现行)	-0.50	0.00	0.25
2016 3-16	-0.40	0.00	0.25
2015 12-9	-0.30	0.05	0.30
2014 9-10	-0.20	0.05	0.30
6-11	-0.10	0.15	0.40
2013 11-13	0.00	0.25	0.75
5-8	0.00	0.50	1.00
2012 7-11	0.00	0.75	1.50

<sup>1</sup> 正如欧洲央行行长克里斯汀·拉加德所说, “非常时期非常手段”, 欧洲央行已经打破平常时期一些谨慎的规则, 采取积极的货币政策应对疫情的不利影响

<sup>2</sup> 主再融资操作利率 (Main Refinancing Operations, MRO), 银行体系大额流动性来源; 银行隔夜存款利率 (Deposit Facility) 银行在欧洲央行隔夜存款收到的利率; 隔夜贷款利率 (Marginal Lending Facility), 银行从欧洲央行隔夜贷款所付的利率。

2011	12-14	0.25	1.00	1.75
	11-9	0.50	1.25	2.00
	7-13	0.75	1.50	2.25
	4-13	0.50	1.25	2.00

资料来源：欧洲央行，

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)。

表 3 欧元区应对疫情主要货币政策

政策	工具	内容
降低利率	量化宽松	1.35 万亿欧元资产购买额度
	欧元三大政策利率	维持历史最低利率
信贷支持	长期再融资操作	额外增加该常备公开市场操作
	定向长期再融资操作	利率低于银行隔夜存款政策利率 50 基点，大幅放宽抵押品条件
	疫情紧急长期再融资操作 <sup>1</sup>	利率低于主再融资操作政策利率 25 基点，适用宽松抵押品政策
临时监管措施	资本充足率监管	允许资本缓释和使用非核心一级资本，预计免除 1200 亿欧元核心一级资本，支持 1.8 万亿欧元贷款
	微观审慎措施	灵活认定银行坏账和计提
	沟通指引	建议银行不分红不回购，继续支持家庭和企业信贷

资料来源：欧洲央行，<https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html#item5>。

由于欧元区货币统一和欧洲央行的制度设计，欧洲货币政策能统一地施行到各欧元区成员国。对于各成员国的特殊情况，欧洲央行会在政策实施时灵活考虑。意大利是欧洲受疫情影响较严重的国家，这让本来财政脆弱的意大利雪上加霜。欧洲央行的 PEPP 计划很大一部分用于购买意大利债券，降低投资者对意大利偿债能力恶化的担忧。

即便政策利率已经为负，日本央行也很快采取更大规模的宽松措施，宣布购买国债、企业债、商业票据、ETF 和 J-REIT 产品。英国、澳大利亚等其他发达国家无一例外地向力度较大的宽松货币政策倾斜。

<sup>1</sup> 长期再融资操作(Longer-Term Refinancing Operation, LTRO)，与主再融资操作(Main Refinancing Operation, MRO)是欧元区两大常备公开市场操作。定向长期再融资操作(Targeted Longer-Term Refinancing Operation, TLTRO)是欧洲央行 2014 年创设的用于影响长期利率的公开市场操作，目前已经开展三期。疫情紧急长期再融资操作(Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation, PELTRO)，接替过渡性的 LTRO 提供疫情流动性支持，2020 年 12 月 1 日操作截止。

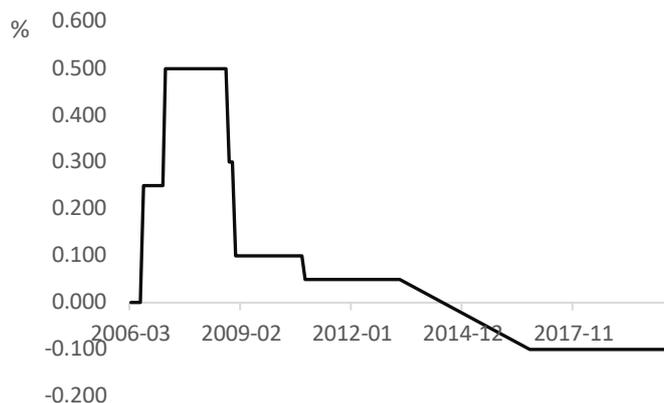


图 12 日本央行利率已经长期处于负区间，利率工具不再那么有效

资料来源：CEIC 数据库。

表 4 日本央行应对疫情量化宽松政策

购买品种	目的	额度
国债	划定长期利率 0% 的上限	无限制
企业债券和商业票据	支持企业疫情期间融资	110 万亿日元
ETF、J-REIT	防止金融市场大幅下跌	2020 年度 12 万亿日元 <sup>1</sup>

资料来源，日本央行行长黑田东彦，The Impact of COVID-19 on the Japanese Economy and the Bank of Japan's Response。

在货币政策总体方向上，因为美国以国内目标优先，率先实施激进的宽松货币政策，让其他经济体货币政策的选择余地变得更小。整体上发达国家国际货币政策在向纳什均衡移动。主要发达国家各自为政，都选择了不加限制的货币政策刺激，有重现 2008 年后的货币竞争性贬值的趋势。发达国家与新兴经济体的国际货币政策在向斯塔克伯格博弈均衡移动。新兴经济体只能被动接受发达国家的货币政策刺激，尽量在应对或许与发达国家不同的国内经济环境，和中和发达国家货币政策溢出之间做好平衡。

表 5 斯塔克伯格博弈下应对疫情的货币政策博弈

	发达国家执行货币纪律	发达国家开展大规模刺激
其他国家执行货币纪律	有节奏的实行货币宽松，应对疫情冲击，整体福利最大	发达国家率先开展刺激，其他国家汇率、贸易和本国金融市场承压，利益受损
其他国家开展大规模刺激	发达国家首先执行纪律，其他国家不跟随反而开展大规模刺激。发达国家国家汇率、贸易和本国金融市场承压，利益受损	发达国家首先开展大规模刺激，其他国家也开展大规模刺激，全球货币体系陷入竞争性贬值，货币政策有效性均被削弱

尽管应对疫情时各国货币政策没有在总体方向上有较多的协调，但是在货币互换等技术性的

<sup>1</sup> 日本央行 ETF、J-REIT 购买计划是 2013 年起创立的金融市场支持工具，额度按年计算。

领域也有合作。因为全球对美元安全资产的需求上升，国际市场出现了美元流动性短缺的状况。美元在危机严重的3月份持续升值，欧元、日元同美元的互换基差都有不同程度的上升，特别以短期互换基差的上升最明显。离岸市场美元流动性的短缺，不仅冲击了以美元为中心货币的国际金融体系稳定，让拆借变得困难，危害国际金融机构的流动性覆盖能力，而且抬高了美元资产收益率，造成资产价格下跌，威胁美国国内金融市场稳定。因此美联储从实现国内目标的角度出发，领导了美元互换的国际合作。

从3月15日开始，美联储降低了基于OIS利率加点的互换率，同时在原有合作央行基础上新增了9家央行，提升总的美元互换额度。美联储还配套了提高操作频率、创设FIMA回购工具等措施，帮助其他央行应对美元荒。<sup>1</sup>

表6 美联储应对离岸美元短缺的货币互换协议政策

日期	政策	合作央行
3-15	降低互换率	加拿大、英国、日本、欧洲央行、瑞士
3-15	推出84天长互换	英国、日本、欧洲央行、瑞士
3-19	临时货币互换协议	巴西、墨西哥、韩国、丹麦、新加坡、挪威、澳大利亚、新西兰
3-20	提高操作频率从周到天	英国、日本、欧洲央行、瑞士
3-31	FIMA回购	FIMA账户持有人

表7 美联储货币互换协议额度

合作央行	额度	合作央行	额度
英国	无限制	韩国	600亿美元
加拿大	无限制	墨西哥	600亿美元
日本	无限制	新加坡	600亿美元
欧洲央行	无限制	瑞典	600亿美元
瑞士	无限制	丹麦	300亿美元
澳大利亚	600亿美元	挪威	300亿美元
巴西	600亿美元	新西兰	300亿美元

美联储货币互换余额一度接近了2008年金融危机期间的水平。与美元的互换协议让其他国家

<sup>1</sup> 美联储与多国央行的货币互换协议框架并不是疫情期间的产物，这一框架在2001年和2007年都有使用，逐步发展成为美联储、英格兰银行、加拿大央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行之间常设、无额度限制的C6互换协议机制

央行能在本国金融市场面临美元流动性危机的情况下，无需动用外汇储备干预，无需在国际市场上借入美元，而直接以本国货币作为抵押品向美联储互换美元。大额度的美元互换协议让其他国家央行也具备了“美元最后贷款人”的角色，足以应对本国市场上的美元需求。美元与欧元、日元的互换基差在3月底已经恢复到流动性危机之前的状态，从6月份开始，离岸市场流动性已经得到全面缓解，互换余额开始下降。

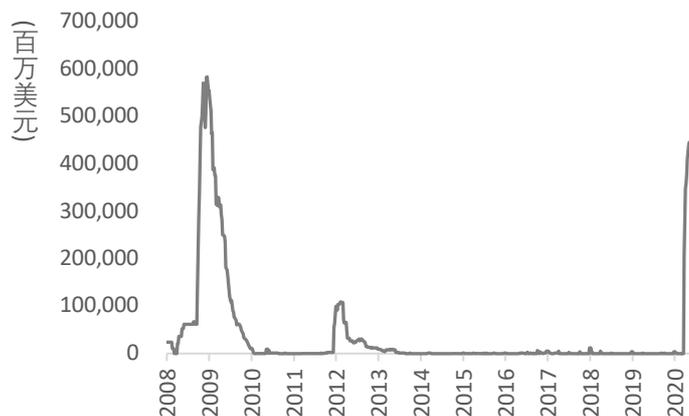


图 13 美联储货币互换协议余额

资料来源：美国联邦储备委员会圣路易斯分行。

货币互换的合作均衡之所以能达成，是因为在国际资本流动规模越来越大的背景下，离岸美元市场能对美国国内金融市场造成更大的影响。离岸市场的危机可能会倒灌到美国国内市场，采取互换合作更符合美国国内利益。其他国家央行依赖美元应对疫情期间的本币抛售，与美国进行货币互换协调同样符合自身利益，最终合作均衡得以实现。必须指出的是，货币互换更多停留在技术性合作的层面，而且本质上是美联储为了辅助实现国内政策目标，而不是为了进行货币政策国际协调发起的，不具有货币政策国际协调的精神内核，是非合作均衡的大环境下的局部解决方案。

总体来看，各国采取货币政策应对疫情冲击时，偏向非合作均衡。主导国际金融体系的发达国家首先以实现国内目标为第一考量，积极降低利率实行货币宽松。宽松货币政策通过流动性、资产价格、汇率和净出口等渠道支撑了发达国家金融市场和实体经济复苏。其他国家的利率水平、市场流动性、币值和出口都因为发达国家货币政策的强溢出效应而受到影响。面临同样的应对冲击需求，其他国家不得不采取与发达国家类似的强货币政策刺激，让全球货币体系朝着竞争性贬值的方向试探。

#### （四）当前货币政策国际协调的不足

货币政策国际协调从实现方式可以划分为规则性协调和随机性协调两类。规则性协调把参与的国家纳入到有一定超国家约束力的规则制度中，各国货币当局在一定监督或违约成本下开展货

币政策的国际协调。布雷顿森林体系是典型的规则性协调。布雷顿森林体系结束后，各国的货币政策协调以随机性协调为主，针对具体的议程进行一次性的政策协调。G7 集团 1985 年的广场协议和 1987 年的卢浮宫协议两次对美元币值的联合干预是随机性协调的代表。20 世纪 70-80 年代是随机性经济政策国际协调盛行的时期，之后国际协调的热潮逐步退去，主要经济体开始更多关心国内经济形势对政策要求。是否参与随机性协调完全由各国自主决定，随机性的货币政策协调不具备长期性和稳定性，也没有让各国足够重视的执行纪律。在一次性的博弈中，参与协调的各国都倾向于采取利己策略，合作均衡不具备发生的条件。应对本次新冠疫情冲击时，各国货币政策的制定基本脱离了 G7、G20 等多边随机政策协调论坛，直接以无协议博弈的形式开展操作。这也是本次疫情期间各国货币政策竞相宽松的原因之一。

货币政策国际协调的深度和广度有待继续增强。目前的货币政策国际协调集中在成员国共同关心的几个核心领域，如离岸金融市场等问题，本质上治标而不治本。应构建以预防内生性危机和应对外生性冲击为总目标的宏观政策协调框架。制定明确的多边经济金融政策规则，能从更深的层面预防危机、抵御冲击，顺畅政策的国际间分工和传导，并减少掣肘和抵牾的无效干预。

此外，发达国家主导了当前的货币政策国际协调机制。新兴市场国家要么被排除在外，要么无法有效表达自身诉求。以中国为代表的新兴市场国家作为世界经济增长的新引擎，为防控新冠疫情、维护金融稳定和促进经济复苏都做出了不可忽视的贡献。忽视新兴市场国家，无疑给货币政策国际协调制度带来了缺漏，挫伤了新兴市场国家执行多边政策的积极性，掩藏了新兴市场国家可能酝酿的危机。

#### **四、建设危机应对货币政策国际协调体系**

2020 年新冠疫情带来的金融市场动荡和经济衰退，再一次证明了世界经济的紧密联系，没有哪一个国家和地区能在全球性的危机中独善其身。各国需要开展国际合作、协调危机应对政策，以发挥货币政策的最大功效，协力走出危机。一套全面的货币政策国际协调体系是全球化的世界所需要的。

##### **（一）国际组织及论坛**

以 IMF 和 G20 为代表的国际组织及论坛是当前各国展开经济合作和政策协调的主要平台。基于上述分析，本文认为这类平台或可以采取一系列措施以构建货币政策国际协调体系，推动 IMF 协调功能的改进和优化，世界银行协调作用的提升，G20 论坛协调机制的平台化和常态化建设，促进现有国际协调平台的完善。

1. 创设货币政策协调协议和合作剩余分配机制。协调的博弈理论认为，要从非合作博弈均衡改进到合作均衡，必须施加一些额外约束条件，改变博弈双方的决策结果，实现合作均衡。首先，

国际组织及论坛应该创设政策协调的长期协议，约束协议国进行协调。长期协议让货币政策协调博弈趋向长期重复博弈，违背协议的成员国面临其他成员国的集体谴责，货币政策协调的合作均衡更容易实现。IMF 是目前最正式的政府间国际金融组织，推动 IMF 建立违约仲裁机制，协调国共同授权 IMF 采用提高主权贷款利率、设置多边结算限额等处罚性措施，提高协调国的违约成本。G20 是同时包含发达国家和发展中国家的，国际经济合作的主要论坛，没有像 IMF 这样的国际组织的正式投票系统，缺乏长期的协议制度。应该促进 G20 论坛走向惯例化、协议化，从自愿性合作逐步转为适度义务性合作，逐步提高 G20 协调能力。其次，创设合作剩余分配机制。货币政策协调能改进总体福利，增加合作剩余。为增强协调的履约动机，要在协调国之间通过转移支付或补偿机制分配合作剩余。具体地，在 IMF 和 G20 等国际平台上，实现金融体系主导国向体系参与国的补偿，资本账户强势国向脆弱国的补偿，出口依赖低国家向依赖高国家的补偿。减少这些被补偿国参与协调的机会成本。

2. 重视规则性货币政策协调。国际组织及论坛创设的货币政策协调协议中应该更注重规则性货币政策协调，而非随机性协调。现有的随机性协调以灵活性牺牲了执行力。需要重新重视规则性协调的优点。区域范围内强化现存的货币政策协调制度，提高区域内央行货币政策目标、操作和风格的同步性，如发挥好欧元区统一货币政策的优势，发挥好“一带一路”沿线国家之间经济联系和战略伙伴的互信优势。全球范围内，IMF、G20 等国际平台应该积极开展框架内的对话合作，尝试建立有较强约束力的、常态化的货币政策协调体系，提高货币政策协调的执行效果。

3. 在货币政策刺激和防止国际资产泡沫之间寻求平衡。为防止金融市场的剧烈反应演变为金融危机，各国通常首先使用宽松的货币政策稳定金融市场。成熟的货币政策体系要求各国的宽松货币政策要在维持金融市场流动性充裕和防止国际资产泡沫中找到合适的平衡点。新冠疫情重创发达国家资本市场后，美国、日本等国家直接开启货币政策最宽松模式。极度宽松的货币政策虽然让美国资本市场快速反弹，却造成了全球经济潜在的更大风险。首先，超宽松的货币政策直接形成了强通胀预期，推高了国际资产价格，形成了国际资产泡沫，危机后的去泡沫去杠杆会成为新的难题；其次，发达国家单方面的超宽松货币政策影响到其他国家的金融市场和实体经济，带来新的不平衡状态。世界银行、IMF 等全球性国际组织应带头呼吁各国合理选择货币刺激力度，推出统一货币政策刺激框架，权衡和指引平台下各国央行同时考虑当期和未来，按需求、有节制地使用宽松货币政策，避免出现竞争性货币贬值，保证全球金融市场在相对平衡的状态下恢复流动性。

4. 从技术性合作深入到战略性协调。货币政策国际协调有诸多现实困难，各国因为利益分歧、互信不足等原因无法达成协调。循序渐进、步步深入是最终实现高水平货币政策协调的路径。相比于货币政策总体方向的协调，不同经济体之间在货币互换、稳定离岸金融市场等技术性合作上

有更大的共同利益。G7 和 G20 有着较好的技术性国际协调的历史经验。通过主要负责任大国的倡导，继续深化 G7、G20 框架内的技术性合作，彰显货币政策国际协调的优势，探索合作经验和模式。在技术性合作基础上，可进一步拓展政策协调领域，逐步深入到货币政策战略性协调的层次。

5.搭建央行政策沟通和信息共享渠道。政策沟通和信息共享是货币政策国际协调的重要一环，特别是在重大公共卫生事件这种突发性强、发展迅猛的危机发生时更显重要。IMF 和 G20 有广泛的成员国代表性，是较为理想的沟通共享平台。各国央行可在需要协调配合的政策上加强沟通，在具备自主权的政策上提高信息共享程度。加强政策沟通和信息共享让各国的货币政策更有方向感和分寸感，有更多的余地消化其他国家政策的外部性。

6.提升新兴市场国家参与。2009 年 9 月，美国匹兹堡举行的 G20 峰会宣布将 G20 作为国际经济合作的首要平台。但就疫情期间的实际来看，由于经济发展水平相似、货币政策框架完善、彼此间有更成熟的磋商和协调机制等原因，全部由发达国家构成的 G7 集团在政策沟通和协调方面更为迅速。但新兴市场国家是全球金融体系中易发生危机的一环，同时也是经济复苏最有驱动力的一环。发挥 G20 经济合作首要平台的作用、提升 G20 中新兴市场国家参与并考虑纳入更多新兴市场国家，是构建成熟的货币政策国际协调体系的必经之路。让新兴市场国家更多参与货币政策的协调，有助于提高新兴市场国家执行多边协议的积极性，让货币政策协调机制完整地覆盖各类经济体和各方面的危机冲击，提升整体政策协调的效果。

## （二）中国参与和推进货币政策国际协调的可行措施

疫情助推了“逆全球化”趋势，国际政策合作面临着较大的困难。由于合理的防控政策和经济政策，中国在较短时间内控制住疫情，并在二季度实现了经济的正增长。作为一个大国，中国有必要、也有能力参与和推进货币政策国际协调。

1.开拓与“一带一路”沿线国家的货币政策协调潜力。“一带一路”沿线国家大多是新兴经济体，和中国有着类似的经济增长环境和国内货币政策目标。因此，中国与“一带一路”沿线国家的货币政策协调有着更稳固的共同利益基础。此外，中国已经与许多“一带一路”沿线国家建立了战略合作伙伴关系，货币政策的协调可以作为诸多既有合作领域的自然延伸。中国可以与“一带一路”沿线国家共同探索货币政策国际协调的规则，合作抵消疫情的不利冲击，改善区域的共同福利。

长远来看，“一带一路”合作框架，有望成为国际经济政策协调的新兴主要平台之一。“一带一路”新兴协调平台定位服务区域经济可持续发展，秉持合作共赢、共同治理原则，合理补充现有全球性协调平台。作为“一带一路”倡议主要发起国，中国应积极推动建立央行行长和财长定期磋商机制，促进货币政策协调的制度规则形成，与沿线国家一道努力，构建消除货币政策竞争、

有效应对经济周期、达成合作共赢的长期协调机制。

2.积极参加全球性多边政策协调机制。IMF、世界银行、G20 等国际金融组织和论坛为全球性货币政策协调提供了很好的磋商平台，是中国与发达国家开展货币政策协调的窗口。发达国家在政策协调中依然重要。中国要借助 IMF、世界银行、G20 等平台，发挥桥梁作用，加深新兴市场国家央行与主要发达国家的央行间相互了解，促进成员国认识发达国家与新兴市场国家政策诉求的差异性，促进跨越发展阶段和经济体制的货币政策协调的达成。倡导多边主义，反对单边主义，学会运用和参与制定全球性国际组织和论坛的货币政策协调规则。为全球协调有序应对疫情的经济影响，优化货币政策治理贡献中国力量。

3.持续开展央行间技术性合作。2008 年金融危机后，中国人民银行开始与其他货币当局签订本币互换协议，这是国际货币政策技术性合作的良好案例。继续扩大已有本币互换规模，拓展本币互换协议签订国家范围，与更多国家积累合作经验。建设人民币离岸市场，与离岸市场所在国家开展流动性管理、税收、反洗钱等合作。加强金融业监管合作，与他国央行共同落实巴塞尔协议有关标准，实现对跨国金融机构的宏观审慎管理。渐进式开展与相关国家更深领域的货币政策协调。

4.主动坚持灵活适度的稳健货币政策。中国总量适度的货币政策，为平稳度过危机和后疫情时期的经济发展提供了合适的货币金融环境。相较于欧美主要经济体，中国货币政策力度更为克制，货币政策空间更为充足，有效地平衡货币政策刺激与资产价格泡沫。应该继续坚持灵活适度的稳健货币政策，避免加入目前的政策竞争，展现一个大国在货币政策国际协调下的担当。

5.坚定不移地扩大对外开放和深化改革。要放宽市场准入，优化营商环境，用扩大开放深化改革的行动表达中国开展国际合作的信心和促进共同发展的立场，用共赢思维与其他国家开展货币政策协调对话磋商。

## 参考文献

- [1] 白当伟, 2010: 《全球化的新进展与货币政策国际协调》, 《国际金融研究》第5期。
- [2] 何国华、谭炯, 2014: 《国际货币政策协调理论研究的新进展》, 《国际金融研究》第11期。
- [3] 孙国峰, 2017: 《后危机时代的全球货币政策新框架》, 《国际金融研究》第12期。
- [4] 孙国峰、尹航、柴航, 2017: 《全局最优视角下的货币政策国际协调》, 《金融研究》第3期。
- [5] Alfaro, L., A. Chari, A. N. Greenland, and P. K. Schott, 2020, “Aggregate and Firm-Level Stock Returns During Pandemics”, NBER Working Paper No. 26950.
- [6] Baker S. R., N. Bloom, S. J. Davis, K. J. Kost, M. C. Sammon, and T. Viratyosin, 2020, “The Unprecedented Stock Market Impact of COVID-19”, NBER Working Paper No. 26945.
- [7] Benigno P., 2004, “Optimal Monetary Policy in a Currency Area”, *Journal of International Economics*, 63(2): 293-320.
- [8] Benigno G., and P. Benigno, 2006, “Designing Targeting Rules for International Monetary Policy Cooperation”, *Journal of Monetary Economics*, 53(3): 473-506.
- [9] Benoit J. P., and V. Krishna, 1985, “Finitely Repeated Games”. *Econometrica*, 53(4): 905-922.
- [10] Berger W., 2010, “International Policy Coordination and Simple Monetary Policy Rules”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 146(2): 451-479.
- [11] Canzoneri M. B., and J. A. Gray, 1985, “Monetary Policy Games and the Consequences of Non-cooperative Behavior”, *International Economic Review*, 26(3): 547-564.
- [12] Coenen G., G. Lombardo, F. Smets, and Roland Straub, 2010, “International Transmission and Monetary Policy Cooperation”, in *International Dimensions of Monetary Policy*, edited by J. Galí and M. J. Gertler, Chicago: University of Chicago Press.
- [13] Cooper R. N., 1969, “Macroeconomic Policy Adjustment in Interdependent Economies”, *Quarterly Journal of Economics*, 1969, 83(1):1-24.
- [14] Corsetti G., and P. Pesenti, 2005, “International Dimensions of Optimal Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 52(2): 281-305.
- [15] Corsetti G., and P. Pesenti, 2001, “Welfare and Macroeconomic Interdependence”, *Quarterly Journal of Economics*, 116(2): 421-445.
- [16] Eichengreen B., 2013, “Currency War or International Policy Coordination”, *Journal of Policy Modeling*, 35(3): 425-433.
- [17] Eichengreen B., 2011, “International Policy Coordination: The Long View”, in *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century*, edited by R. C. Feenstra and A. M. Taylor, Chicago: University of Chicago Press.
- [18] Engel C. M., 2016, “International Coordination of Central Bank Policy”, *Journal of International Money and Finance*, 67: 13-24.
- [19] Fleming J. M., 1962, “Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates”, *Staff Papers*, 9(3): 369-380.
- [20] Frankel J. A., 2016, “International Coordination”, NBER Working Paper No. 21878.
- [21] Frankel J. A., and K. Rockett, 1986, “International Macroeconomic Policy Coordination When Policy-Makers Disagree on the Model”, NBER Working No. 2059.
- [22] Fudenberg D., 1991, “Explaining Cooperation and Commitment in Repeated Games”, Working Paper No. 590.
- [23] Hamada K., 1976, “A Strategic Analysis of Monetary Interdependence”, *Journal of Political Economy*, 84(4):677-700.
- [24] He Q., J. Liu, S. Wang, and J. Yu, 2020, “The Impact of COVID-19 on Stock Markets”, *Economic and Political Studies*, 8(3): 1-14.
- [25] Mundell R. A., 1963, “Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates”, *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4): 475-485.

- [26] Mundell R. A., 1962, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", *Staff Papers*, 9(1): 70-79.
- [27] Mundell R. A., 1960, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, 74(2): 227-257.
- [28] Nash J., 1953, "Two-Person Cooperative Games", *Econometrica*, 21(1): 128-140.
- [29] Obstfeld M., and K. Rogoff, 2002, "Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules", *Quarterly Journal of Economics*, 117(2):503-535.
- [30] Obstfeld M., and K. Rogoff, 2000, "New Directions for Stochastic Open Economy Models", *Journal of International Economics*, 50(1): 117-153.
- [31] Rey H., 2015, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", NBER Working Paper No. 21162.
- [32] Rogoff K., 1985, "Can International Monetary Policy Cooperation be Counterproductive", *Journal of International Economics*, 18(3-4): 199-217.
- [33] Taylor J. B., 1985, "International Coordination in the Design of Macroeconomic Policy Rules", *European Economic Review*, 28(1-2): 53-81.
- [34] Neumann V. J., and O. Morgenstern, 2007, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton: Princeton University Press.

# THE MONETARY POLICY COORDINATION IN RESPONSE TO SHOCKS OF COVID-19

HE Qing FENG Hao-ming YU Ji-shuang

(School of Finance, Renmin University of China)

**Abstract:** The COVID-19 pandemic destabilizes the world economy and financial markets. A number of countries have implemented easy monetary policies to stimulate their economy. The classical game theory of monetary policy coordination suggests that the world is in need of coordination and lives at the beggar-thy-neighbor equilibrium. Existing cooperation which ignores the voice of emerging economies is limited in implemented and depth. The world now works with close economic tie and strong spill-over effect of monetary policies. To build an effective anti-crisis monetary policy international coordination system, international cooperation organizations ought to introduce agreement and a scheme of cooperation surplus distribution, tradeoff between monetary stimulus and asset bubble controlling, keep good policy communication and information sharing, give more importance to the voice of developing economies. China can advocate the long-term policy coordination in the framework of "One Belt and One Road", mediate between the industrial and emerging countries in IMF and G20, and engage in technical cooperation of central banks to participate in such process.

**Key words:** monetary policy; international coordination; COVID-19; game theory



中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn