



水满而溢

美国和英国的金融市场危机对世界其他地区产生了溢出效应，这就是全球经济出现同步下滑的原因

澳大利亚准备出口的小麦。

Trung Bui 和 Tamim Bayoumi

最近的全球金融危机从任何角度来看都是20世纪30年代以来最严重、波及范围最广的一次，这使人们重新开始关注国家之间的溢出效应。是金融问题的规模和性质导致了全球经济的同步下滑吗？换句话说，如果我们在危机前就能够预见到美国（以及英国）会出现大规模的金融崩溃，那么我们可以预测到随之出现的全球经济同步衰退吗？对这个问题给予肯定回答的理由是十分充分的。

识别溢出效应

理解国际商业周期总是很困难的。我们知道各国的衰退和复苏是相互关联的，尤其与美国的经济周期相关。但要弄清是全球性的经济冲击（如油价攀升）推动美国的商业周期还是美国的冲击（如货币政策之类）推动了全球的经济变化是相当不易的。“美国经济打个喷嚏，世界其他地区都会感冒”这样的传统说法所指出的是美国 and 全球其他国家在经济上的直接的因果关系，但其难以通过统计方法加以识别。

此外，解读商业周期在全球的传播路径需要我们对关键的贸易、金融市场和大宗商品价格之间的联系的重要性进行仔细分析。在过去20年中，全球贸易量增长了2倍，而跨国金融流动量增加了9倍以上。但经济学家一般不擅长区分这些不同的、并且可能是相互联系的影响途径。最近的危机显然是从美国的金融部门开始的。金融业内在联系的重要性是否已经超过了跨越主要发达经济地区的传统贸易途径呢？

最近的一篇文章（Bayoumi和Bui，2010年）扩展了Bayoumi和Swiston在2009年的研究。这篇文章研究了最发达经济地区的实际GDP增长率的溢出效应——这些地区包括美国、欧元区、日本和英国。因为我们还想对全球性的冲击进行建模，所以我们还增加了一组经济结构各异、地理分布广泛的小型工业国，这些国家的行为可以被视作反映了全球性的经济冲击。这项工作使用了从20世纪70年代早期到2007年末的数据来识别跨越这些主要地区的溢出效应的规模以及推动这种效应的途径。遗憾的是，由于样本的起始时间较早，所以我们无法利用许多新兴市场国家（如中国）的数据。此外，欧元区在20世纪90年代后期才形成，在样本期内欧洲大陆的主要国家持续进行着它们漫长的经济一体化进程。

我们通过一种创新方法来识别因果关系的方向，即评估在一段时间内国家之间经济冲击严重程度改变是如何与其联系的紧密程度相对应的（Rigobon，2003年）。粗略地讲，如果美国发生比日本更为严重的经济冲击，而与此同时美国与日本两者经济增长的联系较以往更为紧密的话，我们就假设大部分溢出效应是从美国流向日本——这种假设的逻辑在于，美国的冲击越严重，则可观察到的相关性越高。在一定范围内对国家的行为进行合理的改变可以使我们估计所观察到的因果关系方向的不确定性程度。与此相反，关于这个问题的传统方法必须对因果关系的方向进行假设，而不是从数据中判断这种联系。我们的研究表明，传统方法对因果关系方向的粗略假设无法得到数据支持。此外，通过

使用代表经济周期可能途径的变量，我们可以把跨国溢出效应的来源分解为不同的途径（用出口对美国、欧元区和日本的经济增长的贡献来度量贸易联系；用这些地区的股价、债券收益率和短期利率的变化来度量金融联系；用石油和非石油大宗商品价格来度量商品联系）。

国际溢出效应：途径和规模

我们计算了美国、欧元区、日本和英国以及世界其他国家组实际GDP变动1%这种冲击对其他地区造成的溢出效应的规模（见图1）。图中第一条曲线（这条曲线显示了美国实际GDP变动1%的冲击对世界其他地区的影响）表明美国的经济冲击引发了显著的短期溢出效应，且随着时间推移不断积累。在美国贸易的国际化程度低于其他国家的情况下，2年后这样的冲击使其他地区的实际GDP提高了0.4至1个百分点，这代表了明显的溢出效应。即使把地区间因果关系方向的不确定性考虑在内，这种溢出效应在统计上一般也是显著的。

与此相反，欧元区的溢出效应开始时与美国的规模差不多，但后来就逐渐减弱并变得不再显著（世界其他地区组是个例外，对此我们随后就会谈到）。日本对其他地区的溢出效应一般比较弱并且不显著，而这与日本20世纪90年代“失落的10年”对全球经济增长影响程度极小是大体一致的。其余两个地区显示了显著的、并且随时间不断增强的溢出效应，但方向正好相反。英国的对实际GDP的正冲击随时间推移提高了样本中其他地区（除了世界其他地区组）的产出。奇妙的是，其对范围更大的欧元区经济的影响随着时间推移稳步提高。因此，虽然短期溢出效应的方向倾向于从欧元区到英国，但从长期来看情况刚好相反。最后，世界其他地区组产出的提高往往导致其他主要地区的经济活动降低。

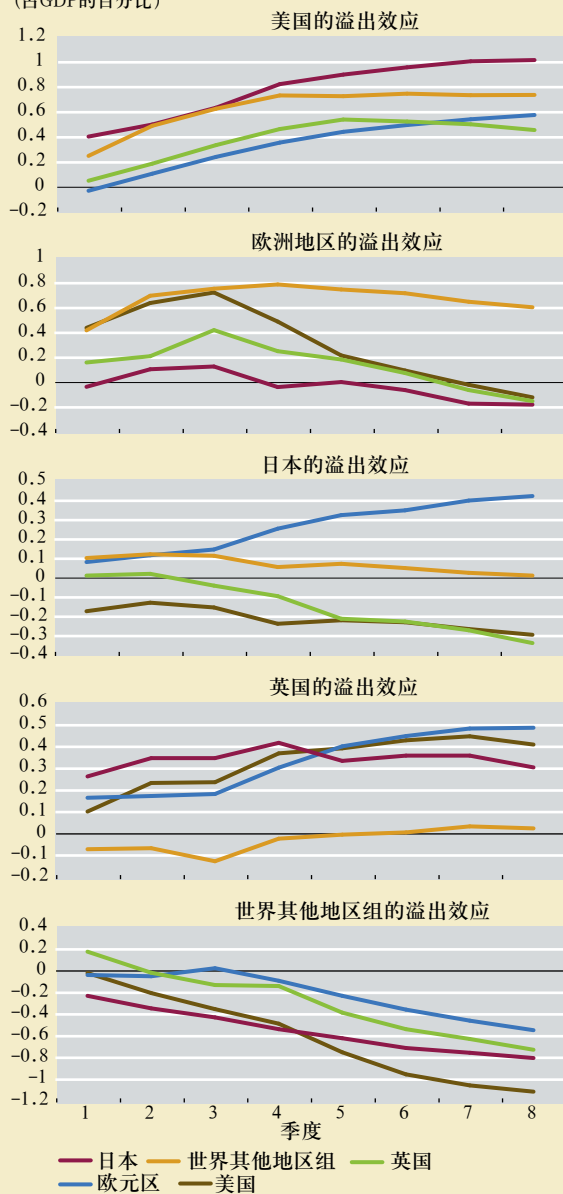
对这种结果有直观的解释吗？我们相信是有的。值得注意的是主要金融中心所在的两个地区会产生随时间增强的正的溢出效应。美国的这种溢出效应更大，其在全球金融市场中比英国发挥更大的作用，并且经济总量也比英国大（实际上，由于英国的金融体系高度国际化，其发生的冲击在很大程度上可能很好地反映了全球金融市场的状况）。相反，欧元区（它与其他地区的联系很大程度上是以贸易为基础的）的溢出效应逐渐减弱；日本（它的贸易开放程度低于欧元区并且不是突出的金融中心）的溢出效应较小。

来自世界其他地区组（包括一些大宗商品生产国，如澳大利亚、加拿大和新西兰）的溢出效应似乎主要反映大宗商品价格的重大变动。这可以解释为什么

来自世界其他地区组的实际GDP的正冲击对其他地方有负的溢出效应。它也解释了为什么美国、英国、欧元区和日本对世界其他地区组的正溢出效应与其在世界经济中的规模和由此产生的在大宗商品需求方面的重要性大致一致：美国和欧元区的溢出效应最大，但英国的溢出效应却微不足道。简言之，美国和英国的金融冲击与大宗商品市场价格的剧烈变动似乎推动了全

图1
推动经济周期

美国和英国的溢出效应随着时间推移逐步增强。
(占GDP的百分比)



资料来源：Bayoumi和Bui（2010年）。
注：使实际GDP变动1%的冲击在其发生后的2年内对所有其他地区的溢出效应。

球商业周期，而欧元区和日本的作用则相对次要。

我们通过两种方法来对国际商业周期的这种解释的正确性进行检验。首先，我们看一下它如何解释20世纪80年代的“大稳健”——即大多数发达国家普遍存在的宏观经济波动减少的现象。通过查看我们的样本中前后两部分的结果，我们发现美国和英国经济冲击规模的下降比其他区域大得多（实际上，日本的冲击是逐渐增强的）。这些结果表明“大稳健”主要反映的是：作为主要金融中心所在地，这两个经济体受到的经济冲击较为轻微，而这为世界其他地区提供了更稳定的环境。

溢出效应来自何处

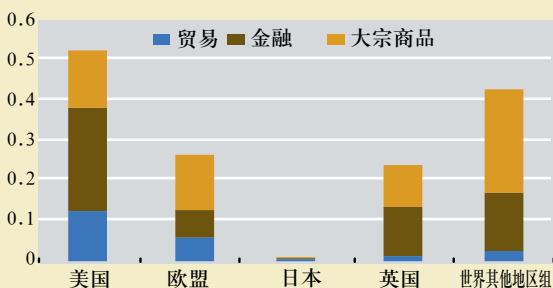
我们的第二个检验是通过更直接地审视溢出效应的来源，以确定它们是否与我们的以下假设一致：美国和英国受金融方面的影响较大而世界其他地区组受大宗商品方面的影响较大。该分析得出的结论如图2所示。图中每个柱形的高度代表每个地区的溢出效应（在两年中）的平均规模——美国的溢出效应大约占GDP的0.5%，世界其他地区组的溢出效应占GDP的0.4%，欧元区和英国更低，而日本的溢出效应可以忽略。由于欧元区的金融、贸易和大宗商品溢出效应的比重较为平均，所以它是一个有用的参照点。相反，在美国和英国（尤其是英国），金融市场因素占主导；对于世界其他地区组而言，大宗商品因素占主导。我们为识别这些影响使用了一种与估计溢出效应大小完全独立的方法，这种方法为我们最初的假设（即美国和英国的溢出效应主要是金融方面的，而世

图2

金融业的影响

美国和英国的溢出效应主要是金融方面的，而世界其他地区组则主要是大宗商品溢出效应。

(占GDP的百分比)



资料来源：Bayoumi和Bui（2010年）。

注：对平均溢出效应的贡献（这些效应是指使每个国家实际GDP变动1%的冲击在其发生后2年内对所有其他地区的溢出效应）。

界其他地区组的溢出效应主要通过大宗商品市场发生作用）提供了重要证据。

“源自美国和英国的金融冲击对其他地区的经济造成了重大影响。”

对目前危机的解释

我们的发现有助于解释21世纪以来全球性的经济繁荣以及此后全球衰退的严重性。美国和英国及全球市场的一系列经济正冲击推动了全球金融繁荣，其溢出效应驱动了所有主要发达经济体的经济增长。但是这种繁荣埋下了泡沫破灭的种子，包括通过经济繁荣导致的大宗商品价格暴涨。美国住房市场过度的金融化在2007年末开始收缩，随之而来的是英国住房市场和全球金融市场的紧缩。尽管有大规模的货币和财政干预措施，但这些冲击最终还是拖垮了发达经济体。这些证实了我们的假设，即金融业的影响很重要，同时源自美国和英国的金融冲击对其他地区的经济造成了重大影响。

虽然我们取得了一些研究成果，但我们还是坦率地承认这并不能完全解释危机期间的所有现象。衰退预期的同步性很大程度上是由美国的投资银行雷曼兄弟破产引发的金融市场恐慌及其导致的（原本交易活跃的）耐用消费品和资本品支出的突然减少造成的，而后者随之又造成了短暂但剧烈的贸易溢出效应（Kose、Otrok和Prasad，2010年）。但与我们关于贸易冲击对经济活动的短期影响的研究结果一致，主要通过贸易与发达经济体相联系的新兴市场国家恢复确实非常迅速；而金融联系更加广泛的发达经济体的复苏则缓慢且痛苦得多。■

Trung Bui是IMF战略、政策和评论部的研究员，Tamim Bayoumi是该部门的高级顾问。

参考文献：

- Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries,” *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 2, pp. 353–83.
- Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, “Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?” forthcoming *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, 2008, “How Much Decoupling? How Much Converging?” *Finance & Development*, Vol. 45, No. 2, pp. 36–40.
- Rigobon, Roberto, 2003, “Identification through Heteroskedasticity,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, pp. 772–92.