

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 邵冰清

资格证号： 01040538

专业名称： 世界经济

拟定学位论文题目： 后疫情时代美联储量化宽松货币政策对中国通货膨胀的溢出效应分析

报告日期： 2021年12月31日

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）（主要内容：阐述选题要解决什么问题，选题有何理论和现实意义）  2020年新冠疫情爆发以来，美国经济受到了极大冲击。3月15日美联储宣布实行零利率并启动7000亿美元量化宽松计划，3月23日宣布将无上限购买美国国债和抵押贷款支付证券，实行力度空前的量化宽松货币政策，这是美国历史上第4轮QE。通过非常规货币政策，美联储为市场注入极大流动性，为金融机构、企业和居民等提供信贷支持，有效重振了美国经济，促进疫情后美国居民就业率的提升。  但是与此同时，美国的经济复苏是以他国经济衰退为代价的。美元是国际结算货币，美国利用美元霸权地位，依靠全世界经济体稀释其所超发的货币，美国超发的货币三分之二流向了海外。因美国利率急剧降低，美元迅速贬值，大量资本流出海外，热钱涌入其他地区，大宗商品价格飙升，由此通货膨胀向其他国家和地区传导，对新兴经济体造成了巨大影响，中国也在受冲击之列。  本文试图分析新冠疫情后美联储量化宽松货币政策对中国经济的溢出效应，以疫情以来中国通货膨胀（消费者物价指数和生产物价指数）数据的变化进行实证分析，详细考察美国量化宽松政策通过汇率、大宗商品和资本流动三个渠道对中国物价水平的传导机制及影响。同时将得出的分析结果与美国以往三次量化宽松货币政策进行纵向对比，总结归纳本轮QE影响的特点，试图探究新冠疫情对本次QE是否造成与不同的影响。最后，文章试图结合上述结论探索对我国当前货币政策走向的启示意义，并结合历次美联储退出量化宽松政策对其他经济体的冲击提出中国经济可能面临的问题，从而针对各项问题提出对策建议，力图缓解通货膨胀的局面，保持中国经济基本面的稳定，为应对未来两年美联储退出量化宽松政策、加息和缩表所带来的经济压力进行前瞻性调整，为避免出现系统性风险提供借鉴。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）（主要内容：做文献梳理和研究动态的综述，归纳已有的研究所做的工作，形成了哪些共识？列举出在哪些问题上仍未形成共识？各种不同的观点是什么？针对目前的研究，你发现了哪些问题想要继续研究？）   * 1. 量化宽松货币政策的背景研究   量化宽松货币政策（Quantitative Easing Monetary Policy，简称 QE）起源于20世纪30年代大萧条，当时传统货币政策工具已经失效，虽然美联储采取了“零利率”，但是对于缓解经济衰退作用有限，于是美国等主要发达国家开始推出与传统货币政策工具不同的政策，为市场注入大量资金，为家庭和企业提供信贷流动性支持，有效缓解了通货紧缩的局面，推动了危机后经济复苏的进程。这些措施被广泛地称为“非常规货币政策”。  2001年至2006年，日本陷入“流动性陷阱”，面对本国经济衰退，日本银行首次采取了量化宽松货币政策（Quantitative Easing Monetary Policy，简称 QE）并实行零利率政策，虽然效果不如预期，但为量化宽松理论提供了实践借鉴。  2009年次贷危机引发的金融海啸冲击世界经济，时任美联储主席的Bernanke（2009）在伦敦经济学院发表演讲，指出美联储的采取的非传统货币政策与日本银行的QE有着极大区别，美联储采取的其本质上是一种“信用宽松”，而不仅仅是扩大央行资产负债表。Bernanke（2009）还指出，央行通过“前瞻性指引”和“量化宽松”作为非传统货币政策的两种方式,来引导和刺激经济复苏。  2012年学者Lyonnet and Werner （2012）首次提出量化宽松货币政策这一概念，也指出该政策并不是简单的“印钞”，而是“高能货币”或M0（流通中的现金）的扩张，可以通过乘数效应扩大货币供应量，起到拉动经济的作用。  美联储在2008年至2014年之间，总共推出三轮QE，使得美国在次贷危机后实现了经济的强劲反弹，就业率和通胀指标达到政策目标。QE的副作用却逐渐显现，美国开始出现资产泡沫，资产负债表剧烈扩张，超发货币的后果开始波及全球经济体。因此美国开始逐渐退出QE，并逐步采取加息和缩表的方式使得货币政策回归正常。但由于美元是国际结算货币，美联储的货币政策对全球经济体都具有强烈的溢出效应。美元的加息再一次收割全世界新兴经济体，导致其他国家股市暴跌，房地产崩溃，汇率剧烈波动，经济受到重创。  1.2 美国量化宽松货币政策的国际传导机制  关于美联储QE的国际传导机制，国内外诸多学者都做出了详尽研究。国外学者更多关注美国QE对本国经济的影响和对其他新兴经济体的溢出效应和传导机制，国内的学者更多关注于美国QE对中国经济造成的影响和其传导机制。  部分学者探究了美联储QE对新兴经济体的影响。Bauer and Neerly (2014) 等研究证实美国实施非常规货币政策对其他国家金融市场存在溢出效应，导致其他国家债券收益率下降，资产价格上升，美元贬值。Fratzscher et al. (2013）发现 QE 显著降低了其他国家的国债利率，推升了资产价格，美元贬值。Chen et al. (2016) 研究指出，QE给全球金融市场注入流动性，有效降低了国内和国际债券市场收益率，且对新兴市场的溢出效应大于发达国家。  针对美国非常规货币政策的溢出效应，Fratzscher et al. (2013) 和Chen et al. (2016)等学者进行了进一步研究，提出非常规货币政策主要通过资产组合渠道、信号渠道、流动性渠道以及信心渠道对国内和国际金融市场资产价格产生影响。对于美联储QE的国际传导机制，Mishkin（2013)提出了利率渠道、汇率渠道、资产价格渠道 (财富效应、托宾Q理论) 、信贷渠道等多种可能的传导机制。也有文献指出，其主要体现在通过利率、汇率、资本流动、资产价格等产生影响 (Ahmed and Zlate，2014) 。刘洋 （2021）总结认为货币政策可通过利率、汇率、资产价格、国际贸易等渠道产生溢出效应，其传导机制可从以下三个方面进行概括：一是资本流动机制；二是相对价格机制；三是需求效应。一些学者针对各渠道影响机制，比较了几种传导渠道的重要性，Gagnon et al. (2011) 认为资产组合渠道对资产价格影响较大，Bauer and Rudebusch  (2011) 则指出信号渠道的溢出效应更为显著。总的来说，已有研究都认同资本流动、汇率、资产价格。  1.3美国量化宽松货币政策对中国经济的影响研究  关于美国非常规货币政策对中国的溢出效应，国外文献仅有如 Fratzscher et al. (2013)、Bowman(2015)、Sung and Kim(2015)等在研究对新兴经济体影响时将中国包含在内，实证发现美国非常规货币政策对中国金融市场存在溢出效应，表现为资本流入增加、通货膨胀加剧、长期收益率升高、人民币升值。刘克崮和翟晨曦（2011）指出， 美联储通过量化宽松政策向本国金融系统注入了大量流动性，由于美国经济尚未完全恢复，而中国作为新兴市场国家的典型代表，成为美元“溢出”的首选之地。  国内学者比较重视美联储非常规货币政策对中国金融市场的溢出效应，包括热钱流入、通胀加剧、资产价格上升等(谭小芬，2010；陈晓莉和孙晓红，2012；肖娱，2011；匡毅和陈怡安，2015) 。姚斌（2009）、陈磊和侯鹏（2011）还指出，美国的量化宽松政策引发大量国际游资涌入大宗商品市场，引发大宗商品价格暴涨。李建伟和 杨琳（2011）指出，由于目前我国对初级产品的进口依赖度不断提高，国际大宗商品价格的上涨会导致我国初级产品进口价格上升，并进而成为我国输入型通货膨胀的重要推动因素。持此观点的还包括黄益平（2011）。张小宇和于依洋（2017）采用三元非线性平滑迁移自回归模型发现，美国货币政策对中国宏观经济具有显著的溢出效应，并且在常规货币政策和量化宽松货币政策时期，美国货币政策对中国实体经济的影响存在显著的非对称效应，常规货币政策对中国实体经济的影响高于量化宽松货币政策。杜婕和曹为宇（2020）基于SVAR 模型研究发现，美国联邦基金利率或广义货币供应量的上升会对中国宏观经济产生持续约10个月左右的短期的正向冲击，表现为GDP 增速以及物价水平在短期迅速提高。  在美元超发对中国经济的溢出效应中，通货膨胀是诸多学者关心的问题。谭小芬 （2010）指出，由于量化宽松政策会对美国经济产生刺激作用，外部需求将会复苏， 中国出口环境会得到进一步改善，贸易顺差将上升到一个更好的水平，由此导致美国的流动性输入到中国，使中国面临通胀的压力。刘玉彬和李智芳（2012）进一步指出， 这些大量流入我国的国际短期资本将导致我国外汇占款和基础货币供给的增加，由此引起中国通货膨胀。赵思旭和宋倩雯（2014）研究发现，短期内汇率、外汇储备和大宗商品价格指数的变动对中国通货膨胀的解释力比较强，但在中长期美国的基础货币供应量的解释力占主要因素，推出美国量化宽松货币政策对中国的通货膨胀具有推动作用且存在一定时滞。无独有偶，匡毅和陈怡安（2015）利用SVAR模型分析1990—2013年的数据，得出美国量化宽松政策短期内对中国通货膨胀存在较为明显的影响，但长期影响逐步下降并趋于稳定。黄晶（2016）基于两国开放经济 NK-DSGE 模型分析得出，中国的通货膨胀和产出水平将会受到美国宽松财政政策的正向影响且长期可逆，而美国扩张性货币政策对中国国内产出和通胀的影响在短期内表现为负面效应。刘金全等（2021）采用TVP-SV-FAVAR模型分析发现，美国货币政策对中国通货膨胀的影响存在非对称性和时变性。关于传导渠道，成月（2016）采用SVAR模型分析了2008年至2014年的数据，着重研究了美联储量化宽松政策通过大宗商品价格和国际资本流动两个渠道传导的溢出效应对中国通货膨胀的影响，发现两个渠道均有影响，但从长期来看前一渠道的影响更为显著。本文试图沿袭前期研究方法和成果，试图建立DAG-SVAR模型，对美联储QE通过大宗商品、汇率和资本流动三个渠道对中国通货膨胀的溢出效应进行分析。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源（主要内容：说明论证拟采用的方法，如数理模型法、计量分析法等等，以及需要用到的数据及其来源）  本文将基于有向无环图（DAG）分析技术构建结构向量自回归（SVAR）模型。需要用到的数据包括美联储资产负债表规模、美国M2、中国M2、国际大宗商品价格、人民币兑美元实际汇率REER、中国消费者物价指数、生产物价指数。  数据来源美联储官网、国际货币基金组织官网、世界银行官网、中国国家统计局官网等。 |
| 1. 核心观点（主要内容：初步阐述可能得到的观点及结论）   美国量化宽松货币政策主要通过国际大宗商品价格上涨和汇率变动推动中国输入型通货膨胀，中国通货膨胀和美联储量化宽松货币政策呈正相关性。同时由于新冠疫情的原因，全球供应链断裂，生产停滞，尤其是芯片短缺导致二手车价格飙升，进一步加剧了通货膨胀。中国需要做好应对美联储退出量化宽松政策、加息和缩表的充分准备。 |
| 3.创新之处（主要内容：简要阐述创新点，比如方法创新、方向创新、观点创新等等）  方法创新：以往研究者对美联储量化宽松货币政策对其他经济体的溢出影响研究主要通过构建TVP-VAR模型，而本文基于有向无环图（DAG）分析技术构建结构向量自回归（SVAR）模型。DAG方法根据回归残差的方差—协方差矩阵来确定变量之间的同期传导关系，所以可以更科学地探究美国量化宽松货币政策背景下资本流动、大宗商品价格和人民币兑美元实际汇率与CPI和PPI之间的因果关系，为SVAR模型的识别提供指导。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献（顺序和格式参考模板如下，参考文献应当主要是近5年的相关资料，填写时，删掉以下参考模板）  Ahmed，S. and A. Zlate. Capital flows to emerging market economies: A brave new world［J］. Journal of International Money and Finance，2014 ( 48) : 221 － 248.  Bauer,M.D.and C.J.Neely. International channels of the Fed’s unconventional monetary policy［J］. Journal of International Money and Finance，2014，(44) : 24－46.  Bernanke,Ben S. The crisis and the policy response [L]. London School of Economics, January 13 (2009):2009.  Bowman，D.，J. M. Londono，and H. Sapriza. U. S. unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies［J］. Journal of International Money and Finance，2015 (55) : 27 －59.  Michael D. Bauer & Glenn D. Rudebusch. The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases [R].Working Paper Series， Federal Reserve Bank of San Francisco，2011.  Chen，Q. ，Fiardo，A. ，He，D. ，Zhu，F. Financial crisis，US unconventional monetary policy and international spillovers［J］. Journal of International Money and Finance，2016 ( 67) : 62－81.  Fratzscher，M. ，M. Lo Duca，and Ｒ. Straub. On the international spillovers of US quantitative easing [R]. DIW Berlin Dis- cussion Paper，2013.  Gagnon，J. ，M. Raskin，J. Remache，and B. P. Sack. Large － scale asset purchases by the Federal Feserve: did they work [R]. Federal Reserve Board of New York Station Report，2010.  Sung，T. ，Kim，J. T. Unconventional monetary policy，global liquidity circulation，and inflation divergence around the world［J］. The Developing Economies，2016 ( 54) : 6－26.  Victor Lyonnet, Richard Werner. Lessons from the Bank of England on ‘quantitative easing’ and other ‘unconventional’ monetary policies［J］. International Review of Financial.  陈守东, 吴业强, 孙彦林. 美国经济政策组合对中国经济增长的冲击影响[J], 经济问题探索2019(03): 121-129.  陈晓莉，孙晓红，美国量化宽松货币政策对中国宏观经济的影响分析[J], 经济科学，2012 (1) : 12－26．  成月.美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的影响研究——基于SVAR模型的实证分析[J], 金融经济,2016(10).  杜婕,曹为宇.美国货币政策对中国经济的冲击效应[J], 社会科学战线,2020(8).  郝大鹏, 王博, 李力. 美联储政策变化、国际资本流动与宏观经济波动[J], 金融研究. 2020(07): 38-56.  黄晶.美国财政与货币政策对我国的外溢效应及其应对[J], 天府新论,2016,(5).  黄益平, 债务风险、量化宽松与中国通胀前景[J], 国际经济评论，2011(1)：32-39.  李建伟, 杨琳. 美国量化宽松货币政策的实施背景、影响与中国对策[J],改革，2011(1).  刘克崮, 翟晨曦,调整五大战略: 应对美量化宽松货币政策[J],管理世界，2011(4).  刘金全,李永杰,付卫艳.美联储货币政策对中国经济动态溢出效应研究——基于数量型与价格型货币政策的双重视角[J], 河北经贸大学学报,2021,42(4).  刘洋. 美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的溢出效应分析[J]. 统计与决策.2021(23): 151-155.  刘玉彬，李智芳. 美国量化宽松货币政策对我国物价水平的影响[J], 河北师范大学学报，2012（3）：25-29  谭小芬，美联储量化宽松货币政策的退出及其对中国的影响[J], 国际金融研究，2010 ( 2) : 26－34.  匡毅，陈怡安，美国实施抑或退出量化宽松货币政策对中国通货膨胀之影响[J], 经济问题，2015 ( 7) : 62－66.  王皓,许佳. 美联储货币政策正常化的溢出效应分析[J], 亚太经济. 2019(02): 43-50.  肖娱，美国货币政策冲击的国际传导研究———针对亚洲经济体的实证分析[J],国际金融研究，2011 ( 9) : 18－29.  徐皓, 张嘉明. 美国量化宽松货币政策的有效性和传导机制再检验[J],统计与决策. 2020(19): 136-140.  徐滢. 美联储量化宽松货币政策正常化与人民币汇率变动——基于时变参数向量自相关模型的研究[J], 商业经济与管理. 2020(05): 88-100.  杨阳,干杏娣. 美国非常规货币政策对中国产出的溢出效应——基于TVP-VAR模型的实证研究[J], 亚太经济2018(03): 30-40.  赵思旭，宋倩雯．美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的影响——基于VAR模型的实证分析[J], 经济问题探索，2014(10): 43—51．  张小宇,于依洋.美国量化宽松与常规货币政策对中国实体经济溢出效应的实证检验[J], 经济与管理研究, 2017(1):38.  朱启荣,孙明松. 美国QE4政策对世界主要经济体的经济影响与中国对策[J],金融经济学研究 2020(03):77-89. |

,

|  |
| --- |
| 5.论文提纲（写到二级标题）  题 目：后疫情时代美联储量化宽松货币政策对中国通货膨胀的溢出效应分析  主题词：量化宽松货币政策；通货膨胀；传导机制；DAG-SVAR模型   1. 绪论（引言） 2. 文献综述   2.1 量化宽松货币政策的背景研究  2.2 美国量化宽松货币政策的国际传导机制  2.3 美国量化宽松货币政策对中国经济的影响研究  第3章 美国量化宽松货币政策外溢传导的理论模型和传导机制  3.1 美国量化宽松货币政策外溢传导的理论模型  3.2 美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的传导机制  第4章 美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的实证研究  4.1 计量方法与模型构建  4.2 实证结果分析  第5章 美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的影响总结以及政策建议  5.1 美国量化宽松货币政策对中国通货膨胀的影响总结  5.2 新冠病毒疫情特殊时间窗口下量化宽松货币政策的影响特点  5.3 中国应对美国量化宽松货币政策冲击的政策建议 |