

全球经济政策不确定性溢出水平研究

唐朝

(清华大学 五道口金融学院,北京 100083)

摘要:文章重点考察了全球经济政策不确定性的溢出情况。利用VAR模型的广义方差分解方法,构造出20个全球主要经济体的经济政策不确定性溢出网络,通过溢出指数和有向网络分析全球政策不确定性的溢出情况。结果表明:整体样本中,美国对其他经济体的溢出水平最高,中国呈现净吸收状态。其次,滚动窗口估计的动态结果表明,自2008年金融危机以来,全球经济政策不确定性的溢出指数长期处于高位,2017年下半年的溢出指数接近金融危机水平。最后,中国的净溢出水平虽然较低,但近年来溢出水平与吸收水平呈现双高状态,在进一步扩大开放的进程中,需关注外部环境的政策冲击,防范输入型金融风险。

关键词:经济政策不确定性;不确定性溢出;溢出网络;广义方差分解

中图分类号:F110 文献标识码:A 文章编号:1002-6487(2021)04-0108-06

0 引言

近年来,经济政策的不确定程度不断升高,其影响已成为政府与专家学者关注的热点话题。经济政策不确定性的上升可能带来经济放缓与投资下降,被认为是2008年国际金融危机后全球经济复苏缓慢的重要原因之一^[1,2]。在经济全球化背景下,各国政策的关联程度不断提升。当某个国家的政策不确定程度提高时,经济政策不确定性可能通过资本流动、国际贸易和心理预期等方式溢出到其他国家^[3,4]。随着全球经济一体化进程的不断深化,全球经济政策的溢出状况如何动态演进?中国在全球不确定性溢出网络中又处于何种位置?针对上述问题的研究对中国进一步扩大开放与制定风险防范措施具有重要参考意义。

为回答上述问题,本文选取20个主要国家(地区)作为研究对象,以媒体报道中关于经济政策不确定程度的文章比重衡量经济政策不确定性^[5],结合VAR模型的广义方差分解方法,刻画全球经济政策不确定性的溢出效应。首先,通过构建全球主要经济体的不确定性溢出网络和溢出指数,将不确定性的溢出水平量化,并通过有向加权网络直观展示不确定性溢出情况。其次,本文通过滚动窗口回归估计得到全球不确定性溢出关系的动态变化。最后,本文分析了中国的不确定性溢出与吸收情况。通过上述研究,本文希望为中国在进一步扩大开放过程中的政策制定与风险防范提供参考依据。

1 研究方法

参考Diebold和Yilmaz(2012;2014)^[5,6]的研究,本文使用N-变量VAR模型的广义方差分解方法构建各国政策

不确定性的有向关联网络。VAR模型的广义方差分解方法计算个体*i*预测的误差中,系统中其他个体*j*(*j*≠*i*)的解释份额,该解释份额越高,说明*j*对*i*的影响越强。不确定性网络的构建过程如下:

考虑一个协方差平稳的N-变量VAR模型: $x_t = \sum_{i=1}^p \Phi_i x_{t-i} + \varepsilon_t$,其中 $\varepsilon \sim N(0, \Sigma)$ 为独立同分布的随机扰动项。上述VAR模型的移动平均形式可表示为: $x_t = \sum_{i=0}^{\infty} A_i \varepsilon_{t-i}$,其中 $A_i = \Phi_1 A_{i-1} + \Phi_2 A_{i-2} + \dots + \Phi_p A_{i-p}$,且 A_0 为 $N \times N$ 的单位阵,当 $i < 0$ 时, $A_i = 0$ 。

本文通过方差分解计算各国政策不确定性的相互影响。利用方差分解,计算 x_i 向前*H*步预测误差有多少由 x_j (*j*≠*i*)所解释,从而量化国家*j*对国家*i*的影响。值得注意的是,方差分解计算一般需要通过乔里斯基分解以满足正交性假设,但该结果受VAR模型中变量排序的影响,不同的排序得到的结果存在差异^[5]。为解决这一问题,Diebold和Yilmaz(2012)^[5]根据Koop等(1996)^[7]和Pesaran和Shin(1998)^[8]的研究采用误差调整的方法重新计算变量之间的相互影响,计算广义方差分解。在广义方差分解中,个体*j*对个体*i*的*H*步预测误差的解释份额等于:

$$\theta_{ij}^g(H) = \frac{\sigma_{ij}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \Sigma e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \Sigma A_h' e_i)}$$

其中, Σ 是误差向量 ε 的方差矩阵, σ_{ij} 是第*j*个等式误差项的标准差, e_i 是选择向量(第*i*个元素等于1,其他为0)。

由于上述调整利用历史信息调节不同变量冲击的权重,因此 $\sum_{j=1}^N \theta_{ij}^g(H) \neq 1$ 。为便于变量解释,本文将解释份额

基金项目:博士后科学基金面上资助(2018M641303)

作者简介:唐朝(1993—),男,安徽合肥人,博士,助理研究员,研究方向:行为经济学。

《中国学术期刊(光盘版)》电子杂志社编者注:本文中涉及香港的“国家”均应为“国家(地区)”,“各国”均应为“各国(地区)”。

标准化,将所有对国家*i*的误差份额解释份额标准化为1,

$$\text{即 } d_{ij}^g(H) = \frac{\theta_{ij}^g(H)}{\sum_{j=1}^N \theta_{ij}^g(H)}$$

之间的关系,邻接矩阵如表1所示。

表1 金融机构有向网络邻接矩阵

	x_1	x_2	...	x_N
x_1	$d_{11}^g(H)$	$d_{12}^g(H)$...	$d_{1N}^g(H)$
x_2	$d_{21}^g(H)$	$d_{22}^g(H)$...	$d_{2N}^g(H)$
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
x_N	$d_{N1}^g(H)$	$d_{N2}^g(H)$...	$d_{NN}^g(H)$

在此基础上,可以定义一系列溢出指数以反映不同国家政策不确定性溢出的平均水平,包括:

(1)From:表示系统中所有其他个体对个体*i*的溢出:

$$FS_i^g(H) = \sum_{j=1, j \neq i}^N d_{ij}^g(H) \times 100$$

(2)To:表示个体*i*对系统所有其他个体的溢出:

$$TS_i^g(H) = \sum_{j=1, j \neq i}^N d_{ji}^g(H) \times 100$$

(3)Net:个体*i*对外溢出与系统其他个体对*i*溢出的差值:

$$S_i^g(H) = TS_i^g(H) - FS_i^g(H)$$

(4)Total:整个系统的溢出效应:

$$S^g(H) = \frac{\sum_{i,j=1, i \neq j}^N d_{ij}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N d_{ij}^g(H)} \times 100 = \frac{\sum_{i,j=1, i \neq j}^N d_{ij}^g(H)}{N} \times 100$$

利用N-变量VAR模型的广义方差分解,构建主要经济体之间的不确定性关联网,并分析不确定性关联水平的动态变化。

2 数据来源与描述性统计

本文以Baker等(2016)^[1]构建的经济政策不确定性指数衡量主要经济体的经济政策不确定性。该指数在主流新闻媒体中搜索与经济政策不确定性相关的关键词组合(如“货币政策&不确定”),根据符合条件报道占有报道的比重来衡量不确定程度,最后标准化为0~100的指数(指数越大表示不确定程度越高)。该指数已被广泛应用于经济政策不确定程度与经济增长、企业投资和公司现金持有等话题的研究^[9-11]。该指数为月度指数,本文选取的时间区间为2004年1月至2018年12月。本文选取20个主要国家或地区作为研究对象,包括美国、加拿大、墨西哥、英国、法国、德国、西班牙、希腊、爱尔兰、俄罗斯、瑞典、意大利、中国、中国香港、日本、韩国、印度、澳大利亚、智利、巴西。上述经济体占全球经济总量超80%,具有较强的代表性。

为直观反映经济政策不确定程度的历史变化和溢出情况,本文通过热力图展示各国经济政策不确定性指数的变化情况。图1为各经济体不确定指数年度均值的热力

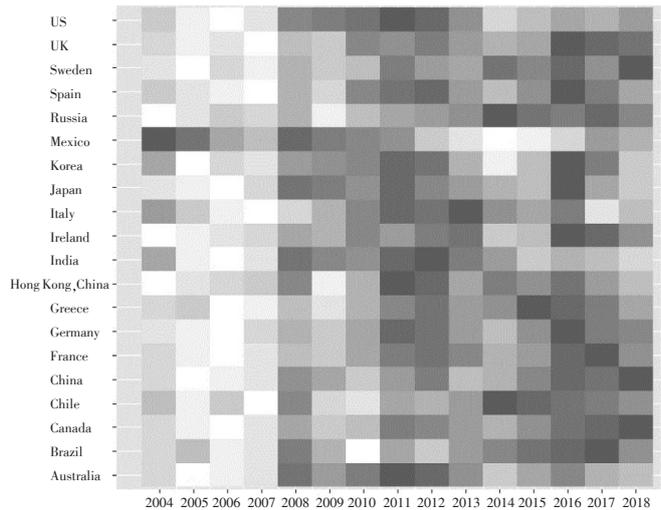


图1 全球经济政策不确定性(年度平均)热力图

注:颜色越深表明不确定性越高。

图,颜色越深表示当年的不确定程度越高。由图1可知:

(1)经济政策不确定性在2008年金融危机后显著提升,进入新阶段。在2008年之前,全球经济政策的不确定程度普遍较低,仅有部分国家在特定年份的不确定程度较高(如2004年的墨西哥)。在2008年金融危机爆发后,全球经济政策不确定性整体上显著提升。美国政策不确定性在2008—2012年持续上升,并于2011年达到高点。欧洲国家在2011—2012年不确定性显著提升,这应与欧债危机的发展相关。中国的政策不确定性程度逐年上升,特别是在2016—2018年,中国的经济政策不确定性处于整个观察期的高点。

(2)2008年后经济政策不确定性呈现“同涨同跌”的特点。对比2008年后的政策不确定性的分布,全球经济政策不确定性的同步性有所提升。2008—2010年,各国经济政策不确定性开始提升,但国家间的差异依然存在,这可能反映出各国在危机后采取了差异化的政策措施^[12];2011—2012年,全球政策不确定性的同步程度明显提高,特别是西班牙、德国、意大利和法国等欧洲国家,体现了欧债危机事件的影响;2016—2017年,全球政策不确定性的同步程度再次提升。

总体而言,2008年,特别是2011年后,全球经济政策不确定性上升,同时各国不确定性的同步性也在提升。这可能表明各国经济政策不确定性的相互影响愈发显著,已逐渐成为国际金融危机后全球经济运行的新特征。

3 实证结果

3.1 全球经济政策不确定性溢出:整体样本

本文首先分析全样本静态溢出水平。为直观反映全球不确定性溢出情况,下页图2以网络形式展示全球的不确定性溢出关系,斜体表示该经济体为净溢出,非斜体表示净吸收,圆圈的大小表示经济体净溢出或净吸收水平的高低,各经济体的不确定性溢出、吸收与净溢出水平见下页表2。根据图2和表2的结果,可以发现:

表2 总样本经济政策不确定性溢出效应

国家/地区	简称	溢出(To)	吸收(From)	净溢出(Net)
美国	US	100.37	68.53	31.84
韩国	KOR	75.62	62.28	13.35
法国	FRA	73.43	61.51	11.93
澳大利亚	AUS	67.51	58.64	8.87
西班牙	ESP	63.13	57.51	5.62
日本	JPN	59.47	54.66	4.81
德国	GER	62.96	59.12	3.84
希腊	GRE	45.92	48.82	-2.89
爱尔兰	IRL	6.85	9.75	-2.90
加拿大	CAN	53.62	56.70	-3.08
俄罗斯	RUS	8.93	12.98	-4.05
英国	UK	47.83	52.60	-4.77
瑞典	SWE	37.45	42.57	-5.12
智利	CHI	34.36	40.76	-6.40
墨西哥	MEX	34.25	40.99	-6.73
意大利	ITA	31.51	38.94	-7.43
中国香港	HK	24.23	32.50	-8.27
巴西	BRA	23.67	32.86	-9.19
印度	IND	30.55	39.96	-9.41
中国	CHN	24.32	34.32	-9.99

(1)从整体数据上看,美国的经济不确定性溢出水平最高,同时吸收水平也最高。整体样本估计显示,美国对外溢出指数为100.37,接收溢出指数为68.53,净溢出指数31.84,三者均为全球最高。由于利用历史信息调节权重,溢出或接收指数可能高于100。美国的经济政策不确定性波动会影响全球其他经济体的政策不确定性,而与此同时,美国也受到其他经济体的溢出,总体上美国处于净溢出状态。

(2)除美国外,亚太地区 and 欧洲也是重要的不确定性溢出地区。在亚太地区,韩国、澳大利亚和日本的对外溢出和净溢出效应较高。其中,韩国对外溢出指数75.62,净溢出指数13.35,澳大利亚对外溢出指数67.51,净溢出指数8.87,日本对外溢出指数59.47,净溢出指数4.81。在欧洲,法国、西班牙和德国的对外溢出和净溢出效应较高。其中,法国对外溢出指数73.43,净溢出指数11.93;西班牙对外溢出指数63.13,净溢出指数5.62;德国对外溢出指数62.96,净溢出指数3.84。

(3)从总体上看,中国在全球政策不确定性网络中的位置较为边缘,对外溢出或吸收均处于中下水平,是溢出效应的被动接受方。如果以整体样本进行分析,中国对外溢出指数为24.32,其他国家或地区对中国的溢出指数为34.32,净溢出指数为-9.99,在20个经济体中净吸收水平最高。中国政策不确定性的对外溢出(接收外部溢出)并非最低(高),但由于被动接收超过对外溢出,导致受到较大的净溢出。

(4)从图2网络的聚集程度来看,不确定性外溢可能与地理位置、国际贸易等因素相关,与现有文献保持一致^[9]。从地理位置看,美国、加拿大和墨西哥相互之间的溢出效应较高,欧洲地区和亚太地区相互之间的溢出效应较高。从国际贸易看,以能源和大宗商品出口为主的巴西、智利和俄罗斯相互之间的溢出效应较高。

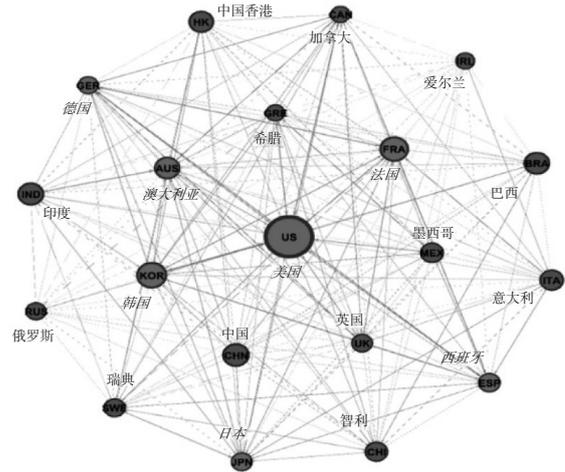


图2 全球经济政策不确定性溢出网络:整体估计

注:斜线表示该经济体为净溢出,否则表示净吸收;圆圈的大小表示经济体净溢出或净吸收水平的高低。下同。

3.2 全球经济政策不确定性溢出:动态变化

在分析不确定性溢出的样本总体情况后,通过30月滚动窗口回归估计经济政策不确定性的动态溢出效应,图3展示了不确定性溢出指数的动态变化结果。从总体溢出指数(Total)看,2007年以来全球经济政策不确定性的溢出效应大体经过四个阶段:2007年7月至2011年4月、2011年5月至2015年2月、2015年3月至2016年5月以及2016年6月至2018年12月。分别作出四个阶段的典型全球不确定性溢出网络图如下页图4至图7所示。特别值得注意的是,2017年8月全球政策不确定性的溢出指数高达70.17,接近全球金融危机阶段的最高值(70.87),随后出现一定程度的回落,但近年来仍保持65以上的高位运行。以下将对典型时期的不确定性溢出情况进行讨论:

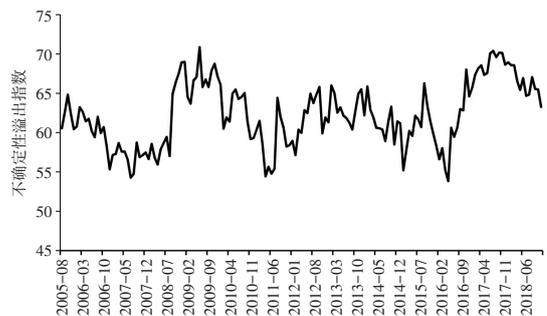


图3 全球经济政策不确定性溢出指数(30月滚动估计)

(1)第一阶段(2007年7月至2011年4月):从2007年7月开始,全球政策不确定性的溢出指数不断上升,在2008年8月至2009年12月达到65~70的总体溢出水平,随后波动下降。全球金融危机的爆发与蔓延是政策不确定性溢出水平快速上升的可能原因。2007年后,美国家庭部门债务出现违约、房地产市场下跌,以按揭贷款为基础的证券(MBS、CDO)价格下跌,并最终持有证券的金融机构大幅亏损。2008年9月雷曼兄弟破产,金融危机迅速升级,对全球产生巨大冲击。在雷曼兄弟破产后,美联储和全球各地银行纷纷采取降息、金融机构注资和经济刺激计划等一系列政策缓解危机,全球经济政策不确定性的关

联程度显著增强,并维持近一年的高位,直到2009年12月后不确定性的溢出指数才缓慢下降。

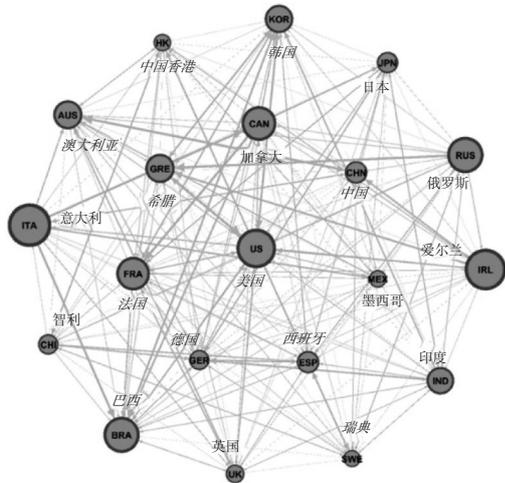


图4 政策不确定性溢出网络:2008年9月(30月滚动估计)

(2)第二阶段(2011年5月至2015年2月):2011年5月后,全球政策不确定性溢出指数重新步入上升通道,政策不确定性的外溢指数长时间保持高位运行。在这一阶段,欧债危机持续发展,欧元区的政策影响逐渐加强,与此同时,全球经济复苏乏力,美国开始实行第二阶段的量化宽松政策,各国宏观调控措施不断。欧债危机在金融危机爆发后便初步显现,但被及时的国际救助化解。2011年6月后,希腊债务重组计划未得到一致认可,意大利和西班牙等国家债务情况同样不容乐观。国际主要评级机构下调意大利、西班牙和葡萄牙等9个国家的信用评级,甚至法国也失去AAA评级。由于欧元区内部未能协调一致,政策不确定性的溢出指数不断上升。与此同时,2012年11月和12月,中国领导层换届选举,美国和日本也同期选举,经济政策不确定性的溢出效应在2012年后中段持续保持较高水平。第二阶段溢出效应的最高值低于其他阶段,但溢出指数在相当长的时间保持高位运行,表明经济复苏时期各国的政策关联度较高。

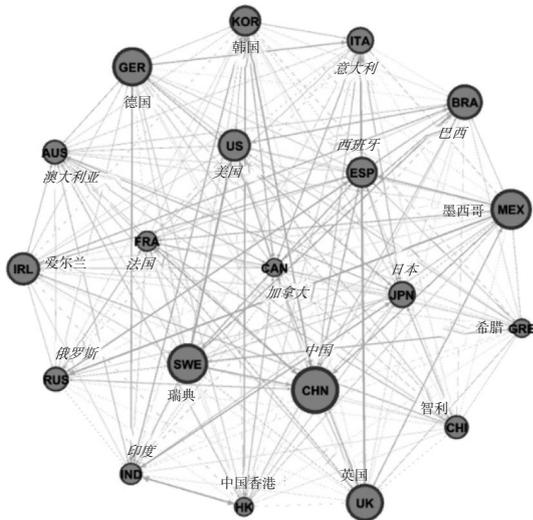


图5 政策不确定性溢出网络:2012年2月(30月滚动估计)

(3)第三阶段(2015年3月至2016年5月):2015年3月至2016年5月,全球经济政策不确定性的溢出指数经历

新一轮的上涨和回落。2015年美国经济开始缓慢复苏,与此同时2015年底美联储开始近十年的第一次加息,但美联储内部以及市场与美联储之间均存在一定分歧。与美国不同,欧元区继续实行宽松的货币政策,经济逐步进入稳定复苏阶段。然而,欧元区固定资产投资增长不稳定,投资者信心不足、欧元区内部复苏情况存在较高差异,特别是2015年底巴黎恐怖袭击事件凸显地缘政治摩擦,这些因素均阻碍欧元区的进一步复苏。由于全球产业结构调整和大宗商品低迷,新兴市场国家,特别是以资源出口为主的新兴市场国家形势依然严峻,如巴西面临滞胀危机和国内政治动荡。在上述因素的共同作用下,全球经济政策不确定性的溢出效应出现新一轮上升。

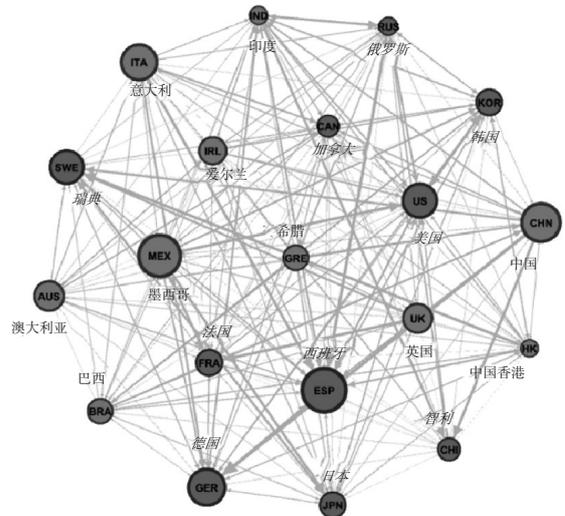


图6 政策不确定性溢出网络:2015年10月(30月滚动估计)

(4)第四阶段(2016年06月至2018年12月):2016年6月至今,全球经济政策不确定性的溢出指数再次进入上升通道,并在2017年8月达到高点70.17,与金融危机时期的水平相接近。2016年6月后开始的政策不确定性指数外溢可能与一系列经济、政治事件相关联。2016年6月英国举行脱欧公投并支持脱欧;2016年11月特朗普当选美国总统,美国新政府在经济、政治等政策上与往届政府存在较高差异,引起全球市场的担忧。与此同时,全球反全球化、逆全球化呼声迭起。2018年3月后,美国多次挑起针对中国的贸易争端,通过提征关税和企业制裁等手段对中国施压,推动全球经济政策不确定性的溢出水平保持高位运行。中美贸易摩擦有长期化趋势,未来可能会继续推动全球经济政策不确定性的相互溢出。中国仍需高度警惕不确定性溢出对中国资本流动、金融市场等所造成的负向冲击,防范输入型金融风险。

综合各阶段的溢出水平,2008年金融危机后全球经济政策不确定性溢出整体呈现增强态势,特别是近年一系列国际政治、经济事件的爆发,推动不确定性与不确定性溢出水平的高位运行。在2008年金融危机后,全球各国政府纷纷采用宽松的货币政策提振经济,国际资本流动、金融开放与国际贸易往来等推动全球一体化进程走向新阶段。然而,在全球高度关联时,部分国家的反全球化、逆

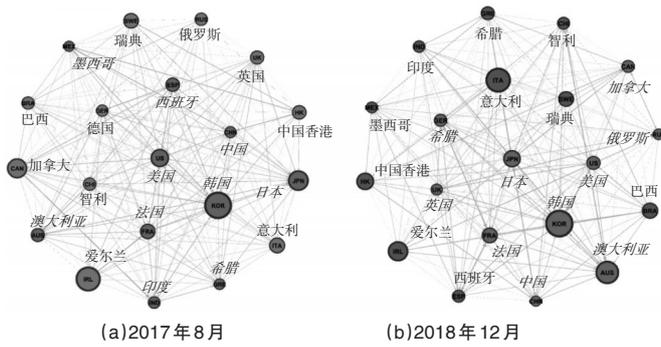


图7 政策不确定性溢出网络(30月滚动估计)

全球化浪潮可能会对全球经济的稳定形成冲击。特别是在中美经贸摩擦持续的情况下,中国需加大输入型金融风险防范,保持金融稳定。

3.3 中国经济政策不确定性的溢出与吸收

在分析全球政策不确定性的总样本和动态变化后,本文重点关注中国的溢出与吸收水平(见图8)。根据总体样本估计结果,中国在全球网络中处于较为边缘的位置,总体上表现为净吸收者。将首先通过中国对外溢出(To)、接收其他经济体溢出($From$)、净溢出(Net)的动态变化情况反映中国接收和溢出不确定性的动态情况,其次通过总样本的分析讨论与中国联系较为密切的经济体。

从动态估计结果看,在大多数时间中,中国的对外溢出低于其他经济体对中国的溢出,表现为净吸收。在2007年5月至2008年9月、2011年5月至2012年2月以及2017年7月至2018年1月,中国经济政策不确定性对其他经济体呈现净溢出状态,净溢出水平不高。值得注意的是,虽然中国的净溢出效应不高,但2016年7月后,中国对外溢出和接收溢出均呈现迅速增加的状态,2018年后对外溢出和接收溢出效应才开始回落,但整体上仍保持较高水平。因此,从中国的动态溢出水平可以看出,中国总体处于接收全球其他经济体的不确定性溢出状态,未出现“以邻为壑”的情况。但值得注意的是,近年来中国与其他经济体的双向溢出呈现双高的情况,在进一步扩大开放之际,中国需做好金融稳定与扩大开放之间的协调工作,防范其他经济体对中国的政策冲击。

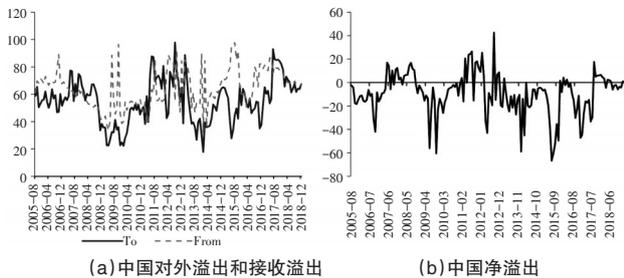


图8 中国对外溢出(To)、接收溢出($From$)和净溢出(Net):30月滚动估计

在分析中国的动态溢出情况后,进一步分析总体样本情况得到与中国关联较为密切的经济体。根据表3中的总体样本结果,韩国、日本、澳大利亚、美国、墨西哥和法国等国家对中国的溢出效应排名靠前,不过溢出效应的绝对水平并不高。具体而言,韩国对中国的溢出效应4.39,日本为4.19,澳大利亚为4.07,美国为2.11,墨西哥为2.40,法

国为3.54。从上述结果可以看出,亚太地区的经济政策不确定性对中国具有一定的溢出效应,表明在亚太地区经贸一体化进程不断深化的过程中,中国与其他亚太国家的政策关联程度呈现紧密态势,亚太地区的政策协调性值得关注。

表3 中国对外溢出和接收溢出:总体估计

国家/地区	简称	对中国溢出(From)	中国对其溢出(To)	净溢出(Net)
韩国	KOR	4.39	2.73	1.66
法国	FRA	3.54	2.27	1.27
美国	US	2.11	0.91	1.20
墨西哥	MEX	2.40	1.25	1.15
澳大利亚	AUS	4.07	2.98	1.09
日本	JPN	4.19	3.12	1.07
瑞典	SWE	1.66	0.69	0.97
西班牙	ESP	1.20	0.51	0.69
德国	GER	1.17	0.64	0.53
希腊	GRE	1.99	1.54	0.45
印度	IND	0.73	0.43	0.30
英国	UK	0.76	0.57	0.20
加拿大	CAN	1.23	1.19	0.04
意大利	ITA	0.17	0.15	0.02
爱尔兰	IRL	0.01	0.00	0.00
巴西	BRA	1.83	1.88	-0.05
俄罗斯	RUS	0.05	0.10	-0.06
中国香港	HK	1.26	1.40	-0.13
智利	CHI	1.55	1.97	-0.43

从总体样本看,中国与美国不确定性的相互溢出效应水平并不高,美国对中国的溢出指数为2.11,而中国对美国的溢出效应仅为0.91。进一步分析中美之间的动态溢出关系,图9为中美相互溢出情况。从动态样本看,美国对中国保持净溢出,美国对中国的溢出水平基本高于中国对美国的溢出水平。从绝对溢出水平看,美国对中国的溢出水平保持在6~10,绝对水平并不高。值得注意的是,2015年以来,中美的相互溢出水平经历一轮明显的先升后降过程,这可能与中美处于不同经济周期相关。国际金融危机后,美国经济进入历史上最长的经济扩张期。中国则逐步开始增长阶段转换,潜在增速下行、经济结构调整、增长动力转换。这导致中美两国经济政策取向出现较大差异。对中国发起贸易摩擦后,美国通过各类贸易、科技、金融手段打压中国,导致中美经济政策不确定性都处于历史较高水平。中国需注意美国经济政策变动对中国资本市场和国际贸易等领域带来的冲击,协调好内部均衡与外部均衡之间的关系。

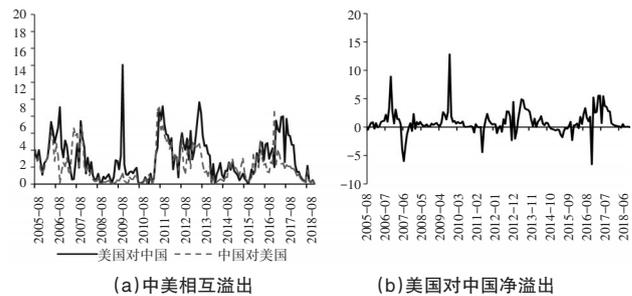


图9 中国与美国相互溢出及净溢出情况(30月滚动估计)

总结中国的溢出与吸收情况,中国在全球经济政策不

确定性的溢出网络中保持相对独立的位置,总体表现为净吸收但水平并不高,表明中国经济政策制定并未“以邻为壑”,同时也保持了相对的独立性。然而,随着中国进一步扩大开放和推动全球一体化,中国所面临的不确定溢出近年来明显增强。在扩大开放的进程中,我们更需要防范外部环境的冲击,保持国内资本市场与贸易环境的稳定性,同时加强国际政策协调。

4 结论与启示

本文的主要结论如下:第一,从全样本的政策不确定性溢出情况看,美国对外溢出水平最高,中国整体处于净吸收的状态。第二,滚动窗口估计的结果表明,2008年国际金融危机后全球经济政策不确定性的溢出水平整体处于高位运行。2017年8月溢出水平已接近金融危机时期,近期有所回落但仍处高位。第三,针对中国的溢出与吸收情况,总体上中国对外溢出和吸收的绝对水平并不高。韩国、日本和澳大利亚等亚太地区,以及美国、法国等对中国净溢出效应排名靠前。值得注意的是,近年来中国的净溢出水平虽然不高,但溢出与吸收水有上升趋势。

通过分析全球经济政策不确定性的静态与动态溢出情况,本文为理解全球政策的协调性和防范外部政策冲击提供了参考依据。在近年全球一体化进程出现波折、经济复苏缓慢的背景下,各国政府更应共同面对,加强政策协调性,避免以邻为壑。对中国而言,在不断扩大开放的过程中,也需要警惕外部环境和政策的变化,防范外部政策对中国经济的冲击,在扩大开放的同时力保经济和金融稳定、金融安全,防范输入型金融风险。

参考文献:

- [1] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring Economic Policy Uncertainty [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4).
- [2] Stock J H, Watson M W. Disentangling the Channels of the 2007—2009 Recession [J]. *NBER Working Papers*, 2012, (1).
- [3] Balli F, Uddin G S, Mudassar H, et al. Cross-country Determinants of Economic Policy Uncertainty Spillovers [J]. *Economics Letters*, 2017, (156).
- [4] Adrian T. A Bumpy Road Ahead for the Global Financial System [R]. IMF, 2018.
- [5] Diebold F X, Yilmaz K. Better to Give Than to Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers [J]. *International Journal of Forecasting*, 2012, 28(1).
- [6] Diebold F X, Yilmaz K. On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms [J]. *Journal of Econometrics*, 2014, 182(1).
- [7] Koop G, Pesaran M H, Potter S M. Impulse Response Analysis in Non-linear Multivariate Models [J]. *Journal of Econometrics*, 1996, 74(1).
- [8] Pesaran H, Shin Y. Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models [J]. *Economics Letters*, 1998, 58(1).
- [9] Gulen H, Ion M. Policy Uncertainty and Corporate Investment [J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3).
- [10] 陈德球, 陈运森, 董志勇. 政策不确定性、税收征管强度与企业税收规避[J]. *管理世界*, 2016, (5).
- [11] 陈国进, 王少谦. 经济政策不确定性如何影响企业投资行为[J]. *财经经济*, 2016, (5).
- [12] Biljanovska N, Grigoli F, Hengge M. Fear Thy Neighbor: Spillovers From Economic Policy Uncertainty [J]. *IMF Working Papers*, 2017, (240).

(责任编辑/方 思)

Research on the Spillover Level of Global Economic Policy Uncertainty

Tang Chao

(PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083, China)

Abstract: The paper focuses on the spillover of global economic policy uncertainty. The generalized variance decomposition method of VAR model is employed to construct the spillover network of economic policy uncertainty in 20 major global economies, and the spillover of global policy uncertainty is analyzed through the spillover index and the directed network. The results show that the United States has the highest spillover level to other economies in the whole sample, while China presents a net absorption status. Secondly, the dynamic results of the rolling window estimation show that the spillover index of global economic policy uncertainty has been running at a high level since the financial crisis in 2008, and the spillover index in the second half of 2017 is close to the level of the financial crisis. Finally, although China's net spillover level is relatively low, its spillover and absorption levels are both high in recent years. In the process of further opening up, China needs to pay attention to the policy impact of the external environment, and guard against imported financial risks.

Key words: economic policy uncertainty; uncertainty spillover; spillover network; generalized variance decomposition