



风起吹皱水：美联储加息如何影响我国汇率和跨境资本流动

An Assessment of the Spillover Effects of Fed Rate Hikes on China's Exchange Rate and Cross-Border Capital Flows

郁人杰 王大贤

摘要：本文剖析了美联储历史上六个加息周期的背景及特征、本轮加息特殊性及市场反应，研究了美联储加息对新兴经济体的影响及外溢影响渠道。随着我国金融开放程度的提升，美联储持续加息对人民币汇率和跨境资金流动的压力增大，需要积极妥善应对。本文深入分析了美联储本轮加息外溢效应及对我国的影响，在此基础上提出了相关政策建议。

关键字：美联储加息 外溢效应 人民币汇率 跨境资金流动

Abstract: This paper analyzes the background and characteristics of the six interest rate hike cycles in the history of the Federal Reserve. It gives special attention to the latest round of the Fed's interest rate hikes and the market reaction, examining the impact of the rate increases on emerging economies and the areas that play a role in the transmission of spillover effects. With the improvement of China's financial openness, the Fed's continuous interest rate hikes have increased pressure on the renminbi exchange rate and cross-border capital flows. This needs to be properly addressed in an active manner. This paper analyzes the spillover effect of the current round of Fed interest rate hikes and the impact on China. It also offers relevant policy suggestions on dealing with this phenomenon.

Keywords: Fed Rate Hike, Spillover Effect, Renminbi Rate, Cross-border Capital Flows

郁人杰，悉尼大学商学院；王大贤，国家外汇管理局山西省分局、高级经济师、研究员。



美联储本轮加息，主要由历史罕见的高通胀推动，且具有迟滞性、高强度、高频度、外溢强的特点，新兴市场面临着较大冲击。在美联储历轮加息周期中，我国货币政策均“以我为主”。但随着金融开放程度的提升，我国人民币汇率波动和跨境资本流动压力加大，需要积极妥善应对。

历史上美联储六轮加息主要特征及与本轮比较

历史上美联储六轮加息主要特征

20世纪80年代以来，美联储经历过六个完整加息周期，分别在美联储主席沃尔克、格林斯潘和耶伦任期内。

一是加息背景存在差异。六轮加息有三轮由高通胀推动。沃尔克第一个任期内（1983—1984年）加息背景为消费和房地产过热，格林斯潘第二个任期内（1999—2000年）为互联网泡沫，格林斯潘第三个任期内（2004—2006年）为房地产泡沫。三轮主要由高通胀推动。沃尔克第二个任期内（1987—1989年）加息背景为股灾救市后通胀上扬，格林斯潘第一个任期内（1994—1995年）为通胀恐慌引发美债收益率飙升，耶伦任期内（2015—2018年）为三轮量化宽松后货币转向正常化。

二是加息平均周期一年半，加息点数均值约为300点。六轮加息周期时长从11个月到36个月不等，均值为21个月。加息点

数从175个基点到425个基点，均值为303个基点。以历史均值估算，预计本轮加息将至少持续到2023年6月，加息空间还有78个基点（截至2022年11月3日美联储第六次加息推算）。基于通胀的顽固性和美联储控制通胀的决心，本次加息周期到顶后，高利率仍将维持较长时期。

三是加息后经济增长普遍放缓，但通胀并非总能有效控制。加息周期开启原因或有不同，但结束原因均为经济下行。加息并非总能有效控制通胀，如沃尔克第二个任期内油价上涨，通胀持续飙升，直到两年后第一次海湾战争结束；又如格林斯潘第二个任期内因累计加息幅度较小，未能有效抑制互联网泡沫和通胀。

本轮加息特殊性市场反应

一是美联储面临两难抉择，加息迟滞与高强度特点并存。本轮加息前，美国通胀压力史无前例。美国CPI从2021年3月起就超过2%的政策目标，此后逐月连续大幅攀升，2022年1月份飙升到7.5%，续刷40年新高。因美联储反应迟钝，大大低估了通胀上涨的速度和强度，2022年3月才开始首次加息，明显迟滞。这导致本轮加息强度、烈度、频度显著高于历史均值，8个月内即完成375个bps的加息，相同或相近加息幅度历史上至少为18个月。2022年以来，美联储已连续6次加息，累计加息375个基点，创自1981年以来的最大密集加息幅度，使得美联储快速逼近了“沃克



表 1 美联储历次加息周期

	沃尔克1	沃尔克2	格林斯潘1	格林斯潘2	格林斯潘3	耶伦1	鲍威尔1
首次加息日	1983/3/31	1987/1/5	1994/2/4	1999/6/30	2004/6/30	2015/12/17	2022/3/17
末次加息日	1984/8/9	1989/5/17	1995/2/1	2000/5/16	2006/6/29	2018/12/20	
加息前利率	8.50%	5.88%	3.00%	4.75%	1.00%	0.25%	0.25%
加息后利率	11.50%	9.81%	6.00%	6.50%	5.25%	2.50%	
首次加息bp	12.5	12.5	25	25	25	25	25
累计加息bp	300	393	300	175	425	225	
加息期间月数	16个月	29个月	12个月	11个月	24个月	36个月	
首次加息前CPI	3.6%	1.1%	2.5%	2.0%	3.3%	0.5%	7.9%
首次加息前GDP	1.4%	2.9%	2.6%	4.7%	4.2%	2.0%	3.5%
首次加息前失业率	10.3%	6.6%	6.6%	4.3%	5.6%	4.7%	3.6%

尔时刻”，美国经济或步入“滞涨式”增长，也可能加速逼近衰退。

二是激进加息使美国金融市场波动更加剧烈。历史六轮加息中，美债收益率均上涨；美元指数2次上升，4次下降，美元指数通常在加息预期增强阶段走高，加息后则更多受其他经济因素影响；美股5次上涨，1次持平，但中长期趋势不变。本轮激进加息引发美国及国际金融市场的反应更加剧烈，以首次加息后8个月内变化为例，美元指数屡创新高，最高上涨超12%，超历轮最高涨幅（6.2%）；截至10月底，美国10年期国债收益率（被国际金融市场公认为国际风险资产定价之锚）最高达到4.25%，美债收益率上涨68.4%，超历轮最高涨幅（26.1%）；美股下跌19.1%，超过历轮最大跌幅（6.6%）。2022年以来，随着美元连续强势升值，国际金融市场已形成了“美联储加息-美元升

值-新兴市场国家货币下跌-国际资本快速回流美国”的螺旋叠加循环模式。因此，美联储加息导致的国际资本流动，将持续对新兴市场国家产生负面影响。

三是加息对世界主要经济体货币汇率带来大幅波动。美国收紧流动性对世界主要经济体货币带来了巨大影响。（本轮加息周期后，不仅仅是新兴市场国家货币，欧元、英镑、日元等发达国家货币也大幅下跌，美联储加息的外溢影响之强可见一斑。）2022年初以来，欧元对美元就大幅贬值，2022年7月，欧元兑美元一度跌破平价，为2002年以来首次。日元不断贬值，2022年7月，日元汇率为1美元兑137日元，创24年来新低；10月，日元对美元汇率跌破150关口，创32年来新低。日元已成为贬值幅度最大的国际主要货币。2022年10月底，英镑汇率也创近37年最低，英镑兑美元跌至1.1285，几乎跌近于

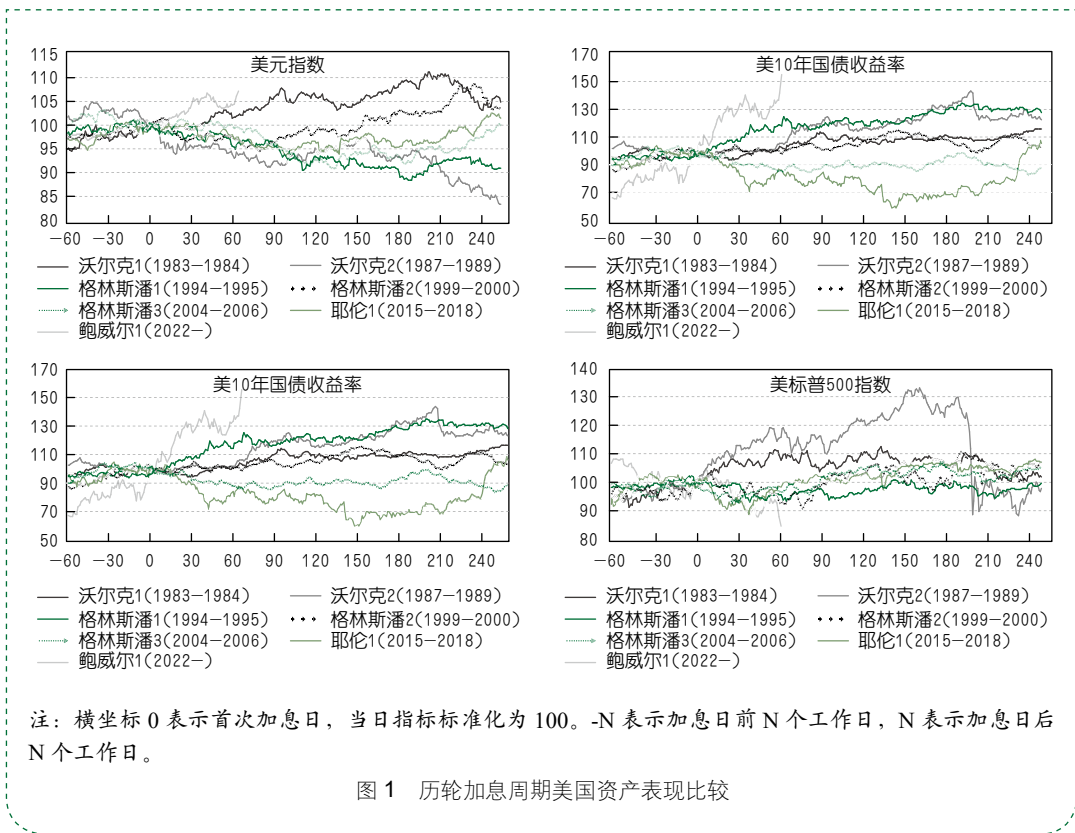


图1 历轮加息周期美国资产表现比较

平价。

美联储加息对新兴经济体的影响

美联储加息外溢影响渠道。

一是汇率冲击。历史上，在美元升值的加息周期，新兴经济体货币普遍贬值，如沃尔克第一个任期内（1983—1984年）和格林斯潘第二个任期内（1999—2000年）；在美元贬值的加息周期，新兴经济体货币有升有贬。

二是资本外流。历史上，美联储加息不一定引起新兴市场资本严重外流。如

在耶伦（2015—2018年）加息周期内，新兴市场和发展中经济体（EMDE）经历了严重资本外流，而在格林斯潘第二个和第三个任期内（1999—2000年、2004—2006年）的两个加息周期，EMDE资本外流有限，后期甚至明显回流。

三是金融危机。参考IMF对金融危机的研究（图2），历史上曾有两轮加息引发大规模区域性金融危机：其一是沃尔克第一个任期内（1983—1984年）加息引发拉美债务危机，二是格林斯潘第一个任期内（1994—1995年）加息引发东南亚金



融危机。其他几轮加息也导致了个别国家出现危机，如格林斯潘第二个任期内（1999—2000年）加息引发2001年阿根廷经济危机，耶伦（2015—2018年）加息引发2018年土耳其货币危机。

外溢效应强弱的影响因素与本轮预判

一是美联储加息的不同动机，将对新兴经济体产生差异性冲击。IMF（2021a）、Hoek et al.（2021）、IMF（2022）等研究表明，若美联储加息主要由经济增长推动，则新兴经济体受影响相对良性。主要是因为加息后美国进口需求增加、市场信心增强，能够部分抵消利率上升的负面冲击。如格林斯潘第二个和第三个任期内（1999—2000年、2004—2006年），加息前美国GDP同比增速均超过4%，其间新兴市场未出现大幅资本外流。若美联储加息主要为了抑制通胀或由美联

储政策鹰派转向推动，则对新兴市场更具破坏性；如加息强度、频度高于预期，对新兴市场资金外流、股债汇市下跌影响更大。如格林斯潘第一个任期内（1994—1995年）加息引爆了东南亚金融危机，又如耶伦（2015—2018年）加息前美国经济改善但不强劲，加息主要为满足货币正常化需求，新兴市场资本外流严重。

二是影响强弱与新兴市场自身经济状况有关。经济结构单一、拥有大量未对冲外汇负债、经常账户和财政“双赤字”、对外部资源进口依赖强、基本面疲弱的经济体面临更大的汇率贬值和资金流出压力。

三是本轮加息对新兴市场冲击较大。其一，本轮美联储加息主要为应对通胀，历史经验表明这种情形对新兴市场更具破坏性。其二，新兴经济体前期为应对疫情

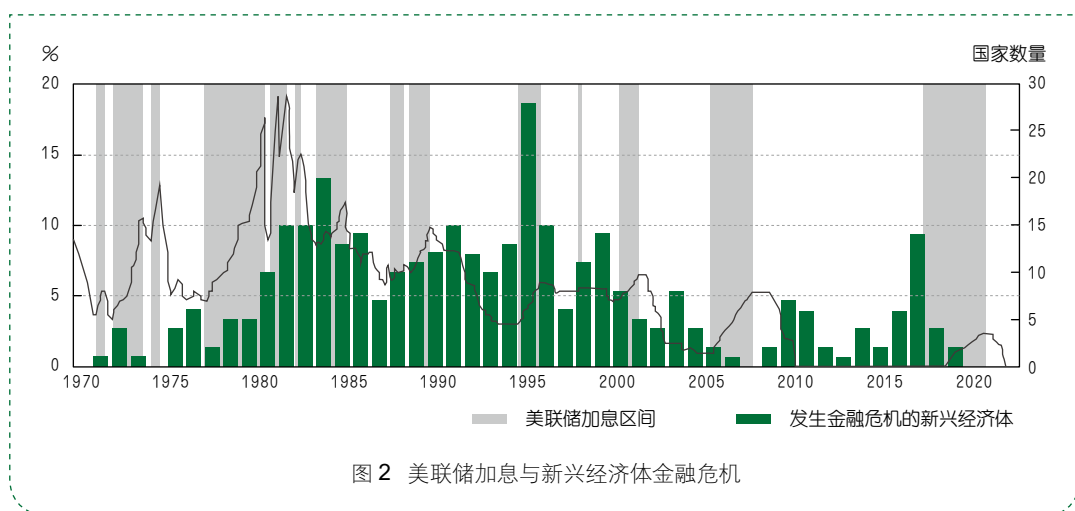


图2 美联储加息与新兴经济体金融危机

广泛采取了非常规政策，增加了债务积累、通胀压力及其他脆弱性，应对外部冲击的政策空间被压缩。其三，上轮加息计划实际尚未完成，而是被新冠疫情中断逆转，如今再度紧缩，新兴经济体或将延续2015—2018年资本外流情形。

四是本轮加息导致许多以美元计价债务的发展中国家的压力陡增。斯里兰卡成为2022年第一个主权债务违约的新兴国家。乌克兰、阿根廷、巴基斯坦等国家也都陷入了美元债务陷阱。这些新兴市场的债务和汇率将会持续受到影响。“屋漏偏遭连阴雨”，由于新冠疫情、俄乌冲突等造成的能源和食品危机、经济危机已是雪上加霜，在美联储持续加息的背景下导致的汇率大幅度变动，更让许多新兴发展中国家资本外逃、货币贬值、偿债压力攀升、举步维艰；一些欧洲发达国家叠加能源危机很可能导致经济危机。

美联储加息对我国的外溢影响分析

一是在美国历次加息周期中，我国货币政策均“以我为主”。我国货币政策制定主要依据国内经济状况，从上世纪90年代以来美国加息周期看，中美货币政策两次同向，三次反向。两次同向的宏观背景：一是1994年，我国GDP增速高达13%，通胀一度飙升至27.7%；二是2004年，我国连续5年粮食减产，通胀上扬风

险较大。

三次反向的宏观背景：一是1999年，我国正处于东南亚金融危机后复苏阶段；二是2015年，我国经济面临“三期叠加”（增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期）压力；三是2022年，我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。

二是随着金融开放程度提升，2015—2016年我国经历了较为严重的汇率贬值和资本外流。前几轮美联储加息对我国金融市场影响较小，人民币汇率表现为小范围波动或升值。但随着开放程度提升，2015—2018年加息对我国的外溢影响明显扩大。一方面，人民币汇率开启贬值通道，2015年和2016年分别贬值4.7%和7.0%。另一方面，资本大幅流出，2015年和2016年我国非储备金融账户分别净流出4 344.6亿美元和4 160.7亿美元。

三是本轮我国汇率和跨境资本流动或面临较大冲击。本轮加息周期伴随着高通胀、俄乌冲突、疫情等不确定性，全球避险情绪推动美元指数持续走强，对我国汇率和跨境资本流动冲击已经显现。2022年4月中下旬起一个月内人民币快速贬值6%，随后回稳呈双向波动态势；10月份又开启了新一轮贬值，汇率中间价跌到7.3左右，短短一个月贬值5.3%。2022年3—9月，即本轮美国首次加息后的6个月，我国资本金融账户涉外收支逆差1 272.6亿美

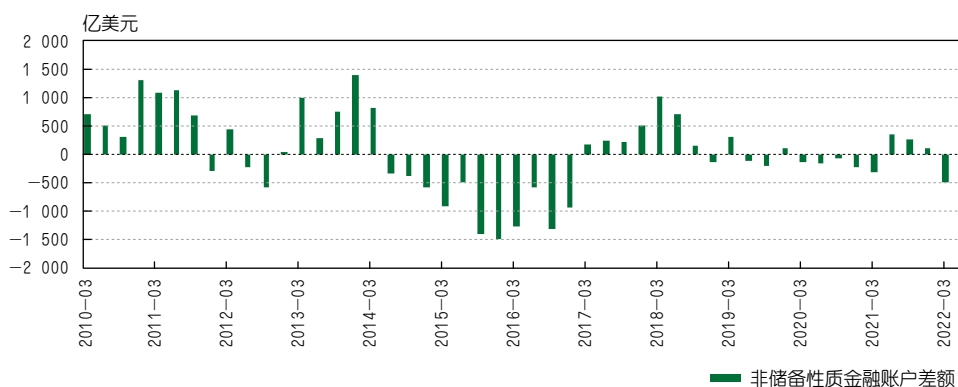


图3 我国2015—2016年资本外流

元，跨境资金流动格局从上年大幅净流入逆转为净流出，虽规模不及上个加息周期同时段（2015年12月—2016年6月）净流出的2263.5亿美元，但相关风险积累值得高度关注。

四是美元加息后，中美利差倒挂，境内企业举借外债成本明显上升。美元持续加息后，中美利差不断收窄，三季度后出现倒挂，导致境内企业举借外债成本上升。同时，美联储连续加息将使企业持有的美元债偿债压力增加，债务违约率上升。为应对美联储不断加息的影响，各国央行也会跟着加息，造成全球流动性进一步缩紧，企业偿债压力巨大，容易产生债务违约。而债务违约率上升后，也将会影响未来我国境内企业在境外发行美元债的信用。

政策建议

加强预警，强化宏观审慎管理框架下跨境资本流动管理的前瞻性。加强外汇形势分析，在跨境融资宏观审慎管理的基础上，探索一揽子有效利用证券投资、债券投资、外储投资跨境资金流动宏观审慎管理工具和框架，扩大和完善跨境资本流动宏观审慎管理体系。及时评价和总结宏观审慎管理工具有效性，动态调整政策工具，提高宏观审慎管理的前瞻性、有效性。做好逆周期、跨周期调节，强化货币政策、汇率政策的一揽子协调联动，做好汇率政策的预期引导和舆情回应。

多措并举，充分发挥货币政策的“组合拳”效能。一是稳定利率。在目前国际经济金融环境下，我国的利率政策应以稳为主，而不宜再连续下调LPR。二是启动逆周期调节因子，强化跨境资金流动的精

准性管理，坚定市场信心。三是进一步加大在中国香港市场的央票发行规模，遏制离岸人民币短期内过快过频贬值势头，密切关注、分析境外离岸人民币汇率市场价格波动情况，避免离岸人民币汇率对在岸人民币汇率的负向拉动、引领势头。四是降低企业境外放款的宏观审慎调节系数，降低资本外流速度、频度。择机进一步下调外汇存款准备金率。进一步增强汇率形成机制弹性，有效释放市场压力，避免形成人民币汇率单边预期。

强化监测，敏锐关注人民币汇率市场的变化。指导金融机构做好异常情况监测，加强交易真实性、合法性审核，避免出现集中大额购汇。强化对跨国公司、大型外资企业无真实贸易背景和“半真实”贸易背景的远期购结汇的监测、引导、管理。强化外汇交易监测，通过非现场核查、现场检查等方式及时发现金融机构非理性的自营及代客交易行为，维护市场秩序。加强自律机制成员机构的风险中性工作指导，提升金融机构的合理、规范的交易理念。

强化服务，指导银行强化汇率避险中性管理工作。引导市场主体用好外汇衍生产品，保持稳定正常的生产经营和进出口。适度调整风险管理弹性，降低业务办理门槛，优化产品配套服务。支持银行降低中小企业办理人民币外汇衍生产品的流动资金占用。引导银行在结售汇点差、结

算手续费等方面给予企业优惠。进一步推进跨境人民币业务发展，提升跨境人民币结算效率，扩大使用范围与规模，为企业提供动态、灵活的人民币结算交易方式和交易产品。

突出引导，签订外债协议减少美元计价方式。引导企业签订外债协议时减少美元计价，使用人民币或多币种计价，减少因为汇率大幅度波动而造成汇率损失。推动企业加强对外债避险工具的使用。在符合国家外债外汇管理相关规定的前提下，利用适当的金融衍生工具或者产品进行交易，可以规避外债风险，在一定区间内降低外债利率或锁定汇率，以达到降低偿还外债成本目的。[N](#)

学术编辑：韦燕春

