



美国利率周期性调整的溢出效应及对策

王正国 李响 许树正

摘要: 近段时间以来, 美联储为应对严峻的通胀压力而快速大幅收紧货币政策。美联储政策利率调整可能不仅会对美国国内造成影响, 依托于全球商品价格以及跨国流动的资本等多种中介因素, 也对他国资产价格乃至宏观经济同样会产生一定的溢出效应。美联储加息可能使他国经受本币汇率贬值、债券收益率走升、股票价格下跌、贸易顺差减小和通货膨胀率降低等多种影响, 而其降息则可能产生相反的影响。为了应对美联储利率周期性调整的溢出效应, 中国应通过加快构建双循环发展新格局来降低对外需的依赖程度, 并保持宏观政策的独立性, 避免受到他国政策的干扰。同时也应进一步提升人民币国际化水平, 缩小人民币与美元的地位差距。

关键词: 美联储 利率调整 溢出效应 资产价格 宏观经济

引言

由于新冠疫情期间海外国家大多实施了极端宽松的货币政策和大规模财政刺激政策, 2021年以来全球通胀水平持续上行至历史高位。而2022年俄乌之间的地缘冲突扰乱了全球的产业链和供应链, 进一步加剧了世界多国所面临的通胀压力和能源危机问题。为了应对严峻的通胀压力, 多数海外央行均采取了以加息为代表的政策收紧。其中美联储加息尤其引人关注, 其此轮加息节奏偏快且幅度偏大, 导致美元明显升值, 对全球其他国家的汇率甚至宏观经济都造成了明显的影响。

在2022年3月至2023年3月这短短一年的时间内, 美联储已经加息475个基点, 总加息幅度已经超越2004年6月至2006年6

月的加息周期, 使此轮加息周期成为1980年以来速度最快且幅度最大的加息周期。

毫无疑问, 美联储此轮加息周期会对美国国内的资产价格和宏观经济产生较为明显的影响。对于资产价格而言, 联邦基金利率的抬升通过利率传导渠道由短期利率传导至长期利率, 带动各期限美国国债收益率均大幅走升, 在2022年3月16日至2023年3月15日这一年的时间内, 两年期美国国债收益率上行198个基点, 十年期美国国债收益率上行132个基点, 二者已陷入明显倒挂; 同时各国资本为追求高利率带来的收益而流向美国, 带动美元指数在上述区间内升值6.48%; 最后, 由于加息将可能在一定程度上抑制消费和就业, 对美国国内经济活动造成负面影响, 在上

王正国, 中信证券固定收益部研究服务部联席负责人、研究主管; 李响, 中信证券固定收益部研究服务部研究员; 许树正, 中信证券固定收益部研究服务部研究助理。文责自负。



述区间内，标准普尔500指数、纳斯达克综合指数和道琼斯工业指数这三大股指分别下挫10.69%、14.90%和6.42%。在宏观经济方面，衡量消费活跃度的美国零售和食品服务销售额同比增速于2023年2月录得5.39%，为2021年1月以来的最低值，美国2023年1月的贸易逆差也缩小至约683亿美元，而衡量通胀的美国消费者价格指数（CPI）同比增速于2023年2月录得6%，为2021年10月以来的最低值。总体来看，美联储加息通过抑制消费和融资需求来控制通胀的同时，也为美国经济带来了一定的衰退风险。

但也要注意，由于美元是重要的国际货币之一，美联储政策利率调整可能也不仅仅影响美国自身。依托于跨国流动的资本及货物等多种媒介，美联储调整自身政策利率对国外资产价格乃至宏观经济同样可能产生一定的溢出效应。例如美联储加息使得美债收益率攀升，对投资者的吸引力也相应提升，这可能导致全球资本流向美国，使得美元走强而他国货币随之走弱，并导致国外资产价格随美联储加息而下跌。除此以外，美元走强也会影响以美元计价的大宗商品价格，并通过进出口渠道进一步影响他国的价格水平，使得他国的通胀形势和产出水平都相应受到影响。上述都是美联储利率调整可能产生的溢出效应，因此各国央行在依照本国经济金融形势制定自身货币政策的同时，也有必要将美国货币政策对本国的外溢影响纳入政策考量。

文献综述

针对美联储调整利率对国外资产价格和宏观经济产生的溢出效应，已有很多研究从不同角度针对这一问题进行剖析。例如针对国外的资产价格，有学者发现美联储加息将可能导致国外发生资本净流出（肖卫国和兰晓梅，2017；丁一，2016），并可能导致国外资产价格下跌（贺强和王汀汀，2016）。姜富伟等（2019）通过对股票和债券价格的隔夜变化进行研究，发现美联储加息将导致国外股债价格下跌，而降息将导致股债价格上涨。针对国外宏观经济，刘少云（2016）认为美联储降息将通过国际贸易以及资本流动等渠道影响国外物价，导致输入型通胀的发生。也有学者认为美联储货币政策将可能导致国外货币的被动投放，进而影响国外货币政策（李成和赵轲轲，2012）。总结这些学者的观点，可以看到资本流动和商品价格均是美联储利率调整对国外产生溢出效应的重要渠道，紧缩政策将可能导致国外资本净流出且商品价格下降，而宽松政策则会产生相反的影响。不过，金春雨和张龙（2017）则认为美联储宽松或紧缩政策对国外经济造成的影响可能存在时变性，需要针对不同时期具体分析。

综上所述，过往研究已多次论证了美联储利率调整可能会对国外产生一定的溢出效应，资本流动和商品价格均是溢出效应较为常见的传导渠道。但基于下述原因，本文认为仍有必要继续针对美联储利



率调整溢出效应进行研究。

第一, 由于美联储此轮加息周期或将持续到2023年年中, 因此在2023年内, 世界各国仍可能受到美联储利率调整溢出效应的影响, 本文的结果可以为各国应对美联储加息提供借鉴, 具有一定的时效性。同时, 受限于时间因素, 学界对本轮加息周期所造成的外溢性影响的讨论尚不完全, 本文可以提供一定的补足。

第二, 当前全球宏观环境较为特殊复杂, 新冠疫情和俄乌冲突等宏观负面因素是以往美联储加息周期所未曾出现的。在这种特殊的宏观环境下, 美联储利率调整所产生的溢出效应可能存在特殊性。

第三, 美联储本轮加息周期的特征和过往加息周期相比同样较为特殊。在前六轮加息周期中, 美联储主要采取“预防性加息”策略, 在通胀尚未抬头时便开始紧缩, 以此避免通胀的过度攀升, 所以美国CPI同比增速往往是在美联储开启加息之后才开始走升。但受疫情拖累经济的影响, 本轮加息周期的开启时间已明显落后于通胀。同时, 受通胀压力步步紧逼的影响, 美联储加息速度也明显偏快。

结合上述原因, 本轮美联储加息周期的内在特征以及它所处的外部环境均较为特殊, 有必要将此轮加息周期纳入研究范围。此外, 过往研究主要以某一特定国家(如中国)或特定国家群体(如金砖国家)为分析对象, 其研究结果的适用范围相对有限。而除中国以外, 本文也将把其他主要发达国家和新兴市场国家纳入研究

范围, 通过对更广范围的国家开展分析来提供更全面的研究结果。

理论分析

本部分将首先从理论角度出发, 分析美联储利率调整溢出效应对他国资产价格和宏观经济造成影响的潜在传导渠道。

美联储利率调整影响他国资产价格的传导渠道

过往研究显示美联储利率调整对他国股票、债券和货币等资产价格均可能产生一定的溢出效应, 本文认为资本流动渠道和预期渠道都可能是溢出效应的重要传导途径, 下文将分别就这两类渠道展开理论分析。

从资本流动渠道的角度, 美联储加息将导致美债收益率上升, 全球资本为追求高收益而流向美国, 使美元走强的同时, 也会使他国资产价格因受到抛售而下跌, 最终导致股价下行、债券收益率上升和他国货币贬值等一系列结果; 如果美联储降息, 则下行的美债收益率将使资本流出美国并转投于他国市场, 在导致美元贬值的同时, 也会使受到资本追捧的他国资产价格上行, 最终导致股价上行, 债券收益率下行和他国货币升值等结果。

而从预期渠道的角度, 美联储加息时他国市场投资者可能会预期本国央行跟进采取紧缩型货币政策, 以避免资本的过度流出以及本币汇率的大幅波动。这一预期将可能导致他国债券收益率走升、股价走弱等结果; 反之, 在美联储降息时, 他国



市场可能会预期本国央行同步实施宽松货币政策，以避免美元过度流入引发难以控制的输入型通胀等问题，这将使得他国的债券收益率下行、股价走强。由于资本流动渠道和预期渠道的影响方向大致相同，因此在美联储利率调整周期中，二者叠加将可能对他国资产价格产生更明显的影响。

美联储利率调整影响他国宏观经济的传导渠道

除资产价格以外，他国的宏观经济同样可能受到美联储利率调整周期的影响，这也是学术界所普遍持有的观点。本文关注的宏观经济指标为两个最可能直接受到美联储利率调整影响的指标，分别是通货膨胀指标和进出口贸易指标，美联储利率调整对他国通货膨胀和进出口贸易产生的溢出效应可能依托不同的内在机理。

对他国通货膨胀的溢出效应

美联储利率调整所产生的溢出效应可能将通过资本渠道以及价格渠道对他国的通胀产生影响，且这两种渠道产生影响的方向一致。资本渠道方面，在美联储降息时，美国利率水平下降将削弱美元资产的收益率，充裕的资本将更倾向于流入他国市场，购置他国资产（不局限于金融资产）并推升价格，由此诱发输入型通胀。同时，他国货币将相应升值，如果他国央行选择通过投放本币来维持币值稳定，那么超发的货币将可能进一步诱发通胀风险。与之相对，在美联储加息时，资本将更倾向于投资美债等高收益资产，而缩减

对他国实体经济的投资，原先投资于他国的资本也可能将逐利而回流美国，这些因素叠加，将导致他国资产价格下降，最终导致他国通胀下行。

价格渠道同样有助于解释美联储利率调整对他国通胀所产生的溢出效应，其中的媒介可能为国际大宗商品价格。在其他因素不变的情况下，当美联储降息时，低利率对美国经济的刺激作用将可能提升实体部门对大宗商品的需求，从而抬升大宗商品价格，同时美元贬值这一因素也可能抬升以美元计价的大宗商品价格。上述因素将使该国进口价格随大宗商品价格而走升，随后价格压力将可能通过生产渠道从上游层层传递至下游，并导致全产业链的价格走升，使得该国面临通胀压力。而在美联储加息时，高利率环境下需求将走弱，使大宗商品价格下降，同时美元升值同样可能使以美元计价的商品价格进一步回落。上述因素都将使他国的进口价格下降，并同样通过生产渠道等途径逐层传递至下游，最终导致他国通胀压力减轻。

对他国进出口贸易的溢出效应

对于进出口贸易而言，汇率和外需都可能是传导美联储利率调整溢出效应的重要渠道。汇率渠道方面，在美联储加息时，美元走强导致非美货币普遍贬值，这将有助于他国的出口而不利于是他国的进口，推动他国的贸易顺差走升；反之，在美联储降息时，美元走弱而非美货币普遍走强，此时他国的出口受到打压而进口则有所提振，可能将使得他国的贸易顺差缩



小, 甚至转变为逆差。

在外需层面, 美联储加息将可能使得美国国内消费活动减弱, 从而拖累美国的进口需求和他国的出口表现, 进而导致他国的贸易顺差缩小; 反之, 在美联储降息时, 美国国内的消费需求将受低利率的提振, 进口需求也将相应扩大, 这有助于提升他国的出口量, 并使得他国的贸易顺差走阔。

注意到上述两种渠道将可能产生不同方向的影响, 因此主导因素究竟是汇率还是外需将决定贸易差额的最终变化方向。从时间角度而言, 溢出效应将可能首先通过汇率渠道对他国产生影响, 此后外需渠道的影响才会逐渐显现: 在美联储实施利率调整时, 汇率的变化速度相对较快, 其溢出效应也可能会率先产生。与之相对, 外需的变化速度则可能相对较慢, 这主要是因为消费者未必会因为利率变动而马上调整自己的消费计划, 使得消费需求呈现一定的粘性, 因此外需可能晚于汇率对他国贸易差额产生影响。结合上述分析, 美联储利率调整对他国贸易差额产生的影响就可能具有时变性。例如当美联储加息时, 他国贸易顺差可能会先扩大再缩小: 汇率渠道可能率先产生影响, 使得他国的贸易顺差短期扩大, 而随着美国消费需求逐渐随加息而冷却, 外需渠道的影响将可能不断增强, 进而导致他国贸易顺差逐渐走窄。

综上所述, 美联储利率调整对他国的资产价格和宏观经济均可能产生一定的溢

出效应, 且其溢出效应可能有多种潜在传导渠道, 这些传导渠道所产生的影响可能会相互叠加, 也可能会相互抵消。在本文的实证分析部分, 本文将分别从单一国家(即中国)以及多个国家的角度, 对美联储利率调整所产生的溢出效应展开分析。

实证分析

美联储利率调整对中国的溢出效应

模型与数据选择

本部分将构建VAR模型来探究美联储利率调整对中国资产价格和宏观经济的溢出效应。有别于传统回归模型, VAR模型将每个变量对所有变量的若干期滞后进行回归, 能够有效捕捉变量之间的动态关系, VAR(p)估计方程式如下:

$$Y_t = c + \sum_{i=1}^p A_{t-i} Y_{t-i} + e_t \quad (1)$$

其中 A_{t-i} 是所需估计的系数矩阵, Y_t 是 n 维内生变量向量, Y_{t-i} 到 Y_{t-p} 是这些内生变量的 i 到 p 期滞后向量, e_t 为误差向量。

本部分选取的内生变量一共有六个, 均为月频数据。本文使用有效联邦基金利率的月度平均值(记作Effr)作为反映美联储利率调整的代理变量。代表中国宏观经济的变量一共有两个: 使用中国当月的贸易差额(当月出口额减当月进口额, 记作GAP)作为中国进出口贸易的代理变量, 并通过Census X-12方法对其进行季节调整; 由于GDP平减指数没有月度数据, 本文使用中国CPI同比增长率和PPI同比增长率的平均值(记作Deflator)来模拟月度

GDP平减指数，作为中国通货膨胀的代理变量，以全面捕捉生产端和消费端的通胀水平。中国的资产价格变量一共有三个：使用美元兑人民币即期汇率的月度平均值（记作EX）作为中国汇率的代理变量；使用对货币政策更为敏感的中国一年期国债收益率的月度平均值（记作Bond1Y）作为中国债券价格的代理变量；使用上证综合指数的月度平均值（记作Stock）作为中国股票价格的代理变量。本文的数据均来自于Wind和CEIC。

自2015年8月的“8·11汇改”后，人民币汇率市场化水平显著提升，使其更能反映资本流动和经济基本面等因素。同时，2015年来中国股市和债市的对外开放水平稳步提升，跨境资本流动愈发活跃，外资通过资本流动渠道对中国资产价格所产生的影响也相对更贴近实际理论，再结合美联储加息与降息周期的时间，本文最终决定将样本时间区间定为2015年9月至2022年8月，一共84个月。这样的设定既保证了样本容量，便于VAR模型的估计，也囊括了美联储两次加息周期和一次降息周期，以全面捕捉美联储利率双向调整对

中国的溢出效应。变量的描述性统计如表1所示。本部分将使用Eviews10软件进行变量检验与VAR模型的构建。

平稳检验与最优滞后期选取

在正式构建VAR模型之前，先对各时间序列变量的平稳性进行ADF检验，其中每个变量的滞后期由SIC准则选取。从ADF检验的结果来看，所有序列均不平稳，不过它们的一阶差分均为平稳序列，可以进行协整检验。从协整检验的结果来看，这些变量中存在两个协整方程。

使用上述六个变量构建VAR模型，滞后期分别选取1-6期来选取最优滞后期，综合考量AIC、SC和HQ信息准则，本部分将最终构建滞后期为2期的VAR（2）模型。对建立之后的模型进行稳定性检验，本文发现所有AR特征根模的倒数都小于1，位于单位圆之内，意味着模型是稳定的。

脉冲响应函数与方差分解

本文通过对变量Effr、EX、GAP、Deflator、Bond1Y和Stock建立VAR（2）模型，给Effr施加一个标准差的正向冲击，使用脉冲响应函数探究Effr与其他变量之间的动态关系，冲击期限为10期，并通过

表1 描述性统计（中国）

变量名	变量	观测值	最大值	最小值	平均值	标准差
联邦基金利率	Effr	84	0.0242	0.0005	0.0092	0.0083
通货膨胀率	Deflator	84	0.0760	-0.0232	0.0219	0.0228
贸易差额	GAP	84	930.86	-318.21	440.81	184.98
美元兑人民币	EX	84	7.1197	6.2967	6.6819	0.2364
一年期国债收益率	Bond1Y	84	0.0376	0.0125	0.0255	0.0050
上证综合指数	Stock	84	3 627.2	2 558.4	3 157.8	273.4



200次蒙特卡洛模拟给出5%至95%置信区间, 响应结果如图1所示。

从图1中可以看出, 美联储利率调整对中国的汇率、贸易差额、通货膨胀率、一年期国债收益率和股指价格均存在一定的外溢性影响。分别来看, 在对美国有效联邦基金利率 (Effr) 施加一个标准差的

冲击时, 美元兑人民币汇率 (EX) 在第一期受到的冲击便为正, 此后呈现不断上升的态势, 这说明在美联储加息的冲击下, 人民币汇率将迅速反应并贬值, 且贬值幅度在10期内都将不断增加。

贸易差额 (GAP) 受到的冲击在第一期为正, 自第二期开始转变为负, 且在第

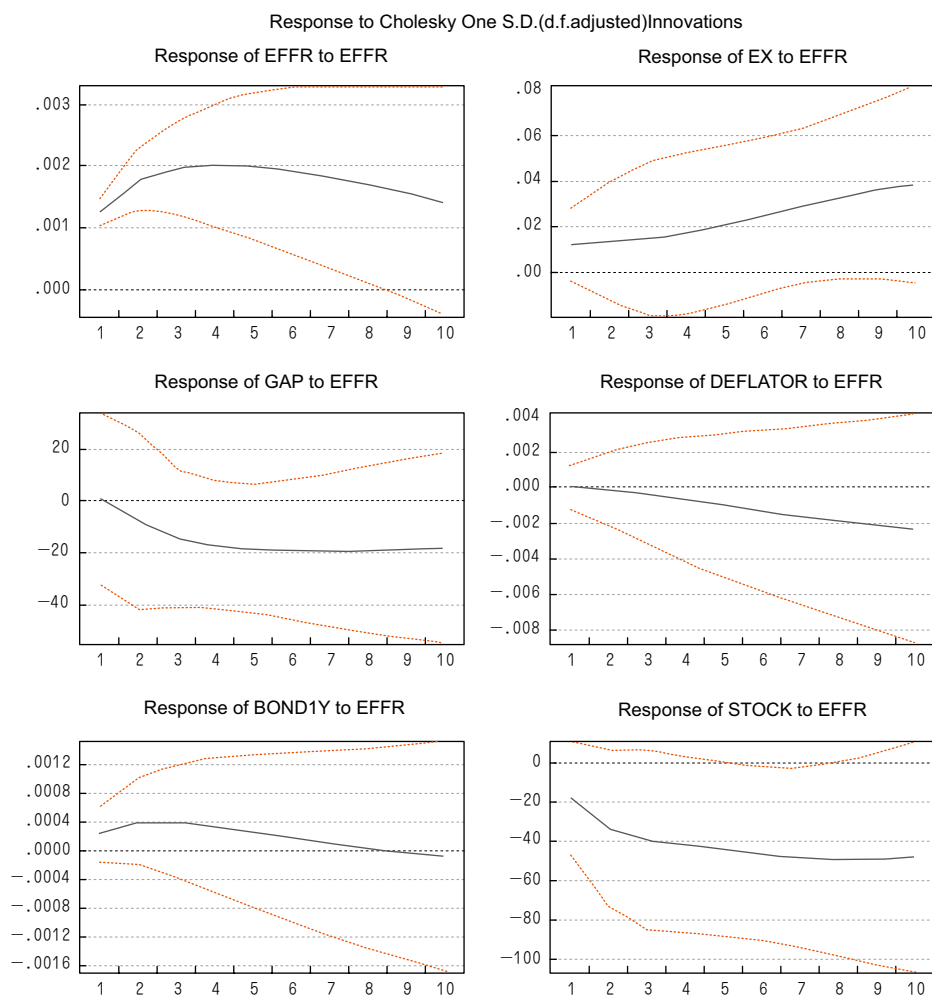


图1 中国汇率、贸易差额、通货膨胀、债券收益率和股价对美联储利率调整的脉冲响应函数



六期左右企稳，意味着中国的贸易顺差将先小幅扩大再迅速缩小。这一变化和本文第三部分的分析一致，即美联储利率调整对他国贸易差额的溢出效应可能存在时变性，溢出效应的影响方向将具体取决于汇率渠道占主导还是外需渠道占主导。在加息初期，人民币汇率的贬值将在短期之内利好出口，而此时美国居民消费具有一定的粘性使得外需变化程度相对有限，因此贸易差额在第一期受到了正冲击，意味着贸易顺差扩大。此后，随着美联储加息对美国经济的抑制作用显现，外需持续走弱，其影响力将超过汇率贬值的影响，使得中国的出口受到抑制，贸易顺差受到负向影响。

通货膨胀率 (Deflator) 受到的冲击幅度在前两期相对较小，自第三期开始负向冲击持续走强。同样，美联储加息落地初期外需的抑制作用相对有限，国际大宗商品价格走降并不明显，而随着此后加息逐渐抑制美国经济活动，其对大宗商品的需求将持续走弱，使得大宗商品价格下行。中国作为大宗商品的主要进口国之一，大宗商品价格走低将缓解中国生产端的物价压力，进而降低中国的整体物价水平。

一年期国债收益率 (Bond1Y) 在第一期开始便受到正冲击，并于第三期达到峰值，此后受到的冲击持续回落。这说明中国债券收益率同样受到美联储加息的影响而走升，但这一影响将随时间而逐渐消退。这或表明在短期之内，中国债市的确可能受到美联储加息影响，发生一定的资

本外流并导致债券收益率走升，但是从中长期来看，中国债市还是更多地取决于国内的货币政策，来自美联储的溢出效应将逐渐消失。

上证综合指数 (Stock) 在第一期便受到负向冲击，此后受到的冲击幅度不断扩大，自第八期开始企稳并有所回落。这表明与债券价格受到的影响类似，中国股市也更多地受到中国国内货币政策和基本面因素的影响，因此美联储利率调整的负向溢出效应虽然存在，但其影响将可能在中长期逐步回落。与债券价格不同的是，股价可能更多地受到基本面因素影响，由于中国是一个出口大国，在净出口因为外需走弱而有所萎缩的背景下，中国国内经济也可能同样受到一定的负面影响，使得股价受负向冲击的幅度更明显，且时间跨度也相对更长。

表2报告了方差分解结果。对比贸易差额 (GAP) 和通货膨胀 (Deflator) 这两个宏观变量，可以发现美联储利率调整对他们的解释力度是逐渐增强的，这反映出美联储利率调整对中国宏观经济的影响可能不会局限于短期之内，同时美联储利率调整对贸易差额的解释力度大于对通胀的解释力度，这可能是因为进出口贸易更受到国外因素影响，而通胀相对更受到国内因素的影响。对比汇率 (EX)、债券 (Bond1Y) 和股票 (Stock) 这三个资产价格变量，可以发现美联储利率调整的溢出效应对股票价格产生的影响最大，这可能是因为，以加息为例，股价同时受到了资



表 2 方差分解结果 (中国)

单位: %

	期数	Effr		期数	Effr		期数	Effr
EX	5	5.78	GAP	5	3.38	Deflator	5	0.55
EX	10	16.81	GAP	10	7.52	Deflator	10	3.97
EX	15	21.95	GAP	15	10.62	Deflator	15	8.98
	期数	Effr		期数	Effr			
Bond1Y	5	2.77	Stock	5	14.02			
Bond1Y	10	1.83	Stock	10	25.01			
Bond1Y	15	1.71	Stock	15	27.82			

本外流和国内经济受国际贸易拖累这两大负面因素的影响。同时, 注意到美联储利率调整对一年期国债收益率的影响逐渐走弱, 这也和上文的结论一致, 即中国债市可能更多地受到国内货币政策影响, 来自美联储利率调整的影响或多集中于短期。

美联储利率调整对全球各国的溢出效应

上文发现美联储利率调整对中国的资产价格和宏观经济均可能产生溢出效应。此部分将进一步拓宽研究对象的范围, 将更多的国家纳入样本, 以期对美联储利率调整溢出效应进行全面而翔实的研究。

模型与数据选择

上文使用了VAR模型探究美联储利率调整对中国所产生的溢出效应, 但VAR模型在同时研究多个国家时, 无法排除国家的个体固定效应。为此, 本部分将使用PVAR模型来捕捉个体固定效应, 对世界诸国资产价格和宏观经济的面板数据进行分析, PVAR (p) 估计方程式如下:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^p A_{t-j} Y_{i,t-j} + \alpha_i + \eta_t + e_{it} \quad (2)$$

其中 A_{t-j} 是所需估计的系数矩阵, Y_{it}

是内生变量向量, $Y_{i,t-j}$ 到 $Y_{i,t-p}$ 是这些内生变量的 j 到 p 期滞后向量, α_i 是个体固定效应向量, η_t 是时间固定效应向量, e_{it} 为误差向量。本部分将使用Stata17软件进行PVAR模型的估计, 采用的程序包为连玉君 (中山大学岭南学院) 在Inessa Love所制作的PVAR程序包 (Love & Zicchino, 2006) 的基础上改进而成。

在国家选择方面, 为兼顾结果的全面性和代表性, 本部分选取四个发达国家 (地区) 和四个发展中国家进行研究。其中, 四个发达国家 (地区) 分别为欧元区、英国、日本和加拿大, 四个发展中国家分别为中国、巴西、马来西亚和泰国。这八个国家 (地区) 囊括了美国以外的全球多个经济体, 且分布于各大洲, 因此针对它们进行研究能在一定程度上保证研究的全面性以及研究结果的普适性。

本部分选取的变量和前文的中国部分一致, 同样为反映各国通货膨胀、进出口贸易、汇率、债券收益率和股票指数的宏观经济变量与资产价格变量, 以及反映美联储利率调整的月均有效联邦基金利率 (Effr), 均为月频数据。本部分选

用的时间区间同样为2015年9月至2022年8月，共84个月。为防止国家之间的单位问题和量级问题对实证结果产生扰动，仿照马理和余慧娟（2015）的做法，本文将各国的进出口贸易差额（GAP）、股票（Stock）、汇率（EX）数据分别指数化，基期为2010年12月。变量的描述性统计如表3所示。

平稳检验与最优滞后期选取

与前文一致，在正式构建PVAR模型之前，首先对上述变量进行平稳性检验，由于本部分所使用的是面板数据，因此传统的ADF检验不再适用。本部分选择IPS检验方法来检验面板数据的平稳性，而Effr由于是时间序列数据，仍适用ADF检验。结果显示所有变量均不平稳，继续对它们进行协整检验，此处采用针对面板数据的Pedroni协整检验，结果显示这些变量之间存在协整关系，可以进行PVAR模型估计。使用上述六个变量构建PVAR模型，滞后期分别选取1-6期，通过综合考量AIC、BIC和HQIC信息准则，本部分最终将构建滞后期为3期的PVAR（3）模型。

脉冲响应函数与方差分解

在建立滞后期为3期的PVAR模型之

后，本部分采取和前文一致的方法，通过绘制脉冲响应函数来探究来自Effr的冲击对其他国家宏观经济和资产价格变量的外溢性影响。冲击期限同样为10期，通过200次蒙特卡洛模拟得出5%至95%置信区间。脉冲响应函数图的结果如图2所示。

整体而言，美联储利率调整对本部分所选取的八个样本国家（地区）的汇率、贸易差额等资产价格和宏观经济变量的溢出效应和中国部分较为相似。分别来看，在对美国利率施加加息冲击时，样本国家（地区）的本币汇率在第一期受到了一定的正向冲击，但是幅度相对较小，此后冲击呈现上升态势。这说明在美联储加息的冲击下，不仅仅是人民币汇率，其他国家（地区）货币的汇率同样可能有所贬值，且贬值幅度在中期之内也会逐渐提升。

贸易差额方面，美联储利率调整对样本国家（地区）的冲击在10期之内都为负，负向冲击在第四期达到最大值，此后有所减小。这说明在美联储加息时，样本国家（地区）的进出口贸易可能主要受到外需走弱的负面影响，而汇率走贬在加息早期并没有显著刺激各国的出口。

表3 描述性统计（八个样本国家或地区）

变量名	变量	观测值	最大值	最小值	平均值	标准差
联邦基金利率	Effr	672	0.0242	0.0005	0.0092	0.0083
通货膨胀率	Deflator	672	0.262	-0.042	0.0304	0.0475
贸易差额	GAP	672	1 097.39	-1 176.1	116.429	278.334
汇率	EX	672	333.839	94.6779	136.377	47.943
一年期国债收益率	Bond1Y	672	0.158	-0.0084	0.0196	0.0304
股票指数	Stock	672	291.518	57.340	133.103	40.91

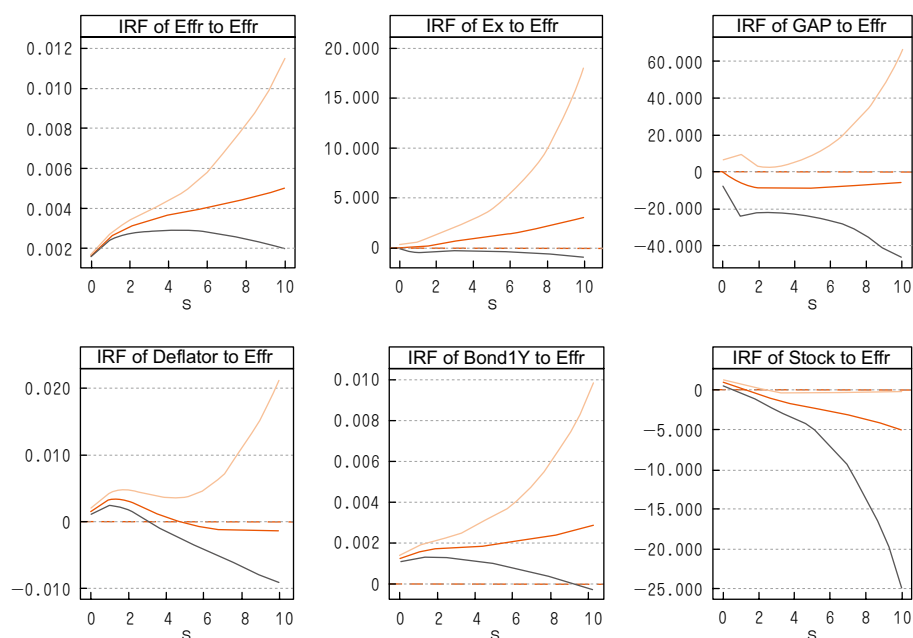


图2 八个样本国家(地区)汇率、贸易差额、通货膨胀、债券收益率和股价对美联储利率调整的脉冲响应函数

通胀方面, 样本国家(地区)的通胀首先在前几期受到正向冲击, 此后转负并持续下行。这同样可能是因为消费存在一定的惯性, 加息对大宗商品需求的抑制作用需要一定时间显现。直到美国需求开始明显萎缩之后, 大宗商品的价格才会显著下行, 进而通过进口价格的渠道带动样本国家(地区)的通胀率走低。

债券收益率方面, 美联储利率调整对样本国家(地区)的债券收益率会迅速产生明显的正向冲击, 且在10期之内这一冲击都不会明显消退, 这将使得样本国家(地区)的债券收益率明显走升。这一结

果和单独对中国进行实证分析所得到的结果有一定不同, 这可能是因为中国的经济体量更大且政策的自主性更强, 因此外资流出对其他样本国家(地区)债市产生的负面影响要相对更大一些。

股票市场方面, 美联储利率调整同样对样本国家(地区)的股市造成了负面影响, 且影响程度随着时间的推移而有所加深, 这和单独对中国进行回归的结果相似。在利率走升的大背景下, 美国需求走弱将拖累其他样本国家(地区)的国际贸易, 同时, 若是其他国家跟随美国而实施紧缩政策, 则该国经济则可能将雪上加

霜，进一步拖累股票的表现。

表4报告了方差分解的结果。宏观经济变量方面，美联储利率调整对样本国家（地区）贸易差额的解释力度在第十期左右达到相对高点，此后有所回落，而对通货膨胀的解释力度则持续走降，显示溢出效应逐渐变弱。横向对比全部八个样本国家（地区）和单独中国的结果，可以发现美联储利率调整对八个样本国家（地区）贸易差额的解释力度不及对中国贸易差额的解释力度，这可能是因为中国是国际贸易大国，所以其国际贸易受外需扰动的影响要相对较大。资产价格变量方面，美联储利率调整对八个样本国家（地区）汇率的影响逐渐走升，对债券收益率的影响则逐渐走弱，对股价的影响呈现先上升后企稳的趋势。美联储利率调整对债券收益率变化的解释力度最强，这反映出债券可能是对美联储利率调整最为敏感的大类资产，不过美联储利率调整对债券收益率的解释力度随时间减弱，这一特点和中国的结果一致，进一步表明来自美联储

利率调整的溢出效应对债券市场造成的影响可能将集中于短期。

结论与建议

本文通过构建VAR模型，绘制脉冲响应函数并进行方差分解，探究了美国利率调整对中国的资产价格和宏观经济所产生的溢出效应，并进一步通过PVAR模型将研究对象拓展，确保了研究结果的全面性与稳健性。本文发现，美联储利率调整的溢出效应广泛存在于他国的资产价格和宏观经济变量中。

资产价格方面，来自美国联邦基金利率的冲击将使他的汇率和债券收益率产生正向响应，而他的股票价格将产生负向响应，这意味着美联储加息将使他的汇率贬值、债券收益率走升、股票价格下跌；而美联储降息则相应使他的汇率升值、债券收益率走降、股票价格上涨。跨境资本流动或是上述影响的重要传导路径。同时，汇率和股票的响应幅度在初期相对较小，此后逐渐走升，而债券的响应幅度在初期较大，此后则逐渐走弱，这表

表 4 方差分解结果（八个样本国家或地区）

单位：%

	期数	Efr		期数	Efr		期数	Efr
EX	5	1.0	GAP	5	1.3	Deflator	5	4.2
EX	10	2.8	GAP	10	2.2	Deflator	10	1.6
EX	15	4.0	GAP	15	2.1	Deflator	15	0.7
	期数	Efr		期数	Efr			
Bond1Y	5	18.1	Stock	5	2.4			
Bond1Y	10	8.8	Stock	10	4.4			
Bond1Y	15	4.8	Stock	15	4.4			



明虽然他国债券价格对美联储利率调整相对敏感, 但其所受溢出效应的影响相对集中于短期之内, 而股票和汇率所受的影响则相对持久。

宏观经济方面, 从中期来看, 来自美国联邦基金利率的冲击将使他国的贸易差额和通货膨胀均产生负向响应, 这意味着在美联储加息时, 他国的贸易顺差将有所缩窄而逆差扩大, 通胀水平将有所下降; 而在美联储降息时, 他国的贸易顺差将有所走阔而逆差缩小, 通胀压力将有所增大。这些溢出效应或主要受外需水平变化的驱动, 在外需水平因美联储加息走降时, 出口受限使得贸易顺差走弱, 大宗商品需求减弱使其价格下跌, 减轻他国输入型通胀压力, 反之亦然。

基于前文的实证分析结果, 本文提出以下几点建议。

加快构建双循环发展新格局

本文发现, 美联储利率调整主要通过影响外需这一渠道, 对他国的贸易差额和通货膨胀等宏观经济变量产生溢出效应。中国作为进出口大国, 外需变动对中国经济的影响更加明显。为降低此影响, 需要发挥中国市场潜力较大, 产业链齐全的优势, 加快构建双循环发展新格局, 加速科技创新, 提升产业链现代化水平, 保障供应链顺畅运转。同时促进消费转型与升级, 努力挖掘内需潜力, 在不缩减对外贸易的前提下, 降低中国经济对外需的依赖程度, 让“世界

工厂”不再成为中国单一的标签, 这样可以最大程度降低美联储利率调整对中国经济带来的负面影响。

宏观政策应保持独立性, 坚持“以我为主”

通过改革开放以来的不断发展, 中国经济实力不断增强, 成为世界第二大和亚洲第一大经济体, 相应的宏观政策也应该保持“以我为主”, 聚焦国内经济的难点问题, 注重灵活适度, 以保障中国经济长期平稳健康发展为导向。虽然“以我为主”的宏观政策存在与美国出现分化的可能, 导致汇率的短期波动, 但从长期看汇率的主导因素仍然会回归至中国国内的经济基本面情况。考虑到中国经济的体量较大, 韧性较强, 抵御外部冲击的能力日益增强, 并且当前的外汇储备较为充足, 政策上也拥有包括外汇存款准备金和跨境融资宏观审慎调节参数在内的一系列外汇工具, 有能力为“以我为主”的货币政策保驾护航。

持续推动资本市场高水平对外开放, 进一步提升人民币国际化水平

随着对外开放水平的不断提升, 中国资本市场已取得了长足发展, 成为全球资本市场的重要组成部分。按照国家的政策方针, 不论国际形势如何变化, 中国都应该坚持推动全方位高水平对外开放, 通过拓宽投资渠道, 提升投资便利性等手段, 吸引更多外资来华, 引导鼓励外资参与长期限投资以降低外资的短期波动。同时, 也应“一带一路”等对外合作、投资项



目为依托,发展多元化贸易和跨境投资,投资,都有助于提升人民币国际化水平,在支付、结算领域重点发力,争取人民币缩小人民币与美元之间的地位差距,以降低来自美元的溢出效应。^[N]在国际贸易、投资中的话语权。无论是资本市场对外开放,还是积极参与对外贸易

学术编辑: 韦燕春

参考文献:

- [1] 丁一.美国货币政策对我国经济的溢出效应分析[D].吉林大学,2016
- [2] 贺强,王汀汀.美联储加息对中国的影响与应对策略[J].价格理论与实践,2016(10):5-8.
- [3] 金春雨,张龙.美联储货币政策对中国经济的冲击[J].中国工业经济,2017(01):25-42.
- [4] 姜富伟,郭鹏,郭豫媚.美联储货币政策对我国资产价格的影响[J].金融研究,2019(05):37-55.
- [5] 李成,赵轲轲.美联储货币政策对中国货币政策的溢出效应研究[J].华东经济管理,2012(03):88-92.
- [6] 刘少云.美联储货币政策对中国通货膨胀溢出效应的再审视[J].财贸经济,2016(07):94-106.
- [7] 马理,余慧娟.美国量化宽松货币政策对金砖国家的溢出效应研究[J].国际金融研究,2015(03):13-22.
- [8] 肖卫国,兰晓梅.新一轮美联储加息对中国跨境资本流动溢出效应研究[J].经济学家,2017(02):82-90.
- [9] Inessa Love, Lea Zicchino. Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance,2017(02).

The Spillover Effect of Periodic Policy Interest Rate Adjustment of the Federal Reserve and the Corresponding Countermeasures

WANG Zhengguo LI Xiang XU Shuzheng
(FICC Department, CITIC Securities)

Abstract Recently, the Federal Reserve has rapidly and significantly tightened monetary policy in response to severe inflationary pressures. The adjustment of the Fed's policy interest rate may not only have an impact on the domestic economy of the United States, but also have a certain spillover effect on other countries' asset prices and even the macroeconomy through various intermediary factors such as global commodity prices and cross-border capital flows. When Fed increase policy interest rate, other countries may suffer from multiple impacts, such as devaluation of their currency, rising bond yields, falling stock prices, shrinking trade surpluses, and lower inflation rates, while the cut of policy interest rate may have the opposite impact. In order to cope with the spillover effect as mentioned above, China should reduce its dependence on external demand by accelerating the construction of a new "dual circulation" development pattern and maintain the independence of macro policies to avoid interference from policies of other countries. At the same time, it is also necessary to further enhance the internationalization level of RMB so as to narrow the gap between RMB and U.S. dollar.

Keywords Federal Reserve, Policy Interest Rate Adjustment, Spillover Effect, Asset Price, Macro-economy

JEL Classification E52 E44 G15