

# 研究简报

(2015 年 第 1 期 总第 1 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 4 月 1 日

## 联储升息在即 如何影响中国

货币政策与金融稳定研究中心

随着美国经济走出金融危机，美联储逐步收紧其宽松的货币政策，从 14 年初开始逐步退出 QE，到 14 年 10 月底完全结束对国债的购买，再到 15 年 7-9 月份的加息预期，每次紧缩背后都对全球经济，尤其是新兴市场，产生了巨大冲击。中国作为最大的新兴市场国家，拥有远远高于发达国家的经济增长率和较高的投资回报率，在美国实施零利率政策期间，为国际投资者提供了良好的资金去向。但是随着美国经济的复苏和利率的提高，中国的相对优势会有所减弱，那么美国升息对中国的经济究竟会有怎样的影响呢？

根据贺威、张际、周皓（2014）运用 FAVAR 模型对 07 年之后美国货币政策对中国经济变量的影响作出的研究，我们推断，美国升息主要会对中国的金融市场和房地产市场造成影响。

### 一、中国经济受美国货币政策冲击影响较大的方面

(1) 汇率、外汇储备以及热钱：由于中国的资本账户没有开

放，汇率也没有实行完全自由浮动，因此人民币对美元汇率和 FDI 虽然会有一定的负面压力，但是在统计上，这种影响并不显著。但是，虽然资本账户没有开放，在中国不会出现其他新兴市场国家那样的国际投机资本迅速涌进或撤出，但是热钱还是会通过各种各样的渠道进出中国。在美国实行零利率和量化宽松期间，我们发现宽松的美国货币政策会导致流入中国的“热钱”量增加，即使对“热钱”总量的衡量仍然缺乏全面完善的统计，我们仍然发现美国货币政策对出入中国的“热钱”的影响是显著的。那么反之，如果美联储开始紧缩的货币政策，实施加息，那么中美利差会进一步减小，那么“热钱”净流入会相应地有显著的减少。当然，即便美国加息，中美利差和增长率差别仍然存在，较之其他国家，中国的优势依然明显，因此，中国不太可能出现曾经在其他新兴市场国家发生的“热钱”快速大量抽离导致国家经济金融混乱的现象。既然“热钱”的进出受到影响，那么“热钱”集中流入流出的部门也必然会受到相应的影响。

(2) 房地产市场：首当其冲会受到影响的是中国的房地产市场。在过去的 6、7 年时间里，中国的房地产经历了一轮如火如荼地上涨，虽然我国经济自身的特点和国家政策在这一轮上涨中起到了至关重要的作用，“热钱”推波助澜的功效也是不可小觑。根据我们的研究，美国对联邦储备利率的 25 个基点的负向货币政策冲击（或者与 25 个基点联邦储备利率冲击作用相当的对量化宽松和前瞻性指引的冲击），会导致中国房地产投资大于 4% 的增长。那么



如果美联储在大家没有预测到的情况下，突然实施第一轮 25 个基点的加息，那么对中国房地产行业将是一个负面的打击，房地产投资会有 4 个百分点的降低。当然，鉴于大家现在都已经有了美联储加息的预期，只是对其实施的确定日期尚不确定，因此，市场会事先消化一部分升息的影响，而对房地产的打击也会相应减小。

(3) 股票市场：除了房地产市场，大家普遍担心会受到“热钱”影响的是股票市场，如果股票市场和房地产市场受到“热钱”的影响是相同的，那么美国加息将对中国股市是一个利空。但是实际上，股市的反应和我们的预想是不一致的。在中期，美国加息对中国股市反而是利好的。根据历史数据回归我们发现，当美联储采取一系列宽松政策的时候，我们的股市在中期的反应实际上反而是负向的。相对于楼市而言，中国股市的不确定性更大，市场本身的风险和监管以及政策的不确定性都限制了“热钱”向股市的流动。因此，在美国遭受货币政策冲击的短期内，我国的股市没有显著地反应，至于中期的负向反应，我们认为来源于中国的货币政策对美国货币政策冲击的应对。

(4) 我国货币政策：通过对过去 7 年数据的回归，我们发现中国的货币政策是和美国的货币政策冲击进行反向操作的，也就是说，当美国有负的货币政策冲击，联邦基金利率低于预期（或者 QE 政策比预期宽松）的时候，中国在中期往往会采取相对较为谨慎的货币政策，基准利率和准备金率都会有所上浮，这应该是因为避免美国宽松的货币政策造成通胀输出，同时也避免热钱流入导致的经

济过热和缓解人民币升值的压力。因此，随着美联储加息，我国的货币政策会相对宽松。

## 二、中国经济受美国货币政策冲击影响较小的方面

(1) 产出和价格：美国的货币政策改变对中国产出的改变是不显著的，因为美国经济对中国产出最直接的影响渠道是进出口，而中国的进出口，即便是中国对美国的进出口，也几乎不受美国货币政策冲击的影响。因此中国的产出不会因为美国升息而有放缓或下行的风险。一方面，紧缩的货币政策会对中国对美国出口有负面影响，另一方面，美国经济向好，美元走强，人民币升值压力减弱，有利于中国出口。CPI 会有短期的小幅回落，因此，警惕通缩仍然十分重要。

(2) 债券市场：中国的国债市场对于美国的货币政策基本不做任何反应。即使是用日度的数据研究国债市场对当天的美国货币政策冲击的反应，都无法得到任何显著的结果证明我国的国债市场收到美国货币政策的影响，那么和一般宏观变量同样频度的月度数据就更不会发现什么显著性变化了。我们的国债市场还非常小，也比较不完善，流通性也不像美国的国债市场那么好，因此得到这样的结果也并不意外。

综上所述，美国加息对我国的 GDP 影响不大，但是“热钱”、楼市、股市和我国的货币政策会做出相应的调整。鉴于美联储早就对市场放出了加息的消息，使得市场有充分的时间形成并事先消



化加息的预期，因此，当加息真正发生的时候，应该不会对中国市场产生强烈的冲击。

**参考文献：**

贺威、张际、周皓，2014，“热钱与量化宽松：美国货币政策对中国经济的影响”，  
工作论文。



参考文献:

贺威、张际、周皓，2014，“热钱与量化宽松：美国货币政策对中国经济的影响”，  
工作论文。

(2015年4月)

作者：周皓 张际

---

报 送:

---

联系人:

电 话:

---