



# 溢出 效应

美国纽约时代广场证券报价机。

陈嘉骞、托马索·曼奇尼-格瑞夫里、拉特纳·萨海

## 美联储最近的非常规货币政策对新兴市场的影响似乎已经超出传统政策

俗话说，美国打喷嚏，世界就感冒。这句俗语不仅仅是民间传说。最近的全球金融危机让世界经济懂得了美国的重要性——包括好坏两方面。

从积极的一面来看，这场危机有助于说明美国货币政策防止全球经济萧条的能力。但这些政策也有严重的副作用，特别是提高了资产价格和导致资本大量流入新兴市场经济体。这些经济体的政策制定者对所谓的美国政策溢出效应表示担忧，因为溢出效应增加了市场波动性，加剧了相关金融稳定性风险。

我们将仔细研究这些溢出效应，着眼于衡量哪些政策最能减轻不稳定的溢出效应风险。

### 需要非常规政策

在降低利率等传统政策已经不再可行

的情况下，如果央行没有遵循所谓的依靠购买非政府债券（被广泛称为“量化宽松”）等创新手段的非常规货币政策来提振经济，全球经济可能遭受更大冲击。全球经济衰退早期，名义利率几乎接近于零——而且此后（所谓的零利率下限）一直保持在最低水平。央行无法进一步降低利率，只能采取资产购买计划来大大增加央行的资产负债表。

宽松的货币政策仍在继续，新兴市场政策制定者开始表达了他们的担忧。他们声称，发达经济体的货币扩张已经蔓延到自己国家，导致资本流入激增，特别是流入债券等债务工具（见图1）。他们的本国货币升值，资产价格迅速上涨。新兴市场政策制定者担心汇率大幅调整会迫使出口商和通过进口商品竞争的公司进行巨大而费力的调整。外币虽然暂时贬值，但也可能突然大幅升值（称为资产负债表不匹配），

因此他们对不断上升的外币负债担心不已。金融系统的脆弱性也源于资产价格快速上升、信贷泡沫的形成以及企业借贷巨大且不断上升。多名政策制定者回忆起之前资本流入激增的片段——当时，提高利率从而增加借贷成本以抑制泡沫的企图失败了，因为利率提高吸引了更多资本流入，导致货币升值。

继美联储（即美国央行）暗示其正在考虑减缓资产购买速度（或者用专业术语来说是“逐渐减少”）后，新兴市场政策制定者对此进行了更为尖锐的批评。时任美联储主席伯南克在2013年5月提到这一可能性时，新兴市场波动性急升（见图2），同时资产价格大幅下跌。

## 关键问题

关于溢出效应本身及旨在遏制和应对溢出效应的政策，有三个重要问题：

- 美国货币政策的意外变化是否影响了新兴市场的资本流入和资产价格？影响有多大？
- 在美国货币政策的不同阶段，这些影响是否有区别——在全球金融危机前的常规阶段是否采用了利率政策或在危机发生后的非常规阶段是否大规模购买资产（称为量化宽松）？在全球金融危机前已经多次放宽货币政策却没有引发如此强烈的反应。因此，区分这两个阶段以便更好的理解新兴市场经济体的担忧很重要。
- 美国货币政策突变的影响是否因新兴市场经济体内经济条件的不同而有所差异？也就是说，接收国的特点和政策选择是否决定了美国货币政策变化会给这些经济体

带来影响？

## 量身定制工具

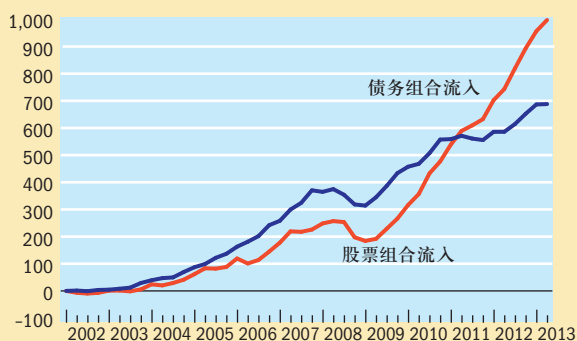
为了调查这些问题，捕捉美国货币政策公告中意外（或出乎意料）的成分十分必要。毕竟正是这些公告引发了溢出效应。

## 央行无法进一步降低利率，只能采取资产购买计划。

公告各有不同。有的公告完全符合市场参与者的预期，而有的则根本就是让人出乎意料。公告如果完全符合市场预期，应该不会对资产价格和组合配置产生影响，因为已经根据预期公告确定了资产价格和组合配置。但这并不意味着货币政策无效，只是没有足够的信息来判断其有效性。其他示例也可能存在这种情况。如果央行宣布的加息力度（比如说0.25%）低于市场预期（如果市场预期是0.5%），那么资产价格应该会上升。但仅仅根据观察到的政策举措，紧缩政策（在某种意义上，利率提高了0.25%）有利于资产价格不一定是真的。正确的解释是，因为政策紧缩小于预期（比预期宽松），资产价格就上涨了。这样一来，捕捉（经济学家的行话是“控制”）货币政策公告中意外的成分就至关重要，即公告在多大程度上不符合市场预期。只有那时才能在所谓的“每单位意外”基础上公平地

图1  
资本激增

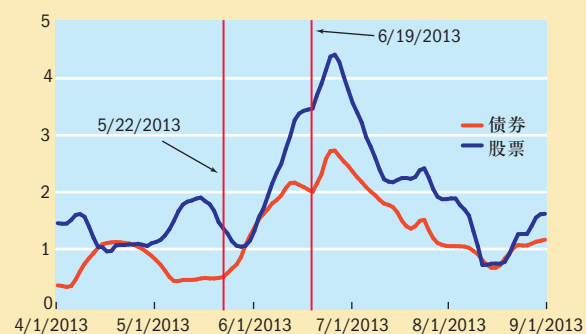
美联储在全球金融危机后放宽货币政策，新兴市场经济体股票和债券的国外购买大幅增长。  
(10亿美元，累计)



资料来源：IMF，《国际金融统计》。

图2  
过山车

2013年，美联储暗示可能逐渐放缓大规模资产购买，新兴市场经济体股票和债券价格波动起伏。  
(债券和股票价格指数波动)



资料来源：彭博资讯。

注：股票价格使用MSCI新兴市场指数（MSCI）衡量，债券价格使用摩根大通新兴市场债券指数（EMBI）衡量。指数波动以30天标准差衡量。

比较货币政策公告。

公告的第二维度——信息性内容——也很重要。公告可以提供关于政策利率水平的央行未来政策意图的信息。这被称为公告的信号成分。该成分对货币政策必不可少；实际上，这是货币政策起作用的主要手段。政策利率一次性上调或下调对经济的影响微乎其微。央行只有通过预示未来政策利率变化，才能够影响与投资、雇佣和消费等经济决策有关的长期利率。

## 只要市场在增长时仍保持流动性，就可以遏制溢出效应的风险。

但是货币政策公告也可能包含其他信息，我们称之为公告的市场成分。央行之间通过沟通，可以把私人投资者的债券可用性信息（由于央行资产负债表规模不断扩大）、增长风险和通胀风险（或不确定性）以及央行偏好（比如，如何快速使通胀回到目标水平）和目标的变化关联起来。

公告的两个维度——意外和信息性内容——可以在货币政策公告后债券价格上立即观察到（本研究时间窗为一天）。一方面，与公告信号成分有关的意外会影响短期债券。这是因为央行只能承诺在大约三年的时期内坚持该政策，在此期间，央行可以合理地预测经济。除此之外的任何其他内容都被市场当作白话丢弃。另一方面，与公告市场成分相关的意外会影响持有长期债券的溢价。所谓的主

成分统计法用于提取公告日短期和长期债券收益率的变动情况：前者代表信号意外，后者代表市场意外。

最后一步是衡量新兴市场应对美国货币市场意外的资产价格变化和资本流动变化。根据所谓的事件研究法来衡量，考察了新兴市场经济体在美国货币政策公告立即发生的市场反应。这个方法在建立因果联系方面特别有用，因为公告日的主要冲击可能就是宣布货币政策的结果。此外，假设立即或者至少在两天内感受到对新兴市场金融市场的影响。平均来说，这个时间段内的资产价格变化和资本流动变化都可以归因于美国货币政策的冲击。

## 溢出效应已经扩大

我们研究了 21 个新兴市场经济体——巴西、智利、中国、哥伦比亚、匈牙利、印度、印尼、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、南非、中国台湾、泰国和土耳其——对 2000 年 1 月至 2014 年 3 月美国 125 个货币政策公告的反应，发现美国货币政策的意外对新兴市场经济体的资本流动和资产价格波动有即时影响（时间窗至少超过两天）。

但当我们分别研究危机前的若干个时期（常规货币政策阶段）以及 2008 年 11 月以后（开始大规模资产购买的时期），我们发现，“每单位”美国货币政策意外的溢出效应各有不同，而且在非常规阶段溢出效应更明显。对于多种资产来说，当美国开始讨论逐渐减少资产购买时（2013 年 5 月到 2014 年 3 月），溢出效应更大。一般而言，在货币政策的所有阶段，当公告有关政策利率未来走向的信息出乎市场意料（信号意外）时，溢出效应最大，与市场意外信息对美国长期债券收益率的影响截然不同（见图 3）。

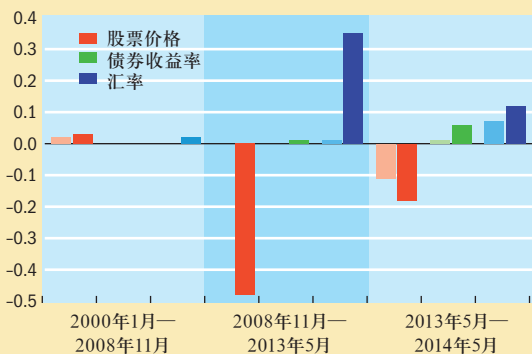
我们假设非常规阶段溢出效应更大可能主要是结构性影响，是非常规货币政策阶段引进的债券购买和从而创造的流动性的结果。每单位意外的溢出效应似乎并不取决于冲击的大小，也不取决于它们是否与放宽或收紧政策有关，或者是否处于政策立场的转折点（例如，在不间断的降息序列之后，首次试图收紧政策）。

但我们也发现，溢出效应受到国家经济形势的影响。基本面较强的国家溢出效应较小。也就是说，实际 GDP 增长较高、经常项目头寸较多而通货膨胀较低且外国人持有的本国债务份额较小，这就显著抑制了溢出效应，特别是在非常规货币政策时期。有的人认为，随着时间的推移，基本面的影响会越来越强，因为投资者会区别对待各个国家。但本研究发现，即使是在对美国货币政策公告的初始反应上，基本面也很重要。图 4 的绿色方框显示有助于抑制冲击的国内因素，而红色方框显示放大冲击的国内因素。

我们还研究了规模更大和 / 或流动性更强的市场（买

图3  
意外

美联储意外公告给货币政策非常规阶段带来的影响远大于2008年之前。  
(对意外增加一个单位的响应)



资料来源：作者的计算。

注：图中描述了美国货币政策的三个阶段中货币政策紧缩假设意外对股票价格、债券收益率和汇率的影响估计：常规、非常规以及美联储暗示减少债券购买的时期。浅色为市场意外影响。深色为信号意外影响。汇率为正值表示外币相对于美元贬值。



图4

### 基本面至关重要

实际GDP增长、经常项目头寸、通货膨胀和外国人持有的地方债务份额显著影响美国货币政策溢出效应对股票、债券和外汇市场的影响。

|                | 股票   |      | 债券收益率 |      | 汇率   |      |
|----------------|------|------|-------|------|------|------|
|                | 市场因素 | 信号因素 | 市场因素  | 信号因素 | 市场因素 | 信号因素 |
| GDP 增长         |      |      | ■     | ■    | ■    | ■    |
| 通货膨胀           |      | ■    | ■     |      | ■    | ■    |
| 经常项目           | ■    | ■    | ■     | ■    | ■    | ■    |
| 外国投资者持有的地方债务份额 | ■    | ■    | ■     |      | ■    | ■    |

资料来源：作者的计算。

注：绿色方框表示抑制美国非常规货币政策冲击影响的因素；红色方框表示放大效应的因素。颜色越深，效果越明显。信号因素是指冲击传达的未来货币政策信息。市场因素是指私人投资者的债券可用性、经济增长风险和通货膨胀风险以及央行偏好和目标变化等信息。经常项目是一个国家的净贸易、净收益和净转移支付的余额。

家和卖家众多的市场)的溢出效应是否更大。从理论上说,市场规模本身的影响模棱两可。这是因为有两个对立的力量在起作用。市场规模越大,吸引的外国投资者越多,从而增加波动性,同时,这些市场的流动性往往更强,这应该可以抑制波动。事实上,在实践中,市场规模本身并不是溢出效应显著的放大器或阻尼器。然而,一旦我们控制了市场流动性,有证据表明,市场越大,面临的溢出效应更大。市场流动性的影响更明显——流动性更强的市场抑制了溢出效应的影响,这符合了我们的预期。因此,只要市场在增长时仍保持流动性,就可以遏制溢出效应的风险。

### 政策启示

考虑到美国在全球市场的主导地位,美国货币政策给世界其他地区带来了溢出效应也就不足为奇了。但我们发现,特别严重的溢出效应是最近才出现的现象,可追溯到全球金融危机。

非常规政策阶段强调利率成本接近零期间的溢出效应似乎更严重。因此,如果要避免严重的溢出效应,需要在繁荣时期采取适当政策,从而使萧条时期零利率下限的风险最小化。这些政策可能包括其他宏观经济领域,如支出和税收,以便稳定债务与GDP之间的关系并维持衰退期间支持经济的财政空间。甚至结构性改革,比如劳动力市场或教育的结构性改革来促进经济增长和就业也可能发挥作用。为了维护金融稳定,也应该使用审慎政策。这些审慎政策可能包括对贷款人实施资本或流动性要求,对借款人实施贷款价值比或债务收入比限制。

对新兴市场经济体还有一个启示。因为美国货币政策溢出效应的不利影响与接收国的经济状况有关——也就是说,市场基本面更好、流动性更强有助于抑制美国货币政策冲击的影响——新兴市场经济体应该尽可能地改善基

本面。其他政策,如外汇干预、甚至资本流动管理措施,可以在动荡或危机时期使用,从而应对过度波动和无序的市场条件,但是这些政策不应视为良好的整体经济政策的替代品。

溢出效应如果是信号意外的结果,则将会更为普遍,更严重。这是好消息,因为央行更了解信号渠道,可以通过明确沟通最近和未来政策意图来更好地管理。因此,美联储和其他有影响力的央行能够遏制导致全球溢出效应的冲击来源。

同时,尽管市场意外的溢出效应较小,但其对各国的影响差异不大,而且更难预测。为了缓解市场意外的影响,发达经济体央行在减少和结束对非常规货币政策的依赖时,应侧重于最大限度

减少对长期债券收益率的冲击。央行可以做到这一点,例如,通过出租而不是出售已经到期的资产。如果央行选择出售,应该以可以预测的方式出售。■

陈嘉骞是IMF欧洲部的经济学家。托马索·曼奇尼-格瑞夫里(Tommaso Mancini-Griffoli)是IMF货币与资本市场部资深金融部门专家,拉特纳·萨海(Ratna Sahay)是该部门副主任。