

美国货币政策对中东和中亚的溢出效应：冲击、基本面和传播

乔瓦尼·乌加齐奥和新威宁

WP24 / 14

货币基金组织工作文件描述了作者正在进行的研究，并发表了这些论文，以引起评论并鼓励辩论。

基金组织工作文件中表达的观点是作者的观点，不一定代表基金组织、其执行董事会或基金组织管理层的观点。

2024
JAN



IMF 工作文件
中东和中亚部

美国货币政策对中东和中亚的影响：冲击，基本面和传播
Giovanni Ugazio 和 Weining Xin 编写 *

由 Amine Mati 授权分发

2024 年 1 月

货币基金组织工作文件描述了作者正在进行的研究，并发表了这些论文，以引起评论并鼓励辩论。基金组织工作文件中表达的观点是作者的观点，不一定代表基金组织、其执行董事会或基金组织管理层的观点。

摘要：我们实证检验了 U。S.通过分解美国对中东和中亚 (ME & CA) 地区的货币政策溢出效应S.利率变化为两个正交冲击：纯货币政策冲击和信息新闻冲击。使用 16 个 ME & CA 国家的样本，我们发现当利率上升时，两种冲击对该地区具有相反的溢出效应。紧缩性货币政策冲击驱动的紧缩阻碍了增长，而积极信息新闻冲击驱动的紧缩尽管利率较高，但仍促进了增长。基本面较弱的国家面临着来自紧缩性货币政策冲击的更多负面溢出效应，但有时可能会从积极的信息新闻冲击中受益更多。此外，高油价缓解了石油出口国的这两种溢出效应，而全球风险偏好加剧了这两种溢出效应。最后，我们估计了 2022 年美国经济的影响存在很大程度的异质性。S. 中国和 CA 国家的紧缩周期，基本面较强的石油出口国很好地承受了冲击，基本面较弱的石油进口国受到的打击最大。

推荐引用:Ugazio, Giovanni 和 Weining Xin (2024), “美国对中东和中亚的货币政策溢出：冲击，基本面和传播”，IMF 工作文件 24 / 14

JEL 分类号:	F4; E5; C3。
关键字:	美国货币政策; 溢出效应; 基本面; 油价
作者的电子邮件地址:	

* 我们要感谢 Nordine Abidi, Abdullah AlHassan, Michal Andrlé, Vassili Bazinas, Lukas Boer, Asmaa El - Ganainy, Fozan Fareed, Gianluigi Ferrucci, Thomas Krone, Fei Liu, Amine Mati, Zeine Zeidane, Tianxiao

工作文件

美国货币政策对中东和中亚的溢出效应： 冲击、基本面和传播

Giovanni Ugazio 和 Weining Xin 编写

Contents

1. Introduction	3
2. 文学review	7
3. Data和方法论	8
3.1 货币政策冲击和信息新闻冲击	8
3.2 计量经济学框架.....	10
4. 聚合的基线结果Sample	12
5. 的作用特定国家和全球因素	14
5.1. 的作用特定国家的基本面.....	14
5.2. 全球的作用环境.....	16
6. The2022 紧固效果	18
7. Conclusion	20
参考文献	21
附录一冲击系列图和汇总统计Table	24
附录二. 通过支出组件的传输通道GDP	26
附录三美国货币政策的其他宏观金融影响及信息新闻冲击.....	28
附录四： 特定国家和全球因素在确定主权溢出方面的作用Spreads.....	30
附录五： 资本账户的作用开放与汇率制度.....	33

BOXES

未找到数字条目表。

Figures

未找到数字条目表。

TABLES

未找到数字条目表。

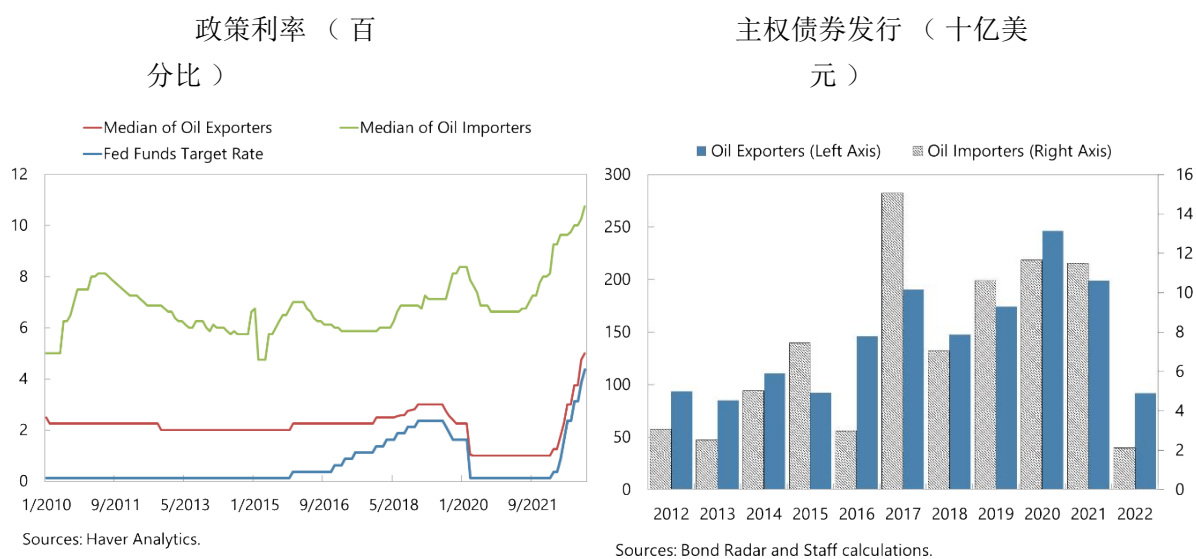
1. Introduction

在过去十年的大部分时间里，由于美国和其他发达经济体前所未有的宽松货币政策立场，全球金融状况仍然非常有利。2020 年货币支持进一步扩大，以减轻新冠肺炎大流行对全球经济的宏观经济影响。随之而来的大流行后复苏

U.S.经济加上外部因素导致通货膨胀率迅速上升，在 2022 年达到数十年来的高点。The U.S.美联储（Fed）采取了越来越激进的货币政策紧缩措施，并在 2022 年连续七次加息 425 个基点，放松了宽松的货币政策，并导致全球金融状况急剧收紧，尤其是在新兴市场（EM）。

中东和中亚 (ME & CA) 国家在美国的背景下提高了利率。货币紧缩 - 石油出口国和进口国 - 导致国内金融状况趋紧，而国际资本市场上的主权债券发行在石油进口国中暴跌了 80% 以上，在石油出口国中暴跌了 50% - 这也可能是由于油价上涨，因此与 2021 年相比，融资需求减少。反映了利率上升带来的融资挑战加剧 (图 1)。

图 1：中东和中亚的政策利率和债务发行



注：石油出口国包括阿尔及利亚（无债券发行数据）、巴林、哈萨克斯坦、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国，石油进口国包括亚美尼亚、埃及、格鲁吉亚、约旦、黎巴嫩、摩洛哥、巴基斯坦和突尼斯。

联邦公开市场委员会 (FOMC) 发布的美国货币政策公告嵌入了有关 FOMC 对美国经济状况的评估和预测的信息。在文献中, 这被称为“美联储信息效应” (Romer 和 Romer, 2000; Jarocinski 和 Karadi, 2018; 以及 Nakamura 和 Steinsson, 2018)。因此, 对 U.S. 货币政策立场是由两个潜在冲击的相互作用驱动的: (1) 纯粹的货币政策冲击, 它捕捉到了美国意想不到的货币政策立场转变 S. 与经济前景正交, 因此不包含“美联储信息效应”; (2) 信息新闻冲击, 嵌入了美联储信息效应, 由经济前景变化驱动。

这种冲击分解对于确定美国的溢出效应至关重要。S. 货币紧缩, 作为紧缩原因的基本解释, 对世界经济有着不同的影响。也就是说, 虽然由紧缩性货币政策冲击驱动的紧缩会对世界其他地区产生不利的溢出效应, 但在某些情况下, 由积极信息新闻冲击驱动的紧缩会产生积极的溢出效应, 因为美国经济更加光明的背景 S. 前景可能会减少不确定性并提振情绪。

在本文中, 我们分析了过去美国货币紧缩事件对 ME & CA 地区的影响, 并使用结果来估计 2022 年紧缩周期的溢出效应。基于由石油出口国和进口国组成的 16 个 ME & CA 国家的样本, 我们试图回答四个关键问题 (图 2):

- 美国货币紧缩对 ME & CA 地区的溢出效应是什么?
- 溢出是否取决于哪种类型的冲击驱动紧缩?
- 国家的基本面和其他因素是否在确定溢出效应的规模和潜在迹象方面发挥作用?
- 2022 年美国货币紧缩对 ME & CA 地区的估计影响是什么? 整个 ME & CA 国家是否存在异质性?

我们发现, 美国货币政策紧缩的增长溢出效应在 ME & CA 地区可能会明显不同, 具体取决于哪种冲击推动了紧缩决定。

紧缩性货币政策冲击一般会通过减少消费和出口对增长产生负面影响, 尽管直到三年后才具有统计学意义。但是, 在考虑了特定国家的基本面之后, 我们发现负溢出效应的大小和时间各不相同。基本面较弱的国家——较低的外汇储备、较高的外债、较弱的财政收支和较高的公共债务——与基本面较强的国家相比, 通常会看到更大、更直接的增长下降以应对冲击。此外, 具有强劲基本面和充足缓冲的国家表现出来。

短期韧性，因为它们通常不会在最初冲击的同一年经历增长下降。

另一方面，积极的信息新闻冲击通过增加消费，出口和投资对总体样本的增长产生积极且统计上显著的影响（一年后），尽管导致金融状况趋紧。然而，具体国家基本面的强弱会影响增长提振的程度。我们发现，外汇储备较高和公共债务较低的国家从积极的信息新闻冲击中看到了更大的积极溢出效应。然而，较低的外债和较强的财政平衡并不能带来更好的增长结果，这表明在某些情况下，基本面较弱的国家实际上可能会从积极的信息新闻冲击中受益更多。这一结果可以用 Cimielli 等人讨论的所谓的“冒险通道”论点来解释。（2022 年），据此利好信息消息冲击降低不确定性，提振情绪，使得基本面走弱不妨碍资金流入。

由于两种冲击对增长的影响具有不同的迹象，因此一种冲击可以充当另一种冲击的缓解器（如果两者具有相同的符号，例如在积极的总需求冲击的情况下）或另一种冲击的放大器（如果它们具有不同的符号，例如在不利的供应冲击的情况下）。这一结果突出了正确识别美国经济变化驱动因素的重要性。S.研究溢出效应的货币政策立场。

谈到全球环境对我们结果的影响，我们发现全球风险偏好¹可以成为货币政策和信息新闻冲击的放大器。具体而言，全球风险偏好降低与紧缩性货币政策冲击带来的负面溢出效应较大有关。另一方面，更高的风险偏好与积极信息新闻冲击带来的更大的积极溢出效应有关，这进一步强调了“风险承担渠道”在金融状况趋紧的情况下增加资本流向该地区的重要性。

鉴于石油出口在 ME & CA 地区的重要性，我们调查了油价是否在确定冲击对石油出口国的影响方面发挥作用。不出所料，我们发现油价上涨改善了石油出口国的基本面，并因此缓冲了紧缩性货币政策冲击的负面影响。然而，对于信息新闻冲击，油价上涨的影响是模糊的，因为当油价走低时，这种冲击对石油出口国的增长推动平均更高。结果与前面讨论的更普遍的结果一致，即基本面较弱的国家 - 与较低的油价相关 - 在某些情况下 - 从积极的信息新闻冲击中受益更多。

¹代理使用 VIX 指数。较高的 VIX 反映较高的股市波动性和较低的风险偏好。

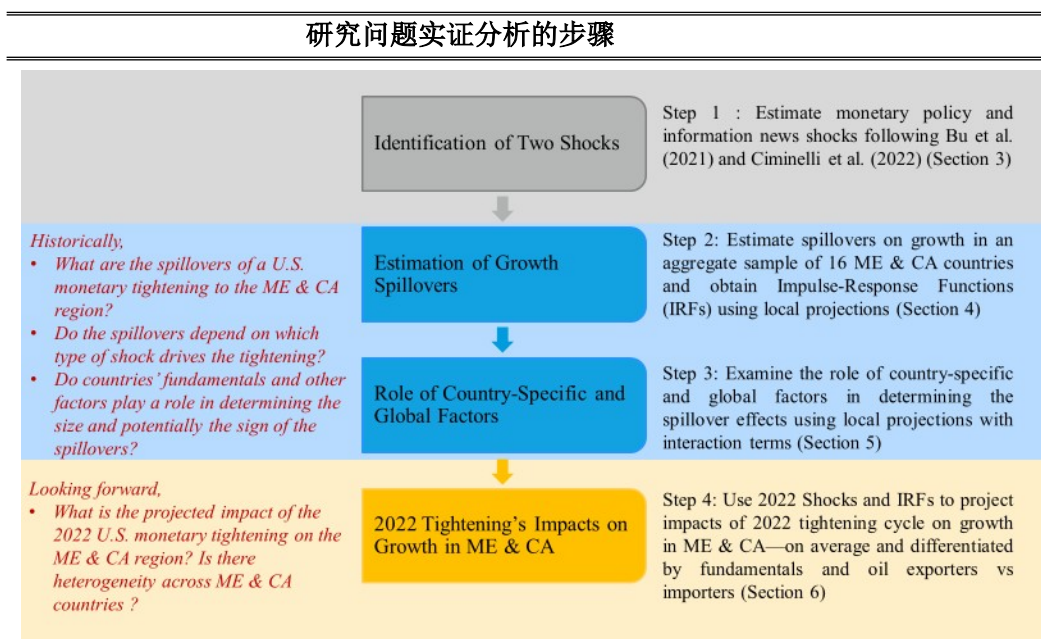
最后，我们通过应用本地预测模型来估计 2022 年紧缩政策对 ME & CA 国家样本的溢出效应，从而得出实证分析的结论。首先，对 2022 年紧缩政策的分解显示，冲击中的纯货币政策成分略为负面，意味着货币紧缩已经略低于预期。然而，信息新闻冲击估计也是负面的，并主导了整体分解，表明对美国的悲观看法。经济前景。我们估计，2022 年 ME & CA 地区的平均增长溢出率为 -0.2%，2023 年为 -0.6%。然而，在样本中，我们发现由国家基本面和经济结构差异驱动的溢出效应存在很大的异质性。

因此，基本面疲软的 ME & CA 石油进口国将在 2023 年看到最大的负增长影响，为 -2.0%，而强劲的基本面将减轻负面溢出效应，并将看到 0.3% 的较小增长恶化。有利的油价将减轻石油出口国的负面溢出效应，对于基本面疲软和强劲的石油出口国，它们的增长分别将恶化 1.7% 和 0.1%。

本文的其余部分组织如下。第 2 节提供了文献综述，并强调了本文的贡献，包括应用于 ME & CA 地区的分析。第 3 节介绍了样本，数据和实证框架，包括对货币政策和信息新闻冲击及其溢出效应的估计。第 4 节介绍了基于历史数据的总体 ME 和 CA 国家样本对增长的溢出效应的基线结果。第 5 节在结果讨论中增加了特定国家和全球因素，以调查溢出效应中的异质性。第 6 节使用本地预测方法来估计 2022 年。

U. S. tightening cycle impact on ME & CA countries, both on aggregate and for country groupings. Section 7 concludes.

图 2. 论文的经验流程



2. 文献综述

本文涉及三股文献。首先，关于美国的影响的文献S.对世界其他地区的货币政策，这发现美国S.紧缩与新兴市场较低的增长或衰退、货币贬值和更紧的金融状况有关，例如，Eichebam 和 Evas (1995) 和 Uribe 和 Ye (2006)，Giovai 和 Shambagh (2008)，Che 等人。(2014)，Dedola 等人。(2017)，Adedeji 等人，(2019)，Vicodoa (2019)，以及最近的 Saxegaard 等人。(2022) 以及国际货币基金组织 (2022) - 后者研究了名义美元增加带来的溢出效应S.中东和中亚的利率。我们的论文通过分解美国的增长为这一文献做出了贡献。S.利率分为纯货币政策冲击和信息新闻冲击，从而识别和对比这两种正交冲击的溢出效应。

其次，关于美联储信息效应的文献。如上所述，美联储信息效应是指 FOMC 公告不仅揭示了纯粹的货币政策变化，而且美联储对美国的评估和预测S.经济状况，要么基于美联储拥有的私人信息，要么基于共同信息。这导致了货币政策变化的可预测性(见 Romer & Romer, 2000；Campbell 等人。，2012；Mirada - Agrippio, 2016；Naamra & Steisso, 2018；Ciesla 和 Schrimpf, 2019；Hase 等人。，2019年；保罗，2019年；Jaroci 'si 和 Karadi, 2020年；Acosta, 2021年；Baer 和 Swaso, 2021年；Camara, 2021年；Cimielli 等人。，2022年)。Naamra 和 Steisso (2018) 展示了美联储的信息效应。

U.S.变量，而 Hoe 等人。（2020），Camara（2021）和 Cimielli 等人。（2022）研究美联储的信息效应，并将其与货币政策冲击对世界其他地区的影响进行比较。我们的论文通过以下方式为该文献做出了贡献：首先，扩展了 Cimielli 等人的样本。（2022）到 2022 年，并预测 2022 年美国的溢出效应 S. 紧缩周期，其次，实证研究一系列宏观金融变量的溢出效应，包括实际 GDP 增长、主权利差、股票价格指数、汇率和投资组合流动，以不同频率（每年或每月）关注 ME & CA 地区。

本文还为有关国家特征在影响美国影响方面的作用的文献做出了贡献。S. 货币政策。许多人发现证据表明美国的溢出效应 S. 对于基本面较强的国家，货币政策不太严重（见 Che 等人。，2014；Mishra 等人。，2014；鲍曼等人。，2015 年，塔卡茨和维拉，2014 年；艾哈迈德等人。，2017；艾哈迈德等人。，2021 年），而一些人发现更好的基本面并不能帮助各国免受锥形发脾气期间的不利影响（Eichegree 和 Gupta，2015 年和 Aizema 等人。，2016）。我们的论文不仅通过调查特定国家基本面的作用，而且还调查了全球风险偏好的作用，高油价在影响石油出口国溢出效应中的作用，以及货币政策和汇率制度在确定溢出效应幅度中的作用，为这些文献做出了贡献。

3. 数据和方法

3.1 货币政策冲击与信息新闻冲击

FOMC 宣布美国的变化 S. 货币政策 - 包括常规和非常规货币政策工具 - 不仅揭示了纯粹的货币政策冲击，这些冲击被定义为主要是外生的，不可预测的并且不包含显著的美联储信息效应，而且还揭示了包含美联储信息效应的信息新闻冲击。为了识别这两种不同的冲击，我们遵循 B 等人开发的框架。（2021）和 Cimielli 等人。（2022 年），并重新估计美国每日变化的分解 S. 基准利率转变为纯货币政策冲击和信息新闻冲击。这使我们能够将样本扩展到 2022 年的紧缩事件，然后将结果应用于区域影响分析。

该框架采用基于异方差的偏最小二乘 (PLS) 方法 (i) 通过利用 U.S. 不同期限的零息收益率（嵌入投资者预期和反应的结果变量）与预定的 FOMC 会议后的公告 - 能够捕获常规和非常规政策制定的时期，以及 (ii) 识别信息新闻冲击。

从投影 U.S.将基准利率纳入货币政策冲击，使得信息新闻冲击与货币政策冲击正交，并由可观察的经济状况和美联储的评估和预测驱动。² 第一步，美国S.1 至 30 年期限的零息收益率对货币政策冲击的估计，是通过将未观察到的货币政策冲击正常化，与我们行使的基准国债收益率 - 2 年期国债收益率具有一对一的关系，³ 根据等式 (1)：

$$\Delta R_{i,t} = \theta_i + \beta_i \Delta R_{2,t} + \xi_{i,t} \quad \text{for } i = 1, \dots, 30 \quad (1)$$

where $\Delta R_{i,t}$ 表示零息国债收益率随到期日的每日变化

β_i - year at time t and $\xi_{i,t}$ 与美国零息收益率对未观察到的货币政策冲击的真实敏感性成正比，如 Bu 等 (2021) 所示。

第二步，从零息收益率日变化的横截面回归中恢复货币政策冲击 $\Delta R_{i,t}$ 关于估计的灵敏度 β_i 在每个时间 t ，根据公式 (2)：

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + e \beta_{i,t} + u_{i,t} \quad \text{for } t = 1, \dots, T \quad (2)$$

其中估计的系数 \hat{e}_t 被定义为当时的货币政策冲击 i_t 。最后一步是回溯信息新闻冲击 i_t 因为基准国债收益率回归估计的残差 \hat{e}_t ，通过构建，这与货币政策冲击是正交的。取残差对信息新闻冲击的估计假设结果变量 (U.S. 零息收益率) 仅受这两种冲击的影响，而不受其他冲击的影响，这些冲击可以证明是合理的，因为在货币政策公告当天使用了结果变量的每日变化。因此，在这一天中，有其他冲击系统地影响结果变量的可能性很低。通过构造，紧缩性 (扩张性) 货币政策冲击取正 (负) 值，正 (负) 信息新闻冲击取正 (负) 值。估计一系列货币政策冲击。 \hat{e}_t 和信息新闻冲击 i_t 根据联邦公开市场委员会的每月频率

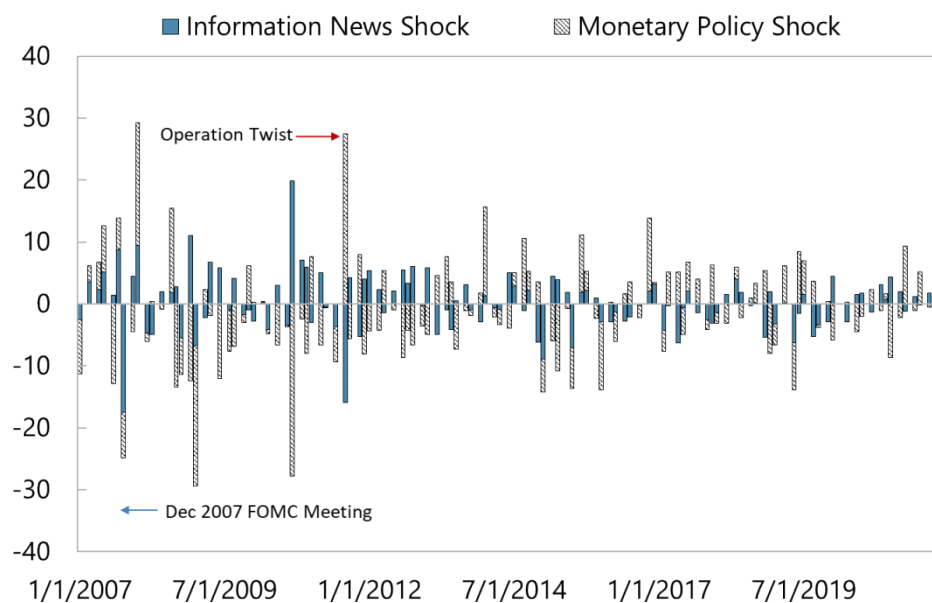
²关于更多细节, 参考 Bu 等人 (2021) 和 Ciminelli 等人 (2022)。

³Ciminelli 等人 (2022) 表明，5 年期和 10 年期国债收益率正常化的结果实际上是相同的。

自 1994 年 1 月以来的公告，在没有联邦公开市场委员会公告的月份，价值等于零。

通过分解货币政策立场的变化来识别这两种冲击，使我们能够捕捉到美国变化中的细微差别。货币政策和区分基本来源 (图 3)。例如，扭曲操作期间的货币政策冲击是收缩性的，并且在样本中采取最大的正值，而信息新闻冲击是负面的，并且在 2007 年底采取最大的负值，反映了美联储在全球金融危机期间对经济前景的悲观看法。⁴

图 3：货币政策和信息新闻随时间的冲击（基点）



注：根据 Bu 等人（2021 年）和 Ciminelli 等人（2022 年）制定的计量经济学框架，估计货币政策冲击和信息新闻冲击。Y 轴为基点。

3.2 计量经济学框架

我们通过估计一组衡量增长影响的脉冲响应函数，研究了美国货币政策变化对 ME & CA 国家样本的宏观金融溢出效应

⁴附录 I 中的图 A1 绘制了本文和 Ciminelli 等人（2022）中估计的冲击序列，皮尔逊相关系数为 0.9999。

确定的两个冲击。估计数是根据 Jor á（2005 年）提出的当地预测框架得出的。我们的样本包括 16 个 ME & CA 新兴市场，八个石油出口国，包括阿尔及利亚、巴林、哈萨克斯坦、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国；以及八个石油进口国，包括亚美尼亚、埃及、格鲁吉亚、约旦、黎巴嫩、摩洛哥、巴基斯坦和突尼斯。计量经济学规范涉及以下过程的估计：

$$y_{i,t+j} - y_{i,t-1} = \alpha_i + \beta_j e_t + \gamma_j i_t + \sum_{l=1}^L \delta_{l,j} \Delta y_{i,t-l} + \sum_{l=0}^L \zeta_{l,j} X_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t}, \quad j = 1, \dots, T \quad (3)$$

其中下标 i and t 分别表示国家和时间； $\mathbf{y}_{i,t}$ 表示感兴趣的宏观金融变量的向量（对数实际 GDP 及其支出组成部分，主权利差，股票指数和兑美元汇率的对数，以及投资组合流量，作为该期间开始分配的百分比）； e_t 表示美国货币政策冲击和 i_t 表示

美国信息新闻冲击； $\Delta y_{i,t-l}$ 表示滞后的因变量，说明

包括两个滞后的因变量的动力学，即， $l=2$ ； $X_{i,t-l}$ 表示一组当前和滞后的全球或特定国家变量，例如油价，通货膨胀，汇率制度（硬挂钩的虚拟货币）和资本账户开放的百分比变化；以及 α_i 表示国家固定效应。系数 β_j 捕捉美国货币政策冲击的影响和系数 γ_j 捕捉到了美国信息新闻冲击的影响，在地平线上

\square 。这些方程是用 1994 年至 2021 年实际国内生产总值的年度数据及其组成部分估算的 $\square = 3$ ，即检查冲击后三年的影响，并使用所有其他宏观金融因变量的月度数据 $\square = 6$ ，即检查冲击后六个月的影响。

此外，我们研究了基本面，全球环境和政策制度的作用 - 受到全球和国家特定因素会影响美国溢出效应的文献的推动。货币政策 - 通过估计以下规范，包括奥尔巴赫和戈罗德尼琴科 (2013) 以及拉米和祖拜伊 (2018) 之后的冲击和条件变量之间的相互作用。

$$y_{i,t+j} - y_{i,t-1} = \alpha_i + \beta^H (1 - F(z_{i,t})) e_t + \beta^L F(z_{i,t}) e_t + \gamma^H (1 - F(z_{i,t})) i_t + \gamma^L F(z_{i,t}) i_t + \sum_{l=1}^L \delta_{l,j}^H (1 - F(z_{i,t})) \Delta y_{i,t-l} + \sum_{l=1}^L \delta_{l,j}^L F(z_{i,t}) \Delta y_{i,t-l} + \sum_{l=0}^L \zeta_{l,j}^H (1 - F(z_{i,t})) X_{i,t-l} + \sum_{l=0}^L \zeta_{l,j}^L F(z_{i,t}) X_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t}, \quad j = 1, \dots, T \quad (4)$$

与 $F(z_{i,t})^{it}/(1^{it})$,

where \square 是归一化为样本中均值为零和单位方差的目标条件变量；以及上标 \square and \square 表示条件变量非常

高和非常低。人们可以解释 $F(z_{i,t})$ 作为一个国家的概率 i 在时间 t 处于低值组中，条件变量的值小于平均值，因此 $1_{i,t}$ 作为一个国家的概率 i 在时间 t 在一个高价值的群体中条件变量的取值大于平均值。系数 α and β (α and β)

在每个视野中捕捉货币政策冲击（信息新闻冲击）的影响 j 在非常高水平的情况下 $z_{i,t}(1 - F(z_{i,t})) \approx 1$ when $z_{i,t}$ 达到正无穷大) 和非常低的水平 $z_{i,t}(F(z_{i,t})) \approx 1$ when $z_{i,t}$ 分别变为负无穷大)。 η 校准为 10，以平滑脉冲响应函数。⁵ 我们分析中的条件变量是根据文献选择的，包括特定国家的基本指标，包括储备（作为广义货币的百分比），经济范围的外债（占 GDP 的百分比），财政余额（占 GDP 的百分比）和公共债务（占 GDP 的百分比），包括油价（每桶美元）和 VIX 指数在内的全球环境指标。⁶ 附录 I 报告了估算中使用的变量的摘要统计表。

4. 聚合样品的基线结果

分析发现，紧缩性货币政策冲击对 ME & CA 国家的增长具有持续的负面影响，尽管直到三年后才具有统计意义，而积极的信息新闻冲击对增长具有持续的积极影响，一年后具有统计意义（图 5 和表 1）。⁸

结果强调了两种冲击如何相互缓解（如果两者具有相同的符号，例如在积极的总需求冲击的情况下）或相互放大（如果它们具有不同的符号，例如在不利的供应冲击的情况下）。

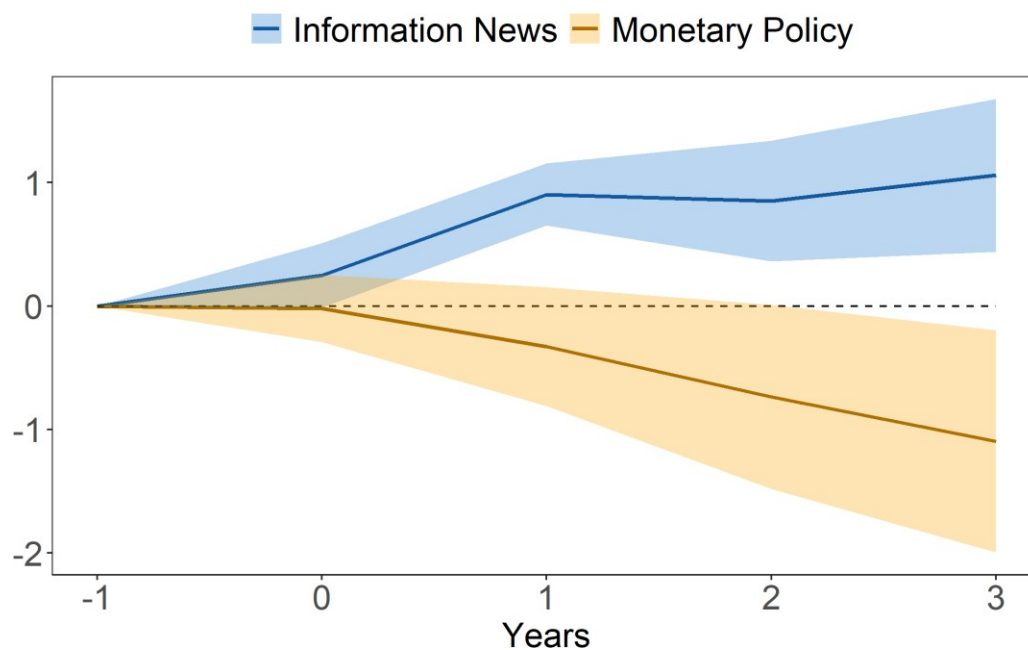
⁵结果对于选择 α 。

⁶例如，Eichengreen 和 Gupta（2014）研究了财政赤字、公共债务和外汇储备；Mishra 等人。(2014) 研究了财政赤字和外汇储备；Aizema 等人。(2014) 研究了外汇储备和外债；Bowma 等人。(2014) 研究了公共债务、金融开放和汇率制度；艾哈迈德等人。(2015) 研究了外汇储备、公共债务、外债和汇率制度；Adedeji 等人。(2019) 研究了油价；艾哈迈德等人。(2021 年) 研究了资产负债表的脆弱性；国际货币基金组织 (2022 年) 研究了公共债务、外汇储备、波动率指数和油价。

⁷附录二报告了对 GDP 支出组成部分的影响。这旨在确定冲击影响增长的支出组成部分。

⁸除了对增长的影响，我们还评估了两种货币冲击对金融变量（主权利差、股票市场、汇率和资金流动）的影响。我们发现，紧缩性货币政策冲击会导致主权利差上升，股票价格下降以及一些货币贬值压力和资本外流。另一方面，积极的信息新闻冲击导致较低的主权利差，较高的股票价格指数，货币升值和资本流入（更多细节见附录三）。

图 5：冲击的标准差对实际 GDP 的影响（百分点）



注：实线报告点估计，阴影区域代表 90 % 的置信带。X 轴表示响应范围（以年为单位），0 为冲击年份。Y 轴表示响应的幅度（以百分比为单位）。响应通过估计 α and β equation (3). estimates are normalized to show response to a standard deviation of the shards. A standard deviation of monetary policy shards is about 17.5 basis points, and a standard deviation of information news shards is about 12.2 basis points.

表 1. 冲击标准差对实际 GDP 增长的累积影响 (百分点)

	收缩货币政策冲击	积极信息新冲击
Year 0	-0.02	0.25
Year 1	-0.33	0.90***
Year 2	-0.74	0.85***
Year 3	-1.09**	1.06***

注：响应是通过估计 α and β 系数来自等式（3）。估计被归一化以显示对冲击的标准偏差的响应。*，**，*** 分别对应于 10%，5% 和 1% 的显著性，基于 HAC 稳健标准误差，按国家和时间固定效应聚类。

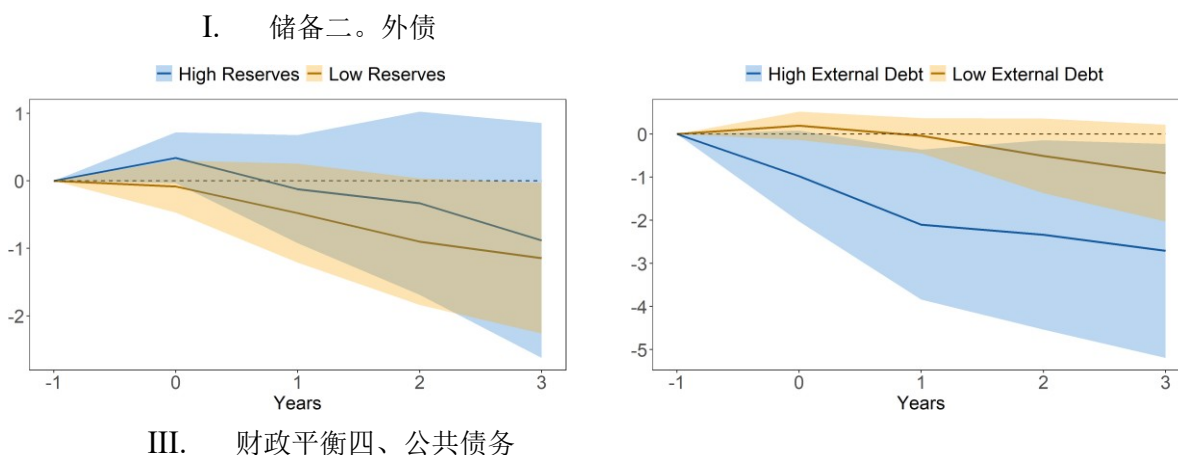
5. 特定国家和全球因素的作用

5.1. 国别基本原则的作用

特定国家的基本面可以放大或减轻这两种冲击对增长的溢出效应。我们从外汇储备、全经济外债、财政平衡和公共债务等方面考察了基本面强弱国家的增长溢出效应差异。^{9,10}

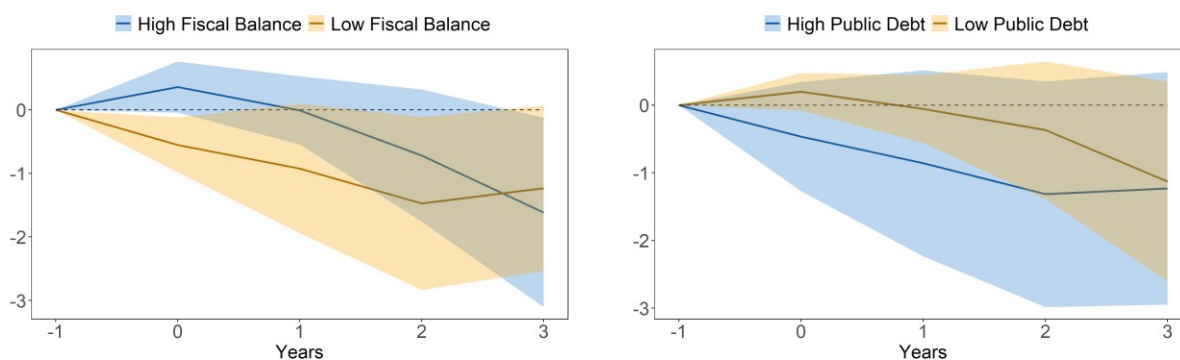
从货币政策冲击开始，结果表明，基本面较弱的国家——较低的外汇储备、较高的外债、较弱的财政平衡和较高的公共债务——将看到紧缩货币政策冲击的较大负面影响；而基本面较强的国家在整体冲击规模和影响的渐进性方面都表现出韧性。也就是说，它们表现出短期弹性，因为它们通常在最初冲击的同一年不会经历增长下降（图6）。

图6：货币政策冲击的标准差对特定国家基本面具有异质性的增长的影响（百分点）



⁹ We also examine the differential impact (based on country 基本面) of the monetary policy and information news sharps on signaig spreads. Appendix IV summarizes these results.

¹⁰ 附录五报告了资本账户开放度和汇率制度的作用的结果，其中条件变量是 Chinn 和 Ito（2006）的资本账户开放度指数和汇率钉住（作为虚拟值，表明它是否是钉住汇率制度）。



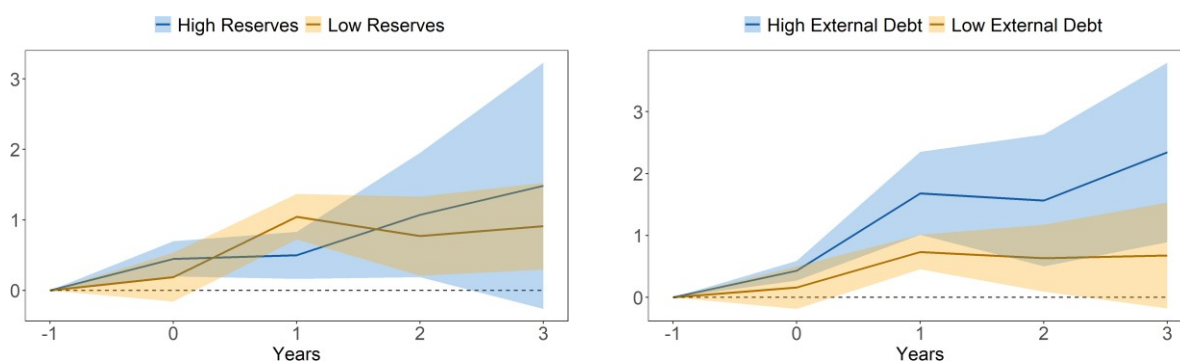
注：实线报告点估计，浅层区域为90%的置信带。X轴表示响应范围（以月为单位），0为冲击月份。Y轴表示响应（以百分比为单位）。响应是通过估计系数获得的□,□,□,□从

等式(4)。估计被归一化以显示对冲击的标准偏差的响应。

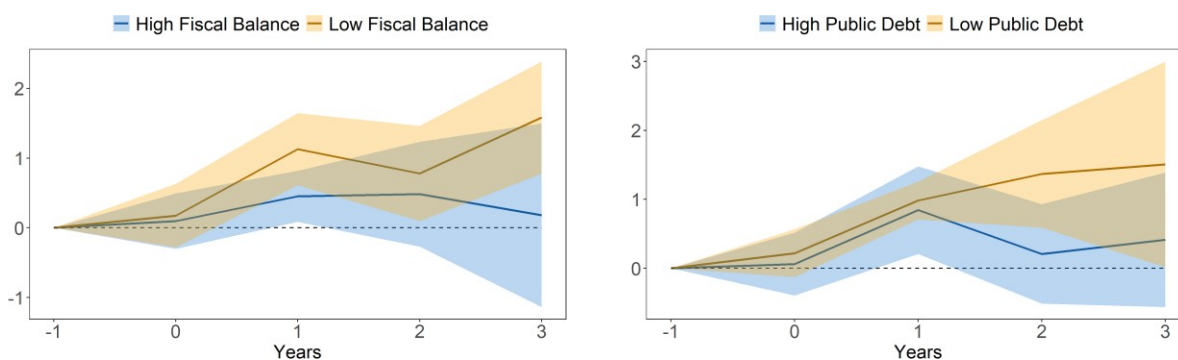
谈到信息新闻冲击，我们发现特定国家基本面的强弱会影响增长提振。具体来说，我们发现，外汇储备较高，公共债务较低的国家从积极的信息新闻冲击中看到了相对较大的积极溢出效应。然而，较低的外债和较强的财政平衡并不能带来更好的增长结果，这表明基本面较弱的国家在某些情况下实际上可能会从积极的信息新闻冲击中受益更多（图7）。这一结果可以用Cimielli等人讨论的所谓的“冒险通道”论点来解释。（2022年），据此利好信息消息冲击降低不确定性，提振情绪，使得基本面走弱不妨碍资金流入。

图7：信息新闻冲击的标准差对特定国家基本面具有异质性的增长的影响（百分点）

I. 储备二。外债



三、财政平衡四、公共债务



注：实线报告点估计，浅层区域为90%的置信带。X轴表示响应范围（以月为单位），0为冲击月份。Y轴表示响应（以百分比为单位）。响应是通过估计系数获得的□,□,□,□从

等式(4)。估计被归一化以显示对冲击的标准偏差的响应。

5.2. 全球环境的作用

接下来，我们研究了全球风险偏好和油价在确定两次冲击对ME和CA国家的溢出幅度方面所起的作用。

从货币政策冲击（图8）开始，分析表明，石油出口国的溢出效应与油价密切相关。具体而言，当油价走低时，石油出口国会看到紧缩性货币政策冲击的负面影响要大得多，而当油价走高时，他们看到的负面影响要小得多且微不足道，这表明油价上涨改善了石油出口国的基本面，并因此缓冲了紧缩性货币政策冲击的负面影响。

转向全球风险偏好，估计凸显全球风险偏好低（高）放大（抑制）货币政策冲击的不利影响。更具体地说，当风险偏好较高时，增长影响在统计上不显著，而当风险偏好较低时，负面影响较大，在统计上显著。这意味着，紧缩性货币政策冲击在风险偏好已经很低、很脆弱的时候，往往会更多地降低风险偏好，因此会导致更大的负面溢出效应，也被称为冲击传播的“情绪通道”。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/946013045022010040>