

No. 2535

研究报告

# IMI | 地缘经济风险对中国的宏观影响

中国人民大学货币研究所



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

国际货币网

1937

# 地缘经济风险对中国的宏观影响<sup>1</sup>

## 一、不确定性冲击与金融稳定

### （一）结构性脆弱是新兴市场易受全球不确定性冲击的根源

新兴市场和发展中经济体易受全球不确定性冲击（如地缘政治冲突、大宗商品价格波动、发达经济体政策变化）的影响，这些冲击可能导致资本流动逆转、汇率波动和信贷紧缩。不确定性的上升会导致资本外流和风险溢价增加，推高国内融资成本，抑制企业投资和家庭消费。若存在外币债务，汇率贬值会通过资产负债表效应加剧信贷收缩（如企业净资产缩水，银行惜贷）。美国政策的不确定性会通过金融渠道的快速传导对新兴市场和发展中经济体构成重大威胁，全球金融体系具有高度互联性，美国货币政策与全球风险偏好是驱动金融周期的主要力量。此外，汇率制度选择与资本流动管理具有复杂性。研究发现，在高度联通的金融体系中，单一国家的货币政策可能通过跨境资本流动和风险溢价渠道产生显著的外溢与回溢效应，并对新兴市场和发展中经济体构成双重挑战。

在开放经济条件下，金融开放程度和资本流动顺周期的叠加会使得风险跨部门传递的负面影响显著放大，在国有企业部门中尤为显著，金融摩擦程度的增加和银行杠杆率的上升会加剧美联储政策变动的负面外溢效应，资本管制能有效缓冲国外货币政策冲击对宏观经济波动的影响，并提高本国货币政策的独立性。

### （二）资本流动与金融稳定的关联及历史证据

在全球金融一体化的背景下，地缘风险增加诱发的跨境资本流动的日益频繁极可能会放大实体经济波动，并带来风险的跨国传染。通过区分四种类型的极端资本流动：激增、停滞、外逃和撤回，学者发现全球风险偏好是极端资本流动的关键驱动因素。资本流入激增会加大新兴市场和发展中经济体金融系统的脆弱性，并诱发经济危机。随着跨境资本流动波动性的增加，加强资本流动的宏观审慎管理已成为新兴市场和发展中经济体的共识。在资本自由流动的情况下，不少研究认为，信贷繁荣（如过度借贷）会导致金融脆弱性，但个体市场参与者（如借款人和银行）往往忽视自身行为对系统性风险的贡献，即存在负外部性，这为加强资本流动的宏观审慎管理提供了理论基础。

---

<sup>1</sup> 作者：中国人民大学国际货币研究所，本文节摘编自《人民币国际化报告 2024》第三章：地缘经济风险对中国的宏观影响，章节作者：李力、夏天，整理人：罗钦予

### （三）宏观审慎管理是维护金融稳定的必要工具

在固定汇率制度下，最优资本管制政策可以缓解三元悖论的约束，帮助国家在资本自由流动的环境中保持一定的货币政策独立性，从而提高经济稳定性。也有学者探究了宏观审慎政策的设计问题，重点关注政策的时间一致性和有效性，解释了为何许多国家在危机后转向规则型宏观审慎框架，并强调政策透明度对稳定私人部门预期的重要性。

在实证层面，通过探讨资本账户开放和宏观审慎政策是否会使资本流动波动对股市波动造成负面影响，学者发现合理使用宏观审慎政策对于开放条件下维护金融市场稳定至关重要。在美国宽松的货币政策冲击下，收紧宏观审慎政策会导致跨境债券基金净资本流入增加，且政策效果在利率水平越低、金融发展水平越低的国家中表现得更加明显。理论层面，在开放经济模型中引入跨境资本流动管理政策能有效地实现宏观经济和金融的稳定，而跨境融资宏观审慎管理能有效降低外部输入性风险的不利影响。

## 二、地缘经济风险跨国溢出的经验事实

### （一）地缘经济风险的跨国溢出效应

地缘经济风险上升会导致一年内宏观经济活动低迷，产出和价格水平的显著负向响应表明，地缘经济风险事件可能在短期内引发总需求收缩。同时会加大美元对人民币汇率的贬值压力，而这也带来资本外流的增加，进而对国内实体经济带来不利影响，同时利率的下降也加剧了资本外流的压力，也进一步证实了地缘经济风险导致的紧缩效应。这些结果表明，地缘经济风险也会给房价和信贷市场带来压力。地缘经济风险可以通过同时扰乱实体经济和金融部门，一方面带来汇率贬值的压力，另一方面会对信贷状况带来紧缩效应，进而导致经济下行压力加大。汇率贬值带来的资本外流压力的加大会进一步强化地缘经济风险冲击对产出的紧缩效应，而保持人民币汇率的稳定则有利于缓冲地缘经济风险冲击带来的不利影响。

进一步讨论融资状况在地缘经济风险冲击传导中扮演的角色，信贷市场的紧缩会进一步放大地缘经济风险冲击对实体经济的不利影响，地缘经济风险的上升会给我国实体经济部门带来一定程度的紧缩性压力，并加大汇率贬值的压力，带来信贷状况的紧缩。而汇率贬值压力的加大和信贷状况的紧缩又会进一步放大地缘经济风险冲击对实体经济和金融市场的不利影响。

### （二）货币政策建议

首先，鉴于地缘政治紧张局势使得我国实体经济受到加征关税的较大拖累，而外贸出口

动能的减弱会进一步加剧我国经济下行压力，此时应该加大适度宽松的货币政策的逆周期调控力度。其次，由于地缘经济风险还会冲击人民币汇率的稳定，适度宽松的货币政策在具体实施时应该统筹使用价格和数量等多种货币政策工具，尤其是要更加注重数量型工具的运用，通过降准和再贷款等手段保持实体经济流动性的充裕，并兼顾内外平衡，对冲外部风险对人民币汇率造成的冲击，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

最后，还应该持续用力推动房地产市场企稳，积极稳妥地化解房地产风险，保持国内金融市场的平稳运行，防止金融状况收缩与地缘经济风险上升形成相互强化的棘轮效应，坚持守住不发生系统性金融风险的底线。

### 三、地缘经济风险跨国溢出模型

#### （一）地缘经济风险的经济效应

相对于中国来说，美国对技术风险冲击的反应既有与中国类似的地方，也有着不同之处。首先，整体上来看，中国的技术风险冲击要比美国自身的技术风险冲击对美国的经济影响更大。考虑到在模型中，两国的主要区别在于美国在金融市场上具备相对优势，这体现了全球金融市场的不平衡会放大处于金融劣势的中国的技术风险冲击所带来的经济影响。其次，虽然在实体经济层面，美国的GDP、通胀以及投资的脉冲响应与中国对应变量的脉冲响应表现类似，但是在消费上大不相同。可以看出，不管是源自中国还是美国的技术风险冲击，都导致了美国的消费在第一年度有着相比稳态短暂的上升，而非中国所体现的持久性的下降。通过实际汇率的调整可以发现，在技术风险上升时，中国出现了实际汇率的贬值，而美国则出现了升值。这是因为，由于美国在金融市场上的相对优势，美国债券在全球风险上升时作为避险资产会导致中国对美国债券的需求上升。因此，这导致美国在风险冲击发生时出现了大量的资本流入，进而导致了美国实际汇率的升值以及消费的上升。这与学者所强调的美国“嚣张的特权”是基于其更为发达的金融部门而能承担更多的风险，从而在全球金融危机时导致美元升值有着类似的经济传导路径。

因此，综合来看，技术风险冲击对于两国的生产层面都有负面的作用，而美国由于其金融部门的优势能够在消费层面于技术风险冲击发生时获得正向的补偿。同样数量级的风险冲击中，技术风险冲击对中国经济的影响相比金融风险冲击更为显著。同时，美国基于其金融市场优势所带来的对风险的承受能力更强的特征依然存在，即源自美国的金融风险冲击的经济影响更小，以及美国在风险发生时会出现实际汇率升值和消费上升。在相同的外生冲击标

准差的假设下，与金融风险冲击不同，货币政策风险冲击相比技术风险冲击有更为明显的宏观经济影响。

与传统的基于关税水平的冲击所不同的是，关税风险冲击并不存在“以邻为壑”的特征，即单一国家不能单方向采用基于关税风险的政策调整贸易条件，以实现出口和产出的上升。事实上，不管关税风险冲击源自中国还是美国，脉冲响应的表现在两国并没有因为关税风险冲击的源头产生显著差异。并且，与单纯的关税冲击不同的是，实际汇率的脉冲响应不是基于关税水平变化形成两国相对价格调整所造成的，而是源自风险上升导致家庭部门的预防性储蓄对美国安全债券的需求上升，进而造成美国的资本流入和美国的实际汇率升值。因此，任意一国的关税风险冲击对两国 GDP 在冲击发生时的影响都是“双输”的下降结果，而非“以邻为壑”的一升一降。在数量级上，关税风险冲击的经济影响较小，介于技术风险冲击与金融风险冲击之间。

不同的风险冲击对于经济的整体影响在方向上呈现类似的表现，但是在数量级上存在显著的不同。货币政策风险冲击的经济影响最为显著，其次为技术风险冲击，而关税风险冲击和金融风险冲击的经济影响则较小。由于风险冲击导致家庭部门的预防性储蓄上升，模型的脉冲响应结果显示，这将带来 1 年内投资的上升，会对 GDP 形成正面作用，但是从整体来看，风险冲击对于经济产出为负面影响。由于美国在金融部门上具备相对优势，因此，风险冲击发生时美国会出现资本流入，进而导致美国实际汇率升值，带动美国的消费上升和中国的消费下降。同时，在金融部门的相对优势也导致美国受风险冲击的影响相比中国较小，并且源自美国的风险冲击也有相对较小的经济影响。这在技术风险冲击和金融风险冲击的脉冲响应结果中尤为明显。

## （二）基于地缘经济风险跨国溢出模型的政策讨论

研究重点强调了美国基于其金融部门的发展优势，可以借助风险冲击促使全球投资转向风险承担能力更强的美国国债，借此获得正向的消费补偿的特征。该结论对于不同特征（技术、金融、货币政策和关税）的风险冲击，以及对于源自不同国家（中国和美国）的风险冲击在结果上都非常稳健。在现有的文献中，对于美国金融部门所具备的优势带来的经济影响，有大量的文献集中讨论了美元作为全球货币体系的中心导致美元享有“嚣张特权”，即美国可以通过国债低成本地向全球融资的特征。基于美国对外负债和资产的安全属性的不同，将美国视为全球“风投家”，则将此归因为美国具备更强的风险承担能力，即美元能在发生全球经济危机时通过升值帮助持有美元资产的发展中国家避险，从而在平时能够维持较低的融资成本。不过，虽然美元资产具备避险的特征，但不管是从风险冲击带来的经济波动的大小，

还是家庭部门消费的调整来看，美国在风险冲击发生时依然是受益方，且风险冲击发生在非美国家相比美国本土的风险冲击在全球范围有更强的经济影响。

在政策层面，美国基于其金融地位存在着推动他国发生地缘经济风险的经济动机，但是并未对基于地缘政治的具体的非经济手段建立理论框架。这为当前文献中在理论层面上讨论美国基于其经济优势采用政治手段获取利益提供了新的视角。分析发现霸权国家可以基于外部经济规模的特征对其他国家实施经济制裁，并重点强调了美国金融制裁的能力源自美国在全球金融体系中的优势地位。霸权国家通过全球化促使周边国家在政治行为上向其靠拢的理论机制。本章研究发现，美国能够通过全球性的地缘经济风险获益，美国具备滥用其“避风港”地位推动全球经济风险上升以获益的经济激励。

综合来看，我国应该对外部地缘经济风险高度重视，持续关注全球经济风险的波动，防止全球经济风险对我国经济的负面冲击。自 2025 年初上任之后，特朗普政府在美国对外政策上表现出高度的逆全球化特征，并且在政策执行上存在大幅的不确定性。这给全球的实体与金融部门带来了负面影响，但同时也削弱了美国在全球金融体系中的主导地位。与以往全球性经济和地缘危机不同的是，本次由美国所主导的“逆全球化”政策在导致全球经济风险上升的同时，并未体现出美元资产的避险特征。相反的，即便长期美元利率在 4 月有所上升，但美元依然发生了贬值。本次特朗普政府对等关税的实施大幅削弱了投资者对美债作为安全资产的信心，从而削弱了美国通过外部经济风险获利的能力。我国需在此次全球性关税战中巩固经济和金融基础，防范外部风险对国内的溢出效应，采取以稳定为导向的经济政策推动全球投资者在未来视中国而非美国为潜在的“避风港”，推动全球经济摆脱美国输出地缘经济风险的负面影响。

## 四、研究结论和政策建议

### （一）结论

综合来看，由于美国在金融部门上具备相对优势，这导致经济风险对中美两国有着非对称性作用。一方面，从风险冲击的源头来看，美国更发达的金融部门导致经济风险冲击发生在中国对全球经济的影响要比发生在美国对全球经济的影响更大。另一方面，从风险冲击导致的结果来看，由于美国债券具备安全资产的特征，在风险冲击发生后，美国会出现大规模的资本流入，进而导致美元升值。因此，美国更发达的金融部门推动美国借助资本流入的方式推高了其消费水平，而中国由于资本流出导致消费降低。在对比不同风险冲击的经济影响

中发现，货币政策风险冲击的经济影响最为显著，而金融风险冲击的经济影响则最小。

基于理论的结果，这可以对美国利用其在全球金融业的重要地位采取地缘政治手段获取经济利益提供解释。美国债券的安全资产特征导致美国能够在全球风险提高时，让美国通过资本流入提高家庭部门的短期消费水平。因此，当美国政府通过政治手段促使全球地缘经济风险上升时，美国相比其他国家是获利国。同时，风险冲击发生在非美国家所造成的经济影响要比在美国本土发生的风险冲击更为显著，这也为近年来美国推动地缘政治冲突提供了经济层面的解读。

## （二）政策建议

首先，我国应该高度重视地缘经济风险等外部不利冲击对我国实体经济活动的负面溢出效应。我国要持续关注各种国际地缘“黑天鹅”事件，并重点关注特朗普政府等主要发达经济体的政策动向，积极防控外部风险冲击给我国实体经济和金融市场带来的不利外溢影响。同时，我国还应密切关注各国经济复苏状况和全球经济增长情况，避免全球经济增速下滑给我国实体部门带来的负面效应，进一步巩固我国经济行稳致远的坚实基础。此外，我国还应全面防范全球经济和金融市场的不确定性等外部风险源头，尤其是在新一轮贸易战导致全球经济复苏不确定性显著增加的背景下，我国应坚定信心，科学把握国外复杂多变的经济形势，严防国外输入性风险倒灌演化为国内风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

其次，我国央行应该以适度宽松的货币政策作为对冲地缘经济风险不利冲击的重要抓手。2025 年应继续实施有力度的降准降息，从而在总量上保障流动性更加充裕，为进一步巩固和强化经济基本面向好的预期创造适宜的货币信贷环境。具体而言，应根据实体经济的流动性情况以及 PMI、CPI 和消费者信心指数等经济指标的变动情况，通过 2-3 次降准降息，使得准备金率下调 0.5-1.5 个百分点，引导 5 年期 LPR 利率继续下行，并继续对居民房贷实施较大力度的定向降息，引导存量房贷利率进一步下降。央行实施适度宽松的货币政策时应该综合运用准备金率、7 天逆回购操作利率、再贷款、再贴现、公开市场操作等多种货币政策工具投放流动性，保持总体流动性充裕，同时兼顾内外平衡，对冲外部风险给人民币汇率造成的冲击，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

最后，我国还应该持续用力推动房地产市场企稳，加强金融风险防控有效推进，更好地统筹发展与安全，坚持守住不发生系统性金融风险的底线。应持续有效地化解房地产、地方债务和中小金融机构风险，强化股市运行、债券违约等重点领域风险防控，进一步加强跨境融资宏观审慎管理，防止国内金融状况收缩与地缘经济风险上升形成相互强化的棘轮效应，通过组合使用汇率风险准备金、全口径跨境融资宏观审慎管理等工具，抑制市场主体的顺周

期行为，保障我国外汇市场与跨境资本流动的总体稳定。未来，还应该针对房地产市场、股票市场和债券市场等进一步创新货币政策工具，在宏观审慎和金融稳定的功能上逐步做到对金融领域的全覆盖，坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战，把经济周期和金融周期、币值稳定和金融稳定更好地结合起来，维护我国宏观经济稳定和国家金融安全。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2534	美元稳定币加快发展带来深刻警示	王永利
IMI Report No.2533	稳定币的经营模式、发展影响与监管框架	朱太辉
IMI Report No.2532	稳定币的发展历程、成败叙事及其对中国的启示	柏亮
IMI Report No.2531	关税博弈维度下的人民币汇率波动与趋势研判	陆利平
IMI Report No.2530	从“参与者”到“定价者”：人民币债市国际化如何乘势突围？	宗良
IMI Report No.2529	AI、大数据与区块链：财富管理的未来已来	田力
IMI Report No.2528	中国传统思想精英对货币形态本质特征及其功能的长期追问	何平
IMI Report No.2527	离岸金融视角下沪港国际金融中心协同发展思考	邓志超
IMI Report No.2526	低利率时代金融机构的韧性重塑之路	高昊宇
IMI Report No.2525	人民币汇率波动与美联储政策预期	管涛
IMI Report No.2524	人工智能如何重塑金融业	姜富伟
IMI Report No.2523	新时代全球财政债务管理如何破局？	Anoop Singh
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI
IMI Report No.2515	银行报价基准利率的未来：基于 LIBOR 弃用的反思	IMI
IMI Report No.2514	提振消费如何发力扩内需	王微
IMI Report No.2513	贸易融资为中小企业融入全球供应链赋能	IMI
IMI Report No.2512	中国财富管理机构公募类产品保有规模指数报告 2024	IMI
IMI Report No.2511	《人民币国际化报告 2024》系列九：信息时代的供应链稳定与跨境支付安全性挑战	IMI
IMI Report No.2510	《人民币国际化报告 2024》系列八：跨境支付三“新”举措，有效支持供应链数字化发展	IMI
IMI Report No.2509	《人民币国际化报告 2024》系列七：跨境支付体系变革应对全球供应链变动：逻辑与路径	IMI
IMI Report No.2508	《人民币国际化报告 2024》系列六：资金融通与全球供应链的挑战相对策	IMI



中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872    电话：010-62516755    邮箱：[imi@ruc.edu.cn](mailto:imi@ruc.edu.cn)