

# 美国货币政策与经济周期同步性： 基于全球金融网络地位视角的分析\*

李兴申 李曦晨 周 彭

**内容摘要：**全球金融体系呈现日益复杂的“中心—外围”网络结构，美国作为网络核心国家，其货币政策变化深刻影响着其他国家的宏观经济运行。本文使用2001—2021年全球59个主要经济体季度数据，实证分析美国货币政策对其他经济体与美国之间经济周期同步性的影响，研究发现：美国货币政策宽松将降低其他经济体与美国之间的经济周期同步性，反之将增强二者之间的经济周期同步性。基于全球金融网络地位视角，本文通过构建全球股票、债券资本流动网络发现，美国货币政策能够更显著影响网络边缘经济体的经济周期。金融发展水平更高、政府治理水平更高、资本账户开放过程中货币政策独立性更强的经济体，应对美国货币政策溢出效应的能力更强。本文的研究结论为分析美国货币政策对全球经济周期的影响及推动中国金融强国建设提供了启示。

**关键词：**美国货币政策 全球金融网络 经济周期 跨境资本流动

**中图分类号：**F831

**文献标识码：**A

**DOI:**10.16475/j.cnki.1006-1029.2025.09.001

## 引 言

20世纪70年代以来，随着全球金融监管放松、金融产品创新与信息技术发展，金融全球化进程加速，发达国家向新兴经济体和发展中国家提供了大量资本，跨境资本流动大幅增加。这不仅改变了国际经济体系，也加剧了全球金融市场风险。随着金融全球化加速推进，各经济体间跨境资本流动的网络特征愈发明显。全球金融网络呈现明显的“中心—外围”结构，美国凭借庞大的经济规模与发达的金融市场，在全球金融网络中占据核心地位，拥有强大的结构性权力（Giudici & Spelta, 2016；苏珊·斯特兰奇，2019；李兴申等，2023）。然而，美国并未担负起全球金融体系核心角色的责任，反而把短期国家利益置于全球金融体系长期健康和稳定发展之上。2008年全球金融危机以来，美国货币政策已经历两轮“量化宽松—量化紧缩”的周期性转换，引发全球金融周期的剧烈波动，对全球经济增长造成强烈冲击（Miranda-Agrippino & Rey, 2020）。

**作者简介：**李兴申，经济学博士，首都经济贸易大学经济学院副教授；李曦晨（通讯作者），经济学博士，首都经济贸易大学经济学院讲师，邮箱：lxcsunshine@163.com；周彭，中国国际金融股份有限公司研究部研究员。

**\*基金项目：**本文获教育部人文社会科学研究青年基金项目“全球金融周期与跨境银行资本流动网络：影响机制与审慎监管研究”（24YJC790101）、北京市教育委员会科学研究计划项目“全球金融风险变化对首都跨境资本流动的影响研究”（SM202410038011）、首都经济贸易大学学术创新团队项目“新国际环境下跨境资本流动特征、影响及监管研究”（XSCXTD202501）资助。

美国作为全球金融网络核心国家，能够基于本国通货膨胀和就业目标制定货币政策以实现本国宏观经济均衡，而无须考虑内外部经济均衡问题。此外，美国可以通过改变本国货币政策外溢国内金融风险和政策成本，而大部分新兴经济体和发展中国家在融入全球金融体系过程中还处于全球金融网络边缘，容易受到来自美国等发达经济体跨境资本的冲击。当美国货币政策宽松时，来自美国等发达经济体的资本会大量涌入新兴经济体和发展中国家，带来宏观经济的过度繁荣；反之，当美国实施紧缩货币政策大量资本回撤后，新兴经济体和发展中国家不得不应对资本外逃风险，宏观经济增长前景恶化。此外，其他发达经济体的货币政策往往跟随美国政策调整而调整，美国货币政策变化会对全球经济周期运行产生重要影响。

对此，本文系统考察了美国货币政策变化对其他经济体与美国之间经济周期同步性的影响。基于社会网络分析法构造全球金融网络，探究在全球金融体系日趋复杂背景下，各经济体在全球金融网络中所处地位的影响。研究发现，美国货币政策宽松将降低其他经济体与美国之间的经济周期同步性，反之将增强二者之间的同步性。随后，本文还构建了全球股票、债券资本流动网络，发现美国作为全球金融网络核心国家，其货币政策变化对全球金融网络边缘经济体的经济周期运行产生强烈的溢出效应。一国可以通过推动金融发展、提升政府治理水平、在资本账户开放过程中保持货币政策独立性来更好地应对美国货币政策冲击。

本文的边际贡献体现在：一是研究视角方面，本文探究了影响其他经济体与美国之间经济周期同步性变化的深层次原因，即美国货币政策的影响。以往研究核心国家经济周期传导或溢出的文献主要关注核心国家对国际贸易或资本账户的影响，本文则直接从影响全球流动性和经贸往来的核心国家货币政策入手，分析美国货币政策变化对全球经济周期同步性的影响。二是传导机制方面，现有经济周期同步性研究主要关注双边贸易和金融联系，本文基于全球金融网络，分析各经济体在全球金融网络所处地位的影响，发现一国在全球金融网络所处的地位越核心，应对美国货币政策冲击的能力越强，验证了国际经济“中心—外围”理论，丰富了全球金融网络风险溢出效应相关研究。

## 一、文献综述与研究假说

### （一）美国货币政策溢出效应与全球经济周期同步性

美元在国际货币体系中的核心地位是美国货币政策产生跨境溢出效应的重要前提。美国实施宽松货币政策，全球流动性上升、全球金融周期繁荣，对其他经济体的宏观经济运行产生正向溢出效应（Miranda-Agrippino & Rey, 2020；陈卫东和王有鑫，2022）。而其他经济体面临与美国之间利差扩大、汇率升值等压力（Kalemli-Özcan, 2019；Camara, 2025）。在高全球流动性、利差、汇差等多重因素影响下，一些经济体遭遇跨境资本大规模涌入，造成金融市场和宏观经济过度繁荣（谭小芬和邵涵，2020）。美国实施紧缩货币政策，其他经济体面临货币贬值、资本外逃等压力，经济面临紧缩风险（Jarocinski, 2024）。尤其是对跨境美元资本流入占比较高、美联储量化紧缩之前资本涌入规模较大的经济体而言，美联储量化紧缩冲击更强烈（Bruno & Shin, 2015；Avdjiev & Takats, 2019）。

已有研究发现，新兴经济体的宏观经济运行对美国货币政策变化更敏感。美国货币政策的外溢效应大小受被冲击经济体的资本账户开放度、制度质量、宏观经济基本面等因素影响（Anaya et al., 2017；Arbatli-Saxegaard et al., 2024）。相比发达经济体，新兴经济体和发展中国家的金融市场发展尚未成熟，在美国货币政策冲击下表现出更强的脆弱性（Mehrotra et al., 2019），资本流入和流出对美国货币政策变化也更加敏感（Kalemli-Özcan, 2019）。美国在2008年全球金融危机爆发后、

2020年新冠疫情暴发后实施的两轮“量化宽松—量化紧缩”政策转换，造成新兴经济体普遍遭遇经济金融动荡，便是上述过程的真实写照（Ikeda et al., 2024；董文华等，2023）。

21世纪以来，东亚新兴经济体经济的高速增长与发达经济体相对缓慢的经济增长之间形成强烈对比，引发了学者对新兴经济体与发达经济体之间经济增速不平衡的热议，主要指两国间经济周期同步性下降（李晓和裴祥宇，2015）。源自核心经济体或区域的经济波动通过国际生产、跨境资本传导，引发各国经济呈现同频扩张或收缩，从而形成全球经济周期。具体地，全球经济周期同步性表现为不同国家之间经济增长率的同步性，本质上是不同国家宏观经济相互传导冲击的综合体现（Lee et al., 2024；彭斯达和陈继勇，2009）。美国基于自身经济周期运行实施的货币政策，通过跨境溢出效应影响其他经济体的宏观经济运行，对全球经济周期同步性产生重要影响。因此，美国货币政策变化可能是各经济体，尤其是新兴经济体与美国之间经济增速不平衡的重要原因。

各国之间经济周期同步性变化传导机制的研究，主要包括贸易联系和金融联系两类。早期研究主要通过贸易联系解释不同经济体之间的经济周期同步性，发现一国贸易开放度越高，与贸易伙伴间的经济周期传导就越通畅，双边贸易联系增强能够对国家间的经济周期同步性产生正向影响（Marianne & Michael, 2005；Duval et al., 2016）。随着金融全球化的快速推进，金融交易增长远超实体经济增长，各国之间存在规模庞大的跨境资本流动和紧密的金融联系。尤其是2008年全球金融危机以后，鉴于跨境资本在金融危机全球传染中的作用，学者们越发重视国际金融联系对经济周期同步性的影响（Kalemli-Ozcan et al., 2013；Rakesh & Prabheesh, 2020）。

当美国货币政策宽松时，全球流动性上升、金融市场繁荣，各经济体，尤其是新兴经济体的跨境资本流入增加、宏观经济快速发展，与美国之间的经济周期同步性下降。反之，当美国货币政策紧缩时，全球流动性下降，跨境资本大幅回流美国等发达经济体，其他经济体的宏观经济遭遇紧缩风险，与美国之间的经济周期同步性上升。由此，本文提出假设1。

假设1：美国货币政策宽松将推动其他经济体经济繁荣，与美国之间的经济周期同步性下降；反之，二者之间的经济周期同步性上升。

## （二）全球金融网络地位的影响

随着金融全球化的快速推进，全球金融联系已形成复杂的网络结构，核心国家经济政策外溢传导变得日趋复杂。作为全球金融网络核心国家，美国货币政策能够产生跨境溢出效应的根本原因在于世界经济的“中心—外围”分工体系。从马克思和恩格斯、劳尔·普雷维什到伊曼纽尔·沃勒斯坦，均阐述了发达资本主义核心国家通过掌握关键技术，利用资本扩张，基于产业分工而形成的“中心—外围”体系。当前资本主义经济发展已能够影响全球金融发展，美国等核心资本主义国家的金融市场快速扩张和创新，在本国货币政策变化或外生事件冲击下，引发本国金融市场剧烈波动，借助“信息化、全球化”发展，风险在全球金融体系内快速传播，引发全球性金融危机（Langley, 2021；张宇和蔡万焕，2010）。核心国家利用其全球金融体系中的金融结构性权力，通过实施大规模量化宽松货币政策，实现本国经济复苏。然而，大量来自核心国家的低成本资本沿着全球金融网络进出边缘国家，带来跨境资本冲击，引发边缘国家经济周期过度繁荣或快速衰退。

基于“中心—外围”理论的国际金融体系特征得到了全球金融网络相关研究的支持。一些学者基于双边资本流动数据，使用社会网络分析法构造全球资本流动网络或全球金融网络（Eboli, 2013）。一些学者基于国际清算银行的双边银行资本流动数据，构造全球银行资本流动网络，发现全球银行资本流动网络呈明显的“中心—外围”结构，美国是网络核心国家（Giudici & Spelta, 2016），中国在网络中的地位不断提升（李兴申等，2023）。2008年全球金融危机以来，跨境证券资本流动规模快速增加，非银行金融机构成为参与跨境投资的重要主体（刘子雨和李兴申，2025）。



一些学者使用双边证券资本流动数据构造全球证券资本流动网络，发现美国在全球证券资本流动网络中处于核心地位，指出全球信贷指标、本国金融深度等因素会影响一国在网络中的地位（Mercado & Noviantie, 2020；沈军等，2022）。

现有研究较多关注国际金融联系在全球经济周期同步性中的渠道作用，但较少深入讨论这一联系的本质原因，即核心国家的金融资本基于全球金融体系的“中心—外围”结构，实现全球性扩张。鉴于美国在全球金融网络中的核心地位，其货币政策变化成为影响全球流动性和各国金融往来的重要驱动因素。当美国实施宽松或紧缩货币政策时，引发跨境资本大规模涌入或撤离处于网络边缘的新兴经济体和发展中国家。受限于自身经济金融发展水平，这些边缘经济体的经济周期运行受美国货币政策变化的影响非常明显：美国宽松货币政策引致资本涌入边缘经济体，导致经济过热，使其与美国之间的经济周期同步性下降幅度扩大，反之上升幅度扩大。基于上述分析，本文提出假设2。

假设2：在全球金融网络中，受美国货币政策宽松（紧缩）影响，边缘经济体与美国之间的经济周期同步性下降（上升）幅度增大。

## 二、实证模型设定与数据说明

### （一）实证模型设定

本文主要探讨两个问题：一是美国货币政策变化对全球经济周期同步性的影响，二是各经济体在全球金融网络中所处地位的作用。为验证问题一，设定基准模型为：

$$\text{Synch}_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 \text{USMP}_t + \beta_2 X_t + \delta_i \times \lambda_y + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，下标*i*代表其他经济体，*j*代表美国，*t*代表时间（季度），*y*代表年份。被解释变量 $\text{Synch}_{i,j,t}$ 代表经济体*i*在*t*时期与美国之间的经济周期同步性，数值越大，经济周期同步性越强；核心解释变量 $\text{USMP}_t$ 代表*t*时期美国影子利率，表示美国的货币政策立场，数值越大，美国货币政策越紧缩； $X_t$ 代表全球层面控制变量；双边和国别层面经济变量通过国别×年份固定效应（ $\delta_i \times \lambda_y$ ）加以控制； $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。使用国家层面聚类稳健标准误进行估计。

为进一步验证问题二，构建美国货币政策指标与各经济体在全球金融网络中所处地位指标的交互项作为核心解释变量，并设定模型为：

$$\text{Synch}_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 \text{USMP}_t \times \text{Location}_{i,y} + \beta_2 \text{USMP}_t + \beta_3 \text{Location}_{i,y} + \beta_4 X_t + \delta_i \times \lambda_y + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中， $\text{Location}_{i,y}$ 代表各经济体在全球金融网络中所处地位，以各经济体在全球资本流动网络中的节点加权重中心性指标（Wdegree）衡量，数值越大，说明该经济体在网络中的地位越高。主要关注交互项 $\text{USMP}_t \times \text{Location}_{i,y}$ 的系数 $\beta_1$ ，若 $\beta_1$ 显著为负，则一国在全球金融网络中的地位越高，应对美国货币政策溢出效应的能力越强。

### （二）指标选取与数据说明

被解释变量为各经济体与美国之间的经济周期同步性 $\text{Synch}$ 。参考Cerqueira & Martins（2009）、苟琴等（2025），本文构建各经济体与美国之间时变的经济周期同步性指标Cerqueira–Martins相关性指数：

$$\text{Synch}_{i,j,t} = 1 - \frac{1}{2} \left[ \frac{(Y_{i,t} - \bar{Y}_i)}{\sqrt{\sum_{t=1}^T (Y_{i,t} - \bar{Y}_i)^2 / T}} - \frac{(Y_{j,t} - \bar{Y}_j)}{\sqrt{\sum_{t=1}^T (Y_{j,t} - \bar{Y}_j)^2 / T}} \right]^2 \quad (3)$$

其中， $Y_{i,t}$ 为各经济体实际季度GDP增长率， $\bar{Y}_i$ 为各经济体在样本期内的经济增长率均值， $Y_{j,t}$ 为美国实际季度GDP增长率， $\bar{Y}_j$ 为样本期内美国经济增长率均值； $\text{Synch}_{i,j,t}$ 数值越大，说明一国与美国之间经济周期同步性越强。各经济体实际季度GDP增长率数据来自CEIC数据库，包括59个经

济体<sup>①</sup>。

核心解释变量为美国货币政策 USMP 指标。在基准回归中使用 Wu-Xia 联邦基金影子利率代表美国货币政策立场。美联储在 2008 年 12 月—2015 年 12 月、2020 年 3 月—2022 年 3 月将联邦基金利率设定在 0~0.25% 之间，加之实施大规模量化宽松货币政策，此时期联邦基金利率已不能反映实际利率情况。而 Wu-Xia 联邦基金影子利率能够反映这些时期实际利率突破零利率下限的情况，从而更准确地反映美联储货币政策立场（董文华等，2023）。受美国联邦基金影子利率样本时期所限，本文的样本期为 2001—2021 年。美国联邦基金影子利率季度数据来自美联储。稳健性检验中还使用美国联邦基金利率、美国货币政策外生冲击变量进行检验。

图 1 为美国货币政策与全球经济增长之间的关系提供一个初步证据。在 2008 年全球金融危机后的美国货币政策宽松时期，新兴经济体与发展中国家平均经济增速大幅高于美国和发达经济体平均经济增速。在 2015 年美国开启货币政策紧缩周期后，新兴经济体与发展中国家平均经济增速出现回落，与美国经济增速之间的差距收敛。2020 年新冠疫情暴发后，伴随美国货币政策由宽松到紧缩的转变，新兴经济体与发展中国家平均经济增速经历了新一轮的快速反弹和回落。

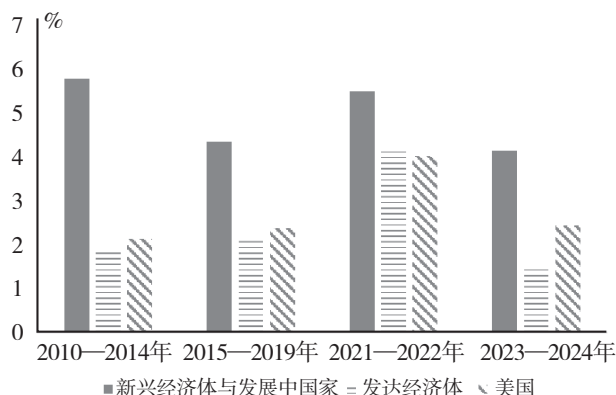


图 1 2008 年全球金融危机后的全球经济增长

数据来源：IMF 世界经济展望数据库，作者计算

各经济体在全球金融网络所处地位 (Wdegree)，使用节点加权重中心性指标衡量。考虑到该指标存在较为明显的右尾现象，对该指标取自然对数进行处理。在全球资本流动网络中，每个经济体作为跨境投资参与者均为一个节点 (Node)，各节点之间的跨境资本流动往来为边 (Edge)，跨境资本流动量为权重 (Weight)。基于上述三个元素构造全球资本流动网络，计算网络节点中心性指标，衡量各经济体的网络地位。节点中心性指标中的节点加权重中心性 (Weighted Degree Centrality) 反映某一经济体与其他经济体之间跨境资本流动往来的总体特征，是节点中心性最直接的体现。假设节点之间的跨境证券资本流动数量矩阵为  $W_i$ ，节点  $i$  的加权重中心性 (Wdegree) 的计算方式为：

$$Wdegree_i = (W_i)^T \mathbf{1} + W_i \mathbf{1} \quad (4)$$

跨境证券资本流动是全球资本流动的重要组成部分，随着金融市场联系越来越紧密，其规模和重要性快速上升。本文选取跨境证券资本流动数据构建全球金融网络，体现各经济体在全球金融网络中的地位。本文使用国际货币基金组织的协调证券投资调查数据库，获得 2001—2021 年 88 个投资国（地区）、237 个投资目的国（地区）之间的双边股票、债券资本流动存量数据，涵盖全球绝大部分国家和地区之间的跨境证券资本流动往来<sup>②</sup>。

以 2021 年为例，将节点加权重中心性排名第一的经济体作为基准，得到全球债券和股票资本

<sup>①</sup> CEIC 数据库中的 59 个经济体包括：阿尔巴尼亚、阿尔及利亚、阿根廷、澳大利亚、奥地利、比利时、巴西、保加利亚、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、塞浦路斯、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、加纳、希腊、中国香港、匈牙利、冰岛、爱尔兰、以色列、意大利、日本、哈萨克斯坦、肯尼亚、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、莫桑比克、缅甸、尼泊尔、荷兰、新西兰、挪威、菲律宾、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯、塞尔维亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、南非、韩国、西班牙、瑞典、瑞士、泰国、突尼斯、英国、乌拉圭。

<sup>②</sup> 详情参见：<https://data.imf.org/?sk=b981b4e3-4e58-467e-9b90-9de0c3367363&sid=1424963554286>。本文使用该数据库中所有可得数据，访问该数据库后可得到投资国（地区）、投资目的国（地区）名单。

流动网络中位列前二十名的经济体名单。由表1可知，在全球债券和股票资本流动网络中，美国的节点加权重中心性指标均位列第一，两张网络中排名第二的经济体的节点加权重中心性指标大小仅超过美国的三分之一，体现出美国在全球金融网络中的单一核心地位。剔除开曼群岛等离岸金融中心，英国、日本、德国、法国等传统发达经济体在全球金融网络中的地位靠前，但与美国之间的差距仍较为明显。中国是样本中唯一排入前二十的新兴经济体，在全球债券和股票资本流动网络中分别位列第十三和第十四，说明中国已成为全球金融网络中的关键节点之一，随着中国经济发展水平的不断提高，中国在全球金融网络中的地位有望进一步提升。

表1 2021年全球证券资本流动网络中各经济体的中心性指标排名

序号	债券网络加权重中心性（%）		股票网络加权重中心性（%）	
	经济体	数值	经济体	数值
1	美国	100.00	美国	100.00
2	英国	34.51	卢森堡	34.05
3	法国	34.17	开曼群岛	25.10
4	日本	31.41	爱尔兰	22.93
5	卢森堡	31.40	英国	20.94
6	德国	31.35	日本	17.71
7	爱尔兰	28.60	德国	14.85
8	开曼群岛	22.42	加拿大	14.01
9	荷兰	21.65	法国	12.02
10	加拿大	14.33	荷兰	11.02
11	意大利	14.13	瑞士	10.37
12	西班牙	10.54	中国香港	9.27
13	澳大利亚	7.80	中国	8.08
14	中国	7.71	意大利	7.08
15	瑞士	7.57	挪威	5.71
16	中国香港	7.36	瑞典	5.59
17	百慕大	7.23	澳大利亚	5.48
18	比利时	7.05	韩国	4.84
19	新加坡	6.83	新加坡	4.18
20	挪威	6.04	西班牙	3.79

控制变量包括全球层面、双边层面和国别层面的变量。全球层面的变量。使用标普500指数期权隐含波动率（VIX）作为全球风险情绪的代理变量，数值越大，说明全球金融风险越高；选取北海布伦特原油价格作为全球原油价格的代理变量，原油价格是影响全球实体经济运行的重要因素。上述两个全球层面控制变量数据来自美联储，均取自然对数。

双边层面的变量。在经济周期同步性研究中，现有文献主要关注双边贸易联系和双边金融联系两类影响因素。由于美国是全球最大的产品进口国和对外投资国，美国经济周期的外溢效应更多是通过自身进口需求和对外金融投资变化而产生的。对此，使用一国对美国出口额占其自身总出口额比重衡量双边贸易联系，使用美国对一国跨境证券投资额占该国吸引的总证券投资额比重衡量双边金融联系。

国别层面的变量。各经济体货币兑美元的汇率变化、各经济体政策利率这两个重要的价格变量，资本账户开放度、金融发展水平和政府治理水平这三个制度因素。两个价格变量数据来自IMF数据库。使用Chinn & Ito（2006）构造的Chinn-Ito指数（Kaopen）衡量各经济体资本账户开放度，数值越大，说明资本账户开放度越高。Sviryzdenka（2016）构造的金融发展水平（FD）指标能够综合衡量各经济体的金融市场发展水平和金融机构发展水平，数据来自IMF。政府治理水平指标为世界银行全球治理指标数据库（WGI）中衡量某一经济体治理水平的六项指标：公众参与、政治稳

定、政府效率、监管质量、法律规则及腐败控制。参考王伟等（2019）的做法，本文提取这六项指标的主成分作为该经济体治理水平的代理变量。

为缓解样本极端值的影响，本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位数上做缩尾处理。由于式（2）中核心解释变量为美国货币政策与各经济体在全球金融网络中地位的交互项，为减轻共线性影响，本文在实证分析中对这两类变量做中心化处理。主要变量的描述性统计如表 2 所示。

表 2 变量描述性统计

变量名	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Synch	经济周期同步性	4597	0.6784	0.5603	-2.5487	0.9999
USMP	美国影子利率	4597	0.8346	2.1076	-2.922	5.1945
Wdegree_debt	债券网络节点加权重	4597	24.447	3.2182	9.3245	29.1071
Wdegree_equi	股票网络节点加权重	4597	23.9113	3.5009	6.8912	29.7059
Wdegree_port	证券网络节点加权重	4597	24.2929	3.7335	0	29.1071
VIX	全球风险情绪	4597	2.9211	0.3425	2.3329	4.0705
Oil	全球原油价格	4597	8.2318	0.2214	7.5991	8.6608
Tradelink	双边贸易联系	4597	0.1118	0.1727	0.0012	0.973
Finanlink	双边金融联系	4597	0.223	0.1737	0	0.7579
Dexchange	汇率变化	2053	0.0809	0.599	-0.8382	4.5173
Mrate	政策利率	2053	4.8248	5.3963	-0.49	29.05
Kaopen	资本账户开放度	2053	1.0075	1.502	-1.9311	2.2994
FD	金融发展水平	2053	0.5035	0.2432	0.0984	0.9573
WGI	政府治理水平	2053	0.0117	2.2928	-5.4132	3.353

三、实证结果及分析

（一）美国货币政策与经济周期同步性

1. 基准回归

美国货币政策效果外溢对其他经济体与美国之间经济周期同步性的影响如表 3 所示，列（1）仅加入全球层面控制变量，控制国家固定效应。可以发现，美国货币政策变量的系数显著为正，说明美国货币政策对其他经济体与美国之间的经济周期同步性产生了显著影响，美国货币政策宽松造成其他经济体经济周期繁荣，与美国之间的经济周期同步性下降。反之，美国货币政策紧缩造成其他经济体经济增长回落，与美国之间的经济周期同步性上升。列（2）加入其他经济体与美国之间的双边贸易联系和双边金融联系控制变量，双边金融联系变量的系数显著为正，说明双边金融联系成为核心国家经济周期外溢的重要渠道，与已有研究结论一致。列（3）加入国别层面的汇率变化、政策利率、资本账户开放度、金融发展水平、政府治理水平控制变量，美国货币政策变量的系数依然在 1% 水平上显著为正。

列（4）通过控制国家-年份固定效应来控制各经济体的双边、国别层面变量，结果依然稳健。就经济影响而言，列（4）中美国货币政策变量的系数为 0.1215，当美国货币政策变量变化一个标准差（2.1076）时，将导致其他经济体与美国之间的经济周期同步性变化 0.46（=0.1215×2.1076/0.5603）个标准差，经济影响较大。结合上述结果可知，美国货币政策宽松将造成其他经济体与美



国之间的经济周期同步性下降，反之，二者之间的经济周期同步性上升，假设1得证。

2.美国货币政策对其他经济体资本流入、经济增长的影响

如前文理论分析所述，美国货币政策变化将影响其他经济体的跨境资本流动和宏观经济运行，造成其他经济体与美国之间经济周期同步性发生变化。为进一步验证假设1，本部分检验美国货币政策对“各经济体来自美国的跨境证券投资占比”“各经济体实际经济增长率”的影响，结果如表4所示。列（1）被解释变量为来自美国的跨境证券投资占某一经济体吸引的总证券投资的比重。美国作为全球最大的对外证券投资国，其对外投资行为的变化对其他经济体的经济金融运行造成重要影响。当美国货币政策宽松，即变量USMP数值下降时，其他经济体能够获得更多来自美国的证券投资，冲击其宏观经济运行。列（2）检验结果发现，在宽松美国货币政策影响下，其他经济体的实际经济增长率提高，这也是造成其他经济体与美国之间经济周期同步性下降的重要原因。

（二）稳健性检验

第一，替换核心变量的检验结果如表5所示。列（1）中，将美国货币政策指标替换为联邦基金实际有效利率，将样本期扩展至2022年，美国货币政策的外溢效应依然显著为正。列（2）中，考虑到美国货币政策调整可能受全球经济状况影响，为增强美国货币政策指标的外生性，一些学者使用高频的美国三个月期联邦基金利率期货数据识别美联储议息会议前后期货价格变化，构建美国货币政策冲击外生指标，并进一步将这一

表3 美国货币政策与经济周期同步性

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
USMP	0.0250*** (0.0042)	0.0272*** (0.0044)	0.0318*** (0.0074)	0.1215*** (0.0149)
VIX	-0.4607*** (0.0338)	-0.4415*** (0.0335)	-0.5699*** (0.0558)	-0.0868** (0.0427)
Oil	-0.368*** (0.047)	-0.3608*** (0.0469)	-0.4737*** (0.0914)	-0.0828 (0.1072)
Tradelink		-0.3666 (0.224)	0.096 (0.3268)	
Finanlink		0.6126*** (0.1451)	0.5887*** (0.2235)	
Dexchange			0.0512** (0.0241)	
Mrate			-0.0101* (0.0058)	
Kaopen			-0.0428* (0.025)	
FD			-0.8161** (0.3304)	
WGI			0.0867* (0.0455)	
常数项	5.1184*** (0.4579)	4.8332*** (0.4611)	6.5968*** (0.843)	1.057 (1.2032)
观测值	4597	4597	2053	4597
调整后R <sup>2</sup>	0.1343	0.1381	0.1735	0.5811
国家固定效应	是	是	是	否
国家-年份固定效应	否	否	否	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是

注：（）内为聚类稳健标准误，\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。下同。

表4 美国货币政策与其他经济体的资本流入、经济增长

变量名	(1)	(2)
	来自美国的跨境 证券投资占比	各经济体实际经济 增长率
USMP	-0.0021*** (0.0005)	-0.1458** (0.0727)
观测值	4597	4597
调整后R <sup>2</sup>	0.8259	0.7903
控制变量	是	是
国家-年份固定效应	是	是
聚类稳健标准误	是	是



表5 替换核心变量检验结果

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	联邦基金实际有效利率	美国纯货币政策冲击	美国货币政策(HP滤波)	美国货币政策紧缩	经济周期同步性
USMP	0.1050*** (0.0134)	0.2787*** (0.0973)	0.1638*** (0.0175)	0.0996*** (0.0188)	0.1076** (0.0493)
观测值	4825	4026	4597	2028	4597
调整后R <sup>2</sup>	0.5750	0.6569	0.5839	0.8194	0.7528
控制变量	是	是	是	是	是
国家-年份固定效应	是	是	是	是	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是	是

外生冲击指标区分为纯货币政策冲击指标和货币政策信息披露冲击指标。据此,本部分使用Jarcinski (2020) 构建的2019年6月之前的美国纯货币政策冲击指标,替代基准回归中使用的美国影子利率指标,结果依然稳健,这也在很大程度上排除了基准检验中面临的潜在内生性问题。列(3)中,使用HP滤波法得到美国货币政策的变化周期变量,识别美国货币政策宽松和紧缩的转换。列(4)中,使用差分方法识别美国货币政策的紧缩时期,使用HP滤波和差分方法处理美国货币政策指标后,得到的结论与基准回归一致。列(5)中,参考Kalemli-Özcan et al. (2013) 的做法重新测算其他经济体与美国之间的经济周期同步性指标,即二者之间实际GDP增长率之差的绝对值的相反数,数值越大,说明二者之间的经济增速越接近,经济周期同步性越强。指标构建方法为:

$$\text{Synch}_{i,j,t} = -\left| (\ln Y_{i,t} - \ln Y_{i,t-1}) - (\ln Y_{j,t} - \ln Y_{j,t-1}) \right| \quad (5)$$

列(5)检验结果显示,美国货币政策变量的系数依然显著为正,说明本文的结论并未受经济周期同步性指标计算方式的影响,美国货币政策宽松将推动其他经济体与美国之间经济周期同步性下降,反之上升。

第二,排除特殊时期与分样本研究。2008年全球金融危机后,美国等发达经济体的货币政策进入了非传统货币政策区间,对全球经济的平稳运行造成冲击。对此,表6列(1)剔除了2008年全球金融危机和2020年新冠疫情两个极端样本期,结果未发生较大变化。列(2)和列(3)将样本划分为2008年全球金融危机之前和之后两个时期,美国货币政策外溢的影响在危机前后皆显著,说明在美国货币政策进入非传统货币政策区间后,对全球经济周期运行的影响依然显著。2020年新冠疫情暴发后,美国等发达经济体迅速实施了新一轮的量化宽松—量化紧缩货币政策,列(4)对新冠疫情时期样本进行检验,结果显示,美国货币政策变化依然对全球经济周期同步性产生显著影响。

列(5)和列(6)将全样本划分为发达经济体和新兴经济体,发现美国货币政策调整对样本中的发达经济体和新兴经济体产生了普遍影响,即使是发达经济体,由于与美国之间存在紧密的金融联系和贸易往来,在美国货币政策宽松或紧缩时期也受到全球流动性冲击,经济周期运行受到影响,而新兴经济体由于处于全球金融网络的边缘地带,受到美国货币政策变化的强烈影响。

第三,使用核心解释变量的滞后期。为排除潜在反向因果问题的影响,本部分将美国货币政策指标分别滞后1~4期、滞后8期,结果依然稳健<sup>①</sup>。

第四,排除特定国家样本。首先,排除中国这一超大规模经济体的影响。其次,排除中国、日本、德国这三个经济体量排名靠前、长期与美国保持密切经贸往来的经济体的影响。最后,排除加

<sup>①</sup>篇幅所限,滞后核心解释变量和排除特定国家样本的检验结果未予以列示,感兴趣的读者可向作者索取。

表6 排除危机时期与分样本研究

变量名	(1) 排除极端时期	(2) 2008年之前	(3) 2008年之后	(4) 新冠疫情时期	(5) 发达经济体	(6) 新兴经济体
USMP	0.1189*** (0.0140)	0.0851*** (0.0165)	0.1580*** (0.0253)	0.5656*** (0.1316)	0.1153*** (0.0163)	0.1314*** (0.0279)
观测值	4149	1389	2988	456	2604	1993
调整后R <sup>2</sup>	0.6161	0.6102	0.5782	0.4036	0.5332	0.602
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家-年份固定效应	是	是	是	是	是	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是	是	是

拿大和墨西哥这两个北美自贸区国家的影响，结果依然稳健。

（三）全球金融网络地位的影响

首先，本部分通过分样本研究，初步验证了各经济体在全球金融网络中所处地位高低会影响其应对美国货币政策外溢的能力。表7展示了美国货币政策对各经济体与美国之间经济周期同步性的影响。列（1）和列（2）分别使用英国和日本样本，这两个传统发达经济体拥有较为成熟和高度开放的金融市场，在全球金融网络中占据重要地位，能够较好地应对美国货币政策冲击。这也说明了一国在全球金融网络中占据优势地位的重要性。列（3）和列（4）为全球金融网络中地位较为靠前的两个发达经济体（德国和加拿大）样本，美国货币政策调整对这两个国家产生了显著的溢出效应，说明这两个国家在全球金融网络中所处的地位已无法很好地抵御美国货币政策冲击，其经济周期运行会受美国货币政策影响。列（5）使用中国样本，中国虽为新兴经济体，但由于具有超大经济规模优势能够保持自身经济政策的独立性，从而能够有效应对美国货币政策对其经济周期运行的影响。列（6）和列（7）为俄罗斯和墨西哥这两个重要的新兴经济体样本，不论是资源大国俄罗斯还是北美自贸区成员墨西哥，作为全球金融网络的边缘经济体，都会受到美国货币政策的显著影响，经济周期运行的独立性相对较弱。

表7 美国货币政策对各经济体经济周期运行的影响

变量名	(1) 英国	(2) 日本	(3) 德国	(4) 加拿大	(5) 中国	(6) 俄罗斯	(7) 墨西哥
USMP	0.0646 (0.0485)	0.0404 (0.0616)	0.0975** (0.0464)	0.0788** (0.0351)	-0.1003 (0.1409)	0.1933* (0.0990)	0.0921** (0.0446)
观测值	84	84	84	84	84	84	84
调整后R <sup>2</sup>	0.4893	0.4200	0.5573	0.5343	0.7970	0.5512	0.3703
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
国家-年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是	是	是	是

上述结论初步证明了各经济体在全球金融网络中所处地位的重要性，全球金融网络中核心区域的发达经济体能够较好地抵御美国货币政策冲击，较外围的发达经济体即使拥有较强的经济实力依然无法完全抵御美国货币政策的影响，处于边缘地带的新兴经济体更是深受美国货币政策冲击影响。中国虽尚未成为全球金融网络的核心国家，但凭借超大经济规模优势能够保持自身经济周期运行独立性，为宏观经济政策实施和宏观经济运行留出空间。

随后，进一步构建全球证券资本流动网络，检验各经济体在全球金融网络中所处地位的影响。

本部分检验结果如表8所示。分别计算各经济体在全球债券资本流动网络、全球股票资本流动网络和全球证券（债券和股票之和）资本流动网络中的地位指数，并得到各经济体在金融网络中的排名顺序。

列（1）—列（3）中，将各经济体在全球金融网络中的地位指标与美国货币政策指标相乘，以各经济体在全球债券网络、股票网络和证券网络中的节点加权重中心性指标衡量其在全球金融网络中的地位，与美国货币政策变量的交互项系数皆显著为负。这说明，一国在全球金融网络中所处地位越高，对美国货币政策溢出效应的抵御能力越强，本国经济周期的独立性越强。反之，处于全球金融网络边缘地位的新兴经济体和发展中国家受美国货币政策的外溢影响较强，本国经济周期运行的独立性较弱。这一结论从金融视角解释了美国货币政策对各国宏观经济运行的影响，随着全球金融网络的日趋复杂，美国等核心国家对边缘经济体宏观经济的影响也随之增强。

列（4）—列（6）中，将各经济体在全球金融网络中的地位进行排序，一国的金融网络地位越高，数值越大，使用排序数值指标代替各经济体实际的全球金融网络地位指标，并与美国货币政策变量相乘，交互项系数显著为负，进一步验证了本文结果的稳健性。

表8 全球金融网络地位的影响

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	网络地位指数			网络地位排名		
	债券网络	股票网络	证券网络	债券网络	股票网络	证券网络
USMP	0.1246*** (0.0153)	0.1227*** (0.0148)	0.1272*** (0.0158)	0.2235*** (0.0435)	0.2180*** (0.0447)	0.2180*** (0.0447)
Location	5.3001 (6.8992)	-2.3759 (3.3484)	5.3090 (6.8994)	-0.1711 (0.2033)	-0.1308 (0.2056)	-0.1308 (0.2056)
USMP×Location	-0.0193** (0.0086)	-0.0161** (0.0070)	-0.0190** (0.0083)	-0.0008*** (0.0003)	-0.0008*** (0.0003)	-0.0008*** (0.0003)
观测值	4589	4597	4597	4589	4597	4597
调整后R <sup>2</sup>	0.5834	0.5828	0.5827	0.5836	0.5827	0.5827
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家-年份固定效应	是	是	是	是	是	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是	是	是

#### （四）各经济体制度特征的影响

第一，各经济体金融发展水平的影响。当金融发展水平较低时，一国遭遇外部资本涌入后，大量资本会配置到本国的低效率部门，加剧本国经济发展的脆弱性，脆弱的金融体系难以抵御全球性经济金融冲击的影响。随着金融发展水平的提高，资本要素能够优化配置，本国经济运行将更具韧性。对于各经济体金融机构和金融市场发展情况，IMF提供了具有可比性的各国金融发展水平指标，包括各国的金融机构发展和金融市场发展两个子指标，从深度、可得性和效率三个方面加以衡量，涉及股票、债券等各主要金融部门的发展水平。本部分使用每年各经济体金融发展水平指标的中位数，将样本分为高金融发展水平和低金融发展水平两组，分析金融发展水平对各经济体应对美国货币政策溢出效应的影响。检验结果如表9所示。

列（1）和列（2）为全球债券资本流动网络中，各经济体金融发展水平的影响，只有对金融发展水平较高的经济体而言，全球金融网络地位的提升才能帮助其更有效地抵御美国货币政策冲击。一国如果在金融发展尚不成熟的情况下盲目开放资本账户，将造成境外资本大幅涌入，表面上该国的全球金融网络地位上升，但实际上在应对外部冲击时，其经济体系将更加脆弱。1997年亚洲金融



表 9 各经济体金融发展的影响

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债券网络		股票网络		证券网络	
	高金融	低金融	高金融	低金融	高金融	低金融
USMP	0.1530*** (0.0217)	0.0911*** (0.0346)	0.1493*** (0.0209)	0.0781** (0.0330)	0.1572*** (0.0225)	0.0965*** (0.0312)
Location	0.1353 (0.1178)	6.2621 (6.919)	0.1334 (0.1218)	-2.8012 (3.3616)	0.1353 (0.1178)	6.2544 (6.9186)
USMP×Location	-0.0282*** (0.0085)	-0.0266 (0.0212)	-0.0225*** (0.0081)	-0.0255* (0.0145)	-0.0282*** (0.0085)	-0.0254 (0.0195)
观测值	2416	2089	2416	2097	2416	2097
调整后 R <sup>2</sup>	0.5962	0.5733	0.5956	0.5729	0.5962	0.5722
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家-年份固定效应	是	是	是	是	是	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是	是	是

危机爆发后，泰国等东南亚国家遭遇的资本大幅外逃、外汇储备耗尽、经济持续低迷便是典型案例。列（3）和列（4）是全球股票资本流动网络中各经济体金融发展水平的影响，列（5）和列（6）是全球证券资本流动网络中各经济体金融发展水平的影响，其结果都表明，一国在金融发展水平较高时，推动自身在全球金融网络中所处地位提升，能够有效应对美国货币政策冲击。上述结果也体现出中国建设“金融强国”的重要意义，建设强大的金融机构和金融市场是中国实现金融高水平对外开放的重要前提，也是中国不断提升在全球金融网络中所处地位的重要基础。

第二，各经济体政府治理水平的影响。一国政府治理水平提升对于优化营商环境、推动资源有效配置具有重要意义。世界银行提供了衡量一国政府治理水平的六大指标，包括公众参与、政治稳定、政府效率、监管质量、法律规则及腐败控制，本文提取这六项指标的主成分，得到各经济体的

表 10 各经济体治理水平的影响

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债券网络		股票网络		证券网络	
	高治理水平	低治理水平	高治理水平	低治理水平	高治理水平	低治理水平
USMP	0.1536*** (0.0351)	0.1173*** (0.0303)	0.1400*** (0.0320)	0.1141*** (0.0305)	0.1574*** (0.0365)	0.1191*** (0.0300)
Location	0.0823 (0.5611)	-0.1211 (0.2903)	0.0237 (0.2068)	0.1725 (0.1762)	0.0823 (0.5611)	-0.1220 (0.2887)
USMP×Location	-0.0256** (0.0125)	-0.0123 (0.0186)	-0.0169 (0.0107)	-0.0147 (0.0133)	-0.0256** (0.0125)	-0.0126 (0.0170)
观测值	2320	1997	2320	2005	2320	2005
调整后 R <sup>2</sup>	0.5298	0.6034	0.5292	0.6025	0.5298	0.6022
控制变量	是	是	是	是	是	是
国家-年份固定效应	是	是	是	是	是	是
聚类稳健标准误	是	是	是	是	是	是

政府治理水平指标，同样使用每年各经济体政府治理水平指标的中位数，将样本区分为高治理水平和低治理水平两组。结果如表 10 所示，列（1）和列（2）为债券资本流动网络，在一国政府治理水平较高的情况下，提升自身全球金融网络地位能够有效缓解美国货币政策冲击。列（3）和列（4）为股票资本流动网络，对于短期易变的资本流动来说，单独提高政府治理水平对缓解美国货币政策冲击的作用不明显，此时还需注重金融发展，全面提升经济金融体系韧性，才能更好地推进金融开放、有效利用跨境资本，缓解外部金融冲击。

第三，资本账户开放的影响。基于“三元悖论”理论，本部分探讨各经济体在推动资本账户开放过程中保持货币政策独立性的重要意义。在面对核心国家货币政策变化时，若能保持货币政策独立性，针对本国国内宏观经济环境变化实施货币政策，则能够更好地应对外部冲击。对此，本部分按每年各经济体资本账户开放度的中位数，将样本分为高资本账户开放和低资本账户开放两组。使用各经济体政策利率对美国货币政策、全球风险情绪、全球原油价格三大全球经济变量做回归，将得到的残差项 *Independ* 视为各经济体独立于全球性因素实施的货币政策（谭小芬等，2019），并与美国货币政策相乘，根据交互项系数分析在不同的资本账户开放度下货币政策独立性的影响。

结果如表 11 所示，对于高资本账户开放度的经济体而言，保持更强的货币政策独立性应对美国货币政策冲击的能力更强。这也验证了“三元悖论”理论的有效性，说明即使在全球金融网络日益复杂的背景下，面临跨境资本流动冲击时，一国仍能获得货币政策独立性，并未完全变为“二元悖论”。当然，一国的资本账户开放取决于国内金融发展水平和经济运行状况，若本国的金融发展水平较低、金融基础设施尚不完善，盲目推进资本账户开放只会适得其反，加剧本国金融体系脆弱性。

表 11 资本账户开放与货币政策独立性

变量名	(1)	(2)
	高资本账户开放	低资本账户开放
USMP	0.3835*** (0.1287)	0.7521*** (0.1224)
Independ	0.6953*** (0.2682)	1.2441*** (0.2355)
USMP×Independ	-0.0117** (0.0050)	-0.0036 (0.0046)
观测值	639	1328
调整后 R <sup>2</sup>	0.7040	0.6057
控制变量	是	是
国家-年份固定效应	是	是
聚类稳健标准误	是	是

四、结论与启示

本文选取 2001—2021 年 59 个经济体样本，实证检验了美国货币政策对其他经济体与美国之间经济周期同步性的影响，并在“中心—外围”理论下分析各经济体在全球金融网络中所处地位的作用。结果发现，美国货币政策宽松将造成其他经济体与美国之间的经济周期同步性下降，反之，二者之间的经济周期同步性上升。基于全球金融网络的“中心—外围”视角，进一步分析各经济体所处的网络地位对其应对美国货币政策冲击的作用。通过构建全球股票、债券资本流动网络发现，美国是全球金融网络的核心国家，其货币政策对金融网络边缘经济体的经济周期运行产生强烈的溢出效应。进一步研究表明，一国可以通过提升金融发展水平和政府治理水平增强应对美国货币政策外溢效应的能力。一国在推动资本账户开放过程中保持货币政策独立性，也能更好地应对美国货币政

策冲击。

本文的研究结果印证了美国作为全球金融网络核心国家,能够利用其金融结构性权力,通过实施非常规货币政策将本国经济复苏成本转嫁给其他经济体的观点。美国货币政策“宽松—紧缩”周期会显著影响其他经济体的经济周期运行,且影响程度随该国所处全球金融网络地位不同而有所差异。美国货币政策转向引发的全球流动性剧烈波动,已成为扰动全球金融稳定和经济发展的关键风险源,各国亟须高度警惕。新兴经济体通过金融开放提升本国在全球金融网络中的地位,有助于增强应对美国货币政策冲击的能力,但开放的根基必须是强大的国内金融机构、金融市场及由此组成的金融体系。此外,在推动金融开放过程中须高度重视货币政策独立性。拥有货币政策独立性才能有效地将外部资本和市场机遇转化为发展动能,切实增强应对美国货币政策冲击的能力。对中国而言,超大规模经济体量提供了相对独立于美国经济周期运行的空间,也为中国的金融开放提供了更稳妥的渐进式推进条件。中国在推动金融开放过程中应始终坚持基于本国发展状况,审慎权衡国内外宏观经济、政治形势,依托国内经济实力,在构建具备深度与韧性的国内金融市场和金融机构的基础上,稳步推动建设强大的货币体系、提升国际金融网络地位。这一进程将实质性地提升中国在全球金融体系中的地位,并为人民币国际化开辟更顺畅的通道。

(责任编辑:张程)

#### 参考文献:

- [1] 陈卫东,王有鑫.全球流动性、通胀与金融资产价格互动演变逻辑:理论框架和经验分析[J].国际金融研究,2022(6):3-20
- [2] 董文华,谭小芬,朱菲菲,李兴申.美国货币政策会影响其他经济体贷款者的风险承担吗?——基于全球辛迪加贷款市场的研究[J].金融研究,2023(3):57-73
- [3] 苟琴,李兴申,谭小芬,张石昌.新兴经济体资本管制的经济周期同步性外溢效应研究[J].国际金融研究,2025(2):27-37
- [4] 劳尔·普雷维什著,苏振兴、袁兴昌译.外围资本主义——危机与改造[M].上海:商务印书馆,2015
- [5] 李晓,裴祥宇.中美经济脱钩演进及其测度研究——兼论中美经济联系的新变化及其对中国经济的影响[J].世界经济研究,2015(11):3-11+39+127
- [6] 李兴申,谭小芬,苟琴.全球金融冲击、网络关联性特征与银行跨境资本流入[J].国际金融研究,2023(11):53-62
- [7] 刘子雨,李兴申.全球经济不确定性、非银行金融机构与信贷风险溢价[J].财贸经济,2025(2):87-102
- [8] 马克思,恩格斯.马克思恩格斯文集(第2卷)[M].北京:人民出版社,2009
- [9] 彭斯达,陈继勇.中美经济周期的协动性研究:基于多宏观经济指标的综合考察[J].世界经济,2009(2):37-45
- [10] 沈军,霍洁怡,江美霓.金融投资和贸易地位影响国际金融权力吗?——基于网络中心性与货币权力的延伸分析[J].国际金融研究,2022(5):23-33
- [11] 苏珊·斯特兰奇著,杨宇光等译.国家与市场[M].上海:上海人民出版社
- [12] 谭小芬,李源,苟琴.美国货币政策推升了新兴市场国家非金融企业杠杆率吗?[J].金融研究,2019(8):38-57
- [13] 谭小芬,邵涵.美国货币政策对新兴市场国家的溢出效应:资本流动视角[J].经济社会体制比较,2020(6):26-37
- [14] 王伟,杨娇辉,汪玲.国家风险如何影响双边债券类国际资产组合投资[J].经济学(季刊),2019(1):71-98
- [15] 伊曼纽尔·沃勒斯坦著,郭方、刘新成、张文刚译.现代世界体系(第一卷)[M].北京:社会科学文献出版社,2013



- [16] 张宇, 蔡万煊. 马克思主义金融资本理论及其在当代的发展[J]. 马克思主义与现实, 2010 (6): 101–106
- [17] Anaya P, Hachula M, Offermanns C J. Spillovers of US Unconventional Monetary Policy to Emerging Markets: The Role of Capital Flows[J]. Journal of International Money and Finance, 2017, 73: 275–295
- [18] Arbatli-Saxegaard E C, Furceri D, Dominguez P G, Ostry J D, Peiris S J. Spillovers from US Monetary Policy: Role of Policy Drivers and Cyclical Conditions[J]. Journal of International Money and Finance, 2024, 143: 103053
- [19] Avdjiev S, Takats E. Monetary Policy Spillovers and Currency Networks in Cross-Border Bank Lending: Lessons from the 2013 Fed Taper Tantrum[J]. Review of Finance, 2019, 23 (5): 993–1029
- [20] Bruno V, Shin H S. Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy[J]. Journal of Monetary Economics, 2015, 71: 119–132
- [21] Camara S. Spillovers of US Interest Rates: Monetary Policy & Information Effects[J]. Journal of International Economics, 2025, 154: 104059
- [22] Cerqueira P A, Martins R. Measuring the Determinants of Business Cycle Synchronization Using a Panel Approach [J]. Economics Letters, 2009, 102 (2): 106–108
- [23] Chinn M D, Ito H. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions[J]. Journal of Development Economics, 2006, 81 (1): 163–192
- [24] Duval R, Li N, Saraf R, Seneviratne D. Value-Added Trade and Business Cycle Synchronization[J]. Journal of International Economics, 2016, 99: 251–262
- [25] Eboli M. Financial Applications of Flow Network Theory[J]. Dynamic Modeling of Economic & Social Systems, 2013, 448: 21–29
- [26] Giudici P, Spelta A. Graphical Network Models for International Financial Flows[J]. Journal of Business & Economic Statistics, 2016, 34 (1): 128–138
- [27] Ikeda D, Li S, Mavroidis S, Zanetti F. Testing the Effectiveness of Unconventional Monetary Policy in Japan and the United States[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2024, 16 (2): 250–86
- [28] Jarocinski M. Estimating the Fed's Unconventional Policy Shocks[J]. Journal of Monetary Economics, 2024, 144: 103548
- [29] Jarocinski M, Karadi P. Deconstructing Monetary Policy Surprises—The Role of Information Shocks[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2020, 12 (2): 1–43
- [30] Kalemli-Özcan S, Elias P, Fabrizio P. Global Banks and Crisis Transmission[J]. Journal of International Economics, 2013, 89 (2): 495–510
- [31] Kalemli-Özcan S. U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers[R]. NBER Working Paper, 2019, No. 26297
- [32] Langley P. Assets and Assetization in Financialized Capitalism[J]. Review of International Political Economy, 2021, 28 (2): 382–393
- [33] Lee H H, Park C Y, Pyun J H. International Business Cycle Synchronization: A Synthetic Assessment[J]. Japan & The World Economy, 2024, 69: 101239
- [34] Marianne B, Michael K A. Determinants of Business Cycle Comovement: A Robust Analysis[J]. Journal of Monetary Economics, 2005, 52 (1): 113–157
- [35] Mehrotra A, Moessner R, Shu C. Interest Rate Spillovers from the United States: Expectations, Term Premia and Macro-Financial Vulnerabilities[R]. BIS Working Paper, 2019, No 814
- [36] Mercado Jr R, Noviantie S. Financial Flows Centrality: Empirical Evidence Using Bilateral Capital Flows[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2020, 69: 101255
- [37] Miranda-Agrippino S, Rey H. US Monetary Policy and the Global Financial Cycle[J]. The Review of Economic Studies, 2020, 87 (6): 2754–2776
- [38] Sviryzdenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development[R]. IMF Working Paper, 2016, No. 2016/005

## The US Monetary Policy and Economic Cycle Synchronization: An Analysis Based on the Perspective of the Status of Global Financial Networks

Li Xingshen<sup>1</sup>, Li Xichen<sup>1</sup> and Zhou Peng<sup>2</sup>

(1. School of Economics, Capital University of Economics and Business; 2. China International Capital Corporation Limited)

**Summary:** Since the 1970s, with the relaxation of global financial regulations, the innovation of financial product, and the development of information technology, the process of financial globalization has advanced rapidly. Currently, the global financial system exhibits an increasingly complex “core-periphery” network structure, with the US as its center. Changes in the US monetary policy profoundly affect the macroeconomic performance of other countries. This paper systematically examines the impact of changes in the US monetary policy changes on the synchronization of economic cycles between other economies and the US, exploring the role played by each economy’s position within the global financial network amid its growing complexity.

The study finds, firstly, an accommodative the US monetary policy reduces economic cycle synchronization between other economies and the US, while a tightening policy increases it. Secondly, using a “core-periphery” perspective of the global financial network, the paper further analyzes how an economy’s position within the network influences its resilience to withstand the US monetary policy shocks. By constructing global bond and equity capital flow networks, the study identifies the US as the core of the global financial network, with its monetary policy exerting stronger spillover effects on peripheral economies. Additional findings suggest that enhancing financial development and governance can improve a country’s ability to absorb such shocks. Maintaining monetary policy independence while advancing capital account liberalization can also help economies better cope with fluctuations in the US monetary policy.

The marginal contributions of this paper are twofold, firstly, in terms of perspective, it investigates the underlying factors affecting the synchronization of economic cycles between other economies and the US namely, the influence of the US monetary policy. Previous studies on business cycle transmission or spillovers from core countries mainly focused on trade or financial linkages, whereas this paper directly examines how the US monetary policy—central to global liquidity and economic flows—shapes international business cycle synchronization. Secondly, regarding transmission mechanisms, while earlier research emphasized bilateral trade and financial links, this study, set against the backdrop of an increasingly networked global financial system, highlights the significance of an economy’s position within the global financial network. It finds that greater network centrality strengthens resilience to the US monetary shocks, thereby validating the “core-periphery” theory in international economics and enriching the literature on risk spillovers in global financial networks.

The findings illustrate how the US, as the core of the global financial network, leverages its structural financial power to externalize the costs of domestic economic recovery onto other economies through unconventional monetary policy. For China, its massive economic scale provides space for relatively independent operation from the US economic cycles and supports a more measured approach to financial liberalization. As a responsible major developing country, China should prioritize its own national conditions and prudently balance domestic and external macroeconomic conditions while advancing financial openness.

**Keywords:** the US Monetary Policy; Global Financial Networks; Economic Cycles; Cross-Border Capital Flows

**JEL Classification:** E32, E52, F21