

两次美联储“放水”的中国 外汇政策应对比较研究

增加汇率弹性是外汇政策基本方向，为货币政策坚持“以我为主”提供了体制保障。由于内外部不确定性较多，未来国内货币政策自主空间一定程度上取决于我们对人民币汇率波动的容忍度。

- 上一次美联储“放水”之后，中国政府以增加外汇储备的方式缓解人民币升值压力，同时出台了多项“控流入”“扩流出”政策。这些措施减缓了人民币过快升值对实体经济的冲击，但损害了货币政策独立性，前期升值预期驱动资本持续流入，外汇形势逆转之后触发资本集中流出。
- 这一次美联储“放水”之后，中国政府采取以价格出清为主、数量出清为辅的外汇政策组合：增加汇率弹性+控制资本流入+鼓励资本流出。由于人民币升值压力及时释放，民间部门没有积累大规模货币错配。这是 2022 年 3 月以来外汇形势逆转，但没有重现市场恐慌的重要微观基础。
- 维护物价稳定和金融稳定是央行主要职责，汇率又是影响物价稳定和金融稳定的重要变量。从物价稳定角度看，人民币名义有效汇率指数上涨，有助于降低进口价格，但传递效应总体趋弱。从金融稳定角度看，2018 年前后，跨境资本流动、外汇贷存比、市场结售汇意愿、人民币汇率预期等指标与外汇市场压力指数关系发生明显变化，波动性大幅收敛，金融稳定性增强。
- 迄今为止，2022 年 3 月以来的人民币汇率快速调整，没有影响国内物价和金融稳定，不是货币政策掣肘。相反，汇率弹性增加，为货币政策坚持“以我为主”提供了体制保障。未来国内货币政策的自主空间，一定程度上取决于我们对于人民币汇率波动的容忍度，尤其在坏的情形下。

风险提示：地缘政治局势超预期，美联储货币紧缩超预期，国内经济恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

目录

研究背景.....	4
一、上一次美联储“放水”的外汇政策应对.....	5
次贷危机之后，美联储多次降息并且开启量宽	5
中国以增加外汇储备方式减缓升值对经济冲击	5
货币政策独立性受损，遭遇跨境资本大进大出	6
二、这一次美联储“放水”的外汇政策应对.....	8
全球疫情暴发之后，美联储政策刺激力度空前	8
中国外汇政策以价格出清为主，数量出清为辅	8
出口商受冲击较大，但货币错配风险并未加重	9
三、两次应对对中国物价稳定的影响比较	11
人民币多边汇率对进口商品价格影响大于 CPI	11
人民币多边汇率对进口商品价格影响明显减弱	12
四、两次应对对中国金融稳定的影响比较	14
外汇市场压力吸收方式由储备增减转为汇率涨跌	14
金融稳定相关指标与外汇市场压力指数关系减弱	15
五、主要结论和政策建议.....	17

图表目录

图表 1. 次贷危机之后美联储货币政策主要节点.....	5
图表 2. 金融危机之后中国外汇政策梳理.....	6
图表 3. 基础货币与外汇占款.....	7
图表 4. 金融机构外汇存款与外汇贷款.....	7
图表 5. 线上资本项目构成情况.....	7
图表 6. 民间部门对外净负债规模及占 GDP 比重.....	7
图表 7. 全球疫情暴发以来美联储货币政策主要节点.....	8
图表 8. 新冠疫情之后中国外汇政策梳理.....	9
图表 9. 民间部门对外净负债规模变动情况.....	9
图表 10. 境内外汇供求总体保持顺差.....	9
图表 11. 2020 年以来中国季度国际收支情况（单位：亿美元）.....	10
图表 12. 变量及数据来源说明.....	11
图表 13. 回归结果.....	11
图表 14. 人民币汇率指数对进口价格和 CPI 的传递效应.....	12
图表 15. 人民币汇率指数传递系数与人民币国际化进展.....	12
图表 16. 人民币汇率指数传递系数与中国进口份额.....	13
图表 17. 人民币汇率指数传递系数与国内通胀环境.....	13
图表 18. 中国外汇市场压力指数变化情况.....	14
图表 19. 中国外汇市场压力指数构成情况.....	14
图表 20. 主要指标情况说明.....	15
图表 21. 外汇市场压力指数与主要指标变化情况（单位：亿美元，%）.....	16

研究背景

2020 年央行发布的《中国人民银行法》（修订草案征求意见稿）明确了“货币政策+宏观审慎政策”双支柱调控框架，指出货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长；宏观审慎政策目标是防范系统性金融风险的顺周期积累，以及跨机构、跨行业和跨市场传染，以维护金融体系的健康与稳定。

2022 年 10 月，国际货币基金组织（IMF）指出，汇率灵活性有助于各国调整货币政策收紧步伐的差异，如果汇率变动阻碍了中央银行货币政策的传导机制和/或产生了更广泛的金融稳定风险，则可以使用外汇干预措施，此类干预措施应成为 IMF 综合政策框架中规定的解决脆弱性的综合方法的一部分。其言外之意是，政府对汇率的日常波动要善意忽视，而当汇率变化影响了物价或金融稳定时，可以进行干预。

2008 年国际金融危机之后以及 2020 年全球新冠疫情爆发之后，美联储均采取了大规模刺激政策。相同的是，美联储两次“放水”之后，人民币汇率都出现了较长时间的升值。但中国采取的外汇政策和政策效果存在明显差异。为了更好地理解中国外汇政策，我们首先将两次美联储“放水”之后中国外汇政策的出台过程以及政策效果进行对比分析，其次研究人民币汇率对物价稳定和金融稳定的影响，最后基于分析结果提出政策建议。

一、上一次美联储“放水”的外汇政策应对

次贷危机之后，美联储多次降息并且开启量宽

2007年美国爆发次贷危机，次年演变为全球金融危机。为应对危机冲击，美联储自2007年9月开始连续10次降息，累计降息500bp，2008年底联邦基金利率目标区间触及零下限。美联储开始转为实行非常规货币政策，于2008年11月、2010年11月、2012年9月先后启动三轮量化宽松（QE）。2013年5月，伯南克在国会听证会宣布年底量宽退出。2014年1月正式开始缩减购债，2015年12月启动加息，2017年10月启动缩表（见图表1）。期间，美联储资产负债表规模从2.1万亿美元最多升至4.5万亿美元，导致全球美元流动性泛滥。

图表 1. 次贷危机之后美联储货币政策主要节点

时间	操作	具体内容
2007.09	启动降息	2007年9月FOMC会议宣布将联邦基金利率目标范围下调50bp至4.5%-4.75%，此后连续降息9次，直至2008年12月16日联邦基金利率目标范围降至0-0.25%
2008.11	启动QE1	2008年11月25日美联储宣布购买1000亿美元机构债和5000亿美元MBS，2009年3月FOMC会议宣布将机构债和MBS购买规模分别增加1000亿美元、7500亿美元，并宣布购买3000亿美元美债，2010年3月会议宣布当月将完成资产购买计划
2010.11	启动QE2	2010年11月FOMC会议宣布在2011年二季度末之前再购买6000亿美元美债，2011年6月会议宣布将在当月底完成美债购买
2012.09	启动QE3	2012年9月FOMC会议宣布每月额外购买400亿美元MBS，2014年10月会议宣布当月结束资产购买计划
2014.01	启动缩减购债	2013年12月FOMC会议宣布从2014年1月开始适当放缓资产购买步伐
2015.12	启动加息	宣布将联邦基金利率目标范围上调25bp至0.25%-0.5%
2017.10	启动缩表	2017年6月美联储发布《政策正常化原则和计划附录》，2017年9月FOMC会议声明宣布将在10月启动资产负债表正常化计划

资料来源：美联储，中银证券

中国以增加外汇储备方式减缓升值对经济冲击

2008年底全球金融海啸爆发后，中国经济遭受了严重冲击，资本项目（含净误差与遗漏，下同）转为逆差，人民币汇率也开始重新主动收窄兑美元的波幅。随着各国集体刺激，金融危机影响快速消退，经济V型反弹，国际资本开始回流中国，2009年二季度至2014年一季度，中国资本项目在大多数时间均保持顺差。国际收支“双顺差”导致境内外汇供给明显增多。2010年6月中国央行宣布重启汇改，之后人民币汇率延续“7.21”汇改后的升值态势。但中国政府担心人民币过快升值会打击中国出口，进而影响就业和社会稳定，因此选择以数量出清代替价格出清。

2010年至2014年，政府出台了多项“控流入”“扩流出”政策，包括加强银行结售汇头寸管理、允许出口收入存放境外、鼓励和引导民营企业开展境外投资等。但由于资本流入往往与利用外资和出口贸易相关性较强，在“宽进严出”的资本流动管理体制下，“控流入”政策实施起来投鼠忌器，而“扩流出”则犹豫不决。尽管早在2006年底中央经济工作会议就做出我国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为贸易顺差过大、外汇储备增长过快的重要判断，但为了达到数量出清效果，央行不得不在外汇市场买入外汇，导致外汇储备余额从2006年的1万亿美元最高升至2014年6月份的近4万亿美元（见图表2）。

图表 2. 金融危机之后中国外汇政策梳理

政策工具	主要内容
汇率政策	2008 年 9 月全球金融海啸爆发后，中国政府强调信心比黄金重要，主动收窄人民币兑美元汇率波幅至 6.80~6.84 比 1。 2010 年 6 月 19 日，央行宣布重启汇改，人民币开始小幅渐进升值。
外汇干预	以增加外汇储备方式减缓人民币升值速度。2014 年 6 月末，中国外汇储备余额接近 4 万亿美元，较 2008 年底增加了 2 万亿美元，其中交易引起的外汇储备资产累计增加 1.9 万亿美元。
资本管制	控流入 2010 年 11 月，外汇局通知要求，对银行按照收付实现制原则计算的头寸余额实行下限管理（调控远期结汇）；严格金融机构短期外债指标和对外担保余额管理，加强对外商投资企业境外投资者出资的管理，加强境外上市募集资金调回结汇的真实性审核等。 2011 年 3 月，外汇局通知要求，进一步调整收付实现制头寸余额为负数的银行的下限，调减境内机构、银行短期外债指标规模等。 2013 年 5 月，外汇局通知要求，将商业银行的外汇贷存比与银行结售汇综合头寸下限挂钩，以抑制外汇贷款过快增长。 2013 年 12 月，外汇局通知要求，强化银行对贸易融资真实性的内控督导，加大对违规银行和企业的惩罚力度。
	扩流出 2010 年 10 月，外汇局开展出口收入存放境外政策试点，并自次年 1 月 1 日起在全国范围内推广。 2012 年 6 月，发改委等 13 部门联合发文，提出鼓励和引导民营企业开展境外投资的 18 条措施。 2013 年 10 月，外汇局在上海推出合格境内有限合伙（QDLP）试点。 2014 年 9 月，商务部发布新修订的《境外投资管理办法》，提升境外投资便利化水平。 2014 年 11 月，央行推出人民币合格境内机构投资者（RQDII）制度。 2014 年 12 月，外汇局在深圳推出合格境内投资企业（QDIE）试点。

资料来源：中国政府网，中国人民银行，国家外汇管理局，中银证券

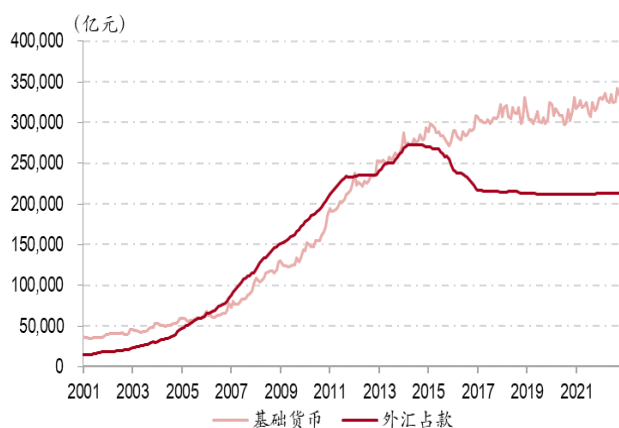
货币政策独立性受损，遭遇跨境资本大进大出

上述外汇政策确实减缓了人民币过快升值对实体经济的冲击，但随之而来的负面影响不容忽视。一是，外汇干预导致货币政策独立性受损。央行持续大规模的外汇市场干预导致外汇占款明显上升，成为基础货币的主要投放渠道。而为了降低货币投放压力，缓解信贷膨胀和资产泡沫风险，央行不得不进行大规模的冲销干预，包括滚动发行央票、多次提高法定存款准备金率、要求商业银行使用外汇缴纳准备金等。不过，这些措施并没有充分对冲央行资产负债表扩张本身带来的影响，外汇占款一度占到央行总资产的 80% 以上，2013 年央行外汇占款增加额超过了同期基础货币增加额（见图表 3）。

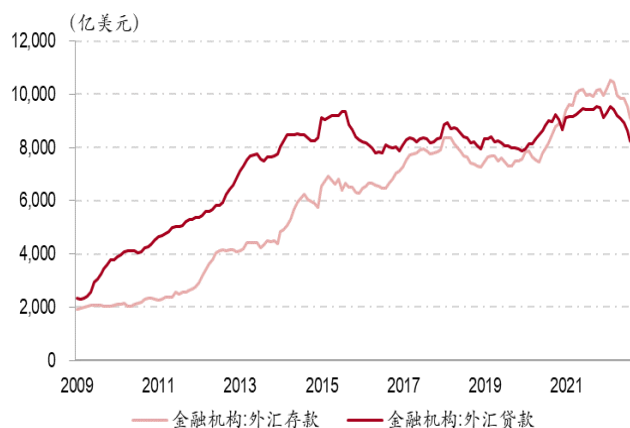
二是，人民币升值预期吸引资本持续流入。2005 年“7.21”汇改之后，人民币没有一次性大幅升值，而是开始小步快走、渐进升值。由于价格没有及时出清，因此市场主体均存在较强的人民币升值预期。一方面，这促使国内企业积极开展“资产本币化、负债外币化”操作（见图表 4）；另一方面，也吸引了大量国际资本流入中国（见图表 5），享受中国经济增长红利以及利差、汇差、资产价差收益，人民币一度成为全球最佳利差交易货币。截至 2015 年 6 月末，中国民间部门对外净负债升至 2.4 万亿美元，相当于同期年化名义 GDP 的 21.8%（见图表 6），而且市场主体对于这部分货币错配大都没有进行汇率风险对冲。

三是，外汇形势逆转触发资本大量流出。2014 年中，境内外汇形势发生逆转，外汇供求开始转为持续逆差（银行即远期结售汇逆差在 2015 年 9 月高达 1048 亿美元），收盘价相对于中间价自年底转为偏贬值方向，12 月份起日均偏离程度在 1% 以上。从国际收支账户看，外来其他投资流入额自 2014 年中开始率先减少，外来证券投资自 2015 年开始减少直至转为净流出，同时对外证券投资和对外直接投资明显增加。因此，民间部门对外净负债规模自 2015 年三季度开始快速下降，2017 年底降至 1.2 万亿美元，降幅高达 51%，期间伴随着“资本外流-储备下降-汇率贬值”的高烈度资本流动冲击（见图表 6）。

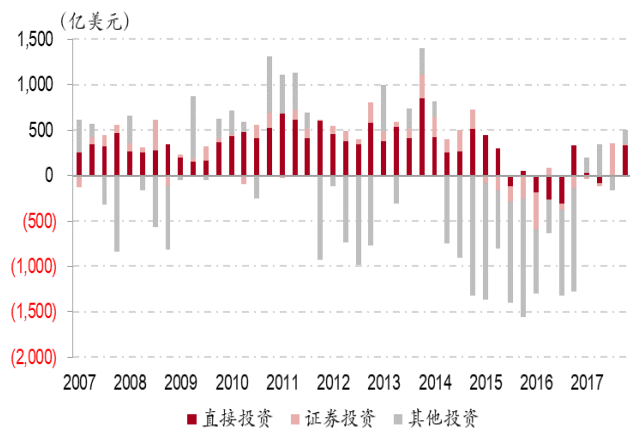
图表 3. 基础货币与外汇占款



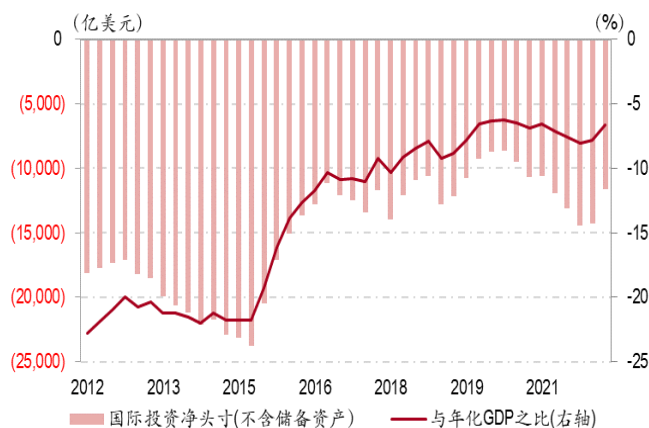
图表 4. 金融机构外汇存款与外汇贷款



图表 5. 线上资本项目构成情况



图表 6. 民间部门对外净负债规模及占 GDP 比重



二、这一次美联储“放水”的外汇政策应对

全球疫情暴发之后，美联储政策刺激力度空前

2020 年初，新冠疫情在全球暴发，对全球经济和金融市场造成巨大冲击。为降低疫情影响，缓解流动性紧张压力，美联储自 3 月份开始出台了一系列刺激政策。3 月 3 日、15 日，美联储宣布两次紧急降息之后，联邦基金利率目标区间再次触及零下限，因此美联储先是宣布总额为 7000 亿美元的 QE 计划，之后于 3 月 23 日宣布资产购买规模不设上限（即无限量宽），宽松力度史无前例。由于 2021 年 4 月起美国通胀持续爆表，美联储于 2021 年 11 月启动缩减购债，2022 年 3 月启动加息，2022 年 6 月启动缩表（见图表 7）。2020 年 3 月至 2022 年 5 月（本次启动缩表前夕），美联储资产负债表规模从 4.2 万亿美元升至 8.9 万亿美元，增幅高达 114%。此次美联储政策刺激力度明显强于 2008 年金融危机之后，量化宽松也呈现出“快进快出”的特征。

图表 7. 全球疫情暴发以来美联储货币政策主要节点

时间	操作	具体内容
2020.03.03	紧急降息	意外宣布将联邦基金利率目标范围下调 50bp 至 1%-1.25%;
2020.03.15	紧急降息 重启 QE	提前宣布将联邦基金利率目标范围下调 100bp 至 0-0.25%，并推出至少 7000 亿美元的 QE 计划（5000 亿美元美国国债，2000 亿美元 MBS）
2020.03.23	开启无限量 QE	宣布无限量按需购买国债和 MBS
2021.11.03	启动缩减购债	宣布将每月资产购买规模减少 150 亿美元（100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS），于 2022 年 3 月份停止购债
2022.03.17	启动加息	宣布将联邦基金利率目标范围上调 25bp 至 0.25%-0.5%，到 11 月份六次累计加息 375 个基点
2022.06.01	启动缩表	5 月 FOMC 会议宣布自 6 月 1 日开始缩表，初始缩减规模为每月 300 亿美元国债、175 亿美元 MBS，三个月后国债和 MBS 的月度缩减规模分别为 600 亿美元、350 亿美元

资料来源：美联储，中银证券

中国外汇政策以价格出清为主，数量出清为辅

2020 年，在疫情防控好、经济复苏快、中美利差大、美元走势弱等诸多利多因素支持下，人民币汇率先抑后扬，6 月初至年底累计升值近 10%。2021 年，在全球供应链受阻情况下，得益于中国疫情防控政策以及国内供应链稳定优势，国内企业生产经营活动有序开展，中国出口超预期增长导致贸易出现大顺差，外资继续流入，人民币汇率走出了“美元强、人民币更强”的小幅升值行情。受此影响，境内外汇流动性明显增加。2020 年 6 月至 2022 年 2 月，金融机构境内外汇存款余额从 5080 亿美元升至 7297 亿美元，增幅为 44%；21 个月里，银行即远期（含期权）结售汇只有 4 个月出现小幅逆差，其他时间均为顺差。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50175

