



# 张斌：货币政策无需被 利差羁绊



文/意见领袖专栏作家 张斌

以美联储为代表的货币政策由松趋向紧，势必会影响到全球资本流动，影响到全球金融市场的风险偏好和资产定价。这对仍面临三重压力下的中国经济和中国货币政策选择带来了新的挑战。

本文讨论的重点是中国的货币政策如何应对挑战，更好地服务中国经济。主要结论是中国无需通过保持利差维护资本流动稳定，市场化的汇率形成机制和保持良好的经济景气程度是稳定中国资本流动的根本保障。在货币数量手段之外，中国需要更加积极的利率政策手段支持总需求增长。



### 一、利差并非中国跨境资本流动的主导因素

关于中国跨境资本流动的众多实证研究有一个共同的指向：利差并非

中国跨境资本流动的主导因素，在有些时间段内，中美利差变动方向甚至与预期的资本流动变动方向相反。国内的实证研究文献并不特别强调外部金融周期对中国跨境资本流动的影响，即便是在包含了外部金融周期因素的实证回归模型当中，外部金融周期因素对跨境资本流动的影响也在从属地位。

上述实证研究发现，其背后的原因在于中国资本流动背后独特的制度环境、参与主体和行为动机独具特色。中国采取了管道式的资本项目开放，外贸外资企业（而非居民和金融投资者）对短期资本流动的影响更突出。

反映在国际收支平衡表上，其他投资项目下的短期资本流动（而非证券组合项目下的短期资本流动）主导了我国的短期资本流动。其他投资项目下的短期资本流动背后包括了大量外贸外资企业的存款、普通贷款、贸易融资、透支、金融租赁、应收/应付款等活动。利差变化对这些活动的资本流动有影响。但是与纯粹的金融投资者相比，这些活动对利差变化的敏感程度相对较低。

## 二、稳定中国跨境资本流动的关键是浮动汇率和良好的经济景气程度

中国跨境资本流动众多实证研究的另一个共同的指向是，汇率预期是影响中国短期资本流动最突出的因素。这个发现背后的原因在于中国采取了渐进式的人民币汇率形成机制改革，在较长时间里保持了人民币单边升值或者单边贬值预期。

2005-2015 年期间，除了 2008 年下半年到 2010 年上半年全球金融危机期间人民币汇率事实上的重新钉住美元，其余的大部分时间里人民币对美元汇率都保持小幅渐进升值态势，外汇市场上大部分时间都保持人民币单边升值预期。在此期间，资本净流入的压力较大。

2015 年“8.11”汇改以后，人民币转向持续的单边贬值预期，一直到 2017 年单边贬值预期才缓解。这一时期，资本净流出的压力较大。

2017 年以后，人民币汇率弹性增加，汇率单边变动预期减弱，跨境资本流动总体而言相对平衡。

汇率单边变动预期是我国跨境资本流动压力的主要来源，单边预期则来自于汇率形成的市场化程度不足。升值或者贬值压力不能通过充分的市场化汇率价格调整释放，形成了持续的汇率单边变动预期。

2017 年以后，货币当局不再运用外汇储备干预市场。2020 年中国外汇交易中心全国外汇市场自律机制秘书处发布公告，人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”将陆续淡出使用。这些变化提高了人民币汇率的市场化程度，更充分地通过汇率价格即时调整释放外汇市场供求压力，减少了人民币汇率单边变动预期，起到了稳定跨境资本流动的作用。

除了汇率预期的影响，实证研究中的另一个发现是中国经济景气程度对跨境资本流动的显著影响。中国经济景气程度较高的时候资本净流入增加，反之则资本净流出增加。这个发现同样与中国资本流动背后的参与者

构成有关。企业，而非居民或者金融投资者，是我国资本流动的主要驱动者。经济景气程度高的时候，国内企业的资金需求相对旺盛，企业通过增加境外负债，减少境外资产等方式增加国内资金，这反映为资本净流入增加。与此同时，经济景气程度高的时候，国外投资者对中国的投资意愿更强，这也会带来资本净流入增加。反之，经济景气程度低的时候，短期资本流入减少。

### 三、中国经济景气程度有待提升

与发达国家普遍面临的通胀压力不同，中国经济当前面临的最突出挑战是经济运行低于潜在增速，经济景气程度偏低。

2022年中国达到潜在经济增速主要面临三个方面的压力：一是疫情反复在2022年对经济复苏仍构成掣肘，特别是对服务业和就业带来的压力。二是房地产行业面临长期趋势调整和短期流动性困境的双重挑战，商品房销售和房地产开发投资放缓在所难免。由此，不仅是房地产上下游产业链受到影响，全社会信用扩张也会受到显著影响。三是出口对经济增长贡献下降。随着全球经济反弹高峰期的过去，加上高基期的影响，出口增速显著下行难以避免。

多种情景模拟下，2022年我国经济实现潜在经济增速面临较大困难。需要高度关注和避免经济增速过度放缓的风险，因为其短期可能使得某些潜在的风险加速暴露，结构性矛盾将表现得更为突出，增加防范化解重大风险的难度。

我国需要采取强有力的宏观经济政策组合帮助经济重振活力。“四万亿”刺激政策的主要教训，并不在于面对需求不足的时候采取刺激政策，而在于较少使用规范的货币和财政政策工具，过度使用地方政府、国有企业和金融体系相互配合下的投资扩张。地方政府隐性债务风险、金融局部风险、杠杆比率快速上升等后遗症很大程度上来自于这种刺激经济方式。通过更多依靠规范的利率政策、财政政策和政策性金融工具，减少对地方政府平台公司的过度依赖，我国能在实现经济增长目标的同时大幅减少政策后遗症。

#### 四、货币政策“以我为主”，“以价格手段为主”

一是货币政策的重点是提升国内需求，无需顾忌利差扩大对资本流动的影响。

美联储加息、中国经济下行压力的双重背景下，我国今年可能会面临资本流出和人民币贬值压力。我国如果选择降息扩大利差，不仅要看到利差扩大可能对资本流动带来压力，还应该看到降息能够提升总需求水平，提升经济景气程度，对稳定资本流动起到支持作用。

**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\\_40330](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40330)

