



**管涛：当前货币政策应有所为
有所不为，不能指望货币政策
包打天下**





中银证券全球首席经济学家管涛在中国财富管理 50 人论坛“当前形势下如何提高财政货币政策效能”专题研讨会上，从外汇市场形势、货币政策、货币政策信用传导的有效性三个方面分享观点。

管涛认为，3 月中旬以来的人民币回调，是各种利空因素的集中宣泄。但是中国现在有五重保护，对于抵御资本流出，汇率贬值是有信心也有条件的。去年下半年以来，货币政策主动作为，不论是杠杆率，还是宽货币的发力点都有明显的改善。

为了应对国内外超预期的挑战，财政政策主要是保持支出的强度，加快支出的进度，货币政策应该主动发力，适时加力。由于疫情带来的冲击

是非对称的，所以除了总量层面的管控之外，也应该聚焦结构性货币政策工具的使用。

让货币政策有所为，有所不为，面对疫情对经济疫情活动停摆及现金流冲击，市场主体的加杠杆意愿偏弱，应该加强与其他政策的协调联动。比方说可以让财政政策、货币政策加强配合，加大对银行结构性贷款损失的吸收力度，帮助市场主体降杠杆，改善现金流。

以下是发言实录整理。

对近期人民币汇率和货币政策谈几点思考：

外汇市场形势方面

在去年 11 月份，央行通过外汇市场自律机制工作会议上对外首次提出“偏离程度与纠偏力量成正比”，提示了未来人民币汇率可能存在市场或者政策力量纠偏的风险。因此，最近人民币汇率回调是预期之中的。从 2020 年下半年以来，支持人民币强势的多重利好在过去的两年中逐渐消退，甚至逆转。2020 年人民币的升值主要是国内疫情防控好，经济复苏快，而外部美元走势弱，中美利差大导致的。但是 2021 年很多因素发生变化，到今年，特别进入 4 月份，日元对美元创 20 年新低，中美利差甚至倒挂。

我们可以发现，虽然 3 月初人民币创了近四年新高，但是从中旬开始，由于俄乌冲突风险外溢叠加中概股监管加强和国内疫情大幅反弹，人民币汇率出现一波回调。近段时间，因为中国国内个别城市的疫情未得到有效

控制，经济循环的畅通性问题更加突出，加重了市场对国内经济复苏和出口前景的担忧。一个重要的触发点就是美国时间 4 月 19 日国际货币基金组织下调中国经济增长预测值 0.4 个百分点，只有 4.4%。北京时间 4 月 20 日，人民币的汇率就跌破了 6.40。到 4 月 22 日，人民币汇率的中间价、收盘价都较上个月底分别下跌 1%、2%。

有人认为这一波调整是央行通过中间价报价机制有意引导，显然此观点是有悖事实的。这波人民币的贬值是由离岸市场驱动，因为 3 月中旬以来，离岸市场相对于在岸市场的汇率呈现持续偏贬值的态势。在 3 月中下旬的时候，日均差价是 1 分 5 厘钱，最近更是达到了 2 分多。这表示外资在减持境内人民币资产后，在离岸市场购汇，导致离岸市场的汇率走弱。

此外，还有技术上的原因，即日元兑美元汇率创 20 年新低，导致大家会联合干预日元贬值的猜测，加上中国经济前景不明，触发了日元息差交易的平仓。过去大家以低利率的日元购买高息人民币资产，而这个前提是人民币兑日元升值而非贬值，现在大家认为未来干预后，日元可能升值，人民币兑日元可能重新贬值。由此引起的购汇行为加速了人民币的下行，进一步推低了人民币汇率。

许多人担心资本外流和汇率贬值有可能会形成恶性循环。2、3 月份债券市场的确出现了大规模的抛售，但股票市场 3 月份陆股通项下也净卖出 451 亿元。但在进入 4 月份以后，从高频的陆股通数据来看，这个担忧并不成立。在 4 月 20 日人民币跌破 6.40 以后，21、22 日在陆股通项下是

连续净买入，扭转了前期累计净卖出的情况。我个人认为对外资来讲，汇率有涨有跌是非常自然的，而外资担心的是汇率僵化以后，不可交易的风险。所以保持汇率的灵活性，不但有助于增强货币政策的自主性，也有助于增强外国投资者的信心。

我们认为对中国来讲，应对资本外流冲击有“五重保护”：第一是贸易顺差大；第二是民间银行和企业持有大量的外汇头寸，形成了二级外汇储备；第三是一系列的宏观审慎措施；第四是官方外汇储备较大；第五是资本外汇管理。这五重保护应该是让我们有条件也有信心相信人民币汇率可以保持基本稳定的条件。

我们现在的实际情况已经触及了第一重保护，由于外资减持人民币资产，出现了资本阶段性的外流，但由于贸易顺差足够大，所以在3月份仍然是结售汇顺差，货币顺差比2月份有所增加，从逆差65亿变成了顺差252亿。但是4月25日，央行开启了第三重保护。宣布5月15日起对金融机构下调外汇存款准备金率1个百分点，这个主要是信号作用，通过释放外汇流动性，影响本外币利差，释放汇率维稳的信号，防止市场出现顺周期的羊群效应。同时也震慑做空人民币的势力，激发企业逢高结汇的热情。在这个消息出来之后，市场的贬值预期迅速的回落，境内外的差价也有所收敛。

货币政策方面

我们观察从去年下半年以来，货币政策已经是在靠前发力、主动作为，

三次降准，一次降息。市场的流动性总体上是比较充裕的。从高频的数据看，中国一季度的宏观杠杆率有所上升，无论是 M2 与年化 GDP 之比，还是社融调整（用社融存量减去非金融企业的境内募股，还有减去贷款核销）和年化名义 GDP 之比，一季度都有所上升，扭转了 2020 年四季度以来连续五个季度环比回落的态势。所以即使 M2 和社融的增速不如 2020 年全年增速，但是由于名义经济增速也在回落，所以整个杠杆是在往上走，体现货币是靠前发力的。

而且从 M2 的增长构成来看，到今年 3 月底，货币乘数和基础货币投放都对 M2 的增长形成正贡献，去年主要是靠降准带来货币乘数的提高，拉动 M2 的增加。现在基础货币投放也有所增长，对 M2 的增长贡献转为正贡献，所以宽货币的发力点在明显的增多。

应对目前经济下行的压力，需要货币政策配合财政政策靠前发力，同时适时加力，发挥货币政策工具总量和结构的双重功能。所以，央行配合财政加快了上缴结存利率的进度。在 4 月份的时候只有 25 个基点的降准，弱于市场预期。但考虑到央行在上半个月有 6000 亿的结存利润上缴，即

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_41112

