



连平：四季度是否还有降准 降息空间？



意见领袖 | 连平

新冠疫情爆发以来，为稳增长我国货币政策在稳健基调下持续偏松调整。2022 年 3 月后美联储大幅收紧货币政策，我国经济运行的外部环境发生剧烈变化，货币政策面临严峻挑战。下一阶段货币政策如何演绎，市场高度关注。



01

货币政策的首要任务：稳增长和防风险

当前货币政策面对的复杂性恐怕是不多见的。国内经济的恢复虽然有进步，但仍处在比较困难的状态之中，下行压力依然不小。疫情反复影响消费，目前的消费增速仍低于疫情前水平。民间投资增速持续大幅下行，8 月已降为 2.3%，为近 20 年来次低水平。尤其是房地产引发的负面影响比较大，时至今日房地产对 GDP 的影响依然占到 30%左右。二季度 GDP 增

速仅为 0.4%，勉强为正。当前可以说是改革开放以来宏观经济运行最困难的时期之一。因此，从国内需求角度看，货币政策需要宽松一些，即最好是通过各种政策工具和手段，加大力度支持实体经济。

然而从国际角度看，美联储收紧货币政策，今年已连续加息 5 次，累计加息 300bp，是十分激进的货币政策紧缩。过去美联储有过十几次连续的加息，但每次加息的幅度比较小，大都是 25bp，而现在是连续三次加息 75bp，加息的坡度之陡为史上罕见。在较短时间内货币政策收紧力度如此之大，对世界经济的冲击力可以想象。全球六七十个主要经济体相继跟随加息，国际资本大规模回流美元资产，美元指数创出近 20 年来新高。欧元、日元和一批国家货币大幅度贬值，国际资本市场大幅振荡。在这种情况下，国内货币政策最好的运行方向是跟随着紧缩。但在国内经济下行压力较大的局面下，紧缩货币政策显然是不可能的。

综合上述两方面可见，当前国内和国际经济运行所产生的对于货币政策的需求，不仅是完全相反的，而且对冲的力度还很大。一方面经济下行压力较大，在实体经济层面，有关货币政策进一步宽松的呼声时不时可以听到；但另一方面，美联储加息，美元强势后人民币汇率遇到了很大的压力，贬值速度加快。这种情况下，货币政策似乎进入了一种左右为难境地，需要理清思路，审慎抉择，精准施策。

从短期情势看，美国的高通胀并未出现拐点，仍是高烧难退。美联储为了抑制通胀，年底前可能还会继续加息两到三次。这意味着全球货币政

策收紧在第四季度恐怕是基本态势，很难出现明显逆转。由于我国的利率水平还可能有所下降，至少不会上升，中美利息倒挂可能会进一步趋向严重；美元指数可能进一步走高或在高位波动，资本流出压力会持续存在；出口受世界经济增速下行的影响（尤其是欧洲经济衰退的影响），增速大幅下滑可能性较大，而进口增速则可能会有所回升，贸易顺差减少的压力也会增大。虽然近二年来出口状况持续超出市场预期，但目前已经感受到压力的存在，因为世界经济运行是“冷风不断袭来”。通胀放缓以及未来美联储加息放缓，可能还需要时日，至少要到明年上半年，届时全球紧缩的压力才可能逐步的减轻。可见距离全球紧缩放缓，少则一个季度，多则两个季度以上，因此当前货币政策面临的环境和局面，可能在未来一个季度左右的时间内很难发生根本改变。

除了稳增长目标外，当前货币政策直面的现实问题是人民币较大的贬值压力。汇率问题通常是较为复杂的。从国际收支观察，首先是经常账户视角；不仅要看到汇率贬值对出口会带来的积极效益，同时要看到进口方面所带来的消极效应，这是需要加以权衡的。我国是个制造出口大国，需要进口大量的初级产品，包括原料和燃料；本币贬值导致生产成本上升会在一定程度上对出口带来压力。再从资本和金融账户视角看，本币贬值有利于吸引外来直接投资，因为单位外币所能购买的商品和劳务增加了；但却不利于金融和资本流动，因为本币贬值意味着本币资产以外币表现的价值减少。因此有必要放到国际收支的框架中来看经常账户、资本和金融账户的影响。虽然贬值对经常账户的好处可能相对多一些，但对资本账户

的负面效应可能更多一些。在这方面特别要关注汇率贬值和资本流出，以及市场在这方面的预期所产生的各方面共振效应。由于存在“羊群效应”和“蝴蝶效应”，在美联储加息阶段经常可以看到在一些经济体或地区甚至包括我国，也曾经出现过金融变量联动风险。又由于“金融加速器效应”的存在，金融变量联动风险往往会在金融市场掀起较大的风浪。在我国，比较典型的是 2015-2016 年出现的金融变量联动风险，股市、债市、汇市的反复联袂震荡。

今年以来，在美联储快速大力度加息的冲击下，一些发展中国家已经出现了这类风险，有的国家甚至“已经破产了”。国际经验教训值得高度关注。

虽然目前的情形和 2015 年、2016 年不可简单对比，中国经济体的韧性也较强。但也要看到，伴随近年来流动性宽裕，利率下行，今年以来人民币出现了两轮贬值、资本也有一定的流出压力，资本市场受到这些因素的影响，出现了持续的下挫。虽然这些问题在短期内同时出现未必是已经存在非常紧密的联系，但是不能否认的是，利率、流动性与股市、汇率等各变量间的逻辑关系是客观存在的。对开放经济体来说，汇率和资产价格之间存在十分密切的关系。人民币贬值对资本和金融账户会带来负面影响和压力，由此可能带来的金融变量联动风险是需要特别关注的。未来一段时间，尤其是在四季度，美联储将继续加息，而世界经济有可能明显下行，尤其欧洲率先出现衰退的可能性比较大，全球金融市场甚至还在酝酿着危

机。在各方风险袭来、压力持续较大的状态下，有必要关注上述因素间的关系可能会从非显性走向显性化，由不太密切的关系走向密切相关的关系；一旦条件成熟，则有可能形成非常密切的负相关影响。鉴于汇率对人民币资产具有综合性的内生性关联影响，人民币持续贬值可能会带来金融变量联动风险，从而可能进一步催生金融系统性风险。为此，防范和控制金融变量联动风险应当是现阶段货币政策的首要任务。

在汇率波动、国际压力比较大的情况下，货币政策要坚定的以我为主。以我为主最核心的含义就是稳增长要放在货币政策最为重要的位置上，要通过货币政策各种工具操作来有效支持实体经济的运行。从我国实际出发，在经济下行压力较大的情况下，继续实施逆周期调节和跨周期调节。而不是像其他国家一样跟随着美国加息，收紧相关政策。而且在一定的时间段内，保持这个政策基调不动摇。

未来一个阶段，对货币政策来说同样重要的是兼顾好内外平衡尤其是防控好金融风险，后者是货币政策不可回避的重要任务。从稳增长的角度看，财政政策发力可以担当推动经济稳增长的主角，还可以采用其他的产业政策，比如房地产相关政策可以做相关调整。货币政策当然也是其中重要的方面，配合财政政策等相关宏观政策、产业政策来达到稳增长目标。但在维护内外平衡和防控金融变量联动风险的问题上，恐怕货币政策是不可替代的主角，因为货币政策具有明确和直接的功能，而其他政策则不具备这样的功能。货币政策需要兼顾多方面需求，运用相关的政策工具，包

括总量工具、结构性工具和价格工具等来进行调节。当下，货币政策根据需要进行向松的调节，以更好的支持实体经济。但要避免由于有些工具（特别是价格工具）的偏松运作，可能会带来更大的货币贬值压力。在此过程中，特别要注意防控金融变量联动所形成的风险，要“守住不发生系统性金融风险的底线”。当这种风险明显增大时，货币政策就必须尽全力避免风险的爆发。在此过程中，尤其要注意避免有关工具的使用带来不必要的风险压力；在这种特殊的情形下，防控金融风险则应该是货币政策的当务之急。

02

理性看待货币政策空间

未来货币政策在稳增长方向上的调节是有空间的，但有必要理性看待其调节的空间。

从总量工具看，货币政策需要保持流动性合理充裕，保持短期资金利率水平维持在比较低的水平上。未来总量工具操作空间依然不小，尤其是

货币政策在稳增长方向上的调节是有空间的，但有必要理性看待其调节的空间。

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_47552

