

# 央行急转向？正视人民币升值和国际化对境内流动性的影响

◇ 陆挺

1月股债双跌，市场主要是担心央行政策急转弯，过度收紧流动性。具体原因有两个：

一是当天早上央行通过公开市场操作净收回780亿元资金，在最近三周银行间市场利率持续上扬接近2.8%的情况下，这无疑是在雪上加霜，最后导致交易所隔夜利率GC001一度超过6%，加权平均值升至4.4630%，R007和DR007这两天也都超过3.0%。

二是央行货币政策委员会马骏博士在接受媒体采访时表示：“有些领域的泡沫已经显现……在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关……未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度转向。”

马骏博士的风险提示之所以有如此大的影响力，除了其身份之外，时点恰好是在市场信心已经非常脆弱的时候。市场近来对货币政策收紧的担心已经酝酿了几周。A股和港股市场连续多日上涨之后，投机心态不断加重，投资者必然担心央行和其他监管部门为防止泡沫而采取一些措施，因此已经有些风声鹤唳。DR007不断上行，表明银行间流动性日趋紧张。而此时央行还回收长期资金，1月份通过MLF/TMLF到期但仅部分续做而净回收405亿元人民币。本周二在有800亿元OMO资金到期的情况下央行几乎没有展期，这就好比是压死骆驼的最后一根稻草。

但我相信我国经济因为疫情再度恶化还在面临一些风险，因此即使最近股市火爆，货币政策突然转向的可能性是微乎其微的，市场对此的惊恐担忧是没有必要的。关于货币政策转向的问题，最近一段时间中国货币政策的几位最主要操盘者已有直接清晰的表述。去年11月6日央行副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上就指出“疫情特殊时期的政策不能长期化，退出是迟早的，也是必须的”；央行货政司司长孙国峰则表示“特殊时期出台的政策将适时适度调整”。

在12月中旬的中央经济工作会议上，中央提出的“不急转弯”就有两层含义，一是政策是要“转弯”的，二是这个“转弯”的幅度是温和的，且会根据实际情况随时调整的。而央行行长易纲在前天的达沃斯论坛上则表示“中国的货币政策将继续支持经济，中国不会过早退出支持政策，会避免政策悬崖，但也会关注风险”。我相信这几位讲的都是大实话。宽松之后，政策调整是必需；但疫情之下，调整的步伐是温和的，节奏是会根据实际情况调控的。其实，马骏博士虽然提示了风险，在同一个采访中也认为“货币政策转向不能太快”。

但问题来了。市场流动性为什么紧张？为什么近期银行间市场利率持续上行？是央行故意要收紧流动性供给以此来给市场降温吗？我认为，银行间流动性紧张主要是因为除了缴税季、年初放贷高峰季和春节前的季节性需求等常规扰动因素之外，其他一些特殊因素导致短期内流动性供给减少而需求增加。忽视或低估某些因素，央行的公开市场操作可能就会出现力度不足，导致银行间利率的过度波动。央行应该加大力度研究因为人民币升值和人民币国际化带来的境内流动性管理问题，从而改进公开市场操作。





估乃至忽视某些因素对银行间流动性的影响。央行或许需要改进其模型，必要时应根据新情况来调整流动性供给，从而平抑银行间市场利率，避免其过度波动而扰乱经济运行和金融市场的稳定。

接下来讨论央行是否有意通过收紧银行间市场流动性来抑制房地产泡沫。我认为这个猜测比较牵强。首先，由于措施得当、未雨绸缪，本轮宽松政策并没有大规模刺激房地产行业，当前房地产泡沫并不严重。根据百城房价指数，2020年我国房价平均上涨3.3%，涨幅显著低于之前四年，尤其是2016年的12.2%和2017年的13.4%。如果说有泡沫，也具有明显的区域特征，主要发生在上海、深圳等一线城市，背后原因复杂，既反映了某些中长期因素，也和疫情及学区房政策等因素相关，绝非单纯由所谓的流动性泛滥所推动。其次，中央已经找到更为合理的抑制地产泡沫的方法。去年疫情之下中央在制定宽松政策时吸取了以往的教训，没有像之前那样在需要拉动经济时大幅刺激房地产行业，反而是先推出“三道红线”，控制重点房企融资需求；接着央行与银保监会在去年底联合出台通知，将银行业金融机构划分五档，分档设定房地产贷款占比上限以及个人住房贷款占比上限的“两道红线”，旨在从资金供给端对房地产行业进行限制。在“五道红线”的紧箍咒之下，通过调整银行间市场流动性来抑制地产泡沫的必要性大大降低。最后，从以往的经验与教训来看，通过紧缩银行间流动性，拉升银行间市场利率的做法对抑制房地产泡沫效果不大，但对整体经济和金融市场的副作用可能很大。比如2013年6月的“钱荒”之后，房价不仅没有下降，反而快速上升，百城房价指数同比增速由当年5月的6.9%一路上升到12月的11.5%。

那央行是否有意通过收紧银行间流动性，拉升银行间利率来抑制股市泡沫，包括港股市场的泡沫？我不能完全排除这种可能，将股价等资产价格纳入货币操作框架确实也是全球货币政策操作的一个有趣课题。但我认为这个意图不强，这方面的操作难度非常高，我国央行不会轻易涉足，尤其是在当前的货币政策框架之下通过调节银行间市场流动性和银行间利率来防止与抑制泡沫。即使涉足，效果未必理想，副作用可能会较大。

股价是否和银行间流动性直接相关呢？两者肯定有关系，但和房地产市场类似，股价的波动受多种因素影响。简单画一个R007和股价的图，就会发现相关性很弱，即使有，也很复杂。进一步来看，信贷增速和股价的相关系数要高很多，但在某些时段相关性也较弱。比方说，在本轮政策宽松周期中社融同比增速已经在2020年10月见顶，但股市却在过去之后进入牛市。背后的原因既有强劲的经济复苏，也有国际环境的变化（尤其是对中美摩擦降温的期待），还有就是因为种种因素导致的市场预期的变化。然后我们发现，银行间市场利率和信贷增速之间的相关性其实不强，两者的关系非常复杂，传导机制并不固定，需要仔细分析。国际上主要央行之所以没有正式将股价等资产价格纳入他们的调控目标，关键是资产价格的形成机制极为复杂，货币条件只是其中的一环，有时甚至不是那么重要的一环。使用货币政策工具来抑制股市泡沫，有时效果可能显著，但也可能对宏观经济造成不必要的误伤。央行是否能够通过收紧银行间流动性来精准抑制股市泡沫，但又同时避免“急转弯”，从而保障经济在稳定运行？至少我认为这在操作上是极为困难的。

一个相关的问题是，如果央行认为港股有泡沫，是否应通过某些货币政策操作来干预境内投资者的港股投资？在推进人民币国际化的背景下，这些新问题是逐渐浮现出来，值得央行和其他金融监管研究。在现阶段，我认为还是选择不干预较好。除了上面讲的原因之外，绝大部分情况下，一国央行没有必要为了境外的股市波动而特意调整其境内的流动性。大部分货币政策（包括调节银行间流动性在内），因为对整体经济和金融市场都有影响，所以要考虑的因素很多，不能为了单一的市场而动用覆盖面很广的工具，更何况是境外的市场？

这篇文章谈的是几个复杂的问题，不是一篇短文就能说清楚。简而言之，我认为，今年央行等宏观调控与监管机构会谨慎行事，根据疫情等实际情况让货币政策逐渐回归中性，不会“急转弯”，市场没有必要对最近银行间市场利率快速上行而过于担忧，未来几周央行大概率会调整流动性供给，引导银行间资金利率下行至合理区间，比方说引导DR007回到央行7天逆回购利率2.2%附近。央行或可进一步完善其短期流动性供需因素的分析框架，尤其是考虑到因为人民币升值和人民币国际化所导致的短期人民币流动性的萎缩。在防范泡沫和控制杠杆方面，根据我国的实际情形，在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义GDP增速基本匹配的前提下，诸如“五道红线”等有针对性的信贷政策优于无差别地控制银行间流动性。从过往的经验教训来看，短时间内过度收紧银行间流动性并不能真正解决杠杆和泡沫问题。

来源：新浪财经