

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。

当前金融结构下，一定程度的银行间市场利率波动不可避免，甚至有些必要。但央行还是要避免银行间市场利率出现过大的波动，避免引起不必要的恐慌。央行或许有意通过收紧银行间流动性来抑制股市地产泡沫，但我认为可能性不大，这种做法往往效果有限，但成本很高，伤及实体经济。

先谈一下市场流动性为何紧张。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，相比往年，最近一段时间流动性紧张既有特殊的供给因素，又有特殊的需求因素。有些与地产和股市有关，有些则无关。

一是人民币升值预期导致最近银行代客结汇快速上升。去年6月初开始人民币兑美元汇率触底反弹，11月初因为欧美二次疫情和美国大选等因素，人民币再度快速升值，前后共升值约10%，到12月时市场对人民币的升值预期已经较为强烈。去年下半年我国出口强劲，而因为原油价格暴跌和出境游中止等因素，我国经常项目盈余急速上升，二季度和三季度经常项目盈余暴增至1102亿美元和922亿美元，是2008年以来的季度最高值，四季度有可能更高。实际上，在12月前，企业和家庭结汇意愿并不强，银行的外汇存款持续上升。但到12月时，外汇存款下降16亿美元，结汇突然上升，商业银行代客结售汇顺差跃升到652亿美元，而在11月还只有35亿美元。有人可能会问，

银行买入美元，卖出人民币给居民，只要居民不取现，人民币不是还在银行里面吗？这个说法没错，但这里我们需要考虑到存款准备金这个因素。以去年12月为例，652亿美元的结售汇顺差会将4240亿元人民币从银行的超额储备转户转到居民存款账户，若以9.4%的平均存准率来计算，即使不考虑任何取现，也会实际减少398亿元人民币的银行间流动性。可以预见，今年1月份结汇数字可能更高，因此有可能会有更多流动性被冻结。

有人可能还会问，以前居民结汇增加的时候，直觉上人民币流动性是上升而非下降的。事实确实如此，但今非昔比。这里的的关键在于央行是否从商行购汇。以往商行代客结售汇后，转手就把顺差卖给央行来获取人民币。从这个渠道释放的人民币叫“央行外汇占款”，它曾经是我国基础货币的主要来源。但从2014年中期开始，随着资金流动方向的变化以及央行汇率机制的变革，这个渠道主要是回收而非释放人民币流动性。即使在经常项目盈余高企、人民币升值的2020年下半年，央行还是坚持了不干预政策。2020全年央行卖出外汇回收了1009亿元人民币，其中在去年12月回收了329亿元人民币。央行在去年12月收回人民币的一个原因是当时银行间流动性较为充裕，DR007在12月中旬一度掉到1.6%左右。

二是大量资金通过港股通南下投资港股。美国大选之后，国际投资者认为投

资中国股市的风险降低，加上中国经济表现优异，因此境外资金开始再度看好港股。另一方面，在A股多日上涨之后，最近港股被越来越多的境内投资者认为是价值洼地。从去年12月末到今年1月25日，恒生指数上涨14%，恒生科技指数上涨29%，吸引众多境内资金通过港股通渠道投资港股。根据我们的统计，扣除陆股通北上资金之后，因为沪深港通净流出到香港的人民币资金在去年三季度是1774亿元人民币，四季度是571亿元人民币，而在今年1月的前26天就高达1758亿元人民币。值得一提的是，港股通交易是以港币计价，但以人民币结算的，如果经过港股通净购入港股的资金超出通过陆股通净购入A股的资金，人民币就会流入香港，减少境内人民币的供给。

三是在经常项目下人民币跨境贸易结算对境内人民币流动性的影响。这个问题在2011—2014年的人民币国际化初期是比较严重的，那几年由于人民币升值预期强烈，海外对人民币需求强劲，人民币跨境贸易付收比在1.4到2.6之间。以付收比2为例，我国在跨境贸易中每支付2元人民币，只回收1元，另外1元就是净流出，在海外沉淀下来了，形成了一些境外的人民币资金中心。这中间最大的就是香港，其人民币存款余额从2010年底的3149亿元人民币一直涨到2014年底的一万亿元。从人民币国际化的角度来讲，人民币通过跨境贸易流出是一件好事，是人民币国际化的必经之路。但从境内流动性的管理来讲，需要及时调整来应对人民币的流出，以免造成境内人民币流动性过于紧张的局面。2015年由于人民币贬值，付收比掉到0.85，但之后又回升至1.4左右，2019年稍回落至1.3。2020数据尚未公布，但由于最近人民币升值预期快速上升，付收比必然会显著提高，人民币通过跨境贸易结算流出的规模必然上升，会给国内流动性带来一定的压力。

以上几类特殊因素加总起来，在边上对近期银行间流动性会产生一定的影响。央行内部对短期内的人民币流动性供需肯定有自己的一套分析模型，但不排除在特定时间内，因为情况的变化，低



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
房地产泡沫的方法。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
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，这些新问题会逐渐
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，绝大部分情况之
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的控制银行间流动
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