

实体经济滞后于金融调整背景下国际资本流动性的变化

于春海 冯俊新

摘要

在超常规货币扩张和其他政策刺激之下，发达经济体的金融市场条件迅速改善和恢复。但是金融市场条件的改善并没有顺利转变为实体经济融资条件的改善和实体经济活动的迅速恢复。

实体经济的调整远远滞后于金融部门的调整。这意味着货币扩张带来的增量流动性未能引导实体经济供给和需求的调整，只是囤积于金融体系之中，由此导致国际资本流动规模与易变性的增加。

在此背景下，虽然美国经常项目失衡和全球失衡规模不断缩小，并由此导致美国与新兴市场跨境净资本流动规模下降，但是资本流动的波动性却显著上升。更为重要的是，在资本净流动规模显著下降的同时，资本流动总规模的下降趋势并不明显，这意味着资本双向流动性的提高。这对新兴市场的金融稳定和宏观经济稳定构成了巨大威胁。

在这一背景下，我国跨境资本流动的易变性大大提高，表现为由以前的单向流动变成了双向流动，流动方向变动更为频繁。在数量波动性增大的同时，由于政府调控节奏的加快，价格波动性大幅下降，由此导致汇率预期和资本流动的短期节奏下降。预期未来还会面对热钱的大规模流动，中国政府还需要更加紧密的关注国际资本流动。

一、导言

在超常规货币扩张和其他政策刺激之下，发达经济体的金融市场条件迅速改善和恢复。但是金融市场条件的改善并没有顺利转变为实体经济融资条件的改善，实体经济的调整远远滞后于金融部门的调整。这意味着货币扩张带来的增量流动性未能引导实体经济供给和需求的调整，只是囤积于金融体系之中。由此导致国际资本流动的易变性增加。

发达经济体金融调整与实体经济调整速度的过大差异，通过影响国际资本流动的易变性，对中国宏观经济与金融稳定性构成威胁。如果欧美实体经济的调整持续滞后于金融调整，囤积于发达金融市场的流动性可能选择中国作为其“泄洪区”，由此导致中国跨境资本流入的急剧增加，特别是短期资本流入的急剧增加。

一旦欧美实体经济调整过程加速，我国跨境资本流动的方向可能会急剧调整，从大规模流入转变大规模流出。跨境资本流动规模和方向的频繁调整，对我国的金融稳定性、物价稳定性和整体宏观经济稳定性都构成潜在威胁。

二、超常规的货币政策刺激推动国际金融市场条件迅速恢复

面对金融危机冲击，为了恢复金融稳定和刺激实体经济活动，发达国家中央银行不仅长时期维持超低的政策性利率，更是大规模使用各种超越短期利率和货币总量的非传统货币政策手段，包括对银行的长期流动性支持和直接的信贷扩张等。在此带动下，国际金融市场风险与风险溢价水平显著降低，主要市场价格和收益率水平基本恢复次贷危机以前的水平。

次贷危机以后，为了恢复金融稳定和刺激实体经济活动，主要经济体的中央银行实施了极其宽松的货币政策。在此影响下，中央银行的资产规模迅速膨胀，央行总资产占GDP的比重迅速提高。2008年以来，美联储和欧洲中央银行总资产的相对规模都提高了15个百分点以上。参见图1。不仅如此，为了迅速扭转金融市场的恶化和动荡趋势，并为实体经济复苏提供强力支撑，发达经济体中央银行运用各种超常规的货币政策手段实施其货币扩张计划，包括长时期维持超低利率和采取各种非传统的政策手段。¹

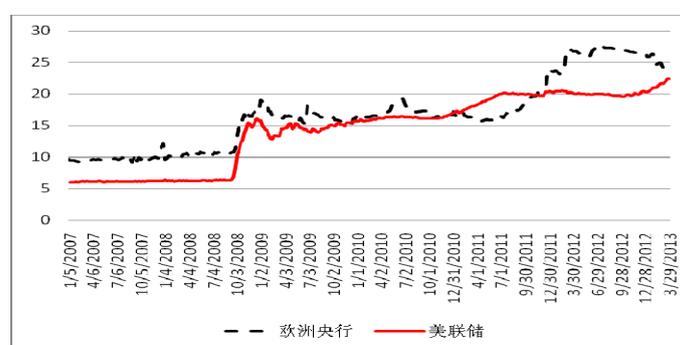


图1 中央银行资产的相对规模 (%)²

首先延长低利率政策的期限，欧洲央行、日本银行和美联储的超低利率政策从2009年一直持续到现在，并且预期还将继续维持下去。参见图2。其次是通过大规模购买政府证券，实施货币政策的量化宽松，推动收益率水平和期限价差的下降。美联储所持有的中长期政府证券占流通中政府证券存量的比重超过了

¹ 美联储不仅实施多轮量化宽松货币政策，而且将货币政策扩张从“时间导向”转变为“指标导向”，这意味着扩张性货币政策没有明确的时间限制，将一直持续到关键宏观经济指标好转。与此类似，日本央行在采取2%的通胀目标的同时，还承诺无限额的资产购买计划。

² 中央银行总资产占本国2008年GDP的比重。数据来自IMF2013年4月的《全球金融稳定报告》。

26%，英格兰银行持有了 30%以上的流通中的政府证券存量，其中，持有了中期政府证券存量有 60%以上被英格兰银行持有。日本银行所持政府证券占全部流通中政府证券存量的比重也达到了 15%左右。³参见图 3。第三、实施信贷放松政策。通过为银行提供长期流动性，促进银行增加放贷；通过购买公司债券和抵押贷款支持证券等，实施直接的信贷放松。从美联储资产构成来看，2008 年主要是通过通过对银行的贷款和互换等手段直接增加银行的流动，实施间接的信贷放松；2009 年以后转而直接购买公司债券、MBS和中长期政府证券，实施直接的信贷放松。参见图*和图*。英格兰银行在 2007 年底至 2009 年初，主要依靠对银行的贷款实施间接的信贷放松；从 2009 年初开始，依靠购买政府证券实施货币政策扩张，并且主要是购买中长期政府债务。参见图 3 和图 4。欧洲中央银行通过大幅增加对银行的长期贷款，直接为银行注入长期流动性，实施非常规的货币政策扩张；同时，为了支持陷入欧债危机困境的国家，欧洲央行还直接扩大对其政府债券的购买。

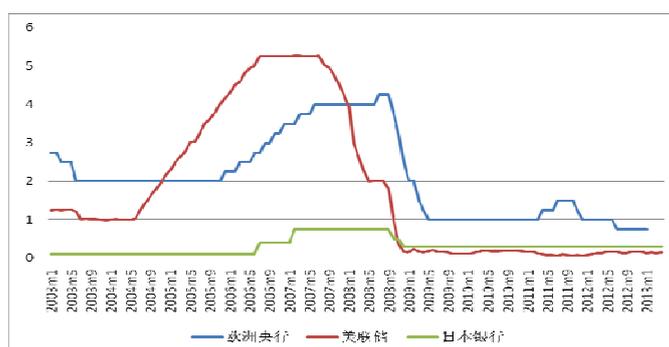
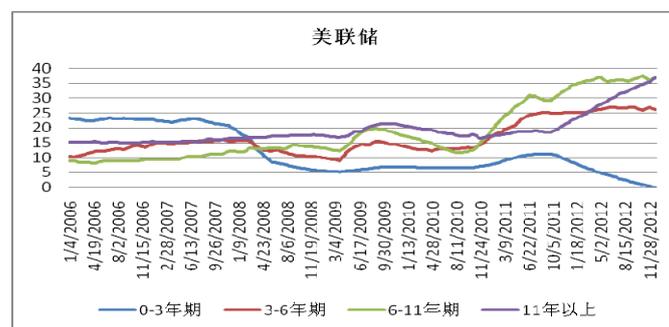


图 2 主要发达经济体的政策性利率 (%) ⁴



³ 由于日本政府具有很高的债务水平，并且日本政府债务主要是由国内家庭和机构持有，日本银行所持有的政府证券规模一直都很大，所以，危机以来这一比例并没有明显提高。

⁴ 美国的政策性利率是联邦基金有效利率，日本的政策性利率是基准贴现率和基准贷款利率。数据来自美联储、日本银行和IMF。

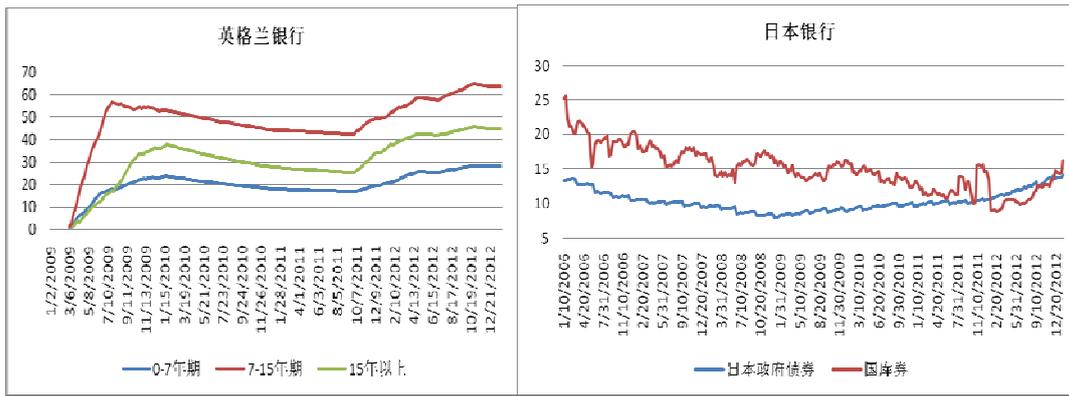
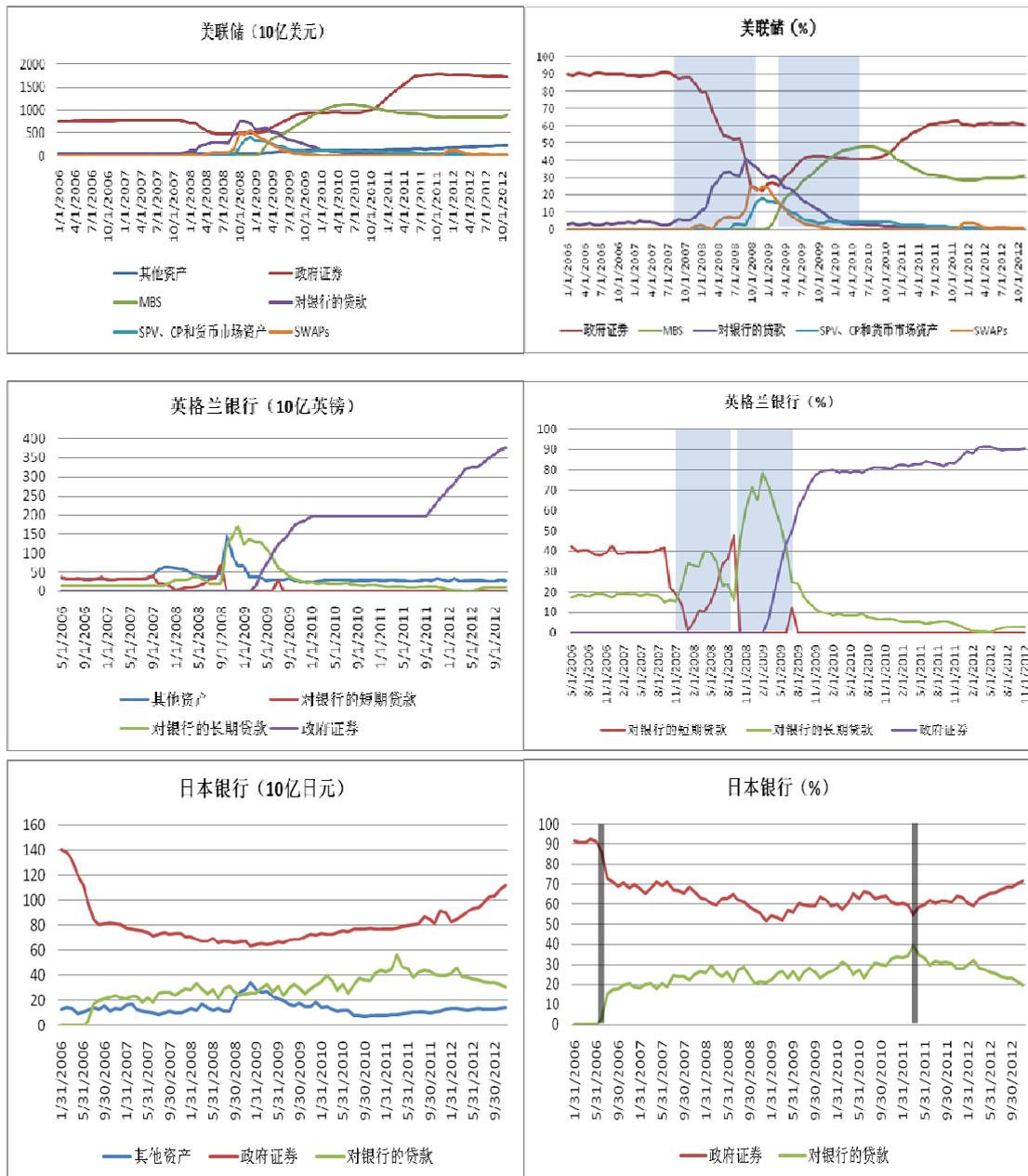


图3 主要发达经济体中央银行所持政府证券 (%)⁵



⁵ 中央银行所持政府证券占流通中政府证券总量的比重。

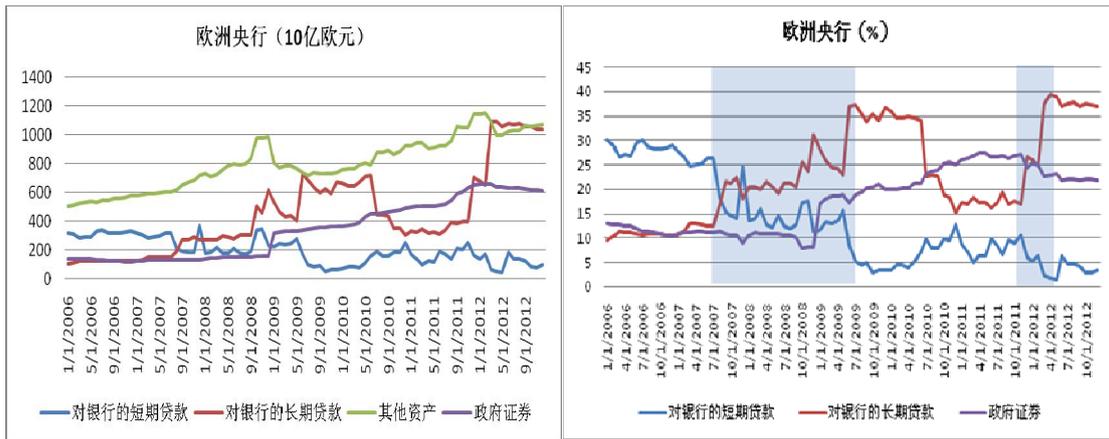


图 4 主要发达经济体中央银行的资产构成⁶

在主要经济体中央银行超常规货币政策的刺激下，全球金融市场的条件明显改善。美国股票市场和新兴股票市场的价格已经恢复危机前的水平。⁷发达经济体中央银行的债券购买行为以及金融机构与企业资产负债表风险的降低，导致信用风险溢价和长期债券收益率大幅下降，由此带动美欧发达市场上债券收益率和价差的显著下降。参见图 5、图 6、图 7 和图 8。

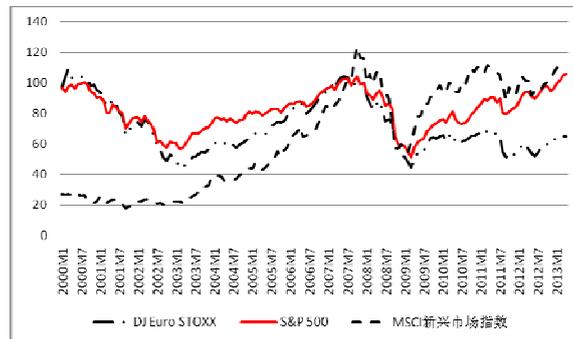
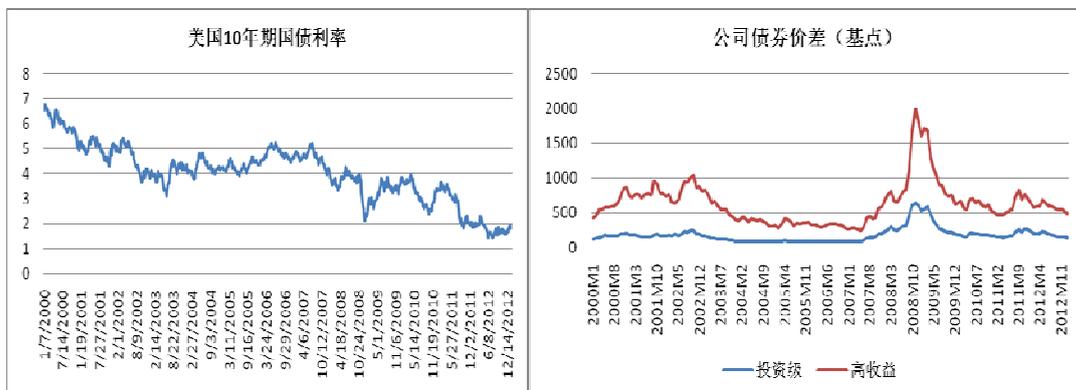


图 5 股票市场价格指数



⁶ 数据来自IMF2013年4月的《全球金融稳定报告》。

⁷ 受欧债危机及未来不确定性的影响，欧洲股票市场并没有回到危机的水平。



图 6 美国金融市场



图 7 欧元区CDS价差⁸



图 8 欧元区房地产证券市场的收益率

三、发达国家实体经济的恢复滞后于金融市场的恢复

实体经济活动不仅受制于金融市场提供的融资条件，而且受制于产品市场和要素市场的结构性约束或制度性约束。超常规货币政策刺激虽然带动了发达金融市场条件的迅速改善，但是这一变化未能充分传导至实体经济融资条件。2012 年以来，在主要发达经济体中，无论是银行贷款条件、银行对非金融机构

⁸ 不包括希腊。

和家庭信贷增长速度，还是金融市场对实体经济部门的综合性融资条件，都没有出现明显的改善。

实体经济融资条件的改善滞后于金融市场条件的改善，意味着扩张性货币政策的影响未能完全传导至实体经济，金融复苏未能充分发挥其对实体经济复苏的推动力。加之产品市场和要素市场的结构性与制度性约束，实体经济活动水平的恢复较为缓慢。

金融市场条件的不断改善，为实体经济融资行为以及实体经济活动的扩张提供了重要支撑。但是必须注意到，实体经济活动融资条件还受制于金融部门、公共部门和私人部门的资产负债表与债务约束。作为存量的调整，资产负债表质量的提高与债务约束的缓解，在速度上都会滞后于金融市场上各种流量指标的改善速度。由此导致非金融企业和家庭融资条件和规模变化滞后于金融市场的变化。

虽然欧美家庭债务-收入比在次贷危机以来有所下降，特别是美国的家庭，债务收入下降了 20 多个百分点，但是，与历史情况相比，目前依然处于较高水平。无论是美国还是欧元区，家庭债务-收入比都在 100%以上。参见图 9。

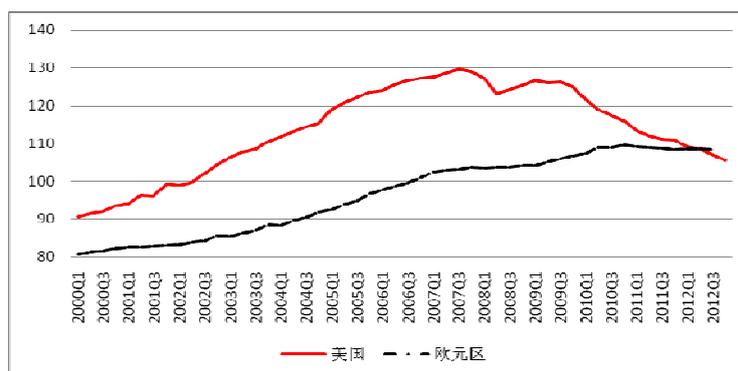


图 9 家庭债务-收入比 (%)

银行放贷条件趋于放松，越来越多的银行愿意放松贷款条件。但是与危机以前相比，并没有显著改善。特别是在 2011 年下半年，在金融市场条件显著改善的背景下，银行并没有随之放松贷款条件。参见图 10。

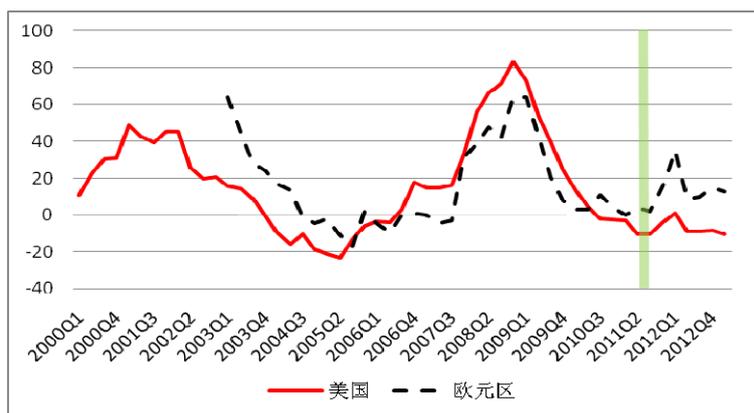


图 10 银行放贷条件

2009 年以后，随着金融市场条件的逐步恢复，银行对非金融结构和家庭的信贷也恢复增长。但是在 2012 年以来，在欧美金融市场条件迅速改善的背景下，银行对非金融机构和家庭的信贷增长却很慢。特别是欧元区，银行非金融机构和家庭的信贷不仅没有增长，反而是不断下降。参见图 11。

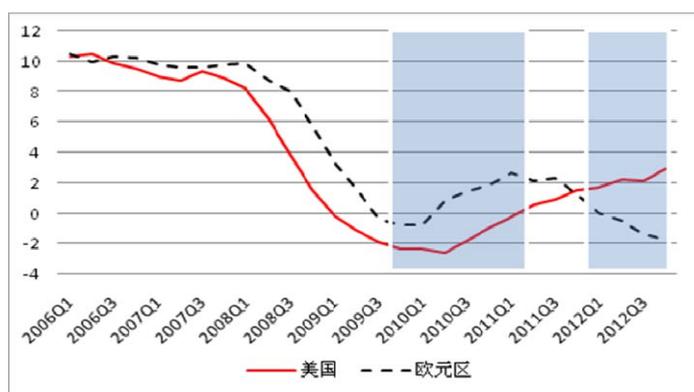


图 11 非金融企业和家庭的信贷增长率 (%)

根据 IMF 对于融资价格、价差以及数量等多种指标的综合评判，可以看出，欧美发达市场的金融条件在危机以来显著改善，但是并没有恢复到危机以前的状况。参见图 12。

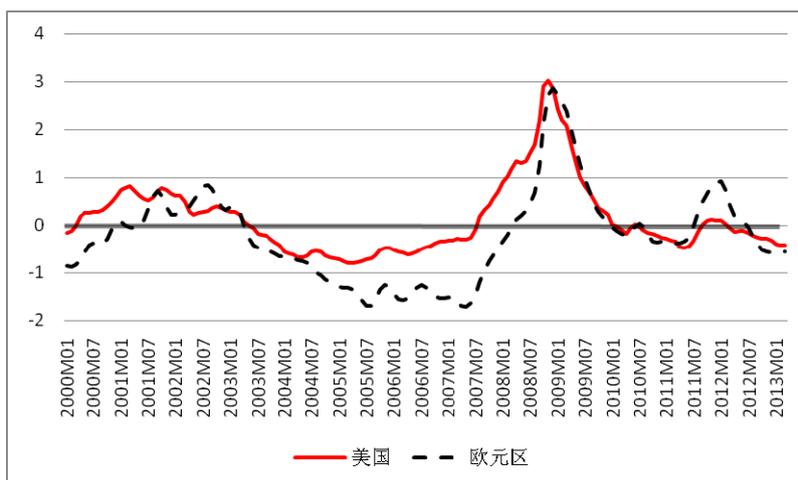


图 12 发达经济体的金融条件指数⁹

实体经济融资条件的改善滞后于金融市场条件的改善，意味着扩张性货币政策的影响未能完全传导至实体经济，金融复苏未能充分发挥其对实体经济复苏的推动力。

从世界经济整体来看，无论是发达经济还是新兴市场与发展经济，实际 GDP 增长速度未能恢复危机以前的水平，也没有恢复到 1995-2004 年的平均增长速度。参见图 13、14 和 15。在发达国家中，美国经济在次贷危机以来的恢复进程较为稳健，但是欧元区经济的恢复进程呈现较大波动性。特别是在欧债危机及其不确定前景的影响下，欧元区在 2012 年再次出现负增长。参见图 13、16 和 17。

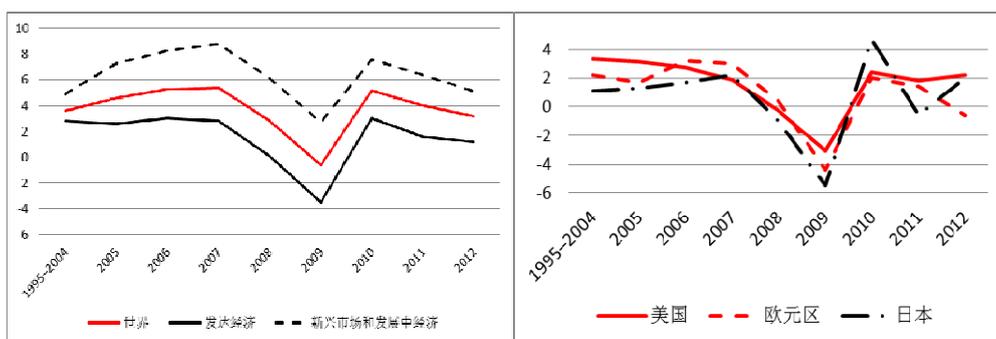


图 13 实际 GDP 增长率 (%)

⁹ 金融条件指数是对金融市场价格、价差和交易数量等的综合评判，正值表示金融条件趋于紧张，负值表示金融条件趋于放松。

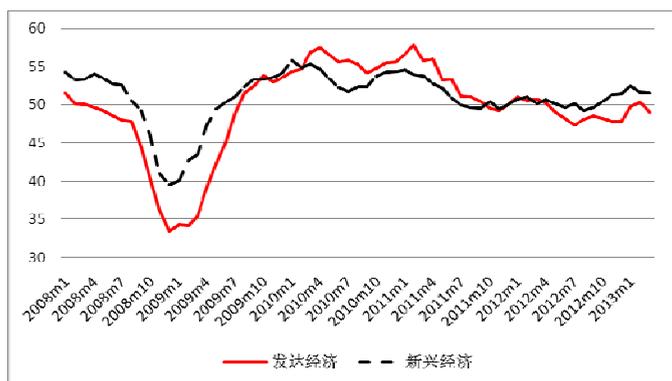


图 14 全球 PMI 的变化

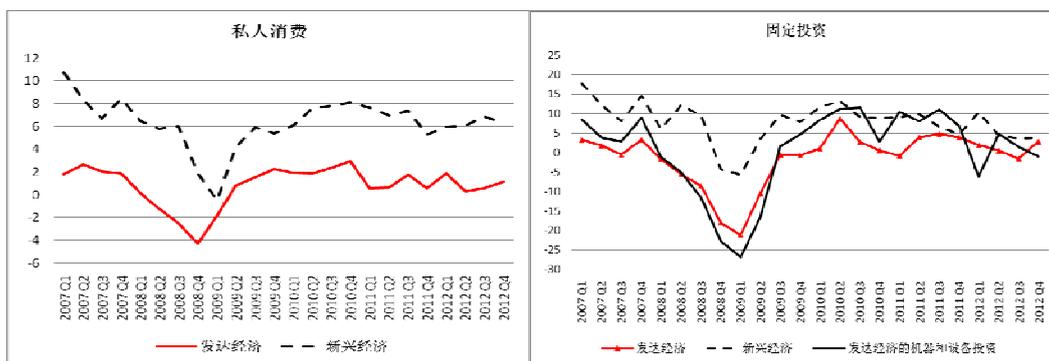
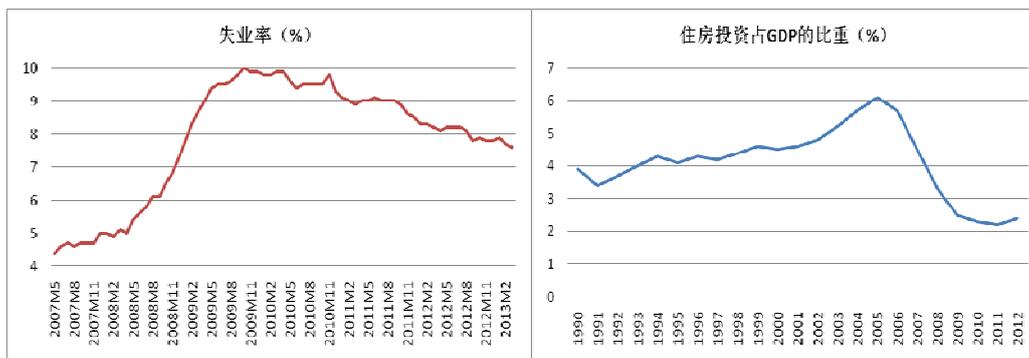


图 15 国内需求的实际增长率 (%，年率)



图 16 欧元区制造业 PMI



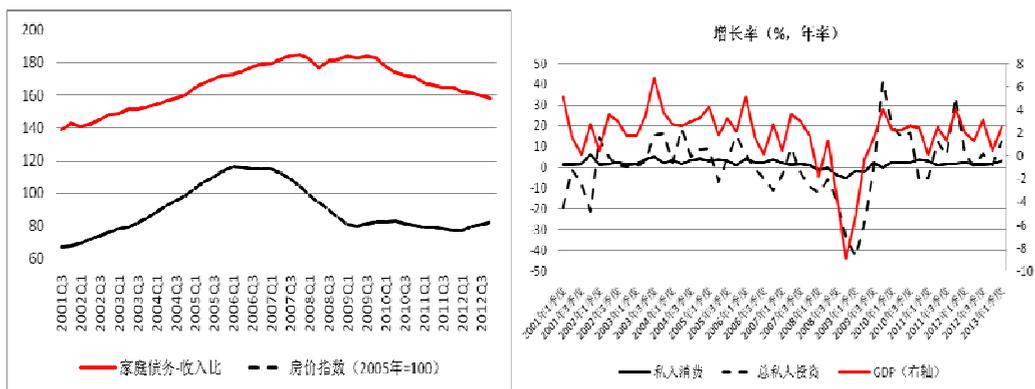


图 17 美国的主要经济指标

四、国际资本的流动性与易变性的变化

实体经济的调整远远滞后于金融部门的调整。这意味着货币扩张带来的增量流动性未能引导实体经济供给和需求的调整，只是囤积于金融体系之中，由此导致国际资本流动规模与易变性的增加。

次贷危机以来，随着美国经常项目失衡的调整，美国净资本流动规模和总资本流动规模有所下降。但是，美国的跨境资本流动的波动性却显著提高。并且，美国总资本流动规模与净资本流动规模之间的差异显著扩大，这反映出美国跨境资本双向流动性的提高。

在新兴市场与发展中经济体净私人资本流入下降的同时，总资本流动规模的下降趋势并不明显，这意味着资本双向流动性的提高。这对新兴市场的金融稳定和宏观经济稳定构成了巨大威胁。

(一) 美国跨境资本的双向流动性与资本流动的波动性增加

鉴于实体经济状况对金融稳定性具有至关重要的影响，如果信贷条件的放松能够刺激实体经济活动，这将有助于增强私人 and 公共部门的资产负债表，从而对金融稳定性产生更持久的影响。但是在金融条件显著改善的情况下，如果经济活动水平的变化大幅度滞后于金融市场，那么，两者之间的差异就会成为金融不稳定和风险的来源。从国际资本流动的角度看，这将表现为国际资本流动易变性的提高。

在超常规货币扩张和其他政策刺激之下，发达经济体的金融市场条件迅速改善和恢复。但是金融市场条件的改善并没有顺利转变为实体经济融资条件的改善，实体经济的调整远远滞后于金融部门的调整。这意味着货币扩张带来的增量

流动性未能引导实体经济供给和需求的调整，只是囤积于金融体系之中。由此导致国际资本流动规模与易变性的增加。

在历史经验中，在波动性和风险不断上升的环境下，对尾部风险的担忧导致投资者更加偏好“安全港”主权债券和投资级企业债券。这往往表现为欧美发达经济资本流入的增加。作为全球最大的“安全港”主权债券和高等级企业债券的供给国，美国的跨境资本流动的波动性在危机以来显著提高。参见图*。与此同时，随着美国经常项目失衡的调整，美国净资本流动规模和总资本流动规模有所下降。但是另一方面，在美国总资本流动规模与净资本流动规模之间的差异显著扩大。这反映出美国跨境资本双向流动性的提高。参见图 18。

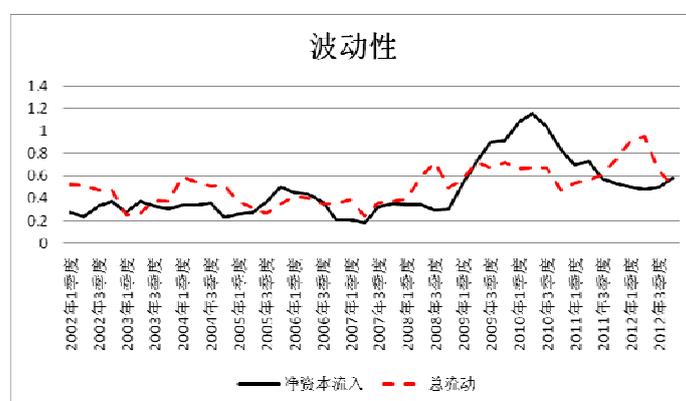


图 18 美国跨境资本流动的波动性¹⁰

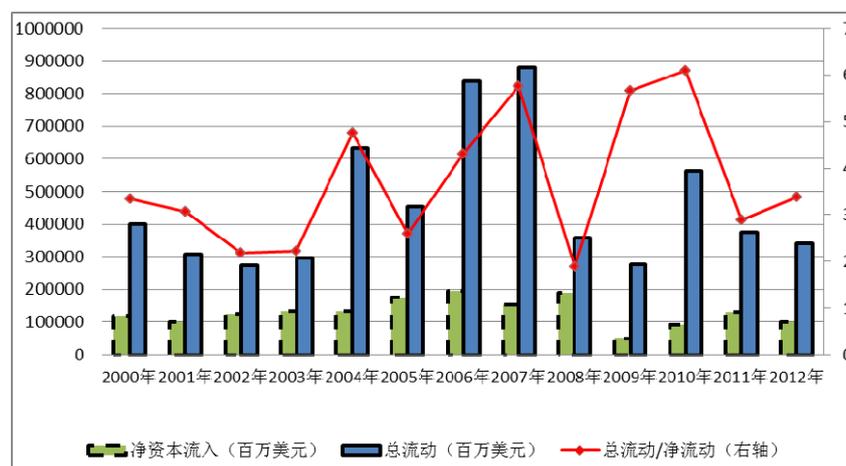


图 19 美国资本流动性的变化

（二）新兴市场跨境资本流动性的变化

欧美发达经济中央银行大规模的资产购买行为与政府债务约束结合在一起，导致“安全港”主权债券与投资级企业债券对国际投资者的潜在供给能力大幅下

¹⁰ 连续 6 个季度移动标准差/连续 6 个季度移动均值。原始数据来自美国商务部经济分析局。

降。充斥于国际金融市场之中的流动性只能选择经济表现较为强劲的新兴市场。由此导致全球债券基金和新兴市场股票基金的规模迅速膨胀。

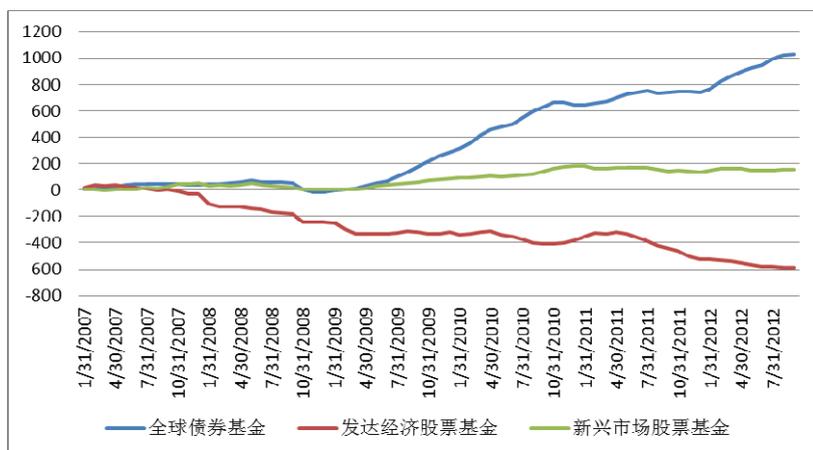


图 20 全球共同基金的累积流入规模 (10 亿美元)¹¹

另一方面，“安全港效应”、发达经济体央行的债券购买行为以及资产负债表风险的降低，导致发达金融市场信用风险溢价和长期债券收益率大幅下降。信用风险的下降是不可持续的。就目前的情况来看，调整风险是不对称的，是单向的，因为收益率目前处于创纪录的低水平，未来只可能向上调整。¹²对这种风险的担忧将会导致新兴市场跨境资本流动规模和易变性的急剧上升。

次贷危机以来，全球经常项目失衡规模显著降低，其中特别是美国的经常项目逆差和亚洲发展中经济体的经常项目顺差大幅减少。经常项目失衡与净资本流动是同一枚硬币的正反面，全球经常项目失衡规模的降低意味着全球净资本流动规模的下降。作为全球失衡中的顺差方，新兴市场与发展中经济的净私人资本流入和净官方资本流出规模都呈现下降趋势。参见图 21 和 22。

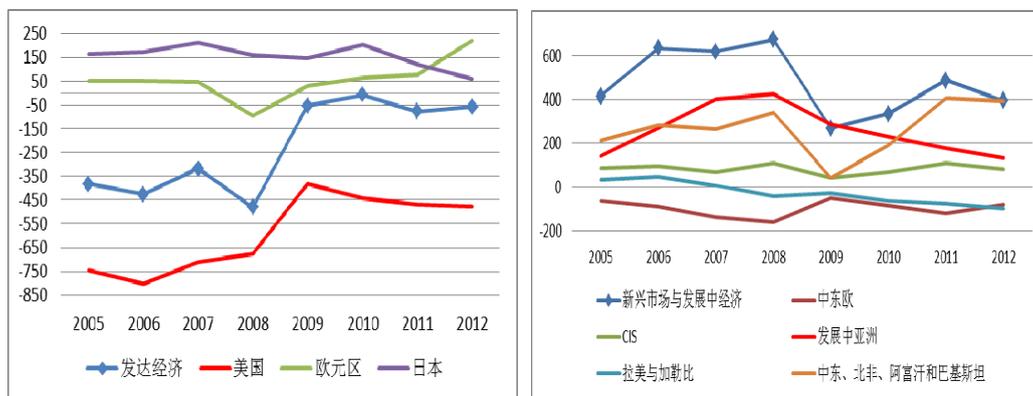


图 21 全球经常项目失衡规模 (10 亿美元)

¹¹ 数据来自IMF2012年10月的《全球金融稳定报告》。

¹² IMF, Global Financial Stability Report, April 2013。

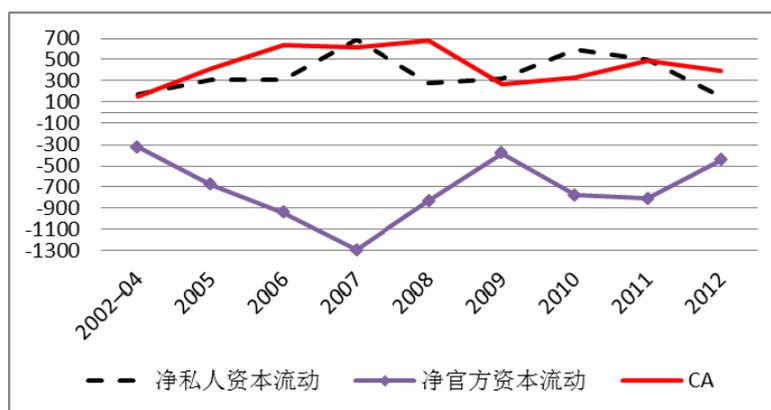


图 22 新兴市场与发展中经济的净资本流动 (10 亿美元)¹³

对于新兴市场与发展中经济的金融部门而言，由于私人资本流动具有更大的内在易变性，所以外部金融冲击往往是通过跨境私人资本流动渠道发生的。在私人资本流动渠道上，净资本流动规模及其变化并不能全面反映跨境资本流动性对一国金融稳定性的潜在威胁。就金融稳定性来说，影响更大的是资本的总流动规模和双向流动性。

在新兴市场与发展中经济体净私人资本流入下降的同时，包括资本流进和流出在内的总资本流动规模的下降趋势并不明显。特别是亚洲发展中经济，总资本流动规模甚至呈现增加的趋势。进一步分析可以发现，无论是新兴市场与发展中经济总体还是亚洲发展中经济，以总资本流动/净资本流动衡量的资本双向流动性呈现上升的趋势，特别是在 2012 年，资本双向流动性多倍扩张。参见图 23 和 24。资本双向流动性的提高，意味着资本流进和流出的规模同时增加，这种发生在同一年中的大进大出的资本流动，对新兴市场的金融稳定和宏观经济稳定构成了巨大威胁。

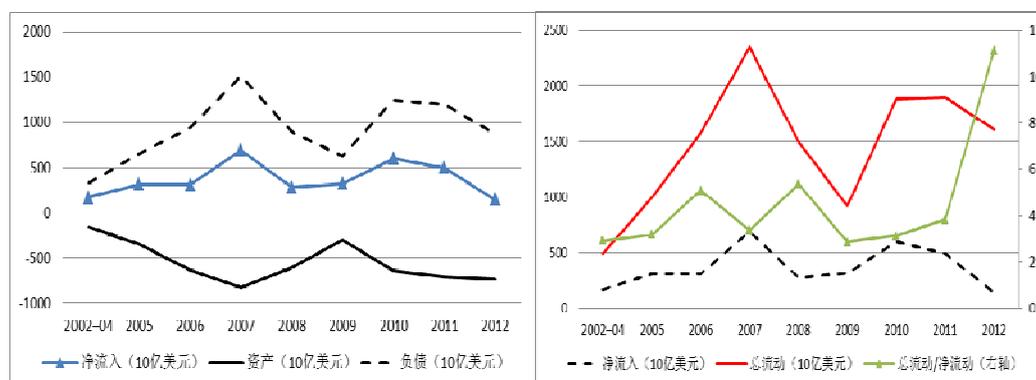


图 23 新兴市场和发展中经济的私人资本流动

¹³ 净官方资本流动包括储备的变化和其他官方机构的净资本流动，负数表示净流出。

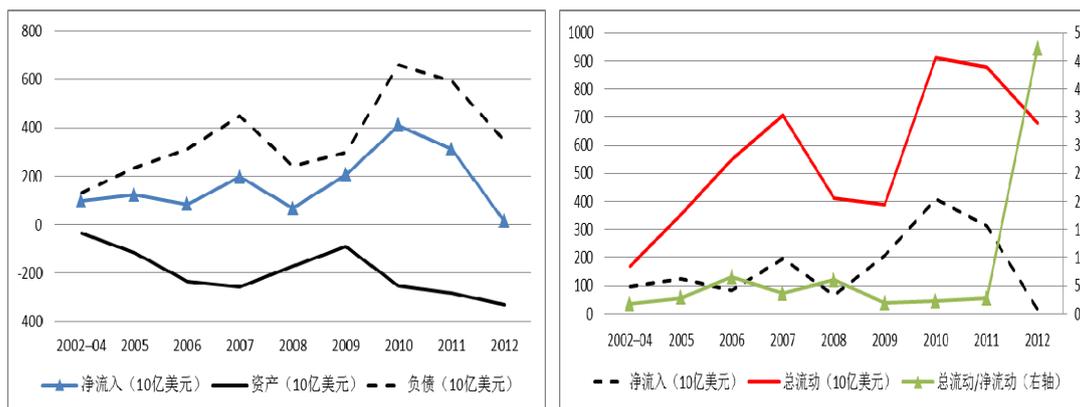


图 24 亚洲发展中经济体的私人资本流动

五、我国跨境资本流动性的变化

在金融危机以后，我国跨境资本流动的易变性大大提高，表现为由以前的单向流动变成了双向流动，流动方向变动更为频繁。虽然数量上的波动增大了，但由于政府调控节奏的加快，价格上的波动反而大大缩小了，汇率预期和资本流动的短期节奏都降低了。预期未来还会面对热钱的大规模流动，中国政府还需要更加紧密的关注国际资本流动。

(一) 中国跨境资本流动的规模估算

2002年，我国国际收支平衡表中的净误差和遗漏项在连续12年呈现负数后，首次呈现正数。这一符号的变化意味着我国短期跨境资本的流动方向发生了逆转。2003年以来，随着人民币的升值预期以及中国国内资产市场的价格上涨，大量短期资本通过各种渠道进入中国。这种短期资本的流动给我国的货币政策制定者提出了新的课题。

关于短期国际资本的流动，有很多不同的学者进行了估计。对于跨境资本流动，最基本的估计方法分成两种：直接法和间接法。直接法通过对国际收支平衡表中可能隐藏资本流动的项目进行测算来得到，最简单的直接法估计是直接使用“净误差与遗漏项”来代表看不见的资本流动。更为复杂的直接法估计加入更多可能隐藏资本流动的项目，如短期资本往来相关的项目，日常贸易中可能存在的伪报情况，乃至直接投资中可能隐藏的错误信息。我们可以对直接法的估计方法简单总结如下：

直接法 1 = 误差与遗漏项

直接法 2 = 误差与遗漏项 + 资本往来项目下的短期资本往来 (或者金融项目下的短期投资)

直接法 3= 误差与遗漏项+ 资本往来项目下的短期资本往来+ 其他可能隐藏虚假资本流动的项目（如进出口伪报额、FDI 伪报额等）

总的来说，直接法可能更为直观的给出短期国际资本流动的影响项目和规模，在国内，采用直接法对我国资本流动规模进行估计的研究包括尹宇明和陶海波（2005）、万光彩和刘莉（2009）等。但是，直接法估计也存在一定的问题，比如对于很多项目中所隐藏的资本流动数量进行估计的时候，需要很多的假设，这使得其估计的误差可能会较大；另外，直接法基于国际收支平衡表的各个分项，而我国目前只发布该平衡表的季度数据，这也使得该方法无法用于频率更高的国际资本流动观测。

与直接法相对应的就是间接法。最基本的间接法计算公式为：短期资本流动=储备资产的增加额-净 FDI 流入-经常项目顺差。顾名思义，间接法是通过国际收支平衡表中的官方储备、外商直接投资和经常项目三个项目的剩余部分，间接地对国际资本流动进行评估。间接法最大的优点是其简单，虽然这个方法原则上也依赖于国际收支平衡表，但是因为储备资产、FDI 流入和贸易差额等变量都是可以通过其他部门的统计所获得，所以可以获得更为高频的数据（月度数据），因此受到了更多人的青睐。当然，这个方法也有一个最大的问题，那就是无法知道短期资本流动的结构和来源，同时也可能会忽略了 FDI 和经常项目中所可能隐藏的资本流动。另外，如果一个国家的外汇储备规模很大，则外储本身的价值效应（包括汇率波动和所持有资产的价格变动等）也会很大，也可能会影响到上面计算方法的准确性，因此，也有人采用金融机构外汇占款来代替储备资产进行计算。在国内，采用这一方法对短期资本流动进行估计的研究包括王世华和何帆

（2007）、刘莉亚（2008）等。我们可以对间接法的计算方法简单总结如下：

间接法 1= 外汇储备增量- 货物与服务贸易顺差- FDI 净流入

间接法 2= 外汇占款增量- 货物与服务贸易顺差- FDI 净流入

间接法 3= 外汇储备交易增量（即扣除价值效应后的增量）- 货物与服务贸易顺差- FDI 净流入

在最基本的直接法和间接法以外，还有一些学者把两者结合起来的方法，即在间接法的基础上，通过一些假设条件，得到经常贸易和 FDI 项下隐藏的短期资本流动。比如张明（2011）、苟琴等（2012）。

我们的主要目的是对国际资本流动的易变性进行分析，因此，我们需要选取高频数据，同时，基于中国经济结构的快速转变，对于一些货物贸易或者 FDI 项目下所隐藏的热钱数量进行的估计往往依赖的是一些多年以前研究所得到的成果，这也可能使得估计结果可靠性有所下降，尤其是可能会造成估计结果的短期波动性加大。因此，本文主要采用间接法来对短期国际资本流动进行估计。

在间接法中，我们主要采用间接法 2 和间接法 3 的估计方法。间接法 3 的估计方法所需要的数据可以直接得到，外汇占款数量可以直接通过人民银行定期公布的金融机构本外币信贷收支表统计得到，贸易顺差数量可以通过海关月报得到，而 FDI 每月的流量则可以通过商务部的统计得到。

相比之下，间接法 2 对数据的要求就更高，主要体现在如何扣除外汇储备中的价值效应¹⁴。我们知道，外汇储备的价值效应主要来自汇率的波动和资产价格的变化，我们作如下假设：（1）假定中国外汇储备的币种结构跟全世界平均水平一致，即跟IMF公布的COFER中全部报告国家的平均值一致¹⁵；（2）假定中国所投资产为各币种的高等级债权资产，使用各币种的高等级债券价格指数来代表中国外储资产的价格变动。

根据上面的方法，我们就可以分别得到各月份的短期资本流量，由于短期资本流量的波动性很大，因此我们对各月份的数字进行三个月的移动平均，得到不同月份的短期资本流动数字。

为了首先对我国国际资本流动的大概情况有个了解，我们首先分析不同年份的资本流动总量情况（见表 1）。我们发现，不管用哪种方法，都可以发现 2000 年以来，我国的短期资本流动大体可以分为三个阶段（通过下面月度的流动图更为清晰）：（1）第一阶段为 2002 年以前，体现为短期资本的单向流出；（2）第二阶段为 2003-2007 年，体现为短期资本的单向流入；（3）第三阶段为 2008 年金融危机以来，体现为资本流动方向变动频繁，国际资本流动的易变性加强。

表 1 2000 年以来不同年份的短期资本流动数量（单位：亿美元）

时间	间接法 2	间接法 3
2000	-596	-503
2001	-344	-208

¹⁴ 在中国的特殊环境下，还需要实现扣除货币当局利用外汇储备进行的一些非交易性操作，包括 2003 年 12 月使用 450 亿美元外汇储备注资中行和建行，2005 年 4 月使用 150 亿美元外汇储备注资工商银行等等。

¹⁵ 关于这一假设的合理性，参见 2010 年 9 月外管局人士在接受采访时的信息，即中国外汇储备的结构跟全球平均水平差不多，即（当时）美元占 65%，欧元占 26%，英镑占 5%，日元占 3%。同时，考虑到中国外储资产的规模，中国的投资策略不可能偏离全球篮子过多。

2002	-146	-178
2000-2002	-1085	-889
2003	535	549
2004	996	751
2005	683	944
2006	1043	-153
2007	930	789
2003-2007	4186	2879
2008	1325	635
2009	799	1255
2010	1850	1808
2011	1391	762
2012	-3080	-2782
2013Q1	635	366
2008-2013Q1	2920	2044
合计	6021	4034

注：2013 年只有前 3 个月的数据。

下面我们通过图 25 可以更清楚地看到高频数据下资本流动的月度变动情况。可以很明显地发现，大概从 2007 年开始，资本流动规模的波动性就大幅增加；而且从 2008 年以后，流动方向的波动性也大幅提高。具体到两个方法估计结果之间的差异，可以发现，通过间接法 2 估计得到的结果波动性更大，这个原因可能是因为金融机构外汇占款中同时包括货币当局和其他金融机构的外汇占款，在短期里，商业银行会由于季节性因素而有更多的波动；相比之下，间接法 3 中只包含货币当局所持有的外汇资产，其波动性相对较低。也就是说，短期波动中可能还包含一部分商业银行本身对于外汇资产操作而带来的影响。

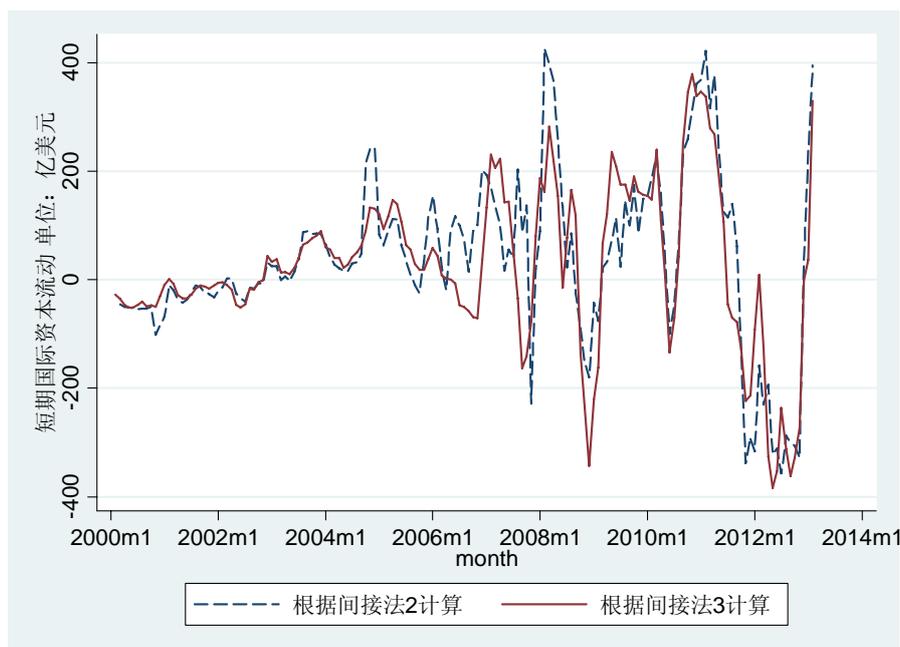


图 25 短期国际资本流动（月度数据，2000M1-2013M3，单位：亿美元）

（二）货币当局对冲资本流动的行动及其结果分析

短期国际资本流动是中国货币当局最近几年所最为关注的事情之一，比如央行行长周小川就曾经在公开场合说明，国际资本流动是中国货币政策制定的重要考虑因素，并且存款准备金率的调整是中国人民银行对冲国际资本所带来的流动性变动的最主要工具¹⁶。因此，通过把历次存款准备金率的调整历史和国际资本流动之间的关系进行比较，将有助于我们对货币当局的行动及其结果有所认识。

表 2 对 1998 年以来中国人民银行历次存款准备金率调整进行了总结。可以发现，央行对于存款准备金率的调整频率越来越高，而且在金融危机以后，调整方向的调整也更为频繁。

表 2 中国人民银行调整存款准备金率的总结

时间段	调整方向	调整幅度	细节
2011 年 12 月 5 日-2012 年 5 月 18 日	下调	1.5%	3 次，每次 0.5%
2010 年 11 月 16 日-2011 年 6 月 20 日	上调	4.5%	9 次，每次 0.5%
2010 年 1 月 18 日-2010 年 5 月 10 日	上调	1.5%	3 次，每次 0.5%
2008 年 9 月 25 日-2008 年 12 月 25 日	下调	3%/4%	4 次，大型金融机构降低 3%，中小型金融机构降低 4%

¹⁶见“两会实录：人民银行就货币政策及金融改革答记者问”，人民银行网站，http://www.pbc.gov.cn/publish/redianzhuanti/3774/2012/20120312154236051311133/20120312154236051311133_.html

2006年7月5日-2008年6月7日	上调	10%	18次，平均每次间隔小于一个半月
2003年9月21日-2004年4月25日	上调	1%	2次，相隔半年
1998年3月21日-1999年11月21日	下调	7%	第1次下调5%，第2次下调2%

数据来源：中国人民银行网站。

图 26 中我们把存款准备金率的变动和短期国际资本流动的分析结果结合起来，更有助于我们认识央行的对冲政策。由于数据可得性问题（外汇占款数据从 2002 年才开始公开），我们使用间接法 3 得到的短期资本流动结果来进行分析。我们可以发现，在短期资本流动规模最大的时候，往往也是央行开始采取存款准备金率调整的时候。在图 2 中，我们一共标识了三次存款准备金率下调时期，分别是 1999 年、2008 年下半年和 2012 年上半年，而这三三次也正好是我国出现大规模资本流出的时期。同时，我们也标识了四次存款准备金率上调时期，分别是 2004 年初、2006 年下半年到 2008 年上半年、2010 年初和 2010 年下半年，无一例外，这四个时期都是我国资本流入最为突出的时期。可见，存款准备金率确实是央行对付短期国际资本流动，对冲国内流动性的最为重要的工具。

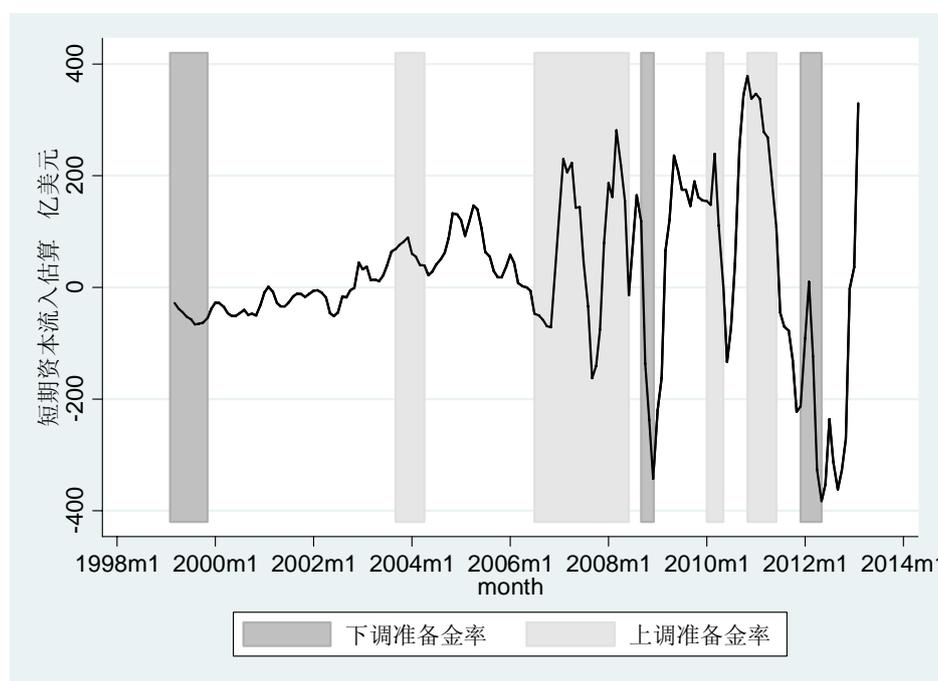


图 26 国际资本流动和存款准备金率变动方向（1999m1-2013m3）

而且，我们必须看到的是，随着 2008 年以后国际资本流动方向易变性提高，央行相应的政策调整频率也有所提高。那么，央行的这些政策是否起到了作用呢？下面，我们就分别从国际资本流动的数量和价格影响两个方面来进行分析。

首先，我们分析热钱流动的相对规模。由于我国经济和金融市场规模的迅速扩大，简单分析绝对规模可能并不利于我们得到稳健的结论。因此，我们通过分析资本流动的相对规模来对资本流动波动性的变动进行分析（见图 26）。我们采用不同年份的 GDP 来对月度资本流动数量进行标准化，标准化方法是：月度资本流动数量*12/GDP。我们可以发现，虽然国际资本流动的相对规模并没有太大的变化，但是资本流动流入或者流出的持续性在提高，在 2009 年以前，虽然资本流动的大方向并没有太大的变动，但是小波动非常多；而在 2009 年以后，资本流动大方向的变化次数增加了，但随之而来的却是小波动数量的减少。这一现象在一定程度上说明资本流动方向的预期变得更加稳定了。

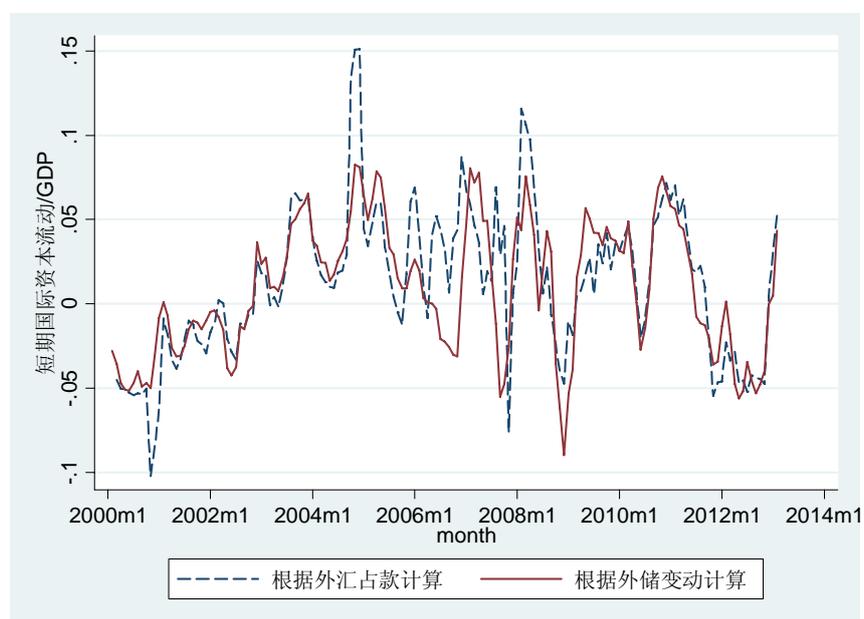


图 26 国际资本流动相对规模的变动趋势

接下来，我们要分析资本流动的另一个重要后果，即价格波动性。我们主要通过人民币远期和即期市场的表现来进行分析。人民币远期市场中，可得数据最长的是新加坡的人民币无本金交割远期外汇交易（NDF）市场。我们首先对比分析 NDF 和即期汇率波动的表现。通过图 27 和图 28 可见，NDF 市场所表现出来的人民币升值/贬值预期，能够很好的预测我国的短期资本流动方向。人民币兑美元出现贬值预期的三个主要时期分别是 2002 年以前，2008 年下半年和 2010 年下半年，这三个时期也正好是我国资本出现外流，同时央行采取调低准备金率的时期。另外，我们还关注这两个价格之间的背离以及其波动性。通过图 27 可以发现，从 2009 年中期以来，人民币的远期和即期汇率价格之间的联系越来越

紧密，而且更为重要的是，通过图 28 可以发现，虽然人民币的币值具有双向波动性，但是不管是贬值还是升值预期，这种预期的波动性都大大降低了。

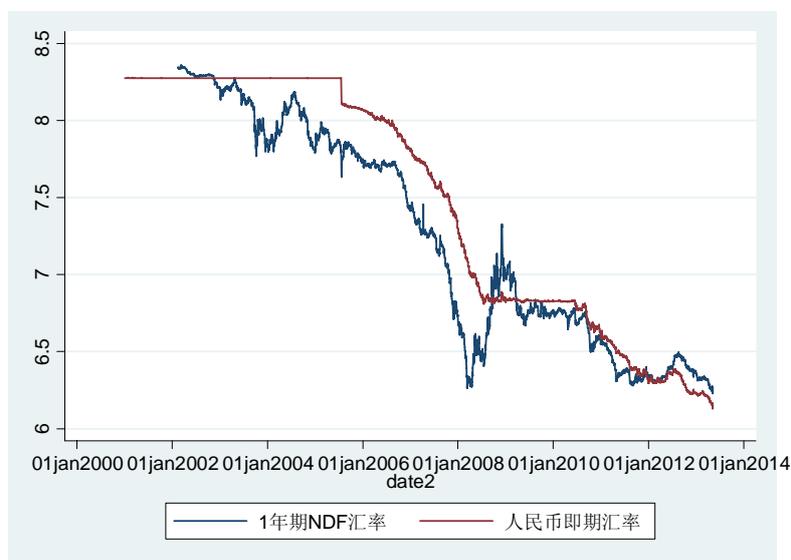


图 27 人民币 1 年期 NDF 和即期汇率走势对比图

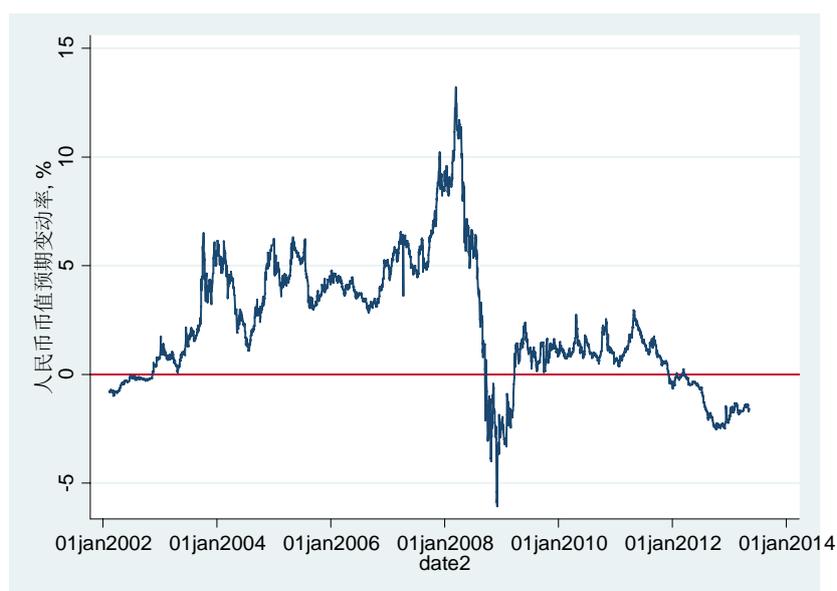


图 28 人民币币值预期变化率

六、主要结论

本文的主要结论如下：

- 1、面对金融危机冲击，为了恢复金融稳定和刺激实体经济活动，发达国家中央银行不仅长时期维持超低的政策性利率，更是大规模使用各种超越短期利率和货币总量的非传统货币政策手段，包括对银行的长期流动性支持和直接的信贷扩张等。

2、实体经济活动不仅受制于金融市场提供的融资条件，而且受制于产品市场和要素市场的结构性约束或制度性约束。超常规货币政策刺激虽然带动了发达金融市场条件的迅速改善，但是这一变化未能充分传导至实体经济融资条件。

3、实体经济融资条件的改善滞后于金融市场条件的改善，意味着扩张性货币政策的影响未能完全传导至实体经济，金融复苏未能充分发挥其对实体经济复苏的推动力。加之产品市场和要素市场的结构性与制度性约束，实体经济活动水平的恢复较为缓慢。

4、实体经济的调整远远滞后于金融部门的调整。这意味着货币扩张带来的增量流动性未能引导实体经济供给和需求的调整，只是囤积于金融体系之中，由此导致国际资本流动规模与易变性的增加。

5、次贷危机以来，随着美国经常项目失衡的调整，美国净资本流动规模和总资本流动规模有所下降。但是，美国的跨境资本流动的波动性却显著提高。并且，美国总资本流动规模与净资本流动规模之间的差异显著扩大，这反映出美国跨境资本双向流动性的提高。

6、在新兴市场与发展中经济体净私人资本流入下降的同时，总资本流动规模的下降趋势并不明显，这意味着资本双向流动性的提高。这对新兴市场的金融稳定和宏观经济稳定构成了巨大威胁。

7、在金融危机以后，我国跨境资本流动的易变性大大提高，表现为由以前的单向流动变成了双向流动，流动方向变动更为频繁。虽然数量上的波动增大了，但由于政府调控节奏的加快，价格上的波动反而大大缩小了，汇率预期和资本流动的短期节奏都降低了。预期未来还会面对热钱的大规模流动，中国政府还需要更加紧密的关注国际资本流动。

参考文献

1. 尹宇明、陶海波，2005：《热钱规模及其影响》，《财经科学》第6期。
2. 万光彩、刘莉，2009：《中国的“热钱”规模究竟有多大？—基于热钱流出渠道的估算》，《世界经济研究》第6期。
3. 刘莉亚，2008：《境外“热钱”是否推动了股市、房市的上涨？—来自中国市场的证据》，《金融研究》第10期。

4. 王世华、何帆，2007：《中国的短期国际资本流动：现状、流动途径和影响因素》，《世界经济》第7期。
5. 张明，2011：《中国面临的短期国际资本流动：不同方法与口径的规模测算》，《世界经济》第2期。
6. 苟琴、王戴黎、鄢萍、黄益平，2012：《中国短期资本流动管制是否有效》，《世界经济》第2期。
7. IMF, Global Financial Stability Report, October 2012, April 2013.
8. IMF, World Economic Outlook, October 2012, April 2013.