

## 关于人民币汇率及中国货币政策

### 若干问题的分析

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路1685号兴泰金融广场2206室

2015年02月01日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



#### 内容提要:

- ◆ 中国的货币政策存在一个两难的选择问题,一方面美国QE退出的消息引发的资金抽离,欧日韩等国的宽松货币政策使得人民币贬值压力增加,宽松的货币政策会导致人民币汇率进一步下降,人民币资产价值缩水,资金外逃加剧;而如果采取紧缩政策则会使得经济通缩压力进一步增加。
- ◆ 2015年1月,中国CPI只有0.8%,通缩的威胁已经步步逼近,在此背景下,中国央行的选择是逐步放松货币政策以提振实体经济,但由于实体经济增速下降、金融市场结构不健全等原因导致货币在资本市场内空转的现象,市场融资需求与金融体系流动性供给之间的错配,严重影响了货币政策的实施效果。
- ◆ 货币政策执行效果不佳的原因,一是实体经济融资需求与金融体系流动性供给之间的错配;二是利率双轨制;三是影子银行导致的负面利率市场化。

#### 关键词:

- ◆ 人民币汇率 货币政策 分析

# 关于人民币汇率及中国货币政策若干问题的分析

## 一、人民币走势及对进出口的影响

### 1. 人民币汇率近期走势

2014年，人民币在经历年初的央行政策引导和市场波动导致的贬值后，下半年连续回升，这其中既有中央政府防止大规模资金撤离的政策导向，也有人民币国际化要求的重要支撑。10月29日，美联储宣布结束QE3购买成为美元人民币的一个重要拐点，自美国宣布QE退出后，美元指数不断上涨，从当时的87到现在已接近95，美元保持着强势地位，资金不断地从新兴市场国家撤离；同时，人民币贬值预期导致企业结汇意愿下降，人民币贬值趋势形成。

11月22日，在国内经济持续下行的压力下，央行宣布不对称降息，这次让市场意料之外的降息，毫无疑问地加快了人民币贬值步伐，同时，日本和欧洲的货币宽松政策，使得人民币贬值的压力进一步扩大。美元人民币汇率从降息时的6.1249降至目前的6.2404，贬值幅度已达到2%。就目前的趋势而言，美国经济持续向好，而其他国家纷纷执行宽松货币政策，2015年美元会继续走强，人民币对美元仍会出现贬值。同时在人民币国际化的需求下，人民币不会出现大幅度的贬值，对其他国家货币则会出现升值现象。



图1 2014年初至今美元人民币即期汇率走势图

### 2. 人民币汇率影响因素分析

目前人民币价格受到来自两个方向的力量影响，一方面受国内经济下行及强势美元的影响，资金外逃规模加大导致人民币有贬值的压力。2月3日，国家外管局发布数据显示，2014年，中国国际收支经常项目顺差2138亿美元，同比增长15.9%。不过，资本和金融项目账户却出现大额逆差，逆差额达到960亿美元，这是一个重要的信号，说明资金在大量转移至海外。

同时欧日韩等国的货币宽松政策也使得国内出口承压，日本央行2014年10月31日意外宣布加大货币扩张步伐，扩大对ETFs及不动产信托投资的购买，延长所购日债的剩余到期时间(延长至7-10年)；欧央行2015年1月22日宣布扩大资产购买计划，自2015年3月至2016年9月(或更久)，每月将进行600亿欧元的资产购买，直至通胀率出现持续调整。各国竞相贬值的货币显然会对中国的出口造成影响，从支持实体经济角度，人民币有进一步贬值的需要；

另一方面受人民币国际化及稳定资产价格需求的影响，央行有提振人民币汇率的倾向，国家层面的“一带一路”战略也要求人民币汇率保持稳定，同时中国大规模的外汇储备也对人民币汇率有支撑作用，因此人民币汇率不会出现大幅度的贬值。

从目前的政策选择来看，央行不断地提高美元人民币的中间价，有意稳定人民币汇率，以支持人民币国际化和保持人民币资产价格稳定，但国内不断下行的经济和宽松的货币政策短期内会使人民币贬值成为常态。

### 3. 人民币走势对进出口的影响

#### 衰退式贸易顺差

2015年1月，中国对外贸易进出口总值为3404.84亿美元，比去年下降10.9%。其中，出口为2002.58亿美元，同比下降3.3%，环比下降12.0%；进口为1402.26亿美元，同比下降19.9%，环比下降21.1%；当月进口金额大幅收缩，贸易顺差“被动”扩张至600.32亿美元，创单月数据的历史新高。进口的疲软反映的是国内需求不足，由于国内潜在的经济增长率的预期下降导致进口下降的速度超过出口下降速度，并且人民币持续走贬提高了居民持汇意愿，基础货币发行中外汇占款的比重在下降。

#### 对进出口的具体影响

人民币此轮的变化，相对美元是贬值，相对日元、欧元等则是升值，这在出口数据上也可以很明显看出来，1月中国对美国出口增加4.8%，但对日本、欧盟的出口分别下降20.5%和4.6%，反映了日本、欧盟需求疲弱以及各国货币竞争性贬值对于中国出口的冲击。

新兴市场方面，由于能源价格下跌，资源型国家需求低迷，加之货币竞争性贬值对于各国进口需求产生抑制作用，中国对俄罗斯出口由-2.8%大幅降至-42.1%，对南非出口由0.8%降至-2.7%，对巴西出口由-11.3%降至-17.9%，对澳大利亚出口由9.9%降至-2.3%。

总体上，在全球经济只有美国经济一枝独秀的情况下，中国的出口在各国纷纷执行宽松政策的情况下压力倍增，进口则主要受到国内经济下行的影响，衰退式贸易顺差表现明显。

## 二、中国央行的货币政策选择

在全球经济下行的背景下各国纷纷执行宽松的货币政策，当前中国经济面临通缩的风险，放宽货币政策成为央行必然的选择。回顾2014年中国央行货币政策，定向或者结构性货币政策的大规模启用是最大特点，2014年3季度，央行在9、10两月通过新创设的MLF（中期借贷便利）工具，向部分金融机构定向投放了7695亿元的基础货币。市场期待的降息政策一直到2014年11月21日才意外推行。此后央行执行了一系列的货币宽松政策，包括2015年2月4日降准0.5个百分点，北京银行自2015年2月16日起，定向下调人民币存款准备金率1个百分点，执行16.5%的人民币存款准备金率，以支持小微企业发展。2月12日央行继续逆回购向市场补充流动性，在公开市场上进行了1600亿元的逆回购操作，是自2014年1月底以来规模最大的一次逆回购。

央行自2014年以来一直都在以各种方式向市场注入流动性，不仅有降息、降准、逆回购，还有SLF等近年新创的流动性控制工具，央行组合拳已出。虽然，央行在《2014年四季度中国货币政策执行报告》中对货币政策的描述仍然是“继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境”，但实际操作中，已开始执行宽松的货币政策。应该说，央行

向市场注入量并不小，但却看不见市场利率下降，央行释放的基础货币大量滞留在金融体系内部，成为推高股票、债券等金融资产价格的最重要原因，形成货币堰塞湖。

### 三、货币政策执行效果不佳的原因

#### 1. 实体经济融资需求与金融体系流动性供给之间的错配

从 2014 年上半年开始，央行为为了不让自己释放的流动性再流向地方政府融资平台、房地产这些不利于经济结构调整的行业，开始了定向宽松的操作。央行通过定向降准、PSL、MLF 等方式，向特定金融机构释放了流动性，以刺激它们向小微企业、农业、以及保障房建设的信贷投放。但是，这并没有达到预期效果。相反，定向宽松造成了市场融资需求与金融体系流动性供给之间的错配，人为阻塞了流动性从金融体系向实体经济的传导路径。

市场实际融资需求的大户（地方政府融资平台（基建投资的投资主体）和房地产行业）在政策约束之下面临严苛融资瓶颈。而货币政策定向宽松的对象（小微企业和农业）因为自身规模的原因，贷款需求本就有限。而在经济低迷的大环境下，这些企业和行业的风险度更是居高不下，打压了银行对它们的放贷意愿。这样一来，尽管货币政策定向宽松的力度持续加大，实体经济“融资难”问题却依旧存在。数据上表现为人民币信贷投放低于预期，而社会融资总量也低于同期。

2014 年 11 月 21 日降息之后，大量银行资金通过券商的融资业务放大倍数进入股市，使得降息释放出的资金难以进入实体经济，影响了金融政策的有效性。因此，在今年 2 月 4 号降准之前，监管层对股市融资的清查非常严厉，目的是不希望股市成为疯狂的吸金场所，为实体经济增长的复苏扫清障碍。但解决问题的方法在疏不在堵，实体经济整体的不景气还是造成信贷投放不顺利的根本原因。

#### 2. 利率双轨制

利率双轨制是指受央行管制的商业银行的存贷款利率与由供求决定的影子银行、地下钱庄和民间借贷等的利率。形成利率双轨制格局的制度原因在于中国所采取的双轨制经济改革策略，一方面要保留国有企业，维持经济与社会的稳定，另一方面又要促进民营企业快速成长，支持经济转型与经济增长。利率双轨的起点是央行的利率管制政策，人为地压低了商业银行的基准利率，这样就造成了对银行信贷的过度需求，因此央行不得不实施信贷配给。商业银行有限的信贷资源主要满足了国有企业的融资需求，而信贷配给势必会将大量的过剩需求逼到非正规市场，从而进一步推高非正规市场的利率。

#### 3. 影子银行导致的负面利率市场化

影子银行业务的具体形式比较多，目前主要是信托、理财产品和委托贷款等，据初步估计，现在影子银行的规模相当于 GDP 的 50%。影子银行各国都有，动机也是一样的，就是为了规避监管。在中国，影子银行发展主要也是为了规避商业银行表内业务必须接受的信贷配给和利率管制。所以影子银行通常也被看成是一种自发的利率市场化，“存、贷”双方可以自主决定融资的数量和价格。从理论上讲，自发的利率市场化应该有利于改进资金配置的效率、改善中小民营企业的融资环境。但实际上融资难的压力并没有减轻。

原因在于目前的影子银行发展是一个负面的利率市场化的过程，一是因为这些交易缺乏合理的监管框架，许多影子银行业务产生了许多新的金融风险，融资者不了解市场，投资者不清楚风险。出了问题还没法执行违约，只好采取各种方式确保刚性兑



付。这样做的后果是，一方面金融风险不断积累，另一方面道德风险进一步加剧。二是在央行严厉禁止银行给地方融资平台等机构发放新的贷款之后，这些具有软预算约束特征的机构纷纷进入影子银行融资，既“挤出”了许多原先在这个市场融资的中小民营企业，又直接提高了所谓的“无风险利率”的水平。地方平台融资利率在 10%-12%，中小民营企业的融资成本只能在这个水平上继续往上加。因此，影子银行业务的发展，不但没有缓解融资难，反而加剧了这个矛盾。

研究人员：

徐 蕾 博士

[返回首页](#)

# 免责声明

《专题研究报告》是合肥兴泰金融控股(集团)有限公司(以下简称“公司”)金融研究所推出的专题性、研究性、非盈利性报告,内容以宏观经济、行业分析、区域经济、地方金融为主,对内交流学习,对外寻求发声,旨在服务地方金融发展所需,为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

本报告基于公司研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点,不构成对任何人的投资建议,公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有,未经事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发,需注明出处,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。