

Research on Transmission Effects of China's Monetary Policy
under Abnormal Flow of International Capital

国际资本异动下中国货币政策传导效应研究

[何 燕 ◎ 著]

► 本书以开放经济下的内外均衡与政策协调理论为基础，运用M-F模型构建我国内外均衡发展模式，探讨国际资本异动通过利率、汇率、资产价格和信贷渠道对货币政策传导效应的影响。



 中国金融出版社

国际资本异动下 中国货币政策传导效应研究

何燕 / 著



中国金融出版社

责任编辑：童玮薇

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

国际资本异动下中国货币政策传导效应研究 (Guoji Ziben Yidongxia Zhongguo Huobi Zhengce Chuandao Xiaoying Yanjiu) /何燕著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7752 - 6

I. ①国… II. ①何… III. ①货币政策—研究—中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 297994 号



出版
发行 中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 15.5

字数 273 千

版次 2015 年 4 月第 1 版

印次 2015 年 4 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7752 - 6/F. 7312

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前 言

在经济金融全球化日益加深、金融危机频繁爆发的背景下，我国始终坚持对外开放政策，对外开放水平和国际化程度不断提高，但全球化所带来的巨额国际资本流动和国际金融投机活动也在考验着我国的风险抵御能力，加剧了我国货币当局制定和调控货币政策的难度，削弱了货币政策传导效应，货币政策的外在约束性加强，增加了货币政策操作的不确定性。研究表明，国际短期资本已成为我国当前国际资本流动的主体。因此，研究国际资本异动下的货币政策传导效应问题，成为我国资本市场开放进程中应当关注的重要理论领域和现实课题。

本书以开放经济下的内外均衡与政策协调理论为基础，运用蒙代尔—弗莱明（M-F）模型构建我国内外均衡发展模式，从货币政策传导的一般机理入手，探讨国际资本异动通过利率、汇率、资产价格和信贷渠道对货币政策传导效应的影响，并采用大量实证分析，探究国际资本异动对我国货币供给及宏观经济效应的影响，尤其是面对2008年下半年以来国际金融危机的复杂形势，通过国际比较与借鉴，探索在我国资本市场渐进式开放的进程中，如何合理测度国际资本异动状况，加强短期资本流动监管与预警，疏通货币政策传导渠道，实现国民经济健康、持续、稳定发展。

本书共分七章。第1章为导论部分，提出本书的研究目的、背景、国内外研究动态、内容、方法、技术路线，界定国际资本异动的概念，并说明研究的创新点。第2章是全书的理论基础，首先提出内外均衡冲突与政策搭配原理，进而分析开放经济条件下的M-F模型及其货币政策效应，最后从利率、汇率、资产价格和信贷四个渠道阐述西方货币政策传导理论。第3章通过对1997年亚洲金融危机以来国际资本异动状况的测度，提出我国资本异动的六个阶段及其主要途径，进而分析20世纪90年代以来国际资本异动的全球化特征，探索蒙代尔“不可能三角”理论在中国的扩展及运用，最后指出国际金融危机下国际资本异动对中国的挑战和机遇。第4章是全书的理论拓展部分，结合中国实际，从利率、汇率、资产价格及信贷四个传导渠道分别阐述国际资本异动对货币政策传导效应的影响，提出国际资本异动加大了中央银行制定和实施货币政策的难度，削弱了货币政策传导效果。第5章是全书的实证部分，

采用大量宏观经济数据,运用计量经济学方法对近年来影响我国资本异动的的主要因素、国际资本异动对我国货币供给及宏观经济效应的影响进行实证分析,得出人民币汇率和利率变动是影响我国资本异动的的主要因素,尤其是人民币汇率变动对国际短期资本的影响更为显著,近期内短期资本流动对我国货币供给的冲击作用尚不明显、短期资本流动并未有效推动我国经济增长却成为引起物价上涨的因素的实证分析结论,有助于货币当局加强短期资本流动监管,提高货币政策传导的有效性。第6章首先列举美国、英国、欧元区的货币政策传导演变特征及其在国际金融危机下的货币政策选择,并结合我国货币政策传导的演变过程和效果,针对西方主要国家货币政策传导框架进行比较,为我国货币当局制定和实施货币政策、提高货币政策传导效率提供有益的经验借鉴。第7章从四个方面提出了提高我国资本异动下货币政策传导效应的对策建议,包括加强国际短期资本流动监管、建立并完善金融风险预警制度、疏通货币政策传导渠道和促进国际监管合作与货币政策协调的对策措施,立足全球视野,根据主要国家货币政策的调整及时作出反应,特别是在国际金融危机的影响尚未完全消除、世界经济格局正待调整的背景下,根据形势变化适时适度调整货币政策取向和力度,构建适合我国的货币政策传导制度,减轻国际资本异动对货币政策传导的负效应,更好地实现我国的货币政策目标。

虽然国内外学者对国际资本流动和货币政策传导这两方面的理论和实证研究已经取得较大进展,但真正把国际资本流动纳入货币政策研究范畴的文献并不多见,且以定性分析为主,定量分析较少,进一步从货币政策传导角度分析国际资本异动对货币政策传导效应的影响就更不多见。本书中的国际资本异动即国际资本的异常流动,指资本为追逐高额利润或规避风险而进行的大规模、突发性、剧烈跨境流动。我国与经济合作与发展组织(OECD)国家经济发展水平和资本开放程度不同,不应采用国际货币基金组织(IMF)对国际资本异常流动的统一的经验判断标准。处在不同经济发展阶段的不同国家,应当根据本国实际情况适度调整警戒线范围,以更真实地反映国际资本异动状况,有利于货币当局制定和实施有效的货币政策。

根据本书的界定,国际资本异动仅指短期投机性资本的大规模、剧烈跨境流动。随着金融市场发展和金融工具创新,国际资本流动中的长期和短期资本的时间界限日益模糊,股票、债券等证券化资产已经具有相当的流动性和投机性,成为国际短期资本流动的重要形态。此外,国内外许多研究都将国际短期资本与“热钱”联系在一起,是因为平衡性、自主性短期资本极易转化为投机资本,很难区分此类短期资本与“热钱”之间的界限。鉴于此,本书将国际短期资本与“热钱”等同起来考虑。因此,国际资本异动规模可根据国际

短期资本流动进行估算。

实证研究表明，人民币汇率和利率，尤其是人民币汇率是影响我国短期资本流动的主要因素。因此，在研究短期资本流动对我国货币供给及宏观经济效应的影响的实证分析中，笔者从汇率传导渠道分析了短期资本流动对货币政策传导效应的影响，拓展了已有研究成果的实证研究空间。

笔者在博士论文的基础之上，进一步采集和更新数据，使结论更具有时效性和前瞻性，经过多次修改，最终完成了本书的撰写工作。在本书的写作过程中，笔者也借鉴、吸收了国内外专家学者的著作及研究成果，在此一并表示衷心的感谢和敬意！由于笔者水平所限，书中缺点和纰漏在所难免，恳请各位读者和同行专家批评指正！

何燕

于山东财经大学金融学院
二〇一四年十月二十七日

目 录

1 导论	1
1.1 研究目的、背景与意义	1
1.1.1 研究目的	1
1.1.2 研究背景与意义	1
1.2 国内外研究动态	8
1.2.1 国外研究动态	8
1.2.2 国内研究动态	13
1.2.3 进一步研究意义	19
1.3 研究内容和研究方法	20
1.3.1 研究内容	20
1.3.2 研究方法	22
1.3.3 技术路线	23
1.4 国际资本异动的概念界定	25
1.5 本书的创新点	27
2 国际资本异动下货币政策传导效应的理论依据	29
2.1 内外均衡冲突与政策搭配原理	29
2.1.1 外部均衡理论的形成和发展	29
2.1.2 内外均衡理论的萌芽	30
2.1.3 内外均衡理论的发展——冲突与协调	31
2.2 蒙代尔—弗莱明模型及其货币政策效应	35
2.2.1 开放经济下的 IS - LM - BP 模型	36
2.2.2 资本完全流动下的货币政策效应	39
2.2.3 资本不完全流动下的货币政策效应	40
2.2.4 资本完全不流动下的货币政策效应	42
2.2.5 大国的货币政策效应	42

2.2.6 蒙代尔“不可能三角”理论与“三元悖论”原则	44
2.3 西方货币政策传导理论	45
2.3.1 利率传导理论	46
2.3.2 汇率传导理论	47
2.3.3 资产价格传导理论	52
2.3.4 信贷传导理论	54
本章小结	57
3 中国资本异动的测度及其现实影响	58
3.1 中国资本异动的测度	58
3.1.1 中国资本异动的 IMF 经验判断	58
3.1.2 我国短期资本流动规模的测算	60
3.1.3 我国资本异动的六个阶段	70
3.2 中国资本变动的主要途径	78
3.2.1 BOP 反映出的近年来我国资本变动状况	78
3.2.2 经常项目下的资本变动	81
3.2.3 金融项目下的资本变动	83
3.2.4 地下渠道	86
3.3 资本变动的全球化特征及对中国的现实影响	87
3.3.1 资本变动的全球化特征	87
3.3.2 蒙代尔“不可能三角”理论在中国的扩展及运用	92
3.3.3 国际金融危机下资本变动对中国的影响	99
本章小结	107
4 国际资本变动下的货币政策传导效应	108
4.1 国际资本变动下的利率传导效应	108
4.1.1 国际资本变动下的利率传导一般原理	108
4.1.2 资本变动对储备资产的影响	109
4.1.3 资本变动对基础货币的影响	109
4.2 国际资本变动下的汇率传导效应	110
4.2.1 国际资本变动下的汇率传导一般原理	110
4.2.2 我国近年来资本变动与汇率、利率的关系	111

4.3 国际资本异动下的资产价格传导效应	112
4.3.1 国际资本异动下的资产价格传导一般原理	112
4.3.2 我国证券市场的国际化发展	113
4.4 国际资本异动下的信贷传导效应	115
4.4.1 国际资本异动下的信贷传导一般原理	115
4.4.2 外资银行对我国货币政策传导效应的影响	116
4.4.3 贸易信贷成为我国短期外债增长的主要动力	118
4.5 国际资本异动影响货币政策的传导效果	120
4.5.1 国际资本异动增加了中央银行冲销干预的难度	120
4.5.2 国际资本异动使货币政策的传导链更加复杂	125
4.5.3 国际资本异动延缓了货币政策传导的时滞	126
本章小结	126
5 国际资本异动下中国货币政策传导效应实证分析	127
5.1 近年来影响我国资本异动的的主要因素分析	127
5.1.1 我国资本流动的构成分析	127
5.1.2 近年来影响我国资本异动因素的实证分析	128
5.1.3 实证分析结论	137
5.2 资本异动对货币供给影响的实证分析	138
5.2.1 我国资本异动与外汇储备的变动	138
5.2.2 资本异动与外汇储备及货币供应量变动关系的实证分析	139
5.2.3 实证分析结论	144
5.3 资本异动下的宏观经济效应实证分析	145
5.3.1 实证数据说明	145
5.3.2 单位根检验	145
5.3.3 资本异动与消费、投资及工业增加值关系的实证分析	146
5.3.4 资本异动与经济增长及物价变动关系的实证分析	151
5.3.5 资本异动与宏观经济变量间的因果关系检验	156
5.3.6 实证分析结论	158
本章小结	158

6 资本异动下货币政策传导的国际比较与借鉴	159
6.1 西方主要国家货币政策传导特征及其在金融危机下的选择	159
6.1.1 美国	159
6.1.2 英国	164
6.1.3 欧元区	167
6.2 中国货币政策传导的演变及其效果	173
6.2.1 货币信贷总量控制时期(1984—1990年)	173
6.2.2 货币供应量调控时期(1991—1996年)	174
6.2.3 内外均衡的间接调控初期(1997—2000年)	176
6.2.4 更具市场化的间接调控时期(2001—2014年)	177
6.3 西方主要国家货币政策传导的比较与借鉴	182
6.3.1 西方主要国家货币政策传导框架比较	183
6.3.2 西方货币政策传导实践的经验借鉴	184
本章小结	185
 7 提高资本异动下中国货币政策传导效应的对策建议	 187
7.1 加强国际短期资本流动监管	187
7.1.1 实施外汇资金的均衡管理	187
7.1.2 建立短期资本流动的动态监测体系	188
7.1.3 健全短期资本监管手段与完善监管制度	191
7.2 建立并完善金融风险预警制度	192
7.2.1 构建短期资本流动监测预警系统	193
7.2.2 建立高效的风险预警信息系统	196
7.2.3 加强国内监管机构间的协调	196
7.3 疏通货币政策传导渠道	197
7.3.1 大力发展货币市场	197
7.3.2 提高货币市场和资本市场的一体化程度	199
7.3.3 加快利率市场化改革	202
7.3.4 完善人民币汇率形成机制	203
7.3.5 加强汇率与利率的联动性	205
7.4 促进国际监管合作与货币政策协调	206
7.4.1 完善国际监管标准	206

目 录

7.4.2 促进国际监管合作	208
7.4.3 加强国际间货币政策协调	210
本章小结	211
结论与展望	212
附录	215
参考文献	222
后记	233

1 导 论

在经济金融全球化日益加深、金融危机频繁爆发的背景下，我国始终坚持对外开放政策，对外开放水平和国际化程度有了很大提高，但全球化所带来的巨额国际资本流动和国际金融投机活动的规模已远远超过一国的抵御能力，加剧了一国货币当局制定和调控货币政策的难度，削弱了货币政策的传导效应，货币政策的外在约束性加强，增加了货币政策操作的不确定性。因此，加强国际短期资本流动监管，疏通货币政策传导渠道，成为我国资本市场开放进程中的必然选择。

1.1 研究目的、背景与意义

1.1.1 研究目的

本书以开放经济下的内外均衡与政策协调理论为基础，运用蒙代尔—弗莱明（M-F）模型构建我国汇率制度、资本流动和货币政策独立性之间的均衡模式，再从货币政策传导的一般机理深入探讨资本异动对货币政策传导效应的影响，并通过大量现实数据进行实证分析，探究我国在国际资本异常流动情况下，货币政策通过主要传导渠道对货币供给及宏观经济的影响效应，尤其是面对当前国际金融危机的复杂形势，强调内外均衡发展的目标，通过国际比较与借鉴，提出提高我国资本异动下货币政策传导效应的对策建议。本书研究的目的是探索在资本项目不断开放的背景下，如何合理测度我国资本异动状况，适时调整货币政策，加强短期资本流动监管与预警，疏通货币政策传导渠道，实现国民经济健康、持续、稳定发展。

1.1.2 研究背景与意义

当前，中国经济已进入制度与绩效双重转型的崭新时期，金融作为支持经济发展的重要保证，正深刻而广泛地影响着中国经济，并震撼着原有世界经济格局。近年来，国际经济形势发生了重大变化，受到现有国际货币体系和国际金融危机的影响，我国经济短期内经历了由“过热”到“偏冷”再到“企稳

回升”的周期性过程，宏观经济政策调整滞后，货币政策由“稳健”到“从紧”再到“适度宽松”，后又回到“稳健”，调整频率及幅度也是过去所罕见的，但货币政策作用效果微弱，有时甚至是负效应，尽管存在诸多原因，但这与我们对加入世界贸易组织以来国际资本对我国经济和金融的渗透作用估计不充分，国际资本受长期和短期因素影响异常流动，货币政策传导渠道不畅通等有很大关联。因此，如何完善我国货币政策传导系统，加强国际资本异动监管，提高货币政策执行效率，是颇具紧迫感的重要课题。

1. 研究背景

第一，中国宏观经济呈现明显波动。进入 21 世纪以来，我国经济经历了由高速增长→过热→偏冷→企稳回升的发展历程。2003 年至 2007 年，我国国内生产总值（以下简称 GDP）一直保持 10% 以上的增长速度，2007 年更高达 11.4%。但受到全球流动性过剩及食品、能源等价格上涨的影响，2007 年 11 月我国居民消费价格指数（以下简称 CPI）上涨 6.9%，创十年来新高，股票、住房等资产价格也都显现出泡沫化倾向，实体经济和虚拟经济双双趋热。2008 年我国 GDP 较 2007 年增长 9%，下半年受国际金融危机影响，2008 年第四季度增长仅为 6.8%，宏观经济由“过热”转向“偏冷”。2008 年 11 月政府推出四万亿元投资的两年经济振兴计划，调整产业结构，由原来的过分依赖出口及投资，转为依靠内需拉动经济增长。2010 年 1 月 21 日国家统计局公布的宏观经济统计数据表明，2009 年我国 GDP 同比增长 8.7%，“保八”任务超额实现。2009 年 GDP 在四个季度的增速分别为 6.2%、7.9%、9.1% 和 10.7%，与 2008 年逐季回落形成鲜明对比，表明我国经济正逐步恢复正常，企稳回升。2009 年 12 月我国外贸进口同比增长 55.9%，创 2004 年 3 月以来的新高，出口同比增长 17.7%，由 2009 年 11 月的 -1.2% 转为正增长，且 12 月进出口总额均为年内最高。尽管 2009 年全年 CPI 下降 0.7%，但 2009 年 12 月 CPI 上涨 1.9%，加剧了通货膨胀预期。因此，控制通货膨胀成为 2010 年我国宏观经济调控的重点之一。2010 年我国 GDP 为 397 983 亿元，比 2009 年增长 10.3%，增速比 2009 年加快 1.1 个百分点，有效巩固和扩大了应对国际金融危机冲击的成果，是我国经济保持平稳较快发展、加快转变经济发展方式的关键一年。与 2009 年同期相比，2010 年 GDP 在四个季度的增速分别为 10.4%、4.3%、12.3% 和 9.8%。2010 年出口也出现恢复性增长，受国际金融危机影响，2009 年我国出口下降 16%，而 2010 年出口增长 31.3%，超过了 2008 年的增长。2011 年我国经济继续保持较高的增速，全年 GDP 比 2010 年增长 9.2%，四个季度增速分别为 9.7%、9.5%、9.1% 和 8.9%。2011 年全年居民消费价格（CPI）比 2010 年增长 5.4%，工业生产者出厂价格（PPI）

比 2010 年增长 6%。稳定物价的经济发展目标面临较严峻的挑战。2012 年全年 GDP 为 519 322 亿元,比 2011 年增长 7.8%,四个季度增速分别为 8.1%、7.6%、7.4% 和 7.9%。2012 年全年 CPI 比 2011 年上涨 2.6%,涨幅比 2011 年回落 2.8 个百分点,物价上涨得到了较有效的控制。2013 年,中国经济继续呈现稳中有进、稳中向好的发展态势。2013 年上半年中国宏观经济并没有延续 2012 年底的反弹趋势,反而出现非预期性回落。但市场普遍认为,新一届政府对于经济下滑的容忍度已有显著提升,走出当前经济低迷的局面更需要新一轮的体制改革。2013 年全年实现国内生产总值(GDP) 568 845 亿元,同比增长 7.7%,四个季度增速分别为 7.7%、7.5%、7.8% 和 7.7%。居民消费价格(CPI) 同比上涨 2.6%,经常项目顺差与 GDP 之比为 2.1%。消费、投资、净出口对 GDP 增长的贡献率分别是 50%、54.4% 和 -4.4%。2014 年上半年,中国宏观经济运行总体平稳,经济增长、城镇新增就业、价格总水平等处在合理区间,经济结构呈现积极变化。2014 年上半年,实现国内生产总值(GDP) 26.9 万亿元,同比增长 7.4%,居民消费价格(CPI) 同比上涨 2.3%。上半年我国经济下行压力加大,但整体经济发展依然保持在合理的区间内,并且在经济结构调整与产业转型升级方面继续取得了新的进展,政府采取“微刺激”和“稳增长”的政策逐步加快经济结构调整,并且将在 2014 年下半年甚至更长远发挥其独到的作用。

第二,中央银行货币调控面临严峻形势。1998 年亚洲金融危机以后我国开始实施稳健的货币政策。2006 年,由于国内出现明显的经济过热和流动性过剩,中央银行采取措施收紧银根,主要包括 8 次加息连同 13 次提高存款准备金率。但是,货币供应量增长目标仍被突破。在这种情况下,2007 年 12 月中央经济工作会议确立 2008 年将实施从紧的货币政策,2008 年上半年中央银行 5 次提高金融机构存款准备金率。但这一货币政策的制定未能充分考虑到美国次贷危机已造成全球经济的流动性不足,而我国继续采取从紧的货币政策,加剧了国内流动性问题。2008 年下半年,美国次贷危机逐步演变成国际金融危机,实体经济遭受严重影响,全球经济出现衰退,我国宏观经济也开始步入下行轨道。在这种情况下,2008 年 11 月,中央银行调整货币政策取向,由从紧的货币政策改为实行“适度宽松”的货币政策,在不到百天的时间里,4 次下调金融机构存款准备金率及 5 次降低利率。2009 年,在积极的财政政策和适度宽松的货币政策推动下,我国人民币各项贷款增加 9.59 万亿元,同比增加 4.69 万亿元,基础货币投放量比 30 年来的平均水平高出近 30%。为了减缓货币扩张速度,从 2009 年 10 月起,中央银行通过连续 14 周发行央票回笼资金,累计净回笼资金 1.07 万亿元。同时,中央银行还提高了 3 月期和 1 年

期央票利率。2010年1月18日,中央银行上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点(调整到15%),农村信用社等小型金融机构暂不上调。2010年的货币政策较2009年的非常宽松来说,则是适度宽松,货币信贷增速从2009年高位逐步回落,2010年末,广义货币供应量M2余额为72.6万亿元,同比增长19.7%,增速比2009年降低8.0个百分点。狭义货币供应量M1余额为26.7万亿元,同比增长21.2%,增速比2009年降低11.2个百分点。人民币贷款余额同比增长19.9%,增速比2009年降低11.8个百分点。人民币汇率弹性增强,2010年末,人民币对美元汇率中间价为6.6227元,比2009年末升值3%。2011年中央银行开始实施新一轮“稳健”的货币政策,适时适度进行预调微调。2011年前三个季度,面对通货膨胀压力不断加大的形势,中国人民银行围绕保持物价基本稳定这一宏观调控的首要任务,综合运用多种货币政策工具,先后六次上调存款准备金率共3个百分点,三次上调存贷款基准利率共0.75个百分点,灵活开展公开市场操作,实施差别准备金动态调整。进入10月以后,随着欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓,人民银行暂停发行三年期央票,下调存款准备金率0.5个百分点,引导金融机构加大对小型、微型企业、“三农”和国家重点项目的信贷支持,稳健货币政策初显成效。2012—2014年我国继续实行稳健的货币政策,根据国内外经济金融形势变化,2012年2月24日和5月18日中央银行两次下调存款准备金率各0.5个百分点,6月8日和7月6日两次下调金融机构人民币存贷款基准利率,其中,1年期存款基准利率由3.5%下降到3%,1年期贷款基准利率由6.56%下降到6%。利率市场化改革进一步深入,中央银行调整金融机构存贷款利率浮动区间,上限调整为基准利率的1.1倍,下限调整为基准利率的0.7倍。这一措施有利于引导资金价格下行,为进一步降低企业融资成本创造更加有利的政策环境。同时,使得金融机构自主定价空间扩大,促进其不断通过提高金融服务水平参与市场竞争。2013年根据外汇流入增加、货币信贷扩张压力加大的形势变化,前瞻性地预调微调。继续发挥好差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导贷款平稳适度增长。2013年第一季度,广义货币供应量M2同比增长15.7%,人民币贷款余额同比增长14.9%,融资结构更趋多元。截至2013年3月末,人民币对美元汇率中间价为6.2689元,比2012年末升值0.26%,人民币汇率预期总体平稳。2013年4月10日推出人民币对澳大利亚元直接交易,扩大人民币在跨境贸易及投资中的使用,深化外汇管理体制改革。2013年末,广义货币供应量M2同比增长13.6%,人民币贷款余额同比增长14.1%,比年初增加8.89万亿元,同比多增6879亿元。小微企业、涉农贷款增速均高于各项贷款的平均增速。金融机构存贷款利率总体平稳。

2013 年末,人民币对美元汇率中间价为 6.0969 元,比 2012 年末升值 3.09%。2014 年中央银行灵活开展公开市场操作,搭配使用短期流动性调节工具(SLO)适时适度进行双向调节,保持流动性总量合理适度。为了进一步有针对性地加强对“三农”和小微企业的支持,2014 年 4 月和 6 月,中央银行两次实施定向降准,分别下调县域农村商业银行和县域农村合作银行存款准备金率 2% 和 0.5%;对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的商业银行(不含 4 月已下调过准备金率的机构)下调人民币存款准备金率 0.5%;对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率 0.5%。2014 年 6 月末,广义货币供应量 M2 同比增长 14.7%,人民币贷款余额同比增长 14.0%。2014 年以来,人民币小幅贬值,双向浮动特征明显,人民币汇率弹性明显增强。2014 年 6 月末,人民币对美元汇率中间价为 6.1528 元,比 2013 年末贬值 0.91%。2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革以来至 2014 年 6 月末,人民币对美元汇率累计升值 34.52%。综上所述,1998 年以来的 15 年间,我国货币政策先后经历了从稳健→从紧→适度宽松→稳健的调整过程,其作用效果并不十分显著,揭示了中央银行货币政策调控的复杂和多变。

第三,国际资本异常流动,并通过多种渠道影响货币政策的运行。20 世纪 90 年代以来,国际资本流动日益频繁。目前,全球外汇市场上日交易额已达 2 万亿美元,其中与贸易及实物投资有关的仅占 2% 左右,其他的主要是由国际投机资本引起的,导致金融危机频繁爆发,如英镑危机(1992)、墨西哥(1994)、亚洲(1997)、俄罗斯(1998)、阿根廷(2001)等金融危机,直至 2007 年以来由美国次贷危机引发的当前严重的国际金融危机,对地区及全球经济金融造成了重大影响。从国内情况来看,近年来,我国已经历了六次方向相反的大规模异常资本流动,第一次是 1997 年至 1998 年的资本外流,第二次是 2002 年下半年至 2004 年的资本内流,第三次是 2007 年下半年以来的资本外流,第四次是 2009 年的资本内流,第五次是 2012 年的资本外流,第六次是 2013 年以来的资本内流。由于受 1997 年亚洲金融危机的影响,我国出现了大规模的资本外逃。2002 年以来由于受本外币利差和人民币升值预期的影响,大规模异常资本相继进入我国,出现了大规模的资本内流,导致我国外汇储备持续增长,2008 年末已达 1.95 万亿美元,远远超过我国同期贸易和资本项目顺差的总和,增加了中央银行货币政策操作难度,并对我国金融市场的稳定造成不利影响。2008 年全年,我国的国际资本流动表现出“冷暖两重天”的态势。2008 年上半年,我国外汇储备依然快速增长,外汇占款过多,国内流动性过剩,通货膨胀压力不断增大,货币当局处于两难抉择,收缩流动性将会导

致利率上升,人民币升值压力会更大。2008年下半年,随着全球经济形势的迅速恶化,我国贸易顺差增速明显回落,吸收外商直接投资开始下滑,对外证券投资回流增加,国际投机资本快速回流发达国家。2009年第一季度,受发达国家金融机构去杠杆化的影响,短期国际资本由新兴市场国家继续回流发达国家。但从2009年第二季度起,由于发达国家金融机构开始重新配置风险资产,短期国际资本由发达国家重新流向新兴市场国家,2010年至2011年上半年新兴市场国家经济强劲增长,短期国际资本继续保持流入趋势,并进一步推高全球资产价格泡沫。2011年下半年,由于新兴经济体增速明显回落,欧元区债务危机出现恶化,短期国际资本流动再度出现逆转,新兴经济体国家普遍遭遇国际资本外流,中国也不例外。2011年7~11月中国累计短期国际资本净流出150亿美元。2012年以来,发达国家逐渐摆脱了金融危机的影响,经济利好形势比较突出,吸引短期国际资本继续从新兴市场国家流入经济发达国家。2013年5月底以来,东南亚股票市场普遍出现大幅下跌,部分债券市场也出现抛售情况,导致债券收益率升高,一些国家本币快速贬值,引发市场担忧短期国际资本可能大举撤离新兴市场。但多数分析家认为,这仅是一波短期调整,触发此次资金外流大潮的主要原因是美联储可能收缩货币政策,逐步退出量化宽松政策。2013年全年跨境资金流动继续呈现小幅震荡走势,前4个月延续了2012年底的外汇大量净流入态势,5~8月,受国内外环境变化以及政策和季节因素影响,净流入规模有所回落,9月以来再次反弹至较高水平。这表明,随着我国经常项目状况的持续改善,市场普遍认为人民币汇率已接近均衡,跨境资金流动双向变动的市场条件基本具备。此外,经济基本面健康、贸易持续顺差、外汇储备充足等因素为我国防止短期资本流动冲击提供了基础。2014年,我国跨境资金延续较大净流入的因素依然存在。一是2014年全球经济表现将好于2013年,我国出口增长得到改善;二是主要发达经济体维持低利率货币政策,使得国内外继续维持正向利差,将导致外汇资金净流入增多。但是一些潜在市场因素有可能促使我国跨境资金双向流动。一是2013年12月18日,美联储正式宣布于2014年1月启动缩减量化宽松货币政策,这对于部分新兴经济体可能再次受到冲击;二是我国经常项目顺差与GDP之比进一步收窄,容易出现跨境资金的波动,也可能引发短期资金流动发生短暂的、剧烈的变化。从长远来看,我国短期资金流动双向波动将成为新常态。

笔者分析了我国1997—2013年全年国际收支平衡表,资本和金融项目的借贷方总额均呈现逐年快速上升的趋势,但从该项目净额来看,除1998年和2012年外,其余各年份均为资本净流入,但波动幅度较大(见图1-1)。尽管我国依然保持着比较有效的资本管制,但受利率和汇率波动的影响,短期资