



研究简报

(2016年 第1期 总第20期)

清华大学国家金融研究院

2016年1月13日

提升短期利率 降低长期利率

应对资本外逃和经济放缓的两难困境

货币政策与金融稳定研究中心

摘要：近年，随着我国央行降息，美联储加息，中美利差逐渐缩小。于此同时，近期人民币汇率下调更引发了人们对于资本外逃的忧虑。短期大额资本跨境流动最主要的驱动因素是短期的汇率预期和利差。因此，想有效减少资本外流，有两种方式。一是使用行政手段更加严格地管制资本流通，比如减少个人兑换外汇的额度、在已经开放资本账户的情况下重新关闭资本账户等。二是利用市场

规律，适当提高短期利率以保证短期利差向有利方向改变，同时大幅压低长期利率以进一步刺激经济增长。

我们认为，资本账户管制的成本过大。使得改革进程倒退。巴西等国的历史经验也证明未必有效。并可能酿成更大的外汇挤兑恐慌。相反，利率扭转操作方法针对性强。可有效改变短期汇率预期。操作上，历史上美国也有过成功经验。对于中国内生性强但又开放的经济大国来说，具备充分多样的政策选择条件。

我们只要保证稳定的政治经济环境、降低政策的不确定性，稳定长期投资的国际资本。同时，把政策重点放在防范和应对追求短期利差和被预期驱动的套利资本或者“热钱”上，利率扭转操作完全可以有效应对极端情况下的资本外逃。

随着美联储短期目标利率提高，中国人民银行连续两年降息，中美两国的短期利差不断缩小。在此背景之下，资本外流现象引起了广泛的关注。近几天人民币对美元的贬值更加深了人们对资本外逃的忧虑。

虽然中国资本账户尚未完全放开，绝对自由兑换外币尚未实现。随着人民币国际化和资本账户开放进程加深，资本大量外逃并非完全没有可能。极端情况下，如果中国 1.09 亿中等收入人群^①使用每人每年 5 万美元的换汇额度，亦可造成 5.5 万亿美元的巨额资

^① 数据来源：瑞士信贷银行全球财富报告

本外流。5.5万亿美元可逐步消耗掉3.3万亿美元的国家外汇储备。虽然这只是一个极端情况，但是政策上我们最好也要做到未雨绸缪。关于应对资本外逃，有两大措施。一是资本账户管制，二是利率扭转操作。

一、资本账户管制

资本账户管制可采取的方式包括，减少个人兑换外汇的额度、在已经开放资本账户的情况下重新关闭资本账户等。这种方法看似易于操作，简单有效，但是与市场化的大趋势逆向而行。并且，使人民币国际化和资本市场开放的进程出现倒退，长期来看并不是行之有效的办法，原因如下：

首先，操作成本过大。2015年，中国在人民币国际化和资本市场开放方面取得了两项巨大的成就：一是美国国会批准了IMF2010年份额和治理改革方案。由此，中国将成为IMF第三大成员国，新兴市场和发展中国家份额上升。二是IMF正式批准人民币加入SDR，新的货币篮子将于2016年10月1日正式生效。两个事件共同提升了人民币的国际地位。稳定和自由兑换是IMF对与SDR篮子货币的要求。资本市场的开放根据经济形势虽然可以放缓甚至暂停，但是开弓没有回头箭，人民币国际化不能出现倒退。一旦出现改革的倒退，将对中国在国际市场上的信用造成严重的甚至是永久的伤害，几十年对内对外的经济改革和努力可能毁于一旦。

其二，资本外逃的手段多样、防不胜防，资本管制未必能够有效地阻止资本流出。国际经验表明，资本账户管制很难成功。以巴

西为例，上世纪 90 年代巴西政府对资本流动采取了多种政策管制，但是由于金融市场的不断发展，投资者和投机者总能找到政策的漏洞，因此巴西政府被迫不断采取新措施以堵塞原有的漏洞，但最终管制政策的效果并不明显。

其三，即使严格的资本管制一时防止了大量资本的外逃，也是治标不治本，政策和经济的不确定性可能酝酿更大的危机。在“自我实现”的货币危机过程中，市场参与者与政府行为以及相互作用的非线性导致了多个均衡局面的存在。于是政府的相机抉择行为在整个危机过程中占据主要地位。即使在没有货币长期贬值预期的经济环境下，如果政府采取不当的政策应对短期的资本外流，也有可能引起投资者信心丧失进而导致市场预期的传递。最终，汇率市场的短期波动变成自我实现的恐慌和货币危机。

因此，利用行政手段强行关闭资本流动的通道，并不是最优应对措施。

二、利率扭转操作

在中国保持稳定经济增长条件下，降低长期利率提升短期利率扭转操作可行性更高也更加有效。

首先，中国经济即使放缓，每年也仍将至少 6% 的增长率，高于所有发达国家。因此，只要中国的政治经济形势稳定，在中国进行长期的投资对发达国家的资本仍然具有相当大的吸引力。

因此，一旦明确了政策目标，就可对症下药。既然短期跨境资本流动对短期利差更为敏感，那么我们可提高短期利率，提供跨境

资本需要的短期利差，并与美国联邦基金利率同步增长。有了利差，国际资本就没有出逃的动力，资本外逃的问题很可能迎刃而解。

当然，提高短期利率对宏观经济有负面的影响。宏观经济目前处于下行阶段，货币政策应该适当放宽而并非紧缩。如此一来，在刺激宏观经济和防止资本外逃上货币政策出现了两难的局面。一般来说，一个小国开放经济会面临“三元悖论”，也就是货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的自由流动三个目标不可能同时实现。但对于一个开放经济大国，尤其像中国如此庞大的经济体而言，“三元悖论”就未必成立。开放经济大国同时具有自给自足经济和开放经济的特点，完全的资本流动对于大国来说并不存在。因此，大国开放经济是可以通过内部政策的调整来同时达到稳定外汇市场和国内经济的目标。而且，我们的货币政策工具是多样的，并不是只有单一的调节短期利率，我们在运用短期利率工具解决资本外逃问题的同时，可以采用其他工具来弥补短期利率升高对宏观经济造成的负面影响，譬如下调存款准备金。

我们国家的存款准备金率高达 20.5%，有很大的下调空间。央行可以在提高短期利率的同时降低银行的存款准备金率。如此操作既保证了金融市场上的流动性，也给了银行更多的发展空间。其实，在上一个十年的经济扩张周期，央行也是采取了提高存款准备金的方法来冲销大量海外资本流入。

另一方面，央行还可以使用长期借款便利，或者大量购买国债和 2015 年置换后的省级地方债，来进行扭转操作从而降低长期利

率。扭转操作始于 1961 年，当时美国处于经济危机环境中。由于布雷顿森林体系的约束，美联储无法降低短期利率刺激经济。在此背景下，肯尼迪政府和美联储合作推行了扭转操作——美联储购买长期债券的同时，财政部发行更多的短期国债来压低长期利率。更近的一次扭转操作为 2010 到 2013 年美联储实行的 QE2 和 QE3。当时，在短期联邦基金率达到零利率下界的时候，美联储通过购买长期国债降低长期利率，平滑收益率曲线，刺激投资。

除了短期的套利资本以外，经济中绝大多数的资本决策还是以长期利率作为主要考量因素。长期利率的降低非常有利于刺激个人和厂商的消费和长期投资行为，并进而影响整个社会的技术创新和经济的长期增长。而长期增长才是保证经济可持续发展的核心所在。另外，降低长期利率在刺激实体经济的同时，也有助于人们对中国经济发展的前景形成稳定利好的长期预期。良好长期预期可减少因为看空中国经济长期发展趋势而外流的资本，并同时吸引更多的国际资本在中国进行长期投资。

因此，提高短期利率、降低存款准备金率和降低长期利率的扭转操作，能够稳定汇率市场和国际资本流动的同时也有利于实体经济的长期发展。随着人民币国际化程度的加深和资本市场的开放，国际资本的跨境流动必然会受到越来越多的关注，这同时需要我们的政策制定者做好充分的准备来应对各种潜在的风险与危机。本文就为可能发生的资本外逃的极端情况提供了一种行之有效的政策建议。



清华大学国家金融研究院
TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

（本课题牵头人为清华大学国家金融研究院副院长周皓 课题
组成员张际）

(本页无正文)

报 送：中财办，人民银行周小川行长、易纲副行长、潘功胜副行长、张晓慧行长
助理，国务院政策研究室。

联系人： 电 话：
