

全球资本流动逆转： 新兴市场经济体如何应对？

杨 农

随着美国量化宽松政策的逐步退出，国际资本流动发生了根本性逆转，经济基本面脆弱的新兴市场经济体难逃全球资本流动逆转带来的厄运。相对于其他新兴市场经济体，中国的情况比较特殊，短期爆发危机的可能性不大，但是经济增长放缓不可避免。面对经济增长放缓和国内国际因素导致的高利率，中国的货币政策要协调好与美国货币政策的同步性问题。

关键词：量化宽松政策 资本逆转 经济增长 货币政策

随着美联储退出量化宽松政策（QE）步伐的加快以及中国增长预期的下降，人们对新兴市场经济形势的担忧逐渐加剧，越来越多的投资者开始抛售新兴市场经济体的货币，资本外逃危机持续发酵。2014年1月23日，阿根廷比索兑美元汇率暴跌10%，单日跌幅为12年来最大，引发了对整个新兴市场经济体货币大面积贬值的担忧，其货币持续遭遇投资者大举抛售，金融动荡向债券市场和股票市场蔓延。这不仅意味着国际投资者对新兴市场的未来经济不看好，更重要的是国际资本流动已发生了根本性逆转。

廉价资本时代终结

2008年美国金融危机爆发之后，美联储推出了史无前例的QE。一方面，QE在美国经济迅速走出衰退的过程中发挥了至关重要的作用。2009—2011年美国

10年期国债收益率下降了约80~120个基点，企业融资成本大幅下降。QE还创造了200多万个就业机会，对GDP的拉动接近3%。^[1]另一方面，QE导致利率下降，引发全球流动性泛滥，大量资金从欧美发达国家流向新兴市场经济体。这不仅拉动了新兴市场经济体的消费需求，造就了经济的繁荣，同时还造成信用扩张过度而导致各种资产价格的暴涨以及货币的快速升值。

随着美国经济复苏的明朗化，“英雄谢幕”的时候也就到了。2013年6月，美联储时任主席伯南克表示，如果经济复苏数据符合预期，将放缓资产购买步伐。2013年12月18日，美联储公开市场委员会宣布，从2014年1月开始，美联储每月新购证券资产为750亿美元，比此前缩减100亿美元。1月29日，美联储宣布继续削减月度债券购买规模100亿美元，减少至650亿美元。缩减QE规模并不意味着美联储将立即转向紧缩性货币政策。伯南克坚定地认为，QE为美国经济应对百年一遇的大危机、走上持续复苏的道路发挥了重要作用，宽松的货币政策应当继续维持相当一段时间。作为伯南克QE的坚定支持者，美联储现任主席珍妮特·耶伦将会保持货币政策的连续性，不会大幅改变伯南克规划的路线图。虽然QE的退出过程将会相当温和，但美联储这一举世瞩目的行动仍将不可避免对全球经济金融形势产生重大影响。

QE的退出标志着美国经济实质性好转，全球超低利率时代即将结束，全球流动性也将告别泛滥时期。^[2]首先，QE的退出将转变全球流动性过剩格局。全球多年来货币放水、流动性泛滥、资本廉价的时代将宣告结束。其次，QE的退出将改变全球流动性的方向，新兴市场经济体将从国际资本的流入地变为流出地。国际清算银行的统计数据显示，金融危机以来，新兴市场经济体流入的国际资本总额到2012年高达4万亿美元。^[3]但自2013年6月份美联储宣布要退出QE以来，这一趋势发生了极大逆转。据美国新兴市场投资基金研究公司（EPFR）的数据，2014年1月的第四周全球投资者从新兴市场证券基金中抽出的资金就有63亿美元，这是2011年8月以来最大单周资金流出。^[4]最后，QE的退出将使新兴市

[1] 参见中国金融40人论坛：“美国量化宽松政策退出背景下的全球经济新形势”，<http://www.cf40.org.cn/plus/view.php?aid=7931>。

[2] 按照美联储的表述，失业率在6.5%以上、通货膨胀率在2.5%以下，美联储将维持相当长一段时间的超低利率。市场普遍预计美联储2015年加息。因此，当前美国国债收益率仅有小幅上扬，企业债券收益率也没有特别大的变化。

[3] 数据来源于国际清算银行，<http://www.bis.org/statistics/index.htm>。

[4] 参见管清友等：“金融危机第3波引爆，警惕2008年重演”，民生证券研究院2014年研究报告。http://finance.ifeng.com/a/20140207/11604912_0.shtml。

场经济体面临包括房价在内的资产价格泡沫破灭的危险。

QE的退出不仅意味着持续五年的廉价资本盛宴行将结束，而且长期推动新兴市场经济体繁荣的动力^[1]也将告终，再加上新兴市场经济体政治及金融市场不稳定局势的扩大，国际投资者对新兴市场经济体失去信心。这就是2014年年初全球新兴市场股价和汇价突然快速下跌、国际市场哀鸿遍野的原因所在。

新兴市场经济体难逃厄运

历史经验表明，当美国经济发生危机的时候，新兴市场经济体往往难以幸免；但是当美国经济强势复苏进而加息时，则往往伴随着新兴市场经济体的经济危机。1980年代初美联储主席沃尔克空前严厉的货币政策战胜了通货膨胀，美国迎来了里根时期的繁荣，但是美联储的加息却成为引爆拉丁美洲金融危机的罪魁祸首。1990年代美国进入新经济繁荣和长波增长时期，而东南亚国家却爆发了金融危机（表1）。

表1 美联储货币政策收紧与新兴市场经济体危机

时间	美联储货币政策	新兴市场经济体危机
1980-1989年	两头紧中间松：联邦基金目标利率 前期顶点：1981年升至19% 后期顶点：1989年升至9.8%	前期：1982年拉丁美洲债务危机 后期：1989年中国台湾、韩国房地产 和股票市场泡沫破灭
1990-1999年	前松后紧： 1990-1993年宽松 1993-1999年收紧	1994年墨西哥金融危机 1997年亚洲金融危机 1998年俄罗斯金融危机 1999年巴西金融危机
2000-2007年	两头紧中间松： 2000-2001年收紧 2001-2004年放松 2004-2007年收紧	2001年阿根廷金融危机

注：新兴市场经济体危机爆发的时点往往不是在美联储加息的初期，而是在加息的末期甚至更滞后。例如，拉丁美洲债务危机和阿根廷金融危机分别爆发在美联储开始加息后的第五年和第二年，即当时加息到顶点后的一年。从历史上看，在美联储收紧货币政策过程中最易受到严重冲击的经济体具有三个特征：一是汇率制度僵化和盲目开放资本项目；二是杠杆率高，外债比率高的国家脆弱性更强，但内债率高同样不容忽视；三是债务期限结构不合理，短期债务比重过高。

[1]之所以QE成为推动新兴市场经济体繁荣的动力，是因为受益于斯，流入新兴市场经济体的私人资本大幅增加，其中大部分是外国直接投资；此外，QE推动了美国经济增长，进而使新兴市场经济体能够维持依赖外需的经济增长模式。具体分析见本文下一部分“新兴市场经济体难逃厄运”。

针对这一问题，埃莱娜-雷伊在其文章“全球金融周期和货币政策独立性”中提出了全球金融周期假说。^[1]即全球经济存在一个清晰的全球金融周期：资产价格、资本流动与杠杆率同向运动，其根源在于美国的货币政策和投资者风险偏好的改变。最初，美国保持低利率，出现资产泡沫。随后，资金流入新兴市场经济体，发展中国家出现资产泡沫或原有的泡沫进一步膨胀。之后，美国加息抑制泡沫，或因经济好转而收紧货币政策，资金流回美国，新兴市场经济体资产泡沫破灭，货币贬值，发生国际收支危机或金融危机。这一周期在亚洲金融危机、全球金融危机和当前QE“退出危机”中反复上演。因此，雷伊认为全球金融运行出现了一种周期性变化，这种变化是随美国货币政策的变化而变化的。此外，美国和新兴市场经济体的兴衰轮回也反映了当前国际货币制度安排的缺陷。任何国家的货币一旦成为国际货币，其他国家必将陷入被动接受的局面。巴西、墨西哥等国家对外债务以美元计价，资产以本国货币计价，资产负债处于错配状态。错配达到一定程度时，即使本国经济基本面没有问题，由于市场恐慌引发的挤兑也会引发金融危机。这与国内银行等金融机构受挤兑的情况类似：即使长期投资有效，投资人短期信心丧失造成的短期挤兑也会引发金融危机。

总之，新兴市场经济体尤其是脆弱的新兴市场经济体难逃全球资本流动逆转带来的危机。QE的放缓和退出仅仅是全球货币政策收紧的一个前奏，当以美联储为代表的发达国家央行开始结束超低利率转向加息时，全球流动性紧缩的影响才会真正体现。简单来讲，如果退出QE标志着全球流动性扩张开始放缓，那么进入加息周期则真正意味着流动性从扩张转向紧缩，这将对整个新兴市场经济体产生结构性冲击。

首先，新兴市场经济体依赖外资的发展模式将面临挑战。21世纪前十年，受益于发达国家央行的低利率和QE，新兴市场经济体吸引的私人资本从2000年的0.2万亿美元左右一路飙升到2012年的1.1万亿美元，其中很大一部分是外国直接投资。^[2]外国直接投资不仅为新兴市场经济体的工业化和城镇化进程提供了资金基础，而且大量外资企业为新兴市场带来了丰富的技术和管理经验。这是新兴市场经济体迅速崛起的重要动力。然而，随着全球流动性从扩张转向紧缩，这种动力将逐步减弱。其次，新兴市场经济体依赖外需的增长模式也难以继。近年来

[1] H el ene Rey, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, August 2013, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>.

[2] 管清友等：“新兴市场十年梦醒”，民生证券研究院2014年研究报告。http://blog.sina.com.cn/s/blog_4914e8160101dpek4.html?tj=2.

受益于发达国家央行史无前例的QE，这些国家去杠杆化造成的需求萎缩在一定程度上得到了对冲。尤其是QE力度最大的美国，近三年仍保持了年均2.4%的增长速度，这一速度甚至快于巴西、韩国等新兴市场经济体。但是，随着货币政策和财政政策接连进入紧缩周期，发达国家的经济复苏可能放缓。退一步来讲，即便发达国家持续强劲复苏，美国的能源独立、出口倍增、TPP（跨太平洋伙伴关系协议）、TTIP（跨大西洋贸易与投资伙伴协议）、“双反”（反倾销、反补贴合并调查），日本的“安倍经济学”等战略都指向同一个目标——纠正与新兴市场的贸易失衡。在此背景下，新兴市场经济体的出口导向模式同样难逃厄运。

当然，新兴市场经济体是否会产生金融动荡，除了跨国资本流动和进出口贸易等外因之外，更重要地取决于内因，即这些国家的经济基本面以及风险抵御能力。在此次遭遇的重创中，新兴市场经济体出现了明显分化。一些新兴市场经济体特别是位于亚洲的经济体，外汇储备比较充裕，经济增长势头强劲，各国央行也有较多的应对冲击的工具和政策，因此，这些新兴市场经济体当前抵御金融危机的能力明显高于亚洲金融危机时期，再次爆发危机的可能性不大。但是，对于以下新兴市场经济体，美国退出QE对其带来的冲击不可低估：一是高杠杆率国家，例如阿根廷、智利、土耳其等；二是“双赤字”、高外债率的国家，例如印度、印度尼西亚、巴西、土耳其和南非；三是资源型出口国家，例如巴西、印度尼西亚等。其中，巴西、印度等国家由于国内政策仍留有一定空间，外汇储备也较充足，抗冲击的韧性较强。阿根廷、智利、土耳其及南非等既存在内部隐患又缺乏政策应对能力的国家将难逃厄运。阿根廷比索大幅贬值最直接的原因就是阿根廷央行外汇储备不足^[1]，无力对其货币进行干预以维持汇率稳定，进而引发国际投资者对阿根廷能否偿还1336.72亿美元外债的担忧。如果阿根廷货币风波持续过久，造成债务偿还困难，债务危机有可能迅速蔓延至整个拉美地区甚至印度尼西亚、泰国等比较脆弱的亚洲新兴市场经济体。

新兴市场经济体应该如何应对？

为防止国际资本大规模流出、稳定投资者信心，新兴市场经济体央行除利用

[1] 由于国际大宗商品价格持续低迷，导致阿根廷的经常账户不断恶化，并在2013年出现了较大的经常账户逆差。为缓解本币兑美元的贬值压力，阿根廷央行不得不在外汇市场上进行干预，导致阿根廷外汇储备显著下降，由2010年第3季度末的500亿美元以上下降至2013年年底的300亿美元左右。

外汇储备进行干预、放宽汇率波动区间外，最主要的方式就是大幅提高本国利率。2014年1月28日，印度央行再次将政策回购利率上调25个基点至8%。同日，土耳其央行将隔夜贷款利率大幅上调425个基点。次日，南非央行将基准利率上调50个基点至5.5%。2月6日，为遏制本币对美元的急剧贬值，加纳央行加息200个基点把基准利率提升到18%。短期来讲，通过加息稳定资本流动是有效的，但长期来讲是错误的，其负面效应要大于正面效应。提高利率反映了政策理念长期受静态宏观经济模型的影响——该模型的假设是国际资本流动和汇率变化受利率的影响，即利率升高后，回报率升高，国际资本进入该国，从而达到稳定国内汇率的目的。然而，国际经验表明提高利率的实际效果往往不理想，其原因主要是投资者普遍害怕新兴市场经济体央行已经做出了最后努力，没有能力继续采取紧缩措施，或者它们的经济（政治）太弱，以至于不能够承担加息的后果。也就是说投资者看重未来经济形势，受未来预期的影响。因为提高利息后会导致未来经济收缩衰退，恶化投资者对未来经济的预期，引发新一轮资本流出，造成货币进一步贬值，央行只得更进一步提高利率稳定信心，从而陷入恶性循环。

防止这类金融危机，有三种比较有效的政策措施。一是资本管制。自2008年金融危机以来，国际经济学界已就资本管制达成共识——直接投资对经济增长是必不可少的，但是某些形式的国际资本流动，如短期债务、套利套汇交易和相关的衍生交易等，通常会导致金融和经济的不稳。政策界和学术界一致认为国际资本流动对本国经济增长是否有促进作用取决于很多先决条件，其中最重要的就是本国金融机构的质量。如果本国有高效的金融部门，国际资本流入后可以分配到生产效率高的地方，促进本国经济增长，则放开国际资本流动就能起到促进作用。相反，如果国内金融机构的质量不高，国际资本流入引发资产泡沫，产生经济过热现象，一旦国际资本逆转，便会引发金融危机，对经济增长产生负面影响。因此，如何设计最优资本管制幅度成为当前国际金融研究的热点，即资本管制的幅度既有利于国际资本流动对金融的促进作用，又能避免过度流动造成潜在的金融危机风险。这表明政策界和学术界对于资本流动的态度已发生根本转变，限制和管理资本跨境流动已成为共识，也得到了国际机构的普遍支持。国际货币基金组织（IMF）2010年2月的一份报告表示，过去15年间资本管制对短期资本流动的抑制是相当有效的。^[1]美国国家经济研究局（NBER）的文献综述也认为，

[1] Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhardt, "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note, February 19, 2010, SPN/10/04, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.

资本管制对资本流出的控制也是有效的。二十国集团（G20）在2011年11月也强调，新兴市场经济体应该有更多的自由来实施资本管制。^[1]

二是创建能够提供国际货币的最终贷款人。在金融危机时，美联储可以直接向金融机构注资，平抑市场恐慌，稳定金融市场。但是新兴市场经济体债务以外币计价，其央行无法直接注入美元，继而无法平息恐慌。为解决这一问题，IMF在危机中为新兴市场经济体提供贷款，在一定程度上缓解了金融挤兑的问题。但是IMF作为最终贷款人要对该国的金融市场进行监管，否则投资者在知道有最终贷款人后将会更愿意进入高风险领域，从而产生道德风险。然而，事实上IMF对会员国金融市场没有监管权力，因此，在贷款时需要附加苛刻的条件。在这种情况下，IMF无法有效解决新兴市场经济体发生挤兑的问题，在东南亚金融危机期间，韩国首先出现的挤兑现象明显是由市场恐慌引发，而不是因为本国经济基本面受到破坏。目前创建国际货币最终贷款人比较有效的方式就是签订国际货币互换协议。^[2]2007年12月12日，美联储与欧洲央行和瑞士央行签订了货币互换协议。国际金融危机深化后，2008年9月29日，美联储与欧洲、瑞士、英国、日本四家央行签署货币互换协议，旨在缓解世界范围内美元流动性的紧张。此后三天，这五家央行又联合宣布扩大互换协议的规模，美联储分别向英国央行、欧洲央行、日本央行和瑞士央行提供800亿美元、2400亿美元、1200亿美元和600亿美元的流动性。通过这种方式，美联储向这些国家短期内注入美元，稳定金融市场。从事后评估来看效果明显，这与美联储作为最后贷款人的方式来稳定美国金融市场的逻辑与效果一致。2013年10月31日美联储与欧洲央行、瑞士央行、英国央行、加拿大央行和日本央行达成长期性多边货币互换协议，以稳定国际货币市场。央行直接进行货币互换，避免了金融机构的违约风险，使得政策容易获得国会通过。长期货币互换协议可以尽可能地消除美国退出QE对发达国家金融市场造成的影响，但是由于新兴市场经济体被排除在协议之外，所以退出QE的负面影响将更多地集中在新兴市场经济体。

三是区域货币合作。新兴市场经济体通过区域货币合作，可以与区域内其他国家共同利用区域内的资源抵御外部冲击，避免金融危机尤其是货币危机的发生。随着金融全球化的发展，为了维护国际清偿力，持有充足的外汇储备似乎成

[1] G20, *Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences*, 2011 G20 Cannes Summit, November 3–4, 2011, <http://www.g20.utoronto.ca/summits/2011cannes.html>.

[2] 王健：“美联储 Tapering 背景下的全球资本流动与新兴市场的潜在危机”，达拉斯联邦储备银行高级经济学家，http://blog.sina.com.cn/s/blog_6464b5010102efqh.html。

为大多数新兴市场经济体防范国际金融风险的最佳选择。而区域货币合作则能够有效降低成员国外汇储备的持有水平。一方面，对于区域内部的双边贸易，只需在一段时期内计算双边贸易净差额，这样就可以大大减少为平衡贸易收支而持有的外汇储备；另一方面，当成员国发生货币危机或短期对外清偿力有困难时，可以通过区域内的货币互换迅速融通资金，从而降低为防范金融危机或突发事件而持有的外汇储备水平。尽管区域货币合作未能解决国际储备体系的根本弊端，但可以肯定的是，这将为改革现有的国际金融架构做出有益的尝试。

中国经济：中速增长将常态化

在新兴市场经济体中，中国的情况比较特殊。中国的经济规模宏大，资本市场没有完全开放，政策调控能力强，因此，相对于其他新兴市场经济体，到目前为止，中国受到QE退出的影响还没有那么大。但是，当前世界经济和市场已经高度全球化，中国并非绝缘体，美国与其他国家的货币政策紧缩、流动性回转与金融市场动荡，也会对中国经济带来一定冲击。

近十年来中国经济增长方式与其他新兴市场经济体没有多少不同，基本上也是以货币升值和资产价格上涨为主导，而且与其他新兴市场经济体相比，中国资产价格上涨幅度只会有过之而无不及。2000年以后中国经济进入持续保持两位数的高速增长阶段，这不仅是由于对外出口贸易的迅速增长和汽车、房地产消费需求的大幅增加，更是由于外部需求和内部需求的共振，直接或间接地引致当时尚未充分发展的重工业的大规模投资。从2005年人民币汇率制度改革以来，人民币兑美元已经升值达36%以上，而人民币升值必然导致大量外国资金涌入中国，2008年美国金融危机之后，外汇占款增长超过2万亿美元以上。大量的外资流入，不仅造就了中国经济的短期快速增长，也加速了国内信用的过度扩张，严重推高了国内房地产价格。此外，中国一直是国际流动性扩张的受益者，截至2012年，中国已经超越美国成为全球外国直接投资的最大目的国。而且中国也是全球总需求扩张的受益者，从2009年开始，中国已经超越德国成为全球第一大出口国。这意味着在长期资本流入放缓以及外部贸易失衡修正的大背景下，中国的增长中枢将面临更大的外部冲击。

资本逆转和贸易失衡修正对中国最直接的冲击是，以对外出口贸易迅速增长为特征的全球化、以房地产大规模开发为核心的城镇化、以固定资产投资为动力

的重工业化“三化”叠一的旺盛需求，已不可能再出现，其后果就是大规模的产能过剩。产能过剩不仅会造成资源的闲置和浪费，而且会引致经济增长放缓。而产能过剩和经济放缓又会使中国经济存在的问题进一步恶化，这些问题如果不能及时解决，就有可能酿成局部或系统金融危机。其中，地方政府债务负担率再次明显上升，部分城市房地产价格上涨过快，就是对经济稳定造成不确定影响的两个突出问题。事实上，所谓影子银行对应的15万亿~25万亿元的信贷融资，相当部分是与政府融资平台及其衍生出来的房地产类贷款相关的。在经济上行周期，影子银行模式受到监管少、成本低、回报率高，并且自身是对市场价格扭曲的纠正。但在经济进入下行周期时，影子银行就会诱发金融市场的动荡。未来如果房地产价格下行，很可能导致影子银行信用违约，对经济产生很大影响。

然而，短期看，中国爆发金融危机的可能性不大。首先，中国拥有坚实的国际收支防火墙。相对严格的资本管制、稳定的经常账户顺差、3.8万亿美元的外汇储备都有助于有效应对短期资本流出。其次，中国拥有足够的内部流动性对冲手段。如果出现小规模资本流出，央行可通过逆回购对冲；如果出现大规模资本流出，央行可通过下调法定存款准备金率对冲。可是中国的资本流动已成为全球金融周期的一部分，必然会受到主要经济体特别是美国货币政策的影响。^[1]尽管中国的资本账户是有管制的，但是资本的跨境流动已形成较大规模。^[2]未来随着人民币国际化程度不断加深，全球金融周期对中国金融体系、实体经济的影响将会越来越大。因此，中国不应该把完成资本项目自由化放在过于优先的位置上，而应该主动深化金融市场改革、健全金融市场和宏观经济风险监控机制、加速汇率和利率市场化改革，在此基础上，逐步减少对资本跨境流动的管制。

中国的货币政策选择

美联储再度缩减QE规模，巴西、印度、土耳其、南非近期纷纷加息。在美国继续缩减QE规模时，通胀压力过大、本国货币贬值、资本外逃的国家进行加息是理所应当的。然而，中国通货膨胀率远低于上述国家，人民币近期依然强势，资本外逃压力很小。因此，中国央行跟风加息的可能性很小。

[1] 廖建民已通过中国的数据证实，中国的信贷、杠杆、资产价格在很大程度上受全球金融周期的影响。参见廖建民：“从‘三元悖论’到‘二元悖论’”，<http://www.cf40.org.cn/plus/view.php?aid=8351>。

[2] 国家外汇管理局发布的《2013年中国跨境资金流动监测报告》称，2013年全年资本和金融项目（含误差与遗漏）顺差2427亿美元，其中波动性较大的跨境资金净流入达720亿美元。

随着非银行金融机构和金融证券化的迅速发展、利率市场化的不断推进，中国金融业已发生结构性变化。除银行存贷款、股票、债券、基金等基础产品外，企业和金融机构发行的各类较为复杂的金融衍生品所占比重越来越大。金融监管已跟不上金融创新的步伐，致使金融监管相对放松。这导致商业银行同业业务迅速扩张，风险偏好急剧提升，央行不得不收紧总阀门来控制整体的流动性水平和金融机构的风险水平，其结果就是利率的提高。^[1]此外，地方投融资平台和房地产行业的资金需求量较大，对利率的敏感性相对较低，其大量融资也推高了全社会的融资成本。在利率居高不下的情况下，目前需求加快萎缩的迹象已经出现。中国物流与采购联合会和国家统计局发布的2014年1月中国制造业采购经理人指数（PMI）为50.5%，比上月降低0.5个百分点。1月份汇丰中国制造业PMI终值49.5%，比上月大幅回落1个点，产出、新订单、就业指数均明显回落。尤其值得关注的是，PMI指标中的就业分项指数连创新低，失业问题一触即发。在当前这种经济形势下，中国货币政策应尽快转向，但是利率市场化的推进、监管的收紧、外汇占款增速的下降、地方投融资平台和房地产行业的大量资金需求等却使利率居高不下。

从国际角度来看，在美国货币政策逐步退出QE的过程中，如果中国还想稳定人民币汇率、控制资本流出，在利率方面只能与美国利率同步上升，因为根据全球金融周期假说，资本市场没有新兴市场经济体的力量。按照美联储的表述，失业率在6.5%以上、通货膨胀率在2.5%以下，美联储将维持0~0.25%的超低利率。同时美联储还表示，即使失业率降至6.5%之下，维持相当长一段时间的超低利率也是合适的。市场普遍预计美联储加息可能在2015年。因此，在汇率不变的情况下，为避免2015年美联储加息时中国的实际利率已经逼近甚至超过实体经济容忍上限而无法继续加息，中国在2014年可选择降低利率，以便为2015年提高利率创造空间，解决与美国货币政策的同步性问题。此外，2014年3月15日，央行发文扩大人民币兑美元交易价浮动幅度至2%，从美、欧、日、英等主要货币汇率波动幅度来看，2%已经能够覆盖绝大部分交易日的波动，波动幅度限制已不是汇率市场化的主要障碍。那么在未来美国加息时，中国就可以通过人民币贬值来实现外部均衡，以解决与美国货币政策的同步性问题。■

[1] 不可否认，中国央行为达到经济自我去泡沫化的目的，也在主动提高利率。