

央行货币政策委员会：未来物价走势存不确定性

3日从中国人民银行获悉，日前召开的央行货币政策委员会第一季度例会提出，当前我国经济金融运行总体保持了稳定增长态势，物价形势基本稳定，但未来走势仍存在一定不确定性。

会议称，全球经济有所好转但形势依然错综复杂，未来将密切关注国际国内经济金融最新动向和国际资本流动的变化，继续实施稳健的货币政策，保持政策连续性和稳定性，增强前瞻性、针对性和灵活性，处理好稳增长、调结构、控通胀、防风险的关系，维持货币环境的稳定。

会议提出，要健全宏观审慎政策框架，综合运用多种货币政策工具，加强和改善流动性管理，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长。优化金融资源配置，有效缓解信贷资金供求结构性矛盾，防范金融风险，着力改进对实体经济的金融服务，继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求，推动金融市场规范发展。进一步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

(2013-04-03 新华网)

我国货币供应量首次突破 100 万亿 10 年翻 6 倍

央行 11 日发布的统计数据显示，3 月份新增贷款 1.06 万亿元。同时，3 月末，中国货币供应量余额 103.61 万亿元，同比增长 15.7%，首次突破 100 万亿大关。据媒体报道，截至 2012 年底，我国货币供应量余额为 97.42 万亿元，是美国的 1.5 倍，美国当时的货币供应量为 64.71 万亿元。

从 2002 年初的 16 万亿，到如今超过 100 万亿，十多年里我国货币供应量增长超过 6 倍，货币是否超发再引争议。

财经专栏作家余丰慧(微博)曾撰文指出，如果货币总量的扩张节奏跟随实体经济同步变化，即 M2 与 GDP 之比大致维持在 1.5 倍的水平，那么目前 75 万亿的货币总量就完全足够，但现在货币总量已远远高出。货币超发冲击物价、推高房价，最大的受害者是国内消费者。

作为中国过去十年钱袋子的管家，央行行长周小川近期表示，在通货膨胀处于可控范围的前提下，M2 增长速度与名义 GDP 增长速度相匹配或略高一些。2012 年，我国名义 GDP 是 2002 年的 4.5 倍，M2 余额是 2002 年的 5 倍。这还包括在应对国际金融危机冲击期间，由于实施适度宽松的货币政策而扩大的货币供应量。对于 2008 年为刺激经济而大量投放货币周小川表示，宏观经济政策历来有利有弊，货币政策、财政政策都是如此。不能只想在危机时尽快复苏，复苏成功了以后又不愿意承担由其产生的成本，这是不现实的。(张贾龙/文)

附：2013 年一季度社会融资规模统计数据报告

一、广义货币增长 15.7%，狭义货币增长 11.9%

3 月末，广义货币(M2)余额 103.61 万亿元，同比增长 15.7%，分别比上月末和上年末高 0.5 个和 1.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 31.12 万亿元，同比增长 11.9%，分别比上月末和上年末高 2.4 个和 5.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 5.57 万亿元，同比增长 12.4%。一季度净投放现金 1065 亿元。

二、一季度人民币贷款增加 2.76 万亿元，外币贷款增加 709 亿美元

3 月末，本外币贷款余额 70.49 万亿元，同比增长 16.0%。人民币贷款余额 65.76 万亿元，同比增长 14.9%，比上月末和上年末均低 0.1 个百分点。一季度人民币贷款增加 2.76 万亿元，同比多增 2949 亿元。分部门看，住户贷款增加 9751 亿元，其中，短期贷款增加 3967 亿元，中长期贷款增加 5784 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 1.78 万亿元，其中，短期贷款增加 7656 亿元，中长期贷款增加 8454 亿元，票据融资增加 1029 亿元。3 月份人民币贷款增加 1.06 万亿元，同比多增 515 亿元。月末外币贷款余额 7543 亿美元，同比

增长 34.8%，一季度外币贷款增加 709 亿美元。

三、一季度人民币存款增加 6.11 万亿元，外币存款增加 314 亿美元

3 月末，本外币存款余额 100.70 万亿元，同比增长 16.0%。人民币存款余额 97.93 万亿元，同比增长 15.6%，分别比上月末和上年末高 1.0 个和 2.2 个百分点。一季度人民币存款增加 6.11 万亿元，同比多增 2.35 万亿元。其中，住户存款增加 3.70 万亿元，非金融企业存款增加 1.61 万亿元，财政性存款增加 931 亿元。3 月份人民币存款增加 4.22 万亿元，同比多增 1.27 万亿元。月末外币存款余额 4416 亿美元，同比增长 29.2%，一季度外币存款增加 314 亿美元。

四、3 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 2.47%，质押式债券回购月加权平均利率 2.46%

一季度，银行间人民币市场以拆借、现券和债券回购方式合计成交 69.81 万亿元，日均成交 1.16 万亿元，日均成交同比增长 27.5%。

3 月份，银行间市场同业拆借月加权平均利率为 2.47%，比上月低 0.30 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 2.46%，比上月低 0.43 个百分点。

五、国家外汇储备余额 3.44 万亿美元

3 月末，国家外汇储备余额为 3.44 万亿美元。3 月末，人民币汇率为 1 美元兑 6.2689 元人民币。

六、一季度跨境贸易人民币结算业务发生 1 万亿元，直接投资人民币结算业务发生 854 亿元

一季度，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 6992 亿元、3047 亿元、80 亿元、774 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：2011 年 10 月份起，货币供应量已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。

（2013-04-11 腾讯财经）

日央行行长：已采取达成 2%通胀目标所有可用货币行动

北京时间 4 月 11 日凌晨消息，日本央行行长黑田东彦周三表示，央行在上周宣布的，史无前例的经济刺激措施已经足够达到 2%的通货膨胀目标。

黑田东彦是在接受媒体访问时表明这一立场的。他表示，日本央行已经采取了所有“必要”而且“可能”的措施。他指出，虽然央行可能在必要时对政策进行调整，但是他不认为每个月都会有这样的变动。黑田东彦也重申了采取一切必要措施在两年之内达成 2%通货膨胀目标的承诺。

黑田东彦可能会在下周于华盛顿召开的 G20 国集团会议期间迎接来自同行们的批评。日本央行所释放的宽松信号使得日元兑美元汇率从 2012 年 11 月中以来下跌了约 18%。虽然澳大利亚财政部长韦恩-斯万（Wayne Swan）在周二的发言中表达了对日本政策的支持，不过中国和韩国还是担心货币的贬值以及资本外溢的风险。

法国兴业银行全球策略师吉特-容克斯（Kit Juckes）指出，黑田东彦需要“极力避免公开化的批评，他将会设法缓和和 G20 国集团的关系。”

黑田东彦在上周宣布会在两年之内把货币基础增加到两倍。不过他在周二的发言中表示，日本央行试图刺激物价和经济增长的行动不是针对日元的，货币政策不会因为货币汇率的波动而被调整。

（2013-04-11 腾讯财经）

影子银行膨胀 首季社会融资狂飙 6.16 万亿

[导读]新增人民币贷款规模管控良好的情况下，社会融资规模却出现了大幅激增，其主要原因就是信托贷款、委托贷款等影子银行渠道“失控”。

迅速膨胀的影子银行，已经让信贷规模管控的效果黯然失色。

昨日，央行公布的第一季度金融统计数据以及社会融资规模统计数据显示，新增人民币贷款规模管控良好的情况下，社会融资规模却出现了大幅激增，其主要原因就是信托贷款、委托贷款等影子银行渠道“失控”。

统计显示，2013 年一季度，社会融资规模为 6.16 万亿元，比上年同期激增 2.27 万亿元。其中，当季人民币贷款增加 2.76 万亿元，人民币贷款占同期社会融资规模的 44.7%，同比大幅降低了 18.6 个百分点。

而在新增外汇占款大幅度回升之后，外汇储备亦进入了增长的快车道。3 月末，国家外汇储备余额 3.44 万亿美元。第一季度，外汇储备增加了 1300 亿美元。

流动性格局逆转

3 月末，广义货币余额 103.61 万亿元，同比增长 15.7%，分别比上月末和上年末高 0.5 个和 1.9 个百分点；狭义货币（M1）余额 31.12 万亿元，同比增长 11.9%，分别比上月末和上年末高 2.4 个和 5.4 个百分点。

M2 增速达到 15.7%，超出预期，亦远远超过了全年 13% 的目标。社会融资规模上，3 月，社会融资规模达到 2.54 万亿元，分别比上月和上年同期多 1.48 万亿元和 6739 亿元。

民生银行金融市场部首席经济学家李志强表示，一季度，流动性增长很快，一方面有国内自身的原因，另一方面和外汇占款增长比较快也有比较大的关系。

平安证券固定收益部副总经理石磊表示，数据显示了供需两旺的格局，从全年来看，今年 M2 增速将超过 13% 的目标值，达到 14% 左右。

海通证券首席经济学家李迅雷(微博)表示，3 月份的数据超预期，15.7% 的增速超过了全年 13% 的目标值。央行暂时可能没有实现其调控目标，但本身来讲，货币政策没有过度收紧，也没有放松，央行还是在严格控制贷款规模。

从一季度新增贷款来看，表现可谓中规中矩：3 月末，人民币贷款余额 65.76 万亿元，同比增长 14.9%，比上月末和上年末均低 0.1 个百分点。增量上，一季度累计新增贷款 2.76 万亿元，同比多增 2949 亿元。3 月份人民币贷款增加 1.06 万亿元，同比多增 515 亿元。

对于新增贷款的上升，交行金融研究中心研究员鄂永健认为，一方面是因为经济增长温和和回升，实体经济信贷需求较为平稳。另一方面，季末存款大幅增加，银行存贷比压力缓解显著增强了信贷投放能力，而季度额度控制也会促使银行加大信贷投放。

影子银行跃进

与新增人民币贷款相对平稳形成鲜明对比的是，信托贷款、委托贷款等影子银行提供的资金快速增长。其实也正是这些非信贷融资渠道的推动下，一季度的社会融资规模达到了惊人的 6.16 万亿。由此，对影子银行管制失控的担心开始增加。

具体来看，一季度，委托贷款增加 5235 亿元，同比多增 2426 亿元；信托贷款增加 8230 亿元，同比多增 6443 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 6704 亿元，同比多增 4381 亿元；企业债券净融资 7520 亿元，同比多 3560 亿元。

占比上，委托贷款占同期社会融资规模的 8.5%，同比高 1.3 个百分点；信托贷款占比 13.4%，同比高 8.8 个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比 10.9%，同比高 4.9 个百分点；企业债券占比 12.2%，同比高 2.0 个百分点；非金融企业境内股票融资占比 1.0%，同比低 1.2 个百分点。

鄂永健认为，3 月份，委托贷款、信托贷款、未贴现的承兑汇票均有显著增加，特别是

企业债券净融资高达 3892 亿元，这与流动性宽松格局下市场利率较低、企业发债成本较低有关。

“央行并没有把社会融资规模视为货币政策中介目标。”石磊还表示，银监会 8 号文出台之后，短期内，这些影子银行将受到影响。

2013 年 3 月 27 日，银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8 号文），对银行理财资金直接或通过非银行金融机构、资产交易平台等间接投资于“非标准化债权资产”进行整顿。

“影子银行的潜在风险如果再不重视的话，可能会出一些问题。8 号文的出台，表明监管层正是注意到了这种风险。”李志强表示，一季度，新增贷款在社会融资规模中占比下降得较快，8 号文实施之后，贷款占比下降的速度将会放缓，甚至可能反弹。

倚重公开市场操作

一季度 M2 快速增长，社会融资规模飙升可能埋下了通胀的种子。

中国人民大学经济学院副院长刘元春表示，目前，物价水平偏低，一季度 CPI 同比上涨 2.4%，远低于 3.5% 的全年控制目标。预计二、三季度的物价也会保持低位运行，但到了第四季度，通胀压力可能就会开始显现，并且呈现一个迅速上扬的态势。

“3 月 PMI 环比上升，但与往年同期相比，回升力度不强，表明经济增长仍需巩固。尽管 3 月物价涨幅回落，但未来将重新上行。”鄂永健称，此情况下，货币政策仍以维稳为主，实际操作中性，主要通过公开市场操作的灵活调节来保持流动性的合理适度，准备金率和利率的使用则较为谨慎。

李志强也表示，货币政策大方向上不会收紧，但将更加倚重公开市场操作。央行会着重把外部流入的流动性对冲掉，而利率、存款准备金率都不会动用。

李志强表示，这一轮资本流入主要是美联储前期宽松导致。日本宽松政策刚刚推出，资金逐步投放，时间跨度较长，影响尚未体现。中国央行正处在一个观察期中，主要是大力加大货币回笼力度。“这个月增加多少，大概就对冲掉多少，没有更多的提前量。”

刘元春还表示，另一方面，PPI 等一些经济数据偏软，新一轮政策周期启动，需要相对宽松的货币政策相配合。“紧的货币宏观环境还没有。”

“通胀的压力可能在第四季度开始显现。”李迅雷也表示，从第二季度开始，央行货币政策还是会继续保持偏中性。利率、存款准备金率都不会动，加大公开市场操作力度，对冲热钱，同时进一步严控信贷。

鄂永健还预计 2013 年新增贷款将在 9 万亿至 9.5 万亿元之间。

（2013-04-12 第一财经日报 聂伟柱）

易纲：近期将扩大人民币汇率浮动区间

中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲日前在国际货币基金组织（IMF）“汇率制度”研讨会上发表演讲时称，中国近期将进一步扩大人民币汇率浮动区间。中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长易纲日前在国际货币基金组织（IMF）“汇率制度”研讨会上发表演讲时称，中国近期将进一步扩大人民币汇率浮动区间。

同时，易纲强调了人民币汇率改革取得的进展，以及对实体经济再平衡调整的影响。此外，他还提出中国基本满足了“最优货币区”的条件。

进一步扩大汇率浮动区间

“汇率将更加市场化。去年我们将人民币兑美元的浮动区间从 0.5% 扩大到了 1%，近期内我们将进一步扩大汇率浮动区间。”易纲说。

易纲在演讲中重申了中国在人民币汇率改革方面取得的进展。中国在 1994 年将人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨，开始进入有管理的浮动汇率制。之后两年内，人民币兑美元的实际汇率迅速上升。2002 至 2005 年期间，人民币汇率开始随着美元走弱而有所回落。

因此，到 2005 年时，中国决定将人民币与美元脱钩，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度。

易纲称，自从 2005 年汇改以来，人民币兑美元的名义汇率升值幅度达 32% 左右。根据国际清算银行（BIS）计算，人民币兑美元的实际有效汇率升值幅度超过了 36%，与 1994 年相比，实际有效汇率升值幅度更是高达 70%。

中国人民银行于去年 4 月 14 日宣布扩大人民币兑美元日浮动区间。此举被外界看成是增强汇率弹性，推进外汇管理体制改革的 important 一步。这是人行 2005 年启动汇改以来第二次扩大人民币兑美元日浮动区间。上一次是在 2007 年，当时人行宣布自 2007 年 5 月 21 日起将浮动区间由 0.3% 扩大至 0.5%。

易纲表示，人民币汇率的名义和实际汇率升值，对中国经济调整经常账户占 GDP 比重起了很大作用。中国的经常账户占 GDP 比重在 2007 至 2008 年达到峰值，之后便开始下降，到 2011 年时已降低至 1.9%，2012 年为 2.3%。

“我们将继续改革汇率制度，更加市场化，让市场供给来决定汇率。”易纲说。

更平衡的国际收支是目标

从宏观经济政策，即增长、就业、通胀以及国际收支平衡来看，易纲称，中国在增长、就业和通胀方面做得不错，但在国际收支平衡方面，过去经常账户盈余很高，如今已开始改善。他说：“更平衡的国际收支是我们的目标。”

易纲称，中国的劳动力成本正在不断调整，尤其是过去五年已大幅上升。而劳动力成本的上升幅度略微超过了生产力上升幅度，这就意味着中国的竞争力正在下降。但他表示，这是一个健康的调整，因为能够促进消费，体现了“追赶效应”，而这一调整趋势也会继续下去。此外，社会保障和环境成本亦在上升。

尽管上述调整降低了中国的竞争力，但易纲表示这却是健康的，能让中国经济更加可持续发展，对中国和世界经济的再平衡都是有益的。“这一过程会继续下去，通过价格和汇率渠道，中国经济将会实现再平衡目标。”

此外，易纲还称，中国已经成为了一个主要的进口国。目前每年进口商品价值达 2 万亿美元，如果继续以每年 6% 的温和速度增长的话，到 2020 年时中国的进口额将达到 3 万亿美元。

中国基本符合“最优货币区”

易纲还提出，可以将中国视为“最优货币区”（Optimal Currency Area）。

最优货币区理论，首先由经济学家罗伯特·蒙代尔（Robert Mundell）于 1961 年提出。蒙代尔认为，需求转移是引起收支不平衡的主要原因，浮动汇率只能解决两个不同货币区之间需求转移的问题，而同一货币区内不同地区之间的需求转移只能通过生产要素的流动来解决。也就是说，具有生产要素高度流动性的几个地区可以组成一个货币区。

易纲表示，中国的东西部地区差距很大，甚至超出欧元区的情况，东部地区的人均收入是西部地区的三至五倍。中国基本上满足“最优货币区”的关键因素：首先，在财政制度上中国通过中央财政转移，从富裕地区转移到贫困地区；其次，中国有着高度流动的劳动力市场，至少有 1.6 亿农民工正在城市务工；第三，国内交易市场非常统一；第四，有效的宏观经济政策。

“例如，我参与解决上个世纪 90 年代末广东、新疆和宁夏等省份发生的金融危机。广东是相对发达的省份，但新疆和宁夏欠发达。当时，人行要决定，作为最后贷款人是否要提供流动性，如何处理地方政府债务。要设计一个既能避免道德风险又能缓解危机的救助方案。”易纲说，从上述方面来看，中国基本上是一个“最优货币区”。

（2013 年 04 月 19 日 第一财经日报）

华尔街日报：中国经济正在重蹈日本覆辙

文章认为，“日本战后的经济复苏和中国近期的经济增长都是依靠出口和廉价劳动力”。文章称，“中国和日本都鼓励高储蓄，然后将储蓄用于投资”，一方面“汇率低估使出口企业获得竞争优势”，另一方面，“出口的促进则是以牺牲民众的家庭收入和消费为代价的”。

文章认为，“中国通过国有银行系统的快速信贷扩张而非政府支出来推动经济增长，掀起了一股投资浪潮。”

“中国依靠估值过高的资产作为质押、依靠现金流不足的基础设施项目来偿债，意味着很多贷款将无法偿还。这些坏账可能会引发银行业危机，也有可能抽走中国庞大储蓄和收入中的相当大一部分，削弱经济的增长潜能。”

文章同时认为，因为中国比当年的日本更加贫穷，中国的境遇将会比日本当年更加悲催。

以下是文章全文：

中日在历史上不乏冲突和竞争，但两个国家有着一样的发展模式。如果不小心的话，中国经济也许会重蹈日本的覆辙。

日本战后的经济复苏和中国近期的经济增长都是依靠出口和廉价劳动力。汇率低估使出口企业获得竞争优势，而出口的促进则是以牺牲民众的家庭收入和消费为代价的。

除此以外，中国和日本都鼓励高储蓄，然后将储蓄用于投资。两国都产生了庞大的贸易顺差，并将其投资于以美国国债为主的海外资产，以规避本币升值的风险并助力海外获得资金购买其出口产品。两国还利用国内资金支撑高额投资，以推动经济增长。

日本的乐曲在 1985 年 9 月戛然而止：《广场协议》(Plaza Accord) 的签署迫使日圆升值，导致日本出口减少经济增长放缓。

为恢复增长，日本决策者又掀起一轮信贷驱动的投资浪潮，来抵消日圆升值的影响。此举形成资产价格泡沫，并最终归于破灭。然后日本又利用政府支出和低利率来避免经济活动的崩溃，结果却是失衡状况有增无减。

日本自此背上了庞大的财政赤字高昂的政府债务和臃肿的央行资产负债表。这在一定程度上是为了支持政府运转支撑资产价格。

酝酿中的银行业危机

一直到 1990 年，日本都还是非常成功的强劲增长过程中只出现过短暂中断。从 1990 年起，在泡沫经济破灭之后，日本陷于经济停滞接近 20 载不曾中断。

中国反对仓促重估人民币，根源在于它要避免走日本的老路。

但中国应对全球金融危机的方式很像《广场协议》之后的日本。（金融危机造成中国出口剧减经济活动放缓。）

中国通过国有银行系统的快速信贷扩张而非政府支出来推动经济增长，掀起了一股投资浪潮。

而跟之前的日本一样，中国银行系统不堪一击。中国不是通过财政赤字而是通过银行直接向指定项目放贷来维持高水平的增长。

中国依靠估值过高的资产作为质押依靠现金流不足的基础设施项目来偿债，意味着很多贷款将无法偿还。这些坏账可能会引发银行业危机，也有可能抽走中国庞大储蓄和收入中的相当大一部分，削弱经济的增长潜能。

另外，日本在危机开始的时候比中国富裕得多，所以在应对经济放缓的时候拥有相当大的优势。日本还拥有良好的教育体系强大的创新能力和科技实力，以及勤勉的工作作风，这些有助于它的调整。日本拥有世界一流的制造业以及电子重工行业的丰富知识产权，这也是它的一个优势。

相比之下，中国依靠廉价劳动力，用进口原材料来组装生产产品用于出口。当前劳动力的短缺和工资的上涨正在削弱其竞争力。中国在创新和高科技制造方面的努力也还处于初步阶段。

中国有关部门承认，信贷推动的投资战略导致资本错配投资效率低下国有银行蒙受贷款损失。

中国的挑战

近几年，外界普遍地对中国的成就越来越感到惊叹。但如果中国无法完成必要的经济转型，其惊人成功最终归于猛然失败是完全有可能的。

现在的问题是中国能不能避免成为下一个日本。

中国摒弃投资主导的增长模式面临着巨大的挑战。依靠补贴无休止地扩张产能来推动经济增长，已经越来越不可行。维持或调整现行战略的举动有可能造成大于预期的经济减速，给中国的社会和政治稳定带来影响。

全世界都认为中国将保持增长，只是增长速度会比近几年减缓。这种观点依据的是世界经济需要什么，而不是现实情况是什么。正如小说家 C. S. 刘易斯(C. S. Lewis)所说：“寻找真相，最后找到的可能是安慰；寻找安慰，最后找不到安慰也找不到真相，只有虚幻泡沫和一厢情愿，最终以绝望收场。”

(2013 年 05 月 02 日 搜狐财经 本文作者 Satyajit Das 曾是银行家，著有《极限金钱》(Extreme Money) 和《交易员枪和钱》(Traders, Guns & Money)。本文译自 MarketWatch)

人民日报：中国不再推新版“4 万亿”刺激计划

[提要]面对经济结构性的矛盾，是否还能通过新版“4 万亿”刺激政策来提振经济呢？对此，瑞穗证券亚洲公司首席经济学家沈建光认为：“恐难如愿。”中国社科院数量经济所副所长李雪松也认为，尽管目前实体经济不乐观，但不应该再像过去那样依靠刺激政策来推动经济的发展。

今年一季度中国经济总体以“弱复苏”开局，4 月份 CPI 涨幅缩小缓解了部分通胀压力，但 PPI 的连续下降显示出实体经济疲弱态势还在延续，而 5 月份汇丰 PMI 创出新低，进一步表明中国经济目前仍处于震荡整固阶段。面对经济复苏乏力的 困局，近期舆论再次出现是否应该推出新版“4 万亿”的讨论。专家普遍认为，依靠传统的经济刺激计划不能化解结构性矛盾，反而可能加重产能过剩、地方债等问题积累，所以稳增长的关键还在于继续深化改革和调整结构，通过推动深层次的制度改革来换取可持续发展的红利。

【经济增长自主性动力不足】

“制造业活动 5 月份趋冷，反映出内需放缓以及外围冲击还在发酵。”汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌表示，4-5 月 PMI（制造业采购经理指数）平均为 50，低于一季度的 51.5 及去年四季度的 50.5，预示二季度工业环比增速可能再次放缓，给中国脆弱的经济复苏带来下行风险。

“由于宏观经济结构性分化，经济增长的自主性动力严重不足，未来中国增长的可持续性仍令人担忧。”国家信息中心预测部世界经济研究室副主任张莱楠认为，目前有三大矛盾依然困扰着中国经济：一是政府主导下的基建地产投资加速扩张与制造业投资下滑的矛盾，民间投资并未真正从政府手中接过接力棒，制造业长期平均利润率下滑影响投资信心；二是政府刚性支出上升与地方财政收入大幅下降带来的矛盾，城镇化是扩大内需的最大潜力，需要大量基础设施投资、城市发展投资以及[民生投资](#)，而房地产调控带来的土地收入下滑和资产缩水增加了地方政府和融资平台企业的偿债压力；三是稳定经济增长与控制潜在通胀压力上升间的矛盾。

【刺激计划难解结构性矛盾】

面对经济结构性的矛盾，是否还能通过新版“4 万亿”刺激政策来提振经济呢？对此，瑞穗证券亚洲公司首席经济学家沈建光认为：“恐难如愿。”他表示，一方面，近年货币超发与其后高通胀、高房价密不可分，加剧了结构性矛盾；另一方面，从效果来看，依靠货币刺激拉动经济增长的老路似乎也难以奏效，反而可能加剧影子银行与地方融资平台风险。

沈建光表示，金融危机以来，国家为刺激经济增长启动了大量项目，并释放了大量资金，此举虽然发挥了正面作用，但也有部分项目由于进入产能过剩行业，没有形成收益，目前迎来了还本付息潮。在利润较低之下，一些企业面临借新债还旧债的窘境，生产难以有效提升。这些矛盾说明，依靠传统的经济刺激难以化解结构性矛盾，反而可能造成问题积聚。

中国社科院数量经济所副所长李雪松也认为，尽管目前实体经济不乐观，但不应该再像过去那样依靠刺激政策来推动经济的发展。从长远看，这样形成的路径依赖，更不利于中国经济的健康发展。而且随着 GDP 盘子的越来越大，需要投资刺激的量也就越大，也不可持续。

【深化改革才是根本出路】

那么如何才能解决当前的经济困局呢？对此，中国人民大学财政金融学院副院长赵锡军表示，投资、消费未与广义货币同步快速增长的情形，意味着货币政策对经济增长的提振将不会像以往那样有力。中国经济走出低迷关键需要通过改革，为微观经济主体进行创新，寻找更有效的资源使用方式、更高效的生产方式、更加具有潜力的市场和更多适合消费者的产品创造环境。政府日前已决定再取消和下放一批行政审批事项，未来让微观经济主体有更大的自主权进行探索、创新和突破将成为中国保持经济增长动力的关键所在。

李雪松也认为，中国宏观调控当下的着力点应放在稳增长上，而稳住增长的关键在于继续加大改革力度。首要问题就是财税和金融的改革，进一步降低企业税负，同时降低企业的融资成本，这是导致目前企业经营困难的重要原因。

此外，沈建光认为，还需要对上一轮经济增长中留下来的产能过剩与地方政府债务问题加以消化清理，通过推动深层次的制度改革换取红利。尽管这一过程也难免经历“破茧重生”的痛苦，但值得肯定的是，决策层在改革问题上始终保持坚定。因此，预计明年政府也不太可能调高经济增长目标，而是通过适度牺牲经济增速以换取部分结构性改革的突破。

（ 2013 年 05 月 27 日 人民网-人民日报海外版）

伯南克：今年稍晚可能开始缩减 QE 明年年中结束 QE

北京时间 6 月 20 日凌晨消息，周三，美联储公布了决策委员们对经济前景的最新预测，显示出了对复苏前景的更乐观评估；联储主席伯南克在最新的决策声明公布之后的新闻发布会中表示，如果经济能够如预测中那样改善，联储可能会从 2013 年晚些时候开始逐渐减少每个月 850 亿美元的资产采购规模，并在 2014 年年中的时候完全结束这个量化宽松项目。

美联储在周三的正式声明中指出，“劳动力市场状况在近几个月中有进一步的改善”，但是也强调，失业率还是维持在“较高的水平”；不过联储委员们在声明中指出，“经济和劳动力市场前景的下行风险在秋季之后已经逐渐减少”。

美联储的乐观态度也表现在对经济预测指标的调整中。周三公布的联储委员预测显示，联邦公开市场委员会的成员们认为，2014 年的经济增长率会在 3% 到 3.5% 之间，高于 3 月决策例会中给出了 2.9% 到 3.4% 的预测值。伯南克称，经济基本面看起来更好，特别是楼市，给增长造成问题的主要是联邦财政政策。

联储委员同时将 2013 年的通货膨胀预测进行了下调，但是也认为这个指标会在 2014 年的时候回到 2% 或者略低于 2% 的目标区间内。

与会委员在表决中同意继续每个月采购 400 亿美元机构抵押贷款担保证券和 450 亿美元国债，虽然没有采取立即的行动，不过联储主席伯南克在之后的新闻发布会中明确表示，他和联储同僚们相信经济已经在更好的轨道上，只要失业率达到预测中的 7% 水平，债券采购项目可以在 2014 年年中时候完全结束。

伯南克在新闻发布会上表示，“如果来临的数据和这种预期总体上一致，委员会目前认

为在 2013 年晚些时候将采购的速度放缓将是适当的。”他随后指出，“如果后续数据与我们当前对经济的预期总体一致，我们将会继续在 2014 年的上半年以有规划的步骤降低采购速度，直到在年中时候结束这种采购。”

杰弗里集团首席金融经济学家沃德-麦克凯西（Ward McCarthy）认为，“美联储算是已经亮出底牌了。他们给出了结束量化宽松采购的预期。伯南克虽然没有说明 2013 年晚些时候是指什么时候，但是考虑所有的因素，他所指的应该是第四季度。”

不过伯南克也强调，资产采购项目的结束将以联储预期下稳定的增长为前提，并称没有什么削减采购规模的触发点。伯南克也指出，如果情况需要，即使联储削减了采购规模，也可以在之后再次扩大资产采购的力度，“我们的政策在任何情况下都不是预先确定的”，如果经济表现没有和联储的预期一致，联储也可能决定不再继续执行这个计划。伯南克说，最重要的不是时间和日期，我想传递的最重要的信号是，我们的政策要视经济而定。

伯南克在新闻发布会的发言中强调，“如果你就我刚才所说的得出结论，认为我们的政策，我们的资产采购将会在 2014 年年中时候结束，那么你是得到了错误的结论，因为我们的采购适合经济发生了什么相联系的。如果经济没有如我们所预测的那样改善，我们将会提供更多的支持。”伯南克称，如果环境改善比预期更快，将加速削减购债。如果环境恶化，购债可能会增加。

在谈到失业率指标的时候，伯南克也表示，决策层可能会在决定提高短期利率的时候将更低的失业率阈值作为目标。他在回答一个问题时说，“说到调整阈值，我想这是可能发生的。如果真的发生了，应该是降低它，这点我很肯定，不会是提高。”伯南克称，结束 QE 的一个必要条件是劳动力市场的前景明显改善，联储判断该市场的状况时需考察许多要素，比如劳动参与率、支薪人数等，还有其他的各类数据，但失业率降至 7% 意味着联储的工作已取得某种进展，联储才可能有能力做出就业市场已明显改善的表述。

伯南克也强调，任何加息的决定依然还是在“遥远的未来”。伯南克说，伯南克说，当失业率降至 6.5% 后的“数个季度”，美联储可能会加息，但失业率降低至 6.5% 不会自动导致加息，加息将是逐步的，委员会预计结束资产购买和加息之间将有相当长一段时间。

伯南克表示，美联储不希望通胀过高或者过低。如果通胀没有超 2% 的通胀目标迈进，美联储将采取措施。

伯南克称，支持黑田东彦为对抗通缩采取的措施，对日本央行的行动引起了市场波动并不意外。

伯南克称，“绝大多数”美联储官员预计在解除投资组合仓位时将不会出售 MBS。MBS 市场运行良好，没有被美联储扭曲。

伯南克拒绝就自己在美联储的任期置评。

（2013-06-20 腾讯财经）

李克强 3 度发声暗示救赎实体经济 停止扩张政策

【提要】“钱荒”现象的背后，折射的是金融的“异化”：原本是从金融业到制造业的信贷业务，在通过一系列加杠杆的金融运作后，变味为从金融业到金融业的资金业务；金融对实体经济的支持，变成了“钱生钱”的虚拟游戏；在银行体系到处蔓延的“钱荒”表象之下，是实体经济不断失血的恐慌。国务院总理李克强近期三度提及要“激活货币信贷存量”，彰显出停止扩张性政策、让金融更好服务于实体经济的意味。

事实上，优化金融资源配置，让金融更有力地支持实体经济，正是当前中央所提倡的。国务院总理李克强近期三度提及要“激活货币信贷存量”，彰显出停止扩张性政策、让金融更好服务于实体经济的意味

针对近期在银行间市场上演的“钱荒”现象，中国人民银行 24 日对外表示，当前我国

银行体系流动性总体处于合理水平。央行提醒各金融机构要强化流动性管理，促进货币环境稳定。

发端于5月下旬，在银行间市场持续近一个月的“钱荒”，吸引了各方的密切关注。分析人士认为，“钱荒”表象之下暴露出的是当前我国银行体系资金空转问题，背后折射出的是让资金进入实体经济的政策意图。

央行按兵不动：“钱荒”的最后推手

6月20日可能会成为许多银行资金交易员在今后的职业生涯里经常要提到的一天。当天，隔夜回购利率一度飙升至30%，上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜拆借利率暴涨578个基点，升至13.44%，创出年内高点。

“历史上只有四个时间段的银行间隔夜回购利率曾突破6%，但无论是上升的高度，还是持续时间的长度，都无法和这次相比。”中金公司首席经济学家彭文生说。

经济学家研究发现，与以往历次银行体系资金紧张所不同，本轮“钱荒”很难找出一个主因。事实上，这轮“钱荒”正是多重因素相互作用、效力叠加的结果，而最终的推力来自央行的“按兵不动”。

“这其中既有美联储量化宽松货币政策异动的的外部原因，也有金融机构疏于流动性管理的内部因素；既有外管局、银监会政策收紧和监管加强的偶发性因素，也有季末银行考核时点来临等周期性因素，可谓重重因素叠加所致。”交通银行[4.95% 资金 研报]首席经济学家连平在接受新华社记者采访时表示。

如果说以上因素是金融机构事先可预知的，那么央行对流动性调控的新变化则让不少金融机构始料未及，它成为将“钱荒”推至顶点的最后一股力量。

“都以为央行会通过逆回购甚至下调准备金率放松货币，因而在资金原本很紧张的情况下，一些银行还在6月上旬进行了超规模信贷投放，结果导致头寸的明显减少，无疑加剧了‘钱荒’现象。”连平说。

资金空转：“钱荒”背后的金融异化

央行面对“钱荒”按兵不动的态度，最终指向的是银行间市场盛行的“资金空转”问题。

让很多人想不明白的是，过去20多天里出现的“钱荒”现象，居然是在全球货币供应量最多的国家里上演。事实上，中国的金融市场其实并不缺钱。央行的数据显示，今年前5个月我国社会融资规模达9.11万亿元，比上年同期多3.12万亿元，广义货币M2存量达104万亿元。

“在中国这样一个储蓄率如此高的国家，银行居然缺钱，只能说这并不是总量上的‘钱荒’。”在中央财经大学金融学教授郭田勇看来，中国的资金在总量上并不荒，“钱荒”是个结构性问题。

“之所以出现银行缺钱现象，核心问题是越来越多的资金在空转，并到了监管层不能容忍的程度。”金融专家赵庆明认为，今年以来，贷款投放量和社会融资规模都出现显著增长，但是经济反而不温不火，体现出实体经济明显缺血的状况。这表明相当数量的资金在金融机构间打转，没有进入实体经济。

“确实存在着这样一种情况：一些容易获得银行贷款的大企业，会将银行资金转向信托市场，以追求更高的回报，而信托资金在层层杠杆后又会大量进入到地方融资平台和房地产市场。”在连平看来，这样的结果造成了资金价格越来越高，制造业领域融资越来越困难。

“钱荒”现象的背后，折射的是金融的“异化”：原本是从金融业到制造业的信贷业务，在通过一系列加杠杆的金融运作后，变味为从金融业到金融业的资金业务；金融对实体经济的支持，变成了“钱生钱”的虚拟游戏；在银行体系到处蔓延的“钱荒”表象之下，是实体经济不断失血的恐慌。

救赎实体经济：“钱荒”折射的政策意向

专家指出，在本轮“钱荒”中，央行没出手救市，看似是一种消极行为，背后其实有着更为主动的战略性选择。

“从一定意义上讲，这是政策的主动调控，而不是等到泡沫破裂后的被动调整，将有利于维护金融稳定，也有利于改变房地产和地方政府融资平台占用太多资金，挤压实体经济的状况。”中金公司首席经济学家彭文生指出。

当前，我国经济金融运行总体平稳，但仍面临不少困难和挑战：全球经济有所好转，但形势依然错综复杂。随着美国经济的稳步回升，美联储量化宽松货币政策退出的脚步渐行渐近，全球经济去杠杆化过程开始加速，此时我国央行顶住压力“不放水”，传递出停止以货币扩张刺激经济的信号，虽没有迈出向金融机构救市的一步，但却迈出了向实体经济救赎的一步。

“在以去产能、去杠杆为主线的结构调整期，盲目扩张货币会使去产能进程中断，市场主体在宽松的货币环境下缺乏去产能、去杠杆的动力。”国务院发展研究中心金融所副所长巴曙松认为，近期金融市场的波动是金融市场结构调整的表现，重在促使金融资源流向实体经济。

事实上，优化金融资源配置，让金融更有力地支持实体经济，正是当前中央所提倡的。国务院总理李克强近期三度提及要“激活货币信贷存量”，彰显出停止扩张性政策、让金融更好服务于实体经济的意味。

分析认为，这次央行有意让资金成本往上走，希望资金能够向实体经济更有效率的方向流动。这一切猜测，在6月19日得到了佐证。当日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议要求“引导信贷资金支持实体经济，把稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量”。这样一来，近期高企的货币政策松动预期被彻底浇灭了。

从GDP数据下滑到地方债危机再到如今的银行爆出钱荒危机，新一届政府一上台就面临着经济大考，让习总书记“增长必须是实实在在和没有水分的增长”的表态面临考验。但是面对种种数据噪音干扰，李克强连续的表态尤其是三提“盘活存量货币”释放了强烈的信号：提升经济数据下滑的容忍度，坚持“挤水分、调结构、谋转型”的“挤海绵”经济思路不动摇，用短期的隐忍为长期发展扫清障碍，继续“压弹簧”。

（2013年06月25日 [新华网](#)）