

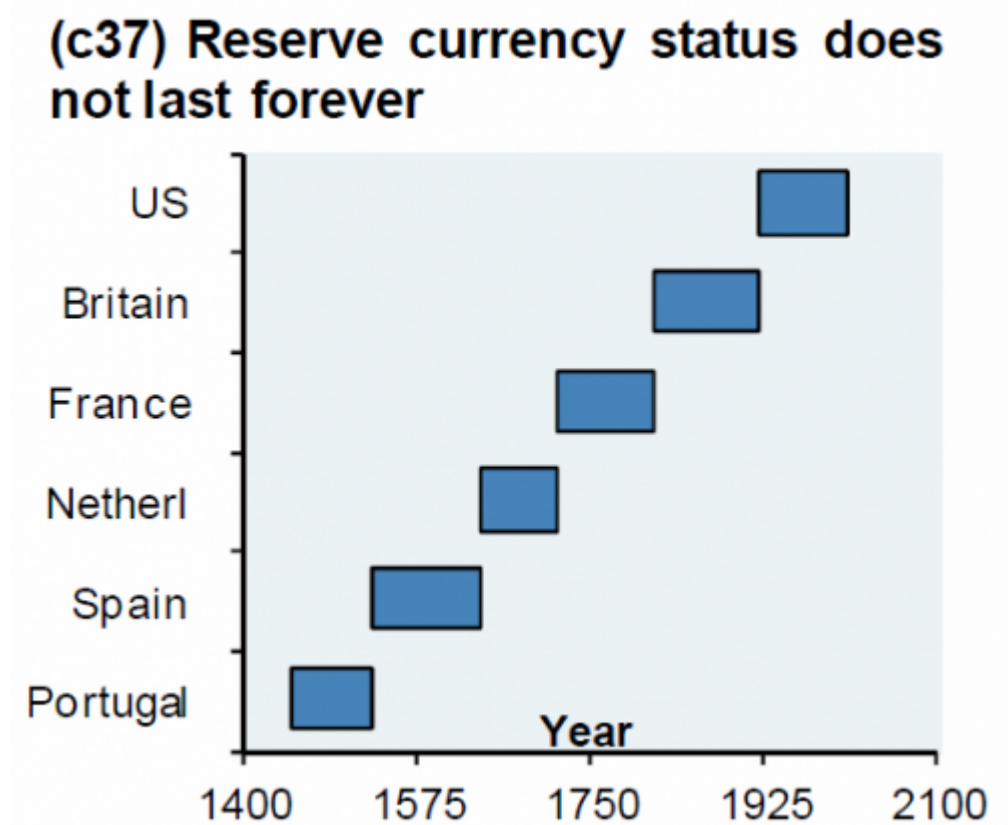
全球 40 家央行准备将人民币作为储备货币

北京时间 4 月 10 日凌晨消息，外媒周三文章指出，如同俗语所说的，没有什么是一成不变的。这一点在储备货币上尤其正确——不管人们多么希望能够维持现状，最终荣光总会消逝。越来越多的新闻头条显示，很多国家都对降低对美元的依赖表示了“兴趣”，或者是直接谈及将储备货币进行多元化。

渣打银行在报告中指出，有至少 40 个国家的央行在中国的人民币上进行了投注，还有更多央行正在准备采取同样的措施。这个趋势在新兴市场以及发达国家同时出现，按照报告的描述，这些央行正在“向其他货币”靠拢，“很多央行正在把人民币加入自己的投资组合中”。

对美元这个昔日王者来说，最为不详的预兆可能是一名前国际货币基金组织官员发出的警告——“人民币可能会在能够被完全自由兑换之前就变成一种事实上的储备货币”。

下图显示了储备货币在历史上的变迁，按时间顺序成为世界范围储备的货币依次来自葡萄牙、西班牙、荷兰、法国、英国和美国：



渣打银行在新加坡的央行和主权财富基金事务全球主管朱卡-菲尔曼（Jukka Pihlman）在南华早报的报道中说，“至少 40 家央行在人民币中有投资，还有更多央行也准备这么做。这使得中国大陆的货币走在一条甚至在能够全面自由兑换之前就具有储备货币状态的道路上。”朱卡-菲尔曼之前曾在国际货币基金组织就资产管理问题为各国央行提供顾问服务。

报道引述国际货币基金组织的数据指出，美元依然是全世界最被广泛持有的储备货币，截止 2013 年结束的时候占据全球外汇储备中的接近 33%。不过这个比例相比 2000 年时候的 55% 已经大幅度减少。

国际货币基金组织并没有说明以人民币形式存在的外汇储备的比例，但是指出，新兴市场国家储备中的“其他货币”比重相比 2003 年增加了接近 400%，而发达国家的这个类别货币的增长速度也有 200%。

南华早报的报道也指出，人民币在央行银行家这个群体当中越来越受欢迎的原因之一可能是中国政府给出的极度有利的条件，希望借此鼓励在人民币当中的投资。例如，各国央行在所谓合格境外机构投资者类别中，不管是投资的配额还是锁定期的长度上都享受优先待遇。中国政府的这个项目向各国央行发放的具体投资配额并不为外界知晓，但是部分被公布的数据显示，其规模可能是其他项目参与机构的十倍以上，更重要的是，外国央行进行的投资不受资本管制的限制。

朱卡-菲尔曼说，“各央行和主权财富基金总有特别的待遇。它们有能力以其他投资者不可能实施的方式来投资，在说到货币兑换的时候，虽然并没有正式说明，但是显然也是完全自由的。”

朱卡-菲尔曼还指出，这个进程还在加快中，“越来越多央行正在把人民币加入到自己的投资组合中。”他强调，“因为很多央行已经在其中有投资，人民币实际上已经是事实上的储备货币。人民币甚至在能够完全自由兑换之前就成为了事实上的储备货币。”他强调，那些可能在未来增加人民币持有规模的央行应该是那些“与中国有紧密贸易关联”的国家，还有那些外汇储备规模相对较大，出于回报相关的理由需要对其进行多元化的国家。

朱卡-菲尔曼说，“对很多央行来说，人民币的自由兑换已经以某种形式存在，它们对此足够满意，才会开始在这种货币上进行投资。”

曾担任世界银行首席经济学家的林毅夫曾说，“美元的统治地位是全球金融和经济危机的根源。”看起来这一说法已经得到了越来越多的认同。（2014-04-10 腾讯财经）

一季度 GDP 超 12.8 万亿元 同比增长 7.4%

一季度国民经济开局平稳 总体良好

今年以来，面对复杂严峻的国内外形势，党中央、国务院保持定力、主动作为，着力改革创新，着力转型升级，着力改善民生，国民经济开局平稳，总体良好。

初步核算，一季度国内生产总值 128213 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分产业看，第一产业增加值 7776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57587 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 62850 亿元，增长 7.8%。从环比看，一季度国内生产总值增长 1.4%。

（2014 年 04 月 16 日 国家统计局网站）

李克强 20 天 5 次阐释合理区间 不采取强刺激措施

李克强 11 日到海口港码头了解货物吞吐量及发展规划等。据中国政府网



昨天国家统计局公布的第一季度经济增速，印证了此前各方面的预期。7.4%，低于去年四季度 7.7% 的增长率，是 20 个季度以来的最低点。

今年一开局，经济下行的信号就已传出。有评论判断，中国经济 2014 年第一季度将只有 7.3%，全年 7.5% 的预期可能很难完成。

作为中国经济的主要掌舵人之一，国务院总理李克强从 3 月下旬以来，在中国各处奔走。他先后 5 次表态，阐释“合理区间”理论，提振各界对中国经济的信心。

在研究者看来，高层决策者们保持着定力，他们对中国经济航向“心中有数”，“局面尽在掌握”。

【开局】总体良好下行有压力

经济稳中向好的基础还不牢固，下行压力依然存在，一些方面的困难不可低估。——李克强博鳌论坛演讲

在统计局公布一季度最终经济数据之前，其他部门发布的一些指数已显示经济下行压力不小。

4 月 10 日，海关总署公布一季度我国进出口总值为 5.9 万亿元，其中出口 3 万亿元，与去年同期相比，分别下降 3.7% 和 6.1%。3 月份当月，下降更为明显，出口、进口分别降 9.2% 和 13.8%，月度数据“双降”并不多见。

海关总署新闻发言人、综合统计司司长郑跃声表示，这说明当前我国外贸确实遇到了一些困难。

其他数据同样佐证经济下行压力：

工业生产者出厂价格(PPI)3 月份同比下降 2.3%，创 9 个月来新低。

用电量，被视为观测经济冷暖的“晴雨表”，也遭遇“倒春寒”。1 至 3 月，全国全社会用电量同比增长 5.4%，而去年下半年最低月增速都有 7.5%。

世界第二大经济体经济增速趋缓，不少国外媒体给出较为悲观的预期。

3 月 4 日，中国债券市场出现首宗违约事件。4 月初又传出消息，一家小型建筑材料公司，不能兑付债券利息。

有评论认为，这样的事件虽然不会对整个金融系统带来威胁，但会进一步减缓中国的经济发展速度。

中国人民大学经济学院副院长刘元春，一直在关注这些论调。在他看来，个别信托产品、企业债的违约，导致悲观主义增强了。

对此，李克强早有准备。4月10日，李克强在博鳌论坛发表主旨演讲，表示当前中国经济开局运行平稳，总体良好。但他也坦承，“经济稳中向好的基础还不牢固，下行压力依然存在，一些方面的困难不可低估。”

对一季度数据，国务院研究室司长向东的评价是，“有忧有喜”，没什么值得大惊小怪的。

统计数据显示出了“喜”的一面：一季度调查失业率继续平稳下降；服务业增速持续高于第二产业，发展加快；城乡居民收入实现较快增长。

李克强说，“这些都是经济结构出现的积极变化。”

【阐释】7.5%左右是合理区间

使增长和就业不越出下限，通胀不突破上限，保持经济在合理区间平稳运行。——李克强考察海南时强调

在国务院看来，7.4%这个增速，仍然保持在“合理区间”。

昨天主持召开国务院常务会议时，李克强说，“我一再讲，合理区间是指经济增长率不低于7.5%左右，所谓左右，就是高一点、低一点都是正常的，都处于合理区间。”

最近20天里，李克强至少5次在公开场合阐释“合理区间”。

3月26日，李克强到辽宁考察，并召开部分省市经济形势座谈会。他表示，“有能力、有信心、有条件，把经济运行保持在合理区间。”

4月2日，李克强主持召开国务院常务会议。在李克强看来，着力稳增长、保持经济运行在“合理区间”是各项工作的前提。

8天之后的博鳌亚洲论坛上，李克强详细解释了什么是他可以接受的“合理区间”。李克强说，无论经济增速比7.5%高一点，或低一点，只要能够保证比较充分的就业，不出现较大波动，都属于在合理区间。

随后，李克强没有马上离开海南，而是到当地基层考察。中国政府网13日刊文说，李克强在考察中多次强调，使增长和就业不越出下限，通胀不突破上限，保持经济在合理区间平稳运行。

在昨天国务院常务会议上，李克强对一季度经济形势的判断是，总体平稳，经济增速、就业、物价等主要经济指标处于年度预期目标范围，经济运行继续保持在合理区间。

此前李克强曾表态，从当前情况看，城镇新增就业持续增加，物价运行也比较稳定，居民收入、企业效益和财政收入都是平稳增长。

昨天国家统计局数据证明了李克强的这一判断：一季度全国城镇新增就业人数超过300万，城、乡居民人均收入实际增速分别达到7.2%和10.1%，均比去年同期加快。

国务院研究室司长向东从另一个角度，解释了经济增速下降的合理性。向东说，中国经济增长一个百分点，就有五六千亿，去年增长7.7%，相当于增加了印尼或土耳其的总量。

“总量大，速度下来一点，是正常的”。

这样的判断，在部委层面也基本上有共识。

【策略】保持定力不“强刺激”

积极的财政政策和稳健的货币政策不会改变，也没有扩大赤字、采取“强刺激”的考虑。——李克强在国务院常务会议上强调

针对当前的经济形势，是用猛药刺激，还是慢慢调养，此前各方曾有猜测。

在博鳌，李克强给出了答案。“我们不会为经济一时波动而采取短期的强刺激政策，而是更加注重中长期发展，努力实现中国经济持续健康发展。”

昨天，李克强又重申，当前，积极的财政政策和稳健的货币政策不会改变，也没有扩大赤字、采取“强刺激”的考虑。

事实上，在3月5日作政府工作报告时，李克强就曾详解去年的“成功经验”。

去年上半年，出口大幅波动，经济持续下行，中国坚持不采取短期刺激措施，不扩大赤字，不超发货币，而是增加有效供给，释放潜在需求，保障经济运行不滑出合理区间，成为稳中向好的关键一招。

如今，类似情形再现。这成为李克强和同事们面临的又一道考题。

在博鳌，李克强用 16 个字概括应对策略：冷静观察、保持定力、未雨绸缪、主动作为。在昨天的国务院常务会上，李克强又说了 16 个字：保持定力、奋发有为、敢于担当、真抓实干。

定力、有为，依然是李克强的关键词。

李克强所说的“有为”，旨在释放三大动力：“促改革、调结构、惠民生”，推动中国经济行稳致远。

向东解读说，现在宏观调控，既要着眼于总量的平衡，更要注重结构的优化。

昨天的国务院常务会议程，都与此相关。部署落实 2014 年深化经济体制改革重点任务，确定了金融服务三农发展的措施，并且决定延续和完善支持和促进创业就业的税收政策。

这与 2 日的常务会一脉相承。那次会议，意图减轻税负、助力小微企业成长，同时宣布加快棚户区改造和深化铁路投融资体制改革。

舆论将这些举措视为政府出台新一轮经济刺激措施。相比 2008 年金融危机之后的 4 万亿大规模投资，这几项措施相当微小。

在向东看来，中国完全可以通过增量存量的政策调整，把经济保持在合理区间。

这些举措也得到国际舆论赞赏，英国《卫报》发文称，中国政策制定者选择了利用更小、更精巧的救济方法。大规模消费和借贷虽然可以让经济很快恢复，但是容易导致信贷膨胀。有分析人士概括说，李克强经济学的基本思想，就是“不刺激、去杠杆和调结构”，这是一位经济学博士背景的大国总理对中国经济开出的药方。
(2014-04-17 新京报)

详讯：英国失业率跌至 6.9% 低于英央行前瞻指引门槛

【彭博】-- 英国失业率下滑甚于经济学家预期，跌破英国央行[微博]总裁卡尼前瞻指引政策设下的第一阶段 7% 关卡。

英国国家统计局今天在伦敦发布的数据显示，按照国际劳工组织标准 12-2 月份失业率为 6.9%，低于 11-1 月份的 7.2%。这份报告还指出，12-2 月份的薪资增长加速到 1.7%，与 2 月的通胀率相同。

卡尼去年 8 月份推出前瞻指引，来遏止市场对英国央行可能把基准利率从纪录低点 0.5% 急于升息的预期心理。他在 2 月修改计划，并表示决策官员甚至会等到失业率跌到 7% 以后，让经济中部份备用产能用尽才会升息。

据彭博先前对 34 位经济学家调查得出的预期中值，12-2 月份失业率为 7.1%。

(2014 年 04 月 16 日 彭博社)

陆挺:多数经济学家对“中国经济崩溃论”嗤之以鼻

新华网北京 3 月 4 日电 自上世纪九十年代末以来，海外有关中国经济即将崩溃的言论就不绝于耳。尽管崩溃论者的预测一次又一次地落空，但不妨碍他们前仆后继，屡败屡战。我在国际投行工作，常常需要和这些中国悲观论者和崩溃论者辩论，对此有切身的体会。在我看来，近年来“中国经济崩溃论”思潮的背后有以下几个主要动因：

一是经过十几年的经济高速发展，我国的经济和社会的确累积了不少问题和矛盾，如环境污染和产能过剩加剧，债务水平和影子银行发展过快，贫富差距过大，投资占比过高，部

分地方房地产畸形发展等。其中又以这几年地方政府债务负担快速增长为大家所担心。

二是 2008 年以来，包括美国和欧元区在内的许多经济体发生了严重危机，很多观察者认为中国很难是个例外。这次全球经济和金融危机是从一些欧美国家的信用扩张、地产泡沫和影子银行泛滥开始的，继而引发一些发达国家政府债务危机。而我国经济在 2008 年后也遇到了一些困难，增速有所放慢，但还未发生严重危机。可是有些人认为中国不可能独善其身，很有可能是下一个跌倒的多米诺骨牌。

三是树大招风，中国经济对其他国家的巨大影响引发了众多关注，而对中国经济问题的关注又容易导致崩溃论的形成。一方面，中国经济实力近 10 年来飞速上升，经济总量稳居世界第二，与美国的差距不断缩小；另一方面，全球金融市场是非常复杂的，多空经常交锋，双方都需要争取话语权来影响市场。这种情况下，中国因其庞大的体量和影响力往往成为多空双方争论的焦点。俗话说语不惊人死不休，争论时“中国经济崩溃论”也就随之出现。

我详细讲述中国经济崩溃论发生的原因和背景，目的无非是探讨我们应对此类崩溃论的态度和办法。首先，我们应该拒绝形形色色的阴谋论。有些媒体往往不厌其烦地列举某些华尔街大型投资银行的看空观点来证明这种阴谋论，似乎海外投行的每一次看空都是一场用来操纵市场获取暴利的精心策划。有些媒体甚至将一些看空中国经济和股票市场的观点看成是西方敌对势力颠覆中国的举动。我认为这些自我矮化缺乏自信的做法完全没有必要。

事实上，海外金融市场上看好中国的声音也很多，国际投行对中国经济增长的预测平均来讲甚至经常高于国内券商。我认识的大型国际投行的经济学家，绝大多数对“中国经济崩溃论”嗤之以鼻。

此外，以我多年的体验，国际投行虽然也有一些被查处的违规行为，但这几年的趋势是合规愈来愈严厉，尤其是在研究和其他业务之间的防火墙方面是极为严格的。因此，有些媒体绘声绘色描绘的国际投行唱空和交易之间的频繁合谋是没有可能的。

然后是“有则改之，无则加勉”。几乎所有发达国家的经济和金融市场都经历过各种各样的危机，所以在危机的预警，防范和处理方面毕竟累积了很多经验和教训。诚然美国欧洲等发达经济体近年来经历了几十年未遇的危机，表明他们的经济模式和制度绝对不是完美的。

海外对中国经济的一些负面看法，有些的确是因为不了解中国国情而做出的错误判断，有些是投资者企图影响市场，有些甚至是哗众取宠，但有些也可供思考借鉴。作为一个后来居上的发展中国家，发达国家的教训我们一定要吸取，经验我们更应该学习。

我对中国经济是否会崩溃的个人看法是，这几年中国股市疲软，并不是西方恶意唱空的结果。归根结底，这还是国内和国际投资者对中国市场的信心较为低迷，一有风吹草动，市场就应声下跌。

解决信心的问题，一要认识到中国经济基本面中健康的、有活力的部分，切勿妄自菲薄；二要正视多年来累积的问题，积极推行各项制度改革，取百家之长，补己之短，在改革的过程中解决问题，以改革来不断发掘我国的增长潜力。

基本上，尽管我国非金融实体的债务总额过去几年上升较快，但我国是一个储蓄大国，债务中以人民币计价的内债占绝大多数，所以不易发生债务和货币危机。同时，我国有充足的空间增加负债来维持基础设施投资的增长，也有充足的空间剥离地方政府的坏账。

我国房地产行业的确发展很快，局部地区供应量过大，偶尔也有“鬼城”出现，但从全国来看，我国还处于城市化的早中期，大部分农民工在所工作的城市没有独立的居所，每年还有 700 万左右的大学毕业生，潜在需求量庞大。

基础设施方面，未来中国的城市化还会持续拉动基建，而我国也迫切需要加强在环境保护，污水处理和公共交通设施等方面的投资。

改革方面，若能按照十八届三中全会作出的全面深化改革的总体部署，以积极开放的心

态，进一步加强法治建设，简政放权，开放垄断行业，保护包括知识产权在内的各种产权，改革科研体制，促进创新，理顺财政金融体制，那我们有理由相信中国经济不仅不会崩溃，反而会进一步崛起，实现中国梦，真正成为一个发达经济体。（美银美林大中华区首席经济学家陆挺）2014年03月04日 新华网)

人民日报谈经济总量超美:离发达国家还有很长路

世界银行[微博]日前公布的一份国际比较项目报告(ICP)吸引了全球的关注。报告认为，按照购买力平价法(PPP)计算，中国将在今年取代美国，一举成为全球最大的经济体。然而，国家统计局对此结论并不认可，而且对该报告采用的方法论持保留意见。专家认为，我们应保持头脑清醒，中国和许多发达国家相比差距仍然很大，赶超美国还有很长的一段路要走。

数据不能反映中国实情

世界银行此次采用的购买力平价法(PPP)，反映的是和基准单位货币拥有相同购买力的本国货币数量。但对于通过该方法所得结论，国家统计局有关专家表示，由于方法论的局限性和主要结果应用中的缺陷，涉及中国的主要数据不能充分反映中国的实际情况，特别是比较结果低估了中国的物价水平，高估了我国的GDP(国内生产总值)规模。

北京大学国家发展研究院教授霍德明表示，购买力平价的前提是收入因素，GDP的购买力平价用于对比中国和发达国家是存在问题的，因为在西方国家，GDP作为一个产出概念和收入是相等的，但在中国存在很大的缺口，中国的GDP并不等于居民收入，中国的收入仅相当于产出的70%-75%之间。在这个前提下比较中国和美国之间的经济总量是存在很大问题的。

“在现实的国际投资和国际贸易中，仍然使用的是实际汇率。市场主体不会去考虑中国某个地区的物价水平如何，所以购买力平价计算方法可以用来做研究，但现实意义不是很大，不能说明什么问题。”在北京大学国家发展研究院教授黄益平[微博]看来，虽然购买力平价的计算方法是一种好的方法，但鉴于数据的完全可得性及可靠性并不能得到保证，通常得出的结论并不靠谱。

与发达国家差距仍很大

虽然中国GDP总量快速增长已是不争的事实，但从GDP的质量及人均GDP这两个指标来看，中国仍然和欧美发达国家差距很大。根据世界银行的统计，以购买力平价计算，中国内地2011年人均GDP为10057美元，全球排名第99位，而美国人均GDP则是49782美元，全球排名第12位。

“尽管中美两国经济总量的差距在缩小，但人均差距还相当大。”中国人民大学公共管理学院教授许光建表示，中国是世界制造业中心，服务业、高新技术产业比重偏低，这与美国完善的产业结构不可同日而语。此外，中国还面临着区域发展不平衡、环境污染、能源短缺等诸多发展带来的问题，这都需要较长时间来解决。中国经济目前正处于从高速增长向次高速或中高速增长换挡时期，这要求我们更要注重发展质量。

“不应该对世行的结论给予过多关注，中国作为发展中大国的基本国情特点并没有改变。”国务院发展研究中心研究员张立群表示，GDP不仅要比总量，还要比质量。从中美两国制造业水平、科技水平、包括单位GDP的含金量和其代表的社会生产力水平来看，差距都还很大。

冷静看待“经济总量超美”说

事实上，在“中国经济第一”光环的背后，是中国经济近几年取得了一系列的头衔：2009年，中国成为世界第一大出口国；2010年，中国GDP超过日本成为全球第二大经济体；2012年，中国成为世界贸易规模最大的国家；2013年，中国成为世界第一货物贸易大国。

在很多人看来，中国超过美国成为全球第一大经济体似乎只是时间的问题。根据国际经合组织此前的预测，中国至少要到 2016 年才能超越美国。中国经济学家则认为，按照目前年均增长 7.5% 的速度，大约要到 2025 年才能赶上或略微超过美国经济的规模。

相比国际上一些媒体对中国经济成为世界第一的热捧，国内媒体和学者并没有对此兴高采烈，反而陷入了对当前经济发展模式的反思。北京师范大学国民经济核算研究院学术委员会主任邱东认为，经济发展的“质”比“量”更为重要，虽然中国的总量 GDP 数据很高，但为此付出的代价是巨大的，经济发展结构不平衡、资源环境的破坏等在 GDP 统计上都无法得到体现。

财经评论员叶檀[微博]表示，在经历了 30 年不计成本的 GDP 赶超之后，因为雾霾、毒米、收入差距、文化丧失等原因，中国人意识到只追求 GDP 的片面增长，只会付出更可怕的代价。在解决温饱问题之后，中国需要的是青山绿水，是长期均衡的发展。

（2014 年 05 月 07 日 人民网-人民日报海外版）

4 月 CPI 同比上涨 1.8% 创 18 个月新低

2014 年 4 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 1.8%。其中，城市上涨 1.9%，农村上涨 1.6%；食品价格上涨 2.3%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 1.4%，服务价格上涨 2.7%。1-4 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 2.2%。

4 月份，全国居民消费价格总水平环比下降 0.3%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.4%；食品价格下降 1.3%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格下降 0.6%，服务价格上涨 0.2%。

（2014 年 05 月 09 日 国家统计局网站）

央行力撑首套房托底难挡楼市下行趋势

5 月 12 日央行副行长刘士余召集 15 家银行座谈，要求银行首先满足首套房贷款需求，合理确定房贷利率水平以及加快审批发放速度。

值得注意的是，这次座谈是在 1-4 月宏观经济表现不佳、房地产投资持续下滑的背景下进行的。楼市发生的多起房地产信托违约、中小房企资金链断裂等流动性风险案例，加大了宏观经济的运行风险，并可能拖累 GDP。

有分析人士认为，央行此举不排除为房地产市场背书，鼓励真正有需求的人群入市，从而为年度经济增长托底。

央行在为谁托底？

5 月初，起家于广东惠州的光耀地产传出破产消息，开发商的流动性风险急剧放大。其表现是，旗下多个项目停工，已售房源业主无法按时收房，银行和其他金融机构不再为其发放贷款，形成恶性循环。

作为开发商的重要资金来源，首付款和个贷占重要位置。从去年年中开始，个贷的发放就出现延缓，今年情况更趋恶化，少数银行甚至暂停。预售款相当程度上来自于房贷，预售款少了，开发企业的资金链和资金成本骤然紧张。

开发商资金紧张，导致房地产投资增速今年以来持续下滑。1 季度房地产投资增速由去年 4 季度增长 19.9%，下滑至 16.8%，其中 3 月单月降至 14.2%。更值得关注的是，房地产投资的先行指标，房屋销售面积大幅下行，3 月为 -7.5%，房屋新开工面积更高达 -21.9%。同时，房地产库存状况也明显恶化。

房地产投资增速与 GDP 密切相关。根据海通证券首席分析师姜超的测算，2013 年房地产投资对 GDP 增速的贡献为 1.45%，如果 2014 年房地产投资增速降至 15.1%，它对 GDP 增速的贡献为 1.15%。因此，2014 年房地产投资下行将直接拖累 GDP 增速 0.3 个百分点。

深圳一位大型开发商人士分析，如果各银行对个人房贷采取惜贷的政策持续下去，开发商继续缺钱，房地产投资增速也会持续下滑，这对今年的宏观经济很不利。

正如刘士余所说，个人住房贷款对经济增长有稳定的功能。上述分析人士认为，尽管中央层面已经提出了微刺激措施，用棚户区改造、基础设施投资等来弥补房地产投资增速的下滑，但央行仍希望首套房能够托住房地产市场，使得房地产投资增速下滑不那么剧烈，避免硬着陆。为楼市托底，就是在为经济增长托底。

此外，稳住房价，就可以稳住地价，避免地方政府财政收入大起大落，导致其出现无力偿债的危机。

非市场化的窗口指导

虽然央行意愿良好，但商业银行反应不一。

“监管者不能一边快马扬鞭地推进利率市场化，一边又用种种行政手段干涉商业银行自己的业务策略。”一位股份制银行人士认为，选择少做或者不做个人按揭贷款，是商业银行根据目前资金成本和需求的现实情况，做出符合自身商业利益的市场化选择。央行和银监会不应该直接对商业银行的房贷业务做出干涉，也不可能逼迫银行发放房贷或下调房贷利率。

商业银行发放房贷的积极性不高。2014 年，受余额宝、财付通等理财产品倒逼，商业银行理财产品收益率持续推高，维持在 5%-5.5%。银行理财收益率高于 9 折房贷利率、接近房贷基准利率；1 年期同业存款利率高达 6.8%，银行存放同业，也好于发放房贷。

就央行提出的几点要求，中原地产首席分析师张大伟指出，银行贷款额度紧张，4 月 1.23 万亿居民存款搬离银行，银行平均成本利率提高，房地产贷款的风险在增加，特别是温州等房价下调比较多的城市，已经出现了局部断供的现象。这些因素导致银行不太可能在大规模放水的情况下增加房贷额度。

房价下行趋势不变

更深层次的是，地产与金融融为一体，房贷市场的变化彻底改变了房价的走势。

黄金老指出，十多年来，房价屡遭调整压力，所不同的是这一次来自市场，而非政策，决定了本轮房价向下调整的真实性。面对高利率，银行房贷市场陷于停顿，导致房地产交易量下滑，房价承压。

张大伟也认为，银行信贷对房地产行业的紧张，是出现本轮市场调整的最主要原因，在房地产发展的历史上可以看到，信贷收紧的年份房价一律下调，而信贷相对宽松的年份，房价则一路高涨。

从交易成本来看，首套房信贷收紧对市场的支付能力影响非常大。按照目前北京市场的正常购房案例，刚需购房者购买一套位于南六环的刚需住宅，总价 200 万，首付 30%，贷款 140 万，从去年年底的 85 折到目前的基准上浮，30 年增加的利息高达 43 万，相当于房价 200 万的 21%！这大大抑制了购房需求，提高了资金成本。

“市场正在寻找均衡，或者利率下降，或者房价下降，最好两个同时下降。”黄金老说。

从更长的时间段来看，2005 年以来，我国居民资产结构中，超配房地产；但当前的高利率或无风险收益率正在改变这种配置倾向。

数据显示，进入 2014 年，一年期银行理财产品收益率（无风险收益率）达到 6%左右；一笔为期 5 年的房地产投资，其年收益率必须达到 10%，也即 7.27 年翻一倍，才比较有投资价值。但这样的房价涨幅在当前以及今后都难以实现，况且还要计算持有房地产的税收及转让时的交易成本。

诸多金融界人士认同，互联网金融降低了理财产品投资的门槛，银行也在主动下调投资门槛，中低收入人群的闲余资金享受到了较高的无风险投资收益，中国居民投资房地产意愿正在下降。个人资产配置结构的改变，会对房价产生持续的影响。

（2014-05-15 21 世纪经济报道）

欧洲央行降息程度史无前例 为防通缩或更激进

中新网6月6日电 据《华尔街日报》报道，欧洲央行[微博]5日决定降息，同时还宣布了一系列旨在促进银行放贷的其他措施，因为官员们急于防止超低通胀恶化，并造成脆弱的欧元区经济复苏出现脱轨的情况。

欧洲央行行长德拉吉在新闻发布会上说，若降息及向银行提供低息资金的举措被证明是不足够的，他和央行其他官员们随时准备采取进一步的“非常规”措施。

他表示，欧洲央行认为当前举措动作很大。他还说：这是否是欧洲央行的最终措施？答案是否；如果在职责范围内有需要的话，欧洲央行还会拿出其他措施。

德拉吉说，相关措施可能包括一项大规模资产购买计划，类似于目前美联储和英国央行所推行的计划。他表示，大规模资产购买计划肯定是他提到的那些工具之一。

除了将主要贷款利率从去年11月以来一直维持的0.25%下调至0.15%的新低水平之外，欧洲央行还将隔夜存款利率下调至-0.1%，从而向商业银行在欧洲央行的存款收取费用，这对于像欧洲央行这种规模的央行来说是前所未有的举措。

德拉吉重申了欧洲央行的承诺，即这些利率水平将在相当长一段时间内保持在低位，而且可能比之前预期的时间还要长。

但他说，欧洲央行目前可能已经为刺激经济增长和通胀耗尽了降息潜力。德拉吉还宣布了一系列其他方案，他说这些方案是为支持向实体经济，特别是企业借贷而设计的。

这些措施包括一系列新的有针对性的长期再融资操作，这些操作可以让银行获得低息贷款，他们可获得的贷款金额则和他们向居民及企业新发放的贷款规模相关。

报道称，欧洲央行还暂停了此前债券购买计划下每周进行的银行资金冲销操作，并且这些向银行发放的“有针对性的”贷款的期限更长。德拉吉称，管理委员会还将加强购买资产抵押证券的准备工作。

据报道，欧洲央行的经济学家还公布了通货膨胀和经济增长的新预期。新预期显示，通胀率接近略低于2.0%的目标水平要比预期花费更长时间。

欧洲央行经济学家现在预计，今年的年通胀率将为0.7%，低于3月份预计的1.0%。他们目前预计2016年最后一个季度的年通胀率将为1.5%，之前的预期为接近目标水平。

这些经济学家目前预计，欧元区经济今年仅增长1.0%，他们3月份的预期为增长1.2%。

（2014年06月06日 中国新闻网）

沈建光：不刺激绝非李克强经济学的要义

6月9日晚，央行发布《定向下调存款准备金率，引导信贷资源支持“三农”和小微企业》通告，决定从6月16日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点。央行此次定向降准，是落实端午节前国务院常务会议提出的定向降准要求，结合早前推出的定向贷款、稳外贸、行政审批权下放、支持棚户区改造、小微企业减税、以及加大铁路投资力度等措施，可以看到，新一轮稳增长的措施力度已经加大，而且笔者认为，今后稳增长的措施会由点及面不断增加，大银行的降准也将为时不远。

然而，对于上述稳增长措施，市场上也有不少非议，认为这是新一轮经济刺激政策的出台，不符合“克强经济学”不刺激的表述，更有人将近期一系列“稳增长”政策与“四万亿”做对比，担心中国会重蹈覆辙。

实际上，有关“克强经济学”的讨论已持续较长时间，最初巴克莱将其解读为不刺激、去杠杆与结构改革三大支柱。然而，早在去年8月笔者便曾发文《不刺激绝非李克强经济学的要义》，提出“四万亿”的教训不在于是否推出刺激政策，而在于如何执行过程中忽视了中国固有结构性弊端。并坚持认为刺激不刺激需要根据宏观经济周期形势变化而定，**不刺激绝非李克强经济学的要义，坐视硬着陆而不采取政策是对“四万亿”矫枉过正的表现**

今年经济形势与政策取向进一步验证了笔者早前的判断。

经济指标方面，一季度中国经济跌至7.4%，已经滑出政府增长目标，而且实际经济运行情况要远远差于7.4%的GDP增长，GDP平减指数意外大幅下滑是GDP还能维持稳定增长的主要原因。而其后，高频经济数据更是不断向下，消费、投资、工业生产等指标均接近于金融危机最差的时刻，实体经济调研反应中小企业运行困难，甚至首套房贷都无法保证，以至于央行副行长紧急召集银行负责人号召贷款。

笔者计算的修正克强指数（该指数是用社会融资情况，铁路货运量和发电量综合起来制成一个经济指标，比GDP能更准确反映经济活动的真实状况）今年均处于低位，甚至与金融危机之前的悲观情况十分类似，值得警惕。

在此背景下，笔者认为，宏观经济政策需要承担起更多的责任。之所以推出的一系列“微刺激”在笔者看来，其实是以最低限度的政策措施，有利于经济避免出现硬着陆。特别是改革全面推进之时，部分改革难以避免对经济带来短期阵痛，透过宏观政策抵御经济过快下滑，创造平稳的经济环境，恰恰是顺利推进改革不可或缺的。

进一步而言，笔者发现，今年以来，财政货币政策都有过紧迹象，与“稳健与积极”的基调并不相符，“微刺激”可以说是防止政策过紧，并非真正的刺激。

例如，从财政方面来看，伴随着财政约束的增强，积极财政落实的情况不如预期。4月财政支出同比增速仅为1.9%，财政政策并非积极而是过紧。与此同时，财政沉淀资金仍然较多。截至今年4月，国库库存现金余额接近3.6万亿元。回想去年二季度中国经济下滑较快之时，李克强总理也曾提到要注重用好这部分资金，如今反观来看，这部分资金的变化不大，加快运用这笔存量资金，投于符合调结构、保民生方向是可行之策。

此外，货币政策也不符合“稳健”之名。伴随着今年央行加大规范影子银行风险，表外资金已经大幅收紧。此时，表内信贷理应保持适度增长以维持全社会资金在合理水平，这可以一定程度上对冲表外收紧对实体经济带来的负面冲击。然而，4月社会融资规模仅为1.55万亿元，比3月下降25%，比去年同期回落12%。其中，新增贷款7747亿元，同样低于预期。显示表内表外同时收紧，货币政策实则过紧。

当然，仅有稳增长政策或许只能防范经济不出现硬着陆情形，而结构性改革持续推进，改革与微刺激同时发力才是“三期”叠加关键时期的最好搭配。正如笔者一直提倡的，稳增长与调结构需要协调推进，在增长中为结构调整创造良好条件，在调结构中使增长可持续仍是最佳方式。

值得肯定的是，在“微刺激”的同时，改革的步伐也在继续，包括近期全面深化改革领导小组审议了财税体制改革的顶层设计方案《深化财税体制改革总体方案》，国务院提出今年再取消下放超200项高含金量审批项，京津冀四大功能区协调推进构建大首都经济圈等等，都是全面深化改革的重要举措。通过改良的微刺激与结构调整共同发力，笔者预计，下半年中国经济有望扭转向下的趋势，达到或接近7.5%的政府目标。

（作者系瑞穗证券亚洲公司董事总经理，首席经济学家 2014-06-10 财经网）