

專家：08年後遺症未化解 要以穩定應對波動

央行重維穩 內地難放水

現時歐美日等國紛紛推出量寬政策，即使PMI顯經濟放緩，中國仍沒隨波逐流，早前更頻頻動用正回購手段並重啟央票收緊流動性，發出政策維穩信號，市場降息呼聲亦隨之減弱。內地經濟學家向本報指出，中國市場情況與歐美國家完全不一樣，汲取應對2008年美國金融危機的教訓，不再隨歐美國家貨幣政策起舞，而以穩定應對波動。市場人士預期，未來央行大規模「放水」幾無可能，貨幣政策最寬鬆的時候可能已經過去，5月以來內地市場流動性明顯趨緊。

近幾月全球「放水」，內地雖經濟增長放緩，物價指數處於低位，但未推量化寬鬆貨幣政策，中國社科院金融研究所研究員易憲容認為，這是因為中國面臨與歐美國家完全不同的經濟問題。

熱錢大舉湧入 樓泡成隱患

「與歐美日等國投資需求與融資全面萎縮不同，中國企業及地方政府的投資飢渴症及旺盛的融資需求，從來就沒有改變過。」易憲容說，強勁投資需求不僅迫使國內融資工具一次又一次突破現有的政策管制，擴大融資規模，也吸引更多的國際資金以各種方式流入中國。

「大量的流動性基本都流入房地產市場，沒有進入實體經濟，如果央行的貨幣政策進一步放鬆，一定會給巨大的房地產泡沫火上澆油。」在易憲容看來，當前中國經濟最大問題仍是如何處理房地產泡沫，不僅事關產業調整、增長質量提高，也影響到整個社會收入分配不公。

實際上，今年以來央行執行的穩健貨幣政策，較去年略顯寬鬆，無論廣義貨

幣(M2)供應量增速還是社會融資規模都處於高位，但高流動性並沒能如願推高經濟增速。

央票重啟 加大流動性回籠

國家信息中心經濟預測部宏觀經濟研究室主任牛犁向本報分析，當前資金的貨幣乘數在下降，儘管放了那麼多的錢，但是總的周轉效率並沒有那麼好；另一面，現在確實找不到一些好的投資領域，可能更多的投資者還是在買房產，至少現在還沒有看到一線城市房地產市場有實質性的價格回落跡象。未來貨幣政策或偏向「謹慎」，隨著對跨境資本流入監管的趨緊，央票的重啟，央行將加大回籠流動性的力度。

針對影子銀行 越來越嚴格

野村中國區首席經濟學家張智威亦認為，如果再進行一輪刺激政策，金融危機將成現實，要想控制房價過快上漲，貨幣政策也定要收緊，政府收緊政策的意願已經顯現出

香港文匯報記者 海巖

來，尤其針對影子銀行，越來越趨於嚴格。未來政府的整體政策不會放鬆，現在剛剛過了從鬆轉緊的轉折點。「一季度寬鬆的政策已經見頂，二季度會回落下來」。

央行在5月初公佈的《一季度貨幣政策執行報告》中，對流動性管理的表述從「保持合理的市場流動性」變為「把好流動性總閘門」，被市場人士解讀為，至少從下一階段貨幣政策執行來看，不會有明顯的鬆動，貨幣政策最寬鬆的時候即將或者正在過去。

在公開市場，央行已表露出適度調節資金面、希望改變前期過度寬鬆流動性、引導市場利率有所上行的政策意願。今年春節後，央行在八個月內首次停止逆回購，並於2月19日重啟正回購，3月初至4月中旬，央行正回購逐步放量。時隔一年半，央票發行又重新回歸至公開市場操作工具序列，5月9日，央行發行了3年期100億元人民幣央票，以回收市場流動性。

市場人士預期，內地貨幣政策最寬鬆的時候可能已經過去。



全球「水浸」 中國遇「水患」

近期主要發達經濟體超寬鬆貨幣政策加碼，日本推出前所未有的寬鬆貨幣政策，歐洲央行也降息促增長，印度、韓國等亦因經濟復甦乏力相繼降息。全球水浸，貨幣競相貶值，唯人民幣依然堅挺，令中國成為「風險敞口」最大的主要經濟體之一，出口受抑，熱錢湧入，物價和房價上漲壓力增大，同時亦要擔憂國際資本可能隨時掉頭流出的風險，貨幣政策進退維谷。

升值預期加劇熱錢流入

銀河證券首席經濟學家潘向東指出，在外圍流動性極其充裕的背景中，雖然中國經濟增速放緩，但中國執行相對中性的貨幣政策，將導致中

國與發達國家市場利率的息差空間進一步擴大，加之人民幣持續升值預期，加劇短期投機資金流入中國，難免對實體經濟和金融市場造成衝擊，增加貨幣政策的難度。

潘向東指出，當前中國工業部門面臨通縮壓力，單位勞動成本卻保持兩位數同比增長，外部因素正削弱中國經濟競爭力。發達國家的量化寬鬆政策及其他國家跟隨降息和貨幣貶值，會進一步抑制中國的製造和出口，同時流動性氾濫將導致資產價格上升。

隨着國際資本不斷湧入，自去年12月起，中國全口徑外匯佔款連續5個月實現正增長，一季度共計新增外匯佔款12,154億元（人民幣，下同），刷

新歷史紀錄，超過去年全年外匯佔款增量兩倍。4月末金融機構外匯佔款餘額為273,630.89億元，新增2,943.54億元，較3月提升25%。

推高商品價格輸入通脹

此外，有專家預計，受各發達經濟體集體量化寬鬆的疊加影響，過剩的流動性一旦湧入能源與大宗商品期貨市場，或首先造成期貨市場的價格上升，進而通過倒逼機制影響現貨價格，全球能源與大宗商品價格可能在2013年出現大幅震盪，進而導致中國輸入性通脹壓力可能顯著增強，再加上內地市場的通脹壓力，使得CPI同比增速可能在2013年下半年的某些月份上升至5%的高位。

推進匯率市場化改革的重要措施。由於人民幣匯率已經進入雙向波動軌道，在一定程度上接近均衡水平，即使進一步放寬浮動範圍，人民幣匯率仍能保持基本穩定。未來人民幣匯率雙向波動的區間可能擴大至2%。放寬浮動範圍可以部分減小央行的對沖壓力和外匯佔款的規模，有利於保持貨幣政策的獨立性。

專家認為，降息將加劇樓市風險。

專家：降準釋放美元 一箭雙鵝

中國經濟又現下滑趨勢，「穩增長」再次被置於更加重要的地位，國外量寬政策如火如荼，國內貨幣政策則左右為難，降息手段因傳導機制不暢，加劇樓市風險等引發業界爭議，內地經濟學家則向決策層提出了一些「奇招」以應對貨幣政策兩難局面。

對外經貿大學金融學院院長丁志傑建議央行降低存款準備金率，與以往不同的是，降準所返還的準備金用美元而非人民幣返還商業銀行。丁志傑認為，這樣既減少央行手中的外匯佔款，商業銀行又可用這部分外匯做跨國投資，可謂一箭雙鵝。

藉中間價弱化人幣升值預期

丁志傑認為，基於降準不釋放人民幣而是釋放

美元，「刺激可以在不對國內貨幣供給產生重大衝擊的情況下，緩解銀行經營，實際上是給銀行鬆綁。鬆綁了才可能調結構。」另外，高達20%的存款準備金率，也是中國經濟出現很多問題的根本原因之一。

在人民幣匯率改革方面，丁志傑指出，過去一段時間，在中間價保持穩定、而交易價持續升值的情況下，人民幣升值壓力被放大。而通過中間價向盤中交易價靠攏，則有利於弱化人民幣升值預期，進而淡化人民幣匯率對資本流入的吸引。

放寬浮動範圍 減小對沖壓力

中國銀行國際金融研究所副所長宗良認為，在人民幣中間價無法馬上改革的情況下，進一步提高匯率彈性，擴大人民幣匯率浮動區間，是穩步

減息分歧大 或醞釀組合拳

全球放水，中國經濟復甦疲軟，有關降息的呼聲不斷響起，希望在刺激實體經濟發展的同時，通過降低銀行存款利率從而拉低各國之間的息差，阻止熱錢的不斷流入。不過亦有觀點認為，降息非當務之急，反會令房地產調控及遏制地方政府投資衝動的努力付之一炬。國家信息中心首席經濟師范劍平表示，若GDP增長低於7.5%可能觸發央行採取降息，而降息可能與放大利率浮動區間的改革措施同步。

緊縮被質疑犧牲增長

萬博兄弟資產管理公司董事長滕泰就認為，當前應對發達國家的量寬政策，減少熱錢流入，必須盡快大幅降息。「為什麼在錢最多的國家製造最貴的資金價格？為什麼全球都在寬鬆中國卻緊縮？為什麼要犧牲本國經濟來承擔別國拯救危機的成本？」

不過中國社科院世界經濟與政治研究所國際金融室副主任張明則認為，目前中國不具備降息的基礎：通脹壓力將逐漸上行、資產價格壓力猶在、製造業產能過剩突出、地方投資衝動不減。與降息相比，通過加強資本管制來抑制短期資本流入是當前要採取的更重要政策。

減息同時進行利率改革

范劍平指出，一旦經濟增速低於政府容忍限度，如降至7.5%以下，降息就可能發生。央行醞釀的可能會是降息組合拳，如不對稱降息同時擴大利率浮動區間，既可以降低利差、降低企業融資成本，又不損害儲戶利益。去年中國央行曾兩次降息和兩次降低存款準備金率。去年6月在經濟下滑趨勢嚴峻時，央行曾降息0.25個基點並擴大利率浮動區間，將存款利率浮動區間上限調整為基準利率的1.1倍，貸款利率浮動區間下限調整為基準利率的0.8倍。

近期加快利率改革的呼聲和預期都在升高。國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松就公開表示，今年下半年或最遲明年貸款利率下限或被取消。中國銀行行長李禮輝日前也曾建議取消貸款利率浮動下限，將貸款風險定價自主權交給銀行。

小資料

內地貨幣政策由寬鬆進入穩健

2008美國金融危機後，中國在2009年和2010年提出實行適度寬鬆的貨幣政策，並從2008年9月開始到2009年1月間連續6次降息和4次降低存款準備金率，2009年信貸投放達到天量，新增貸款9.59萬億，2010年新增貸款仍達到7.95萬億。2010年12月央行近三年來首次加息，顯示寬鬆的貨幣政策轉向收縮。

從2011年開始至今，中國一直實行穩健的貨幣政策，但具體操作卻有所不同。2011年中國連續三次加息和7次上調存款準備金率，到2012年在2月上調一次存款準備金率後，隨着中國經濟復甦低迷，下半年開始貨幣政策再次轉向寬鬆，連續兩次降息和一次下調存款準備金率。2013年至今利率和存款準備金率則未進行過調整，央行則連續進行正回購和重啟央票來回收流動性。

歐美等貨幣政策

- 1、美聯儲主席伯南克近期表示，為刺激美國經濟復甦，在保持價格穩定的前提下，將延續當前每月850億美元的資產購買計劃規模，直至美國就業市場出現顯著的改善跡象。雖然有分析認為，美聯儲已有意逐步退出量寬，但相信近期仍將延續。
- 2、日本央行22日宣佈維持現行政策不變，繼續推行4月引進的大規模量化寬鬆措施。
- 3、今年3月以來，已有12個國家央行16次降息，印度累計降息達3次，尤其是五月以來，歐元區、韓國、澳大利亞等國集體降息。