

货币“稳中趋紧” 信贷“稳中偏松”

□国家信息中心预测部 张茉楠

面对全球货币宽松大潮，中国央行货币政策“向前进”和“向后退”都不易，在这样“进退维谷”的大背景下，央行更易采取货币政策“稳中趋紧”，而信贷政策“稳中偏松”的政策组合。

今年三季度以来，在美国QE3、QE4以及全球化宽松的大背景下，海外资金再次“逆袭”中国。从国内金融数据看，也出现了较大的改观：央行公布数据显示，11月份社会融资总量持续增长累积量比去年同期增长22.61%；从增幅上看，今年1-5月份各月累计值均低于去年同期，而随着政策宽松加码，随后的几个月持续增长，进入四季度增速加快。但是，从另一个角度看，由于需求不振等因素，货币活性并未得到根本性改观，这给货币政策效力发挥打了折扣。

央行货币政策微调的方向已经逐步转向宽松。当前，货币增速显著上升主要是央行大额逆回购不断向市场注入流动性，以及叠加居民和企业存款的大幅增长。数据显示，受年末流动性资金需求增加带动，企业短期贷款大幅度增加，对货币增速加快贡献巨大。然而，如果进一步深入分析，与以往货币高速增长不同的是，当前货币需求变化在供求平衡中占据主导，需求不足已经成为信贷增长的最大掣肘。

□招商证券 谢亚轩

2011年下半年以来，全球范围的国际资本流动处于周期低点。这在国内突出表现在几个方面：一是人民币汇率由此前的单边升值到当前的区间波动；二是国内金融机构月度新增外汇占款由此前数年的连续正增长到目前的正负增长交替出现；三是过去持续快速增长的外商直接投资增速开始下降，2011年下半年以来转变为小幅同比负增长。笔者预计，受欧美和日本宽松货币政策推动，在欧元区金融体系逐步修复的条件下，2013年国际资本将回流包括中国在内新兴经济体，人民币有望保持升值趋势，国内新增外汇占款有望达到1.5万亿人民币。

人民币汇率仍将保持升值趋势

从2011年第四季度开始，人民币汇率由此前的升值预期转为贬值预期，有观点认为人民币将进入长期贬值趋势。但2012年10月以来，人民币汇率快速升值，多次触及交易上限。我们认为，其背后的主要原因是发达国家推行的宽松货币政策及其金融体系的修复，人民币汇率在今年四季度内仍将维持升值趋势。

展望2013年，无论从利差、贸易盈余规模，还是经济增速等方面考虑，人民币汇率尚不具备贬值的条件，整体上仍将维持升值趋势。就利差而言，美联储QE3和欧洲央行OMT计划意味着明年外国国家的市场利率仍将维持在极低的水平；而国内由于通胀压力仍存，货币政策依然以稳健为主，放松空间有限，因此全年国内外利差呈收窄趋势的可能性较低。

根据对2013年进出口增速的预测，明年贸易顺差规模不会低于2012年的水平，因此贸易顺差规模的扩大仍是人民币升值的动力来源之一。2013年国内经济形势依然好于欧美等主要发达国家，全年人民币升值幅度约在2%左右。

2013年人民币汇率的主要风险因素来自欧洲金融体系稳健程度的波动。欧债危机自爆发以来，一直都是影响全球风险偏好的首要因素。欧洲局势恶化，全球资金回流欧美市场，构成风险货币的贬值压力，一旦欧洲局势好转，资金又逆向流动，重回新兴市场国家，推动风险货币普遍升值。2012年上半年人民币的弱势表现就与此相关。

外汇占款增长中枢降低

我们预计2013年外汇占款增量在1.5万亿元左右，外汇占款增长中枢已经降低，相对2011年2.78万亿元的增量下降近一半，但是相对于2012年前11个月仅为3601亿元的增量，明年的新增外汇占款将好于今年。

外汇占款增量好于今年的预测依据之一 是2013年经常项目顺差规模有望小幅回升。从2007年开始，中国经常项目顺差占GDP的比重开始逐年下降，2011年为2.1%，但2012年有望略有回升。展望2013年，该比重也将与今年相当。据此推测，2013年的经常项目顺差规模在1.4至1.7万亿人民币左右，这是我们预测新增外汇占款的重要依据。

预测依据之二是发达国家宽松货币政策和金融体系稳定状况改善。影响中国新增外汇占款的国际因素进一步可细分为欧美央行的货币政策取向和欧美金融体系的稳定状况。如果将欧美央行的货币政策比喻为水泵，从源头上决定释放还是回收流动性，以及流动性的规模，那么可将金融体系比喻为水渠，决定了水泵泵出的水能否四通八达。

传统的研究一般仅关注央行的货币政策，

贷款期限结构“短期化”特征明显。今年11月份，企业中长期贷款减少31亿元，占比继续回落。1-11月份合计，企业中长期贷款占比为20.1%，比1-10月份回落1.5个百分点。而代表货币活性的狭义货币量M1增速曾经在2010年以来持续走低，去年四季度至今M1同比增速已下滑到个位数，今年1月份和4月份M1增速均处于3.1%的历史最低水平。尽管此后M1和M2开始同步反弹，但11月份，M1、M2又开始同步走低，总体而言，货币活性仍不高。

同时，信贷贷款结构也显示，年初以来，一方面短期融资数量占比保持高位，另一方面，代表实体经济融资成本的票据直贴利率持续走低，从而信贷占社会融资总额的比例继续下降。融资需求较多的部门转向信托贷款和委托贷款等银行表外融资或者债券融资。这主要源自于两个方面：在供给层面，商业银行在经济周期底部也有一定惜贷情绪，信贷供给也不积极。银行出于对风险控制考虑，主动调整信贷结构，偏好短期贷款；在需求层面，中长期贷款占比大幅下降与企业对未来增长预期悲观，长期投资需求下滑，以及银行中长期贷款投放意愿与能力的减弱直接相关。另外，金融机构存贷差持续下滑，对银行息差和资产质量构成巨大压力，在存贷比的严格考核下，制约了银行信贷投放的能力。

明年人民币汇率有望保持升势

□招商证券 谢亚轩

但从实践看，同样重要的还包括金融体系的稳定状况。最好的例证就是，次贷危机中的发达经济体信贷冻结和2011年8月前后出现的欧元区银行体系“美元荒”。虽然2011年欧美央行多次联手向金融体系“注水”，但是宽松的货币政策无法有效传导至金融体系中，实体经济的信贷规模不断萎缩。与此同时，欧洲商业银行在欧央行的隔夜存款规模不断上升，形成“堰塞湖”。这种情况在2012年8月以来明显改善，为捍卫欧元区金融体系的稳定性，欧央行行长德拉吉表态“尽一切努力捍卫欧元区”。随后，欧央行进一步搭建了欧洲稳定机制框架。为避免主权债务违约，欧洲央行还于9月推出了直接货币交易计划OMTs。这些政策和措施的出台有助于稳定市场信心，并有效推动欧元区

当前，中国货币调控的空间狭小，货币政策遇到了“进退维谷”的难题。内外部环境决不允许放松货币控制。从国内宏观情况看，当前通货膨胀压力犹存，产能过剩风险积聚，房地产市场已经积聚新一轮反弹能量。而过剩产能对应的固定资产投资贷款实际上都是银行体系潜在的不良贷款。在这种情况下，政策调控必须考虑节奏和力度，宏观经济环境并不支持货币政策动用降低利率等总量型工具。

从国外形势和国际资本流动趋势看，全球新一轮流动性宽松卷土重来，QE3推出后已经使持续近一年的短期资本流出转变为新一轮短期资本流入，而QE4所累积的效应也会在明年进一步显现，价格上涨会使中国面临输入性通胀压力，给中国稳增长、调结构和控通胀带来相当大的难度。

向前进不容易，向后退也很难，这更需要央行的货币调控有更多智慧。从根本上讲，货币活性来自于需求端的呼应。中国当前经济增速回落是内外需萎缩叠加造成的，释放流动性并不会有缓解内外需萎靡和产能过剩压力，反而会给宏观经济发出扭曲的信号，抬高金融和债务风险。当然，货币政策是需要做出调整的，但货币政策调整必须着眼于解决两大矛盾：一是总量和结构的矛盾；二是供给和需求的矛盾。因此，政策必须创新，除了可考虑放松商业

金融体系的修复。欧洲商业银行在欧洲央行的隔夜存款规模迅速下降，欧元区银行间同业拆借利率和隔夜指数掉期利率间的利差不断收窄，国际资本从2012年7月底开始重新流入新兴市场。预计随着欧元区稳定机制框架的不断完善，欧元区各国财政巩固和银行业联盟的建立，2013年欧元区金融体系会延续修复进程。

鉴于欧美经济在2013年仍将是弱势复苏的基本趋势，因此欧美央行将保持超宽松货币政策的主基调不变。美联储在刚刚结束的议会议上已开始加码QE3，在原有每个月购买400亿美元MBS基础上，再购买450亿美元美国国债，以替换今年年底到期的扭转操作。美联储称，只要失业率高于6.5%且通胀预期不超过2.5%，就将维持当前利率不变，市场预期美联储在2015年之中

银行的存贷比之外，还可以考虑降低超额率以提高货币乘数。

本质而言，货币政策更多的是总量政策，无论是存准率、利率还是公开市场操作都属于总量调控，结构性政策需要靠信贷政策来解决。但从目前状况看，由于信贷投放放在不同经济主体之间并不均衡，中小企业信贷获取难度明显大于大型企业。广大中小企业面临较高的上市融资门槛，无法直接从资本市场融资，公司债券和股权融资只占不到1%，更加倚重于银行信贷，如何降低中小企业信贷融资成本已成当务之急，因此，在新增货币投放中，要更加注重差别化信贷，对经济领域的薄弱环节，特别是对中小企业应给予更大力度的支持，降低其借贷和融资成本。

因此，央行可以采取货币政策“稳中趋紧”，信贷政策“稳中偏松”的组合。此外，央行还须强调利率市场化和汇率市场化结合运用，保持人民币汇率的大体稳定，通过市场化来配置资源，使资金信号、资金成本反映真实的社会和实体经济的需求，通过市场化的引导和配置，使资金能够真正配置到它所需要的地方去，而不至于使一些资金过度的流到虚拟经济中，导致资产价格的过快上涨。毕竟，明年经济的总体思路还是保证经济发展的质量，这需要货币信贷政策有更多的针对性和有效性。

前加息的可能性都比较低。同时，市场也在憧憬，新任日本首相安倍晋三对日本央行施加压力，迫使其进一步放宽货币政策空间。

预测依据之三是全球直接投资的恢复性增长。随着全球经济的企稳，国际领域的投资并购和直接投资活动有望恢复增长。2012年上半年，尽管中国商务部统计的实际利用外商直接投资数据同比出现下降，但根据联合国贸易和发展组织的统计，中国再次超越美国成为全球外资直接投资的最大标的国。这表明，目前的中国国际资本流入规模下降有其全球周期性因素。预计随着2013年中国经济进一步复苏，中国依然是全球外资直接投资最有吸引力的市场之一，外商直接投资的流入和结汇也有助于推高新增外汇占款。

记者观察

明年CPI窄幅波动 PPI前低后高

□中证证券研究中心 曹水水

展望2013年，CPI与PPI趋势将有所分化，其中CPI温和可控，中枢在2.5%左右，围绕中枢上下波动的可能性较大，低点出现在1月份；而PPI出现前低后高走势的概率较大，上半年主要徘徊在负值区间，下半年可能回升到2%左右的水平。

2013年，CPI显示的通胀依然温和可控。首先，CPI同比翘尾因素较低。今年12月CPI环比涨幅实现季节性持平的概率较大。这样可以大致推算2013年CPI同比的翘尾因素，除6月与7月在1.5%左右，其他10个月的翘尾因素均位于1%以下。

其次，从新涨价因素看，2013年产出缺口为负的趋势依然会延续，CPI涨价压力并不大。食品上涨幅度有限。以周期性波动最大的猪肉为例，目前能繁母猪和生猪存栏量分别为5080万头 and 4.73亿头，均处于历史高位。除非受事件性冲击导致供给收缩，猪肉价格在明年三季度前不会出现显著上升。非食品方面，经济整体供大于求的格局依然存在，这将压制CPI非食品价格上行空间。

因此，2013年CPI的新涨价因素将延续2012年的特征，即与季节性基本吻合。叠加CPI同比的翘尾因素，可以大致估算2013年CPI同比的区间。2013年，CPI同比的中枢在2.5%左右，围绕中枢上下波动的可能性较大，低点大致出现在1月份，为1.5%左右。

虽然CPI与PPI在2012年均出现趋势性回落，但在2013年，两者走势将有所分化，PPI受翘尾因素影响，走势大致前低后高。

以债券市场发展推动金融改革

□中国银行间市场交易商协会 陈珊

截至2012年11月末，企业信用类债券存量规模突破7.4万亿元，其中经交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具存量规模突破4.1万亿元。我国信用债市场又迈上了新台阶，债券市场推动金融改革的作用进一步得到彰显。

债券市场发展完善宏观调控体系。金融体制改革的顺利推进需要建立市场化的宏观调控体系。债券市场过去三十多年间经历了翻天覆地的变化，为完善宏观调控体系创造了条件。一方面，债券市场提高了宏观调控的预见性、灵活性。债券运行情况是宏观经济的“晴雨表”，不仅反映了市场资金的供需变化，还体现了微观主体对宏观经济的预测，对宏观调控具有重要的参考意义。以CPI为例，5年期国债收益率与CPI的相关系数高达0.77。另一方面，债券市场使得市场化调控方式成为可能。债券市场参与者包括广大实体经济企业和绝大部分的金融机构，截至今年11月底，仅在中央结算公司开户的投资者已经超过1.2万户。庞大的参与群体使得调控部门通过利率变化就可直接影响微观主体行为，从而减少对行政干预的倚重。正因如此，近年来人民银行的调控方式从直接干预及控制信贷规模等总量调控方式，逐步转变为运用存贷款基准利率、公开市场操作等价格调控方式。此外，债券市场积极落实中央精神，推动相关产业发展，也是优化宏观调控方式的表现。以经过交易商协会注册发行的债券融资工具为例，截至目前为支持战略性新兴产业发展，相关企业发行债券总额已经超过2.8万亿元。

债券市场发展推动建立多层次资本市场。债券市场曾是我国资本市场中的薄弱环节，企业融资以银行贷款为主。由于融资渠道较为单一，融资结构不合理，作为筹资主体的企业无暇顾及贷款的资金成本，只关注资金的可得性，对金融市场反应不敏感。通过近些年的发展，债券市场逐步建立了较为完善的管理体制、市场约束机制，并积累了一定规模的存量，使得我国多层次的资本市场初具雏形，改变了企业融资结构单一的问题。以资产规模排名靠前的100家企业为例，2005年债券融资占比约为8%，2011年已上

一方面，2013年PPI翘尾因素前低后高。历史数据显示，2001-2011年，12月份的PPI环比持平，12月以来钢材、铜价、煤价等高频数据亦大抵如此。今年12月PPI环比持平的概率较大。由此，可以推算出2013年PPI同比的翘尾因素。其中上半年仍然大幅为负，特别是前5个月均小于-1.5%，下半年开始逐步收窄至零附近。

另一方面，新涨价因素有限。目前部分产业仍有比较严重的产能过剩问题，产品价格反弹后，产量提升会再次导致供大于求，产品价格再次回落。但当产品价格下跌，由于部分高成本企业的边际产量会被淘汰，供给增速回落，供需再次平衡，产品价格趋稳。因此，我们认为工业品价格会出现反复，既不会像10月以前出现较大幅度的下跌，也不具备趋势性的上涨条件，窄幅振荡的可能性更大。

因此，2013年PPI同比的走势主要由翘尾因素决定。考虑到产能过剩，明年PPI环比涨幅会小于季节性涨幅，PPI同比增速中枢大概在1%左右。其中上半年，PPI同比为负值的概率较大，四季度可能会小幅升至2%左右的水平，这将在明年上半年继续拖累工业企业利润增速。

对于2013年物价的判断主要基于常理，当然这种判断是有风险的，主要有三方面。一是外国大宗商品价格出现类似2007年的大幅上涨，这将加剧输入性通胀风险，基于目前全球经济增长放缓，这种可能性不大。二是受猪肉等食品供给收缩等事件性冲击。三是资源品价格改革，这将一次性抬高物价水平，但这不影响趋势判断。



轻松及时贷 乐惠金

- 方便快捷 随借随贷 随贷随还 无需抵押担保 实时放款 摆脱复杂流程 手续简单
- 实惠之享 享受白金卡年费优惠政策 享受透支取现不收取手续费 享受存款有息
- 尊贵礼遇 享受机场贵宾厅、医疗健康、免费租车、500万高额出行意外险等尊崇服务 可计积分交易享受两倍积分礼遇，生日当月享受三倍积分礼遇

7×24小时全球服务热线 4007-888-888

95595 www.cebbank.com

Bank 中国光大银行 共享阳光·创想生活