



您的位置：首页 - 最新观点

彭兴韵：金融指标显示经济隐忧(4月22日)

文章作者：

央行公布的3月份金融运行数据显示：3月末，全部金融机构各项贷款本外币余额为19.8万亿元，同比增长13.0%；全部金融机构人民币各项贷款余额为18.5万亿元，同比增长13.0%。狭义货币余额M1的增长率为9.9%，较1998年的11.9%的增长率还低2个百分点。M1的增长率20余年来首次下降到了10%以下。

在货币供应量增长率不断下降的同时，货币市场利率也不断下降。3月份银行间市场同业拆借月加权平均利率1.98%，比去年同期和上年末均低0.09个百分点，比上月低0.33个百分点；质押式债券回购月加权平均利率1.70%，比去年同期低0.23个百分点，比上年末低0.18个百分点，比上月低0.35个百分点。4月14日发行的三个月期央行票据的年收益率仅为1.0859%，与0.99%的超额准备金利率仅一步之遥。这表明，中国的货币市场利率也已经接近“零”利率。如果央行进一步下调超额准备金存款的利率，货币市场利率可能还会进一步下降。

总之，金融部门的数据提醒人们，经济运行的方向正在发生值得关注的变化。

然而，在许多人的心目中，经济增长“过热”的势头还没有得到有效地遏制，煤、电、油、运依然紧张，房地产价格上涨过快，“通货膨胀”的压力还很大。表面来看，实体经济的“热”与金融数据表现出来的“冷”形成了鲜明的反差，仅看当月的几个数据，无疑会得出中国经济让人觉得非常困惑的结论来。要找出这一矛盾现象的根源需要我们对经济体系有更宏观、更加整体化的认识，而不能仅仅根据实体经济中的几个部门对宏观经济做出结论。

相对于观察油价、房价而言，金融部门的数据能够相对更加准确地反映实体部门的总体状况，包含的信息量也更多。金融部门数据的走向其实事先向我们勾画了未来实体经济的动向。正因为如此，我们透过金融这层“面纱”也依然可以清晰地看到实体经济的轮廓。

这是因为，货币供应与信贷增长率的变化，给我们提供了一个观察实体经济变动的风向标。首先，狭义货币供应量主要由活期存款构成，由于活期存款是企业间商品、服务和金融交易的主要结算工具。在M1的流通速度没有相应地上升的情况下，M1增长率的下降就意味着经济体系中对交易性货币余额需求下降了。商品、劳务和金融交易的活跃程度直接反映了整个经济体系的活跃程度。因此，货币供应量增长率，尤其是作为交易结算工具的M1的增长率的下降，就意味着中国的经济增长已呈疲弱之势。其次，信贷增长率的持续下降固然有对商业银行风险加权资本充足性管制的影响，但企业家悲观情绪的滋生也极大地抑制了企业的借款意愿。在一个以银行信贷为主要融资渠道的经济体系下，意味着投资活力的下降。实际上，自2004年初以来，人们在讨论经济过热的时候，企业部门的存货增长率就在稳步攀升。

在货币市场上名义利率下降的同时，实体经济中的自然利率下降的端倪业已显现。自然利率的定义方法有多种，最简单明了的就是指使用货币贷款时预期获得的利润率。当货币利率低于自然利率，即预期利润率时，投资有利可图，于是对信贷的需求、投资增加，结果利润和工资均趋于上升，这就增加了对生产资产和消费资料有支付能力的需求，从而使物价上涨。反之则反是。当名义利率与自然利率相等时，投资既不会增加也不会减少，经济体系才处于均衡状态。我们以企业部门的资产利润率来近似地作为衡量中国自然利率的指标。2003年至2004年上半年，中国企业部门的资产利润率在平稳中小幅度地上升，2004年4月份企业部门的资产利润率最高达到6.81%的水平。之后，资产利润率开始下降，到2004年底，中国企业部门的资产利润率已经下降到了5.8%的水平，略高于5.58%的贷款利率。我们认为，正是自然利率的连续下降，贷款利率逆自然利率风向而动及其不能及时地做出相应的调整，极大地抑制了企业部门的借款意愿。这是造成我国金融指标显示经济隐忧的重要原因之一。

这样看来，在谈论中国经济过“热”和“通货膨胀”的时候，应当格外小心。自去年10月份以来，我们就一直认为物价水平已转为平稳下降之势，“通货膨胀”压力并不像人们想象的那么大，货币政策应当适度放松。几个月来的实际情况初步印证了我们的判断。现在，我们还是坚持认为，如果不对宏观调控措施方向做出适当的调整，中国的经济前景不见得乐观。所谓中国经济已经进入新一轮增长周期，有可能昙花一现。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所