

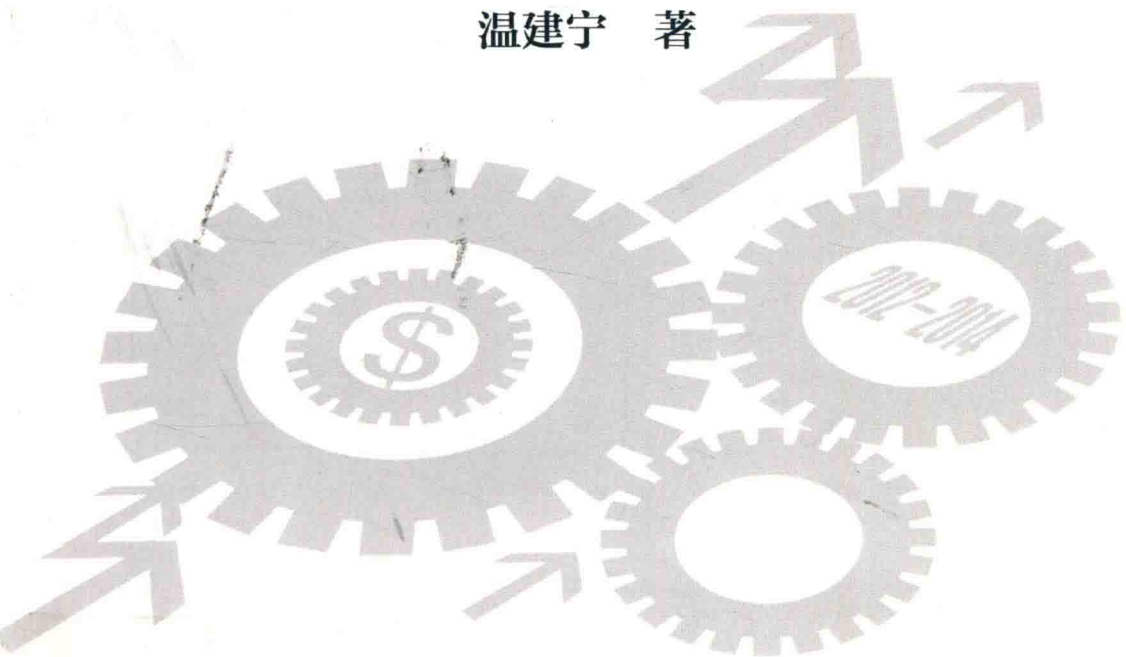


Hongguan Jingji Yu
Jinrong Fenxi

宏观经济与金融分析

——透视2010—2014年数据
洞察经济金融局势

温建宁 著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

宏观经济与金融分析

——透视 2010—2014 年数据 洞察经济金融局势

温建宁 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观经济与金融分析：透视 2010—2014 年数据 洞察经济金融局势/温建宁著. —北京：中国财政经济出版社，2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7198 - 9

I. ①宏… II. ①温… III. ①中国经济 - 宏观经济分析 IV. ①F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 011108 号

责任编辑：吕小军等

责任校对：杨瑞琦

封面设计：思梵星尚

版式设计：兰 波

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京京华虎彩印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 18.75 印张 328 000 字

2017 年 1 月第 1 版 2017 年 1 月北京第 1 次印刷

定价：40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7198 - 9/F · 5772

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报热线：010 - 88190492，QQ：634579818



前 言

宏观经济和金融政策是有机联系的部分，普遍存在着很强的相关性特征。经济大数据时代技术手段的提升，既提供了宏观和微观数据的可采集性，也提供了这些数据深度加工的可分析性，促进了统计学的基础理论向应用空间拓展，也推动了统计应用和客观经济的运行背景产生融合。如果需要判断经济趋势和运行方向，如果需要探讨微观金融管理和模式选择，如果需要投资资本市场或黄金期货，如果需要洞察物流金融和供应链管理，这些需要都给统计数据分析在各领域创造了条件，也给统计参与经济金融实践提供了绝佳的实践领地，一定程度上丰富了统计学发挥效力的强大作用，也开创了一项十分有益的交叉学科综合应用的路径。

本书是笔者数年统计应用实践的心血结晶，是对宏观经济问题分析经验的概括总结，也是对微观金融实际操盘教训的心得体会。纵观整个实践到理论再到实践的过程，本书充分运用了统计学的数据分析优势，是笔者长期以来思考探索的研究成果集大成。这不仅表现在对宏观经济运行中权威统计数据的深度挖掘，研究了宏观经济良性运行的客观基础和数据条件，也预测了经济稳定发展的货币依据和金融政策；还表现在笔者从微观层面入手，深刻考察了资本市场运行的逻辑和规律，准确预测了黄金投资的时机把握，深度分析了房地产价格和调控政策的内涵和本质，更探索了上海市发展物流金融的模式和政策，为地方经济实现“转型发展、创新驱动”进行沙盘推演，探寻具有理论价值和现实意义的实践路径。

笔者原本想能用更多时间对书稿进行岁月般的打磨，并进一步丰富观点和充实内容，力争提供给读者最优质的精神食粮，使原本十多万字的作品体量得以翻倍。但受制于客观条件的限制，以及自身主观能力的制约，到今天只能怀着依依不舍的留恋心情，把这个“孕育”了数年之久的“新生命”奉献给大家。特别致谢上海市教育委员会科研（创新）项目（11YZ234），致谢中国高等教育学会“十二五”教育科学规划重点课题（11ZD025），感谢上海市教委重点建设项目



《随机过程》课程，感谢上海金融学院金融统计工作室，感谢所有关心着本书出版发行的领导和同事，也感谢所有热情阅读本书的同学和朋友。

需要特别指出，本书所研究的经济和金融背景具有特定时间背景，主要是 2010 年 10 月到 2014 年 5 月，所有的经济分析和金融预测，都是基于当时的统计数据 and 实际作出，并在此后得到经济运行和政策调整的验证，但和现在较长周期比较起来结论可能会有出入，提请读者阅读时考虑当时背景，注意分析的时效性。

最后，笔者诚挚接受阅读过书稿的朋友的建议，赋予书名更加时代化的时尚气息，让作品能从专业的局限中走出来，更加适合大众的品味和感觉。特别请您在赞赏之余多多呵护，并留下您的宝贵意见，作者从内心深处时时谨慎，常怀感念之情。您的意见和建议，将为本书增色不少。

温建宁 于上海书苑

2016 年 12 月 2 日



目 录

第 1 章 能精确导航的数据，预见宏观经济的动向	(1)
1.1 2011：转型中国迎接更大历史考验	(1)
1.2 利率市场化之路任重而道远	(4)
1.3 “危”“忧”中的“机”“喜”	(7)
1.4 如果通胀“软着陆”，经济平稳转型	(10)
1.5 货币弹性供给，稳定市场预期	(13)
1.6 经济数据超预期，控制通胀见成效	(15)
1.7 央行巩固调控成效，争取最佳转型环境	(18)
1.8 中国市场经济机制，理应为人的幸福感觉服务	(20)
1.9 消费助力经济发展：从国富走向民富	(23)
1.10 找准中国经济发展新动力的突破口	(25)
1.11 消费活力从哪里来？	(28)
1.12 经济数据别担忧，通胀是个纸老虎	(30)
1.13 通胀：上海国金中心建设最大考验	(33)
1.14 食品价格波动或预示本轮通胀见顶	(36)
1.15 为经济结构调整创造更适宜环境	(38)
1.16 经济减速：为提升发展品质创造条件	(40)
1.17 第四个 28 年——用经济发展奠定民族复兴的历史 基石	(43)
1.18 经济转型成功是化解地方政府债务风险的钥匙	(45)
1.19 重视地方政府债务风险防范防止国际“渔翁”得利	(48)
1.20 繁荣文化：驱动内需最坚实落脚点	(51)
1.21 “稳定增长”超越“保持增长”或成政策新指向	(53)



- 1.22 为什么是“稳定增长”而不是“保持增长”？…………… (55)

第 2 章 能揭示隐秘的数据，透视宏观经济的未来…………… (58)

- 2.1 2012：中国经济站在历史拐点上再平衡…………… (58)
- 2.2 2012：中国金融业站在风险爆发点再求解…………… (61)
- 2.3 2012：世界经济“弃虚取实”为复苏而变…………… (64)
- 2.4 中国经济在“弃虚取实”中稳步转型…………… (67)
- 2.5 尊重经济规律 调低增长预期…………… (70)
- 2.6 通过金融改革促使经济平稳转型…………… (72)
- 2.7 稳定增长稳定物价：货币政策肩挑两任…………… (74)
- 2.8 物价快速回落不是经济失控的先导信号…………… (77)
- 2.9 中国经济探底成功了吗？…………… (80)
- 2.10 从矛盾焦点上寻找中国经济突破口…………… (82)
- 2.11 宏观经济见底或许还要在两个月后…………… (85)
- 2.12 世界经济三部曲，中国经济何处去？…………… (88)
- 2.13 创新经济思维 摆脱经济下滑…………… (90)
- 2.14 PMI 降幅收窄：中国经济呼唤底部降临…………… (93)

第 3 章 能捕捉真相的数据，掌控宏观经济的脉动…………… (97)

- 3.1 经济数据喜忧参半，拯救股市有益经济…………… (97)
- 3.2 中国经济触底回升或已为期不远了…………… (100)
- 3.3 政策拉动增长正变成可触摸的现实…………… (103)
- 3.4 中国经济新驱动力新增长点渐隐渐现…………… (106)
- 3.5 经济下行到底判断已有了强大支撑…………… (108)
- 3.6 宏观经济适度降速，夯实经济品质…………… (111)
- 3.7 统计数据凸显经济筑底转势信号…………… (114)
- 3.8 改革激发经济新动力…………… (117)
- 3.9 寄望金融跨越式发展激发经济新动力…………… (120)
- 3.10 金融改革赋予经济更大增长空间…………… (122)
- 3.11 在艰难转型中逐渐确立经济复苏势头…………… (124)
- 3.12 战略性新兴产业：金融业拓展空间的新领地…………… (127)



- 3.13 以市场化改革打开下一步发展新空间…………… (130)
- 3.14 金融业嬗变搭建实体经济的脊梁…………… (132)
- 3.15 宏观经济和股市正在形成难得的良性互动…………… (134)
- 3.16 经济向好有信心, 股市涨升有希望…………… (137)
- 3.17 迎接中国资本市场投资的明媚春天…………… (140)
- 3.18 转融券意在更好发挥市场调节作用…………… (143)
- 3.19 “国五条”再现江湖, “杀手锏”效用若何? …… (146)
- 3.20 证监会主席换帅, 市场开启制度重构…………… (148)

第4章 解析统计数据密码, 预知货币政策未来…………… (152)

- 4.1 央行试探性加息, 寻求动态平衡点…………… (152)
- 4.2 探寻股市暴跌诱因, 解析央行货币紧缩…………… (155)
- 4.3 反通胀, 保民生, 货币政策孰轻孰重? …… (158)
- 4.4 货币稳健管理, 回归常态逻辑…………… (161)
- 4.5 战略性新兴产业, 开启转型之门…………… (163)
- 4.6 年内二度开启加息, 利率回归常态之旅…………… (165)
- 4.7 加息敲响三通鼓, 猖狂通胀几时休? …… (169)
- 4.8 货币政策适度微调时机渐趋成熟…………… (172)
- 4.9 货币政策经受住外部突变的严峻考验…………… (175)
- 4.10 化解各地融资平台风险的可靠路径…………… (177)
- 4.11 加息敲响五通鼓, 货币政策质变降临…………… (179)
- 4.12 我国银行业在地产阵痛中浴火重生…………… (182)
- 4.13 推进利率市场化时机与土壤渐趋成熟…………… (184)
- 4.14 调控着力点 全力优化信贷结构…………… (186)
- 4.15 警惕民间信贷市场“高利贷化”风险…………… (189)
- 4.16 寄望金融财税政策发挥驱动小微企业奇效…………… (191)
- 4.17 期盼“36条”细则奠定民企发展新基石…………… (193)
- 4.18 金融业发展迎来了历史机遇期…………… (196)

第5章 数据有耳听千里 市场有眼观变局…………… (199)

- 5.1 2010年股市——踩着“跷跷板”舞蹈…………… (199)



- 5.2 股指期货出世 行情拐点来临? (201)
- 5.3 农行发行上市, 反弹拐点来临? (202)
- 5.4 通胀预期减弱助推股市上行 (204)
- 5.5 四大隐忧决定股市方向, 战略退却赢得一线生机 (206)

第 6 章 数据有口会说话, 洞悉资本市场奥妙 (210)

- 6.1 2012 投资中国, 莫忘股市机会 (210)
- 6.2 2012 股市否极泰来, 机会应运而生 (213)
- 6.3 中国股市需要新文化, 需要尊重投资回报 (216)
- 6.4 资本市场: 大反差、大变局、大机会 (219)
- 6.5 点亮资本市场照耀中国经济 (221)
- 6.6 “治典”重于“治市”, 资本市场擎起价值大旗 (224)
- 6.7 新蓝筹股挺起资本市场价值牛市的脊梁 (227)
- 6.8 用分红制度塑造为蓝筹股注入价值 (229)
- 6.9 中央银行开闸放水, 资本市场久旱逢甘霖 (232)
- 6.10 价值投资是资本市场的活力之源 (234)
- 6.11 相信蓝筹股有价值, 相信资本市场有牛市 (237)


第 7 章 数据是把钥匙, 启开房产秘密 (240)

- 7.1 新一轮房产新政符合当前中国经济调整需求 (240)
- 7.2 中国经济在“去房地产化”阵痛中 (242)
- 7.3 经济“去房地产化”转入攻坚阶段 (244)
- 7.4 中国经济“去房地产化”大局初定 (246)
- 7.5 中国经济“去房地产化”走向决定性博弈 (249)
- 7.6 中国经济“去房地产化”助力文化产业渐入佳境 (251)
- 7.7 中国经济“去房地产化”有助于夯实通胀拐点 (254)
- 7.8 房价阶段性下行大势所趋 (256)
- 7.9 中国经济“去房地产化”大局不可逆转 (258)
- 7.10 中国经济“去房地产化”大局铁定 (261)



第 8 章 数据深度分析, 透视黄金魅力 (264) 

- 8.1 黄金大牛市揭开美国逢凶化吉奥秘 (264)
- 8.2 拯救信用崩塌, 美国债券可以避免的结局 (266)
- 8.3 揭开黄金大动荡幕后推手 (269)
- 8.4 黄金偿债: 解开美债危机的“死扣” (271)
- 8.5 黄金大牛市快画上句号了 (274)
- 8.6 莫忘地方政府债务风险 (276)
- 8.7 是谁切断了这轮黄金大牛市命脉? (279)

第 9 章 上海建设“两个中心”背景下物流金融模式 (282) 

- 9.1 物流金融的内涵及其特征 (282)
- 9.2 国内外物流金融发展现状 (282)
- 9.3 “两个中心”建设创造物流金融发展的新空间 (283)
- 9.4 上海开展物流金融的优势分析 (284)
- 9.5 上海地区开展物流金融业务模式构想 (285)

后记 金融市场求索路 (288) 



第1章

能精确导航的数据，预见宏观经济的动向

1.1 2011：转型中国迎接更大历史考验

货币政策当前和未来能提供的最大确定性，就是在稳健意义下确保金融体系安全，创造战略性调整金融结构的有利环境，增强经济协调性发展的内生动力，为经济可持续性增长提供安全保障。对货币增速减缓、调整经济结构、管理通胀预期三者之间动态平衡的掌控，既是保民生的经济需要，也是提升政府公信力的需要，更是检验执政能力的试金石。

岁月如歌，往事如昨。岁末时刻，蓦然回首，时光匆匆，新年将至。过去的2010年，既有霓虹璀璨，宇宙间以骤然的幻化，起承转合点亮辉煌的星辰，也有江国飘雪的日子，大自然以超然的力量，天地有灵描摹洁白的句点。毫无疑问，2010年财经界更是亮点纷呈趣意盎然，既有经济工作会议叙事宏大，奠基“十二五”伟业韬略；也有利率市场化改革动议，探索金融资源优化配置新路。

站在2010年底，展望2011年，世界经济不稳定的动荡因素短期难以消除，在新的一年里只会对中国经济造成轻微关联影响。那些渗透在金融债务链条中盘根错节的不确定因素，不仅依然会持续存在而且不可能根本性地彻底改观，其爆发的诱因和背景来年化解的可能性也不大，充满了不可预测的随机性。转型节骨眼上的中国经济，虽说有充足理由可以维持稳定增长的态势，但是出口导向型经济结构容易受制于人的弊端显露无遗，外延性改善变量对外部环境依赖程度急需



调整，而内生性市场消费因素发挥决定性作用还需外力激发。只要能在世界经济不稳定存量因素中，寻求到相对稳定的确定性变量因素，经济平稳较快增长的原始驱动力就能持续。因此，中国经济来年发展的最大底气和活力，来源于宏观变量和路径选择的大智慧，也就是说经济政策的正确性将是最高的得分项。

凝聚高端智慧的中央经济工作会议 12 月 12 日落幕，赋予了 2011 年宏观经济指导性的基本纲领，政策价值取向最终聚焦在“积极稳健、审慎灵活”的基点上，财政和货币两只手各司其职，有“收”有“放”有“张”有“弛”，张弛有度收放自如、两者分工协调当是最高要义。财政这只“手”适度超前贯彻“积极+灵活”的小目标组合策略，为的是有效维持经济发展的平稳性，防止经济减速过快刹车效应导致的社会问题；货币这只“手”把握“稳健+审慎”的小目标组合策略，为的是切实化解通货膨胀的严重压力，防止货币增长过快滞后效应导致的物价问题。当然，在更高级别的层面，货币政策和财政政策将目标合一，实现宽严结合、松紧结合的有机大组合，即确立“宽松财政紧缩货币”的格局。实际上，处理好经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期关系，这种战略上多目标多任务经济政策架构的确立，说明有效形成“三驾马车”的平稳运行，有赖于其优势互补条件下动态平衡关系的有效性，不仅需要宏观决策层面高瞻远瞩引领方向的大智慧，也需要执行层面平衡驾驭的高超协调机制。

展望 2011 年，中国经济中还可以明确预见的是，加息会代替“调准备金”成为央行回收流动性的主要方式，货币供给的增量将从 2010 年的高点滑落，减幅将比较显著。尽管存在着加息刺激导致的热钱流入，但流入的速度和流入的数量不确定性很大，主要取决于套利空间和变现难度，不会简单地跟加息频次高度相关起来。总体上看，流动性极端富裕的情况将发生逆转，货币层面由适度宽松到相对稳健的结构性转型，使得已经习惯了使用廉价资金信贷的交易各方产生很大不适应。尤其是，金融部门缺少了海量信贷额度，资金可供开发的利润弹性变得十分有限，留给银行业施展创新“腾挪”价值的空间收缩。因此，货币政策当前和未来能提供的最大确定性，就是在稳健意义下确保金融体系的安全，以便创造战略性调整金融结构的有利环境，增强经济协调性发展的内生动力，为经济进一步可持续性增长提供安全保障。

展望 2011 年，稳健货币政策条件下，最大的不确定也许就是要加息多少次，才能“缚住”通货膨胀的脚步？CPI（居民消费价格指数）要到多高才算最高，物价上升才会迎来拐点？笔者以为，经济工作会议定调，把“稳定物价总水平放在明年经济工作更加突出的位置”，就是给出的良方。之所以如此判断，有四个关键因素：



第一，物价上涨触及政策设防核心区域，通胀走势步入政府“零容忍地带”。2010年11月份CPI加速上行突破5%，高见5.1%，一举刷新10月份4.4%的记录，某种程度上说明物价上涨已由内因驱动转变为外在表现形式，对居民通胀预期心理产生连锁反应，某种程度上导致物价和CPI变动呈现趋同化走向。

第二，央行使用数量型工具抑制通胀效用弱化，不得不动用价格型工具加息来表明态度，货币政策层面反通胀的实际难度加大。央行年内6次上调准备金率，都不能阻止通胀的脚步，说明货币政策微调效应产生了某些局限性，至少从侧面说明数量型货币政策工具影响能力趋于衰减。同时，两度采用价格型货币政策工具，也传递出央行明确的抑制通货膨胀的决心。

第三，物价轮番上涨阶段价格变动剧烈，通胀预期管理机制管理通胀的能力受到挑战。如果用相关经济指标体系来衡量，若CPI波动在警戒线3%以内，是轻微通胀，通胀预期管理制度效能发挥良好。但是，当CPI超出警戒线增长势头强劲，并且连续3个月以上高位运行，甚至超过4%冲击5%，加速运行，通胀预期管理就有可能诱导居民抢购实物资产，反而起到推动通胀惯性上涨的作用，结果会导致结构性的失衡或阶段性失灵现象，与通胀预期管理目标设计相悖。

第四，临时价格干预措施缺乏可持续性，只能起到短期快速平抑物价的作用，要长期稳定物价总水平，则需要依靠市场调节作用，发挥市场配置资源的作用，培育价格形成机制。笔者相信，周小川行长“稳步推进利率市场化改革”的设想，其实就是要还原市场交易中真实的资金使用成本，只要利率实现了充分的市场化，价格就趋向于稳定波动，物价中的泡沫化通胀因素，也就不可能高到离谱，恐怕这才是2011年构建稳健货币政策的核心所在。

总之，2011年货币政策起步转型，但稳健之路并非坦途。货币增速减缓，提高经济水平，不能忘了民生疾苦；调整经济结构，发展战略性新兴产业，不能忘了民生诉求；管理通胀预期，遏制物价非理性增长，不能忘了民生质量。对三者之间动态平衡的掌控，考验管理者的大智慧，既是保民生的经济需要，也是政府公信力的需要，更是检验执政能力的试金石。



1.2 利率市场化之路任重而道远

央行当前倡导和推动利率市场化改革，是因为深刻地认识到改革的时机和土壤正趋于成熟，金融业大变革的时代条件正在初步形成，对接市场的最好突破口就是以利率回归为先导，真正实现货币回归常态的金融政策追求。

2011 年伊始，紧随新年的钟声，通胀脚步“马蹄声声疾”，悄然而至。央行行长周小川和中国人民银行更是枕戈待旦，为研究和部署防通胀之策而马不停蹄地辛劳。继 2010 年 12 月 9 日在央行网站发表了署名文章，提出“执行宏观审慎政策应是中央银行的重要职责”之后，“十二五”开局之年的 1 月 4 日，周行长再度署名发表文章，提出“要有规划、有步骤、坚定不移地推进利率市场化改革”，不禁让人联想到圣诞节二度加息举措，似乎正是“稳步推进利率市场化改革”迈出的第一步，央行正以全新的面目和胆气示人，在“十二五”开局之年拉开了利率市场化大幕，接下来利率市场化改革重头戏出场亮相为时不会太远了。

当前推进利率市场化改革，从时间节点上看是比较适宜的变革时机，经济强劲增长的大背景为划时代的变革提供了强大的基础保障。周小川在 1 月 4 日的《金融政策和金融危机的响应》一文中在谈到我国经济时，给出了“2010 年 GDP 增长将在 10% 左右”的比较乐观的判断，也许这种判断的底气来源于“我国经济已经率先复苏”，当前经济波动只是“外部条件对我们复苏产生的重要影响”的认识。笔者想以此作为论证的出发点，去探寻周小川行长利率市场化改革动议的最大根源，以便能比较到位地分析央行货币政策走向的脉络。假定 2010 年 GDP 增长率是其预估 10% 的比率，如果 2009 年 GDP 总量以经过调整的 34.0507 万亿元为基数，那么 2010 年 GDP 总量增长 10% 将是 37.45577 万亿元。更进一步考虑通货膨胀因素对经济总量递增性的影响，为了计算上的简便就以 2010 年前 11 个月 CPI 几何均值 3.06998% 简单预估，由通胀因素带来的 GDP 增量部分保守估计可达 1.04535 万亿元，从而 2010 年考虑通胀影响的 GDP 总量高达 38.50112 万亿元，这个统计结果确实是一个发展中国家经济强劲增长的数据证明。

要是再从另外一个角度来深入观察，宏观经济运行数据也能比较充分地说明



和支持上述观点。据国家统计局发布的2010年1—11月的数据，规模以上工业增加值同比增长15.8%；城镇固定资产投资210698亿元，同比增长为24.9%；社会消费品零售总额139224亿元，同比增长18.4%，反映出生产、投资和消费虽然各季度相比有所下滑，但依然都处在强劲增长的过程之中。特别是，1—7月份城镇固定资产投资119866亿元，同比增长24.9%；民间投资增长率达31.9%，高出城镇投资增长7个百分点，民间投资占城镇固定资产投资的比重为52%。这从一定侧面间接说明，中国社会工业化和城镇化是经济强劲增长的内在动力，为民间投资参与经济活动提供了释放活力的启动契机。中国经济未来增长的主要动力，将跟随经济结构的调整和转型，从由政府投资带动和主导的“刺激经济”状态，逐步向民间投资接力和引导的“常态经济”转移，这也将是2011年经济转型中央行稳健货币政策最有可能的发展转变结果之一。

因此，为了服从和服务于国家经济转型的战略性要求，国有及国有控股资金就有必要适应央行货币政策转变的步伐，从广泛用巨量资金“四面出击”涉足房地产等“与民争利”领域回归本位，“收回拳头”发挥国资“大兵团”作战的优势，集中力量建立创新型国家所需的核心科技能力，在发展战略性新兴产业集群方面作出成就。当然，这一经济领域“进退有序”的结构性调整走向深入，民间资金及私有资本相对应地就迎来较大的投资机会，有了承接国资主导下投资“接力棒”传递的可能。面对转型中这种市场资金结构的重大变革，反映真实交易行为的利率市场化改革与之配套进行就很有必要，因为市场化利率变动具有强烈的敏感性，是实现市场价值发现功能、配置资金资源的有效途径。所以笔者以为，央行当前倡导和推动利率市场化改革，是深刻认识到了改革的时机和土壤正趋于成熟，金融业大变革的时代条件正在初步形成，对接市场的最好突破口就是以利率回归为先导，真正实现货币回归常态的金融政策追求。但是，仔细权衡利率市场化必要的所有因素和充分条件，2011年推进利率市场化工作起步，还存在很多困难。改革破冰的最佳时期并非现在，其中最不利的影响因素就是通胀短期内极有可能并未见顶，央行货币投放的总量确定是一道求解难题。这种状况促使通胀预期被反复强化，存在走高的可能，以至于最有力度的物价干预措施都难以熄灭通胀之火，给利率市场化道路平添了不少既确定又不确定的障碍和因素。笔者以为主要表现有如下几点：

第一，通胀预期及CPI翘尾特征表现明显，预示着利率市场化进程将呈螺旋式上升形态。即使经历了2010年10月和12月央行两度加息冻结流动性，及发改委物价干预管制严厉的措施后，食品类价格年底涨幅仍处在惯性增长过程中，物价爆发式增长内在因素并未彻底根除，蔬菜价格的回落还未止住价格增长的趋势。



势，通胀预期管理急需另辟蹊径的创新思路。如果从另一个角度观察，说明对抗输入型通胀的政策可能储备不足，导致通胀预期管理年度性阶段目标落空，也说明利率市场化改革是被通胀逼出来的货币政策策略。

第二，通胀预期及 CPI 加速增长态势明显，也预示着利率市场化将出现加速起跑的开场可能。2010 年 10 月份 CPI 相对于 9 月首度“超四”开始爆发式的加速增长，其环比增长率为 22.22%，是 8、9 月环比增长率 2.86% 的 7.78 倍。而 11 月份再次“破五”，与 10 月的环比增长率依然为 15.91%，就以央行赶在年底上调利率 0.25 个百分点来看，12 月份 CPI 水平维持高位运行创新高概率极大。“把稳定物价放在各项工作首位”的政治要求，给央行控制通胀增速设立了坚定不移的当前目标，那么利率市场化就极有可能入选控制通胀的政策行列，这就意味着利率市场化一出场就得肩负和 CPI 赛跑的实际重任。

第三，在兼顾经济发展和管理通胀预期之间，央行多重角色扮演正陷入两难困境格局。一方面，为了支持经济复苏和发展，央行要提供适度货币供给；另一方面，央行在管理通胀预期方面，又肩负着引导信贷总量合理增长的重大使命，需要把好货币流动性的总闸门。这就有可能导致央行“左右手互搏”，在实际决策该作出利率市场化放权选择时，反而会缩手缩脚顾虑“稳健性”层面的种种得失，产生市场化改革不够彻底的某种遗憾。

第四，央行宏观审慎主体性作用的发挥，不仅体现在对人为因素压低的利率实行还原纠偏，而且还体现在“实施差别准备金动态调整措施”灵活性上。前者通过有计划、有步骤的适度利率市场化调整，促使利率回归真实反映资金需求水平，在源头上树立使用资金的市场协议利率，消除廉价资金使用者的投机套利行为，从而为稳定物价创造客观条件。后者是周小川行长重申的具有很强的针对性的策略，其目的在于引导信贷货币增量部分的流向，促使金融机构合理使用流动性资本，提高信贷资产质量和盈利水平，通过资本充足率最低标准的适度提高，设定杠杆比率上限使用标准，以资本硬约束强化资本流动性监管，防范大额风险暴露对金融机构的破坏性影响，提前做好金融体系安全的保障工作。

2011 年 1 月 6 日中国人民银行工作会议暨全国外汇管理工作会议的召开，标志着央行要控制物价过快上涨的货币条件，言下之意很可能就是货币供给将稳中有降，笔者估计降幅是 2010 年 7.5 万亿元总量的 15%—25%，即 5.625 万亿—6.375 万亿元之间，区间中位数为 6 万亿元左右。央行将继续培育货币市场基准利率，加强对金融机构利率定价能力的评估，稳步推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，最终把稳定物价作为央行当前和今后一个时期的首要任务。



1.3 “危”“忧”中的“机”“喜”

货币政策稳健转型，并非简单紧缩货币。理论上存在一个过渡期，是由适度宽松到稳健的不紧不松的中间环节，即适度宽松——相对宽松——稳健的模式。客观上由于春节，货币难以完全紧缩，需要假以时日，才会进入实质性执行阶段。笔者以为，这个过渡期极有可能会有半年的周期，这为股市在上半年发动一次攻势提供了很好的资金基础。

2011年1月14日，稳健货币政策转型坚定不移地开始起步，其根本标志就是中国人民银行新年货币政策首个重大决定：从1月20日起存款类金融机构人民币存款准备金率上调0.5个百分点，使存款准备金率在历史相对高位登上了另一个新台阶。

央行货币政策采用调准的形式亮相2011年，延续了过去的一年6次调准的基调，把使用娴熟的数量型工具发挥到极致，是央行贯彻宏观审慎原则的再次体现，也是央行兼顾控制通胀和保增长所能作出的最好选择。经济工作会议确立了新年经济的太政方针，央行货币政策从适度宽松向稳健转型，宣告了社会流动性过度宽裕的状况将发生根本性变化，央行年前二度加息的果断举措，向市场传达了明确的流动性回收和缩减信号。

但是，随之而来的元旦、春节这些重大的节日，又是居民消费需求十分旺盛的时期，是国民经济投资、外贸、消费“三驾马车”中消费最有力的时候，对扩大内需的刺激和拉动作用十分明显。央行既要贯彻既定方略，把好流动性闸门，为货币政策的平稳转型创造必要条件；又要满足居民节日消费的货币需求，为经济发展助力，让货币政策服务于消费经济。在同一个时期实现和兼顾这两个政策目标，央行在决策中必须把灵活性和务实性结合起来，选择调高准备金率当是约束条件下最好的结果了，这也就合理地解释了为什么是调整准备金率而不是加息。

在笔者看来，央行回收和对冲盈余流动性，舍弃加息这个“速效救心丸”般的价格型速效药，而选择调整准备金率这个数量型的温和备选项，其实际意义有二。一是通过元旦前后的货币净投放来活跃节日市场供给，再通过灵活性地调准适度对冲盈余流动性，保持市场流动性在一个合理水平。央