

货币信贷较快增长与物价回落并存，本质上是受时滞影响——

低通胀不等于通货紧缩

本报记者 姚进



“中长期看，我国经济总供求基本平衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础”

给冲击和就业扰动十分有限，但出口需求整体较为疲弱、国内产品需求复苏相对温和，造成了部分加工品和生活资料价格走弱。未来几个季度，随着国内消费需求进一步复苏，中下游产品价格有望逐渐企稳。

汪涛认为，今年以来的信贷货币供应量持续回升，新增社会融资规模连续3个月超预期强劲增长，M₂增速也持续高增。货币信贷政策支持走强将会有助于支撑未来几个季度的总需求和经济增长，也将整体上支撑消费者和生产者物价水平。

“本轮中国经济复苏更多依靠内生动力，以休养生息重振信心。”邢自强表示，对比而言，内生性复苏的特征之一是劳动力供给和制造业产能恢复略快于需求恢复，有利于保持较低的通胀压力。在全球发达国家为高通胀所困之际，中国通胀形势给决策者提供了充足的政策空间，而无需担心通胀掣肘。

财金观察

陶然论金

近期，部分中小银行先后宣布下调存款利率，引发市场广泛关注。当前，我国居民储蓄处在高位，截至2023年3月末，住户人民币存款余额130.23万亿元，比上月末增加2.91万亿元，比年初增加9.9万亿元。市场有观点认为，存款利率下行可能会影响投资者收益以及投资结构。

目前，综合多方面因素来看，存款利率下行对投资者的影响较为有限。从短期看，投资者在定期存款、理财产品、债券这三者之间的投资分布不会发生较大变化。先看理财产品。今年3月份，尽管新发生的定期存款加权平均利率较去年4月份下降了0.16个百分点，但此降幅明显小于理财产品收益率的同期降幅。再看债券。今年3月份，3年期、5年期存款的加权平均利率分别高于流动性更好的同期限国债收益率近0.6个百分点、0.8个百分点。从中长期看，存款、贷款利率下行有助于降低企业的融资成本，有助于推动实体经济企稳回升，其最终目的是促进经济肌体健康发展，这与投资者的长期利益一致。

理性看待本轮存款利率下行，要厘清利率变化的原因与逻辑。作为我国金融领域最重要的改革之一，利率市场化改革备受关注且影响深远。利率不仅是资金的价格，更是重要的宏观经济变量，它决定着资金流向，对于宏观经济均衡以及资源配置有着重要的导向意义。就存款利率而言，其市场化改革已迈出重要步伐。2015年10月份，金融管理部门放开对存款利率的行政性管制。随后，“市场利率定价自律机制”成立，多家金融机构自主协商，确定存款利率自律上限。最初

本版编辑 陆敏杨然 美编 夏祎

理性看待存款

方式容易产生虹吸效应，因此，存款利率自律上限的形成方式又被优化为“基准利率加点”。2022年4月，存款利率市场化调整机制建立，自律机制成员银行参考两种利率，合理调整存款利率水平。一是债券市场利率，以10年期国债收益率为代表；二是贷款市场利率，以1年期LPR为代表。

近年来，市场利率整体下行，存款利率的郭子源行也在预期之内。我国是超大型经济体，货币政策必须坚持“以我为主”。2022年全球主要央行持续大幅加息，但考虑到彼时的经济总需求仍较为疲弱，我国非但没有简单地跟随加息，反而两次降低利率，助力实体经济企稳回升。受贷款利率下行影响，去年9月份，5家国有大行率先下调存款利率，以保持自身的合理息差。此外，去年以来存款增长较为明显，市场的供求关系有所变化，存款利率也因此下行。

近期部分中小银行下调存款利率，更多属于金融机构的市场化行为。去年9月，国有大行纷纷下调存款利率，此后，多家股份制商业银行也纷纷下调存款利率。近期下调利率的银行，基本上是之前没有调整过利率的中小银行。另外，由于贷款利率持续下行，银行的资产端收益下行，如果存款利率长期处在高位，负债端成本高企，银行的息差将大幅收窄，可能导致利润承压，甚至可能影响银行的稳健经营以及服务实体经济的可持续性。因此，存款利率下调也是银行基于自身经营考量做出的自主决策。

一季度数据显示，我国3月份CPI同比增长0.7%，低于市场预期的1%，较上月增速回落0.3个百分点，核心CPI同比增长0.7%，连续12个月小于或等于1%；PPI同比下降2.5%，环比持平，低于市场预期的2.3%，跌幅连续3个月扩大。与此同时，货币供应量M₂增速保持高位。2月末，M₂同比增长12.9%，增速创7年来新高；3月末M₂同比增长12.7%，增速比上年同期高3个百分点。

通胀数据有所回落，有市场人士担忧，这是否表明我国经济活动偏冷，甚至可能陷入通缩？对此，记者采访多位专家认为，总体来看，我国宏观经济运行开局良好，经济复苏趋势明确。低通胀不等于通货紧缩，不应将低通胀或前期反通胀力量简单视为通货紧缩，中国不存在系统性和可持续的通缩压力。

阶段性因素影响通胀回落

“虽然近期PPI跌幅扩大、CPI涨幅收窄，但二者面临的大部分压力都不会持续。”瑞银证券首席中国经济学家汪涛表示，PPI自去年四季度以来陷入同比下跌的主要原因，一方面是需求乏力，叠加3月份海外银行风险导致投资者情绪走弱，全球大宗商品价格有所回调，如石油、有色金属等行业；另一方面是国内的地产复苏和工业活动改善都处于初级阶段，对商品的拉动尚不强劲；同时，气温回升等季节性因素带动煤需求减少；此外还有去年同期基数偏高的因素。

面对市场担忧，摩根士丹利中国首席经济学家邢自强认为，近期通货膨胀率较低与经济恢复的阶段有关。通胀是滞后指标，经济和需求先起来，才会逐渐传导到通胀指标。当前宏观经济仍处于经济复苏初期，通胀回落符合经济传导的时滞特点。

“货币信贷较快增长与物价回落并存，本质上受时滞影响。”4月20日，在中国人民银行举办的新闻发布会上，人民银行货币政策司司长邹澜介绍，稳健的货币政策注重从供给侧发力，去年以来支持稳增长力度持续加大，供给端见效较快。但实体经济生产、分配、流通、消费等环节的效应传导有一个过程，疫情反复扰动也使企业和居民信心偏弱，需求端存有滞碍。总体看，金融数据领先于经济数据，实际上反映出供需恢复不匹配的现状。

邹澜表示，经济基本面和高基数等因素使得近期物价有所回落。一方面，供给能力较强。在稳增长一揽子政策有力支持下，国内生产持续加快恢复，物流畅通保障到位。另一方面，需求恢复较慢。消费意愿尤其是大宗消费需求回升需要时间。同时，去年3月份国际油价暴涨和国内鲜菜价格反季节上涨，也带来高基数扰动。

不应只看一两个价格指标

“通货紧缩”这个概念在宏观经济学上往往指的是有效需求不足带来的价格持续下行。从全球主要国家200年的历史来看，通货紧缩除了物价水平的持续下降以外，同时还伴随着货币供应量的持续下降以及经济衰退。专家认为，“通缩”不能简单等同于价格指标的短暂下降，真正的通货紧缩往往伴随着货币紧缩以及经济衰退。

“对‘通缩’提法要合理看待，通缩一般具有物价水平持续负增长、货币供应量持续下降的特征，且常伴随经济衰

退。”邹澜表示，当前我国物价仍在温和上涨，M₂和社融增长相对较快，经济运行持续好转，与通缩有明显区别。

针对通缩的判断，中金公司研究部首席宏观分析师张文朗认为，我国目前处于经济复苏早期，需求驱动的通胀正在回温，而非即将步入通缩，应从更多角度和指标进行判断。

一是货币供应增速创新高，信贷持续改善。今年一季度金融数据连续超出市场预期，M₁、M₂、信贷余额、社融余额同比增速等指标相对去年年底均明显改善。政策支持下，企业中长期贷款增速从去年三季度开始连续改善，今年屡创新高。同时，内生信贷需求可能也已经开始从低点逐步恢复，3月份居民短期贷款与中长期贷款增速分别达到9.2%与4.8%，较去年年底有所改善。

二是第一季度经济增长总体较快，未来大概率进一步修复。一季度GDP同比增长4.5%，较2022年四季度的2.9%明显改善。一季度GDP四年复合增速为4.9%，较2022年四季度的三年复合增速4.5%也有提升。分项看，除了出口超预期外，消费需求反弹也较快，固定资产投资增速一季度保持10.8%较高增速。向前看，以消费和投资为代表的内需仍有进一步恢复空间。

三是当前物价下行有很大一部分受到供给因素扰动。去年一季度受地缘政治冲突影响，全球供应链扰动，大宗商品价格高企，抬高了价格基数，成为扰动PPI的重要原因。3月份PPI同比降幅从1.4%扩大到2.5%，几乎全都由基数效应引起。如果看环比，PPI在2月份至3月份均保持持平。此外，由于去年受到疫情影响，食品价格也出现异常波动，对今年CPI造成了影响。3月份CPI涨幅较2月份下降0.3个百分点，主要来自大宗商品和食品基数效应的影响。

四是内需驱动的价格以及GDP平减指数都在改善。国内基建、地产投资和消费复苏，直接拉动的产品包括黑色与有色金属、水泥、化纤、纺织、医药、酒类等，这些产品的PPI环比在3月都是正增长。服务也主要受国内需求拉动。CPI服务分项一季度的同比涨幅是0.8%，相比去年四季度的0.5%有所改善。此外，作为一个更全面的价格指标，GDP平减指数同比涨幅一季度为0.5%，相比去年四季度也改善明显。

中信证券首席经济学家明明表示，一季度经济数据修复较好，需求侧回暖节奏呈抬升趋势。一季度GDP同比增速超预期，今年经济稳步复苏预期基本兑现。结构上，3月份社会零售品消费总额同比增速达10.6%，其中接触型服务业恢复更为明显，同比涨幅为9.2%。在经济稳步修复的大趋势下，需求侧改善也在逐步显现。高频数据方面，30个大中城市商品房成交面积已回升至往年同期新高，乘用车销量也延续抬升，可见今年需求侧改善是渐进式过程，需要更多时间显现。中长期看，不会出现通缩风险。

不存在系统性通缩压力

当前中国经济仍在稳步复苏之中。汪涛认为，一季度经济同比增长4.5%，二季度有望在低基数推动下进一步回升至8%左右，下半年有望维持在5%以上。参照中国经济5%左右实际潜在增速，中国的整体产出缺口正在明显收窄而非扩大，这也意味着中国并不会面临持续的通缩压力。

发挥党组织在企业文化建设中的政治引领作用，切实增强金融报国情怀，坚守行业的人民性，贯彻落实金融服务实体经济的要求，切实服务实体经济和国家战略，更好满足居民财富管理需求，共同践行和营造风清气正的行业生态。

具体来看，《公约》共10条，分别从党的领导、初心使命、守法合规、信义义务、廉洁从业、立德修身、作风端正、言论得当、公司管理等10个方面作出规范：一是坚守“初心”，拥护党的领导，强化使命担当；二是恪守“底线”，坚持守法合规，践行信义义务；三是针对少数从业人员谋取不正当利益、奢靡炫富、生活作风不正、言论失当等重点问题，明确彰显监管、自律态度；四是强化行业机

人民银行新闻发布会上，邹澜在回应记者提问时强调，随着金融支持效果进一步显现，消费需求有望进一步回暖，下半年物价涨幅可能逐步回归至往年均值水平，全年CPI呈“U”型走势。中长期看，我国经济总供求基本平衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。

中国社科院世界经济与政治研究所副所长张斌也认为，中国经济不会陷入通缩。我国经济处于疫情后的复苏阶段，国内消费和投资在温和复苏进程中。一季度全社会信贷增长较高，有助于扩大总需求。在进一步的政策支持和市场内生动力逐渐提升环境下，中国经济不会陷入通货紧缩局面。长江证券首席经济学家伍戈判断，实体经济即将迎来低基数下同比高增，总需求政策及利率短期或难有松动。加之资产负债表修复需要时间，居民信贷的转暖将较为渐进。作为居民扩张行为的滞后指标，通胀尤其是核心通胀将在低位波动中逐步上升。

中金公司预测，CPI方面，猪肉供需格局逐步正常化，猪肉价格下行周期或告一段落，价格有望环比企稳。同时，服务、可选品及其他核心CPI疫后需求恢复将继续拉动环比修复。PPI方面，国际油价受外部供需影响大，不确定性高，国内投资复苏将继续提振金属价格。

汪涛认为，随着居民收入反弹和消费者信心逐渐修复，预计与经济重启相关的消费活动价格将进一步上升，包括餐饮、外出、旅行、娱乐和居民服务等。比如，食品价格方面，短期内猪价可能持续乏力，但随着行业产能进一步去化，再加上疫情后餐饮消费复苏带来需求改善，可能催化下半年猪价上行。同时，目前对CPI食品价格有影响的鲜菜等食品价格供需因素都较为短期，难以产生趋势性影响。

PPI方面，汪涛表示，下半年预计同比转正。一方面，去年下半年以来的全球能源及大宗商品供给限制因素大大缓解，相关价格较去年上半年出现明显回落。随着高基数效应的消退，同时房地产建设活动企稳改善，PPI的上游产品（采掘和原材料）价格同比增长有望在二季度之后明显改善。另一方面，自优化疫情防控措施以来，工业生产面临的供

发挥党组织在企业文化建设中的政治引领作用，切实增强金融报国情怀，坚守行业的人民性，贯彻落实金融服务实体经济的要求，切实服务实体经济和国家战略，更好满足居民财富管理需求，共同践行和营造风清气正的行业生态。

具体来看，《公约》共10条，分别从党的领导、初心使命、守法合规、信义义务、廉洁从业、立德修身、作风端正、言论得当、公司管理等10个方面作出规范：一是坚守“初心”，拥护党的领导，强化使命担当；二是恪守“底线”，坚持守法合规，践行信义义务；三是针对少数从业人员谋取不正当利益、奢靡炫富、生活作风不正、言论失当等重点问题，明确彰显监管、自律态度；四是强化行业机

发挥党组织在企业文化建设中的政治引领作用，切实增强金融报国情怀，坚守行业的人民性，贯彻落实金融服务实体经济的要求，切实服务实体经济和国家战略，更好满足居民财富管理需求，共同践行和营造风清气正的行业生态。

《公募基金行业文化建设自律公约》发布——

持续完善公募基金自律规则体系

本报记者 马春阳

中国证券投资基金业协会(以下简称“中基协”)近日发布《公募基金行业文化建设自律公约》，要求行业坚持党的领导，牢记初心使命，切实服务实体经济和国家战略，更好满足居民财富管理需求，共同践行和营造风清气正的行业生态。

具体来看，《公约》共10条，分别从党的领导、初心使命、守法合规、信义义务、廉洁从业、立德修身、作风端正、言论得当、公司管理等10个方面作出规范：一是坚守“初心”，拥护党的领导，强化使命担当；二是恪守“底线”，坚持守法合规，践行信义义务；三是针对少数从业人员谋取不正当利益、奢靡炫富、生活作风不正、言论失当等重点问题，明确彰显监管、自律态度；四是强化行业机

发挥党组织在企业文化建设中的政治引领作用，切实增强金融报国情怀，坚守行业的人民性，贯彻落实金融服务实体经济的要求，切实服务实体经济和国家战略，更好满足居民财富管理需求，共同践行和营造风清气正的行业生态。

发挥党组织在企业文化建设中的政治引领作用，切实增强金融报国情怀，坚守行业的人民性，贯彻落实金融服务实体经济的要求，切实服务实体经济和国家战略，更好满足居民财富管理需求，共同践行和营造风清气正的行业生态。

招商银行上海分行

在服务大局中彰显使命担当

招商银行上海分行深刻领会金融工作的政治性，忠实践行金融工作的人民性，坚持党中央对金融工作的集中统一领导，围绕上海国际金融中心建设，全面提升服务能力及效率，在服务大局中彰显使命担当。

坚持金融工作的政治性，争做服务实体经济的排头兵。一是坚持分行党委对全行工作集中统一领导，在工作中，不断提高政治判断力、政治领悟力、政治执行力，不折不扣贯彻落实国家重大决策部署和上海市委相关机构的金融工作要求。二是在金融服务上海“三大任务”中做出特色。服务好浦东新区打造社会主义现代化建设引领区，积极投入信贷资金、机构网点等各类金融资源。不断强化金融服务能力，对开工在建的多个重点产业、重大项目坚定有力地落实信贷投放，储备重点项目，持续跟进服务等，以实际行动支持浦东建设与发展。服务上海自贸试验区、临港新片区和洋山特殊综合保税区先行先试。乘科创板和注册制不断放大的效应东风，助力上海企业上市，支持更多优质科创企业做大做强。三是做服务上海实体经济的排头兵。上海分行坚守“因您而变”初心使命，将服务实体经济作为金融工作的出发点和落脚点，围绕当前助力扩大需求、巩固助企纾困成效等工作要求，开展多种形式的借记卡促消费活动，融入上海购物、上海文化“绚烂烟火”之中。聚焦“2+3+6+4+5”产业布局，助力上海企业产业链、供应链稳定性和竞争力的提高，固链强链。努力保持小微贷款增速和户数的增长，持续加大减费让利力度，降低小微企业融资成本。四是积极做好风险防范工作。坚决维护上海良好的金融生态环境，在具体业务经营中，保持“时时放心不下”的责任感，在风险防范工作上不曾有丝毫懈怠。坚守底线，固本强基，通过不断完善制度建设时刻关注各类风险的防控。坚持知识储备，提升专业化认知，构筑堡垒式的风险合规管理体系，不断提升风

险抵御能力。严守不发生重大案件和风险的底线，为国家和社会的安全、稳定贡献力量。五是将党建和党风廉政建设引向深入，体现具有上海特色的金融清廉文化。

深化金融工作的人民性，当好新时代金融工作的践行者。一是为实现全体人民共同富裕的现代化做好金融服务。立足资源禀赋、业务特色，持续发挥在零售金融和大财富管理领域持续深耕的优势，让更多的客户享受到招行优质的财富管理。积极探索覆盖广、可持续的普惠金融体系，帮助更多人群受益。借全行“投研私研”、与上海、深圳、香港和北交所保持常态化合作等多方面优势，优化金融对科技企业的支持机制。聚焦“三农”，精准滴灌，做大供应链融资等综合措施提升涉农贷款投放规模。采取差异化策略化解房地产金融风险，满足行业合理融资需求，支持居民个人的刚性和改善性住房需求。二是为全体人民更加美好的生活做好金融服务。将发展绿色金融作为资产业务重点支持方向之一，恪守“为客户创造价值”，提供各类金融便利，开展科技创新。打造绿色招行，落实招商银行绿色低碳行动8项倡议，服务经济发展，建设美丽生态，优化生活环境。三是倾听金融消费者的声音，全力维护好消费者权益。开展“一把手听录音”工程，定期倾听客户投诉录音，掌握客户反映的问题，再把声音送到业务一线去，从业务端积极推动金融服务提升。在内部机制方面，由消费者权益保护中心，统筹辖内消费者权益保护与服务监督管理工作，探索数字化新趋势下的消保工作新模式。

未来，招商银行上海分行将继续坚持金融工作的政治性和人民性，为坚定不移推动上海经济高质量发展，加快建设具有世界影响力的社会主义现代化国际大都市贡献招行力量。

(数据来源：招商银行上海分行)

· 广告