

■ 纵论流动性变局

彭文生:下月资金面将显著缓解

政策大规模刺激总需求可能性小



CFP图片

最近两天，反映银监会存贷比按月考核的驱动。央行的存款准备金要求是按旬考核的，5月底和5月20号比，存款显著增加，导致6月5日要补缴相关准备金。

第四，前期信贷和社会融资扩张较快，银行资金备付水平低。银行的贷款冲动仍较大，但基于利润考核，追求资金使用效率，导致银行的资金备付水平很低，所以受资金供需变化的冲击大。

但是，近期银行间市场利率上升不代表政策方向改变，经济增速仍较弱，货币政策不会收紧。实际上，央行在流动性紧张的情况下，还是出手投放资金。最近央行已开始加大对公开市场净投放的规模。当然，央行既要满足合理的流动性需求，也会敦促银行改善流动性管理。近期银行贷款增加仍较快，而且票据贴现占比高，

上述因素对资金利率的冲击。短期内，上述一些因素尤其是月底、月末的存贷比考核意味着6月底、7月初资金需求强，尤其是考虑到银行在半年报的压力下存款冲规模的动力比5月还要大，增加了7月初银行准备金缴款的压力。这就是1个月Shibor利率最近明显上升的原因，银行在为7月初的流动性需求做准备。

第五，近期债券市场的整顿可能加大了短期资金市场的摩擦。一个表现是非银行的市场参与者大幅减少，债券市场的批发层面变主要是银行间市场，这增加了市场参与者的同质性，其结果是资金需求变化的一致性加大，利率波动的幅度增加。也就是说，债券市场的摩擦可能放大了

既有追逐利差的驱动，也有预期货币政策放松，通过增加票据融资占规模的因素，人为加大了资金需求。因此，央行也会考虑银行进行政策博弈的问题。

短期内还存在流动性需求增加的季节性因素，但近期的发展可能促使银行改善内部流动性管理，加上央行投放资金的支持，市场利率的走势应该是向下的。尤其是7月初以后，短期的流动性需求将下降，预计银行间市场资金偏紧的局面将显著缓解。

下半年流动性或波动较大

中国证券报：下半年流动性状况如何？

彭文生：目前的货币环境存在一个矛盾：M2增速、银行信贷、社会融资总量等数量指标扩张较快，但银行加权平均贷款利率、银行间市场利率较高，考虑通胀因素后的实际利率较高，人民币实际有效汇率也位于历史高位。

判断货币条件不仅要看数量指标，更要看价格指标。当前实际利率高，抑制总需求增长；有效汇率升值过快，在抑制实体经济的同时，刺激了风险偏好和投机行为。

受内外环境变化的影响，下半年流动性可能会有较大波动，但下降的幅度有多大、波动能否大幅降低还受其他因素影响。一是整顿理财产品、债券等融资市场的后续影响。对于影子银行和债券市场的整顿可能加大了银行间市场流动性的波动。二是债券市场参与者的同质性增加，真正变为“银行间”市场，加大资金需求的同方向变化的动力。同时，整顿有利于限制与地方融资平台和房地产相关的融资，从更长的时间来看，随着二者的资金需求受到抑制，资金的市场价格有望回落，实体经济所受挤压有望得到缓解。此外，这些整顿措施可能导

致货币信用量尤其是社会融资总量的增速在下半年放慢，但不能由此判断货币条件紧缩，关键还是要看利率的走势。

从外部环境看，美国量化宽松预计在今年下半年减量，在明年退出，从而支持美元汇率走强。受此影响，中国短期资本流入将减少甚至流出，国内面临流动性的逆流。5月外汇占款增量大幅回降至669亿元，显示资金流入发生较大变化。预计未来几个季度外汇占款增量和今年1季度相比将有明显下降，人民币可能有贬值压力，但政策对贬值的容忍度不大。

两种情形将降息降准

中国证券报：5月数据显示经济增速存在继续下行风险，货币政策是否存在进一步宽松的可能？

彭文生：考虑到目前实体经济面临的货币条件偏紧、增长动能偏弱，货币政策放松的压力增加，短期内存在微调的可能，首先体现为增加流动性供给，降低银行间市场利率。但受制于结构矛盾尤其是房地产泡沫的掣肘，宏观政策大力度刺激总需求的可能性小，政策将着重于结构改革以及控制、消化过去累积的金融风险。今年下半年经济增长难有显著起色，明年增长将进一步放缓。预计明年经济增长目标将下调至7%。

两种风险情形会导致宏观政策尤其是货币政策比我们判断的基准情形要宽松，体现为基准利率和（或）存款准备金率的下调。其一，经济增速大幅弱于预期，逼近7%。在此情形下，风险偏好下降，房地产市场降温，政策需要控制增长下滑带来的就业压力和金融风险。其二，结构改革获得实质性进展，尤其是在控制房地产泡沫和规范地方政府行为方面取得成效，增加了货币政策支持总需求的空间。

宋丽萍： 中小企业私募债需扎根地方经济

□本报记者 张莉

深交所总经理宋丽萍18日出席黑龙江省《中小企业私募债券业务试点合作备忘录》签约仪式时表示，中小企业私募债需要真正扎根于地方经济，进而提升资本市场服务实体经济的能力，券商等中介机构应结合地方经济特色，优化产品设计以对接匹配的投资者。

在当天举行的黑龙江省中小企业私募债业务试点推进工作会上，宋丽萍表示，中小企业私募债成功的一个关键是中介机构，尤其是券商，其客户基础、风险控制、产品设计能力是私募债成功发行的保障。此次试点范围扩大到黑龙江，中介机构将面对更多具有地方经济特色的中小企业，机构需要结合这些企业的特点，优化产品设计，寻找匹配的投资者与之对接。同时，资本市场应当以此次黑龙江省中小企业私募债试点为契机，摸索农业企业发展规律，扎实实改进对涉农企业的服务，这是对资本市场服务实体经济的检验。

宋丽萍指出，随着中小企业私募债试点在全国铺开，将逐渐形成对各地信用风险的市场评价标准，对未来各地企业的融资成本有重要影响。她介绍，由于看到债券市场在培育投资风险意识、强化市场规范机制形成方面的积极效果，证监会近日发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见征求意见稿》提出，申请首次公开发行股票的在审企业可申请先行发行公司债。

中小企业私募债是我国第一个不需行政审批、无净资产和盈利能力限制的完全市场化的债券产品。一年来，中小企业私募债在发行方式、备案时间、评级增信要求等方面充分适应投融资双方的需求，产品设计灵活，投资者适当性等风险防范措施行之有效，获得市场认可。据深交所数据统计，截至5月底，深市中小企业私募债券通过备案146只，完成发行98只，募集资金115亿元，平均票面利率9.25%。私募债市场的快速发展，将资本市场服务实体经济的根扎了下去，为支持服务实体经济找到了新抓手。

5月FDI微增0.29% 全年或保持平稳

□本报记者 倪铭娅

商务部最新统计显示，1—5月，全国实际使用外资（FDI）475.95亿美元，同比增长1.03%。5月全国实际使用外资92.56亿美元，同比增长0.29%，虽较4月略有下降，但连续4个月同比正增长。商务部新闻发言人沈丹阳18日在例行新闻发布会上表示，今年以来，发达国家对外投资仍没有起色，部分发展中国家吸收外资出现下降。相比之下，中国吸收外资保持正增长已相当不容易，预计全年将保持平稳态势。

欧美对华投资增长明显

沈丹阳表示，2—5月，全国实际使用外资连续4个月保持正增长，尽管个别月份增速略有下降，但均为微弱的起伏变化。FDI连续4个月保持正增长，在相当程度上证明中国经济的竞争和国际投资者对中国投资环境的认可。

据商务部统计，1—5月，服务业实际使用外资同比增长4.03%。其中，房地产业实际使用外资96.5亿美元，同比下降4.95%；制造业实际使用外资同比下降1.39%。

1—5月，欧盟和美国对华投资保持较快增长。美国对华实际投入外资金额15.8亿美元，同比增长22.62%。欧盟27国对华实际投入外资金额34.52亿美元，同比增长24.13%。

沈丹阳表示，根据联合国贸发会议预测，今明两年全球宏观经济环境将仅略有改善或出现恶化，吸收外资的复苏会进一步放缓。今年以来，中国吸收外资能保持正增长已相当不容易，预计全年将保持平稳态势。

此前公布的海关统计数据显示，5月我国外贸出口1827.7亿美元，同比增长1%，进口则下降0.3%。沈丹阳表示，5月外贸增速大幅下降是多重因素叠加的结果，也是当前外贸形势严峻、复杂的真实反映。

据商务部最新调查，企业普遍反映人民币升值和外需不振是制约出口的两大主因。沈丹阳表示，人民币的持续升值已影响今年前几个月出口企业的接单。由于出口利润空间大幅收窄，企业经营信心不足，有单不敢接的现象很突出。受访的1000多家企业的平均出口利润率不足3%，其中26.8%的企业出现出口亏损，这种情况预计会对未来几个月的出口产生不利影响。

沈丹阳表示，国际市场需求持续低迷是影响出口的另一个重要因素。近几个月，全球有效需求不足情况趋于严重。世界贸易组织近日公布的统计数据显示，一季度全球货物贸易进出口分别同比下降0.44%和0.03%。在主要发达经济体中，美国、欧盟、日本的进口都是负增长，分别下降2.6%、6.2%、7.2%，这一趋势目前看来还在延续。

他说，1—4月中国外贸增长在相当程度上受益于去年以来实施的外贸稳定政策和部分外需市场的回暖，但这些有利因素到了5月份就基本消化殆尽。

谈及5月内地对香港贸易增速的大幅回落，他表示，这主要是由于所谓“套利贸易”受到遏制，同时也是总体贸易形势不佳，5月份全国进出口增长明显乏力的结果。如果剔除对港贸易，1—4月全国出口增速仍达8.5%，5月则是下降0.17%。

一季度国际收支双顺差

□本报记者 任晓

增加1571亿美元，在基金组织的储备头寸减少1亿美元。

国家外汇管理局18日公布的一季度国际收支平衡表显示，一季度我国国际收支经常项目顺差476亿美元，资本和金融项目顺差901亿美元，继续呈现“双顺差”格局。

在经常项目中，一季度货物贸易顺差675亿美元，服务贸易逆差275亿美元，收益顺差90亿美元，经常转移逆差15亿美元。在资本和金融项目中，一季度直接投资净流入319亿美元，证券投资净流入141亿美元，其他投资净流入425亿美元。国际储备资产增加1570亿美元，其中，外汇储备资产

去年，我国国际收支从1999年以来的持续“双顺差”的格局有所改变，出现经常项目顺差、资本和金融项目逆差”。分季度看，跨境资本短期流动变化明显。一季度，随着国际市场环境回暖，资本和金融项目由2011年四季度的逆差转为顺差。

在经常项目中，一季度货物贸易顺差675亿美元，服务贸易逆差275亿美元，收益顺差90亿美元，经常转移逆差15亿美元。在资本和金融项目中，一季度直接投资净流入319亿美元，证券投资净流入141亿美元，其他投资净流入425亿美元。国际储备资产增加1570亿美元，其中，外汇储备资产

6月初以来全国花生油价格总体下降

□新华社记者 王晓玲

0.2%；监测的21种蔬菜中，11种价格下降，5种价格上涨，5种持平。

监测数据显示，6月初以来，全国花生油和纯花生油价格总体呈降势。与今年6月3日相比，6月18日，食用油、蔬菜价格以降为主；水产品价格以涨为主；牛羊肉、禽蛋、水果价格微幅波动；猪肉、成品粮、奶类价格基本稳定。

花生油和纯花生油、纯大豆油、纯葵花籽油价格下降，降幅均在0.1%以内，纯菜籽油价格持平；普通鲜鸡蛋价格下降0.2%，白条鸡价格上涨0.4%—6.7%之间。

机构期待央行出手“放水” 分析人士料短期内降准概率不大

本报记者 陈莹莹 张勤峰

备金率处于历史高位附近，存在下调空间。其次，内外需乏力，经济复苏力度偏弱，且通胀预期温和回落，在一定程度上减轻了放松银根的阻力。再次，从以往经验看，在市场流动性持续紧张时，央行往往会及时出手，扮演最终贷款人的角色，下调准备金率正是手段之一。最后，本轮资金紧缺的机构主要是大型商业银行，而基于此类机构在金融体系的中枢地位，央行会更加顾及它们流动性纯属个别机构的一厢情愿。”

兴业银行首席经济学家鲁政委表示：高利率状况已持续数周，而央行未使用SLO，并本周重启央票发行。央行已清楚地表明不愿释放流动性的立场，降息、降准纯属个别机构的一厢情愿。”

摩根大通中国首席经济学家朱海斌表示，短期内货币政策不大可能进一步放松，因为一季度货币供应增速较高，对经济增长的滞后影响尚需观察，而且流动性对经济的影响可能不如以往。换言之，货币宽松可能无法有效地解决当前经济面临的结构性问题。

中债信用增进投资公司债券

投资经理赵巍华表示，面对资金面紧张不至引爆系统性金融风险，则目前的放任态度仍将维持一段时期。当然，资金面紧张持续太长时间的确存在危险，如果紧张到一定程度，央行一定会出手救市。

不过，对于银行体系流动供求状况，央行拥有绝对的信息优势。当前央行“按兵不动”，除显示其防范金融风险、挤压金融泡沫的考量外，也说明当前市场资金总量尚未缺乏到引发局部流动性风险的程度，更多的只是结构性问题。

唯一合理的解释可能在于货币当局有意借此对信贷和“影子银行”规模的快速扩张予以警示，限制整体债务规模的扩张速度，抑制金融系统风险的继续积聚。央行的这一做法与近期相关部门加强金融监管、摸底地方政府债务、防范区域性和系统性金融风险一脉相承。

赵巍华认为，央行流动性管理

政策的底线是不发生区域性、系统性金融风险。因此，只要本轮资金面紧张不至于引爆系统性金融风险，则目前的放任态度仍将维持一段时期。当然，资金面紧张持续太长时间的确存在危险，如果紧张到一定程度，央行一定会出手救市。

不过，对于银行体系流动供求状况，央行拥有绝对的信息优势。当前央行“按兵不动”，除显示其防范金融风险、挤压金融泡沫的考量外，也说明当前市场资金总量尚未缺乏到引发局部流动性风险的程度，更多的只是结构性问题。

在经济项目中，一季度货物贸易顺差675亿美元，服务贸易逆差275亿美元，收益顺差90亿美元，经常转移逆差15亿美元。在资本和金融项目中，一季度直接投资净流入319亿美元，证券投资净流入141亿美元，其他投资净流入425亿美元。国际储备资产增加1570亿美元，其中，外汇储备资产

增加1571亿美元，在基金组织的储备头寸减少1亿美元。

去年，我国国际收支从1999

年以来的持续“双顺差”的格局有

所改变，出现经常项目顺差、资本和金融项目逆差”。分季度看，

跨境资本短期流动变化明显。

一季度，随着国际市场环境回暖，

资本和金融项目由2011年四季度的逆差转为顺差。

二、三季度，由于全球经济复苏乏力、欧债危机深

化蔓延、市场避险情绪上升等因

素，资本和金融项目连续逆差。

四季度，国内外经济出现企稳迹象，

加上主要发达国家推出量化宽松

货币政策，国际资本回流我国，资

本和金融项目重新转为顺差。

在经济项目中，一季度货物

贸易顺差675亿美元，服务贸易逆

差275亿美元，收益顺差90亿美

元，经常转移逆差15亿美元。在

资本和金融项目中，一季度直接

投资净流入319亿美元，证券投资

净流入141亿美元，其他投资净

流入425亿美元。国际储备资产

增加1570亿美元，其中，外汇储

备资产增加1571亿美元，在基

金组织的储备头寸减少1亿美

元。

去年，我国国际收支从1999

年以来的持续“双顺差”的格局有

所改变，出现经常项目顺差、资本和金融项目逆差”。分季度看，

跨境资本短期流动变化明显。

一季度，随着国际市场环境回暖，

资本和金融项目由2011年四季度的逆差转为顺差。

二、三季度，由于全球经济复

苏乏力、欧债危机深

化蔓延、市场避险情绪上升等因

素，资本和金融项目连续逆差。

四季度，国内外经济出现企稳

迹象，加上主要发达国家推出量

化宽松货币政策，国际资本回流

我国，资本和金融项目重新转为

顺差。

在经济项目中，一季度货物

贸易顺差675亿美元，服务贸易逆