

基金经理判断货币政策“微宽松”将持续 A股资金面“中考”料平稳过关

□本报记者 李良

虽然现在只是6月初，但许多基金经理已开始眺望月底的A股“中考”。

未雨绸缪的原因无他，去年此时，“钱荒”骤袭引发A股大幅震荡，那种冲击令人刻骨铭心，基金经理怎敢对今年的资金面“中考”掉以轻心！轻仓以待、持币观望，成为不少基金经理的选择。

但历史会重演吗？一些基金经理在接受中国证券记者采访时，都给出了否定的答案。在他们看来，货币政策“微宽松”将持续，资金面“中考”不会令利率飙升。这意味着，A股可能不会像去年年中那样跌宕起伏。

“更重要的是，高层‘新常态’的提法，已经引起了市场高度重视。我们不能再用老思路去判断A股市场走向，而必须把握政策和经济的新脉络。这次‘中考’，或许能给我们一个近距离观察的机会。”某基金公司投资总监表示。

资金面的松与紧，牵动着A股的涨与跌，也是历年A股“中考”或“年考”的玄妙所在。而今年“中考”行将来临，资金面会如去年般拉响“空袭”警报么？

“我觉得肯定不会！”面对着中国证券报记者的疑问，上海某基金经理用坚定的语气表示，“无论是经济形势的变化，还是政府决策的需要，都决定了今年的货币政策不会回到去年的老路。如果说一季度大家对这个观点还有所怀疑的话，那么二季度以来，货币政策将保持适度宽松的判断，已经渐渐被多数机构所接受。”

国海富兰克林基金指出，今年债市出现的小牛行情，主要原因就是流动性方面的支持，一方面央行持续正投放增加市场的货币供给；另一方面，定向降准也对流动性有一定的正面影响。因



制图/王力

流动性维持适度宽松

此，国海富兰克林基金认为，即便是年中迎来传统的流动性紧张时点，也不会出现如去年的“钱荒”局面。

事实上，虽然在用词上依然考究，但货币政策的梯度宽松悄然显现。日前，国务院常务会议提出加大“定向降准”措施力度，便被诸多机构视为货币政策由紧变松的拐点已确立。如果按照这个逻辑思维发展，那么不仅今年A股资金面的“中考”无虞，“年考”或也能安然度过。

不过，在流动性不再拉响空袭警报的同时，A股的投资者仍需要关注IPO，融资潮再度来袭。根据券商的预测，下半年IPO资金需求大约在1000-2000亿元。

某券商分析师表示，下半年IPO公司家数大

约在100家左右，主板、中小板和创业板的分布相对均匀，而对资金的需求则要视具体公司的平均融资规模而定。假设主板IPO每家公司平均融资规模为20-30亿元，那么下半年A股市场面临的整体融资需求可能在1000亿到1500亿元左右；如果主板IPO的每家公司平均融资额达到50-60亿元，那么对资金的需求将会明显上升，A股市场下半年整体融资需求将达到1500亿至2000亿元之间。

“相较于往年来看，这种预期的融资额算是一个正常水平，对A股市场的实际冲击有限。如果上市公司质地较好，反而有可能会形成隐性利好。”某基金经理表示，“不过，如果首批IPO融资额较大，与6月底资金面‘中考’形成叠加效应，短期对市场或有一定冲击。”

“十字路口”纠结进退

着A股市场或迎来一波强劲的反弹，投资者将会有从谨慎观望转向积极入场，基金经理也会毋庸置疑地选择大踏步前进。但问题在于，这个预期真的能实现吗？不同的基金经理，已出现了明显的分歧。

乐观的基金经理认为，货币政策最紧的时候已经过去，伴随着经济下滑的持续，政策调控将从微刺激逐步转向强刺激，而货币政策必然成为重要推手。“虽然无法肯定，货币政策会在何时开闸放水，但是从方向和趋势来判断，这是一个大概率事件。而对于A股市场来说，历史低位的估值已经逐渐筑底，一旦央行开闸放水，就有可能迎来一波牛市的拐点。”

上海某基金公司投资总监向中国证券报记者表示。

然而谨慎的基金经理似乎更多。万家基金就强调指出，虽然政策拐点确认，但从方式上判断，政策主基调依旧是结构性调整，A股后市仍会在货币“微刺激”和“大刺激”之间纠结。

万家基金表示，决策层可能认为当前经济下行压力比预期的要大，因此会对外通过各种手段释放积极信号，引导市场信心。但与以往动辄强调困难进而推出刺激计划不同，本届政府倾向于以积极信号引导市场的内生增长力量，其实也暗示着不会动用大规模刺激计划，预计后续政策会继续延续“小步快跑”的节奏。

“微刺激”孕育新机遇

市难以发生方向性转变。不过，政府在外交政策上出现了一些改变，股市中相关军工、新技术、能源等行业已经有所作为。海富通基金认为，医药、军工、信息安全、互联网、文化传媒等主题行业值得继续关注。

上海某基金经理则认为，一些中央重视程度明显上升的行业，值得投资者高度关注。比如信息安全的“国产化”，将会是贯穿一个中长期的投资主题，信息安全行业相关上市公司将享受政

策红利。

该基金经理强调指出，种种迹象显示，在国家安全被屡屡提及的当前，信息安全问题日益受到政府层面的重视。近期在国家层面，也有较密集的政策确保信息安全，这对于整个IT产业都是极大的利好。无论是硬件、基础软件，还是行业应用软件，乃至行业解决方案上，国产化的步伐已经渐渐迈开，这将对A股相关上市公司产生深刻影响。

国债期货持仓量大幅上升

货三张合约合计持仓量，从前期的4000至5000手左右的水平，强劲上升至当前8274手的历史新高。在成交量方面，国债期货市场的成交量，也由前期2000手至3000手左右的量级，上升至目前的5000手附近。多方主力始终牢牢掌握国债期货做多的主导权。

对于本轮国债期货的单边暴涨，分析人士表示，结合货币政策走向，国债期货多空双方激战的焦点，正在由前期的多空豪赌降准，进一步演变为市场流动性会否长期宽松的博弈。来自华宝证券的观点指出，国债期货持续放量上涨，成交量和价格双双创下历史新高，核心原因就在受到货币政策宽松预期的推动。

全面宽松预期增强

对于未来中长期货币政策和市场流动性的走向，结合货币当局政策思路以及债券现货市场和国债期货市场的具体表现来看，主流市场观点认为，定向宽松加码之后，货币政策的进一步宽松将成为大概率事件。中期来看，流动性的全面宽松或将成为大概率事件。

中期来看，流动性的全面宽松或将成为大概率事件。中期来看，流动性的全面宽松或将成为大概率事件。

分析人士表示，尽管此前市场一度预期强烈的全面降准被短期证伪，但随着货币宽松预期的渐次兑现，未来货币政策易松难紧的预期却也在显著增强。市场各方对于未来货币政策走向全面松动的想象空间，也在进一步加大。

国海证券表示，虽然短期降息、降准等强刺激措施出台的概率不大，但政策重点正转向“主动作为”。除了落实定向降准之外，货币政策在6、7月份很可能出现配合性的适度松动。有券商认为，为了真正托底经济，政府在政策的放松方面可能需要走得更远，为了切实降低社会融资成本、防范信用事件，不排除后期全面降息、降准的可能性。而在政策与经济的博弈过程中，如果因为数据的企稳而导致短期放松力度低于市场预期，反而会给政策的进一步放松留下想象空间。

安信期货、广发期货分析认为，在确定加大定向降准力度之后，就短期政策而言，6、7月份央行预计继续通过组合工具稳定货币市场。整体来看，经济不景气及流动性宽松有望在二季度继续支撑利率债上行。随着流动性全面宽松逐步兑现，国债期货的中线牛市还将持续。

机构激辩货币政策走向

□本报记者 朱茵

疲软的经济数据与低迷的企业运行态势，使得定向降准这一剂新药方引发国内外众多机构热议。外资机构多倾向于支持全面降准；国内机构多数表示定向降准更靠谱，全面降准不能解决当下问题；另有机构表示，货币政策的走向还

调整融资结构，提升金融效率的目标。定向资金投放是更合理的政策选择，定向调节能够明显提高政策效率。而再贷款类似于量化宽松，并不是一种弱的政策，无法使用乘数效应是再贷款的缺陷。对符合条件的商业银行进行定向宽松可能是效率更高的政策选择。未来货币政策的格局仍然是定向宽松、总量稳定，全面降准唯有在超储规模大幅下滑的情况下可能发生。

海通证券首席宏观经济分析师姜超

部分外资行认为，已有的定向降准力度不足，实行更为宽松的货币政策时机成熟。

国际投行巴克莱认为，实行更加宽松货币政策的时机已到。该行认为，未来的几周内，将有可能看到更加宽松货币政策的实施，这包括利率或存款准备金率下调。这种政策放松将表现为如下形式：更多有针对性的宽松政策，包括再贷款、定向存款准备金率的下调、创新性的金融工具等，将提高信用可获得性并减少实体经济中特定领域的融资成本。

巴克莱认为，利率下调将有助于降低借贷成本。存款准备金率下调，将增加流动性，从而增加货币乘数、推动银行存款并降低利率。该行认为，降低利率将是比降低存款准备金率更有利的政策，一方面它将给予经济更高的杠杆；另一方面，它将带来丰富的流动性。尽管贷款利率已经自由化，但均衡的存款借款利率削减仍需转移到实体经济中。该行认为，中央银行进一步放宽政策仍面临较大压力。

摩根大通中国经济学家朱海斌认为，预计2014年将出现两轮存款准备金率下调，各为50个基点，一次是在第三季度，另一次是在第四季度。但他强调，下调存款准备金率并不代表信贷宽松。

相反，存款准备金率下调应被解释为中性冲销操作，或者说是一种货币政策微调。值得注意的是，尽管短期内出现重大货币宽松的可能性较低，但是中国人民银行已经采取了各种货币政策立场的微调措施，包括观察到的措施（如回购、逆回购、央行票据）、未观察到的措施（如动态和差别化存款准备金率）和其他披露滞后的措施（如标准贷款工具、再贷款）。未来微调的区间可能进一步调整，这取决于经济情况的发展变化。

野村证券认为，监管部门会在三季度下调50个基点的存款准备金率，但是监管部门也可能选择替代品以放松货币政策，如有针对性的通过再融资贷款，已经实施的针对不同银行使用有区别的存款准备金。从宏观的角度来看，定向宽松更有希望被引导到实体经济。

支持定向：降准并非良药

货币政策放松无法解决中国经济的结构性问题，不是当下的良方。在最近的讨论当中，有不少机构作出如上表示。他们认为，全面宽松货币政策并不能解决宏观经济的问题，更支持定向资金投放。

广发证券宏观分析师黄鑫冬认为，降准降息并非最优政策选择。我国债务循环存在明显的顺周期性，唯有融资扩张才能实现金融稳增长的政策目标。然而目前制约融资扩张的因素不在超储，而在贷存比和资本压力。融资体系固有的缺陷决定存量扩张的空间不大，而盘活存量是最终希望。全面降准无法实现

光大证券首席经济学家徐高撰文表示，货币政策已经通过定向宽松的方式有所放松，但看起来这种定向宽松还不足以让经济局面明显改善。只要经济下行的压力继续存在，尤其是投资到位资金依然疲弱，货币政策进一步放松的压力就会持续存在。

申万证券研究所首席宏观分析师李慧勇也认为，当前货币政策左右为难，打通任督二脉仍需发力。这么多年融资难、融资贵的问题一直没有很好的解决，经济结构调整又使得这一矛盾更加突出。去年的“金十条”，包括今年4月的定向降准都是希望能解决这一问题。近日提出的扩大定向降准范围，压缩货币传导环节，清理金融中介乱收费等同样也是希望在不降准不降息的情况下通过结构调节来稳增长。从实际效果来看，一竿子插到底，“三农”、“铁公基”、部分小微企业能够受益，但由于制约资金配置效率的大环境例如贷存比、存款准备金率以及银行行为的顺周期性等都没有大的改变，很难想像结构性调整的货币政策能够发挥太大的效力。因此，货币的逆周期调控不但没有结束，而且未来还有很长的路要走。