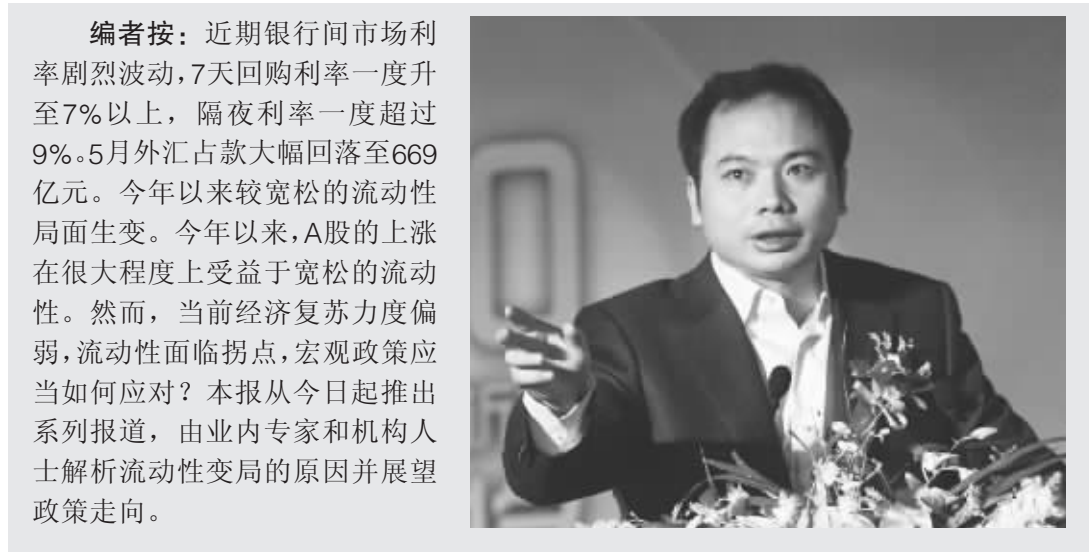


■ 纵论流动性变局

刘煜辉：未来流动性或衰退性宽松

可下调贷款利率减轻企业债务负担



□本报记者 任晓

华泰证券首席经济学家、中国社科院金融重点实验室主任刘煜辉认为，存款准备金清算补缴、企业上缴税金、加强外汇综合头寸管理、挤压套息虚假贸易等导致的外汇占款骤降以及债市整顿规范等因素叠加，造成了短期资金面的紧张。同时，中国人民银行有意打压风险偏好，促使商业银行以更加谨慎的方式管理资产负债。

他表示，未来流动性偏紧的状态可能还会维持一段时间，但其后呈现衰退性宽松将是大概率事件。未来不排除央行主动下调贷款利率，减轻企业存量债务负担。此外，推进资产证券化、直接融资和债务重组可能是激活货币信贷存量的主要手段。

央行意在去杠杆

中国证券报：近期银行间市场资金面紧张的原因是什么？

刘煜辉：近期银行间市场利率走高，首先是由于前期流动性宽松的条件发生了变化。从去年12月开始，金融机构外汇占款开始反弹。今年1-4月，外汇占款新增1.5

万亿元，而去年全年增长才不到5000亿元。外汇占款的增长直接改善了商业银行的一般性存款。

不过，5月外汇占款大幅下降至669亿元，预计6月增量也将处于较低水平。今年1-4月的贸易增长存在较大水分，大量套息套利资金通过贸易项下流入，这是外汇占款大幅增长的主要原因。央行5月开始清理热钱流入，特别是国家外汇管理局加强外汇综合头寸管理，挤出外贸虚高水分，5月出口出现明显下降。

同时，5月中下旬，资金开始撤离新兴市场，并在近期呈加剧态势。美国房地产市场复苏迹象明显，对货币政策正常化的讨论也在逐步升级。美联储主席伯南克本周将做例行的半年度证词讲话，市场预期他对美联储货币政策正常化的说法可能明朗。目前美国10年期国债收益率已开始反弹，反映美联储量化宽松政策退出进一步明朗的预期，带动全球跨境资金从新兴市场回流。

5月23日，日本股市暴跌，反映“安倍经济学”实验遭遇难以克服的困难，显露出失败的端倪，带动日本资产市场明显动荡，加剧资金从新兴市场撤离。过去新兴

市场不仅承接了量化宽松的美元资金，也承接了日元套息资金。当海外资金撤离新兴市场时，作为全球资金聚集地之一的中国也感受到了压力。

但短期资金面紧张的核心因素是中国央行的态度。央行在货币市场是万能的。央行并未因此及时释放流动性对冲上述因素的影响，而是继续以“央票发行+正回购”的回笼操作，向市场释放明确的信号。

过去5个月，商业银行信用膨胀非常厉害，社会融资规模同比大增3万亿元。1-4月，银行表内“影子业务”达12.8万亿元。包括银行与非银合作形成的表内债务以及银行同业形成的表内净债务，较上年末增长1.98万亿元，其中主要的增量来自银行同业贡献。今年银行大量使用自营资金与所谓同业资产，其实是信托和票据受益权匹配，目的是降低风险权重，节约资本，但不少银行激进扩张的做法积累了越来越多的风险。

央行的意图是警告、震慑、打压风险偏好，促使商业银行以更加谨慎的方式管理资产负债表，特别是节制一些机构流动性错配的风险。必须施加压力，节制部分机构因杠杆扩大而导致的期限错

配、货币错配的局面。

6月份的情况充分说明，流动性稍紧一点，整个业态资金链其实很脆弱。央行的主要目的还是抑制货币增量，如果真的收紧了，存量资金链就会断，中央要求的底线就守不住。坦率地讲，在现行体制下，中国很难主动进行实质性的去杠杆，除非未来出现这样场景：挤破泡沫以后进行债务重组和减记。

未来流动性偏紧的状况可能还会维持一段时间，但其后大概率会呈现衰退性宽松：随着经济下行，需求下滑的速度可能比供给更快，经济中融资需求最旺盛的主体（政府和地产）会受到明显的压制，使得融资市场竞争性下降，债务供给压力减轻。所以M1、M2和社会净融资增速呈现收敛态势，但货币市场利率恐怕也会下行。

未来存降息可能性

中国证券报：5月经济数据不佳显示了经济下行风险，政策应如何应对？

刘煜辉：当前经济下滑得比较厉害。2008年国际金融危机以来，中国经济在前期的增长动力衰竭之后依靠投资、房地产保持了较高增速。但过去4-5年信用膨胀带来的负面影响越来越大，企业债务负担比1997-1998年东亚新兴经济体的债务水平还高，宏观系统性风险在迅速积聚。

经济下滑时政策的选择一是沿用过去的模式，通过审批项目、地方政府投资拉动经济，这无疑并非一个“拆弹”的过程，还可能把经济推向发生危机的边缘。

另一种方式是主动减速，容忍更低的经济增速，通过转变经济增长方式、调结构来逐步拆除债务所累积的风险。可以看到，当前经济增速放缓在很大程度上是宏观调控主动减速的结果。

未来如果经济进一步下滑得比较厉害，则存在降息的可能性。降息的理由不是防范热钱，主要是减轻企业沉重的债务负担。央行发布的《2013年第一季度货币政策执行报告》显示，一季度一般性贷款加权平均利率为7.22%。考虑到生产和流通领域已连续15个月通缩，5月PPI同比增速为-2.6%，这意味着企业部门一般性贷款实际利率接近10%。目前很少有产业投入资本的利润率能覆盖这一利率水平。

这一状况的持续无疑会加剧企业债务负担。央行有义务主动推低利率。降息可以通过非对称的形式展开，在降低贷款利率的同时打开存款利率上浮空间。

激活货币信贷存量

中国证券报：近日国务院总理李克强提出“激活货币信贷存量支持实体经济”，如何理解这一提法？

刘煜辉：当前货币运行效率已严重下降，货币推动经济增长的边际效率越来越低。1-5月，社会融资规模为9.11万亿元，同比多3.12万亿元。在如此大力度的社会融资投放之下，经济复苏力度微弱。由于当前我国存量债务规模过于庞大，大量资金不是投向具备产出的项目，而是配置在不具备经济合理性的低效部门以及停留在偿债环节。

激活货币信贷存量可能有两层含义：一是不能再用更高的货币增长速度推动经济增长，未来会控制货币增长速度；二是要提高货币运行效率，可以运用的手段包括：推动资产证券化，推动直接融资的发展；推动存量债务重组，推动过剩产能关停并转；对存量债务可以采取一整套综合治理的方案，甚至不排除必要的金融救助措施进行资产置换，如发行长期低利率特别债券对现有银行债权进行购买，积极推动债务重组。

多地摸底调研土壤重金属污染

中国证券报记者从权威渠道获悉，近期多个省份正在组织开展重金属污染调研，调研的性质是摸底调查，主要目的是划定重金属污染的重点区域。其中，铬、镉、砷、铅等重金属污染是重点调研对象。

此次调研由各地国土资源和环保部门联合开展，调研结束后将形成报告并上报。近期国土部正在绘制“土壤重金属污染地图”，此次调研被认为是这项工作的延伸。

粳稻和晚粳期货合约草案出炉

中国证券报记者从郑州商品交易所17日组织召开“粳稻、晚粳期货货系列培训班”获悉，郑州商品交易所设计的粳稻和晚粳期货合约草案显示，二者交易单位均为20吨/手，最小变动价位为1元/吨，涨跌停板幅度为4%，最低交易保证金为5%，合约交割月份为每年的单数月份。粳稻和晚粳期货均采用“仓库+厂库”的交割方式，交割地主要分布在主产区 and 物流集散地。

中央文化企业国有产权转让须在文交所交易

财政部网站17日发布的文件称，中央文化企业国有产权转让应在上海和深圳两个文化产权交易所进场交易，严格控制场外协议转让。转让收益应直接上交中央财政，纳入中央本级国有资本经营预算收入管理。

受让方如有特殊要求拟采取协议方式转让，须报财政部批准。中央文化企业在本企业内部实施资产重组，拟直接采取协议方式转让国有产权的，转让方和受让方应为中央文化企业或其全资境内子企业，转让价格应以资产评估或审计报告确认的净资产值为基准确定，且不得低于经评估或审计的净资产值。

财政部规定，中央文化企业

资金有望回流新兴市场

（上接A01版）近三周净流出金额根本无法撼动今年以来出现的巨额资金净流入趋势。

随着一些利空消息逐渐被市场消化，新兴市场基本面表现等内在因素将决定它们能否持续获得投资资金青睐。

新兴市场本身仍具有活力，以近期资金流出现象明显的东盟国家为例，在全球经济形势整体低迷背景下，东盟2012年平均GDP增速高达5.6%。综合组织预测，东南亚经济今年有望继续保持增长势头，东盟十国2013年到2017年平均经济增长率将达5.5%。只要经济持续高速增长，就能保持对外部资金吸引力。

上海清算所开办中票登记托管结算业务

□本报记者 张勤峰

银行间市场清算所股份有限公司（下称上海清算所）17日公告，该所从当天起开办中期票据的登记托管结算业务。

中票是目前银行间债券市场存量最大的非金融企业信用类债

券产品。据Wind统计，截至6月17日，市场上的存量中票面值总额达3.47万亿元，仅次于金融债和国债。在全部信用产品中，中票也是新增供给量最大的品种之一。今年前5个月，中票发行量接近6400亿元，仅次于短期融资券。

此前，中票的登记托管结算

业务一直由中央国债登记结算有限责任公司承担。在2011年之前，几乎所有场外交易债券的登记托管结算均由中央结算公司办理。从2011年9月起，短期融资券等信用类债券托管业务陆续转移至上海清算所。

此前，上海清算所已开办短

期融资券（含超短期融资券和证券公司短融券）、定向工具、区域集优中小企业集合票据、非金融企业资产支持票据、信贷资产支持证券和信用风险缓释凭证的托管业务，除企业债券和商业银行债券之外，几乎涵盖银行间市场主要信用产品和衍生金融

工具。

市场人士预计，未来存量中票将继续在中央结算公司托管，但新发行的中票将逐渐转移至上海清算所托管。截至5月末，中央结算公司托管各类债券的总量约24.95万亿元，上清所托管总量为2.25万亿元。

致敬五周年：国投瑞银稳健增长演绎“熊市强者”

文/谢卫国

国投瑞银稳健增长基金成立以来累计净值增长率变动

数据来源：WIND，截至2013年3月31日

长基金的特点时指出，行业配置方面，该基金能够根据市场环境灵活切换。例如，2011年下半年重仓食品饮料，2012年下半年重仓生物医药，都及时的把握了上述行业的投资机会。此外，该基金的另一特点是行业集中度较高，一旦确定看好的行业则进行相对集中的配置，前三大行业集中度在同类中排名靠前。”

而除了重仓生物医药外，国投瑞银稳健增长基金2012年对地产板块的波段操作也颇为成功。季报显示，2011年

自2007年10月上证指数从6124点掉头向下后，A股便开始踏上五年熊市历程。可以说，过去五年，是A股市场震荡“疗伤”的五年，但换个视角来看，也是绩优基金悄然绽放的五年。成立于2008年6月11日的国投瑞银稳健增长灵活配置混合型基金（以下简称国投瑞银稳健增长，就是寥落星丛中的一颗。

银河证券基金研究中心的数据显示，截至2013年6月7日，国投瑞银稳健增长成立以来累计净值增长率达到84.00%，同期上证综指下跌了28.04%，基金收益超越大盘112个百分点，充分彰显“熊市强者”风范。而在相对排名方面，经过熊市洗礼的国投瑞银稳健增长始终坚守在前10行列——过去4年，在同类27只基金中排名第2；过去3年，在同类45只基金中排名第1；过去2年，在同类53只基金中排名第6；过去1年，在同类65只基金中排名第10。

生于熊市：灵活的仓位控制

生于熊市，国投瑞银稳健增长曾面临严酷冷峻的市场环境：生于熊市，国投瑞银稳健增长的基金管理人用业绩为投资正名。而在业绩的背后，则是一次次被树为经典的仓位策略和选股逻辑。

五年前的2008年6月11日，上证综指收报3024.24点，其后便是一波单边

份全年累计涨幅分别达到53.03%、41.82%和36.81%。晨星数据显示，截至2012年末，国投瑞银稳健增长净值增长率在81只标准混合型基金中位列第1。

基金经理朱红裕看来，好企业值得长期投资，但要考察企业所处行业的景气度及成长趋势，一些系统性风险需要通过“自上而下”的判断来识别，而“自下而上”的调研，既要考察投资标的所在行业的背景和发展趋势，更要结合标的公司的治理结构、核心管理层的运营水平进行深入分析。2012年对地产股的两度加仓正是基于对实体经济的实地调研以及借鉴经济学界专家对地产行业政策走向判断后作出的投资决策。

不过，随着地产股的大幅上涨，国投瑞银稳健增长基金在去年年末选择逢高减持。四季报显示，房地产板块占基金净值比例显著下降至13.14%。在2012年四季度，申银万国一级房地产指数大幅飙升22.27%，而在随后的2013年一季度，该指数回调7.69%。

在减持地产股的同时，该基金增持了医药、生物及先进制造业等行业个股。而今年一季度市场行情的演绎也再度证明稳健增长基金的行业轮动策略再度奏效。

展获大奖 实至名归

三年期混合型金牛奖
中国证券报2012年度“中国基金业金牛奖”，2013年3月

三年持续回报平衡混合型明星基金奖
证券时报2012年度“中国基金业明星奖”，2013年3月

晨星中国2012年度提名奖
晨星（中国）2013年基金奖，2013年3月

2011年度混合型金牛奖
中国证券报2011年度“中国基金业金牛奖”，2012年3月

晨星中国2011年度混合型基金奖
晨星（中国）2012年基金奖，2012年3月

三年持续回报平衡混合型明星基金奖
证券时报2011年度“中国基金业明星奖”，2012年3月

2011年度平衡混合型明星基金奖
证券时报2011年度“中国基金业明星奖”，2012年3月