

稳增长兼顾调结构 出口退税惠及范围或扩大

跨境电子商务、市场采购贸易有望受益

□本报记者联合报道

流动性宽裕与融资高成本并存

□本报记者 张勤峰

业内人士认为，当前银行体系流动性宽裕与企业融资成本高企的状况并存，市场短端利率走低与中长端利率高企矛盾突出，症结或在于融资平台等预算软约束主体对经济资源的挤占。经济下行迹象加重，确实带来政策托底的压力，但货币政策走向料将统筹城投、房地产等问题考虑。

银行体系流动性宽裕

央行公开市场加量回笼与货币市场利率下行并存的格局，烘托出当前银行体系流动性宽裕的现状。

央行周二在公开市场开展了两期限共1720亿元正回购操作，交易量创下2010年1月12日以来最近四年多的单日之最。与上周四相比，当日正回购交易量再增580亿元，近两次操作连续提量。同时，28天品种交易量反超14天品种，资金加权冻结期限继续延长。以交易量占比为权重计算，上周二正回购操作冻结资金期限为17.56天，上周四延长至19.40天，本周二进一步延至21.57天。综合考察正回购交易量及期限组合变化，公开市场回笼力度明显加大。

但值得注意的是，当前货币市场流动性依旧相当宽松。周二，银行间市场回购利率整体进一步走低。以交易最为活跃的质押式回购为例，隔夜回购利率加权值续跌近19基点至2.44%，指标7天利率则跌破3.5%至3.41%，双双下探3月下旬以来阶段最低值。中长期限方面，14天、2个月及3个月等品种收益率也有不同程度下行。其中，3个月回购利率微跌至4.43%，距离前期低点4.41%仅咫尺之遥。

市场人士指出，公开市场回笼加码与货币市场利率下行并不冲突，说明短期银行体系流动性确实非常宽松，央行顺势加大回笼力度，资金宽松是因，回笼加码是果，但在这一过程中，很难看出央行货币政策操作有偏松或偏紧的迹象。一方面，央行提升回笼规模，且正回购利率始终稳定，多数时间要高于市场利率，被认为是具有引导市场利率适当回归的意向；但另一方面，资金面现实宽松的结果也不容忽视。

总的来说，银行体系流动性状况是央行综合考虑流动性供求，在外汇市场及公开市场干预后的净结果。今年以来货币市场利率中枢下行，即便不能说是央行有意为之，那也是央行默许的结果。从这个层面看，当前货币政策已比去年下半年时有一定的微调。业内人士认为，综合考虑短期流动性供求状况，灵活微调公开市场操作，保持流动性基本稳定及合理适度依然是现阶段央行流动性管理的主要思路。

至于月内资金面，中下旬因企业集中缴税导致的财政存款大幅增长，将是月内资金面面临的主要压力。不过，当前中长期回购利率走低反映出市场流动性预期改善，在央行平滑流动性分布的帮助下，预计资金面不会出现太大波动。

实体经济融资成本高企

市场人士指出，当前银行体系流动性宽松，可能源于两方面原因，一是，货币政策放松预期抬头，机构预防性资金需求下降，使得超储率与资金价格波动之间的联动关系重新强化；二是，融资成本高企制约企业融资需求的释放，同时，资产端扩张限制、监管趋紧及风险偏好下降，导致银行机构“有钱不能花”、“有钱不敢花”，资金淤积在银行体系，推动货币市场利率下行。从目前市场主流观点来看，第二点因素可能起到更大的作用。

可以看到，当前短端利率低企而中长端利率高企的矛盾十分突出。以债券收益率为例，即表现为收益率曲线的过度陡峭化。数据显示，今年3月，银行间10年期国债与1年期国债期限利差一度接近140基点，为2011年以来的最高值，目前虽有所收窄，但仍处于较高的水平。由于中长端利率高企，实体经济融资成本始终居高不下。观察交易商协会每周公布的债务融资工具定价估值，目前银行间市场5年期AA+中票定价估值在6.91%，比年初下行不到10BP，并且明显高于去年四季度水平。一般企业债券融资成本并没有跟随短端资金利率下行，甚至还有所上涨。

业内人士指出，随着3月份及一季度宏观经济金融数据不断披露，市场对于货币政策放松的预期有所升温。但是，货币政策放松需落到实处，切实有效降低企业融资成本。目前，融资成本高企一定程度上受到基本面走坏、市场违约预期上升的影响，但主要症结在于，城投等软预算约束主体占用了太多资源，整体推高了社会的无风险利率水平。由此来看，货币政策要放松，还需兼顾考虑城投、房地产等经济结构性问题，若一季度经济未大幅度低于管理区间，则全面放松仍需等待。

中金公司债券研究报告认为，要解决目前收益率曲线较陡和短端宽松无法向中长端传导的问题，需要放松对资产端扩张的约束，如考虑放松信贷额度，阶段性对非标限制减弱以及推动非标转标，负债端也需要考虑增加存款以及银行的主动负债管理工具，例如增加国库现金存款招标、开发银行针对居民和企业的大额存单等。在这些放松尚未体现前，货币政策可以考虑对中长端资产进行定向放松，适度控制中长端利率。



CFP图片 制图/尹建

中国证券报记者日前获悉，相关部门制定的稳增长一揽子措施已上报高层。据了解，在已上报的措施中，除加快金融改革、稳定进出口、加快项目审批等一系列措施外，还把推广出口退税政策作为一大着力点。此次出口退税政策酝酿加码主要针对国内调结构、转方式企业，包括跨境电子商务、市场采购贸易等。

业内人士表示，新一轮稳增长与以往不同，此轮稳增长措施不但做到了未雨绸缪，而且真正实现了长期投资与短期投资相结合，更强调加快推进计划内已有的促进经济转型和经济均衡的投资项目。

出口退税政策酝酿加码

相关人士表示，此轮稳增长措施中或涉及出口退税政策推广问题，例如将出口退税扩大至电子商务、市场采购贸易等领域。扩大出口退税政策适用范围的实质是拉动需求、稳定出口。

据了解，目前相关部门正加大力度推动跨境电子商务试点。由于各地对进口试点的呼声很高，希望开展进口试点，相关部门正进行调查研究。此外，还将加大科技支持和保障，加快推动电子口岸平台与电商企业、相关政府部门的联网信息共享。

中国作为兼有跨境电子商务生产和消费两大市场的国家，2008年以来，跨境电子商务年均复合增长均在40%左右。据iResearch估计，2013年中国跨境电商的交易额约为3.1万亿元，2008年至2013年复合年均增长率达31.1%，占进出口贸易总额比重逐年提高。目前，中国跨境电商贸易仍以

出口为主，占比超过80%，但进口贸易的比重也在逐渐加大。相关人士表示，目前我国的市场采购贸易，主要集中在浙江、广东、福建、北京、新疆等沿海和内陆边境地区的专业市场，其中义乌市场最具代表性。义乌试行“旅游购物商品”监管方式和商品简化归类政策，国家质检总局在义乌试行市场采购商品检验检疫办法等，较好地拓展了义乌市场采购贸易发展的空间。

由于市场采购贸易参与主体灵活多样、交易成本低廉，采购商能在较短时间内采购大量不同的商品。此外，市场采购贸易融合了内贸、外贸两个环节。因此，在市场采购贸易推广出口退税既有利于培育外贸新增长点，又有利于拉动国内消费。

但相关人士称，市场采购贸易实施出口退税首先需要推进试点，未来是逐步推广还是全面推开尚待讨论。

外贸综合服务商或迎利好

注。考虑到稳出口与稳就业、稳增长间的关系，相关部门可能将创新加工贸易管理模式，适度调整加工贸易禁止类和限制类商品目录，推进珠三角示范区和苏州、东莞先行先试。推动通关便利化改革，鼓励有条件的地方建设“单一窗口”。

近年来，我国政府多次调整加工贸易禁止类商品目录，以限制低层次加工贸易，不断优化加工贸易商品结构，降低能耗、保护环境。2010年9月，根据国务院关于做好节能减排工作的要求，商务部和海关总署对加工贸易禁止类商品目录再次进行调整：将包括部分品种的多晶硅、玻璃和钢坯等44个十位商品编码增列入加工贸易禁止类商品目录。

近期，海关总署发布修订后的加工贸易货物监管办法，进一步简化加工贸易保税监管流程，重新明确和统一保税监管执法要求，促进加工贸易健康发展。

棚改贷款驶入“快车道”

除了稳定出口的相关政策外，棚户区改造作为扩内需的一大亮点成为投资领域的重头戏。据中国证券报了解，国家将加快对棚户区改造项目的审批和贷款。

国家开发银行日前明确表示，加快棚改项目评审和贷款发放，力争4月底实现贷款发放1000亿元左右，保障各地棚户区改造工程的资金需求。

为加快棚户区改造进程，国开行同时表示，将与有关部委对接专项债券发行、住宅金融事业部筹建方案等事宜，与棚户区改造任务较重的省（区、市）政府进行对接，推动各地加快棚改，同时，推动“两个加快”，全面梳理现有存量项目，建立“快通道”，加快新项目开发评审，加快贷款发放。

从棚户区改造的资金支持力度和重点区域看，今年一季度，国开行新增承诺棚户区改造等保障性安居工程贷款1401亿元；发放贷款312亿元，支持了内蒙古包头北梁、天津西于庄、吉林和河南全省等一大批棚改项目，支持项目总面积2000多万平方米，惠及棚户区群众21万户。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌预计，未来将出台更多稳增长措施，包括加快基础设施和保障房投资，增加铁路、环保和清洁能源领域的支出，同时加速实施结构性改革。今年前两个月财政盈余为7860亿元，较去年前两个月的6320亿元明显增加，而今年财政预算的目标是1.35万亿元，这意味着未来将增加支出。

在申银万国宏观首席经济学家李慧勇看来，包括棚户区改造在内的投资真正实现了长期和短期投资结合。“稳增长需要增加的投资更多是计划内有助于经济转型和经济均衡的投资，已经列入十二五规划的投资，或者是2020年之前要完成的投资，只是在经济下行压力加大的时候在节奏上提前而已，并不是另起炉灶另外增加一块投资。”

李慧勇同时表示，此轮稳增长更多地实现了政府和市场的结合。不是政府一个人在战斗，更注意调动社会的积极性，来稳定经济增长。“除了大家已经有预期的棚户区改造、铁路投资、京津冀投资之外，建议大家关注电网投资、新能源投资、4G投资、环保投资、文教科技卫投资、海上丝绸之路和陆上丝绸之路投资。”李慧勇说。

数据来源于Wind 制表：倪铭姬

地方性债券发行料放量 一季度新债供应整体疲弱

□本报记者 王辉 上海报道

从年初以来信用债一级市场的发行情况来看，地方性债券发行仍有较大释放空间。分析人士表示，考虑到地方投融资主体在稳增长措施中的地位，以及管理层一直以来关于地方债务“堵斜门、开正道”的监管思路，未来地方债、城投债、市政债与城镇化集合债等创新债券有望放量。

前三月城投债发行增两成

Wind最新统计数据显示，今年一季度地方政府及其融资平台在债券市场上的融资规模，较2013年同期温和增长。数据显示，今年一季度城投债累计发行3594.70亿元，较去年一季度的2993亿元同比增加约20%，但增速明显落后于2008年以来的大多数年份。与此同时，相较于去年同期，今年一季度由财政部代发的地方债，也没有出现明显放量。

值得注意的是，从一季度债券市场新债发行的角度来看，今年一季度新债发行较去年同期已经出现负增长，并可能由此拖累货币投放，对实体经济复苏带来不利影响。

中信证券本周二表示，刚刚公布的3月份货币信贷数据显示，3月M2增速环比下降1.2个百分点，其增速下降幅度明显快于3月信贷增速0.5个百分点的下降幅度。而造成两者产生一定背离的一大关键原因，源自年初以来债券发行较2013年同期明显减少。该机构测算数据显示，2013年一季度新增贷款和债券为35119亿元，而2014年一季度在信贷同比有所增加的背景下，这一数据仅为33946亿元，减少了约1200亿元，而正常年份一季度应该同比增加4000亿元左右。中信证券认为，2014年以来债券发行量偏低是造成当前M2增速显著下滑的一大原因。

分析人士指出，由于年初以来信用违约事件频繁暴露，发债融资成本相对高企，债券一级市场上包括平台类城投债在内的信用债供应，正进入低谷。

债市成关键融资渠道

海通证券等机构表示，从本轮稳增长具体措施看，诸如发行住宅金融专项债券及铁路建设债券，表明本轮稳增长的开始阶段，主要为依靠中央信用举债。2013年则是依靠地方信用举债。未来随着各项稳增长举措的推进，相关债券发行或出现显著增长。

中航证券认为，在民营资本进入可行性、可盈利性仍不具备配套制度的情况下，新型城镇化建设短期仍不能摆脱地方融资的模式，城镇化建设任务依然由地方政府担任。因此，在新型城镇化规划下，地方政府中短期内将会继续依靠举债来支持建设，债券市场显然是关键融资渠道。

此外，管理层也正在为各级地方政府在举债中“开正道”积极创造条件。有媒体报道，为满足新型城镇化的融资需要，有关部门正酝酿推出“县级城镇化集合债券”；包括借鉴发达国家经验的新型市政债，预计也可能不久之后设计完成。

国泰君安、华泰证券等机构表示，即便从到期续借的角度来看，2014年二季度的城投债到期量是年内月度峰值。考虑到城投债对于融资成本的敏感度较低，随着季节性因素消退，地方性债券有望再次迎来大规模供给释放。

部分机构认为 财政政策可操作空间较大

□本报实习记者 赵静扬

部分机构认为，此轮稳增长财政政策以棚户区改造和铁路建设为主要发力点，财政政策可操作的空间远大于货币政策。

大规模刺激政策难出台

财政部副部长朱光耀近日在出席G20财长和央行行长会议期间表示，未来十年中国经济有充分潜力实现7%至8%的增速。如果因为一时的短期波动而出台大规模刺激政策，损失的是中长期发展战略。高盛中国区副主席兼首席投资策略师哈继铭在最新报告中指出，近年来的经验表明，刺激政策对中国经济的推动作用正日益减弱，且近期中国公布的刺激政策规模较小，对国内经济拉动作用较为有限。

近期国务院常务会议提出，研究扩大小微企业所得税优惠政策实施范围，部署进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用，确定深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设的政策措施。兴业证券研究报告认为，此次“微刺激”的三支箭，其效应都在财政政策领域。兴业证券指出，政府试图在不使用货币政策的条件下，加大对于经济的刺激力度。由于国内的金融体系未到均衡状态，因此对于私人部门的信贷挤出效应可能较小。

再贷款可提升资金效率

光大证券认为，财政政策可操作的空间远大于货币政策，财政政策又是以民生为抓手，城镇化、服务业将会是主要方向。国信证券研究报告则认为，依托国家信用，以债券等标准化产品融资将是这次财政刺激的主要资金来源。

国信证券指出，降准降息可直接降低融资成本，但降准后无法控制资金流向，会带来全社会信用的再度扩张。更重要的是，当前商业银行并不缺钱，因此并不需要降准来扩张商业银行的放贷能力。国信证券建议，控制融资成本可通过定向再贷款注入流动性。其主要优势有：一是再贷款是长期基础货币的主动投放，有利于刺激长期资产配置。当前外汇占款流入减少，公开市场操作期限普遍偏短，央行缺乏可以投放长期基础货币的渠道。在这种情况下，再贷款的效应正在逐步凸显。二是再贷款是资金的定向注入，资金流向相对可控。此外，再贷款不会传递宽松预期，有利于去杠杆。针对特定领域的流动性注入，不会削弱市场对央行持续推进控杠杆决心的预期，也不会大幅流入城投和国企等软预算约束平台，负面影响相对较小。