

# 融资瓶颈成“拦路虎” 新一轮刺激政策蓄势

□本报记者 费杨生 顾鑫



CFP图片 制图/王力

## 经济数据扰动A股 大盘整固强势未改

□本报记者 张怡

上周经济数据密集发布，多个数据低于市场预期，引发A股连续两日盘中跳水。不过，从煤炭股力挽狂澜、周五沪深两市强势拉升的情况可以看出，A股强势格局未变，且抗击打能力增强。总体看，经济数据引发的信心动摇和市场分歧，将使得A股市场短期进行整固以消化压力。考虑到市场强势格局延续、海内外资金布局积极、政策面仍然较乐观，大盘整固有利于攻势进一步展开，休整期间热点的扩散也将给投资者带来布局机会。

### 数据引发波动 强势格局未改

13日央行公布的7月新增人民币贷款仅为3852亿元。Wind资讯显示，这一数值远低于此前的市场预测值7406.8亿元，也远低于上年同期数值和上月数值。数据一经发布，立刻引发了市场强烈震动。原本强势冲高的沪综指在触摸高点——2230.99点之后，便一泻而下。原本因持续震荡而脆弱的市场情绪一度出现恐慌，各个市场指数均出现跳水行情。随后沪综指在2200点获得支撑，逐步止跌企稳。

同日下午，国家统计局发布的一系列经济数据也低于市场预期。例如，固定资产投资累计同比增速为17%，低于预测值17.3%；社会消费品零售总额同比增速为12.2%，低于预测值12.4%。不过，在经历了上午的冲击之后，市场在下午数据公布之时，指数在煤炭、钢铁等周期股的带领下上演了“海底捞月”的大戏，沪深两市主板市场双双收盘翻红，这给投资者带来一些惊喜，将市场情绪从悲观中挽救出来。

14日发布的全社会用电量累计同比增长4.9%，也低于上年同期数值和上期数值。当日沪综指早盘低迷震荡，午后小幅冲高后再度上演跳水行情，且尾盘周股并未再度力挽狂澜，最终沪综指以下跌0.74%报收，成为上周跌幅最大的交易日。

正当市场担忧之时，周五A股市场再度迎来“阳光普照”，A股市场各主要指数均呈现出节节走高的乐观态势，特别是中小板指上涨1.36%，成为市场焦点。

分析人士指出，面对经济数据的冲击，沪深两市出现了尾盘拉升亦或是次日上涨的恢复走势，显示出蓝筹股调整的意愿不强，市场强势格局未改变。但数据对于乐观情绪的打击或在一定程度上减弱市场上攻动能，短期高位整固或将延续。

### 短期整固蓄势 轮动产生机遇

经济数据回落引发了市场的观望情绪。前期A股市场在蓝筹股的强势拉升带领下，连续突破多个阻力位，成功站上2200点上方。这种态势使部分投资者迅速被“幸福”冲昏了头脑，忘记了正在进行中的工业去产能、产业链景气度下滑等负面因素。7月经济数据像一股清泉浇醒了这些沉醉中的投资者，观望情绪逐步产生。

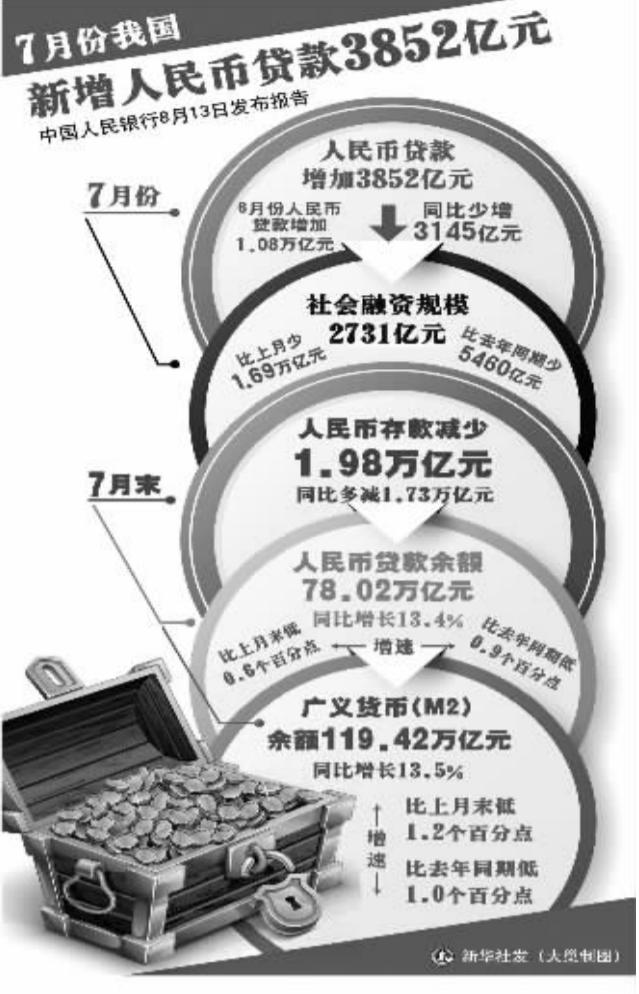
不过，从积极方面来看，政策面、经济面和资金面大概率支持行情整固后进一步上攻。首先，经济改善的力度弱于预期，使得市场对后期稳增长政策预期加强，从而支撑市场的走势。分析人士指出，当前房地产限购政策松绑仍在进行中，进一步经济刺激措施、适度宽松的货币政策值得期待。尽管未来短期经济数据仍可能出现波动，但经济下行风险可控，企稳回升将是主基调。

其次，在政策宽松、经济企稳、沪港通等事件驱动下，海内外对A股市场的关注度提高。中金公司表示，随着沪港通和国企改革主题的升温，EPFR数据显示截至8月6日的一周中，约19亿美元资金流入香港/中国股市，为连续第九周资金流入，且流入资金量处于历史高位水平，显示出投资者参与中国股市的热情持续高涨。同时，A股账户活跃度持续回升，目前已经达到春节以来的最高值；新增账户数连续7周维持在相对高位水平。

短期内行情的整固伴随着资金调仓，由此也将给投资者带来机遇。安信证券指出，如果前期流入资金撤离，则抛压主要在大银行、大地产等代表的“老蓝筹”上，而资金转移的方向是“新蓝筹”，即中生代成长行业中的龙头公司。分析人士指出，近期中小板的活跃、历史上蓝筹普涨后主题投资的盛行，都可以作为上述判断的依据。

“如果三季度经济再次出现下行压力，我们认为稳增长政策会继续加码，无论是货币政策还是财政政策都有望保持较宽松的格局。”申银万国首席宏观经济学家李慧勇认为。

诸多业内专家认为，单月数据异常可视为扰动因素，不宜过度解读，不能就此判断政策会立刻转向，还需要观察8月甚至整个三季度的情况。如果后续再贷款、再贴现、定向降准等政策未能达到预期目的，社会融资成本依然居高不下，稳增长遭遇的融资瓶颈迟迟未能打破，那么降息、降准等措施将是应然之举。



新华社发(大贾制图)

## 地产投资“警报”长鸣

子银行再度受到监管的制约，基础设施投资的资金来源存在较大压力，目前的高增速存在放缓风险。房地产市场持续调整，也增加了金融机构惜贷的风险。如果社会融资总量增速继续下滑，则容易与房地产的调整相互强化，形成需求下降—房价下跌—信用紧缩—需求下降的循环，造成较大的去杠杆压力。

汪涛认为，考虑到房地产行业的重要性及与其他经济部门千丝万缕的联系，房地产活动持续下滑可能会进一步加剧很多重工业产能过剩问题，从而进一步削弱企业收入增长和现金流、打击投资意愿。她还指出，目前微刺激措施可能不足以抵消房地产下滑对经济的拖累，到今年年底增长可能会再度面临明显的下行压力，决策层将进一步加码稳增长措施。“在这一背景下，我们预计2015年GDP同比增长

6.8%。不过，我们认为有15%的概率出现增速大幅滑坡至5%以上。”

民生证券研究院副院长管清友说，7月中旬以来，随着地方政府放松限购的行动不断升级，房地产销售的确出现了一些回暖迹象，但效果并不明显。从购房者的角度看，房贷环境仍偏紧，二季度个人住房贷款利率从6.7%进一步攀升至6.93%，刚需和投机性需求都会受到抑制。从地产商的角度看，压力同样有增无减。一是库存压力，未来去库存可能要持续数年，随之而来的是投资下行；二是融资压力，非标收紧、银行对地产项目愈发谨慎，短期内地产融资仍不容乐观。如果政策维持目前状态，年内房地产难言乐观，这将对上游制造业、地方财政收入、相关产业链消费等造成直接冲击，拖累经济复苏。

## 稳增长面临融资难题

有市场人士期待，中国版QE应加快出台，只有这样才能迅速解决融资难、融资贵的问题。分析人士称，今年以来货币政策强调定向宽松的基调，正是出于对调结构的考虑。政策的一个顾虑就是重新刺激房地产泡沫膨胀和加速其破灭，并引发更深的结构性难题，因而大幅放贷货币政策存在较多的顾虑，中国版QE短期内还看不到。定向支持开发性银行发放贷款或成为下半年稳增长的重要融资方式。

实际上，从数据看，中国的货币存量超过了美国和欧元区，因而当前解决货币流通速度的问题其实更为迫切，这与去产能、国企改革、财税体制改革等问题又交织在一起。

一些对利率不敏感的国企、地方融资平台沉淀了大量债务，在政府信用支持下挤占了大量信贷资源用来以新还旧或再扩张。

中金公司认为，解决融资难题需要加快机制体制改革。比如，加快利率市场化改革，其短期内可能提高金融机构的资金成本，对降低企业融资成本似乎没有直接效果，但长期来看，有利于发挥金融

市场对资金的配置作用，有利于金融资源在国有部门和以中小企业为主的私有部门之间合理配置，可以起到加强地方政府和国有企业的融资约束、同时降低民营企业融资成本的效果。但真正的利率市场化不仅是放松利率管制，还需要规范地方政府和国有企业融资，促进预算硬约束的配套改革，而这需要时间，难以立竿见影。金融领域改革的另一个主要方面是放松资本账户管制，这将有助于企业的融资渠道扩展至海外，长期看有利于降低企业融资成本，但这方面改革的推进速度存在不确定性，同样难以短期见效。

市场预期，在一系列配套改革难以取得立竿见影的情况下，短期内定向宽松政策依然可以有一定作为，比如降低民营企业以及中小企业的税收负担仍有不少空间，营改增的继续推进和增值税本身的改革可能是主要方向。另外，央行定向支持国开行发放贷款也可能成为下半年稳增长的重要融资来源，甚至不排除会通过窗口指导、行政监管等方式降低社会融资成本。

## 政策宽松预期或强化

对于未来定向宽松政策是否会发生改变，较多专家认为，短期内还不能轻言政策调整，还要看8月份的经济数据乃至整个三季度的情况。如果定向调控的效果不佳，不能排除在10月之前降息的可能，财政政策发力也还有较大的空间。

分析人士认为，政策对降低社会融资成本的诉求强烈，下半年定向宽松的态势可能还会持续，但可能难以看到融资成本显著下行。一是缓解融资难、融资贵的举措短期内很难触及问题的根本症结；二是央行对当前货币政策的两难溢于言表，目前亦尚未找到有效降低融资成本的办法。这意味着尽管还是强调定向宽松，但实质上全面宽松的政策仍可能会出台。

李慧勇表示，下半年货币政策除了坚持定向调控之外，不排除会在10月之前降息的可能，而财政政策不排除调高全年财政赤字水平。维持下半年经济保持平稳的判断，3-4季度增速在7.4%-7.5%左右，全年预计为7.4%左右。中金公司报告亦提出，7月货币融资数据的超预期下跌加大了未来政策放松的压力，短期内降低贷款基准利率和存款准备金率的概率有所上升。中信证券报告预计，财政政策下半年依然会维持积极的态势，实际财政赤字有望达到1.45万亿，比名义赤字超出1000亿。

未来，加大基建投资和公共服务等政府支出力度仍然是稳增长的重点。汪涛称，过去几年间决策层已大量投资于基础设施建设，部分领域基建投资进一步增长的空间已十分有限。不过，以下领域还存在较大的投资空间：铁路、地铁、城市公共交通、水利及废物处理、城镇地下管网、其他城镇公用事业、电力传输、清洁能源及环保项目。这些领域的投资占固定资产投资总额的比

## 险资探索服务 实体经济新模式

□本报记者 李超

国务院办公厅近日发布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》(下称《意见》)，将各项任务分解落实到一行三会等多部委。《意见》明确，保监会将参与抑制金融机构筹资成本不合理上升，缩短企业融资链条、大力发展直接融资、积极发挥保险担保的功能和作用等四个方面的工作。

专家认为，《意见》把缓解企业融资贵、融资难的任务分解到各个部门，这将督促相关部门提高效率，积极落实国务院的各项要求，预计相关细则很快会出台。考虑到保险业新“国十条”已经公布，险资将积极探索服务实体经济的新模式。

### “保险+信贷”利好小微

在“积极发挥保险、担保的功能和作用”方面，《意见》提出大力发展相关保险产品，支持小微企业、个体工商户、城乡居民等主体获得短期小额贷款。积极探索农业保险保单质押贷款，开展“保险+信贷”合作。促进更多保险资金直接投向实体经济。分析人士认为，保险机构有望获得税收等优惠政策支持以开发贷款保证保险，从而为商业银行等机构提供转移小微信贷风险的产品工具，保险机构的增信能力将有利于银行更多地将信贷资源向中小企业转移。

中国证券报记者了解到，目前国内多个地区已经开始探索“保险+信贷”的合作模式，其在为小微企业提供短期小额贷款、完善农业保障体系方面都发挥了重要作用，但相关业务开展仍受到地区间主体发展能力存在差异、农业保障水平参差不齐等因素限制。业内人士表示，保险机构的增信能力被银行所看好，但在风险控制团队方面，一些地方还存在人力储备不足的现象，有待进一步提升保险机构的服务能力。

在服务实体经济方面，以基础设施债权投资计划等为代表的保险资金运用行为呈现加码势头。在对资金运用安全性持较高要求、对投资收益不盲目追高的前提下，保险资金正在稳步参与和城镇化建设相关的项目，一定程度上缓解了实体经济融资难的问题。

保险公司人士对中国证券报记者表示，保险资管公司正通过多方面渠道积极与地方政府商谈投资合作事宜。仅基础设施债权投资计划方面，就有千亿量级的保险资金投向各地。虽然监管层提出要防范可能的投资风险，但整体上，保险公司仍愿意通过与资质良好的担保方、项目方合作，发行和设立的债权投资计划将继续增加。

### 积极拓展险资运用空间

在抑制金融机构筹资成本不合理上升方面，《意见》提出，大力推进信贷资产证券化，盘活存量，加快资金周转速度。尽快出台规范发展互联网金融的相关指导意见和配套管理制度，办法，促进公平竞争。进一步打击非法集资活动，维护良好的金融市场秩序。

7月底，保监会向各保险资管公司、长江养老保险内部下发《项目资产支持计划试点业务监管口径》文件。对项目资产支持计划投资的基础资产及交易结构进行明确规定。业内人士表示，《监管口径》在交易结构方面的要求是参照一般资产证券化产品标准设定，项目资产支持计划有望成为保险资管公司资产证券化的业务平台，对信贷市场将产生积极影响。

公开资料显示，保险资管公司可发行的基础设施债权计划、不动产计划、保险资管产品和项目资产支持计划四项工具中，前三项均实行注册发行制。业内人士表示，项目资产支持计划目前仍实行审批制度，存在较大的创新空间，保险资金在此方面发挥的作用，已经被《意见》所明确，政策红利可期。

专家认为，《意见》把缓解企业融资贵、融资难的任务落实到具体部门，相关部门的配套细则将很快出台，保险资金在服务实体经济上将发挥更大作用。

《意见》还提出，进一步促进私募股权和创投基金发展。逐步扩大各类长期资金投资资本市场范围和规模，按照国家税收法律及有关规定，对各类长期投资资金予以税收优惠。

这也与日前公布的保险业新“国十条”中“鼓励保险公司通过投资企业股权、债权、基金、资产支持计划等多种形式，在合理管控风险的前提下，为科技型企业、小微企业、战略性新兴产业等发展提供资金支持；研究制定保险资金投资创业投资基金相关政策”等提法相呼应。业内人士认为，对于保险资金一类的长期资金给予税收方面的优惠，将成为下一步推动其投资资本市场的巨大动力。超过9万亿的保险资金在各领域的资产配置比例仍有很大的优化提升空间。