

深交所总经理宋丽萍： 海外投资者参与中国资本市场热情高涨

□本报记者 顾鑫

深交所总经理宋丽萍27日在《“财经”年会2015：预测与战略》上表示，“沪港通”成功启动，使资本市场开放的质量、规模上了一个新台阶。海外投资者对中国资本市场加快国际化进程的抉择和方向形成了更加稳定的预期，参与热情进一步高涨，更多大型机构正在积极、长远地布局中国资本市场。

宋丽萍表示，自2002年11月开始试点以来，QFII制度已有12年实践经验，截至11月24日，共有272家QFII机构，总投资额度为640.61亿美元。从时间跨度和覆盖面看，QFII是了解、理解

海外机构投资者一个很好的窗口。总结QFII十二年的实践经验，三个方面有启发意义，也是今后需要关注的。

一是QFII的投资理念。12年前引进QFII时，监管层希望这批机构投资者能够长期投资、价值投资，从而在市场稳定和价格发现方面发挥独特作用。从整体上的配置偏好、换手率看，QFII践行了监管层所希望的价值投资理念，市场也认识了它们的投资理念。在投资判断中，QFII在A股市场率先纳入上市公司社会责任和诚信表现，更加关注并积极参与上市公司治理，这些理念和做法在很大程度上促进了境内投资理念转变。

二是QFII对实体经济和产业的理解。QFII在境外投资历史较长，经验丰富，经历过发达市场和新兴市场的产业周期循环和产业升级过程，有条件从更为宽广和长远的视野来分析和理解这些产业。例如，我国正在快速发展的产业包括一些新兴行业不少在境外已发展得较成熟，QFII理解产业的经验就可部分移植到中国市场。

三是QFII成熟的管理理念和完善的管理制度。以选择国内资产管理人为例，QFII一方面注重长期投资回报，不因短期业绩波动给管理人过多压力，可以说是“用人不疑”；另一方面，QFII在选择管理人时有一套非常严格科学的流

程，能得到青睐的管理人并不多，可以说是“疑人不用”。

宋丽萍表示，资本市场的国际化是双向的，我们需要更多地了解、理解海外投资者，也需要让更多的海外机构投资者了解、理解我们的市场、上市公司和机构。2013年以来，深交所在这两个方面都在进行积极、较为系统的尝试。一方面，深交所启动了“会员之家”，其中一个重要内容是为会员提供包括国际化内容的培训；另一方面，深交所启动“境外投资者走进深交所上市公司”的系列活动，一年来组织了7期，来自美国、欧洲、东南亚和香港等地的数十家机构投资者近200人次与数十家上市公司进行了交流。

刘煜辉：降准逻辑时间窗口打开

量化降准引导市场利率下行，然后降息追认

□本报记者 任晓

中国社科院金融所研究员、广发证券首席经济学家刘煜辉对中国证券报记者表示，货币金融政策为经济和市场风险兜底是“新常态”政策核心之一。新一轮信贷扩张和地产复苏概率不大。从逻辑上讲，下调存款准备金率的时间窗口可能打开。未来价格特别是地产价格的下行逼迫货币政策不断发力，后续货币政策大概率的路径是：量化降准以引导市场利率下行，然后再官方降息予以追认。

存量改造或现大手笔

中国证券报：如何理解“新常态”下的货币政策取向？

刘煜辉：当前总需求下行速度在加快，这在数据上表现得很明显，特别是代表实物交易的一些硬数据持续疲软，如挖掘机、重卡、铁路货运、发电、黑色金属价格。同时，信用萎缩明显。前10个月，社会融资规模同比减少1.27万亿元。价格下行压力大，大宗商品价格和工业品出厂价格长时间通缩且在加剧，反映了企业去库存过程遥遥无期。

我们一直判断，中国经济目前可能处于地产周期（长周期）和债务周期（中周期）顶部叠加。

政策层面确立了“新常态”。“新常态”的核心有两个：一是接受经济会逐步下行的事实，这意味着对“潜在增长中枢下行”规律的尊重和服从；二是准备一整套货币政策机制对经济和市场风险的兜底，守住市场不发生系统性风险的底线，从而为改革赢得时间。

当下所有着力于需求端的政策感觉上都只是对经济下行的一种“事后”追认。这种感觉与之前的“刺激”存在微妙差异。简单地讲，以前是怕经济下行而不让它下行，而当下是经济一定会下行，只不过想办法给个“缓冲垫”，别摔坏了。

我们可能应该在这个意境下理解“新常态”下的宏观政策，不要简单地对应为“刺激”。

从中央全面深化改革领导小组确定的几项工作看，未来国企部门和地方政府被预算约束，没有空间；银行的扩张欲望早就收敛了，非标增量几乎处于停滞状态，批发业务呈收缩态势，资源开始向零售业务倾斜，新一轮信贷扩张和地产复苏概率不大，信贷和货币量将延续减速趋势。

从最近发布的一系列政策看，存量经济调整进入实质性操作阶段并会贯穿明年全年。在新框架下，地方增量被预算严格掐住，没有空间，增量和存量中公益性的部分将直接转化为社会资金成本的原因之一。

沈建光：本轮降息的背景是中国经济的“双低”格局。当前增长、通胀“双低”，尤其是存在通缩风险，货币政策确实需要更加积极。

在工具选取方面，常规性工具被束之高阁不符合货币政策转型的要求，进一步降准、降息仍有必要。从这个角度看，央行启动降息对于扭转经济下滑态势有积极意义。更进一步，与降息相伴的是利率市场化的加快，意味着未来货币政策框架将沿着汇率转向利率，数量型工具转

向和准备得差不多了，尽管依然会影影绰绰，让市场忐忑地猜，但它确实真实存在。明年存量改造可能是前所未有的大手笔。例如，金融企业坏账核销的门槛可能大幅降低、PSL抵押条件放松、推出特别债券或其变种来转化公益性债务。总之，金融救援、存量债务清理和地方预算锁紧等一套东西会一起上。利率趋势性下行将是大概率事件。

已进入降息通道

中国证券报：目前是否已进入降息周期？

刘煜辉：6月在事实上已进入降息通道，量化操作不仅仅是量，还融入了价格的引导。例如，6月央行对国家开发银行实施1万亿元的PSL（抵押补充贷款），利息为4.6%，而同期1

年期shibor是5.2%；9月央行对四大国有银行实施5000亿元的MLF（中期借贷便利），利率为3.5%，而同期3个月shibor是4.5%。此外，7月、9月、10月、11月四次下调14天正回购操作利率，降至3.2%。

在某种意义上，未来央行下调基准利率只是属于对市场利率下行的一种事后追认。

上周央行开始下调存贷款基准利率，与目前的宏观条件关联。现在的主要矛盾是价格下跌压力快速上升，为此央行只能跟上价格下行的步伐。我们允许和接受总需求下行压力释放，但也要防止经济和投资失速。简单地看，去年10月CPI同比涨幅是3.2%，今年10月是1.6%，低1.6个百分点，但信贷投放名义利率还在7%以上甚至略升，实际利率上升压力凸显。

名义利率如果跟不上价格下行节奏，意味着资金会进一步加速萎缩。

此次下调贷款基准利率，降低了实体经济中存量债务主体的财务成本，但对增量仍难以形成正向效果。调低贷款基准利率是银行对实体经济让利，预计下一步是央行对银行让利，否则单边降息导致银行息差收窄后，惜贷情绪可能有增无减，不大可能改变投资和产出加速放缓的局面。从逻辑上讲，降准时间窗口可能打开。

未来价格特别是地产价格下行将逼迫货币政策不断发力。后续货币政策大概率的路径是，量化降准以引导市场利率下行，然后再官方降息予以追认。这是一种缓慢释放风险、减杠杆的节奏。

民生银行首席研究员温彬、瑞穗证券首席经济学家沈建光认为 降准箭在弦上 降息仍有空间

□本报记者 任晓

民生银行首席研究员温彬对中国证券报记者表示，存款准备金率下调箭在弦上。SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等创新政策工具虽能在一定程度上缓解流动性压力，但属于治标之策。瑞穗证券首席经济学家沈建光表示，随着外汇占款的降低，维持高准备金率的必要性已降低。国务院“融十条”表明决策层改变“融资难、融资贵”状况的坚定决心，预计12月有望启动新一轮降准。

常规性货币政策工具应唱“主角”

中国证券报：此次降息意义何在？能发挥多大作用？

温彬：今年以来，央行创新货币政策工具，同时使用定向工具，在稳增长方面发挥了积极作用，但“融资难、融资贵”的问题没有根本解决。特别是在当前工业生产放缓、投资增长动力不足的背景下，通货紧缩隐忧显现，需要央行及时对货币政策采取相应调整，在增加流动性的同时，大幅下调贷款基准利率，切实降低全社会融资成本。

沈建光：本轮降息的背景是中国经济的“双低”格局。当前增长、通胀“双低”，尤其是存在通缩风险，货币政策确实需要更加积极。

在工具选取方面，常规性工具被束之高阁不符合货币政策转型的要求，进一步降准、降息仍有必要。从这个角度看，央行启动降息对于扭转经济下滑态势有积极意义。更进一步，与降息相伴的是利率市场化的加快，意味着未来货币政策框架将沿着汇率转向利率，数量型工具转

向价格型工具的方向推进。在货币政策转型的背景下，常规性工具仍应是主要选择。央行创新手段实际是货币政策在承担改革发展任务时，面对结构性矛盾所采取的次优选择，只是过渡性手段，并非长久之计。当前基准利率体系尚不清晰，利率传导机制不畅通，发展各类金融市场，打造基准利率体系，通过确定短期利率进而引导中期利率，形成反映流动性偏好与风险溢价的收益率曲线，这些仍是重点任务。

存在继续降息空间

中国证券报：中国是否已进入降息周期？存款准备金率是否也会下调？

温彬：既然降息，就无须排斥降准，存款准备金率下调箭在弦上。居高不下的法定存款准备金率主要是为了对冲外汇占款，但随着国际收支日趋平衡，央行通过外汇占款投放基础货币的机制发生根本改变。为了补充因外汇占款收缩导致的流动性不足，央行通过SLO、SLF、PSL、MLF等创新工具虽能在一定程度上缓解流动性压力，但属于治标之策。同时，商业银行缴存的法定存款准备金仅获得1.62%的存款利率，同时又以至少3%的利率从央行获得流动性支持，从而间接增加银行经营成本，成为高社会资金成本的原因之一。

2012年一季度以来，GDP增速开始进入“7”时代，随后6月和7月连续两次降息。此后两年多时间里，法定基准利率不变主要是因为实体经济领域出现“制造业冷、房地产热”的二元格局，而当前房地产库存高企，销售、投资下滑，通过降息稳增长的理由变得充分。目前投资和消费主体加杠杆的意愿不强，未来宏观经济陷入通缩风险正在上升，从这个意义上讲，降息刚刚开始。

沈建光：降息周期已开启，明年GDP增速会降至7%左右，通胀水平较低，继续降息的空间仍存在。对于降准，5月我曾提出降准的必要性包括以下四点：一是外汇占款降低，资金双向流动更加平稳，降低了维持高准备金率的必要性；二是货币政策工具需要更多地采用价格型工具，而维持过严的数量控制不利于价格发挥作用；三是伴随存贷差的缩小，20%的准备金率可能已超出最优准备金率的理论值；四是相对于国际上其他国家，中国的存款准备金率过高。目前看来，这些理由仍然成立。国务院“融十条”表明了决策层改变“融资难、融资贵”状况的坚定决心。预计12月有望启动新一轮降准。

汇率双向波动将再扩大

中国证券报：降息对人民币汇率走势有什么影响？

沈建光：降息短期引发汇率贬值预期，但在贸易顺差较大、国内经济增长好于国外的情况下，人民币重启单向贬值的空间不大。近几年，人民币汇率更加接近均衡状态，贸易与资本项目双顺差格局有明显改变，未来人民币汇率将更加浮动，这意味着货币政策由汇率转向利率的时机更加成熟。预计明年人民币对美元汇率将整体保持在6左右，但双向浮动范围将进一步扩大。

温彬：中美货币政策的不同步将导致中美利差收窄，虽令人民币汇率承压，但人民币对美元汇率总体会保持稳定，双向波动仍是常态，大幅升值和贬值的概率都不大，中国央行也会根据宏观经济金融形势需要合理引导人民币汇率预期。

下一阶段，中国国际收支中资本项目逆差可能频繁出现，但我国外汇储备充足，货币政策工具灵活，可以有效应对跨境资本流动的冲击。

抵押已出售房产 挪用业主首付款 惠州开发商奇招出尽难脱资金困局

民间借贷、工程款、挪用的首付款等，合计接近两亿元。

知情人士透露，9月以来，该公司财务吃紧，老板变卖私家车，还发动亲戚朋友帮助筹钱。公司曾试图将手中估价8000万元的地皮抵押借款，并且愿意支付高额利息，但无人施以援手。公司在惠州等地有一些资质较好的地块，已与一些买家接洽，希望通过转让土地获得救急资金，但惠州本地开发商不愿“趟浑水”，公司只能选择与外地买家接触。

此前，该公司向惠州当地某银行申请的一笔贷款获批，原本指望以此渡过危机，但公司因为拖欠工程款与承建方发生纠纷，银行闻讯后收回了这笔贷款。

销售融资两头承压

类似的剧情此前也曾在惠州上演。今年5月，作为惠州当地“龙头”房企之一的光耀地产陷入资金链危机。如今，当地再次曝出房企资金链危机。中国证券报记者赴惠州调研获悉，当地某小型开发商为了缓解资金压力，通过抵押已出售的房产来融资。目前，该公司虽然政策和市场有所转暖，但中小房企的资金链仍在经受严峻考验。

试图断臂求生

惠州市惠城区某楼盘业主反映，自己购买的房子处于抵押状态。中国证券记者在惠州调研获悉，由于缺少周转资金，该楼盘的开发商将房屋抵押进行融资，还挪用业主支付的首付款，目前未解押的首付款合计超过500万元。

中国证券报记者多次联系该开发商负责人，但对方手机一直处于关机状态。知情人士透露，该公司在惠州属于小型开发商，手中虽有几块地，但已开发完毕的只有上述曝出“抵押风波”的项目。目前该公司的负债包括银行贷款、

惠州市统计局公布的数据显示，2010年，惠州市房地产开发投资额267.9亿元，同比增长52.8%，创5年新高；2011年，同比增长40.9%，是5年次高值。2008年至2013年，惠州市商品房建筑面积直线上升，由2059.3万平方米增至5810.7万平方米，累计增幅高达182%。

在销售方面，惠州市商品房销售金额从2009年开始一路攀升，2013年达到672.1亿元的峰值。今年以来，形势急转直下。1—10月，全市商品房销售面积754.66万平方米，同比下降13.0%；商品房销售额450.44亿元，同比下降9.9%，降幅比前三季度扩大0.8个百分点。

市场低迷导致小开发商回款困难，而银行收紧信贷无异于雪上加霜。中国证券报记者走访惠州当地银行获悉，目前银行对房地产开发贷款的审批更为谨慎，不仅资质较差的开发商很难获得贷款，而且审批权限也由银行总行掌握。知情人士称，今年上半年银行信贷收紧，中小开发商融资环境恶化。虽然“9·30”新政出台，信贷政策有所放宽，但中小开发商受限于自身条件，仍很难获得银行的支持。

多地房企曝出资金链危机

惠州市场的状况只是一个缩影。今年以来，多地房企曝出资金链危机。8月，湖南省房地产行业信用信息领导小组公布的二季度湖南省房地产企业不良行为名单显示，湖南省有77家房企因资金链紧张、拖欠欠款等问题而被提示或警示，长沙市33家房地产企业有不良记录，岳阳、永州、邵阳、衡阳、郴州、株洲、张家界等地的44家房地产企业也被提示或警示。

除二三线城市外，一些在一线城市拥有项目的中小房企也在经受考验。近日，位于广州市海珠区的某楼盘延期交楼，开发商向媒体承认资金周转困难。东莞某小型开发商在广州的多个楼盘被查封，原因也是资金链紧张。业内人士表示，整体而言，“9·30”新政出台后，房企的情况相对好一些，目前其当务之急是抓紧市场回暖的良机，跑量回款。世联行董事长陈劲松表示，今年房地产信托出现兑付问题，开发商的融资渠道进一步收紧。中小房企年底的“故事”会非常多，行不行就看年底了，能卖项目、资金能接续上的房企或许可以撑过去。

10月规模以上工业企业 利润同比降2.1%

□本报记者 顾鑫

国家统计局27日公布，1—10月，全国规模以上工业企业实现利润总额49446.8亿元，同比增长6.7%，增速比1—9月回落1.2个百分点。其中，10月实现利润总额5754.7亿元，同比下降2.1%。

国家统计局工业司何平表示，10月工业利润下降的主要原因有三点：一是产品销售增长缓慢，市场需求不旺导致生产和销售有所放缓。二是成本上升快于销售增长。尽管原材料价格有所下降，但由于劳动力成本刚性上涨，企业成本增速快于主营业务收入增速。三是价格走低挤压盈利空间。10月因产品出厂价格同比下降2.2%，企业主营业务收入减少约2160亿元，而因原材料购进价格下降2.5%，主营业务成本减少约1560亿元，两者相抵，利润总额净减少约600亿元。

10月，尽管煤炭、石油天然气开采、黑色金属矿、石油加工、建材、钢铁等传统上游能源和原材料行业利润下降明显；但食品、纺织服装、文体娱乐用品、化工、医药、汽车等满足生活消费或转型升级的行业利润保持了较快的增长。从总体情况看，工业利润仍保持一定增长，利润率稳中略升。1—10月，主营业务收入利润率5.57%，比1—9月提高0.05个百分点，显示在新常态下工业经济效益总体呈平稳运行态势。

节能技术装备制造企业 上市融资获支持

□本报记者 王颖春

发改委和工信部日前印发的《重大节能技术与装备产业化工程实施方案》提出，到2017年，高效节能技术与装备市场占有率达到10%提高至45%左右，产值超过7500亿元，实现年节能能力1500万吨标准煤。支持符合条件的节能技术装备制造企业上市融资、发行企业债券。

方案提出，要利用中央预算内资金加大对重点节能技术与装备产业化项目的支持。鼓励政策性银行、商业银行、融资担保机构开展金融产品和服务方式创新，加大对节能技术与装备产业化的支持；建立多元化投资机制，鼓励风险投资基金、民间投资和外资加大对节能技术装备制造企业的投入；支持符合条件的节能技术装备制造企业上市融资、发行企业债券；通过完善和落实相关金融政策，建立促进重大节能技术与装备产业化的绿色融资机制。

存款保险制度 料明年初推出

（上接A01版）中金公司固定收益团队认为，参照美国经验，保险额度是相对动态可调整的，如美国在起初几次大的调整后稳定在一个相对合理的水平，并参考通胀水平每五年进行相应的调整。

通常情况下，国际上存款保险限额大多集中在人均国内生产总值（GDP）2—6倍左右的水平。2013年中国国内生产总值（GDP）为568,845.20亿元，2012年末全国大陆总人口为135,404万人，中国人均GDP大致为42,011元。用50万存款保险限额/人均国内生产总值42,011元，比值为11.9倍，比较符合我国储蓄率高的基本国情。

对商业银行业绩影响小

未来建立存款保险制度，要求商业银行上缴保费。专家对此表示，保费金额对金融机构财务状况的影响会很小。

业内人士介绍，我国存款保险制度是在银行体系运行比较平稳时期建立的，估计起步时的费率不必太高，可以通过一段时间的逐年收取，逐步积累存款保险基金。

假设一开始的平均存款保险费率为万分之二。同时以一年定期存款为例，其利率是百分之三，那么金融机构缴纳的保费尚不足其利息支出的百分之一。再比如，与存款利率调整联动影响资金成本0.25个百分点相比，存款保险费的影响是十分微小的。存款保险制度如果实行差别费率，对于经营和风险管理情况较好的上市银行，其费率还会更低一些。经过近几年改革，银行资产质量、资本实力、盈利能力明显提升，存款保险的成本能够承受。