

Focus

# 货币信贷增幅明显回落 从紧货币政策仍需坚持

从紧货币政策实施半年来,央行拿出了一份令人欣慰的答卷。央行昨日公布了上半年货币信贷数据,结果显示,广义货币供应量(M2)增幅回落至17.37%,狭义货币供应量(M1)更是回落至14.19%,为2006年6月份以来的最低值。与此同时,上半年新增贷款为2.4525万亿元,贷款增速降至14.12%,为27个月以来的最低值。从紧货币政策取得了显著效果。

业内人士指出,在当前的经济环境下,未来仍需坚持从紧货币政策的方向不变,但在调控过程中应更加注重结构性因素。

◎本报记者 苗燕

## “喇叭口”呈持续扩大趋势

数据显示,6月末,M2余额为44.31万亿元,同比增长17.37%,增幅比上年末高0.63个百分点;M1余额为15.48万亿元,同比增长14.19%,增幅比上年末低6.86个百分点。市场货币流通量(M0)余额为3.02万亿元,同比增长12.28%。上半年净回笼现金194亿元,同比多回笼2亿元。

继5月份M1、M2在17个月以来首次出现“喇叭口”反转后,6月份,两者的增速差进一步扩大至3.18%。兴业银行资金运营中心分析师鲁政委认为,如果M1、M2的“喇叭口”转正并能够持续保持在较高水平,那么,这在趋势上或许预示着未来通胀压力将趋于缓解。而M2回落幅度低于M1,同时M0增速较高,意味着活期存款下降较为明显,未来资本市场和实体经济投资活动可能趋缓。

分析人士指出,M2增速快于M1的主要原因是由于存款同比上升,而贷款同比下降。事实上,由于今年以来股市的不景气,从2月份起,存款增速在连续12个月低于贷款增速后,开始出现逆转。

## 贷款增速持续低位运行

从紧货币政策实施以来,让市场

感受最深的就是银根紧缩带来的信贷紧缩。统计显示,上半年人民币贷款增加2.4525万亿元,同比少增899亿元。截至6月末,金融机构人民币各项贷款余额28.62万亿元,同比增长14.12%。

6月份,人民币各项贷款增加3324亿元,同比少增1190亿元。按照年初设定的全年新增贷款不超过3.6万亿元的目标,上半年的新增贷款余额已达全年额度的约68%,但贷款增速控制较好,未超出既定增长目标。全年如果要保持总额度“不超标”,未来6个月的平均月新增贷款数需维持在1900亿元。

从贷款结构来看,居民户贷款增加额下降较为明显。上半年居民户贷款共增加4602亿元,同比少增2139亿元;非金融性公司及其他部门贷款增加19923亿元,同比多增1240亿元。

另一个值得关注的现象是,6月末金融机构外汇贷款余额为2753亿美元,同比增长48.63%,上半年外汇各项贷款增加553亿美元,同比多增388亿美元。其中,主要的增长来自于第一季度。

据记者此前了解,目前我国的外汇贷款余额已经超过了外汇存款,外汇贷款实际上已经成为一种变相的外债。不少专家也认为外汇贷款增加

多,而企业外汇存款增加较少,表明外汇贷款主要被用于套汇而非用于流动资金。为此,央行在今年4月份收紧了外汇贷款的闸门。

## 从紧货币政策或继续实施

对外经贸大学金融学院副院长丁志杰指出,上半年,从紧货币政策的着力点是控制资金的可得性。随着央行年内5次上调存款准备金率,累计回收资金约1.2万亿元,同时配合多次央票发行及窗口指导,流动性得以有效控制,信贷增速也在按既定方向发展。

尽管从紧的货币政策导致了部分企业的资金缺口,及部分银行的流动性短缺,但从整体来看,银行间体系的流动性仍然较为充裕,通胀压力仍然较大,坚持从紧货币政策的条件未发生改变。

鲁政委认为,7-8月份,法定存款准备金率仍然可能继续上调,同时,人民币汇率的弹性将在第三季度继续扩大。

丁志杰则认为,加息在当前来说,仍然不失为一种好的选择。他预计,年内将至少加息一次。他同时指出,应适度放松行政性的信贷限制,使更多的资金需求从正规的金融体系得到满足。

## 机构观点

# 加息将更为谨慎

◎本报记者 唐真龙

针对昨日中国人民银行发布的货币金融数据,央行研究部发布研究报告表示,下半年,考虑到我国经济增速有趋缓迹象、部分企业出现经营困难,货币政策在工具的选择以及实施的力度和节奏上都将更加灵活。

央行研究部对下半年货币政策取向做出三点判断:

首先,法定存款准备金率的上调频率和幅度都将低于上半年。预计下半年法定存款准备金率将提高2次、1个百分点以内。且近期调整的可能性

较小。这是因为法定存款准备金率已经屡创历史新高,其边际效应应进一步加大,中小银行的流动性已经比较紧张,正遇到吸收存款能力较弱、贷款增速较快、资金拆借成本高的三重困难。而存款准备金率作为总量工具,无法有效兼顾各类金融机构的流动性差异。因此,法定存款准备金率不会大幅多次调升。央行将可能通过定向央票或者差别存款准备金率等手段有针对性地回收流动性。

其次,加息将更为谨慎,非对称加息是首选。在CPI增幅缓慢下降、经济下行风险加大、美联储尚未升

息、热钱流入规模依然偏大的情况下,我国加息仍将比较谨慎。出于抑制通胀压力的考虑,如果加息很有可能采取存款利率上升大于贷款利率上升的不对称加息方式。

第三,年内信贷总量调控措施有可能适度放松。目前,部分企业、特别是中小企业借款困难、资金成本高昂,少数企业出现资金链断裂的风险。居民按揭贷款的增长速度大大放缓。在经济下行风险加大的情况下,不排除适度放松信贷总量调控的力度,以缓解因对总量进行调控而产生的结构性矛盾。



上半年我国金融运行主要数据

项目	总额	同比增幅(%)
广义货币供应量(M2)	44.31万亿元	17.37
狭义货币供应量(M1)	15.48万亿元	14.19
市场货币流通量(M0)	3.02万亿元	12.28
人民币存款	43.90万亿元	18.85
人民币贷款	28.62万亿元	14.12
外汇储备	18088亿美元	35.73

张大伟 制图

## 看点

# 居民储蓄加速反弹 成新增存款主力

◎本报记者 苗燕

随着今年以来股市的持续走弱,居民存款重新回到银行,并由此带动了今年上半年金融机构人民币存款的大幅上扬。

央行昨天公布的上半年货币信贷数据显示,今年上半年人民币各项存款增加4.9649万亿元,同比多增1.5774万亿元。其中,居民储蓄存款上半年共增加2.2070万亿元,同比多增1.3798万亿元。统计显示,在1-6月份的新增存款中,有超过44%的存款是由居民储蓄存款贡献的。6月份当月,人民币各项存款增加7715亿元,居民户存款达3731亿元,居民存款对新增存款的贡献率达到了48.36%。此外,非金融性公司存款增加1.6256万亿元,同比少增270亿元;财政存款增加1.0234万亿元,同比多增1962亿元。

存款的回流与股市的走势有着极为密切

的关系。记者从中国证券登记结算中心公布的月度投资者开户数据中发现,今年1-5月份的投资者开户数较2007年同期明显下降。今年2月份以来,投资者开户数一直维持在200万户以下,5月份的开户数更降至105万户,与去年5月份开户数达560万户的繁荣景象无法相提并论。6月份随着指数突破前期低点,周开户数也缩减至16万-17万户,此后周新开户数较6月份有所回升。

兴业银行资金运营中心鲁政委指出,随着股市反弹带来部分股民和基金解套、房市继续观望、居民投资心态趋于谨慎、上年基数下降等方面因素共同作用,预计后续月份储蓄存款可能继续加速反弹。他指出,储蓄的快速增长将为银行固定收益理财产品的发展提供了良好契机。而他同时认为,居民储蓄的快速反弹,也暗示未来对外汇流入的控制应将个人项下结汇纳入监管视野。

## 新闻分析

# 外汇储备高速增长 带来新挑战

今年上半年,我国外汇储备呈现继续高速增长之势。中国人民银行14日公布的数据显示,前6个月我国外汇储备新增约2806亿美元,增速达35.73%,月均增长约468亿美元,虽然6月份外汇储备增长明显放缓,当月仅增长119亿美元,但从上半年情况看,月均增速远远超过去年385亿美元的水平。

目前,我国外汇储备达18088亿美元,在原有世界第一外汇储备国的位置上,外汇储备规模持续攀升。拥有充足的外汇储备,有利于增强我国对外支付和清偿能力,提高海内外对中国经济的信心,防范国际收支风险,为国内经济发展和深化改革创造良好的条件。

“在当前全球金融风险加剧之时,我国充足的外汇储备对货币危机将更具有抵御能力。而且一旦投资者信心动摇,市场出现危机之时,政府会有很强的干预能力。”中国社科院金融所货币理论与货币政策研究室主任彭兴韵说。

充足的外汇储备往往会对国际游资起到震慑作用,兴风作浪的投机资金不会“浪费弹药”攻击储备大国的货币,否则会增加其对冲成本。

但正如一枚硬币的两面,高额外汇储备一方面让中国经济信心满怀,另一方面,也不得不继续承担储备高速增长带来的流动性过剩,以及由此可能衍生的相关风险。

不断攀升的外汇储备直接导致央行以外汇占款的形式被动投放基础货币,带来流动性过剩局面,愈发加剧当前通胀压力,并对央行货币调控的自主性和有效性形成一定制约。此外,也得格外警惕热钱逆转所引发的风险。

经济学家说,一个家庭需要存放一点零花钱,以备不时之需;一个国家需要储备一点外汇,以备不时之需。这个钱多了浪费,少了不行,得适度。

一国应持有的外汇储备规模应该是多少?这在经济界并无定论。但我国已拥有传统意义上足够应对国际收支短期困难的储备要求,而且当前应抑制外汇过快流入,促进国际收支平衡,已成为目前共识。

当前一个重点是加强跨境资本流动的监管。“一是要扎紧篱笆,控制热钱的流入;二是要提高流出的成本,最大限度地让热钱‘裸泳裸出’。”中国建设银行金融市场部副总经理谷裕说。

商务部研究院研究员梅新育建议说,要进一步增强人民币汇率的双向波动特点,降低对人民币单边持续升值预期,改变投机资金持续涌入的现状。

值得注意的是,外汇局、商务部、海关总署于近期连续发文,出台了加强跨境资本流动监管的相关政策。

央行今年一季度的货币政策执行报告也说,针对外汇大量流入的局面,近年来我国已经全面推进外汇管理体制的改革。“未来一段时期,加强和改进外汇资金流入和结汇管理,减少套利资金违规流入和结汇,是配合当前宏观调控的需要,也是为国内经济结构调整,完善人民币汇率形成机制等争取时间。”

一个可喜的现象是,6月份外汇储备增速明显放缓。当月增加119亿美元,同比少增281亿美元。

(据新华社电)

# 混业经营 房地产业的“免费午餐”

——兼谈北辰实业的盈利模式

招商证券 贾祖国

诺贝尔奖得主马可维兹告诉我们,如果说经济社会中存在所谓的“免费午餐”,那么唯一的途径只能是依靠风险分散化,也就是常说的“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”。

对于企业而言,具有相同的盈利模式和风险收益特征的资产可以被视为一项资产,企业整体可以被视为多个资产构成的资产组合。

对于房地产业而言,虽然房地产业与经济周期高度相关,但是房地产开发(一次性出售)与投资物业和零售商业(多期出租为主)却具有不同的盈利模式和风险收益特征。在从事房地产开发的同时,投资于物业和零售商业等的混业经营模式比单纯的房地产开发更加能够抵御市场风险。在房地产业不景气的时候,这一点显得尤为重要,却并未得到企业的足够重视。

北辰实业的混业经营模式可以为低谷中的房地产企业提供一个有益借鉴。北辰实业是北辰集团下属的子公司,主营业务包括房地产开发、物业投资和零售商业的经营。北辰实业1997年上市,并于2006年回归A股,在上交所挂牌。其控股股东北辰集团是老牌的房地产公司,早在1986年就受北京市政府委托建设亚运村及配套设施。2008年奥运会期间,北辰实业负责兴建国家会议中心、奥运媒体村及配套设施。

2007年,北辰实业的收入为43.54亿元,其中投资物业和零售商业收入合计14.32亿元,占比32.89%。截至2007年底,公司在北京亚运村经营着包括2家酒店、2个写字楼、1个国际会议中心、1个公寓群和1个购物中心等总建筑面积达47万平方米的大型综合物业群。随着国家会议中心、北辰时代大厦及周边物业的逐步投入运营,2009年公司的投资物业及零售商业持有并经营的面积将达到120万平方米。这将大幅提高公司在上述两个业务板块的收入。

毫无疑问,依托投资物业和零售商业能够产生较为

稳定的现金流,可以为房地产公司提供“保底”的收入来源,从而支持新项目的开发。北辰实业的抗风险能力优于其他纯粹性房地产开发企业。

从世界范围来看,房地产业具有周期性无可厚非。但在历次地产业衰退时,总有公司能够从危机中走出来并得以发展壮大,它们往往都是混业经营的典型。1997年亚洲金融危机重创香港地产业,其后的8年间一直处于低迷状态,其房价跌幅在6成以上。九十年代的日本也经历了类似的地产业动荡,其房价跌幅最大高达70%。不过与大幅波动的楼价相比,住宅地产和商业地产的租金变动往往趋于平稳。在市场低谷,房地产企业普遍缺乏资金的情况下,谁拥有稳定的现金来源,谁就无疑占据着市场的主动权,为其投资新的项目或兼并同行企业带来无以伦比的优势。

2008年,中国房地产业受到宏观调控的影响表现出一定的波动。但有一点是可以肯定的,那就是:任何一次行业洗牌,带来的动荡和整合总会产生优胜劣汰。在未来房地产行业低谷中具有稳定现金流的混业经营地产公司有望占得先机,脱颖而出,提升市场地位。

2008年7月14日,北辰实业刊登了公司债券获得证监会核准的公告。由于北辰实业持有大量能够产生稳定现金流的投资物业和零售商业,为债券利息和本金的偿付提供了有力保证,使得08北辰债的安全性和稳定性较高,违约概率较低。此外,在我国房地产信托投资(REITs)相关法规尚未出台的情况下,如果08北辰债的票面利率能够通过询价定在8.0%以上,则08北辰债可被视为一个准REITs产品,投资者投资08北辰债,可以享受到较高的稳定收益。

因此,无论对于保险、基金等机构投资者而言,还是对普通中、小投资者来说,08北辰债都具有较高的吸引力。

(公司巡礼)

## 我国外汇储备首次突破1.8万亿美元

◎本报记者 但有为

外汇储备增长依然迅猛。央行14日公布的最新数据显示,截至今年6月末,国家外汇储备余额为18088亿美元,同比增长35.73%。上半年国家外汇储备增加2806亿美元,同比多增143亿美元。

这是外汇储备余额首次突破18000亿美元关口。自2006年2月我国外汇储备超过日本成为全球第一外汇储备国后,外汇储备开始加速增长,并于当年10月突破1万亿美元,于2007年底突破1.5万亿美元。

从月均增速来看,今年上半年,外汇储备平均每月增长467亿美元,月均增速远远超过去年385亿美元的水平。

值得注意的是,今年上半年我国累计贸易顺差为990.3亿美元,实际外商直接投资为523.88亿美元,这意味着不可解释部分的外汇流入接近1300亿美元。正因为如此,上半年专家对“热钱”流入的担忧不断升温。

从逐月的数据来看,二季度的外储增加呈现出前高后低的态势。4月份的新增外储高达745亿美元,创下单月外储增加

# 金融机构超储率降至1.95%

◎本报记者 苗燕 秦媛娜

央行昨日公布的上半年货币信贷数据显示,6月末全部金融机构超额储备率为1.95%,比上月末高0.44个百分点,比去年同期低1.05个百分点。同时资金价格数据显示,银行间市场质押式回购月加权平均利率8个月首次超过3%,市场对于下半年资金面的预期仍不乐观。

按照第一季度的货币政策执行报告,今年3月末,金融机构超额准备金率为2%,达到历史新低。其中,四大国有商业银行为1.5%,股份制商业银行为1.3%,农村信用社为5.4%。而从昨日公布的统计数据来看,第二季度银行超储率继续下降,5月末的水平甚至仅为1.51%。

中央财经大学银行业研究中心主任郭田勇分析认为,对整个银行业来说,1.95%的超储率有些偏低,但并不算太低。他指出,随着央行今年5次上调存款准备

金率累计3个百分点,部分银行的流动性受到了一定影响。

但是从市场角度来看,超储率的不断下降伴随着市场资金面的逐步收紧,令资金价格稳步走高。央行公布的数据显示,6月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为3.07%,比上月高0.24个百分点,比去年同期高0.68个百分点;质押式债券回购月加权平均利率为3.08%,比上月高0.20个百分点,比去年同期高0.61个百分点。两项指标都是自2007年11月以来首度反弹至3%以上。

更令市场担忧的是,随着下半年央行公开市场到期资金规模的下降,不少投资者认为未来央行通过公开市场操作、存款准备金率上调等工具进行资金对冲的难度降低,将更加游刃有余,因此市场资金面也将很难重回宽松状态。兴业银行首席经济学家鲁政委认为,7月份缺乏加息的必要条件,但法定存款准备金率还可能继续上调,执行时点估计在7月25日到8月10日之间”。