

投资与理财参考

[2011 年第 40 期]

兴业国际信托有限公司编发

2011 年 10 月 21 日

目 录

一 财经动态

【国内财经】

GDP 增速连续三个季度放缓 硬着陆风险不大.....	3
三季度消费对 GDP 贡献率上升.....	4
前三季度财政收入破 8 万亿 税收收入同比增 27.4%.....	4
沪浙粤深获批试点地方债自主发行.....	5
刘明康：继续严格执行住房差别化信贷政策.....	6

【全球资讯】

多国央行抛售美债 规模为 2008 年来之最.....	7
欧盟正式公布证券市场改革草案.....	7
欧盟 80 亿欧元贷款驰援希腊.....	7
韩日签署货币互换规模扩大协议.....	8
巴西央行再度降息刺激经济.....	8

二 业务动态

【信托资讯】

银监会：推动适应文化产业特点金融产品创新.....	9
信托贷款和银行承兑汇票占比显著下降.....	9

房地产私募基金涌现 前三季募资超两百亿.....	10
证券金融公司成立 转融通时代呼之欲出.....	10
上市公司对外担保 1500 亿.....	11

三 其他动态

【宏观金融】

三年央票下降一个基点 公开市场释放微调信号.....	11
中国国际资本负债结构失衡 低收益与高回报并存.....	12

一 财经动态

【国内财经】

GDP 增速连续三个季度放缓 硬着陆风险不大

(来源: 上海证券报)

国家统计局 10 月 18 日公布数据显示, 第三季度国内生产总值(GDP)同比增长 9.1%, 增速略低于此前市场预期, 并且为连续第三个季度下滑。

不过, 分析人士表示, 这是宏观政策主动调控的结果, 从经济增长动力来看, 当前经济内生的动力依然强劲, “硬着陆” 风险较小。但毋庸置疑的是, 中国经济面临的不确定性正在增多, 宏观调控须稳中应变, 防范风险。

主要指标保持平稳增长

数据显示, 初步测算, 前三季度国内生产总值 320692 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 9.4%。分季度来看, 一季度同比增长 9.7%, 二季度增长 9.5%, 三季度增长 9.1%。从环比来看, 三季度国内生产总值增长 2.3%。

国家统计局新闻发言人盛来运表示, 前三季度国民经济运行总体良好, 继续朝着宏观调控的预期方向发展。

据介绍, 今年前三季度, 固定资产投资增速基本上稳定在 25% 左右, 社会消费品零售总额基本上稳定运行在 17% 左右。从实体经济来看, 运行态势也是比较稳定的, 规模以上工业增加值的增长速度基本在 14% 附近波动。

“从这些主要指标的变动来看, 尽管经济增长速度有小幅的回落, 但是运行还是比较平稳, 经济增长从政策刺激向自主增长有序转变的态势非常明显。” 盛来运说。

一些先行指标也回升向好。制造业采购经理人指数(PMI)经过前几个月的波动调整以后, 最近两个月连续小幅回升, 9 月份的 PMI 指数是 51.2%; 1-9 月份固定资产新开工项目计划总投资比 1-8 月份回升 0.3 个百分点, 这些先行指标也预示着经济基本走稳。

因此, 盛来运指出, 从增长的动力和一些先行指标来看, 今后一个时期经济不会出现“硬着陆” 或者“二次探底”, 宏观经济继续保持平稳较快增长的可能性比较大。

经济迈向“软着陆”

数据显示, 第三季度 GDP 同比增长 9.1%, 尽管这一数据略低于此前市场普遍预期的 9.2%, 但专家普遍认为, 中国经济正在实现“软着陆”。

西南证券首席经济学家王剑辉表示, 在三季度流动性快速回落的情况下, 三季度经济增速仍能保持在 9% 以上, 增速比较高, 表明中国经济内生动力的惯性还没有消失, 中国经济基本实现“软着陆”。

持相同观点的还有美银美林中国区首席经济学家陆挺。陆挺认为, 尽管三季度 GDP 同比增幅略低于市场预期, 但工业增加值、水泥、钢铁和电力等主要产品产量、固定资产投资

与零售增长均好于预期，如果对原材料价格经过通胀调整，实际固定资产投资增长应该相当稳定。“总体来看，数据呈现出软着陆的迹象。”

交通银行金融研究中心最新发布的研报中也指出，随着物价涨幅的回落和政策紧缩力度的减轻，今年四季度经济增速将企稳，年内中国经济将实现“软着陆”，全年经济增速仍将保持在9%以上。

[返回目录](#)

三季度消费对GDP贡献率上升

（来源：财新网）

国家统计局新闻发言人盛来运10月18日表示，前三季度最终消费对GDP的贡献率为47.9%。这较上半年增加0.4个百分点。

国家统计局18日发布数据显示，前三季度，社会消费品零售总额同比增长17%，较上半年加快0.2个百分点。

盛来运称，从消费角度来看，目前中国居民正处于消费结构升级的转型阶段，因此社会消费品零售总额与居民消费保持在稳定状态。前三季度城乡居民收入进一步增加，使得居民消费能力进一步增强。

9月，社会消费品零售总额同比增长17.7%，超过8月增速0.7个百分点，扣除价格因素后，实际增长11%。环比来看，9月社会消费品零售总额增长1.35%，为连续三个月新高。

从消费构成来看，前期有所调整的汽车和建材消费9月出现回升。其中，9月汽车零售额同比增长18.7%，较8月增速提高6.3个百分点。建筑及装潢材料9月同比增长26.5%，较8月提高1.1个百分点。

中国国际金融有限公司首席经济学家彭文生认为，9月社会消费品零售总额同比增速较8月回升，主要原因是9月汽车销售进入旺季，汽车消费增长大幅上升，有力支撑了整体消费增长。同时，9月CPI仍维持6%以上的高位，也在部分程度上抵消了货币条件趋紧环境下的消费增速回落势头。

9月黄金等贵金属消费增速仍然保持较高水平。国家统计局数据显示，9月金银珠宝零售总额为152亿元，同比增长38.5%。

盛来运解释称，今年居民对黄金珠宝首饰等商品消费增速非常高。这是因为一方面居民消费收入增加，消费结构升级加快；另一方面，由于物价上涨压力不断加大，一些居民为了保值，增加这些商品的消费。

[返回目录](#)

前三季度财政收入破8万亿 税收收入同比增27.4%

（来源：经济参考报）

财政部10月18日发布数据显示，前三季度累计，全国财政收入81663.34亿元，比去年同期增加18623.83亿元，增长29.5%。财政收入中的税收收入71292.18亿元，同比增长27.4%。专家预测，今年全国财政收入或超10万亿。

9月份，全国财政收入7377.05亿元，比去年同月增加1089.86亿元，增长17.3%。其中，中

央本级收入3753.67亿元，同比增长14.7%。财政收入中的税收收入6412.09亿元，同比增长18.7%。财政部解释说，当月全国财政收入，特别是中央本级收入增幅比前几个月明显回落，主要是受经济增速略为放缓、房地产市场调控政策在相关税收上有所体现以及非税收入增长减少等因素影响。

财政部解释说，前三季度财政收入增长较快，是经济平稳较快增长、物价水平上涨、企业效益较好等因素的综合反映。具体原因包括经济增长带动税收增长、价格上涨带动以现价计算的相关税收增长、特殊增收因素以及政策性增收因素等。

[返回目录](#)

沪浙粤深获批试点地方债自主发行 （来源：新京报）

财政部10月20日发布通知称，经国务院批准，2011年在上海市、浙江省、广东省和深圳市试点地方政府自行发债。同时，财政部下发了《2011年地方政府自行发债试点办法》。

发债规模限额当年有效

自行发债是指试点省市在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省市政府债券的发债机制。试点省市发行政府债券实行年度发行额管理，2011年度发债规模限额当年有效，不得结转下年。2011年政府债券期限分为3年和5年，期限结构为3年债券发行额和5年债券发行额分别占国务院批准的发债规模的50%。

《办法》规定，2011年试点省市政府债券由财政部代办还本付息，试点省市应当建立偿债保障机制，在规定时间内将财政部代办债券还本付息资金足额缴入中央财政专户。试点省市需提前两周向财政部报送债券发行计划，并于发行结束后两周内报送债券发行情况，且要及时披露发行结果。

今明两年地方债到期预计4.6万亿

地方政府债券是指以省、自治区、直辖市和计划单列市政府为发行和偿还主体的债券。2009年，为应对国际金融危机，刺激经济，增强地方安排配套资金和扩大政府投资的能力。国务院决定，允许地方政府发行债券，列入省级预算管理。地方政府以国家财政部代发的方式发行地方债券，并由财政部代为办理偿还手续。2009年至2011年，全国人大每年批准的地方政府债规模均为2000亿元。

自去年开始，地方政府性债务风险受到普遍担忧。数据显示，截至去年年底，全国地方政府性债务余额10.7万亿元。而今明两年将迎来地方政府债务偿还高峰期，两年债务到期预计达4.6万亿元。与此同时，在财政部代理发行地方债两年后，政府部门开始讨论“让地方自行发债”，即在部分东部发达省份，尝试介于中央代理发行和完全自主发行的过渡形式，在条件成熟时再过渡到地方自主发债。

[返回目录](#)

刘明康：继续严格执行住房差别化信贷政策 （来源：经济参考报）

10月19日，银监会主席刘明康在CEO组织峰会上表示，中国银行业需要审慎对待地方政

府融资平台贷款、房地产贷款、影子银行业务等领域的潜在风险，以及民间融资活跃等问题。其中，他再次强调重视房企贷款风险，严控大型房企集团贷款风险，预先布局高风险房地产企业风险暴露。

刘明康认为，目前房地产企业贷款总体风险可控，但银监会依然对各金融机构提出严格的监管要求和信贷标准，包括土地储备贷款、房地产开发贷款和个人住房贷款。

在银监会对商业银行监管要求的提升下，据了解，目前部分地区房地产开发贷款已经按150%计算风险权重，且房地产开发贷利率也已上浮30%-50%。同时，今年第四季度，信贷额度普遍吃紧的情况下，银行还主动上浮了按揭贷款利率，中金调研报告显示，目前按揭贷款利率普遍是一套房上浮10%，二套房上浮15%-20%，且首付达到30%-60%。

对于按揭贷款，刘明康指出，继续严格执行首套住房和其他住房差别化的信贷政策，引导民众增进理性。在支持居民“自住性”住房消费的同时，着力抑制非理性的利用杠杆的投资和投机需求。

同时，他也再次强调，银行业金融机构需认真贯彻落实国务院决策部署，本着商业原则和审慎性要求，加大对廉租房、公租房和棚户区改造为主的保障性住房建设支持力度，有力缓解中低端住房压力。

截至2011年8月末，银行业金融机构房地产贷款(包括土地储备贷款、开发贷款和个人住房按揭贷款)余额为10.4万亿元，占各项贷款的比重为19.8%。这与许多欧美银行房地产及相关资产占比动辄占半壁江山的情况有很大不同。

“我国对银行业房地产金融衍生产品控制有效，证券化产品数量极少，其它创新如集合信托与房地产贷款余额之比仅为4%左右。”刘明康表示，“从房地产贷款具体结构看，目前约98%的个人按揭贷款‘贷款房价比(LTV)’低于80%，按揭贷款平均‘偿债收入比’为33%，超过1/2的按揭贷款和开发贷款都是在2009年二季度房价重新高企之前发放的，开发贷款的平均押品比例也达到189%，即使房地产抵押品重度压力测试下跌40%，覆盖率仍高于国际通行的110%标准。”

另外，到目前为止，包括农村信用机构在内的银行业金融机构房地产贷款的不良率低于2%，不少地区继续呈下降趋势。刘明康称，未来，银监会将继续督促银行不定期开展房地产贷款压力测试，根据测试结果及时做好应对预案和风控措施。

[返回目录](#)

【全球资讯】

多国央行抛售美债 规模为 2008 年来之最

(来源：广州日报)

美联储最新披露数据显示，近两个月以来，全球多国央行争相抛售美债，规模是 2008 年金融危机以来之最。另一方面，大型银行、退休基金等机构投资者则成为市场最大美债接货人，纷纷大手抢购。

据彭博报道，过去 7 周美联储代表外国央行和机构投资者持有的美债剧减 765 亿美元，

减幅为 2007 年 8 月以来最大。美国财政部最新统计显示，外国持有美债总额在 6、7 月减少 0.7%，为 4.48 万亿美元。外国持有美债总额今年迄今增幅减至 1%，是 2006 年外国减少投资美债以来最小增幅。

与此同时，债券互惠基金大幅增持美债，银行业过去 5 年所持美债亦增加 45%。此外，美联储大手买入 6560 亿美元美债。

分析指，美元汇率 9 月适逢强势，例如巴西雷亚尔兑美元汇率自 6 月以来下挫 9.8%，新兴国央行动用外汇储备捍卫本币，可能促成美债抛售潮。 [返回目录](#)

欧盟正式公布证券市场改革草案 （来源：东方早报）

欧盟委员会 10 月 20 日晚间公布两份旨在改革欧盟证券交易规则和应对市场操纵方式的法律草案，旨在增加市场透明性，并扩大目前透明性规则范围。

该方案是为增加市场透明度所作的全球性努力的一部分，二十国集团（G20）曾于 2009 年作出相关承诺。

据了解，欧盟的方案将改革分为两个部分，需要被写入国家法律的指令和直接约束成员国的规则。一旦草案获得批准，这两部分将同时生效。

根据上述草案，欧盟要求将目前透明性规则的范围扩大至债券、商品、衍生品和结构性金融市场。方案还要求创立一个新型的交易场地 Organized trading facility（OTF），此场地将执行银行间双边交易的衍生品等合约。这等于是加强了对于衍生品的监管。

此外，草案建议打击高频交易作为全面调整证券业规定的一部分。但全球监管机构表示，没有证据表明这种用电脑完成的交易会损及市场。

根据草案，泛欧监管机构欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority）在特定情况下将有权禁止产品、服务或合约实施，通过这种方式保护消费者利益并维持金融体系稳定。

欧盟提议，商品衍生品市场的交易者有义务报告所持头寸。如果存在对于不稳定市场的担忧，监管人员有权干涉商品衍生品交易的任何阶段，甚至可以实施头寸限额。

欧盟金融服务专员 Michel Barnier 表示，此项改革可能给区内金融业带来 5.12 亿-7.32 亿欧元的一次性成本，之后每年产生的成本将为 3.12 亿-5.86 亿欧元。 [返回目录](#)

欧盟 80 亿欧元贷款驰援希腊 （来源：中国证券报）

据道琼斯通讯社报道，欧盟官员 10 月 21 日透露，当日举行的欧元区成员国财长会议已经同意，将向希腊发放下一笔 80 亿欧元的援助贷款。欧盟、国际货币基金组织（IMF）和欧洲央行三方代表团发布的希腊债务可持续性研究报告则指出，希腊政府财政状况不具可持续性，私营部门债权人需将减记该国国债的比例提高至 60% 以上。

这笔规模为 80 亿欧元的援款为 2010 年 5 月开始执行的总额为 1100 亿欧元第一轮援助

希腊方案中的第6笔拨款。据报道，待另一援助方IMF批准后，这笔资金将于11月初拨付到位。

分析人士预计，80亿欧元拨款将把希腊再次从违约的悬崖边缘拉回，但这个负债累累的国家最终将无力偿还全部债务，违约仍只是时间问题。

道琼斯通讯社同日披露的欧盟、IMF和欧洲央行三方代表团发布的希腊债务可持续性研究报告指出，希腊债务问题远比预期严重，预计到2013年希腊债务水平将上升到该国国内生产总值(GDP)的186%，如要避免第三轮乃至更多外部援助，并在2020年将希腊债务水平降低至GDP的110%以下，则私营部门债权人减记希腊债务的比例至少需要达到60%以上。报告还预计，2011年希腊经济将大幅下滑5.5%，到2012年进一步衰退3%。 [返回目录](#)

韩日签署货币互换规模扩大协议 (来源：每日经济新闻)

10月19日，日本和韩国于韩国首尔签署货币互换扩大协议，将货币互换交易的规模扩大至现有规模的5倍多，至700亿美元。

作为一种常用的债务保值工具，货币互换主要用来控制中长期汇率风险，两国央行可以按照约定的利率和汇率交换货币，把以一种外计价价的债务或资产转换为以另一种外计价价的债务或资产。通过货币互换，更有效地抵御货币风险、降低成本。

本月以来，日元走势较为平稳。截至10月20日19时16分，美元对日元累计下跌0.3%。但同期，韩元却遭受着大幅抛售而暴跌。10月以来，美元对韩元累计暴跌3.2%至1143.3。而韩元自9月以来对美元已累计贬值近7%。

韩元的贬值加剧了韩国总统李明博对货币市场的担忧，扩大货币互换交易规模是稳定韩元汇率的一个有效途径。自二十世纪九十年代的亚洲金融风暴以来，韩国通过和日本、美国等国进行货币互换受益良多。

招商证券香港公司研究部联席主管谢亚轩表示：“日韩扩大外汇互换的讨论，更多是韩国为稳定韩元汇率走势之举。同时，也有利于两国央行干预其本国的外汇市场。目前，由于韩国金融业出现危机，外资出逃，韩元资产被抛售，导致韩元贬值比日元相对严重，因此韩国政府急需他国货币头寸来抑制韩元跌势。”

资料显示，韩日两国均保证新的协议将货币互换交易规模在原来130亿美金的信用额度的基础上大幅扩展，就目前粗略的估计，扩展后韩国将获得更多杠杆来保护韩元。

[返回目录](#)

巴西央行再度降息刺激经济 (来源：网易财经)

巴西中央银行10月19日宣布，将基准利率下调0.5个百分点，至11.5%。这是继8月底之后，巴西第二次降息。

巴西央行在当天发表的一份公告中说，再次降息旨在应对全球经济形势恶化，并确保巴西经济实现适度增长。公告还表示，央行今后会依据通胀情况，继续对利率实施“温和”下调。

巴西央行再次降息不出分析人士预料。最新数据显示，巴西第三季度经济增速接近零，这迫使政府将今年国内生产总值增长预期降至3.5%以下。

此前，为抑制国内通胀上扬，巴西曾连续五次提高基准利率。但由于受欧美债务危机影响，巴西央行暂停了加息步伐，转入降息通道。巴西央行8月31日宣布降低基准利率50个基点，至12%。这是巴西央行自2009年7月以来首次降息。

但许多学者对这种做法表示担忧，认为在通胀未得到完全控制的情况下降息，会使经济陷于更加困难的境地。官方数据显示，9月份巴西综合消费价格指数同比上涨7.31%，为2005年5月以来新高，显示巴西依然面临很大通胀压力。

[返回目录](#)

二 业务动态

【信托资讯】

银监会：推动适应文化产业特点金融产品创新

（来源：中国证券报）

中国银监会18日召开党委（扩大）会议，传达学习贯彻十七届六中全会精神。银监会主席刘明康要求，要不断加强和改进对文化产业的金融服务，积极引导银行业金融机构不断推进适应文化产业大发展大繁荣的信贷管理制度创新，推动适应文化产业特点的金融产品创新。

刘明康提出，要认真组织好六中全会精神传达学习。要积极推动社会主义核心价值体系特别是诚信文化的培育，强化诚信建设，推进覆盖全社会的征信系统建设，加大失信行为惩戒力度。引领银行业金融机构执行好“三个办法、一个指引”贷款新规，重点打击非法集资活动，健全有利于银行改革发展和有效监管的金融法治环境。要广泛开展银行业金融机构和银监会自身文化建设，注重培育银行良好的合规文化、信贷文化、服务文化和责任文化，不断总结提炼先进监管理念和实践做法，积极培育银监会核心价值观和监管文化。

[返回目录](#)

信托贷款和银行承兑汇票占比显著下降

（来源：中国证券报）

中国人民银行20日发布的数据显示，初步统计，今年前三季度社会融资规模为9.80万亿元，比上年同期少1.26万亿元。

其中，人民币贷款增加5.68万亿元，同比少增5977亿元；外币贷款折合人民币增加4770亿元，同比多增1849亿元；委托贷款增加1.07万亿元，同比多增5625亿元；信托贷款增加848亿元，同比少增3924亿元；未贴现的银行承兑汇票增加9825亿元，同比少增9843亿元；企业债券净融资8397亿元，同比少1373亿元；非金融企业境内股票融资3515亿元，同比少113亿元。

从结构看，前三季度人民币贷款占社会融资规模的58.0%，同比高1.0个百分点；外币贷款占比4.9%，同比高2.5个百分点；委托贷款占比10.9%，同比高6.3个百分点；信托贷款占比0.9%，同比低3.4个百分点；未贴现的银行承兑汇票占比10.0%，同比低7.7个百分点；企业债券占比8.6%，同比低0.3个百分点；非金融企业境内股票融资占比3.6%，同比高0.3个百分点。

数据显示，信托贷款和银行承兑汇票在社会融资规模中所占比例显著下降。此前部分银行业金融机构为规避资本监管、计提拨备等要求，通过设计发行信贷资产类理财产品，将存量贷款、新增贷款等转出表外，导致虽然贷款已转出资产负债表，银行依然承担实质上的法律责任和风险，银监会由此加强了对信托贷款的管理。

由于信贷规模紧张，银行压缩票据业务是银行承兑汇票占比下降的一个重要原因。承兑汇票、信用证和保函保证金存款纳入存款准备金上缴基数客观上增加了银行此类业务的经营成本，导致票据转贴利率上行，给票据市场带来一定冲击。 [返回目录](#)

房地产私募基金涌现 前三季募资超两百亿 （来源：证券时报）

今年中国本土房地产私募投资基金加快了设立步伐。据清科研究中心统计，截至今年三季度末，今年共有22只房地产私募基金募集到位资金32.25亿美元（约合206亿人民币），其中，由本土机构募集基金数量及金额占比分别超过了80%和70%。有迹象显示，虽然中国本土房地产私募投资基金仍处于起步阶段，但基金管理和投资策略方面已出现分化。

证券时报记者调查结果显示，目前活跃在中国市场上的房地产私募投资基金可大致分为两类：一种是独立房地产私募投资基金；另一种则是由房地产企业成立基金管理公司并发起设立的房地产基金。

对比这两类基金可以发现，独立房地产私募投资基金熟悉资本运作，在房地产私募投资基金的运作方面经验更为丰富；房地产企业旗下的私募基金则对中国房地产行业有更深入的了解，并具备丰富的业内资源，但在基金管理方面仍处于发展的初期阶段。

记者调查结果显示，截至目前，中国房地产私募投资基金资金投向分化较大，商业地产、商品住宅、保障房建设、旅游地产及养老地产等细分行业，均吸引了房地产私募投资基金的关注。

与此同时，在严厉的房地产市场调控政策下，另有部分房地产私募投资基金将注意力转向了商业地产，把握写字楼及商铺市场中的发展机遇。 [返回目录](#)

证券金融公司成立 转融通时代呼之欲出 （来源：每日经济新闻）

据媒体报道，10月19日，中国证券金融股份有限公司（以下简称证券金融公司）正式获得核准。作为转融通业务主体的证券金融公司，将不以营利为目的，在提供转融通服务之外，还将肩负对融资融券业务运行情况的监控、监督职能。

据悉，证券金融公司已召开第一次股东会。其股东为深沪两家证券交易所和中登公司，注册资本 60 亿元。

据了解，目前“转融通”相关的其他配套规则已基本准备完成。业内人士表示，在转融通实施方案敲定后，各相关机构将很快展开联网测试等工作，预计转融通有望年内正式推出。

而证券金融公司的成立，是融资融券开闸以来第二个突破性进展，意味着酝酿数时的转融通业务将获得突破，融资融券将就此驶入快车道。 [返回目录](#)

上市公司对外担保1500亿 （来源：21世纪经济报道）

原本是为了防范风险设计的担保模式，如今却成为新的风险点，沪深两市诸多上市公司的对外担保正成为悬在A股头上的一把“达摩克利斯之剑”。

尽管风险逐步加大，但是在银行信贷收紧的背景下，上市公司对外担保还是以惊人的速度剧增。

根据WIND数据统计，截至2011年6月30日，深、沪两市有845家上市公司涉及对外担保事项，对外担保总额达到1224.26亿元。

2011年7月1日到10月18日期间，沪深两市上市公司合计发布的对外担保公告约800份，涉及对外担保总额近300亿元。因此，至10月18日，沪深两市上市公司对外担保共计约1500多亿元。

截至2011年中期末，8家上市房企担保额超过净资产，其间暗藏的风险不言而喻。

在民间借贷危机频繁发生的背景下，这些对外担保风险不容小觑。 [返回目录](#)

三 其他动态

【宏观金融】

三年央票下降一个基点 公开市场释放微调信号 （来源：上海证券报）

央行10月20日公开市场发行了200亿元三年期央行票据，出乎市场预料的是，其发行利率水平由上周的3.97%下降了一个基点，至3.96%。一个基点的变化虽然细微，但其意义却不寻常。

由于央行票据采用市场化发行方式，即以商业银行的需求为主导，而本周三年期央票发行规模与上周持平，仍为200亿元，但是发行利率却下行一个基点，这表明在配置压力下本周商业银行的实际需求量超过了发行规模，最终央行通过下调发行利率水平，使其发行规模不再进一步扩大。

三年央票是流动性的深度对冲工具，对于这一工具的慎用，说明央行在现阶段对于继续收紧流动性的意愿并不强烈，只是维持原有力度，而非加码，从而预示未来货币政策进一步紧缩的可能性大幅度降低。

不仅如此，央行票据发行利率通常稳定，一旦出现变动往往会成为引领市场走势的风向标。因此，三年央票发行利率虽然仅下调一个基点，却具有引导债券市场利率水平下行的信号作用。如果这一势头得以延续，必将最终传导到信用债市场，有助于微观实体企业降低筹资成本，减轻财务压力，改善经营状况。

因此，在经济增速放缓，通胀回落趋势已经确立但仍处于高位的背景下，20日公开市场操作的结果被业内人士理解为货币政策正在发出微调信号。即在当前宏观调控的微妙期，货币政策虽不能全面放松，但是可以选择在局部领域进行微调。

事实上，自9月以来央行频频在公开市场运用短期工具调配流动性，扩大银行间市场的资金供给，已经有效遏制住资金价格继续上涨的势头，并且成功引导资金利率回归。在资金面逐步宽松的背景下，在长三角地区，作为企业短期融资工具之一的商业票据贴现率水平已经在两周内下降了约40%。

[返回目录](#)

中国国际资本负债结构失衡 低收益与高回报并存

(来源：第一财经日报)

近日，国家外汇管理局公布了《2011年6月末中国国际投资头寸表》，统计数据显示，2011年6月末，我国对外金融资产46152亿美元，对外金融负债26301亿美元，对外金融净资产19851亿美元。

业内人士认为，由于中国金融资产主要是外汇储备，而对外负债主要是外商来华直接投资(FDI)，尽管中国对外资产超过负债，但是由于外汇储备的收益率远远低于FDI的回报率，因此，中国金融资产收益远低于中国对外负债的回报，“斯蒂格利茨怪圈”仍然是中国国际资本循环难以摆脱的魔咒。

长期以来，中国都在以较高的成本从发达国家引进过剩资本后，又以购买美国国债和证券投资等低收益形式把借来的资本倒流回去，而这种国际资金循环的尴尬被称为“斯蒂格利茨怪圈”。

“美国FDI在中国投资的回报率是33%，一般的跨国公司在中国的回报率是22%，但中国买美国国债的回报率在1%~2%，还有可能遭受资本损失。”社科院学部委员余永定2011年9月曾在该院金融论坛上表示，“咱们是做赔本买卖”。

2011年6月末，我国外汇储备余额为3.19万亿美元，而FDI为1.58万亿美元，假设中国外汇储备年收益率为3%，FDI在中国投资年回报率在20%，以此匡算，外储的年收益额约为957亿美元，而FDI的投资年回报额约为3160亿美元，后者为前者的3倍以上。

不仅金融资产和负债存在着收益率的不平衡，在中国对外金融资产中，外汇储备和对外投资也存在着不平衡，低收益的外汇储备资产占比要远超高收益的对外投资。

2011年6月末，中国对外金融资产中，对外直接投资3291亿美元，证券投资2604亿美元，其他投资7551亿美元，储备资产32706亿美元，分别占对外金融资产的7%、6%、16%和71%。

从数据上看,这种金融资产的结构不平衡正在加剧,将2010年末的数据和2011年年中的数据对比,外汇储备占整个金融资产的比重维持在69%,但我国对外直接投资占比却由7.5%下降到了7.1%。

有分析指出,中国债权国地位是防御性的“官方债权国”(对外投资以储备资产为主要形式),而不是主动性的“私人债权国”(对外投资以直接投资为主体),这也是中国陷入“斯蒂格利茨怪圈”的重要原因。

有专家建议,中国应在遏制外汇储备增长的同时,进行藏汇于民,使居民和企业能够通过理财产品、QDII等形式进行对外投资,同时,国家应该鼓励民营企业“走出去”,进一步进行海外投资。

返回目录

本刊声明

《投资与理财参考》系兴业国际信托有限公司为加强对高端客户的投资与理财服务而编发的有关国内外最新财经动态以及金融投资与理财资讯,旨在能成为高端客户的投资参谋与理财助手,成为高端客户提供增值服务的利器。所刊资料均来自市场公开信息,仅供投资与理财参考,请独立判断。有任何要求与建议请随时联系我们。

兴业国际信托有限公司全国业务网络:

公司总部:福州市五四路137号信和广场25-26层 电话:0591-88263888 邮编:350003
上海运营总部:上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心46楼 电话:021-38601888 邮编:200120
房地产信托部:上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心46楼 电话:021-38601873 邮编:200120
证券信托部:上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心46楼 电话:021-38601907 邮编:200120
直属业务总部:福州市五四路137号信和广场25层 电话:0591-87877715 邮编:350003
华东业务总部:上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心46楼 电话:021-38601853 邮编:200120
华北业务总部:北京市西城区复兴门内大街28号凯晨广场中座F1-C101 电话:010-51657838 邮编:100031
华南业务总部:深圳市福田区深南大道4013号兴业大厦5楼 电话:0755-82833830 邮编:518048
西南业务总部:重庆市江北区红旗河沟红黄路1号兴业大厦6层 电话:023-89666951 邮编:400020
西北业务总部:西安市高新区唐延路1号旺座国际城A座三十层 电话:029-87437093 邮编:710075
华中业务总部:武汉市武昌区中北路156号17层 电话:027-86780661 邮编:430077
东北业务总部:沈阳市和平区十一纬路36号 电话:024-62250680 邮编:110003
公司网址: <http://www.ciit.com.cn> 客服部门: 市场营销部 公司客服热线: 400-883-6666
