

重视社会融资总量意味利率戏分更重

证券时报记者 贾壮

承载着中国货币政策全新中间目标的重任,社会融资规模数据昨日第一次与外界见面。虽然大部分人看好该指标价值,但在一些业内人士看来,社会融资规模在短期内可能只有参考意义,央行仍会重视信贷投放数量的货币政策“抓手”作用。

交通银行金融研究中心鄂永健分析说,统计并公布社会融资规模数据,是央行在融资结构逐步多元化的背景下,进一步拓宽货币政策关注面和提高货币政策有效性的一种有益尝试。虽然贷款和银行承兑汇票占社会融资总额的比重逐步下降,但仍在70%以上,银行在社会总融资中仍占据主导地位。而且,以社会融资总量为中介目标实施货币政策,需要较为市场化的利率形成机制和更为优化的金融监管体制。因此,在相当长时间内社会融资总量指标可能还仅仅是央行的参考指标。

中金公司首席经济学家彭文生指

出,即使在使用社会融资总量的指标后,银行信贷仍然是央行调控的主要目标。信贷可通过货币乘数创造货币,影响总体流动性,而直接融资不创造货币,且目前银行信贷占社会融资总量的比重更大。同时央行对于信贷供给除了利率调整外,还有包含窗口指导在内的一系列调控手段;而对直接融资的调控手段则有限。他还表示,货币政策对间接融资和直接融资的一个共同影响渠道是利率的变动。重视社会融资总量,意味着利率在货币政策调控中的作用将增加,未来需要更多关注央行流动性管理对市场利率的影响。

央行调查统计司司长盛松成昨日也表示,社会融资规模要发展成为货币政策的中间目标,需要经历一个过程。

彭文生说,预计控制通胀仍是下一阶段的首要政策目标,从紧的货币政策至少在二季度不会出现明显的放缓。二季度银行体系流动性供给偏多的问题已经凸显,为了继续引导货币信贷向常态回归,也需要维持相当的

对冲力度。数量型工具(包括存款准备金率)仍将是控制流动性的主力。同时,预计二季度央行再次提高基准利率

的可能性显著增加。

鄂永健则认为,近日国务院常务会议指出,要充分估计货币政策的滞后效

应,提高政策的前瞻性,避免政策叠加对下一阶段实体经济产生过大的负面影响。预计未来货币政策收紧的力度将减

轻,利率和准备金率上调的频率会放缓,工具更灵活,央票使用会较为频繁,汇率弹性会加大。

央行调查统计司司长盛松成:

社会融资规模可作为货币政策中间变量

证券时报记者 贾壮

中国人民银行昨日首度对外披露社会融资规模数据。央行调查统计司司长盛松成在新闻通气会上表示,我国长期以来将广义货币供应量和人民币贷款作为货币政策的中间目标,有时贷款发挥的作用更大。但随着情况变化,社会融资规模可以替代人民币贷款作为货币政策中间变量和监测分析指标。

据盛松成介绍,某个统计数据成为货币政策中间目标需要一个过程,比如

我国上个世纪90年代开始讨论货币政策与货币供应量之间的关系,1994年开始试公布货币供应量,并且作为货币政策监测分析指标,而真正作为货币政策中间调控目标是在1996年。社会融资规模要发展成为货币政策的中间目标,需要经历一个过程。”

10年之前,人民币贷款占社会融资规模的比例超过90%,而到2010年,该比例已下降至50%左右。盛松成表示,选择货币政策中间变量需要考虑其与最终目标的关联度,通过对

近10年月度指标进行计量模型检验可以发现,社会融资规模同物价、国内生产总值(GDP)和投资增长等主要经济指标的相关性要好于人民币贷款,所以用社会融资规模代替人民币贷款作为货币政策的中间变量是有其合理性的。

在社会融资总量的统计当中,未纳入国债发行、外商直接投资(FDI)和外汇占款等数据,这种统计方法曾引起外界质疑。盛松成昨日解释说,从地域来看,社会融资规模刻画的是国内实体

经济从国内金融体系获得融资的情况,FDI和外汇占款显然不符合这个概念。国债通常是用来弥补财政赤字或者其他用途,只有部分直接进入实体经济,而且国债发行属于财政政策范畴,不属于货币政策调控的对象。

盛松成还表示,研究表明,人民币升值的负面影响不大,对就业的影响也很小,对于控制物价、调整经济结构和贸易结构、减少顺差等都有促进作用。总体来看,人民币汇率小幅稳步升值,对于国内经济利大于弊。

上证指数体系与多层次蓝筹股市场

上海证券交易所 中证指数公司

从1990年至2010年,上海证券交易所(以下简称“上交所”)从最初的8只股票、22只债券,发展为拥有894家上市公司、938只股票、18万亿股票市值的股票市场,拥有199只政府债、284只公司债、25只基金以及回购、权证等交易品种,初步形成以大型蓝筹企业为主,大中小企业共同发展的多层次蓝筹股市场,是全球增长最快的新兴证券市场。

适应上海证券市场的发展格局,以上证综指、上证50、上证180、上证380指数,以及上证国债、企业债和上证基金指数为核心的上证指数体系,科学表征上海证券市场层次丰富、行业广泛、品种拓展的市场结构和变化特征,便于市场参与者的多维度分析,增强样本企业知名度,引导

市场资金的合理配置。上证指数体系衍生出的大量行业、主题、风格、策略指数,为市场提供更多、更专业的交易品种和投资方式,提高市场流动性和有效性。

上交所将根据新一轮战略规划大力发展股票市场、债券市场、基金市场和衍生品市场的目标,不断丰富和完善上证指数体系,巩固上证指数的市场品牌地位,发挥上交所作为我国经济晴雨表作用,积极促进中国资本市场的建设。

上证指数体系的构建

上证综指于1991年7月15日发布,是上海第1只反映市场整体走势的旗舰型指数,也是中国资本市场影响力最大的指数,包含A股、B股

等上交所全部上市股票,以总股本为权重加权计算,代表中国资本市场20年发展历程,是中国资本市场的象征。

上证50指数是在上证180指数的样本股中挑选规模最大、流动性最好的50只股票,反映最具市场影响力的一批龙头企业的状况,于2004年1月发布。

上证180指数选择总市值和成交金额排名靠前的股票,按照中证一级行业的自由流通市值比例,分配和选取180只固定样本,以自由流通股本为权重加权计算。这些公司核心竞争力强、资产规模大、经营业绩好、产品品牌广为人知,是上海证券市场上最具代表性的大型蓝筹股票指数,是投资评价尺度和金融衍生产品标的的基础指数,于2002年7月发布。

发布于2010年11月的上证380指数,代表了上海市场成长性、盈利能力强的新兴蓝筹企业,这部分企业规模适中、具有成长为蓝筹企业的潜力,代表了国民经济发展战略方向和经济结构调整方向。它是在上证180指数之外的公司中,剔除亏损及近5年未分红送股公司,按中证二级行业的自由流通市值比例分配样本,在行业内选取规模、流动性、成长性和盈利能力综合排名靠前的380只样本股。

上证50、上证180指数集中于金融、能源、原材料和工业等传统行业,上证380指数则广泛分布于节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备、新能源、新材料等新兴产业和消费领域,凸显了我国经济结构调整的方向。

上证国债指数以所有剩余期限在一年以上的固定利率国债为样本,按照发行量加权计算,以反映债券市场的整体变动状况。

上证企业债指数以剩余期限在一年以上的非股权连接类企业债为样本,以发行量加权计算,反映了企业债市场的整体走势和收益状况;上证企业债30指数,

选取流动性、发行规模等指标排名靠前的30只企业债,市场代表性好,可作为债券ETF的跟踪标的。

上证基金指数样本为所有在上交所上市证券投资基金,反映基金价格的整体变动状况。

上证50、上证180和上证380指数是上海市场特大型、大型和中型蓝筹企业的代表,表现上海多层次蓝筹股市场的变化特征;上证债券类指数、上证基金指数反映上交所分层市场,与股票指数一同构成上证指数体系。

上证指数特征与上海多层次蓝筹股市场

历史数据表明,上证综指、上证50、上证180、上证380指数的涨幅依次递增,波动性也依次增加。上证综指由于受权重股的影响较大,它与上证50、上证180指数在走势上较为接近,反映了上海市场上大型蓝筹企业,这些企业是国民经济的主体,业绩增长稳定,虽然涨幅较小,但波动性更小,是资本市场的稳定器。

上海证券市场的股票市场规模结构具有典型的二八分化情况,即180只股票的市值占据73%,交易额占据46%,剩余的700多家公司包含了近80%的公司数和54%的交易额。从每股均价、市盈率、波动性、活跃度以及与流通股相关的成交量等指标来看,该股票群体不亚于沪市大盘蓝筹的市场表现,且具有行业分布完整、成长优良等特征。上证380指数就是这一股票群体中具有高成长特点的新兴蓝筹企业的代表,指数涨幅明显,波动性也更大。

2010年底,上证综指、上证50、上证180、上证380指数的市盈率分别为21.6、16.1、18.2、45.2倍,市净率分别为2.6、2.1、2.3、3.7倍。上证380指数样本股由于良好的成长性而获得较高的市场溢价,估值水平较高。

上证180指数样本股总市值大多分

布在100亿-5000亿元的区间内,上证50指数中大市值股票则更集中。上证380指数样本股总市值大多分布在20亿-100亿元的区间内,总股本在10亿股、5亿股以下的样本股数量占比分别为88%和59%。上证50、上证180指数样本股总市值占上海市场的比例分别为55%和73%,上证380指数样本股总市值占比为17%。

虽然市值占比较低,但上证380指数样本股的交易更为活跃。2010年上证50、上证180、上证380指数的成交金额市场占比分别为23%、46%和33%,上证380指数样本股的成交额与上证50、上证180指数相接近。

典型企业的市场表现 行业分布与成长性

上证180和上证380指数样本企业的行业分布,体现了我国经济的当前特征和未来发展方向。上证180指数样本企业中,装备制造、能源资源以及金融等传统行业占主导地位,脱胎于上证180的上证50指数样本企业在金融行业集中度更超过了50%。

上证380指数样本企业中,传统行业之外的新兴产业的比比较高。按中证二级行业分类,样本覆盖了除电信、银行、保险和综合金融之外的其他21个行业。典型企业有风电业务快速增长的机电设备制造企业,2010年前3季度净利润同比增长57%,全年股价复权涨幅39%;有薄膜电容器细分行业龙头,2010年净利润同比增长超过100%,全年股价复权涨幅70%的企业;有从事酵母及相关产品生产的国家重点高新技术企业,2010年净利润同比增长36%,股价复权涨幅49%;还有国内大型航空发动机制造企业,2010年净利润同比增长35%,股价复权涨幅21%。

上证380指数样本企业符合中国未来发展方式转变,其中受益于扩大

内需政策所扶持的医药、消费、服务业和信息技术等行业的股票样本权重占比超过40%,汇集了具有广阔发展前景的大批优秀企业,是新兴蓝筹企业的标杆,代表了我国国民经济的发展方向。

在利润总量上,上证50和上证180指数贡献了上海股票市场的大部分利润;但上证380指数的利润增速更高,近两年净利润平均增速达到约40%,其成长性具有明显优势。

上证指数产品

近年来,随着上证指数体系在体现上海市场品牌、反映市场板块层次结构和价格测量功能的同时,创新发展出了更为广阔的投资应用功能空间。围绕上证50、上证180等指数,目前已有数十只指数基金产品推出。截至2010年底,以上证股票指数为投资标的的指数型产品数量为30只,资产净值达932亿元。在上交所上市的交易所交易基金(ETF)数量为12只,基金资产净值合计408亿元。发布不久的上证380指数,因其优秀的成长性而受到投资机构的广泛关注,一系列跟踪投资上证380指数的产品即将推出。

上证指数体系为投资者提供了良好的投资标的,投资者可以通过指数投资产品以较低成本分享到上海资本市场的发展成果,优秀的指数投资产品也有助于引导市场资金的合理配置,对资本市场的建设有积极推动作用。

上交所将不断丰富和完善指数产品的构成、品种、数量,使指数基金成为与股票、债券相并列的重要市场类别。通过不同主题、策略、风格和不同行业的指数编制并开发相应指数产品,满足大、中、小型投资者,以及券商渠道、银行、信托、私募渠道投资者,各类基金、社会保险、商业保险公司等专业投资者,以及央企、民企等一般机构投资者等等多层次投资者对于不同风险、收益投资属性的多元化需求。

图1:上海A股市场股本分布聚类图

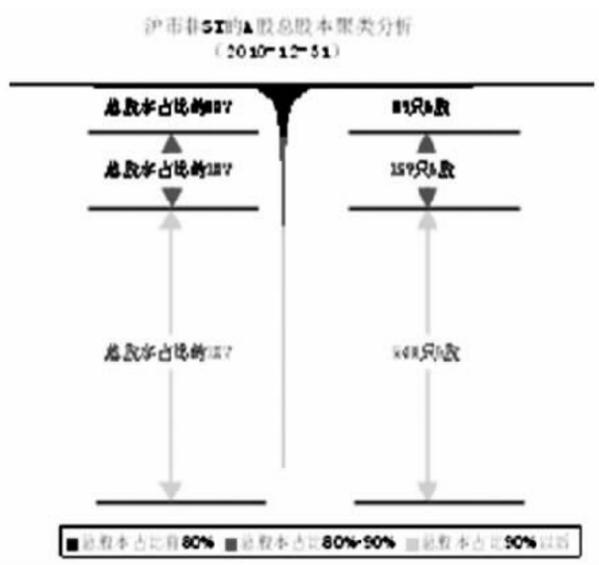
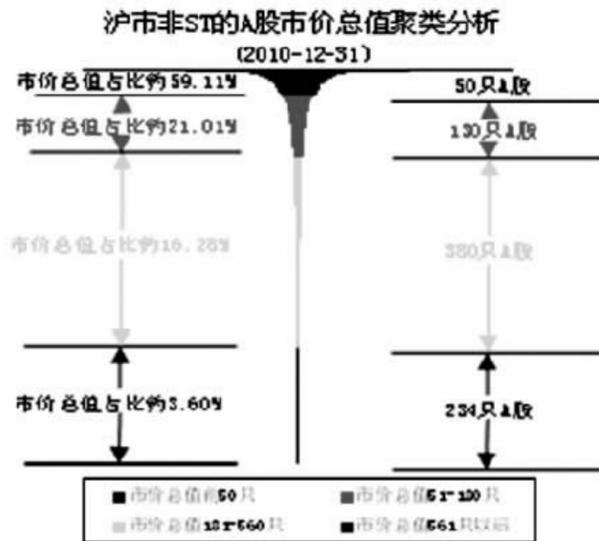
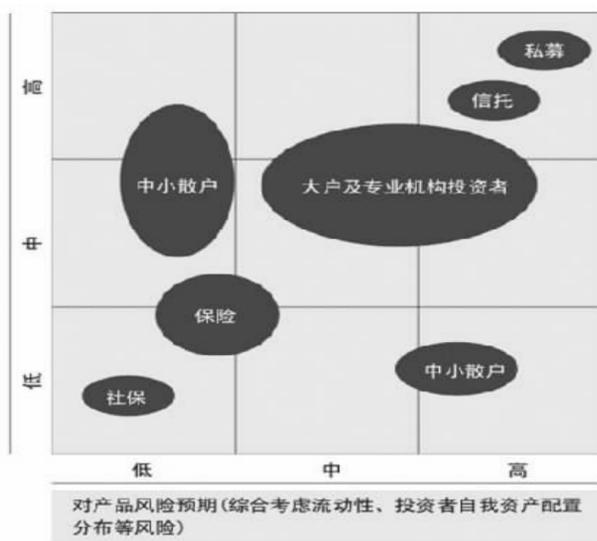


图2:上海A股市场市值分布聚类图



不同投资偏好对产品收益、风险的预期分布:



按ETF产品的收益、风险预期分布:

