投资增长超预期 通胀攀升仍可控

5月份CPI同比为5.5%，再创新高，但前期价格过快上涨的趋势得到一定程度的遏制。这在一定程度上表明去年下半年以来实施的宏观调控政策取得了一定效果。1至5月我国城镇固定资产投资总额90255亿元，与去年同期相比增速25.8%，高于市场预期。预计未来央行将平衡货币政策，以加息为主，直至扭转负利率。

海通宏观团队

固定资产投资增长超预期

根据中国统计局昨天发布的数据，5月份，我国消费者物价指数（CPI）同比增长5.5%；工业生产者物价指数（PPI）同比上涨6.8%，环比上涨0.3%；5月份，规模以上工业增加值同比增长13.3%，环比增长1.03%。市场从年初至今一直担忧去库存对于工业乃至整个国民经济的影响。这样的担忧夸大了库存对于经济运行的影响。在总需求相对平稳的背景下，库存扰动只是短期的，对工业运行的影响也是短暂和小幅的。

2011年1至5月，我国城镇固定资产投资总额90255亿元，与去年同期相比增速25.8%，较今年1至4月份的增速提高了0.4个百分点。市场平均预期增速是24.8%，因此数据比市场预期高出1个百分点。同时，5月环比增长1.02%。在市场认为投资将会有所下滑的时候，5月份的投资数据再次证明了今年投资的强劲，投资成为今年拉动经济增长最突出的力量的苗头已经逐渐清晰。我们认为，房地产投资增速保持高位运行是本月固定资产投资保持较快增长的主要动力之一。1至5月，房地产投资增速34.6%，较1至4月的34.3%提高了0.3个百分点，从单月来看，5月的房地产开发投资增速35.4%，较上个月加快了0.8个百分点。房地产投资保持高位运行的主要原因：一是二三线城市商品房价格未降，难以带动投资下滑；二是保障房在二季度开工带动了投资增长，这从近期的经济适用房投资数据可以看出保障房建设较年初有所加快。另外，工业增速下滑对固定资产投资的负面影响可能尚未体现。

社会消费品零售总额出现了连续几个月的回调，但是回调幅度不大，5月份社会消费品零售总额增长速度比上个月回落了0.2个百分点，最近几个月社会消费品零售总额同比基本上是在17%上下波动。这主要是由于汽车以及跟住房消费相关的产品销售受经济刺激政策回归常态的影响，出现了正常的调整。

5月份的进出口数据虽然显示出口下降幅度大于预期，但我们认为出口良性发展的趋势没有改变，贸易顺差继续扩大。本月的出口增速低于此前市场的预期，不过，仍然有20%左右的增速，所以我们并不认为这就表明了出口将会出现大幅下降。本月出口下滑主要有两个原因：一方面，美国经济虽然总体上看保持在复苏进程中，但近期制造业表现出一定的疲软，导致其进口减少，对应于我国的就是出口减少。另一个因素是去年基数较高，使本月出口同比增速较上个月有所下滑。从进口来看，28.4%的增速高于市场预期（23.3%），我们认为市场对于进口过于悲观，虽然国内经济的放缓导致我国进口放慢的趋势正趋明朗化，但幅度上我们认为不至于那么严重，国内经济下滑持续时间不会太长。

5月份CPI同比为5.5%，再创新高，但是从环比数据来看也有积极的变化，前期价格过快上涨的趋势得到一定程度的遏制。这在一定程度上表明去年下半年以来实施的宏观调控政策取得了一定效果。

5月份人民币存款增加1.11万亿元，同比多增195亿元。其中，住户存款增加713亿元，非金融企业存款增加4697亿元，财政性存款增加3531亿元。

通胀可控经济增长无忧

对于接下来的PPI和工业增加值增速走势，我们认为，去库存扰动衰减，PPI和工业增加值增速同比小幅下行后趋稳。主要理由：一是PMI订单指数短期需求增长放缓趋势还将延续，但下行幅度趋缓；二是原材料库存指数和产成品库存指数均下降，去库存进程过半，去库存对工业运行的扰动衰减；三是5月份投资等数据显示总需求增长相对平稳，经济增长具有较强的内生性动力，工业生产出现大幅调整的可能性极小。综上分析，我们预计，6月份PPI同比涨幅6.6%，工业增加值同比增速13%。

我们对后续月份的固定资产投资增速仍然保持乐观。虽然从工业增速上看二季度经济或许有小幅放缓，但我们认为全年经济增长无忧。我们认为保障房建设作为今年必须完成的经济和政治任务在未来加快建设的可能性较大。预计2011年1至6月固定资产投资增速为25.5%。

我们认为，城市化、消费结构升级、居民收入增长这些因素将继续支持消费需求保持平稳较快增长，6月、7月社会消费品零售总额同比增长率将分别为16.9%、17.1%。

我们认为，未来通胀处于可控制状态，6月份CPI将超过6%，达到全年高点；7月至10月CPI同比仍将处于高位。

未来央行将扭转负利率

央行昨日下午宣布上调存款准备金率0.5%,超出市场预期。目前M1持续回落至12.7%的低位，企业流动资金明显紧张。上调存款准备金率的数量化控制令银行保大压小，大型企业受影响小，民营中小企业受负面影响较大，而且边际影响逐步加大。加息反而能够通过降低大型企业信贷需求减小对中小企业的挤压。而大企业抗风险能力强，中小企业抗风险能力差。纯粹数量控制将导致大量小企业倒闭，预计未来央行将平衡货币政策，以加息为主，直至扭转负利率。

中小企业业务：未来银行业的新蓝海

王亚玲

在我国，中小企业已占到全国企业总户数的99%以上，创造的最终产品和服务价值占国内生产总值的60%左右，上缴税收约为国家税收总额的50%，提供了75%以上的城镇就业机会，中小企业在国民经济中具有举足轻重的作用。

然而，与中小企业在国民经济中的举足轻重相反，该类群体在融资体系一直处于处于边缘地位。有关数据表明，近年来，**作为我国银行业主体的国有银行，其新增量信贷资金的70%都投向了国有大型企业，中小企业得到的只有30%左右的信贷资金。因此，我们可以这么想，99%的企业抢占30%的资金，是根本无法满足其需求的，在4000多万家中小企业中，规模较小的3000多万户个体工商户是小微企业，在金融服务体系中，其融资需求就被列为更低层次了。**

由于金融支持不够，中小企业发展明显受限，也会影响占比达到75%的就业人群的收入提高，不利于扩大内需政策的实施，不利于我国经济增长的可持续、稳定性。

鉴于此，近年来，我国一直倡导改善中小企业融资环境，整体上看，始终未见明显改善。

2008年-2009年，在宽松货币政策环境下，我国银行业信贷增速较高，大部分信贷资金流入央企、政府融资平台等大型企业，而中小企业融资难问题并未得到解决，信贷需求反而受到挤压。自2010年以来，随着货币政策的趋紧，央行屡屡上调存款准备金率，在信贷资源有限的情况下，各家银行继续弃小保大，中小企业融资难的问题更加突出，并推动了民间借贷利率的水涨船高。

我们认为，中小企业融资难在国外一些发达国家也是存在的，只是由于他们的金融体系更为完善，其程度较轻，而我国造成当前这种局面的原因是多方面、深层次的、长期的。

首先，**中小企业自身的规模、技术、抵押担保、真实信息难获取等因素制约了其融资能力。**中小企业资本金少，处于起步阶段的中小企业大部分自有资金是通过亲戚朋友借来，相应其负债能力也就比较低。大多数中小企业技术水平落后，产品结构单一且科技含量低，缺乏核心技术和无形资产，抵御风险能力差，经不起原材料或产品价格的波动，经营风险较大。一些小型企业，特别是私营企业，靠租赁厂房或设备进行生产经营，根本拿不出符合条件的抵押资产，银行在风险控制时很难落实。在目前融资体系中，财务会计信息已经成为企业产出的替代变量，然而在现实情形下，中小企业却竭力掩盖自身不足，传递虚假信息误导银行和投资者。很多小企业主没有划清个人资产与企业资产的界限，很少具备健全的内控制度和财务制度，财务报告的真实性和合法性难令外部置信，为了降低贷款风险，银行必须大规模搜集中小企业信息，如此一来，致使银行的贷款成本和监督成本上升。

其次，**我国的金融服务体系尚不完善。从资本市场看，创业板等市场融资门槛较高，对大部分中小企业来讲比较遥远，因此，其外部融资渠道依然依赖银行。**然而，我国银行业虽然存在着国有商行、股份制银行、城商行、农信社、村镇银行、小额贷款公司等多种信贷业务主体。但由于目前的发展阶段所限，从银行角度看，并没有建立起服务中小企业的大环境。

银行业是具有典型规模经济效应的行业，习惯于实行“批发”式信贷业务，并取得了较好的经营效果。相比之下，对中小企业的信贷不但成本高、风险大，而且效益不佳，因而银行没有把中小企业作为基本的客户。

长期以来，大型国有银行根据其规模、与国有大型企业的历史渊源等便利因素，始终把国有大中型企业作为其服务对象，即使开展中小企业业务，也大多为中型企业。股份制银行成立之初的服务对象主要是中小企业，但随着其规模的持续扩大，资本实力增强，股份制银行也开始倾向于大型企业，出现了与传统股份制银行相同的“垒大户”特征。城商行以“服务地方政府，服务中小企业”起家，受制于其自身经营区域、资本等因素，其服务对象更多是地方政府企业，以及当地中小企业，但受制于其自身资本规模、风控能力等因素，不能完全解决当地中小企业的融资需求。农村信用社因历史原因其自身负担较重、风控能力有待提高，已没有能力再向中小企业提供更多的融资帮助。近期，涌现出了一批立足于县域经济的村镇银行、小额贷款公司等新主体，在解决小企业融资难的问题上取得了一定成果，但由于规模、政策限制、以及吸储能力受限，目前，这两类金融主体也尚未完全担负起解决小企业融资难的主力军地位。

因此，受制于银行服务体系，以及自身因素影响，中小企业融资难问题还将在未来很长一段时期内存在。

但我们也注意到，**当前银行的经营环境正在发生着剧烈变化，随着银行数量的增多，多家银行服务区域的延伸，各类信贷主体的出现，大型企业在各家商业银行中议价能力的增强，银行业服务于大型企业客户的规模经济效应正在减少，换言之，银行在“垒大户”模式中所享受到的收益率正在逐步下降。**

这迫使大部分商业银行转变战略重点，将部分精力转移至中小企业业务领域，多达4000多万户的中小企业终将成为银行业的新蓝海。如果一家银行能够在小企业领域有所作为，避开竞争激烈的大中型企业市场，那么必将开辟新的业务领域，将会显著提升自身竞争实力。

从当前实践来看，国内部分银行引进国外的IPC、信用评分卡等技术和经营理念，结合当地具体工作实践，解决了制约当前中小企业融资的一系列因素。开创了一系列中小企业服务品牌，例如哈尔滨银行的乾道嘉、北京银行的小巨人、民生银行的商贷通等品牌，在部分地区较好地解决了中小企业融资难问题。目前这些银行正在积极推广此类产品，以求扩大业务量获取更大收益。

从政策推动看，自2012年巴赛尔协议III将在中国逐步实施，该协议进一步提高了资本监管要求，作为银行业，要么继续融资扩充资本，要么放缓信贷扩张的步伐。而6月上旬发布的《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》指出，对于小企业贷款存贷比、资本要求等实行差异化考核，并将降低对于小企业贷款对监管资本的要求，这将会在一定程度上推动小企业贷款的增加。

（作者系哈尔滨银行投行部首席研究员）

别用黑名单来吓阻舆论监督

闻一言

卫生部新闻宣传中心主任毛群安表示，正在打造一个健康的媒体报道平台，对极个别的媒体记者建立黑名单，以此打击他们有意误导人民，传播错误信息的势头。毛群安称有关食品安全的报道产生的影响是巨大的，给国家的食品工业发展造成负面影响。

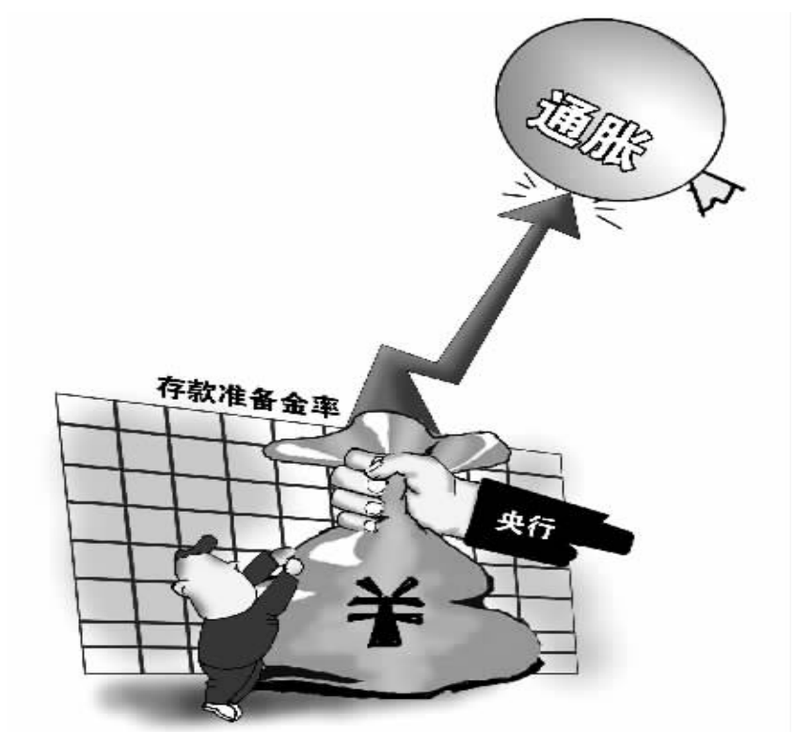
如果说媒体向公众揭露了一起又一起食品安全事件，让公众对食品安全提高了警惕，看清了不法厂商置公众身体健康不顾，只顾谋取私利的倒行逆施，也让食品监管存在的缺失和漏洞暴露无遗的话，那么，对于媒体的舆论监督，食品监管部门理应举双手欢迎，并创造条件和提供便利来保证媒体的监督，为什么反其道而行之地要建立“黑名单”来吓阻媒体记者揭露事实真相的行使本职工作呢？

食品安全事件不断被揭露出来，媒体记者功不可没，他们尽到了一个记者对于公众身体健康和食品安全的责任，也受到了公众的信任和支持。要没有他们出色的工作和努力，许多食品安全问题就不会被揭露出来，公众也就无法知道事实的真相，更无法知道食品安全监管方面存在的缺失，公众恐怕至今还蒙在鼓里呢。但对于食品监管部门来说，一起起食品安全事件被揭露，自然让监管者脸上挂不住，被公众究追猛打的压力与被动，让他们吃足了苦头，媒体记者必然会招他们烦，自然是坏事。

要封这些“惹事生非”的媒体记者的嘴，最好的办法就是给他们戴上“传播错误信息，有意误导人民，影响稳定大局”的大帽子，用公权力赋予的职能，建立起所谓的“黑名单”来吓阻媒体记者，这种措施在公众眼里，只能是一种惧怕舆论监督的自我解套的策略，与公众需要的食品安全的现状与监管的信息公开格格不入，只会加重公众对食品监管者在食品安全管理上无法保护公众身体健康的担扰与恐慌。公众对各式各样的信息正确与否的判断，绝对不比来自食品监管部门的判断差到哪儿去。再用给媒体记者戴“黑”帽子的方法来敷衍公众，说到底是低估了公众对事件的判断力。

食品安全监管部门能做、必须做的不是防媒体记者报道食品安全事件，而是把监管关口前移，从源头上加大监管的力度，把造成食品安全事件的诸多因素通过事前控制消灭于萌芽状态。

焦点评论



央行上调存款准备金率

物价指数创新高，准备金率又上调。
利剑悬空谁都急，靴子落地咱不躁。
信贷流量生变数，股票市场临小考。
未来提准空间窄，加息或出连环招。

赵乃育/画
孙勇/诗

经济时评 Hot Topic

货币增量调控将转向存量调控

胡月晓

货币增速调控目标实现确认。

2011年5月，M2增速继续下降，同比增速为15.1%，比上月继续下降0.2个百分点，低于15.4%的市场预期中值。自2011年2月份，M2增速落于17%的年度货币增速控制目标下方以来，该指标已连续4个月低于17%，且呈现了持续下降的态势。

从货币当局严格限贷的措施看，短期内还看不出有任何放松的迹象，信贷控制仍然有加大力度的趋势，未来信贷增长有可能延续目前小幅回落态势。信贷增速的继续放缓，将带来货币增速目前低位状态的延续，并可能继续下滑。从货币增速的态势上看，我们认为，年度货币增速控制目标已经达到。

但是中国此轮货币收缩的终极目标，并不在于货币增速控制，而在于存量回收。对过去2年的天量信贷行为，在市场的一片微辞之中，货币当局相关官员也或隐或现地表达了悔意。货币增速控制，只是本轮货币紧缩的第一步，存量消化才是未来货币紧缩的重点和难点。对于中国目前庞大的存量货币，“抽水”还是“加面”，我们拭目以待。

信贷增速渐趋正常但未来仍不得放松。

从市场预期和实际贷款的情况看，2011年以来一直存在着实际新增贷款超市场预期的情况，5月份这种情况开始改变。我们认为，在当前货币紧缩基调屡被强化的状况下，先前信贷增速的反弹，只是信贷收紧控制过程中的一个波动行为，并非表示货币当局对信贷控制已转向放松，随着系列紧缩措施累积效应的出现，信贷增速自然会下降；当前贷款增速的下降，只是从一个非常时期的回归，即从反危机期间的高速扩张时期回归到正常增速水平。从满足经济正常增速的角度，目前的信贷增速仍然处在一个较高的位置。最近货币当局再次强调了商业银行的资本要求和风险拨备监管要求，同时再度加强了信托等表外业务的监管，表明其对银行系统的信贷控制仍不会放松。

2000年-2007年间，除了2003年SARS期间的信贷超常扩张外，信贷增速都稳定在12%-16%之间，而这个水平的信贷增速，已经足以支持了同期中国经济的高速增长，并累积了不少的价格上涨压力。因此，目前17.1%的信贷增速，仍然属于偏快的水平，仍未回归到正常增速。

利率上调压力未消。

民间借贷市场利率早已飙升，但官方利率仍然维持稳定。资金价格管制的结果，自然导致信贷分配的现象愈加严重，中小企业贷款愈加困难。经济系统内要求利率上升的内在压力，实际上已非常强烈。5月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为2.93%，比上月上升0.77个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为3.03%,比上月上升0.81个百分点。货币当局之所以迟迟不加息，我们认为主要是受到地方融资平台和房地产泡沫的制约，按照2010年末人行公布的10万亿地方融资平台贷款计算，上调0.5%将直接导致地方政府还款压力上升。

转型过程，必定表现为宏观过热和微观困难的矛盾现象。一方面，“三荒两高”说明当前我国经济运行中过热现象比较严重；另一方面，大量企业经营出现了困难现象。从促进产业转型的角度，提高资金价格是有利于推进转型进程。

最终推动货币当局不得不加息的因素仍然是价格压力。多位政府调控部门官员正式表态，未来通货膨胀的压力相当大。综合而言，政府部门对物价压力将长期存在的看法比较一致，即此轮价格压力将延续较长时间。

（作者系上海证券首席宏观分析师）

求解信贷市场“旱涝不均”

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。