

投资增速为什么还会下降？



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000610120055

Tel: (021)5010 6011

chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

汪毅

SAC 执业证书编号:S1000511050002

(021)6849 8613

wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001

(021)5010 6413

caoyang@mail.htlhsc.com.cn

- 消费是平稳的，出口很大程度上是外生的，则投资可能是未来导致经济超预期的关键，6 月份投资增速下跌，是个短期波动还是一个趋势开始？这是我们研究的起点。我们的研究集中于两个问题：第一，信贷在收紧，投资所需的“钱”源于何处？第二，需求在放缓，投资持续高增长的动力何在？
- 从“钱”方面看，信贷对投资资金来源的直接影响下降。包括直接融资在内非信贷渠道拓宽，2009-2010 年超额信贷投放产生的约 4.6 万亿的资金沉淀，支撑了前期的投资高增长。但是资金来源正变得越来越紧张，应付账款增速达到历史高位，固定资产投资增速和资金来源增速持续偏离。
- 从需求方面看，只有私营企业投资对需求变化敏感，而私营企业投资增速处于一个长期下行趋势，在短期反弹后 6 月份开始下降。跟随后面的制造业投资，其对需求反应显得迟钝，制造业投资增速反弹可以看成是向历史正常水平的回归，我们预期反弹不可持续。
- 房地产投资对需求和价格都不敏感，有充分证据表明，其对资金面敏感，最敏感的部分是“定金、预收款和个人按揭贷款”，如果调控继续，严格房地产开发信贷、房地产限购和差别信贷政策将最终把房地产投资增速拉下来。
- 从政策方面看，包括中央项目投资、国有企业投资和基建投资在内的政策性较强的投资都大幅下滑。
- 因此，固定资产投资将延续 6 月份开始的下降势头。资金是导致中国投资增速波动的最重要因素。最大归属类型——地方项目投资，最大的所有制类型——有限责任公司投资，最大的行业类型——房地产投资，其投资增速都对政策和需求变化不敏感，但都屈从于资金面变化。如果紧缩政策持续，资金面紧张将迫使这些投资增速下降。
- 我们的报告还有几个新的发现：
 - 第一，2009-2010 年信贷大跃进产生了大约 4.6 万亿的信贷沉淀，这意味着资金面还有潜力可挖。因此，经济增长不会突然失速，同时这也可以成为政策继续保持紧缩的理由。
 - 第二，制造业投资增速反弹并不能说明新周期的到来。结合历史情况看，它对需求变化并不敏感，当前增速反弹可以看成是向历史正常水平回归。
 - 第三，2008 年的经济增长断崖式下降并不是固定资产投资下滑所致，而是去库存和出口。以此看来，我们前期强调的库存调整问题依然值得重视。

目 录

1. 实际投资增速	4
2. 钱从何处	5
2.1 信贷对投资增长的贡献渐低	5
2.2 自筹资金为何如此之多?	7
2.3 未来是否差钱?	10
3. 需求与投资	11
3.1 什么企业在投资?	11
3.2 什么行业在投资?	13
3.3 房地产投资会下滑吗?	15
4. 政策、需求与资金	17

图表目录

图 1:	名义投资增速与实际投资增速 (%)	4
图 2:	30 年来实际投资增速均值为 15.6%	5
图 3:	固定资产投资的各种资金来源	5
图 4:	各种资金来源占投资比重	5
图 5:	虽然信贷紧缩,但实体经济还有些“余粮”	6
图 6:	2009-2010 年的中长期贷款未全部用于投资	6
图 7:	固定资产投资资金来源中信贷比重逐渐降低	7
图 8:	自筹资金占全部投资资金来源比重越来越高	7
图 9:	固定资产投资资金来源中自有比重逐渐降低 (%)	8
图 10:	工业企业资产负债率稳定在 60%左右	8
图 11:	2006 年开始,股票融资大幅上升 (%)	9
图 12:	2003-2007 年,工业企业利润大幅增长	9
图 13:	固定资产投资中应付款增速到历史高位 (%)	10
图 14:	固定资产投资资金来源趋于紧张	10
图 15:	私营企业投资增长没有加速 (%)	11
图 16:	国有企业投资显著减速 (%)	12
图 17:	有限责任公司的投资增速基本没有波动 (%)	12
图 18:	名义投资增速比较稳定 (%)	13
图 19:	2011 年 6 月三大产业累计固定资产投资占比 (%)	14
图 20:	私营企业投资增速领先于制造业投资增速 (%)	14
图 21:	主要制造业细分行业的投资增长情况 (%)	15
图 22:	房地产销售面积与房地产投资相关性不强 (%)	16
图 23:	房地产投资与房屋销售价格相关性不强 (%)	16
图 24:	房地产投资的资金来源 (%)	17
图 25:	房地产投资还是与“钱”有关 (%)	17
图 26:	基础设施投资明显减速 (%)	18

一段时间以来，投资数据一直困扰着包括我们在内的一些市场人士：固定资产投资持续加速增长，而且是在信贷持续紧缩、需求预期逐渐变弱的环境下发生的。

既然消费是平稳的，出口很大程度上是外生的，则投资可能是未来导致经济超预期的关键因素。我们对投资的分析主要围绕下面几个问题：

第一，投资高增长，在信贷紧缩情况下，钱从何来？

第二，投资高增长的动力源于何处？是因为经济主体对经济前景乐观，还是一些结构性和体制性因素使然？

第三，在回答上述两个问题的基础上，预判未来投资增长。

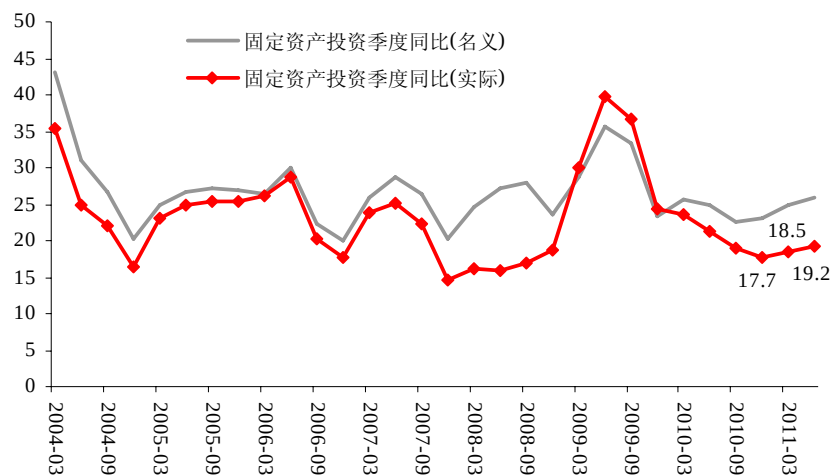
1. 实际投资增速

在讨论展开以前，我们需要知道，投资增速到底有多高¹？

我们区分了名义投资增速和实际投资增速，实际投资增速并不高。名义投资增速从2010年一季度开始连续爬升，2011年二季度同比增长25.8%。实际投资增速也是在去年二季度以后企稳，但一直保持在较低位置，二季度实际投资增速为19.2%。

需要提醒的是，无论是实际增速还是名义增速，当前都不低于2008年。

图 1： 名义投资增速与实际投资增速（%）



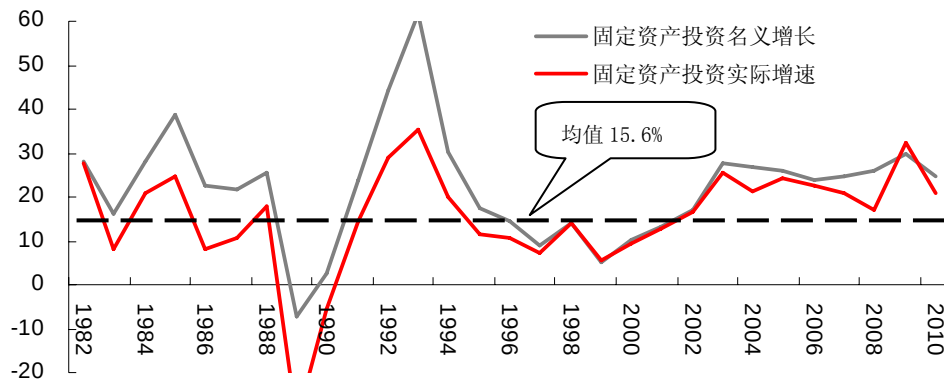
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

扣除价格因素可以减轻我们的困惑，原来投资增速没那么高。但这还不够：第一，18%以上的投资增速显著高于改革开放以来的历史均值15.6%；第二，当前的投资增速存在一个很高的基数，我们注意到，在历史上投资增长极高的年份中，1993年-1995年，年度实际固定资产投资增速从35.2%下降至11.6%，而2009年以来，年度实际

¹ 这个问题很大程度上是数据处理问题。对于投资数据，市场上流传一些说法：第一，投资数据统计是滞后的，现有数据并没有反应最新投资下滑的情况。我们并不否认投资增速可能出现的下滑（我们预测的6月份投资增速也是下滑的），但我们始终警惕一些微观变化和宏观加总可能存在的偏差，而且，即便数据统计是滞后的，我们对既往数据的解释也是必要的，因为这是严谨预判未来投资走势的基础；第二个说法是，投资数据统计本身是有水分的，这一说法不是空穴来风，其中的难点是数据“注水”程度难以估算，不过我们可以假设，“注水”的程度在短时间内没有发生很大的变化，这样，依据现有数据判断趋势变化仍然有参考意义。

投资增速仅从 32.4% 降至一季度的 18.5%；第三，我们还是需要解释，信贷紧缩，名义投资加速，钱从何来？需求现疲软，实际投资未降，需求在何处？

图 2: 30 年来实际投资增速均值为 15.6%

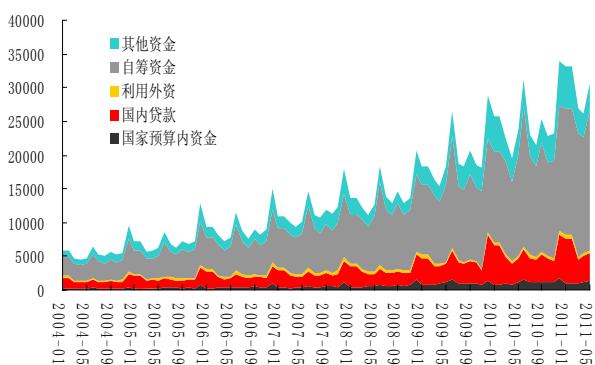


资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所。2011 年二季度为预测值。

2. 钱从何来

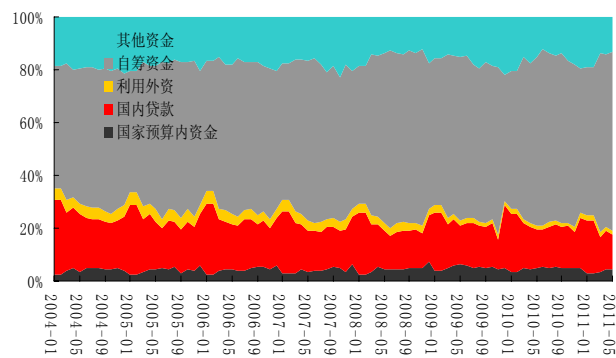
固定资产投资的资金来源，按权重大小依次为自筹资金（67.6%，2011 年 5 月比重，下同）、国内贷款（13.4%）、其他资金（13.3%）、国家预算内资金（4.4%）和利用外资（1.3%）。预算内资金和利用外资比重较小，而且有减少趋势，其他资金比重较为稳定，而且含义不清。我们主要分析自筹资金和国内贷款，这两方面的资金来源比重合计达 81%。

图 3: 固定资产投资的资金来源



资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 4: 各种资金来源占投资比重



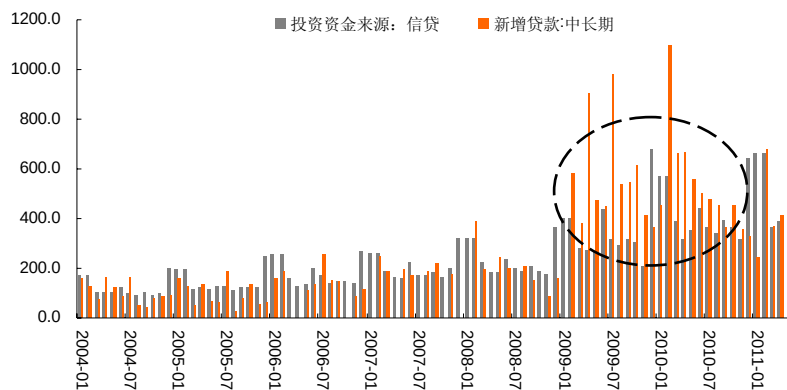
资料来源: CEIC, BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

2.1 信贷对投资增长的贡献渐低

信贷是所有资金来源较明确的部分。历史数据显示，固定资产投资资金来源中的国内贷款和贷款统计中的中长期信贷在规模上相近，这个容易理解，因为中长期信贷主要由于企业固定资产投资。但两者关系在 2009-2010 年间发生了变化。

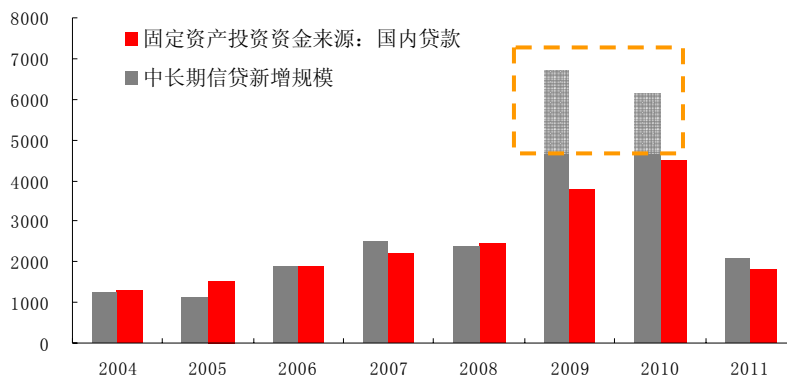
2009 年开始，中长期信贷规模持续高于投资资金来源中的国内贷款，联系当时的政策环境，这种现象也可以理解，因为信贷“大跃进”中，一些企业容易获得信贷，资金供给超过了实际投资需求，一些资金就被沉淀下来了。

图 5： 虽然信贷紧缩，但实体经济还有些“余粮”



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 6： 2009-2010 年的中长期贷款未全部用于投资

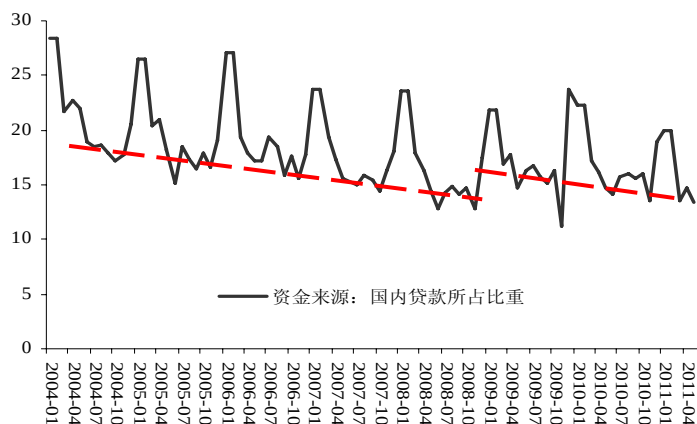


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

如果将两者简单轧差，可以粗略估计这两年资金沉淀规模达 4.6 万亿人民币（这当然不是一个精确的数据，因为从图 6 看来，两者经常会出现较小的偏差）。

上述情况只是问题的一个方面，另一方面的情况是，在固定资产投资的资金来源中，信贷的重要性逐渐下降。国内贷款占全部资金来源的比重，一直呈现逐年下降的趋势，虽然在 2009 年来的信贷“大跃进”中有所反弹，但长期下降的趋势并没有变化，2011 年 5 月仅为 13.4%。我们判断这是融资渠道的多元化的后果。

图 7： 固定资产投资资金来源中信贷比重逐渐降低



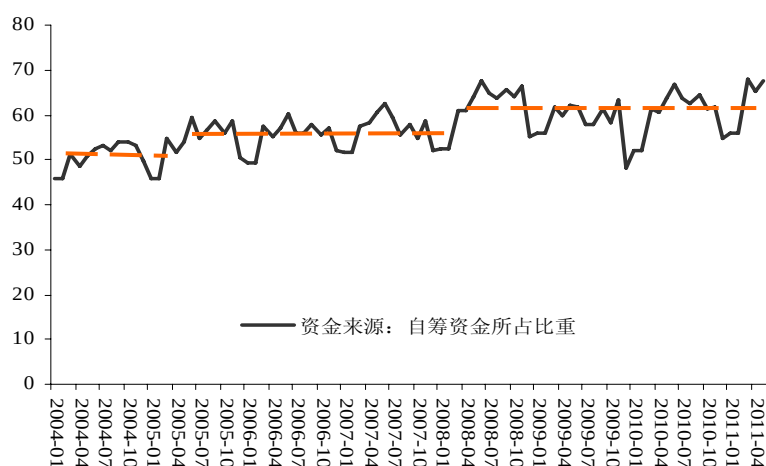
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

2.2 自筹资金为何如此之多？

对信贷资金来源的分析至少让我们知道两点：第一，2009-2010 年信贷大规模扩张超过了投资所需，超出规模粗略估计有 4.6 万亿人民币；第二，中短期内，从信贷角度解释投资增长效果不佳，一方面是因为前两年的资金沉淀，另一方面是因为信贷之外的融资渠道在拓宽。

我们考察最重要的资金来源——自筹资金。2004 年以来，固定资产投资中的自筹资金来源比重呈逐年上升的趋势，2011 年 6 月达到最高 68.8%。如此高的比例在直觉上无法理解，因为如果企业产能扩张所需资金的 60%左右靠自身解决，我们就难以解释信贷对经济扩张的极端重要性，而信贷的重要性是无需证明的。因此产生一个疑问：如此多的自筹资金是从哪里来的？

图 8： 自筹资金占全部投资资金来源比重越来越高

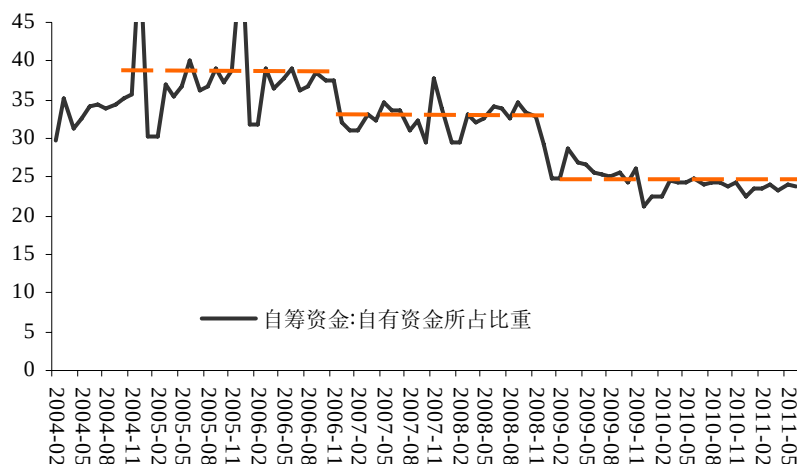


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

关于自筹资金的数据不多，但我们可以从自有资金²及其比重变化里找到一些线索。在图 9 我们看到，固定资产投资中的自有资金比重自 2004 年以来从 40% 的水平上逐级降低，到 2011 年 6 月份低至 24%。我们下面解释两个问题：

第一，自有资金比重多少是合理的？第二，为什么自有资金比重 2006 年以后两次系统性下降？

图 9： 固定资产投资资金来源中自有比重逐渐降低（%）

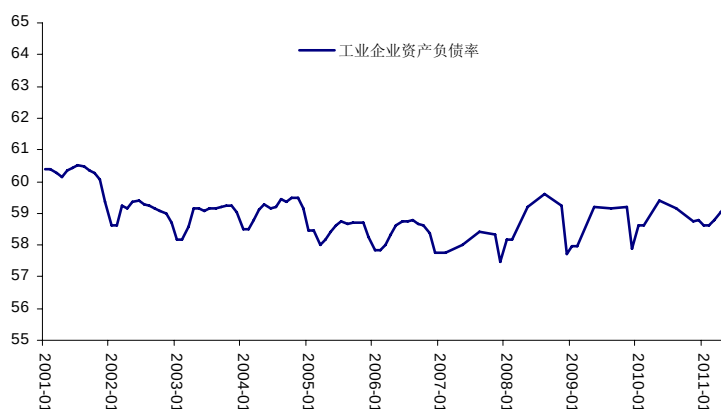


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

关于第一个问题，我们找到了工业企业资产负债率这个指标。这个指标自 2001 年以来一直稳定在 59%-69% 的水平（图 10）。这个信息重要，它告诉我们，自 2001 年以来，工业企业一直在进行资产规模的扩张，或快或慢，但其负债比例是稳定的。这也意味着，在产生增量资产的过程中，企业的负债率没有发生大的变化，而增量资产中的绝大部分就是固定资产。

如果说固定资产扩张过程中，企业负债率一直在 60% 左右的水平，那么，自有资金的比重则应该在 40% 的水平。

图 10： 工业企业资产负债率稳定在 60% 左右



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

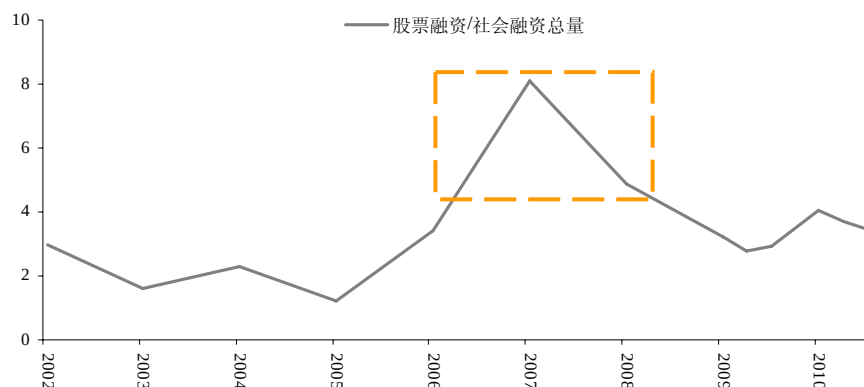
² 在统计局的数据体系里，“自筹资金”下有两个分类项——“自有资金”和“发行股票”。“发行股票”项目统计不完整。“自有资金”，顾名思义，是企业可以自行支配使用并毋须偿还的那部分资金，一般来自股东投资和企业未分配利润。

再回到图 9,按照 40%的合理水平,自有资金占固定资产资金来源的比重在 2004-2006 年间是合理的。但这一指标后来经历了两次系统性下降,同样,自筹资金比重经历了两次系统性上升。那么,在后来这段时间里,整个社会的资金结构发生了什么变化呢?

下面几个事件影响固定资产投资中的自筹资金:

第一,2006 年-2008 年,非金融企业股票融资大幅上升。股票融资没有计入自有资金,因此这可以解释图 9 和图 10 的曲线中 2006 年以后发生的变化。

图 11: 2006 年开始,股票融资大幅上升(%)

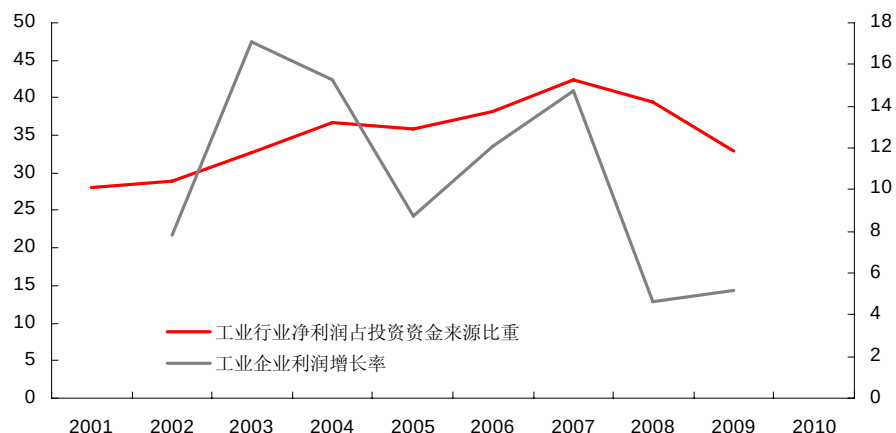


资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

第二,2009 年开始信贷大跃进,企业所获信贷资金超过自身投资所需,一部分剩余资金可能转化为自筹资金进行投资。通过图 6 我们估算,这一规模上限为 4.6 万亿人民币。这也可以解释 2008 年底开始自筹资金所占比重进一步上升。

第三,企业留利 2003 年以后大幅增长。未分配利润用于企业扩张,被称之为“内源性融资”。图 12 反映了工业企业的利润增长情况,2003-2007 年工业利润大幅增长,利润占投资资金来源比重³也逐渐升高。这也有助于解释自筹资金所占比重的持续上升。

图 12: 2003-2007 年,工业企业利润大幅增长



资料来源: CEIC、华泰联合证券研究所

³ 行业层面的未分配利润无法获得,我们以净利润替代。众所周知,无论是中国的国有企业还是上市公司,企业在向股东分红时显得很“吝啬”。企业留利的大部分往往用于规模扩张(但我们难以把握其间的会计处理细节)。如果我们的判断成立,则可以解释自筹资金比重的持续上升(但自有资金比重持续下降就不好解释,这个疑问不影响本文的主要结论)。

2.3 未来是否差钱？

我们大致解释了上半年在信贷紧缩情况下投资扩张的资源来源问题。

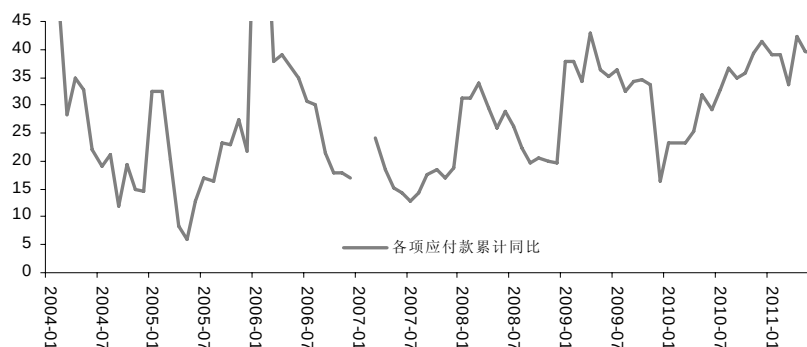
站在企业角度，我们可以将投资的资金来源分为内源性融资和外源性融资，考虑到折旧的增长一般比较平稳，内源性融资的变化则主要受企业利润留存的影响，外源性融资包括信贷和其他直接融资渠道，如债券和股票等，直接融资的比重正在经历一个长期上升的过程，这是信贷资金来源的重要性下降的原因。

另外还有一个最大规模为 4.6 万亿的“水库”，这部分资金是 2009-2010 年超额信贷的沉淀。

下一步的问题是：如果固定资产投资继续按现在的速度扩张，是否会差钱？我们的答案是：虽然短期不差钱，但资金逐渐趋紧。

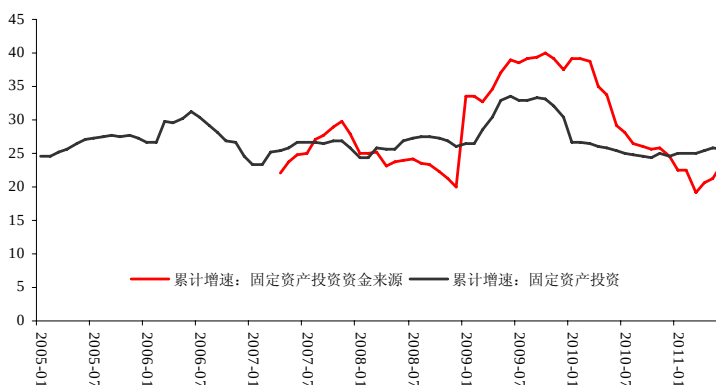
投资的资金来源正趋于紧张，如果利润增长维持低位，信贷紧缩持续，资金沉淀逐渐被直接融资或资金短缺项目所吸收，持续的投资高增长将遭遇资金瓶颈。如下图所示，固定资产投资中的应付账款比例已升至历史高位，投资增速与投资资金来源增速差也出现较大喇叭口，这意味着投资资金来源已逐渐不能满足投资所需。

图 13： 固定资产投资中应付款增速到历史高位（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

图 14： 固定资产投资资金来源趋于紧张



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

3. 需求与投资

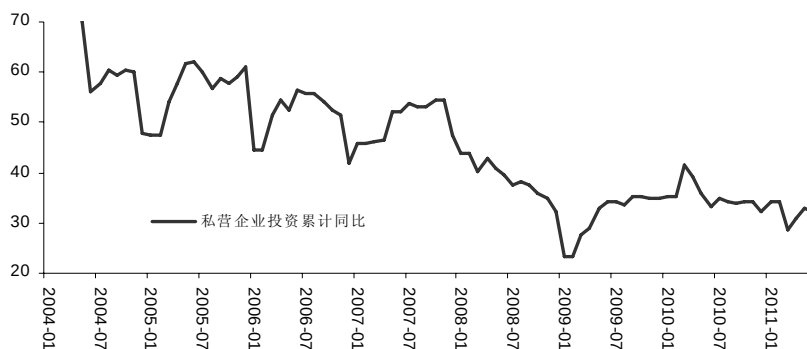
3.1 什么企业在投资？

之所以先讨论这个问题，是因为在中国，有些企业可能偏好规模甚于利润。这个逻辑容易理解，由于缺乏人格化的所有者，一些国有企业控制人会在满足某个盈利标准后，对规模最大化的追求超过了盈利最大化。很多时候，这些企业的盈利源于垄断，扩大规模意味加强垄断。

从企业类型看，国有企业、有限责任、私营企业⁴是最大的投资主体，2011年6月（以下省略时间），三者累计投资占比合计79%。

私营企业投资增长并没有加速。图15可以看到，今年以来私营企业的投资增速基本上延续了上年缓慢下滑的态势，名义增速低于2008年的大部分时间。

图 15： 私营企业投资增长没有加速（%）



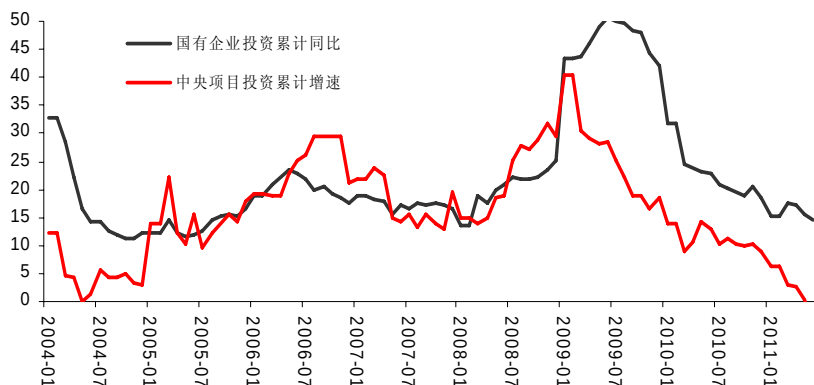
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

国有企业⁵投资也在减速。国有企业投资和中央项目投资有交集，比较能忠实地执行宏观调控政策。投资增速波动与政策信号的变化基本上是一致的。

⁴ 按照统计部分的所有制分类，企业类型分类内资企业、外资企业和个体经营者，三者占比分别为 92.9%、6.7% 和 0.4%。内资企业包括国有企业、集体企业、私营企业、联营企业、股份合作制企业、有限责任公司、股份有限公司和其他共 8 类。其中投资占比最大的三个是国有企业、有限责任公司、私营企业，三者累计投资占比分别为 26.3%、28.4%、24.2%。按统计部门解释，私营企业是指“由自然人投资或控股，以雇佣劳动为基础的营利性经济组织，包括按照《公司法》、《合伙企业法》、《私营企业暂行条例》规定登记注册的私营有限责任公司、私营股份有限公司、私营合伙企业和私营独资企业”。这样看来，确定追求盈利最大化的企业包括私营企业、外资企业和个体经营者，三者累计投资占比合计 31.3%。

⁵ 根据注释 4 中的分类，这里的国有企业应该是国有独资企业。

图 16： 国有企业投资显著减速（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

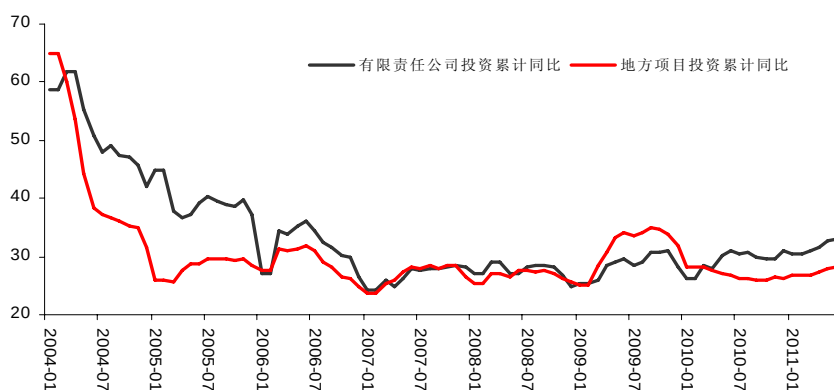
没有下滑的是有限责任公司的投资增速。有趣的是，自 2006 年以来，我们基本上看不到这类公司的投资增速波动，似乎这类公司的投资对资金面、需求和政策变化没有反应。这是一种什么样的公司呢？

统计部门告诉我们，有限责任公司，是指“根据《中华人民共和国公司登记管理条例》规定登记注册，由两个以上，五十个以下的股东共同出资，每个股东以其所认缴的出资额对公司承担有限责任，公司以其全部资产对其债务承担责任的经济组织”。这个定义并不能告诉我们它有何特殊之处。

特殊性可能在于，有限责任公司的背后是“地方”。图 17 给出了证据：虽然有限责任公司投资和地方项目投资的含义、规模相去甚远（地方项目投资占比 94.1%，有限责任公司投资占比 28.4%），但两个指标的呈现显著相关性。

图 17 的意外发现令人兴奋。它为地方投资在本轮投资中的作用、地方投资对政策的免疫力提供了直接证据。我们曾经认为，地方项目投资可能只是一个统称，因为它占全部投资的比重太大，超过 90%。现在的认识变得清晰。

图 17： 有限责任公司的投资增速基本没有波动（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

如果说，包括私营企业、外资企业和个体经营者投资在内的自主性投资扩张主要基于需求，国有投资中的一小部分——中央项目投资反映了政策动向，那么，对政策和需

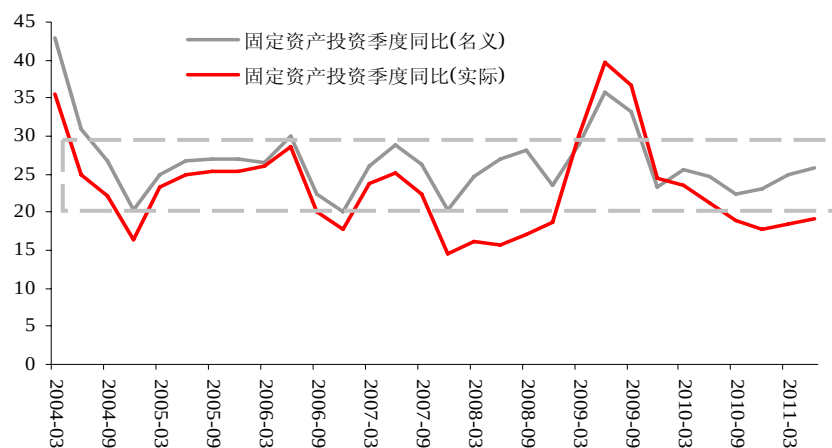
求都不敏感的则是与地方政府有关的投资，这些投资很大部分属于“有限责任公司”和“国有企业”中的非中央项目部分。

当有证据表明投资的主要部分对于需求和政策不敏感，从需求角度解释投资的增长的重要性就降低。也就是说，中国相当部分的投资决策，主要不是基于投资是否可行，而是基于是否可能，否则就不会产生所谓的产能过剩问题。

可能性问题，用大白话说就是：只要有钱，就会继续投资。可能性可从两个方面分析：一是资金来源，二是投资成本。资金来源问题我们在第二部分已经讨论，投资成本问题，从宏观角度看，可以用投资价格指数来表示。

这就产生了图 18 的景象，自 2004 年以来，地方政府的盈利模式固化，除了 2009 年的信贷大跃进，名义投资增速波动保持较小幅度，甚至在 2008 年底也没有出现投资增速的快速下滑，这很有可能因为地方政府和国有企业的钱袋子可以支撑 20-30% 的投资增速。名义投资增速相对稳定，实际投资增速高低则视通胀而定，通胀越高，则实际投资增速越低。

图 18： 名义投资增速比较稳定（%）



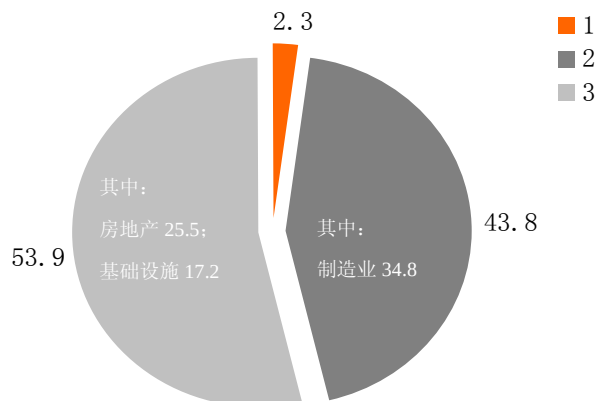
资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

3.2 什么行业在投资？

从行业层面观察投资，一方面是在寻找需求拉动投资的证据，另一方面是为了在结构上把握投资增速变化。

值得关注的大行业有三个：制造业投资、房地产业投资和基础设施投资，三者占总投资的比重分别为 34.8%、25.5% 和 17.2%，合计占比 77.5%，制造业属于第二产业，后两个行业属于第三产业。本文的基础设施投资包括交通运输、仓储和邮政业投资（9.1%）和水利、环境和公共设施管理业（8.1%）。

图 19： 2011 年 6 月三大产业累计固定资产投资占比（%）

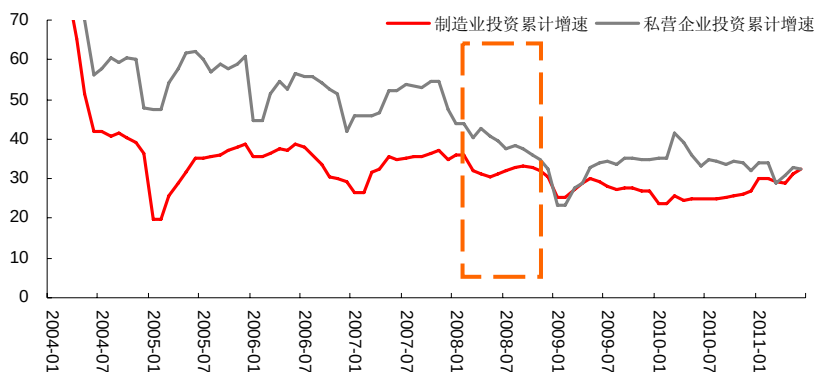


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

制造业投资增长在上半年出现了加速，这是一个积极的信号。因为在我们看来，制造业企业垄断程度相对较低，市场竞争较为激烈，因此他们的投资行为和私营企业类似（如图 20）。

不过制造业与私营企业只有一个不大的交集，制造业中很多重要企业不是私营，如重型制造业的汽车和钢铁行业，同样，私营企业也不仅仅从事制造业。两个行业的投资规模也相去甚远（两者比重分别为 34.8% 和 24.2%）。这就产生了一个问题，虽然制造业投资和私营企业投资增速波动较为一致，但制造业投资波动幅度较小，而且滞后于私营企业投资。理由容易理解，因为制造业投资中有相当的国有企业，它们体量较大，对市场反应的敏感性较私营企业弱。

图 20： 私营企业投资增速领先于制造业投资增速（%）

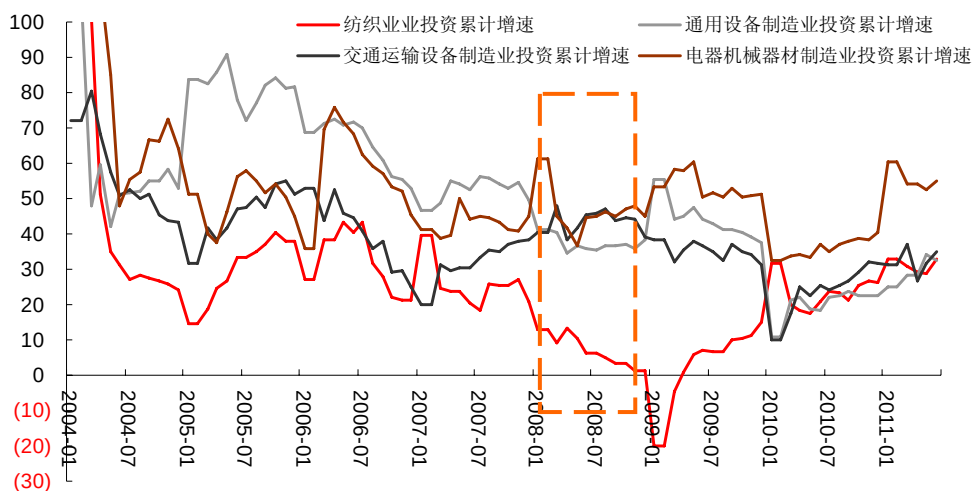


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

这种情况在 2008 年表现得尤为明显。2008 年，严厉的调控导致需求疲软，加上外需下滑，私营企业投资增速直线下滑，而制造业投资增速在第三季度以前都处于上升趋势。2011 年 6 月，私营企业投资增速在小幅反弹后步入下跌，考虑到政策紧缩持续性和外需走势，我们判断制造业投资增速走高不可持续。

在制造业内部，我们看到投资比重较大行业的投资都出现恢复性增长，这些行业包括纺织业、通用设备制造业、交通运输设备制造业和电器机械器材制造业。之所以判断是恢复性增长，是因为这些行业的投资增速并没有超过上一周期。

图 21： 主要制造业细分行业的投资增长情况（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

不过如果参照 2008 年同期，情况就没那么乐观。2008 年，除了纺织业投资增速显著下滑，其他几个重型制造行业的投资依然在上升，上升趋势甚至持续到 09 年，这一现象也许可以从以下角度解释：

第一，中国处于消费升级和产业升级过程中，重型制造业产能扩张具有持续的动力，而且，由此衍生出来的这部分需求并不能主导总需求变化；

第二，这些行业投资本来就对需求不敏感，因为行业内的重量级企业面临预算软约束。这些行业属于周期行业，其投资增速本应具有周期性；

对比 2008 年的情况，制造业投资对总需求不敏感。这使我们意识到，从制造业投资加速并不必然得出“新周期启动”的结论，因为制造业投资增速具有向下刚性，只有在政策面、需求面或资金面发生极端变化时候才会明显波动。本世纪以来，这种极端变化有三次：2004 年的铁本事件、2008 年底的金融海啸、2009 年的信贷大跃进。

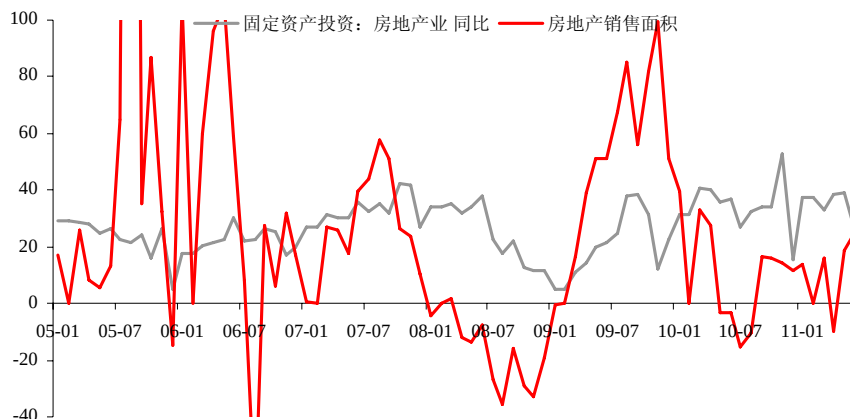
需要寻找一个更能主导中国经济波动的行业，于是我们转向房地产行业投资。

3.3 房地产投资会下滑吗？

中国房地产市场是一个挑战市场经济规律的领域，相对国外房地产市场，中国的数据体系和研究体系较为杂乱，研究这一领域，用多大篇幅都不为过。但本文只关注房地产投资。我们希望能找到一个解释房地产投资增速波动的指标，通过该指标来预判变化。

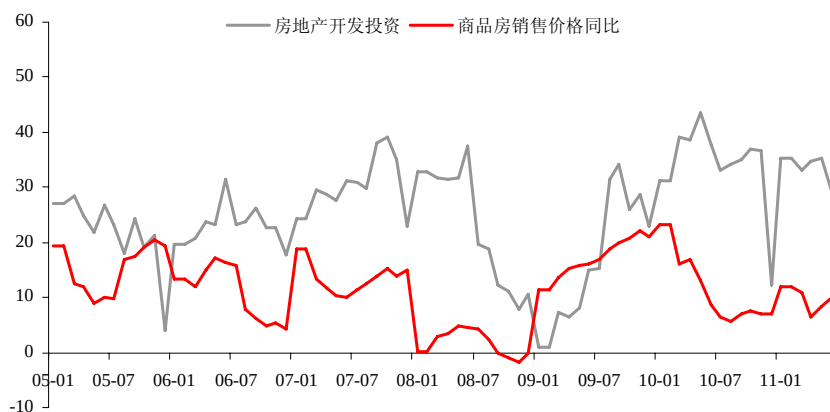
我们分别从房地产的需求和价格入手，两者走势理论上是相关的，考虑到中国房地产市场的特殊性，我们分别加以验证。图 22 用销售反映需求状况，图 23 的房地产价格用全国平均价格，两者与房地产投资增速的相关性并不令人满意。

图 22： 房地产销售面积与房地产投资相关性不强（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

图 23： 房地产投资与房屋销售价格相关性不强（%）

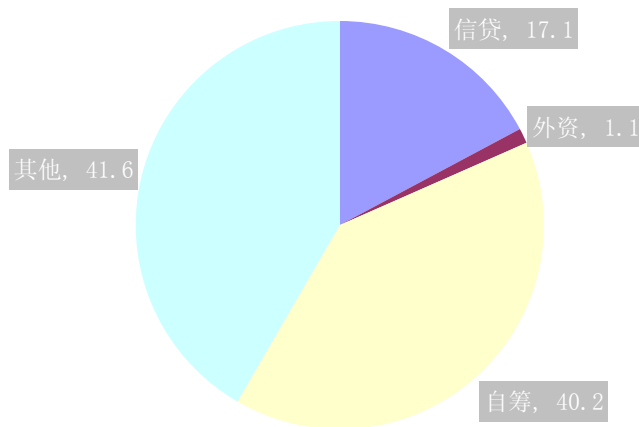


资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

这说明，房地产投资对需求与价格都不敏感，也许，房地产商认为需求和价格的短期波动都不能改变房地产行业长期向上走势。那么，他们对什么敏感呢？

剩下两个因素：政策和资金。两者有交集，信贷等金融政策是房地产调控的关键内容。因此可以直接从房地产投资的资金来源入手。房地产开发投资的资金来源有四个部分：国内信贷、利用外资、自筹资金和其他资金，2011 年 6 月，四者分别占比 17.1%、1.1%、40.2%和 41.6%。“其他资金”是最大的项目，包括预收款、定金与个人按揭贷款。

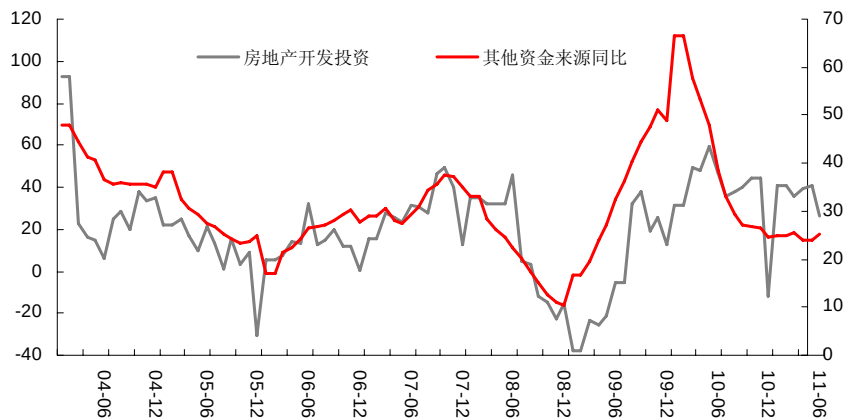
图 24： 房地产投资的资金来源（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

最终我们发现房地产投资还是和资金来源有关，具体而言，是和“定金、预收款和个人按揭贷款”有关。这或许可以解释，无论房地产商认定中国房地产需求有多么强劲，并长期坚守开发和定价策略，但只要收紧资金，降低杠杆，所谓的需求和投资都将下降。这样看来，严格房地产开发信贷、房地产限购和差别信贷政策将最终把房地产投资增速拉下来。

图 25： 房地产投资还是与“钱”有关（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所。

4. 政策、需求与资金

基于一个简单的假设：通胀持续处于高位，政策不得不保持紧缩，我们认为固定资产投资增速将继续下降。我们分别从政策、需求和资金加以说明。

政策。从政策直接影响的部分投资看，国有企业投资和中央项目投资已经大幅减速（图 16），在通胀得到控制以前，这部分投资增速不会明显反弹；包括交通仓储邮政业投

资和水利公共设施管理业在内的基础设施投资增速也出现显著下降，在地方融资平台和地方债务问题没有得到解决以前，这些投资还将继续保持低位。

图 26： 基础设施投资明显减速（%）



资料来源：CEIC、华泰联合证券研究所

需求。对需求最敏感的是私营企业投资，其增速处于历史相对低位，在经历小幅反弹后 6 月份出现下降，考虑到出口较为疲软，国内需求将受制于紧缩政策，私营企业投资将延续下降趋势。

制造业投资对总需求变化的敏感性滞后于私营企业投资，其增速变化较小，只对极端的冲击有反应。如果私营企业投资增速下滑，制造业投资增速的反弹将难以持续。

资金。资金才是导致中国投资增速波动的最重要因素。最大归属类型——地方项目投资，最大的所有制类型——有限责任公司投资，最大的三级行业类型——房地产投资，这些类型的投资增速都对政策和需求变化不敏感，但是他们都屈从于资金面变化。如果紧缩政策持续，资金面紧张将迫使这些类型投资增速下降（图 13、14 和图 25）。

我们的报告还有几个新发现：

第一，2009-2010 年信贷大跃进产生了大约 4.6 万亿的信贷沉淀，这意味着资金面还有潜力可挖。因此，经济增长不会突然失速，同时这也可以成为政策继续保持紧缩的理由。

第二，制造业投资增速反弹并不能说明新周期的到来。结合历史情况看，它对需求变化并不敏感，当前增速反弹可以看成是向历史正常水平回归。

第三，房地产投资与销售和价格变化没有显著相关性，也受制于资金来源，而资金来源与信贷政策有关。只要信贷不放松，我们几乎不用担心房地产投资引起中国经济“过热”。

第四，2008 年的经济增长断崖式下降并不是固定资产投资所致，因为其时我们并没有观察到固定资产投资增速的下滑（无论是名义还是实际增速），导致那个惊险结果的，是去库存和出口。以此看来，我们强调的库存调整问题依然值得重视（《库存调整与产能调整》，2011/04/07；《去库存还是补库存？》2011/06/17）。

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络 CEIC,BLOOMBERG,华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为 CEIC,BLOOMBERG,华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn