

2012 年 8 月 2 日

地方投资冲动凸显，积极拓展资金来源

——宏观日报 2012.08.02

相关研究

下半年政策力度有望进一步加大——宏观日报 2012.08.01

议息会议：欧央行或将出手，美英暂时观望——宏观日报 2012.07.31

积极深化资源性产品价格改革，拉开保障民间资本投资回报序幕——宏观日报 2012.07.30

成本高企导致企业日子比 08 年更难过——宏观日报 2012.07.27

营改增试点扩大至十省市——宏观日报 2012.07.26

7 月汇丰 PMI 初值回升，信号值得关注，但不宜过分乐观——宏观日报 2012.07.25

中国再现大规模返乡潮，就业压力加大——宏观日报 2012.07.24

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

- 贵州、广东、上海、陕西等地方政府都推出了各自稳增长的投资项目，市场不乏人士认为这是地方版的“4 万亿”袭来。但是，地方政府的钱从何来？土地财政受房地产调控和拆迁成本上升的掣肘，地方融资平台则还有一堆数量可观的帐务未还清。为此，地方政府不得不广开渠道，其中一个选择就是与信托合作。
- 去年以来，由于监管收紧的原因，信政合作的规模和占比都有所下降，从 2011 年一季度占所信托产品总量比重接近 10%，逐渐下降到不到 5%，但是今年二季度规模和占比都有快速增长，规模已经达到 3254 亿元，占比达到 5.88%。
- 除了信政合作模式外，从最近地方政府对下半年经济的工作安排中，可以发现地方政府提出的融资途径有以下几方面：（1）加强与银行沟通，协调，力争扩大信贷（2）用好中央关于地方融资平台的有关政策，鼓励金融结构将符合条件的融资平台贷款作为基础资产参加信贷资产证券化试点（3）积极拓展社会融资，激活民间资本（4）财政专项资金支持（5）对符合国家产业政策，成长性好，信用度好的，一时达不到贷款要求条件的项目，要通过担保增信提高融资能力（6）企业上市融资再融资、企业债券融资。
- 新的融资渠道有助于缓解地方政府资金紧张，提高稳增长政策的效果，但是也要密切关注由此带来的金融风险。
- 发改委项目跟踪：8 月 1 日，发改委网站公布了 27 项新审批的项目，其中有 4 项是医院借用境外贷款的项目，其余 23 项主要是涉及到信息技术、生物医药等研发相关的研究中心、实验室项目。
- 其他重点关注：（1）7 月制造业 PMI 数据显示，企业库存压力有所缓解，经济企稳回升可期（2）2 季度资金外流加大，但货物贸易顺差大幅提升，从而推动 2 季度经常项目增速转正（3）全球制造业 PMI 继续收缩，其中美国微升，欧洲微降（4）美联储议息会议按兵不动但暗示刺激，符合预期。

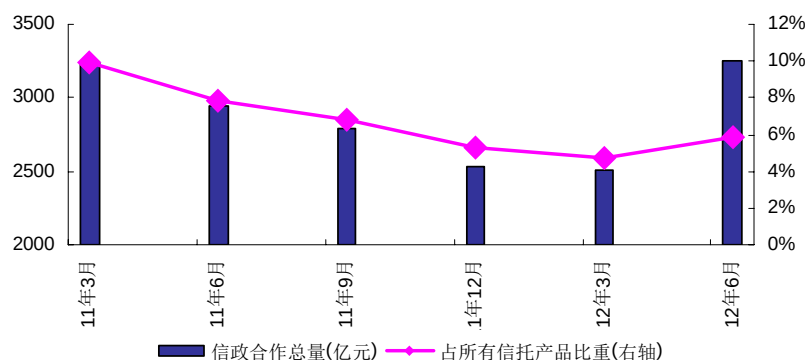
1、地方投资冲动凸显，积极拓展资金来源

广东、上海、陕西等各地政府都推出了各自稳增长的投资项目，市场不乏人士认为这是地方版的“4万亿”袭来。但是，地方政府的钱从何处来？土地财政受房地产调控和拆迁补偿成本上升的掣肘，地方融资平台则还有一堆数量可观的债务未还清。为此，地方政府不得不广开渠道，其中一个选择就是与信托合作。

去年以来，由于监管收紧的原因，信政合作的规模和占比都有所下降，从2011年一季度占所信托产品总量比重接近10%，逐渐下降到不到5%，但是今年二季度规模和占比都有快速增长，规模已经达到3254亿元，占比达到5.88%。

预计未来，地方政府投资冲动下的融资饥渴症难以很大缓解，类似信政合作这种不同于土地财政和融资平台的融资渠道将继续有所扩大。

图 1：信政合作增速回升



资料来源：中国信托业协会，申万研究

除了信政合作模式外，从最近地方政府对下半年经济的工作安排中，可以发现地方政府提出的融资途径有以下几方面：

第一，加强与银行沟通，协调，力争扩大信贷（四川）

第二，进一步加强银政企对接，用好用足中央关于地方融资平台的有关政策，鼓励金融结构将符合条件的融资平台贷款作为基础资产参加信贷资产证券化试点（四川）

第三，积极拓展社会融资，激活民间资本

第四，财政专项资金支持（如甘肃，对今年已开工或具备开工条件的承接产业转移项目，纳入财政专项资金支持范围）统筹安排使用好中央各类投资，加快省级财政建设资金下达进度（陕西）

第五，对符合国家产业政策，成长性好，信用度好的，一时达不到贷款要求条件的项目，要通过担保增信提高融资能力（甘肃）

第六，企业上市融资再融资、企业债券融资（甘肃）

2、企业库存压力有所缓解，经济企稳回升可期

7月PMI为50.1%，绝对值水平与历史同期相比，仅好于2008年，表明当前经济增长处于相对较弱水平。与上月相比，小幅下滑0.1个百分点，而2005-2011年7月PMI环比回落1.16个百分点，今年下滑的幅度明显偏小，从具体年份看，2005-2011年，仅在2009年经济V型回升时，7月份PMI相比6月份回升了0.1个百分点，其余年份均环比回落，相应的，今年7月PMI的环比变动幅度仅差于2009年，而好于2005-2011年的其他年份。显示当前经济呈现趋稳走势。

7月份PMI及其分项指标中，最值得关注的是产成品库存指数。5-6月份受累于前期经济

下滑，产成品库存指数有所上升，而7月份经历企业主动去库存后，产成品库存指数再次回落至警戒线水平以下，企业库存压力明显缓解。后期随着库存水平的下降，以及需求的回升，有望带动企业进入补库存阶段，带动经济企稳回升。

中央政治局会议为下半年经济工作定调：把稳增长放在更加重要的位置上，做好充分应对准备。显示当前政府对经济下滑已经高度关注，并希望能够做好充分准备应对经济下滑，在当前经济低迷、失业压力显现、金融风险抬头的情况下，下半年政策的力度有望进一步加大，维持3季度经济企稳，4季度回升的判断不变。

3、货物贸易顺差大幅提升，推动 2 季度经常项目增速转正

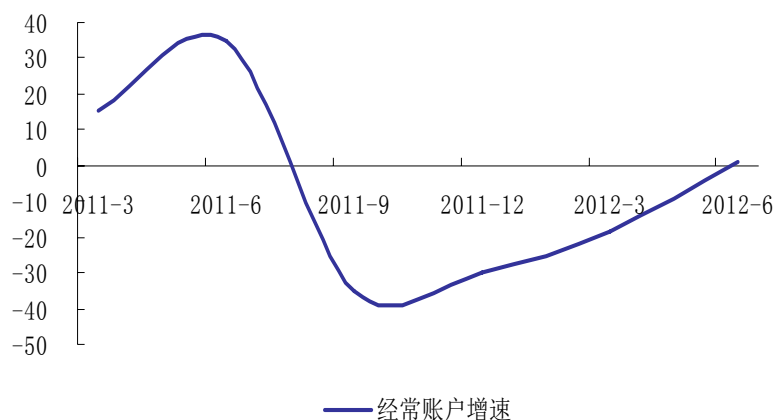
国家外汇管理局日前公布国际收支平衡表数据，今年第二季度，中国国际收支经常项目顺差597亿美元，其中，货物贸易顺差913亿美元，服务贸易逆差187亿美元，收益逆差139亿美元，经常转移顺差10亿美元。资本和金融项目逆差（含净误差与遗漏）714亿美元，其中，直接投资净流入386亿美元。外汇储备资产减少112亿美元。

2季度货物贸易大幅增加是导致2季度经常项目增速转正的主要动力。2季度货物贸易顺差913亿美元，同比增长36.5%，比一季度扩大31.2个百分点。经常项目顺差597亿美元，同比增加1.2%，扭转了连续3个季度负增长的态势，比上季度增加19.6个百分点。经常账户下滑幅度逐步收窄，比上个季度呈现明显好转。

2季度直接投资净流入386亿美元，比1季度减少103亿美元，环比降低了26.7个百分点。尤其当下美国制造业投资回流对我国吸引外商直接投资影响较大，是造成我国上半年吸引投资收窄的主要原因。

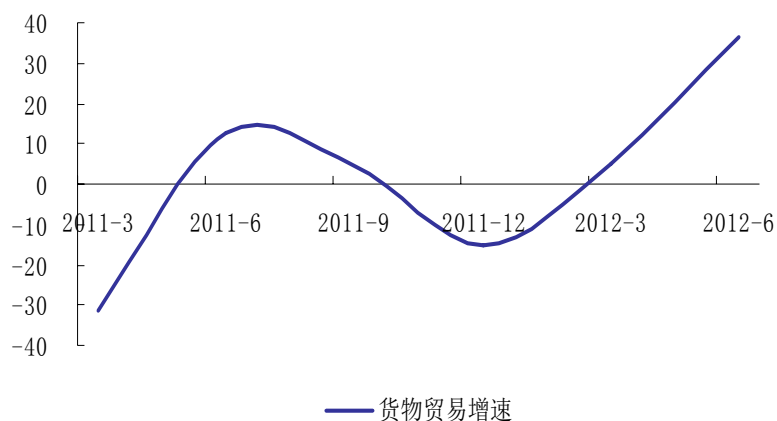
2季度外汇减少112亿美元，比1季度减少748亿美元，主要受2季度我国人民币汇率贬值预期增强拖累，资金大幅外流影响所致。预计随着美元下半年呈微弱走势，以及美国大选，将导致人民币汇率出现小幅提升，资金外流情况有所好转。

图 2：2 季度经常项目增速转正



资料来源：CEIC，申万研究

图 3：2 季度货物贸易大幅提升



资料来源：CEIC，申万研究

表 1：国际收支平衡表（单位：亿美元）

项目	行次	第二季度	上半年
一. 经常项目	1	597	832
A. 货物和服务	2	726	764
a. 货物	3	913	1132
贷方	4	5262	9574
借方	5	4349	8443
b. 服务	6	-187	-368
贷方	7	470	906
借方	8	657	1274
1. 运输	9	-114	-229
贷方	10	100	184
借方	11	214	414
2. 旅游	12	-89	-185
贷方	13	127	240
借方	14	215	425
3. 通讯服务	15	1	3
贷方	16	4	9
借方	17	3	6
4. 建筑服务	18	19	46
贷方	19	26	61
借方	20	8	15
5. 保险服务	21	-42	-84
贷方	22	9	17
借方	23	51	100
6. 金融服务	24	-1	-1
贷方	25	2	5
借方	26	3	6
7. 计算机和信息服务	27	26	53
贷方	28	35	69