

民间资金链断裂风险上升——存量资金再挪窝？

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673
chenrm@htsec.com
021-23219197
联系人：汤慧
tangh@htsec.com
021-23219733

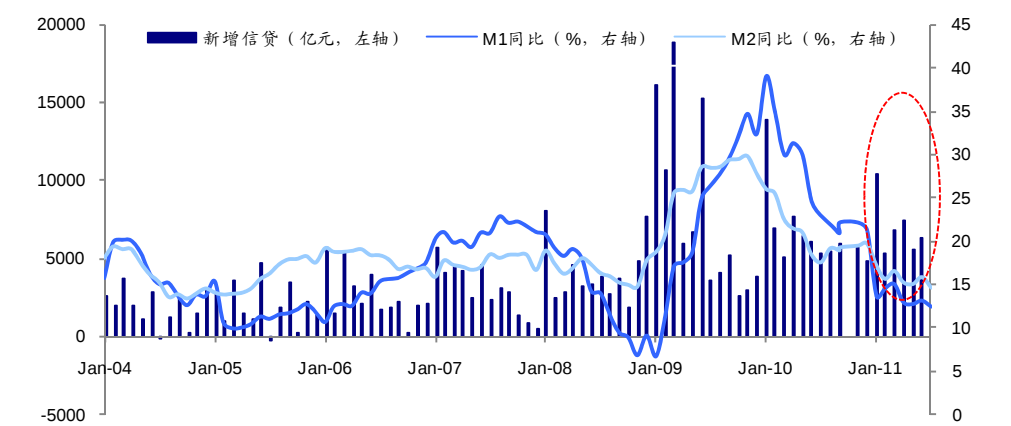
1. 策略观点：民间资金链断裂风险上升——存量资金再挪窝？

(1) 信贷收紧，资金“脱媒”——中小企业转向民间资金。

经历了 2009 年-2010 年的“天量”信贷及货币投放之后，管理层出于“调结构”的考虑，主动收缩了信贷和货币投放量。例如，新公布的 7 月新增信贷为 4900 亿元，同比去年的 5300 亿元有明显的收缩；再如 M2 和 M1 的投放也从 2009 年高峰期的近 30% 收缩到目前 14.7% 左右的水平。

货币和信贷的收缩带来的结果有二：(A) 首先，各大国有银行以及地方城商行受到信贷额度的限制，可供借贷的资金明显减少，再加上存款准备金率目前已经升至历史高点的 21.5%，银行的杠杆率“被降低”；(B) 其次，信贷资金的投放方向上，则有明显的“保大压小”的倾向，具体而言，就是大型国有企业的资金需求基本可以得到保障，但是地方中小企业融资却变得十分困难。

图 1 “调结构”下信贷明显收缩



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

在这种情况下，中小企业为了维持企业正常运转，只能放弃传统的银行借贷转向民间资金贷款，即我们所谓的资金“脱媒”，民间融资成本也随之水涨船高。根据海通证券研究所宏观团队今年 6 月份在江浙一带的调研结果显示，民间借贷年利平均在 20% 左右，最高可以达到 40%-50%，期限上通常为短期贷款，以 3-6 个月贷款居多，地域上则主要集中在制造业比较发达的东南沿海一带，如江浙、福建、广东等地。

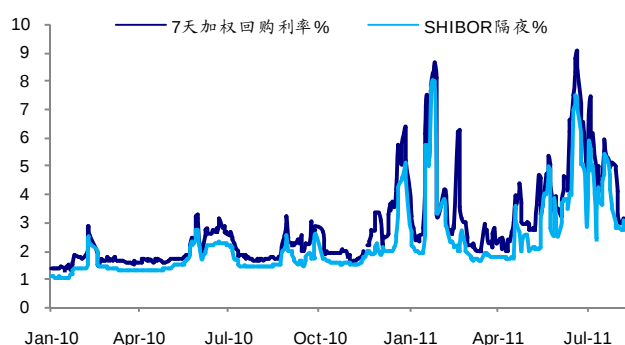
表 1 民间借贷资金成本高企

渠道	利率
典当	最高月利 3 分 2，抵押品多为地产
委托贷款	年利 7%-8% 左右
信托	宁波高新区去年曾为中小企业发集合信托产品，去年综合利率超过 7%，预计今年 9% 以上。
民间自愿协商	月利 3-5 分
小额信贷公司	年利 18% 左右

资料来源：海通证券研究所

除了草根调研，我们还可以从侧面验证资金价格的上升，主要监测指标有二：其一是银行间市场资金价格，通常以 7 天加权回购利率，以及 SHIBOR 短期利率为参考；另一个是长三角票据贴现利率；这两个指标虽然不能真实的反应民间资金成本，但是通过观察这两个指标的变动趋势可以看到信贷资金松紧状况。

图 2 银行间资金价格是社会资金成本的侧面写照



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 长三角票据贴现利率部分反映民间融资成本



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

（2）民间资金断裂风险上升，存量资金何去何从？——股市？理财？商品？or... ..

由于民间借贷的成本极高，如果中小企业在运营过程中资金周转不灵则面临资金链断裂的风险。事实上，这种现象目前在真实的发生着：管理层信贷收紧暂时还看不出放松的迹象，中小企业从银行融资的渠道仍然没有放宽；而民间融资的高成本已经使得部分中小企业资金周转不灵。

我们发现主流媒体自 6 月份以来，开始报道江浙、福建民营企业负责人因为偿还不起债务而潜逃、或者是广东的小企业倒闭的报道。这说明中小企业资金链断裂的风险在上升。一旦中小企业资不抵债，则原本用来进行民间融资的资金不但无法获得预期中的高收益率，反而坏账率上升使得成本大于收益。

表 2 主流媒体对民间融资资金链断裂的报道摘要

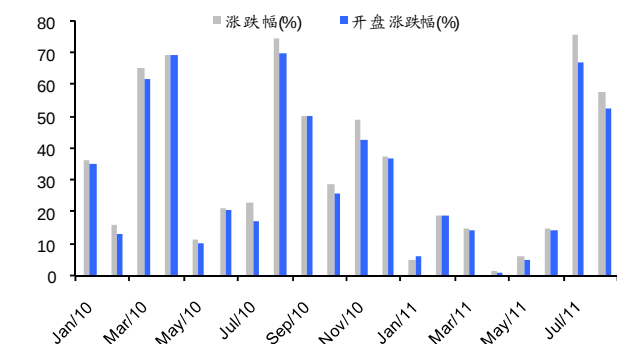
时间	报道名称	报道来源
2011-5-30	《资金链断裂，中小企业濒临绝境》	《南方周末》
2011-6-20	《东南沿海中小企业资金链亮起黄灯》	人民网(www.people.com.cn)
2011-6-16	《央视聚焦钱流:资金链紧张 浙粤中小企业接连倒闭》	新浪财经(www.finance.sina.com)

资料来源：海通证券研究所

如果资金链断裂的现象越来越普遍的话，借用电影《华尔街》中的主角戈登所说的一句话：金钱从来不休息("Money never sleeps.")——原本涌入民间借贷市场的存量资金或许需要寻找其他更具备确定性收益的投资渠道。对于低端资金而言，可供选择的包括股市、银行理财、大宗商品市场等。

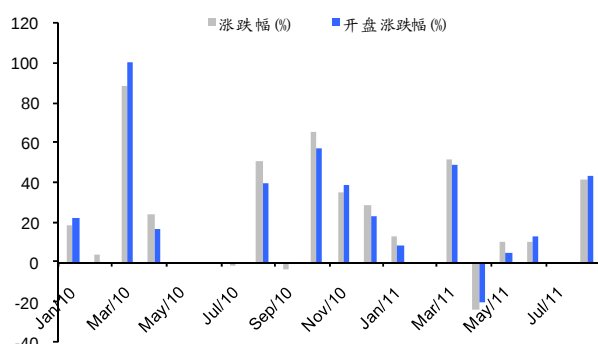
我们分别考察这几个投资渠道——银行理财资金日前被限制不能进入票据融资市场，银行理财的高收益可能难以维持；大宗商品市场目前正在调整期内，除非 QE3 的推出，短期内继续走高概率较低；在这种情况下，目前国内政策面和经济面较为平稳的背景下，处于估值底部的 A 股市场则具备了一定的吸引力。存量资金是否会从“全民放贷”的模式中逐步向股市转移，我们仍需要进一步的观察。目前，新股收益率的提高或许是相对积极的验证。

图 4 全部新股上市收益率创近两年新高



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截至 2011 年 8 月 15 日）

图 5 主板新股发行收益率抬升不明显



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所（数据截至 2011 年 8 月 15 日）

2. 海通策略近期市场观点回顾：边走边打，短期追求确定性收益

短期影响市场的扰动因素有三：海外市场、中报业绩和资金成本。

(1) 海外市场对 A 股的负面影响在本周有所缓和，但未来风险点在于欧洲债务问题的解决，关注 9 月份前后的时间窗口，届时意大利迎来债务到期高峰；

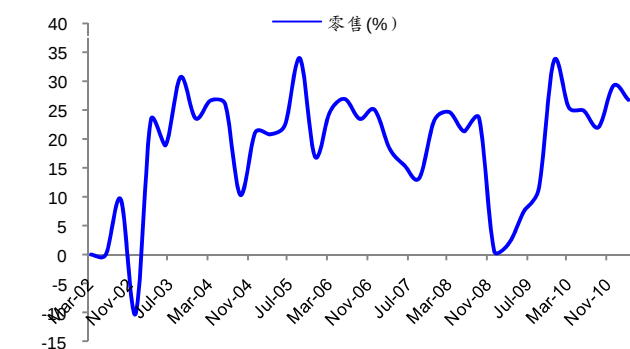
(2) 8 月中报业绩对市场有温和作用，是近期投资的风向标；

(3) 银行间资金面近期有所缓解，且这种局面有望持续。

从上周国内及海外市场的表现可以看出，市场从欧债和美债的恐慌情绪之中走出，逐步回归理性。我们认为市场 8 月份仍是以中报业绩为主线选择投资，确定性的投资机会在中报有出色表现的行业或者个股上。

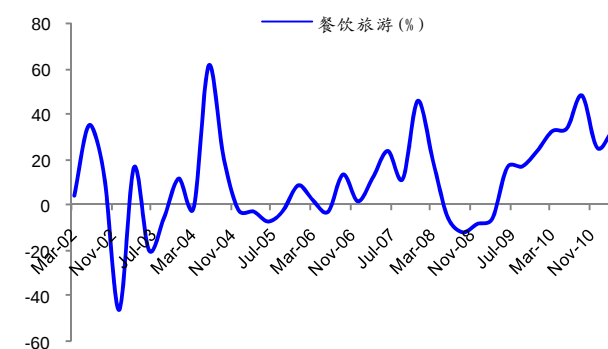
中报业绩表现较好的大消费类，业绩的持续性可期。历史规律显示，零售行业 4 季度是全年收入增长的高峰期，而今年的 3 月份考虑到“十一”和“中秋”假期的因素，可能会“淡季不淡”。餐饮行业则 3、4 季度均是收入增长的高峰期。且从股价表现上来看，零售、餐饮旅游在 8 月份表现行业排名居前。综合业绩和股价变动规律，我们看好零售和餐饮行业。

图 6 零售行业 4 季度是收入增速全年高点



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 餐饮旅游行业 3、4 季度是收入增长全年高点



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

表 3 海通证券策略近期主要报告列表

时间	报道名称
2011-8-9	《不深跌不久跌，边走边打，追求短期确定性》
2011-8-8	《欧债问题难重现 2319 点，A 股市场目前点位具备投资价值》
2011-8-3	《追求短期确定性，胜于拐点布局》

资料来源：海通证券研究所

3. 要闻动态解读

(1) 宏观经济数据出炉，数据显示我国经济增长平稳。

上周公布的宏观经济指标，除了价格指数相关的 CPI 和 PPI 数据略高于市场预期（CPI 同比 6.5%，PPI 同比 7.5%），以及新增信贷低于市场预期（4926 亿元）；其他数据均好于市场预期，包括工业增加值（14%），固定资产投资（25.4%），出口（20.4%），消费（17.2%）。这仍和我们对于下半年经济保持平稳增长的判断保持一致。

此外，央行货币委员会上周表示当前稳定物价仍是第一目标，也显示了通胀问题是管理层目前最关心的问题，特别是 7 月的 CPI 又创下新高之后，后续物价的走势是目前管理层工作的重点。而经济增长问题，虽然近日由于美欧债务问题引发了对中国经济增长前景的担忧，但是我们仍然认为，国内经济增长内生动力很强，下半年投资和消费都将保持相对平稳的增长；出口问题主要需要关注欧债问题的进展，我们认为重要的时间窗口在 9 月份前后，届时意大利将迎来最大的债务到期量。

(2) 美国周度失业人数好于市场预期，市场对美国经济前景的担忧有所缓解。

上周公布的美国每周申请失业补助的人数减少 3250 人，联系到美国最近公布 7 月份失业率和非农就业数据都好于市场预期。此外，除汽车和汽油之外的零售数据也好于预期，这对前期处于风雨飘摇中的美国股市形成利好。我们认为，美国经济目前处于温和的复苏之中，尽管此前一段时间，围绕美国债务上限，标普调低美国评级问题引发市场对于美国经济前景的极度悲观。但是我们认为，各项数据均显示美国经济就在那里，并没有因为降低评级而改变，前期的大跌是“一次性情绪的宣泄”。

(3) 法国、意大利等国减赤计划，全球“去杠杆化”进行时。

意大利 12 日出台新一轮财政紧缩方案，减赤 455 亿欧元；而法国也将于 24 日推出关于减赤的新一轮方案。我们认为，虽然可以预期到两国减赤方案必然阻力重重，但是从长期看来，这将是有利于欧洲经济发展的良性循环，这也表明全球“去杠杆化”也正在进行时之中。

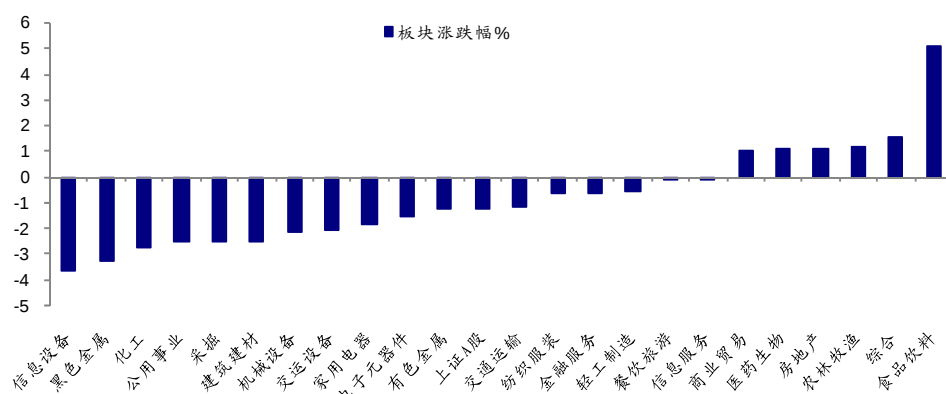
过去的十年中，各国杠杆化率不断加大，特别在 2007 年-2008 年，以欧洲为例，债务/GDP 比例由原先的 60% 左右水平跃升到了 80% 左右的水平，虽然推动了一时的经济增长，但是长期看来，高额的债务比率会引发一系列的经济问题，如果处理不当，还可能引发经济危机。去年由希腊债务问题引发的欧债危机就是最好的例证。

目前，全球的经济处于“去杠杆化”的过程之中，我们认为，这是经济步入良性循环的很好的起点，不应该对此过程中可能伴随的经济增速放缓过于悲观。

4. 一周市场表现

上周大盘在周初受到海外市场影响下跌，周二后逐步企稳，周跌幅 1.2%，其中只有食品饮料上涨 5.08%，农林牧渔上涨 1.18%，房地产上涨 1.14%，涨幅居前。跌幅居前的板块是信息设备、钢铁以及化工。可以看到，涨幅居前的板块中农林牧渔和食品饮料是受到中报业绩预期良好且后续有持续性的影响，而地产则是发挥了估值的优势，加上中报业绩表现不俗的短期刺激因素显示了抗跌性。

图 8 一周行业及 A 股涨跌幅表现



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。