

# 地方政府加杠杆态势卷土重来

## ——稳增长政策走势分析

证券分析师：高利  
执业编号：S0360209120018

联系人：华中炜 何珮  
Tel: 010-66500896  
Email: huazhongwei@hczq.com

### 主要观点

- **地方政府可能再度出现加杠杆行为。**虽然当前“稳增长”政策实施面临诸多约束条件，但地方政府上项目的热情已经被点燃，预计各地自行对地产政策进行松动获取项目建设的资本金、通过表外贷款、企业债券等形式进行加杠杆等行为将成为一段时间的主要旋律。如果态势继续，稳增长政策对于经济增速将会产生较大托举作用。
- **宏观稳定机制的缺陷可能加剧经济波动。**在中国当前的宏观稳定机制之下，往往紧缩时一起“踩刹车”，放松时同时加油，从而在一定程度上加剧了宏观经济的波动性。本次稳增长虽然政府一直强调是微调，但预计仍然面临类似的走势。
- **财政政策方面目前局限于加快预算内资金拨付层面。**货币信贷政策层面，主要政策预计集中在降低准备金率与银行中长期贷款的投放。房地产政策可能“打左灯，向右走”。
- **继续坚持中国经济“一季度环比见底，二季度同比底部”的判断。**主要的理由就在于政府很难容忍经济快速下滑的风险而选择过猛的刺激措施。中国经济是为“速度-效益型经济”，在速度下降时将很快失去效益。在这样机制无法改变的情况下，重新选择扩张将是必然选择。

### 相关研究报告

## 一、当前我们的政策空间发生了哪些变化？

### （一）财政再杠杆化空间有限。

中央财政 2008 年时决定在未来两年中增加预算内支出 1.18 万亿元，从当前情况看，今年是本届政府最后一年，教育等支出达标刚性要求较大。更为重要的变化来自于地方财政扩张的空间受到较大约束：房地产调控的延续导致地方政府难以通过增加土地收入加大投资的力度，同时地方融资平台的风险状况与监管政策导致无法通过债务渠道大力杠杆化。

### （二）物价的约束。

从决策者的角度来看，依然坚持需要把握好调结构、稳增长与稳定通胀预期之间关系。我们认为，虽然物价在当前需求疲弱、货币增幅较低的情形之下，价格短期内不是问题。更为重要的是需要观察需求平稳之后物价的走向。央行在一季度货币政策执行报告中提到：“也要看到，当前经济增长与物价之间的匹配关系正在发生变化，物价对需求扩张的反应较之前更为敏感。在刘易斯拐点逐步到来、国内劳动力供给趋紧的大背景下，劳动较为密集的农产品、服务业以及资源性产品价格仍存在趋势性的上涨动力。一旦需求扩张，潜在的涨价动力就可能重新显现。”

### （三）决策者的决心。

从当前情况看，决策者确实不希望经济下滑过快，但对于经济增速下滑并无过多异议。鉴于当前复杂的国际形势，8%的增速应该是决策者认可的底线，并无继续让增速再回到 8.5 以上的主动愿望；另外一方面，就业情况尚未出现问题（虽然就业四个滞后指标，但本届政府很快到任），也给决策者以经济速度不必过高的较大信心。

### （四）金融机构的信贷配合方面。

从 2008 年的情况追溯，当前的信贷增长面临更多的约束。银行对于风险更为看重。当前对于融资平台和中小企业，已经暴露出一些问题，银行更为谨慎。特别是上一轮经济刺激计划中一些银行响应国家政策进行高速信贷投放，但后续面临较大的监管压力，此轮银行业在表内贷款投放中会趋于谨慎。

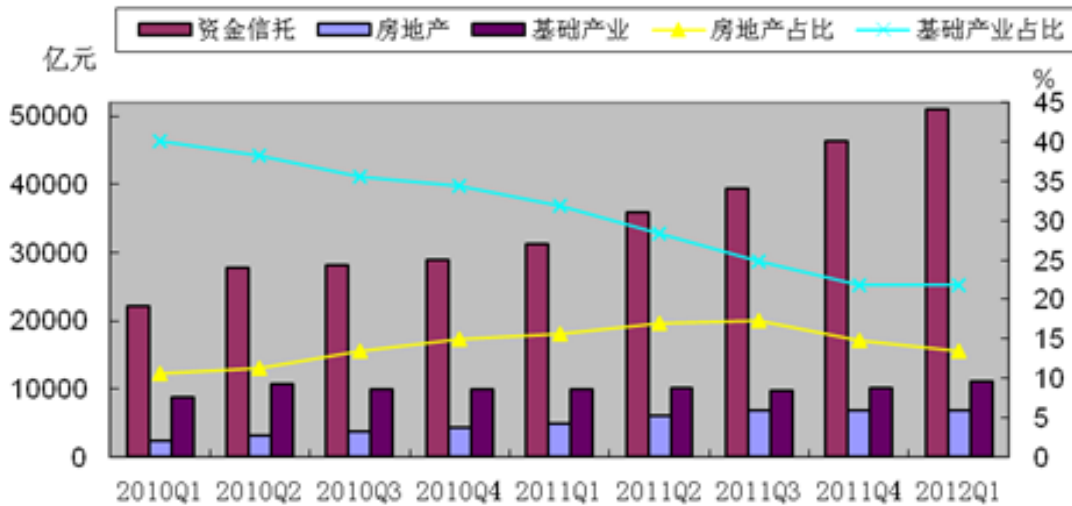
## 二、需要关注可能的政策取向

### （一）表外贷款、企业债券等融资渠道将发挥重要作用

货币信贷政策调整将以准备金率下调和银行中长期贷款投放量上升为主要观察标识，但预计全年信贷总量预计仍保持在 8 万亿左右。利率的下调可能在经济进一步大幅下滑后发生。我们认为当前银行信贷并不会出现井喷式的增长，但表外贷款将大幅度增加，在银监会规范回购型信贷资产转让、银行间互持理财产品、农信社票据回购行为之后，采取以信托收益权转让业务可能成为下一步表外贷款的主流。从历史上回顾，最近两年中，很多月份（特别是季末）表外贷款的新增量往往超过了当期的表内信贷投放量。

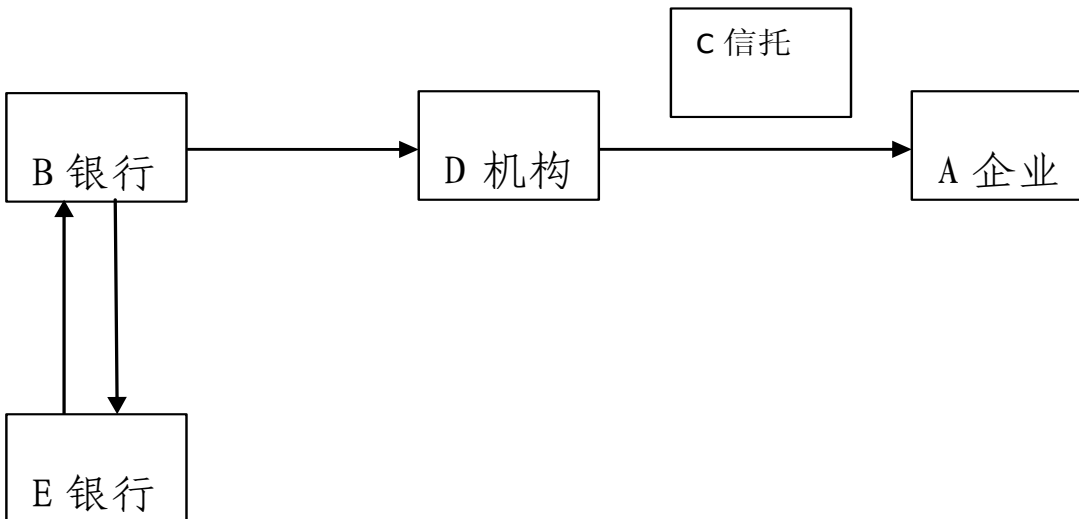
从信托资产的投向来看，基础产业信托资金存量占比下滑的趋势在 2012 年 1 季度开始有所缓解：新增信托项目资产有四分之一投向基础产业项目。在房地产信托面临严厉监管时，基础产业项目的资金投向成为信托公司新的业务来源，这种现象同今年一季度政信合作重新升温的趋势相呼应：随着平台贷款项目偿还期逐渐临近，在建项目大量借道信托融资。

图表 1 信托资金投向规模和变化趋势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 信托受益权转让运作方式解析图



注: 1. A 企业: 信托受益权转让业务为 A 企业开辟了新的融资渠道, 所以 A 企业为尽早获贷款, 愿意接受信托受益权转让业务。  
 2. C 信托、D 机构 (即期出让信托受益权): C 信托、D 机构在信托受益权转让业务流程中都扮演了渠道的作用, 自身并不垫付资金, 也不承担任何信用风险。在实际操作中一般采用无缝对接的方式, 即: 所有的合同均在同一天签署, D 机构向 C 信托划款后, C 信托立即向 A 企业提供融资, 同时 B 银行立即向 D 机构划款, 整个操作流程不会超过一个小时, 最大限度地避免了资金在任意时间点上的落空。  
 3. B 银行 (远期受让信托受益权): B 银行通过承担不可能发生的回购义务, 争取中间收入。  
 4. E 银行 (即期受让、远期出让信托受益权): E 银行是信托受益权的最终持有银行。出具了承诺函, 便达到了满足 A 企业融资需求的目标 (不计算贷款规模、不计入存贷比、不计提风险拨备) 并获得可观的中间业务收入。其收益为: 以较低的价格获得较高收益的同业资产 (目前点差约为 150bps 至 200bps 左右), 风险资产占用较低 (4 个月内 0、4 个月以上 20%), 免征营业税, 授信流程简便快捷 (占用同业授信)。

资料来源: 华创证券

另外, 以城投公司为主的企业债券发行规模将大幅增加, 发行流程也将加快, 中央代发地方国债也将主要用于重大项目建设。

### （三）投资政策：地方项目可能超出预期

地方政府可能配套上马系列项目。如同当年“四万亿”，中央项目安排之外地方出现了项目大跃进。目前看来，多数地方政府刚刚换届成功，在整体政策转向稳增长的导向之下，地方政府的热情已经呈现了重新被点燃的势头。

### （四）房地产政策可能“打左灯，向右走”

加快重大项目步伐需要地方政府进一步配套资金。从当前情况来看，很多地方政府面临巨大财务压力，在此情况之下，自行对于地产政策进行放松以促进土地成交的放大将成为一个必然选择。

图表 3 预期政策矩阵

政策工具	可能性	实施的效果及对经济增长的作用	
货币及信贷政策	降息	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 若 5 月数据继续低迷，如工业增加值低于 10%、物价继续回落，则存在可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 对恢复信心、减轻企业融资成本有较强作用，由于目前银行已经开始在下滑信贷上浮幅度，所以减息会导致企业融资成本的进一步下滑，从而对民间投资有较强刺激作用。</li> </ul>
	降低准备金率	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 预计年内仍有 2-3 次</li> <li>● 下半年特别是三季度央票到期量较之上半年明显减少；人民币升值预期的减弱、美元指数的上涨和海外形势的动荡可能导致中国的资本流出持续。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 保持资金面的宽松和利率低企，从而降低企业债券等融资成本是重要的政策取向</li> </ul>
	扩大贷款利率浮动下限	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 存在一定可能性，难度在于需要监管部门达成一致意见</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 如下调，预计有百分之十以内的银行贷款将会因此下调贷款利率，从而在一定程度上帮助提升贷款需求</li> </ul>
	通过窗口指导，增加中长期贷款	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可能性较大，特别是对于国家重大项目的配套及后续跟进</li> <li>● 总体贷款规模仍然保持在 8 万亿元左右</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 将对经济增长产生实质性稳定作用。</li> </ul>
	放松融资平台监管	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可能性较大，地方政府对于融资平台松绑呼声较高</li> <li>● 监管部门可能对平台监管政策进行局部松动</li> <li>● 地方政府可能采取搭建新的平台方式进行融资</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 银行对于平台贷也较为谨慎，在监管原则未作大的改变的情况下，大幅放量的可能性不大</li> <li>● 需要做的是对融资平台补充资本金</li> </ul>
	直接融资支持	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 加快新三板的出台，为更多中小企业融资提供新渠道</li> </ul>	
财政政策	加大企业债券发行力度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 已经在实施中。将对铁道债进行特批，允许突破净资产 40% 的限制，可能放到 100%，同时实施利息税优惠政策</li> <li>● 加快平台债发行，对保障房建设平台债券加快审批</li> <li>● 中央代发地方国债将启动，增加地方政府债发行力度</li> </ul>	
	加大中央财政支持力度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可能性较小。当前财政收入增速放缓，加上本届政府最后一年，刚性支出压力较大。</li> </ul>	
投资政策	对融资平台及企业注资	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 从当前情况观察，必要性较大，但实际执行面临较大问题</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 如果能成功注资，对于地方政府增加杠杆率将起到较大作用</li> </ul>
	加快项目审批	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 已在实施中</li> <li>● 主要集中在高铁，节能环保、西部基础设施等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 重大项目的审批之前必须安排好信贷配套承诺。故重大项目的审批加</li> </ul>

			快，意味着中长期贷款需求的直接上升
	一揽子投资计划	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 出台类似“四万亿”投资计划的可能性并不大</li> <li>● 主要还是在重点领域，本着“能上的尽快上”的方针向前推进</li> </ul>	
房地产	房地产调控放松	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可能是经济继续快速下滑时考虑的方</li> <li>● 更可能的调整在于实施严格的差别化调控政策，对于首套房和刚需给予差别化支持</li> <li>● 更大的可能是地方出于项目建设配套资金的需求，加大房地产销售、开工暗地放松和刺激力度，中央政府对此不表态即可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 毋庸置疑，房地产政策一旦真正开始放松，将对经济增长起到实质性支撑作用，但是同时也可能导致房价开始掉头上涨。</li> </ul>

资料来源：华创证券

图表 4 部分地区项目安排情况

安徽	5月21日，安徽公布2012年“861”项目投资计划，行动计划内涵进一步调整提升。2012年，全省“861”项目投资计划安排项目4897个，总投资54186.9亿元，年度计划投资4747.7亿元。其中：续建项目1457个，总投资15211.4亿元，年度计划投资2755.7亿元；计划开工项目1356个，总投资9932.7亿元，年度计划投资1992.0亿元；储备项目2084个，总投资29032.9亿元；安排计划竣工项目371个。
广西	5月21日，广西完成2012年第三次自治区重大项目前期工作联合审批，共对接项目38项，总投资312.1亿元。
辽宁	5月22日，辽宁省召开会议传达贯彻温总理讲话精神，提出坚决实现全年“两个不低于”的奋斗目标。要认真抓好固定资产投资。在谈项目要抓紧落地，已谈定的项目要抓紧开工，已开工的项目要抓紧建设。
湖南	5月23日湖南省政府经济形势座谈会：狠抓投资。加强项目调度，对全省所有项目分门别类分析，层层分解任务，逐个逐项解决具体问题。抢抓工期，在确保安全和质量的前提下，努力形成更多实物工作量。加强项目保障，坚持重点项目重点抓、重点管、重点保、重点上，确保不出现误工、延迟。对本次中博会引进和签约的重大项目，要及时跟进，确保落地有声、落地开花，提高履约率、开工率、投产率。
广东	5月23日广东省政府发布《关于调整实施<珠三角规划纲要>实现“四年大发展”部分重大项目2012年工作进度安排的通知》，要求调整今年实施《珠三角规划纲要》的工作方案，重点涉及18个重大项目进度安排。其中，涉及铁路和基础设施类的项目达15个，文件明确要求加快项目申报或建设进度。
陕西	5月24日陕西省经济工作座谈会：把保工业增长放在突出位置，同时着力推进重大项目建设，简化申报程序，提供土地、资金、材料的供应支持，要让新项目尽快投入生产。列入省重点项目计划的新开工项目9月底前要全部开工建设，已定的铁路、公路项目必须实质性开工。
海南	5月24日海南省政府召开专题会议，部署进一步加快推进重点项目建设工作。会议提出当前重点项目建设，要突出“四个加快”。一是要加快推进在建项目、续建项目及收尾项目的进度，争取得到国家的进一步支持；二是要加快推进已进入报批程序项目的申报进度，争取得到国家有关部门的优先考虑和优先推进；三是要加快储备一批基础设施项目、产业类项目及消费类项目；四是要加快梳理和引进一批符合国家产业政策导向的新项目，为海南经济可持续发展打好基础。

资料来源：华创证券整理



## 宏观组分析师介绍

**华中炜：**宏观策略研究主管，华中科技大学经济学博士，曾担任路透集团金融分析员、中国银行间市场交易商协会研究部主管。

**杨现领：**宏观高级分析师，华中科技大学经济学博士。

**何 珮：**宏观分析师，英国诺丁汉大学金融学硕士，曾任天相投资顾问有限公司宏观研究员。

**张 森：**宏观助理分析师，经济学硕士，毕业于中国科学院农业政策研究中心。

**柴小虎：**宏观助理分析师，英国拉夫堡大学金融银行硕士，曾任天相投资顾问有限公司宏观研究员

## 华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hcqz.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hcqz.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hcqz.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hcqz.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hcqz.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hcqz.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hcqz.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hcqz.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hcqz.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hcqz.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hcqz.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hcqz.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hcqz.com

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编：100033  
传真：010-66500801

### 深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编：518040  
传真：0755-82027731

### 上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编：200122  
传真：021-50583558