

分析师  
王涵 S0190512020001  
高群山 S0190512040003  
卢燕津 S0190512030001  
贾潇君 S0190512070005  
王连庆 S0190512090001

研究助理  
王轶君 唐跃  
联系方式  
021-38565956  
wanghan@xyzq.com.cn

### 相关报告

130317  
关注基建低于预期的风险

130310  
通胀是虚惊，经济尚能 Hold 住

130303  
短期冲击弱于“国十条”，长期堪忧

130223  
政策略显“微调” 4 月中为首个敏感期

130217  
中国或受益日本出口

130203  
美国复苏带来的出口结构性机会

130127  
生产改善但产成品仍有去库存压力

130120  
企业盈利将超预期

## 对流动性宽松下投资不旺的探讨

——中国经济周报（2013.03.18-2013.03.24）

2013 年 3 月 25 日

### 要点

- **银行间流动性宽松，企业现金流状况改善。**从资金供给来看，回购利率和银行家调查均指向银行间流动性保持宽松。从资金的需求方来看，银行贷款掌握情况指标显示认为银行贷款偏松的企业占比有所回升。另外，信托委托贷款的上升以及地产销售的火爆使地产商和基建相关企业的现金流也持续改善。
- **去杠杆周期下叠加政治因素或导致宽松流动性并不带动投资的明显启动。**从历史上来看，资金价格下降伴随着投资需求的明显回升。但流动性从去年 3 季度开始宽松，至今仍未看到投资出现明显启动，其背后原因是：
  - **经济处于去杠杆周期，内需偏弱，制造业产能过剩，盈利下降限制制造业投资意愿。**制造业企业产能过剩的情况使其盈利能力仍然处于一个较低的水平。13 年盈利的改善主要来自于成本端的改善而非需求的扩张。在这种情况下，制造业企业再投资的意愿较低。
  - **虽然房地产企业财务指标明显好转，但国五条的细则和执行力度以及信托兑付压力使地产投资在下半年存在不确定性。**一方面，去年新开工面积大幅下降，这将导致今年在建工程总量处于一个不高的位置；更重要的是，政策不确定性，**叠加房地产信托全年面临 2847.9 亿的兑付压力**，限制了开发商后期追加新开工的意愿和能力。
  - **地方政府投资冲动受政治因素的影响。**从社融数据来看，政府短期资金链条不会出现大问题。因此，目前政府投资主要取决于意愿而非能力。由于近年来反腐和人事变更，可能导致新上任的领导在初期不愿意大幅展开基建投资。更有可能的情况是政府投资的缓慢释放，而非像往年 3 月下旬至 4 月份集中爆发。
- 总的来说，我们还是倾向于认为后续一个季度，投资相关的需求仍然是一个要上上不了的格局，而其中，基建类的释放会偏缓慢。

## Global Macro Weekly

**Han Wang**

(86)21-38565956

wanghan@xyzq.com.cn

**Qunshan Gao**

(86)21-38565833

gaoqs@xyzq.com.cn

**Yanjin Lu**

(86)21-38565965

luyj@xyzq.com.cn

**Xiaojun Jia**

(86)21-38565751

jiaxj@xyzq.com.cn

**Yijun Wang**

(86)21-38565749

wangyijun@xyzq.com.cn

**Lianqing Wang**

(86)21-38565579

wanglq@xyzq.com.cn

**Yue Tang**

(86)21-38565535

tangyue@xyzq.com.cn

**Why Accommodative Liquidity Doesn't Boost FAI****March 25, 2013****Summary**

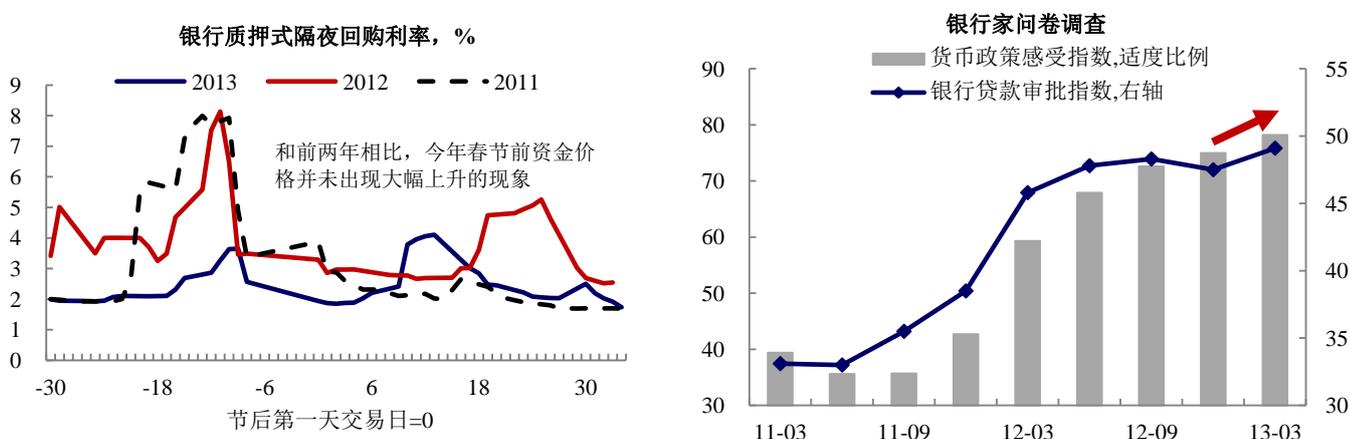
- **The liquidity in the inter-bank market is accommodative and funds are flowing into enterprises.** Both the repo rate and the survey of bankers indicate that bank liquidity is easing, which can also be confirmed by another survey aiming at owners of corporate. It shows that more entrepreneurs think the bank loans are easier to access in the first quarter of 2013. Moreover, the funds are flowing into real estate and infrastructure related companies.
- **Deleveraging and political uncertainties are the reasons why current accommodative liquidity is unable to boost the FAI.** Historically, investments were expanding with a declining cost of funding. However, liquidity has been eased since the beginning of 2013, the investments is not improving synchronously.
  - Manufacturers are unwilling to invest due to ROE deterioration caused by weak demand and excess capacity.
  - The financial situation of real estate developers improved, but the implementation of new housing policy and large amount of repayments are likely to be the restrictions to REI.
  - The first-year of a new government focuses more on corruption and is unlikely to invest much in the infrastructure.
- **Despite the weak market expectations, we still believe that the FAI will be mild in the next quarter and the infrastructure investments will increase modestly instead of booming in March and April as in the previous years.**

## 银行间流动性宽松，企业现金流状况改善

- **银行间流动性宽松，企业现金流状况有所改善。**从资金主要供给方银行来看，春节前后银行间市场的资金价格一直处于较为平稳的状态，并未如期出现资金紧张的情况，而最新的隔夜和 7 天回购利率均指向银行间流动性仍然保持宽松。同时，1 季度银行家调查中，有 78.2% 的银行家认为当前货币政策适度。

从资金的需求方企业来看，当前企业获取银行贷款的难度有所下降，企业家调查显示，认为银行贷款偏松的企业家占比有所回升。同时，衡量地产开放商的现金流状况的商业地产销售/投资持续以及主要投向地产和基建的信托委托贷款的持续回升指向相关企业的现金流得到改善。

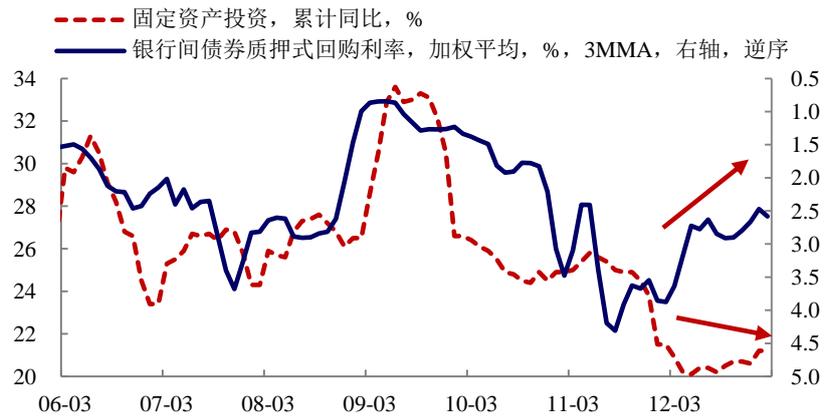
图表 1: 回购利率和银行家调查均显示银行间流动性宽松



数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

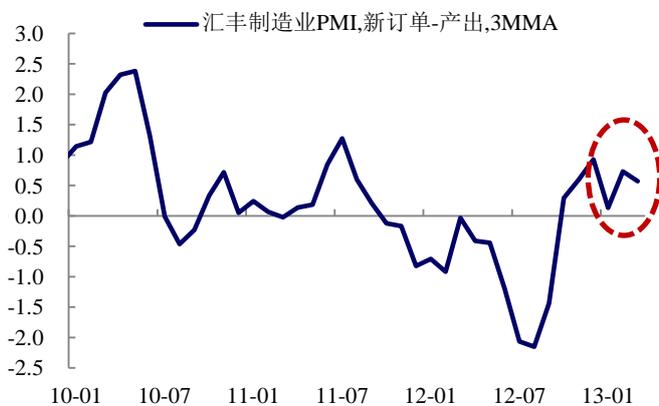
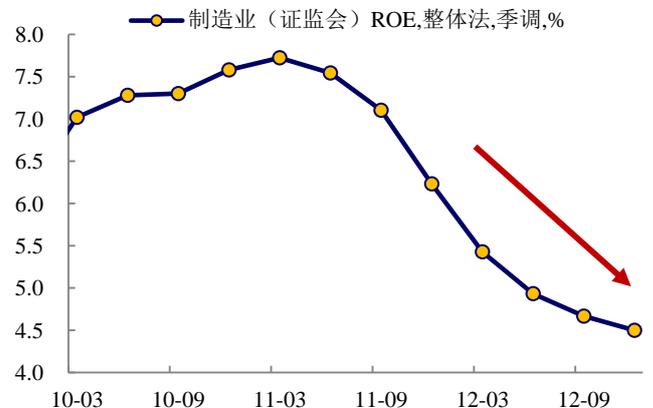
## 去杠杆周期下，企业现金流的改善未必会转化成投资

- **然而，宽松的流动性却并没有刺激企业扩张其资本开支。**从历史上来看，资金价格的下降，流动性的宽松通常伴随着企业资本支出的扩张，固定资本形成的明显增长。虽然今年 1-3 月流动性一直处于偏宽松的状态，但投资改善的幅度却不明显。这是由于当经济处于去杠杆的大周期时，叠加政策和政治因素的影响，企业对后期追加投资保持较为谨慎的态度。我们将从占比固定资产投资 75% 的制造业、房地产和基建投资三部分来仔细探讨。对于制造业和房地产企业而言，其投资意愿主要受盈利驱动。而相应的地方政府投资冲动更多受到政治周期的影响。

**图表 2: 资金价格下降通常伴随着投资的上升, 但这次却出现明显的背离**


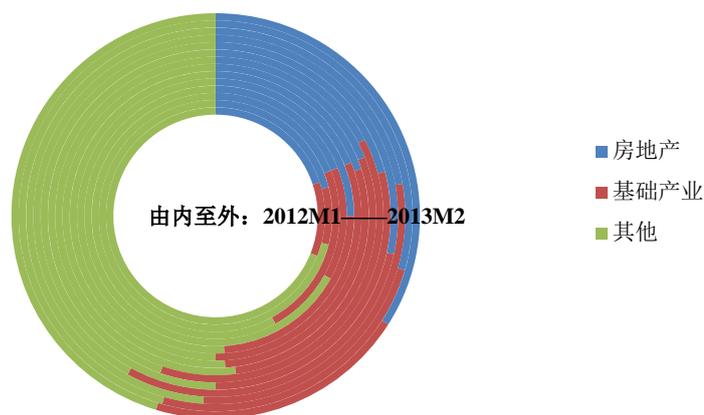
数据来源: 兴业证券研究所

- 内需不旺, 制造业产能过剩, 盈利下降限制其追加投资的意愿。**从进口和社会零售总额的数据来看, 内需依然不旺。因此, 制造业企业仍然保持已销定产的模式, 没有大规模扩产。虽然库存端的压力正在减轻, 但产能过剩的情况仍然使其盈利能力处于一个较低的水平。在这种情况下, 制造业企业再投资的意愿较低。
- 政策和信托兑付压力使地产投资存在不确定性。**1-2 月信托资金投向数据显示, 房地产信托成立规模占总规模的比重最高——达 31.2%。这主要是由于 1-2 月房地产市场量价起升, 地产开发商的现金流得到改善, 进而有了融资以增加投资的冲动。然而, 我们对地产投资的可持续性存疑, 一方面, 去年新开工面积大幅下降, 这将导致今年在建工程总量处于一个不高的位置; 更重要的是, 由于国五条细则尚未落实隐含的政策不确定性, **叠加房地产信托全年面临 2847.9 亿的兑付压力**, 意味着融资可能将会用于偿还前期债务, 进而限制了开发商后期追加新开工的意愿和能力。

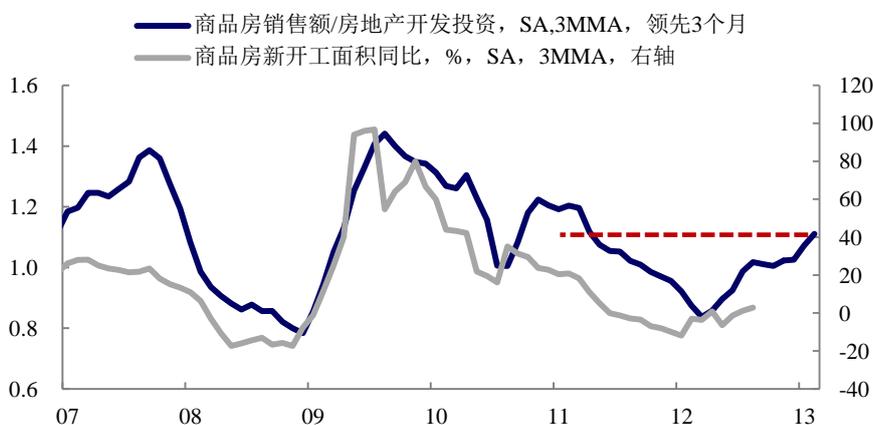
**图表 3: 内需不旺, 制造业企业并未大幅扩产**

**图表 4: 产能过剩致制造业企业盈利能力持续恶化**

 注: 4 季度制造业 ROE 为已经披露数据的企业, 尚不完整  
 数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券研究所

**图表 5: 年初地产量价齐升的局面导致信托资金投向房地产**

集合信托资金投向占比, %, 2012M1-2013M2



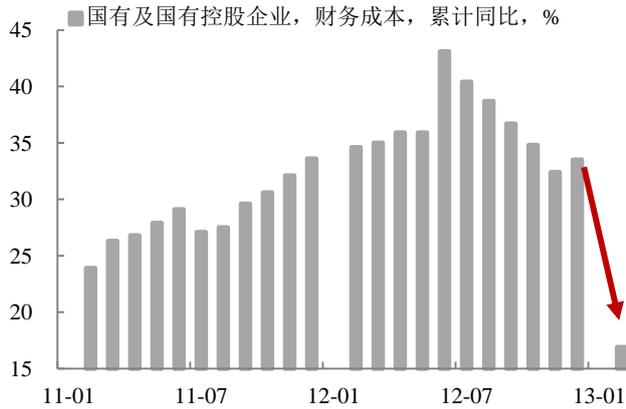
数据来源: 兴业证券研究所

**图表 6: 地产商现金流改善, 但绝对水平仍然不高**


数据来源: 兴业证券研究所

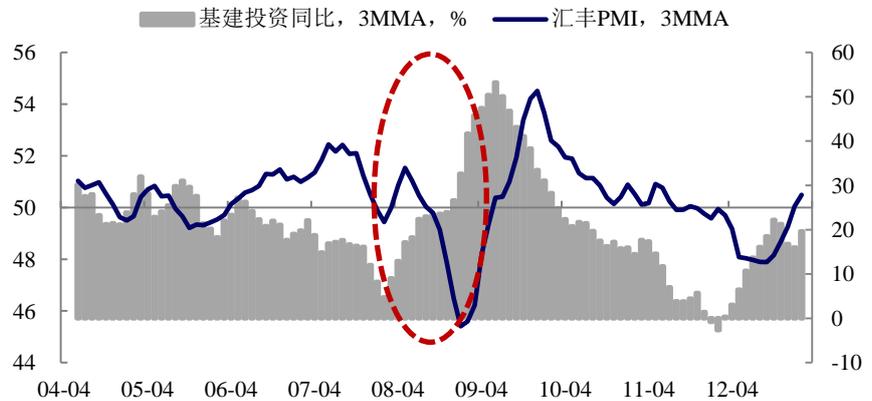
- **地方政府投资意愿受政治周期的影响, 相关基建项目投放会较为缓慢。**我们在3月10日的报告《通胀是虚惊, 经济尚能hold住》中指出从政府资金角度来看, 社会融资总量中信托、委托贷款仍处于趋势上行中(根据兴业银行组的估算, 基建资金可能占信托、委托贷款的30%)。同时, 由于资金成本的降低, 最新数据显示与地方和中央项目较为紧密的国有及国有控股的财务支出同比大幅下降。因此, 政府的资金短期不会受到制约。不过, 去年年底发文限制政信合作, 以及今年出台的规范地方融资平台的条例, 将对地方投资冲动产生一定制约。

对地方政府投资形成制约的主要不在于投资的能力而在于投资的意愿, 政府投资于制造业和地产投资的显著区别在于其不是盈利驱动型。由于今年反腐力度的加强和新政治周期的启动, 意味着新上任的领导在初期不愿意大幅开展投资, 因此基建项目的投放力度会较为缓慢。而我们在3月17日周报《关注基建低于预期的风险》中也指出从2013年预算案来看, 中央对地方的转移支出以及对基建项目的投入与2012年预算案相比均有所下降, 指向政府开展大规模投资的意愿并不强烈。

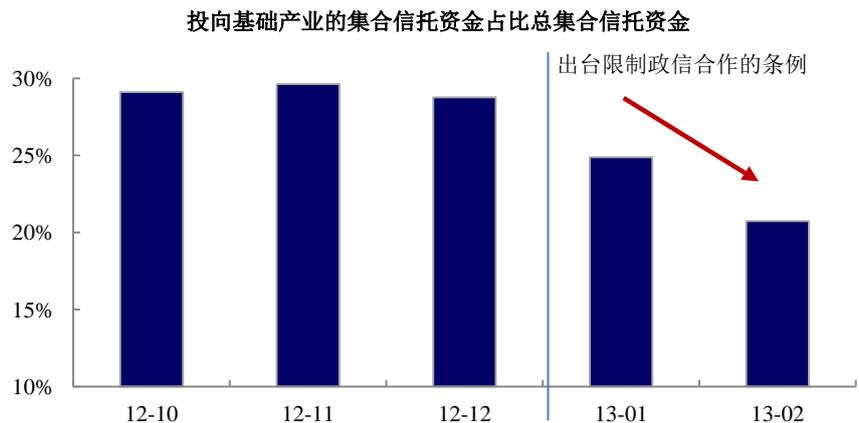
**图表 7: 1-2 月国有企业的财务成本累计同比明显回落**


数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

**图表 8: 新增广义贷款持续向上**

**图表 9: 基建投资并非顺周期，主要取决于政府的意愿**


数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

**图表 10: 对地方融资平台的监控部分限制了地方政府的投资冲动**


数据来源: 兴业证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间  
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间  
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构销售经理联系方式

### 上海地区销售经理:

邓亚萍:021-38565916,dengyp@xyzq.com.cn 盛英君:021-38565938,shengyj@xyzq.com.cn  
罗龙飞:021-38565795,luolf@xyzq.com.cn 杨 忱:021-38565915,yangchen@xyzq.com.cn  
郭红卫:021-38565839,guohw@xyzq.com.cn 王 政:021-38565966,wangz@xyzq.com.cn  
地 址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)  
传 真: 021-38565955

### 北京地区销售经理:

韩吟华:010-66290195,hanyh@xyzq.com.cn 朱圣诞:010-66290197,zhusd@xyzq.com.cn  
李 丹:010-66290223,lidan@xyzq.com.cn 肖 霞:010-66290195,xiaoxia@xyzq.com.cn  
郑小平:010-66290223,zhengxiaoping@xyzq.com.cn  
地 址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033)  
传 真: 010-66290200

### 深圳地区销售经理:

朱元戩:0755-82795091,zhuyy@xyzq.com.cn  
李 昇:0755-82796162(分机 801),lisheng@xyzq.com.cn  
杨 剑:0755-82796162(分机 802),yangjian@xyzq.com.cn  
地 址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048)  
传 真: 0755-82562090

## 【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。